

燕京啤酒（000729.SZ）

改革持续兑现，全年业绩高增

核心观点：

- **事件：公司发布 2024 年业绩预告。**2024 年公司预计实现归母净利润 10.0-11.0 亿元，同比+55.1%-70.6%，中值同比+62.9%至 10.5 亿元；预计实现扣非归母净利润 9.5-10.7 亿元，同比+89.9%-113.9%，中值同比+101.9%至 10.1 亿元，扣非归母净利润超预期。
- **Q4 持续减亏，改革效果显著。**按预告中值测算，24Q4 单季度公司归母/扣非归母净利润同比减亏 0.7/1.1 亿元，Q4 非经常收益较同期减少 4000 万、预计主要系政府补助减少所致，而公司向内挖潜持续推动淡季减亏，预计人员费用节约与费用效率提升均有贡献，带动减亏超预期。按我们模型测算 24Q4 公司单季度归母/扣非归母净利率为-11.8%/-12.4%，同比+5.6/7.9pct，燕京 24Q4 亏损幅度已经小于行业龙头。
- **Beta 与 Alpha 共振，公司改革持续兑现。**回顾公司近年发展历程，行业 Beta 与公司 Alpha 共同带动净利率提升，啤酒行业经过多年高端化与经营效率提升后，龙头净利率普遍在 10%以上，龙头改革历程指明行业发展方向，燕京啤酒明确改革路径后坚持推动 U8 大单品放量增长与经营效率提升，团队高执行力确保改革落地。
- **关注公司十四五收官“答卷”。**2025 年为“十四五”收官之年，U8 持续增长，经营端经过多年向内挖潜，预计 2025 年公司依然将保持较快业绩增长带动净利率持续提升，看好公司深化改革的潜力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2024-2026 年公司实现营收 148.7/156.6/164.0 亿元，同比+4.6%/5.3%/4.7%，实现归母净利润 10.5/14.5/17.8 亿元，同比+63.1%/37.9%/22.4%，当前股价对应 PE 为 30/22/18 倍，综合考虑可比公司估值及其成长性给予 2025 年 28 倍 PE，对应合理价值为 14.41 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产品结构升级低预期，降本增效低预期，行业竞争加剧等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13202	14213	14870	15657	16395
增长率（%）	10.4%	7.7%	4.6%	5.3%	4.7%
EBITDA（百万元）	1242	1509	2234	2729	3083
归母净利润（百万元）	352	645	1051	1450	1776
增长率（%）	54.5%	83.0%	63.1%	37.9%	22.4%
EPS（元/股）	0.13	0.23	0.37	0.51	0.63
市盈率（P/E）	84.96	37.69	30.03	21.77	17.78
ROE（%）	2.6%	4.7%	7.3%	9.7%	11.5%
EV/EBITDA	19.45	11.70	10.65	8.27	6.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.20 元
合理价值	14.41 元
前次评级	买入
报告日期	2025-01-16

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

郝宇新



SAC 执证号：S0260523120010



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，符蓉、郝宇新并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

燕京啤酒（000729.SZ）：持	2024-10-27
续增长，期待来年	
燕京啤酒（000729.SZ）：吨	2024-08-20
价增长亮眼，业绩高质量兑	
现	
燕京啤酒（000729.SZ）：改	2024-07-12
革加速兑现，业绩超预期	

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,806	11,555	12,839	13,995	15,265
货币资金	6,110	7,212	8,186	9,296	10,328
应收及预付	316	354	362	379	395
存货	4,141	3,864	4,080	4,073	4,205
其他流动资产	239	125	211	247	337
非流动资产	9,892	9,676	9,434	9,210	8,957
长期股权投资	573	576	576	576	576
固定资产	8,050	7,664	7,374	7,064	6,740
在建工程	58	101	117	138	154
无形资产	894	1,002	1,064	1,149	1,223
其他长期资产	316	332	302	283	264
资产总计	20,698	21,231	22,273	23,205	24,222
流动负债	6,232	6,263	6,494	6,528	6,699
短期借款	300	540	390	290	190
应付及预收	1,658	1,239	1,448	1,426	1,502
其他流动负债	4,274	4,483	4,656	4,812	5,007
非流动负债	200	191	197	197	197
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	200	191	197	197	197
负债合计	6,432	6,454	6,691	6,725	6,896
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374
留存收益	6,298	6,717	7,243	7,823	8,356
归属母公司股东权益	13,426	13,845	14,371	14,951	15,484
少数股东权益	840	932	1,211	1,530	1,843
负债和股东权益	20,698	21,231	22,273	23,205	24,222

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13202	14213	14870	15657	16395
营业成本	8259	8865	9046	9299	9652
营业税金及附加	1153	1221	1279	1346	1410
销售费用	1634	1575	1563	1607	1632
管理费用	1413	1620	1592	1489	1450
研发费用	236	246	164	204	205
财务费用	-153	-168	-195	-224	-257
资产减值损失	-90	-58	-50	-50	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	42	43	45	47	49
营业利润	692	1025	1579	2090	2457
营业外收支	3	14	15	15	15
利润总额	695	1039	1594	2105	2472
所得税	146	184	263	337	383
净利润	549	855	1331	1768	2089
少数股东损益	197	210	279	318	313
归属母公司净利润	352	645	1051	1450	1776
EBITDA	1242	1509	2234	2729	3083
EPS (元)	0.13	0.23	0.37	0.51	0.63

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,718	1,408	2,144	2,626	2,904
净利润	549	855	1,331	1,768	2,089
折旧摊销	741	719	835	848	868
营运资金变动	398	-2	-4	33	-18
其它	30	-164	-17	-23	-34
投资活动现金流	-2,001	-916	-509	-542	-526
资本支出	-415	-484	-565	-589	-576
投资变动	-249	0	0	0	0
其他	-1,337	-432	56	47	49
筹资活动现金流	2	-164	-661	-975	-1,347
银行借款	300	240	-150	-100	-100
股权融资	0	20	0	0	0
其他	-298	-424	-511	-875	-1,247
现金净增加额	-282	328	975	1,110	1,031
期初现金余额	1,746	1,465	1,793	2,767	3,877
期末现金余额	1,465	1,793	2,767	3,877	4,908

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.4%	7.7%	4.6%	5.3%	4.7%
营业利润	59.1%	48.2%	54.0%	32.4%	17.5%
归母净利润	54.5%	83.0%	63.1%	37.9%	22.4%
获利能力					
毛利率	37.4%	37.6%	39.2%	40.6%	41.1%
净利率	4.2%	6.0%	8.9%	11.3%	12.7%
ROE	2.6%	4.7%	7.3%	9.7%	11.5%
ROIC	2.7%	4.2%	7.3%	9.4%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	30.4%	30.0%	29.0%	28.5%
净负债比率	45.1%	43.7%	42.9%	40.8%	39.8%
流动比率	1.73	1.85	1.98	2.14	2.28
速动比率	1.04	1.19	1.31	1.47	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.68	0.68	0.69	0.69
应收账款周转率	69.60	72.16	70.92	71.23	71.01
存货周转率	2.05	2.21	2.28	2.28	2.33
每股指标 (元)					
每股收益	0.13	0.23	0.37	0.51	0.63
每股经营现金流	0.61	0.50	0.76	0.93	1.03
每股净资产	4.76	4.91	5.10	5.30	5.49
估值比率					
P/E	84.96	37.69	30.03	21.77	17.78
P/B	2.23	1.76	2.20	2.11	2.04
EV/EBITDA	19.45	11.70	10.65	8.27	6.96

广发食品饮料研究小组

符 蓉：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝 宇 新：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴 思 颖：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡 慧：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖 承 帅：高级分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷 卓 龙：高级研究员，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。