

## 公司研究

## 24年利润实现高增，分红比例提升

## ——燕京啤酒（000729.SZ）2024年年报点评

## 增持（维持）

当前价：12.66元

## 作者

## 分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

## 分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

## 分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

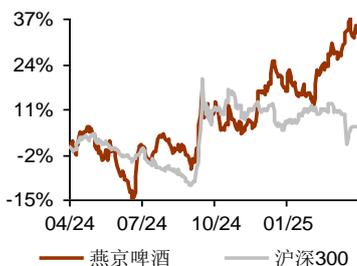
021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	28.19
总市值(亿元)	356.83
一年最低/最高(元)	8.02/13.68
近3月换手率	41.27%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.92	10.67	21.64
绝对	3.60	9.42	28.84

资料来源：Wind

## 相关研报

25Q1 实现开门红，利润再超预期——燕京啤酒（000729.SZ）2024年度业绩快报及25Q1业绩预告点评（2025-04-11）

24年利润超预期，销量逆势增长——燕京啤酒（000729.SZ）2024年度业绩预告点评（2025-01-16）

## 要点

**事件：**燕京啤酒24年实现营业收入146.7亿元，同比+3.2%；归母净利润10.6亿元，同比+63.7%；扣非归母净利润10.4亿元，同比+108%。其中，24Q4实现营业收入18.2亿元，同比+1.3%；归母净利润-2.3亿元，同比减亏；扣非归母净利润-2.2亿元，同比减亏。

## 24年量升价跌，U8销量持续高增。

1) 拆分量价来看：2024年啤酒收入为132.3亿元，同比+1.0%，其中啤酒销量为400万千升，同比+1.6%；24年吨酒价约3304元/千升，同比-0.6%。2) 分产品看：2024年中高档产品实现收入88.65亿元，同比+2.2%；普通产品的收入为43.65亿元，同比-1.2%。中高档产品中，U8表现亮眼，24年销量为69.60万千升，同比+31.4%，实现全国化布局与销量双突破。3) 分渠道看：传统渠道/KA渠道/电商渠道实现的营业收入分别为139.25/4.86/2.55亿元，同比分别+3.4%/-1.7%/+1.8%。4) 分区域看：24年华东/华北实现较快增长，收入分别同比+9.8%/+5.4%，华南/华中地区收入同比微增0.28%/0.32%，西北地区收入同比-12.52%。

## 降本增效下，24年公司净利率同比提升。

1) 24年/24Q4公司毛利率分别为40.7%/9.9%，同比+3.1/+16.4pcts，主要系原材料成本下降、销量提升摊薄固定成本，以及高毛利率的中高档产品收入占比提升。2) 24年/24Q4公司销售费用率分别为10.8%/2.6%，同比-0.3/+3.2pcts。3) 24年/24Q4管理费用率分别为10.7%/7.0%，同比-0.7/-6.4pcts，公司持续提升管理效率。4) 综合来看，24年/24Q4公司销售净利率达到9.0%/-10.5%，同比+3.0/+6.3pcts。公司提高股东回报水平，24年分红比例为50.7%，同比+7.0pcts，分红金额同比增长90%。

## 持续深化改革，关注效率改善。

公司持续深化九大变革战略，通过卓越管理体系助推生产变革，重塑生产系统管理架构，提升品控能力和成本效益；通过供应链数字化转型提升管理水平。改革推动下，主要子公司盈利能力有所提升，漓泉啤酒24年净利润率同比+2.1pcts至19.1%；惠泉啤酒净利率同比+2.1pcts至10.1%。对比同业，公司在产能利用率、人效等方面仍有改善空间，随着改革的持续推进，公司生产效率和管理效率仍有进一步提升空间，有望持续释放利润弹性。25年是公司“十四五”规划的收官之年，公司将继续推动改革和大单品战略，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司2025-2026年归母净利润预测分别为14.06/16.56亿元，引入2027年归母净利润预测为19.22亿元，折合2025-2027年EPS分别为0.50/0.59/0.68元，对应PE分别为25x/22x/19x，燕京啤酒是国内头部啤酒品牌之一，借助大单品U8的快速放量有望实现业绩的持续增长，且公司降本增效的空间较大，利润具有一定弹性空间，我们维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧；大单品拓展低于预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,213	14,667	15,473	16,172	16,743
营业收入增长率	7.66%	3.20%	5.49%	4.52%	3.53%
归母净利润 (百万元)	645	1,056	1,406	1,656	1,922
归母净利润增长率	83.01%	63.74%	33.15%	17.84%	16.01%
EPS (元)	0.23	0.37	0.50	0.59	0.68
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.66%	7.22%	9.08%	10.05%	10.90%
P/E	55	34	25	22	19
P/B	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-21

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,213	14,667	15,473	16,172	16,743
营业成本	8,865	8,695	9,233	9,557	9,857
折旧和摊销	698	663	698	715	733
税金及附加	1,221	1,244	1,312	1,371	1,420
销售费用	1,575	1,587	1,566	1,540	1,493
管理费用	1,620	1,570	1,540	1,529	1,499
研发费用	246	233	246	257	266
财务费用	-168	-198	-182	-183	-197
投资收益	43	43	43	40	50
营业利润	1,025	1,609	1,959	2,272	2,578
利润总额	1,039	1,572	1,953	2,268	2,574
所得税	184	248	308	357	406
净利润	855	1,324	1,645	1,910	2,168
少数股东损益	210	268	239	254	247
归属母公司净利润	645	1,056	1,406	1,656	1,922
EPS(元)	0.23	0.37	0.50	0.59	0.68

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,408	2,549	1,990	2,323	2,590
净利润	645	1,056	1,406	1,656	1,922
折旧摊销	698	663	698	715	733
净营运资金增加	830	246	975	1,125	1,310
其他	-765	584	-1,089	-1,173	-1,376
投资活动产生现金流	-916	-2,861	-653	-735	-700
净资本支出	-484	-931	-650	-750	-750
长期投资变化	576	580	0	0	0
其他资产变化	-1,008	-2,511	-3	15	50
融资活动现金流	-164	-290	-513	-551	-656
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	220	356	-216	-118	-120
无息负债变化	-195	614	-27	117	99
净现金流	328	-602	824	1,037	1,233

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.6%	40.7%	40.3%	40.9%	41.1%
EBITDA 率	15.0%	14.9%	16.0%	17.4%	18.6%
EBIT 率	10.1%	10.3%	11.5%	13.0%	14.2%
税前净利润率	7.3%	10.7%	12.6%	14.0%	15.4%
归母净利润率	4.5%	7.2%	9.1%	10.2%	11.5%
ROA	4.0%	5.7%	6.9%	7.6%	8.1%
ROE (摊薄)	4.7%	7.2%	9.1%	10.1%	10.9%
经营性 ROIC	5.3%	10.9%	8.9%	9.9%	10.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	30%	32%	30%	28%	27%
流动比率	1.85	1.67	1.87	2.06	2.29
速动比率	1.23	1.12	1.29	1.46	1.66
归母权益/有息债务	25.58	16.30	22.76	29.30	39.87
有形资产/有息债务	37.08	24.49	33.58	42.86	57.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,231	23,147	24,013	25,256	26,631
货币资金	7,212	7,454	8,278	9,315	10,548
交易性金融资产	0	20	20	20	20
应收账款	205	230	242	253	262
应收票据	2	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	36	30	32	33	34
存货	3,864	3,946	3,996	4,125	4,242
其他流动资产	89	89	97	104	110
流动资产合计	11,555	11,905	12,810	14,000	15,371
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	576	580	580	580	580
固定资产	7,664	7,395	7,342	7,341	7,313
在建工程	101	348	306	282	264
无形资产	1,002	1,017	997	979	962
商誉	81	81	81	81	81
其他非流动资产	171	1,693	1,717	1,717	1,717
非流动资产合计	9,676	11,242	11,203	11,256	11,260
总负债	6,454	7,423	7,180	7,178	7,157
短期借款	540	682	458	333	207
应付账款	1,239	1,292	1,200	1,242	1,281
应付票据	0	92	97	101	104
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	169	197	205	212	218
流动负债合计	6,263	7,127	6,844	6,785	6,719
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	185	266	331	387	432
非流动负债合计	191	296	336	393	438
股东权益	14,777	15,724	16,833	18,078	19,474
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
公积金	6,751	6,810	6,810	6,810	6,810
未分配利润	4,341	5,055	5,925	6,917	8,066
归属母公司权益	13,845	14,619	15,489	16,480	17,629
少数股东权益	932	1,105	1,344	1,598	1,844

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.08%	10.82%	10.12%	9.52%	8.92%
管理费用率	11.40%	10.70%	9.95%	9.45%	8.95%
财务费用率	-1.18%	-1.35%	-1.18%	-1.13%	-1.18%
研发费用率	1.73%	1.59%	1.59%	1.59%	1.59%
所得税率	18%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.19	0.24	0.27	0.31
每股经营现金流	0.50	0.90	0.71	0.82	0.92
每股净资产	4.91	5.19	5.50	5.85	6.25
每股销售收入	5.04	5.20	5.49	5.74	5.94

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	55	34	25	22	19
PB	2.6	2.4	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.2	17.4	15.5	13.7	12.5
股息率	0.8%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP