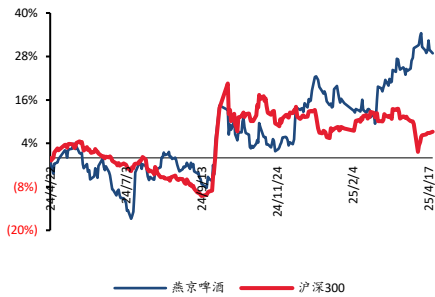


## 燕京啤酒：2024 完美收官，U8 延续高增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 28.19/25.1  
总市值/流通(亿元) 356.83/317.72  
12个月内最高/最低价(元) 13.68/8.1

### 相关研究报告

<<燕京啤酒：三季度量价增速环比放缓，U8 势能延续>>—2024-10-28  
<<燕京啤酒：量价逆势齐升，改革红利持续兑现>>—2024-08-21  
<<改革提效成果显著，利润端实现高弹性增长>>—2024-04-26

### 证券分析师：郭梦婕

电话：  
E-MAIL: guomj@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523080002

### 证券分析师：林叙希

电话：  
E-MAIL: linxx@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190525030001

**事件：**燕京啤酒发布 2024 年报，2024 年实现营收 146.67 亿元，同比+3.2%，归母净利润 10.56 亿元，同比+63.7%，扣非归母净利润 10.41 亿元，同比+108.0%。2024Q4 实现营收 18.2 亿元，同比+1.3%，实现归母净利润-2.3 亿元，去年同期为-3.1 亿元，实现扣非归母净利润-2.2 亿元，去年同期为-3.7 亿元，业绩符合预期。

**产品结构持续提升，U8 全年增长 31.4%。**2024 年啤酒销量受需求影响有所下滑，据国家统计局数据显示，2024 年中国规模以上啤酒企业累计产量 3521.3 万吨，同比-0.6%。拆分量价，2024 年公司销量/吨价分别为 400.4 万吨/3304 元/吨，同比+1.6%/-0.6%，2024Q4 公司销量/吨价同比+8.9%/-7.0%，预估四季度费用集中兑付影响全年吨价。分结构看，2024 年公司中高档/普通产品分别实现收入 88.65/43.65 亿元，同比+2.2%/-1.2%，占比 67%/33%，中高档产品占比提升 0.75pct，产品结构持续提升，其中燕京 U8 全年销量达 69.6 万吨，同比增长 31.4%，大单品 U8 增长势能不减，全国化进程稳健推进，形成规模效应。分区域看，华北/华东/华南/华中/西北分别实现营收 78.30/13.38/38.48/10.88/5.62 亿元，同比+5.4%/+9.8%/+0.3%/+0.3%/-12.5%，分别占比 53.4%/9.1%/26.2%/7.4%/3.8%，华北强势市场延续稳定增长，华东地区表现亮眼。分渠道看，传统渠道/KA/电商渠道分别实现营收 139.25/4.86/2.55 亿元，同比+3.4%/-1.7%/+1.8%，传统渠道增长稳定，2024 年末经销商达 8632 家，净增加 98 家。

**原材料价格下降带动吨成本大幅下降，盈利能力持续提升。**2024 年公司啤酒业务毛利率 42.6%，同比+3.7pct，吨成本为 1896 元/千升，同比-6.6%，吨成本下滑主因原材料价格下降，吨原辅材料成本同比-8.0%。2024 年税金及附加率/销售费用率/管理费用率分别为 8.5%/10.8%/10.7%，同比-0.1pct/-0.3pct/-0.7pct，费用率实现较小幅度下降。2024 年公司归母/扣非归母净利率分别达 7.2%/7.1%，同比+2.7/+3.6pct，产品结构、成本下降以及经营效率优化，带动盈利能力持续提升。2024 年公司所得税率同比-2.0pct 至 15.8%，少数股东权益占比同比-4.3pct 至 20.3%，子公司持续扭亏。分红方面，公司拟每 10 股派发现金红利 1.9 元(含税)，共计约 5.36 亿元，同比增长 90%，分红率 50.7%。

**投资建议：**根据公司 2024 年业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速 6%/4%/4%，归母净利润增速分别 30%/18%/11%，EPS 分别为 0.49/0.58/0.64 元，对应 PE 分别为 26x/22x/20x，按照 2025 年业绩给予 28 倍，目标价 13.72 元，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,667	15,521	16,167	16,803

营业收入增长率(%)	3.20%	5.83%	4.16%	3.93%
归母净利(百万元)	1,056	1,375	1,623	1,810
净利润增长率(%)	63.74%	30.29%	18.01%	11.49%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.49	0.58	0.64
市盈率(PE)	32.11	25.94	21.99	19.72

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,212	7,454	8,686	11,636	14,186
应收和预付款项	354	366	343	393	372
存货	3,864	3,946	4,782	4,046	4,837
其他流动资产	125	139	205	198	199
流动资产合计	11,555	11,905	14,017	16,273	19,594
长期股权投资	576	580	670	702	745
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	7,664	7,395	7,074	6,770	6,486
在建工程	101	348	423	545	693
无形资产开发支出	1,002	1,017	1,063	1,119	1,158
长期待摊费用	2	3	3	3	3
其他非流动资产	11,885	13,803	15,900	18,151	21,467
资产总计	21,231	23,147	25,134	27,292	30,552
短期借款	540	682	682	682	682
应付和预收款项	1,239	1,384	1,653	1,302	1,755
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,674	5,357	5,087	5,379	5,729
负债合计	6,454	7,423	7,422	7,363	8,167
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	6,717	7,491	8,973	10,679	12,574
归母公司股东权益	13,845	14,619	16,101	17,807	19,702
少数股东权益	932	1,105	1,611	2,121	2,683
股东权益合计	14,777	15,724	17,712	19,928	22,385
负债和股东权益	21,231	23,147	25,134	27,292	30,552

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,408	2,549	1,108	2,804	2,307
投资性现金流	-916	-2,861	124	146	243
融资性现金流	-164	-290	0	0	0
现金增加额	328	-602	1,232	2,950	2,551

**利润表 (百万)**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,213	14,667	15,521	16,167	16,803
营业成本	8,865	8,695	8,728	9,080	9,406
营业税金及附加	1,221	1,244	1,319	1,342	1,344
销售费用	1,575	1,587	1,630	1,617	1,680
管理费用	1,620	1,570	1,552	1,568	1,512
财务费用	-168	-198	-153	-142	-147
资产减值损失	-58	-68	-90	-71	-73
投资收益	43	43	47	48	50
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,025	1,609	2,296	2,579	2,861
其他非经营损益	14	-37	3	-2	-2
利润总额	1,039	1,572	2,299	2,577	2,859
所得税	184	248	417	444	487
净利润	855	1,324	1,882	2,133	2,371
少数股东损益	210	268	506	510	562
归母股东净利润	645	1,056	1,375	1,623	1,810

**预测指标**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.63%	40.72%	43.77%	43.84%	44.02%
销售净利率	4.54%	7.20%	8.86%	10.04%	10.77%
销售收入增长率	7.66%	3.20%	5.83%	4.16%	3.93%
EBIT 增长率	57.82%	76.22%	57.09%	13.02%	11.42%
净利润增长率	83.02%	63.74%	30.29%	18.01%	11.49%
ROE	4.66%	7.22%	8.54%	9.11%	9.18%
ROA	3.04%	4.56%	5.47%	5.95%	5.92%
ROIC	4.24%	7.13%	9.71%	9.91%	9.89%
EPS (X)	0.23	0.38	0.49	0.58	0.64
PE (X)	37.69	32.11	25.94	21.99	19.72
PB (X)	1.76	2.32	2.22	2.00	1.81
PS (X)	1.71	2.31	2.30	2.21	2.12
EV/EBITDA (X)	11.70	13.12	12.24	9.97	8.45

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。