

2025年04月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

利润明显释放，燕京 U8 放量增长

—燕京啤酒（000729.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：肖燕南 S1050123060024
xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年4月21日，燕京啤酒发布2024年年报。

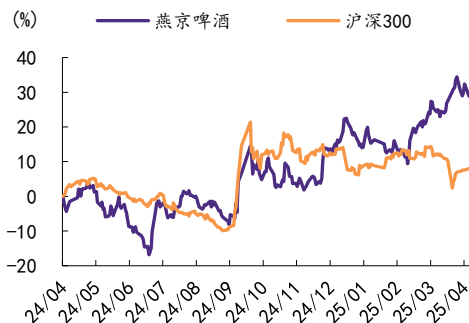
投资要点

基本数据

2025-04-22

当前股价（元）	12.52
总市值（亿元）	353
总股本（百万股）	2819
流通股本（百万股）	2510
52周价格范围（元）	8.26-13.21
日均成交额（百万元）	229.27

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《燕京啤酒（000729）：2024年圆满收官，2025Q1表现持续亮眼》2025-04-11
- 《燕京啤酒（000729）：结构升级叠加控费减亏利润高增，业绩符合预期》2024-08-19
- 《燕京啤酒（000729）：结构升级叠加提效降费，利润弹性释放》2024-07-12

业绩符合预期，利润实现高增

业绩稳健增长，利润快速释放。2024年总营收/归母净利润分别为146.67/10.56亿元，分别同比+3%/+64%；2024Q4分别为18.21/-2.32亿元，其中营收同比+1%，2023Q4归母净利润为-3.11亿元。全年盈利能力提升，Q4毛利率略承压。2024年毛利率/净利率分别为41%/9%，分别同比+3.1/+3.0pcts；2024Q4毛利率/净利率分别为10%/-10%，分别同比+16.4/+6.3pcts。全年费用率略优化，Q4销售费用率明显增长。2024年销售/管理费用率分别为11%/11%，分别同比-0.3/-0.7pcts；2024Q4销售/管理费用率分别为3%/7%，分别同比+3.2/-6.4pcts。低基数下经营净现金流大幅增长，销售回款表现平稳。2024年经营净现金流/销售回款分别为25.49/168.80亿元，分别同比+81%/+4%。2024Q4经营净现金流/销售回款分别为-7.42/26.55亿元，其中，2023Q4经营净现金流为-14.45亿元，销售回款同比-0.2%。截至2024年年末，公司合同负债16.20亿元（环比+4.17亿元）。

成本优化成效显著，啤酒业务毛利率提升

2024年啤酒收入为132.30亿元，同增1.01%，其中中高档产品/普通产品收入分别为88.65/43.65亿元，分别同比2.15%/-1.24%。中高档产品来看，2024年毛利率同增4.16pcts至48.09%，收入占啤酒业务比重同比+0.75pcts至67.01%，2024年持续推广燕京U8、燕京V10等，焕新升级燕京清爽产品，高端化升级持续深入。普通产品来看，2024年毛利率同比+2.49pcts至31.49%。量价拆分来看，2024年啤酒总销量400.44万千升，同比+1.57%，其中燕京U8保持超30%增速，销量达69.6万千升；啤酒均价同比-0.56%，整体表现平稳。其他业务来看，2024年水/茶饮料/饲料/其他营收为0.15/1.06/1.54/11.62亿元，同比-15.07%/+48.43%/-8.81%/+35.61%，其中茶饮料/其他业务收入占比同比+0.22/1.89pcts，取得快速增长。

电商渠道盈利能力提升，基地市场保持稳定增长

分渠道看，2024 年传统/KA/电商渠道营收分别为 139.25/4.86/2.55 亿元，分别同比+3.40%/-1.66%/+1.79%，公司持续做好渠道结构升级，传统与电商渠道平稳增长，其中电商渠道毛利率同增 0.44pcts 至 28.35%，盈利能力持续优化。分地区看，2024 年华北/华东/华南/华中/西北营收为 78.30/13.38/38.48/10.88/5.62 亿元，分别同比+5.39%/+9.82%/+0.28%/+0.32%/-12.52%，华北与华东地区取得不错增长，华南与华中保持平稳，西北地区同比下滑。

■ 盈利预测

我们看好公司以 U8 为首的中高端产品持续放量高增，带动公司销售结构的持续优化；以及随着公司九大变革的持续推进，费控提效与子公司减亏有望共同推升公司的盈利能力，利润有望维持较高增速。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.51/0.62/0.75 元，当前股价对应 PE 分别为 25/21/17 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、旺季销售不及预期、原材料上涨风险、高端化进程受阻等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	14,667	15,537	16,272	16,736
增长率（%）	3.2%	5.9%	4.7%	2.8%
归母净利润（百万元）	1,056	1,436	1,744	2,118
增长率（%）	63.7%	36.1%	21.4%	21.5%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.51	0.62	0.75
ROE（%）	6.7%	8.6%	9.9%	11.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	7,454	8,561	10,114	11,911
应收款	260	383	379	367
存货	3,946	4,192	4,072	3,869
其他流动资产	245	222	215	221
流动资产合计	11,905	13,358	14,780	16,368
非流动资产:				
金融类资产	20	20	20	20
固定资产	7,395	7,111	6,721	6,306
在建工程	348	139	56	22
无形资产	1,017	966	915	867
长期股权投资	580	580	580	580
其他非流动资产	1,901	1,901	1,901	1,901
非流动资产合计	11,242	10,698	10,173	9,677
资产总计	23,147	24,056	24,953	26,044
流动负债:				
短期借款	682	722	742	752
应付账款、票据	1,384	1,650	1,493	1,382
其他流动负债	3,441	3,441	3,441	3,441
流动负债合计	7,127	7,134	6,969	6,813
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	296	296	296	296
非流动负债合计	296	296	296	296
负债合计	7,423	7,429	7,265	7,109
所有者权益				
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
股东权益	15,724	16,627	17,688	18,935
负债和所有者权益	23,147	24,056	24,953	26,044

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1324	2052	2456	2942
少数股东权益	268	616	712	824
折旧摊销	663	544	522	494
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	294	-379	-54	43
经营活动现金净流量	2549	2832	3637	4303
投资活动现金净流量	-2861	493	474	448
筹资活动现金净流量	1419	-1109	-1375	-1685
现金流量净额	1,107	2,216	2,736	3,066

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,667	15,537	16,272	16,736
营业成本	8,695	8,241	8,541	8,716
营业税金及附加	1,244	1,321	1,367	1,372
销售费用	1,587	1,631	1,692	1,590
管理费用	1,570	1,678	1,578	1,456
财务费用	-198	-211	-253	-303
研发费用	233	264	277	285
费用合计	3,192	3,363	3,294	3,027
资产减值损失	-68	-80	-70	-60
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	43	1	1	1
营业利润	1,609	2,574	3,031	3,587
加:营业外收入	14	4	3	2
减:营业外支出	51	3	2	1
利润总额	1,572	2,575	3,032	3,588
所得税费用	248	523	576	646
净利润	1,324	2,052	2,456	2,942
少数股东损益	268	616	712	824
归母净利润	1,056	1,436	1,744	2,118

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	3.2%	5.9%	4.7%	2.8%
归母净利润增长率	63.7%	36.1%	21.4%	21.5%
盈利能力				
毛利率	40.7%	47.0%	47.5%	47.9%
四项费用/营收	21.8%	21.6%	20.2%	18.1%
净利率	9.0%	13.2%	15.1%	17.6%
ROE	6.7%	8.6%	9.9%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	32.1%	30.9%	29.1%	27.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	56.4	40.6	42.9	45.6
存货周转率	2.2	2.3	2.4	2.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.37	0.51	0.62	0.75
P/E	33.8	24.8	20.5	16.8
P/S	2.4	2.3	2.2	2.1
P/B	2.4	2.4	2.3	2.3

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。