

核心财务指标持续改善，改革逻辑加速兑现

2025 年 04 月 24 日

➤ **事件：**2025 年 4 月 21 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现总营收/归母净利润/扣非归母净利润 146.67/10.56/10.41 亿元，分别同比 +3.20%/+63.74%/+108.03%。经测算，24Q4 公司实现总营收/归母净利润/扣非归母净利润 18.21/-2.32/-2.21 亿元，营收同比+1.32%，归母口径利润减亏 0.79 亿元，扣非归母口径减亏 1.45 亿元。

➤ **销量跑赢大盘，U8 势能维持。**24 年公司啤酒营收同比增 1.0%，其中销量同比+1.6%至 400 万千升（同期我国规上啤酒企业总产量同比-0.6%），销量跑赢大盘。结构端看，中高档产品营收同比+2.2%至 88.7 亿元，占啤酒营收比重同比+0.7pct，其中 U8 销量同比+31%至 70 万千升，维持良好势能。24 年吨价同比微降 0.6%，我们预计与 24Q4 货折兑付节奏有关。其他业务收入合计同比+29%，占比+2pct 至 10%。

➤ **核心财务指标均持续改善，驱动盈利高增。**24 年公司扣非归母净利率同比 +3.6pct 至 7.1%各项核心财务指标均持续改善。拆解来看，1) 24 年公司毛利率同比+3.1pct，其中啤酒毛利率同比+3.7pct，吨成本同比-6.6%，吨原材料/燃料/人工/制造费用及其他成本分别同比-8%/-21%/+6%/持平，吨原材料成本显著下降，人工端吨成本有所上升主要系人均薪酬提升，生产人员数量同比-5%，人均产量同比+8%。2) 销售费用率同比-0.3pct，其中广宣费率处于持续优化通道，同比-0.9pct，体现出营销效率提升；职工薪酬占比同比+0.8pct，同样系人均薪酬提升，体现出激励机制加强，销售人员数量同比-5%，人均销量同比+7%。管理费用率同比-0.7pct，主要系非生产设施费扰动消除，占比同比-0.5pct，此外职工薪酬占比同比-0.2pct。3) 税率同比-2.0pct 至 15.8%，反映出弱势子公司持续减亏，少数股东损益占净利润比重下降也可反应出子公司盈利结构变化。

➤ **改革红利释放+结构不断改善，持续看好公司利润率弹性。**近几年公司利润弹性具备明显 alpha，无论是 U8 的成长速度还是改革落地后各项财务指标的显著优化都在持续兑现其改善和成长逻辑。我们认为公司业绩高增确定性首先来自于利润率提升路径清晰，持续兑现则来自于公司改革决心非常坚定，且是系统性的、全面的改革，并在近几年经营势能持续向上的过程中已形成正循环。同时 U8 全国化仍有较大空间，不同类型市场阶段不同因此成长得以持续接力。中期维度，“十五五”公司产、销、供应链有望继续全面提升，看好公司利润率弹性。

➤ **投资建议：**基于大单品持续全国化以及公司改革深化，我们预计 2025-2027 年公司营收 154.76/160.35/165.32 亿元，同比增长 5.5%/3.6%/3.1%；归母净利润分别为 14.64/17.90/20.90 亿元，同比增长 38.7%/22.3%/16.8%；当前市值对应 PE 分别为 24/20/17x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨超预期、啤酒高端竞争加剧、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,667	15,476	16,035	16,532
增长率 (%)	3.2	5.5	3.6	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,056	1,464	1,790	2,090
增长率 (%)	63.7	38.7	22.3	16.8
每股收益 (元)	0.37	0.52	0.64	0.74
PE	34	24	20	17
PB	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.62 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

- 1.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年三季报点评：销量跑赢大盘，盈利稳步提升-2024/10/26
- 2.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年半年报点评：H1 量价齐升，扣非利润高增-2024/08/20
- 3.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评：扣非后利润高增，改革成效加速释放-2024/07/13
- 4.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年一季报点评：改革逻辑不断兑现，单季利润创新高-2024/04/25
- 5.燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年年报点评：U8 高增延续，卓越管理制胜-2024/04/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,667	15,476	16,035	16,532
营业成本	8,695	8,980	9,129	9,272
营业税金及附加	1,244	1,331	1,379	1,422
销售费用	1,587	1,640	1,668	1,703
管理费用	1,570	1,466	1,411	1,323
研发费用	233	248	257	265
EBIT	1,392	1,883	2,265	2,625
财务费用	-198	-183	-179	-187
资产减值损失	-68	-65	-65	-66
投资收益	43	43	45	46
营业利润	1,609	2,073	2,455	2,824
营业外收支	-37	2	2	2
利润总额	1,572	2,075	2,457	2,826
所得税	248	301	344	396
净利润	1,324	1,775	2,113	2,430
归属于母公司净利润	1,056	1,464	1,790	2,090
EBITDA	2,073	2,571	2,966	3,334

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,454	7,799	9,190	10,953
应收账款及票据	230	217	226	233
预付款项	136	149	151	154
存货	3,946	4,301	4,322	4,390
其他流动资产	139	332	344	109
流动资产合计	11,905	12,797	14,233	15,838
长期股权投资	580	580	580	580
固定资产	7,395	7,611	7,789	7,840
无形资产	1,017	1,017	1,017	1,017
非流动资产合计	11,242	11,547	11,647	11,646
资产合计	23,147	24,344	25,880	27,485
短期借款	682	682	682	682
应付账款及票据	1,384	1,373	1,395	1,417
其他流动负债	5,061	5,040	5,183	5,244
流动负债合计	7,127	7,095	7,261	7,344
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	296	285	285	285
非流动负债合计	296	285	285	285
负债合计	7,423	7,381	7,546	7,629
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	1,105	1,415	1,739	2,079
股东权益合计	15,724	16,963	18,333	19,856
负债和股东权益合计	23,147	24,344	25,880	27,485

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.20	5.51	3.61	3.10
EBIT 增长率	76.22	35.24	20.32	15.87
净利润增长率	63.74	38.68	22.26	16.77
盈利能力 (%)				
毛利率	40.72	41.97	43.06	43.91
净利润率	7.20	9.46	11.16	12.64
总资产收益率 ROA	4.56	6.01	6.92	7.60
净资产收益率 ROE	7.22	9.42	10.79	11.76
偿债能力				
流动比率	1.67	1.80	1.96	2.16
速动比率	1.09	1.16	1.33	1.53
现金比率	1.05	1.10	1.27	1.49
资产负债率 (%)	32.07	30.32	29.16	27.76
经营效率				
应收账款周转天数	5.34	5.19	4.97	4.99
存货周转天数	161.68	165.31	170.01	169.13
总资产周转率	0.66	0.65	0.64	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.52	0.64	0.74
每股净资产	5.19	5.52	5.89	6.31
每股经营现金流	0.90	0.65	1.02	1.18
每股股利	0.19	0.26	0.32	0.38
估值分析				
PE	34	24	20	17
PB	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.69	11.04	9.56	8.51
股息收益率 (%)	1.51	2.09	2.55	2.98

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,324	1,775	2,113	2,430
折旧和摊销	681	688	701	709
营运资金变动	648	-649	50	169
经营活动现金流	2,549	1,835	2,884	3,327
资本开支	-931	-739	-751	-658
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,861	-901	-706	-612
股权募资	37	0	0	0
债务募资	142	0	0	0
筹资活动现金流	-290	-590	-786	-952
现金净流量	-602	344	1,391	1,763

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048