

2025 年 04 月 27 日

U8 延续高增势头，改革红利仍在释放

燕京啤酒(000729)

评级:	增持	股票代码:	000729
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	13.68/8.1
目标价格:		总市值(亿)	364.72
最新收盘价:	12.94	自由流通市值(亿)	324.74
		自由流通股数(百万)	2,509.61

事件概述

24FY 公司实现营收 146.67 亿元，同比+3.20%；实现归母净利润 10.56 亿元，同比+63.74%；实现扣非归母净利润 10.41 亿元，同比+108.03%；其中 24Q4 公司实现营收 18.21 亿元，同比+1.32%；实现归母净利润-2.32 亿元，去年同期为-3.11 亿元；实现扣非归母净利润-2.21 亿元，去年同期为-3.66 亿元。24FY 公司业绩表现符合前期预告预期。

25Q1 公司实现营收 38.27 亿元，同比+6.69%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比+61.10%；实现扣非归母净利润 1.53 亿元，同比+49.11%。25Q1 公司业绩表现符合前期预告预期。

分析判断：

► U8 延续高增势头，华东地区表现优秀

拆分量价来看，公司 24FY 销量为 400.44 万吨，同比+1.57%，对应吨价为 3304 元/吨，同比-0.56%；其中 24Q4 公司实现销量 55.7 万吨，同比+8.9%，对应吨价 3259 元/吨，同比-7.0%；25Q1 公司销量为 99.5 万吨，同比+1.3%，对应吨价为 3846 元/吨，同比+5.3%。根据国家统计局数据，2024 年我国规模以上啤酒企业产量为 3521 万吨，同比-0.6%，2025 年 1-3 月规模以上啤酒企业产量为 854.1 万吨，同比-2.2%。公司在行业整体承压背景下仍实现销量正增长。

分产品来看，公司 24FY 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%。中高端大单品燕京 U8 维持较好增长，根据公司公告披露，燕京 U8 产品 24FY 实现销量 69.6 万吨，同比+31.4%，25Q1 仍维持 30%以上增速。

分地区来看，公司 24FY 华北地区/华东地区/华南地区/华中地区/西北地区收入分别为 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%。华北地区作为公司基地市场稳健增长，华东区域取得较大突破。

► 成本红利+改革红利，盈利能力提升

成本端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 毛利率分别为 40.72%/9.86%/42.79%，分别同比+3.09%/+16.43%/+5.61pct。24FY 整体/25Q1 毛利率有所提升，我们预计主因产品结构提升与成本端利好所致。参考公司中高端大单品 U8 增长势头以及啤酒主要原材料价格走势，我们预计该势头有望延续。

费用端来看，公司 24FY 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.82%/10.70%/1.59%/-1.35%，分别同比-0.26/-0.69/-0.15/-0.16pct；其中 24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.60%/7.03%/0.88%/-1.90%，分别同比+3.19/-6.36/+5.38/-0.32pct；公司 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.65%/11.75%/1.64%/-1.11%，分别同比+3.73/-0.01/-0.26/-0.16pct。公司 24FY 费用率水平稳中有降，25Q1 销售费用率有所提升，主因市场投入同比增加所致。

利润端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 归母净利润率分别为 7.20%/-12.76%/4.32%，分别同比+2.66%/+4.56%/+1.46pct；24FY/24Q4/25Q1 扣非归母净利润率分别为 7.10%/-12.12%/4.00%，分别同比+3.58%/+8.22%/+1.14pct。受益于毛利率提升与相对稳定的费控水平，公司 24FY/25Q1 净利润率水平均有提升。

► 改革红利持续释放，利润有望高增

自公司力推改革以来，营收端先后突破 130 亿元/140 亿元，利润端保持 50%以上的高速增长。我们认为公司快速增长的根本原因在于全面深化改革，产品端稳固燕京 U8 战略核心单品地位，并依托各地方品牌搭建全国化矩阵；渠道端通过线上线下一体化融合推广，积极打造电商、KA 等渠道；生产端实施全链条数字化管理，提高供应链管理水平。考虑到公司当前经营节奏及同业龙头公司的经营水平，我们认为公司仍将持续推动改革，有望在报表端释放更多红利。

投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-26 年营业收入为 157.50/165.65 亿元的预测下调至 154.41/162.69 亿元，新增 27 年营业收入为 170.47 亿元的预测；将公司 25-26 年 EPS 为 0.43/0.49 元的预测上调至 0.51/0.60 元，新增 27 年 EPS 为 0.69 元的预测。对应 4 月 25 日收盘价 12.94 元/股，PE 分别为 25/21/19 倍，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险、产品扩张不及预期风险、市场竞争加剧风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,213	14,667	15,441	16,269	17,047
YoY (%)	7.7%	3.2%	5.3%	5.4%	4.8%
归母净利润(百万元)	645	1,056	1,450	1,700	1,941
YoY (%)	83.0%	63.7%	37.3%	17.3%	14.1%
毛利率 (%)	37.6%	40.7%	42.6%	42.7%	43.3%
每股收益 (元)	0.23	0.38	0.51	0.60	0.69
ROE	4.7%	7.2%	9.0%	9.6%	9.8%
市盈率	56.51	34.51	25.16	21.45	18.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：吴越

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,667	15,441	16,269	17,047	净利润	1,324	1,812	2,148	2,440
YoY (%)	3.2%	5.3%	5.4%	4.8%	折旧和摊销	681	466	474	477
营业成本	8,695	8,859	9,322	9,671	营运资金变动	648	-269	159	82
营业税金及附加	1,244	1,313	1,358	1,398	经营活动现金流	2,549	1,932	2,669	2,934
销售费用	1,587	1,544	1,546	1,585	资本开支	-931	-319	-325	-360
管理费用	1,570	1,621	1,659	1,705	投资	0	-4	-4	-4
财务费用	-198	-129	-179	-232	投资活动现金流	-2,861	-276	-280	-313
研发费用	233	270	244	222	股权募资	37	0	0	0
资产减值损失	-68	-5	-6	-6	债务募资	142	20	67	52
投资收益	43	46	49	51	筹资活动现金流	-290	0	46	29
营业利润	1,609	2,122	2,517	2,861	现金净流量	-602	1,656	2,435	2,650
营业外收支	-37	10	10	10	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,572	2,132	2,527	2,871	成长能力				
所得税	248	320	379	431	营业收入增长率	3.2%	5.3%	5.4%	4.8%
净利润	1,324	1,812	2,148	2,440	净利润增长率	63.7%	37.3%	17.3%	14.1%
归属于母公司净利润	1,056	1,450	1,700	1,941	盈利能力				
YoY (%)	63.7%	37.3%	17.3%	14.1%	毛利率	40.7%	42.6%	42.7%	43.3%
每股收益	0.38	0.51	0.60	0.69	净利率	7.2%	9.4%	10.5%	11.4%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	4.6%	5.8%	6.2%	6.4%
货币资金	7,454	9,110	11,545	14,195	净资产收益率 ROE	7.2%	9.0%	9.6%	9.8%
预付款项	136	141	148	153	偿债能力				
存货	3,946	4,025	4,359	4,340	流动比率	1.67	1.96	2.19	2.49
其他流动资产	369	425	384	459	速动比率	1.09	1.35	1.58	1.90
流动资产合计	11,905	13,700	16,435	19,147	现金比率	1.05	1.30	1.54	1.85
长期股权投资	580	584	588	592	资产负债率	32.1%	29.4%	28.5%	26.6%
固定资产	7,395	7,159	6,919	6,674	经营效率				
无形资产	1,017	1,062	1,098	1,137	总资产周转率	0.66	0.64	0.62	0.59
非流动资产合计	11,242	11,149	11,089	11,012	每股指标（元）				
资产合计	23,147	24,849	27,524	30,159	每股收益	0.38	0.51	0.60	0.69
短期借款	682	682	730	761	每股净资产	5.19	5.70	6.30	6.99
应付账款及票据	1,384	1,363	1,501	1,479	每股经营现金流	0.90	0.69	0.95	1.04
其他流动负债	5,061	4,952	5,273	5,439	每股股利	0.19	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,127	6,998	7,504	7,679	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	34.51	25.16	21.45	18.79
其他长期负债	296	316	336	356	PB	2.32	2.27	2.05	1.85
非流动负债合计	296	316	336	356					
负债合计	7,423	7,313	7,840	8,035					
股本	2,819	2,819	2,819	2,819					
少数股东权益	1,105	1,467	1,915	2,415					
股东权益合计	15,724	17,536	19,684	22,124					
负债和股东权益合计	23,147	24,849	27,524	30,159					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。