

毛利率提升明显 大单品成长延续

——燕京啤酒（000729.SZ）公司点评 食品饮料/非白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年实现营收 146.67 亿元、同比增长 3.20%，归母净利润 10.56 亿元、同比增长 63.74%，扣非归母净利润 10.41 亿元、同比增长 108.03%。2025 年一季度实现营收 38.27 亿元、同比增长 6.69%，归母净利润 1.65 亿元、同比增长 61.10%，扣非归母净利润 1.53 亿元、同比增长 49.11%。

投资摘要：

2025Q1 及 2024 年毛利率同比提升明显、2025Q1 及 2024 年归母净利润率同比提升。根据公司公告和 wind 数据，25Q1/24 年公司毛利率分别同比提高 5.61/3.72 个百分点至 42.79%/42.61%，公司 24 年营业成本结构中原辅材料成本占比同比降低 6.54 个百分点，预计毛利率提升主要受益于原辅材料成本下降及 U8 高增长带动的产品结构上行。25Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比增加 3.73/降低 0.01/降低 0.26/降低 0.16 个百分点。25Q1 归母净利润率同比提高 1.46 个百分点至 4.32%，2024 年归母净利润率同比提高 2.66 个百分点至 7.20%。25Q1 实现啤酒销量 99.5 万千升（含托管企业），其中大单品燕京 U8 继续保持 30%以上的高增速，实现“开门红”。

U8 增长态势延续，带动公司整体销售表现。2024 年公司中高档/低档产品营收分别同比增长 2.15%/下降 1.24%，中高档产品占比同比提升至 67.01%，公司产品结构得以优化。公司年度实现啤酒销量 400.44 万千升，同比增长 1.57%，增长情况较好。其中大单品燕京 U8 销量 69.60 万千升、同比增长 31.40%，实现全国化布局与销量双突破，形成规模效应。公司持续实施燕京 U8 大单品战略，形成以燕京 U8、燕京 V10 为代表的大单品与特色产品组合的产品矩阵。

市场精耕细作与战略性扩张并行推进，2024 年经销商数量同比小幅增加。随着啤酒消费模式向悦己消费、场景化消费的转变，公司积极拓展新市场和新渠道，同步完成销售渠道结构升级。24 年末经销商数量 8632 个，较年初增加 98 个，电商渠道营收同比增长 1.79%。主销区域中，华东、华北区域营收增速领先其他区域，其中营收占比过半的华北区域营收同比增长 5.39%，区域精耕效果凸显，华东区域营收同比增长 9.82%，预计后续仍有望维持较快增长趋势。

子公司盈利改善，看好公司高质量发展。主要子公司中漓泉公司 24 年实现营收/净利润分别为 40.50/7.74 亿元，惠泉公司实现营收/净利润分别为 6.47/0.65 亿元，两公司净利润分别同比增长 11.86/33.39%，净利润率分别同比提高 2.09/2.11 个百分点。2024 年公司整体归母净利润率同比提高，显示公司以运营效率提高、资源配置优化、运营成本降低驱动盈利提升策略成效显著，另一方面，2024 年公司净利水平距离行业龙头仍有持续提升空间，盈利水平改善有望继续支撑公司 2025 年业绩弹性。

投资建议：受益于 U8 高增带动产品结构提升和成本及管理提效，预计公司后续盈利水平提升可带动公司归母净利润获得较好同比增长。预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 155.86、165.26、175.02 亿元，归母净利润分别为 14.18 亿元、16.39 亿元和 18.70 亿元，每股收益分别为 0.50 元、0.58 元和 0.66 元，对应 PE 分别为 25.08、21.71 和 19.02，维持“增持”评级。

风险提示：产品及渠道培育不及预期、原材料价格波动、食品安全风险等

评级

增持

2025 年 04 月 27 日

王伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524100001

交易数据

时间 2025.4.25

总市值/流通市值（亿元）	364.72/324.74
总股本（万股）	281,853.93
资产负债率（%）	32.81
每股净资产（元）	5.25
收盘价（元）	12.94
一年内最低价/最高价（元）	8.1/13.68

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《燕京啤酒年报点评报告：U8 带动量价齐增 改革贡献盈利弹性》2024-05-06

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,212.86	14,667.02	15,585.97	16,525.63	17,501.68
增长率（%）	7.66%	3.20%	6.27%	6.03%	5.91%
归母净利润（百万元）	644.71	1,055.68	1,418.39	1,638.63	1,869.69
增长率（%）	83.01%	63.74%	34.36%	15.53%	14.10%
净资产收益率（%）	4.66%	7.22%	11.33%	11.70%	11.92%
每股收益(元)	0.23	0.38	0.50	0.58	0.66
PE	55.11	33.65	25.08	21.71	19.02
PB	2.57	2.43	2.84	2.54	2.27

资料来源：公司 2023-2024 年财报，申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14213	14667	15586	16526	17502	流动资产合计	11555	11905	12454	13191	15858
营业成本	8865	8695	9014	9429	9888	货币资金	7212	7454	7915	8392	10847
营业税金及附加	1221	1244	1334	1413	1493	应收账款	205	230	235	254	266
营业费用	1575	1587	1725	1725	1758	其他应收款	36	30	32	34	36
管理费用	1620	1570	1559	1611	1687	预付款项	147	136	145	152	159
研发费用	246	233	259	279	291	存货	3864	3946	4010	4237	4421
财务费用	-168	-198	-183	-190	-187	其他流动资产	89	89	96	102	108
资产减值损失	-58	-68	0	0	0	非流动资产合计	9676	11242	9930	9516	9000
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	576	580	580	580	580
投资净收益	43	43	43	43	43	固定资产	7664	7395	6825	6339	5799
营业利润	1025	1609	2090	2435	2766	无形资产	1002	1017	976	937	899
营业外收入	19	14	5	9	7	商誉	81	81	81	81	81
营业外支出	5	51	2	26	14	其他非流动资产	171	1693	993	1053	1115
利润总额	1039	1572	2093	2418	2759	资产总计	21231	23147	22384	22707	24857
所得税	184	248	314	363	414	流动负债合计	6263	7127	8087	6522	6502
净利润	855	1324	1779	2055	2345	短期借款	540	682	1696	79	0
少数股东损益	210	268	360	416	475	应付账款	1239	1292	1282	1341	1406
归属母公司净利润	645	1056	1418	1639	1870	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	2516	3043	2568	2919	3257	一年内到期的非流动负债	1	18	18	18	18
EPS（元）	0.23	0.38	0.50	0.58	0.66	非流动负债合计	191	296	308	300	309
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	6454	7423	8395	6823	6812
营业收入增长	7.66%	3.20%	6.27%	6.03%	5.91%	少数股东权益	932	1105	1465	1882	2357
营业利润增长	48.21%	56.96%	29.91%	16.50%	13.59%	实收资本（或股本）	2819	2819	2819	2819	2819
归属于母公司净利润增长	83.01%	63.74%	34.36%	15.53%	14.10%	资本公积	4374	4374	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	4341	5055	6236	7612	9175
毛利率(%)	37.63%	40.72%	42.16%	42.94%	43.50%	归属母公司股东权益合计	13845	14619	12524	14002	15689
净利率(%)	6.01%	9.03%	11.41%	12.44%	13.40%	负债和所有者权益	21231	23147	22384	22707	24857
总资产净利润(%)	3.04%	4.56%	6.34%	7.22%	7.52%	现金流量表			单位:百万元		
ROE(%)	4.66%	7.22%	11.33%	11.70%	11.92%		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
偿债能力						经营活动现金流	1408	2549	2073	2289	2640
资产负债率(%)	30%	32%	38%	30%	27%	净利润	855	1324	1779	2055	2345
流动比率	1.85	1.67	1.54	2.02	2.44	折旧摊销	698	663	661	675	678
速动比率	1.23	1.12	1.04	1.37	1.76	财务费用	-168	-198	-183	-190	-187
营运能力						应付帐款减少	-17	-24	-5	-19	-12
总资产周转率	0.68	0.66	0.68	0.73	0.74	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	72	67	67	68	67	投资活动现金流	-916	-2861	693	-217	-119
应付账款周转率	9.81	11.59	12.11	12.60	12.74	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	-3	-4	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.38	0.50	0.58	0.66	投资收益	43	43	43	43	43
每股净现金流(最新摊薄)	0.12	-0.21	0.16	0.17	0.87	筹资活动现金流	-164	-290	-2305	-1594	-66
每股净资产(最新摊薄)	4.91	5.19	4.44	4.97	5.57	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	55.11	33.65	25.08	21.71	19.02	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	2.57	2.43	2.84	2.54	2.27	资本公积增加	0	0	-3374	0	0
EV/EBITDA	11.49	9.47	11.44	9.34	7.60	现金净增加额	328	-602	461	477	2455

资料来源：wind，公司 2023-2024 年财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，不构成其他投资标的的要约和邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）