

2025年08月07日

买入（首次覆盖）

燕京啤酒（000729）：内外兼修，焕发新机

——公司深度报告

证券分析师

吴康辉 S0630525060001

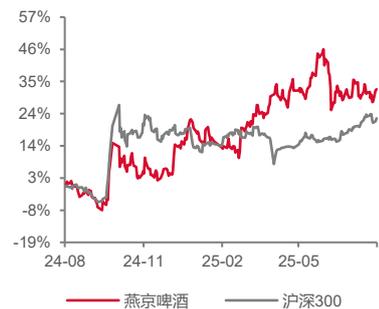
wkh@longone.com.cn

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

数据日期	2025/08/06
收盘价	12.87
总股本(万股)	281,854
流通A股/B股(万股)	250,961/0
资产负债率(%)	32.81%
市净率(倍)	2.28
净资产收益率(加权)	1.12
12个月内最高/最低价	14.46/8.82



投资要点：

- 成长势能强劲，走出低盈利困局。**
 - 收入端：**得益全国化大单品U8放量，并形成规模效应，公司成长势能充足，2019-2024年营收和归母净利润CAGR分别为5.04%和35.64%。
 - 成本端：**推进产销分离，产能利用率与人效显著提高，2019-2024年产能利用率提升6.62pct至46.86%，折旧摊销占收入比例下降1.59pct至4.64%；人均创收与人均创利分别提升5倍和60%。
 - 利润端：**有效税率降低，推动盈利能力提升。之前子公司大幅亏损，形成了大量递延所得税资产，因此无法抵减所得税费用，公司有效所得税率较高。2021-2024年，除燕京母公司、漓泉、惠泉等主要盈利子公司外的其他子公司亏损额减少89%至1.08亿元，有效税率下降18.38pct至15.78%，2024年归母净利润率为7.20%（同比+2.66pct）。
- 量稳价增的主旋律不变，产品结构优化空间仍充足。**
 - 量：**啤酒主力消费人群以18-49岁为主，自2013年啤酒主力消费人群见顶后，啤酒产量逐步下降，但2021年以来啤酒产量企稳。我们根据国家统计局每年出生人口数据测算，2025-2030年啤酒主力消费人群数量CAGR为0.17%，预计啤酒行业产量稳中有升。
 - 价：**当前啤酒行业集中度高，中国五大啤酒公司的市场份额超过90%，我们测算2024年CR5达90.73%。在行业集中度提升有限的背景下，“价增”仍为龙头推动业绩增长的主要手段，结合各啤酒企业的产品结构，中高端产品销量比重的提升空间较充足，预计高端化仍为行业发展主旋律。
- 成长路径明晰，空间广阔。**
 - 产品端：**拓展U8系列产品，打造第二个全国大单品。公司计划推出U8系列产品，助力U8体量扩大与生命周期延长，同时加快U8罐化率的提升速度，发力零售渠道。此外，公司将通过U8大单品的经验，打造第二个全国大单品。
 - 渠道端：**深挖优势市场，百县、百城工程开拓弱势、空白市场。华北地区毛利率相比华南仍较低，公司将深挖北京、河北、内蒙古优势市场终端单点效率，提升U8销量占比，助力华北毛利率提高。另外，公司积极拥抱即时零售渠道，及以“百县工程”和“百城工程”为抓手，通过总分共建的方式，共同开拓弱势和空白市场。
 - 生产端：**构建卓越管理体系，推动效益释放。为提高工厂效率、稳定质量和节约成本，公司构建了卓越管理体系，对生产过程中的操作和管理都设置了量化指标、标准动作。此外公司积极推进全国多地产线升级，产能利用率提升有望降低折旧摊销，并提升盈利能力。若假设燕京啤酒产能利用率提升至青岛啤酒和华润啤酒的均值53%，测算折旧摊销费用节省0.79亿元，增厚净利润0.67亿元。
- 投资建议：“十五五”发展方向明确，U8成长势能保持强劲，未来可期。**2025年1季度U8延续30%以上的增速，1-5月销量已突破40万吨，销量占比达23%，相比2024年末提升5.5pct。随着公司扎实推进市场建设，大单品势能持续兑现，及进一步降本增效，盈利弹性值得期待。预计2025/2026/2027年公司归母净利润分别为15.03/18.05/21.10亿元，增速分别为42.41%/20.08%/16.87%，对应EPS为0.53/0.64/0.75元，对应当前股价PE分别为24.13/20.09/17.19。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：U8销量增长不及预期、产品结构升级不及预期、食品安全问题。**

盈利预测与估值

单位: 亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	146.67	156.22	165.04	173.75
同比增速	3.20%	6.51%	5.64%	5.28%
归母净利润	10.56	15.03	18.05	21.10
同比增速	63.74%	42.41%	20.08%	16.87%
EPS(元)	0.37	0.53	0.64	0.75
P/E	34.36	24.13	20.09	17.19

资料来源: 携宁, 东海证券研究所, 截至 2025 年 8 月 6 日

正文目录

1. 复兴燕京，加速赶超	6
1.1. 股权结构稳定，改革焕发活力	6
1.2. 成长势能充沛，走出低盈利困局	8
1.2.1. 全国化大单品 U8 放量，并形成规模效应	8
1.2.2. 供应链体系优化，助力提质增效	10
1.2.3. 子公司亏损大幅缩减，公司有效税率降低	11
2. 高端化韧性强劲，关注渠道结构性升级	12
2.1. 量稳价增仍为啤酒行业发展主旋律	12
2.2. 关注渠道变化的新机遇，静待量价修复	14
3. 内外兼修，成长空间广阔	16
3.1. 围绕 U8 推新，持续优化产品结构	16
3.2. 深挖优势市场，百城、百县工程拓展弱势区域	18
3.3. 精细化生产管理，助力盈利提升	20
4. 盈利预测及估值	21
4.1. 盈利预测	21
4.2. 估值	22
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

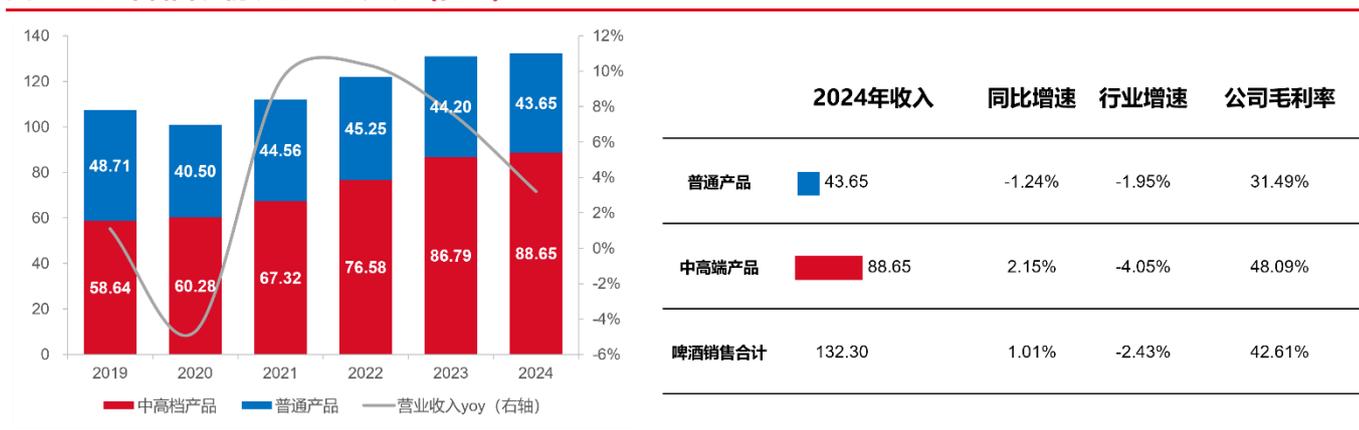
图 1 燕京啤酒营收情况及业务表现 (亿元)	6
图 2 公司股权结构 (2025 年 3 月 31 日)	6
图 3 2019-2024 年营业收入及增速	8
图 4 2019-2024 年归母净利润及增速	8
图 5 燕京 U8 主打“小度酒，大滋味”	9
图 6 近些年 U8 保持高成长势能	9
图 7 2019-2024 年公司毛利润及毛利率	9
图 8 中高端产品销量占比逐步提升	9
图 9 三费及研发费率	10
图 10 燕京啤酒员工人数持续下降 (人)	10
图 11 人效提升显著 (万元)	10
图 12 2019-2024 折旧摊销及占收入比例	11
图 13 公司产能利用率和固定资产周转率逐步提升	11
图 14 2024 年啤酒企业产能利用率对比	11
图 15 子公司大幅减亏，有效税率降低 (亿元)	12
图 16 2020 年以来公司归母净利率逐年靠近行业均值	12
图 17 2021 年以来啤酒产量维持稳定	12
图 18 啤酒消费主力数量 2025-2030 年 CAGR 为 0.17% (人)	12
图 19 中国五大啤酒公司的市场份额超过 90%	13
图 20 各啤酒企业吨价逐步提升 (元/千升)	14
图 21 各啤酒企业毛销差变化情况	14
图 22 中国居民人均可支配收入持续上升	14
图 23 2020-2023 年五大龙头吨价 CAGR 高于 CPI 增速	14
图 24 近些年餐饮收入恢复速度较缓慢	15
图 25 2024 年青岛啤酒非即饮销量占比接近 60%	15
图 26 啤酒在即时零售渠道增速最高	15
图 27 2019-2022 年中国啤酒分渠道市场规模 (亿元)	16
图 28 2017-2024 年酒小二 GMV 增长迅速	16
图 29 燕京 U8 系列产品	16
图 30 燕京 U8 听装产品	17
图 31 2024 年啤酒企业罐化率对比	17
图 32 燕京啤酒产品矩阵及其所处生命周期	17
图 33 中国进口大麦平均价格	18
图 34 瓦楞纸出厂价	18
图 35 2024 年各地区营收占比	18
图 36 华北毛利率仍有较大提升空间	18
图 37 近些年公司营收增长主要来源于华北地区 (亿元)	19
图 38 百县工程深耕下沉市场	19
图 39 燕京啤酒经销商数量及单经销商销售情况	19
图 40 燕京啤酒全媒体立体营销，品牌势能不断积聚	20

图 41 2023 年较 2022 年能耗降低情况.....	20
图 42 2024 年同比上一年度能耗减低情况.....	20
盈利预测与估值	2
表 1 2022 年变更的管理团队人员	7
表 2 管理层改革与成效	7
表 3 8 元价格带主要产品对比	9
表 4 部分啤酒龙头产品结构占比情况.....	13
表 5 产能利用率释放净利润空间测算.....	21
表 6 盈利预测拆分	21
表 7 同业估值比较表	22
附录：三大报表预测值	23

1.复兴燕京，加速赶超

燕京啤酒前身北京市顺义啤酒厂成立于1980年，于1995年兼并华斯啤酒集团公司，产销量跃居全国第一，并于1997年在深交所上市。2013年，啤酒行业进入存量竞争时代，燕京啤酒因转型较慢，市场份额被竞争对手抢夺。2021年公司开启“十四五”战略重构，参考友商的盈利改善路径，公司后发优势明显，2022年以来销量增速一直高于行业增速，增长势能强劲，2024年公司营收规模已提升至中国啤酒企业第四。

图1 燕京啤酒营收情况及业务表现 (亿元)

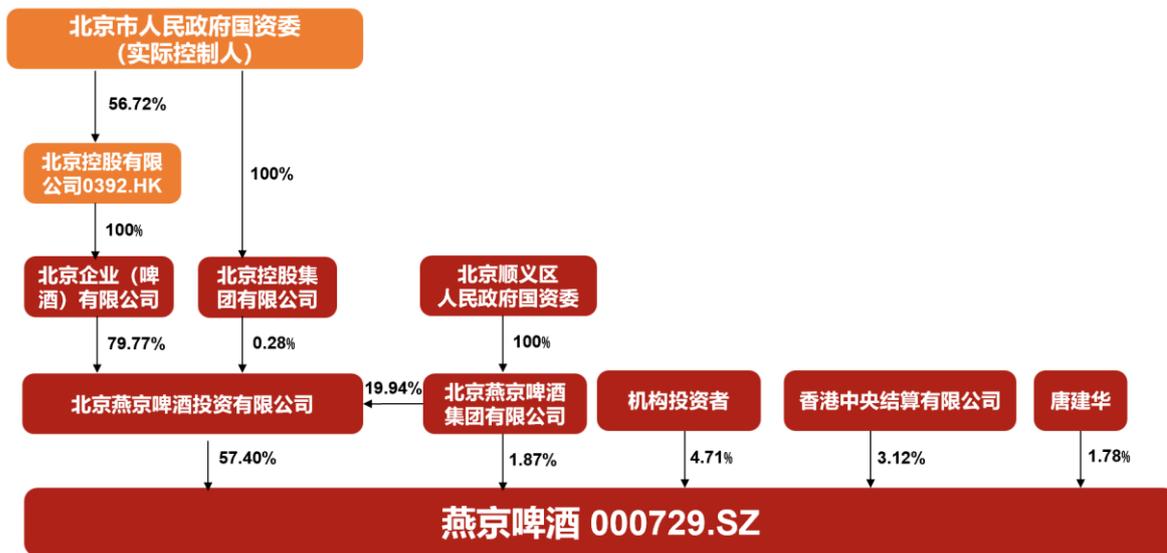


资料来源：wind，东海证券研究所 注：行业增速为青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的平均值

1.1.股权结构稳定，改革焕发活力

北京市国资委为公司实控人，股权结构稳定。1997年，燕京啤酒以股权置换方式参加了“北京控股”的红筹股上市，因此公司具备“A股身份，红筹背景”的独特股权结构模式。截至2025年4月末，北京燕京啤酒有限公司为公司第一大股东，持有公司57.40%股权，股权结构稳定，股权穿透后公司实控人为北京市人民政府国资委。

图2 公司股权结构 (2025年3月31日)



资料来源：wind，东海证券研究所

耿超国企改革经验丰富，优化公司管理机制。2022年5月，耿超出任公司董事长，其具有丰富的国企改革经验，曾历任北京市国资委政策法规处副处长、全面深化市属国资国企改革工作办公室主任。上任后，通过精简董事会人员数量，优化管理层结构，改善激励机制，提高公司的治理效率。2022年，公司董事会成员由15人精简至7人，其中独立董事4人，实现外部董事占多数的科学结构，进一步提高公司治理的独立性；新管理层平均年龄较之前年轻5岁，同时建立向贡献者倾斜的薪酬体系，内部活力进一步提升。

表1 2022年变更的管理团队人员

姓名	职务	年龄	简历
耿超	董事长	50	现任公司董事长、党委书记，历任北京市国资委政策法规处副处长、全面深化市属国资国企改革工作办公室主任， 具有丰富的国企改革经验。
谢广军	副董事长、总经理	59	现任公司副董事长、党委副书记、总经理，历任公司副总经理、常务副总经理、党委副书记等职务。
林文	常务副总经理	48	现任公司副总经理，曾任公司山西燕京啤酒有限公司常务副总经理、总经理、河北燕京啤酒有限公司董事长、燕京啤酒冀南销售公司总经理等。
申长亮	副总经理	46	现任公司副总经理兼市场营销管理中心总经理，曾任总经理兼华北销售部部长、市场营销管理中心主任、总经理助理等。
赵伟	副总经理	45	现任副总经理，兼任燕京啤酒京北销售公司总经理，曾任公司装备部部长、总经理助理、燕京啤酒京北销售公司总经理等。
郁茂杰	副总经理	48	现任副总经理、总经理办公室主任，战略规划与改革发展部部长。曾任公司设备处处长、装备部副部长、总经理办公室主任等。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表2 管理层改革与成效

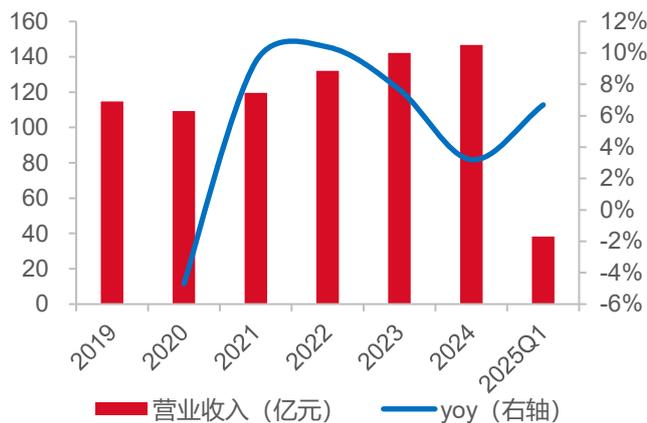
改革维度	具体举措	成效
战略定调与制度改革	1.2022年发布“十四五”战略规划，明确“二次创业”主基调 2.2022年至今，新管理层推进深化人员治理等九大变革，积极推动企业转型升级	1.统一规范公司采购、市场拓展、成本核算、供应链价格的管理 2.总部赋能，提高子公司运营水平和运营成果
高端化产品与市场拓展	1.坚定推进大单品战略 2.完善市场体系建设 3.推出小瓶装、统一拉罐销售政策，强化多渠道覆盖	1.坚定燕京 U8 战略核心地位，2024 年 U8 销量较 2020 年提升 6 倍 2.U8 在各区域销量表现均较好，其中 2024 年华北毛利率较 2022 年提升 3.58pct 至 38.57% 3.2025 年 1-5 月，听装啤酒销售同比提升 6%
生产管理	夯实供应链保障体系建设，挖潜成本管理空间	1.2022 年啤酒生产单位产品综合能耗同比下降 5.3% 2.2024 年回瓶率相比 2022 年提升 3.5pct 至 78%以上
团队文化建设	完善市场化机制，激发全体员工积极性	2024 年人均创利和人均薪酬，相比 2021 年提升 60.57% 和 44.13%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2.成长势能充沛，走出低盈利困局

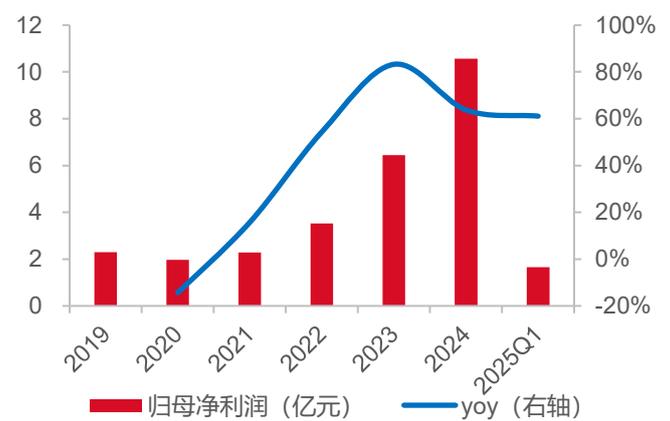
改革成效显著，公司盈利大幅改善。2024 年公司营收和归母净利润分别为 146.67 亿元（同比+3.20%，下同）和 10.56 亿元（+63.74%）；2025Q1 营收和归母净利润分别为 38.27 亿元（+6.69%）和 1.65 亿元（+61.10%），在行业整体承压背景下，公司业绩逆市增长，主要受益于大单品燕京 U8 销量保持高速增长和规模效应的形成。2019-2024 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 5.04%和 35.64%，利润提速明显，**公司逐渐走出低盈利困局，主要原因**为：1) **全国化大单品 U8 放量，并形成规模效应。**2) **供应链体系优化，助力提质增效。**3) **子公司亏损大幅缩减，公司有效税率降低。**

图3 2019-2024 年营业收入及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图4 2019-2024 年归母净利润及增速



资料来源：wind，东海证券研究所

1.2.1.全国化大单品 U8 放量，并形成规模效应

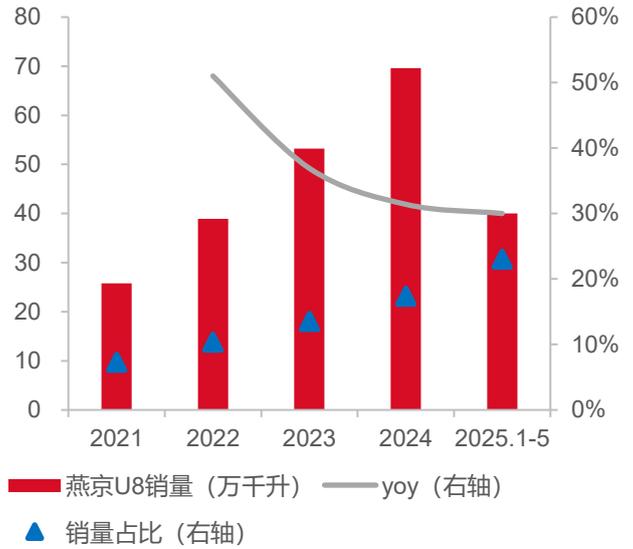
聚焦大单品 U8，加速全国化打造。由于此前公司缺失全国化的大单品，各地子公司产品不统一，造成消费者对于燕京啤酒的品牌认知较模糊。2019 年公司推出 8-10 元价格带的燕京 U8，集中资源重点培育，致力于打造全国化大单品。近些年，在公司资源的倾斜下，U8 成功放量，带动公司利润抬升和产品结构升级，2024 年 U8 销量达 69.6 万千升，相较 2020 年接近增长了 6 倍。

图5 燕京 U8 主打“小度酒，大滋味”



资料来源：燕京啤酒微商城，东海证券研究所

图6 近些年 U8 保持高成长势能



资料来源：公司公告，东海证券研究所

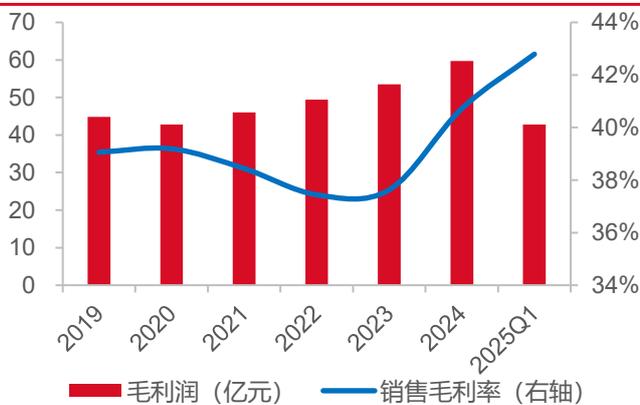
表3 8元价格带主要产品对比

	燕京 U8	勇闯天涯 Super X	乐堡	青岛 1903	97 纯生
公司名称	燕京啤酒	华润啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	珠江啤酒
酒精度 (%)	2.5	3.0	3.1	4.0	3.6
麦芽浓度 (°P)	8	8	8	10	9
容量 (ml)	500	500	500	500	500
上市时间	2019 年	2018 年	2012 年	2014 年	2019 年

资料来源：各公司公告，东海证券研究所

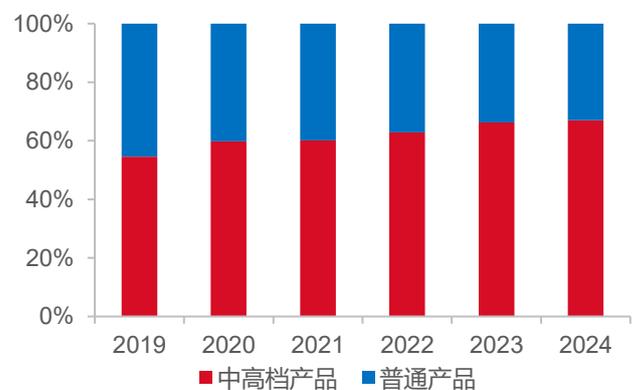
U8 拉动产品结构升级，叠加成本红利，毛利率提升加速。随着 U8 放量，带动中高端产品销量占比提升，并逐渐释放规模效应，毛利率提升显著。2024 年中高端销量占比为 67.01%，相比 2019 年提升 12.39pct，其中 U8 占总销量比例为 17.38%。叠加原材料成本红利释放，2024 年和 2025Q1 公司毛利率分别为 40.72% (+3.09pct) 和 42.79% (+5.61pct)。

图7 2019-2024 年公司毛利润及毛利率



资料来源：wind，东海证券研究所

图8 中高端产品销量占比逐步提升

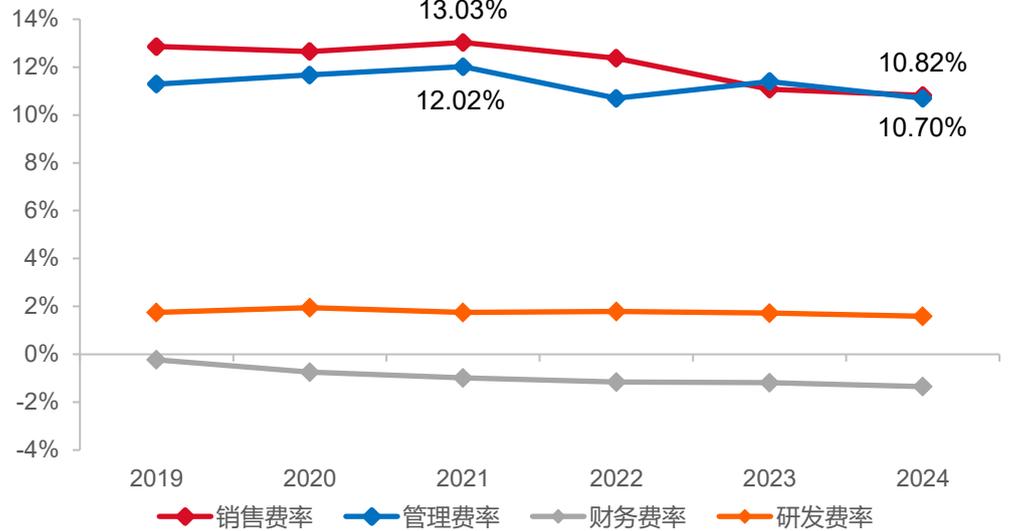


资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.2.2. 供应链体系优化，助力提质增效

期间费用率自 2021 年以来呈下降态势。2024 年公司期间费用率为 21.76%，相比 2021 年降低 4.05pct，其中销售、管理、财务费率分别减少 2.21pct、1.32pct、0.36pct，主要得益于：1) 公司积极推进产销分离，员工总数的减少与人效的提升；2) 产能利用率提升，带来折旧摊销下降。

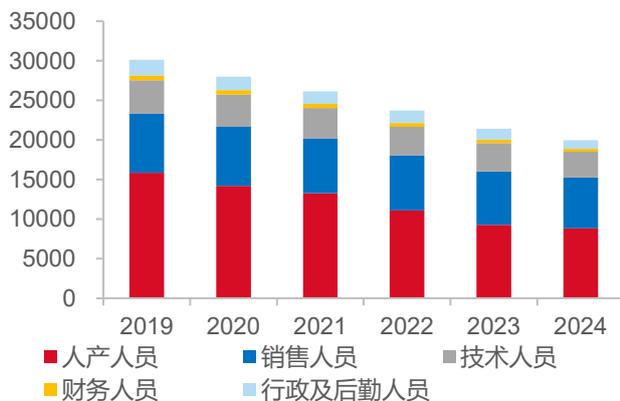
图9 三费及研发费率



资料来源：wind，东海证券研究所

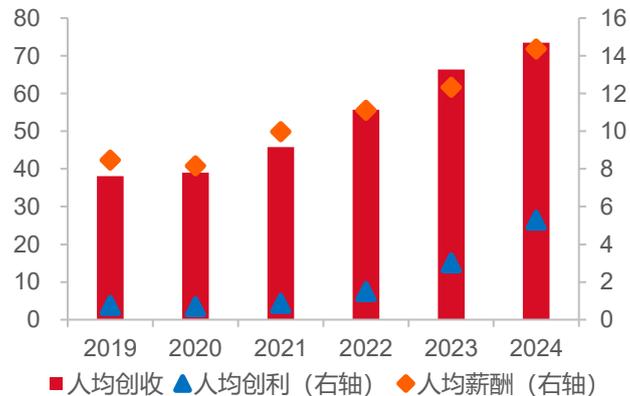
积极推进产销分离，人效提升显著。之前，各地子公司未形成协同效应，在采购、生产及销售上差异较大，制约了盈利能力。2021 年，公司加快推进产销分离，将生产任务集中至优质工厂并发挥规模效应，优化相关生产人员，包袱持续减轻。2024 年员工总数相较 2021 年减少 23.64%至 2 万人，而人均创收与人均创利分别相比 2021 年提升 5 倍和 61%。此外，公司兑现了员工的激励，员工人均薪酬较 2021 年提升 44.13%至 14.37 万元。

图10 燕京啤酒员工人数持续下降 (人)



资料来源：wind，东海证券研究所

图11 人效提升显著 (万元)

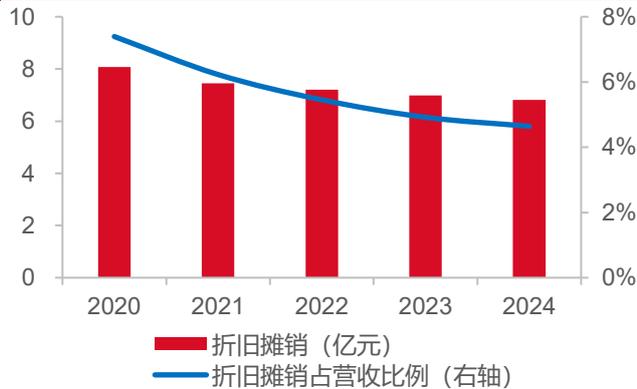


资料来源：wind，东海证券研究所

提升产能利用率，缩短同业差距。此前公司产能利用率一直维持较低水平，造成折旧摊销高，制约了公司盈利能力。随着规模效应释放、工艺技术及设备升级，2024 年产能利用率相比 2021 年提升 6.62pct 至 46.86%，折旧摊销占收入比例下降 1.59pct 至 4.64%。横向

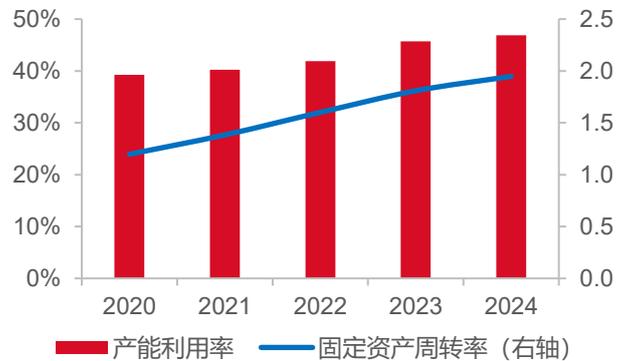
对比行业啤酒企业,燕京啤酒产能利用率优化空间仍较大。随着公司持续对多个工厂生产线、包装的升级改造,并推动区域特色产品整合,减少SKU数量,未来产能利用率有望持续提升。

图12 2019-2024 折旧摊销及占收入比例



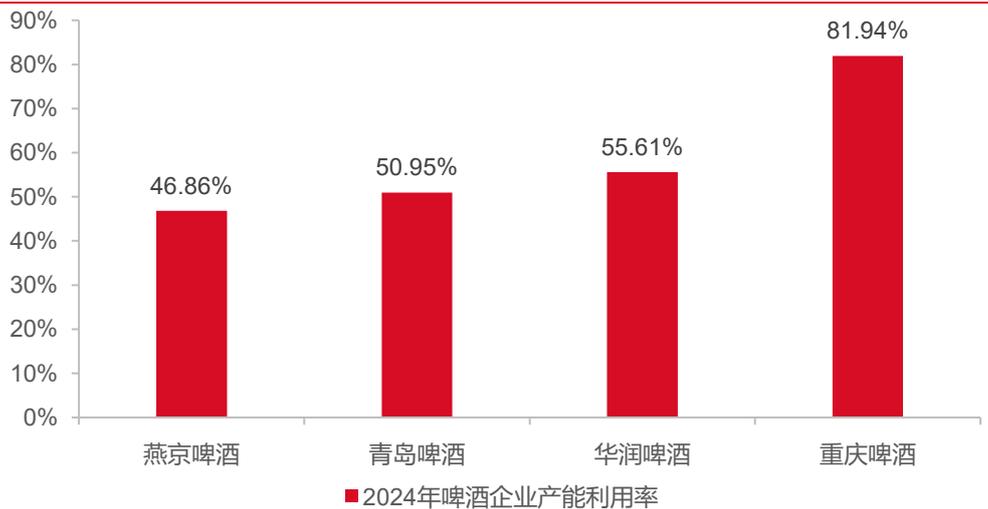
资料来源: wind, 东海证券研究所

图13 公司产能利用率和固定资产周转率逐步提升



资料来源: wind, 东海证券研究所

图14 2024 年啤酒企业产能利用率对比

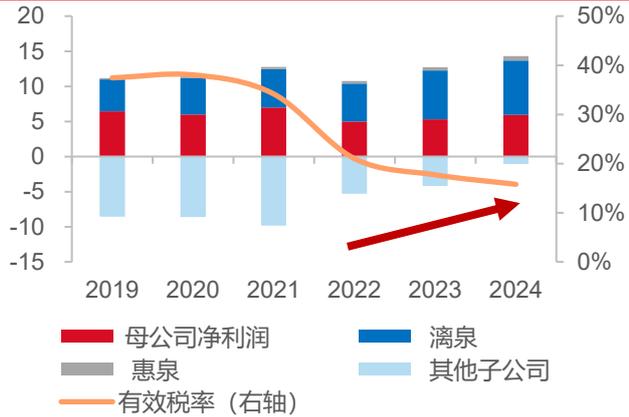


资料来源: 公司公告, 东海证券研究所 注: 除华润啤酒为销量/设计产能, 其余企业为产量/设计产能

1.2.3. 子公司亏损大幅缩减, 公司有效税率降低

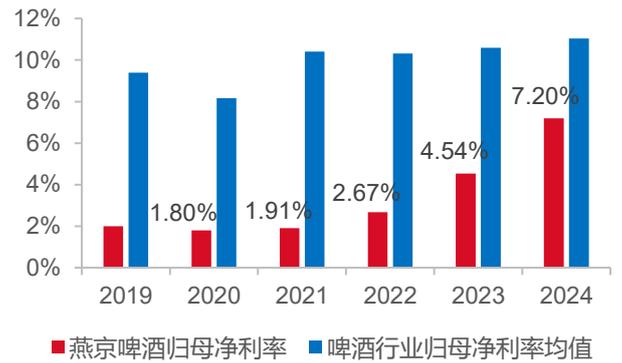
子公司亏损减少, 公司所得税率显著降低。由于子公司大幅亏损, 形成了大量递延所得税资产, 因此无法抵减所得税费用, 公司有效所得税率较高。2021 年公司提出“十四五”规划, 强调子公司减亏目标, 深入推行“一企一策”, 对亏损企业实行精准帮扶, 并制定高管责任制为核心的减亏方案。2024 年, 除燕京母公司、漓泉、惠泉等主要盈利子公司外的其他子公司亏损额仅为 1.08 亿元, 相比 2021 年亏损额少 89%。2021 年以来公司净利率逐年提升, 缩短与行业头部企业的差距, 2024 年归母净利率为 7.20% (+2.66pct)。

图15 子公司大幅减亏，有效税率降低（亿元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图16 2020 年以来公司归母净利率逐年靠近行业均值



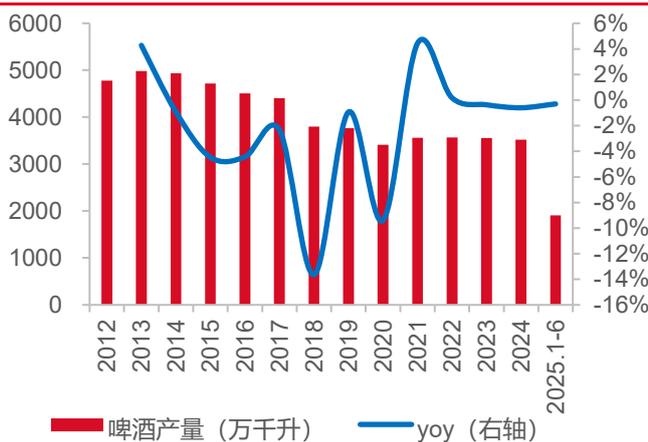
资料来源：wind，东海证券研究所

2. 高端化韧性强劲，关注渠道结构性升级

2.1. 量稳价增仍为啤酒行业发展主旋律

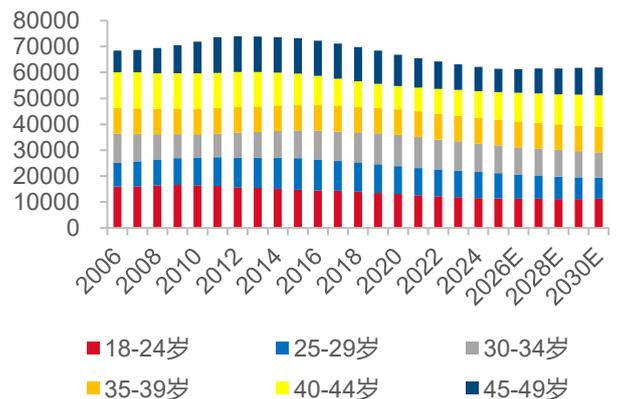
近 4 年啤酒产量企稳，预计未来 6 年啤酒产量仍维持稳定。啤酒主力消费人群以 18-49 岁为主，自 2013 年啤酒主力消费人群见顶后，啤酒产量逐步下降。2021 年以来啤酒产量企稳，年产量在 3500 万千升左右，根据国家统计局数据，2024 年啤酒产量为 3521.3 万千升，同比下降 0.6%，2025 年 1-6 月为 1904.40 万千升，同比下降 0.3%。我们根据国家统计局每年出生人口数据测算，2025-2030 年啤酒主力消费人群数量 CAGR 为 0.17%，预计啤酒行业产量稳中有升。

图17 2021 年以来啤酒产量维持稳定



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，东海证券研究所

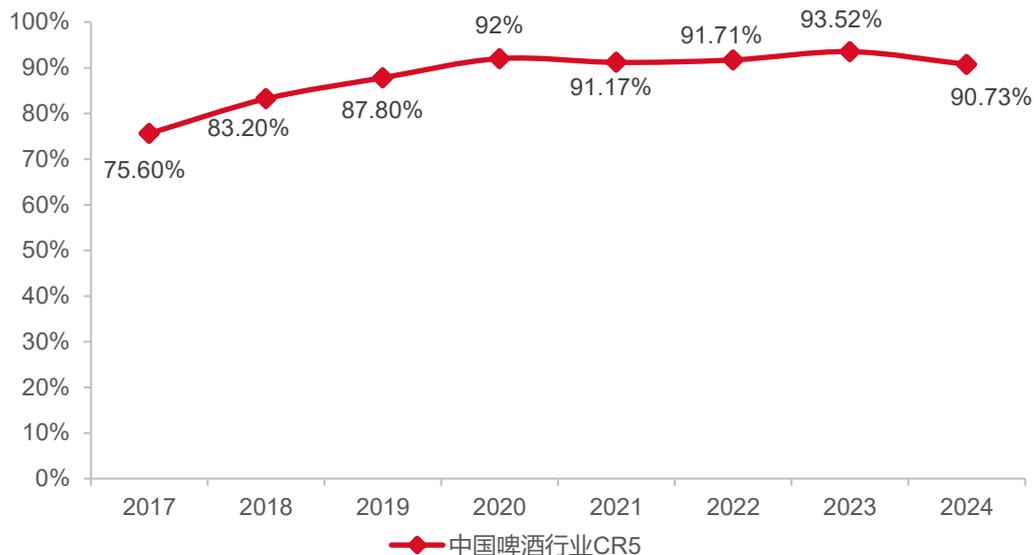
图18 啤酒消费主力数量 2025-2030 年 CAGR 为 0.17% (人)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所 注：假设死亡率为 0

价增空间仍较充足，短期优先关注 6-10 元价格带。当前啤酒行业集中度高，竞争格局清晰，中国五大啤酒公司的市场份额超过 90%，我们测算 2024 年 CR5 达 90.73%。在行业集中度提升有限的背景下，“价增”仍为龙头推动业绩增长的主要手段。从产品结构来看，各啤酒企业的中高端产品销量比重的提升空间仍较充足，在当前消费弱复苏的背景下，6-10 元价格带确定性较高，一方面受低端产品升级驱动，另一方面承接高价格带的需求回落。

图19 中国五大啤酒公司的市场份额超过 90%



资料来源：中国酒业协会，东海证券研究所

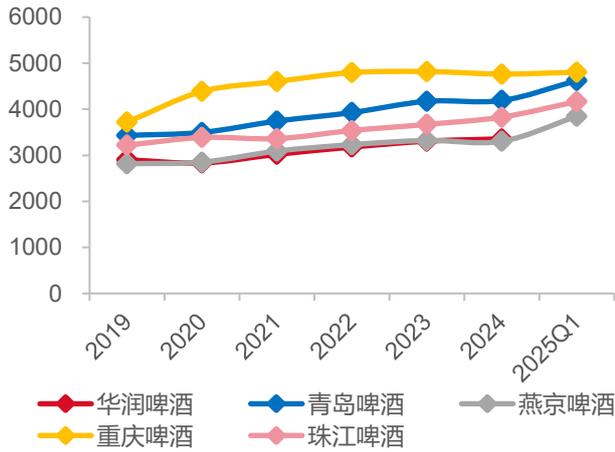
表4 部分啤酒龙头产品结构占比情况

公司名称	产品结构	2019 年销量比重	2024 年销量比重
华润啤酒	次高端及以上	11.5%	22.99%
	其他	88.5%	77.01%
青岛啤酒	青岛主品牌	50.31%	57.56%
	其他品牌	49.69%	42.44%
燕京啤酒	中高档	54.62%	67.01%
	普通	45.38%	32.99%
重庆啤酒	高档	15.39%	48.98%
	主流	62.66%	47.26%
	经济	21.95%	3.75%

资料来源：各公司公告，东海证券研究所 注：除燕京啤酒为营收占比，其余公司为销量占比

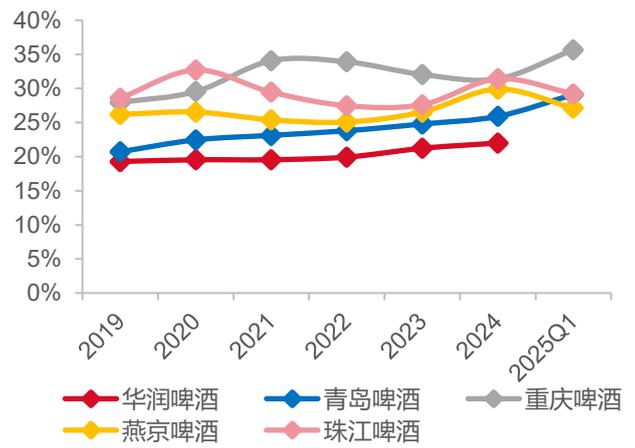
高端化韧性强劲，毛销差持续走阔。长期看，高端化策略推动各啤酒龙头吨价稳步提升，同时通过毛销差的扩大，实现盈利能力改善，2019-2024 年，华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的归母净利润 CAGR 别为 29.29%、18.42%、38.16%、25.27%、10.17%。虽然短期消费市场疲软，但我们认为高端化韧性强劲，主要原因为：1) 毛销差仍在提高，竞争格局尚好；2) 人均可支配收入持续增长，且疫后居民健康意识进一步提升，兼具购买中高端啤酒的能力和意愿；3) 疫情压力测试下，2020-2023 年多数龙头吨价 CAGR 高于 CPI 年均复合增速 3pct 以上。

图20 各啤酒企业吨价逐步提升 (元/千升)



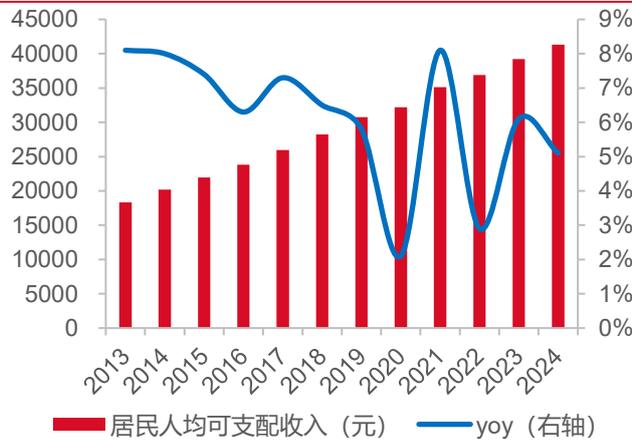
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图21 各啤酒企业毛销差变化情况



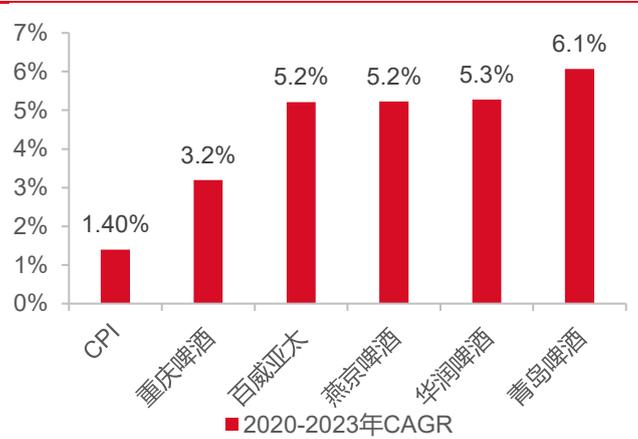
资料来源：wind，东海证券研究所

图22 中国居民人均可支配收入持续上升



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图23 2020-2023年五大龙头吨价 CAGR 高于 CPI 增速

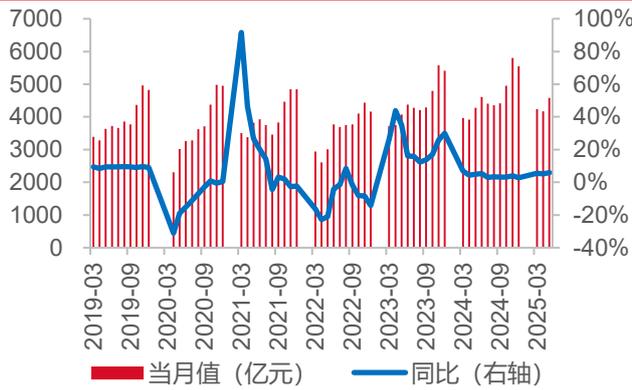


资料来源：国家统计局，各公司年报，东海证券研究所

2.2.关注渠道变化的新机遇，静待量价修复

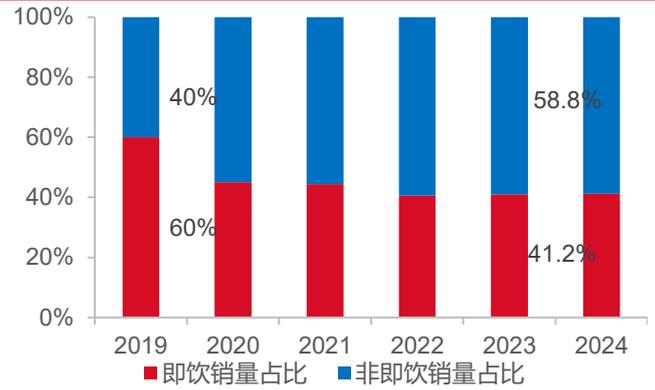
加快品类创新和非即饮渠道的产品结构升级。近些年由于居民消费意愿减弱，外出就餐次数减少导致餐饮等现饮渠道疲软，因此吨价提升速度有所放缓。以全国化龙头青岛啤酒为例，非即饮销量占比从2019年40%提升至2024年58.8%。若餐饮受消费刺激政策修复，可期待吨价提速；而目前餐饮维持弱复苏情况下，各啤酒龙头一方面要推动非即饮渠道的产品结构升级与罐化率提升，另一方面要通过品类的创新与优化，如无醇啤酒、果啤，满足个性化需求，助力吨价的提升。

图24 近些年餐饮收入恢复速度较缓慢



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

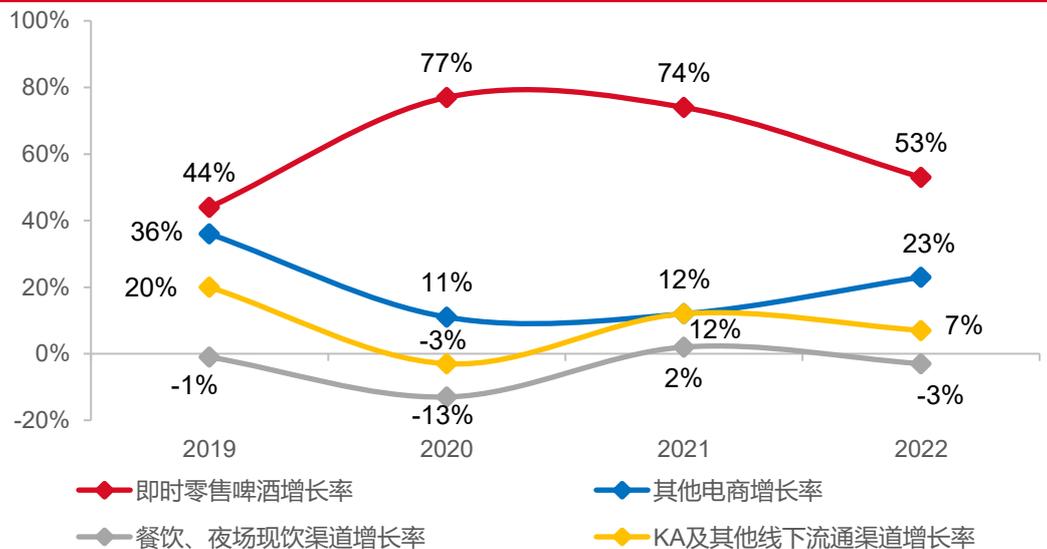
图25 2024年青岛啤酒非即饮销量占比接近60%



资料来源：公司公告，东海证券研究所

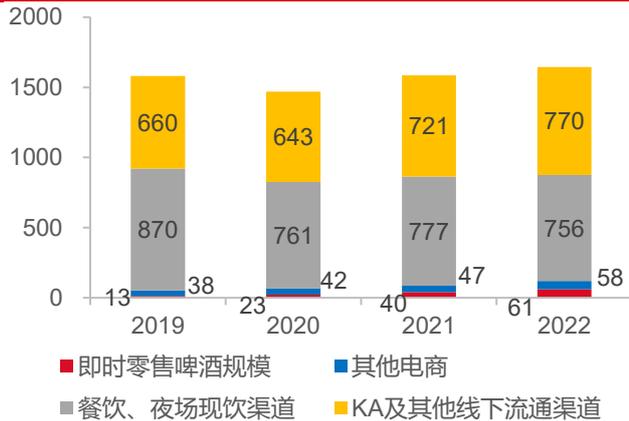
即时零售或带来啤酒行业新机遇。啤酒消费通常属于冲动性购买，对时效性要求高，由于传统电商配送时间无法匹配消费者需求，因此之前线上啤酒销售占比较低。受益于疫情催化即时零售新业态蓬勃发展，酒小二、歪马送酒等垂直类平台通过“统一自营供应链+前置仓模式+自配送”，以平均30分钟内送达，有效满足啤酒消费者随时随地，应需式需求。2019-2022年，啤酒在即时零售渠道的增速最高，复合增速达67.42%，我们认为即时零售渠道能承接部分现饮购酒的需求，或为啤酒行业带来新机遇。

图26 啤酒在即时零售渠道增速最高



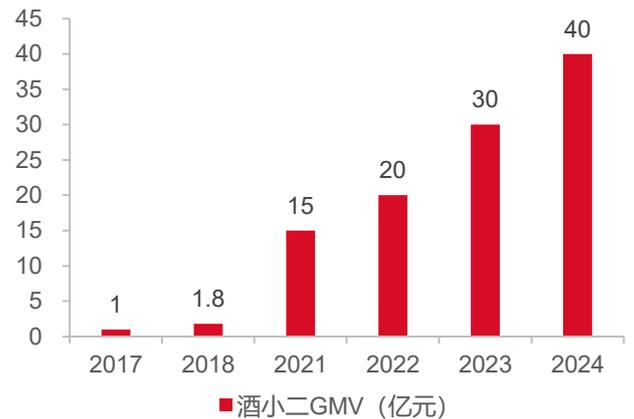
资料来源：2023 即时零售酒类白皮书，东海证券研究所

图27 2019-2022 年中国啤酒分渠道市场规模 (亿元)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图28 2017-2024 年酒小二 GMV 增长迅速



资料来源：酒小二官网，东海证券研究所

3.内外兼修，成长空间广阔

3.1.围绕 U8 推新，持续优化产品结构

围绕 U8 推出系列产品，打造第二个全国大单品。2025 年 1 季度 U8 延续 30%以上的增速，1-5 月销量已突破 40 万吨，销量占比达 23%，相比 2024 年末提升 5.5pct。公司计划推出 U8 系列产品，助力 U8 体量扩大与生命周期延长，同时加快 U8 罐化率的提升速度，发力零售渠道，2024 年公司启动罐化率专项提升工程，并制定为子公司考核指标。此外，公司将通过 U8 大单品的经验，打造第二个全国大单品，持续优化产品结构。

图29 燕京 U8 系列产品



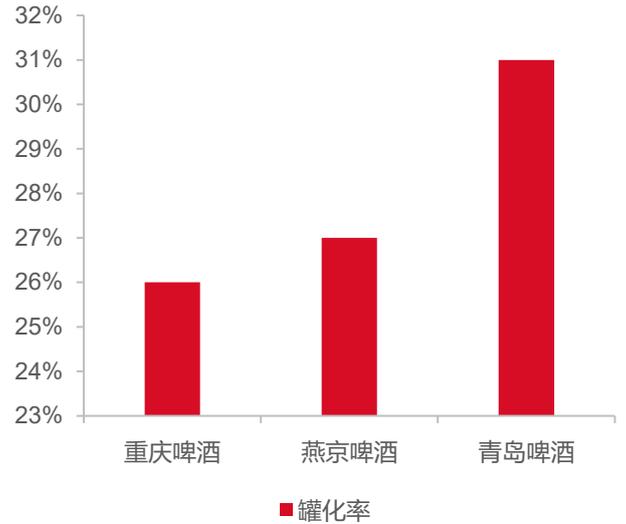
资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

图30 燕京 U8 听装产品



资料来源：燕京啤酒淘宝旗舰店，东海证券研究所

图31 2024 年啤酒企业罐化率对比



资料来源：渠道调研，东海证券研究所
注：青岛啤酒罐化率为 2023 年

加速推新升级，构建完善的产品矩阵。公司在“1+3”品牌矩阵基础上，即燕京啤酒（主品牌）+漓泉、惠泉、雪鹿（区域品牌），创建“狮王精酿”品牌，洞察特色细分市场消费需求。并且加速丰富高端产品矩阵，推出 V10、皮尔森等趋势性产品，加速高端化转型，同时焕新升级基座产品鲜啤和清爽系列，2019-2024 年公司吨价从 2817 元提升至 3304 元，CAGR 达 3.24%。

图32 燕京啤酒产品矩阵及其所处生命周期



资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

2025 年成本红利持续释放。从成本端来看，自 2023 年澳麦“双反”政策取消，进口大麦价格持续下降，及包材价格震荡下行，啤酒公司从中享受成本红利，2024 年燕京啤酒、吨成本同比下降 6.60%。截至 2025 年 6 月，进口大麦均价同比下降 1.27%，瓦楞纸同比下降 3.32%，预计 2025 年公司仍享受原材料成本下降的红利。

图33 中国进口大麦平均价格



资料来源：wind，东海证券研究所

图34 瓦楞纸出厂价

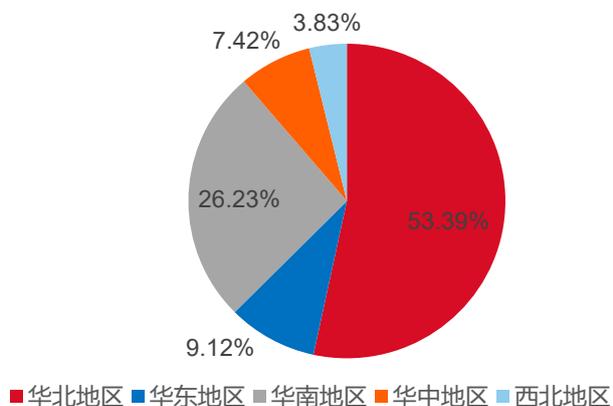


资料来源：wind，东海证券研究所

3.2.深挖优势市场，百城、百县工程拓展弱势区域

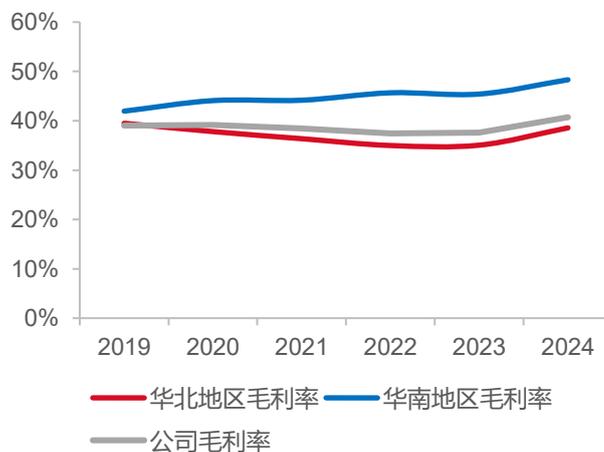
华北地区结构升级空间仍较大。公司的优势市场在华北地区的北京、内蒙古、河北，及华南的广西，2024 年华北和华南营收占比分别为 53.39%和 26.23%。由于之前中高端产品漓泉 1998 主要在华南销售，而华北中低端产品销量占比较高，因此华北地区毛利率相对更低。近些年受益 U8 在北京和河北市场表现较好，华北产品结构升级快速及营收贡献显著，2024 年华北毛利率较 2022 年提升 3.58pct 至 38.57%，2019-2024 年华北营收从 52.24 亿元增长至 78.30 亿元，CAGR 达 91.95%。未来公司深挖北京、河北、内蒙古优势市场终端单点效率，进一步提升 U8 销量占比，助力华北毛利率提升。

图35 2024 年各地区营收占比



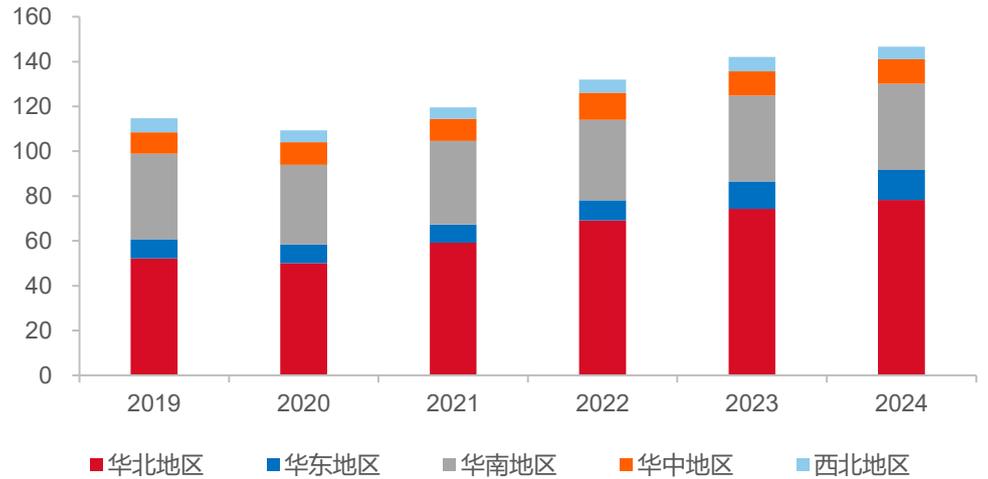
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图36 华北毛利率仍有较大提升空间



资料来源：公司公告，东海证券研究所

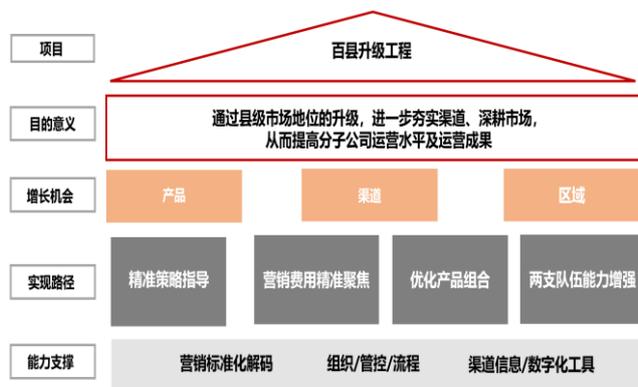
图37 近些年公司营收增长主要来源于华北地区 (亿元)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

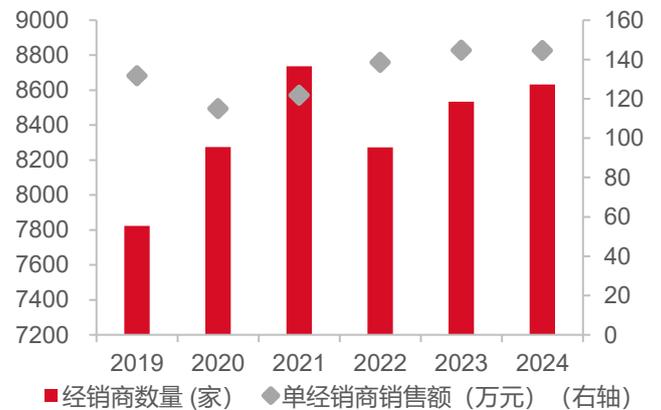
百县、百城工程共同发力，U8 成长空间广阔。公司的品牌、渠道等实力相比华润啤酒、青岛啤酒仍有差距，为避开直面竞争，公司积极拓展下沉市场。2022 年开始着力推进“百县工程”，实施“一县一策”，根据不同类型市场制定差异化打法；2025 年启动“百城工程”，精选高线城市（高容量、高结构、高成长性），通过总分共建打造样板市场。另外，公司在弱势市场加大新经销商的引进力度与积极拥抱即时零售渠道，力争打造新的根据地。

图38 百县工程深耕下沉市场



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图39 燕京啤酒经销商数量及单经销商销售情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

全媒体立体营销，品牌势能不断积聚。燕京品牌通过全媒体立体营销触达消费者，同时深耕年轻化、高端化形象，强化燕京啤酒在年轻群体中的品牌认知，如签约顶流明星，打造社区体验式消费新场景，举办花样品鉴活动。另外，自 2020 年启动“510 超级品牌日”以来，不断根据消费者习惯升级运营范式，从单向营销转变为多维互动，将产品从消费付费符号上升为情感载体，并且品牌势能不断积聚。根据 World Brand Lab 数据，2025 年燕京啤酒品牌价值为 2379.16 亿元，相比 2021 年提升幅度达 60%。

图40 燕京啤酒全媒体立体营销，品牌势能不断积聚

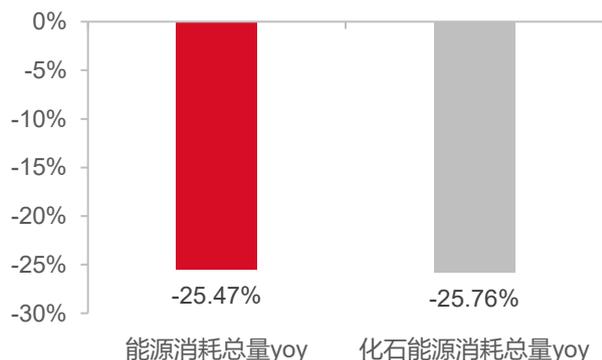


资料来源：公司微信公众号，公司公告，东海证券研究所

3.3.精细化生产管理，助力盈利提升

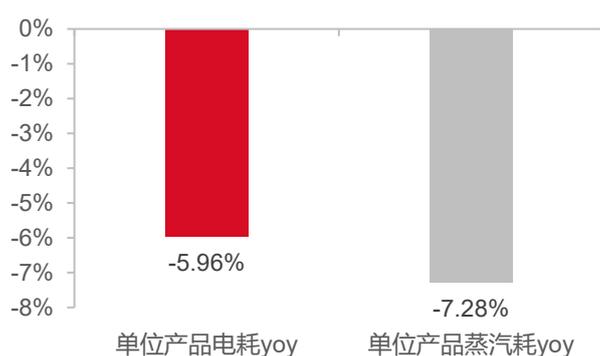
构建卓越管理体系，推动供应链转型升级。为提高工厂效率、稳定质量和节约成本，公司构建了卓越管理体系，对生产过程中的 7000 多项操作和管理都设置了量化指标、标准动作，从质量、成本、效率、安全、环境等维度，评价工厂的生产运行情况。近年成效初显，能耗持续下降，2024 年单位产品电耗同比下降 5.96%，单位产品蒸汽耗同比下降 7.28%，此外回瓶率同比增长 2%。

图41 2023 年较 2022 年能耗降低情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图42 2024 年同比上一年度能耗减低情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

推动全国多地产线升级，产能利用率提升有望增厚净利润。横向对比折旧摊销/营业收入，燕京啤酒高于行业平均水平，仍有下降空间。2024 年，公司积极推进全国多地产线升级，产能利用率提升有望降低折旧摊销，并提升盈利能力。若假设燕京啤酒产能利用率提升至青岛啤酒和华润啤酒的均值 53%，测算公司的折旧摊销费用节省 0.79 亿元，增厚净利润 0.67 亿元。

表5 产能利用率释放净利润空间测算

2024年	燕京啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	重庆啤酒
产量 (万千升)	402.99	723	1140	288.43
设计产能 (万千升)	860	1419	2050	352
产量/设计产能	46.86%	50.95%	55.61%	81.94%
营业收入 (亿元)	146.67	321.38	405.69	146.45
折旧摊销金额 (亿元)	6.81	12.41	23.35	4.53
折旧摊销/营业收入	4.64%	3.86%	5.76%	3.09%
每吨设计产能的折旧摊销金额 (亿元)	79.19	87.46	113.90	128.69
优化后的设计产能 (万千升)	760.36			
优化后折旧摊销减少金额 (亿元)	0.79		-	
增厚净利润 (考虑所得税) (亿元)	0.67			

资料来源：公司公告，东海证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

(1) **收入端：1>销量**：公司改革动能强劲，U8 销量有望维持高增速，且“十五五”发展规划明晰，U8 有望成长百万吨大单品，随着公司深耕优势市场及加大弱势市场的建设力度，预计 2025-2027 年公司销量分别同比+4.38%、+2.73%、+2.68%。**2>吨价**：随着公司不断完善产品结构，及 U8、V10 等中高端产品销量占比的提升，吨价有望稳步攀升，预计 2025-2027 年吨价分别同比+1.16%、+1.76%、+1.93%。综合来看，2025-2027 年啤酒业务收入预计同比+5.59%、+4.54%、+4.66%。

(2) **盈利端**：2025 年大麦、包材成本仍在下行，短期受益于成本红利释放，毛利率持续改善，中长期毛利率驱动为产品结构升级，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 41.13%、42.07%、42.27%。

表6 盈利预测拆分

		2024	2025E	2026E	2027E
啤酒业务	收入 (亿元)	132.30	139.70	146.04	152.84
	YOY	1.01%	5.59%	4.54%	4.66%
	毛利率	42.61%	43.21%	44.47%	44.81%
其他业务	收入 (亿元)	14.37	16.53	19.00	20.90
	YOY	28.99%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	23.27%	23.50%	23.60%	23.70%
合计	收入 (亿元)	146.67	156.22	165.04	173.75
	YOY	3.20%	6.51%	5.64%	5.28%
	毛利率	40.72%	41.13%	42.07%	42.27%

资料来源：wind，东海证券研究所

4.2.估值

相对估值：选取在内地上市的三家啤酒龙头青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒作为可比公司，2025E 可比公司平均 PE 为 21.36，燕京啤酒 PE 为 24.13，略高于行业均值。考虑到公司中高档产品处于放量期，叠加改革动能充足，减亏增效显著，业绩弹性可期，故给予 PE 相应溢价。

表7 同业估值比较表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润增速			P/E		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
青岛啤酒	926	11.10%	8.33%	7.35%	19.19	17.71	16.50
重庆啤酒	268	14.18%	4.69%	4.25%	21.05	20.11	19.29
珠江啤酒	232	20.34%	13.66%	11.78%	23.83	20.97	18.76
行业平均					21.36	19.60	18.18
燕京啤酒	363	42.41%	20.08%	16.87%	24.13	20.09	17.19

资料来源：wind，东海证券研究所（截至 2025 年 8 月 6 日）注：除燕京啤酒外为万得一致预测

5.投资建议

“十五五”发展方向明确，U8 成长势能保持强劲，未来可期。2025 年 1 季度 U8 延续 30%以上的增速，1-5 月销量已突破 40 万吨，销量占比达 23%，相比 2024 年末提升 5.5pct，随着公司扎实推进市场建设，大单品势能持续兑现，盈利弹性值得期待。预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润分别为 15.03/18.05/21.10 亿元，增速分别为 42.41%/20.08%/16.87%，对应 EPS 为 0.53/0.64/0.75 元，对应当前股价 PE 分别为 24.13/20.09/17.19。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.风险提示

(1) U8 销量增长不及预期：U8 放量是公司业绩提升的核心驱动力，若市场需求发生变化，U8 销量增长不及预期，将影响公司业绩和估值。

(2) 产品结构升级不及预期：居民消费与经济发展水平关联度较大，如果经济增长不及预期，将影响居民收入水平和消费信心，或减缓啤酒企业的产品结构升级速度。

(3) 食品安全问题：食饮安全是行业发展的红线，如果出现食饮安全问题，短期会对公司估值带来不利影响，同时会影响公司的长期经营。

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	147	156	165	174	货币资金	75	88	105	122
%同比增速	3%	7%	6%	5%	交易性金融资产	0	0	0	1
营业成本	87	92	96	100	应收账款及应收票据	2	2	3	3
毛利	60	64	69	73	存货	39	41	41	42
%营业收入	41%	41%	42%	42%	预付账款	1	1	1	2
税金及附加	12	13	14	14	其他流动资产	1	1	1	2
%营业收入	8%	8%	8%	8%	流动资产合计	119	134	151	169
销售费用	16	16	17	17	长期股权投资	6	6	6	6
%营业收入	11%	10%	10%	10%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	16	16	16	16	固定资产合计	74	72	71	72
%营业收入	11%	10%	10%	9%	无形资产	10	10	10	10
研发费用	2	2	2	3	商誉	1	1	1	1
%营业收入	2%	1%	1%	1%	递延所得税资产	1	1	1	1
财务费用	-2	-2	-3	-3	其他非流动资产	21	23	24	24
%营业收入	-1%	-2%	-2%	-2%	资产总计	231	246	264	283
资产减值损失	-1	-1	0	0	短期借款	7	8	10	11
其他收益	1	2	2	2	应付票据及应付账款	14	14	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	应付职工薪酬	2	2	2	2
营业利润	16	22	26	30	应交税费	2	2	2	2
%营业收入	11%	14%	16%	17%	其他流动负债	47	49	50	52
营业外收支	0	0	0	0	流动负债合计	71	75	78	82
利润总额	16	22	26	30	其他非流动负债	3	3	3	3
%营业收入	11%	14%	16%	17%	负债合计	74	77	81	85
所得税费用	2	3	4	5	归母公司的所有者权益	146	155	164	175
净利润	13	18	22	25	少数股东权益	11	14	18	22
%同比增速	55%	39%	19%	15%	股东权益	157	169	183	198
归属于母公司的净利润	11	15	18	21	负债及股东权益	231	246	264	283
%营业收入	7%	10%	11%	12%					
少数股东损益	3	3	4	4	现金流量表				
EPS (元/股)	0.37	0.53	0.64	0.75	单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
基本指标					经营活动现金流净额	25	25	31	35
	2024A	2025E	2026E	2027E	投资	0	0	0	0
EPS	0.37	0.53	0.64	0.75	资本性支出	-9	-4	-6	-9
BVPS	5.19	5.49	5.83	6.22	其他	-19	-2	0	0
PE	34.36	24.13	20.09	17.19	投资活动现金流净额	-29	-5	-6	-8
PEG	0.54	0.57	1.00	1.02	债权融资	1	2	1	1
PB	2.48	2.35	2.21	2.07	股权融资	0	0	0	0
EV/EBITDA	13.12	10.74	8.73	7.22	支付股利及利息	-4	-8	-9	-11
ROE	7%	10%	11%	12%	其他	0	0	0	0
ROIC	7%	9%	10%	11%	筹资活动现金流净额	-3	-6	-8	-10
					现金净流量	-6	13	17	17

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2025 年 8 月 6 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089