

股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.12
总股本/流通股本(亿股)	28.19 / 25.10
总市值/流通市值(亿元)	370 / 329
52周内最高/最低价	14.36 / 9.02
资产负债率(%)	32.1%
市盈率	34.99
第一大股东	北京燕京啤酒投资有限 公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

燕京啤酒(000729)

25Q2 扣非净利润略超预期，改革红利持续释放

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,分别实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 85.58/11.03/10.36 亿元,同比+6.37%/+45.45%/+39.91%。公司扣非净利润略超预期。25H1 公司毛利率/归母净利率分别为 45.50%/12.89%,分别同比+2.14/+3.46pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 10.33%/10.35%/1.56%,分别同比-0.54/-1.06/-0.1pct。分产品看,25H1 中高档产品/普通产品收入分别为 55.36/23.60 亿元,同比+9.32%/+1.56%。分渠道看,25H1 传统渠道/KA 渠道/电商渠道分别实现营收 74.90/2.70/1.36 亿元,分别同比+6.02%/+23.04%/+30.79%。拆分量价看,25H1 公司啤酒实现销量 235.17 万吨,同比增长 2.03%,均价 3639 元/吨,同比增长 4.25%,吨成本 1983 元,同比增长 0.31%。公司上半年毛利率整体提升,主因均价同比提升;销售费用率同比下降,主因广告宣传和运输费用降低,预计与公司费用精准投放和供应链建设有关;管理费用绝对值基本维稳,受益于规模效应费用率有所下降。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 47.31/9.38/8.83 亿元,同比+6.11%/+43.00%/+38.43%。25Q2 公司毛利率/归母净利率为 47.70%/19.82%,分别同比-0.63/+5.11pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 6.02%/9.21%/1.5%,分别同比-3.99/-1.92/+0.03pct。拆分量价看,25Q2 公司啤酒实现销量 135.67 万吨,同比增长 1.47%,均价 3487 元/吨,同比增长 4.57%,吨成本 1824 元,同比增长 5.86%。单 Q2 销售费用率同比下降显著,预计主因公司加强了费用投放管控导致广告宣传费用下降。

产品端,公司大力实施大单品营销战略,形成以燕京 U8、V10、漓泉 1998、燕京狮王系列为代表的大单品矩阵,以“中高端+腰部+区域特色”三层架构匹配并满足不同消费需求,其中大单品燕京 U8 依然保持快速增长。同时,公司推行“啤酒+饮料”组合营销,落地多元化战略,产品矩阵不断优化。

渠道端,公司以“全渠道融合+区域深耕”为双引擎,系统激活市场增长潜力。构建全渠道销售网络,优化布局区域策略,在“百县工程”基础上新增“百城工程”,形成梯度化市场开发策略。针对成熟市场,通过精细化运营,挖掘高端产品渗透空间;针对成长型市场,加速产品铺货并配套推广活动;针对潜力市场,以全国大单品为抓手,结合主题活动培育消费习惯。通过区域资源倾斜与差异化策略,实现“强势市场深挖潜、新兴市场快布局”的良性循环。

● 盈利预测与投资建议

考虑到公司扣非利润略超过预告上限，我们略提高盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营收 155.73/164.27/172.35 亿元，同比增长 6.17%/5.48%/4.92%；实现归母净利润 15.11/18.18/20.53 亿元，同比增长 43.14%/20.34%/12.89%，对应 EPS 为 0.54/0.65/0.73 元，对应当前股价 PE 为 24/20/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14667	15573	16427	17235
增长率(%)	3.20	6.17	5.48	4.92
EBITDA（百万元）	2037.39	2674.75	3097.50	3386.52
归属母公司净利润（百万元）	1055.68	1511.13	1818.46	2052.86
增长率(%)	63.74	43.14	20.34	12.89
EPS(元/股)	0.37	0.54	0.65	0.73
市盈率(P/E)	35.03	24.47	20.34	18.01
市净率(P/B)	2.53	2.41	2.28	2.16
EV/EBITDA	14.60	11.99	9.93	8.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	14667	15573	16427	17235	营业收入	3.2%	6.2%	5.5%	4.9%
营业成本	8695	8905	9182	9550	营业利润	57.0%	50.7%	19.7%	12.3%
税金及附加	1244	1308	1380	1448	归属于母公司净利润	63.7%	43.1%	20.3%	12.9%
销售费用	1587	1620	1692	1758	获利能力				
管理费用	1570	1542	1577	1620	毛利率	40.7%	42.8%	44.1%	44.6%
研发费用	233	234	238	241	净利率	9.0%	13.3%	15.1%	16.3%
财务费用	-198	-234	-292	-362	ROE	7.2%	9.9%	11.2%	12.0%
资产减值损失	-68	-72	-76	-80	ROIC	12.6%	17.7%	21.3%	24.8%
营业利润	1609	2424	2902	3258	偿债能力				
营业外收入	14	13	13	13	资产负债率	32.1%	28.1%	27.1%	26.1%
营业外支出	51	5	5	5	流动比率	1.67	2.02	2.29	2.55
利润总额	1572	2432	2909	3265	营运能力				
所得税	248	365	422	457	应收账款周转率	63.88	67.54	67.54	67.54
净利润	1324	2067	2488	2808	存货周转率	2.20	2.16	2.16	2.16
归母净利润	1056	1511	1818	2053	总资产周转率	0.63	0.66	0.65	0.63
每股收益(元)	0.37	0.54	0.65	0.73	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.37	0.54	0.65	0.73
货币资金	7454	8133	10190	12449	每股净资产	5.19	5.44	5.74	6.09
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	230	234	246	259	PE	35.03	24.47	20.34	18.01
预付款项	136	150	158	166	PB	2.53	2.41	2.28	2.16
存货	3946	4129	4258	4428	现金流量表				
流动资产合计	11905	12847	15064	17522	净利润	1324	1803	2196	2489
固定资产	7433	7062	6687	6308	折旧和摊销	663	476	481	483
在建工程	348	279	209	139	营运资本变动	648	-358	75	78
无形资产	1017	983	949	915	其他	-104	14	-15	-54
非流动资产合计	11242	10787	10328	9866	经营活动现金流净额	2532	1936	2737	2997
资产总计	23147	23634	25391	27389	资本开支	-876	0	0	0
短期借款	682	0	0	0	其他	-1985	-5	-8	-11
应付票据及应付账款	1384	1483	1529	1590	投资活动现金流净额	-2861	-5	-8	-11
其他流动负债	5061	4867	5055	5272	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	7127	6350	6585	6863	债务融资	161	-687	-5	-5
其他	296	291	286	282	其他	-451	-565	-668	-723
非流动负债合计	296	291	286	282	筹资活动现金流净额	-290	-1252	-673	-727
负债合计	7423	6641	6871	7144	现金及现金等价物净增加额	-619	679	2057	2259
股本	2819	2819	2819	2819					
资本公积金	4374	4374	4374	4374					
未分配利润	7426	8139	8997	9966					
少数股东权益	1105	1661	2330	3085					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	15724	16993	18520	20244					
负债和所有者权益总计	23147	23634	25391	27389					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048