

燕京啤酒（000729.SZ）

优于大市

2025 年上半年大单品 U8 延续高增速，盈利能力显著提升

核心观点

燕京啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 85.6 亿元，同比+6.4%；实现归母净利润 11.0 亿元，同比+45.4%；实现扣非归母净利润 10.4 亿元，同比+39.9%。扣非归母净利润超此前业绩预告上限。

啤酒业务：2Q25 量减价增，大单品燕京 U8 持续带动产品结构升级。1H25 啤酒业务收入同比+6.9%，其中销量同比+2.0%，啤酒吨价同比+4.8%，主要系燕京 U8 放量并拉动产品结构快速提升所致，预计 1H25 燕京 U8 销量占比提升至 20%以上（2024 年末占比为 17.4%）。单季度看，2Q25 销量同比-1.0%，主要系需求走弱、禁止违规吃喝相关条例短期影响餐饮渠道销量所致；2Q25 千升酒收入同比+7.2%，与 1Q25 千升酒收入增速（同比+0.2%）有较大反差，主要系货折确认节奏扰动。1H25 啤酒业务毛利率同比+1.0pt 至 45.7%。

其他业务：茶饮料、矿泉水初现放量迹象，毛利率大幅提升。1H25 其他业务收入同比+0.7%，其中茶饮料/天然水收入同比+98.7%/+21.1%，主要系公司今年开始实施“啤酒+饮料”组合营销策略，今年 3 月糖酒会期间，公司布展进行水饮产品招商。截至 2025 年 6 月末，茶饮料、矿泉水收入占比不高，分别为 1.0%、0.1%，后续水饮类产品收入占比有望进一步提升。1H25 毛利率 43.6%，同比+14.7pt，毛利额增长近 1 亿，预计主要系纳豆产品收入快速增长所致。

盈利表现：1H25 费用率稳步下行，盈利能力继续强化。1H25 啤酒业务、其他业务毛利率均同比提升，带动综合毛利率同比+2.1pt。1H25 销售费用率/管理费用率同比-0.5/-1.1pt，延续了下降趋势，受益于规模效益放大以及公司运营效率的持续提升。1H25 扣非归母净利率 12.1%，同比+2.9pt。非经常性损益方面，1H25 土地收储带来资产处置收益 7436 万，使得 1H25 归母净利率提升幅度更大（同比+3.5pt 至 12.9%）。

盈利预测与投资观点：目前燕京 U8 大单品价盘稳定，在湖南、四川、山东等外围市场已有突破，预计继续贡献较高的销量增速以及持续的产品结构提升动力。此外，公司内部改革举措继续推进，费用率仍有进一步下行空间，预计利润高弹性将持续兑现。因公司改革动作执行力强、产品均价提升速度及利润率改善速度快于我们此前预期，我们小幅上调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 155.9/165.7/175.6 亿元（前预测值 155.8/165.0/173.9 亿元），同比+6.3%/+6.3%/+6.0%；实现归母净利润 15.7/18.8/22.2 亿元（前预测值 14.5/16.9/18.9 亿元），同比+48.8%/+19.6%/+18.0%；EPS 分别为 0.56/0.67/0.79 元；当前股价对应 PE 分别为 24/20/17 倍。燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

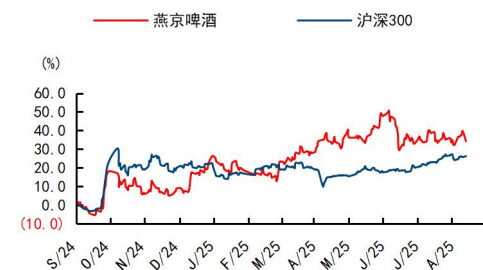
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.61 元
总市值/流通市值	35542/31646 百万元
52 周最高价/最低价	14.46/8.82 元
近 3 个月日均成交额	316.59 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《燕京啤酒（000729.SZ）-2024 年盈利能力延续改善，2025 年一季度 U8 销量增速超 30%》——2025-04-26
- 《燕京啤酒（000729.SZ）-中国第四大啤酒企业，深化改革促进效益释放》——2024-10-30
- 《燕京啤酒（000729.SZ）-第三季度收入同比增长 0.2%，盈利能力延续改善》——2024-10-28
- 《燕京啤酒（000729.SZ）-全面改革成效显著，盈利能力明显改善》——2024-08-21
- 《燕京啤酒（000729.SZ）-上半年归母净利润同比增长 40%-55%，改革红利延续释放》——2024-07-14

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,213	14,667	15,587	16,575	17,561
(+/-%)	7.7%	3.2%	6.3%	6.3%	6.0%
归母净利润(百万元)	645	1056	1570	1879	2217
(+/-%)	83.0%	63.7%	48.8%	19.6%	18.0%
每股收益(元)	0.23	0.37	0.56	0.67	0.79
EBIT Margin	4.8%	9.1%	12.5%	14.6%	16.3%
净资产收益率(ROE)	4.7%	7.2%	10.1%	11.5%	12.8%
市盈率(PE)	57.4	35.0	23.5	19.7	16.7
EV/EBITDA	31.4	22.2	16.3	13.9	12.2
市净率(PB)	2.67	2.53	2.38	2.26	2.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

燕京啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 85.6 亿元，同比+6.4%；实现归母净利润 11.0 亿元，同比+45.4%；实现扣非归母净利润 10.4 亿元，同比+39.9%。扣非归母净利润超此前业绩预告上限。

啤酒业务：2Q25 量减价增，大单品燕京 U8 持续带动产品结构升级。1H25 啤酒业务收入同比+6.9%，其中销量同比+2.0%，啤酒吨价同比+4.8%，主要系燕京 U8 放量并拉动产品结构快速提升所致，预计 1H25 燕京 U8 销量占比提升至 20%以上（2024 年末占比为 17.4%）。单季度看，2Q25 销量同比-1.0%，主要系需求走弱、禁止违规吃喝相关条例短期影响餐饮渠道销量所致；2Q25 千升酒收入同比+7.2%，与 1Q25 千升酒收入增速（同比+0.2%）有较大反差，主要系货折确认节奏扰动。1H25 啤酒业务毛利率同比+1.0pt 至 45.7%。

其他业务：茶饮料、矿泉水初现放量迹象，毛利率大幅提升。1H25 其他业务收入同比+0.7%，其中茶饮料/天然水收入同比+98.7%/+21.1%，主要系公司今年开始实施“啤酒+饮料”组合营销策略，今年 3 月糖酒会期间，公司布展进行水饮产品招商。截至 2025 年 6 月末，茶饮料、矿泉水收入占比不高，分别为 1.0%、0.1%，后续水饮类产品收入占比有望进一步提升。1H25 毛利率 43.6%，同比+14.7pt，毛利额增长近 1 亿，预计主要系纳豆产品收入快速增长所致。

盈利表现：1H25 费用率稳步下行，盈利能力继续强化。1H25 啤酒业务、其他业务毛利率均同比提升，带动综合毛利率同比+2.1pt。1H25 销售费用率/管理费用率同比-0.5/-1.1pt，延续了下降趋势，受益于规模效益放大以及公司运营效率的持续提升。1H25 扣非归母净利率 12.1%，同比+2.9pt。非经常性损益方面，1H25 土地收储带来资产处置收益 7436 万，使得 1H25 归母净利率提升幅度更大（同比+3.5pt 至 12.9%）。

盈利预测与投资观点：目前燕京 U8 大单品价盘稳定，在湖南、四川、山东等外围市场已有突破，预计继续贡献较高的销量增速以及持续的产品结构提升动力。此外，公司内部改革举措继续推进，费用率仍有进一步下行空间，预计利润高弹性将持续兑现。因公司改革动作执行力强、产品均价提升速度及利润率改善速度快于我们此前预期，我们小幅上调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 155.9/165.7/175.6 亿元（前预测值 155.8/165.0/173.9 亿元），同比+6.3%/+6.3%/+6.0%；实现归母净利润 15.7/18.8/22.2 亿元（前预测值 14.5/16.9/18.9 亿元），同比+48.8%/+19.6%/+18.0%；EPS 分别为 0.56/0.67/0.79 元；当前股价对应 PE 分别为 24/20/17 倍。燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,579	16,501	17,386	15,587	16,575	17,561	8	74	175
收入同比增速%	6.2%	5.9%	5.4%	6.3%	6.3%	6.0%	0.1%	0.4%	0.6%
毛利率%	42.6%	43.1%	43.3%	42.8%	44.1%	45.1%	0.2%	0.9%	1.8%
销售费用率%	10.6%	10.4%	10.2%	10.5%	10.3%	10.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
归母净利率%	9.3%	10.3%	10.9%	10.1%	11.3%	12.6%	0.8%	1.1%	1.7%
归母净利润（百万元）	1,447	1,692	1,895	1,570	1,879	2,217	124	187	323

归母净利润同比增速%	37.0%	16.9%	12.0%	48.8%	19.6%	18.0%	11.7%	2.7%	6.0%
EPS（元）	0.51	0.60	0.67	0.56	0.67	0.79	0.04	0.07	0.11

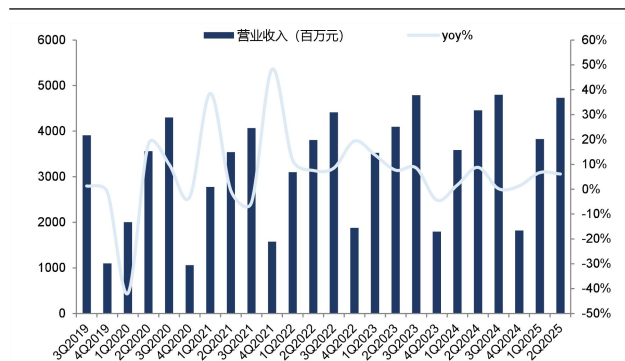
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 8 月 10 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
000729.SZ	燕京啤酒	33.1	13.12	0.56	0.67	23.5	19.7	370	优于大市
0291.HK	华润啤酒	16.5	24.27	1.60	1.71	15.2	14.2	787	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	20.7	67.76	3.49	3.75	19.4	18.0	924	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	23.5	55.18	2.64	2.78	20.9	19.9	267	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	27.5	10.52	0.44	0.49	24.0	21.4	233	优于大市

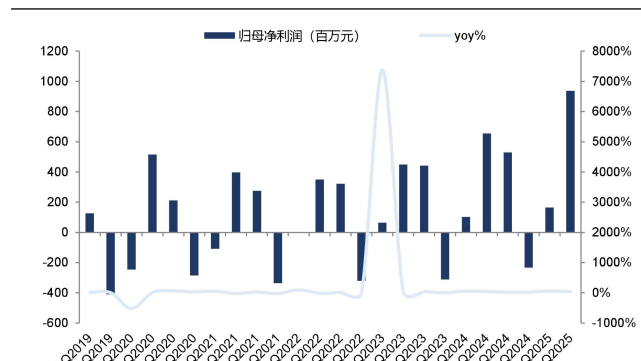
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1：单季度营业收入及增速



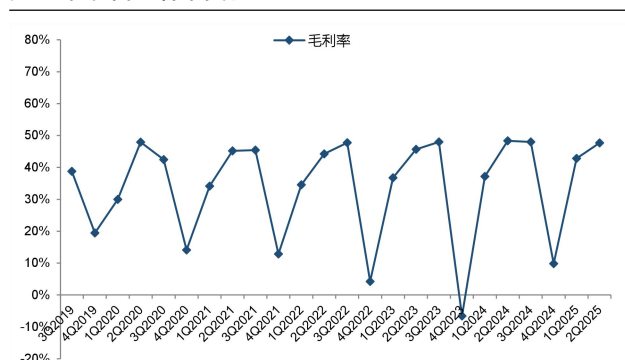
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



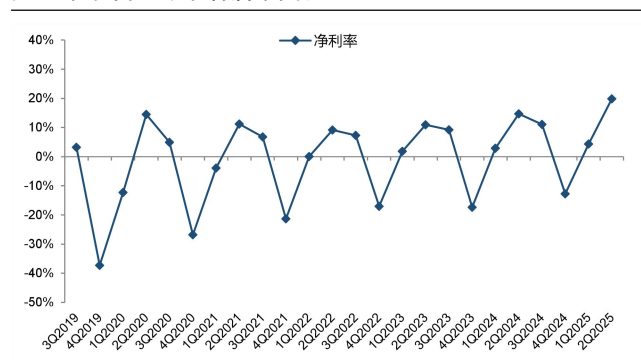
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7212	7454	8969	10429	12222	营业收入	14213	14667	15587	16575	17561
应收款项	243	260	278	295	308	营业成本	8865	8695	8914	9266	9643
存货净额	3864	3946	3981	4138	4280	营业税金及附加	1221	1244	1309	1392	1475
其他流动资产	236	225	234	249	263	销售费用	1575	1587	1637	1707	1774
流动资产合计	11555	11905	13481	15130	17093	管理费用	1620	1570	1577	1575	1579
固定资产	7766	7744	7483	7131	6649	研发费用	246	233	234	249	263
无形资产及其他	1002	1017	1016	1016	1016	财务费用	(168)	(198)	(175)	(199)	(222)
投资性房地产	332	1901	1948	1989	2020	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	576	580	582	584	586	资产减值及公允价值变动	(58)	(68)	(72)	(72)	(72)
资产总计	21231	23147	24511	25851	27363	其他收入	(18)	(93)	33	(61)	(86)
短期借款及交易性金融负债	540	682	782	832	882	营业利润	1025	1609	2286	2699	3155
应付款项	3799	4204	4347	4519	4702	营业外净收支	14	(37)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	1924	2241	2286	2340	2398	利润总额	1039	1572	2266	2679	3135
流动负债合计	6263	7127	7415	7692	7983	所得税费用	184	248	351	415	486
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	210	268	345	385	432
其他长期负债	191	296	290	300	311	归属于母公司净利润	645	1056	1570	1879	2217
非流动负债合计	191	296	315	350	386	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6454	7423	7731	8042	8369	净利润	645	1056	1570	1879	2217
少数股东权益	932	1105	1275	1448	1642	资产减值准备	(32)	10	(33)	(2)	(2)
股东权益	13845	14619	15506	16361	17352	折旧摊销	698	663	787	816	846
负债和股东权益总计	21231	23147	24511	25851	27363	公允价值变动损失	58	68	72	72	72
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(168)	(198)	(175)	(199)	(222)
每股收益	0.23	0.37	0.56	0.67	0.79	营运资本变动	86	(819)	119	45	81
每股红利	0.10	0.19	0.31	0.37	0.43	其它	(46)	1571	202	188	212
每股净资产	4.91	5.19	5.50	5.80	6.16	经营活动现金流	1408	2549	2718	2998	3425
ROIC	5.13%	8.73%	15%	27%	33%	资本开支	(533)	(962)	(634)	(534)	(434)
ROE	4.66%	7.22%	10%	11%	13%	其它投资现金流	(383)	(1898)	(2)	(2)	(2)
毛利率	38%	41%	43%	44%	45%	投资活动现金流	(916)	(2861)	(635)	(536)	(436)
EBIT Margin	5%	9%	13%	15%	16%	权益性融资	0	37	0	0	0
EBITDA Margin	10%	14%	18%	20%	21%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	8%	3%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(403)	(450)	(672)	(1053)	(1245)
净利润增长率	83%	64%	49%	20%	18%	其它融资现金流	238	123	103	50	48
资产负债率	35%	37%	37%	37%	37%	融资活动现金流	(164)	(290)	(568)	(1003)	(1197)
股息率	0.8%	1.4%	2.3%	2.8%	3.3%	现金净变动	328	(602)	1515	1460	1793
P/E	57.4	35.0	23.5	19.7	16.7	货币资金的期初余额	1465	1793	1191	2706	4165
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	1793	1191	2706	4165	5958
EV/EBITDA	31.4	22.2	16.3	13.9	12.2	企业自由现金流	815	9	1921	2372	2911
						权益自由现金流	815	9	2169	2589	3149

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032