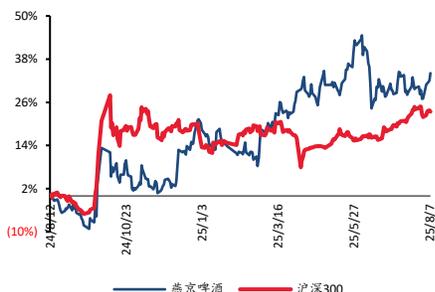


燕京啤酒：U8 全国化稳步推进，二季度业绩超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	28.19/25.1
总市值/流通(亿元)	369.79/329.26
12个月内最高/最低价(元)	14.46/8.82

相关研究报告

<<燕京啤酒：2024 完美收官，U8 延续高增长>>—2025-04-22

<<燕京啤酒：三季度量价增速环比放缓，U8 势能延续>>—2024-10-28

<<燕京啤酒：量价逆势齐升，改革红利持续兑现>>—2024-08-21

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：燕京啤酒发布 2025 半年报，2025H1 实现营收 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%。2025Q2 实现营收 47.3 亿元，同比+6.1%，实现归母净利润 9.4 亿元，同比+43.0%，实现扣非归母净利润 8.8 亿元，同比+38.4%，扣非归母净利润超此前业绩预告上限。

弱市之下量价齐升，U8 全国化带动产品结构持续升级。上半年国内啤酒销量承压，2025H1 规模以上啤酒企业累计产量 1904.4 万千升，同比下降 0.3%。拆分量价，2025H1 公司销量/吨价分别为 235.17 万吨/3358 元/吨，同比+2.0%/+4.8%，公司产品量价齐升，根据渠道调研，预计上半年 U8 销量增长 28%，U8 全国化势能持续释放带动吨价快速提升。分结构看，2025H1 公司中高档/普通产品分别实现收入 55.4/23.6 亿元，同比+9.3%/+1.6%，中高档产品占比提升 1.6pct 至 70%。分产品看，2025H1 啤酒实现营收 79.0 亿元，同比+6.9%；天然水业务营收 941 万元，同比+21.1%；饮料业务营收 8301 万元，同比+98.7%，公司推行“啤酒+饮料”组合营销，推出了首款全国饮料大单品——倍斯特嘉橙橙味、荔枝味、果味汽水，后续表现值得期待。分区域看，2025H1 华北/华东/华南/华中/西北分别实现收入 48.5/9.0/18.3/6.3/3.5 亿元，同比+5.6%/+20.5%/+0.3%/+15.3%/+3.8%，华北大本营保持稳定增长，主要拓展流通渠道，华东、华中区域公司积极布局，小基数下实现快速增长。分渠道，2025H1 传统/KA/电商分别实现收入 74.9/2.7/1.4 亿元，同比+6.0%/+23.0%/+30.8%。截至 2025H1 末经销商达 8549 家，环比 2024 年末净减少 83 家，经销体系不断优化。2025H1 子公司桂林漓泉/福建惠泉分别实现营收 20.0/3.5 亿元，同比+0.0%/+0.9%，实现净利润 3.8/0.4 亿元，同比+18.4%/+25.2%。

改革提效稳步推进，盈利能力快速提升。2025H1 公司毛利率 45.5%，同比+2.1pct，其中啤酒业务毛利率 45.7%，同比+1.0pct，吨成本为 1824 元/千升，同比+2.8%，成本上涨主因吨包装材料同比+5.7%，预计为季度间确认节奏影响。2025H1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 8.21%/10.33%/10.35%，同比-0.3/-0.5/-1.1pct，其中 2025Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别为 8.27%/6.02%/9.21%，同比+0.2/-4.0/-1.9pct，二季度销售费用率下降明显或因费用投放节奏影响，预计全年维度相对稳定。2025H1 公司归母/扣非归母净利率达 12.9%/12.1%，同比+3.5/+2.0pct，其中 2025Q2 归母/扣非归母净利率达 19.8%/18.7%，同比+5.1/+4.4pct，盈利能力进一步提升，改革红利持续释放。

投资建议：根据公司 2025H1 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速 6%/5%/4%，归母净利润增速分别 44%/19%/11%，EPS 分别为 0.54/0.64/0.71 元，对应 PE 分别为 23x/20x/18x，按照 2025 年业绩给予 27 倍，目标价 14.58 元，给予“增

持”评级。

风险提示：宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,667	15,593	16,396	17,123
营业收入增长率(%)	3.20%	6.31%	5.15%	4.43%
归母净利（百万元）	1,056	1,518	1,802	2,002
净利润增长率(%)	63.74%	43.77%	18.72%	11.13%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.54	0.64	0.71
市盈率（PE）	32.11	23.42	19.72	17.75

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,212	7,454	8,879	12,066	14,862
应收和预付款项	354	366	345	397	375
存货	3,864	3,946	4,782	4,025	4,790
其他流动资产	125	139	206	199	200
流动资产合计	11,555	11,905	14,212	16,687	20,226
长期股权投资	576	580	670	702	745
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	7,664	7,395	7,074	6,770	6,486
在建工程	101	348	423	545	693
无形资产开发支出	1,002	1,017	1,063	1,119	1,158
长期待摊费用	2	3	3	3	3
其他非流动资产	11,885	13,803	16,096	18,566	22,099
资产总计	21,231	23,147	25,330	27,706	31,184
短期借款	540	682	682	682	682
应付和预收款项	1,239	1,384	1,653	1,295	1,739
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,674	5,357	5,088	5,371	5,695
负债合计	6,454	7,423	7,424	7,348	8,117
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374
留存收益	6,717	7,491	9,115	11,001	13,088
归母公司股东权益	13,845	14,619	16,243	18,128	20,216
少数股东权益	932	1,105	1,663	2,230	2,852
股东权益合计	14,777	15,724	17,907	20,358	23,068
负债和股东权益	21,231	23,147	25,330	27,706	31,184

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,408	2,549	1,301	3,040	2,551
投资性现金流	-916	-2,861	125	147	244
融资性现金流	-164	-290	0	0	0
现金增加额	328	-602	1,425	3,187	2,796

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,213	14,667	15,593	16,396	17,123
营业成本	8,865	8,695	8,728	9,059	9,333
营业税金及附加	1,221	1,244	1,294	1,344	1,370
销售费用	1,575	1,587	1,606	1,672	1,712
管理费用	1,620	1,570	1,435	1,476	1,541
财务费用	-168	-198	-153	-142	-147
资产减值损失	-58	-68	-90	-71	-73
投资收益	43	43	47	49	51
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,025	1,609	2,533	2,863	3,165
其他非经营损益	14	-37	3	-2	-2
利润总额	1,039	1,572	2,537	2,861	3,163
所得税	184	248	460	492	539
净利润	855	1,324	2,076	2,368	2,624
少数股东损益	210	268	558	566	622
归母股东净利润	645	1,056	1,518	1,802	2,002

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.63%	40.72%	44.02%	44.75%	45.49%
销售净利率	4.54%	7.20%	9.73%	10.99%	11.69%
销售收入增长率	7.66%	3.20%	6.31%	5.15%	4.43%
EBIT 增长率	57.82%	76.22%	74.15%	13.62%	10.99%
净利润增长率	83.02%	63.74%	43.77%	18.72%	11.13%
ROE	4.66%	7.22%	9.34%	9.94%	9.90%
ROA	3.04%	4.56%	5.99%	6.50%	6.42%
ROIC	4.24%	7.13%	10.65%	10.82%	10.66%
EPS (X)	0.23	0.38	0.54	0.64	0.71
PE (X)	37.69	32.11	23.42	19.72	17.75
PB (X)	1.76	2.32	2.19	1.96	1.76
PS (X)	1.71	2.31	2.28	2.17	2.08
EV/EBITDA (X)	11.70	13.12	10.95	8.74	7.30

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。