

2025 年 08 月 13 日

扣非净利润超预期，改革红利持续释放

燕京啤酒(000729)

评级:	增持	股票代码:	000729
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	14.46/8.82
目标价格:		总市值(亿)	355.98
最新收盘价:	12.63	自由流通市值(亿)	316.96
		自由流通股数(百万)	2,509.61

事件概述

公司 25H1 实现收入 85.58 亿元，同比+6.4%；归母净利润 11.03 亿元，同比+45.5%；扣非归母净利润 10.36 亿元，同比+39.9%。其中 25Q2 公司实现收入 47.31 亿元，同比+6.1%；归母净利润 9.38 亿元，同比+43.0%；扣非归母净利润 8.83 亿元，同比+38.4%。公司归母净利润表现符合前期预告预期，扣非归母净利润表现超出前期预告预期。

分析判断：

► 量价齐升，高端化仍在推进

拆分量价来看，公司 25H1 实现销量 235.17 万吨，同比+2.03%，对应吨价 3357 元/吨，同比+4.75%。根据国家统计局数据，1-6 月我国啤酒行业产销量累计同比-0.3%。在啤酒消费相对疲软的环境下，公司实现量价齐升。分产品档次来看，公司 25H1 中高档产品/普通产品分别实现收入 55.4/23.6 亿元，分别同比+9.3%/+1.6%，中高档产品增速显著优于普通产品。我们认为以 U8 大单品为代表的产品高端化持续推进是公司量价齐升的重要原因。分地区来看，公司 25H1 华东/华中/华北/西北/华南分别实现销售 9.0/6.3/48.5/3.5/18.3 亿元，分别同比+20.5%/+15.4%/+5.6%/+3.8%/+0.3%。华北地区作为公司基地市场稳健增长，华东、华中市场成为公司重要增量来源。

► 费用效率持续提升，利润率表现亮眼

成本端来看，公司 25H1/25Q2 毛利率分别为 45.5%/47.7%，分别同比+2.1/-0.6pct。25Q2 毛利率略有扰动，但拉平 25H1 来看，毛利率实现较好提升，我们认为主因产品结构提升所致。

费用端来看，公司 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.3%/10.3%/1.6%/-1.2%，分别同比-0.5/-1.1/-0.1/+0.1pct；其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.0%/12.1%/1.5%/-1.2%，分别同比-4.0/-1.6/持平/+0.3pct。销售费用率、管理费用率均有显著优化，我们认为主因：1) 公司加强费用管控，控制广告宣传费投规模，2) 积极推行卓越管理体系，提升管理效率。

利润端来看，公司 25H1/25Q2 归母净利润率分别为 12.9%/19.8%，分别同比+3.5/+5.1pct；公司 25H1/25Q2 扣非归母净利润率分别为 12.1%/18.7%，分别同比+2.9/+4.4pct。公司报告期内归母净利润率高于扣非归母净利润率主因公司收到土地收储款 7436 万元。经营端来看，受益于高端化推进与费投效率提升，公司利润率同比表现亮眼。

► 改革红利持续兑现，利润弹性有望释放

自公司力推改革以来，公司营收先后突破 130 亿元/140 亿元，利润端保持高双位数增长。我们认为公司快速增长的根本原因在于全面深化改革，产品端稳固燕京 U8 战略大单品地位，并依托各地方品牌搭建全国化矩阵，除啤酒外积极开拓第二曲线（25H1 公司饮料业务+98.7%）；渠道端通过线上线下多渠道融合推广，积极打造电商、KA 等渠道，积极推进全国化布局。考虑到当前公司经营节奏及同业龙头公司的经营水平，我们认为公司仍将持续推动改革，有望在报表端释放更多红利。

投资建议

参考公司最新财务报告，我们将公司 25-27 年营收分别为 154.41/162.69/170.47 亿元的预测上调至 155.50/164.77/172.55 亿元，将公司 25-27 年 EPS 分别为 0.51/0.60/0.69 元的预测上调至 0.53/0.62/0.71 元。对应 8 月 12 日收盘价 12.63 元/股，PE 分别为 24/20/18 倍，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险、产品扩张不及预期风险、市场竞争加剧风险

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,213	14,667	15,550	16,477	17,255
YoY (%)	7.7%	3.2%	6.0%	6.0%	4.7%
归母净利润(百万元)	645	1,056	1,503	1,744	2,000
YoY (%)	83.0%	63.7%	42.4%	16.0%	14.7%
毛利率 (%)	37.6%	40.7%	42.6%	42.6%	43.1%
每股收益 (元)	0.23	0.38	0.53	0.62	0.71
ROE	4.7%	7.2%	9.6%	10.1%	10.3%
市盈率	55.15	33.68	23.68	20.42	17.80

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,667	15,550	16,477	17,255	净利润	1,324	1,879	2,180	2,500
YoY (%)	3.2%	6.0%	6.0%	4.7%	折旧和摊销	681	466	474	477
营业成本	8,695	8,919	9,457	9,813	营运资金变动	648	-277	190	90
营业税金及附加	1,244	1,322	1,376	1,415	经营活动现金流	2,549	1,928	2,763	2,999
销售费用	1,587	1,555	1,532	1,570	资本开支	-931	-256	-357	-358
管理费用	1,570	1,633	1,648	1,691	投资	0	-4	-4	-4
财务费用	-198	-129	-169	-222	投资活动现金流	-2,861	-213	-311	-310
研发费用	233	272	247	224	股权募资	37	0	0	0
资产减值损失	-68	-5	-6	-6	债务募资	142	20	67	52
投资收益	43	47	49	52	筹资活动现金流	-290	-536	46	29
营业利润	1,609	2,200	2,554	2,931	现金净流量	-602	1,179	2,497	2,718
营业外收支	-37	10	10	10	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,572	2,210	2,564	2,941	成长能力				
所得税	248	332	385	441	营业收入增长率	3.2%	6.0%	6.0%	4.7%
净利润	1,324	1,879	2,180	2,500	净利润增长率	63.7%	42.4%	16.0%	14.7%
归属于母公司净利润	1,056	1,503	1,744	2,000	盈利能力				
YoY (%)	63.7%	42.4%	16.0%	14.7%	毛利率	40.7%	42.6%	42.6%	43.1%
每股收益	0.38	0.53	0.62	0.71	净利率	7.2%	9.7%	10.6%	11.6%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	4.6%	6.2%	6.4%	6.7%
货币资金	7,454	8,633	11,130	13,848	净资产收益率 ROE	7.2%	9.6%	10.1%	10.3%
预付款项	136	142	150	156	偿债能力				
存货	3,946	4,079	4,426	4,400	流动比率	1.67	1.88	2.12	2.43
其他流动资产	369	429	387	463	速动比率	1.09	1.27	1.50	1.83
流动资产合计	11,905	13,282	16,094	18,867	现金比率	1.05	1.22	1.46	1.78
长期股权投资	580	584	588	592	资产负债率	32.1%	30.1%	29.2%	27.2%
固定资产	7,395	7,159	6,919	6,674	经营效率				
无形资产	1,017	1,062	1,098	1,137	总资产周转率	0.66	0.65	0.64	0.60
非流动资产合计	11,242	11,149	11,089	11,012	每股指标（元）				
资产合计	23,147	24,431	27,182	29,879	每股收益	0.38	0.53	0.62	0.71
短期借款	682	682	730	761	每股净资产	5.19	5.53	6.15	6.86
应付账款及票据	1,384	1,382	1,524	1,500	每股经营现金流	0.90	0.68	0.98	1.06
其他流动负债	5,061	4,984	5,346	5,515	每股股利	0.19	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,127	7,048	7,600	7,776	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	33.68	23.68	20.42	17.80
其他长期负债	296	316	336	356	PB	2.32	2.28	2.05	1.84
非流动负债合计	296	316	336	356					
负债合计	7,423	7,364	7,936	8,132					
股本	2,819	2,819	2,819	2,819					
少数股东权益	1,105	1,481	1,917	2,417					
股东权益合计	15,724	17,067	19,247	21,747					
负债和股东权益合计	23,147	24,431	27,182	29,879					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。