

2025 年 08 月 15 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 14 日
收盘价（元）	12.32
一年内最高/最低（元）	14.46/8.82
总市值（百万元）	34,724.40
流通市值（百万元）	30,918.35
总股本（百万股）	2,818.54
资产负债率（%）	31.94
每股净资产（元/股）	5.58

资料来源：聚源数据

燕京啤酒 (000729.SZ)

——基本面高增势能强劲，提质增效迈向新阶段

投资要点：

- 基本面快速增长，产品多元化与品牌全国化效果显著。**公司 25 年上半年实现收入 85.58 亿元，同比增加 6.37%，实现归母净利润 11.03 亿元，同比增长 45.45%，实现扣非归母净利润 10.36 亿元，同比增长 39.91%。根据公告，公司 25 年 Q2 单季度实现营收 47.31 亿元，同比增长 6.11%，归母净利润 9.38 亿元，同比增长 43%，扣非归母净利润 8.83 亿元，同比增长 38.43%。分品类来看，公司推行“啤酒+饮料”组合营销策略，饮料业务借助啤酒业务实现协同增长，啤酒/天然水/饮料 25H1 分别实现收入 78.96/0.09/0.83 亿元，分别同比增速 6.88%/21.11%/98.69%，饮料业务有望成为公司第二增长极。分地区来看，华北/华东/华南/华中/西北市场 25H1 销售同比增长 5.61%/ 20.48%/ 0.30%/ 15.35%/ 3.83%，非基地市场增长明显。
- 产品结构升级趋势明显，大单品 U8 表现强势。**公司上半年啤酒收入 78.96 亿元，同比增长 6.88%，产品结构升级趋势明显。拆分量价，公司上半年实现销量 235.17 万吨，同比增长 2.03%明显高于产业增速（上半年中国规模以上啤酒企业累计产量同比下降 0.3%），对应吨价 3357.50 元/吨，同比增长 4.75%，价增贡献更大。分产品档次看，中高档产品和普通产品分别实现营收 55.36 亿元/23.60 亿元，同比增长 9.32%/1.56%，对应毛利率分别为 51.71%/31.48%，同比变化+1.40pct/-0.83pct，中高档产品占整体营收的比例较 2024 年上半年的 68.54%提升 1.57pct 至 70.11%，产品结构升级明显。公司坚定推进大单品战略，大单品 U8 利用其“小度酒 大滋味”的产品特点，加大对年轻群体的吸引力，在上半年保持快速增长，其中 Q1 销量增速超 30%，后续随着市场建设的进一步推进，例如“百县工程”叠加“百城工程”，我们预计公司大单品有望实现销售持续增长。
- 盈利能力不断增强，公司改革红利持续释放。**25H1 啤酒业务吨成本 1824.35 元/吨，同比增长 2.83%，实现毛利率 45.66%，对比上年同期增长 1.01pct，毛利率增长主要来自大单品拉动下的产品结构升级。公司持续深化卓越管理体系和数字化体系建设，不断提高整体供应链在质量控制、成本控制、生产效率方面能力，受益于公司改革，25Q2 单季度来看，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比变化-3.99pct/-1.92pct/+0.03pct/+0.27pct 至 6.02%/9.21%/1.5%/-1.24%，其中销售费用改善主要来源于公司物流运输效率提高和广告宣传精准投放。费用的良好管控带来了公司净利润的改善，25Q2 公司净利率同比提升 5.37pct 至 22.03%。根据公司年报，24 年产能利用率为 46.86%，较 23 年提升 1.14pct，和行业平均水平相比仍有提高空间，我们预计随着产能利用率的进一步提高叠加改革红利的进一步释放，公司利润端仍有改善空间。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.59/17.91/20.41 亿元，同比增速分别为 38.19%/22.78%/13.96%，当前股价对应的 PE 分别为 24/19/17 倍。我们选取可比公司青岛啤酒、珠江啤酒、百润股份 25 年平均 PE 值 25 倍，我们认为公司基本面增长确定性较强，首次覆盖，给予“增持”评级。

➤ 风险提示。原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,213	14,667	15,562	16,411	17,002
同比增长率（%）	7.66%	3.20%	6.10%	5.45%	3.60%
归母净利润（百万元）	645	1,056	1,459	1,791	2,041
同比增长率（%）	83.02%	63.74%	38.19%	22.78%	13.96%
每股收益（元/股）	0.23	0.37	0.52	0.64	0.72
ROE（%）	4.66%	7.22%	9.55%	11.20%	12.22%
市盈率（P/E）	53.86	32.89	23.80	19.39	17.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,454	7,549	8,897	10,302
应收票据及账款	230	233	246	255
预付账款	136	149	158	163
其他应收款	30	93	99	102
存货	3,946	4,154	4,301	4,394
其他流动资产	109	108	113	116
流动资产总计	11,905	12,288	13,814	15,333
长期股权投资	580	602	623	645
固定资产	7,433	7,118	6,891	6,583
在建工程	348	574	700	900
无形资产	1,017	993	987	1,000
长期待摊费用	3	3	2	2
其他非流动资产	1,860	1,940	2,000	2,040
非流动资产合计	11,242	11,229	11,204	11,169
资产总计	23,147	23,516	25,018	26,502
短期借款	682	0	0	0
应付票据及账款	1,384	1,492	1,545	1,578
其他流动负债	5,061	4,884	5,085	5,218
流动负债合计	7,127	6,376	6,630	6,796
长期借款	22	17	13	9
其他非流动负债	274	274	274	274
非流动负债合计	296	291	287	283
负债合计	7,423	6,667	6,917	7,078
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374
留存收益	7,426	8,083	8,799	9,513
归属母公司权益	14,619	15,275	15,992	16,706
少数股东权益	1,105	1,573	2,108	2,717
股东权益合计	15,724	16,849	18,100	19,424
负债和股东权益合计	23,147	23,516	25,018	26,502

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,324	1,788	2,185	2,513
折旧与摊销	681	634	646	656
财务费用	-198	-232	-271	-316
投资损失	-43	-43	-43	-43
营运资金变动	648	-356	76	51
其他经营现金流	137	153	159	155
经营性现金净流量	2,549	1,944	2,753	3,016
投资性现金净流量	-2,861	-592	-596	-596
筹资性现金净流量	-290	-1,257	-808	-1,015
现金流量净额	-602	95	1,348	1,405

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,667	15,562	16,411	17,002
营业成本	8,695	8,959	9,276	9,476
税金及附加	1,244	1,338	1,411	1,462
销售费用	1,587	1,559	1,579	1,585
管理费用	1,570	1,510	1,527	1,531
研发费用	233	231	228	219
财务费用	-198	-232	-271	-316
资产减值损失	-68	-75	-76	-80
信用减值损失	-4	-4	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	43	43	43	43
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-6	12	8	7
其他收益	108	115	120	117
营业利润	1,609	2,288	2,753	3,129
营业外收入	14	14	15	14
营业外支出	51	19	19	19
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,572	2,282	2,748	3,124
所得税	248	355	422	474
净利润	1,324	1,927	2,326	2,650
少数股东损益	268	468	535	609
归属母公司股东净利润	1,056	1,459	1,791	2,041
EPS(元)	0.37	0.52	0.64	0.72

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	3.20%	6.10%	5.45%	3.60%
营业利润增长率	56.96%	42.19%	20.34%	13.65%
归母净利润增长率	63.74%	38.19%	22.78%	13.96%
经营现金流增长率	81.05%	-23.73%	41.58%	9.58%
盈利能力				
毛利率	40.72%	42.43%	43.48%	44.27%
净利率	9.03%	12.38%	14.17%	15.59%
ROE	7.22%	9.55%	11.20%	12.22%
ROA	4.56%	6.20%	7.16%	7.70%
估值倍数				
P/E	32.89	23.80	19.39	17.01
P/S	2.37	2.23	2.12	2.04
P/B	2.38	2.27	2.17	2.08
股息率	1.54%	2.31%	3.09%	3.82%
EV/EBITDA	14	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。