

燕京啤酒（000729.SZ）

优于大市

三季度行业需求偏弱，公司收入增速放缓、利润延续较高增速

核心观点

公司发布 2025 年三季度报告，3Q25 实现营业总收入 48.7 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比+26.0%；实现扣非归母净利润 6.5 亿元，同比+24.6%。

Q3 总销量增速环比下降，U8 延续高增速促进结构改善。Q3 啤酒销量同比+0.1%，较 H1 降速（H1 销量同比+2.0%），预计主要系受到行业需求偏弱、规范吃喝相关政策的影响。虽然销量表现平淡，Q3 千升酒收入同比+1.4%，主要系产品结构继续改善。我们预计 Q3 高端大单品 U8 销量增速在 25%以上，预计 U8 在总销量中的占比达到 20%以上，反映公司渠道扩张及营销升级的成效。

毛利率延续同比提升，管理费用率延续同比下行。Q3 毛利率同比+2.2pp，延续前两个季度的同比提升表现，主要系产品结构改善以及原辅料成本下行所致。Q3 销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/-0.9/+0.1pp，研发费用率同比持平，净利率同比+2.7pp，反映公司着力推动降本增效（包含优化组织架构、加强低效企业治理等举措）的成果。

未来展望：利润端高成长性预计将持续兑现。展望第四季度，8-9 月行业环境已有持续的环比改善，预计 Q4 淡季销量增速较为平稳。得益于公司全员重视、积极扩张渠道、持续升级营销，预计 U8 继续实现显著高于行业整体的销量增速，全年有望实现近 90 万吨的销量，并有力拉动产品结构升级。随着公司持续推进降本增效、强化生产成本管理、完善亏损企业治理，预计 Q4 继续实现减亏。中长期来看，利润端，改革举措继续帮助公司实现盈利能力较快提升，未来在盈利能力上追赶青啤、华润等头部啤酒企业的确定性仍高；收入端，目前啤酒行业整体需求平淡（存量市场），部分消费者从常规产品转移到精酿类、生鲜啤酒及其他个性化啤酒产品，且渠道定制化产品露出增多，收入的长期增长动能仍需观察公司对于新品类、新渠道的适应情况。

盈利预测与投资观点：因受规范吃喝相关政策影响，Q3 旺季啤酒消费市场需求疲软，我们小幅下调收入预测，因内部降本增效成果明显，费用率下降速度比我们此前预期稍快，我们小幅上调利润率预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 153.7/162.2/171.4 亿元（前预测值 155.9/165.7/175.6 亿元），同比+4.8%/+5.5%/+5.7%；实现归母净利润 15.7/18.5/22.0 亿元（前预测值 15.7/18.8/22.2 亿元），同比+49.1%/+17.7%/+18.6%；EPS 分别为 0.56/0.66/0.78 元；当前股价对应 PE 分别为 22/19/16 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

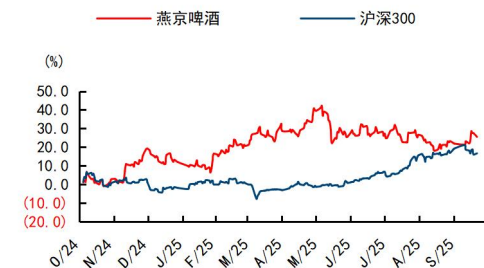
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.49 元
总市值/流通市值	35204/31345 百万元
52 周最高价/最低价	14.46/9.87 元
近 3 个月日均成交额	343.20 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）-2025 年上半年大单品 U8 延续高增速，盈利能力显著提升》——2025-08-12

《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）-全面改革成效显现，盈利能力明显改善》——2024-08-21

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	15,372	16,225	17,143
(+/-%)	7.7%	3.2%	4.8%	5.5%	5.7%
归母净利润(百万元)	645	1056	1574	1853	2197
(+/-%)	83.0%	63.7%	49.1%	17.7%	18.6%
每股收益(元)	0.23	0.37	0.56	0.66	0.78
EBIT Margin	4.8%	9.1%	12.5%	14.5%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	4.7%	7.2%	10.2%	11.4%	12.7%
市盈率 (PE)	54.6	33.3	22.4	19.0	16.0
EV/EBITDA	30.1	21.3	15.8	13.6	11.9
市净率 (PB)	2.54	2.41	2.27	2.16	2.04

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

公司发布 2025 年三季度报告，3Q25 实现营业总收入 48.7 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比+26.0%；实现扣非归母净利润 6.5 亿元，同比+24.6%。

公司公告 2025 年前三季度利润分配预案，拟派发现金股利 2.8 亿元（每 10 股派发现金股利 1.0 元，总股本 28.2 亿元），占前三季度归母净利润的比例为 15.9%。

Q3 总销量增速环比下降，U8 延续高增速促进结构改善。Q3 啤酒销量同比+0.1%，较 H1 降速（H1 销量同比+2.0%），预计主要系受到行业需求偏弱、规范吃喝相关政策的影响。虽然销量表现平淡，Q3 千升酒收入同比+1.4%，主要系产品结构继续改善。我们预计 Q3 高端大单品 U8 销量增速在 25%以上，预计 U8 在总销量中的占比达到 20%以上，反映公司渠道扩张及营销升级的成效。

毛利率延续同比提升，管理费用率延续同比下行。Q3 毛利率同比+2.2pp，延续前两个季度的同比提升表现，主要系产品结构改善以及原辅料成本下行所致。Q3 销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/-0.9/+0.1pp，研发费用率同比持平，净利率同比+2.7pp，反映公司着力推动降本增效（包含优化组织架构、加强低效企业治理等举措）的成果。

未来展望：利润端高成长性预计将持续兑现。展望第四季度，8-9 月行业环境已有持续的环比改善，预计 Q4 淡季销量增速较为平稳。得益于公司全员重视、积极扩张渠道、持续升级营销，预计 U8 继续实现显著高于行业整体的销量增速，全年有望实现近 90 万吨的销量，并有力拉动产品结构升级。随着公司持续推进降本增效、强化生产成本管理、完善亏损企业治理，预计 Q4 继续实现减亏。中长期来看，利润端，改革举措继续帮助公司实现盈利能力较快提升，未来在盈利能力上追赶青啤、华润等头部啤酒企业的确定性仍高；收入端，目前啤酒行业整体需求平淡（存量市场），部分消费者从常规产品转移到精酿类、生鲜啤酒及其他个性化啤酒产品，且渠道定制化产品露出增多，收入的长期增长动能仍需观察公司对于新品类、新渠道的适应情况。

盈利预测与投资观点：因受规范吃喝相关政策影响，Q3 旺季啤酒消费市场需求疲软，我们小幅下调收入预测，因内部降本增效成果明显，费用率下降速度比我们此前预期稍快，我们小幅上调利润率预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 153.7/162.2/171.4 亿元（前预测值 155.9/165.7/175.6 亿元），同比+4.8%/+5.5%/+5.7%；实现归母净利润 15.7/18.5/22.0 亿元（前预测值 15.7/18.8/22.2 亿元），同比+49.1%/+17.7%/+18.6%；EPS 分别为 0.56/0.66/0.78 元；当前股价对应 PE 分别为 22/19/16 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）	15,587	16,575	17,561	15,372	16,225	17,143	-215	-350	-418
收入同比增速%	6.3%	6.3%	6.0%	4.8%	5.5%	5.7%	-1.5%	-0.8%	-0.3%
毛利率%	42.8%	44.1%	45.1%	42.8%	44.2%	45.3%	0.0%	0.1%	0.2%
销售费用率%	10.5%	10.3%	10.1%	10.5%	10.4%	10.1%	0.0%	0.1%	0.0%
归母净利率%	10.1%	11.3%	12.6%	10.2%	11.4%	12.8%	0.2%	0.1%	0.2%

归母净利润（百万元）	1,570	1,879	2,217	1,574	1,853	2,197	4	-26	-21
归母净利润同比增速%	48.8%	19.6%	18.0%	49.1%	17.7%	18.6%	0.3%	-1.9%	0.6%
EPS（元）	0.56	0.67	0.79	0.56	0.66	0.78	0.00	-0.01	-0.01

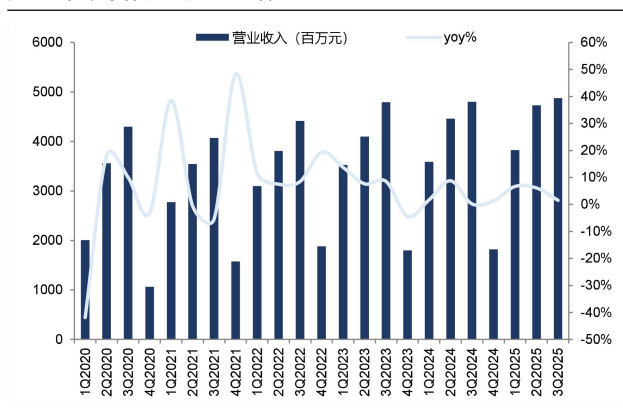
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 10 月 20 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	25.1	12.49	0.56	0.66	22.4	19.0	352	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.6	24.87	1.82	1.84	13.7	13.5	807	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	20.0	67.71	3.48	3.76	19.4	18.0	924	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	23.9	53.35	2.61	2.70	20.4	19.8	258	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	24.5	10.21	0.45	0.52	22.8	19.6	226	优于大市

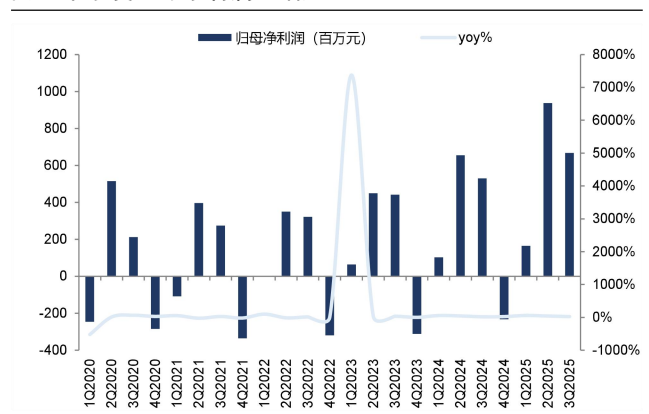
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1：单季度营业收入及增速



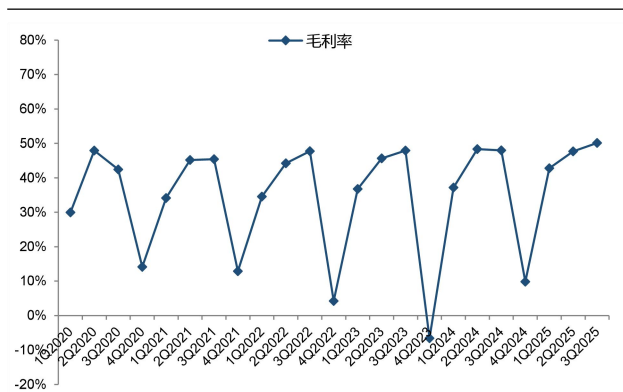
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



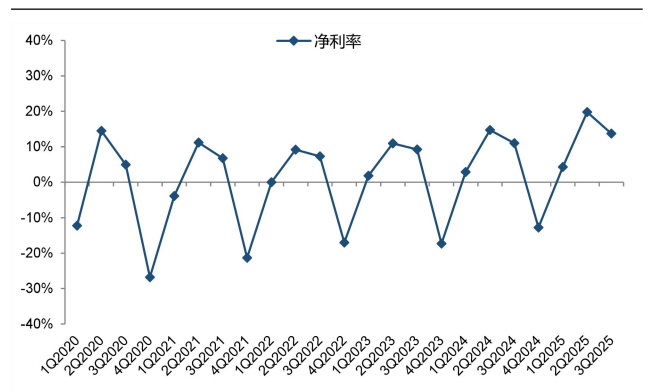
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	8939	10350	12124	营业收入	14213	14667	15372	16225	17143
应收款项	243	260	274	289	301	营业成本	8865	8695	8789	9053	9385
存货净额	3864	3946	3925	4043	4166	营业税金及附加	1221	1244	1291	1363	1440
其他流动资产	236	225	231	243	257	销售费用	1575	1587	1614	1687	1731
流动资产合计	11555	11905	13389	14946	16867	管理费用	1620	1570	1556	1559	1560
固定资产	7766	7744	7483	7131	6649	研发费用	246	233	231	243	257
无形资产及其他	1002	1017	1016	1016	1016	财务费用	(168)	(198)	(175)	(197)	(220)
投资性房地产	332	1901	1922	1947	1971	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	24392	25624	27090	其他收入	(18)	(93)	36	(56)	(80)
短期借款及交易性金融负债	540	682	782	832	882	营业利润	1025	1609	2261	2631	3096
应付款项	3799	4204	4286	4415	4577	营业外净收支	14	(37)	10	10	10
其他流动负债	1924	2241	2254	2294	2339	利润总额	1039	1572	2271	2641	3106
流动负债合计	6263	7127	7322	7541	7798	所得税费用	184	248	352	409	481
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	210	268	345	379	428
其他长期负债	191	296	286	294	303	归属于母公司净利润	645	1056	1574	1853	2197
非流动负债合计	191	296	311	344	378	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6454	7423	7634	7885	8177	净利润	645	1056	1574	1853	2197
少数股东权益	932	1105	1275	1446	1638	资产减值准备	(32)	10	(33)	(2)	(2)
股东权益	13845	14619	15483	16293	17274	折旧摊销	698	663	787	816	846
负债和股东权益总计	21231	23147	24392	25624	27090	公允价值变动损失	58	68	72	72	72
						财务费用	(168)	(198)	(175)	(197)	(220)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	86	(819)	85	29	66
每股收益	0.23	0.37	0.56	0.66	0.78	其它	(46)	1571	203	184	210
每股红利	0.10	0.19	0.31	0.36	0.43	经营活动现金流	1408	2549	2689	2952	3388
每股净资产	4.91	5.19	5.49	5.78	6.13	资本开支	(533)	(962)	(634)	(534)	(434)
ROIC	5.13%	8.73%	15%	26%	32%	其它投资现金流	(383)	(1898)	(2)	(2)	(2)
ROE	4.66%	7.22%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(916)	(2861)	(635)	(536)	(436)
毛利率	38%	41%	43%	44%	45%	权益性融资	0	37	0	0	0
EBIT Margin	5%	9%	13%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	14%	18%	20%	21%	支付股利、利息	(403)	(450)	(672)	(1056)	(1228)
收入增长	8%	3%	5%	6%	6%	其它融资现金流	238	123	103	50	48
净利润增长率	83%	64%	49%	18%	19%	融资活动现金流	(164)	(290)	(568)	(1005)	(1179)
资产负债率	35%	37%	37%	36%	36%	现金净变动	328	(602)	1485	1411	1773
股息率	0.8%	1.5%	2.5%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	1465	1793	1191	2676	4087
P/E	54.6	33.3	22.4	19.0	16.0	货币资金的期末余额	1793	1191	2676	4087	5860
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	815	9	1866	2300	2848
EV/EBITDA	30.1	21.3	15.8	13.6	11.9	权益自由现金流	815	9	2114	2516	3084

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