

U8 势能维持，核心指标持续改善驱动盈利向上

2025 年 10 月 23 日

► **事件：**2025 年 10 月 20 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别 134.3/17.7/16.9 亿元，同比 +4.6%/+37.4%/+33.6%；25Q3 公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别 48.7/6.7/6.5 亿元，同比+1.5%/+26.0%/+24.6%。

► **U8 大单品整体维持良好势能，全国化+全渠道扩张稳步推进。**25Q3 公司营收同比增 1.5%，其中量/价分别增+0.1%/+1.4%。Q3 公司营收环比有所降速，我们认为一方面有非酒业务影响，同时 25Q3 啤酒板块下游需求在政策等外部影响下整体较弱，预计对公司销量、货折力度均产生一定影响。其中 U8 大单品整体维持良好势能，全国化+全渠道扩张稳步推进。

► **核心财务指标持续改善，驱动盈利能力持续向上。**25Q3 公司扣非归母净利润率同比+2.7pct 至 13.7%，拆解来看：1) Q3 公司吨成本同比-2.8%，如期转负，带动综合毛利率同比+2.2pct 至 50.2%；2) Q3 公司管理费用率同比-0.9pct 至 10.1%，体现出改革持续显效，销售费用率则持平微降；3) 公司所得税率维持低位 13%，少数股东损益占比则进一步-2.2pct 至 15.3%，体现出子公司盈利结构持续改善。

► **改革红利释放+结构不断改善，持续看好公司利润率弹性。**近几年公司利润弹性具备明显 alpha，无论是 U8 的成长速度还是改革落地后各项财务指标的显著优化都在持续兑现其改善和成长逻辑。我们认为公司业绩高增确定性首先来自于利润率提升路径清晰，持续兑现则来自于公司改革决心非常坚定，且是系统性的、全面的改革，并在近几年经营势能持续向上的过程中已形成正循环。啤酒行业利润率与产品结构、经营效率、区域结构等因素相关，中期维度看公司净利率提升进程刚过半。展望后续，U8 全国化、全渠道布局将不断深化，不同区域市场阶段不同因此成长得以持续接力，同时“十五五”产、销、供应链有望继续全面提升，盈利能力提升路径明朗。

► **投资建议：**考虑到 25Q4 公司将有望持续减亏，25Q3 业绩释放节奏符合我们此前预期，我们维持对公司 25 年全年的盈利预测。基于公司大单品持续全国化以及改革深化，我们预计 2025-2027 年公司营收 156.20/164.48/171.88 亿元，同比增长 6.5%/5.3%/4.5%；归母净利润分别为 16.10/19.59/23.22 亿元，同比增长 52.5%/21.7%/18.5%。当前市值对应 PE 分别为 21/17/14x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格上涨超预期、啤酒高端竞争加剧、食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,667	15,620	16,448	17,188
增长率 (%)	3.2	6.5	5.3	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,056	1,610	1,959	2,322
增长率 (%)	63.7	52.5	21.7	18.5
每股收益 (元)	0.37	0.57	0.70	0.82
PE	32	21	17	14
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.83 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@glms.com.cn

相关研究

- 1.燕京啤酒 (000729.SZ) 2025 年半年报点评：量价表现优于行业，扣非利润超预告上限-2025/08/14
- 2.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年年报点评：核心财务指标持续改善，改革逻辑加速兑现-2025/04/24
- 3.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年三季报点评：销量跑赢大盘，盈利稳步提升-2024/10/26
- 4.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年半年报点评：H1 量价齐升，扣非利润高增-2024/08/20
- 5.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评：扣非后利润高增，改革成效加速释放-2024/07/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,667	15,620	16,448	17,188
营业成本	8,695	8,955	9,203	9,413
营业税金及附加	1,244	1,343	1,415	1,478
销售费用	1,587	1,640	1,711	1,788
管理费用	1,570	1,479	1,447	1,409
研发费用	233	250	263	275
EBIT	1,392	2,040	2,502	2,922
财务费用	-198	-183	-180	-201
资产减值损失	-68	-64	-65	-67
投资收益	43	44	46	48
营业利润	1,609	2,280	2,694	3,137
营业外收支	-37	2	2	2
利润总额	1,572	2,282	2,696	3,139
所得税	248	331	383	439
净利润	1,324	1,951	2,313	2,700
归属于母公司净利润	1,056	1,610	1,959	2,322
EBITDA	2,073	2,728	3,203	3,631

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,454	7,821	9,871	12,473
应收账款及票据	230	219	232	242
预付款项	136	149	153	156
存货	3,946	4,289	4,357	4,456
其他流动资产	139	332	344	109
流动资产合计	11,905	12,809	14,956	17,437
长期股权投资	580	580	580	580
固定资产	7,395	7,611	7,789	7,840
无形资产	1,017	1,017	1,017	1,017
非流动资产合计	11,242	11,670	11,769	11,769
资产合计	23,147	24,479	26,725	29,206
短期借款	682	682	682	682
应付账款及票据	1,384	1,369	1,407	1,439
其他流动负债	5,061	5,058	5,235	5,327
流动负债合计	7,127	7,109	7,324	7,448
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	296	230	230	230
非流动负债合计	296	230	230	230
负债合计	7,423	7,339	7,554	7,678
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	1,105	1,446	1,800	2,178
股东权益合计	15,724	17,140	19,171	21,527
负债和股东权益合计	23,147	24,479	26,725	29,206

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.20	6.50	5.30	4.50
EBIT 增长率	76.22	46.55	22.64	16.80
净利润增长率	63.74	52.49	21.70	18.50
盈利能力 (%)				
毛利率	40.72	42.67	44.05	45.24
净利率	7.20	10.31	11.91	13.51
总资产收益率 ROA	4.56	6.58	7.33	7.95
净资产收益率 ROE	7.22	10.26	11.28	12.00
偿债能力				
流动比率	1.67	1.80	2.04	2.34
速动比率	1.09	1.17	1.41	1.71
现金比率	1.05	1.10	1.35	1.67
资产负债率 (%)	32.07	29.98	28.27	26.29
经营效率				
应收账款周转天数	5.34	5.17	4.93	4.96
存货周转天数	161.68	165.53	169.11	168.54
总资产周转率	0.66	0.66	0.64	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.57	0.70	0.82
每股净资产	5.19	5.57	6.16	6.86
每股经营现金流	0.90	0.70	1.09	1.28
每股股利	0.19	0.10	0.12	0.14
估值分析				
PE	32	21	17	14
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.79	8.96	7.63	6.73
股息收益率 (%)	1.61	0.85	1.03	1.22

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,324	1,951	2,313	2,700
折旧和摊销	681	688	701	709
营运资金变动	648	-625	47	173
经营活动现金流	2,549	1,987	3,079	3,598
资本开支	-931	-690	-751	-657
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,861	-975	-704	-609
股权募资	37	0	0	0
债务募资	142	0	0	0
筹资活动现金流	-290	-645	-326	-387
现金净流量	-602	367	2,049	2,603

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048