

酒旗风动燕京月，U8 潮涌正青春

核心要点：

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月公司表现



	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-16.3%	-24.3%	6.8%
绝对收益	-9.2%	-20.3%	21.9%

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张弛

证书编号：S0500525110001

Tel: 17621838100

Email: zc08241@xcsc.com

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

□ 人员变革让燕啤这家老国企焕发新生

昨日的燕啤：曾经辉煌，暂时落后。燕京啤酒是中国五大啤酒集团中唯一没有外资背景的民族企业，母公司为燕啤投资，实控人为北京国资委下属的北控集团。公司自 80 年代成立以来不断发展，但 2014 年后随行业一起陷入低谷，存在体制僵化、转型迟缓、收入下滑等问题，发展滞后于同业。

今日的燕啤：人员调整，改革提速。20-22 年期间公司管理团队发生较大变化，耿超为核心的新任领导班子推行大刀阔斧的改革，帮助公司自 21 年起利润年年创新高，股价显著跑出超额收益。

□ 行业现状

销量端企稳筑底，燕啤增速跑赢竞对。13-20 年在啤酒行业深度调整期，燕啤一度落后，但 20-24 年，燕啤销量增速显著跑赢全国（产量数据）及主要竞对（据各对应公司年报及 ifind 发布的全国啤酒产量数据计算）。

价格端持续上涨，瓶快于罐，主流价格带仍低。燕啤自身吨价不高，且扎实做好大众档到次高档的消费升级，在本周期内表现强劲。

□ 公司推荐逻辑

营收端：U8 驱动高端化，吨价持续提升。据公司历年年报数据推算，公司吨价由 16 年的 2570 元提升至 24 年的 3663 元，CAGR 达 4.5%，稳居行业提价速度第一梯队。且燕啤的提价不依赖外延式并购或者资产注入，完全依靠自身打造 U8 为代表的高端化大单品持续放量。

◆ U8 成功的经验总结：一是燕京啤酒特有的“小区域、高占有”的基地市场特点，帮助 U8 快速铺货、快速替代、价盘稳固。二是 U8 较好的利润分配模式，给渠道留足利润，更把关键的利润留给了关键的人。

成本端：折摊大幅优化，助力利润率提升。啤酒是重资产行业，折旧、摊销类开支的优化体现出公司对资产的综合运用能力和企业经营管理精细化水平。据 ifind 统计的公司历年财务数据推算，公司的关键折摊项占利润的比重由 17 年的 5 倍以上缩减至 24 年的 63%，并在 25 年中进一步优化至 29%。

经营效率：人效大幅提升。据 ifind 披露计算，15-24 年间，公司的员工人数减少了 49%，生产人员减少了 59%，但同时收入提升了 17%，净利润提升了 80%。与之带来的人均薪酬指标翻倍，形成企业收入利润向好-员工收入提升-更加努力奋斗-企业效益进一步提升的良性循环。

净利润率：持续提升，空间仍足。据 ifind 披露计算，公司在收入持续增长的前提下，归母净利润率由 21 年的 1.91% 提升至 24 年的 7.2%，并在 25H1 进一步提升至 12.89%。此外，当前公司净利润率水平相较青啤、华润、珠啤等竞对仍有 6pcts 左右的差距，公司利润率进一步提升的空间仍然较大。

□ 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 153.4/161.4/169.3 亿元，同比分别

+4.6%/+5.2%/+4.9%，同期归母净利润分别为 15.3/17.9/20.7 亿元，同比分别+45.1%/+17%/+15.3%，同期公司 EPS 分别为 0.54/0.64/0.73 元。燕啤近年来公司发展持续向好，公司吨价偏低、增长空间大，成本费用持续优化，经营效率稳步提高，国企改革的红利不断释放，带来净利率的持续走高。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险；终端需求偏弱，带来大单品销售不及预期的风险；食品安全及相关舆论风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14667.02	15344.75	16136.37	16934.30
同比	3.20%	4.62%	5.16%	4.94%
净利润（百万元）	1055.68	1531.34	1791.80	2066.72
同比	63.74%	45.06%	17.01%	15.34%
毛利率	40.72%	42.72%	43.67%	44.11%
ROE	7.42%	10.19%	11.26%	12.21%
每股收益（元）	0.37	0.54	0.64	0.73
PE	33.16	22.86	19.54	16.94
EV/EBITDA	15.19	12.25	10.69	9.36

资料来源：ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 公司基本情况	5
1.1 民族品牌 国资控股	5
1.2 历史上的燕啤	6
1.3 今日的燕啤	7
2 行业分析	8
2.1 量：中国啤酒产业进入新阶段——行业企稳筑底，燕啤表现领先	8
2.2 价：持续上涨，瓶装快于罐装	10
3 公司推荐逻辑	12
3.1 营收端：U8 为代表的高端化驱动吨价提升持续演绎	12
3.2 成本端：折摊大幅优化，助力利润率提升	16
3.3 经营效率：人效大幅提升	18
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 关键假设	21
4.2 盈利预测与估值	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1 公司股权结构图	5
图 2 燕啤历史上的各发展阶段.....	7
图 3 高管变更后公司股价表现显著改善.....	8
图 4 中国啤酒产量变化情况	9
图 5 中国啤酒产量变化情况对比重点啤酒上市公司销量变化情况.....	9
图 6 啤酒价格走势（单位：元/瓶 或 元/罐）	10
图 7 主要啤酒公司净利率对比（单位：%）	12
图 8 各啤酒公司吨价对比（元/千升）	13
图 9 各啤酒公司吨价提升速度对比（2016-2024 年）	14
图 10 U8 销量快速增长，在公司销量占比提升.....	15
图 11 各啤酒公司吨酒成本对比（单位：元）	16
图 12 各啤酒公司毛利率（%）	17
图 13 各公司折摊关键项在营收的占比.....	18
图 14 各公司折摊关键项在归母净利润的占比.....	18
图 15 15-24 年公司人员减少 49%（单位：人）	19
图 16 15-24 年公司生产人员减少 59%.....	19
图 17 15-24 年营收提升了 17%.....	19
图 18 15-24 年公司净利润提升了 80%.....	19
图 19 公司人员结构有所优化.....	20
图 20 公司人员结构有所优化.....	20
表 1 啤酒产销量 CAGR 对比	10
表 2 公司啤酒业务量价拆分及营收预测.....	21
表 3 可比公司估值	23

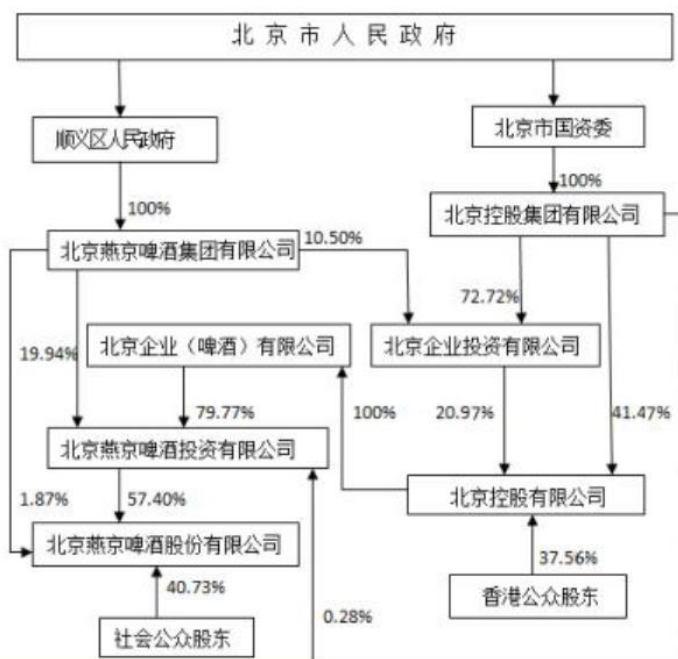
1 公司基本情况

1.1 民族品牌 国资控股

在中国五大啤酒集团中，燕京啤酒是唯一没有外资背景的民族企业。燕京啤酒于 1980 年建厂，前身为北京顺义县啤酒厂，后于 1993 年注册成为北京燕京啤酒集团。1997 年，公司参加了北京控股在香港证交所的红筹股上市和在深圳证交所的燕京啤酒 A 股上市。2003 年收购上海证交所上市的惠泉啤酒，为燕京开辟了第三条融资渠道。自上市以来，公司没有引入任何外资投资者，是国内五大啤酒企业中唯一没有外资背景的民族企业。发展至今，燕京啤酒已经成为中国最大啤酒企业集团之一，旗下拥有直接或间接控股子公司 60 家，遍布全国 18 个省市。公司在发展中开创了具有燕京特色的经营模式，形成了以市场优势、产品优势、品牌优势、管理和技术优势为主要内容的核心竞争力。

公司股权结构相对集中，母公司为燕啤投资，实控人为北京国资委下属的北控集团。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司 2024 年年报、湘财证券研究所

1.2 历史上的燕啤

第一阶段 1980-1988 年：由小型啤酒厂成长为中型啤酒厂。1980 年 9 月，燕京啤酒厂正式破土动工，1981 年 8 月王殿元工程师设计出“燕京牌”商标图案，1984 年 3 月，北京顺义啤酒厂正式更名为燕京啤酒厂，1988 年 3 月，通过技术引进和研究首次将 11°P 清爽型啤酒投放市场。公司在 1980-1988 年间，每年增产 1 万吨，完成了从一个小型啤酒厂向中型啤酒厂的转换。

第二阶段 1989-1998 年：由中型啤酒厂成长为大型啤酒集团。1989 年，燕京啤酒积极进入市场并定位为“为北京市民服务”，率先打破行业计划经济统购包销的模式，实施“胡同战略”，公司经营规模进一步扩大，1990 年 12 月，公司产品在首届全国轻工业产品博览会荣获金奖，1992 年，在第 31 届布鲁塞尔世界博览会再获金奖。1993 年，燕京啤酒厂正式组建集团，实现了由啤酒厂向啤酒集团的成功转变。1989-1993 年间，燕京啤酒每年增产 5 万吨，迈入大型啤酒厂之列。1994 年 9 月，公司通过了 ISO9002 产品质量认证，属行业首家。1995 年，公司并购北京华斯啤酒集团，啤酒产量率先突破 50 万吨，位居全国第一。1997 年，公司分别在港交所 H 股、深交所 A 股上市。

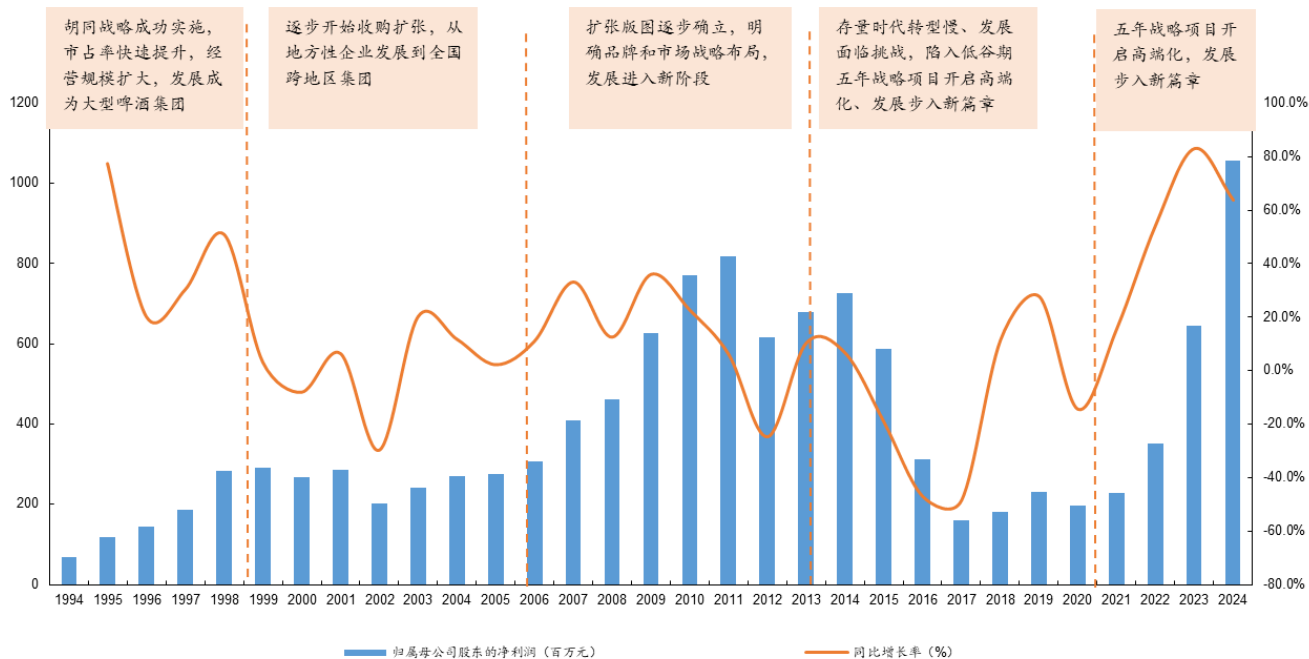
第三阶段 1999-2005 年：由北京市地方性集团成长为全国跨地区大集团。1999 年，燕京啤酒开启了全国化扩张的阶段：1999 年 1 月 8 日，燕京啤酒在江西吉安成立江西燕京啤酒有限责任公司，从此开始了其在全国的战略布局，之后又相继通过收购、结盟、新建子公司等方式逐渐进入内蒙古、广西、福建等地区竞争市场份额。2005 年，公司成为北京 08 奥运会啤酒赞助商，品牌知名度进一步提升。

第四阶段 2006-2013 年：明确品牌和市场战略布局，发展进入新阶段。在此阶段，公司着手调整产品结构和市场布局，实施“1+3”品牌战略，即在着重推动主打品牌“燕京啤酒”的同时，带动“漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”这三大副品牌。08 年公司品牌总价值被评估为 224 亿元，其中燕京品牌价值 154 亿元，漓泉、惠泉、雪鹿等品牌价值均超过 10 亿元。另外，在市场方面，公司强化北京、广西、内蒙古、福建、湖北等五大销售优势市场，并着力强化北京、广西、内蒙古三大核心市场，并兼顾其他地区的市场扩张，快速提高市场占有率。

第五阶段 2014-2020 年：发展陷入低谷期。我国啤酒行业在历经数十年的高速增长后，啤酒市场总量触及天花板，全国啤酒产量自 2013 年开始整体下滑趋势明显，行业的停滞很快传导至企业层面，燕京啤酒由于受到转型升级起步较晚、速度较慢、弱势子公司亏损严重等因素拖累，相比其他啤酒龙头企业受到的影响更大，营收不断下滑，增长率也多年低于行业整体水平，

公司集团总体在此期间处于下滑低谷期，亟待转型发展。

图 2 燕啤历史上的各发展阶段

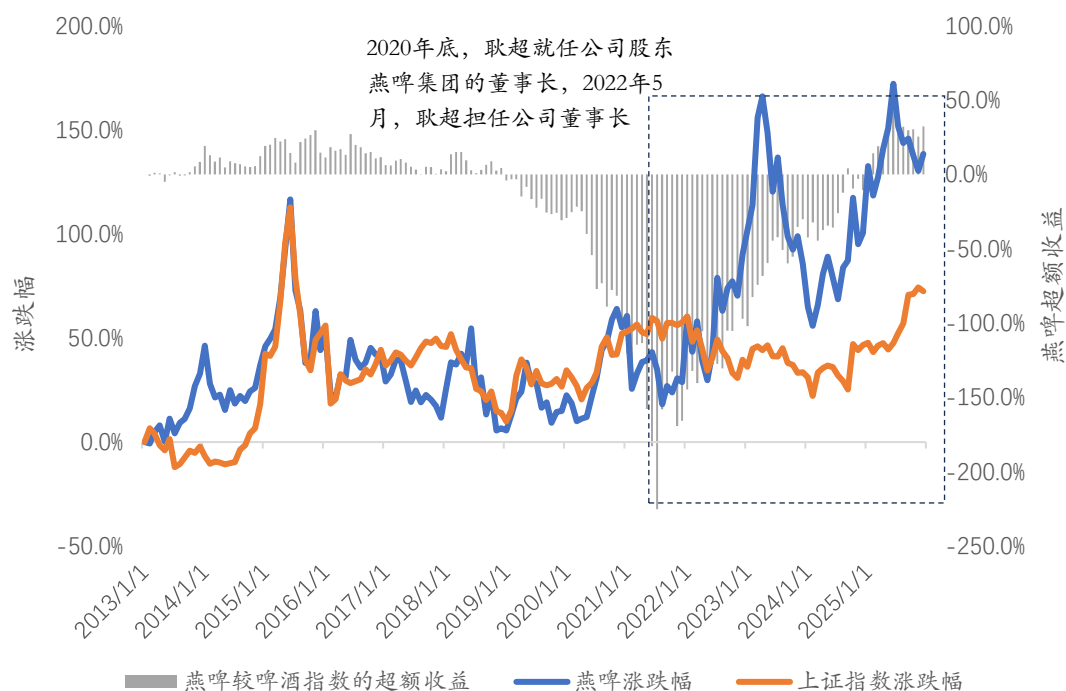


资料来源：iFind、湘财证券研究所

1.3 今日的燕啤

“人”的改变驱动企业经营显著向好。2022 年，公司管理团队进行了较大的人员调整，提拔了一批 40-50 岁的优秀人才，为公司管理层注入了新鲜血液，加速公司改革进程。尤其值得关注的是 2020 年耿超开始担任公司股东燕啤集团的董事长，并于 2022 年 5 月开始兼任公司董事长。耿超上任后推行了一系列大刀阔斧的改革措施，帮助燕啤这家具有悠久历史的老国企提升经营管理效率、减少浪费、推行产品高端化，在 2021 年开始公司利润年年新高，股价表现显著改善，且相较啤酒同业来说，呈现出持续性的超额收益。

图3 高管变更后公司股价表现显著改善



资料来源：iFind、中国经济网、金融界、湘财证券研究所

2 行业分析

2.1 量：中国啤酒产业进入新阶段——行业企稳筑底，燕啤表现领先

中国啤酒行业从产量角度分析，总体上可以划分为三个阶段。

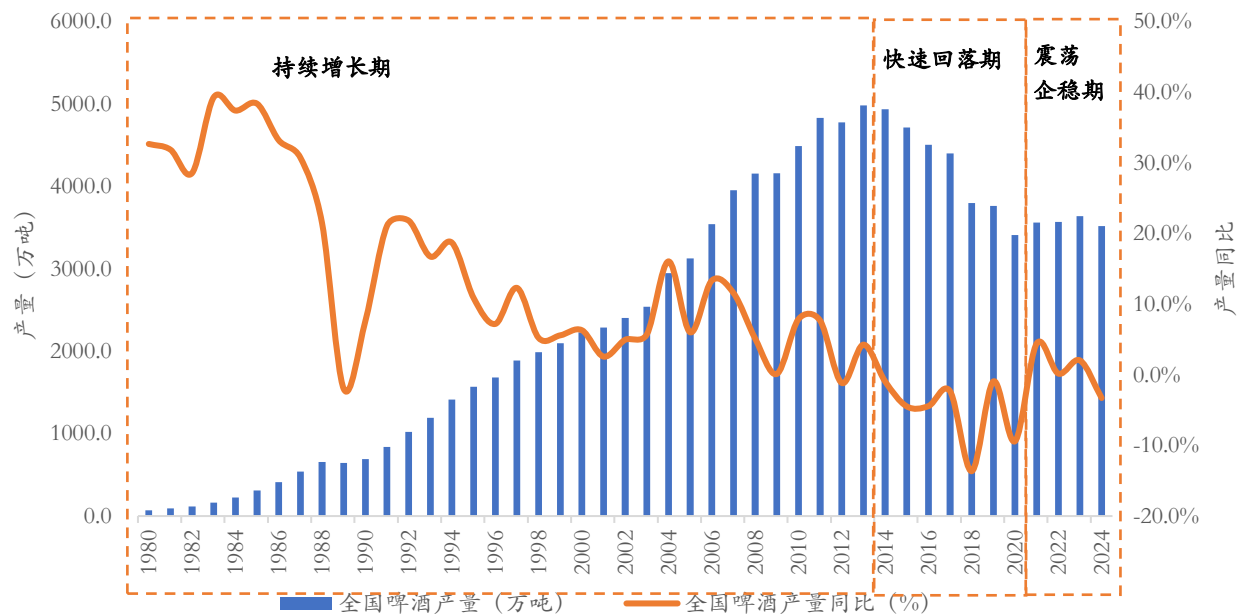
2013 年以前：持续增长期。啤酒行业基本处于供不应求的阶段，表现在全国啤酒产量不断增长，市场规模持续扩大。在此阶段，青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒等行业龙头上市公司的销量也基本处于持续增长阶段。

2014-2020 年：快速回落期。全国啤酒产量在 2013 年达到峰值后出现快速回落，由 2013 年的 4983 万吨下降至 2020 年的 3411 万吨。同期大型啤酒龙头青啤、润啤的销量增速较此前也有显著回落，但基本保持在低单位数上下波动。

2021 年至今：震荡企稳期。在此阶段，尽管宏观经济、居民消费等宏观指标增速仍有所回落，但啤酒行业已经在经历企稳筑底期，体现在全国啤酒

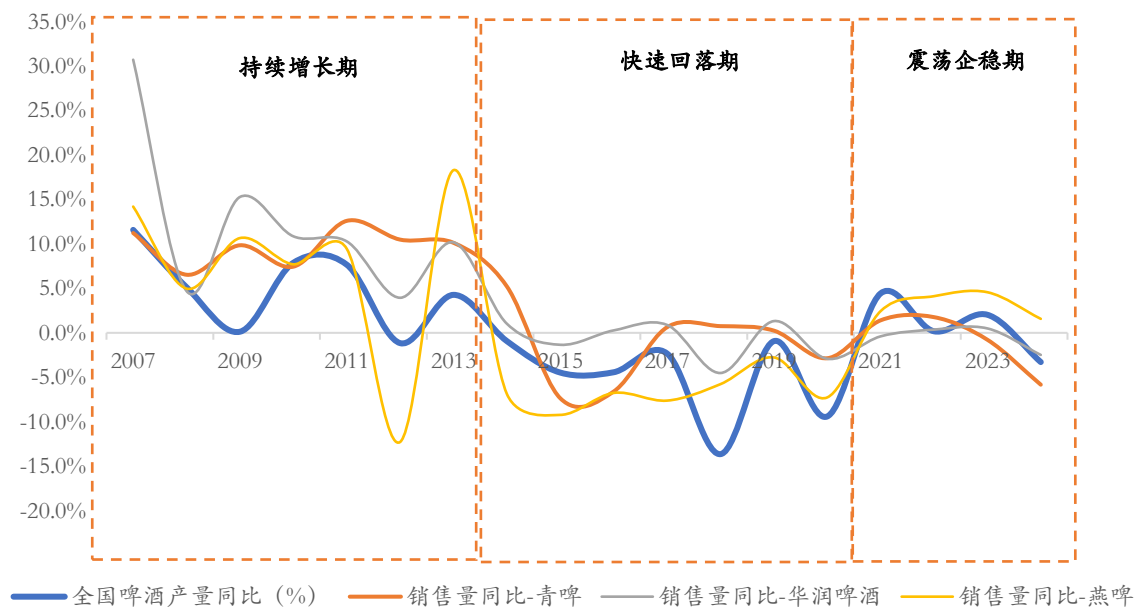
产量基本已经企稳。

图 4 中国啤酒产量变化情况



资料来源：iFind、湘财证券研究所

图 5 中国啤酒产量变化情况对比重点啤酒上市公司销量变化情况



资料来源：iFind、湘财证券研究所

最新阶段，燕啤销量表现跑赢主要竞对。各家啤酒上市公司的表现和啤酒行业整体表现也存在一定的差异。在05-13年行业增长阶段，各家重点公司

的销量表现均高于行业整体产量。在 13-20 年行业调整期，青啤、润啤销量 CAGR 尽管略有下滑，但显著强于行业整体，仅燕啤表现略弱于行业。在 2020 年以来的最新一个阶段，青啤、润啤销量 CAGR 均已落后于行业整体，但燕啤的表现较行业整体有 2pcts 以上的领先，更是跑赢了重点竞对公司。

表 1 啤酒产销量 CAGR 对比

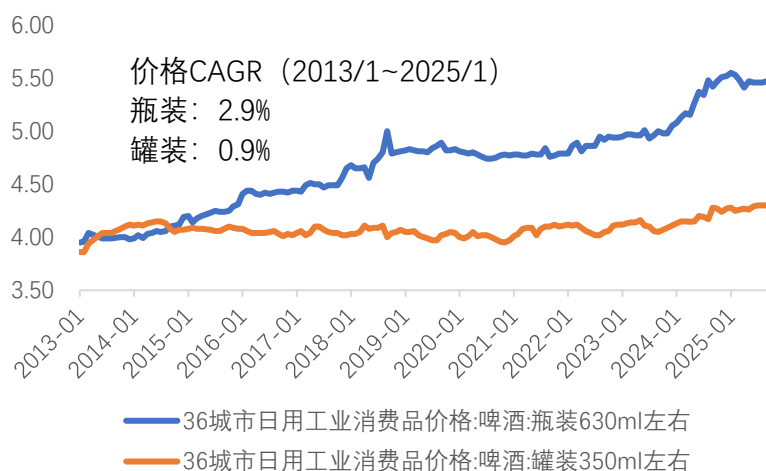
	全国（产量）	青啤（销量）	润啤（销量）	燕啤（销量）
2005-2013 年	6.0%	9.9%	17.2%	7.9%
2013-2020 年	-5.3%	-1.5%	-0.8%	-6.6%
2020-2024 年	0.8%	-0.9%	-0.5%	3.2%

资料来源：ifind、湘财证券研究所

2.2 价：持续上涨，瓶装快于罐装

啤酒价格持续上涨，瓶装增速显著快于罐装。中国 36 城啤酒价格整体上呈现缓慢上涨的趋势，2013 年 1 月-2025 年 1 月期间，瓶装价格增速 CAGR 为 2.9%，罐装仅为 0.9%，瓶装提价速度显著领先。

图 6 啤酒价格走势（单位：元/瓶 或 元/罐）



资料来源：ifind、湘财证券研究所

为什么瓶装啤酒价格增速显著快于罐装？

1. 产品定位差异：瓶装符合高端升级趋势，罐装聚焦大众刚需消费

瓶装适配高端场景与品类：近年来啤酒行业整体向高端化转型，精酿、定制款等高价啤酒多选择瓶装包装。因为精酿啤酒对风味保留要求高，且消费者饮用精酿时注重仪式感，瓶装更能契合酒吧、餐厅等高端消费场景的需求；同时，品牌推出的高端联名款、限量款啤酒也常以瓶装形式呈现，这类

产品本身定价高，且有机会提价以提升品牌溢价，拉高了瓶装啤酒的均价增速。像百威英博、青岛啤酒等品牌的高端系列，很多都采用了瓶装包装。

罐装主打大众便携市场：罐装啤酒的核心优势是便携、抗摔，主要适配户外野餐、日常居家小酌等大众场景，且行业罐化率虽在提升，但大多集中在中低端大众产品。多数企业的罐装线以规模化生产平价基础款为主，即便有高端罐装产品推出，其市场占比也较低，难以拉动整体均价大幅上涨。例如燕京啤酒的罐装生产线，初期主要生产平价纯生鲜啤，主打高性价比，定价相对稳定。

2.成本压力传导：瓶装成本占比更高，罐装成本控制更灵活

瓶装成本更高且难消化：1.瓶装啤酒的玻璃瓶采购成本本身就高于铝罐；2.玻璃瓶笨重易碎，运输、仓储时需额外投入防护成本，损耗率也高，这些成本增加很难通过规模化生产摊薄；3.玻璃瓶需要解决回瓶运输问题，带来的人工成本随着经济水平也在上市，会进一步转嫁到瓶装啤酒的生产成本。这些成本最终只能通过提价转移给消费者，推动瓶装均价持续上涨。

罐装啤酒成本优化空间大：铝罐不仅采购成本低于玻璃瓶，且重量轻，能大幅降低运输和仓储成本。同时铝罐回收效率更高，又可以进一步节约成本。

3.市场结构特性：瓶装聚焦高端带动提价，罐装依托大众化保规模

瓶装市场依托差异化、个性化实现高端化升级：瓶装啤酒的竞争聚焦于品质升级、场景差异化等。各品牌在瓶装产品上创新，如推出不同容量的高端瓶装、改进瓶身设计等，且在餐饮、酒吧等瓶装啤酒的核心消费渠道，商家也愿意接受提价以保证利润。这种差异化竞争使得瓶装啤酒有持续提价的市场基础，进而推高均价增速。

罐装市场靠平价走量创造销售规模：罐装啤酒的消费场景更分散，且消费者对罐装产品的价格敏感度更高。目前国内啤酒行业积极推进罐化率提升，在罐装市场，竞争常以价格战和走量为主要模式。为争夺大众消费市场份额，企业大多选择维持罐装产品的低价策略，仅小幅调整价格，导致罐装啤酒均价增速远低于瓶装。

主流价格带仍低，消费升级过程燕啤显著受益。

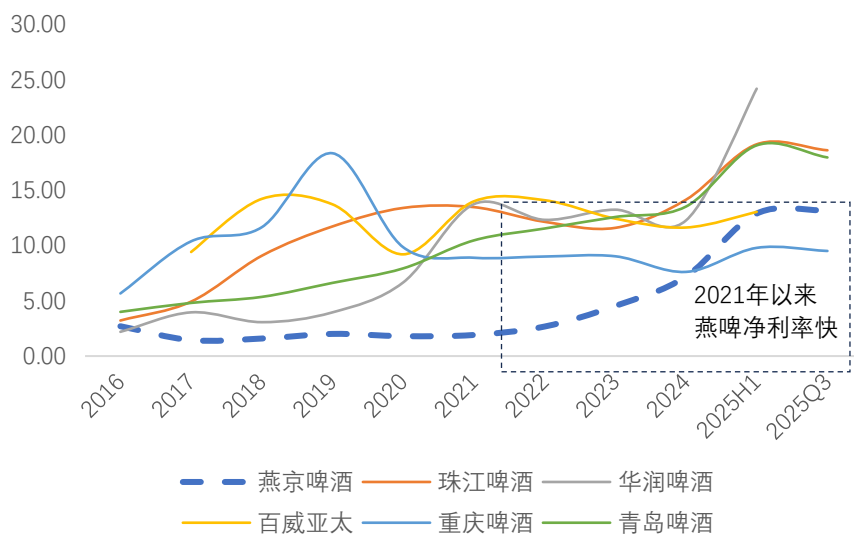
“流水不争先，争的是滔滔不绝”。从上文的 36 城啤酒平均价格可见，无论瓶装罐装，市场主流啤酒产品价格仍处在 4-6 元的大众价格带。这让我们反思啤酒高端化的研究焦点，究竟应该是啤酒高端价格带的向上突破，还是

普档产品的逐级提升。当啤酒行业消费升级的浪潮席卷时，12 元以上超高端价格带的明星产品固然会成为一时的焦点，正如闪耀的浪花；但次高端乃至大众价格带的稳步升级才是高端化的长期推力，恰似大海的潮涌——浪尖的水珠容易在一时为人所见，而基座的大潮日夜不息。燕啤至今都没有在超高端价格带推出强有声量的产品，但扎扎实实做好大众档到次高档的消费升级，也帮助燕啤吨价提升的速度走在了行业第一梯队。

3 公司推荐逻辑

净利率快速增长，盈利能力显著提升。按照归母净利润/营业总收入口径，公司 2021 年的净利率仅为 1.91%，较同业主要竞对均有较大差距。经过几年来的快速发展，公司 2024 年净利率已增长至 7.2%，25H1 已进一步提升至 12.9%（考虑到淡旺季差异的行业特性，25 年全年数据预计低于上半年）。但相比主要竞对而言，公司的净利率水平仍有较大的提升空间，我们认为公司将在提升吨价、降低成本、费用节约等方面优化，净利率提升的趋势仍将延续。

图 7 主要啤酒公司净利率对比（单位：%）



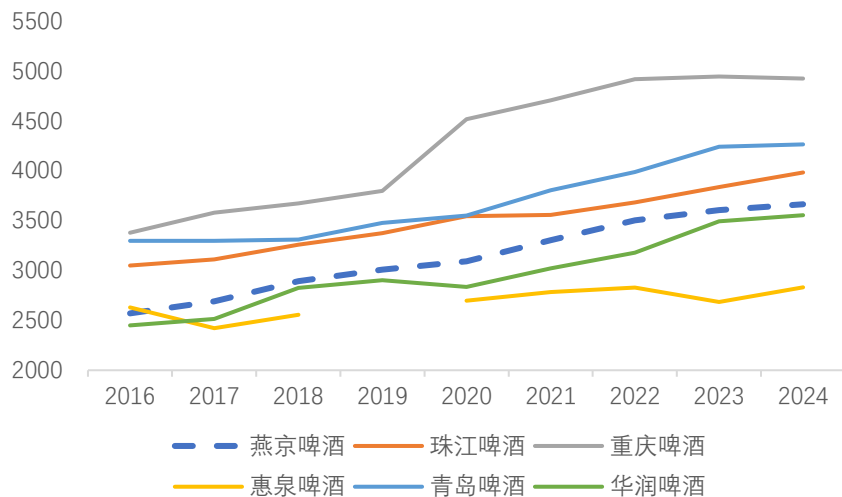
资料来源：ifind、湘财证券研究所

3.1 营收端：U8 为代表的高端化驱动吨价提升持续演绎

燕啤吨价较低，在行业高端化背景下有一定的低基数效应。燕啤的吨价在同业内一直处于相对较低的水平，在 2016 年低于除华润啤酒以外的全部可比公司。经过 8 年持续提价，公司吨价超越了子公司惠泉啤酒，但在各啤酒

公司中仍属于较低水平。24 年以营收/销量口径计算，公司吨价仅为 3663 元，同业对比看青啤在 23 年就已突破 4000 元，而重啤则是 20 年就已经突破 4500 元，向着 5000 元的吨价水平迈进。

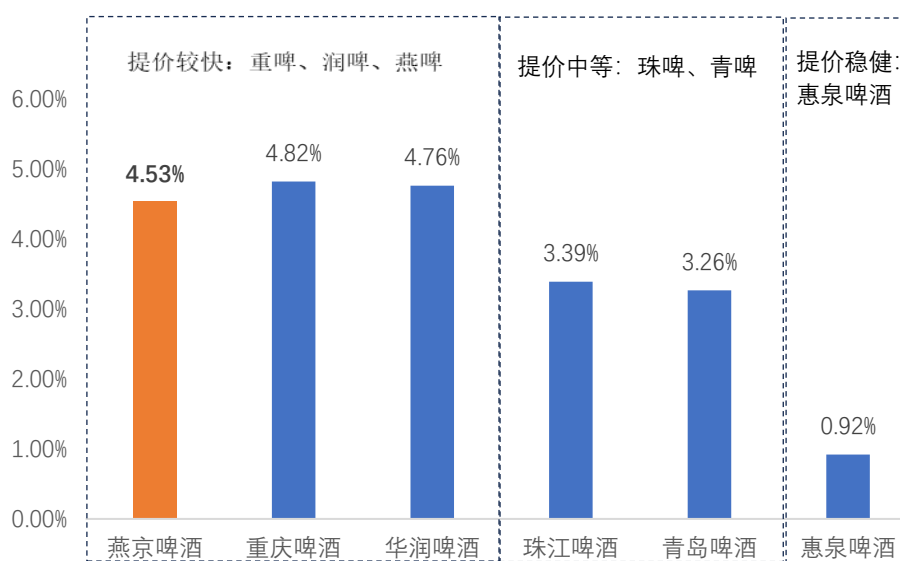
图 8 各啤酒公司吨价对比（元/千升）



资料来源：ifind、湘财证券研究所

燕啤是近年来啤酒同业中吨价提升较快的公司，且其不依赖外延式并购或者资产注入，完全凭借自身的产品升级实现了扎扎实实的吨价提升。我们相信这种厚积薄发的发展模式，在未来的竞争中具备更强的发展潜力。以 2016-2024 年区间计算，可比公司的吨价提升速度基本可以分为三档：第一档吨价提升较快，CAGR 在 4.5-5% 之间，除燕啤外，均借力外国品牌实现高端化升级。其中，重庆啤酒在 2020 年通过资产注入，将啤酒巨头嘉士伯的资产并入报表，属一次性外延式增长；华润啤酒通过与喜力合作，将喜力中国纳入麾下，也对啤酒吨价提升有显著作用。燕啤是该档中仅有的不通过外延式并购、不依赖国际品牌，仅凭资深产品升级实现快速增长的啤酒龙头。第二档吨价提升速度适中，CAGR 在 3.3% 左右。除跟随通胀一般性涨价之外，依靠产品品质优化升级、优化营销覆盖等方式稳步推进高端化。第三档为区域性品牌。

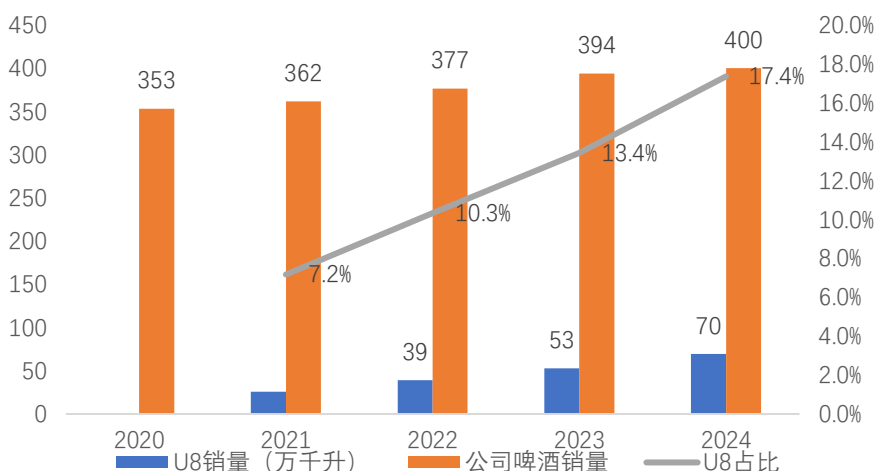
图 9 各啤酒公司吨价提升速度对比（2016-2024 年）



资料来源：ifind、湘财证券研究所

燕啤的吨价提升从何而来？直接原因是 U8 大单品的持续超预期放量。自 2020 年以来，U8 五战五胜，销量连年快速增长，在公司的销售占比持续提升。U8 的销量增长不仅拉动了公司啤酒总销量的增长，更重要的是带动了吨价提升、毛利率改善，以及帮助品牌日渐陈旧的燕京啤酒重新打造了年轻化的形象。在 U8 放量之前，公司依赖的燕京、漓泉、惠泉、雪鹿四大品牌基本都是区域性品牌，产品知名度不够高，定价多集中在大众、中档价格带。U8 是公司真正做成的第一款全国性的次高端价格带产品。

图 10 U8 销量快速增长，在公司销量占比提升



资料来源：ifind、湘财证券研究所（注：2023 年、2021 年 U8 销量为依据其他年份年报数据及增长率倒推的估算值）

U8 为什么能在渐趋成熟的啤酒市场杀出重围，屡创佳绩？

我们认为 U8 的成功高度依赖其渠道力，其鹤立鸡群的渠道力则得益于以下 2 点原因：

1. 燕京啤酒特有的“小区域、高占有”的基地市场特点，帮助 U8 快速铺货、快速替代、价盘稳固。啤酒销售半径有限，一款产品在具备全国化知名度和认可度之前，其销售往往会先在基地市场扎根做深。相比全国性的啤酒巨头如青啤、华润啤酒，燕啤的基地市场数量处于显著弱势，但其在北京、内蒙古、广西等少数几个基地市场市占率高，品牌认可度好，市场做得扎实。这保证了 U8 在推出之初，能够在少数几个基地市场区域通过利用现有渠道迅速铺开，实现对自身原有产品的逐步替代；也能利用区域性强势地位把控价盘，减少竞对发起的价格战；并能利用基地市场虽少但集中的特点控好窜货，避免了其他网红大单品价盘混乱-线下甩货-渠道崩塌的前车之鉴。

2. U8 较好的利润分配模式，“给渠道留足利润，更要把关键的利润留给关键的人”。

留足利润：相比燕啤既往中档、大众档价格带产品，U8 次高端的定位决定了可以留出更多的利润给渠道，公司在 U8 销售火热之时没有短视地大幅提高出厂价或者减少费用投放，而是较有远见地给渠道端留足利润。无论是经销商还是终端，渠道层面的每个人都可以在 U8 销售中赚得收益。

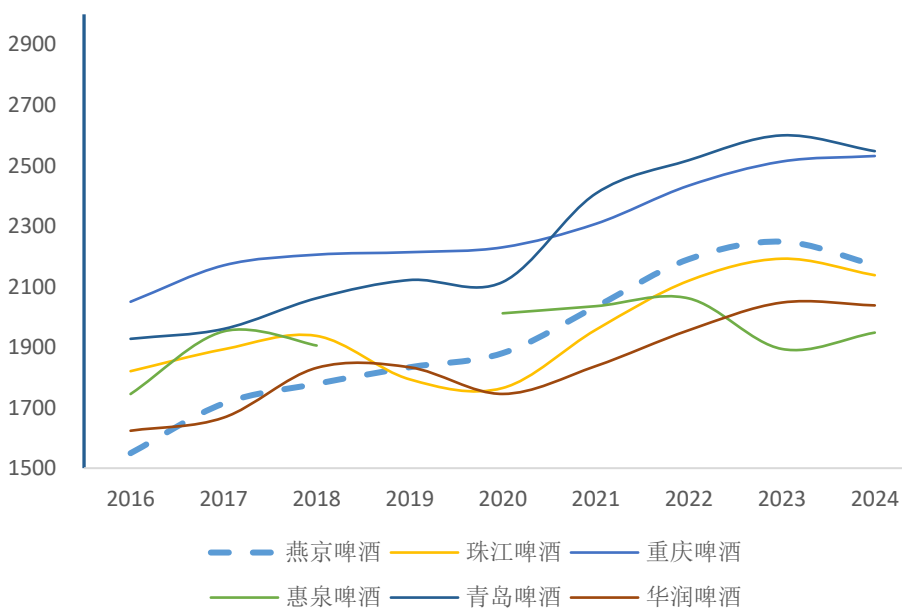
分好利润：我们认为在啤酒销售的整个渠道链条中，终端是最为重要的一环。因为相比白酒而言，啤酒的消费更具随机性——无论是囤货收藏、礼

赠他人，还是商务宴请、婚丧嫁娶升学宴，消费者常常会提前备好白酒；而啤酒的经典消费场景则是在餐饮渠道中，依据店内提供的啤酒产品从中选择，尤其是选择冷柜中冰镇的啤酒优先于常温啤酒。因此，终端，尤其是餐饮终端的店铺经营者会决定摆什么酒、把什么酒放进冰柜，进而很大程度上决定现饮场景下消费者的选择。燕啤的渠道利润给终端足够的倾斜，助力 U8 快速铺货。

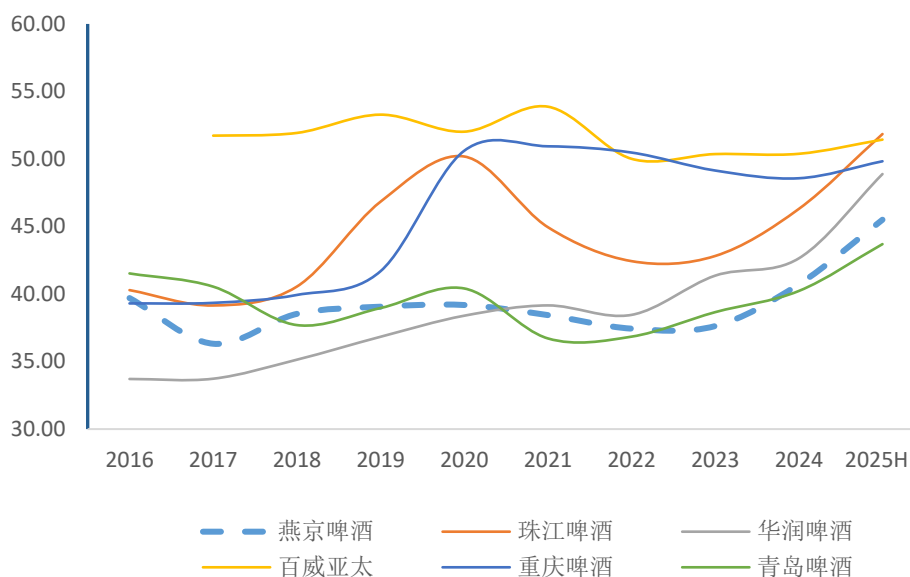
3.2 成本端：折摊大幅优化，助力利润率提升

燕啤吨成本、毛利率基本处于行业中游水平。从各啤酒公司的吨酒成本来看，燕啤基本处在中间档水平，成本低于青啤、重啤，但高于珠啤、华润、惠泉等竞对，并随着行业整体呈现逐渐抬升的态势。但近年来公司毛利率随行业有所提升。行业的高端化固然是各家公司利润率提升的关键原因，但我们不能忽略燕啤折摊持续优化体现出的公司经营管理效率提升。

图 11 各啤酒公司吨酒成本对比（单位：元）



资料来源：ifind、湘财证券研究所

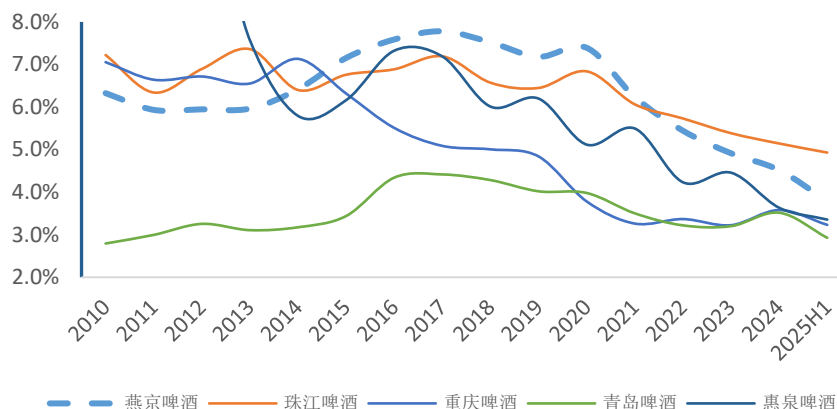
图 12 各啤酒公司毛利率 (%)


资料来源：ifind、湘财证券研究所

折旧、摊销是啤酒企业优化成本、提升利润率的重要指标。啤酒是相对重资产的行业，从建设初期的土地、厂房，到生产环节的糖化系统、发酵罐、过滤机、包装线等核心设备，再到储运环节的卡车、装卸设备、储运设备等均需要资本投入。这些重资产帮助啤酒企业形成规模效应，共同构成了啤酒企业的一道护城河，但也带来高昂的折旧和维护成本。如何盘活自身的各项固定资产，实现资源的集约高效利用，既是摆在啤酒企业面前的一项难题，也是啤酒企业经营管理精细化的集中体现。

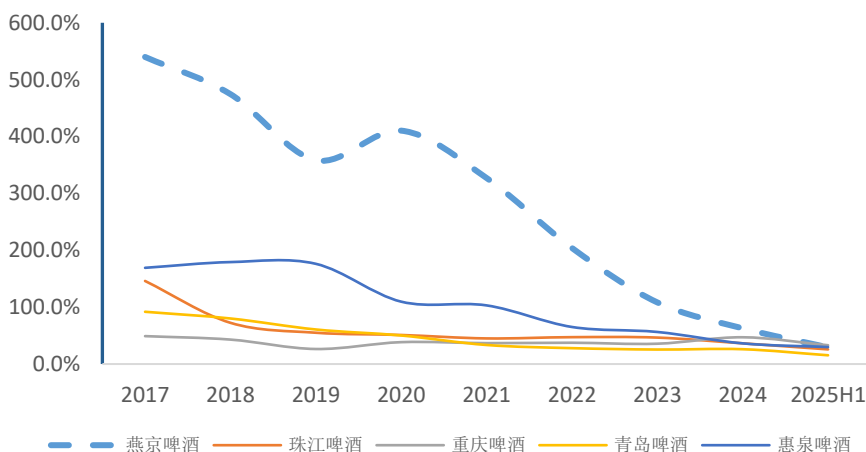
燕啤的折摊指标在近年来出现显著优化，相比行业竞对的差距明显缩小，体现出公司经营管理效率的显著优化。我们以“固定资产折旧、油气资产折旧、生产性生物资产折旧”+“无形资产摊销”两大侵蚀利润的关键指标之和作为折摊关键项，可以看到燕啤的“折摊关键项/营收”这一比例一度维持在可比公司最高位（即运营资产的水平低于行业主要竞对），但在2020年以后，该指标出现显著的趋势性回落，当前已优于珠啤，逐渐靠近青啤、重啤等竞对。而用“折摊关键项/归母净利润”来测算，则更看到燕啤的巨大进步。公司折摊关键项从2017年占利润的5倍以上，降低至2024年的63%，并在25H1进一步优化至29%。

图 13 各公司折摊关键项在营收的占比



资料来源：ifind、湘财证券研究所（注：折摊关键项采用固定资产折旧、油气资产折旧、生产性生物资产折旧+无形资产摊销之和的口径）

图 14 各公司折摊关键项在归母净利润的占比

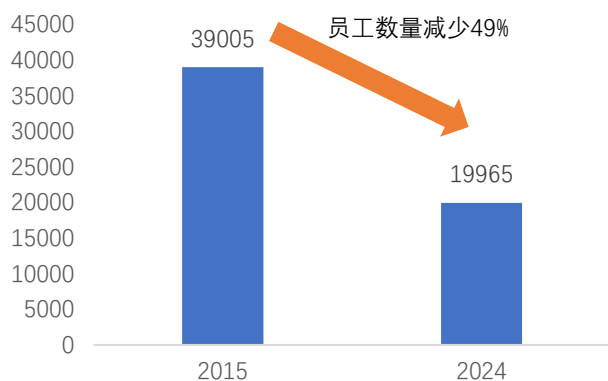


资料来源：ifind、湘财证券研究所（注：折摊关键项采用固定资产折旧、油气资产折旧、生产性生物资产折旧+无形资产摊销之和的口径）

3.3 经营效率：人效大幅提升

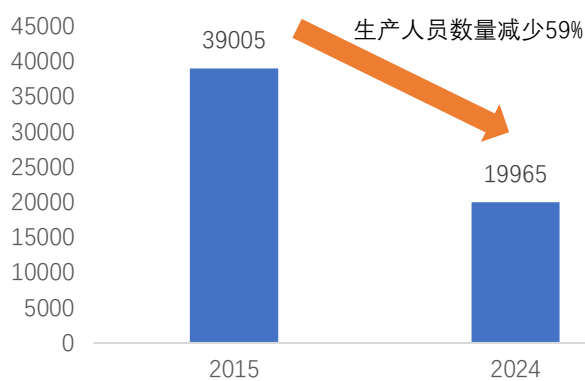
公司经营效率优化升级的另一个体现是，员工人数减少的同时实现收入利润的显著提高。2015-2024 年，公司员工人数减少了 49%，其中生产人员数量减少了 59%，而同期收入却提升了 17%，净利润提升了 80%。公司人效显著升级。

图 15 15-24 年公司人员减少 49% (单位: 人)



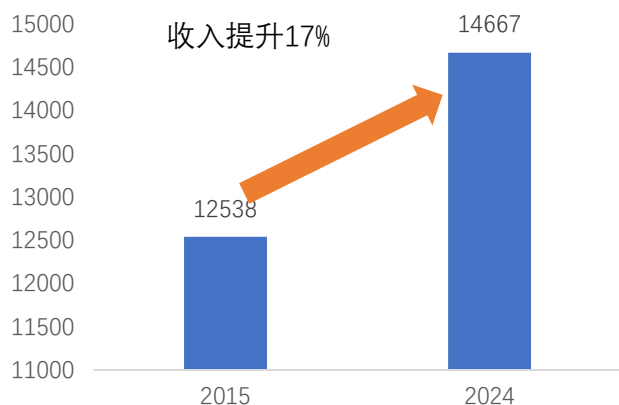
资料来源: ifind、湘财证券研究所

图 16 15-24 年公司生产人员减少 59%



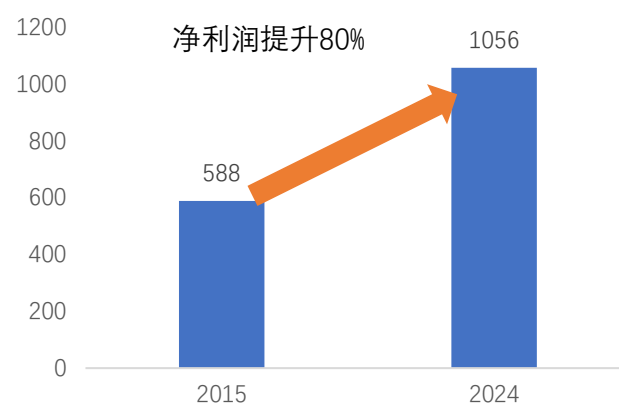
资料来源: ifind、湘财证券研究所

图 17 15-24 年营收提升了 17%



资料来源: ifind、湘财证券研究所

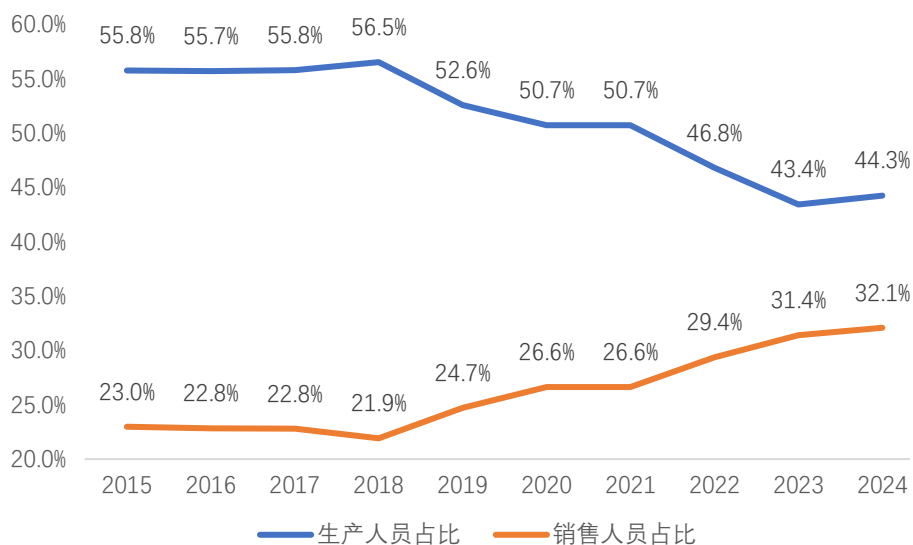
图 18 15-24 年公司净利润提升了 80%



资料来源: ifind、湘财证券研究所

公司人员调整也带来了人员结构的优化。自 2015-2024 年, 公司生产人员占比由 55.8% 下降至 44.3%, 销售人员占比由 23% 上升至 32.1%。啤酒企业的生产环节可以通过设备自动化智能化提升人均产出, 而销售环节恰恰需要更多的销售人员扑向渠道的各个环节跑市场、拜访终端。因此, 我们认为生产人员占比降低, 销售人员占比提升是啤酒企业现代化的典型标志。

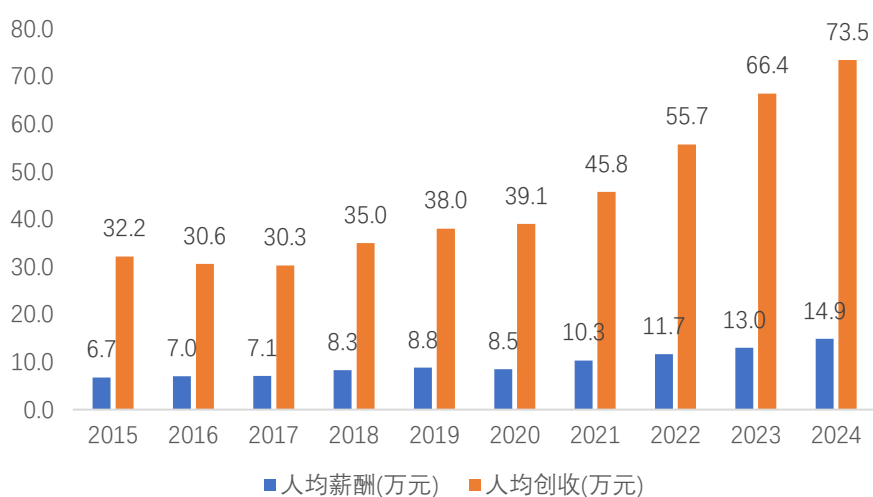
图 19 公司人员结构有所优化



资料来源：ifind、湘财证券研究所

效益改善带动员工收入增长，薪酬改善激励员工工作积极性，创造更大的价值，企业效益和员工福利形成正向循环。自 2015-2024 年，公司员工的人均薪酬由 6.7 万元提升至 14.9 万元。员工表现出更高的工作积极性，反过来又促进了企业人均创收由 32.2 万元提升至 73.5 万元。

图 20 公司人员结构有所优化



资料来源：ifind、湘财证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

U8 维持较高增速，带动公司吨价持续提升。公司在过往几年中 U8 产品销量的高速增长。考虑到公司过往的历史业绩、公司对基地市场的深耕、国企改革过程中对员工的激励释放出的主观能动性等因素；随着基地市场 U8 放量、产品知名度快速提升，U8 开始在非基地市场实现渗透率的快速提升。因此，我们预计 2025-2027 年 U8 销量分别为 85 万吨/101 万吨/116 万吨，对应分别+21.7%/+18.9%/+15.6%。因 U8 产品价格高于公司多数主流产品，我们预计 U8 的持续增长将带动公司的啤酒总体吨价提升，预计 2025-2027 年公司啤酒业务吨价将分别达到 3414 元/3529 元/3644 元，对应分别+3.3%/+3.4%/+3.3%。

重点期间费用的费用率有所下降。公司新管理层上任以来推行的一系列国企改革措施取得了卓越的成效，并在近年来的销售费用、管理费用等重点期间费用的费用率上体现出优化降低的趋势。我们预计随着国企改革红利的持续释放，该趋势将得以延续。

表 2 公司啤酒业务量价拆分及营收预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销量（万吨）					
总销量	394	400	407	414	420
YOY		1.6%	1.6%	1.7%	1.6%
其中：U8	53	70	85	101	116
YOY		31.4%	21.7%	18.9%	15.6%
其他产品	341	331	322	313	304
YOY		-3.1%	-2.7%	-2.8%	-2.9%
价格（元/吨）					
总体吨价	3322	3304	3414	3529	3644
YOY		-0.6%	3.3%	3.4%	3.3%
营收（百万元）					
啤酒业务收入	13098	13230	13883	14599	15321
YOY		1.0%	4.9%	5.2%	4.9%
营业总收入	14213	14667	15345	16136	16934
YOY		3.2%	4.6%	5.2%	4.9%
重点期间费用（百万元）					
销售费用	1,575	1,587	1,611	1,614	1,626
销售费用率	11.1%	10.8%	10.5%	10.0%	9.6%
管理费用	1,620	1,570	1,534	1,565	1,575
管理费用率	11.4%	10.7%	10.0%	9.7%	9.3%

资料来源：ifind、湘财证券研究所

4.2 盈利预测与估值

综上所述,我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 153.4/161.4/169.3 亿元,同比分别+4.6%/+5.2%/+4.9%,同期实现归母净利润分别为 15.3/17.9/20.7 亿元,同比分别+45.1%/+17%/+15.3%,同期公司 EPS 分别为 0.54/0.64/0.73 元。

选取同在 A 股上市的啤酒行业竞对青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒作为可比公司。可比公司对应 2026 年 ifind 一致预测下归母净利润的 PE 平均值为 23.7 倍。燕啤对应 26E 的 PE 仅为 18.8 倍,作为成长性在行业内领先的公司,其估值反而低于行业均值。

表 3 可比公司估值

简称	总市值(亿元)	每股收益 EPS (元)			市盈率 PE			
		2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
青岛啤酒	744.3	3.44	3.68	3.92	17.64	17.89	16.72	15.71
重庆啤酒	254.2	2.47	2.59	2.72	12.31	21.29	20.28	19.34
珠江啤酒	213.6	0.43	0.49	0.53	22.18	22.24	19.82	18.12
惠泉啤酒	35.4	0.32	0.37	0.40	42.30	45.14	38.08	35.30
平均值					23.60	26.64	23.72	22.12
燕京啤酒	348.4	0.55	0.66	0.76	18.66	22.41	18.76	16.31

资料来源：ifind、湘财证券研究所（可比公司采用 ifind 一致预期数据）

4.3 投资建议

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 153.4/161.4/169.3 亿元，同比分别 +4.6%/+5.2%/+4.9%，同期归母净利润分别为 15.3/17.9/20.7 亿元，同比分别 +45.1%/+17%/+15.3%，同期公司 EPS 分别为 0.54/0.64/0.73 元。燕啤近年来公司发展持续向好，公司吨价偏低、增长空间大，成本费用持续优化，经营效率稳步提高，国企改革的红利不断释放，带来净利率的持续走高。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5 风险提示

原材料价格波动风险。原材料采购成本在公司成本占比较高，大麦麦芽、包材等重要的原辅材价格超预期增长可能削弱公司的利润率。若公司 26 年吨成本较原假设上升 1%，则同期归母净利润预测值减少 3.6%。

终端需求偏弱，带来大单品销售不及预期的风险。啤酒销量受到消费的影响较大，现饮场景的景气度下降、消费者对收入预期信心不足等均可能导致终端需求减少。若公司 26 年核心产品 U8 销量较原假设降低 1%，则同期归母净利润预测值减少 0.2%。

食品安全及相关舆论风险。尽管公司严格遵循相关食品安全标准，但仍有可能出现小概率事件导致食品安全问题的出现。即使公司能够将食品质量保证，也可能出现舆论风波导致购买偏好发生变化。

附表 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,212	7,454	9,372	11,167	13,095	营业收入	14,213	14,667	15,345	16,136	16,934
应收款项	390	396	396	317	281	营业成本	8,865	8,695	8,790	9,090	9,465
存货净额	3,864	3,946	4,076	4,101	4,318	营业税金及附加	1,221	1,244	1,266	1,339	1,406
其他流动资产	89	109	87	95	97	销售费用	1,575	1,587	1,611	1,614	1,626
流动资产合计	11,555	11,905	13,930	15,681	17,790	管理费用	1,866	1,803	1,772	1,815	1,837
固定资产及在建工程	7,766	7,744	7,429	7,115	6,813	财务费用	(168)	(198)	(171)	(219)	(258)
长期股权投资	576	580	577	578	578	其他费用/(-收入)	(171)	(72)	(165)	(106)	(106)
无形资产	1,002	1,017	1,024	1,038	1,034	营业利润	1,025	1,609	2,242	2,602	2,965
其他非流动资产	332	1,901	849	1,027	1,258	营业外净收支	14	(37)	10	0	0
非流动资产合计	9,676	11,242	9,878	9,757	9,682	利润总额	1,039	1,572	2,252	2,602	2,965
资产总计	21,231	23,147	23,808	25,438	27,472	所得税费用	184	248	338	390	445
短期借款	540	682	305	365	438	净利润	855	1,324	1,914	2,212	2,520
应付款项	5,554	6,248	6,166	6,353	6,762	少数股东损益	210	268	383	420	454
其他流动负债	169	197	176	181	184	归属于母公司净利润	645	1,056	1,531	1,792	2,067
流动负债合计	6,263	7,127	6,647	6,899	7,385	财务指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	191	296	228	238	254	ROE	4.7%	7.4%	10.2%	11.3%	12.2%
长期负债合计	191	296	228	238	254	毛利率	37.6%	40.7%	42.7%	43.7%	44.1%
负债合计	6,454	7,423	6,875	7,138	7,639	营业利润率	7.2%	11.0%	14.6%	16.1%	17.5%
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	销售净利率	6.0%	9.0%	12.5%	13.7%	14.9%
股东权益	14,777	15,724	16,933	18,300	19,834	成长能力					
负债和股东权益总计	21,231	23,147	23,808	25,438	27,472	营业收入增长率	7.7%	3.2%	4.6%	5.2%	4.9%
现金流量表 (百万元)						营业利润增长率	48.2%	57.0%	39.4%	16.1%	13.9%
净利润	855	1,324	1,914	2,212	2,520	归母净利润增长率	83.0%	63.7%	45.1%	17.0%	15.3%
折旧摊销	700	662	507	518	526	偿债能力					
利息费用	(168)	(198)	(171)	(219)	(258)	资产负债率	30.4%	32.1%	28.9%	28.1%	27.8%
其他	22	761	722	33	(26)	流动比	1.85	1.67	2.10	2.27	2.41
经营活动现金流	1,408	2,549	2,972	2,545	2,763	速动比	1.23	1.12	1.48	1.68	1.82
资本支出	233	(22)	(199)	(181)	(183)	每股指标与估值					
其他	(1,149)	(2,839)	60	0	0	每股指标					
投资活动现金流	(916)	(2,861)	(138)	(181)	(183)	EPS	0.23	0.37	0.54	0.64	0.73
债务融资	388	357	(211)	277	334	BVPS	4.91	5.19	5.48	5.82	6.20
权益融资	(281)	(536)	(705)	(845)	(987)	估值					
其它	(271)	(110)	0	0	0	P/E	54.0	33.0	22.7	19.4	16.9
筹资活动现金流	(164)	(290)	(915)	(569)	(652)	P/B	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0
汇率变动						P/S	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
现金净增加额	328	(602)	1,918	1,795	1,928						

数据来源: ifind、湘财证券研究所

敬请阅读末页之重要声明

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。