

大单品战略成效显著，成长动能持续释放

——燕京啤酒（000729.SZ）首次覆盖报告

食品饮料

报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025年12月23日
收盘价（元）	12.04
一年内最高/最低（元）	14.36/10.7
市净率	2.1
股息率（分红/股价）	1.58
流通A股市值（百万元）	30,216
上证指数/深证成指	3,920/13,369
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025年09月30日
每股净资产（元）	5.6
资产负债率%	32.55
总股本/流通A股（百万）	2,819/2,510
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- 投资评级与估值：**公司坚定推进大单品战略，U8 成长延续，增长态势强劲。我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 156.9/167.2/177.0 亿元，同比增长 7.0%/6.6%/5.9%，归母净利润分别为 14.5/17.6/20.3 亿元，同比增长 36.9%/22.0%/15.3%，对应 PE 分别为 23.6X/19.4X/16.8X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 行业与公司分析：**啤酒行业竞争格局稳定，2021 年以来行业产量企稳在 3500 万千升左右，量稳价增为行业发展主旋律。公司主营啤酒研发、生产与销售，形成以 U8、V10、狮王精酿、漓泉 1998 为中高端产品代表，以鲜啤、清爽为腰部产品代表，以各区域特色产品为基础产品的产品矩阵。公司凭借 U8 大单品的成功打造与全国化布局，近年来销量增速持续跑赢行业，盈利能力加速修复。
- 关键假设点：**中高档啤酒方面，U8 大单品延续强劲增长态势带动产品结构升级，在现有基础上仍有提升空间，中高档啤酒收入有望持续增长，预计 2025/2026/2027 年中高档啤酒收入分别为 95.1/102.1/109.2 亿元，同比增长 7.3%/7.3%/7.0%，毛利率分别为 52.0%/54.0%/55.0%。普通啤酒方面，公司产品结构升级过程中，鲜啤、清爽等腰部产品及各区域特色产品保持平稳运营，预计 2025/2026/2027 年普通啤酒收入分别为 44.5/45.3/46.0 亿元，同比增长 2.0%/1.8%/1.5%，毛利率稳定在 31.4%/31.5%/31.5%。其他业务方面，公司积极拓展产品品类边界，预计 2025/2026/2027 年其他业务收入分别为 17.2/19.8/21.8 亿元，同比增长 20.0%/15.0%/10.0%，毛利率分别为 23.5%/23.3%/23.2%。
- 有别于市场的认识：**市场认为啤酒较为同质化、公司大单品 U8 增长空间有限、渠道推力有限等，但我们认为：**1) U8 差异化定位清晰，产品力构筑竞争壁垒。**U8 产品品质具有差异化竞争优势。U8 差异化定位“小度酒 大滋味”，是少数以整米酿酒的啤酒产品，通过小度特酿技术，降低了啤酒中的乙醛含量，在同等麦芽浓度下酒精度数更低，既保证了口感，又不易上头，有利于吸引年轻消费群体。**2) U8 大单品战略已验证成功，增长潜力充足。**公司目前形成以 U8、V10、狮王精酿、漓泉 1998 为中高端产品代表，以鲜啤、清爽为腰部产品代表、以各区域特色产品为基础产品的产品矩阵，其中大单品 U8 赢得了消费者的广泛认可，销量逐年快速攀升。2024 年 U8 销量 69.6 万千升（占公司啤酒销量比例 17.4%），同比增长 31.4%（公司啤酒销量同比增长 1.6%），2021-2024 年 CAGR 达 38.8%，实现全国化布局与销量双突破。2025 年 U8 系列产品仍延续强劲增长态势，全年 90 万吨销量目标有望达成，25H1 中高档产品销量同比增长 9.3%（公司啤酒销量 234.8 万千升，同比增长 2.0%）。U8 放量带动公司中高档产品销量占比由 2019 年的 54.6%提升至 25H1 的 70.1%，产品结构优化成效显著。从公司目标看，U8 阶段性销量占比目标为 30%，在现有规模基础上仍有提升空间，增长潜力充足。**3) 全国化扩张贡献增量，基地外市场持续突破。**公司确定 U8 战略核心地位，U8 是公司第一款全国化的单品，自上市以来便大力推广，由单独销售团队运作，政策针对性更强，资源投入更为聚焦。在现有优势市场，公司深挖终端单点效率，在非即饮渠道提升罐装产品销量，进一步提升 U8 在终端的销量占比；在弱势市场，以总分共建的方式组合总部与分公司资源，选择部分“高容量、高结构、高成长性”的城市打造样板市场。公司启用年轻化代言人，进一步提升品牌影响力，叠加单独销售团队的针对性运作，U8 在弱势市场的渗透率提升有望持续提高。公司 25H1 中高档产品同比增长 9.3%，基地外市场中华东、华中增量贡献较大，收入同比增速分别为 20.5%、15.4%。此外，公司 2024 年启动罐化率专项提升工程并纳入子公司考核，加大罐装产品推广发力零售渠道，罐化率提升将进一步推动吨价提升。华北地区受益于 U8 在北京、河北市场的良好表现，25H1 毛利率较 2022 年提

升 9.3pct 至 44.3%，产品结构升级对盈利能力的拉动效应已经显现。**4) 渠道利润分配机制形成正向循环，渠道积极性高。**U8 渠道利润高于竞品，公司提供返利补贴，高渠道利润带来强推力。渠道端的利益绑定机制保障了终端推广意愿，形成“渠道盈利-推广意愿强-销量增长-规模效应显现”的正向循环。

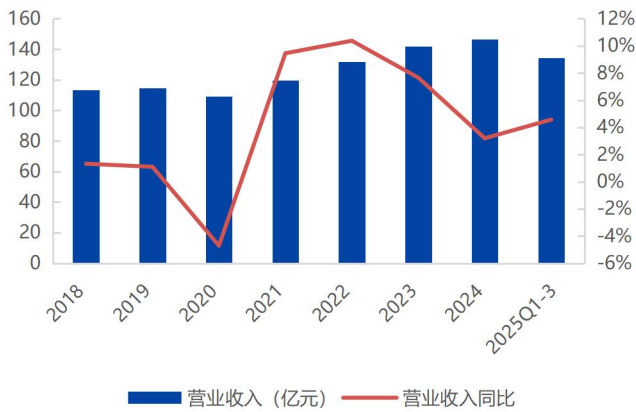
■ **股价的催化剂：1) 百县工程叠加百城工程，区域扩张节奏上修。**在百县工程基础上，公司 2025 年启动百城工程，精选高线城市（高容量、高结构、高成长性），通过总分共建打造样板市场，持续挖掘强势市场增长潜力，同时强化空白市场布局。25H1 华北地区营收占比 56.7%，优势市场深挖与弱势市场突破并进，区域扩张节奏上修。**2) 即时零售渠道拓展打破传统渠道壁垒。**啤酒具有高即时性、低便携性、夜间高频的消费特征，与即时零售渠道适配度较高。随着消费者对于快速、便捷的购物体验需求日益增加，歪马送酒等即时零售渠道正在迅速崛起，成为啤酒行业的重要增长点。公司积极拥抱新兴零售渠道，积极拓展以歪马、酒小二等为代表的即时零售渠道，打破传统渠道壁垒，贡献边际增量。**3) 成本红利持续释放叠加费效优化，盈利弹性显现。**成本端，2025 年进口大麦采购价格仍有小幅下降，叠加包材价格同比回落，成本端红利延续，25Q1-3 毛利率 47.2%（同比提升 2.1pct）。产能端，随着工艺技术及设备升级，公司产能利用率由 2021 年的 40.2% 提升至 25H1 的 71.2%，折旧摊销占收入比例由 2021 年的 6.2% 下降至 25H1 的 3.8%，资产运营效率持续改善。管理端，公司持续深化改革，优化人员治理与供应链管理，数字化赋能深化成本管控。收入端增长与成本端优化共振下，净利率提升潜力将持续兑现。

■ **风险提示：**1) 原材料成本大幅波动风险；2) U8 销量增长不及预期；3) 产品结构升级不及预期；4) 行业竞争加剧；5) 食品安全风险。

财务数据及盈利预测

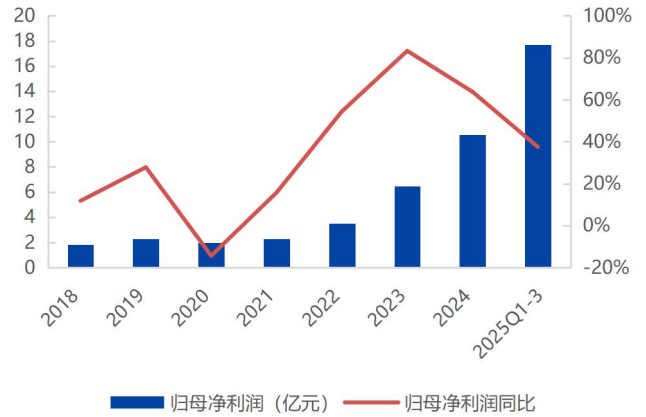
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	14,213	14,667	15,689	16,722	17,703
同比增长率 (%)	7.7%	3.2%	7.0%	6.6%	5.9%
归母净利润 (百万元)	645	1,056	1,445	1,762	2,032
同比增长 (%)	83.0%	63.7%	36.9%	22.0%	15.3%
每股收益 (元/股)	0.23	0.37	0.51	0.63	0.72
毛利率 (%)	37.6%	40.7%	43.0%	44.3%	45.0%
ROE (%)	4.7%	7.2%	9.0%	9.9%	10.2%
市盈率	53.0	32.4	23.6	19.4	16.8

图表 1：公司营业收入及同比



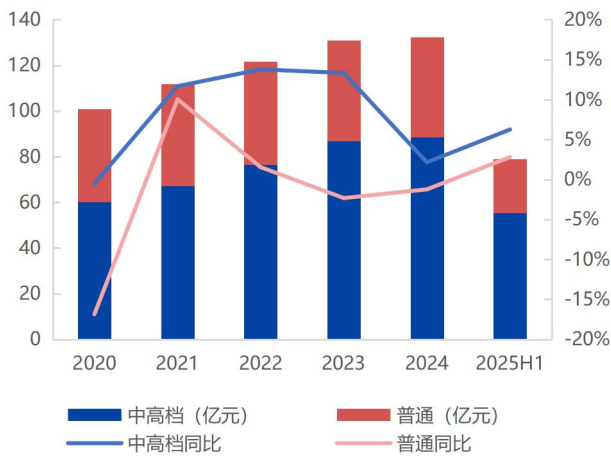
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



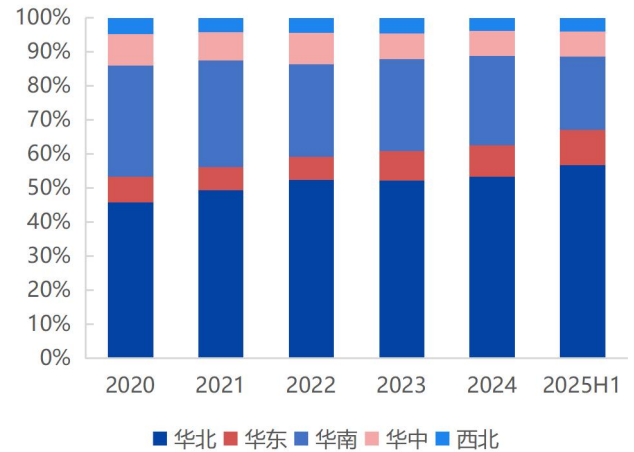
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：中高档/普通产品收入及同比



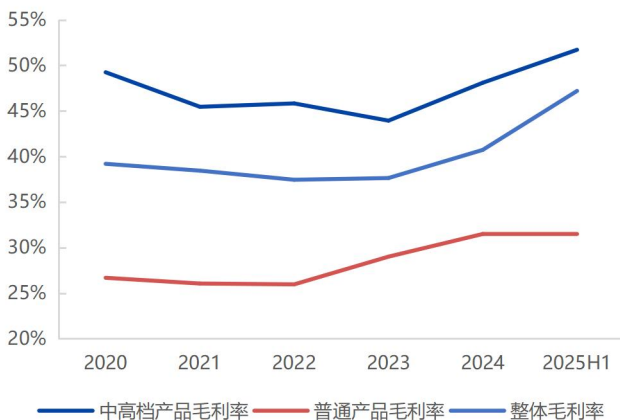
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：分地区收入结构



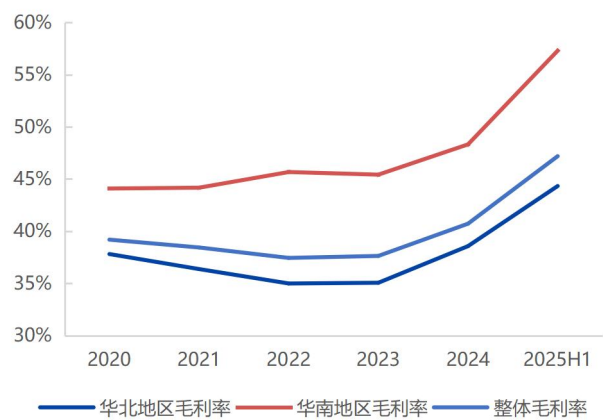
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：公司整体及中高档/普通产品毛利率



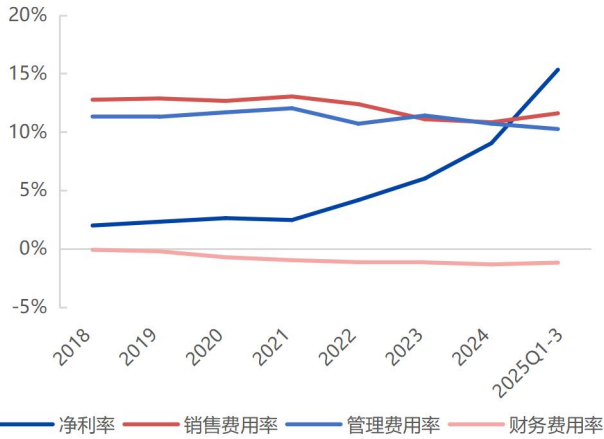
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：公司整体及华北/华南地区毛利率



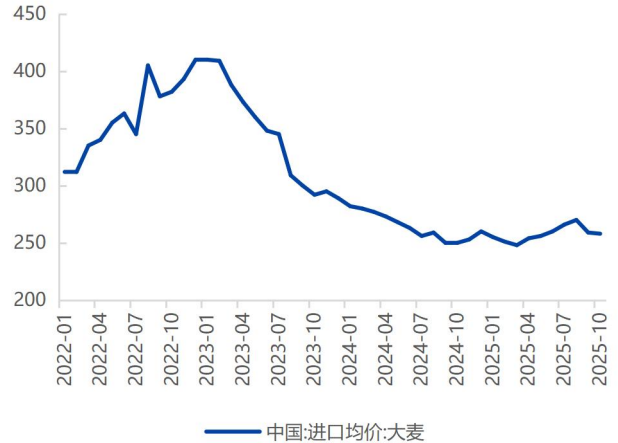
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：公司净利率及销售/管理/财务费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：中国进口大麦平均价格



资料来源：海关总署，爱建证券研究所

图表 9：8 元价格带啤酒产品对比

公司	产品	配料表	酒精度 (%vol)	麦芽浓度 (°P)	容量 (ml)
燕京啤酒	U8	水、麦芽、大米、啤酒花	2.5	8	500
华润啤酒	勇闯天涯 superX	水、麦芽、啤酒花	3	8	500
重庆啤酒	乐堡	水、麦芽、大米、啤酒花	3.1	8	500
青岛啤酒	纯生	水、麦芽、大米、啤酒花、酒花浸膏	3.1	8	600
珠江啤酒	97 纯生	水、大麦芽、大米、酒花浸膏、酵母	3.6	9	528
珠江啤酒	P9	水、麦芽、大米、啤酒花、酵母	3.6	9	560
百威亚太	哈尔滨冰极纯生	水、麦芽、大米、啤酒花、酵母	3.6	9.1	500
青岛啤酒	1903	水、麦芽、大米、啤酒花	4	10	500
重庆啤酒	红乌苏	水、大麦芽、大米、啤酒花及制品	4	11	620

资料来源：淘宝，京东，美团，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 原材料成本大幅波动风险：**大麦麦芽等原材料在公司成本中占比较高，若价格超预期上涨，将对公司毛利率形成压力。
- 2) U8 销量增长不及预期：**U8 放量是公司业绩提升的核心驱动力，若销量增长不及预期，将影响公司收入增长及产品结构升级节奏。
- 3) 产品结构升级不及预期：**若中高端产品市场接受度不及预期或消费者需求发生变化，将影响公司吨价提升与盈利能力改善。
- 4) 行业竞争加剧：**若同类企业在重点市场加大费用投放或发起价格竞争，可能对公司市场份额及渠道利润造成冲击。
- 5) 食品安全风险：**若发生产品质量问题或食品安全事件，将影响消费者信任及购买意愿，对公司销售和品牌造成负面影响。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,212	7,454	7,376	9,936	12,439	净利润	855	1,324	1,806	2,203	2,540
应收款项	208	230	225	260	258	折旧摊销	698	663	800	789	787
存货	3,864	3,946	4,314	4,152	4,713	营运资本变动	-562	831	-658	-69	1,133
流动资产	11,555	11,905	12,269	14,697	17,788	经营活动现金流	1,408	2,549	846	2,940	2,981
长期股权投资	576	580	670	702	745	资本开支	533	962	500	600	700
固定资产	7,664	7,395	7,300	7,286	7,359	投资变动	0	0	90	39	51
在建工程	101	348	247	185	148	投资活动现金流	-916	-2,861	-575	-647	-768
无形资产	1,002	1,017	949	886	827	银行借款	540	682	150	200	220
非流动资产	9,676	11,242	11,052	10,939	10,952	筹资活动现金流	-164	-290	-348	269	292
资产合计	21,231	23,147	23,320	25,636	28,741	现金净增加额	328	-602	-79	2,561	2,503
短期借款	540	682	150	200	220	期初现金	6,110	7,212	7,454	7,376	9,936
应付款项	1,239	1,384	1,569	1,405	1,679	期末现金	7,212	7,454	7,376	9,936	12,439
流动负债	1,239	1,384	1,569	1,405	1,679						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	191	296	296	296	296						
负债合计	6,454	7,423	5,790	5,904	6,468						
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819						
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374						
留存收益	6,717	7,491	8,936	10,698	12,730						
归母股东权益	13,845	14,619	16,064	17,826	19,858						
少数股东权益	932	1,105	1,466	1,907	2,415						
负债和权益总计	21,231	23,147	23,320	25,636	28,741						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,213	14,667	15,689	16,722	17,703
营业成本	8,865	8,695	8,939	9,321	9,741
税金及附加	1,221	1,244	1,349	1,431	1,513
销售费用	1,575	1,587	1,773	1,856	1,930
管理费用	1,620	1,570	1,569	1,639	1,699
研发费用	246	233	235	251	248
财务费用	-168	-198	-134	-166	-215
资产减值损失	-58	-68	-75	-88	-110
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资净收益	43	43	49	52	55
营业利润	1,025	1,609	2,213	2,671	3,079
营业外收支	14	-37	-7	-10	-18
利润总额	1,039	1,572	2,206	2,661	3,061
所得税	184	248	400	458	522
净利润	855	1,324	1,806	2,203	2,540
少数股东损益	210	268	361	441	508
归母净利润	645	1,056	1,445	1,762	2,032
EBITDA	1,782	2,278	3,167	3,629	4,079

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	7.7%	3.2%	7.0%	6.6%	5.9%
营业利润增速	48.2%	57.0%	37.6%	20.7%	15.3%
归母净利润增速	83.0%	63.7%	36.9%	22.0%	15.3%
盈利能力指标					
毛利率	37.6%	40.7%	43.0%	44.3%	45.0%
净利率	6.0%	9.0%	11.5%	13.2%	14.3%
ROE	5.8%	8.4%	10.3%	11.2%	11.4%
ROIC	5.6%	8.1%	10.2%	11.0%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	32.1%	24.8%	23.0%	22.5%
净负债比率	0.44	0.47	0.33	0.30	0.29
流动比率	1.85	1.67	2.23	2.62	2.88
速动比率	1.19	1.09	1.40	1.83	2.07
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.63	0.67	0.65	0.62
应收账款周转率	68.48	63.68	69.65	64.24	68.50
存货周转率	3.68	3.72	3.64	4.03	3.76
每股指标					
每股收益	0.23	0.37	0.51	0.63	0.72
每股经营性现金流	0.50	0.90	0.30	1.04	1.06
每股净资产	5.24	5.58	6.22	7.00	7.90
估值比率					
市盈率	52.99	32.36	23.64	19.38	16.81
市销率	2.40	2.33	2.18	2.04	1.93
市净率	2.31	2.17	1.95	1.73	1.53
EV/EBIT	30.82	21.13	13.76	10.61	8.56
EV/EBITDA	18.74	14.98	10.28	8.30	6.91

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级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 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。