

燕京啤酒 (000729.SZ)

优于大市

2025 年量价利齐升，十五五构建“一核两翼”业务布局

核心观点

公司公布 2025 年年报，2025 年实现营业总收入 153.3 亿元，同比+4.5%；实现归母净利润 16.8 亿元，同比+59.1%；实现扣非归母净利润 15.2 亿元，同比+46.3%。

啤酒业务量价利齐升，核心单品 U8 表现优异。2025 年啤酒业务收入同比+2.6%，其中销量同比+1.2%，吨价同比+1.3%。核心大单品 U8 销量 90 万吨，同比+29.3%，表现显著优于同行，U8 为公司贡献增量 20 余万吨，销量占比提升至 22.2%（同比+4.8pp）。在 U8 延续放量带动下，公司产品结构继续优化，吨价提升，同时 2025 年啤酒主要原辅料价格下行、公司推进供应链效能释放，啤酒业务毛利率同比+3.5pp 至 46.1%。分产品档次，中高档产品/普通产品收入同比+4.5%/-1.4%，毛利率同比+3.9/+2.0pp。

其他业务收入成长迅速，毛利率小幅提升。2025 年其他业务收入同比+22.9%至 17.7 亿元，收入占比提升至 11.5%，与茶饮料、纳豆产品快速增长有关。茶饮料/矿泉水/其他（含纳豆）收入同比+36.0%/+19.5%/+30.1%。毛利率 23.8%，同比+0.5pp。

持续推进内部改革，降本增效成效显著。受益于内部改革深化，管理运营效率提升，管理费用率同比-0.9pp，销售费用率同比+0.3pp，公司盈利水平继续有较大幅度提升，归母净利率/扣非归母净利率分别同比+3.8/+2.8pp。2025 年累计分红 8.46 亿元，分红比例 50.4%，同比持平。

盈利预测与投资观点：公司公布全新的十五五战略规划，公司将着力构建“一核（啤酒）两翼（饮料、健康食品）”业务布局。2026 年预计啤酒主业在大单品 U8、新品 A10 带领下持续呈现结构优化、盈利改善的态势，同时饮料、健康食品（纳豆等）业务有望取得进一步突破。考虑到啤酒行业整体需求仍偏弱，吨价提升速度略慢于我们此前预期，但公司内部改革促使供应链效能大幅释放、生产效率显著提升，我们小幅下调 2026-2027 年收入预测、小幅上调 2026-2027 年利润预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 160.8/168.4/176.1 亿元（2026-2027 年前预测值 162.2/171.4 亿元），同比+4.9%/+4.7%/+4.6%；实现归母净利润 20.3/23.2/26.2 亿元（2026-2027 年前预测值 18.5/22.0 亿元），同比+21.1%/+14.2%/+12.8%；EPS 分别为 0.72/0.82/0.93 元；当前股价对应 PE 分别为 18/16/14 倍。

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；食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,667	15,333	16,084	16,837	17,605
(+/-%)	3.2%	4.5%	4.9%	4.7%	4.6%
归母净利润(百万元)	1056	1679	2033	2321	2618
(+/-%)	63.7%	59.1%	21.1%	14.2%	12.8%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.72	0.82	0.93
EBIT Margin	9.1%	12.9%	15.3%	16.7%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	10.8%	12.3%	13.1%	13.8%
市盈率 (PE)	35.6	22.4	18.5	16.2	14.4
EV/EBITDA	22.5	17.0	13.6	12.1	10.9
市净率 (PB)	2.57	2.43	2.27	2.12	1.98

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

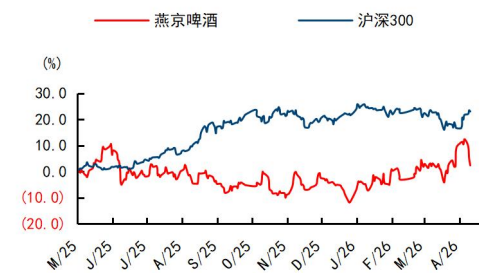
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.99 元
总市值/流通市值	36613/32600 百万元
52 周最高价/最低价	14.56/11.16 元
近 3 个月日均成交额	392.94 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) - 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》——2025-10-21
- 《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

公司公布 2025 年年报，2025 年实现营业总收入 153.3 亿元，同比+4.5%；实现归母净利润 16.8 亿元，同比+59.1%；实现扣非归母净利润 15.2 亿元，同比+46.3%。

啤酒业务量价利齐升，核心单品 U8 表现优异。2025 年啤酒业务收入同比+2.6%，其中销量同比+1.2%，吨价同比+1.3%。核心大单品 U8 销量 90 万吨，同比+29.3%，表现显著优于同行，U8 为公司贡献增量 20 余万吨，销量占比提升至 22.2%（同比+4.8pp）。在 U8 延续放量带动下，公司产品结构继续优化，吨价提升，同时 2025 年啤酒主要原辅料价格下行、公司推进供应链效能释放，啤酒业务毛利率同比+3.5pp 至 46.1%。分产品档次，中高档产品/普通产品收入同比+4.5%/-1.4%，毛利率同比+3.9/+2.0pp。

其他业务收入成长迅速，毛利率小幅提升。2025 年其他业务收入同比+22.9%至 17.7 亿元，收入占比提升至 11.5%，与茶饮料、纳豆产品快速增长有关。茶饮料/矿泉水/其他（含纳豆）收入同比+36.0%/+19.5%/+30.1%。毛利率 23.8%，同比+0.5pp。

持续推进内部改革，降本增效成效显著。受益于内部改革深化，管理运营效率提升，管理费用率同比-0.9pp，销售费用率同比+0.3pp，公司盈利水平继续有较大幅度提升，归母净利率/扣非归母净利率分别同比+3.8/+2.8pp。2025 年累计分红 8.46 亿元，分红比例 50.4%，同比持平。

盈利预测与投资观点：公司公布全新的十五五战略规划，公司将着力构建“一核（啤酒）两翼（饮料、健康食品）”业务布局。2026 年预计啤酒主业在大单品 U8、新品 A10 带领下持续呈现结构优化、盈利改善的态势，同时饮料、健康食品（纳豆等）业务有望取得进一步突破。考虑到啤酒行业整体需求仍偏弱，吨价提升速度略慢于我们此前预期，但公司内部改革促使供应链效能大幅释放、生产效率显著提升，我们小幅下调 2026-2027 年收入预测、小幅上调 2026-2027 年利润预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 160.8/168.4/176.1 亿元（2026-2027 年前预测值 162.2/171.4 亿元），同比+4.9%/+4.7%/+4.6%；实现归母净利润 20.3/23.2/26.2 亿元（2026-2027 年前预测值 18.5/22.0 亿元），同比+21.1%/+14.2%/+12.8%；EPS 分别为 0.72/0.82/0.93 元；当前股价对应 PE 分别为 18/16/14 倍，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；食品安全风险。

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		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,225	17,143	-	16,084	16,837	17,605	-141	-307	-
收入同比增速%	5.5%	5.7%	-	4.9%	4.7%	4.6%	-0.6%	-1.0%	-
毛利率%	44.2%	45.3%	-	44.7%	45.4%	46.1%	0.5%	0.1%	-
销售费用率%	10.4%	10.1%	-	10.8%	10.7%	10.6%	0.4%	0.6%	-
归母净利率%	11.4%	12.8%	-	12.6%	13.8%	14.9%	1.2%	1.0%	-
归母净利润（百万元）	1,853	2,197	-	2,033	2,321	2,618	180	125	-
归母净利润同比增速%	17.7%	18.6%	-	21.1%	14.2%	12.8%	3.4%	-4.4%	-
EPS（元）	0.66	0.78	-	0.72	0.82	0.93	0.06	0.04	-

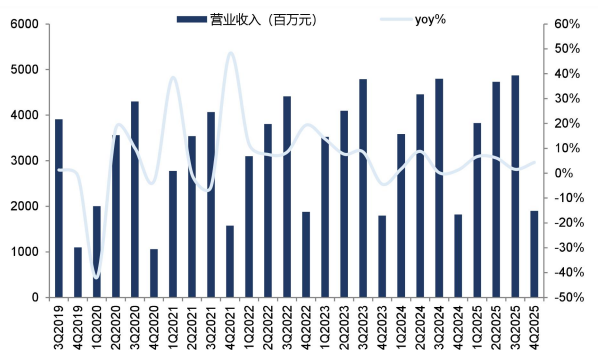
资料来源：iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2026年4月15日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
000729.SZ	燕京啤酒	21.8	12.99	0.72	0.82	18.0	15.8	366	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	23.5	9.59	0.44	0.47	21.8	20.4	212	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	18.4	62.00	3.46	3.56	17.9	17.4	846	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.3	54.10	2.64	2.75	20.5	19.7	262	优于大市
0291.HK	华润啤酒	22.7	23.01	1.79	1.90	12.9	12.1	746	优于大市

资料来源: iFind、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



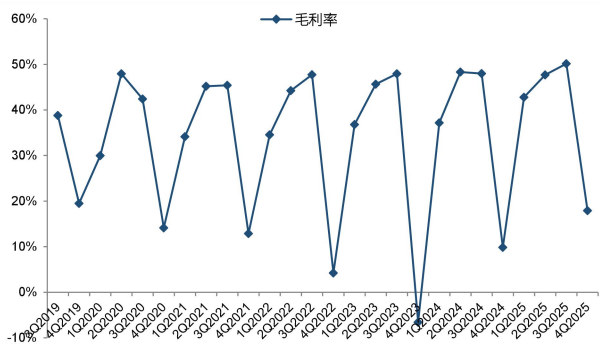
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



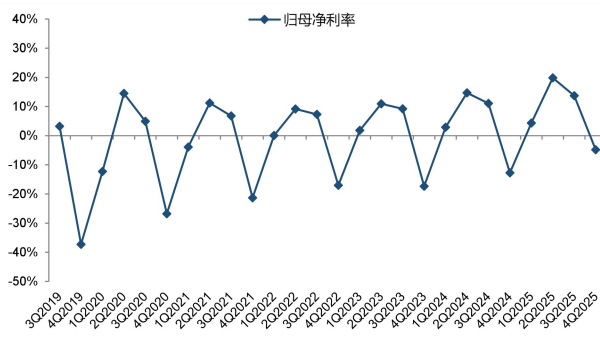
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、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、iFind、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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7454	6486	7430	8242	9240	营业收入	14667	15333	16084	16837	17605
应收款项	260	189	198	207	217	营业成本	8695	8654	8899	9198	9495
存货净额	3946	3644	3748	3874	3999	营业税金及附加	1244	1256	1319	1381	1444
其他流动资产	225	229	241	245	251	销售费用	1587	1700	1737	1802	1866
流动资产合计	11905	11088	11707	12658	13797	管理费用	1570	1499	1481	1464	1442
固定资产	7744	8120	8734	9209	9493	研发费用	233	245	225	219	229
无形资产及其他	1017	993	995	997	999	财务费用	(198)	(199)	(200)	(227)	(254)
投资性房地产	1901	2969	3114	3226	3338	投资收益	0	0	8	8	8
长期股权投资	580	577	577	577	577	资产减值及公允价值变动	(68)	(66)	(60)	(60)	(60)
资产总计	23147	23747	25128	26667	28204	其他收入	(93)	7	(19)	(12)	(22)
短期借款及交易性金融负债	682	547	547	547	547	营业利润	1609	2364	2778	3154	3539
应付款项	4204	4236	4356	4490	4621	营业外净收支	(37)	5	10	10	10
其他流动负债	2241	2048	2063	2098	2129	利润总额	1572	2370	2788	3164	3549
流动负债合计	7127	6831	6967	7135	7298	所得税费用	248	362	424	481	539
长期借款及应付债券	0	6	6	6	4	少数股东损益	268	329	331	362	391
其他长期负债	296	161	165	167	169	归属于母公司净利润	1056	1679	2033	2321	2618
非流动负债合计	296	168	171	173	173	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	7423	6998	7137	7308	7471	净利润	1056	1679	2033	2321	2618
少数股东权益	1105	1268	1432	1613	1789	资产减值准备	10	(2)	(27)	2	2
股东权益	14619	15481	16559	17746	18943	折旧摊销	663	636	820	897	987
负债和股东权益总计	23147	23747	25128	26667	28204	公允价值变动损失	68	66	52	52	52
						财务费用	(198)	(199)	(200)	(227)	(254)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(819)	(998)	15	31	25
每股收益	0.37	0.60	0.72	0.82	0.93	其它	1571	1341	158	134	135
每股红利	0.19	0.30	0.36	0.45	0.51	经营活动现金流	2549	2722	3051	3437	3819
每股净资产	5.19	5.49	5.87	6.30	6.72	资本开支	(962)	(1272)	(1535)	(1435)	(1335)
ROIC	8.73%	11.80%	17%	23%	25%	其它投资现金流	(1898)	238	449	0	0
ROE	7.22%	10.85%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(2861)	(1034)	(1086)	(1435)	(1335)
毛利率	41%	44%	45%	45%	46%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	9%	13%	15%	17%	18%	长期贷款增加	0	6	0	0	(2)
EBITDA Margin	14%	17%	20%	22%	24%	支付股利、利息	(450)	(978)	(1012)	(1182)	(1476)
收入增长	3%	5%	5%	5%	5%	其它融资现金流	160	(311)	(58)	(58)	(58)
净利润增长率	64%	59%	21%	14%	13%	融资活动现金流	(290)	(1283)	(1070)	(1240)	(1536)
资产负债率	37%	35%	34%	33%	33%	现金净变动	(602)	405	894	761	948
股息率	1.4%	2.3%	2.7%	3.4%	3.8%	货币资金的期初余额	1793	1191	1596	2490	3251
P/E	35.6	22.4	18.5	16.2	14.4	货币资金的期末余额	1191	1596	2490	3251	4199
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	企业自由现金流	9	43	1383	1872	2359
EV/EBITDA	22.5	17.0	13.6	12.1	10.9	权益自由现金流	9	49	1552	2065	2572

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