

000729.SZ

买入

原评级: 买入

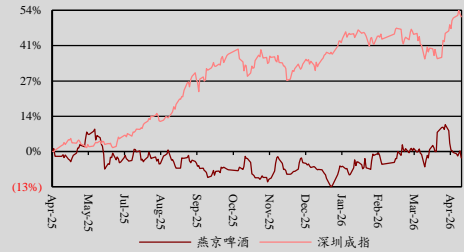
市场价格: 人民币 12.61

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 公司公告 2025 年年报及 2026 年 1 季报, 啤酒业务量价齐升, 大单品 U8 延续放量, 表现亮眼, “十四五”圆满收官。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7.0	1.0	1.7	(0.1)
相对深圳成指	(1.1)	(9.4)	(1.8)	(51.3)

发行股数 (百万)	2,818.54
流通股 (百万)	2,509.61
总市值 (人民币 百万)	35,541.78
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	416.82
主要股东	
北京燕京啤酒投资有限公司	57.4%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 4 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

- 《燕京啤酒》20250814
- 《燕京啤酒》20240821
- 《燕京啤酒》20240723

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

燕京啤酒

“十四五”圆满收官, U8 销量延续高增, 1 季度表现亮眼

燕京啤酒公告 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营收及归母净利润分别为 153.3、16.8 亿元。同比分别+4.5%、+59.1%。1Q26 公司营收及归母净利润分别为 41.0、2.6 亿元, 同比分别+7.1%、+60.2%。公司“十四五”圆满收官, 1 季度实现“开门红”, 为全年目标达成奠定基础, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2025 年公司啤酒业务量价齐升, “十四五”圆满收官。(1) 2025 年公司实现营收 153.3 亿元, 同比+4.5%, 其中 4Q25 营收 19.0 亿元, 同比+4.4%。拆分量价来看, 2025 年啤酒业务量价齐升, 实现销量 405.3 万千升, 同比+1.2%, 快于行业增速; 吨价 3348 元/千升, 同比+1.3%。其中大单品 U8 保持较快增长, 实现销量 90 万千升, 同比+29.3%, 销量占比 22.2%, 同比提升 4.8pct。U8 产品持续高增带动整体产品结构提升, 2025 年中高档产品营收 92.6 亿元 (+4.5%), 收入占比 68.27%, 同比提升 1.3pct; 毛利率 52.0%, 同比+3.9pct。普通产品营收 43.1 亿元 (-1.4%), 毛利率 33.5%, 同比提升 2.0pct。(2) 公司产品矩阵不断丰富, 形成“啤酒+饮料+健康食品”协同发展, 2025 年啤酒业务营收 135.7 亿元, 同比+2.6%; 其他业务营收 17.6 亿元, 同比+22.9%, 收入占比 11.5%, 同比提升 1.7pct。其他业务中, 水、茶饮料等产品均实现较快增长。根据公司年报信息, 2025 年倍斯特汽水全国营销已全面启动, 我们判断饮料业务有望复用啤酒渠道, 为公司在非酒赛道打开增量空间。
- 1 季度实现“开门红”, 大单品 U8 延续放量, 表现优异。1Q26 公司营收 41.0 亿元, 同比+7.1%, 归母净利 2.6 亿元, 同比+60.2%, 1 季度“开门红”为全年目标达成坚实基础。1Q26 实现啤酒销量 104.0 万千升, 其中大单品 U8 持续领跑, 保持近 30% 的高增速, 表现优异。根据公司公告, 3 月底高端产品燕京 A10 上市, 新品有望复制 U8 的成功经验, 快速起量, 推动产品结构持续提升。
- 产品结构升级推动毛利率提升, 提质增效红利释放, 公司盈利能力持续增强。(1) 得益于公司对原材料成本的有效管控以及产品结构升级, 推动毛利率持续提升。2025 年公司毛利率为 43.6%, 同比提升 2.8pct, 其中啤酒业务毛利率为 46.1%, 同比提升 3.5pct。1Q26 公司毛利率同比提升 3.5pct 至 46.3%。2025 年公司啤酒吨成本同比下降 4.9%, 叠加中高端毛利产品占比提升, 产品结构进一步优化。(2) 公司费用率整体表现平稳, 2025 年、1Q26 期间费用率同比分别-0.6pct、-0.4pct。2025 年公司毛销差达 32.5%, 同比提升 2.6pct。(3) 综上, 公司 2025 年归母净利率为 11.0%, 同比+3.8pct; 1Q26 归母净利率为 6.5%, 同比+2.1%, 盈利能力持续提升。
- 公司公告“十五五”战略规划, “一核+两翼”业务布局清晰。公司在“十四五”期间通过内部改革实现了燕京经营的“困境反转”, 成功将 U8 塑造成业增速领先的现象级大单品, 为公司“十五五”高质量发展奠定了较好的基础。公司发展路径清晰, 产品端构建一核(啤酒)两翼(饮料+健康食品)的业务布局, 啤酒主业产品线持续完善, 饮料及健康食品在做品类上补充, 贡献增量。渠道端深化“双百工程”, 精耕县域市场及华北地区以外的空白市场, 同时布局新型零售渠道, 加快推进全国化进程。

估值

- 近两年受经济环境影响, 啤酒行业在终端需求及渠道结构方面均有所变化。在行业存量竞争中, 公司通过内部变革实现了经营上的高质量发展, 营收增速领先行业。我们调整此前盈利预测, 预计 26-28 年公司营收分别为 161.3、168.4、174.7 亿元, 同比增速分别为 5.2%、4.4%、3.7%, 归母净利分别为 19.5、21.9、23.6 亿元, 同比增速分别为+16.2%、+12.0%、+7.9%, 当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 18.2X、16.3X、15.1X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料成本大幅上涨, 居民消费疲软, 终端库存积压, U8 增长不及预期, 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	14,667	15,333	16,127	16,841	17,472
增长率(%)	3.2	4.5	5.2	4.4	3.7
EBITDA(人民币 百万)	1,947	2,564	2,907	3,254	3,612
归母净利润(人民币 百万)	1,056	1,679	1,951	2,186	2,360
增长率(%)	63.7	59.1	16.2	12.0	7.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.37	0.60	0.69	0.78	0.84
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.65	0.74	
调整幅度(%)			6.2	5.4	
市盈率(倍)	33.7	21.2	18.2	16.3	15.1
市净率(倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA(倍)	14.0	10.0	9.5	8.1	7.3
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	1.6	2.7	2.8	3.1	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报及 2026 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2024	FY2025	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	14,667.02	15,332.98	4.54	3,826.83	4,097.11	7.06
营业成本	8,694.85	8,653.87	(0.47)	2,189.25	2,199.30	0.46
毛利率(%)	40.72	43.56	2.84	42.79	46.32	3.53
毛利	5,972.17	6,679.11	11.84	1,637.58	1,897.81	15.89
税金及附加	1,243.78	1,255.81	0.97	311.65	328.72	5.48
销售费用	1,586.96	1,700.37	7.15	599.02	639.26	6.72
管理费用	1,570.00	1,499.49	(4.49)	449.52	468.17	4.15
研发费用	232.83	245.40	5.40	62.92	59.51	(5.41)
财务费用	(197.71)	(199.34)	0.82	(42.40)	(38.01)	(10.35)
资产减值损失	68.03	65.80	(3.27)	0.00	0.00	-
公允价值变动收益	0.21	0.33	54.68	0.24	0.37	53.50
投资收益	42.83	29.44	(31.26)	0.00	0.29	-
营业利润	1,608.74	2,364.37	46.97	281.41	455.63	61.91
营业利润率(%)	10.97	15.42	4.45	7.35	11.12	3.77
营业外收入	13.59	14.65	7.81	2.66	1.20	(54.91)
营业外支出	50.61	9.33	(81.57)	0.27	0.99	271.31
利润总额	1,571.72	2,369.70	50.77	283.81	455.84	60.61
所得税	247.74	362.01	46.12	56.64	91.65	61.83
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	15.82	15.50	(0.32)	20.13	20.13	0.00
少数股东权益	268.30	328.57	22.46	61.90	99.44	60.64
归属于母公司净利润	1,055.68	1,679.12	59.06	165.28	264.75	60.19
归母净利率(%)	7.20	10.95	3.75	4.32	6.46	2.14
EPS (元/股)	0.37	0.60	59.06	0.06	0.09	60.19

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14,667	15,333	16,127	16,841	17,472
营业收入	14,667	15,333	16,127	16,841	17,472
营业成本	8,695	8,654	8,988	9,240	9,609
营业税金及附加	1,244	1,256	1,321	1,379	1,431
销售费用	1,587	1,700	1,955	2,043	2,107
管理费用	1,570	1,499	1,534	1,545	1,564
研发费用	233	245	258	268	278
财务费用	(198)	(199)	(93)	(108)	(116)
其他收益	108	87	40	40	60
资产减值损失	(68)	(66)	70	60	50
信用减值损失	(4)	(4)	10	10	10
资产处置收益	(6)	140	100	80	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	43	29	29	29	29
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,609	2,364	2,414	2,693	2,869
营业外收入	14	15	10	10	12
营业外支出	51	9	22	27	15
利润总额	1,572	2,370	2,402	2,676	2,866
所得税	248	362	391	422	433
净利润	1,324	2,008	2,012	2,254	2,433
少数股东损益	268	329	60	68	73
归母净利润	1,056	1,679	1,951	2,186	2,360
EBITDA	1,947	2,564	2,907	3,254	3,612
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.37	0.60	0.69	0.78	0.84

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	11,905	11,088	19,073	19,782	20,506
货币资金	7,454	6,486	14,033	15,078	15,056
应收账款	230	156	249	173	265
应收票据	1	1	1	1	1
存货	3,946	3,644	4,239	3,866	4,562
预付账款	136	136	146	144	158
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	139	665	404	520	463
非流动资产	11,242	12,659	11,873	12,048	13,340
长期投资	580	577	577	577	577
固定资产	7,395	7,519	7,454	7,419	8,799
无形资产	1,017	993	1,003	1,017	1,029
其他长期资产	2,249	3,569	2,839	3,035	2,935
资产合计	23,147	23,747	30,946	31,830	33,846
流动负债	7,127	6,831	8,950	8,709	9,466
短期借款	682	547	2,000	2,000	2,000
应付账款	1,292	1,233	1,389	1,307	1,497
其他流动负债	5,153	5,050	5,560	5,402	5,969
非流动负债	296	168	4,219	4,190	4,205
长期借款	0	6	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	296	161	219	190	205
负债合计	7,423	6,998	13,169	12,899	13,671
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	1,105	1,268	1,328	1,396	1,469
归属母公司股东权益	14,619	15,481	16,449	17,535	18,706
负债和股东权益合计	23,147	23,747	30,946	31,830	33,846

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,324	2,008	2,012	2,254	2,433
折旧摊销	681	655	756	818	1,069
营运资金变动	618	206	(31)	207	(44)
其他	(73)	(147)	551	(699)	(105)
经营活动现金流	2,549	2,722	3,288	2,580	3,353
资本支出	(962)	(1,272)	(455)	(655)	(2,450)
投资变动	(24)	(66)	35	0	0
其他	(1,874)	304	129	109	149
投资活动现金流	(2,861)	(1,034)	(290)	(546)	(2,301)
银行借款	142	(129)	5,446	0	0
股权融资	(664)	(1,348)	(983)	(1,101)	(1,188)
其他	232	194	86	112	114
筹资活动现金流	(290)	(1,283)	4,550	(989)	(1,074)
净现金流	(602)	405	7,547	1,045	(22)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	3.2	4.5	5.2	4.4	3.7
营业利润增长率(%)	57.0	47.0	2.1	11.6	6.5
归属于母公司净利润增长率(%)	63.7	59.1	16.2	12.0	7.9
息税前利润增长率(%)	100.9	50.7	12.7	13.2	4.4
息税折旧前利润增长率(%)	44.3	31.7	13.4	11.9	11.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	63.7	59.1	16.2	12.0	7.9
获利能力					
息税前利润率(%)	8.6	12.4	13.3	14.5	14.6
营业利润率(%)	11.0	15.4	15.0	16.0	16.4
毛利率(%)	40.7	43.6	44.3	45.1	45.0
归母净利润率(%)	7.2	11.0	12.1	13.0	13.5
ROE(%)	7.2	10.8	11.9	12.5	12.6
ROIC(%)	6.5	9.3	7.6	8.2	8.2
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.4)
流动比率	1.7	1.6	2.1	2.3	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	67.5	79.6	79.6	79.6	79.6
应付账款周转率	11.6	12.1	12.3	12.5	12.5
费用率					
销售费用率(%)	10.8	11.1	12.1	12.1	12.1
管理费用率(%)	10.7	9.8	9.5	9.2	9.0
研发费用率(%)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
财务费用率(%)	(1.3)	(1.3)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.0	1.2	0.9	1.2
每股净资产(最新摊薄)	5.2	5.5	5.8	6.2	6.6
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.7	21.2	18.2	16.3	15.1
P/B(最新摊薄)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.0	10.0	9.5	8.1	7.3
价格/现金流(倍)	13.9	13.1	10.8	13.8	10.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371