下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

燕京啤酒（000729.SZ）

向上的弹性与向下的支撑

公司评级

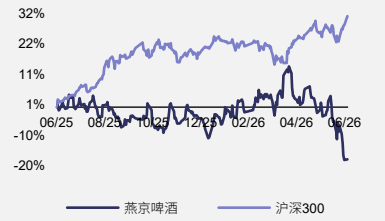
买入

当前价格 10.28 元

合理价值 14.91 元

前次评级 买入

相对市场表现



向上的弹性：内生积极性、U8 大单品、盈利能力天花板仍远

如何看待燕京改革带动积极性的提升？回顾公司十四五发展，“九大变革”带来公司内生积极变化，燕京是食饮行业中少有的 2025 年归母净利润能超越 2023 年市场预期的公司，可见改革对公司的赋能与影响。“九大变革”完成了思想引领、制度保障并推动员工坚定执行，当前燕京内部人效持续提升、部分指标接近行业龙头，同时人均薪酬的持续提升也激励员工持续奋进享受发展红利。

如何看待 U8 大单品的天花板？从 Beta 角度这是行业高端化赋予燕京增长的空间，从 Alpha 角度，燕京 U8 产品品质突出、“小度酒，大滋味”迎合啤酒消费趋势，同时燕京 U8 作为唯一大单品对内部产品存在虹吸效应，全国化打远期品想象空间，预计 U8 大单品天花板将高于行业一般认知。

如何看待公司弱势区域突破与盈利能力空间？拆解燕京报表对标龙头依然有 5pct 以上提升空间，同时从子公司角度来看，漓泉啤酒极强的盈利能力打开了公司整体盈利天花板，燕京 U8 单品引领的全国化有望使公司弱势区域净利率更高，人效亦有提升空间，燕京盈利能力距“天花板”尚早。

向下的支撑：盈利预期支撑估值，分红率具备提升潜力。受短期数据不佳扰动市场情绪，过去 1 个月食饮呈现普跌态势，燕京是食饮板块中少有的年内上修盈利预测的公司，当前燕京估值处于啤酒以及食饮板块内的相对低位，未来随着逐季业绩兑现我们认为当前估值已进入底部区间，远期来看公司分红率仍有较大提升空间、值得期待。

盈利预测和投资建议。维持此前盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年营收同比+6.2%/5.3%/4.1%至 162.9/171.5/178.6 亿元，归母净利润同比+25.1%/17.8%/12.4%至 21.0/24.8/27.8 亿元，当前股价对应 PE 为 14/12/10x，考虑到当前板块平均估值与公司成长性领先行业，给予公司 2026 年 20xPE，对应合理价值为 14.91 元/股，维持“买入”评级。

风险提示。产品结构升级低预期，降本增效低预期，行业竞争加剧等。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,667	15,333	**16,286**	17,151	17,861
增长率（%）	3.2%	4.5%	**6.2%**	5.3%	4.1%
EBITDA	2,127	2,720	**3,423**	3,894	4,282
归母净利润	1,056	1,679	**2,101**	2,475	2,782
增长率（%）	63.7%	59.1%	**25.1%**	17.8%	12.4%
EPS（元/股）	**0.37**	**0.60**	**0.75**	**0.88**	**0.99**
市盈率（P/E）	32.1	18.9	**13.7**	11.7	10.4
ROE（%）	7.2%	10.8%	**12.8%**	14.2%	15.0%
EV/EBITDA	12.8	9.5	**6.2**	5.0	4.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn

郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

相关研究

燕京啤酒（000729.SZ）:U8 高增助力 26Q1 开门红	2026-04-24
燕京啤酒（000729.SZ）:U8 引领增长，“十四五”如期收官	2026-04-15
燕京啤酒（000729.SZ）：“十五五”迎来开门红	2026-04-03

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、向上的弹性：内生积极性、U8 大单品、盈利能力天花板仍远.....4
（一）如何看待燕京改革带动积极性的提升？.....4
（二）如何看待 U8 大单品的天花板？.....7
（三）如何看待公司弱势区域突破与盈利能力空间？.....9
二、向下的支撑：盈利预期支撑估值，分红率具备提升潜力.....12
（一）当前估值已至低位、板块内对比具备极高性价比.....12
（二）啤酒企业提升分红率是企业经营客观规律决定的，燕京啤酒亦不例外.....14
三、盈利预测和投资建议.....15
四、风险提示.....15
（一）产品结构升级低预期.....15
（二）降本增效低预期.....15
（三）行业竞争加剧.....15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：近年燕京啤酒年报中持续强调改革重要性....4
图 2：燕京啤酒近年归母净利润及归母净利率....4
图 3：燕京啤酒 2025 年归母净利润达成度在食饮板块内居于前列....4
图 4：燕京啤酒九大变革梳理....5
图 5：啤酒企业近年人均薪酬表现（万元/年）....6
图 6：啤酒企业销售人员近年人均薪酬表现（万元/年）....6
图 7：主要食饮公司 2021-2025 年期间人均薪酬变化情况....6
图 8：主要啤酒企业近年销量增长情况....7
图 9：燕京啤酒非啤酒业务营收近年持续增长....7
图 10：燕京 U8 近年销量表现....7
图 11：燕京啤酒啤酒业务吨价（元/千升）相对较低....7
图 12：主要啤酒企业近年啤酒业务吨酒价增速表现....8
图 13：U8 对公司总量有明显拉动作用....8
图 14：燕京非华南地区营收均有较好增长....8
图 15：2017-2025 年燕京啤酒不同区域营收增速情况....8
图 16：啤酒企业 2025 较 2021 年盈利对比（百万元）....10
图 17：啤酒企业 2025 较 2021 年销量对比（万千升）....10
图 18：青岛啤酒 2025 年不同区域对外交易收入及盈利能力情况....11
图 19：主要啤酒企业人均 EBIT 和人均创利情况....11
图 20：主要啤酒企业职工薪酬占营收比....11
图 21：燕京啤酒近年员工数量情况....11
图 22：燕京啤酒近年辞退福利居于高位....11
图 23：5 月社零高基数之上单月同比负增长....12
图 24：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司年初至今以及近 20 天涨跌幅情况....12
图 25：主要啤酒企业 Wind 一致预期 PE 情况....13
图 26：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司 2026 年 Wind 一致预期对应 PE....13
图 27：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司 2026 年 Wind 一致预期归母净利润变化情况....13
图 28：主要啤酒企业近年分红率表现....14
图 29：主要啤酒企业动态股息率....14
图 30：主要啤酒企业（经营性净现金流-Capex）/净利润表现....14
图 31：主要啤酒企业 ROE 对比....14

表 1：燕京啤酒人员效率提升明显....5
表 2：主要啤酒企业 2025 年较 2021 年利润表对比情况（百万元）....9
表 3：燕京啤酒分子公司盈利能力拆分....10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、向上的弹性：内生积极性、U8 大单品、盈利能力天花板仍远

（一）如何看待燕京改革带动积极性的提升？

回顾燕京啤酒十四五改革，经营结果显著超预期。过去数年燕京啤酒持续推动“九大变革”带来内生变化，自 2022 年耿超董事长上任以来燕京啤酒年报中提及改革与变革的次数显著增长，由此可见公司对改革的重视程度，多重举措推动公司盈利能力一扫阴霾、持续快速增长突破前高，我们复盘 2023 年中报发布后时市场对食品饮料主要公司 2025 年的盈利预测情况，可见较多企业甚至难以达成彼时市场对 2025 年归母净利润预测的最低值，燕京啤酒和东鹏饮料为板块内唯二 2025 年实际归母净利润超越 2023 年预测最高值的公司，其中燕京啤酒达成度最为领先，可见改革带来的变化显著超过资本市场预期。

图 1：近年燕京啤酒年报中持续强调改革重要性

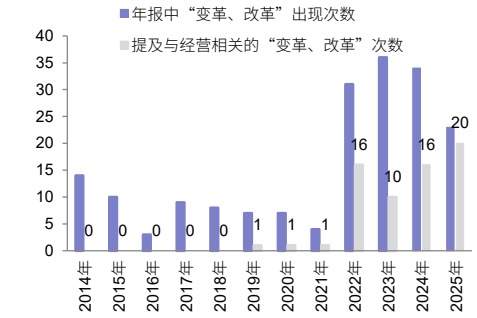
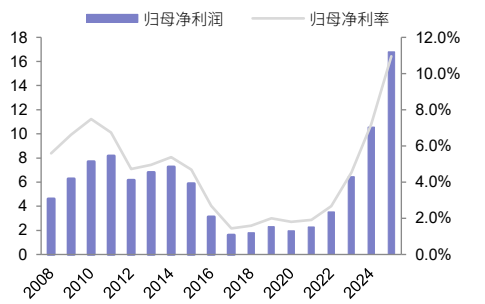
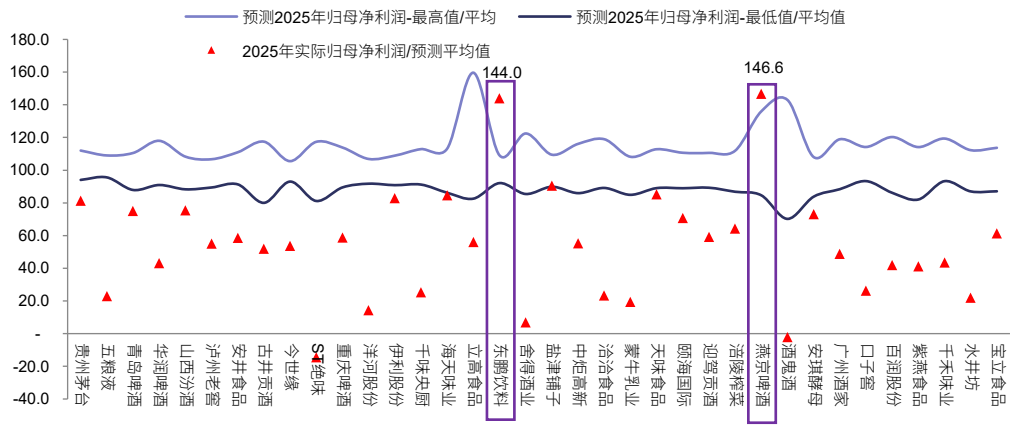


图 2：燕京啤酒近年归母净利润及归母净利率（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3：燕京啤酒 2025 年归母净利润达成度在食饮板块内居于前列



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，Wind 一致预期预测时间选用 2023/9/10，选择食品饮料行业评级机构数超 25 家的公司，为方便对比使用彼时 2025 年 Wind 一致预期归母净利润平均值作为 100 进行标准化

九大变革提升积极性的内在逻辑：思想引领、制度保障、坚定执行。燕京啤酒的十四五完成了从试水改革到坚信改革的转变，思想引领解决改革道路自信与内部信心，文化变革强调“二次创业、复兴燕京”的愿景；在制

下载日志已记录，仅供内部参考

度层面公司“加减”并用，“减”的是复杂决策流程与冗余的董事会席位，“加”的是制度保障与完善的总部职能，近年年报多次强调“能者上、庸者下”，通过制度管人改变过去人情管人的现状；在执行方面生产采用集约化生产、新增区域销售公司推进产销分离，总部引导营销思路、运营逻辑与生产效率提升，带动公司全面发展。

图 4：燕京啤酒九大变革梳理



数据来源：北京国资委订阅号、广发证券发展研究中心整理

人员效率全面提升，对标龙头不遑多让。从人均效率来看，燕京 2025 年整体人效/销售人均销量/生产人员销量分别是青啤的 80%/86%/89%，而 2020 年则仅为 58%/50%/70%，其中生产人员人均啤酒销量同比+99.0%至 495.8 千升/人，销售人员人均啤酒销量同比+29.0%至 611.4 千升/人，燕京啤酒人均产销效率在“十四五”期间取得极快增长，可见公司内部改革有效提升了人员积极性与效率、当前燕京已接近行业领先水平。

表 1：燕京啤酒人员效率提升明显

对比项目		燕京啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	华润啤酒
员工人数（人）	2020	27984	35678	6676	4562	27000
	2025	19412	29257	6649	4564	24099
	变化幅度	**-30.6%**	**-18.0%**	-0.4%	0.0%	-10.7%
销量（万千升）	2020	353	782	242	120	1110
	2025	405	765	300	146	1103
	变化幅度	14.7%	-2.2%	**23.6%**	**21.9%**	-0.6%
人均啤酒销量（千升/人）	2020	126	219	363	263	411
	2025	209	261	450	320	458
	变化幅度	**65.3%**	19.3%	**24.1%**	21.9%	11.3%
生产人员人均啤酒销量（千升/人）	2020	249.1	497.2	1258.4	558.9	
	2025	495.8	577.8	1713.5	585.0	
	变化幅度	**99.0%**	16.2%	**36.2%**	4.7%	
销售人员人均啤酒销量（千升/人）	2020	474.1	680.5	835.1	1344.6	
	2025	611.4	688.3	969.9	1743.0	

下载日志已记录，仅供内部参考

	变化幅度	**29.0%**	1.1%	16.1%	**29.6%**
其他人员人均啤酒销量（千升/人）	2020	557.7	924.6	1311.5	787.0
	2025	879.6	1560.3	1652.1	1193.8
	变化幅度	**57.7%**	**68.8%**	26.0%	51.7%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

思想统一、激励到位，员工迸发工作积极性。燕京啤酒在人均效率提升的同时，人均薪酬亦有明显提升，静态角度来看 2025 年燕京啤酒员工平均薪酬为 15.7 万元/年，尽管相较其他 A 股上市公司啤酒企业人均薪酬仍有提升空间，但在 2021-2025 年期间燕京人均薪酬年均增长 11.0%、显著高于同行，销售人员人均薪酬亦有相同表现，公司九大变革中首先强调思想引领与文化变革，精神层面统一思想、制度层面保障实施、执行层面凝练打法，最终每一位燕京员工的薪酬表现亦匹配公司增长、享受公司发展红利，带来公司员工积极性的全面提升，我们认为这会具象化在公司一线的 C 端营销与工作积极性上。

图 5：啤酒企业近年人均薪酬表现（万元/年）

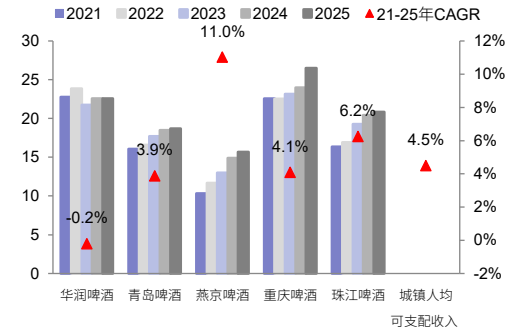
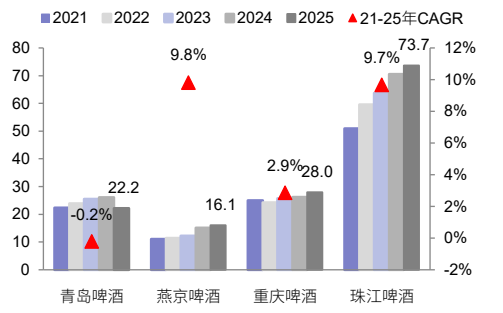
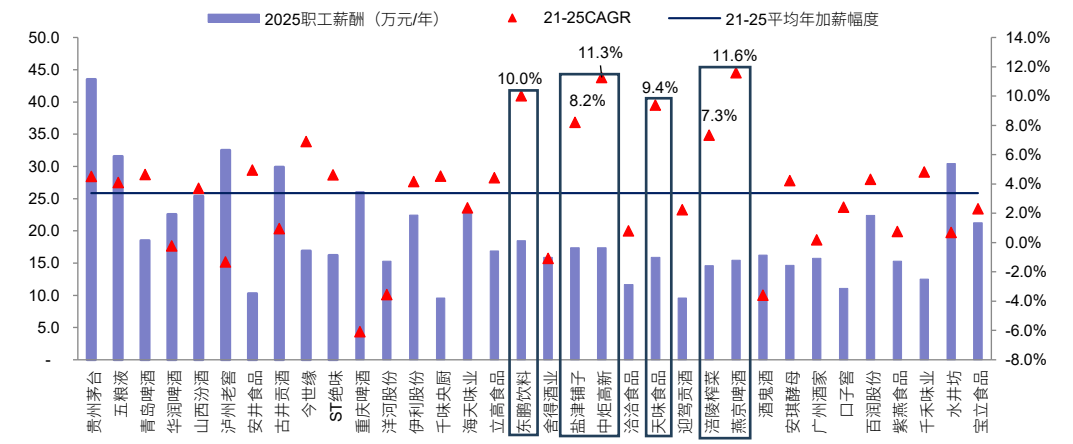


图 6：啤酒企业销售人员近年人均薪酬表现（万元/年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，销售人员薪酬使用销售费用中的职工薪酬除以销售人员数量计算

图 7：主要食饮公司 2021-2025 年期间人均薪酬变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

燕京近年啤酒销售与其他业务增长均是积极性提升的具象化展示。尽管近年啤酒行业销售整体承压，但是燕京

下载日志已记录，仅供内部参考

啤酒在 2021 年后销量保持连续稳定增长，参考其他啤酒企业销量表现、可见 2024 年行业经营压力较多、T5 啤酒企业中仅燕京啤酒销量正增长，燕京啤酒销量的持续增长是员工积极性的例证，同时从非啤酒业务角度来看，过去数年燕京啤酒的非啤酒业务处于“拉抽屉”状态，增长与下滑互现，在 2022 年后非啤酒业务持续稳定快速增长，可以看出改革全方位调动了公司内部积极性。

图 8：主要啤酒企业近年销量增速情况

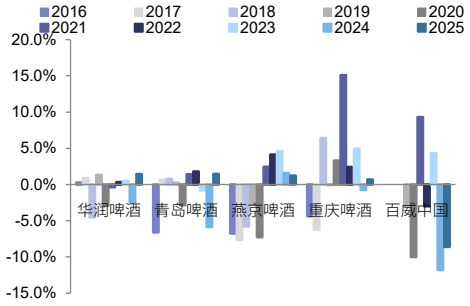
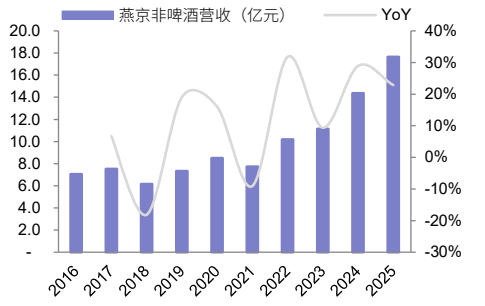


图 9：燕京啤酒非啤酒业务营收近年持续增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）如何看待 U8 大单品的天花板？

燕京 U8 近年持续快速增长，是 Beta 与 Alpha 的结合。

从 Beta 角度来看，燕京同样与其他啤酒公司坐拥较多基地市场，但是公司啤酒业务吨价在 2025 年仅为 3348 元、显著低于 A 股其他啤酒公司，由此可见公司 405.3 万千升销量中具备较大消费升级空间，这是中国啤酒行业 2018 年以来的升级红利，燕京啤酒近年吨酒价表现亦好于其他公司。

从 Alpha 角度，首先，燕京 U8 是一款好产品，“小度酒、大滋味”的产品特色迎合了年轻人消费喜好，同时也符合全球啤酒发展走向“淡爽”的风味特点；其次，燕京 U8 在 2025 年实现销量 90 万千升、内部销量占比达到 22.2%，考虑到公司重要子公司广西漓泉啤酒（2025 年营收 40.5 亿、占公司营收的 26.4%）销售漓泉 1998 而非燕京 U8，则 U8 占燕京内部非漓泉销量比或近 30%，但公司不同于其他啤酒公司的产品矩阵发展、燕京 U8 尚未与其他产品形成矩阵，预计定价 8-10 元的燕京 U8 对 6-8 元和 10+元价格带均有虹吸效应；再者，燕京当前内部积极性使得产品全国化成为可能、全链路营销效果更优，带来燕京 U8 的快速增长。

图 10：燕京 U8 近年销量表现

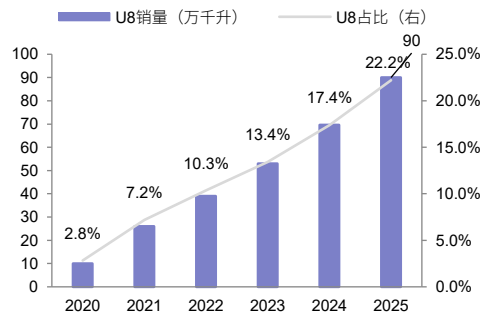
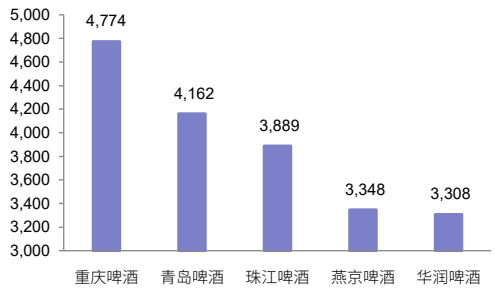


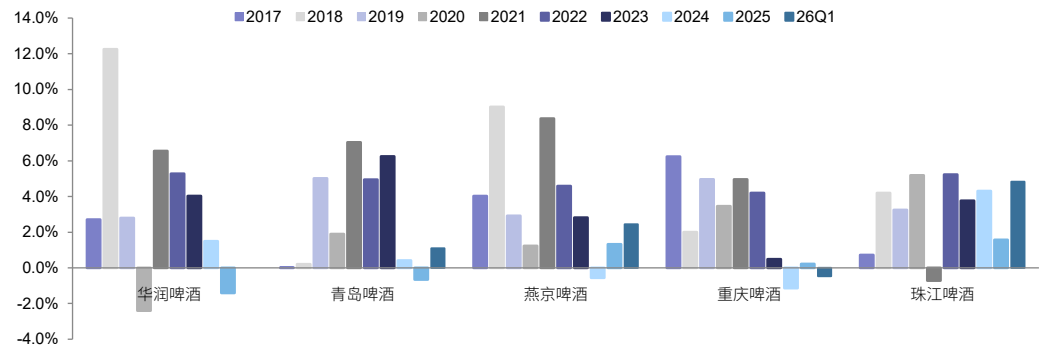
图 11：燕京啤酒啤酒业务吨价（元/千升）相对较低



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：主要啤酒企业近年啤酒业务吨酒价增速表现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，2017-2025 年使用啤酒业务吨价、26Q1 使用整体营收计算吨营收

U8 不仅是结构升级的内部替代，更是全国化的重要抓手。通过复盘燕京 U8 每年的销量增长绝对值与总销量增长情况来看，U8 过去几年的高速增长不仅是内部替代的结果、内部替代式结构升级将带动单品增长而非总量增长，前文我们通过较多企业 2024 年销量下滑的表现推断 2024-2025 年中国啤酒市场需求承压，燕京 U8 这两年的高速增长是支撑燕京对冲行业需求下滑的抓手，而从区域角度来看，燕京 U8 的出现不仅带动华北地区在十四五期间有较好增长，华东、西北等地区也开始加速增长。

图 13：U8 对公司总量有明显拉动作用（万千升）

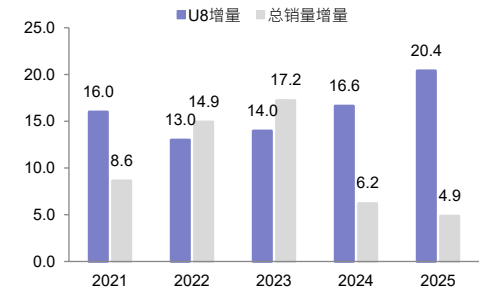
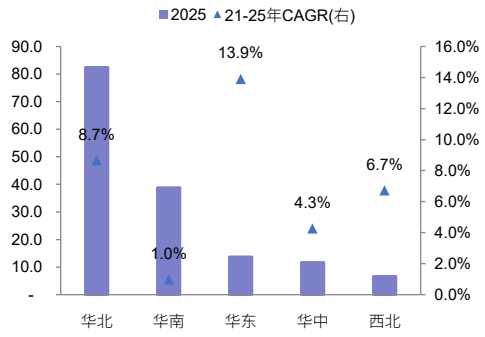
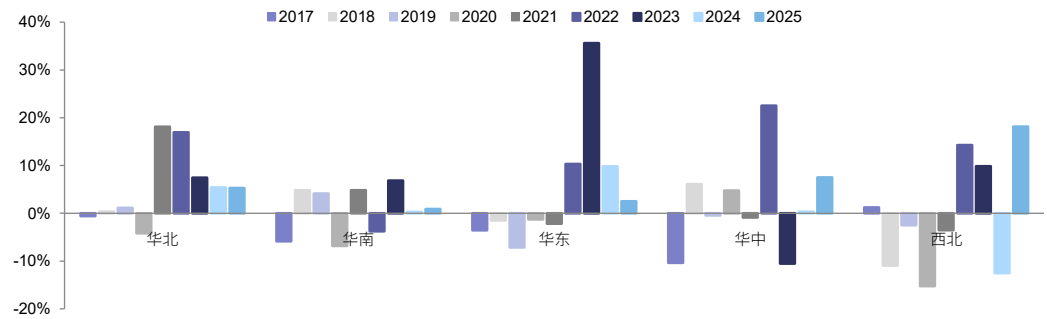


图 14：燕京非华南地区营收均有较好增长（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 15：2017-2025 年燕京啤酒不同区域营收增速情况



数据来源：CNKI、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）如何看待公司弱势区域突破与盈利能力空间？

报表拆解：“十四五”燕京啤酒实现跨越式发展。对比 2025 年和 2021 年主要啤酒企业利润表，可见大部分啤酒企业均呈现量价齐升的趋势，毛利增长是归母净利润增长的主要来源，相较其他啤酒企业、燕京毛利增长对扣非 EBIT 增长的贡献度仅次于青岛啤酒、高于华润和重啤，可见公司在费用端亦有较好压降，带动盈利能力快速提升，但相较华润和青啤的扣非 EBIT Margin 有 5pct 以上提升空间（重庆啤酒主要受少数股东损益影响导致归母利润少于公司整体盈利），未来 U8 持续增长与公司治理水平提升有望抹平燕京啤酒与龙头的差异。

表 2：主要啤酒企业 2025 年较 2021 年利润表对比情况（百万元，万千升，元/千升）

公司	对比项目	2021	2025	变化幅度	变化绝对值
燕京啤酒	营收	11,961.0	15,333.0	28.2%	3,372.0
	销量	362.1	405.3	11.9%	43.2
	啤酒业务吨酒价	3,089.8	3,347.6	8.3%	
	啤酒业务吨成本	1,886.8	1,803.4	-4.4%	
	毛利	4,598.1	6,679.1	45.3%	2,081.0
	毛利率	*38.4%*	*43.6%*	*5.1*	
	EBIT	330.3	2,026.0	513.3%	1,695.6
	EBIT Margin	*2.8%*	*13.2%*	*10.5*	
华润啤酒	营收	33,387.0	37,985.0	13.8%	4,598.0
	销量	1,106.0	1,103.0	-0.3%	-3.0
	啤酒业务吨酒价	3,018.7	3,443.8	14.1%	
	啤酒业务吨成本	1,836.6	1,902.2	3.6%	
	毛利	13,074.0	16,360.0	25.1%	3,286.0
	毛利率	*39.2%*	*43.1%*	*3.9*	
	经调 EBIT*	4,652.0	7,453.0	60.2%	2,801.0
	经调 EBIT Margin	*13.9%*	*19.6%*	*5.7*	
青岛啤酒	营收	30,166.8	32,473.5	7.6%	2,306.7
	销量	793.0	764.8	-3.6%	-28.2
	啤酒业务吨酒价	3,741.8	4,227.2	13.0%	
	啤酒业务吨成本	2,367.6	2,425.6	2.5%	
	毛利	11,075.7	13,588.3	22.7%	2,512.7
	毛利率	*36.7%*	*41.8%*	*5.1*	
	EBIT	3,479.8	5,544.3	59.3%	2,064.5
	EBIT Margin	*11.5%*	*17.1%*	*5.5*	
重庆啤酒	营收	13,119.3	14,721.9	12.2%	1,602.6
	销量	278.9	299.5	7.4%	20.6
	啤酒业务吨酒价	4,601.5	4,773.6	3.7%	
	啤酒业务吨成本	2,238.5	2,414.5	7.9%	
	毛利	6,683.0	7,489.8	12.1%	806.9
	毛利率	*50.9%*	*50.9%*	*-0.1*	
	EBIT	2,875.1	3,233.7	12.5%	358.6
	EBIT Margin	*21.9%*	*22.0%*	*0.1*	

数据来源：CNKI、广发证券发展研究中心，华润啤酒经调 EBIT 是业绩展示材料披露值，

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：啤酒企业 2025 较 2021 年盈利对比（百万元）

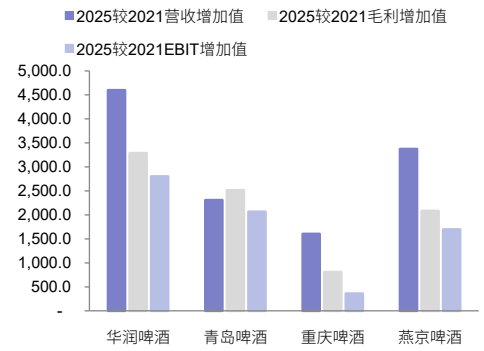
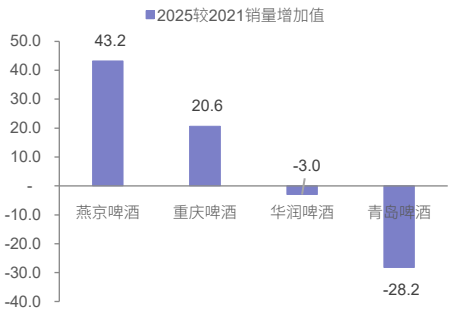


图 17：啤酒企业2025较2021年销量对比（万千升）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

分子公司拆解：考虑漓泉啤酒极强的盈利能力，燕京啤酒盈利能力有望超越传统啤酒龙头。参考青啤 2025 年分区域盈利情况可见，对于啤酒行业来说高市占率地区是啤酒企业的利润来源，低市占率尤其是均势竞争区域净利率普遍偏低，而燕京啤酒坐拥北京、内蒙古、冀北和广西等核心市场，燕京在广西的核心子公司漓泉啤酒具备较强自主经营权、2025 年销售净利率已达 20.6%，尽管燕京啤酒对其持股仅有 75.8%，但非漓泉子公司有望对标甚至超过华润啤酒和青岛啤酒等龙头，主要系当前燕京 U8 带动公司实现完全不同的全国化发展道路，燕京新兴市场以定价 8-10 元甚至更高的 U8 引领增长、预计新兴市场净利率在营收规模相对较小时亦能维持高位，公司净利率有望超越市场对啤酒行业净利率天花板在 15%的一般认知。

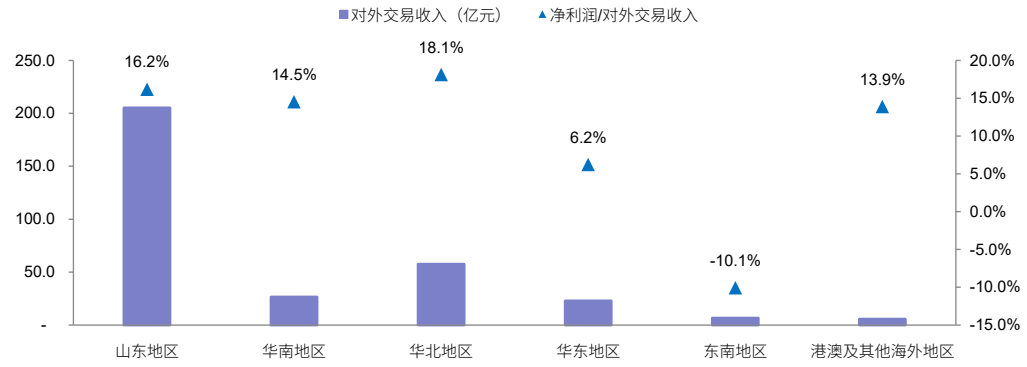
表 3：燕京啤酒分子公司盈利能力拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
漓泉啤酒								
营业收入（百万元）	3656	3901	3740	3991	3826	4065	4050	4048
YoY	14.3%	6.7%	-4.1%	6.7%	-4.1%	6.2%	-0.4%	0.0%
净利润（百万元）	409	456	518	546	539	692	774	835
YoY	24.6%	11.4%	13.7%	5.4%	-1.2%	28.4%	11.9%	7.8%
净利率	11.2%	11.7%	13.9%	13.7%	14.1%	17.0%	19.1%	20.6%
燕京啤酒-合并利润表								
营业收入（百万元）	11344	11468	10928	11961	13202	14213	14667	15333
YoY	1.3%	1.1%	-4.7%	9.4%	10.4%	7.7%	3.2%	4.5%
净利润（百万元）	224	263	285	293	549	855	1324	2008
YoY	29.9%	17.6%	8.1%	2.8%	87.5%	55.7%	54.9%	51.6%
净利率	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	4.2%	6.0%	9.0%	13.1%
非漓泉子公司（燕京啤酒-漓泉啤酒）								
营业收入（百万元）	7687	7567	7189	7970	9376	10148	10617	11285
YoY	-3.9%	-1.6%	-5.0%	10.9%	17.6%	8.2%	4.6%	6.3%
净利润（百万元）	-185	-192	-233	-253	10	163	550	1173
YoY	18.7%	4.0%	21.4%	8.5%	104.0%	1522.3%	237.7%	113.3%
净利率	-2.4%	-2.5%	-3.2%	-3.2%	0.1%	1.6%	5.2%	10.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：青岛啤酒 2025 年不同区域对外交易收入及盈利能力情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

除 U8 与全国化贡献盈利外，费用端依然存在优化空间。尽管近年燕京啤酒人员数量持续回落，同时辞退福利常年居于高位可见公司主动优化内部人效的决心，但公司内部人均创利依然低于其他啤酒企业，同时员工薪酬占比依然相对较高，考虑到公司当前仍处于经营效率提升阶段、管理费用率等亦处于相对高位，我们预计后续随着改革措施逐渐显现成效、公司费用率有望持续压降。

图 19：主要啤酒企业人均 EBIT 和人均创利情况

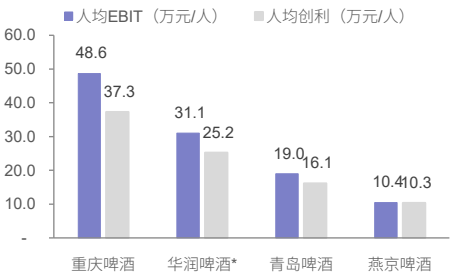
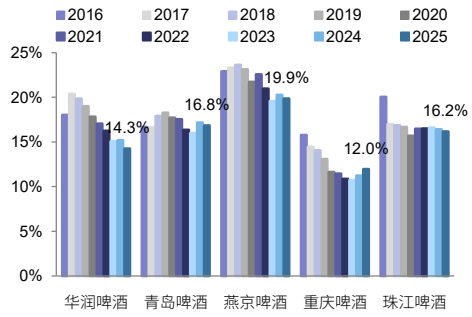


图 20：主要啤酒企业职工薪酬占营收比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，人均 EBIT=EBIT/员工总数，人均创利=净利润/员工总数，华润啤酒使用经调 EBIT 和加回商誉减值的净利润

人在草木间

图 21：燕京啤酒近年员工数量情况（人）

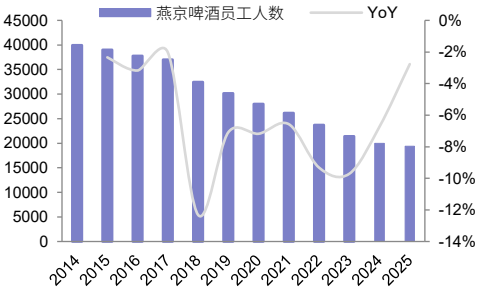
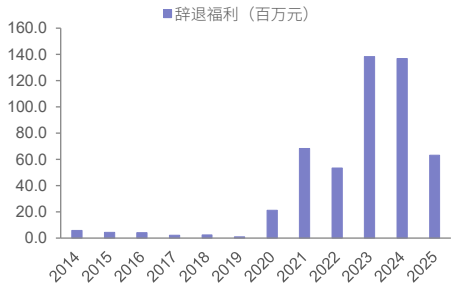


图 22：燕京啤酒近年辞退福利居于高位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

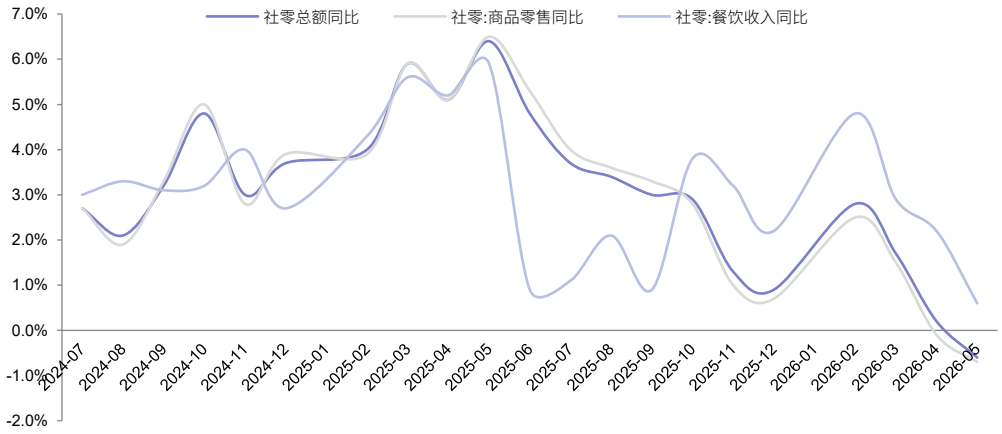
下载日志已记录，仅供内部参考

二、向下的支撑：盈利预期支撑估值，分红率具备提升潜力

（一）当前估值已至低位、板块内对比具备极高性价比

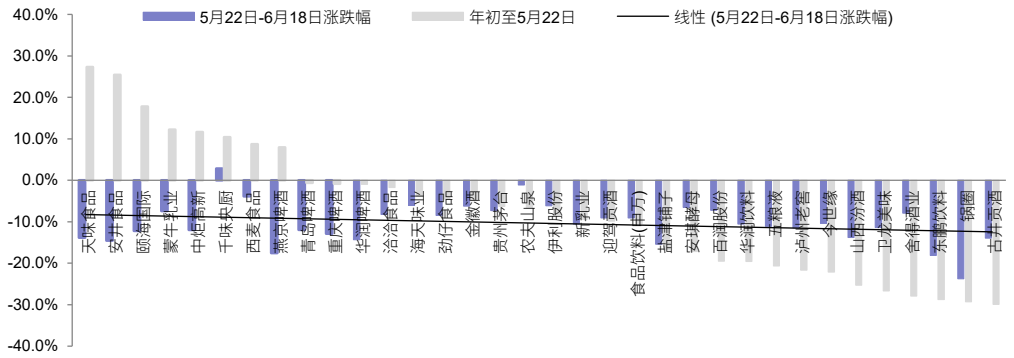
5 月社零数据承压带动食饮板块整体回调。考虑到去年 5 月社零基数较高、市场此前对 5 月社零预期相对较低，这带动过去一个月食品饮料板块内呈现出普跌态势，其中与餐饮链相关公司如天味食品、安井食品、燕京啤酒等近 20 天回撤较大，燕京年初至今超额有所回撤。

图 23：5 月社零高基数之上单月同比负增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 24：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司年初至今以及近 20 天涨跌幅情况



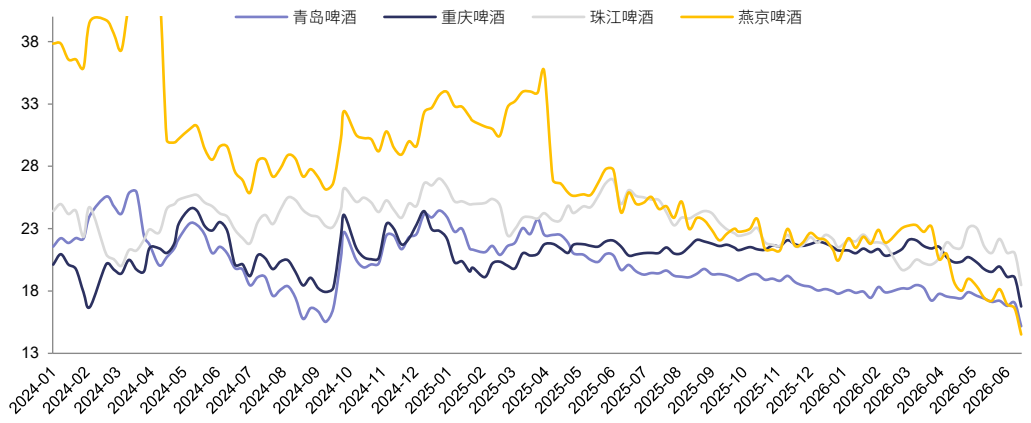
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2026E 估值处于板块底部，盈利预测稳定性是估值底部的重要支撑。随着近期下跌，燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒 4 家主要 A 股啤酒公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 分别为 14.5/15.2/16.8/18.5x，燕京啤酒经营性利润成长性领先行业但在 A 股啤酒板块中 2026 年预测估值最低，我们认为这其中主要系短期情绪扰动带来股价错杀，从食品饮料板块内部来看，考虑到盈利预测准确性以及市场关注度情况，选择超 20 家机构覆盖的食品饮料公司对比其 2026 年 Wind 一致预期 PE，当前均值为 17.2x，且估值稳定的前提是盈利预测的稳定，燕京啤酒是食饮板块内少数当前盈利预测较 2025 年末存在上修的公司，随着后续逐季业绩兑现，我们认

下载日志已记录，仅供内部参考

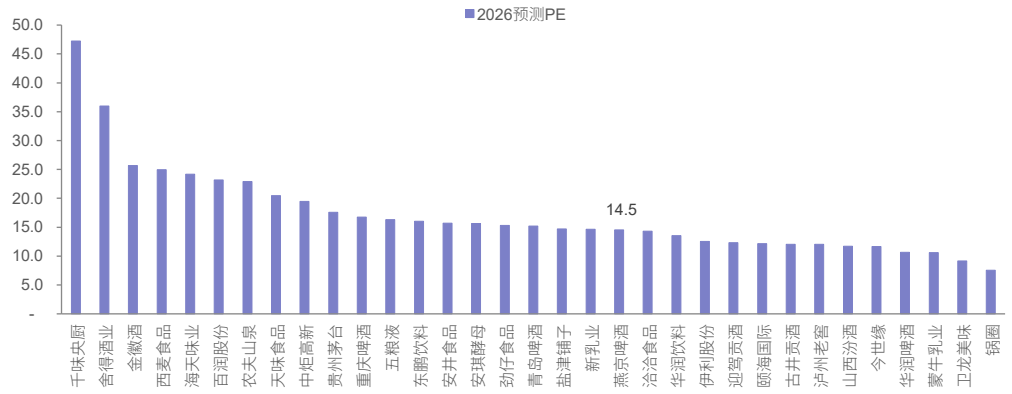
为燕京啤酒当前估值已处于底部区间。

图 25：主要啤酒企业 Wind 一致预期 PE 情况



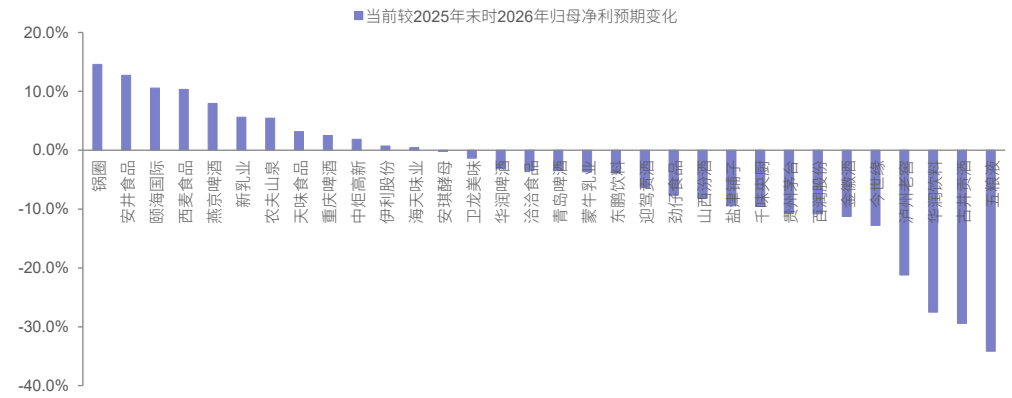
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 26：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司 2026 年 Wind 一致预期对应 PE



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 27：超 20 家机构覆盖的食品饮料公司 2026 年 Wind 一致预期归母净利润变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，使用 2025/12/31 和 2026/6/21 的 2026 年 Wind 一致预期计算预期变化情况

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）啤酒企业提升分红率是企业经营客观规律决定的，燕京啤酒亦不例外

啤酒企业提高分红率具备必然性。啤酒行业得益于稳定的竞争格局以及前五大公司的高市占率，具备较好股息率投资价值，近年来除重庆啤酒保持 100%分红外，华润啤酒与青岛啤酒均不断提升分红率，燕京啤酒和珠江啤酒分红率则保持相对稳定，我们认为这一方面是不同公司面对的发展阶段不同，部分企业仍有在投 Capex，尽管部分 Capex 并非与啤酒产能投放与技改相关、但依然对现金流造成占用，另一方面也是时间问题、企业需要时间去寻找并做出符合股东长期利益的决策，我们认为啤酒行业未来分红率有望稳步提升，燕京啤酒分红率亦有提升空间，分红率上升后对公司远期估值将形成一定支撑。

图 28：主要啤酒企业近年分红率表现

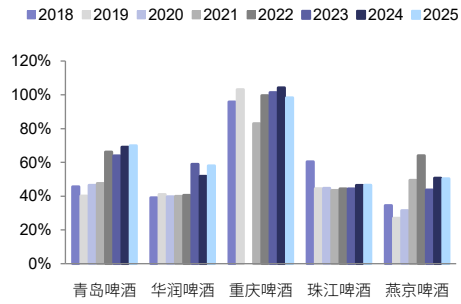
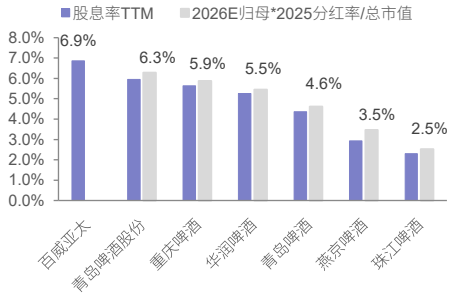


图 29：主要啤酒企业动态股息率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，盈利预测使用 Wind 一致预期

图 30：主要啤酒企业（经营性净现金流-Capex）/净利润表现

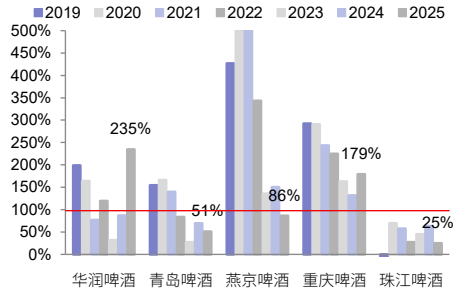
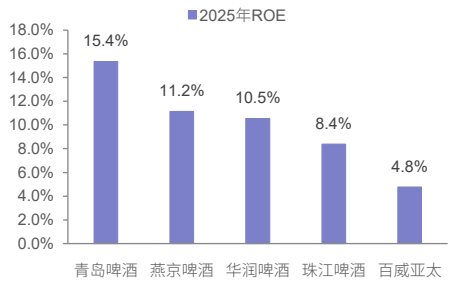


图 31：主要啤酒企业ROE对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

三、盈利预测和投资建议

盈利预测和投资建议。维持此前盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年营收同比+6.2%/5.3%/4.1%至 162.9/171.5/178.6 亿元，归母净利润同比+25.1%/17.8%/12.4%至 21.0/24.8/27.8 亿元，当前股价对应 PE 为 14/12/10x，考虑到当前板块平均估值与公司成长性领先行业，给予公司 2026 年 20xPE，对应合理价值为 14.91 元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

（一）产品结构升级低预期

燕京 U8 与新品燕京 A10 是公司重要大单品，也是公司收入端量价增长的核心来源，若产品全国化进度低预期会带动公司收入增速放缓，进而影响当前盈利预测准确性。

（二）降本增效低预期

公司改革推进经营效率提升，费用率下降节奏或受多种因素影响，若降本增效进度低于预期会使得公司费用率下降幅度低预期，进而影响当前盈利预测。

（三）行业竞争加剧

行业竞争加剧会使得公司收入增长承压、费用投入加大，进而影响当前盈利预测的准确性。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**11,905**	**11,088**	**12,292**	**14,118**	**16,152**
货币资金	7,454	6,486	7,980	9,744	11,730
应收及预付	366	292	360	362	360
存货	3,946	3,644	3,764	3,804	3,834
其他	139	665	188	208	228
非流动资产总额	**11,242**	**12,659**	**12,376**	**12,018**	**11,604**
长期股权投资	580	577	577	577	577
固定资产	7,395	7,519	7,177	6,874	6,560
在建工程	348	601	701	701	651
使用权资产	38	20	20	20	20
无形资产	1,017	993	943	893	843
其他	1,863	2,949	2,958	2,953	2,953
资产总额	**23,147**	**23,747**	**24,668**	**26,135**	**27,756**
流动负债总额	**7,127**	**6,831**	**6,441**	**6,477**	**6,489**
短期借款	682	547	300	200	100
应付及预收	3,004	2,788	2,721	2,837	2,929
其他	3,441	3,496	3,420	3,440	3,460
非流动负债总额	**296**	**168**	**130**	**100**	**70**
长期借款	0	6	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	296	161	130	100	70
负债总额	**7,423**	**6,998**	**6,571**	**6,577**	**6,559**
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
其他	11,800	12,662	13,608	14,598	15,710
归母权益合计	14,619	15,481	16,426	17,416	18,529
少数股东权益	1,105	1,268	1,671	2,142	2,668
负债和股东权益	**23,147**	**23,747**	**24,668**	**26,135**	**27,756**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**14,667**	**15,333**	**16,286**	**17,151**	**17,861**
营业成本	8,695	8,654	8,857	9,129	9,326
营业税金及附加	1,244	1,256	1,319	1,381	1,429
销售费用	1,587	1,700	1,794	1,885	1,975
管理费用	1,570	1,499	1,440	1,411	1,407
研发费用	233	245	241	249	250
财务费用	-198	-199	-168	-214	-264
资产信用减值损失	-72	-69	-35	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	43	29	45	45	45
营业利润	**1,609**	**2,364**	**2,938**	**3,450**	**3,878**
营业外收支	-37	5	8	8	0
利润总额	1,572	2,370	2,946	3,458	3,878
所得税费用	248	362	442	512	570
合并净利润	**1,324**	**2,008**	**2,504**	**2,946**	**3,308**
少数股东损益	268	329	403	471	526
归母净利润	**1,056**	**1,679**	**2,101**	**2,475**	**2,782**
EPS（元/股）	0.37	0.60	0.75	0.88	0.99

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**2,549**	**2,722**	**2,861**	**3,692**	**4,045**
合并净利润	1,324	2,008	2,504	2,946	3,308
折旧摊销	681	655	682	693	703
营运资金变动	648	348	-299	75	64
其他	0	0	39	0	0
投资活动现金流净额	**-2,861**	**-1,034**	**4,994**	**-305**	**-255**
资本性开支	-931	-1,236	-400	-350	-300
投资	0	0	-10	-20	-20
其他	-1,930	201	5,404	65	65
融资活动现金流净额	**-290**	**-1,283**	**-1,472**	**-1,622**	**-1,804**
股本融资	37	1	0	0	0
债权融资	142	-287	-275	-100	-100
股利分配与偿付利息	-450	-978	-1,168	-1,492	-1,674
其他	-19	-18	-29	-30	-30
现金净增加额	**-602**	**405**	**6,384**	**1,764**	**1,986**
期初现金余额	**1,793**	**1,191**	**1,596**	**7,980**	**9,744**
期末现金余额	**1,191**	**1,596**	**7,980**	**9,744**	**11,730**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	3.2%	4.5%	6.2%	5.3%	4.1%
营业利润增长率	57.0%	47.0%	24.3%	17.4%	12.4%
归母净利增长率	63.7%	59.1%	25.1%	17.8%	12.4%
获利能力					
毛利率	40.7%	43.6%	45.6%	46.8%	47.8%
净利率	9.0%	13.1%	15.4%	17.2%	18.5%
ROE	7.2%	10.8%	12.8%	14.2%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	32.1%	29.5%	26.6%	25.2%	23.6%
有息负债率	2.9%	2.3%	1.2%	0.8%	0.4%
流动比率	1.7	1.6	1.9	2.2	2.5
利息保障倍数	33.3	180.9	215.6	426.8	795.3
营运能力					
应收账款周转率	67.5	79.6	70.6	73.5	78.3
存货周转率	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	6.7	7.0	7.1	7.1	7.1
每股指标					
每股收益	0.37	0.60	0.75	0.88	0.99
每股净资产	5.19	5.49	5.83	6.18	6.57
每股经营现金流	0.90	0.97	1.02	1.31	1.44
估值比率					
PE	32.1	18.9	13.7	11.7	10.4
PB	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.8	9.5	6.2	5.0	4.0

下载日志已记录，仅供内部参考

广发食品饮料研究小组

符　蓉　：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝宇新　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡　慧　：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅　：资深分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙　：资深分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

周　源　：资深分析师，理学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

谌保罗　：高级分析师，金融学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002
SFC CE No. BWC944
furong@gf.com.cn



郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010
SFC CE No. BVZ687
haoyuxin@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司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，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与安井食品(02648)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。