

燕京啤酒（000729.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月28日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	12.26
总市值	345.55亿
PE-TTM	24.68
PB-MRQ	2.20

估值结果

价值	414.12亿
DDM估值	上行空间 20%
状态	合理估值
价值	434.88亿
动态估值	上行空间 26%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

燕京啤酒成立于1980年，由北京市国资委控股，核心业务为啤酒，旗下拥有“燕京”、“漓泉”等区域知名品牌，核心市场包括北京、内蒙古、广西等省市。

我们判断燕京啤酒未来的盈利趋势、产业格局和护城河表现突出，成长空间中等。受人口老龄化、健康化消费趋势及啤酒市场规模饱和影响，其中长期收入增速预计偏缓，但净利润仍有望维持可观增长，核心受益于产品结构高端化推进与降本提效改革落地。我们认为燕京啤酒等行业头部企业凭核心区域品牌及渠道壁垒、高投入门槛等能够形成稳固的产业格局和坚实的护城河，新竞争者很难突围，公司的长期超额收益能力有望进一步提升。

基于以上判断，我们测算当前燕京啤酒估值为合理偏低估，具有价值回归空间，当前估值水平未充分反映公司长期竞争力。

我们区别于市场的观点

市场通常过度关注啤酒短期销售景气度，我们认为燕京啤酒当前销售增速放缓主要受消费大环境低迷及“禁酒令”影响，而非公司基本面恶化。燕京啤酒的核心竞争力：包括华北、广西等市场的强势品牌认知和渠道深度、U8大单品引领的高端化转型势能，以及内部改革、效率优化的潜力等，使公司在行业调整期中展现出强韧的Alpha。其长期超额收益能力有望进一步增强，当前估值尚未充分反映其内在长期价值。

风险提示

啤酒中长期人均饮用量超预期下降，可能导致燕京啤酒销量大幅下滑；若啤酒主要销售渠道剧烈变化，例如线下餐饮渠道占比大幅降低，可能导致市场竞争格局显著变化、燕京啤酒份额大幅流失；若燕京啤酒品牌形象显著恶化，可能造成其市场份额大量流失等；若燕京啤酒改革提效后劲不足，可能导致其中长期盈利能力差于预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

燕京啤酒成立于1980年，由北京市国资委控股，1997年在A股上市。燕京啤酒在国内拥有高品牌认知度，旗下燕京U8、漓泉1998等产品多次在国际啤酒赛事中斩获奖项。2020年起燕京啤酒确立“燕京主品牌引领+漓泉、惠泉区域品牌协同”的发展战略，以燕京U8、V10等产品为核心推进高端化转型。我国啤酒呈区域化分布特征，燕京核心市场包括北京、内蒙古、广西等省市，全国综合市占率约10%。

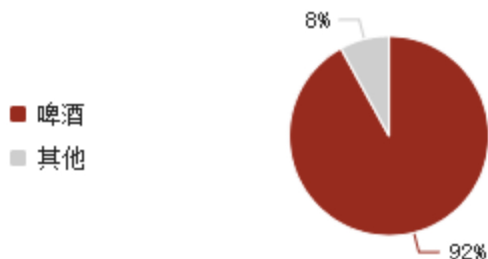
2. 业务介绍

对于燕京啤酒公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

啤酒：

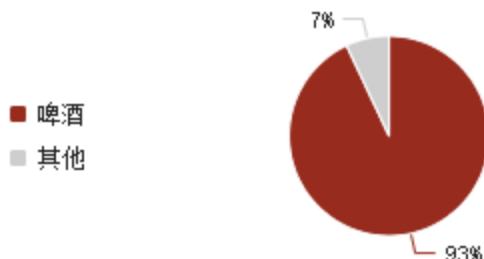
啤酒是以麦芽、水、啤酒花为主要原料，经酵母发酵酿制而成的低酒精度的起泡酒体。燕京啤酒旗下坐拥U8、V10、漓泉、狮王精酿、惠泉系列核心产品，覆盖6-20元价格带，其中U8作为战略大单品2024年销量约达70万千升。由于啤酒具有运输半径限制，燕京啤酒形成以华北为核心、辐射五大区域的市场格局，在北京（市占率85%+）、广西（市占率85%）、内蒙（市占率70%+）等基地市场通过品牌与渠道深耕建立强壁垒。因此，我们对燕京啤酒竞争市场的界定将以上述核心区域市场为主、其他地区为辅，以还原其真实竞争实力。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

啤酒行业资产较重，固定资产以全国布局的土地与生产线为核心。行业上下游格局较为分散，公司对上游原材料供应商则具备较强议价话语权，对下游经销商普遍采用先款后货的合作模式，因此公司的应收账款规模小，存货周转效率高，现金流表现强劲，对业务的掌控力出色。在消费品领域中，燕京啤酒的营销投入强度并不算高，核心原因在于其在核心市场已构建起深厚的品牌与渠道护城河，消费者粘性较强，无需投入过多营销费用即可维持市场地位。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

啤酒的产线、厂房建设及维护升级所需资金投入较高，且因为啤酒具有明显运输半径，头部企业的产能通常遍布全国各地，资产强度较高。2024年燕京啤酒的固定资产占销售收入百分比为50%。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

燕京啤酒2024年销售费用率为10.8%，在消费行业中属于中等水平。其品牌矩阵经过数十年发展，在核心市场的影响力已非常深远；线下渠道也已建设得广泛且完善，核心区域消费者粘性很强，无需投入过多销售费用即可维持市场地位。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

燕京啤酒下游主要面对全国大大小小的渠道经销商，集中度很低，厂商的话语权较大、议价能力较强，对下游采取先款后货的发货模式。因此燕京啤酒的经营性现金流表现强劲，盈利质量高。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

啤酒行业上游供应商较分散，主要是农产品、包装材料等原材料供应商，因此燕京啤酒对上游的议价能力、占款能力较强，业务控制力高。

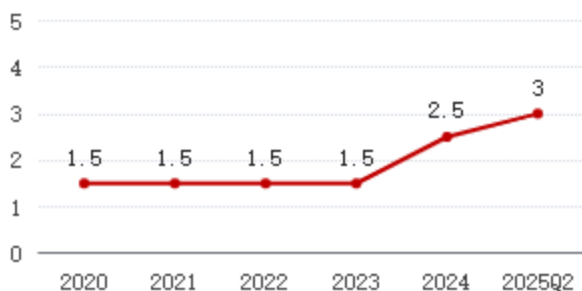
4. 历史经营绩效

公司近5年经营绩效在持续好转，其盈利能力、成长能力、业务控制力表现突出。盈利能力和成长能力增强得益于产品结构高端化、内部降本增效及主要原材料降价，推动净利率大幅提升；业务控制力强由啤酒商业模式决定，上下游分散使厂商话语权足，应收少、存货周转高，现金流与产业链占款能力强劲；股东回报能力目前中等，仍有进一步加强的空间。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



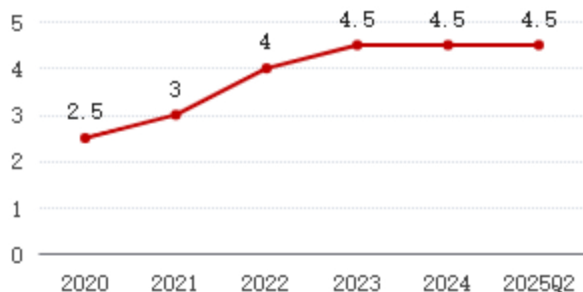
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年盈利能力显著增强，2024年净利率提升至9%，2025年H1进一步提升至14.8%。主要得益于2021年后燕京啤酒推进产品结构高端化升级，以及践行内部降本增效举措。此外大麦、包材等原材料价格近年下降，进一步增厚了燕京啤酒的盈利能力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



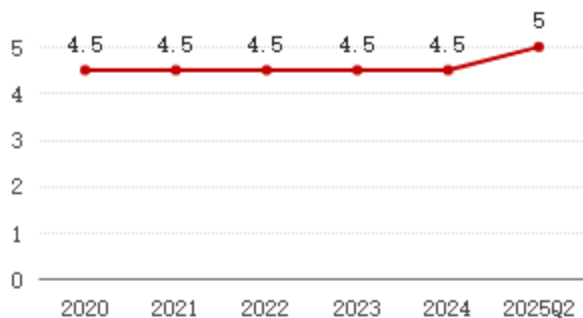
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年成长能力显著提升，营收CAGR为5%，净利润CAGR为38%，同样也是由产品高端化、管理改革提效、原材料降本等因素驱动，次高端大单品燕京U8成为全国性爆品，2024年销量达70万千升，同比增速高达30%。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力很强，其商业模式决定了这点：啤酒的上下游分散，厂商对上游原材料供应商的议价能力较高，对下游经销商通常采取先款后货的模式，因此应收账款少，存货周转率高，现金流能力强，产业链占款能力强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力过去5年也在持续提升，2024年实际ROE提升至7.4%；同时分红率和股息率呈现上升趋势，2024年分别提升至50.7%和1.55%。

5. 四维评级

我们判断燕京啤酒未来的盈利趋势、产业格局和护城河表现突出，成长空间中等。受人口老龄化、健康化及啤酒市场规模饱和影响，其中长期收入增速预计偏缓慢，但净利润仍有望维持可观的增长，核心受益于产品结构高端化与降本提效改革推进。我们认为燕京啤酒等行业头部企业凭核心区域品牌及渠道壁垒、高投入门槛等能够形成稳固的产业格局和坚实的护城河，新竞争者很难突围，公司的长期超额收益能力有望进一步提升。

5.1 成长空间

★★★★☆

燕京啤酒成长空间中等。受人口老龄化、健康化趋势及市场饱和影响，公司中长期收入增速预计维持0-5%的缓慢增长，但显性期内净利润CAGR仍有望达15%，主要受益于产品结构高端化及降本提效改革的持续推进。

啤酒(2.5星):

燕京啤酒长期收入CAGR预计在0-5%，主要由于在人口老龄化和饮食健康化的发展趋势下，啤酒的长期需求量预计将缓慢下滑，加之头部企业在各自核心市场中已经占据超高的市场份额，未来份额提升的空间预计有限。但其利润增长CAGR预计显性期内为15%，对其产品结构高端化发展和改革降本提效持续深化仍保有乐观预期。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

燕京啤酒盈利趋势较强。显性期内燕京啤酒经壹评级调整后的超额ROIC和净利率预计均将提升至15%以上：一方面，核心市场高市占率、品牌影响力及渠道优势将助力燕京啤酒的高端化的持续推进；另一方面，内部改革、降本增效、淘汰落后产能等举措将助力公司盈利能力持续增强。

啤酒(4星):

燕京啤酒显性期内经壹评级测算的超额ROIC预计从4.9%提升至15.7%，净利率预计提升至15%以上。主要得益于燕京啤酒在北京、内蒙古、广西等核心市场市占率高、龙头地位稳固，其品牌影响力深厚、渠道覆盖完善、消费者粘性强，使其在推广普及及高端化产品时具有较强推力。同时燕京啤酒致力于内部改革、降本增效，并关闭落后产能，预计将持续增厚其盈利能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

燕京啤酒的产业格局好。啤酒行业头部企业凭借区域高市占率、深厚的品牌渠道壁垒和消费者粘性形成稳固格局。同时较高资产投入门槛、低技术变革及分散的上下游产业链特性，使得新竞争者难以突围，行业易出现强者恒强局面，预计格局长期向好。

啤酒(4.5星):

一方面,燕京啤酒作为区域酒头部企业,在核心基地市场的市占率在60%-70%以上,品牌和渠道根基非常深厚,当地消费者经过几十年的渗透已培养出高饮用粘性,格局难以轻易撼动。另一方面,进入啤酒行业所需的资产投入较高、初始营销费用也较高,在啤酒这种技术变革低的存量市场内,不易再出现产能规模大、区域竞争力强的新竞争者。此外,啤酒作为toC消费品,产业链上下游分散的特点也不会轻易改变,预期啤酒企业能够保持其产业链议价能力和强劲现金流能力,以上因素综合支撑起长期优秀的产业格局。

5.4 护城河

★★★★☆

燕京啤酒护城河较深。其在北京、内蒙古、广西等核心市场的高市占率、高品牌粘性、高渠道渗透率,为其构建起核心壁垒。预计燕京啤酒的护城河持续性强,半显性期末经壹评级测算后的超额ROIC有望增强至16.5%,深厚的品牌积淀及线下渠道根基,叠加公司持续推进内部改革减亏,有望增强燕京啤酒的长期超额收益能力。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
啤酒	(4星)护城河宽度较宽,经壹评级测算,燕京啤酒目前超额ROIC为4.6%。一方面来自于其核心市场的高市占率,在北京、内蒙古、广西等市场已高度占领消费者心智,渠道渗透率远超竞争者,饮用粘性强。另一方面其业务控制力高达4.5星,应收账款少、存货周转率高、现金流能力强劲、上下游占款能力强,商业模式优秀且稳健。	(4.5星)护城河持续性强,经壹评级测算,半显性期内超额ROIC有望增强至16.5%。1)品牌护城河带来的超额ROIC预计维持平稳,因为燕京啤酒、漓泉啤酒等经过数十年生根发展,已高度占领当地消费者心智,强者恒强;2)线下渠道护城河带来的超额ROIC预计基本不变,其在地渠道广度和深度经过数十年的建设和渗透,根基已经远超竞争者;3)历史遗留的生产管理冗余问题,预计随着内部改革的推进,负面影响将大幅缩窄,增厚盈利能力。

数据来源:壹评级

6. 公司估值

根据壹评级DDM模型及动态估值测算,燕京啤酒当前估值处于合理偏低估区间,未来存在价值修复潜力。市场对消费整体景气度及啤酒行业短期销售压力可能过度担忧,对燕京啤酒品牌影响力和渠道网络方面的长期竞争优势或存在认知不足,进而导致目前估值未能充分反映其内在价值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务为啤酒,盈利预测及估值的核心假设及逻辑如下:

收入假设:

1) 总销量: 18-50岁是啤酒消费的核心人群, 据广发证券测算2025-2035年我国适龄饮酒人群CAGR为-0.6%。但参考历史数据, 行业销量波动不影响马太效应持续扩大, 在U8等大单品的增长带动下, 燕京啤酒销量有望保持平稳增长, 我们假设显性期内燕京啤酒的总销量保持CAGR $\approx$ 1.5%的增速, 半显性期维持平稳或小幅下降。

2) 中高端占比: 公司战略上坚定推进高端化发展, 重点发展燕京U8等次高端大单品。因此假设其整体产品结构将由金字塔型逐渐向梯形、橄榄型发展, 次高端及以上产品销量占比将逐渐提升(假设显性期内占比达到约50%, 半显性期占比继续缓步提升)。

3) 吨价: 随着中高端产品占比持续提升, 平均吨价将自然被推高, 对应显性期内吨价CAGR大约在2.5%左右。半显性期, 参考海外多个国家的啤酒吨价发展历程, 吨价与国家人均GDP的增长呈显著正相关。由于国际上普遍的年度通胀目标通常设定在2%左右, 因此我们假设半显性期的吨价CAGR $\approx$ 2%。

盈利能力假设:

1) 毛利率: 啤酒吨毛利=吨价-吨成本。吨价相关的假设上文已阐述, 而吨成本与大麦、铝罐、玻璃瓶等原材料价格的波动息息相关, 通常难以预测长期的价格, 中性假设燕京啤酒吨成本每年增长0.5%。参考海外啤酒企业以及其他竞争对手, 半显性期内假设毛利率稳定至44%左右。

2) 期间费用率: 燕京啤酒持续推进改革, 对比同为国企的青岛啤酒, 其在管理费用率上仍有优化空间。我们假设其管理费用率在显性期内下降至8.5%, 半显性期内下降至7.5%; 假设长期销售、研发费用率基本维持现状。

资产负债假设:

假设半显性期末年经营性负债率提升至60%, 无息负债率提升至30%。

表2: 公司整体业绩预测

燕京啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	132.0	142.1	146.7	154.5	159.9	165.3	169.7	174.8
归母净利润(亿)	3.5	6.5	10.6	14.4	17.1	19.1	20.5	22.0
归母净利润增速(%)	54.7	82.8	63.7	36.6	18.8	11.6	7.1	7.6
经营性净利润(亿)	3.8	6.6	11.1	15.5	18.7	20.9	22.4	24.2
经营性净利润增速(%)	127.3	73.1	68.2	40.6	20.1	11.8	7.2	8.1
经营性归母净利润(亿)	2.4	5.0	8.8	12.6	15.2	17.2	18.5	20.0
经营性归母净利润增速(%)	87.3	103.5	77.9	42.8	21.0	12.6	7.6	8.1

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	132.0	142.1	146.7	154.5	159.9	165.3	169.7	174.8
收入增速(%)	10.4	7.7	3.2	5.4	3.5	3.3	2.7	3.0
经营性净利润(亿)	3.8	6.6	11.1	15.5	18.7	20.9	22.4	24.2
经营性净利率(%)	2.9	4.6	7.5	10.1	11.7	12.6	13.2	13.9
经营性净利润增速(%)	127.3	73.1	68.2	40.6	20.1	11.8	7.2	8.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
啤酒	2.6%	中低	非常好	强	7.0%	19.01	23.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	101.3	342.3	443.6	60.4	74.9	5.8	434.9
公司整体测算(亿)	101.3	342.3	443.6	60.4	74.9	5.8	434.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	241.5	181.9	423.4	60.4	75.5	5.8	414.1
公司整体测算(亿)	241.5	181.9	423.4	60.4	75.5	5.8	414.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

估值确定性较高。一方面啤酒行业生命周期已处于成熟期，历史上燕京啤酒的收入可预测性较高，盈利波动幅度可控；另一方面，啤酒行业的月度高频数据可跟踪度较高，行业内企业的发展趋势共性较强，未来出现超预期重大事件的概率较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。