



增持（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：6.67

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

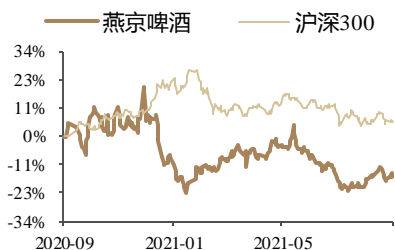
资格编号：S0120521030005
邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

李文华

资格编号：S0120121070024
邮箱：liwh5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.21	-0.89	-8.12
相对涨幅(%)	6.00	3.82	-2.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

燕京啤酒（000729.SZ）首次覆盖： U8 异军突起，燕京国潮复兴

投资要点

- **燕京啤酒：北方区域啤酒龙头，兼收并购逐鹿全国。**燕京啤酒始于1980年，通过“胡同战术”实现渠道下沉，进而抢占北京啤酒市场。公司相继收购了雪鹿啤酒（内蒙古）、漓泉啤酒（广西）、惠泉啤酒（福建）等地方性啤酒企业，开启全国化的进程，目前公司拥有北京、内蒙古和广西三大基地市场。2017~2020年，公司营收由112亿元微降至109亿元，归母净利润由1.61亿元增长至1.97亿元，盈利能力逐步改善。
- **燕京啤酒渠道精耕细作，三大基地市场基本盘稳固。**燕京啤酒在区域扩张的打法，主要通过基地市场外延并购扩张为主。北京市场人均可支配收入高，市场容量大，具备良好的啤酒消费升级潜力。燕京啤酒作为北京第一啤酒品牌，基本实现全渠道、全价位销售，后续或借助渠道优势实现高端化升级。漓泉品牌在广西市场具有较高市占率，省内的啤酒消费仍以中低档为主，具备较大的升级空间。
- **燕京啤酒主推燕京U8，大单品战略加速高端化。**产品端，过去燕京啤酒在产品方面缺乏全国性的大单品，2019年公司在五年增长计划的指引下，相继推出燕京U8和V10产品，通过主打“小度酒，大滋味”来提升品牌势能。渠道端，过去公司在非即饮渠道占比相对较高，后续或将在餐饮和夜场渠道发力。品牌端，公司先后聘请一线明星代言，符合品牌年轻化的新定位。
- **燕京啤酒高端化路径清晰，关厂空间巨大。**燕京啤酒2019年开启五年增长计划，高端化有望实现突破：1) 公司拥有北京、广西、内蒙古等基地市场，能为高端化提供升级平台以及费用支持；2) 公司成功打造燕京U8、白啤V10等全国性大单品，打造鲜明的品牌调性，在立体式营销的助推下有望实现放量；3) 公司管理层具有较强的高端化决心，后续随着管理层的稳定，高端化或再提速。在产能利用率方面，燕京啤酒2020年不足40%，相较行业而言仍具有较大的优化空间，看好后续公司轻装上阵后的业绩反转。
- **中国民族啤酒龙头开启高端化新征程，给予“增持”评级。**预计2021~2023年公司实现营收126.6/140.8/154.2亿元，同增15.9%/11.2%/9.5%；实现归母净利润2.27/2.49/2.63亿元，同增15.3%/9.7%/5.7%，对应PE 82.8/75.6/71.5X。考虑到燕京U8的高成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**燕京U8全国化推进不及预期；啤酒竞争加剧；疫情反复

股票数据

总股本(百万股):	2,818.54
流通A股(百万股):	2,509.56
52周内股价区间(元):	6.16-9.56
总市值(百万元):	18,799.66
总资产(百万元):	20,042.77
每股净资产(元):	4.80

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,468	10,928	12,662	14,081	15,423
(+/-)YOY(%)	1.1%	-4.7%	15.9%	11.2%	9.5%
净利润(百万元)	230	197	227	249	263
(+/-)YOY(%)	27.8%	-14.3%	15.3%	9.7%	5.7%
全面摊薄EPS(元)	0.08	0.07	0.08	0.09	0.09
毛利率(%)	39.1%	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
净资产收益率(%)	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

投资摘要

核心逻辑

燕京啤酒作为我国民族啤酒品牌，具有深厚的文化底蕴和核心的消费群体。过去燕京啤酒主要的问题在于产能利用率相对较低以及产品结构升级较慢，2019年随着公司提出五年增长计划，相继推出燕京 U8、V10 等大单品，并在广宣等方面高举高打，目前燕京 U8 动销取得不错的成效。从高端化的路径来看，燕京啤酒具备实现高端化的基因：1) 燕京啤酒是民族品牌，具备广泛的知名度；2) 燕京啤酒顺利推出燕京 U8 大单品，主打年轻调性；3) 燕京啤酒拥有北京、广西、内蒙古三大基地市场，高端化有望率先从基地市场升级开始。后续，我们看好公司管理层落定后的改革红利，公司盈利能力具有较大的空间。

估值和投资建议

综合来看，我们预计燕京啤酒 2021~2023 年实现营收 126.62/140.81/154.23 亿元，实现归母净利润 2.3/2.5/2.6 亿元，对应 EPS 0.08/0.09/0.09 元。结合相对估值结果，考虑到燕京 U8 逐步全国化扩张带来高增长，给予“增持”评级。

与市场预期的差异之处

市场普遍预期高端啤酒竞争格局较为稳固，燕京啤酒高端化进度相对较慢。我们认为燕京啤酒有北京、广西和内蒙古三大基地市场，同时推出主打年轻化的燕京 U8，未来高端化进程或超预期。

市场普遍认为燕京啤酒的产能利用率相对较低，资产运营效率不高。我们认为后续随着燕京啤酒高管的落定，关厂提效等举措或提上日程。

股价的催化因素

燕京 U8 渠道推广超预期；行业性集体提价等。

主要风险

燕京 U8 全国化推进不及预期；啤酒竞争加剧；疫情反复。

内容目录

投资摘要.....	2
核心逻辑.....	2
估值和投资建议.....	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价的催化因素.....	2
主要风险.....	2
1. 燕京啤酒：民族啤酒品牌，U8 开启高端化之旅.....	6
1.1. 历史复盘：北京区域啤酒龙头，兼收并购逐鹿全国.....	6
1.2. 营收情况：产品结构持续优化，盈利能力逐步改善.....	7
1.3. 股权结构：纯内资控股，坐拥多元化啤酒品牌.....	9
1.4. 产品情况：推行“1+3”品牌战略，打造 U8 大单品.....	9
1.5. 产能情况：第四大啤酒企业，关厂提效仍存空间.....	10
2. 燕京啤酒渠道精耕细作，三大基地市场稳固.....	13
2.1. 北京市场：高端化前景广阔，积极应对外来竞争.....	13
2.2. 内蒙古市场：并购打开市场，局部产能优势明显.....	14
2.3. 广西市场：燕京漓泉双品牌运作，实现外延发展.....	15
3. 燕京啤酒主推燕京 U8，大单品战略加速高端化.....	16
3.1. 产品端：梯次推出中高端产品，高端化进展良好.....	16
3.2. 渠道端：加快推进餐饮端布局，持续精细化运作.....	19
3.3. 品牌端：把握北京冬奥会契机，创新立体式营销.....	20
4. 盈利预测与投资建议.....	22
4.1. 盈利预测.....	22
4.2. 相对估值.....	23
4.3. 投资建议.....	23
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 燕京啤酒发展历程	6
图 2: 燕京啤酒营业收入情况	7
图 3: 燕京啤酒归母净利润情况	7
图 4: 燕京啤酒毛利率和净利率	7
图 5: 燕京啤酒的盈利能力	7
图 6: 燕京啤酒销量逐渐下降	8
图 7: 2016~2020 年燕京啤酒吨价 GAGR 维持 4.3%	8
图 8: 燕京啤酒各个品牌销量占比	8
图 9: 燕京啤酒重要子公司的收入逐年上升, 2020 年略有下降	8
图 10: 燕京啤酒在华北华南市场销售收入逐年提升	8
图 11: 燕京啤酒在华北、华南地区销售收入增长率	8
图 12: 燕京啤酒股权结构	9
图 13: 燕京啤酒产品矩阵	9
图 14: 燕京啤酒价位段分布	9
图 15: 燕京啤酒 1+3 品牌矩阵	10
图 16: 2020 年燕京啤酒全国拥有 39 个工厂, 产能利用率 39.2%	11
图 17: 燕京啤酒销售量及产能利用率 (万千升, %)	11
图 18: 2020 年燕京啤酒重要子公司营收	11
图 19: 燕京啤酒拥有北京、广西和内蒙古三大基地市场	13
图 20: 2020 年北京市人口密度位居全国第二 (人/平方公里)	13
图 21: 2020 年北京城镇人均可支配收入位居全国前列 (元)	13
图 22: 北京啤酒市场具有高端化潜力	14
图 23: 漓泉啤酒历年收入变动情况	15
图 24: 漓泉啤酒的利润变动情况	15
图 25: 2020 年燕京啤酒吨价在 2851 元/千升, GAGR 达 4.3%	16
图 26: 燕京啤酒吨价低于行业 3500 元/千升	16
图 27: 燕京啤酒中高档营收占比提升至 60% 左右	17
图 28: 燕京啤酒推出 U8 和漓泉 1998	17
图 29: 燕京啤酒清爽型 (白标) 出厂价维持 2% 左右增速	17
图 30: 燕京啤酒清爽型普啤出厂价维持 1% 左右增速	17
图 31: 燕京 U8 主打“小度酒, 大滋味”	18
图 32: 燕京啤酒 2019 年推出燕京 U8	18

图 33: 燕京 U8 十四五销量规划 100 万吨	18
图 34: 燕京啤酒·燕京八景精酿品牌	19
图 35: 燕京啤酒的分销模式	19
图 36: 2020 年燕京啤酒各个渠道毛利率水平	20
图 37: 燕京啤酒各个渠道的营收占比	20
图 38: 北京燕京鲜啤系列各个渠道加价情况 (元)	20
图 39: 燕京啤酒各渠道销量占比情况	20
图 40: 燕京啤酒为冬奥喝彩	21
图 41: 燕京啤酒和中国足协合办比赛	21
图 42: 燕京啤酒聘请一线明星代言	21
图 43: 燕京社区酒號给消费者提供更多触达机会	21
图 44: 燕京啤酒可比公司估值表	23
表 1: 燕京啤酒产品换代升级梳理	10
表 2: 燕京啤酒并购历史梳理	12
表 3: 2020 年内蒙古市场各品牌市场占有率情况	14
表 4: 燕京啤酒在内蒙古市场的子公司及其产能情况 (单位: 万吨)	15
表 5: 2019 年燕京啤酒全面启动五年增长与转型战略	16
表 6: 燕京啤酒提价信息梳理	17
表 7: 燕京啤酒主营业务拆分及预测	22

1. 燕京啤酒：民族啤酒品牌，U8 开启高端化之旅

1.1. 历史复盘：北京区域啤酒龙头，兼收并购逐鹿全国

上世纪末，燕京啤酒是我国啤酒市场领跑者，通过“胡同战略”成功占据北京市场，目前拥有北京、广西、内蒙古等优势市场。燕京啤酒坚持“1+3”品牌发展战略，以“燕京”为主品牌，同时培育漓泉、惠泉、雪鹿3个区域优势品牌。

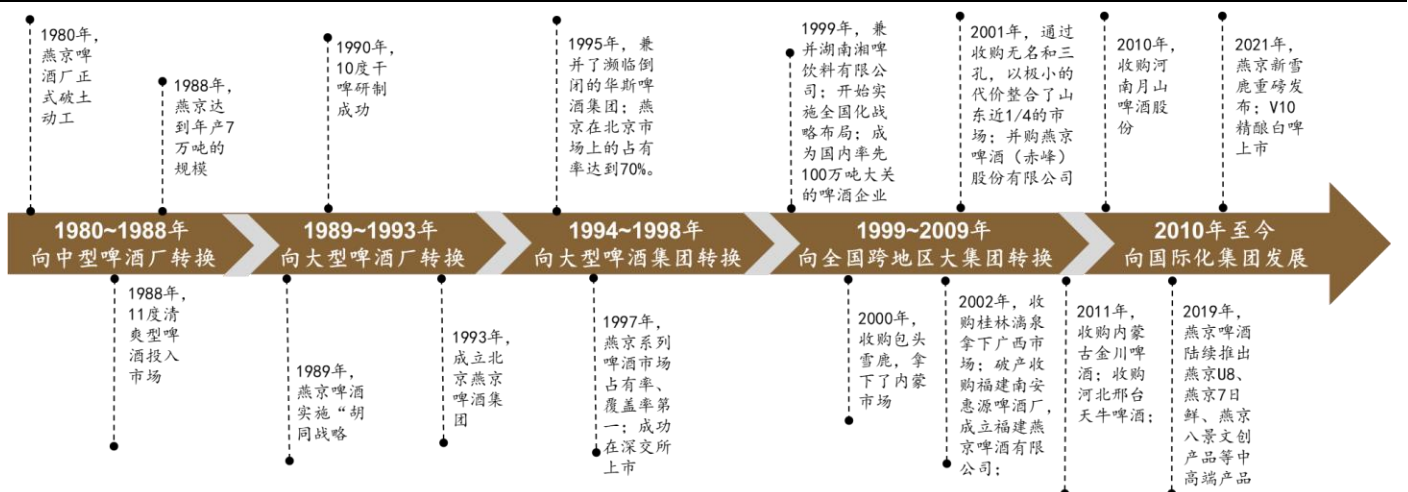
1980~1998 年，燕京啤酒实现由小型啤酒厂向大型啤酒企业转变。燕京啤酒在上世纪首创“胡同战术”，成功地在北京市市场后来居上，占据北京啤酒市场第一份额。公司推出 11 度清爽型啤酒，在北京市市场深化渠道下沉，1997 年在北京市市场实现覆盖率第一，并成功在深交所上市。

1999~2009 年，燕京啤酒实现由北京地方啤酒企业向全国性啤酒企业的转变。燕京啤酒在 1999 年兼并湖南湘啤，开始实施全国化战略布局。1998~2003 年间，公司先后在衡阳、莱州、赣州、包头、曲阜、赤峰、桂林等地成立了数十家子公司，并成为国内率先突破 100 万吨大关的啤酒企业。2000 年，公司收购包头雪鹿啤酒，完成内蒙古市场的整合；2002 年，公司完成收购桂林漓泉啤酒；2003 年，公司成立华南事业部，并实现对福建惠泉啤酒的控股。截至 2008 年，公司基本拥有北京、广西、内蒙古、福建、湖北五大优势市场。

2010~2018 年，燕京啤酒完成区域市场整合，推行“1+3”品牌战略。公司在燕京主品牌以下着重培育漓泉、惠泉、雪鹿三个区域性强势品牌，推行“1+3”品牌战略，通过品牌整合来调整区域市场产品结构，推进产品高端化发展。公司基本形成了个性化啤酒以原浆白啤为代表、高档啤酒以纯生为代表、中档啤酒以鲜啤为代表、普通啤酒以清爽为代表的产品线。

2019 年至今，燕京啤酒全力打造燕京 U8 大单品，开启高端化征程。2019 年以后，公司陆续推出燕京 U8、燕京七日鲜、燕京八景文创产品等中高端产品，打造燕京主品牌中高端产品矩阵。同时，公司签约一线艺人做燕京品牌代言人，开展线上线下一体化营销策略，实施全链路品牌营销。未来，随着品牌整合和高端化的进一步推进，燕京啤酒将在高端市场争夺中占据更多主动性。

图 1：燕京啤酒发展历程

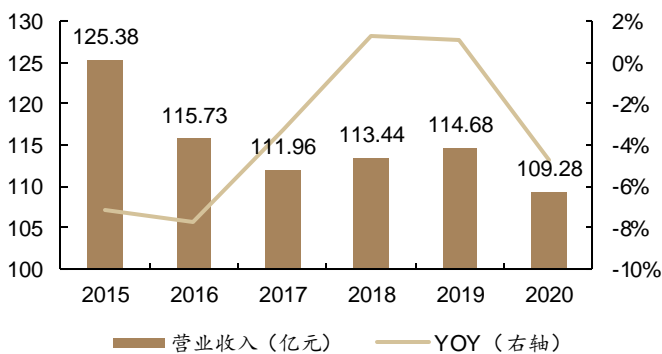


资料来源：公开资料整理，德邦研究所

1.2. 营收情况：产品结构持续优化，盈利能力逐步改善

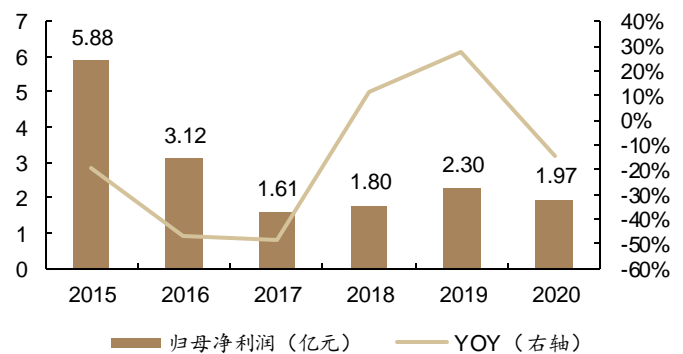
燕京啤酒营收走出低谷，归母净利持续改善。从营收端来看，燕京啤酒经历了 2015~2017 年的营收下滑之后，已于 2018 年开始逐渐触底回升。2020 年，燕京啤酒由于受到疫情冲击的影响，营收同比下滑 4.71% 至 109.28 亿元。从利润端来看，2017 年以来，燕京啤酒持续优化产品结构，归母净利润逐年改善，2020 年在疫情冲击下归母净利润仍实现 1.97 亿，2017~2020 年来 CAGR 约 6.96%。从盈利能力来看，公司毛利率水平由 2017 年的 36.32% 提升至 2020 年的 39.19%，带动净利率由 1.54% 提升至 2.61%，但相较同行业仍处较低水平。

图 2：燕京啤酒营业收入情况



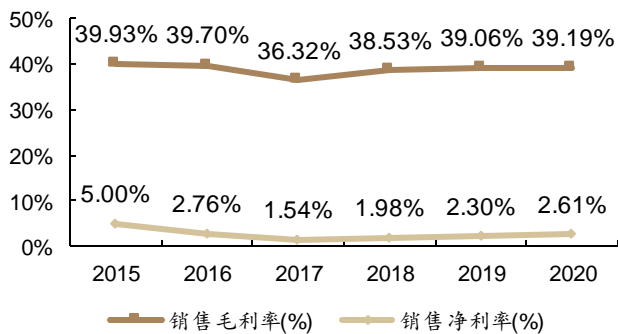
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：燕京啤酒归母净利润情况



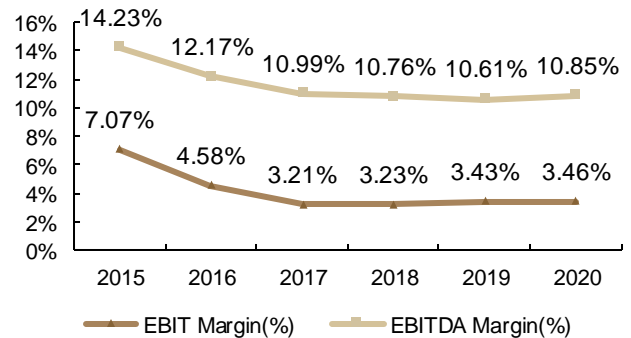
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：燕京啤酒毛利率和净利率



资料来源：Wind，德邦研究所

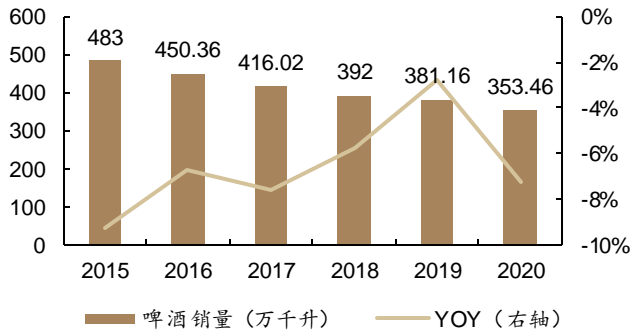
图 5：燕京啤酒的盈利能力



资料来源：Wind，德邦研究所

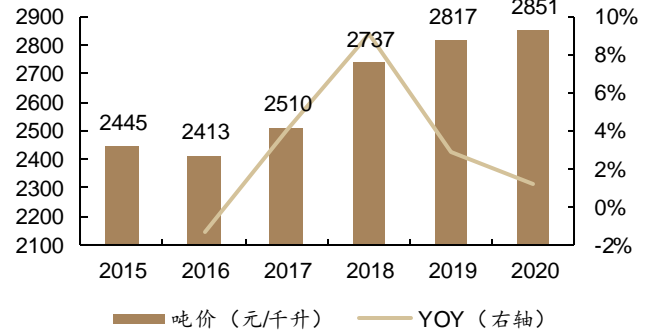
坚持“1+3”品牌战略，持续推进大单品策略。2017 年至今，燕京啤酒由规模竞争转向结构调整，啤酒销量从 2015 年的 483 万千升下滑至 2020 年 353.46 万千升。公司坚持“1+3”的品牌战略，推出燕京 U8 大单品带动公司产品结构调整，吨价 2016~2020 年 CAGR 达到 4.3%。从销量结构来看，随着“1+3”战略的持续推进，公司主品牌销量占比逐年下降，3 大副品牌（漓泉、惠泉、雪鹿）占比逐年提升，公司销售品牌集中度保持在 92% 左右。

图 6: 燕京啤酒销量逐渐下降



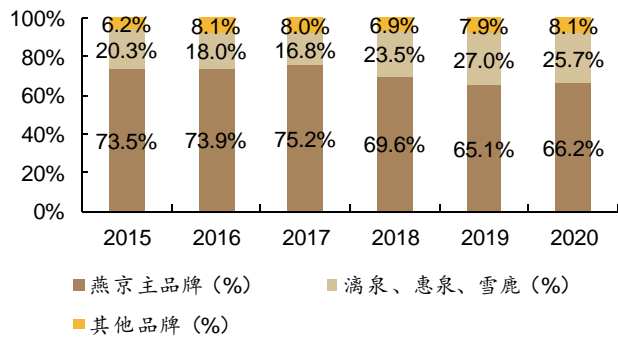
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 2016~2020 年燕京啤酒吨价 GAGR 维持 4.3%



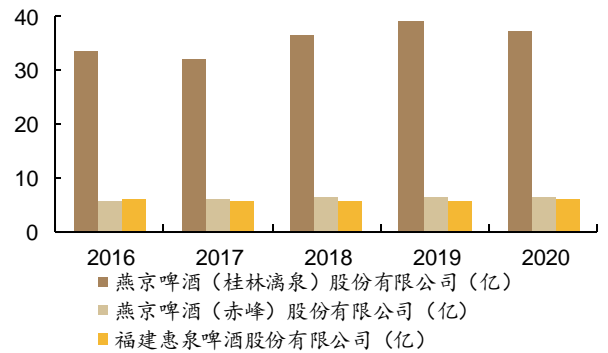
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 燕京啤酒各个品牌销量占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

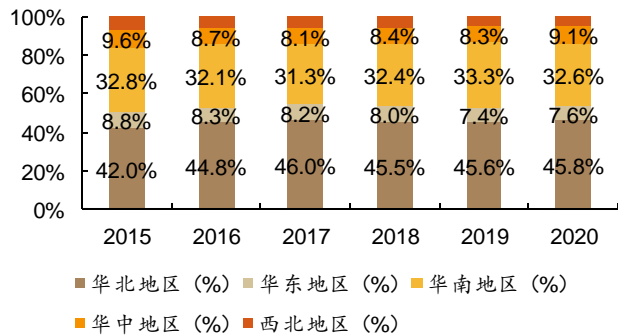
图 9: 燕京啤酒重要子公司的收入逐年上升, 2020 年略有下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

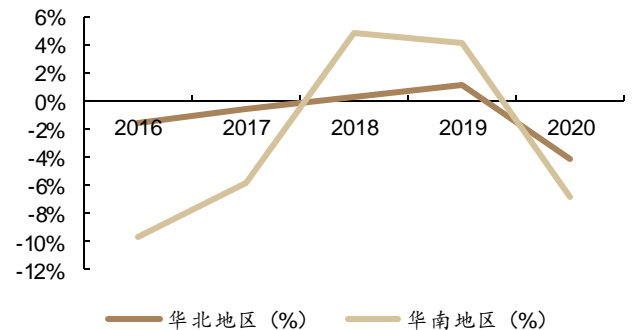
基地市场优势稳固, 新兴市场仍具增长潜力。燕京啤酒在全国有五个重要的区域市场, 其中华北华南市场销售收入占比逐年提升, 2020 年受疫情影响略有下降 (占比仍达到 78%)。公司或将继续布局强势市场, 聚焦于核心市场的发展, 营收占比有望继续提升。其中, 燕京啤酒在华北地区具有较高的市占率和强大的品牌力, 进一步助推公司在基地市场进行产品结构升级。

图 10: 燕京啤酒在华北华南市场销售收入逐年提升



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 燕京啤酒在华北、华南地区销售收入增长率

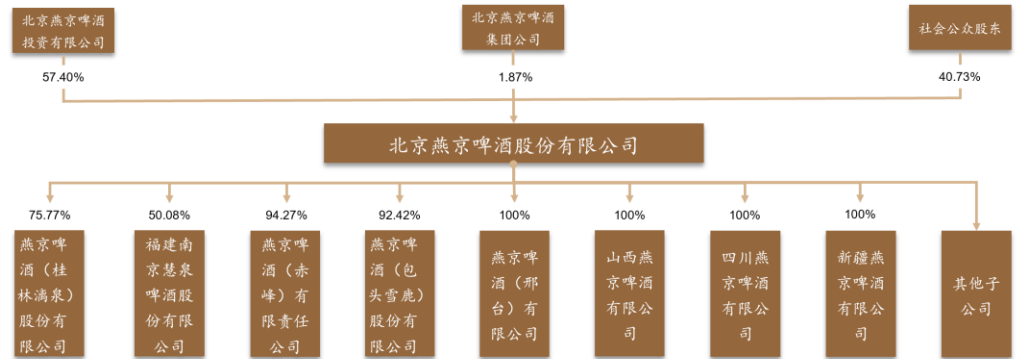


资料来源: Wind, 德邦研究所

1.3. 股权结构：纯内资控股，坐拥多元化啤酒品牌

燕京啤酒坚持国有控股，打造第一民族啤酒品牌。北京市政府合计控股燕京啤酒 59.27%，是公司的实际控制人，同时对公司在北京市场开拓和品牌宣传起到极大的赋能。燕京啤酒作为国民啤酒品牌，始终对外资参股持有谨慎态度，此前公司先后拒绝了世界前十大啤酒商的入股建议，成为中国啤酒工业的最后一块阵地。燕京啤酒通过收购还拥有广西漓泉啤酒、内蒙古雪鹿啤酒和福建惠泉啤酒等，构建南北遥相呼应的发展格局。

图 12：燕京啤酒股权结构



资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所
注：截至 2021 年 9 月 24 日

1.4. 产品情况：推行“1+3”品牌战略，打造 U8 大单品

燕京啤酒推行“1+3”品牌矩阵，燕京 U8 大单品享受高端化红利。燕京啤酒在不断强化“燕京”主品牌，同时培育发展“雪鹿”、“惠泉”和“漓泉”三大区域优势品牌，推行“1+3”的品牌战略。公司在主品牌上形成了低档酒以清爽为代表、中档酒以鲜啤为代表、高档酒以纯生为代表、个性化产品以原浆白啤为代表的产品矩阵，并于 2019 年推出燕京 U8 产品主导中高端市场。在产品打法上，燕京主品牌实施燕京 U8 大单品战略，逐步树立全国高端化品牌形象，同时在广西和内蒙古市场推出漓泉 1998、雪鹿系列等品牌高价位产品，共同推动中高端价格带发展。在价格带分布上，燕京啤酒基本实现价格全覆盖，构建了“清爽系列（3~5 元）-鲜啤系列（5~6 元）-纯生（6~8 元）-高端系列（10 元以上）”的产品矩阵，并基于此不断加码中高端产品实现品牌升级。在高端化上，公司着力打造燕京 V10 精酿白啤、燕京 U8 和燕京雪鹿“三剑客”，首先利用雪鹿啤酒的年轻品牌基因站稳 6 元价位带，其次在推出燕京 U8 卡位 8 元价位带，最后推出 V10 精酿白啤从而快速补齐 12 元这一空白价格带。

图 13：燕京啤酒产品矩阵

图 14：燕京啤酒价位段分布



资料来源：公开资料整理，德邦研究所



资料来源：淘宝，公开资料整理，德邦研究所

表 1：燕京啤酒产品换代升级梳理

年份	事件
2000年	开发了纯生、果汁啤、金小麦、金玫瑰、暖脾等新产品
2001年	纯生和高档次的本色啤酒 8° 投放市场
2002年	推出无醇啤酒（中高档产品）
2004年	11° 清爽新标燕京啤酒全面上市
2006年	燕京 10° (600ml)清爽啤酒在北京市场成功上市，替代 11° 630ml 清爽型啤酒
2012年	在北京市场推出鲜啤产品
2013年	推出 燕京原浆白啤 ，且已经在北京市场全面铺货
2017年	推出燕京世涛、燕京 Ale、燕京 IPA 三款精酿啤酒；推出 漓泉 1998
2018年	推出新品“燕京帝道”
2019年	推出 燕京 U8 、燕京八景的前四景、燕京 7 日鲜
2020年	推出燕京八景的后四景
2021年	推出 燕京 V10 白啤 、狮王世涛，ON/OFF 果啤、无醇白啤； 雪鹿换装升级 ；推出桂花啤酒；推出 10 度国际范特制拉格啤

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 15：燕京啤酒 1+3 品牌矩阵

品类	产品	包装	规格 (ml)	麦芽浓度 (°P)	酒精含量 (≥%vol)	淘宝价格 (元)	品类	产品	包装	规格 (ml)	麦芽浓度 (°P)	酒精含量 (≥%vol)	淘宝价格 (元)	
燕京八景	燕京八景	玻璃瓶	330	12	4.1	15.54	惠泉啤酒	一麦啤酒	罐装	330	9	3.6	4.17	
	白啤	V10白啤	罐装	500	10	3.3		10.52	一麦纯生	玻璃瓶	330	10.8	4.3	7.82
		原浆白啤	罐装	500	12	4.1		7.33	惠泉小鲜	罐装	310	10	4	4.38
		无醇白啤	罐装	330	3	0.5		6.13	欧骑士原浆	罐装	330	11.5	4.8	4.06
纯生	8度冰啤纯生	玻璃瓶	518	8	2.5	11.42	黑爵士	罐装	330	10	4	4.83		
	精品纯生	玻璃瓶	500	10	3.6	5.38	惠泉啤酒	罐装	330	10	4	3.29		
	11度/8度纯生	罐装	330	11	4	3.97	惠泉鲜麦	罐装	330	9	3.6	3.00		
燕京啤酒	鲜啤	10度鲜啤	玻璃瓶	500	10	3.6	4.97	惠泉经典	罐装	330	10	4	3.25	
		10度清爽	玻璃瓶	500	10	3.6	5.29	白茶啤酒	罐装	330	13	6	4.63	
	清爽	特制蓝听	罐装	330	11	4	2.03	8度清爽	罐装	330	8	2.5	3.81	
		特制10度白听	罐装	330	10	3.6	2.93	雪鹿啤酒	玻璃瓶	600	8	2.5	7.39	
特色	party啤酒	特制9.5度白听	罐装	500	9.5	3.3	3.35	漓泉啤酒	1998 (小度特酿)	玻璃瓶	500	8	2.8	7.67
		燕京U8	玻璃瓶	500	8	2.5	7.33		1998 (大度经典)	玻璃瓶	296	10	3.6	5.67
		菠萝啤	罐装	330	9	0.6-2.5	2.66		漓泉鲜啤	罐装	330	9	3.3	3.43
		party啤酒	罐装	330	8	2.5	2.21		8度纯生	玻璃瓶	500	8	2.8	8.72
燕京无醇	罐装	330	3	0.3	3.04	10度纯生	罐装	330	10	3.6	4.03			
							全生态	玻璃瓶	500	8	2.8	11.58		

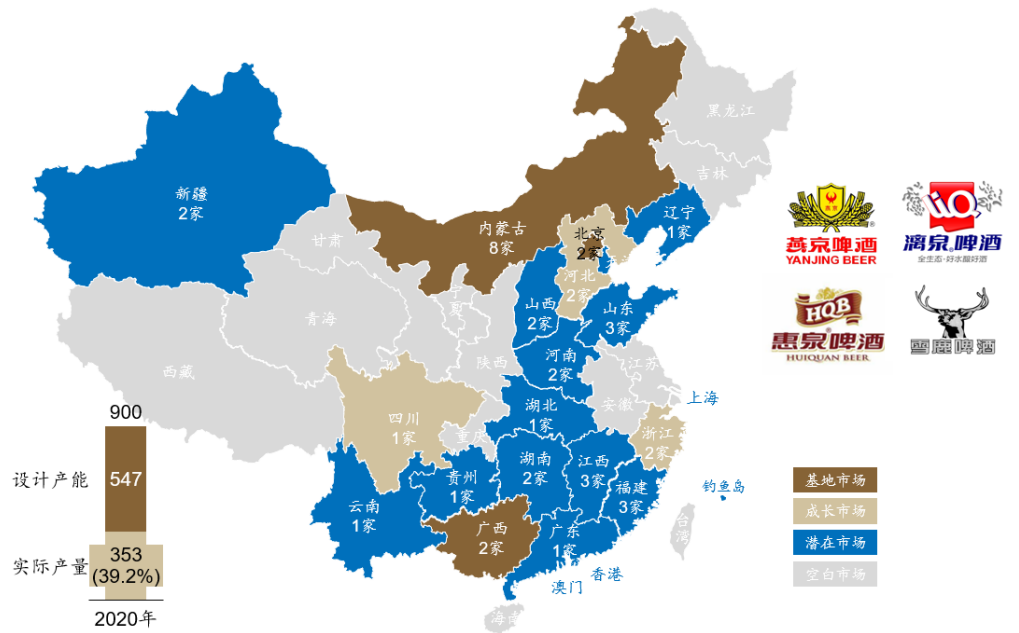
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

1.5. 产能情况：第四大啤酒企业，关厂提效仍存空间

燕京啤酒全国拥有 900 万千升设计产能，仍有较大的关厂提效空间。截至

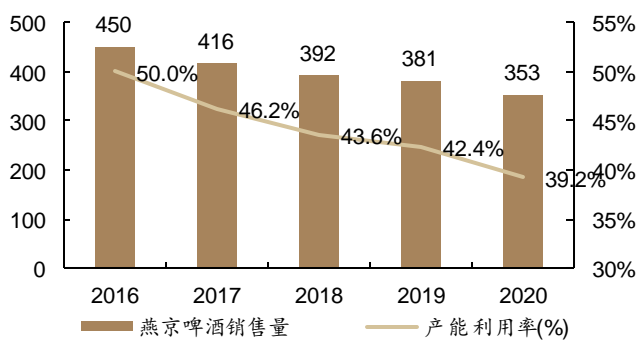
2020年，燕京啤酒在全国18个省市拥有39家啤酒厂，设计产能达到900万千升。从产能分布来看，燕京啤酒产能主要集中于北京、广西以及内蒙古等地，并以此开始往周边省份开始渗透。其中，漓泉啤酒主要在广西、贵阳和昆明四家工厂生产；惠泉啤酒主要在惠安、福鼎和抚州四家工厂生产；雪鹿啤酒主要由内蒙古的八家工厂生产；全国性大单品燕京U8目前主要在北京总部和漓泉两大工厂生产，预计21年起在湖南、四川和内蒙古赤峰等三地生产U8，缓解区域间产能的不平衡。从产能利用率来看，公司的产能利用率由2016年的50%下滑至2020年的不足40%，横向对比其他啤酒企业，公司仍有较大的关厂提效空间。早在2017年公司就提出了“抓两头，带中间”的策略，近年来公司也积极通过渠道改造、品牌升级、产能整合等打造智慧燕京，我们认为公司未来或在弱势市场进行关厂提效，整体产能仍存在一定优化空间。

图 16：2020 年燕京啤酒全国拥有 39 个工厂，产能利用率 39.2%



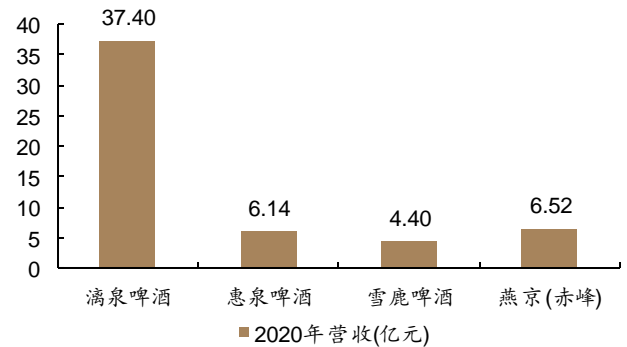
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 17：燕京啤酒销售量及产能利用率（万千升，%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：2020 年燕京啤酒重要子公司营收



资料来源：公司年报，德邦研究所

燕京啤酒深耕北京大本营市场，不断向广西、福建、内蒙古等市场进军。燕京啤酒从上世纪90年代开始，相继收购了华斯啤酒、雪鹿啤酒、漓泉啤酒、惠

泉啤酒等十余家啤酒企业，逐步形成了北京、广西、内蒙古三大基地市场，并不断往外衍生。燕京啤酒采取“1+3”品牌战略，以燕京为主品牌占据北京市场，以惠泉、漓泉、雪鹿为副品牌分别根植于福建、广西、内蒙古等市场，基本保留收购企业当地的品牌。

表 2：燕京啤酒并购历史梳理

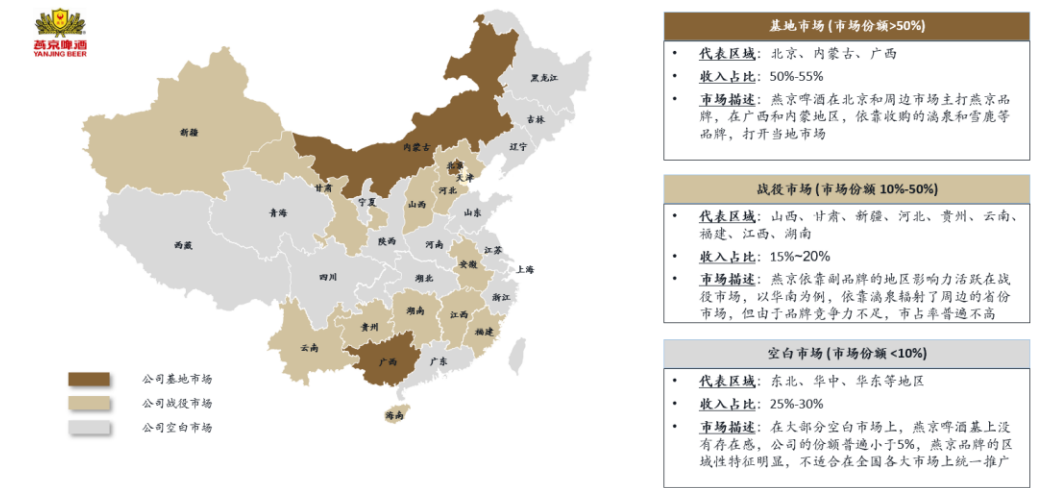
时间	燕京啤酒收购事件	地区
2000 年之前	收购华斯啤酒	北京
	收购吉安啤酒	江西吉安
	收购雪鹿啤酒	内蒙古包头
2000-2005 年	收购三孔啤酒	山东曲阜
	收购赤峰啤酒	内蒙古赤峰
	收购漓泉啤酒	广西桂林
	收购惠泉啤酒	福建泉州
	收购仙都啤酒	浙江仙都
2005-2010 年	收购雪航啤酒	内蒙古通辽
	收购塞北星啤酒	呼和浩特
	收购金川啤酒	内蒙古金川
	收购月山啤酒	河南月山
2010 年之后	收购天牛啤酒	河北邢台

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2. 燕京啤酒渠道精耕细作，三大基地市场稳固

燕京啤酒拥有北京、广西、内蒙古三大基地市场，具备产品结构升级的市场基础。2020年，受到疫情的冲击，中国啤酒行业全年实现产量3411.11万千升，燕京啤酒实现啤酒销量353.46万千升，假设产销平衡，公司2020年市占率在10.4%左右。燕京啤酒的销售具有明显的地域性：(1)公司在北京、内蒙古和广西三地经过多年深耕，基本形成三大基地市场。根据渠道调研，2020年燕京啤酒在北京/广西/内蒙古三地的市占率达到72.4%/87.5%/47.9%。(2)公司在湖南、云南、福建、江西等战役市场依靠副品牌影响力也占据了一定的市场份额；(3)在东北、华中、华东等空白市场，燕京啤酒此前由于缺乏全国性的大单品，以及受到品牌的限制，进展相较缓慢。

图 19：燕京啤酒拥有北京、广西和内蒙古三大基地市场



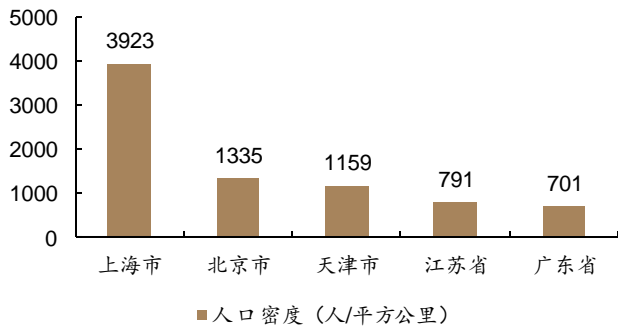
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

2.1. 北京市场：高端化前景广阔，积极应对外来竞争

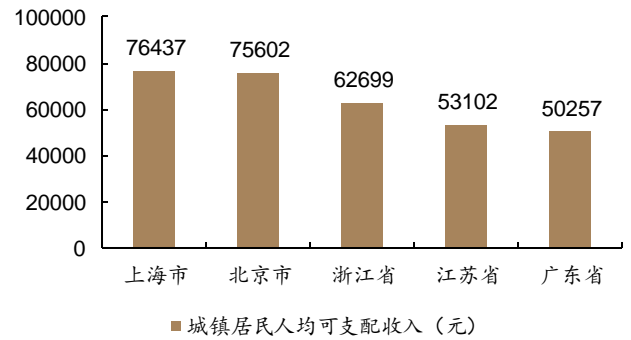
北京啤酒市场规模较大，当地经济水平靠前，啤酒高端化前景广阔。北京人口密集且城镇可支配收入位于全国前列，具有啤酒高端化升级的潜力。2019年，假设产销平衡，北京市啤酒潜在消费量在91.43万千升左右。从行业竞争格局来看，燕京啤酒上世纪通过胡同战术成功实现渠道下沉，占据北京啤酒市场72.4%市场份额，远高于青岛啤酒(14.8%)和华润啤酒(9.7%)。燕京啤酒历史顶峰时曾占据北京啤酒市场超过85%的市场份额，后续随着北京进行棚改等城市治理力度加强，小卖部、大排挡等中低端啤酒消费终端减少，对燕京啤酒的市场份额造成了不利的影 响。2019年，燕京啤酒开始大力推进U8等全国性大单品，积极布局产品结构升级，逐步恢复对于市场的主动权。从高端化来看，我们从啤酒产量和城镇人均可支配收入两个维度，将国内啤酒市场划分成四个象限，北京市场位于“高消费力，低消费量”的第四象限，未来3~5年，北京啤酒市场仍具较大消费升级的空间。

图 20：2020 年北京市人口密度位居全国第二 (人/平方公里)

图 21：2020 年北京城镇人均可支配收入位居全国前列 (元)

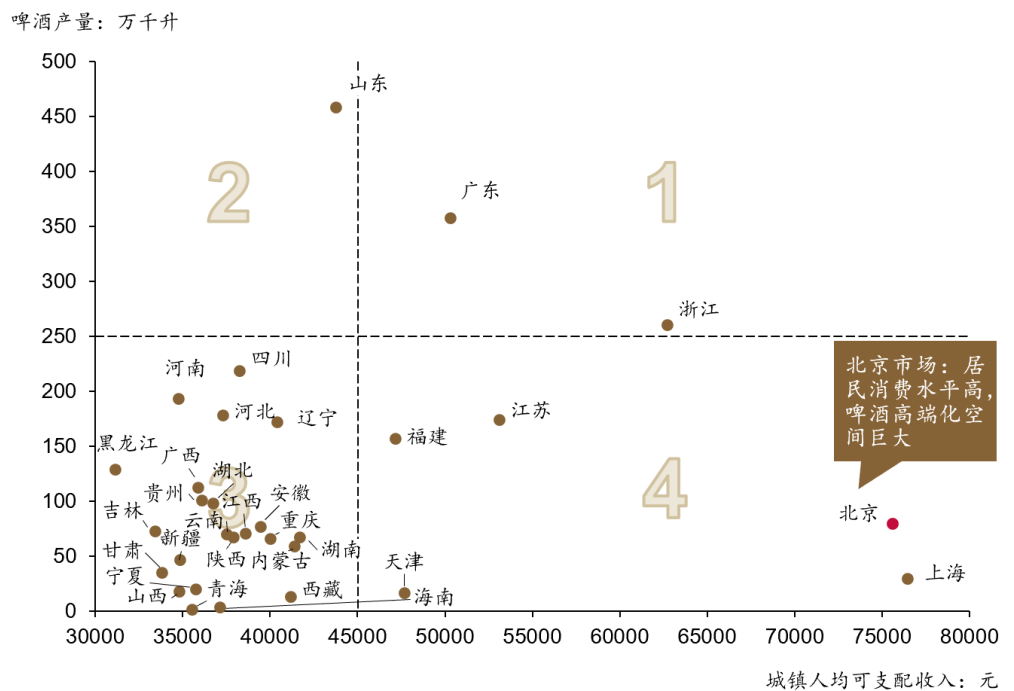


资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 22: 北京啤酒市场具有高端化潜力



资料来源: Wind, 德邦研究所

2.2. 内蒙古市场: 并购打开市场, 局部产能优势明显

内蒙古幅员辽阔, 投资并购帮助燕京啤酒打开局面。内蒙古地域辽阔面积超过 118.3 万平方公里, 横贯东西, 早期受到交通运输的限制, 啤酒市场发展难度大。燕京啤酒相继收购了雪鹿啤酒、赤峰啤酒、塞北星啤酒等, 逐步打开内蒙古市场, 并于 2020 年在内蒙古啤酒市占率达 48.9%。从产能分布来看, 公司在内蒙古共拥有 8 大生产企业, 包括 2000 年并购成立的燕京啤酒(包头雪鹿)股份有限公司, 2001 年并购的燕京啤酒(赤峰)股份有限公司以及 2010 年收购的燕京啤酒内蒙古金川有限公司等。

表 3: 2020 年内蒙古市场各品牌市场占有率情况

品牌	市场占有率	工厂或生产基地
燕京啤酒	47.9%	8 个生产基地
华润啤酒	31.0%	2 个工厂

青岛啤酒

8.2%

资料来源：渠道调研，公开资料整理，德邦研究所

燕京啤酒在内蒙古市场具有产能优势，持续推进产销分离。包头雪鹿是内蒙古最好的啤酒生产企业之一，拥有超过 50 万吨的啤酒年产能，在内蒙古中西部地区具有较强的竞争力。此外，燕京啤酒赤峰等生产基地也有超过 15 万吨以上的啤酒年产能，省内的产能分布均匀。燕京啤酒公司在内蒙古地区的主要竞争对手华润啤酒仅有两家啤酒厂房（合计 30 万吨），相比之下，燕京啤酒在内蒙古地区具有一定的产能优势。公司积极实行产销分离政策，2021 年将在内蒙古赤峰加开 U8 生产线，推动大单品的全国市场布局。

表 4：燕京啤酒在内蒙古市场的子公司及其产能情况（单位：万吨）

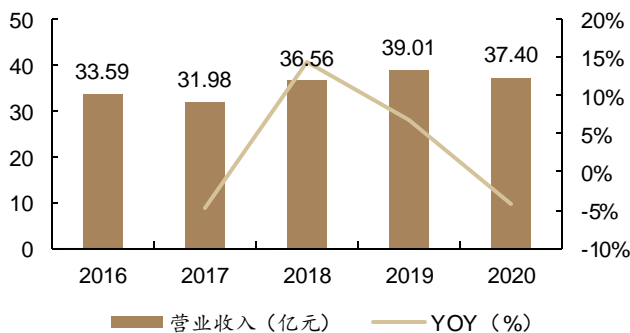
子公司	地级设计市	设计产能
燕京啤酒（包头雪鹿）股份有限公司	包头	50
燕京啤酒（赤峰）股份有限公司	赤峰	15
燕京啤酒内蒙古金川有限公司	巴彦淖尔	20
燕京啤酒（通辽）有限责任公司	通辽	10
燕京啤酒（中京）有限责任公司	赤峰	/
燕京啤酒（宝山）有限责任公司	赤峰	10
燕京啤酒（呼和浩特）有限公司	呼和浩特	6
燕京啤酒（丰镇）有限公司	丰镇	20

资料来源：Wind，公开资料整理，德邦研究所

2.3. 广西市场：燕京漓泉双品牌运作，实现外延发展

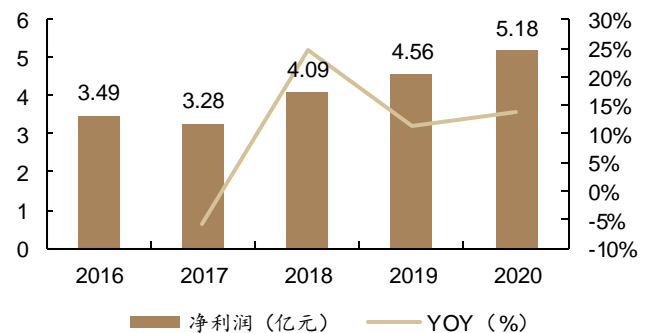
“漓泉+燕京”双品牌运作，实现广西市场占有率第一。燕京啤酒 2002 年通过收购漓泉啤酒进入广西市场，根据渠道调研，2020 年燕京啤酒占据广西啤酒市场 87.5% 的份额，远超青岛啤酒（4.9%）和珠江啤酒（3.7%）。漓泉啤酒克服了传统啤酒制法的不足，推出了口感更新鲜、爽口的纯生系列啤酒，帮助公司巩固广西市场并且迅速向周围云南、贵州等市场推广。2016 年，漓泉啤酒为了纪念克林顿对公司生态环保贡献的认可，推出了“漓泉 1998”精酿啤酒，开始往中高端价格带切入。2020 年漓泉啤酒实现营收/净利润 37.40/5.18 亿元，成为燕京啤酒旗下盈利能力最强的子公司。

图 23：漓泉啤酒历年收入变动情况



资料来源：公司年报，德邦研究所
注：数据依照公司控股子公司的营收计算

图 24：漓泉啤酒的利润变动情况



资料来源：公司年报，德邦研究所
注：数据依照公司控股子公司的净利润计算

3. 燕京啤酒主推燕京 U8，大单品战略加速高端化

燕京啤酒在2019年提出“五年增长与转型战略项目”，明确发展战略目标。公司将重点聚焦在产品、渠道、区域三个重要抓手：1) 产品端，燕京啤酒将改变品牌架构单薄与形象老化的现状，加速高质量中高端产品的推陈出新。2) 渠道端，燕京啤酒将填补空白和弱势渠道，继续加强高利润与全国性的渠道建设。3) 区域端，燕京啤酒将扭转基地市场量小分散的格局，因地制宜提升区域市场的销量和市占率。

表 5：2019 年燕京啤酒全面启动五年增长与转型战略

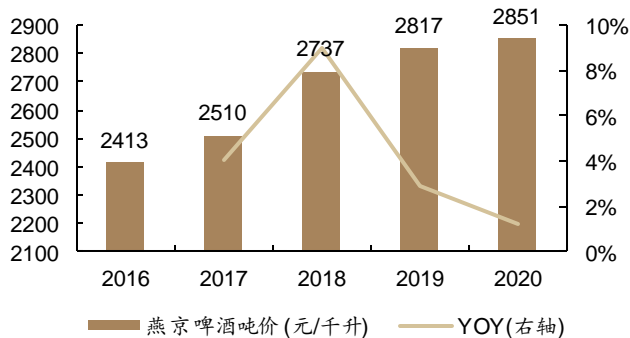
四大关键举措	重要内容
强大品牌	燕京未来将以消费者需求为核心导向，不断完善品牌架构和产品组合设计，进一步加强市场营销的力度和精准度，树立燕京品质高、认可广、口碑好的品牌与产品形象
夯实渠道	燕京未来将逐步加强全渠道的布局与发力，通过良好的渠道建设带动燕京整体销量和品牌知名度的提升
深耕市场	燕京将高度重视在区域市场的表现，致力于稳固现有基地大本营，并继续拓展和提升区域领导地位
精实运营	燕京将进一步评估并整合内部资源，通过提升生产和管理效率，走上可持续、高质量的发展之路

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

3.1. 产品端：梯次推出中高端产品，高端化进展良好

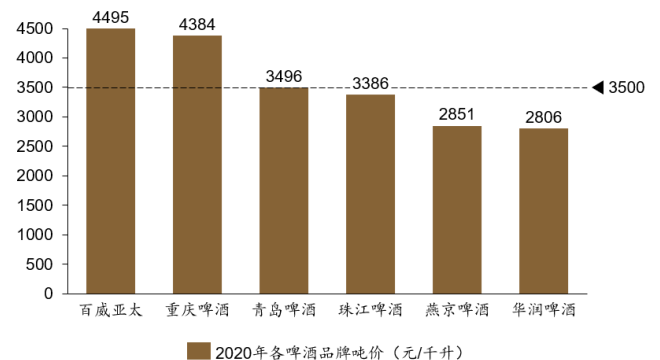
燕京啤酒过去五年吨价维持 4.3% 左右增速，未来吨价仍有较大提升空间。从吨价来看，燕京啤酒吨价由 2016 年的 2413 元/千升提升至 2020 年的 2851 元/千升左右，GAGR 达 4.3% 左右。横向对比来看，2020 年燕京啤酒吨价远低于行业整体水平（3500 元/千升），未来仍有较大的提升空间。从产品结构来看，过去燕京啤酒的产品结构更多是以中低端为主。近年来，燕京啤酒启动五年增长与转型战略，加速高质量中高端产品的推陈出新，相继推出燕京 U8、白啤 V10、漓泉 1998 等中高端产品。

图 25：2020 年燕京啤酒吨价在 2851 元/千升，GAGR 达 4.3%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：燕京啤酒吨价低于行业 3500 元/千升



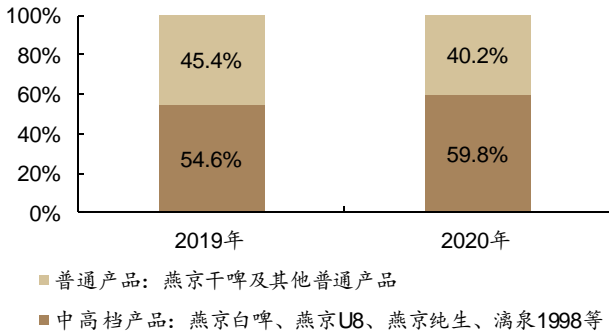
资料来源：Wind，德邦研究所

注：吨价公式：吨价=啤酒行业规模（以收入计）/啤酒行业规模（以数量计）

燕京啤酒的基地市场具备产品升级基础。燕京啤酒是我国啤酒的民族品牌，2013 年之前产品主要以燕京鲜啤、清爽系列等中低端产品为主。从 2013 年起，公司开始推出高端白啤产品，进入高端啤酒的争夺战。从高端产品储备来看，燕京啤酒的高端产品相对较少，目前仅有燕京 U8、白啤等产品，且产品迭代速度稍弱于竞争对手。从高端化的打法来看，啤酒企业一般采取基地市场升级的模式，目前燕京啤酒在北京、内蒙古、广西市场有较高的市占率和品牌知名度，因此公司拥有稳定的基本盘来进行产品结构升级。

燕京啤酒产品大多集中在中端到次高端（5-10元）的价格区间。燕京啤酒产品结构逐渐由此前的“金字塔型”（高端产品不足）转变到“两头小，中间大”的“橄榄型”。全国性单品燕京 U8 和漓泉 1998 等产品主要集中在 6-10 元价格带，补齐公司在中高端价位带的空白。此外，公司相继推出了原浆白啤、狮王世涛及燕京八景等高端啤酒产品，发力高端啤酒市场。公司目前已经形成了以清爽啤酒为基础，用中档啤酒突破、高档啤酒提升品牌价值的产品体系。燕京啤酒中高档产品营收占比由 2019 年的 54.62% 提升到了 2020 年的 59.81%。

图 27：燕京啤酒中高档营收占比提升至 60% 左右



资料来源：Wind，德邦研究所

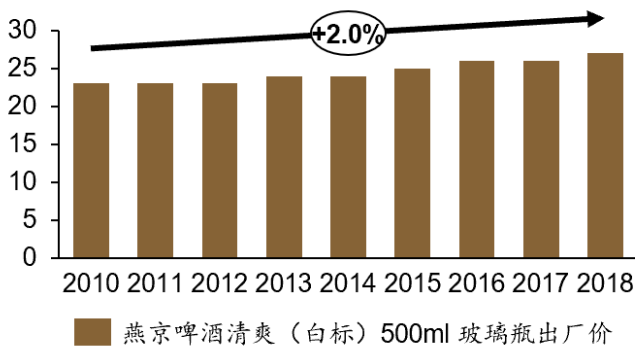
图 28：燕京啤酒推出 U8 和漓泉 1998



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

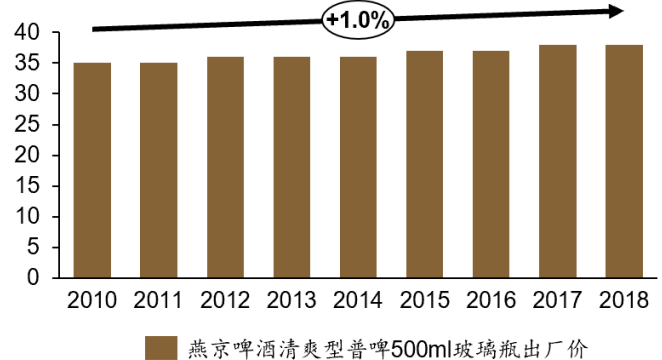
清爽系列是燕京啤酒的基本盘，多次提价消化成本压力。清爽型啤酒位于 3~5 元的大众价位段，主要竞品是华润的雪花和青岛经典等。从提价节奏来看，自 2011 年起，燕京啤酒多次对清爽系列进行提价，一方面应对成本上涨压力，另一方面也是积极调整产品结构。未来燕京可能会继续推动产品的价格带上移动，逐步稳固目前橄榄型的产品结构，清爽系列占比将逐年下滑。

图 29：燕京啤酒清爽型（白标）出厂价维持 2% 左右增速



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 30：燕京啤酒清爽型普啤出厂价维持 1% 左右增速



资料来源：渠道调研，德邦研究所

表 6：燕京啤酒提价信息梳理

时间	提价产品	提价信息
2007 年	70 个品种中的 6 个	针对 6 个产品提价幅度为 6% 左右
2010 年	10 度清爽型啤酒	在北京销售的 10 度清爽型啤酒出厂价上调 10%
2011 年	多个地区的多个品种	公司陆续对多个地区的多个品种进行了科学合理的价格体系优化，积极进行产品组合升级，通过调整啤酒价格应对原材料等各项成本的上涨
2017 年 12 月	7° P 燕京本生啤酒	对 460ml 7° P 燕京本生啤酒(纸 1×12)终端进货结算价格顺涨 3 元/箱，单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶；北京地区清爽产品也存在提价

2018年3月 低端产品

3月16日低端产品涨价5%左右,4月份终端系列产品涨价

资料来源:公开资料整理,德邦研究所

燕京啤酒主推 U8 全国性大单品,逐步完善产品价格带。公司目前中高端产品主要由漓泉 1998、雪鹿啤酒和燕京 U8 等全国性大单品构成,目标消费群体为年轻人。燕京通过推出 U8、漓泉 1998 等系列啤酒填补了公司在中高端市场的空白,完善了公司整体的价格体系。目前各大啤酒公司纷纷发力中高端价位段,例如华润推出勇闯天涯 SuperX,青啤迭代经典 1903。燕京啤酒以燕京原浆白啤、燕京 U8 为代表的燕京中高端个性化产品的推出,正是“撬起”燕京品牌升级与转型的“支点”。在产品体验上,燕京 U8 契合 Z 世代对于低度微醺的饮酒偏好,采用独家酿制技术,降低酒内的乙醛含量,改变过往低度啤酒的寡淡口味,打造“小度酒,大滋味”品牌调性。

图 31: 燕京 U8 主打“小度酒,大滋味”

新人群	新需求	新品类	传统品牌的年轻化之路
Z 世代创造增量空间。燕京 U8 作为燕京啤酒下面的流量大单品,从顶流偶像代言到产品创新,到线下渠道的助推,都是锚定于新人群,占位“年轻人的第一款低度啤酒”。	健康微醺文化。燕京 U8 主打“小度酒,大滋味”,向消费者呈现“国货理念”——国内唯一一个没有外资背景的大型啤酒企业。	超级单品重塑品牌。2021 年第一季度,作为战略单品的燕京 U8 销量,实现同比增长 560%,一季度的销量已赶超去年一半,燕京啤酒也由此补齐了单价 8 元的价格带。	相较于新品牌的不断崛起,传统品牌的年轻化之路有更普适的关注度。燕京啤酒曾是国产啤酒的第一品牌,在全国范围内具有较高的美誉度。

资料来源:公开资料整理,德邦研究所

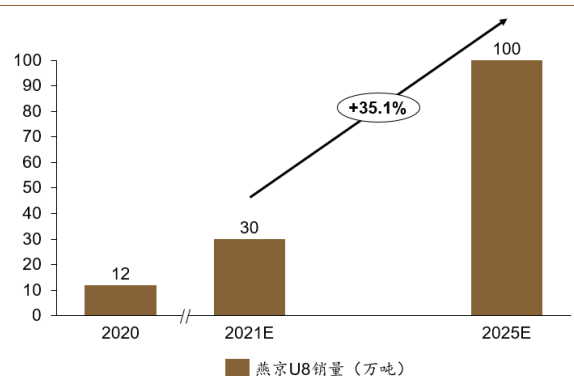
燕京 U8 市场推广良好,十四五末有望实现 100 万吨销量。2020 年,燕京 U8 整体销量一举突破 2000 万箱(12 万吨),圆满完成当年销售目标。2021 年第一季度,燕京 U8 销量同比增长 560%,并在多个地区卖至断货。燕京 U8 的强劲增长也成功带动整体销售增长 37.9%。根据公司规划,燕京 U8 担负着公司整体实现高端化的重任,2021 年目标销售 30 万吨,十四五末目标销售 100 万吨左右,成为公司第一主力大单品。

图 32: 燕京啤酒 2019 年推出燕京 U8



资料来源:公开资料整理,德邦研究所

图 33: 燕京 U8 十四五销量规划 100 万吨



资料来源:渠道调研,德邦研究所

燕京啤酒推出白啤 V10、燕京八景等产品,填补公司高端啤酒市场空白。目前我国高端啤酒市场主要由百威、喜力、乌苏等品牌占据,燕京啤酒在高端啤酒布局较晚,仅在 2013 年推出原浆白啤这一主流高端啤酒产品,此后高端产品迭代更新明显弱于竞争对手。后续随着燕京白啤 V10 和燕京八景的逐步推广,预计能在北京、广西、内蒙古等基地得到较快发展。

图 34：燕京啤酒·燕京八景精酿品牌



燕京八景”精酿系列是燕京啤酒对中国传统文化的解读与提炼。在创意上选取“燕京八景”，结合古人的描述和景色自身的特色，传达出古代山水的秀丽；在设计上借鉴了古代山水画的造型特点。颜色上则采用具有北京代表的景泰蓝的上色方式，描边采用金色，突显皇家贵气；同时，借意于古代“诗”“酒”不分家的美谈逸闻，燕京啤酒选择了自有成熟精酿产品搭配“燕京八景”的书画设计，为文化创意理念赋予新的消费品内涵。

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

3.2. 渠道端：加快推进餐饮端布局，持续精细化运作

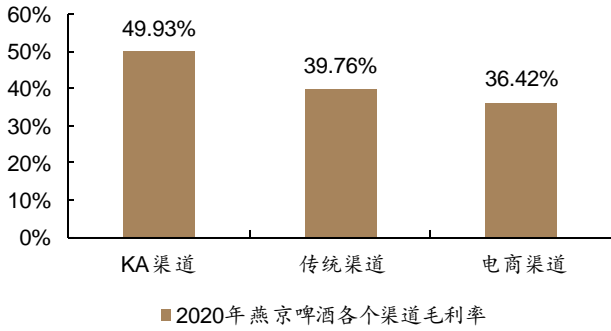
以一线艺人代言为突破口，持续开展线上线下一体化营销。从渠道操作模式上看，燕京啤酒在重点市场采用深度分销和多层次密集分销模式相结合，加强自身对终端掌控能力，并通过多种检查手段防止发生窜货现象，保证分销体系的有效运行。同时，燕京啤酒也实行大客户代理制以及线上渠道营销的市场运作方式，构建了完善的线上线下协同分销模式。从渠道结构上看，燕京啤酒主要还是以传统渠道为主，在线上渠道方面，公司深度挖掘电商渠道潜力，积极推进与第三方电商平台的合作，保持电商渠道良性增长。在 KA 渠道，燕京啤酒成功开发全国性 KA、区域性 KA 等，有效补充传统渠道，构建更多品牌展示的窗口。

图 35：燕京啤酒的分销模式



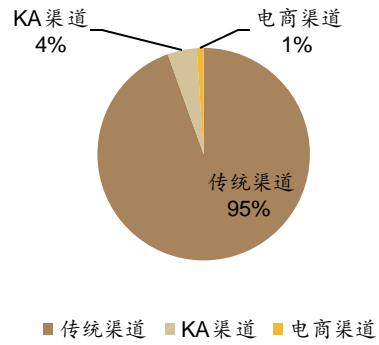
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 36：2020 年燕京啤酒各个渠道毛利率水平



资料来源：Wind，德邦研究所

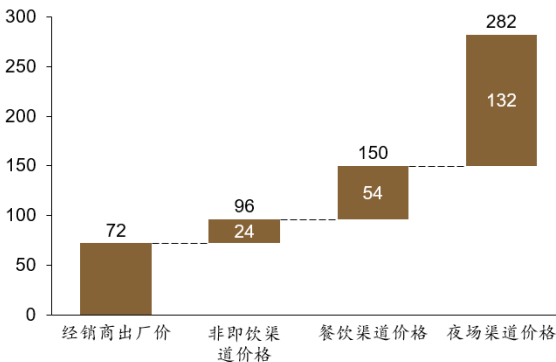
图 37：燕京啤酒各个渠道的营收占比



资料来源：Wind，德邦研究所

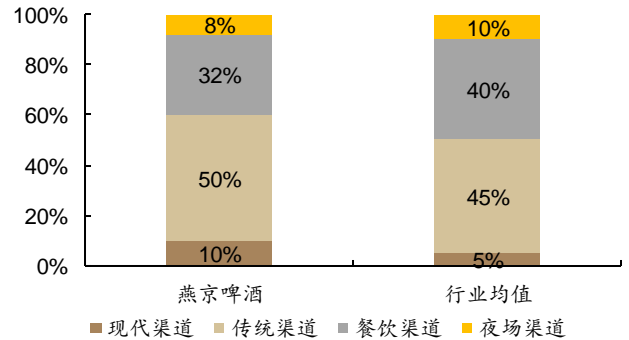
燕京啤酒销售场景更多集中在传统渠道，餐饮端仍有较大提升空间。从渠道打法来看，渠道调研显示，燕京啤酒在即饮渠道推广的产品集中在高毛利的中高端产品，其他产品占比较少。从渠道结构来看，燕京啤酒凭借其特殊的营销模式，在非即饮渠道占据优势，但是在餐饮、夜场渠道等即饮渠道占比略低于行业水平。燕京啤酒传统渠道/餐饮渠道/现代渠道/夜场渠道的占比为 50%/32%/10%/8%，燕京啤酒利用自身深度分销的模式，在流通渠道占据一定优势，销量占比达到约 60%，但相较行业均值而言，公司餐饮渠道占比相对较低。未来，随着燕京啤酒产品结构调整的持续推进，燕京啤酒中高端产品的竞争力和品牌知名度会逐渐提升，餐饮渠道仍有较大的提升空间。

图 38：北京燕京鲜啤系列各个渠道加价情况（元）



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 39：燕京啤酒各渠道销量占比情况



资料来源：渠道调研，德邦研究所

3.3. 品牌端：把握北京冬奥会契机，创新立体式营销

“体育+啤酒”推动燕京啤酒品牌价值不断提升，北京冬奥会提供品宣良机。燕京啤酒早在 2005 年就借助姚明登陆 NBA 的契机，在 NBA 进行了广告投放，获得了大量的品牌曝光。此后，燕京啤酒也和中国足协达成为期 8 年（2014-2021 年）的合作，体育比赛的兴起坚定了燕京啤酒持续投入信心。在 2018 年，燕京啤酒继 2008 年北京奥运会后，再次成为北京冬奥会和冬残奥会的官方赞助商。后续，燕京啤酒结合冬奥会推出了多款冬奥定制产品，并和复兴号列车合作进行品牌推广，大大提升了品牌知名度和影响力。未来，燕京啤酒作为民族啤酒品牌，将持续通过体育赛事等空中媒体等进行品牌宣传。

图 40：燕京啤酒为冬奥喝彩



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 41：燕京啤酒和中国足协协办比赛



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

燕京啤酒线上线下立体营销，U8 大单品或掀起全国化浪潮。在线上品宣方面，聘请一线流量明星为燕京啤酒的品牌代言人，明星 IP 背后强大的粉丝群体或助力燕京啤酒快速出圈，更好地契合“年轻人的啤酒”这一特性。微博话题“蔡徐坤代言燕京啤酒”、“燕京 U8 热爱有你”共计斩获 14.9 亿阅读量，给燕京啤酒带来了大量的关注。在线下品宣方面，燕京啤酒推出燕京社区酒號，通过场景营销拉近公司和消费者之间的距离，满足消费者对于啤酒个性化和新鲜的消费需求。燕京 U8 单品作为公司主推的全国化单品，凭借着“小度酒，大滋味”切入年轻消费者，或将成长为全国性大单品。

图 42：燕京啤酒聘请一线明星代言



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 43：燕京社区酒號给消费者提供更多触达机会



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：燕京 U8 有序实现全国化，十四五末突破 100 万吨

根据燕京啤酒 2019 年制定的“五年增长与转型战略项目”，公司将围绕强大品牌、夯实渠道、深耕市场、精实运作四个维度来推进啤酒高端化。公司相继推出燕京 U8、白啤 V10 等大单品，再度切入高端啤酒赛道。燕京啤酒作为民族啤酒品牌，在全国范围拥有较高的美誉度，同时拥有北京、广西、内蒙古三大基地市场，产品结构升级路径清晰。2020 年，公司主力大单品燕京 U8 销量突破 12 万吨，并于 2021Q1 实现同比增长 560%，渠道动销两旺。根据调研反馈，燕京 U8 今年有望实现 30 万吨销量，2025 年突破 100 万吨。

中高端产品：燕京啤酒中高端产品主要包括燕京白啤、燕京 U8、燕京纯生、漓泉 1998 等产品。销量上，2021 年中高端呈现恢复性增长，同时在 U8 和 V10 放量地带动下，未来三年实现销量增长 15%/10%/10%。吨价上来看，预计中高端产品吨价锚定 CPI，未来三年实现吨价增长 3%/3%/3%。营收上，随着燕京 U8 等大单品的放量，未来三年中高端产品实现增长 18.5%/13.3%/13.3%。

普通产品：燕京啤酒普通产品主要包括燕京干啤及其他普通产品。销量上，2020 年低档啤酒消费受到疫情的冲击，预计今年实现恢复性增长，未来三年实现销量增长 10%/5%/0%。吨价上，预计普通产品吨价锚定 CPI，未来三年实现吨价增长 2%/2%/2%。营收上，预计未来三年普通产品实现增长 12.2%/7.1%/2.0%。

预计 2021~2023 年燕京啤酒主营业务收入 126.62/140.81/154.23 亿元，同比增长 15.9%/11.2%/9.5%。

表 7：燕京啤酒主营业务拆分及预测

百万元	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	亿元	109.28	126.62	140.81	154.23
YOY	%	-4.7%	15.9%	11.2%	9.5%
毛利	亿元	42.83	47.89	53.22	58.59
啤酒	亿元	100.78	116.84	129.57	141.30
YOY	%	-6.1%	15.9%	10.9%	9.1%
毛利	亿元	40.49	45.20	50.13	55.04
中高档产品	亿元	60.28	71.40	80.90	91.66
YOY	%	2.8%	18.5%	13.3%	13.3%
毛利	亿元	29.68	33.40	37.84	42.88
普通产品	亿元	40.50	45.44	48.67	49.64
YOY	%	-16.9%	12.2%	7.1%	2.0%
毛利	亿元	10.81	11.80	12.28	12.17
其他行业	亿元	8.50	9.78	11.25	12.93
YOY	%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	亿元	2.34	2.69	3.09	3.55

资料来源：Wind，德邦研究所

4.2. 相对估值

燕京啤酒作为我国民族啤酒品牌，未来三年在大单品燕京 U8 的全国化推进中有望实现高增。从 EV/EBITDA 估值来看，2022 年国内啤酒企业的估值中枢在 17 倍左右。

图 44：燕京啤酒可比公司估值表

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				EV/EBITDA			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600600.SH	青岛啤酒	888	79.05	61.60	38.19	31.54	26.57	27.84	20.95	18.05	15.23
600132.SH	重庆啤酒*	633	130.71	53.48	54.70	44.08	36.71	26.70	22.13	17.27	14.09
002461.SZ	珠江啤酒*	200	9.02	41.56	27.92	23.71	21.46	23.27	17.64	14.68	12.89
	中位数				38.19	31.54	26.57	26.70	20.95	17.27	14.09
	均值				40.27	33.11	28.25	25.94	20.24	16.67	14.07
000729.SZ	燕京啤酒	188	6.67	121.98	82.84	75.55	71.46	17.05	12.98	10.89	10.06

资料来源：Wind，德邦研究所

注：标*公司为德邦覆盖，采取德邦预测数据，其余采用 Wind 一致预期；收盘价采取 2021 年 9 月 24 日数据

4.3. 投资建议

综合来看，我们预计燕京啤酒 2021~2023 年实现营收 126.62/140.81/154.23 亿元，同增 15.9%/11.2%/9.5%；实现归母净利润 2.3/2.5/2.6 亿元，同增 15.3%/9.7%/5.7%；对应 EPS 0.08/0.09/0.09 元。结合相对估值结果，考虑到燕京 U8 逐步全国化扩张带来高增长，给予“增持”评级。

5. 风险提示

燕京 U8 全国化推进不及预期；啤酒竞争加剧；疫情反复。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.08	0.09	0.09
每股净资产	4.70	4.75	4.81	4.87
每股经营现金流	0.56	0.34	0.46	0.42
每股股利	0.02	0.03	0.03	0.03
价值评估(倍)				
P/E	121.98	82.84	75.55	71.46
P/B	1.81	1.40	1.39	1.37
P/S	1.72	1.48	1.34	1.22
EV/EBITDA	17.05	12.98	10.89	10.06
股息率%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
净利润率	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
净资产收益率	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%
资产回报率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
投资回报率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	15.9%	11.2%	9.5%
EBIT 增长率	-4.4%	1.5%	4.8%	0.7%
净利润增长率	-14.3%	15.3%	9.7%	5.7%
偿债能力指标				
资产负债率	24.9%	27.1%	29.1%	30.3%
流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.8	0.9	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.2	7.0	6.6	6.8
存货周转天数	210.2	207.6	208.9	208.2
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.2	1.5	1.8	2.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	197	227	249	263
少数股东损益	88	101	111	118
非现金支出	884	721	829	836
非经营收益	-45	0	0	0
营运资金变动	446	-91	95	-19
经营活动现金流	1,570	958	1,284	1,198
资产	-297	-223	-280	-178
投资	0	0	0	0
其他	-2,029	0	0	0
投资活动现金流	-2,326	-223	-280	-178
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-259	-79	-87	-92
融资活动现金流	-259	-79	-87	-92
现金净流量	-1,015	656	917	928

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,928	12,662	14,081	15,423
营业成本	6,646	7,874	8,760	9,564
毛利率%	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
营业税金及附加	1,037	1,201	1,336	1,463
营业税金率%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用	1,383	1,519	1,690	1,928
营业费用率%	12.7%	12.0%	12.0%	12.5%
管理费用	1,275	1,454	1,630	1,778
管理费用率%	11.7%	11.5%	11.6%	11.5%
研发费用	214	235	268	290
研发费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT	374	380	398	401
财务费用	-81	-104	-123	-146
财务费用率%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-74	0	0	0
投资收益	39	0	0	0
营业利润	477	531	582	615
营业外收支	-17	0	0	0
利润总额	460	531	582	615
EBITDA	1,182	1,101	1,228	1,237
所得税	175	202	222	234
有效所得税率%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%
少数股东损益	88	101	111	118
归属母公司所有者净利润	197	227	249	263

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,855	4,511	5,429	6,357
应收账款及应收票据	187	244	256	288
存货	3,828	4,478	5,013	5,456
其它流动资产	213	248	266	287
流动资产合计	8,083	9,480	10,964	12,389
长期股权投资	295	295	295	295
固定资产	8,846	8,298	7,780	7,155
在建工程	82	165	165	165
无形资产	906	874	841	809
非流动资产合计	10,409	9,912	9,362	8,704
资产总计	18,492	19,392	20,326	21,092
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,016	1,190	1,331	1,449
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,533	4,010	4,529	4,890
流动负债合计	4,549	5,200	5,861	6,339
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	63	63	63	63
非流动负债合计	63	63	63	63
负债总计	4,612	5,263	5,923	6,401
实收资本	2,819	2,819	2,819	2,819
普通股股东权益	13,244	13,391	13,553	13,724
少数股东权益	637	738	849	967
负债和所有者权益合计	18,492	19,392	20,326	21,092

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 24 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。