

燕京啤酒 (000729.SZ)

昔日啤酒王，奋起而直追

燕京啤酒：国资背景，扎根北京放眼全国。燕京啤酒前身建立于1980年，响应国家发展啤酒行业的号召，1997年登陆A股成为第三家上市啤酒企业，从成立时产能仅1万吨到成为全国第一家产能突破50万吨、全国产销量排名第一的大型啤酒企业仅用了15年时间，公司实控人为北京国资委全资控股的北京控股集团，国资合计持股59.27%，公司以北京、内蒙古和广西为核心市场。公司在发展中一度进入低谷期，随着近年来产品结构优化、产品盈利能力逐渐提高，对标其他龙头公司仍有较大改善空间。

1980-2013年：燕京辉煌的高速发展阶段。1980-1995年：市场化释放公司活力，从一无所有到全国第一。1989年时任厂长李福成率先打破计划经济的统购包销，成为中国啤酒行业第一个市场化的企业，1995年燕京啤酒成为全国产销量第一的啤酒企业；**1996-2007年：布局全国，快速发展。**1995-2005燕京啤酒实现了连续10年全国产销第一，公司采取“自建+收购”的方式推动全国化；**2008-2013年：发展进入新阶段。**形成了明确的“1+3”品牌战略，市场端夯实优势市场。回顾燕京发展，过硬的品牌与产品质量把控、积极主动的管理层和优秀的市场布局意识是关键。

2014-2018年：多因素带动燕京啤进入低谷期。行业层面，中国人均饮用量达到世界平均水平，2014年啤酒产量首次转负，中国进入“量减价增”的新阶段，而产业认知具有时滞性，在行业产量负增长阶段，持续的产能扩建与费用投放阶段性恶化了竞争环境，同时华北地区啤酒消费疲软与北京人口流出影响燕京销售；**公司层面，产品端：**新品推出速度放缓，高端化核心单品燕京U8的推出时间晚于其他龙头；**经营端：**员工激励力度有所降低，行业进入新阶段后子公司效益变差，子公司亏损侵蚀利润。

2019年至今：奋发图强的燕京未来可期。**品牌端：**聚焦“1+3”品牌战略，主品牌逐渐营收企稳，三大副品牌近年来经营数据出现明显回升，有望持续贡献公司增长；**产品端：**推出燕京U8补足产品体系，品质过硬，同时价格上形成对鲜啤和纯生的补充，主打“小度数、大滋味”，营销创新推动产品与品牌形象年轻化；**经营端：**降本增效是重要任务，公司建立了弱势市场帮扶机制帮助子公司降本增效，同时设立销售公司统筹区域内生产与销售事宜，未来仍需提高以产能利用率为代表的经营效率，对标青啤，公司降本增效空间较大，未来可期。

燕京盈利能力提高展望：扭亏与人数提高是重中之重。与青啤相比，公司在其他收益与所得税部分相差较大，由于产能利用率处于低位，折旧费用侵蚀盈利能力，考虑公司尚无厂计划，提高人员效率是重中之重，近年公司报表端集中疏散生产人员与弱势子公司员工，通过测算，若人员效率提高至青岛啤酒2020年水平，净利率可提高2.7pct，同时子公司扭亏后递延所得税资产有望贡献0.4pct净利率。

盈利预测：预计2021-2023年公司实现营收115.1/122.0/129.2亿元，同比+5.3%/+6.0%/+5.9%，实现归母净利润2.7/4.1/5.1亿元，同比+38.4%/50.3%/23.5%，对应PE为79/53/43倍，从EV/EBITDA角度公司估值具备较高性价比，考虑到公司新产品燕京U8发展有望超预期，同时降本增效为公司带来潜在业绩弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：燕京U8推广不及预期，疫情反复影响啤酒动销，成本上涨超预期，食品安全问题等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,468	10,928	11,509	12,204	12,919
增长率yoy(%)	1.1	-4.7	5.3	6.0	5.9
归母净利润(百万元)	230	197	273	410	506
增长率yoy(%)	27.8	-14.3	38.4	50.3	23.5
EPS最新摊薄(元/股)	0.08	0.07	0.10	0.15	0.18
净资产收益率(%)	1.9	2.1	2.8	4.0	4.8
P/E(倍)	94.1	109.8	79.3	52.8	42.7
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5

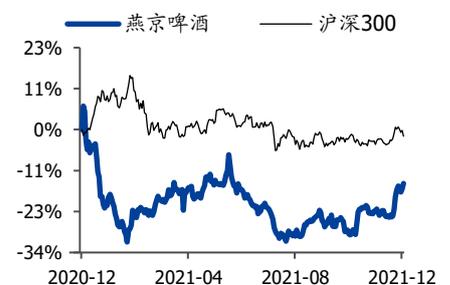
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年12月20日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	非白酒
12月20日收盘价(元)	7.67
总市值(百万元)	21,618.20
总股本(百万股)	2,818.54
其中自由流通股(%)	89.04
30日日均成交量(百万股)	18.23

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

邮箱：haoyuxin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7180	8083	9840	9593	11771
现金	2770	3855	5004	5014	6474
应收票据及应收账款	245	187	268	214	296
其他应收款	27	21	29	24	32
预付账款	149	136	165	154	183
存货	3924	3828	4319	4130	4729
其他流动资产	65	56	56	56	56
非流动资产	10982	10409	10199	10039	9844
长期投资	288	295	324	352	380
固定资产	9410	8846	8671	8546	8383
无形资产	930	906	854	800	748
其他非流动资产	354	362	350	341	333
资产总计	18162	18492	20039	19632	21615
流动负债	4282	4549	5764	4826	6138
短期借款	50	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1043	1016	1148	1096	1257
其他流动负债	3189	3533	4616	3729	4882
非流动负债	64	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	64	63	63	63	63
负债合计	4346	4612	5826	4888	6201
少数股东权益	689	637	759	942	1168
股本	2819	2819	2819	2819	2819
资本公积	4597	4597	4597	4597	4597
留存收益	5768	5902	6181	6594	7108
归属母公司股东权益	13126	13244	13454	13802	14246
负债和股东权益	18162	18492	20039	19632	21615

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1574	1570	1582	523	1966
净利润	263	285	394	593	732
折旧摊销	824	808	715	757	803
财务费用	-27	-81	-95	-106	-124
投资损失	-39	-39	-39	-41	-40
营运资金变动	435	446	605	-680	595
其他经营现金流	118	151	1	0	0
投资活动现金流	-559	-2326	-466	-556	-568
资本支出	594	316	-239	-188	-223
长期投资	0	0	-28	-28	-28
其他投资现金流	35	-2010	-733	-773	-819
筹资活动现金流	-185	-259	33	44	62
短期借款	0	-50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-185	-209	33	44	62
现金净增加额	831	-1015	1148	11	1460

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11468	10928	11509	12204	12919
营业成本	6989	6646	6984	7243	7595
营业税金及附加	1118	1037	1107	1166	1238
营业费用	1475	1383	1486	1557	1634
管理费用	1295	1275	1330	1346	1368
研发费用	201	214	225	239	252
财务费用	-27	-81	-95	-106	-124
资产减值损失	-81	-74	-79	-83	-89
其他收益	45	58	42	48	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	39	39	41	40
资产处置收益	-3	1	-1	0	0
营业利润	421	477	632	932	1133
营业外收入	4	3	5	4	4
营业外支出	3	20	11	10	11
利润总额	422	460	626	926	1127
所得税	158	175	232	333	394
净利润	263	285	394	593	732
少数股东损益	34	88	122	183	226
归属母公司净利润	230	197	273	410	506
EBITDA	1165	1153	1208	1533	1757
EPS (元/股)	0.08	0.07	0.10	0.15	0.18

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	1.1	-4.7	5.3	6.0	5.9
营业利润 (%)	9.7	13.4	32.5	47.4	21.6
归属母公司净利润 (%)	27.8	-14.3	38.4	50.3	23.5
获利能力					
毛利率 (%)	39.1	39.2	39.3	40.6	41.2
净利率 (%)	2.0	1.8	2.4	3.4	3.9
ROE (%)	1.9	2.1	2.8	4.0	4.8
ROIC (%)	1.6	1.6	2.3	3.6	4.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.9	24.9	29.1	24.9	28.7
净负债比率 (%)	-19.3	-27.4	-34.8	-33.6	-41.6
流动比率	1.7	1.8	1.7	2.0	1.9
速动比率	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	46.8	50.6	50.6	50.6	50.6
应付账款周转率	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.07	0.10	0.15	0.18
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.56	0.56	0.19	0.70
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	4.70	4.77	4.90	5.05
估值比率					
P/E	94.1	109.8	79.3	52.8	42.7
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.9	16.0	14.4	11.5	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 12 月 20 日收盘价

内容目录

1、燕京啤酒：国资背景，扎根北京放眼全国	5
2、1980-2013年：燕京辉煌的高速发展阶段	7
3、2014-2018年：多因素带动燕京啤进入低谷期	10
3.1、行业层面：增长疲软的新阶段，龙头反应具有时滞性	10
3.2、公司层面：产品升级放缓，经营效率下滑，核心市场疲软	12
4、2019年至今：奋发图强的燕京未来可期	15
4.1、品牌端：聚焦“1+3”，主品牌企稳，副品牌回升	15
4.2、产品端：以优秀品质赢得市场，燕京 U8 大单品战略正在途中	18
4.3、经营端：降本增效是最重要任务	19
5、燕京盈利能力提高展望：扭亏与人效提高是重中之重	21
6、盈利预测	25
风险提示	26

图表目录

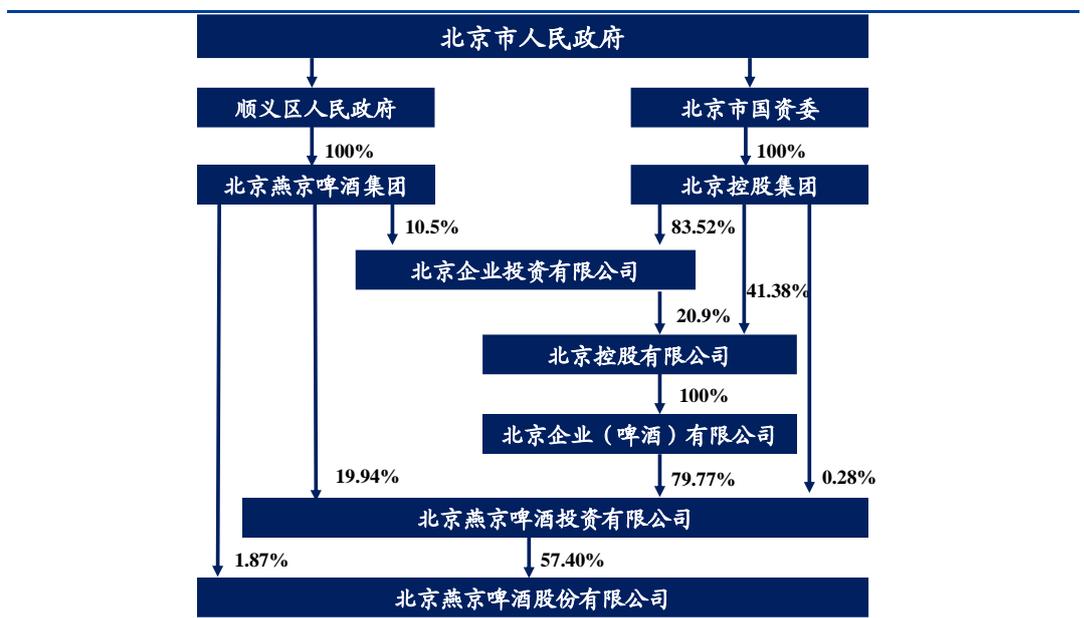
图表 1: 2020 年年报显示，北京国资委和顺义区人民政府为燕京啤酒实控人	5
图表 2: 主燕京啤酒各地区营业收入（亿元）	6
图表 3: 燕京啤酒各地区营收占比	6
图表 4: 燕京啤酒中高档产品营收表现亮眼	6
图表 5: 不同档次产品毛利率对比	6
图表 6: 主要上市啤酒企业吨酒价对比	7
图表 7: 主要上市啤酒企业吨酒价对比（元/吨）	7
图表 8: 2000-2004 年燕京啤酒部分地区营业收入（亿元）	8
图表 9: 2007 年燕京啤酒各地区收入占比	8
图表 10: 2006-2014 年公司各品牌产品销量（万千升）	8
图表 11: 公司部分外埠市场销量表现（万千升）	8
图表 12: 燕京啤酒啤酒营收增速与行业对比	9
图表 13: 燕京啤酒品牌价值稳定增长	9
图表 14: 2000-2013 年燕京啤酒新品推出情况	9
图表 15: 2005-2013 年燕京啤酒各区域营业收入（亿元）	10
图表 16: 2005-2013 年燕京啤酒各区域营业收入占比	10
图表 17: 历年啤酒产量及增速	11
图表 18: 中日韩美德 15 岁以上人口人均啤酒饮用量（升/年）	11
图表 19: 2012 年以来中国啤酒市场前五大酒企市占率情况	11
图表 20: 啤酒企业历年新增产能情况	11
图表 21: 2008 年以来主要上市企业毛销差变化	12
图表 22: 2014-2019 年我国各地区啤酒产量同比增速	12
图表 23: 中国人均啤酒消费额较他国有较大差距（美元/年）	13
图表 24: 2014 年中国人均啤酒消费占可支配收入比较日韩仍有差距	13
图表 25: 青岛啤酒产品矩阵	13
图表 26: 华润啤酒“中国品牌+国际品牌”构建产品组合	13
图表 27: 燕京每年产品推出情况	14
图表 28: 主要啤酒企业吨价（元/千升）	14
图表 29: 主要啤酒企业毛利率对比	14
图表 30: 燕京啤酒高管薪酬及持股情况	15
图表 31: 燕京啤酒净利率下行明显	15
图表 32: 子公司亏损拖累燕京啤酒盈利能力（亿元）	15
图表 33: 2012-2019 年燕京啤酒销量情况（万千升）	16
图表 34: 2019 年各品牌销量占比（万千升）	16
图表 35: 燕京啤酒华北地区营收于 2018 年企稳回升	16
图表 36: 燕京啤酒各地区毛利率水平	16

图表 37: 漓泉啤酒近年营收及增速情况	17
图表 38: 漓泉啤酒近年净利润及净利率情况	17
图表 39: 惠泉啤酒近年营收及增速情况	17
图表 40: 惠泉啤酒近年净利润及净利率情况	17
图表 41: 燕京(赤峰)近年营收及增速情况	18
图表 42: 燕京(赤峰)近年净利润及净利率情况	18
图表 43: 漓泉 1998 在广西市场深受消费者喜爱(万吨)	18
图表 44: 漓泉 1998 与燕京 U8 瓶装产品形象相近	18
图表 45: 燕京啤酒啤酒业务营收及增速情况	19
图表 46: 燕京啤酒啤酒业务营收及增速情况	19
图表 47: 燕京啤酒 5 年增长与转型战略规划	19
图表 48: 2019 年青岛啤酒与燕京啤酒主要经营指标对比	21
图表 49: 2020 年青岛啤酒与燕京啤酒主要经营指标对比	21
图表 50: 主要啤酒企业近年税金及附加占营收比	21
图表 51: 近年青岛啤酒其他收益构成(百万元)	21
图表 52: 主要上市啤酒企业 2015 年后关厂情况	22
图表 53: 主要啤酒企业 2020 年产能利用率对比	22
图表 54: 主要啤酒企业近年折旧与摊销费用占营收比	22
图表 55: 燕京啤酒净利润拆分(百万元)	23
图表 56: 主要啤酒企业人员效率对比	23
图表 57: 近年来燕京啤酒子公司人数下降明显	24
图表 58: 近年来燕京啤酒子公司人数下降明显	24
图表 59: 燕京啤酒人效提高水平测算	24
图表 60: 主要财务指标盈利预测	25
图表 61: 主要啤酒企业估值对比(百万元)	26

1、燕京啤酒：国资背景，扎根北京放眼全国

起家行业发展浪潮，国资助力发展。1978年十一届三中全会后，啤酒被选为国家100个重点产品之一，燕京啤酒前身旋即于1980年9月成立，彼时投资640万元兴建年产1万吨的燕京啤酒厂，至1997年成为A股第一家上市啤酒企业时，燕京啤酒在当时已成为全国第一家产量突破50万吨的大型啤酒企业，全国630家啤酒企业中产销量排名第一，在北京市国有企业中利税排名第四，长期扎根北京市场发展，在上市时已成为国内知名啤酒巨头。根据2020年年报，公司实际控制人为北京国资委全资控股的北京控股集团，国资合计持股59.27%，作为北京国资委旗下的唯一的啤酒企业，国资委在公司发展过程中发挥了不可或缺的作用。

图表1：2020年年报显示，北京国资委和顺义区人民政府为燕京啤酒实控人



资料来源：Wind，国盛证券研究所

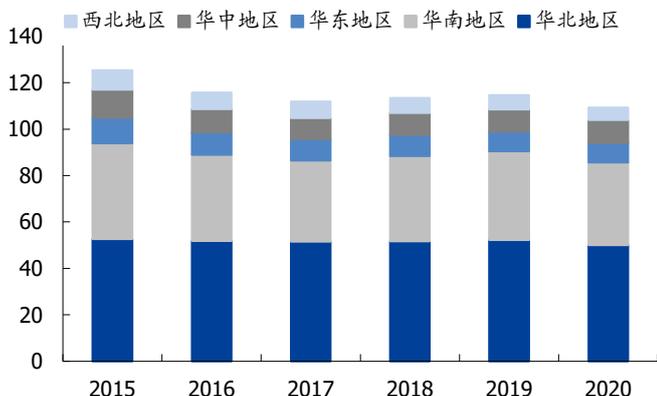
扎根北京，立足华北，布局全国。燕京啤酒成立于北京、服务北京，以北京为核心市场对华北地区进行辐射，据公司年报披露，2003年公司北京市场占有率一度高达92%、华北市场占有率为45%，尽管近年由于北京市场作为各家啤酒企业的宣传高地市场和样板市场竞争有所加剧，燕京啤酒市占率有所下滑、预计仍在70%以上。同时在公司发展过程中，通过收并购与积极运作在广西、内蒙古和福建市场上也具备一定品牌知名度，2020年公司华北/华南/华东/华中/西北地区收入占比分别为45.8%/32.6%/7.6%/9.1%/4.9%，在行业整体结束“跑马圈地”的当下，燕京啤酒具备优秀的品牌与强式市场，是公司面向未来继续发展的根基。

- **内蒙古市场上**，燕京啤酒2000年斥资7000万与雪鹿啤酒合资成立燕京啤酒（包头雪鹿），燕京持股51.57%实现控股，同时2001年接受大股东燕京啤酒有限公司对燕京啤酒（赤峰）的经营委托，逐步统筹内蒙古市场运作，2013年据公司年报披露，公司在内蒙古市场市占率达到75%以上；
- **广西市场上**，2002年燕京啤酒经过三步运作共投资2.12亿元收购漓泉啤酒68.08%股权，实现控股，设立燕京啤酒（桂林漓泉）公司，得益于漓泉啤酒在广西坚实的品牌基础及公司积极整合资源运作漓泉品牌，2020年漓泉公司在广西市场占有率

达 85%以上;

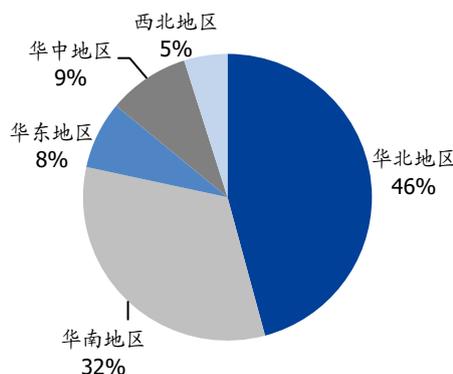
- **福建市场上**，2003 年燕京现金收购惠泉啤酒大股东国家股，实现持股 38.15%，后续进一步收购其他股东股权，2004 年持股比例上升至 52.37%并实现控股，燕京的并购强化了惠泉啤酒在福建市场上的竞争力，但福建作为重要的口岸省市，青啤与被百威收购的雪津啤酒均在福建市场对惠泉形成冲击，公司于 2004 年在福建市场上市占率达到 50%。

图表 2: 主燕京啤酒各地区营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

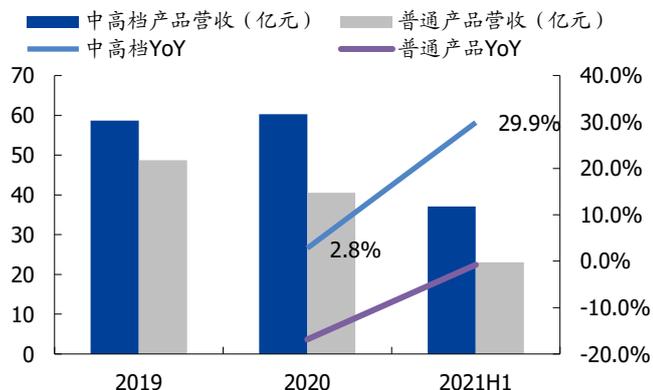
图表 3: 2020 年燕京啤酒各地区营收占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

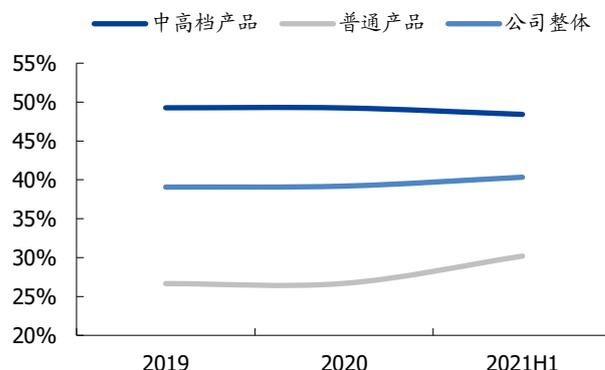
产品结构升级在途中，产品盈利能力仍有提高空间。北京作为我国经济发展过程中外来人口迁徙的重要目的地之一，其啤酒消费需求更加多元，燕京啤酒在发展过程中以清爽啤酒为代表的普通酒一度是燕京的主要单品，2004 年 11 度清爽啤酒成为当年中国销量最大的单一产品，而随着产品升级换代，当前以燕京白啤、燕京 U8、燕京纯生、漓泉 1998 为代表的中档酒营收已超过普通产品，其中将燕京 U8 打造为大单品的战略正稳步推进。从毛利率的角度看，2021H1 中高档产品/普通产品毛利率分别为 48.4%/30.2%，产品盈利能力相差明显，随着公司中高档产品占比逐渐提高，预计公司表观毛利率有望持续上行。

图表 4: 燕京啤酒中高档产品营收表现亮眼



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 不同档次产品毛利率对比

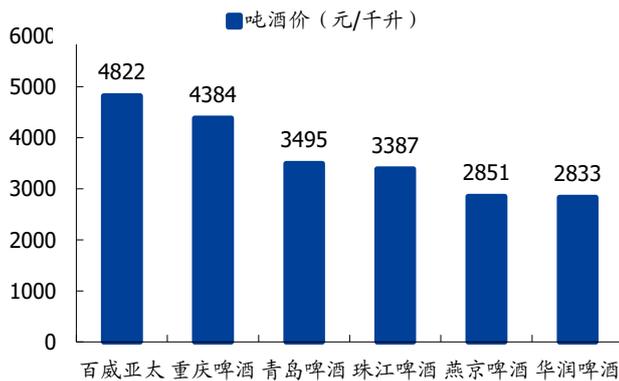


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业对比来看，燕京啤酒与其他龙头酒企相比仍有改善空间。根据《2020 年中国酒业协会啤酒分会工作报告》，2020 年中国市占率前五企业分别为华润雪花、青岛啤酒、百

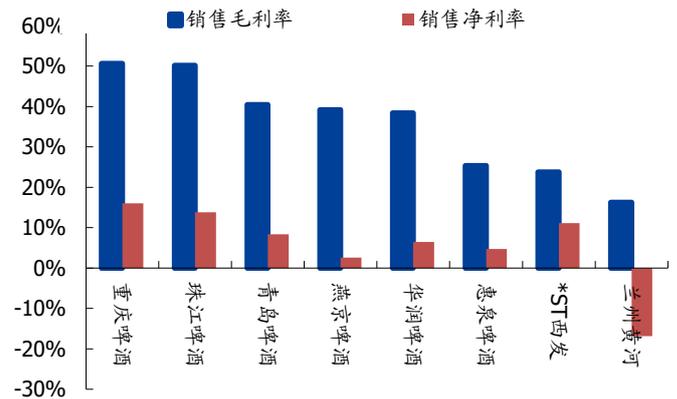
威英博、燕京啤酒和嘉士伯，作为市占率第四的啤酒企业，燕京啤酒 2020 年吨酒价仅为 2851 元/千升，主要啤酒公司里仅略高于华润啤酒，而 2019 年燕京啤酒吨价仅为 2817 元/千升，位列 6 家主要啤酒企业中的最低值、低于华润 2019 年吨价（2903 元/千升），这与燕京产品高端化举措落地时间相对较晚有关。从产品和公司盈利能力的角度看，燕京啤酒 2020 年销售毛利率为 39.2%，与青岛啤酒和华润啤酒基本相当，而公司盈利能力则相对较差，2020 年净利率仅为 2.6%，除兰州黄河亏损外，为主要啤酒企业最低，甚至低于子公司惠泉啤酒 4.7% 的净利率，公司整体盈利能力处于低位，未来有较大改善空间。

图表 6: 主要上市啤酒企业吨酒价对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 主要上市啤酒企业吨酒价对比 (元/吨)



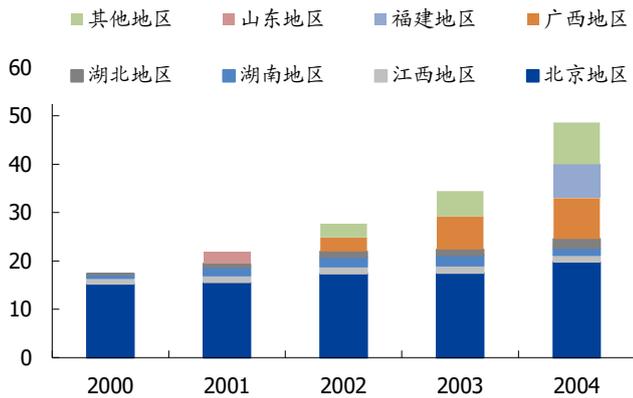
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、1980-2013 年：燕京辉煌的高速发展阶段

1980-1995 年：市场化释放公司活力，从一无所有到全国第一。燕京啤酒前身成立于 1980 年，响应国家经济建设号召而大力发展啤酒行业，1980 年公司年产量仅 1 万吨，随后数年公司稳步扩产，1985 年实施厂长负责制后公司上下的员工主动性明显提高，公司积极利用开发市场，1988 年燕京啤酒年产量达 6 万吨，初具中型啤酒厂的规模与实力，**1989 年公司在时任厂长李福成的带领下，打破计划经济的统购包销，采取签订合同方式进行销售，成为中国啤酒行业第一个市场化的企业**，在其他啤酒企业仍在统购统销、关注餐饮渠道与烟酒公司渠道时，燕京啤酒与食品及副食公司合作，利用其剩余运力实施“胡同战略”，即实现渠道下沉，这一举措迅速赢得消费者喜爱，公司在北京市场上的市占率稳步上行，1995 年燕京啤酒进一步并购华斯啤酒集团，**一举成为全国产销量第一的啤酒企业，实现从零到全国第一的跨越式发展。**

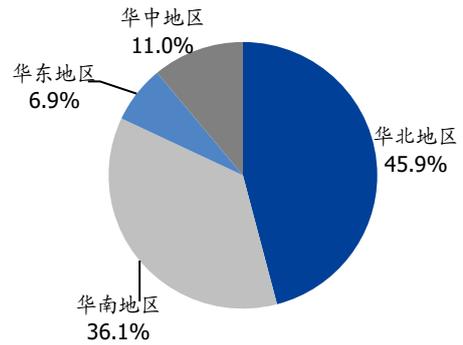
1996-2007 年：布局全国，快速发展。1995 至 2005 年燕京啤酒实现了连续十年全国产销量第一，稳居行业龙头，期间公司营收增速明显快于行业整体水平。在实现对华斯啤酒的产能整合后，燕京啤酒在北京市场不断实现突破，2002-2004 年燕京啤酒在北京市场的市占率分别为 85%/92%/92%，这一高市占率在公司迈向全国化的过程中亦没有较大波动，同时凭借品牌名与北京城极高的关联度，公司在华北市场亦有较强辐射能力，2003 年华北市场市占率高达 45%，同时公司采取“自建+收购”的方式推动全国化，在内蒙古、山东、广西、浙江、福建和湖南等多地建立子公司生产并销售燕京啤酒，1999 年收购湖南湘啤，2000 年与包头雪鹿合资建立子公司，2001 年在山东收购控股无名啤酒和三孔啤酒（山东啤酒行业两强之一），2003 年收购惠泉啤酒与福建燕京子公司形成合力，自此燕京逐步实现立足北京、面向全国布局。从报表端看，2000 年燕京啤酒在北京市场营收为 15.3 亿元，占公司营收的 87.5%，而 2004 年这一比例已下降至 42.4%，2007 年整个华北地区营收占比仅 45.9%，公司全国化战略初见成效。

图表 8: 2000-2004 年燕京啤酒部分地区营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2007 年燕京啤酒各地区收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2008-2013 年: 发展进入新阶段。2008 年后燕京啤酒收入端增速与行业整体水平相近, 公司开始进行品牌与市场的整合工作。**品牌战略方面:** 燕京啤酒在经历过去“以大品牌带小品牌”后, 2006 年初步明确公司应加强产品结构调整的思路, 从 2008 年明确“1+3”品牌战略, 即燕京啤酒为主品牌, “漓泉”、“惠泉”和“雪鹿”为三大副品牌, 公司开始聚焦以燕京啤酒为代表的主品牌产品销售, 同时燕京品牌产品定位相对更高, 公司也借此努力提升产品结构, 燕京品牌销量从 2009 年的 268 万千升提高至 2013 年的 378 万千升, 三大副品牌有所萎缩, 主要系惠泉啤酒销量萎缩所致, 2008 年惠泉啤酒总销量为 51 万千升, 而到了 2013 年大幅下滑至 29.8 万千升, 而其他品牌产品销量维持在 50 万千升左右的水平。**市场战略方面:** 夯实优势市场, 努力突破外埠优势市场, 公司在北京、广西和内蒙古市场具备较强基础, 根据公司 2013 年年报, 公司在这三个优势市场的市占率分别为 85%、85%以上和 75%以上, 桂林漓泉子公司 2008 年营收为 17.4 亿元, 2013 年增长至 37.2 亿元, 期间 CAGR 达 16.4%, 快于公司整体营业收入 10.8%的复合增速, 而其他区域亦有不错增长, 如公司披露广东燕京 2009 年收入为 6.3 亿元, 2013 年增长至 9.2 亿元, 新疆、四川、山西和云南地区公司销量亦有突破。

图表 10: 2006-2014 年公司各品牌产品销量 (万千升)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司部分外埠市场销量表现 (万千升)

年份	新疆省		四川省		山西省		云南省	
	销量	YoY	销量	YoY	销量	YoY	销量	YoY
2009	3		6		5			
2010	9	206.0%	10	73.6%	6	20.0%		
2011	13	40.2%	14	39.5%	9	48.7%	11	
2012	14	10.4%	15	7.4%	5	-39.8%	17	59.0%
2013	17	20.2%	18	29.4%	6	10.8%	22	29.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 燕京啤酒啤酒营收增速与行业对比

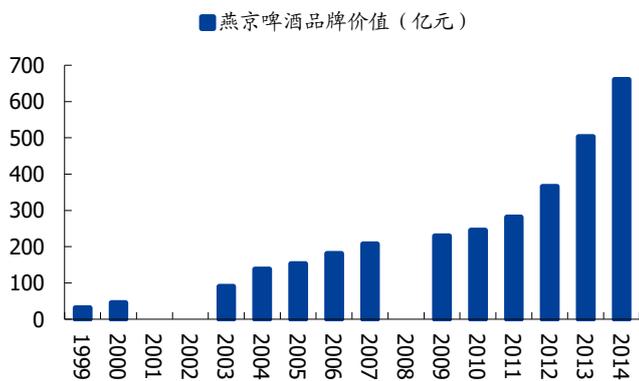


资料来源: Wind, 中国酒业协会, 国盛证券研究所

回顾燕京啤酒早年的辉煌，我们认为其过硬的品牌与产品质量把控、积极主动的管理层和优秀的市场布局意识是关键。

过硬的品牌与产品质量把控。在外埠市场的发展中，得益于燕京啤酒名字与首都北京的较强关联性，品牌形象较好，公司整体品牌价值从 1999 年的 31.7 亿元增长至 2014 年的 660.8 亿元，作为曾经销量产销量全国第一的啤酒企业，公司品牌影响力显著增强。同时公司在产品研发与品质把控上积极投入，1985 年并购华斯啤酒时，燕京啤酒毅然决然地将华斯集团库存的 1214 吨浊度值和厌氧菌超标啤酒导入地沟，这批库存价值 145.7 万元，而当时的燕京啤酒年产不超过 5 万吨，1987 年燕京啤酒在体量仍小时便与科研机构推动“产学研”一体化道路，积极改进生产工艺使得燕京啤酒的质量迅速进入中国优质啤酒的行列。在新产品推出方面，1992 年时任燕京啤酒厂长的李福成前往美国考察啤酒行业发展趋势，彼时美国 Bud Light 风头正盛，李福成回国后把清爽型啤酒作为燕京的发展方向，把握住了我国啤酒行业发展初期的主线，即低价求量，以清爽型啤酒牢牢把握市场份额，同时在纯生啤酒、鲜啤、白啤等细分品类上不断推新丰富产品线。

图表 13: 燕京啤酒品牌价值稳定增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2000-2013 年燕京啤酒新品推出情况

年份	产品
2000	推出纯生啤酒、金玫瑰啤酒
2001	推出本色啤酒8°精品啤酒
2002	收购漓泉啤酒，推出无醇啤酒
2003	在香港推出“Party”新品
2004	燕京11度清爽新标燕京啤酒上新
2006	燕京10度(600毫升)上市，替代原有630ml产品
2007	对6种产品调价
2010	2010年1月对北京地区销售的清爽啤酒涨价
2012	北京市场推出鲜啤，四川、广西、河南市场新建或扩建拉罐和纯生产线
2013	推出燕京原浆白啤

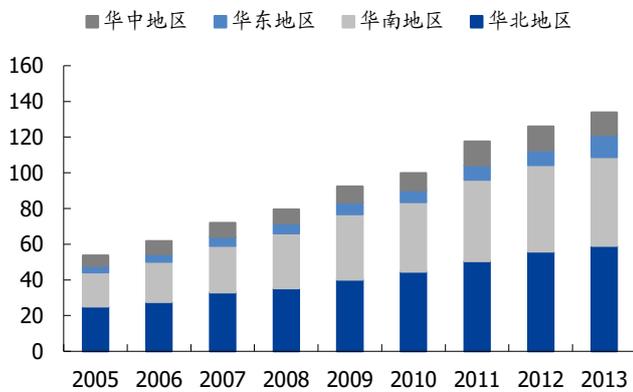
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

积极主动的管理层。燕京啤酒 1980 年建厂，高管团队年富力强，根据公司 2000 年报，披露的 26 名高管平均年龄为 44.5 岁，其中得益于公司上市公开发行的 8000 万股中的 10%为职工股，高管团队中 15 人持股、覆盖比例高达 57.7%，高管团队人均年末持股

市值 1.25 万元，人均年薪 4.6 万元，团队整体激励到位。同时以李福成为中心组建的领导班子积极进取，作为建厂 3 年便在啤酒厂任职、主管生产销售的核心人物，李福成大胆改革、开拓创新，被公司内部员工称为“李改改”，他主动递交申请实施总经理负责制，率先打破统购统销、进行市场化运作，极大程度上释放了公司员工的主观能动性，燕京啤酒成为了中国啤酒行业改革的排头兵。公司高管大多在建厂初期便在燕京就职，内部凝聚力强，具有雷厉风行的办事风格和反应敏锐的决策能力，据搜狐财经报道，1980 年成立后公司坚持早晨举行“碰头会”进行工作安排，内部井然有序。

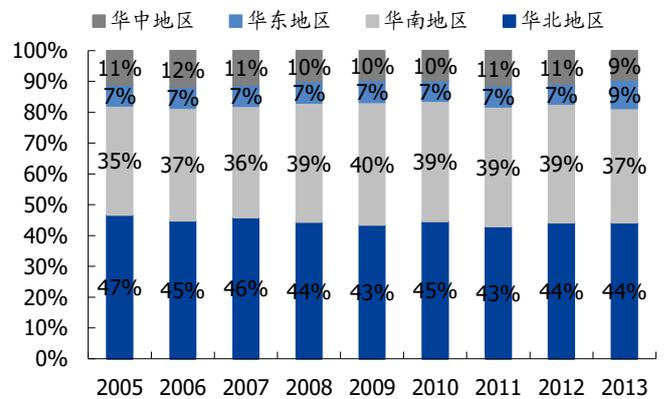
优秀的市场布局意识。作为公司董事长、总经理的李福成亲自起草“抢占全国市场高地计划”，在北京优势市场之外，迅速打造包括广西、福建、内蒙古、湖北五大优势竞争区，在行业跑马圈地式的发展过程中，公司通过合资与收购的方式成功在广西和内蒙古等地实现高实战，同时凭借燕京品牌辐射实现对华北区域的辐射，不断寻找能够贡献公司成长的市场。

图表 15: 2005-2013 年燕京啤酒各区域营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2005-2013 年燕京啤酒各区域营业收入占比



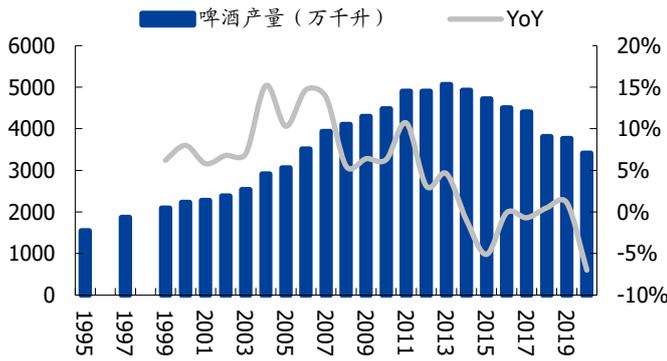
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、2014-2018 年：多因素带动燕京啤进入低谷期

3.1、行业层面：增长疲软的新阶段，龙头反应具有时滞性

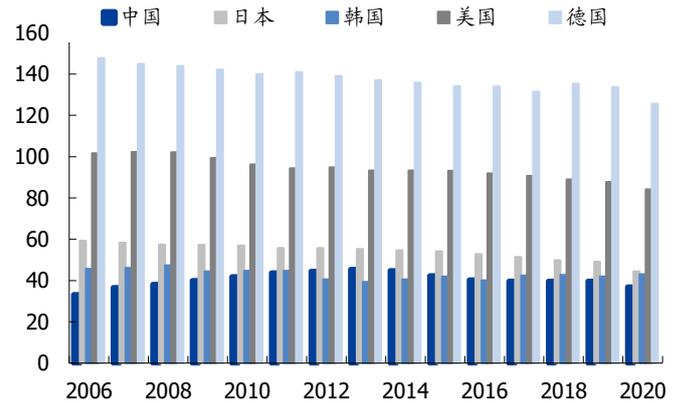
行业销量见顶，人均饮用量达到世界平均水平，发展进入新阶段。2014 年中国规模以上啤酒企业实现啤酒产量 4922 万千升，同比-1%，打破了连续 24 年的增长，啤酒产量增速首次转负，而从人均消费量的角度看，中国已于 2010 年达到世界平均啤酒消费水平，即年均人消费 33 升啤酒，而从 15 岁以上人口人均啤酒消费量的角度看，2012 年中国人均啤酒消费量首次超越韩国，且基本上与日本、韩国两个亚洲经济发达国家保持相同水平，考虑到中国饮食文化中啤酒消费的习惯培育较晚，我们预计中国啤酒行业总产量已见顶。经济发展水平与人口结构是影响啤酒行业发展的两大重要因素，预计随着中国人均可支配收入提高、人口逐渐转向老龄化，中国啤酒行业发展将进入“量减价增”的新阶段。

图表 17: 历年啤酒产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 18: 中日韩美德 15 岁以上人口人均啤酒饮用量 (升/年)



资料来源: 产业信息网, 国盛证券研究所

产业层面认知具有时滞性, 行业竞争环境较产量高增阶段恶化。从事后复盘的角度我们能够明确观察到 2014 年行业销量见顶这一信号, 2020 年叠加疫情影响, 中国规模以上企业的啤酒产量仅为 3411 万千升, 若按统计局公布的增速计算, 2020 年较 2013 年产量累计减少 11.3%, 若按公布绝对值计算则减少了 32.6%, 但行业与企业从认知到决策需要时间, 部分企业在当时误以为是天气、经济增长阶段放缓等因素阶段性压制行业发展, 正是由于产业层面认知的时滞性, 啤酒行业的竞争环境在销量见顶、增速放缓的新阶段有了阶段性恶化。

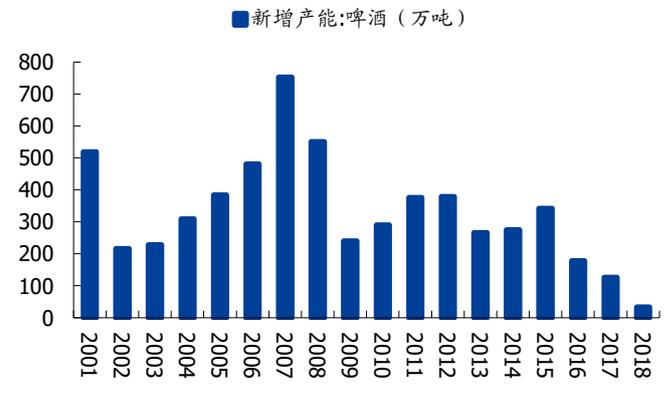
产能扩建与费用投放持续, 行业竞争激烈程度阶段性加剧。行业产能布局的影响与加大费用投放的举措并未在行业产量见顶后同步亦驱, 根据中国酒业协会啤酒分会数据, 在行业产量增速转负的 2014 年我国啤酒行业 CR5 为 76.5%, 而且中国啤酒行业 CR5 不断提高, 从新增产能的角度来看, 2016 年开始行业每年新增产能才有明显下降, 与行业销量见顶有 3 年左右的时滞, 从行业并购情况来看, 2010-2014 年主要啤酒企业仍处于跑马圈地状态, 从毛销差的角度看, 2010 年后上市啤酒企业毛销差普遍承压, 直至 2017 年才呈现反弹, 2010 年上市啤酒企业加权平均毛销差为 26.1%、2017 年为 20.2%, 从主要啤酒企业的角度看, 2009 年燕京啤酒毛销差为 29.6%、2017 年降低至 23.1%, 青岛啤酒 2010 年毛销差为 23.8%、2017 年降低至 18.6%, 同期珠江啤酒和重庆啤酒的毛销差分别下降 3.8pct 和 6.4pct, 可见竞争态势在行业已无量增的情况下变得更为激烈。

图表 19: 2012 年以来中国啤酒市场前五大酒企市占率情况



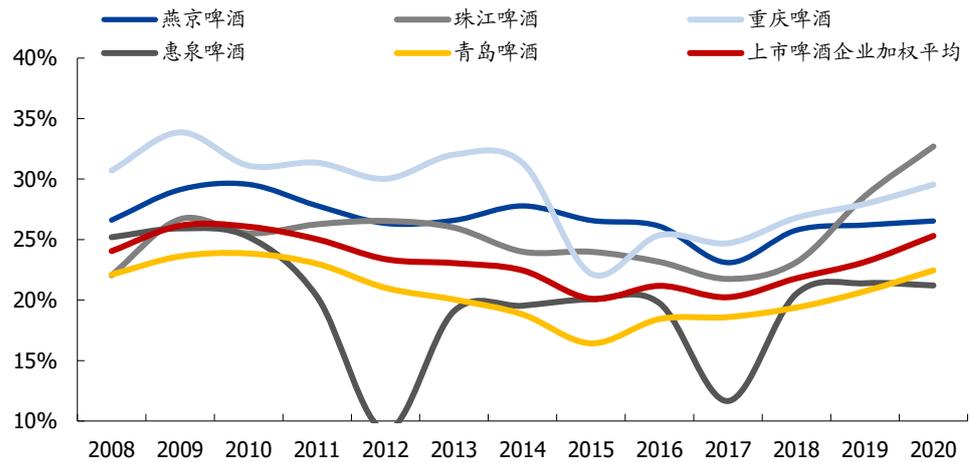
资料来源: 中国酒业协会, 国盛证券研究所

图表 20: 啤酒企业历年新增产能情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

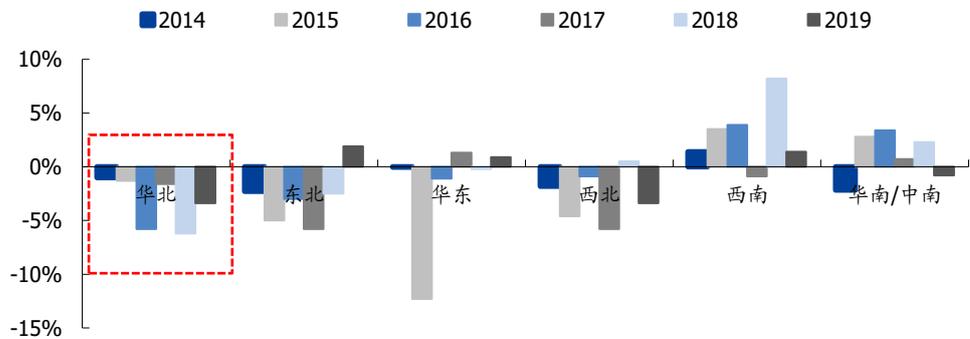
图表 21: 2008 年以来主要上市企业毛销差变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 上市啤酒企业包括燕京啤酒、ST西发、兰州黄河、珠江啤酒、重庆啤酒、惠泉啤酒和青岛啤酒

华北市场表现疲软，北京人口流出影响燕京销售。2013 年公司华北/华南/华东/华中地区营收占比分别为 44.2%/37.1%/9.2%/9.5%，其中北京和内蒙古市场是公司在华北地区的核心市场，2014-2019 年间华北市场啤酒产量每年都呈下滑态势，华北市场整体啤酒消费疲软影响燕京啤酒销售，同时作为公司最核心的北京市场，近年来在解放非首都职能的过程中，适龄劳动力外流导致人口净流出，带动啤酒消费人群减少，对燕京啤酒的销售产生较大影响。

图表 22: 2014-2019 年我国各地区啤酒产量同比增速



资料来源: 中国酒业协会, 国盛证券研究所

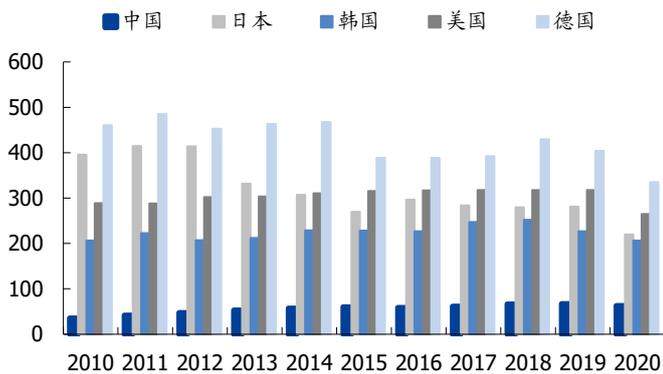
3.2、公司层面：产品升级放缓，经营效率下滑，核心市场疲软

3.2.1、产品端：产品推新速度放缓，布局略慢于其他龙头

高端化成为行业趋势，龙头率先布局核心产品。尽管在行业整体面临产销量见顶回落、人均饮用量达到世界平均水平或难再提升，但中国人均啤酒消费额相较周边及世界发达国家仍有差距，以日韩为例，2014 年中国人均啤酒消费额为 57.6 美元/年，为日本的 18.7%、韩国的 25.2%，从啤酒消费占人均可支配收入的角度看，中国 2014 年为 1.2%，日本和韩国分别为 1.3%和 1.5%，在此背景下，各家纷纷提出产品高端化战略，

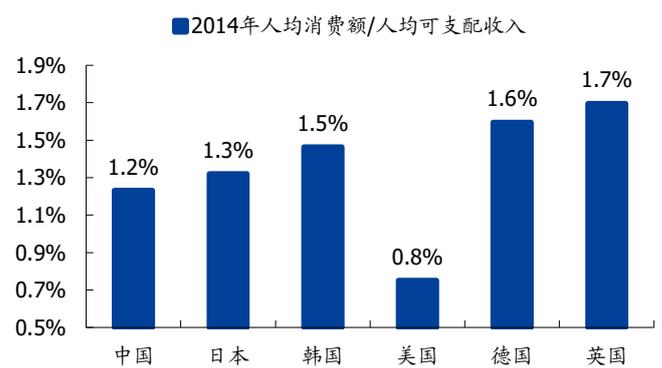
行业进入“量减价增”的新发展阶段。

图表 23: 中国人均啤酒消费额较他国有较大差距 (美元/年)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 24: 2014年中国人均啤酒消费占可支配收入比较日韩仍有差距



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

分公司来看:

- **青岛啤酒: 产品布局抢占先机。**公司高端化发展过程中的核心单品布局时间早于华润, 其中奥古特推出于 2012 年、鸿运当头推出于 2013 年、经典 1903 推出于 2014 年, 逐渐形成“1+1+N”的产品矩阵, 在经营层面公司从过去市场份额和收入导向转变为利润导向, 产品高端化是利润增长的重要抓手。
- **华润啤酒: 高端化战略笃定、目标明晰。**产品端公司推出“4+4”高端化组合, 即以勇闯天涯 SuperX、马尔斯绿、匠心营造和花脸为代表的 4 大中国品牌, 叠加以喜力为代表的 4 大国际品牌, 产品覆盖全面, 其中 SuperX 推出于 2018 年、马尔斯绿和喜力经典推出于 2019 年, 同时在不同渠道和面对不同消费者时, 采用对应的产品及营销方式。2016 年侯孝海竞聘华润啤酒总经理, 积极关厂优化产能以释放利润, 产品端剑指 2025 年, 力争在高端市场的占比反超竞争对手。
- **重庆啤酒: 嘉士伯入主, 储备单品全国化。**嘉士伯过去在中国大力整合西部啤酒企业, 随着高端化趋势来临, 嘉士伯以重庆啤酒为运营主体, 引入“本土+国际”的产品组合进行运作, 2018 年将新疆乌苏啤酒导入疆外市场取得巨大成功, 同时国际品牌 1664 亦取得良好市场反馈, 通过差异化产品在原有区域型产品的基础上加速高端化。

图表 25: 青岛啤酒产品矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 华润啤酒“中国品牌+国际品牌”构建产品组合



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

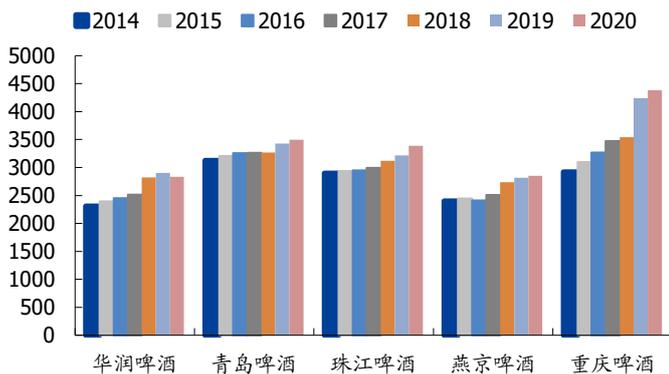
燕京啤酒新产品布局上阶段性落后，吨价上行但产品盈利能力下滑。从产品推出的角度看，2013年后公司新品推出频率有所降低，同时公司一直以清爽和鲜啤为主力产品，在啤酒高端化的进程中，燕京啤酒相较其他啤酒龙头未能找到适合的产品，直至2017年漓泉1998上市取得巨大成功，2019年燕京啤酒主品牌以漓泉1998为蓝本推出燕京U8，主打大单品战略，公司在高端化方面才有所建树。但公司一直致力于产品结构调整，且2018年在行业性成本压力下，公司主动调价应对成本上涨压力，助推吨价上行明显，其背后反映出公司对核心市场的把控力，华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒2014-2020年吨价CAGR分别为3.5%/1.9%/2.6%/2.9%/7.0%，但从毛利率角度看，2020年燕京啤酒毛利率较2014年下降1.6pct，而青岛啤酒/华润啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒毛利率分别+2.0/+13.3/+6.0/+9.5pct，产品盈利能力有所下滑。

图表 27: 燕京每年产品推出情况

年份	燕京新产品
2000	推出 纯生啤酒 、 金玫瑰啤酒
2001	推出 本色啤酒 8°精品啤酒
2002	收购漓泉啤酒，推出 无醇啤酒
2003	在香港推出 “Party”新品
2004	燕京 11度清爽 新标燕京啤酒上新
2006	燕京 10度 (600毫升) 上市，替代原有 630ml 产品
2007	对 6 种产品调价
2012	北京市场推出 鲜啤 ，四川、广西、河南市场新建或扩建拉罐和纯生产线
2013	推出燕京 原浆白啤
2017	推出 燕京世涛 、 燕京 Ale 、 燕京 IPA 布局精酿；漓泉啤酒推出 漓泉 1998
2018	推出 燕京帝道
2019	推出 燕京 U8 、 燕京八景 和 燕京 7 日鲜
2021	推出 燕京 V10 白啤 、 狮王世涛 等

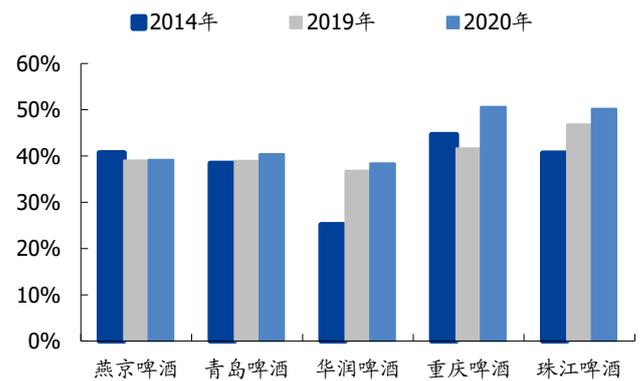
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 28: 主要啤酒企业吨价 (元/千升)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 29: 主要啤酒企业毛利率对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2.2、经营端：员工激励力度降低，子公司亏损侵蚀利润

新管理团队激励力度有所降低。2015年董事长李福成退休并卸任董事长一职，新管理团队走马上任，从公司年报披露的情况来看，近20年来年报披露的高管团队平均年龄从44.5岁提高至52.4岁，2020年团队平均年龄较2015年有所下降，团队整体年富力强。从人均薪酬角度来看，2020年高管人均税前年薪为36.3万元，较2010和2015年均有所下降，同时高管人均持股数量从2015年的1.25万股下降至3037股，整体高管

团队的薪酬与股权激励力度有所下滑。燕京啤酒 2006 年在实施股权分置改革时承诺将积极推进业务骨干和管理层激励计划以完善治理结构，2014 年提出将于 2017 年中提出股权激励方案，但由于相关政策和规定尚未明确，公司仍未出台股权激励方案，预计未来随着相关政策与规定进一步明晰，员工持股仍可期待。

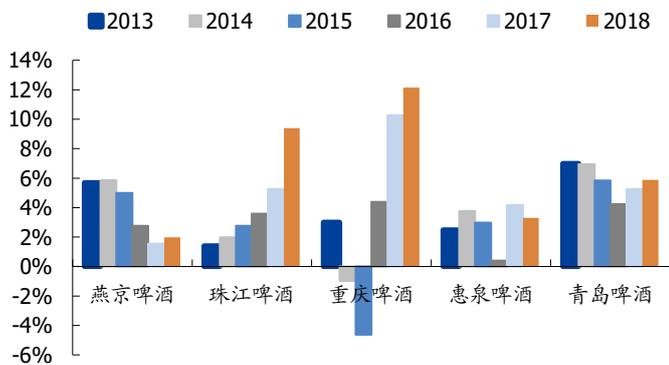
图表 30: 燕京啤酒高管薪酬及持股情况

年份	披露高管人数	持股高管人数	平均年龄 (岁)	平均薪酬 (万元)	人均持股数量
2000	26	15	44.5	4.6	4590
2005	30	16	50.1	15.1	6250
2010	28	12	51.1	40.6	7032
2015	31	12	53.0	51.8	12455
2020	29	4	52.4	36.3	3037

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

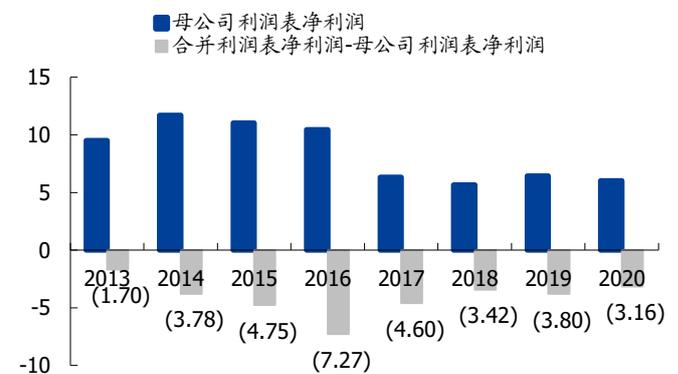
2014-2018 年期间公司盈利能力下行明显，子公司亏损是主要原因。2018 年燕京啤酒净利率仅为 2.0%，较 2014 年下降 3.9pct，同期珠江啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒/青岛啤酒分别+7.4/+13.1/-0.5/-1.1pct，从具体原因来看，燕京啤酒净利率与毛利率较同期略有下滑、叠加费用率上行所致，这与公司在行业发展进入新阶段后营收呈下滑态势有关，相关费用难以被摊薄。同时公司在各地的子公司的亏损额有所加大，我们以合并利润表净利润与母公司利润表的差额来衡量子公司盈利情况，可以看出 2016 年差额一度高达 7.3 亿元，较 2013 年的 1.7 亿元有明显增加，预计主要是因为燕京啤酒很多外埠市场子公司所处市场并非公司高市占核心市场，其他竞争对手的冲击以及经营战略没有及时调整导致子公司亏损加大。

图表 31: 燕京啤酒净利率下行明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 子公司亏损拖累燕京啤酒盈利能力 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

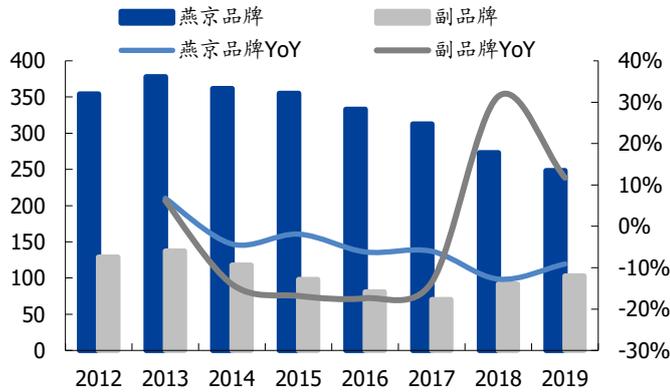
4、2019 年至今：奋发图强的燕京未来可期

4.1、品牌端：聚焦“1+3”，主品牌企稳，副品牌回升

燕京啤酒多年坚持“1+3”品牌战略，产品结构优化正在途中。燕京啤酒经过多年发展，形成了以燕京啤酒为主品牌、辅以惠泉、漓泉和雪鹿三大区域副品牌，2019 年燕京啤酒“1+3”品牌销量占总销量比高达 92.1%，从产品结构的角度看，

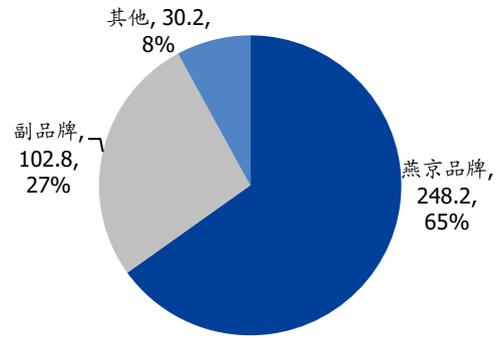
2019/2020/2021H1 中高端产品占比分别为 54.6%/59.8%/61.7%，中高端产品逐渐提高，公司整体销售毛利率分别为 39.1%/39.2%/40.3%，产品结构逐渐优化。

图表 33: 2012-2019 年燕京啤酒销量情况 (万千升)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 年各品牌销量占比 (万千升)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

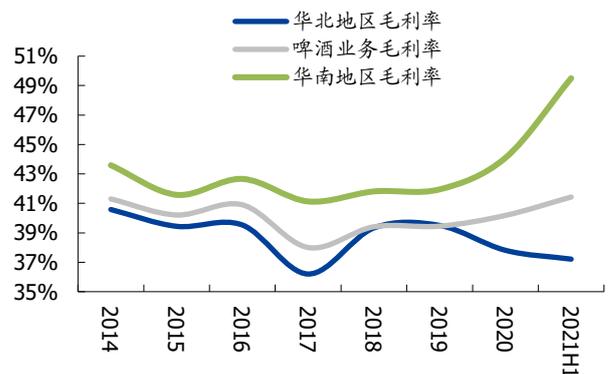
主品牌: 销量仍受压制, 但华北地区营收企稳回升。主品牌销量近年来均呈现下滑态势, 这主要与北京去首都职能过程中导致人口迁出、进而带动啤酒消费人群减少所致, 从华南和华北地区毛利率水平可见, 华北地区毛利率低于华南和公司整体水平, 这表明华北市场公司产品结构相对较差、饮用人群消费能力相对较低, 在北京去首都职能过程中, 低端产品的主力消费人群逐渐迁出, 但从营收端来看, 燕京主品牌销售的助力市场华北地区营收已于 2018 年止跌回升, 2018/2019/2020/2021H1 华北地区营收分别同比 +0.3%/+1.1%/-4.2%/+27.9%, 预计未来公司能够稳住华北市场, 充分利用核心市场优势进行产品结构升级, 贡献产品盈利能力。

图表 35: 燕京啤酒华北地区营收于 2018 年企稳回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 燕京啤酒各地区毛利率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

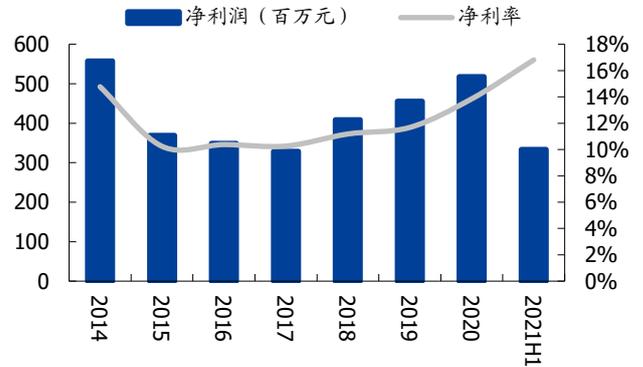
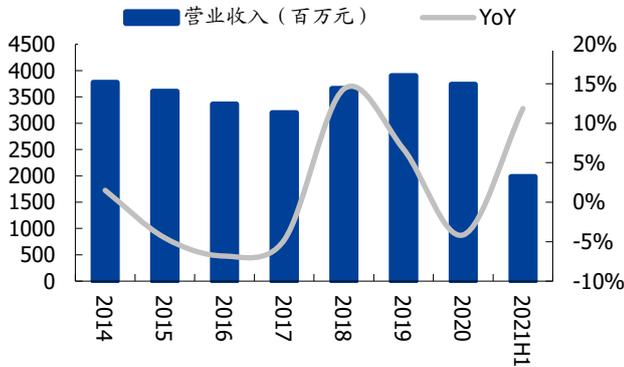
副品牌: 调整到位, 稳定增长。公司三大副品牌在广西、福建和内蒙古市场享有较高知名度, 从销量角度来看, 2014-2017 年副品牌销量整体呈下滑趋势, 但 2018 年止跌回升, 2018、2019 年销量分别同比 +31.4%、+11.7%, 销量止跌回升叠加消费升级浪潮, 副品牌有望逐年贡献业绩增长。分公司来看:

- **漓泉啤酒: 广西市场高市占, 漓泉 1998 引领消费升级。**广西省啤酒产量 2016 年方才见顶, 漓泉啤酒深耕广西市场多年, 当地市占率高达 85%。作为公司“大西

南”战略的核心，漓泉啤酒于2016年推出漓泉1998，以其高品质迅速获得市场认可，带动公司营收迅速企稳回升，2020年燕京啤酒华南地区已成为华北市场之外的第二大市场，收入占比约32.6%，而且得益于漓泉啤酒在广西市场的高市占，公司整体盈利能力亮眼，2020/2021H1净利率高达13.9%/16.8%，分别同比+2.2/1.5pct，预计未来将成为公司重要利润来源。

图表 37: 漓泉啤酒近年营收及增速情况

图表 38: 漓泉啤酒近年净利润及净利率情况



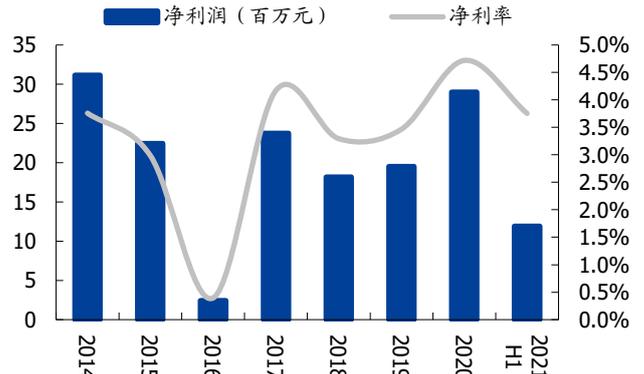
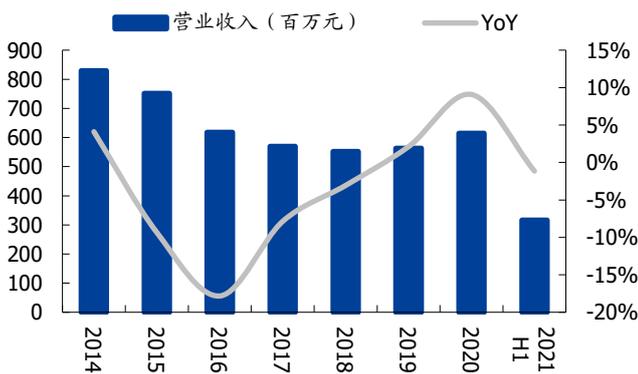
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **惠泉啤酒: 边际向好, 静待新变化。** 惠泉啤酒是福建省省内唯一上市啤酒企业, 在当地享有较高品牌知名度, 但由于福建省整体消费水平较高是各家酒企在华南布局的兵家必争之地, 同时作为口岸城市, 福建本土啤酒受进口啤酒冲击较大, 2014至2018年期间惠泉啤酒调整较大, 2019年开始企稳回升, 净利率亦同步提升。2019年11月历任燕京啤酒副董事长、董秘的刘翔宇先生前往惠泉啤酒担任董事长, 刘总管理经验丰富、2017年后曾主管人事工作, 有望助力惠泉啤酒内部进一步提质增效, 推动惠泉新发展。

图表 39: 惠泉啤酒近年营收及增速情况

图表 40: 惠泉啤酒近年净利润及净利率情况



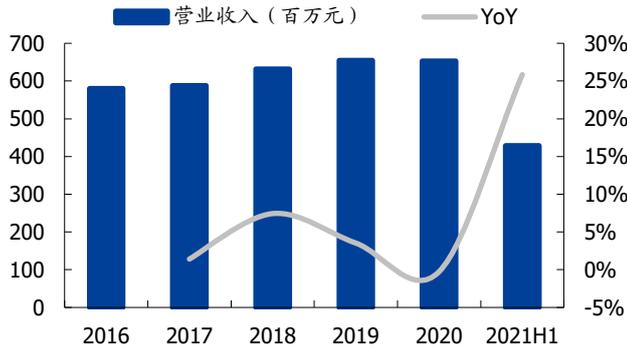
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **内蒙古赤峰&雪鹿啤酒: 核心市场稳定发展。** 2020年燕京(赤峰)实现营收6.5亿元、燕京(包头雪鹿)实现营收4.4亿元, 分别实现净利润5399万元和4196万元, 净利率分别为8.3%和9.5%, 燕京啤酒通过一系列整合实现了在内蒙古市场70%以上的市占率, 省内多地子公司实现均衡产能布局, 近年来赤峰子公司盈利稳定, 雪鹿啤酒亦有产品换代与年轻化举措, 市场份额稳固, 未来在消费升级浪

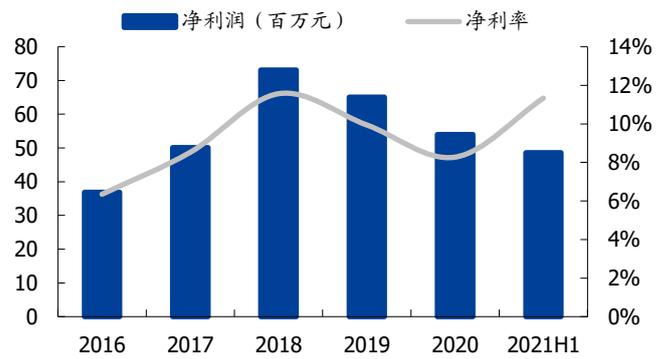
潮下内蒙古市场有望稳定发展。

图表 41: 燕京(赤峰)近年营收及增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 燕京(赤峰)近年净利润及净利率情况

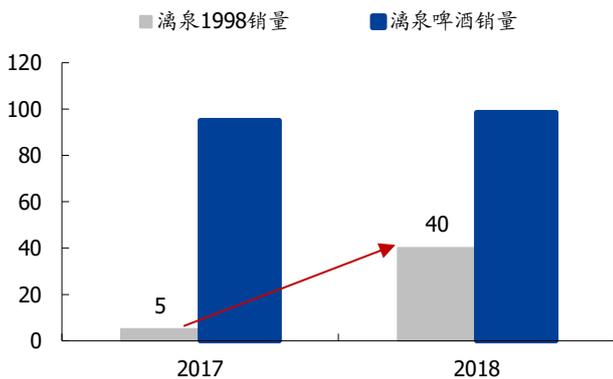


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2、产品端：以优秀品质赢得市场，燕京 U8 大单品战略正在途中

以漓泉 1998 为蓝本，推出燕京 U8 补足产品体系。漓泉 1998 推出后公司并未刻意宣传，单凭其优秀的产品品质迅速赢得消费者喜爱，据桂林日报，漓泉 1998 于 2017 年上市当年便实现 5 万千升销量，2018 年同增 700% 至 40 万千升，而同期漓泉啤酒整体销量仅从 95 万千升提高至 99 万千升，可见漓泉 1998 的受欢迎程度。燕京啤酒 2019 年以漓泉 1998 为蓝本设计燕京 U8，两款产品在 1) 包装上，均采用矮胖瓶装设计和方便开启的拉环开瓶方式，改变传统啤酒“大绿棒”的形象；2) 酒体设计上，均用料考究、味淡不寡，强调“小度数、大滋味”，小度特酿技术使产品乙醛含量更低、不上头，同时 8 度麦芽度更适合佐餐饮用。从燕京主品牌的角度看，燕京 U8 实现了产品体系的补齐，在低端清爽型产品之上，在纯生和鲜啤之间填补空白价格带，同时考虑到广西市场和北京市场上，燕京啤酒均拥有高市占率和强消费者品牌认知，漓泉 1998 以品质胜出的经验有望在燕京 U8 上复刻。

图表 43: 漓泉 1998 在广西市场深受消费者喜爱 (万吨)



资料来源: 桂林日报, 桂林生活网, 国盛证券研究所

图表 44: 漓泉 1998 与燕京 U8 瓶装产品形象相近



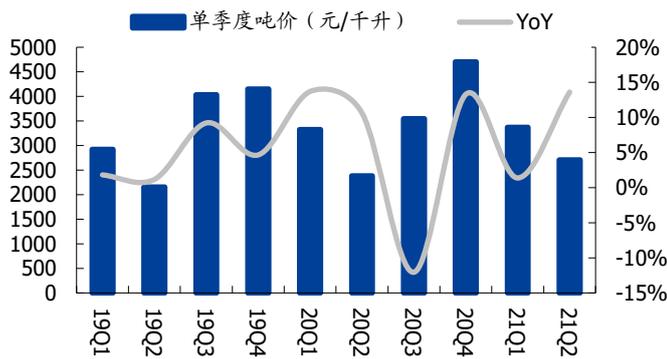
资料来源: 淘宝, 国盛证券研究所

营销创新，燕京 U8 成为燕京啤酒年轻化的重要抓手。不同于漓泉 1998 年上市初期公司缺少消费者教育和产品宣传，燕京 U8 于 2019 年 6 月推出、12 月推广至外部市场，在产品营销上重视年轻消费群体，高举高打迅速提高知名度：1) 产品代言人方面，公司于 2020 年 5 月官宣王一博作为产品代言人，当天相关微博热搜超 5 亿阅读量，产品

关注度迅速提高，2021年5月再次选择蔡徐坤担任代言人，产品热度不减；2) 营销手段方面，在传统媒体广告之外，燕京 U8 在微信、抖音和微博等多平台开展更能吸引年轻人的营销活动，同时公司积极推出代言人周边产品用以啤酒销售搭赠，营销手段灵活多变，推动公司整体年轻化。

吨价上行趋势明显，销量和营收下滑颓势有望止住。自 2019 年推出燕京 U8、公司以大单品战略推进产品结构优化后，公司吨价整体稳步上行，2021Q1 和 Q2 公司啤酒销售吨价分别同比+1.4%、13.6%，考虑到影响公司销量的几大因素如人口、疫情反复等均有持续环比改善，我们认为公司销量和营收下滑颓势有望止住，同时公司以大单品战略打造燕京 U8，未来有望持续改善公司盈利能力。

图表 45: 燕京啤酒啤酒业务营收及增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 燕京啤酒啤酒业务营收及增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.3、经营端：降本增效是最重要任务

5 年战略引导发展。随着行业发展进入新阶段，燕京啤酒逐渐理顺发展逻辑，基于行业正由成长期向成熟期转变的判断，公司将工作重心转移到为消费者提供高品质啤酒和高品质享受，2019 年公司提出 5 年增长与转型战略，产品年轻化、产品结构多样化，渠道补弱填空，因地制宜地实施区域发展战略，在北京、内蒙古和广西三大核心市场的基础上，力争在四川和河北等成长市场有所突破，通过聚焦区域、资源倾斜等方式扶持弱势市场，做到“强大品牌、夯实渠道、深耕市场、精细运营”。

图表 47: 燕京啤酒 5 年增长与转型战略规划

关注方向	规划方针	
三大抓手	产品	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
	渠道	填补当前诸多空白和弱势渠道，继续加强高利润与全国性的渠道建设
	区域	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
四大举措	“强大品牌”为先导	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”为重点	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”为根基	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”为支撑	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: 新浪财经, 国盛证券研究所

建立帮扶机制，破解市场发展不均衡问题。燕京啤酒以三大核心市场为利润中心，但

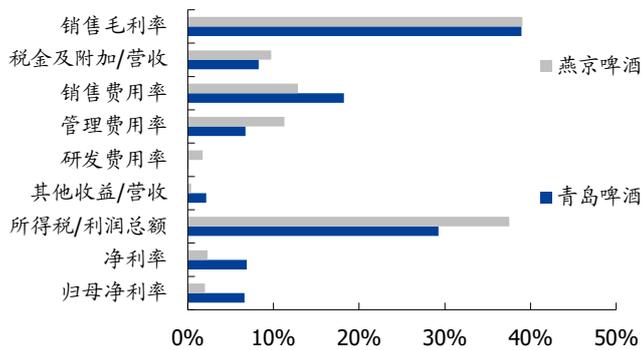
其他弱势区域存在明显的发展不平衡问题，部分子公司增长乏力、连年亏损，面对这些问题，2018年公司建立帮扶办公室，因地制宜派遣优势地区人员扶持弱势地区发展，具体措施包括将优势市场的成功经验介绍给弱势市场，帮助理清市场经营思路，在市场营销、产品布局和资源投放等若干问题进行指导，同时要求子公司每年向总部进行情况汇报当年增效减亏情况，弱势市场反馈积极。

销售公司统筹发展，理顺发展思路。公司成立了北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司用以指导子公司发展，**在市场运作方面**，销售公司负责监管市场窜货行为，严禁地方经销商扰乱价盘的行为，同时统筹区域内子公司销售工作，不同子公司可以全国范围内调货销售，以燕京 U8 为例，外埠市场推广中各地节奏统一、活动相互呼应，提高了市场影响力；**在生产工作方面**，销售子公司将生产任务集中到区域内优质产能子公司，提高产能利用率，对于落后产能进行人员调岗，年轻员工转至销售部门进行市场推广和维护工作，年老员工则组织退休或内部转岗，提高产能利用率，借此实现集中生产的规模效应，也能有效利用资源。

5、燕京盈利能力提高展望：扭亏与人效提高是重中之重

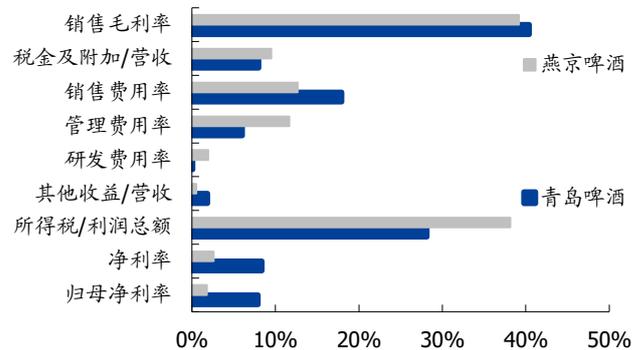
对比青岛啤酒来看燕京啤酒的经营水平。从两家公司 2019 年和 2020 年的经营情况来看，2019/2020 年燕京啤酒净利率分别为 2.3%/2.6%，较青岛啤酒同期净利率分别低 4.6/5.8pct，具体拆解来看，**1) 毛利率**：两家公司产品盈利能力相当；**2) 期间费用率**：2019/2020 年燕京啤酒期间费用率（销售、管理和研发费用率）较青啤高 0.9/2.2pct；**3) 税金及附加占营收比**：此项差别较大，近两年燕京啤酒税金率均高于青啤 1.5pct，从近 10 年主要啤酒企业的税金及附加占营收比来看，虽然整体处于下降趋势，但燕京占比最高，2020 年燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒分别为 9.5%/8.0%/7.0%/9.1%；**4) 其他收益**：青啤今年其他收益贡献较大，2019/2020 年占营收比分别为 2.2%/1.9%，分别较燕京高 1.8/1.3pct，青啤的其他收益主要是厂房搬迁获得的政府补偿、递延收益在当期确认而构成，2020 年搬迁与技改项目确认了 2.7 亿当期收益，期末报表仍有 29.0 亿与政府补助相关的递延收益；**5) 所得税**：2020 年青啤和燕京所得税占利润总额比分别为 28.2%和 38.1%，燕京所得税费用高主要系子公司持续亏损且尚不能确认为递延所得税资产，进而带动利润表确认的所得税费用较高，若未来子公司扭亏顺利，这部分也将为公司带来较为明显的业绩弹性，若 2020 年燕京所得税占利润总额比下降至青啤相同水平，净利率将提高 0.42pct 至 3.0%，净利润提高 16.1%；**6) 归母净利率**：尽管 2020 年燕京啤酒净利率较 2019 年同比 +0.3pct 至 2.6%，但燕京啤酒归母净利率仅为 1.8%，同比-0.2pct，且较同期青岛啤酒低 6.1pct，而两家公司同期净利率仅相差 5.8pct，主要系少数股东损益变化所致。

图表 48：2019 年青岛啤酒与燕京啤酒主要经营指标对比



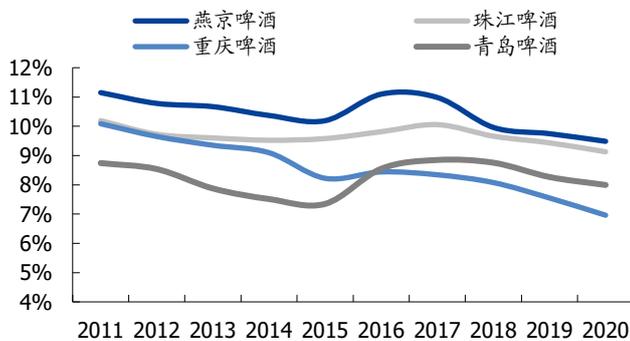
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 49：2020 年青岛啤酒与燕京啤酒主要经营指标对比



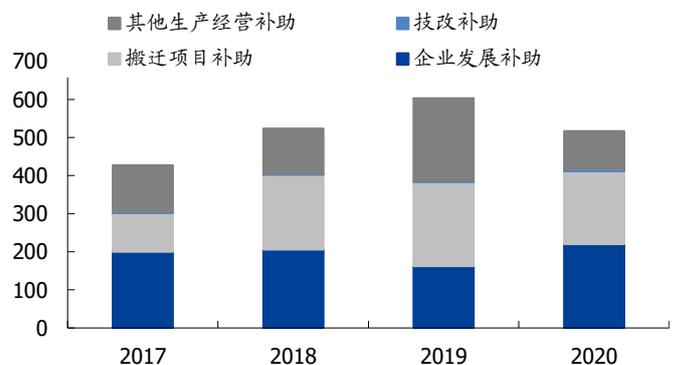
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 50：主要啤酒企业近年税金及附加占营收比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 51：近年青岛啤酒其他收益构成（百万元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

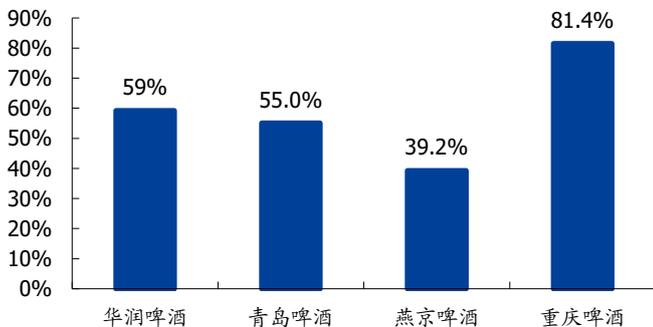
产能利用率处于低位，未来若优化产能利用率可释放业绩弹性。随着行业高端化共识达成，各家酒企经营侧重点从过去跑马圈地追求市场份额转向求利润，重庆啤酒率先开启供应链和产能优化，连年关停厂房，华润啤酒紧随其后，青岛啤酒也关停了4家工厂，但燕京啤酒在关厂优化产能方面举措较慢，2020年燕京啤酒产能利用率仅为39.2%，从折旧摊销占公司营收情况来看，燕京啤酒2020年为7.4%，而青啤为4.2%、四家啤酒企业平均值为5.0%，未利用产能正显著侵蚀燕京啤酒盈利能力，而且考虑到近年燕京啤酒销量持续下滑的情况，公司产能利用率处于连年下降的状态。随着行业产量见顶、人均饮用量与周边发达国家相近，未来行业缺“优秀产品和优秀产能”，过去跑马圈地带来的冗余产能如果不能及时妥善处理，将会持续侵蚀公司盈利能力，这是燕京啤酒未来改善经营效率的主要矛盾所在。

图表 52: 主要上市啤酒企业 2015 年后关厂情况

时间	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒
2015 年	关停/转让共 4 家	-	关停/转让共 0 家	-
2016 年	关停/转让共 4 家	-	关停/转让共 2 家	-
2017 年	关停/转让共 1 家	-	关停/转让共 5 家	表态会与地方政府协商后关厂
2018 年	关停/转让共 1 家	关停/转让共 2 家	关停/转让共 13 家	-
2019 年	-	关停/转让共 2 家	关停/转让共 7 家	-
2020 年	-	-	关停/转让共 4 家	-

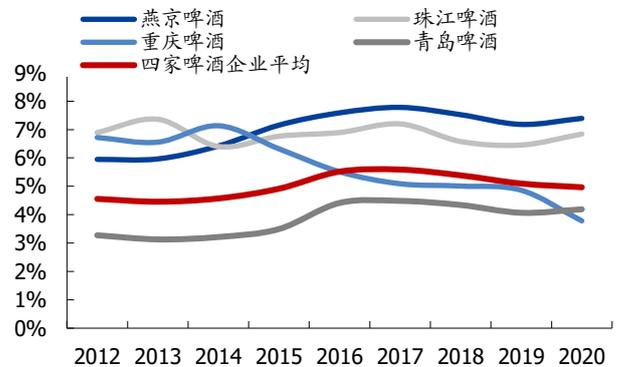
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 主要啤酒企业 2020 年产能利用率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

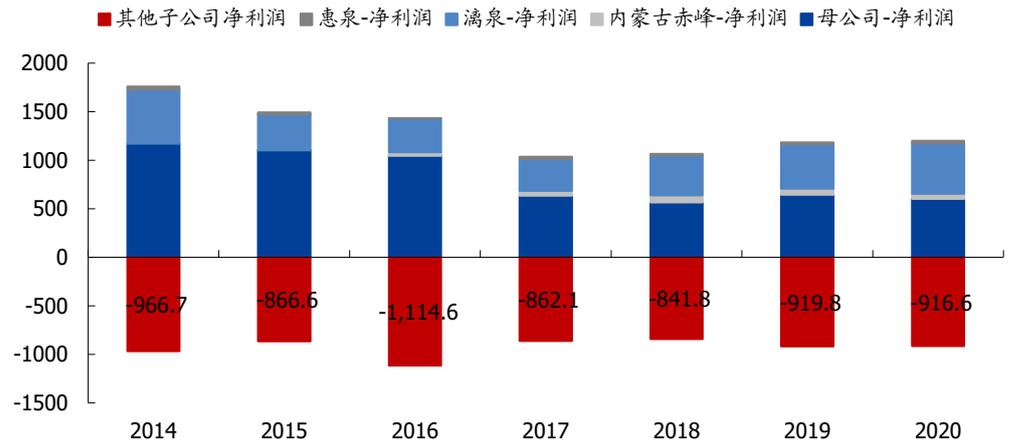
图表 54: 主要啤酒企业近年折旧与摊销费用占营收比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

弱势市场亏损显著侵蚀利润，子公司减亏是提高盈利能力的主要途径。我们将其他子公司净利润定义为“合并利润表净利润-母公司净利润-三大子公司净利润”，由此可见其他子公司亏损是压制公司整体净利率的根本原因，考虑到2020年疫情对消费的整体冲击以及弱势市场子公司市场竞争力较差的情况，子公司减亏尚不明显，未来子公司减亏措施持续推进有望贡献业绩弹性，同时扭亏后递延所得税资产便可在报表确认，进一步放大扭亏后的业绩弹性。

图表 55: 燕京啤酒净利润拆分 (百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

燕京当前存在人效较低的问题, 生产端严重于销售端。从 2020 年主要啤酒企业人均创收与薪酬情况看, 燕京啤酒人均创收与年薪均为最低, 且人均薪酬占创收比高达 21.7%, 而重庆啤酒仅为 11.5%。分别从生产和销售端来看, 生产端: 燕京啤酒吨酒生产的人工成本高达 282.4 元, 显著高于青岛啤酒的 122.2 元/吨, 与四家啤酒企业中吨酒价最高的重啤相近, 燕京啤酒生产成本中人工工资占 15.01%, 而青啤/重啤/珠江仅为 5.5%/10.6%/7.5%, 预计这主要与公司在弱势市场有较多落后产能有关、生产人员较为冗杂, 存在较大优化空间; 销售端: 2020 年燕京啤酒销售人员人均创收为 146.6 万元, 明显低于其他三家, 但公司销售人员薪酬支出较低, 仅占当年营收的 6.2%, 低于青啤/珠啤的 7.6%/9.0%。整体来看公司在生产端的优化空间大于销售端。

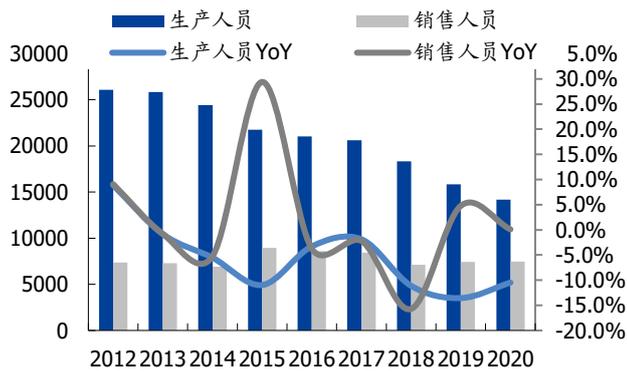
图表 56: 主要啤酒企业人员效率对比

	人均年创收 (万元)	人均年薪 (万元)	薪酬占 创收比	生产人员 人均产量 (千升)	直接人工成本 /啤酒产量 (元/吨)	销售人员 人均年创收 (万元)	销售费用中 职工薪酬/ 营业收入
燕京啤酒	39.1	8.5	21.7%	248.9	282.4	146.6	6.2%
青岛啤酒	77.8	14.1	18.2%	471.7	122.2	241.6	7.6%
重庆啤酒	163.9	18.9	11.5%	-	241.2	-	5.3%
珠江啤酒	93.1	14.8	15.8%	551.7	130.7	476.4	9.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年以来公司积极优化, 人员效率提高可期。2018/2019/2020 年燕京啤酒员工数量分别减少 4556/2299/2164 人, 其中以生产员工为主, 结合母公司与子公司近年人数变化可见, 子公司 2018 年以来人员优化明显, 2018-2020 年职工数量分别同比-14.6%/-6.1%/-9.0%, 而母公司在 2019 年也开始了较大幅度的人员精简, 2019 年母公司员工数同比-10.5%至 6612 人, 而从报表应付职工薪酬中辞退福利每年的增加值来看, 2018-2020 年分别为 245.1/90.4/2120.9 万元, 燕京啤酒内退属于实质性辞退工作并在一年内支付补偿款项, 预计 2020 年公司针对部分适龄人员安排内退并进一步优化人效。

图表 57: 近年来燕京啤酒子公司人数下降明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 近年来燕京啤酒子公司人数下降明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

静态视角下,若燕京啤酒人效水平提升至与青啤相当,净利率可提高 2.7pct。以两家啤酒企业 2020 年经营情况为基础,假设燕京人员效率提高至青啤水平、且其他方面未因此而变化,同时假设可优化人员多为弱势市场子公司、员工工资为平均工资的 70%,燕京啤酒若能达到青岛啤酒的人效水平,在假设所得税率不变的情况下,2020 年净利率有 2.7pct 的提升空间。

图表 59: 燕京啤酒人效提高水平测算

	燕京啤酒	青岛啤酒
生产端:		
生产人员数量	14,191	15,729
啤酒产量 (万千升)	353.2	742.0
人均啤酒产量 (千升)	248.9	471.7
啤酒成本中人工成本 (百万元)	997.5	906.9
生产人员年薪 (万元)	7.0	5.8
青啤水平下员工数量	7,487	-
可减少员工数量	6,704	-
可节省员工开支 (百万元)	329.9	-
节省部分对净利率影响 (38%实际所得税率情况下)	1.9%	-
销售端:		
销售人员数量	7,455	11,491
啤酒销量 (万千升)	353.5	782.0
销售人员人均啤酒销量 (升)	474.1	680.5
销售费用中职工薪酬 (百万元)	679.4	2,104.4
销售人员年薪 (万元)	9.1	18.3
青啤水平下员工数量	5,194	-
可减少员工数量	2,261	-
可节省员工开支 (百万元)	144.2	-
节省部分对净利率影响 (38%实际所得税率情况下)	0.8%	-

资料来源: 国盛证券研究所

综合来看，在不考虑燕京 U8 能够持续改善公司产品盈利能力的情况下，仅从经营效率改善的角度出发，人员优化能够提高 2.7pct 净利率，同时子公司通过人员优化扭亏后，亏损可转为递延所得税资产，所得税得以被部分抵扣后公司净利率有望至少提升 0.4pct，人效优化等多项因素都将受益于实际所得税率下行，目前为止我们已能够从报表端看到积极的扭亏举措，预计未来燕京经营水平将持续改善，叠加营收端的产品高端化趋势助力，看好燕京未来发展。

6、盈利预测

燕京 U8 大单品全国化发展，公司降本增效值得期待。预计 2021-2023 年公司实现营收 115.1/122.0/129.2 亿元，同比+5.3%/+6.0%/+5.9%，其中啤酒业务实现收入 106.5/113.2/120.2 亿元，同比+5.6%/+6.4%/+6.2%，同时销售费用率分别为 12.9%/12.8%/12.7%，管理费用率分别为 11.6%/11.0%/10.6%，实现归母净利润 2.7/4.1/5.1 亿元，同比+38.4%/50.2%/23.5%，对应 PE 为 79/53/43 倍。

图表 60: 主要财务指标盈利预测

项 目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,468.5	10,928.4	11,509.3	12,203.7	12,918.6
yoy	1.1%	-4.7%	5.3%	6.0%	5.9%
啤酒业务 (百万元)	10,735.7	10,078.0	10,645.5	11,323.3	12,024.1
yoy	0.1%	-6.1%	5.6%	6.4%	6.2%
啤酒销量 (万千升)	381.2	353.5	356.3	362.8	373.4
yoy	-2.8%	-7.3%	0.8%	1.8%	2.9%
啤酒吨酒价 (元/千升)	2,816.6	2,851.3	2,987.9	3,121.3	3,220.3
yoy	2.9%	1.2%	4.8%	4.5%	3.2%
非啤酒业务 (百万元)	732.8	850.3	863.8	880.4	894.5
yoy	19.0%	16.0%	1.6%	1.9%	1.6%
毛利率	39.1%	39.2%	39.3%	40.6%	41.2%
销售费用率	12.9%	12.7%	12.9%	12.8%	12.7%
管理费用率	11.3%	11.7%	11.6%	11.0%	10.6%
归母净利润 (百万元)	229.8	196.9	272.4	409.2	505.4
YoY	27.8%	-14.3%	38.4%	50.2%	23.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从 EV/EBITDA 角度，燕京啤酒估值仍有吸引力。相较于传统 PE 估值，EV/EBITDA 在分母端考虑了债券价值、分子端剔除折旧摊销、利息费用等影响，燕京啤酒 2020 年 EV/EBITDA 仅 15.9，低于青啤/重啤/珠啤的 31.6/29.9/17.9，根据我们的模型测算，随着公司各项举措持续落地，从 EV/EBITDA 角度公司估值具备较高性价比，同时营收端以燕京 U8 为代表的大单品全国化放量可期、有望持续贡献业绩弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 61: 主要啤酒企业估值对比 (百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
燕京啤酒					
企业价值 (EV)	19,533.5	18,345.0	17,318.5	17,491.1	16,257.2
EBIT	341.7	344.7	493.1	775.8	954.2
折旧及摊销	823.5	808.0	715.3	757.2	802.7
EBITDA	1,165.2	1,152.7	1,208.5	1,532.9	1,756.9
EV/EBITDA	16.9	16.0	14.4	11.5	9.3
主要啤酒企业 EV/EBITDA					
青岛啤酒	36.2	31.4	26.5	18.8	18.5
重庆啤酒	74.8	29.2	22.1	16.8	14.0
珠江啤酒	22.8	17.9	16.0	16.1	11.9

资料来源: 国盛证券研究所测算, 注: 使用 2021 年 12 月 17 日收盘价与各公司估值模型测算

风险提示

燕京 U8 推广不及预期。燕京 U8 作为公司的核心产品, 目前仍处于大单品打造期, 未来发展存在不确定性。

疫情反复影响啤酒动销。若疫情局部反复导致防疫措施升级, 或对啤酒消费场景产生影响, 进而影响产品动销和公司收入。

成本上涨超预期。2020H2 以来啤酒主要原材料和包材价格上涨明显, 若成本持续上涨, 或侵蚀公司利润、影响盈利能力。

食品安全问题。啤酒作为日常消费品, 若发生食品安全问题, 会对产品及品牌美誉度和消费者复购产生影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com