

2023年02月03日

# 民族品牌二次复兴，经营成长可期

## 燕京啤酒(000729)

### ► 大单品 U8 放量，提升市场地位

燕京啤酒是国内清爽啤酒的代表，曾是国内啤酒产量最大的龙头企业。在行业高端化发展新周期，燕京顺应趋势，依托“1+3”品牌战略推动量价齐升。主品牌燕京推出大单品U8，以“小度酒大滋味”的特色迅速打开市场，销量持续高增，随着燕京全国化战略推进，U8有望持续放量；同时公司储备了V10、鲜啤2022等产品，有望持续推进结构升级，提升燕京品牌市场地位。三个子品牌漓泉、雪鹿、惠泉也积极进行高端化运作，推陈出新，均获得较好反馈。

### ► 组织变革，治理结构焕然一新

虽然之前燕京由于种种原因发展迟缓，但自公司2019年提出“五年增长与转型战略”，经营开始持续向好。在克服2020年疫情冲击后，燕京2021年实现量价齐升，吨价也首次突破3000元大关。今年以来公司管理层全面调整，新任董事长耿超国企改革经验丰富，新任管理层正值壮年、经验丰富，我们看好在新任董事长的带领下，公司实现二次复兴。

### ► 降本增效，利润弹性可期

国内啤酒高端化大趋势下，产能优化与降费增效已经成为各龙头企业增收增利的必经之路，但现阶段燕京啤酒整体生产经营效率仍处行业相对靠后位置。我们从产能利用率、费用效率、人员效率等角度分析，认为燕京啤酒相较同业仍存在较大优化空间，到2024年净利率有望提升至6%的水平。燕京正处经营改善，降本增效的上行周期，公司有望通过积极改革，大幅降本增效，提升利润水平。

### 投资建议

我们预测2022-2024年营业收入为129.76/140.36/151.14亿元，预测2022-2024年EPS为0.13/0.19/0.28元，对应2023年2月2日12.39元的收盘价，对应PE分别为97/65/44倍，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险提示

经济复苏不及预期、产品销量增长不及预期、食品安全问题。

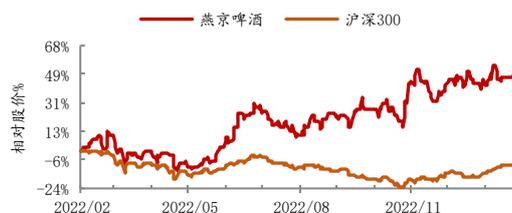
### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,928	11,961	12,976	14,036	15,114
YoY (%)	-4.7%	9.4%	8.5%	8.2%	7.7%
归母净利润(百万元)	197	228	361	541	794
YoY (%)	-14.3%	15.8%	58.4%	49.8%	46.8%
毛利率(%)	39.2%	38.4%	39.0%	39.5%	40.0%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.13	0.19	0.28
ROE	1.5%	1.7%	2.6%	3.8%	5.3%
市盈率	177.00	152.96	96.70	64.57	43.99

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	12.39
股票代码:	000729
52周最高价/最低价:	12.39/6.24
总市值(亿)	349.22
自由流通市值(亿)	310.93
自由流通股数(百万)	2,509.56



### 分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

### 分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

### 相关研究

## 正文目录

1. 民族品牌，几经起伏迎新机遇.....	4
1.1. 1980-1998：清爽鼻祖，渠道变革.....	5
1.2. 1999-2013：稳健扩张，走向全国.....	5
1.3. 2014-2018：行业调整，整体迟滞，燕京掉队.....	7
1.4. 2019-至今：推动改革，发力追赶，初现成效.....	8
2. 啤酒行业：结构升级为行业主流，高端红利显现.....	9
2.1. 行业现状：存量竞争，量减价增.....	9
2.2. 竞争格局：头部格局稳定，中高端多元化竞争.....	10
2.3. 发展趋势：结构升级，差异竞争，降费提效.....	12
3. U8 放量推动结构升级，新团队带来新气象.....	13
3.1. 品牌“1+3”战略引领发展，大单品 U8 放量可期.....	13
3.2. 管理团队换血，体制机制全面优化.....	19
3.3. 人员+产能优化提振净利率，子公司减亏增利空间可期.....	21
4. 盈利预测与投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

## 图表目录

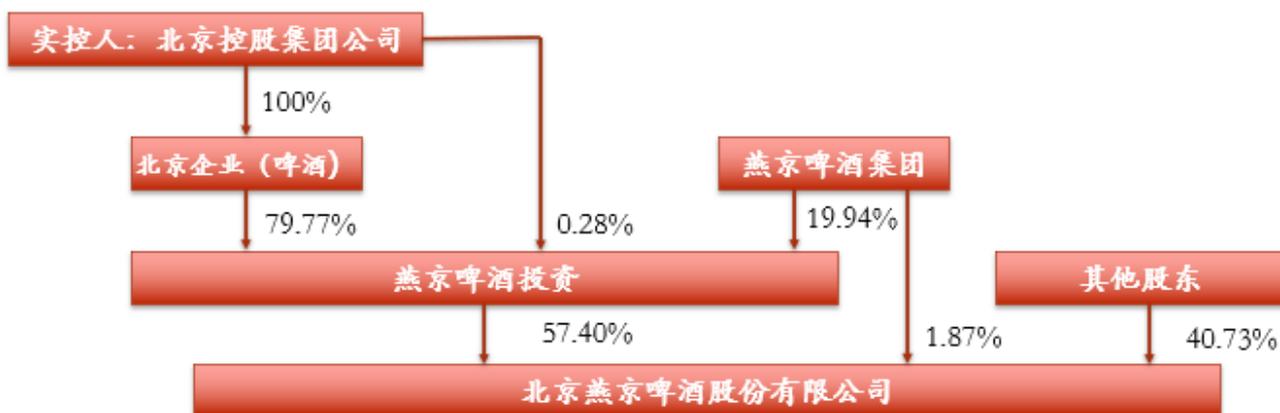
图表 1 燕京啤酒股权结构图.....	4
图表 2 燕京啤酒历史财务情况回顾.....	4
图表 3 燕京啤酒的“胡同战略”.....	5
图表 4 燕京经典产品：清爽啤酒.....	5
图表 5 1999-2013 年燕京啤酒营收与归母净利润.....	6
图表 6 1999 年以来燕京啤酒收购品牌情况.....	7
图表 7 2014-2018 年燕京啤酒营收与归母净利润情况.....	8
图表 8 华润先于燕京推动高端化，吨价实现反超.....	8
图表 9 2019-2021 年燕京啤酒营收与归母净利润情况.....	9
图表 10 2019-2021 年燕京啤酒销量与吨价情况.....	9
图表 11 我国历年啤酒总产量走势（万千升）.....	10
图表 12 2008 年以来我国啤酒龙头企业吨价走势.....	10
图表 13 各档次啤酒在我国啤酒市场占比.....	11
图表 14 我国高端啤酒市场规模展望（万千升）.....	11
图表 15 各省市啤酒市场市占率领先企业情况一览.....	11
图表 16 我国高端啤酒市场市占率情况.....	12
图表 17 我国啤酒市场吨价提升空间巨大（元/吨）.....	12
图表 18 差异化产品的工艺特点与代表产品.....	12
图表 19 我国规模以上啤酒酿造企业不断减少.....	13
图表 20 啤酒企业期间费用率水平整体下行.....	13
图表 21 燕京啤酒“1+3”的品牌格局.....	14
图表 22 2017-2021 年华北华南地区占公司营收比例.....	14
图表 23 “中国 500 最具价值品牌”中的啤酒品牌，燕京包揽四席.....	14
图表 24 燕京品牌下的主要产品、规格与价格.....	15
图表 25 燕京 U8 主要竞争对手一览.....	15
图表 26 燕京 U8 销量预测（万吨）.....	15
图表 27 蔡徐坤担任燕京品牌代言人.....	16
图表 28 燕京啤酒灯光秀.....	16
图表 29 漓泉啤酒主要产品、规格与价格一览.....	16

图表 30	2017-2021 年漓泉啤酒营收情况 .....	17
图表 31	2017-2021 年漓泉啤酒净利润情况 .....	17
图表 32	雪鹿/赤峰啤酒主要产品、规格与价格 .....	17
图表 33	2017-2021 年赤峰/雪鹿营收情况 .....	18
图表 34	2017-2021 年赤峰/雪鹿净利润情况 .....	18
图表 35	惠泉啤酒旗下主要产品、规格与价格 .....	18
图表 36	2017-2021 年惠泉啤酒营收情况 .....	19
图表 37	2017-2021 年惠泉啤酒净利润情况 .....	19
图表 38	非优势地区 17-21 年营收情况 .....	19
图表 39	非优势地区 17-21 年毛利率情况 .....	19
图表 40	耿超曾在国资系统长期任职，国改经验丰富 .....	20
图表 41	耿超在“618”电商节进行直播带货 .....	20
图表 42	新任管理层情况一览 .....	20
图表 43	燕京啤酒在体制机制改革与优化资源配置上的改革措施 .....	21
图表 44	燕京啤酒在同业中产能利用率垫底 .....	22
图表 45	燕京啤酒在同业中生产人员人均产量垫底 .....	22
图表 46	燕京啤酒销售人员人均销量垫底 .....	22
图表 47	燕京啤酒在同业中人均创收垫底 .....	22
图表 48	燕京啤酒毛利率偏低 .....	23
图表 49	燕京啤酒折旧摊销占营收比例高于同业对手 .....	23
图表 50	17-19 年合并口径盈亏与各子公司盈亏情况 .....	23
图表 51	燕京啤酒税收结构较同业有优化空间 .....	23
图表 52	人员减冗、产能出清与税率优化可贡献的利润弹性 .....	24
图表 53	燕京啤酒 2022-2024 年营收测算情况 .....	25
图表 54	燕京啤酒与同业公司估值对比情况 .....	25

## 1. 民族品牌，几经起伏迎新机遇

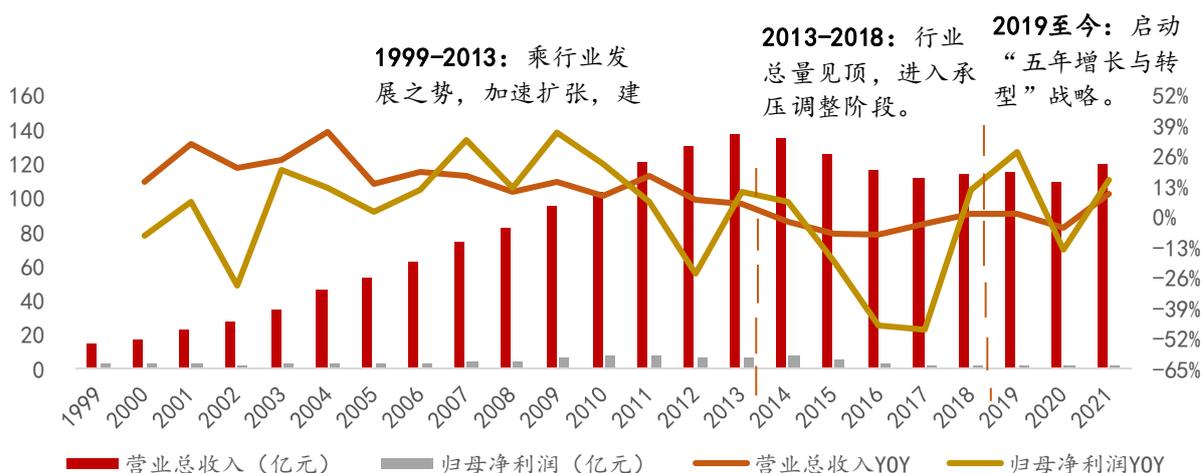
燕京啤酒前身为北京顺义啤酒厂，成立于 1980 年，现为港股上市公司“北京控股”旗下五大业务之一。公司实控人为北京控股集团有限公司，公司在发展历程中始终坚持“民族品牌”形象，未引入外资。公司 2021 年实现销售收入 119.61 亿元，实现啤酒销量 362 万千升，分别位居 A 股啤酒上市公司第三位和第二位。公司旗下拥有燕京、漓泉、惠泉、雪鹿等品牌，基地市场包括北京、广西、内蒙古等地。公司产品以口味清爽为特色，旗下代表性产品包括燕京 10°P 清爽啤酒、燕京精制啤酒等。公司近年来发力中高端，2019 年推出中高端单品燕京 U8，有望成为公司增长主要动力。

图表 1 燕京啤酒股权结构图



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图表 2 燕京啤酒历史财务情况回顾



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.1. 1980-1998：清爽鼻祖，渠道变革

**产品创新、渠道变革，占据行业龙头地位。**1980年顺义啤酒厂成立时，初期投资仅600余万元，预计酿造能力约1万千升。经过公司十余年不懈努力，1996年，燕京啤酒成为全国啤酒产量最大的龙头企业，年产量突破50万吨，占全国总产量的3.5%，利税总额为3.66亿元。1997年，由北京燕京啤酒集团、西单商场和牛栏山酒厂共同发起的燕京啤酒股份有限公司在香港红筹股和深圳A股同时上市。

我们认为燕京啤酒在这一阶段的成功主要有两大原因：

- a) **产品端：燕京啤酒开创了国内清爽型啤酒的先河。**1987年，在轻工部食品发酵研究所管敦仪教授的指导下，燕京采用全新生产工艺，在国内第一家率先研制出了11度清爽型啤酒，形成了与醇厚型啤酒不同的清爽风味，实现了啤酒风味的国产化。清爽风味一经推出，深受北京当地消费者喜爱，并成为了燕京日后发展的一张独有的名片。燕京啤酒的知名广告词“清爽感动世界”正是来源于此。
- b) **渠道端：主动打破包销体制，积极推行“胡同战略”等渠道变革。**上世纪80年代，当时糖酒产品的销售仍然依靠国营糖酒公司的“包销”体制。燕京啤酒在这一时期另辟蹊径，采取“胡同战略”，主动拥抱市场，一方面主动组织车队每天给北京城区经销商送货上门，一方面组织小商贩骑三轮车沿街叫卖，主动进行深度分销，积极拥抱小经销商和消费者，将燕京啤酒送进了千家万户，“家家喝燕京”成为了“北京第九景”。

图表 3 燕京啤酒的“胡同战略”



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图表 4 燕京经典产品：清爽啤酒



资料来源：公司官网，华西证券研究所

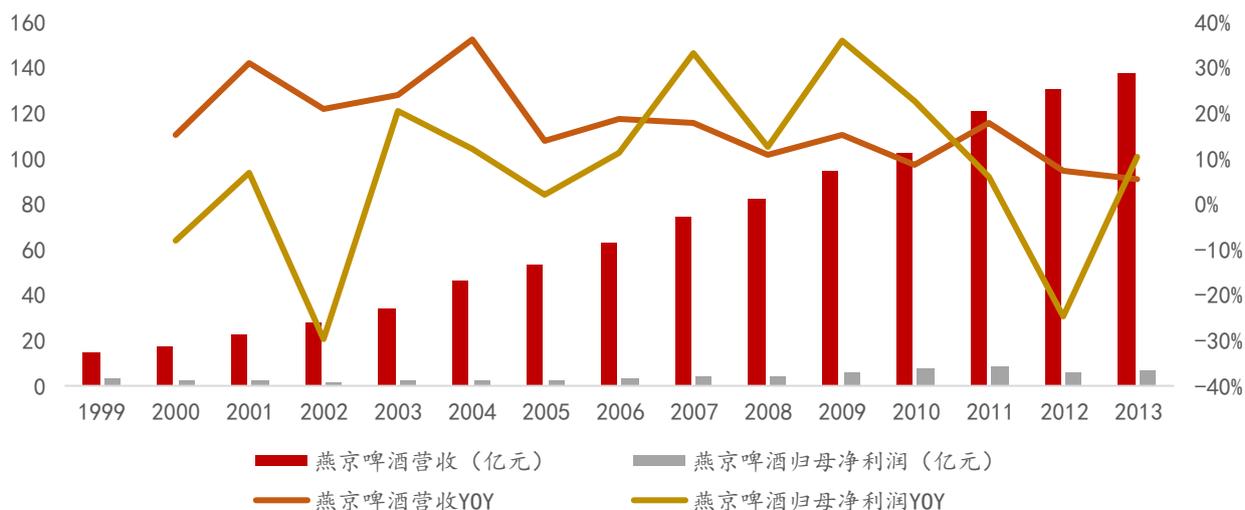
## 1.2. 1999-2013：稳健扩张，走向全国

**行业进入整合时代，战略稳健错失机遇。**进入新世纪以来，啤酒行业进入了大规模收购兼并的时代，燕京啤酒也进行了一系列的产业整合。2000年，燕京啤酒收购雪鹿啤酒厂，占领了内蒙古啤酒市场；2001年，燕京啤酒整合了山东85万吨啤酒产能和50万吨的市场份额；2002年和2003年，燕京啤酒先后收购桂林漓泉和惠泉啤酒，前者使其将市场扩张至广西省，后者则为燕京啤酒提供了新的融资渠道。燕京啤酒的版图开始扩张至全国各地。截止到2013年，燕京啤酒总销量达到571万千升，在北京市场占有率达到85%，在华北市场占有率占到50%，在全国市场占有率达到12%。

虽然公司在扩张方面取得了一些成绩，但是由于燕京啤酒采用了相较于同行业竞争对手更加保守的融资与并购策略，因此燕京啤酒在啤酒行业整体大发展的 21 世纪前十年未能完全把握住机遇，逐步被青岛啤酒、华润啤酒等竞争对手赶超。

从历史财务数据上看，燕京啤酒经历了上世纪末至 2013 年啤酒行业快速发展的黄金年代，实现了稳健发展，营业收入由 1999 年的 15.16 亿元增长至 2013 年的 137.48 亿元，CAGR 达到 17.06%，归母净利润也由 1999 年的 2.91 亿元增长至 2013 年的 6.81 亿元。但是与同时期主要竞争对手青岛啤酒相比，燕京啤酒成长速度相对较慢，青岛啤酒营收在同时期由 20 多亿元增长至近 300 亿元，归母净利润则是增长至近 20 亿元，双方差距进一步拉大。2013 年是我国啤酒行业规模见顶的一年，也是燕京啤酒销量达到顶峰的一年，随后行业进入了调整时期。

图表 5 1999-2013 年燕京啤酒营收与归母净利润



资料来源：Wind，华西证券研究所

图表 6 1999 年以来燕京啤酒主要收购品牌情况

时间	收购品牌	收购品牌所在地
1999 年	吉安啤酒	江西
1999 年	湖南湘啤	湖南
2000 年	雪鹿啤酒	内蒙古
2000 年	莱州啤酒	山东
2001 年	赤峰啤酒	内蒙古
2002 年	漓泉啤酒	广西
2003 年	仙都啤酒	浙江
2003 年	惠泉啤酒	福建

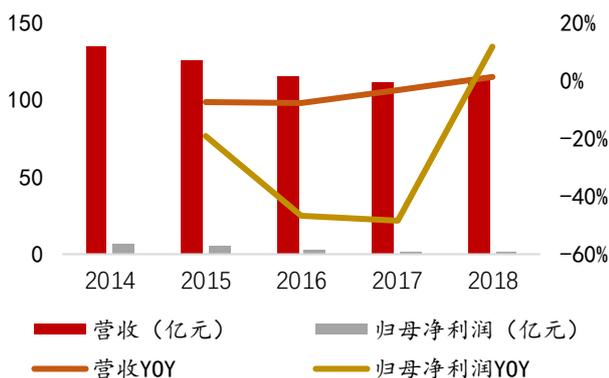
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

### 1.3. 2014-2018：行业调整，整体迟滞，燕京掉队

**行业调整，燕京掉队。**2014 年后，我国啤酒产销量呈下降趋势，行业进入存量竞争阶段。从消费结构上看，由于居民整体收入水平的提高以及产业结构的提升，低端啤酒消费量逐渐萎缩，消费升级趋势明显，因此业内龙头公司纷纷通过结构高端化、全国化布局以及积极改革实现业绩增长。从国内头部企业来看，华润啤酒由于央企背景，在资金、渠道等方面具有天然优势，因此逐步确立其龙头地位，青岛啤酒紧随其后。相较之下，燕京啤酒在全国化与产品高端化方面落了后，一方面，由于燕京啤酒在 2013 年之前的行业扩张阶段采取较为保守的融资与并购策略，其基地市场仅限于北京、广西、内蒙等几个省市，未能形成具有全国影响力的品牌；另一方面，燕京啤酒在高端化转型方面落后于其他竞争对手，在竞争对手纷纷推出中高端单品时未能及时跟上。因此，在行业调整时期，燕京销量从顶峰的 500 多万千升下滑至 2018 年的不足 400 万千升，与青岛啤酒、华润啤酒等的差距进一步拉大。

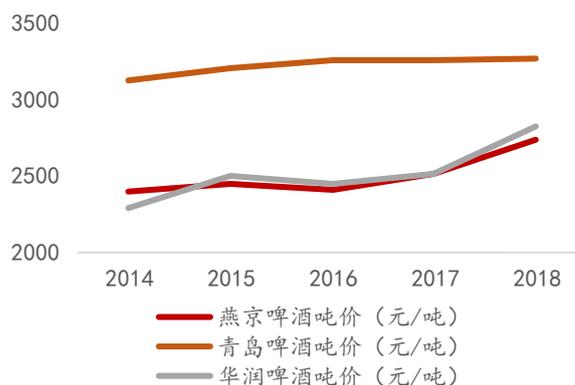
从财务与经营数据上看，燕京啤酒营业收入由 2014 年的 135.04 亿元萎缩至 2018 年的 113.44 亿元，归母净利润也由 2014 年的 7.26 亿元下降至 2018 年的 1.8 亿元，在行业调整的大潮中掉队。2017 年，赵晓东任燕京啤酒总经理，随即对燕京啤酒进行改革，燕京也步入了新的历史时期。

图表 7 2014-2018 年燕京啤酒营收与归母净利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图表 8 华润先于燕京推动高端化, 吨价实现反超



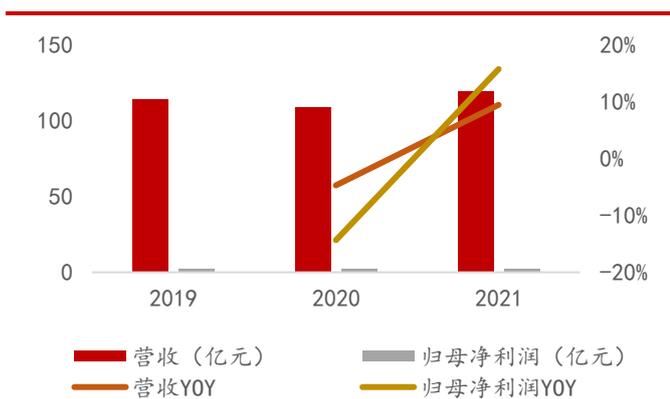
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 1.4. 2019-至今: 推动改革, 发力追赶, 初现成效

**发力改革, 初显成效。**2019 年, 公司提出“五年增长与转型战略”, 从品牌、渠道、市场、运营等方面提出改革方案。2021 年, 公司将客户因素纳入改革方案中, 最终形成了“强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营”的五大战略途径。产品端, 燕京推出燕京 U8, 主打“小度酒, 大滋味”, 作为其在中高端领域的领军大单品。营销端, 燕京先后选择王一博、蔡徐坤作为新的产品代言人, 着力打造年轻人喜爱的品牌。管理层方面, 2022 年 5 月, 耿超接任燕京啤酒董事长, 人事变更的靴子正式落地。耿超曾任北京市国改办主任、顺义区国资委主任等职务。耿超上任后, 燕京高管人事进行了大规模调整, 并提出了“二次创业, 复兴燕京”的口号。

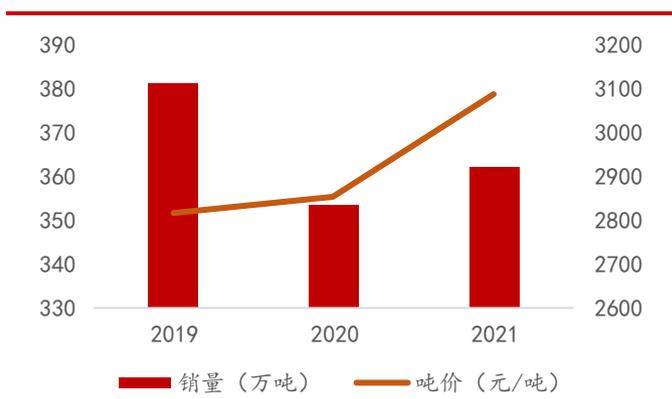
从财务与经营数据上看, 在经历 2020 年疫情冲击过后, 燕京啤酒于 2021 年实现营收 119.6 亿元, 同比增长 9.44%, 增速位居啤酒行业前列; 实现归母净利润 2.28 亿元, 增速也达到了 15.74%。燕京啤酒销量于 2020 年触底 (353.46 万吨) 后, 2021 年实现小幅回升, 实现销售 362.1 万吨; 吨价上, 燕京啤酒连续三年实现吨价上升, 2021 年吨价首次突破 3000 元大关。我们认为这主要得益于公司于 2019 年后进行的改革, 实现量价齐升, 改革初现成效。

图表 9 2019-2021 年燕京啤酒营收与归母净利润情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图表 10 2019-2021 年燕京啤酒销量与吨价情况



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

**几经起伏，再迎机遇。**燕京啤酒作为昔日啤酒行业的龙头，今日在业内仍具有强大的影响力，其发展历史与啤酒行业的周期密切相关。燕京啤酒因啤酒行业上行周期的扩张而奠定行业地位，在啤酒行业下行周期遭受营收与利润的双重萎缩。现阶段，啤酒行业发展已经进入了新的历史时期，燕京啤酒也积极进行改革，拥抱变化。从 2019 年之后的改革来看，燕京啤酒进入了新的历史机遇期。

## 2. 啤酒行业：结构升级为行业主流，高端红利显现

### 2.1. 行业现状：存量竞争，量减价增

**行业发展至存量竞争、量平价增的高端化比拼阶段。**国内啤酒消费量在 2013 年前后达到顶峰后逐年下滑，行业也从前期的增量竞争转变为存量竞争。市场经过多轮洗牌，形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒（重庆啤酒）和燕京啤酒的五大龙头格局，CR5 达到 75%，其中华润啤酒是唯一一家年销量过千万吨的企业。在行业格局稳定，总体消费量维持平稳的背景下，推行高端化战略，实现结构升级成为龙头公司保持行业地位，实现盈利提升的一致选择。

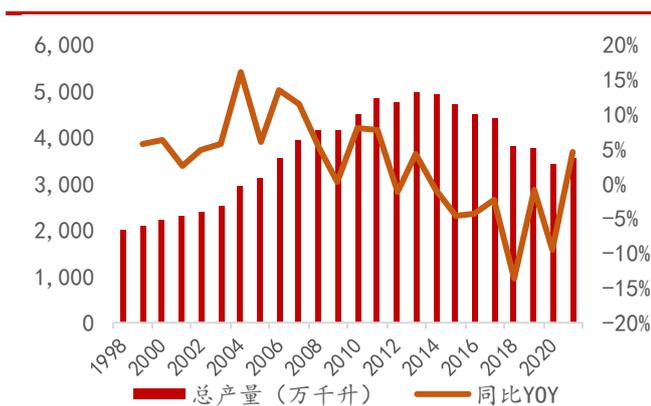
龙头公司均聚焦中高端市场，提质增效促进行业发展。从各家龙头公司在公开资料中披露的战略来看，高端化成为各家的“必修课”，其中：

- 华润啤酒于 2017 年提出“3+3+3”战略，提出第一个 3 年甩包袱、强基础、蓄能量；第二个 3 年补短板、增效益、提质量；第三个 3 年，实现制胜高端、卓越发展、将华润啤酒的规模优势转变为质量优势。
- 青岛啤酒在 2021 年年报中强调，公司继续秉承董事会制定的“高质量发展战略”，坚定不移推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，顺应国内啤酒市场消费升级趋势，加快布局高端和超高端市场。青岛主品牌的打造上坚持“1（青岛经典）+1（青岛纯生）+N（新特产品）”的组合整合与优化，持续壮大中高档产品规模。
- 作为嘉士伯啤酒在大陆地区唯一的运营平台，重庆啤酒在 2021 年年报中提到，公司继续推动嘉士伯“扬帆 22”战略重点项目的精耕和拓展，以“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合为依托，持续推动产品高端化。

- d) 燕京啤酒在 2021 年年报中提出“全力实施大单品战略，产品结构持续优化”的方针，公司形成以燕京 U8、燕京 V10、新雪鹿等为代表的大单品与特色产品的产品矩阵，形成了“以清爽酒为基础、以中档酒为主突破、以高档酒提升品牌价值”的产品战略，持续优化产品结构。
- e) 珠江啤酒在 2021 年年报中提出围绕“3+N”（雪堡、纯生、珠江+特色）品牌战略，产品结构逐步向中高端提升。

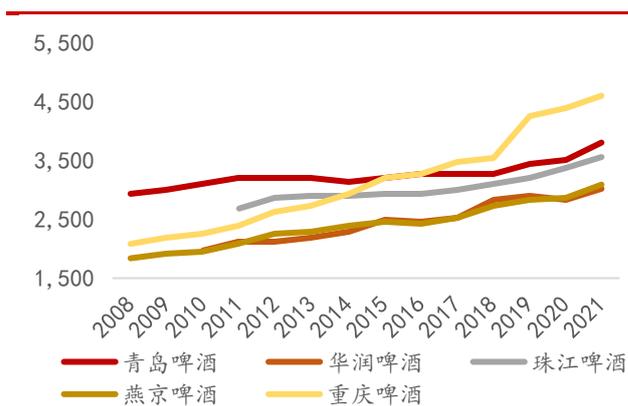
行业高端化带来吨价的提升，各家公司近几年吨价进入上行通道，与国内啤酒消费量下行形成鲜明对比。吨价上升成为行业发展的主要推动力，行业整体量平价增趋势明显。

图表 11 我国历年啤酒总产量走势（万千升）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图表 12 2008 年以来我国啤酒龙头企业吨价走势

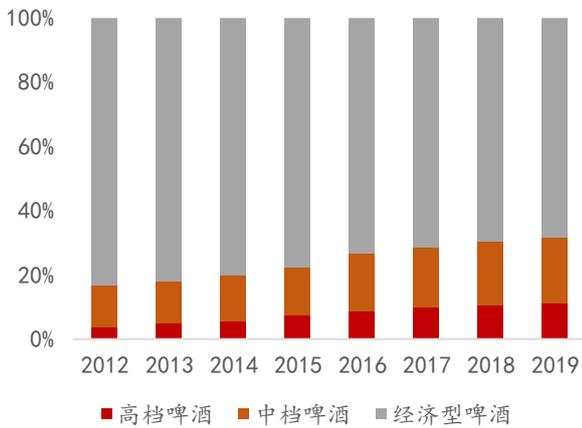


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2. 竞争格局：头部格局稳定，中高端多元化竞争

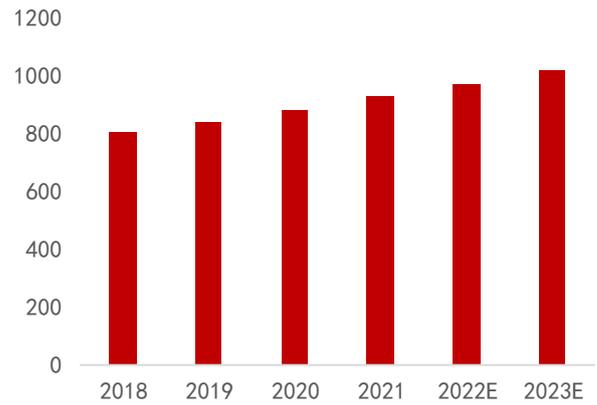
行业整体格局基本稳定，中高端多元化竞争。国内啤酒行业发展至今，已经形成了相对稳定的头部企业格局，其中包括华润啤酒、青島啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒和燕京啤酒五大巨头。一方面，啤酒作为微利行业，在附加值较低、利润率较低的低端啤酒行业已经没有了中小企业发展空间，巨头之间也存在着过度竞争；另一方面，随着主流消费人群能力的提升，中高端价格带成为一块新的市场空间。啤酒行业中经济型啤酒（5 元以下）的销量自 2013 年起开始下降，选择更优质的中档（5-10 元）或高档（10 元以上）啤酒的消费者逐渐增加，其中高档啤酒消费量近几年维持 10% 左右的增长。对个体消费者而言，啤酒作为消费品，单次消费价格较低，因此对产品价格提升不敏感，消费升级阻力较小。随着各巨头企业在中高端啤酒发力，高端市场更加多元化，市场份额将进一步向巨头企业集中。

图表 13 各档次啤酒在我国啤酒市场占比



资料来源：欧睿，华西证券研究所

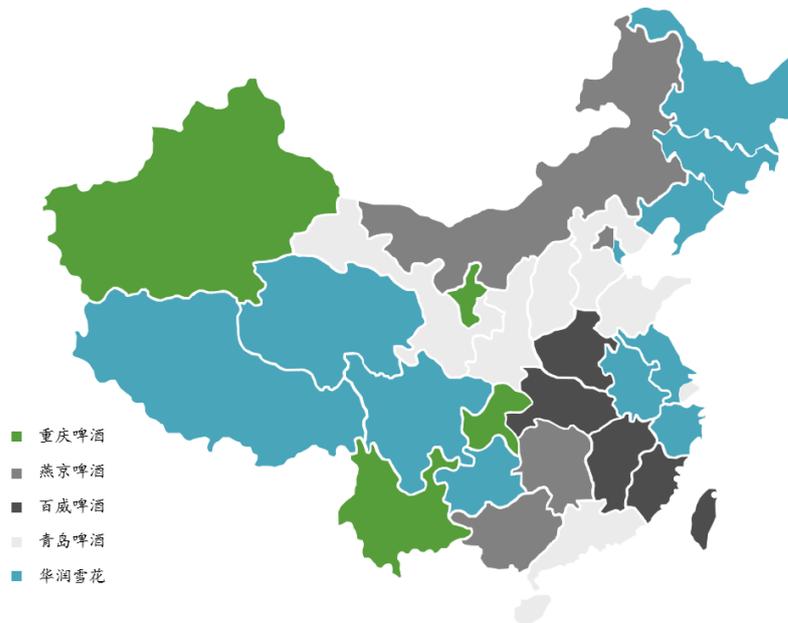
图表 14 我国高端啤酒市场规模展望（万千升）



资料来源：Globaldata，华西证券研究所

**各品牌区域差异较大，基地市场格局稳固。**由于啤酒本身的运输属性以及产品保质期等原因，在我国啤酒行业发展初期多以地方性品牌为主，当地市场通常由本地品牌所主导，地域性较强。这一特质在后来的行业以并购为主导的外延式发展时期得到了延续，各家巨头纷纷形成了自己稳固的基地市场。华润在四川、安徽、贵州等地市占率超过 70%，拥有绝对优势；青岛啤酒在大本营山东以及沿黄河的山西、陕西地区优势明显；嘉士伯在新疆、宁夏、重庆等地市占率较高，是行业中的“西部王”；燕京优势区域主要为北京、内蒙古和广西。我们认为，一方面各品牌在自己的强势区域更容易实现中低端产品升级，另一方面在新的发展时期，各龙头公司对自身品牌的塑造有着新的机遇与挑战，逐步形成“破圈”效应，突破地域的限制。

图表 15 各省市啤酒市场市占率领先企业情况一览

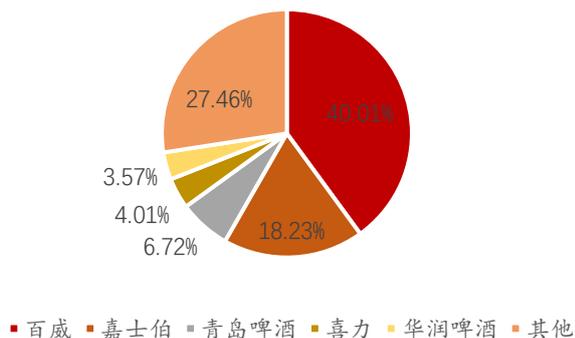


资料来源：经销商联盟平台，华西证券研究所（不包含港澳台地区市场数据）

## 2.3. 发展趋势：结构升级，差异竞争，降费提效

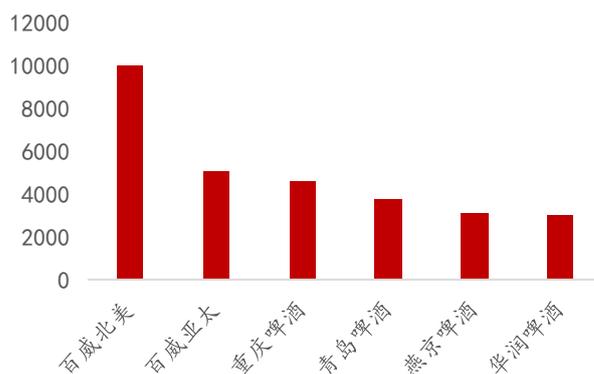
**持续推动高端化，吨价仍有提升空间。**虽然国内龙头企业已经开始逐步推进高端化，但国内整体平均吨价较日韩、欧美等发达国家仍然有较大差距；内资啤酒企业相较于百威等国际化企业而言，吨价上仍有较大提升空间。在中国大陆市场，百威目前占据高端啤酒市占率第一的位置，平均吨价也位于五大龙头第一，内资企业仍处在追赶者的位置。

图表 16 我国高端啤酒市场市占率情况



资料来源：华经情报网，华西证券研究所

图表 17 我国啤酒市场吨价提升空间巨大（元/吨）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**产品差异化，以特色吸引消费者。**由于在我国啤酒工业发展初期生产技术的限制以及对效率的追求，长期以来我国啤酒市场以工业拉格啤酒为主，差异化不大，口感以清爽型为主，符合大众化消费的特点。随着各巨头公司在中高端发力，各种差异化产品百花齐放，包括纯生、精酿、果味啤酒等等，以期用差异化产品吸引消费者。

图表 18 差异化产品的工艺特点与代表产品

产品种类	工艺特点	代表产品
纯生	与传统啤酒相比，实现了无菌酿造，杜绝了杂菌污染，保证酵母纯种发酵，使啤酒拥有最纯正的口感。	青岛纯生啤酒、雪花纯生、百威纯生、燕京纯生
精酿	出厂量有一定限制，使用传统酿造方式的独立品牌。以美国酿造商协会的定义，年产量在 600 万桶以下，控制酒厂至少 75% 的产权，使用传统酿酒方法。	青岛啤酒：琥珀拉格、IPA、皮尔森； 华润啤酒：黑狮白啤、拉维帮黑啤； 重庆啤酒：1664 白啤、布鲁克林； 燕京啤酒：V10 精酿白啤、燕京八景。
果味啤酒	一种口味介于啤酒和饮料之间的低度酒精饮料。	青岛啤酒：炫奇 Radler；重庆啤酒：夏日纷。

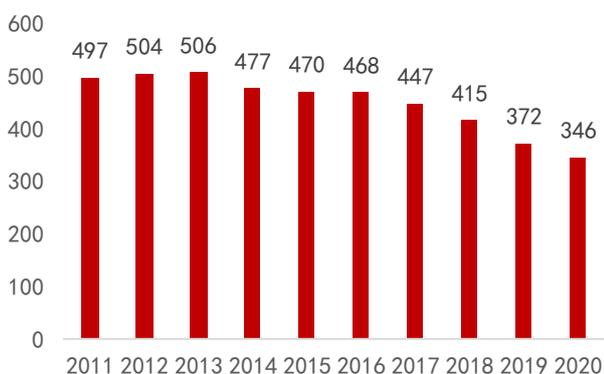
资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

**关厂、降费、增效，提升盈利效率。**与 2013 年之前大规模并购、减产能的盛况不同，近年来啤酒企业纷纷关厂，主动去产能。我们认为主要有三方面原因：

- a) 在 2013 年之前的扩张过程中，由于各巨头企业抢占各地市场，追求销售额的增加与销售区域的覆盖，进行了大量的产能建设，客观上造成了一定的产能过剩。
- b) 2013-2014 年啤酒行业销量见顶后，行业需求整体持续下滑。
- c) 2020 年疫情带来的经济冲击催化了各公司提质增效的诉求，而对于产能未能完全释放的工厂，其固定运营维护成本拖累了公司整体盈利表现。

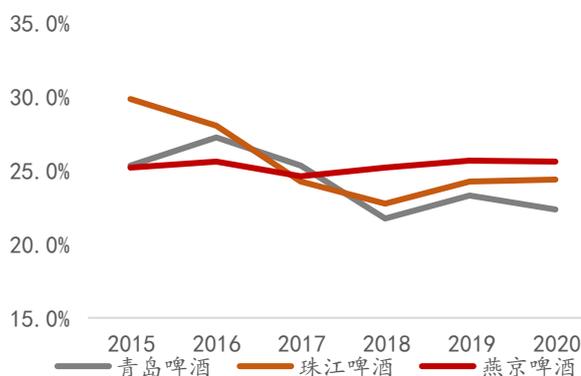
除关厂外，各公司从生产到销售各个环节进行优化，强调效率的重要性，整体净利率逐步提升，体现在费用率上为各龙头企业费用率不断下行。我们认为这一趋势将延续，行业也将因此走向良性发展道路。

图表 19 我国规模以上啤酒酿造企业不断减少



资料来源：立鼎产业研究网，华西证券研究所

图表 20 啤酒企业期间费用率水平整体下行



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. U8 放量推动结构升级，新团队带来新气象

#### 3.1. 品牌“1+3”战略引领发展，大单品 U8 放量可期

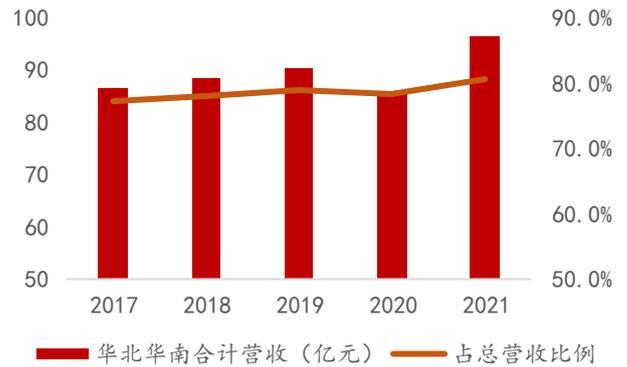
**多品牌层次分明，华北华南为优势市场。**公司旗下目前主要品牌包括一个主品牌与三个子品牌。公司主品牌为燕京啤酒，主要覆盖以北京为中心的华北市场，同时也是公司未来实现全国化的主推品牌；三个子品牌分别为广西漓泉、福建惠泉和内蒙古雪鹿，以覆盖本省市场为主。公司形成了以燕京品牌为主，三个子品牌为辅，以华北、华南作为优势市场的格局，华北、华南地区合计营收占比多年维持在 70%以上。2021 年，公司在华北、华南市场合计收入为 96.45 亿元，占总营收比例的 80%以上。

图表 21 燕京啤酒“1+3”的品牌格局



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

图表 22 2017-2021 年华北华南地区占公司营收比例



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**公司积极推进“1+3”品牌战略，兼顾全国化与区域化。**所谓“1+3”战略，即强化燕京啤酒全国化主品牌地位，培育漓泉、惠泉、雪鹿 3 个区域优势品牌。公司采用多品牌组合，建立针对不同区域的多梯度品牌战略，扩展品牌传播渠道，传递品牌核心价值。根据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》榜单，燕京啤酒品牌价值为 1637.85 亿元，位居啤酒企业第 3 位。燕京旗下子品牌漓泉啤酒、惠泉啤酒和雪鹿啤酒品牌价值也位居前 500 强，品牌价值均超过 100 亿元。我们认为燕京啤酒品牌价值巨大，品牌矩阵丰富，既有能在全中国范围内引领整体发展的主品牌，也有在广西、福建、内蒙古等区域市场的优势品牌，并且通过“1+3”战略对以上品牌进行重新梳理，能够兼顾全国化与区域化。

图表 23 “中国 500 最具价值品牌”中的啤酒品牌，燕京包揽四席

所属主品牌	子品牌	品牌价值 (亿元)
燕京啤酒	燕京啤酒	1637.85
	漓泉啤酒	271.56
	惠泉啤酒	208.57
	雪鹿啤酒	115.16

资料来源：“世界品牌实验室”，华西证券研究所

**主品牌燕京：提档升级，完善产品体系，关注大单品 U8 放量。**燕京啤酒作为曾经的国内龙头品牌，有着数十年品牌沉淀，曾被指定为“国宴特供酒”，1997 年被认定为驰名商标，因此有着较高的品牌认知度，形成了较好的品牌高端化基础。2019 年，燕京推出中高端大单品燕京 U8。除燕京 U8 外，公司还推出了狮王精酿、原浆白啤、燕京八景、鲜啤 2022 等精酿、白啤、鲜啤类特色产品，丰富中高端产品矩阵。

图表 24 燕京品牌下的主要产品、规格与价格



资料来源：京东商城，华西证券研究所

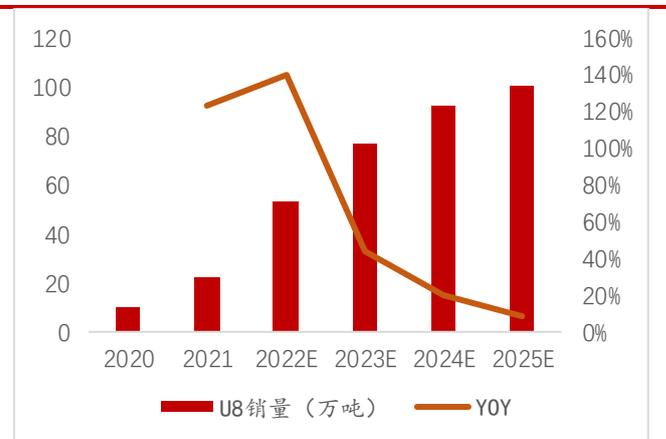
**价格带快速扩容，U8 全国化前景放量。**燕京 U8 上市第一年销量突破 10 万吨，第二年实现销量增长 123%。根据 2022 年一季报披露，燕京 U8 单品销量同比增长超过 70%。董事长耿超表态“十四五”期间规划将 U8 打造为百万吨的大单品。我们认为随着啤酒产品结构升级的演进，燕京 U8 所处的 8-10 元价格有望成为啤酒产品的主力价格带，同时随着燕京全国化战略的推进，其在外市场仍有较为广阔的空间，未来持续看好 U8 的发展。

图表 25 燕京 U8 主要竞争对手一览

产品	所属品牌	产品竞争优势/特色
燕京 U8	燕京啤酒	口味清爽独特、“大肚瓶”设计新颖、代言人受到年轻人追捧
SuperX	华润啤酒	背靠华润，渠道加持明显
红乌苏	重庆啤酒	口味醇厚、具有异域风情与网红属性、渠道利润丰厚
青岛纯生	青岛啤酒	大众品牌，受众较广

资料来源：公开资料，华西证券研究所整理

图表 26 燕京 U8 销量预测（万吨）



资料来源：华西证券研究所测算

作为中高端大单品，U8 的放量得益于公司产品、营销、渠道三方面进行了升级：

- 产品端：**从酿造方法上看，燕京 U8 使用了燕京研发的麦芽制麦工艺与麦芽 PYF 因子调控方法，结合 8° P 小麦特酿技术，有效降低了啤酒中的乙醛含量，达到“泡沫绵密丰富却好喝不上头”的效果，满足了新生代人群对社交、自酌的需求。从外观设计上看，燕京啤酒采用流线型棕色瓶设计、使用高辨识

度的大肚瓶造型以及将易拉瓶盖引入产品设计中，不仅在外观上与传统绿色啤酒瓶形成差异，在易开度等方面也有所改进。

- 2) **营销端**：携手蔡徐坤等年轻明星，深入年轻群体，借助“潮文化”、明星 IP 等吸引年轻消费群体目光。通过打造“有你文化”，上新 U8 限定彩罐，主打“小度酒，大滋味”、“好喝不上头”等营销形象，折射出管理层以开放包容打动年轻消费群体的心态。
- 3) **渠道端**：线上线下渠道共振。线上方面：在签约蔡徐坤后，燕京啤酒一方面进行话题营销、电商直播、实现全网营销；另一方面在微信商城等平台推出限时折扣等活动。线下方面，燕京 U8 在北京、广深、江浙、内蒙等地区的商超、KA 卖场、餐饮等渠道发力，努力构建全渠道体系。

图表 27 蔡徐坤担任燕京品牌代言人



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图表 28 燕京啤酒灯光秀



资料来源：公开资料，华西证券研究所

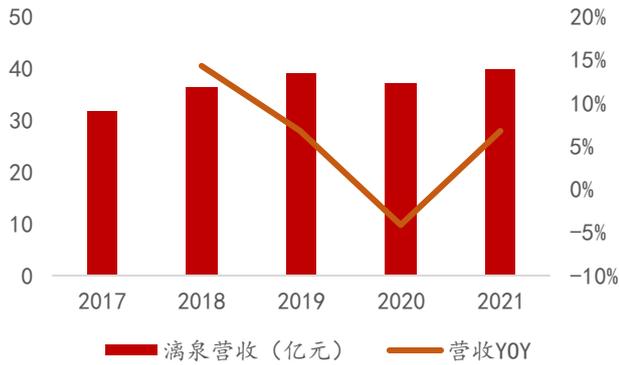
**广西漓泉：广西市场绝对优势地位，高端化带动结构升级。**漓泉啤酒成立于 1987 年，2002 年被纳入燕京旗下。漓泉啤酒积极依托燕京资源，在被收购的三年半时间里实现产销量、利税总额等多项经营指标的翻倍增长，其在广西市场优势地位就此确立。为应对竞争，顺应消费升级需求，漓泉于 2017 年推出中高端单品漓泉 1998，定位全生态啤酒，口味独特，造型新颖，并积极与音乐节、体育赛事联名，打造品牌影响力。漓泉 1998 上市后大受欢迎，2018 年销量就超过 40 万吨。漓泉因此巩固了其在广西地区的市场优势地位，市占率保持在 85%。2017-2021 年，漓泉公司净利润从 3.3 亿元提升至 5.5 亿元，CAGR 达到 13.6%，净利率则由 10.3% 提升至 13.7%。我们认为漓泉啤酒将继续保持其在广西的优势地位，实现稳健增长。

图表 29 漓泉啤酒主要产品、规格与价格一览



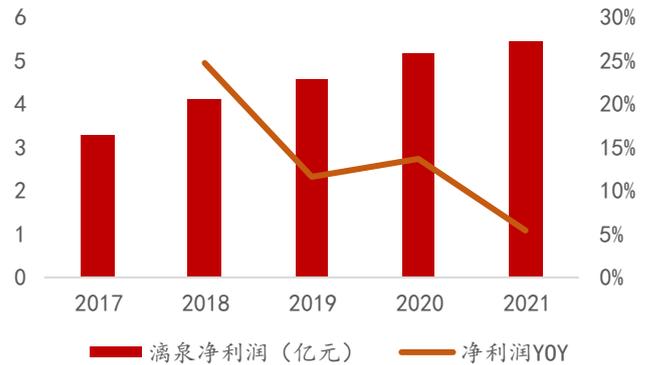
资料来源：京东商城，华西证券研究所

图表 30 2017-2021 年漓泉啤酒营收情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 31 2017-2021 年漓泉啤酒净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**内蒙古雪鹿/赤峰：区域市场产能优势明显。**燕京在内蒙古地区主要布局了两个啤酒单元，分别是位于中西部的雪鹿啤酒和东部的赤峰啤酒。雪鹿啤酒是内蒙古中西部地区第一大啤酒生产企业，于 2000 年被燕京啤酒收购，其在内蒙古中西部地区有着广泛的市场基础，在多个重要城市的市场占有率达到 70%以上，并且辐射至临近省区。作为燕京“1+3”品牌战略着力培养的优势区域品牌，雪鹿啤酒也进行了产品升级，2021 年 6 月，雪鹿啤酒推出新单品新雪鹿啤酒，在品质、外观等方面全面升级，定位 6-8 元腰部价格带。另一啤酒子品牌赤峰啤酒 2001 年被燕京收购。赤峰啤酒曾经是内蒙古地区产能最大的啤酒企业，目前主要以低端产品赤峰啤酒为主。

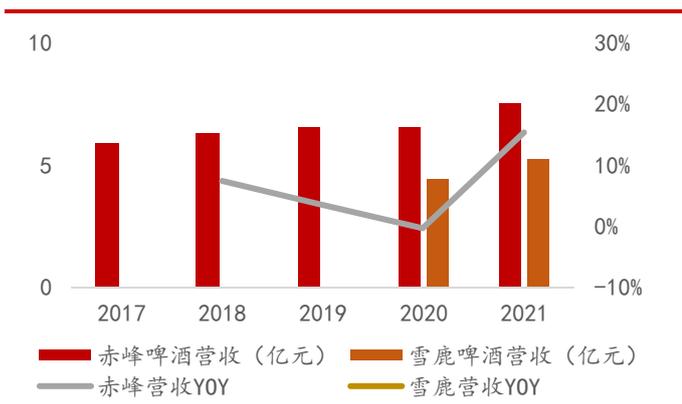
从财务数据上看，雪鹿啤酒增长明显，其 2021 年营收达到 5.26 亿元，同比增长 19.5%。赤峰啤酒近年来也保持稳健的营收规模。我们认为雪鹿与赤峰将继续为燕京保持其在内蒙古市场的优势地位。

图表 32 雪鹿/赤峰啤酒主要产品、规格与价格



资料来源：京东商城，华西证券研究所

图表 33 2017-2021 年赤峰/雪鹿营收情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 34 2017-2021 年赤峰/雪鹿净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**福建惠泉：经营状态稳健，省内竞争不失位。**惠泉啤酒前身可以追溯至 1938 年惠安王氏瓜干酒作坊，后经改造、技术引进等发展，于 1997 年成功改制为国营啤酒公司。惠泉啤酒于 2003 年上市，后被燕京啤酒收购。由于气候和经济水平等原因，福建地区啤酒消费能力较强，高端化程度也较好。福建本土有三家较大的啤酒厂：银城、惠泉、雪津，三家分别被青岛、燕京、百威收购，竞争较为激烈。从经营状态来看，近几年惠泉营收保持稳定，同时由于“一麦”、“鲜”等中高端产品的带动，惠泉盈利能力近年来不断提升。惠泉啤酒 21 年实现营收 5.82 亿元，归母净利润 3100 万元。我们认为惠泉将继续保持稳健经营，保证福建省内竞争不失位，将该地区打造为继北京、广西、内蒙古后又一个重要市场。

图表 35 惠泉啤酒旗下主要产品、规格与价格



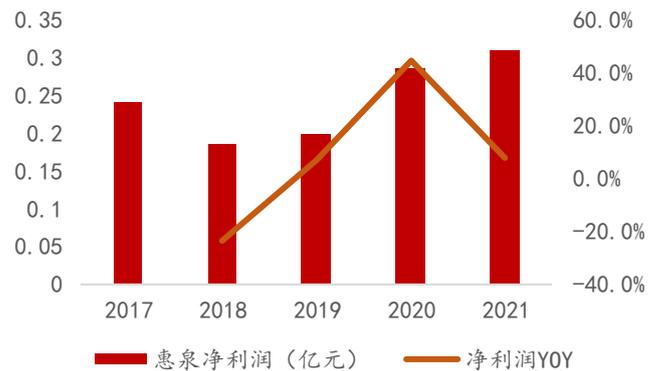
资料来源：京东商城，华西证券研究所

图表 36 2017-2021 年惠泉啤酒营收情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 37 2017-2021 年惠泉啤酒净利润情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

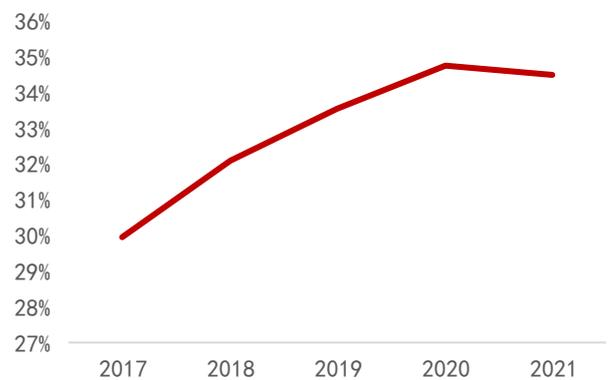
**非优势区域聚焦高质量发展，U8 爆发可期。**在华东、华中、西北等燕京非传统优势地区，其营收近年来虽然呈逐步下降趋势，但毛利率水平不断提高，收入质量明显提升。我们认为这主要有两个原因，一方面由于燕京近年来积极推行产销分离，将产能集中至北京、广西、内蒙等优势地区，在削弱非优势地区生产职能的同时提升了生产效率，导致营收减而利润增；另一方面则是由于燕京 U8 等中高端产品积极推行的全国化政策取得了一定的成效，使得非传统优势地区的毛利率有所提升。未来随着以 U8 为代表的中高端单品在全国进一步取得突破，非优势地区的营收与利润率水平仍有提升空间。

图表 38 非优势地区 17-21 年营收情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 39 非优势地区 17-21 年毛利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 管理团队换血，体制机制全面优化

**人事靴子落地，燕京迎来新掌门人。**2022 年 5 月，燕京啤酒迎来了新任董事长耿超。耿超今年 47 岁，历任北京市国改办主任、北京市顺义区国资委主任、党委书记等职务，有着丰富的国企改革经验。2020 年，耿超任北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长，2022 年正式成为上市公司董事长，对燕京啤酒情况较为熟悉。我们认为耿超国改经验丰富，作风锐意进取，对新媒体、新渠道接受度高，有望推动改革进一步前进。

图表 40 耿超曾在国资系统长期任职，国改经验丰富



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图表 41 耿超在“618”电商节进行直播带货



资料来源：公开资料，华西证券研究所

**中高层干部换血，实战派壮年团队成主流。**2022 年 7 月，公司聘任谢广军为公司总经理，聘任林文、赵伟、申长亮、郁茂杰为副总经理，同时刘翔宇、李广俊、兰善锋、周伟、张海峰不再担任公司副总经理职务，高管团队实现了“大换血”。从年龄上看，新任高管团队多处于壮年，除新任总经理谢广军超过 50 岁外，新上任的四位副总经理年龄均在 40-45 岁之间，团队年龄结构合理；从背景上看，新任管理团队均有燕京内部任职经历，对公司情况熟悉，另外新任管理团队大多有工程背景与销售经历，有着丰富的啤酒企业运营与产品销售实战经验。**新的高管团队熟悉燕京啤酒情况，同时有着丰富实战经验，能够为燕京啤酒进一步改革保驾护航。**

图表 42 新任管理层情况一览

姓名	年龄	职务	履历
耿超	47	董事长	历任北京市市改办主任，北京市顺义区国资委主任、党委书记，2020 年任北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长。2022 年 7 月任股份公司董事长。
谢广军	55	总经理	历任燕京啤酒股份有限公司设备科副科长，计算机室副主任，企业管理办公室副主任，信息中心主任，副总经理等职位。
林文	44	副总经理	历任山西燕京啤酒有限公司常务副总经理、总经理，河北燕京啤酒有限公司董事长、燕京啤酒（邢台）有限公司董事长，对华北地区业务十分熟悉。
申长亮	43	副总经理	历任北京燕京饮料有限公司董事长、总经理兼华北销售部部长，北京燕京啤酒有限公司市场部部长、市场营销管理中心主任，现兼任市场营销管理中心总经理。
郁茂杰	44	副总经理	历任北京燕京啤酒股份有限公司设备处处长、装备处副部长，一分公司副总经理，现兼任总经理办公室主任、战略规划与改革发展部部长。
赵伟	41	副总经理	历任北京燕京啤酒股份有限公司装备部部长，现兼任北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、京北销售公司总经理。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

**路径已经明晰，全面改革可期。**自新任董事长上任以来，燕京啤酒积极进行体制改革，优化人员与资源配置，完善公司治理与监督机制。在优化人员效率方面，耿超提出市场化薪酬考核、建立健全长效激励机制和更加市场化的用人机制，同时提出探索面向核心骨干、高管和技术人才实施股权激励的计划，大力推行市场化激励，激发员工积极性。在优化资源配置方面，提出优化产能布局、有限度的进行多元化经营等措施。在完善公司治理方面，公司加强董事会建设，实现了外部董事占多数的董事会成员结构，同时增设了风险管理委员会和 ESG 发展委员会。我们认为未来在对国有企业进行改革方面经验丰富的董事长耿超的带领下，可以期待更加完善的激励机制、资源配置优化和更完善的治理结构。

图表 43 燕京啤酒在体制机制改革与优化资源配置上的改革措施

整体思路	具体目标	实施计划
以体制机制改革激活团队	以市场化为导向改革薪酬与考核	坚持“权责统一”原则，兼顾外部竞争力与内部公平性；科学制定管理人员考核方法，兼顾短期的年度业务考核，也强调中长期的三年任期目标考核；面向分子企业负责人试行“超值创造、超利分享”机制。
	建立健全长效激励机制	探索面向核心骨干、高管和技术人才实施股权激励计划，将股东权益、公司利益和员工利益有效结合在一起；让想干事的人有机会脱颖而出，让有能力、有担当的人得到回报，留住并吸引人才。
	建立更加市场化的用人机制	深化公司内部干部能上能下、员工能进能出的制度改革；加快经营人才职业化进程，推进分子企业负责人、公司高管任期制和契约化管理。集聚一批综合素质高、专业能力强的职业经理人团队。
以优化资源配置释放动能	优化产能布局	加速淘汰装备老旧的低效工厂，规划布局数个百万吨级别、装备先进、辐射范围大的大生产基地，实现集约生产、提质增效。
	推进“瘦身健体”	开展亏损企业专项整治工作，加大对长期亏损、扭亏无望的分子企业的清理力度；对非核心业务做减法；妥善处置长期无经营活动、扭亏无望、无存在价值的“僵尸企业”，挂牌转让多年无收益的股、债权项目。
	推进有限多元	做好存量土地利用，释放“啤酒+”效应，盘活低效资产；嫁接主业渠道资源优势，带动九龙斋饮料等副业市场优化；做精做强燕京纳豆保健食品产业。

资料来源：“董事会杂志”公众号，华西证券研究所

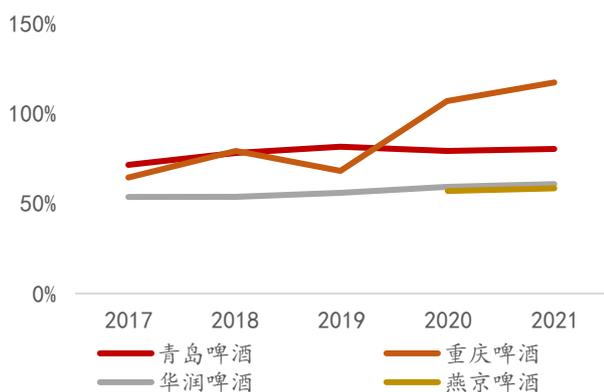
### 3.3. 人员+产能优化提振净利率，子公司减亏增利空间可期

**产销人员效率均低于同业，存在优化余地。**自啤酒行业于 2013 年达到销量顶峰后，行业整体进入提质增效、集约发展的新历史时期。生产成本端，同业对手积极清理低端产能，提高生产人员效率，降低生产成本；费用端，同业对手采用市场化薪酬和业绩考核激励，提升产销积极性。从效果上来看，同业对手均取得良好的提质增效

成果。相比之下，燕京啤酒在产能出清和市场化薪酬等方面动作较少，提质增效成果不明显。

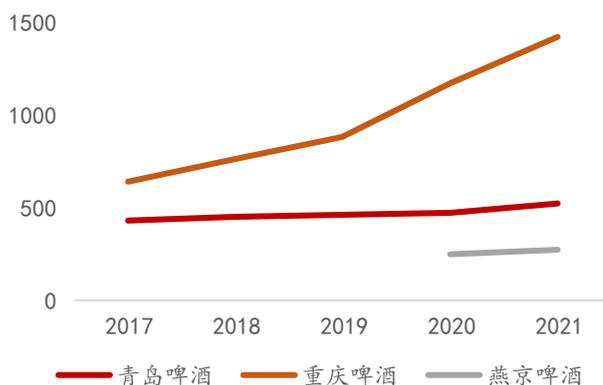
从生产端来看，燕京啤酒产能利用率在同业龙头企业中排名垫底，实际产能利用率仅有 50%-60%，低于重庆啤酒、青岛啤酒和华润啤酒；燕京啤酒人均产量也远低于同业对手，仅为青岛啤酒的 52%。从销售端来看，燕京啤酒对销售人员激励不及同业，销售人员效率也存在大幅提升空间，销售人员人均薪酬仅为青岛啤酒的 49%、重庆啤酒的 44%；人均销量来仅为青岛啤酒的 69%、重庆啤酒的 54%。结合产销情况来看，燕京啤酒人均创收水平远低于同业。对比同业发展历史，参照未来改革规划，我们认为燕京啤酒人员效率优化空间可观。

图表 44 燕京啤酒在同业中产能利用率垫底



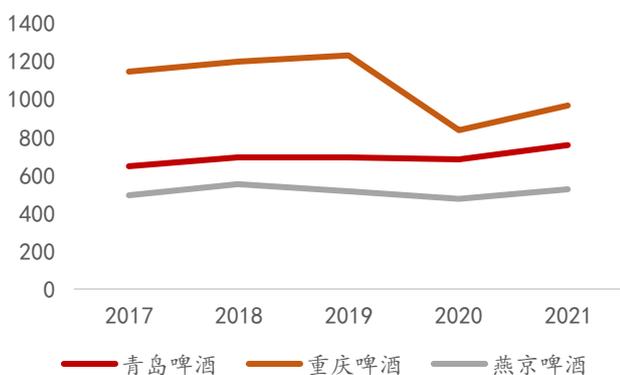
资料来源：公司公告，华西证券研究所（此处为实际产能口径）

图表 45 燕京啤酒在同业中生产人员人均产量垫底



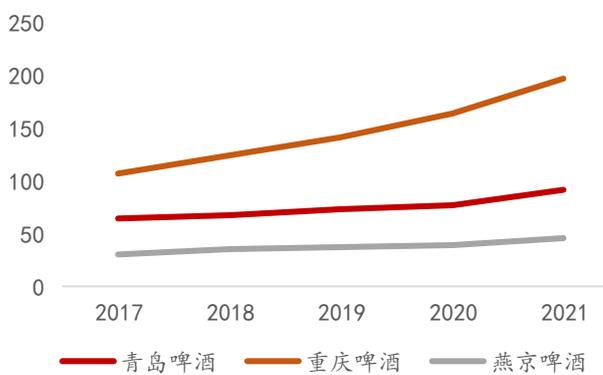
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 46 燕京啤酒销售人员人均销量垫底



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 47 燕京啤酒在同业中人均创收垫底

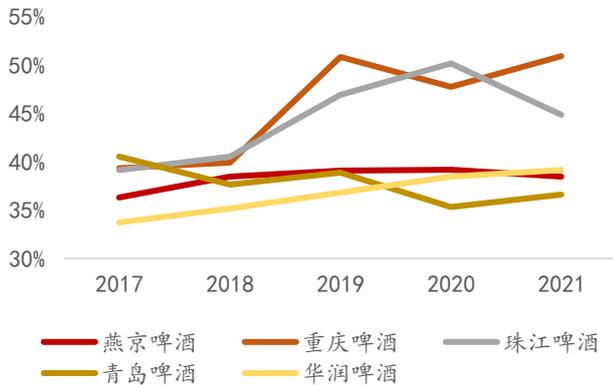


资料来源：公司公告，华西证券研究所

**产销分离产能优化结合，释放利润弹性。**在产能效率提高方面，燕京啤酒积极推进产销分离政策，将生产任务集中至优质工厂，对部分落后工厂进行产线关停，但保留其销售功能。产销分离可以通过产线停产节约水电、燃料、人工等成本，提升整体毛利率，但由于工厂仅进行产销分离，并未被注销，落后产能工厂仍然计提折旧与摊销，影响报表端利润。根据公司战略部署，未来 2-3 年，公司将推进“瘦身健体”工作，对于落后产能，实现扭亏为盈一批，创新提升一批，关闭退出一批。优化落后产能将减少折旧摊销费用，释放利润弹性。我们认为，与同业对手相比，燕京啤酒毛

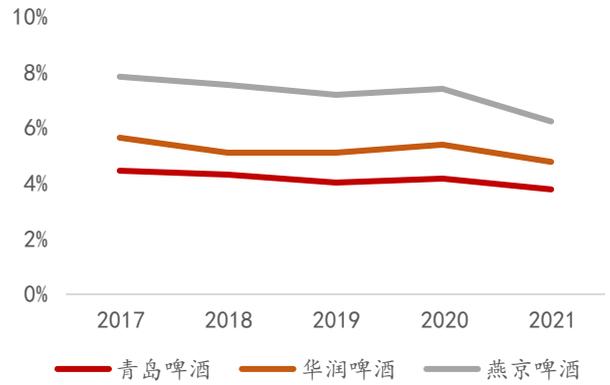
利率偏低，折旧摊销占营收比重偏高，存在优化空间。考虑到燕京啤酒的企业性质，我们对燕京产能优化前景保持谨慎乐观。

图表 48 燕京啤酒毛利率偏低



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 49 燕京啤酒折旧摊销占营收比例高于同业对手



资料来源：公司公告，华西证券研究所

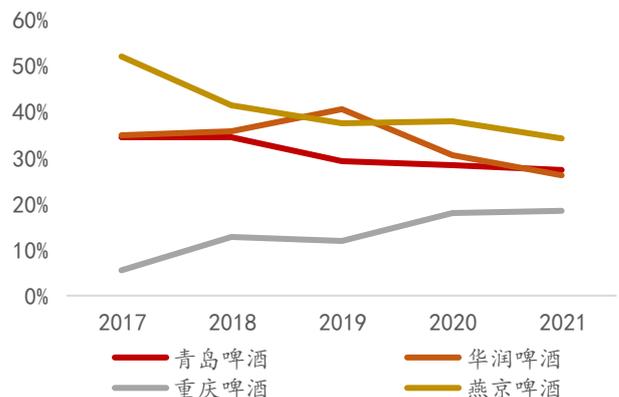
**产能规划助子公司减亏，税收结构继续优化。**除主品牌、漓泉、惠泉、雪鹿和赤峰外，其余子公司总体常年亏损，严重拖累公司整体盈利水平。其余子公司亏损主要系其处在公司非传统优势区域，营收规模有限，而该地区工厂运营需要大量成本费用投入，同时生产部门计提大额折旧摊销，故严重影响报表端利润。基于此，公司着力推进的产销分离与产能优化计划将有利于子公司扭亏为盈（公司 2020 年子公司亏损加大主因疫情影响，2021 年亏损缺口增大主因辞退员工数量增加，管理费用增多）。除此之外，由于子公司亏损较多，存在大量递延所得税资产，后续减亏后抵扣，可有效降低公司实际所得税率。对比同业对手，我们认为燕京税负水平也存在优化空间。

图表 50 17-19 年合并口径盈亏与各子公司盈亏情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表 51 燕京啤酒税收结构较同业有优化空间



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们对燕京啤酒改革所释放的利润率弹性进行了测算。人工成本方面，对比 A 股主要啤酒上市公司平均人均薪酬与人均创收，我们估算至 2024 年，燕京营收达到 150 亿元水平时，其总人工成本可优化比例约为 17.5%；折旧与摊销方面，同时参照同业

对手折旧与摊销占营收比例情况，我们认为燕京有 2%左右的优化空间，将折旧摊销占营收比例降至 4.5%左右的水平；优化后所得税率参照 27%左右的行业平均水平。基于以上假设，我们对改革前后燕京啤酒利润率弹性释放进行了测算。我们预测到 2024 年，燕京啤酒净利润率水平将达到约为 6%的水平，较 2021 年有 4pct 左右的提升。

图表 52 人员减冗、产能出清与税率优化可贡献的利润弹性

燕京啤酒 2024 年净利润率水平测算表						
所得税率优化：从现阶段 34.2%下降至行业平均 26.7%		人工成本优化比例				
		12.50%	15%	17.50%	20%	22.50%
折旧摊销/营收水平	6%	4.54%	4.87%	5.20%	5.53%	5.86%
	5.50%	4.91%	5.24%	5.57%	5.90%	6.23%
	5%	5.27%	5.60%	5.93%	6.26%	6.59%
	4.50%	5.64%	5.97%	6.30%	6.63%	6.96%
	4%	6.01%	6.34%	6.67%	7.00%	7.33%

结论：至 2024 年，预计降费增效可将燕京啤酒净利润率提升至 5.2-6.6%之间。

资料来源：公司公告，华西证券研究所测算

## 4. 盈利预测与投资建议

**全面推进中高端化，“1+3”兼顾全国与地方：**公司顺应行业趋势，着力推动品牌中高端化。主品牌上，全力打造中高端大单品燕京 U8，产品端有差异，营销端年轻化，渠道端线上线下融合，多管齐下，市场反馈良好。子品牌上，漓泉、雪鹿、惠泉各有特色，在各自地区均有竞争力。我们认为燕京 U8 在未来几年将继续保持良好增长势头，其他子品牌在各自区域也将保持优势，带动产品结构上行。

**人事变更靴子落地，新管理团队未来可期：**新任董事长拥有丰富国改经验，对公司情况熟悉，有清晰的改革方案；中高层人事焕然一新，新高管团队实战经验丰富、正值壮年，同时熟悉公司内部情况。我们认为公司未来将继续在市场化薪酬激励、人事流动制度化等方面进行改革，提效增质。

**公司降本增效空间巨大，利润弹性可期：**根据测算，公司在人员效率优化、产能效率优化以及税率优化方面有着较大空间。公司降本增效、提高效率也是国改目标与要求。我们认为随着公司降本增效的推进，利润弹性有望得以释放。

基于以上三点逻辑，我们认为燕京未来三年将实现营收持续增长，毛利率也将随着产品结构的进一步优化而提升。我们预测 2022-2024 年公司总营收分别为 129.76/140.36/151.14 亿元，预测 2022-2024 年 EPS 分别为 0.13/0.19/0.28 元，对应最新收盘价 12.39 元/股，对应 PE 分别为 97/65/44 倍。考虑到 PE 水平高于同行较多，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 53 燕京啤酒 2022-2024 年营收测算情况

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	109.28	119.61	129.76	140.36	151.14
YOY		9.45%	8.49%	8.17%	7.68%
毛利率	39.19%	38.44%	38.95%	39.53%	40.04%
啤酒业务营收	100.78	111.87	122.03	132.63	143.41
YOY		11.00%	9.08%	8.69%	8.13%
毛利率	40.18%	38.93%	39.39%	39.97%	40.48%
中高档啤酒营收	60.28	67.32	77.92	88.98	100.20
YOY		11.68%	15.75%	14.19%	12.62%
毛利率	49.24%	45.45%	45.50%	45.55%	45.60%
普通啤酒营收	40.09	44.56	44.10	43.65	43.21
YOY		11.15%	-1.03%	-1.02%	-1.01%
毛利率	25.42%	26.05%	28.60%	28.60%	28.60%
其他业务营收	8.5	7.73	7.73	7.73	7.73
毛利率		31.4%	31.4%	31.4%	31.4%

资料来源：公司年报，华西证券研究所测算

图表 54 燕京啤酒与同业公司估值对比情况

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 (PE)				EPS		
		TTM	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
燕京啤酒	349.22	103.58	96.70	64.57	43.99	0.13	0.19	0.28
华润啤酒	1933.53	40.35	39.34	31.09	25.44	1.29	1.63	2.00
青岛啤酒	1171.79	37.65	40.14	36.14	32.66	2.62	2.91	3.22
重庆啤酒	588.90	47.10	46.18	37.24	30.75	2.75	3.41	4.13

资料来源：Wind，华西证券研究所测算（收盘价截止至 2023 年 2 月 2 日，华润啤酒使用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

1. 经济复苏情况不及预期：经疫情冲击后经济复苏速度仍需观察，消费需求增长情况若不理想，可能将对产品动销造成冲击；
2. 产品增长不及预期：大单品燕京 U8 及其他子品牌中高端产品面临竞争较为激烈，存在市场份额被竞争对手挤占的风险；
3. 食品安全问题。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,961	12,976	14,036	15,114	净利润	293	472	714	1,040
YoY (%)	9.4%	8.5%	8.2%	7.7%	折旧和摊销	767	664	656	665
营业成本	7,363	7,922	8,488	9,062	营运资金变动	528	-808	1,039	-1,019
营业税金及附加	1,096	1,174	1,242	1,300	经营活动现金流	1,625	310	2,424	679
销售费用	1,559	1,622	1,614	1,670	资本开支	-393	-147	-187	-168
管理费用	1,438	1,525	1,614	1,693	投资	0	-13	-13	-13
财务费用	-119	-101	-103	-148	投资活动现金流	-1,406	-121	-159	-136
研发费用	209	227	211	189	股权募资	2	0	0	0
资产减值损失	-64	-18	-14	-16	债务募资	0	0	0	0
投资收益	36	39	42	45	筹资活动现金流	-227	-113	0	0
营业利润	435	685	1,060	1,445	现金净流量	-8	77	2,265	543
营业外收支	10	0	-40	-20					
利润总额	445	685	1,020	1,425	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	152	213	306	385	<b>成长能力</b>				
净利润	293	472	714	1,040	营业收入增长率	9.4%	8.5%	8.2%	7.7%
归属于母公司净利润	228	361	541	794	净利润增长率	15.8%	58.4%	49.8%	46.8%
YoY (%)	15.8%	58.4%	49.8%	46.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.08	0.13	0.19	0.28	毛利率	38.4%	39.0%	39.5%	40.0%
					净利率	1.9%	2.8%	3.9%	5.3%
					总资产收益率 ROA	1.2%	1.8%	2.5%	3.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净资产收益率 ROE	1.7%	2.6%	3.8%	5.3%
货币资金	5,059	5,136	7,401	7,944	<b>偿债能力</b>				
预付款项	149	161	172	184	流动比率	1.75	1.90	2.00	2.24
存货	3,911	4,720	4,419	5,377	速动比率	0.99	1.00	1.24	1.34
其他流动资产	298	365	326	410	现金比率	0.94	0.94	1.20	1.28
流动资产合计	9,418	10,382	12,318	13,916	资产负债率	28.1%	27.8%	29.3%	28.1%
长期股权投资	311	323	337	350	<b>经营效率</b>				
固定资产	8,445	7,969	7,507	7,034	总资产周转率	0.63	0.66	0.68	0.69
无形资产	878	851	824	798	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	10,002	9,477	8,965	8,443	每股收益	0.08	0.13	0.19	0.28
资产合计	19,420	19,859	21,283	22,359	每股净资产	4.76	4.85	5.04	5.32
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	0.58	0.11	0.86	0.24
应付账款及票据	1,394	1,153	1,592	1,333	每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	3,982	4,303	4,574	4,869	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	5,376	5,456	6,166	6,202	PE	152.96	96.70	64.57	43.99
长期借款	0	0	0	0	PB	1.78	2.56	2.46	2.33
其他长期负债	71	71	71	71					
非流动负债合计	71	71	71	71					
负债合计	5,448	5,527	6,237	6,273					
股本	2,819	2,819	2,819	2,819					
少数股东权益	564	674	848	1,094					
股东权益合计	13,972	14,332	15,046	16,086					
负债和股东权益合计	19,420	19,859	21,283	22,359					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。