

燕京啤酒 (000729)

春燕展翅翔四海，金穗欢喜进万家

买入 (维持)

2024年06月01日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

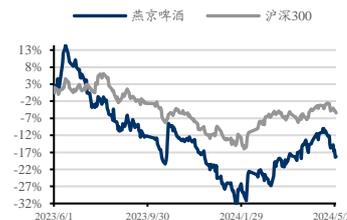
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13202	14213	15424	16535	17435
同比 (%)	10.38	7.66	8.52	7.20	5.44
归母净利润 (百万元)	352.26	644.71	899.83	1,171.29	1,427.37
同比 (%)	54.49	83.02	39.57	30.17	21.86
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.12	0.23	0.32	0.42	0.51
P/E (现价&最新摊薄)	74.73	40.83	29.26	22.48	18.44

关键词: #规模经济 #成本下降 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- 民族品牌，携精品王者归来。**燕京啤酒初创于1980年，控股股东为北京市国资委，是民族啤酒工业优秀代表，也是国内啤酒五巨头之一。公司拥有“燕京、漓泉、惠泉、雪鹿”1+3品牌矩阵，深耕北京、内蒙及广西三大核心市场，2023年公司营收142.1亿元 (yoy+7.7%)，归母净利润6.4亿元 (yoy+83.0%)，位列行业第五。明星单品U8锚定10元价格带，自2019年推出以来持续高增，十四五百万吨目标可期，U8引领，产品矩阵不断优化覆盖，多价格带新品亦有望走出第二增长曲线。
- 改革焕发活力，降本增效红利持续兑现。**2022年5月耿超新任公司董事长，新聘管理层进一步年轻化，自上而下的长效考核与激励制度逐步落地，十四五战略规划开启“二次创业、复兴燕京”新征程。2017年以来公司推动产销分离改革，2018年成立帮扶办公室，积极推进冗产冗员优化改革实现减亏，人均创收逐年提高，净利率持续提升。考虑管理费用率、营业税金率有望继续优化，公司ROE仍有较大提升空间。
- 产品矩阵日臻完善，全国拓展渐进。**2020年以来公司围绕年轻消费者进行线上+线下全链路营销，U8成功出圈使得公司在啤酒高端化、产品差异化、营销与渠道全国一体化等多方面能力快速提升。公司进一步推出6-8元 (新雪鹿、鲜啤2022) 及10元以上 (燕京V10、U8 Plus) 产品以完善特色大单品矩阵，向上可继续高端化，向下可分散U8市场竞争压力，形成有效保护。当前公司重点市场为华北及华南区域，2023年营收占比约80%，华东市场目前为公司第三大区域市场且增长较快。三大核心市场包括1) 北京 (消费力强、受众广，U8高端化主阵地)、2) 内蒙 (U8销量第二梯队，新雪鹿年轻化升级)、3) 广西 (2022年漓泉市占率85%+，盈利能力突出)，此外，公司在四川、河北等地亦有加码布局，增长潜力空间较大。2022年推动“百县工程”战略，扬产品之长，与围绕重点城市竞争的友商形成差异化定位，并逐步串联各个区域市场，以点带面持续推进U8与产品矩阵全国化。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计公司将进一步推动产研销改革，优化供应链，大单品保持良好增长带动公司量价齐升，公司盈利能力仍有较大提升空间。我们维持公司2024-26年归母净利润9.0/11.7/14.3亿元 (2024-26年归母净利润增速为40%/30%/22%，对应净利率分别为5.8%/7.1%/8.2%)，5月30日收盘价对应2024-2026年PE为29/22/18倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:**行业竞争加剧；现饮场景复苏不及预期风险；大单品放量减缓及新品接力不及预期；原材料成本波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.36
一年最低/最高价	7.59/13.35
市净率(倍)	1.89
流通A股市值(百万元)	23,489.48
总市值(百万元)	26,381.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.95
资产负债率(% ,LF)	36.02
总股本(百万股)	2,818.54
流通A股(百万股)	2,509.56

相关研究

- 《燕京啤酒(000729): 2024 一季报点评: 扣非业绩超预期, 开门红顺利》
2024-04-25
- 《燕京啤酒(000729): 2023 年报点评: 业绩符合预期, 改革成效显著》
2024-04-19

内容目录

1. 燕京啤酒：民族品牌，携精品放量王者归来	5
1.1. 北京国资，首都名片	5
1.2. 改革进取新气象，发展势能新台阶	5
2. 深度改革焕发活力，降本增效红利兑现	8
2.1. 新管理层励精图治，激励强化提升效率	8
2.2. 减亏加速，盈利空间持续释放	10
2.2.1. 冗产冗员问题逐步消解，盈利潜力有望快速释放	10
2.2.2. 子公司减亏，ROE 仍有较大提升空间	11
3. 产品矩阵日臻完善，全国拓展渐进	14
3.1. 从明星大单品到矩阵式全面推进	14
3.1.1. 燕京 U8：差异化定位的背后是对消费需求洞悉	14
3.1.2. 大单品矩阵快速成型，攻守兼备	15
3.2. 渠道拓展顺利，潜力市场空间大	16
3.3. 品牌营销全国化、线上+线下齐发力	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	公司股权结构图 (截至 2023 年 12 月 31 日)	5
图 2:	公司 2023 年收入创历史新高 (百万元)	6
图 3:	公司历年归母净利润 (百万元)	6
图 4:	公司啤酒销量 (万千升)	7
图 5:	公司啤酒吨价 (元/千升)	7
图 6:	燕京啤酒“十四五”战略 (中期调整后, 2024 年 4 月 15 日)	9
图 7:	公司销售员工人均薪酬 (万元/年)	10
图 8:	公司折旧摊销占营收比高于同业	10
图 9:	公司 2023 年产能利用率提升	10
图 10:	公司历年员工数量 (单位: 人次)	11
图 11:	2023 年员工数较 2015 年优化幅度	11
图 12:	各家吨酒人工成本 (元/吨)	11
图 13:	公司及子公司历年净利润 (单位: 百万元)	12
图 14:	各啤酒公司管理费用率对比	12
图 15:	各啤酒公司主要管理费用项目占收入比 (2023)	12
图 16:	各啤酒公司营业税金率对比	13
图 17:	各啤酒公司主要营业税金项目占收入比 (2023)	13
图 18:	各啤酒公司销售费用率对比	13
图 19:	各啤酒公司所得税率对比	13
图 20:	公司 2018-2020 年研发费用 (亿元)	14
图 21:	燕京明星单品 U8	14
图 22:	燕京 U8 快速放量 (万千升)	15
图 23:	公司产品矩阵	16
图 24:	公司中高档产品收入持续提升	16
图 25:	燕京啤酒毛销差	16
图 26:	公司各区域营业收入对比情况 (单位: 亿元)	17
图 27:	公司华南地区毛利率高于华北	17
图 28:	公司历年经销商数量 (单位: 家)	17
图 29:	燕京赤峰子公司历年收入 (百万元)	18
图 30:	燕京赤峰子公司历年净利润 (百万元)	18
图 31:	包头雪鹿历年收入 (百万元)	18
图 32:	包头雪鹿历年净利润 (百万元)	18
图 33:	漓泉啤酒历年收入 (百万元)	18
图 34:	漓泉啤酒历年净利润 (百万元)	18
图 35:	惠泉啤酒历年收入 (百万元)	19
图 36:	惠泉啤酒历年净利润 (百万元)	19
图 37:	公司代言人具有较高人气与讨论度	20
图 38:	燕京啤酒 510 品牌日、618 带货活动	20
图 39:	燕京品牌价值快速提升, 较上年增长 33%	20
图 40:	燕京啤酒 2024Q1 归母净利润增速贡献拆分	22
图 41:	燕京啤酒 2023 全年归母净利润增速贡献拆分	22
图 42:	啤酒个股 3 年 PE-BAND (财务匹配规则-盈利预测)	22

表 1: 2022 年以来新任多名高管.....	8
表 2: 公司考核与激励制度改革.....	9
表 3: 各啤酒公司杜邦分析-2023 年报.....	13
表 4: 燕京 U8 具有更低酒精度与麦芽浓度.....	14
表 5: 公司近年新推中高端产品.....	15
表 6: 公司盈利预测拆分 (单位: 百万元).....	21
表 7: 行业可比公司估值表 (单位: 亿元).....	22

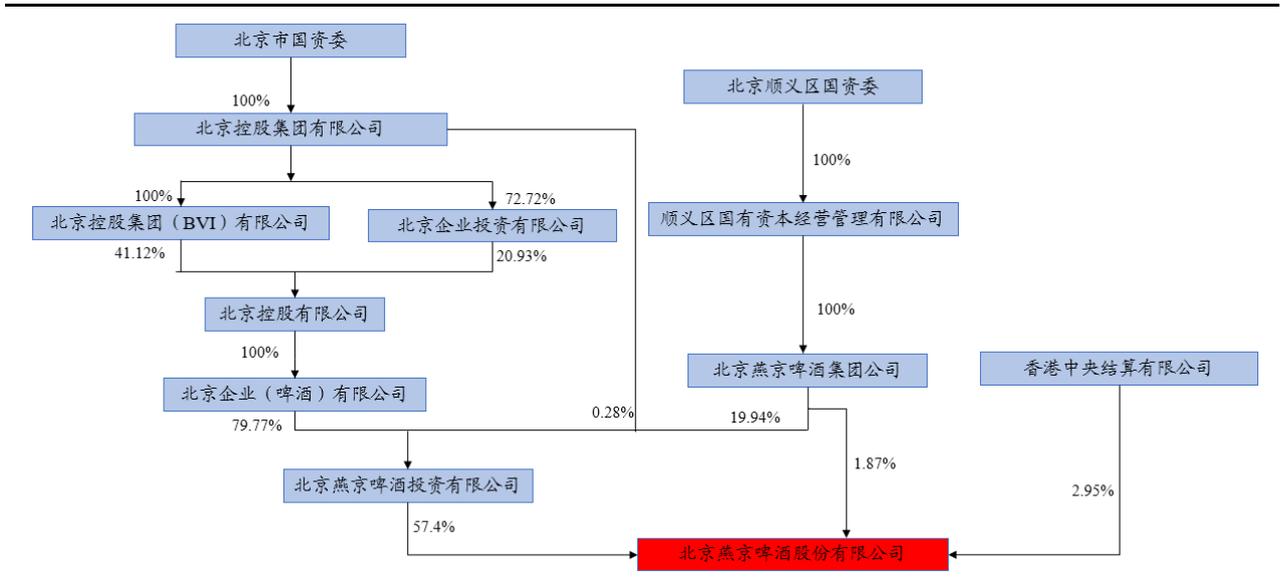
1. 燕京啤酒：民族品牌，携精品放量王者归来

1.1. 北京国资，首都名片

民族品牌，首都名片，1+3 品牌矩阵清晰。燕京啤酒初创于 1980 年，原为北京市顺义县啤酒厂，在 1984 年正式更名北京市燕京啤酒厂并于 1997 年上市，目前公司拥有“燕京、漓泉、惠泉、雪鹿”1+3 品牌矩阵，深耕北京、内蒙及广西三大核心市场，公司在北京市场占据最高份额，是首都名片之一。2023 年公司营收 142.1 亿元 (yoy+7.7%)，归母净利润 6.4 亿元 (yoy+83.0%)，扣非归母净利润 5.0 亿元 (yoy+84.2%)，位列行业第五。

燕京啤酒是民族啤酒工业优秀代表，目前为国内啤酒五巨头之一，亦是唯一一家未引入过外资的龙头公司。公司股权结构十分清晰，实控人为北京市国资委，截至 2023 年底，控股股东北京燕京啤酒投资有限公司持有 57.4% 股权。

图1：公司股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 改革进取新气象，发展势能新台阶

回顾燕京啤酒的发展过程，我们认为可大致分为如下四个阶段：

(1) 1980-1998 年：机制灵活，“胡同战略”快速打开市场。1980 年燕京啤酒建厂，北京啤酒行业处于供不应求状态，1984 年国家推行“啤酒专项工程”，燕京啤酒率先打破啤酒计划经济的包销模式和地方糖酒公司的垄断，通过与副食公司等各大经销商签订代销合同、开辟个体批发网点等方式搭建了早期的深度分销模式，每天由卡车将啤酒送往经销点，再由小贩骑三轮车将啤酒送进胡同中的消费者手中，得益于李福成董事长实施的胡同战略与产品清爽口味定位，燕京逆势实现销量增长，1995 年燕京

啤酒兼并华斯啤酒，1996 年成为全国首家产量破 50 万吨的酒厂。1997 年，燕京啤酒完成股份制改革并上市。同年，公司牢固占据北京 80% 以上市场份额，优势领先。

(2) 1999-2013 年：开启全国化征程，品牌&渠道雏形现。1999 年，燕京啤酒成为国内率先突破产量 100 万吨的啤酒企业。2000 年后中国啤酒行业进入兼并收购时代，酒企加速扩张。燕京啤酒在 2000-2003 年间先后收购包头雪鹿、桂林漓泉、福建惠泉等品牌，2005 年燕京被指定为北京奥运会官方赞助商，品牌影响力进一步提升，2008 年“1+3”的品牌战略落地，产品矩阵渐成，优势市场布局完善。2013 年在北京、广西市占率 85% 以上，内蒙古市场市占率 75% 以上，在湖南、江西、福建等地区具有较强的影响力。2000-2013 年公司收入 CAGR 达 14.9%。

(3) 2014-2016 年：行业沉浮，王者待归。2014 年我国啤酒行业销量见顶回落进入存量调整期并逐渐形成五足鼎立的局面，龙头之间竞争加剧，盈利空间被大幅压缩。而后友商推行高端化战略以实现业绩增长，但燕京高端化时间相对较晚，面临市场份额流失，产能过剩、人员冗余等多种问题。

(4) 2017 年-至今：厚积薄发，U8 起势，内部改革进行时。2017 年赵晓东出任总经理并着手改革，推动产销分离，强化产品研发。两年沉淀后公司贯彻产品高端化于 2019 年推出主打“小度酒、大滋味”明星高端单品 U8，一经推出即受到消费者广泛好评，2021 年一季度 U8 销量同比上涨 560%，2013 年以来首次实现销量增加，公司吨价亦实现增长。2022 年新董事长耿超上任，内部改革加速，管理团队进一步年轻化，降本增效持续，子公司逐步减亏，2023 年营收创历史新高，归母净利润大幅增长。

图2：公司 2023 年收入创历史新高（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司历年归母净利润（百万元）



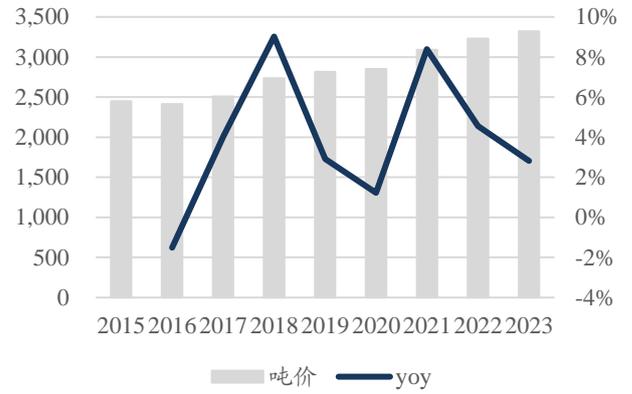
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4: 公司啤酒销量(万千升)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司啤酒吨价(元/千升)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 深度改革焕发活力，降本增效红利兑现

2.1. 新管理层励精图治，激励强化提升效率

董事长改革经验丰富，高管团队年轻化。2022年5月耿超新任公司董事长，此前历任北京国资委政策法规处副处长，全面深化市属国资国企改革工作办公室主任，北京市顺义区国资委党委书记、主任，燕京啤酒集团公司党委书记、董事长等多级职务，国企改革经验丰富。2022年公司启用多位年轻优秀管理者，聘请的新任总经理和4名副总经理业务经历丰富，且均在45岁以内，燕京团队进一步年轻化，董事长雷厉风行，高管团队精明强干，同年8月公司公告十四五战略规划，开启新征程。

表1: 2022年以来新任多名高管

姓名	年龄	职务	履历
耿超	49	董事长	法学硕士。历任北京市国资委政策法规处副处长，全面深化市属国资国企改革工作办公室主任，顺义区国资委党委书记、主任，北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长。
谢广军	57	副董事长、总经理	研究生学历，工程师。历任公司副总经理，常务副总经理，副董事长，党委副书记，兼任北京燕京啤酒投资有限公司董事。
林文	46	常务副总经理、供应链中心总经理	研究生学历，工程师。历任山西燕京啤酒总经理，河北燕京啤酒董事长，燕京啤酒京南销售公司总经理等职。
申长亮	45	副总经理、市场营销管理中心总经理	本科学历。历任北京燕京饮料董事长，总经理兼华北销售部部长，支部书记，公司市场部部长，市场营销管理中心主任。
郁茂杰	46	副总经理、总经理办公室主任、战略规划与改革发展部部长	硕士研究生，工程师。历任公司设备处处长，装备部副部长，一分公司副总经理。
赵伟	43	副总经理，公司一分公司经理，燕京啤酒京北销售公司总经理	本科学历，高级工程师。历任公司装备部部长，总经理助理等职。
徐月香	50	副总经理、董秘	研究生学历，经济师。历任公司证券部主任，监事会监事等职。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

“十四五”战略规划将“二次创业、复兴燕京”作为发展主基调，以强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营为五大发展路径，十二大核心举措实现“五战五胜”目标。今年4月16日公司进一步优化了举措中部分表述，包括1) 巩固现有壁垒、补短板，升级市场形态，把握话语权。2) 围绕U8核心，打造大单品矩阵。3) 加快推进卓越管理体系，重构生产体系，要效率、要目标、要利润。4) 推动供应链转型升级，打造核心竞争力与利润中心。5) 深化数字化转型，加强集团管控和赋能能力（此条为新增）。整体来看，在过去2年公司强调市场保卫战、大单品U8等基础上，公司战略举措进一步强调渠道深化、产品矩阵等内容，既是对前期工作成果的肯定，也反映其坚定改革决心，也对未来发展提出了更高要求。

图6: 燕京啤酒“十四五”战略(中期调整后, 2024年4月15日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自上而下以体制机制改革激活团队。在《国企改革三年行动方案》的指引下, 公司将探索更为市场化的薪酬与考核机制、激励机制、用人机制等方面, 强调权责统一, 激励核心人才, 搭建综合素质高、专业能力强的职业经理人团队, 将股东利益、公司利益和员工利益有效结合。

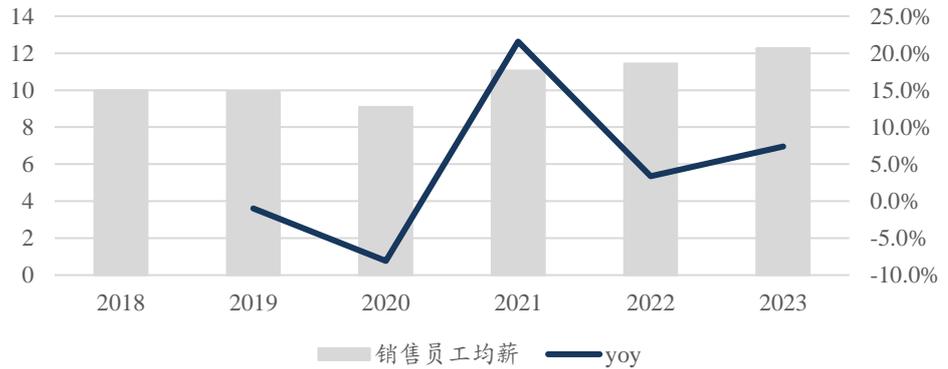
2021年公司由考核销量转变为考核利润, 并加强对各省区市场 U8 产品考核。近年来伴随 U8 产品的全国化加速推广, 公司员工人均薪酬亦同步提升。我们认为自上而下的长效考核与激励制度有望振奋团队军心, 加快公司十四五高质量发展规划落地。

表2: 公司考核与激励制度改革

改革方向	具体内容
以市场化为导向改革薪酬与考核	兼顾外部竞争力和内部公平性, 建立多层次、差别化的考核激励体系, 有效激励核心人才; 既突出年度业务指标考核, 又强调三年任期目标考核; 面向分子企业负责人试行“超值创造、超利分享”机制, 建立向贡献者倾斜的薪酬体系。
建立健全长效激励机制	加大对公司管理层和核心骨干的激励力度, 探索面向核心骨干、高管和技术人才实施股权激励计划, 将股东利益、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。

数据来源: 董事会杂志, 东吴证券研究所

图7: 公司销售员工人均薪酬 (万元/年)



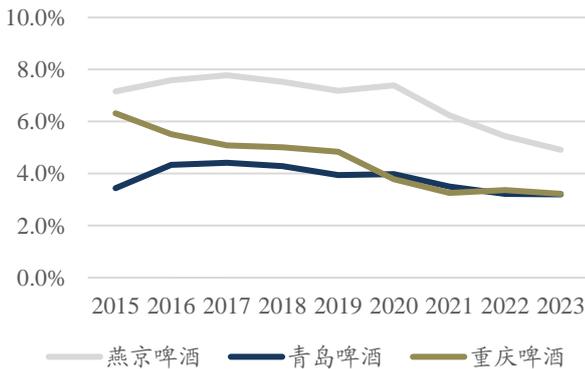
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

2.2. 减亏加速, 盈利空间持续释放

2.2.1. 冗产冗员问题逐步消解, 盈利潜力有望快速释放

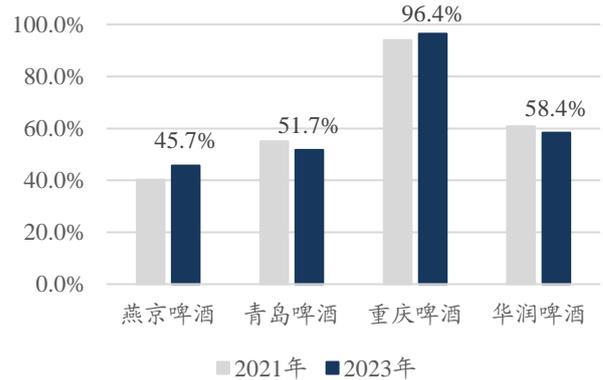
折旧摊销占收入比持续优化。公司发展早期产能布局全国, 但除强势市场外公司产能利用率偏低, 产能冗余矛盾突出, 2017年以来公司推动产销分离改革, 即针对相关弱势区域停产但保留当地销售公司以稳定全国化营销节奏, 并将生产集中于重点工厂, 公司折旧摊销占营收比例有所下降, 但较同业仍有较大优化空间。2018年公司成立帮扶办公室, 在产品、营销等多方面点对点扶持弱势市场子公司, 积极响应改革和减亏。考虑公司未来若启动关厂计划, 产能利用率提升, 利润率仍有提升空间。

图8: 公司折旧摊销占营收比高于同业



数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

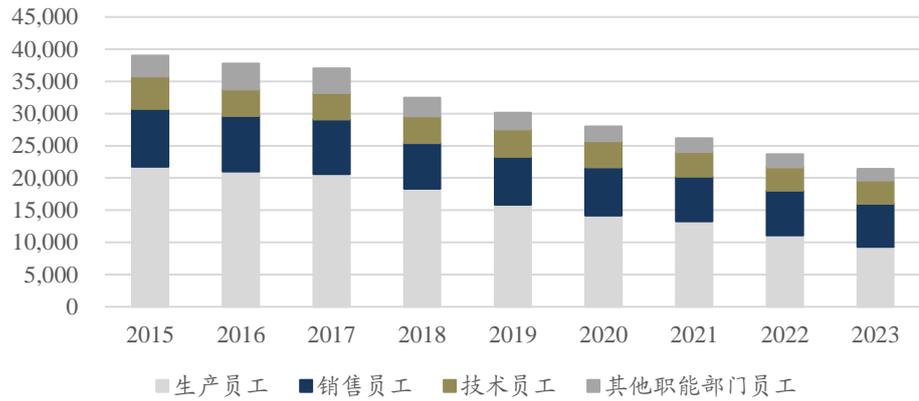
图9: 公司 2023 年产能利用率提升



数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

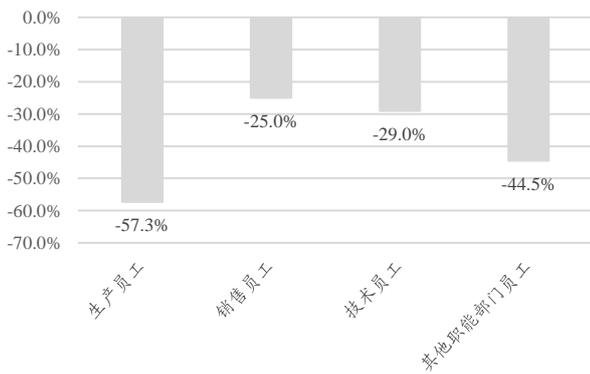
公司员工数量持续精简, 冗员问题逐步解决。2023年员工数量为21,405人(同比减少2,303人), 其中生产/销售/技术/其他员工2023年人数较2015年分别-57.3%/-25%/-29%/-44.5%, 人均创收逐年提高, 吨酒人工成本有优化空间, 盈利有望持续快速释放。

图10: 公司历年员工数量 (单位: 人次)



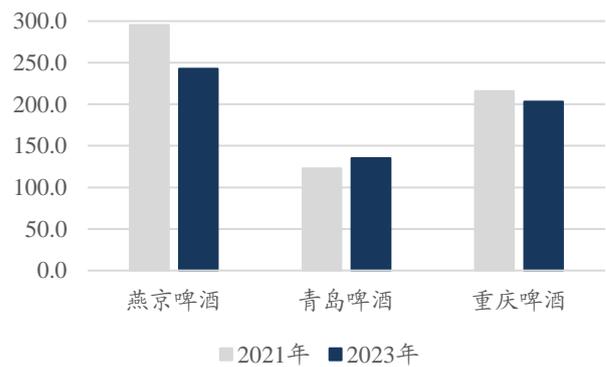
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图11: 2023 年员工数较 2015 年优化幅度



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图12: 各家吨酒人工成本 (元/吨)

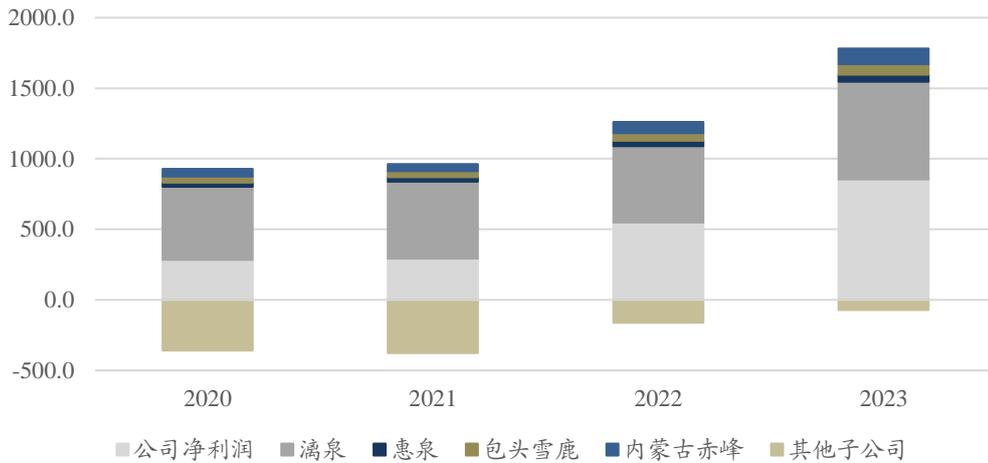


数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

2.2.2. 子公司减亏, ROE 仍有较大提升空间

近年公司减亏持续兑现。如前所述, 公司弱势市场存在突出的冗产冗员等问题, 行业竞争对手都经历过关厂过程, 虽然当期费用增加, 但包袱减轻, 盈利改善更显正面。经过公司持续内部改革, 我们预计 2023 年其他子公司亏损幅度约 5 千万~1 亿元 (注: 其他子公司净利润=公司净利润-各主要子公司净利润), 较 2021 年亏损 3.8 亿逐年减亏成效显著。

图13: 公司及子公司历年净利润 (单位: 百万元)

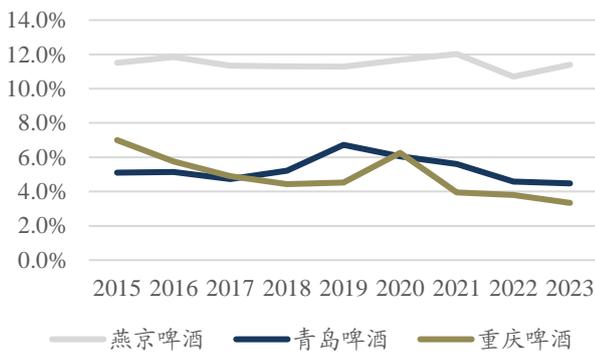


注: 2023 年雪鹿及赤峰净利润为为我们预计。数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

多项费用率仍有优化空间。横向比较各公司费用情况, 燕京管理费用率中职工薪酬、折旧摊销等项目占收入比重较高, 人效有较大优化空间, 折摊费用率伴随收入增长有望边际改善; 营业税金率 (主要系消费税金率较高) 亦有望进一步优化。得益于销售职工薪酬降低, 燕京整体销售费用率低于青啤、重啤, 近年优化成效显著。

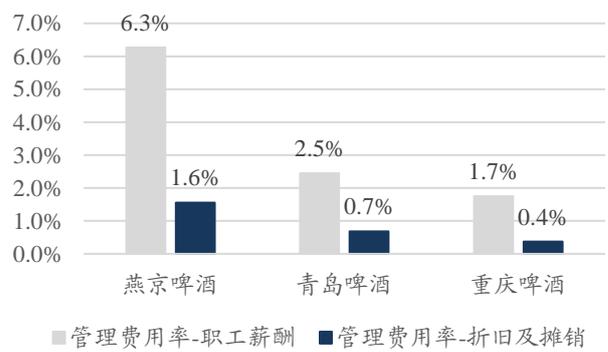
从杜邦分析来看, 公司 2023 年归母利润率、权益乘数均处于行业中下水位, 考虑相关费用率优化, 未来减亏继续, 公司 ROE 仍有较大提升空间。

图14: 各啤酒公司管理费用率对比



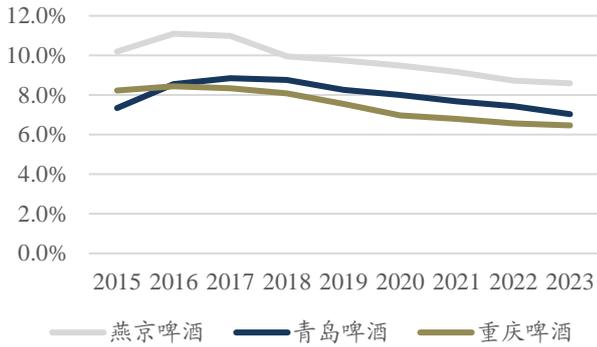
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图15: 各啤酒公司主要管理费用项目占收入比 (2023)



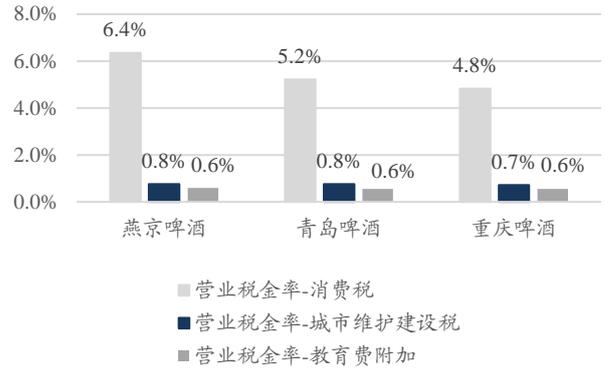
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图16: 各啤酒公司营业税金率对比



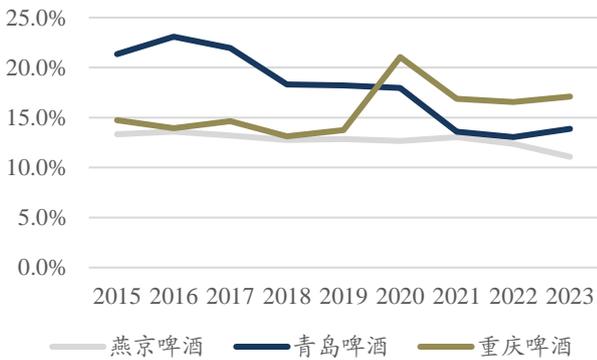
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图17: 各啤酒公司主要营业税金项目占收入比 (2023)



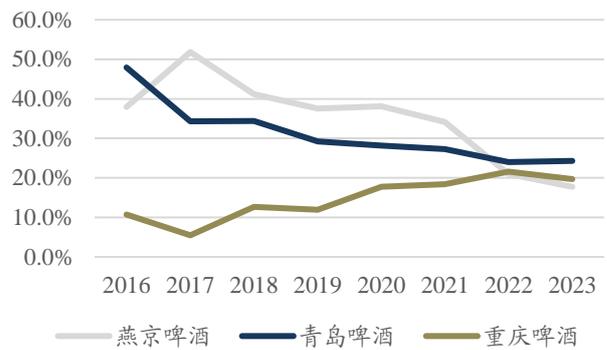
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图18: 各啤酒公司销售费用率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图19: 各啤酒公司所得税率对比



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

表3: 各啤酒公司杜邦分析-2023 年报

公司	净利率	归母净利率	资产周转次数	权益乘数	ROE
燕京啤酒	6.01%	4.54%	0.68	1.54	4.73%
青岛啤酒	12.81%	12.58%	0.68	1.88	16.12%
华润啤酒	13.01%	12.86%	0.62	2.25	17.98%
重庆啤酒	18.3%	9.02%	1.19	5.93	63.7%
珠江啤酒	11.97%	11.59%	0.38	1.45	6.36%

注: ROE=归母净利率*资产周转次数*权益乘数, 列示净利率以剔除少数股权差异影响。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 产品矩阵日臻完善，全国拓展渐进

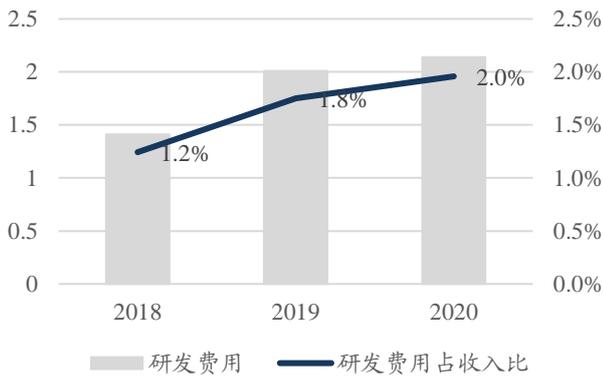
3.1. 从明星大单品到矩阵式全面推进

3.1.1. 燕京 U8：差异化定位的背后是对消费需求洞悉

2019 年公司推出的燕京 U8 迅速放量，高端化的重要抓手。当年销量突破 10 万千升，据公司十四五规划，U8 销量有望在 2025 年达到 90~100 万千升。我们总结 U8 的成功有以下几个方面：

1) 公司 2018 年后加大产品研发力度，以漓泉 1998、燕京帝道等产品为基础推出燕京 U8，其定位中高端、年轻化，相较竞品拥有更低的酒精及麦芽浓度，在酒水消费年轻化的大趋势下，U8 “净、香、甘、亮、鲜、爽” 的风味特质满足了年轻消费者口味要求，又贴合了年轻人轻松愉快的小酌场景，包装上采用矮胖+拉环开瓶方式，有别于市场传统瓶型，增强消费者认知。

图20：公司 2018-2020 年研发费用（亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图21：燕京明星单品 U8



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

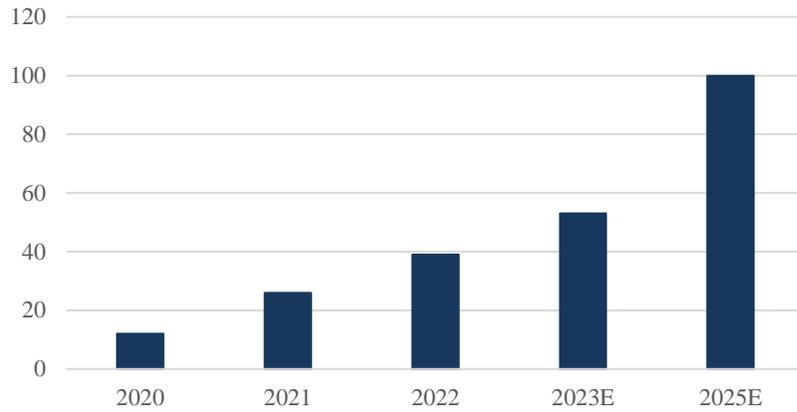
2) 差异化定位竞争并未白热化的 8-10 元价格带，该价格带同类竞品并未具有明显优势，市场空间较大，介于啤酒消费升级主流价格带 6-8 元与 10 元以上高端价格带之间，有望充分衔接 8 元升级产品需求，高渠道利润亦推动产品快速铺市。

表4：燕京 U8 具有更低酒精度与麦芽浓度

品牌	产品	价格 (元/500ml)	酒精度 (%vol)	麦芽浓度 (° P)
燕京啤酒	U8	7.1	2.5	8
青岛啤酒	纯生	8.2	3.1	8
华润啤酒	SuperX	7.5	3.0	9
重庆啤酒	红乌苏	6.7	4	11
珠江啤酒	纯生 1997	6.7	3.6	9
百威	红罐	7.2	3.6	9.7

数据来源：各品牌淘宝官方旗舰店，东吴证券研究所

图22: 燕京 U8 快速放量 (万千升)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3.1.2. 大单品矩阵快速成型, 攻守兼备

我们认为大单品矩阵有望参考 U8 成功经验, 进一步提升公司吨价与利润率。公司近年来加速推出 6-8 元 (新雪鹿、鲜啤 2022) 及 10 元以上 (燕京 V10、U8 Plus) 产品以完善特色大单品矩阵, 向上可继续高端化, 向下可分散 U8 市场竞争压力, 形成有效保护。

表5: 公司近年新推中高端产品

产品	推出年份	包装	零售价 (元/瓶)	产品特点
燕京 U8	2019	500ml	8-10	小度酒、大滋味
燕京八景	2019	330ml	15-18	多种口味、国潮
白啤 V10	2021	426ml	12	中高端精酿
新雪鹿系列	2021	500ml	6	全新子品牌, 定位 Z 世代
狮王世涛	2021	426ml	17	国潮精酿
鲜啤 2022	2022	500ml	6-8	麦香、锁鲜
U8 Plus	2022	500ml	12-15	浓度更高、升级
老燕京 12 度特	2022	640ml	15	经典、复古
漓泉原浆	2022	1000ml	20	0 添加、0 稀释、0 过滤

注: 线下终端样本产品价格或与实际存在一定出入;

数据来源: 渠道调研, 东吴证券研究所

相较友商, 燕京啤酒各品牌产品产销区域性更为明显, 继明星大单品 U8 成功后, 公司在啤酒高端化、产品差异化、营销与渠道全国化等多方面能力快速提升, 借由相关成功经验, U8 的成功有望复制于其他大单品。例如: 1) 5-6 元价格带的燕京新雪鹿, 其定位大众年轻人的第一款酒, 聚焦聚会场景。其产品包装极富动感, 且产品力方面与 U8 接近 (酒精度/麦芽浓度一致), 以高性价比取悦消费能力偏低且更为年轻的群

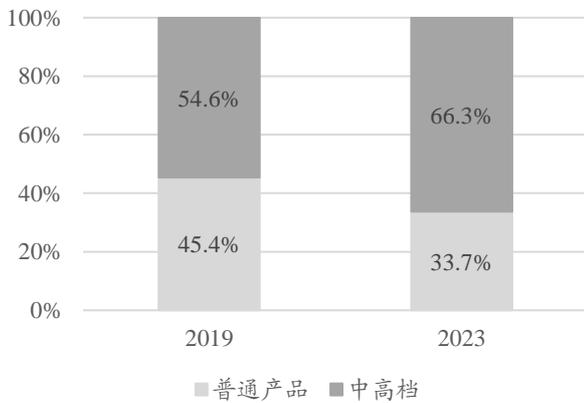
体。2) 鲜啤 2022 定价 6-8 元，产品力与 U8 形成区隔，通过略低于 U8 的定位、费用跟投与竞品竞争，保护明星单品的价格体系与渠道利润。

图23: 公司产品矩阵



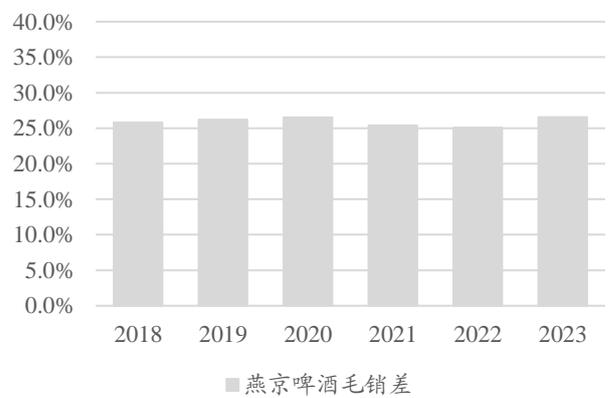
数据来源: 淘宝官方旗舰店, 东吴证券研究所

图24: 公司中高档产品收入持续提升



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图25: 燕京啤酒毛销差



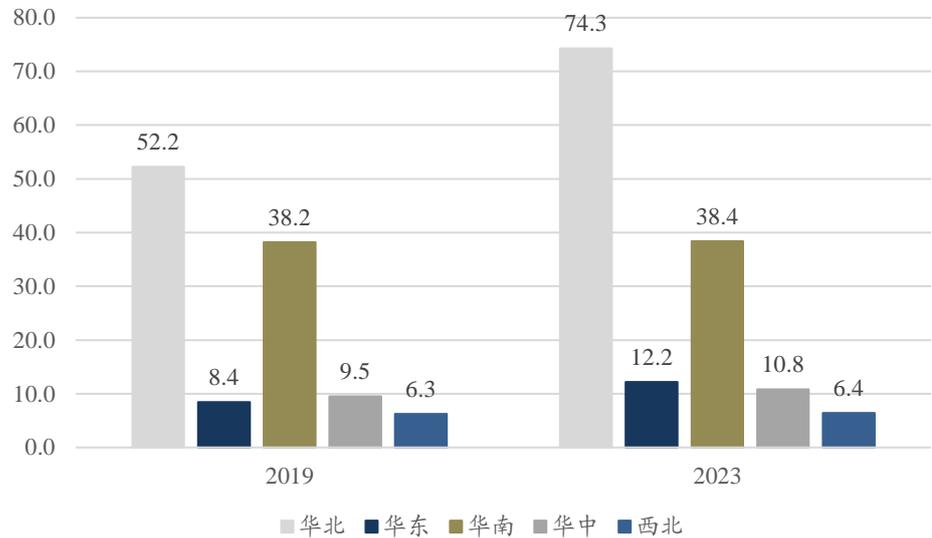
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

3.2. 渠道拓展顺利, 潜力市场空间大

当前公司重点市场为华北及华南区域, 2023 年营收占比约 80%, 其中华北地区收入贡献更高, 得益于北京市场消费能力强, 人口基数大, 当地消费者对燕京啤酒品牌认可度高, 近年收入增速较快, 为公司 U8 高端化战略主阵地。此外河北、内蒙两省 U8 销量处于第二梯队, 三大区域为 U8 销量提供有力支撑。华南地区得益于区域市场

高市占率整体盈利能力较强，华东市场目前为公司第三大区域市场且增长较快，2023 年收入体量达 12.2 亿元（2019-2023 年 CAGR 为 9.6%），此外，公司在四川、河北等地亦有加码布局，增长潜力空间较大。

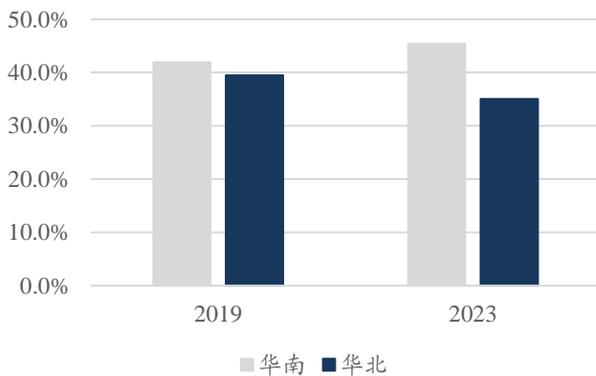
图26：公司各区域营业收入对比情况（单位：亿元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

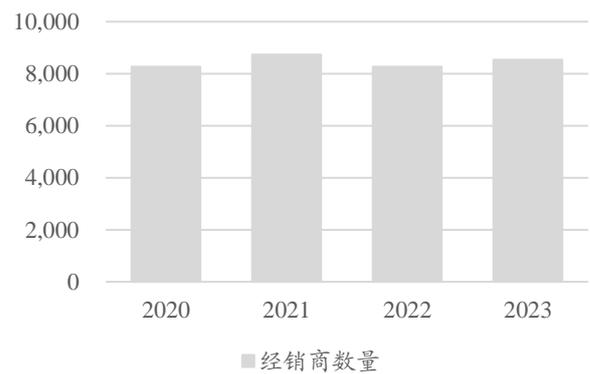
着力“百县工程”，先破点，后带面。公司目前仍处产品全国化过程当中，潜力增长空间较大，2022 年公司推动“百县工程”战略，另辟蹊径深耕县镇市场，扬产品之长，避全面竞争之短，与围绕重点城市竞争的友商形成差异化定位，并逐步串联各个区域市场，持续推进 U8 全国化。

图27：公司华南地区毛利率高于华北



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

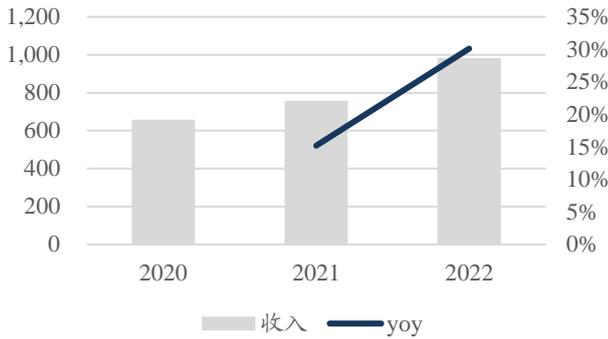
图28：公司历年经销商数量（单位：家）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

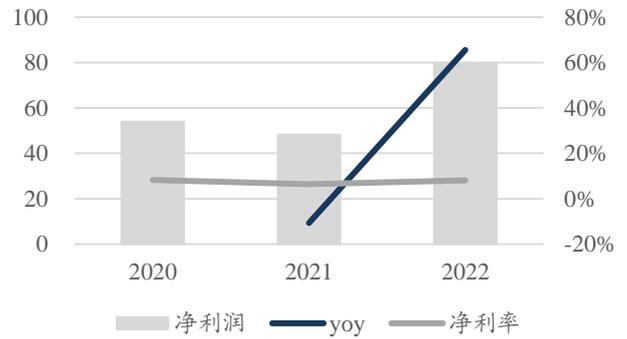
内蒙古赤峰及包头雪鹿：燕京啤酒于 2000 年与内蒙本土品牌雪鹿合资成立燕京啤酒（包头雪鹿）公司，2001 年统管燕京啤酒（赤峰），内蒙作为公司发展较早的主力市场表现稳定。雪鹿品牌整体定价处于产品矩阵中下游，盈利水平较为稳定，产能优势较为显著。2021 年燕京推出新雪鹿系列品牌，定位 Z 世代年轻消费者，产品迭代有望帮助公司进一步巩固基地市场市占率。

图29: 燕京赤峰子公司历年收入 (百万元)



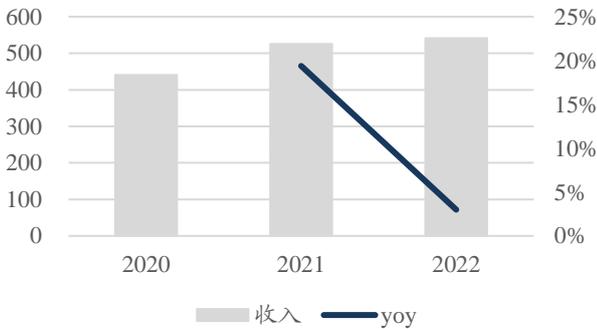
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图30: 燕京赤峰子公司历年净利润 (百万元)



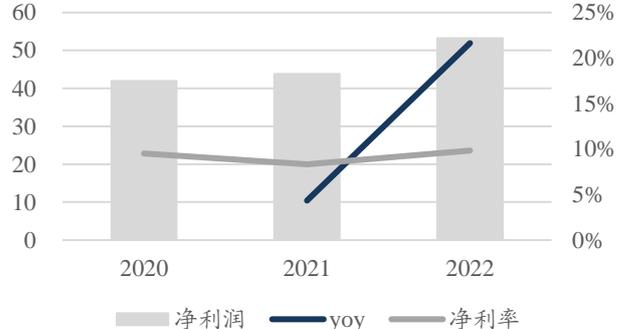
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图31: 包头雪鹿历年收入 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

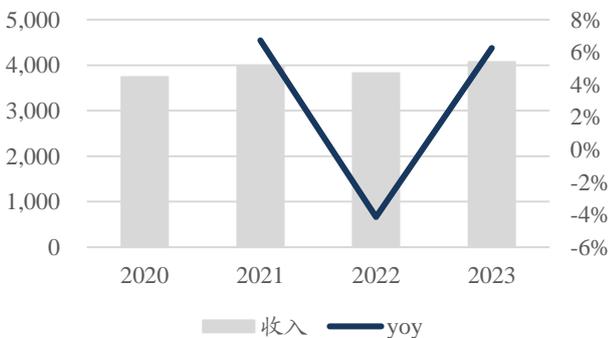
图32: 包头雪鹿历年净利润 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

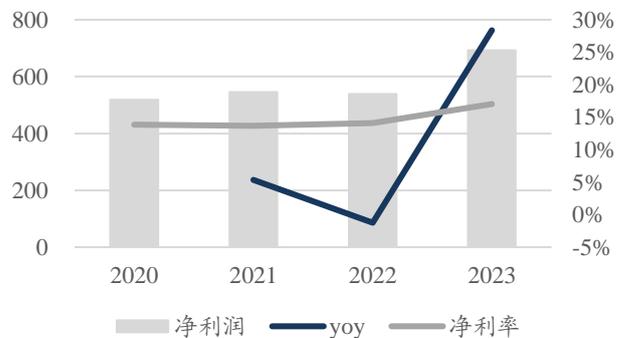
漓泉啤酒: 2002年燕京啤酒控股漓泉啤酒并设立燕京啤酒(桂林漓泉)公司, 漓泉品牌在广西市场具有深厚品牌认知与积淀, 整体管理、营销体系健全。2016年漓泉1998产品上市带动公司经营持续向好, 燕京公告2022年漓泉在广西市场市占率超过85%, 利润贡献突出, 2023净利率达到17% (较2022年提升2.9pct)。

图33: 漓泉啤酒历年收入 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

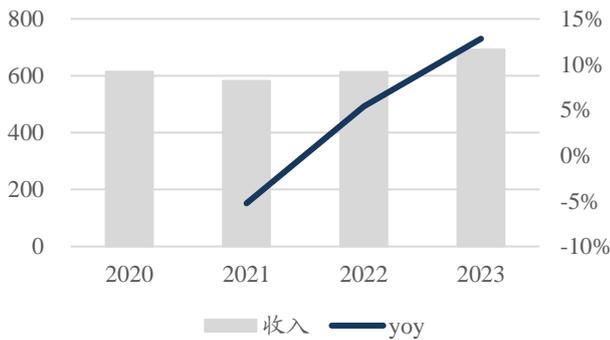
图34: 漓泉啤酒历年净利润 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

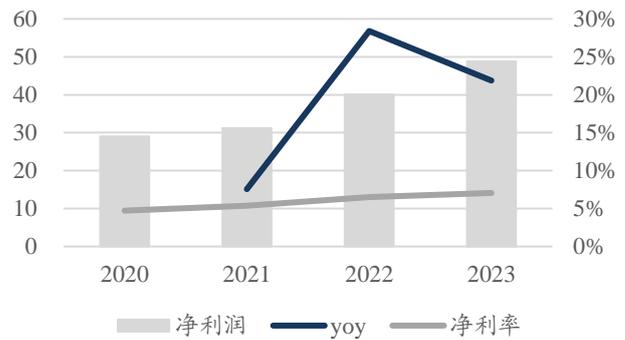
惠泉啤酒：为福建地区知名啤酒品牌，燕京啤酒为开拓华东市场于 2003-2004 年收购惠泉股权并成为控股股东，惠泉亦在这一时期登陆上交所。由于 2001 年后青啤进入福建市场，本地雪津啤酒在被百威收购后亦快速崛起，竞争加剧公司收入持续承压，2019 年燕京啤酒副董事长任惠泉啤酒董事长，后兼任总经理，公司收入逐步企稳回升，净利润率亦逐步提升。

图35: 惠泉啤酒历年收入 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图36: 惠泉啤酒历年净利润 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3.3. 品牌营销全国化、线上+线下齐发力

类似于重啤乌苏的全国化和放量，U8 成为全国化先锋。以往燕京各子公司由于地域及产品差异，在营销方面单打独特，并未形成有效合力。U8 产品为公司首次大规模开启全国化营销之路，为燕京品牌全国认知度添砖加瓦，公司品牌力持续增强。燕京 U8 自 2019 年起便围绕年轻消费群体高举高打，全国市场通力合作，持续营销，2020 年、2021 年先后由王一博、蔡徐坤担任代言人，并在抖音、微博等线上平台营销，推出明星限量款及买赠相关周边，获得广泛话题关注度与讨论度。

营销多元化成效显著。2024 年 5 月 10 日是燕京啤酒 510 品牌日活动的第五年，活动紧紧围绕消费群体，选择 2023 年以来购买燕京 U8 数量和次数 TOP 的粉丝，赠送免费畅饮 365 天资格。此外，燕京五大平台（京东、天猫、抖音、快手、拼多多）开启秒杀活动，下单最快消费者还将参与 5 月 19 日粉丝之夜活动。2022 年董事长耿超亲自参与 618 直播带货活动，开啤酒企业先河，直播间观看人数超 145 万人次，1 小时直播最高峰 GMV 同比上一次直播增长 175 倍，当日 GMV 同比增长 1500%。多元营销活动贴近年轻消费者，线上+线下全链路营销进一步打通，成效显著。

图37: 公司代言人具有较高人气与讨论度



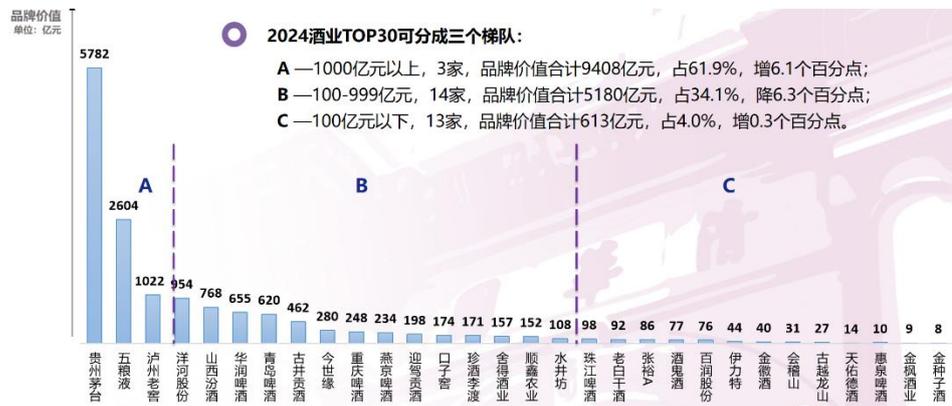
数据来源: 公司微博, 东吴证券研究所

图38: 燕京啤酒 510 品牌日、618 带货活动



数据来源: 公司微博, 东吴证券研究所

图39: 燕京品牌价值快速提升, 较上年增长 33%



数据来源: 《2024 中国酒业上市公司品牌价值榜 TOP30》, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们假设公司大单品持续放量带动量价齐升，预计 2024-2026 年啤酒业务销量同比增速 5.2%、4.6%、3.8%；吨价同比增速 3.0%、2.1%、1.5%，非啤酒业务保持稳健增长，公司总营收同比增速为 8.5%、7.2%、5.4%。

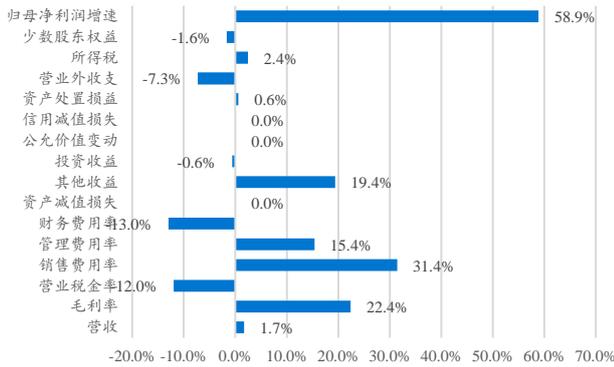
在利润端，公司将进一步推动产品结构升级&产研销改革，毛利率有望进一步上行，管理费用率持续优化。我们维持公司 2024-26 年归母净利润 9.0/11.7/14.3 亿元(2024-26 年归母净利润增速为 40%/30%/22%，对应净利率分别为 5.8%/7.1%/8.2%)，中长期来看，公司明星单品 U8 锚定 10 元价格带，自 2019 年推出以来持续高增，十四五规划百万吨目标可期。产品矩阵不断优化覆盖，多价格带新品亦有望走出第二增长曲线。公司对内持续革新，增质提效，积极推进弱势市场减亏，业绩潜力有望快速释放。5 月 30 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 29/22/18 倍，维持“买入”评级。

表6：公司盈利预测拆分（单位：百万元）

科目	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14212.9	15424.5	16535.5	17435.0
	yoy 7.7%	8.5%	7.2%	5.4%
啤酒业务收入	13098.4	14192.9	15157.6	15969.6
	yoy 7.5%	8.4%	6.8%	5.4%
其中：啤酒销量（万千升）	394.2	414.7	433.8	450.3
	yoy 4.6%	5.2%	4.6%	3.8%
啤酒吨价（元/千升）	3322.5	3422.1	3494.0	3546.4
	yoy 2.8%	3.0%	2.1%	1.5%
其他业务收入	1114.4	1231.5	1377.9	1465.4
	yoy 9.4%	10.5%	11.9%	6.4%
综合毛利率	37.6%	39.1%	39.9%	40.4%
销售费用率	11.1%	11.1%	11.1%	11.0%
管理费用率	11.4%	10.4%	9.2%	8.3%
归母净利润	644.7	899.8	1171.3	1427.4
	yoy 83.0%	39.6%	30.2%	21.9%
归母净利润率	4.5%	5.8%	7.1%	8.2%

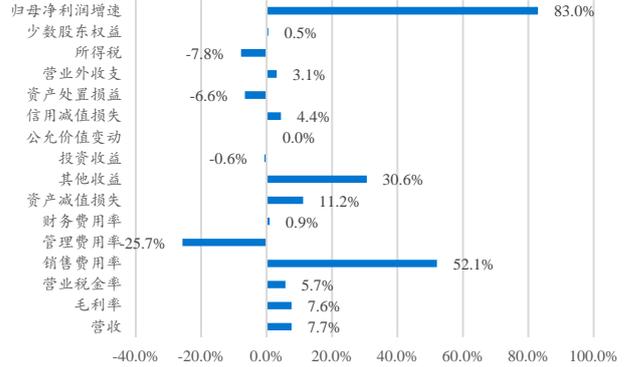
注：标红部分为假设数，数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图40: 燕京啤酒 2024Q1 归母净利润增速贡献拆分



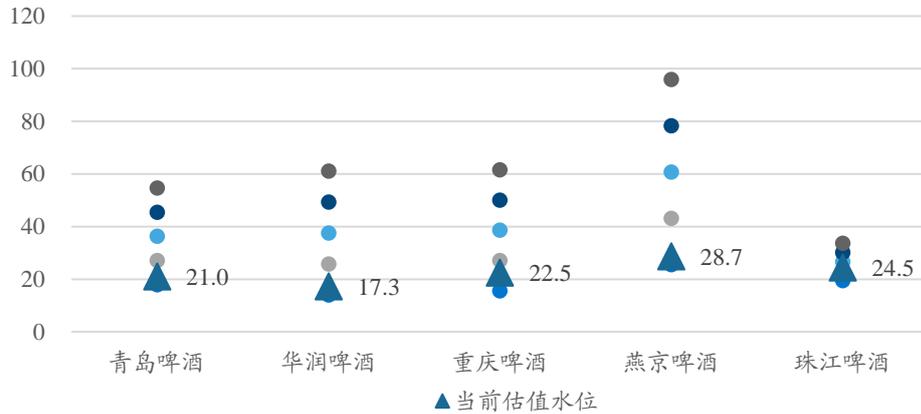
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 燕京啤酒 2023 全年归母净利润增速贡献拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 啤酒个股 3 年 PE-BAND (财务匹配规则-盈利预测)



注: PE-BAND 据个股历史 PE 样本中位数及 $\pm 1/2$ 倍标准差确定。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 数据截至 2024 年 5 月 30 日

表7: 行业可比公司估值表 (单位: 亿元)

公司	总市值	归母净利润				同比增速			PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
燕京啤酒	263	6.4	9.0	11.7	14.3	39.6%	30.2%	21.9%	29	22	18
青岛啤酒	1055	42.7	51.0	57.4	64.1	19.4%	12.6%	11.7%	21	18	16
华润啤酒	948	51.5	61.4	71.8	82.1	19.2%	16.7%	16.7%	15	13	12
重庆啤酒	329	13.4	15.0	16.2	17.3	12.0%	8.1%	7.0%	22	20	19

注: 相关数据货币单位均为人民币, 港元汇率为 2024 年 5 月 30 日 0.9102。PE 以 5 月 30 日市值计算; 公司盈利预测均为东吴预测。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

5. 风险提示

行业竞争加剧。目前啤酒行业已经入存量竞争时代，伴随产品结构化升级，各大厂商纷纷加码，中高端产品竞争加剧将使得行业整体竞争格局进一步激烈，进而压制企业盈利空间。

现饮场景复苏不及预期风险。高端化创新离不开终端渠道的支持，公司核心大单品主阵地在于现饮场景，若 2024 年餐饮等渠道需求不振，消费者支出下降，量价将存在较大增长压力。

改革成效不及预期。公司净利率、ROE 提升关键在于子公司减亏，若公司改革推进不及预期，将影响公司盈利兑现度。

原材料成本波动。当前啤酒生产所需大麦、玻璃主要原材料价格较往年有所下降，后续原料价格上行将影响毛利率。

燕京啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,555	11,507	13,121	14,605	营业总收入	14,213	15,424	16,535	17,435
货币资金及交易性金融资产	7,212	6,839	8,180	9,440	营业成本(含金融类)	8,865	9,392	9,935	10,391
经营性应收款项	355	357	381	399	税金及附加	1,221	1,296	1,356	1,395
存货	3,864	4,174	4,416	4,618	销售费用	1,575	1,712	1,835	1,918
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,620	1,604	1,521	1,447
其他流动资产	125	137	145	147	研发费用	246	270	289	305
非流动资产	9,676	10,013	10,154	10,284	财务费用	(168)	(194)	(183)	(222)
长期股权投资	576	606	636	666	加:其他收益	160	50	50	50
固定资产及使用权资产	7,668	7,736	7,658	7,604	投资净收益	43	50	50	50
在建工程	101	271	390	473	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,002	1,072	1,142	1,212	减值损失	(56)	(1)	(1)	(7)
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	24	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,025	1,444	1,880	2,293
其他非流动资产	246	246	246	246	营业外净收支	14	2	2	0
资产总计	21,231	21,519	23,275	24,889	利润总额	1,039	1,446	1,882	2,293
流动负债	6,263	6,740	7,117	7,476	减:所得税	184	246	320	390
短期借款及一年内到期的非流动负债	541	557	557	607	净利润	855	1,200	1,562	1,903
经营性应付款项	1,239	1,305	1,380	1,443	减:少数股东损益	210	300	390	476
合同负债	1,384	1,465	1,571	1,656	归属母公司净利润	645	900	1,171	1,427
其他流动负债	3,098	3,413	3,609	3,770	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.32	0.42	0.51
非流动负债	191	213	233	233	EBIT	790	1,251	1,699	2,071
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,509	1,773	2,217	2,648
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.63	39.11	39.91	40.40
租赁负债	3	23	43	43	归母净利率(%)	4.54	5.83	7.08	8.19
其他非流动负债	188	189	189	189	收入增长率(%)	7.66	8.52	7.20	5.44
负债合计	6,454	6,952	7,350	7,709	归母净利润增长率(%)	83.02	39.57	30.17	21.86
归属母公司股东权益	13,845	13,335	14,303	15,082					
少数股东权益	932	1,232	1,622	2,098					
所有者权益合计	14,777	14,567	15,925	17,180					
负债和股东权益	21,231	21,519	23,275	24,889					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,408	1,829	2,156	2,546	每股净资产(元)	4.91	4.73	5.07	5.35
投资活动现金流	(916)	(808)	(608)	(664)	最新发行在外股份(百万股)	2,819	2,819	2,819	2,819
筹资活动现金流	(164)	(434)	(588)	(688)	ROIC(%)	4.35	6.82	8.90	10.01
现金净增加额	328	587	960	1,194	ROE-摊薄(%)	4.66	6.75	8.19	9.46
折旧和摊销	719	522	518	577	资产负债率(%)	30.40	32.31	31.58	30.97
资本开支	(484)	(828)	(628)	(630)	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.83	29.26	22.48	18.44
营运资本变动	(2)	136	104	85	P/B(现价)	1.90	1.97	1.84	1.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>