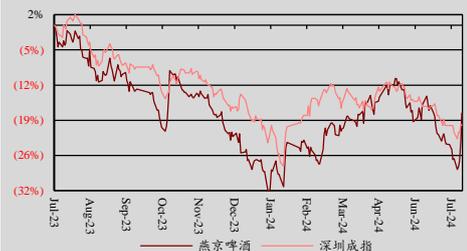


**000729.SZ**
**买入**

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 9.53

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.2	(3.8)	0.4	(19.4)
相对深圳成指	16.0	0.7	4.5	(0.5)

发行股数 (百万)	2,818.54
流通股 (百万)	2,509.56
总市值 (人民币 百万)	26,860.68
3个月日均交易额 (人民币 百万)	235.36
主要股东	
北京燕京啤酒投资有限公司	57.4

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2024年7月12日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

联系人: 周源

yuan.zhou\_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

# 燕京啤酒

## 持续推进降本增效, 产品线有望多点开花

啤酒行业结构升级趋势不改, 需求量或将持续小幅下降。燕京啤酒积极求变, 新任管理层上任后“二次创业”, 为公司注入成长动力。随着大单品 U8 的持续放量, 清爽、鲜啤升级计划的推出, 公司产品线有望多点开花, 延续量价齐升趋势。成本端, 公司持续推进降本增效, 利润空间有望逐步释放。我们预计公司 24-26 年 EPS 为 0.38、0.52、0.63 元/股, 同比+65.9%、+35.8%、+23.1%, 首次覆盖给予买入评级。

### 支撑评级的要点

- **啤酒行业结构升级趋势延续, 需求量或将持续小幅下降。** 2018 年至今啤酒行业量减价增, 行业利润增长由结构升级、生产效率优化双轮驱动。我们认为, 虽然未来宏观环境不确定性较强, 但在竞争格局改善、产能出清两大驱动结构升级的要素未发生根本性反转的情况下, 啤酒行业的结构升级逻辑依然坚挺, 吨价有望继续快速向上。销量端, 随着人口趋势的变化, 未来啤酒需求量或将持续小幅下降。
- **燕京啤酒积极求变, 管理改革再次为公司注入成长动力。** 公司当前为北京、内蒙、广西三大区域市场内的啤酒龙头, 北京市国资委、北控集团为公司的实际控制人。2022 年管理层更迭后显著年轻化, 更富有活力和动力。新任董事长耿超国企改革经验丰富, 上任后在人员管理机制、薪酬激励机制、产品战略、供应链管理等方面推出了一系列改革措施, 以“二次创业”的心态, 通过治理机制的变革再次为公司注入成长动力。
- **产品线有望多点开花, 延续量价齐升趋势。** 公司以“1+3”品牌战略为基, 2019 年顺应啤酒行业结构升级趋势, 推出 U8 产品后, 大单品快速放量至 53 万千升 (2023 年), 驱动销量、吨价快速上行。我们认为, U8 产品自身的高可行性 (产品力已通过漓泉 1998 验证、价格带符合啤酒行业升级趋势、提供更高的渠道利润), 燕京品牌在基地市场内的高认知度, 公司在基地市场内成熟的渠道网络是 U8 成功的先决条件。新董事长上任后推动管理机制改革, 激发了销售团队活力是 U8 销量加速向上的催化剂。展望未来, 我们认为 U8 在已经形成强产品势能的情况下, 有望持续放量, 驱动公司量、价增长。与此同时, 公司未来在继续推广大单品 U8 的同时, 还将通过统一包装、调整规格的方式对清爽、鲜啤两大单品进行内部结构升级, 有望贡献额外的吨价增长点。我们预计随着高价产品占比的提升、分区域进行的市场开拓, 公司未来三年量、价 CAGR 分别有望达到+2.5%、+3%。
- **持续推进降本增效, 利润空间有望逐步释放。** 随着啤酒行业步入存量竞争时代, 主要龙头企业均经历了结构升级、降本增效的过程。燕京啤酒当前生产端人员效率显著低于同业, 产能具备优化、升级潜力。我们预计在定编定岗+产能升级助力下, 毛利率有望快速提升。同时随着采购策略的优化、原材料成本红利的释放, 公司 2024 年直接材料成本降幅有望领先行业。费用端, 我们预计公司出于激励员工, 推广结构升级单品的考量, 销售费用率在 2024 年回升后将长期企稳。公司管理费用率显著高于同业, 后续优化空间较大, 我们预计随着营收的提升, 行政&后勤、财务人员的定编定岗, 公司管理费用率有望在 3 年内下降 2pct 左右。后续随着员工遣散费释放完毕 (计入管理费用), 有望释放更多利润空间。

### 估值

- 公司未来有望延续量价齐升趋势, 产品的盈利能力将持续改善。在管理改革下, 利润空间将持续释放。我们预计公司 24-26 年 EPS 为 0.38、0.52、0.63 元/股, 同比+65.9%、+35.8%、+23.1%, 对应 24-26 年 PE 为 25.1/18.5/15.0 倍, 2025 年相对估值处于啤酒行业可比公司中间水准, 但对应净利润率仅为 10.8%, 长期成长潜力显著优于可比公司。首次覆盖给予**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 改革进度不及预期、大单品拓展不及预期、食品安全事件、原材料价格波动。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	13,202	14,213	15,078	15,995	16,892
增长率(%)	10.4	7.7	6.1	6.1	5.6
EBITDA(人民币 百万)	1,145	1,349	2,025	2,570	3,115
归母净利润(人民币 百万)	352	645	1,070	1,453	1,789
增长率(%)	54.5	83.0	65.9	35.8	23.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.12	0.23	0.38	0.52	0.63
市盈率(倍)	76.2	41.7	25.1	18.5	15.0
市净率(倍)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA(倍)	21.1	13.1	9.5	6.9	5.2
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	0.8	1.2	2.0	2.7	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 股价截至 2024 年 7 月 12 日

## 目录

<b>啤酒行业：结构升级趋势有望延续，需求量或将持续小幅下降 .....</b>	<b>5</b>
2018 年至今量减价增，结构升级、生产效率优化双轮驱动行业利润增长 .....	5
未来啤酒行业吨价有望继续快速向上，需求量或将持续小幅下降 .....	6
<b>燕京啤酒：积极求变，管理改革注入成长动力 .....</b>	<b>9</b>
区域龙头，前期战略转型速度慢于同业 .....	9
管理层更迭后积极求变，为公司注入成长动力 .....	10
<b>产品线有望多点开花，延续量价齐升趋势 .....</b>	<b>14</b>
“1+3”品牌矩阵为基，大单品 U8 带动量、价重回增长轨道 .....	14
U8 大单品逻辑不改，多款基座产品升级可期 .....	15
产品线多点开花下，未来三年量、价 CAGR 分别有望达到+2.5%、+3% .....	17
<b>持续推进降本增效，利润空间有望逐步释放 .....</b>	<b>19</b>
采购策略优化+原材料成本红利下，2024 年直接材料成本降幅有望领先行业 .....	19
定编定岗、产能升级，助力毛利率提升 .....	20
销售费用率有望回升后企稳，管理费用率优化空间较大 .....	22
<b>盈利预测&amp;估值 .....</b>	<b>24</b>
盈利预测 .....	24
估值 .....	25
<b>风险提示 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 啤酒行业营收、同比增速（2003-2023A）.....	5
图表 2. 啤酒企业毛销差变化（2013-2023A）.....	5
图表 3. 啤酒企业产量、同比变化（2003-2023A）.....	5
图表 4. 2018 年至今啤酒吨价持续提升.....	5
图表 5. 主要啤酒企业员工数量变化（2018-2023A）.....	6
图表 6. 啤酒企业管理费用率变化（2013-2023A）.....	6
图表 7. 啤酒企业归母净利率变化（2013-2023A）.....	6
图表 8. 啤酒行业集中度（2008-2022A）.....	7
图表 9. 啤酒行业资本投入情况（2010-2022A）.....	7
图表 10. 城镇居民-人均可支配收入（2010-2022A）.....	7
图表 11. 啤酒市场竞争格局（2023A）.....	7
图表 12. 2023 年啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势.....	8
图表 13. 2023 年 3 月后 CPI、消费者消费意愿、信心指数持续走低.....	8
图表 14. 我国 20-50 岁消费人群数量（1999-2030E）.....	8
图表 15. 我国核心啤酒消费群体-人均啤酒饮用量.....	8
图表 16. 燕京啤酒股权架构（2023A）.....	9
图表 17. 燕京啤酒分区域营收占比（2023A）.....	9
图表 18. 燕京啤酒区域布局.....	9
图表 19. 燕京啤酒营收、同比增速（2013-2023A）.....	10
图表 20. 燕京啤酒归母净利率（2013-2023A）.....	10
图表 21. 燕京啤酒市场份额（2010-2023A）.....	10
图表 22. 燕京啤酒现任管理层简介.....	11
图表 23. 主要啤酒企业管理团队平均年龄.....	12
图表 24. 主要啤酒企业董事长年龄.....	12
图表 25. 燕京啤酒“二次创业”变革要点.....	12
续 图表 25. 燕京啤酒“二次创业”变革要点.....	13
图表 26. 燕京啤酒-产品矩阵.....	14
图表 27. 燕京啤酒销量、同比增速（2019-2023A）.....	14
图表 28. 燕京啤酒吨价、同比增速（2019-2023A）.....	14
图表 29. 燕京 U8 销量、同比增速.....	15
图表 30. 燕京 U8 产品宣传图.....	15
图表 31. 销售人员薪酬较 2020 年显著改善.....	15
图表 32. 燕京品牌商标.....	16
图表 33. 燕京啤酒经销商密度领先行业（2023A）.....	16

图表 34. 燕京清爽（升级款）海报.....	16
图表 35. 鲜啤 2022 宣传海报.....	16
图表 36. 2023 年重庆啤酒 4-8 元中档价格带产品表现突出 .....	17
图表 37. 主要啤酒企业吨价对比（2023A） .....	17
图表 38. 燕京啤酒中高档产品营收占比逐年提升.....	17
图表 39. 燕京啤酒分区域营收.....	18
图表 40. 燕京啤酒分区域营收-同比增速 .....	18
图表 41. 子公司漓泉营收、净利润.....	18
图表 42. 漓泉净利润率 .....	18
图表 43. 燕京啤酒营业成本结构（2023A） .....	19
图表 44. 主要啤酒企业吨成本拆分（2023A） .....	19
图表 45. 啤酒企业 1Q24 吨成本、同比变化.....	19
图表 46. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2024 年 5 月 31 日） .....	19
图表 47. 瓦楞纸价格变动（截至 2024 年 6 月 10 日） .....	20
图表 48. 进口大麦价格变动（截至 2024 年 5 月） .....	20
图表 49. 燕京啤酒原材料采购构成（2023A） .....	20
图表 50. 主要啤酒企业人效（人均创收，2023A） .....	21
图表 51. 主要啤酒企业人员效率（生产端） .....	21
图表 52. 主要啤酒企业人工工资（计入营业成本）占营收比例（2023A） .....	21
图表 53. 主要啤酒企业设计/实际产能利用率.....	21
图表 54. 燕京啤酒在建工程情况（2023A） .....	21
图表 55. 燕京啤酒固定资产折旧、资本性支出变化.....	22
图表 56. 主要啤酒企业固定资产折旧占营收比例（2023A） .....	22
图表 57. 燕京啤酒销售费用拆分（2023A） .....	22
图表 58. 燕京啤酒销售费用率拆分（2019-2023A） .....	22
图表 59. 啤酒企业销售费用细分项对比（2023A） .....	22
图表 60. 啤酒企业销售人员均薪对比（2023A） .....	22
图表 61. 燕京啤酒管理费用拆分（2023A） .....	23
图表 62. 燕京啤酒管理费用率（2019-2023A） .....	23
图表 63. 啤酒企业管理费用细分项对比（2023A） .....	23
图表 64. 燕京啤酒员工数量变化（2020-2023A） .....	23
图表 65. 燕京啤酒盈利预测-核心假设 .....	24
图表 66. 燕京啤酒盈利预测-业务拆分 .....	24
图表 67. 公司 A 股可比公司估值表 .....	25
利润表(人民币 百万).....	27
现金流量表(人民币 百万).....	27
财务指标.....	27
资产负债表(人民币 百万).....	27

## 啤酒行业：结构升级趋势有望延续，需求量或将持续小幅下降

### 2018 年至今量减价增，结构升级、生产效率优化双轮驱动行业利润增长

结构升级带动下，啤酒行业 2018 年至今吨价、毛销差稳步增长。1) 量：消费人口（20-50 岁人口）数量不断下滑导致需求不足。啤酒产量在 2013 年达到高点后，于 2013-2019 年间快速下行（CAGR-4.8%）。2020 年受疫情影响，即饮场景减少，当年啤酒产量同比-7.0%至 3411 万千升，后随着即饮场景的不断修复，啤酒产量于 2023 年恢复至 3556 万千升。2) 价：2017 年后啤酒企业平均吨价触底抬升，且提升速度高于 CPI 增速。主因行业开启产品结构升级进程后，拉升平均吨价，进而带动行业营收、盈利水平、归母净利润快速提升。综合来看，2018 年至 2023 年，啤酒行业产量、吨价复合增速分别为-1.4%、+5.7%。申万啤酒企业营收从 468.1 亿元（2018 年）提升至 689.6 亿元（2023 年），CAGR+8.1%。在产品结构不断升级的带动下，主要啤酒企业毛销差从 21.8%（2018 年）提升 5.1pct 至 26.9%（2023 年）。

图表 1. 啤酒行业营收、同比增速（2003-2023A）



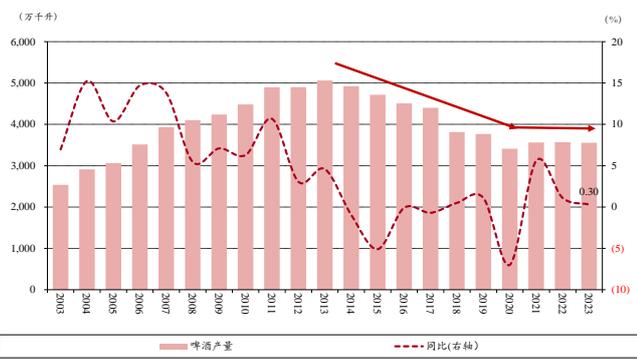
资料来源：iFind，中银证券

图表 2. 啤酒企业毛销差变化（2013-2023A）



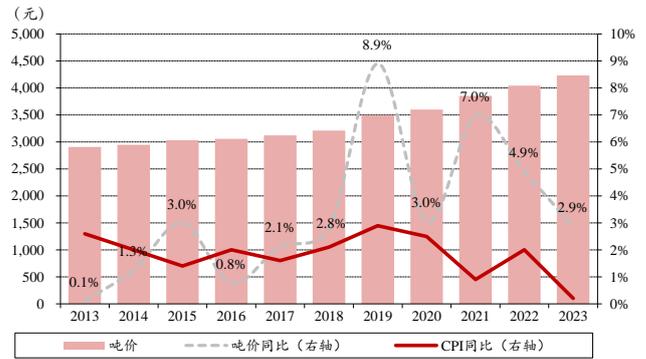
资料来源：iFind，中银证券

图表 3. 啤酒企业产量、同比变化（2003-2023A）



资料来源：iFind，中银证券

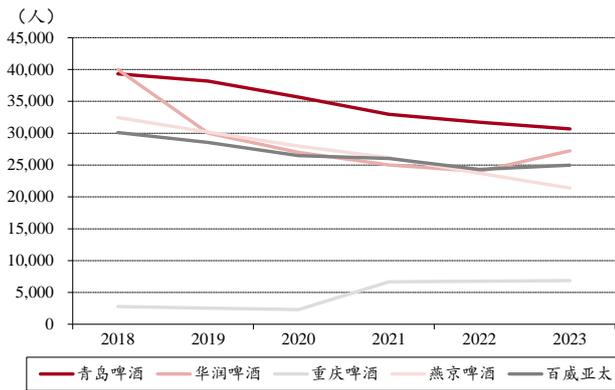
图表 4. 2018 年至今啤酒吨价持续提升



资料来源：iFind，中银证券

2018 年至今啤酒行业持续降本增效，与结构升级一同助力行业归母净利率向上突破。随着行业竞争激烈程度的减小，啤酒企业开始逐步优化产能、降本增效，主要啤酒企业员工数量快速下降，青岛啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/百威亚太员工数量分别从 2018 年时的 3.9/4.0/3.2/3.0 万人下降至 2023 年的 3.1/2.7/2.1/2.5 万人，管理费用率持续下滑，2023 年申万啤酒企业管理费用率同比 2018 年下降 1.2pct 至 5.9%。叠加吨价上行带来的营收提升，成本收入共振，行业归母净利润提升，2023 年申万啤酒企业归母净利润率同比 2018 年大幅提升 5.9pct 至 10.0%。

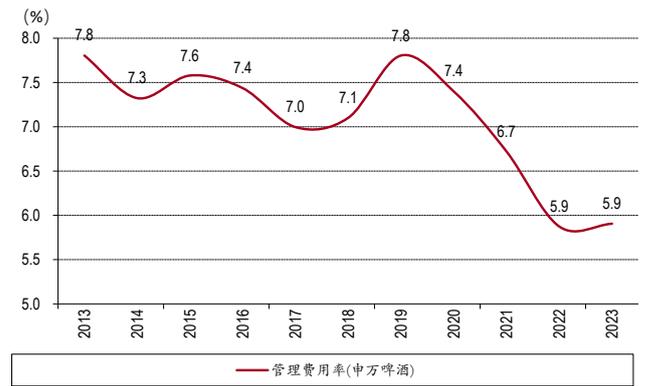
图表 5. 主要啤酒企业员工数量变化 (2018-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

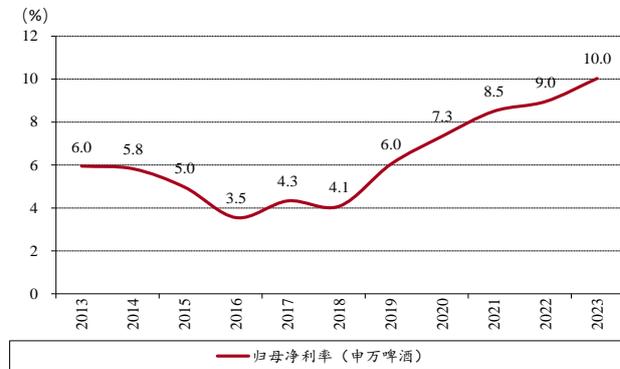
注: 2021 年重庆啤酒资产重组, 2023 年华润啤酒并表白酒业务, 员工数量变动较大

图表 6. 啤酒企业管理费用率变化 (2013-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 7. 啤酒企业归母净利润率变化 (2013-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

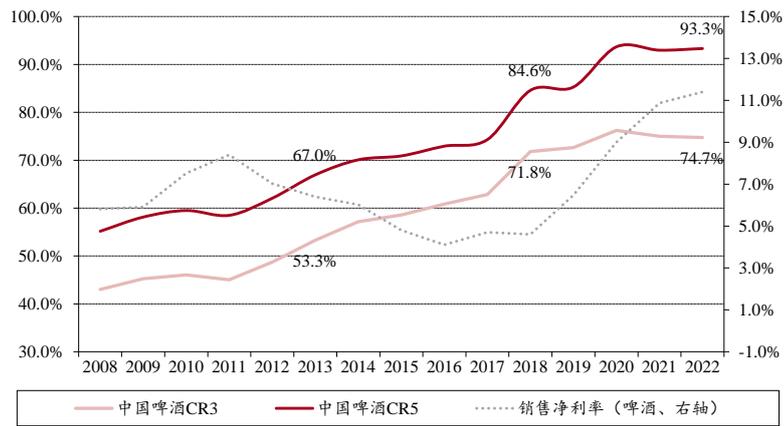
## 未来啤酒行业吨价有望继续快速向上, 需求量或将持续小幅下降

复盘历史, 产能出清、竞争格局改善、消费升级是驱动啤酒企业吨价快速上行的三大核心要素。

**阶段一: 2013-2018 年, 需求见顶, 业内公司陷入价格战。**随着人口结构的改变, 啤酒行业的需求量见顶, 导致行业供给侧产能过剩, 业内公司陷入价格竞争, 期间啤酒企业难以正常提价, 吨价复合增速持续低于 CPI, 盈利水平不断下降。在这一阶段, 不具备规模效应的企业压力困难, 开始出清, 行业集中度持续提升。

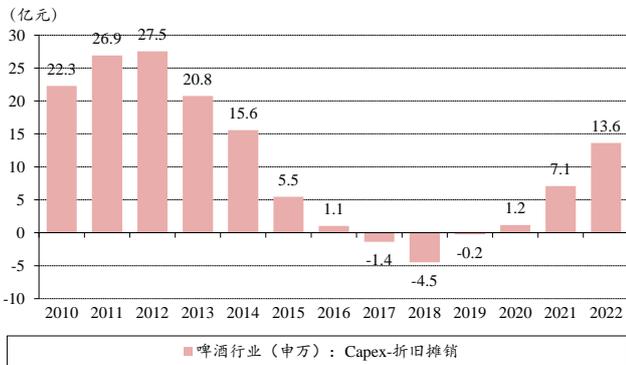
**阶段二: 2019 年至今, 竞争格局改善, 业内公司提价空间打开。**2019 年后, 在竞争格局显著改善的基础上, 随着行业过剩产能的出清、资本性支出的减少、清理过剩产能时产生的减值损失计提完成, 啤酒企业提价面临的约束减少, 因此开始通过直接提价、结构升级等方式加速提升吨价。同时, 随着人均可支配收入快速增长带来的消费升级需求, 高端啤酒占比不断提升, 进一步推动啤酒企业吨价向上, 行业盈利水平见底回升。由此可见, 产能出清、竞争格局改善与消费升级是驱动啤酒行业结构升级的主要因素。

图表 8.啤酒行业集中度 (2008-2022A)



资料来源: iFind, 中银证券

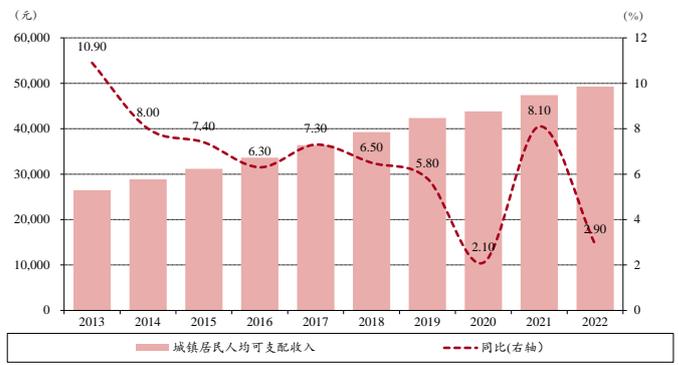
图表 9.啤酒行业资本投入情况 (2010-2022A)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 2019 年数据排除了珠江啤酒地产相关项目的资本性支出

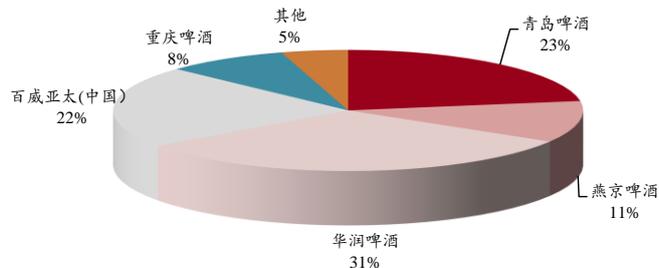
图表 10.城镇居民-人均可支配收入 (2010-2022A)



资料来源: iFind, 中银证券

当前产能出清、竞争格局改善两大驱动啤酒行业结构升级的要素未发生根本性反转。从最新的数据来看,在优化产能、提升生产效率的背景下,申万啤酒企业近三年“资本性支出-折旧摊销”有所增加,但依然处于合理水平,远低于2010-2012年。啤酒企业CR5依然维持在高位,相较于2019年显著提升,且在部分区域依然呈垄断格局。因此,我们认为当前产能出清、竞争格局改善两大驱动啤酒行业结构升级的要素未发生根本性反转,啤酒企业提价基础条件仍然具备。

图表 11. 啤酒市场竞争格局 (2023A)

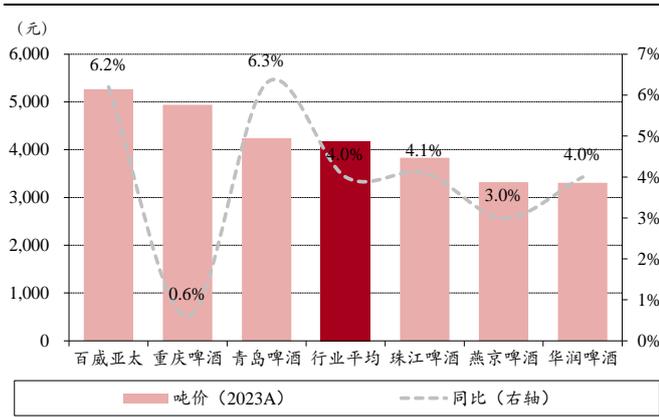


资料来源: iFind, 中银证券

注: 以销量计算, 百威亚太中国区数据为估算

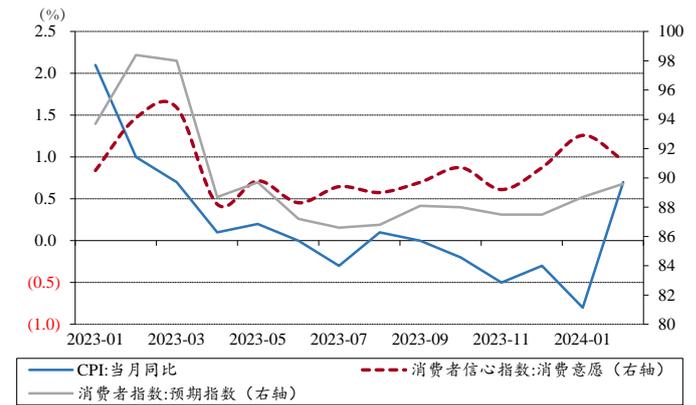
消费升级动能弱化,但从2023年数据来看,啤酒行业结构升级逻辑依然坚挺。从宏观层面来看,2023年3月后CPI、消费者信心指数持续低迷,显现宏观需求不足,消费升级动能弱化。但啤酒行业依然延续了结构升级趋势,核心企业2023年平均吨价同比上涨4.0%。我们认为,现阶段相比消费升级,产能出清、竞争格局改善后的价格回归是啤酒行业吨价提升趋势中更为核心的驱动因素。啤酒企业吨价仍能在产能出清、竞争格局改善的驱动下延续快速向上的趋势。从速率上来看,吨价增幅可能会因宏观环境变化而小幅放缓,但大概率仍将大幅跑赢CPI指数。

图表 12. 2023 年啤酒企业吨价逆势延续上涨趋势



资料来源: iFind, 中银证券

图表 13. 2023 年 3 月后 CPI、消费者消费意愿、信心指数持续走低



资料来源: iFind, 中银证券

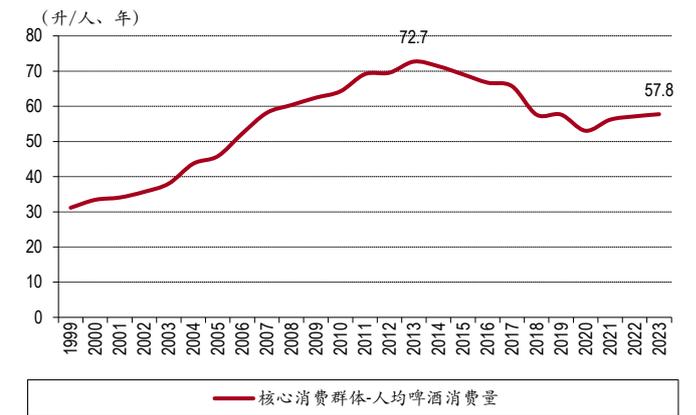
从人口趋势、人均饮用量趋势来看,未来啤酒需求或将持续小幅下降。1) 消费者数量上,2013 年至今啤酒主力消费人群(20-50 岁人口)数量持续下降。根据出生人口数量估算,预计未来数年内我国 20-50 岁人口数量仍将延续下降趋势。2) 人均饮用量上,随着经济的发展,消费者逐渐从多喝酒转变为喝好酒,我国啤酒核心消费群体的人均饮用量从 2013 年 72.7L/人-年的高点逐年减少至 2023 年的 57.8L/人-年,基本与疫情前的 2019 年持平,预计未来将保持平稳。综合来看,在人均饮用量趋稳,核心消费者数量日渐减少的趋势下,我们预计未来啤酒需求量或将持续小幅下行。

图表 14. 我国 20-50 岁消费人群数量 (1999-2030E)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 15. 我国核心啤酒消费群体-人均啤酒饮用量



资料来源: iFind, 中银证券

注: 计算方式为啤酒产量/20-50 岁人口数量



受制于多重因素，前期战略转型速度慢于同业。2013年后行业出现了产能过剩的问题，竞争加剧，期间公司未能做出有效应对，市占率下降，业绩承压。销量从2013年的571.4万千升下降至2018年的392万千升，归母净利率从2013年的5.0%下降至2018年的1.6%。2019年后，公司顺应行业结构升级趋势，陆续推出U8等升级单品。在增长逻辑转变为价增后，公司营收、归母净利润恢复增长。但受制于升级产品矩阵薄弱，大单品U8推出时间较晚、激励机制不足、子公司管理分散等历史问题，加之管理层人事出现重大变化、疫情扰动，公司战略转型速度较同业相对缓慢。

图表 19. 燕京啤酒营收、同比增速 (2013-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 20. 燕京啤酒归母净利率 (2013-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 21. 燕京啤酒市场份额 (2010-2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

## 管理层更迭后积极求变，为公司注入成长动力

**2022年管理层发生更迭，新任董事长体制改革经验丰富。**2022年7月，燕京啤酒管理层发生更迭。耿超被任命为燕京啤酒董事长，耿超董事长此前曾历任北京市人民政府国有资产监督管理委员会政策法规处副处长、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，全面深化市属国资国企改革工作办公室主任，在国企体制、机制改革方面拥有丰富的经验，负责掌舵公司的发展方向；与此同时，谢广军被任命为总经理，申长亮、林文、赵伟、郁茂杰、徐月香被任命为副总经理。多位副总经理出身销售条线，负责业务层面的贯彻落实。

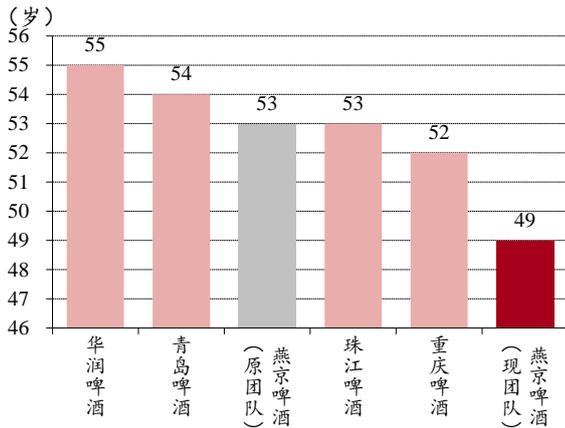
图表 22. 燕京啤酒现任管理层简介

姓名	职务	年龄	薪酬/万元 (2023A)	简历
耿超	董事长	48	关联单位领取	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京市人民政府国有资产监督管理委员会政策法规处副处长、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。</li> <li>现任北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长，北京燕京啤酒股份有限公司党委书记、董事长。</li> </ul>
谢广军	副董事长 总经理	56	关联单位领取	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京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、副董事长、常务副总经理、党委副书记。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司党委副书记、副董事长、总经理。</li> </ul>
刘翔宇	副董事长 惠泉董事长	52	关联单位领取	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司证券部副主任、主任、证券事务代表、董事会秘书、副总经理、常务副总经理、副董事长，福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司副董事长、党委书记、董事长。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副董事长，兼任福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司党委书记、董事长、总经理。</li> </ul>
徐月香	副总经理 董事会秘书	49	80.73	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司证券部副主任、主任、证券事务代表、监事会监事、董事会秘书。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼任董事会秘书。</li> </ul>
林文	常务 副总经理	45	114.24	<ul style="list-style-type: none"> <li>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、北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理、燕京啤酒京南销售公司党委书记、总经理；燕京啤酒冀南销售公司总经理、北京燕京啤酒股份有限公司党委委员、副总经理。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司党委委员、常务副总经理。</li> </ul>
茹晓明	副总经理	56	67.44	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司南厂第八包装车间副主任、主任、计量处处长、装备部副部长、物资供应部部长、总经理助理、副总经理。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理。</li> </ul>
赵伟	副总经理	42	80.73	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司装备部部长、总经理助理，北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、燕京啤酒京北销售公司总经理。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理，兼任北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、燕京啤酒京北销售公司总经理。</li> </ul>
申长亮	副总经理 营销总	44	80.01	<ul style="list-style-type: none"> <li>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、支部书记，北京燕京啤酒股份有限公司市场部部长、市场营销管理中心主任、北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理、北京狮王新燕商业管理有限公司董事长。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼市场营销管理中心总经理、北京燕京饮料有限公司董事长、华北销售部部长、北京狮王新燕商业管理有限公司董事长、北京燕京啤酒电子商务有限公司执行董事、经理。</li> </ul>
郁茂杰	副总经理	45	73.73	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司设备处处长、装备部副部长、一分公司副总经理、北京燕京啤酒股份有限公司总经理办公室主任、战略规划与改革发展部部长、党委委员、总经理助理。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理、兼任总经理办公室主任。</li> </ul>
严峻	总会计师	45	80.37	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司财务部副处长、副部长、部长、总会计师。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司总会计师。</li> </ul>
宋玉梅	总工程师	50	74.27	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任北京燕京啤酒股份有限公司技术质量部技术三处副处长、技术质量部技术一处处长、技术质量部副部长、技术质量部技术三处处长、技术质量部部长、技术中心主任、监事会监事、总经理助理。</li> <li>现任北京燕京啤酒股份有限公司总工程师。</li> </ul>

资料来源：公司年报（2023A），中银证券

**新一届管理团队显著年轻化，更富有活力和动力。**燕京啤酒新一届管理团队相比原管理团队（2022年换届前）、竞争对手管理团队，平均年龄更低。从燕京啤酒 2023 年年报披露的数据来看，燕京啤酒新一届高管（2023 年报）平均年龄 49 岁，较原管理团队的 53 岁的平均年龄（2021 年报）显著年轻化。横向对比其他啤酒企业，华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒高管平均年龄分别为 55/54/53/52 岁（2023 年报），均高于燕京啤酒。燕京啤酒现任董事长年龄 48 岁，在所有上市啤酒企业董事长中最为年轻（华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒董事长年龄分别为 55/61/58/52 岁）。我们认为，燕京啤酒新一届管理团队更为年轻，进步动力更为充沛，预计能够以更加创新和开拓的步伐推进公司的运营管理和市场布局。

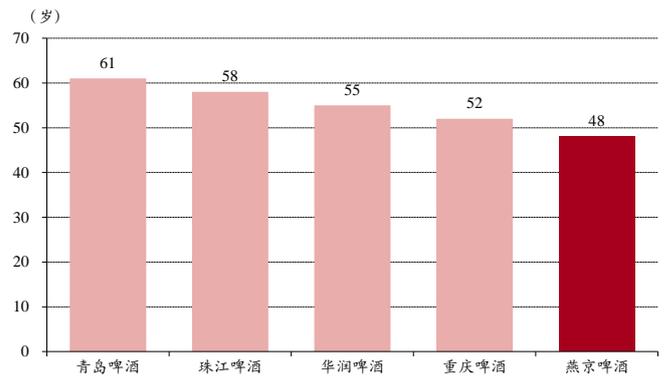
图表 23. 主要啤酒企业管理团队平均年龄



资料来源: iFind, 中银证券

注: 华润啤酒、燕京啤酒为 2023 中报数据, 其他为 2023 年报数据

图表 24. 主要啤酒企业董事长年龄



资料来源: iFind, 中银证券

注: 华润啤酒为 2023 中报数据, 其他为 2023 年报数据

以“二次创业”心态推出多项管理改革举措, 激发员工主观能动性, 公司业绩重回高增轨道。耿总上任后提出“二次创业”的概念, 在人员管理机制、薪酬激励机制、产品战略、供应链管理等方面推出多项配套举措, 提出九项变革要点。在战略层面加速推动品牌高端化、产品焕新升级, 在机制层面提倡多劳多得、能上能下, 在运营层面强调全面预算制、提质增效、向管理要效益。一系列举措推出后, 公司员工主观能动性显著增强, 依托于多年的品牌积累、丰富的渠道资源, 公司业绩重回高增轨道。

图表 25. 燕京啤酒“二次创业”变革要点

主要方向	具体内容
以思想变革 为先导	坚持党建引领, 坚持问题导向, 加强作风建设; 通过开展“改革变革、燕京有我”主题教育活动, <b>凝聚改革共识。</b>
以治理变革推进规范 发展	<b>精简董事会人员, 引入多层面专业决策思维。</b> 使董事会成员专业背景、从业经历及技术特长多元化, 实现了外部董事占多数的董事会人员结构, 提高董事会运作效率, 确保董事会决策的独立性、科学性、有效性。 <b>构建“1+5+N”总部全新组织架构, 强化总部垂直管理和赋能指导职能,</b> 提高集团化经营管控效能, 以强有力的组织体系为创新提供组织支撑和保障, 推动现代化管理体系建设和管理能力提升;
以组织变革提升管理 效能	<b>健全人才培养、选用、评价、交流、引进、激励机制, 对干部的任用做到能上能下。</b> 充分发挥人力资源管理杠杆效应; 以挂职轮岗、交流任职、加大对市场化优质人才的引进力度等多种方式, 丰富人才锻炼途径。 <b>优化员工年龄结构、知识结构、专业结构和技能结构,</b> 承接组织转型的需要, 成就高效组织。 <b>建立向贡献者倾斜的市场化薪酬体系。</b> 搭建燕京市场化薪酬体系、绩效管理辦法;
以体制机制改革激发 团队活力	<b>推进分子公司负责人及经理层成员任期制和契约化管理, 强化当期和任期意识</b> <b>深化企业分类考核评价机制, 设定超额分享机制,</b> 有效激发经营动力; <b>落地职业经理人制度, 建立选人用人双通道;</b> <b>改革员工薪酬与考核体系, 明确员工成长路径。</b>
以运营变革实现效率 提升	<b>加强精细化运营管理, 在提质增效上持续发力, 向管理要效益;</b> <b>推进资源优化整合, 增强内生能动性;</b> <b>深化全面预算管理,</b> 注重强化预算监督与评价; <b>加强供应链保障体系建设,</b> 完成“十四五”供应链数字技术转型规划和供应链平台搭建策略及运行框架。
以生产变革提质增效	<b>坚定不移推进卓越管理体系建设, 以 KPI 目标达成成为导向,</b> 着力打造最佳实践、管理、质量、人力、维护、物流、安全、环境八大体系支柱, 实施全方位、全链条革命性重构, 打造燕京发展新优势; <b>试点生产工厂新管理模式, 初步建立燕京工厂管理准则,</b> 通过建立全国单品生产工厂准入机制, 打造标杆工厂。
以营销变革加速品牌 高端化进程	<b>持续开展 U8 全链路营销:</b> 借助一线艺人代言构建品牌内容体系, 统筹全媒体运作, 赞助北京冬奥会、登陆央视春晚和北京春晚, 走进 CCTV-6 品牌日及“大众电影百花节”, 点亮重点城市地标建筑, 打造创意地铁站, 投放公交车、候车厅、电梯电视广告, 举办大篷车、KOL 探店、品牌快闪店、品鉴会、主题包店等多种形式的品宣活动, 利用电商平台进行新品宣发、直播卖货, 实现了燕京品牌年轻化、潮流化转型; <b>以“百县工程”为契机, 开发优势区县市场, 形成示范效应, 取得初步成效;</b> <b>在全国布局燕京酒社区小酒馆, 在一线城市打造狮王精酿旗舰店, 创新空间消费场景。</b>

资料来源: 公司年报-管理层讨论部分 (2022 年), 中银证券

续 图表 25. 燕京啤酒“二次创业”变革要点

主要方向	具体内容
以研发变革驱动产品升级焕新	<p>依托多维创新平台，精准对位年轻消费群体，深刻洞察消费需求；</p> <p>在产品上不断推陈出新，完成多款燕京主品牌战略单品研发上市，打造燕京 V10 白啤、高端拉格 S12 皮尔森，统一集团单品形象，重塑焕新鲜啤 2022、雪鹿啤酒，推出 U8plus、老燕京 12 度特满足细分需求，推出狮王精酿高端品牌系列产品，实现特色产品储备 17 款，多款已进入市场转化流程，与中国酒业行业协会联名完成“观渺”和“隋源”两款超高端产品研发和定制生产，燕京高端化产品矩阵更加完善，“研发一批、上市一批、储备一批”的创新模式更加成熟；2022 年总部精酿中心竣工投产，标志着北京、广西两大精酿啤酒生产基地布局构成，成为高端品牌与产品快速孵化的生产基地，将持续提供高品质特色产品输出。</p>
以文化变革重塑企业精神	<p>塑造燕京新时期“有你文化”企业文化品牌，驱动燕京企业文化建设与价值观重塑。向社会公众诠释“客户至上”内涵，有效提升了企业知名度和美誉度；</p>

资料来源：公司年报-管理层讨论部分（2022 年），中银证券

## 产品线有望多点开花，延续量价齐升趋势

### “1+3”品牌矩阵为基，大单品 U8 带动量、价重回增长轨道

坚持“1+3”品牌战略，产品矩阵逐步覆盖全价格带。燕京啤酒在陆续收购漓泉、惠泉、雪鹿等企业后，开始执行“1+3”品牌战略。即以“燕京”为主，同时积极培育漓泉、惠泉、雪鹿3个区域优势品牌。2019年后公司陆续推出了U8、V10等定位更高、原浆、狮王等具有差异化属性的产品，逐步完成对全价格段的产品矩阵覆盖。

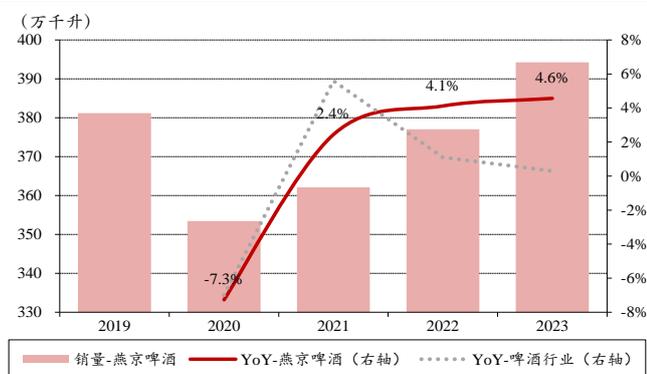
图表 26. 燕京啤酒-产品矩阵

档次定位	燕京	漓泉	惠泉	雪鹿	狮王
高档 (10元以上)	V10精酿白啤 燕京原浆白啤 燕京纯生	老炮	老惠泉		比利时小麦
主流 (8-10元)	燕京U8	漓泉1998	惠泉啤酒		狮王精酿白啤
主流 (5-8元)	狮啤2022 狮啤	首长原浆白啤	惠泉欧陆士原浆啤酒		
经济 (5元以下)	清爽(升级版) 清爽	漓泉鲜啤	惠泉一支	8度清爽	

资料来源：天猫商城、京东商城、公司官网，中银证券

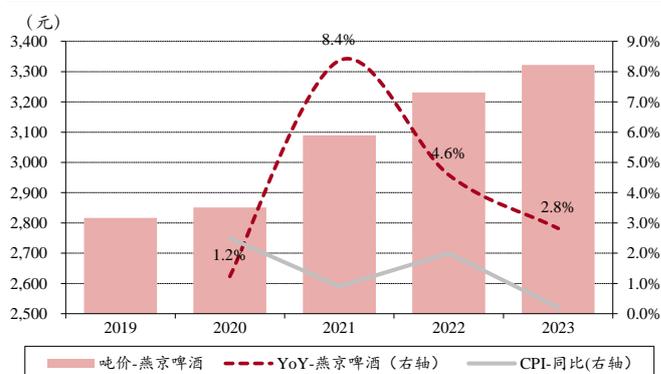
大单品 U8 带动下，2021 年起公司量、价重回增长轨道。为顺应行业结构升级趋势，燕京于 2019 年推出定位中高端价格段的产品 U8，经历了一年多的前期培育后，在 2021-2023 年间销量快速提升至 53 万千升，增速在同类单品中表现出众。U8 起量后，对内取代了部分低档产品的销量，对外从同价位竞品手中收复了大量中高档市场份额，带动公司量、价重回增长轨道。公司销量从 2020 年的 353 万千升回升至 2023 年的 394 万千升(CAGR+3.7%)，吨价从 2020 年的 2851 元提升至 2023 年的 3322 元 (CAGR+5.2%)。

图表 27. 燕京啤酒销量、同比增速 (2019-2023A)



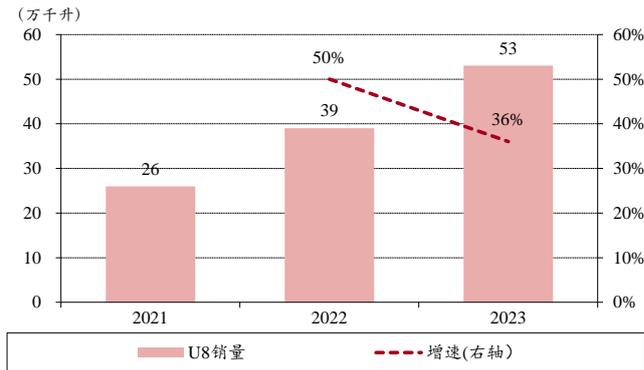
资料来源：iFind，中银证券

图表 28. 燕京啤酒吨价、同比增速 (2019-2023A)



资料来源：iFind，中银证券

图表 29. 燕京 U8 销量、同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

## U8 大单品逻辑不改，多款基座产品升级可期

未来公司计划采用“中间宽两端窄”的产品战略，在推广 U8 大单品的同时，积极推动公司基座产品清爽、鲜啤的升级。我们认为：U8 大单品逻辑不改，未来有望持续放量。清爽、鲜啤等基座产品升级成功概率高，有望在带动吨价提升的同时，有效降低制造成本。

### 一、U8：大单品逻辑不改，未来有望持续放量。

我们认为，经过市场验证的优秀产品+深厚的品牌、渠道基础+管理机制优化是 U8 能够持续放量的核心要素。

1) 从产品设计的角度来看，口味上，U8 主打“小度酒 大滋味”，与在广西市场表现出众的升级大单品漓泉 1998 接近，消费者接受度高，且已经过广西市场的验证，具备在基地市场进行大规模推广的基础。与此同时，在对燕京品牌缺乏认知的市场推广时，燕京“小度酒”的差异化属性亦能够在弱势区域与市面上同价位段的产品进行错位竞争。价格上，U8 定位为 8-10 元价格带产品，符合消费者升级需求的同时能够为渠道带来更高的利润。消费人群上，除了面向传统消费人群，U8 定位面向年轻人的年轻化产品，聘请明星代言人，积极面向年轻消费群体进行营销。

2) 从品牌基础、渠道基础的角度来看，燕京品牌在华北市场深耕数十载，在北京、内蒙等区域内销量持续领先，品牌积淀深厚、消费者认知度高，能够为新品带来自然周转。渠道上，燕京在基地市场内的经销商密度领先行业，并且能够通过清爽、鲜啤等高周转利润单品有效掌控经销商、终端。在将具有更高利润空间的 U8 销量纳入经销商考核指标后，能够形成有效的渠道推力。

3) 从管理机制上来看，在 2022 年对薪酬机制、干部任用机制进行改革后，销售团队能上能下、能者多得，有效激发了销售团队动力，成为了 U8 单品进一步放量的催化剂。

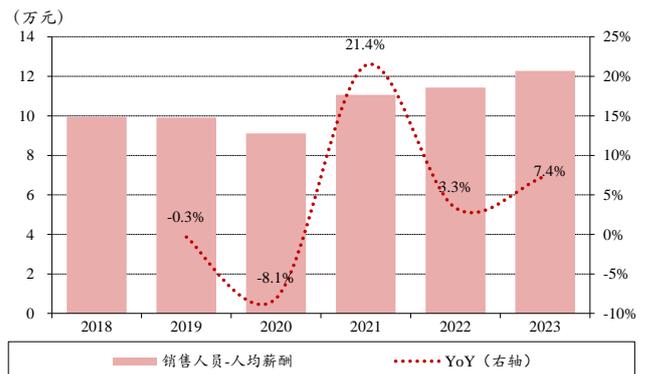
展望未来：我们认为过去驱动 U8 成功的要素没有发生变化。未来随着产品势能的形成，燕京 U8 有望继续放量，在基地市场内替代低档产品，以差异化属性为矛攻占部分弱势市场，顺利达成“十四五”销售目标，成长为百万吨级大单品。

图表 30. 燕京 U8 产品宣传图



资料来源: 微博, 中银证券

图表 31. 销售人员薪酬较 2020 年显著改善



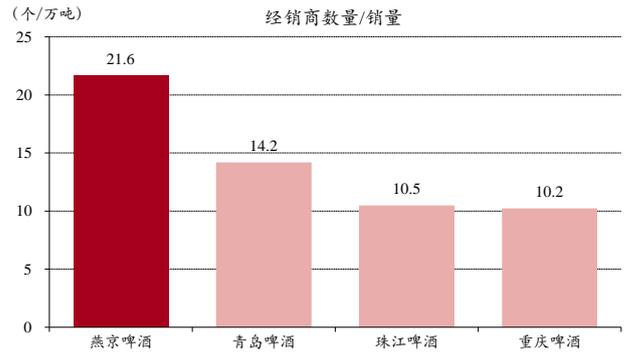
资料来源: iFind, 中银证券

图表 32. 燕京品牌商标



资料来源：公司官网，中银证券

图表 33. 燕京啤酒经销商密度领先行业（2023A）



资料来源：iFind，中银证券

## 二、基座产品：升级成功概率高，有望在带动吨价提升的同时，降低制造成本

1) **新清爽**：主打“经典啤酒+回忆情绪”。2023年7月20日，燕京新清爽焕新上市。燕京清爽型啤酒的研发上市到现在已经有30余年，600ml的大容量、绿色的瓶身已经成为燕京清爽的产品标识。新清爽历久弥新，以微博为主阵地，通过“经典啤酒+回忆情绪”进行线上营销，线下瞄准北京的公交、梯媒等线下传播资源，将清爽啤酒焕新的信息与新的产品形象进行传播。

2) **“鲜啤 2022”**：围绕“鲜”字展开营销。2022年6月5日，公司推出鲜啤 2022 产品。2004年，燕京采用无菌膜过滤技术加无菌灌装生产的方式，最大程度保留啤酒中营养成分，富含人体必需的多种氨基酸，成功推出国内第一款瓶装鲜啤酒，率先开创了“鲜啤”这一特殊品类。当前“鲜啤 2022”的一系列营销动作围绕“鲜”字展开。新产品以“五重焕新，鲜锁麦香”为卖点，在“原料配方、麦香、锁鲜技术、工艺、质量”五个方面进行全面升级。

图表 34. 燕京清爽（升级款）海报



资料来源：微博，中银证券

图表 35. 鲜啤 2022 宣传海报



资料来源：北晚在线，中银证券

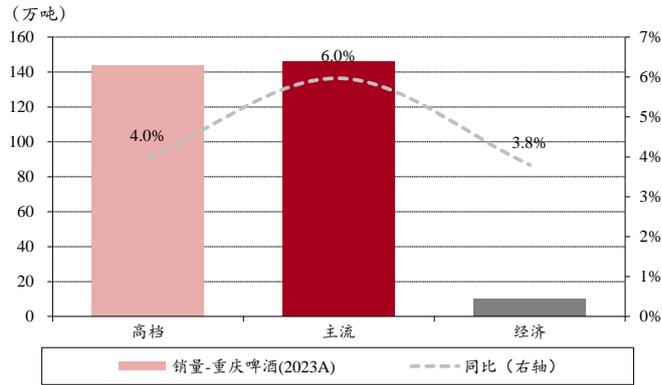
我们认为，新清爽、鲜啤 2022 大概率能够顺利替换原有产品，带动吨价提升。主因：

i) **产品认知度高，易形成渠道推力**。清爽、鲜啤历史悠久，旧产品渠道铺货广，铺货时间均超过 20 年，消费者对产品的认知度高。升级后依托产品认知，周转有保障。同时随着渠道利润的提升，容易形成强渠道推力。

ii) **机制改革有望继续释放红利**。在“十四五”前三战全胜，U8 获得极大成功的背景下，销售人员对公司的信心得到了显著提升。优秀销售人员在多劳多得的合理机制下，收入预期持续向上，有望延续较强的工作积极性。

iii) **升级新品价格带符合宏观趋势**。在当前宏观环境下，推广中低价格带产品升级更符合现阶段市场需求。从重庆啤酒披露的数据来看，2023 年 8 元+、4-8 元、4 元以下价格带产品的销售分别同比 +4.0%、+6.0%、+3.8%，中档价格带产品销量表现突出。

图表 36. 2023 年重庆啤酒 4-8 元中档价格带产品表现突出



资料来源: iFind, 中银证券

注: 重庆啤酒对价格带的定义为高档 8 元+, 中档 4-8 元, 低档 4 元及以下

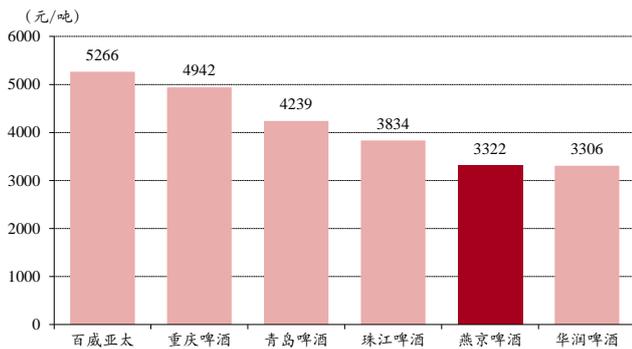
从成本端来看，基座产品升级有助于降低制造成本。以往清爽、鲜啤等基座产品在不同区域有不同的产品形态，需要分批次采购不同的原辅材料、包装材料，造成了供应链端、采购端的低效。新清爽、新鲜啤在全国范围内形象统一，将有利于公司在供应链端通过统一、大规模集中采购降低原辅材料采购成本，通过优化、统一生产流程降低制造费用，释放更多利润。

## 产品线多点开花下，未来三年量、价 CAGR 分别有望达到+2.5%、+3%

### 一、价：高价产品占比有望持续提升，带动公司吨价向上

随着高价升级产品销量占比的不断提升，公司吨价有望继续快速向上。2023 年燕京啤酒平均吨价 3322 元，产品结构显著低于行业平均水平，向上空间充裕。我们预计，随着 U8 的持续放量、清爽、鲜啤等基座产品的成功升级，公司产品结构有望持续、快速向上，未来三年吨价 CAGR 有望达到 +3%。

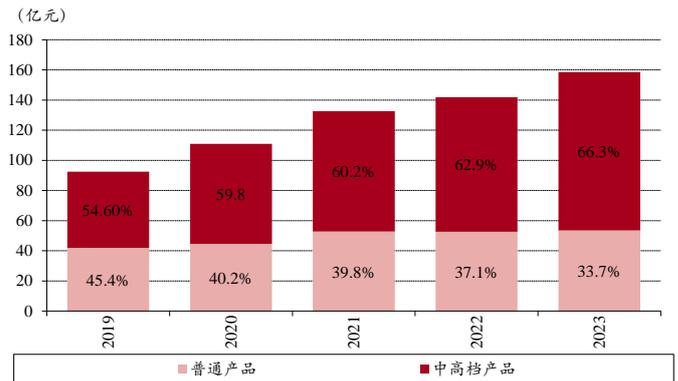
图表 37. 主要啤酒企业吨价对比 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 吨价计算时燕京、华润啤酒为啤酒业务收入/销量, 其他企业为营业总收入/销量

图表 38. 燕京啤酒中高档产品营收占比逐年提升



资料来源: iFind, 中银证券

### 二、量：因地制宜，差异化区域战略助力销量增长

优势区域升级产品替换为主，弱势区域突出产品差异化属性持续进攻。

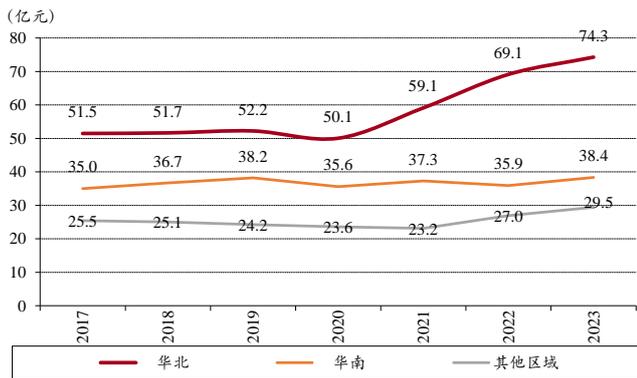
1) 华北区域：2023 年营收体量 74.3 亿元，占比 52.3%。在 2021、2022 年 U8 快速放量带来的营收高速增长后 (CAGR+17.5%)，2023 年华北区域营收增速有所趋缓，同比+7.5%。我们预计公司在华北核心市场内的市占率已达到偏高水准，未来将以升级产品替换带来的价增为主。销售端，中高端市场市占率修复逻辑减弱，未来将主要通过深耕成熟区域、拓展新兴渠道获得销量增长，销量增速或放缓至中低个位数。

2) 华南区域：2023 年营收体量 38.4 亿元，占比 27.0%，主要源自子公司漓泉贡献。漓泉作为公司长期以来的盈利基石，在广西省内市占率高，产品升级进度快于公司整体进度。区域内缺少新兴产品放量带来的势能、深耕的空间，未来销量或将保持稳定。

3) 其他区域（华东、华中、西北）：当前营收体量合计约 30 亿元，占比 20.7%。分散在多个区域、省份，单点销售体量较小。我们预计未来在 U8 的全国化营销下，弱势区域有望借力，凭借“小度酒、大滋味”的差异化属性，打通部分特定区域、渠道。同时配合“百县工程”，对下沉市场进行单点突破，打造样本市场，有望以点带面，实现中高个位数的销量增长。

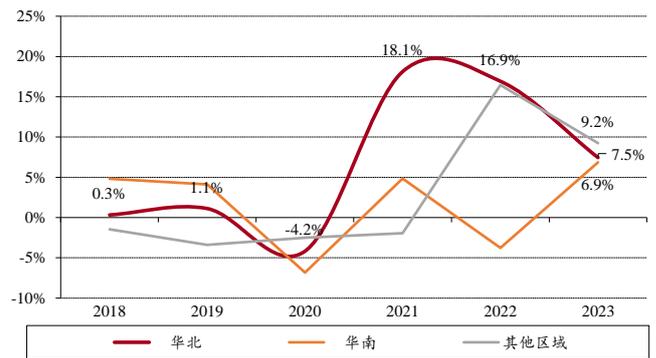
综合来看：我们预计未来三年公司销量 CAGR 有望达到+2.5%，优于行业。

图表 39. 燕京啤酒分区域营收



资料来源: iFind, 中银证券

图表 40. 燕京啤酒分区域营收-同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

图表 41. 子公司漓泉营收、净利润



资料来源: iFind, 中银证券

图表 42. 漓泉净利润率

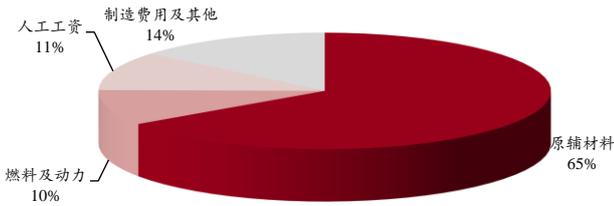


资料来源: iFind, 中银证券

## 持续推进降本增效，利润空间有望逐步释放

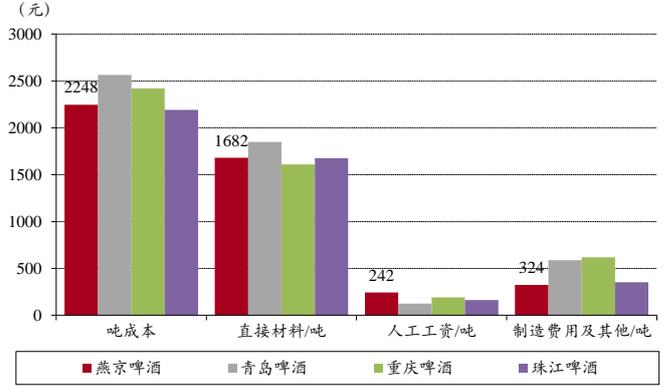
2023年，燕京啤酒营业成本占营收比重62.4%，其中原辅材料、燃料及动力、人工工资、制造费用及其他分别占营业成本的65%、10%、11%、14%。横向对比其他啤酒企业，燕京啤酒在吨价偏低的情况下，单吨直接材料、人工成本偏高。后续在管理改革、供应链优化带动下，有望大幅改善。

图表 43. 燕京啤酒营业成本结构 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 44. 主要啤酒企业吨成本拆分 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

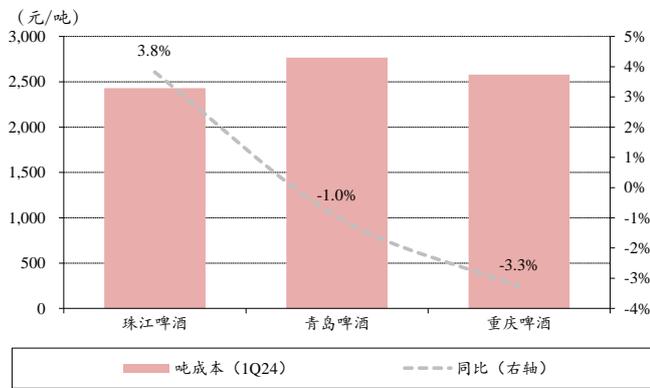
### 采购策略优化+原材料成本红利下，2024年直接材料成本降幅有望领先行业

啤酒行业2024年原材料成本有望集体下降。从1Q24数据来看，青岛啤酒、重庆啤酒吨成本均有所下降，分别同比-1.0%、-3.3%，主要系大麦双反税收取消、部分包材采购成本下降所致：

1) 大麦：澳麦双反税收取消，进口大麦价格大幅下降。根据商务部的公告，自2023年8月5日起，我国将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。随着反倾销税、反补贴税的取消，进口大麦均价大幅下行，2024年1月（啤酒企业锁价时间点）进口大麦均价同比-31.6%。考虑到啤酒企业的采购节奏、锁价方案，我们预计澳麦双反取消的影响将大部分体现在公司2024年报表端。

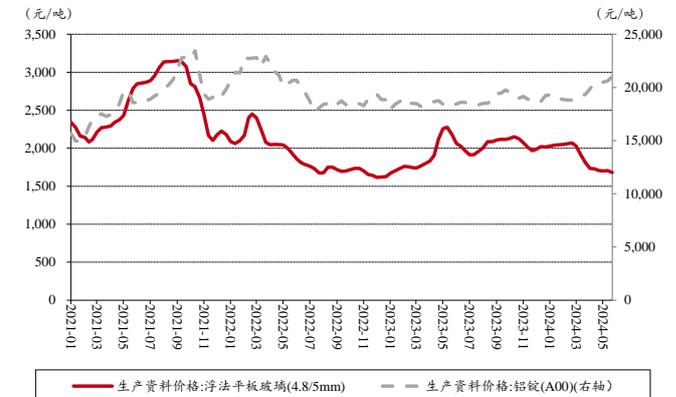
2) 包材：玻璃、瓦楞纸价格进入下行周期，铝锭价格有所回升。步入新的采购周期后，玻璃、瓦楞纸等包材价格同比有所下降，1-5月玻璃、瓦楞纸平均价格分别同比-1.0%、-8.3%。铝锭价格有所回升，同比+6.5%。综合来看，我们预计啤酒企业包材成本同样呈下降趋势。

图表 45. 啤酒企业 1Q24 吨成本、同比变化



资料来源: iFind, 中银证券

图表 46. 铝锭、玻璃价格变动 (截至 2024 年 5 月 31 日)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 47. 瓦楞纸价格变动（截至 2024 年 6 月 10 日）



资料来源: iFind, 中银证券

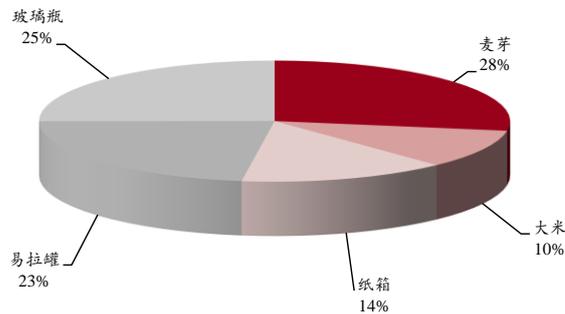
图表 48. 进口大麦价格变动（截至 2024 年 5 月）



资料来源: iFind, 中银证券

**燕京啤酒采购策略持续优化，2024 年原材料采购成本降幅或领先行业。**在加强集中采购能力后，公司今年持续优化采购策略、加强数字化采购平台应用，我们预计，在相关措施的作用下，公司 2024 年大麦、玻璃瓶、易拉罐等原料的采购成本均有望下降，且降幅有望大于业内其他企业，带动整体原料成本降幅领先行业。

图表 49. 燕京啤酒原材料采购构成（2023A）



资料来源: iFind, 中银证券

### 定编定岗、产能升级，助力毛利率提升

燕京啤酒生产端人员效率显著低于同业，定编定岗下优化空间大。截至 2023 年末，燕京啤酒员工总数为 21405 人，人效 66.4 万元，显著低于同业。从生产的角度来看，截至 2023 年末，燕京啤酒生产人员数量为 9295 人、技术人员数量为 3598 人，每万千升销量平均需要配备 23.6 名生产人员，约 9.1 名技术人员，生产端人均产销量 30.6 万吨，效率显著低于同业。如果假定公司在人员自然退休+定编定岗政策下，生产效率在 2026 年能够接近同为国企的青岛啤酒、珠江啤酒水平，预计公司生产人员数量将减少 1800 人至 7400 人左右，技术人员将减少 1500 人左右。如果假定人均薪酬复合增速为 8%，预计 2026 年公司人工工资（计入营业成本）占营业收入比例有望从 6.7%（2023A）下降至 5% 左右，带来 1.5pct 以上的毛利率提升。

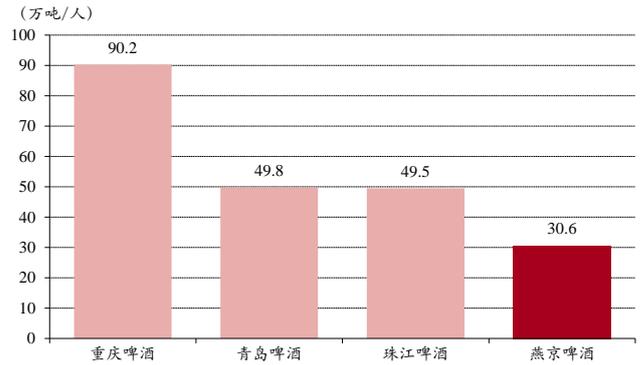
图表 50. 主要啤酒企业人效 (人均创收, 2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 华润人效为啤酒业务人效 (不含白酒业务)。使用 2023 年啤酒业务营收、2022 年报 (尚未并表白酒业务) 披露的员工数量估算

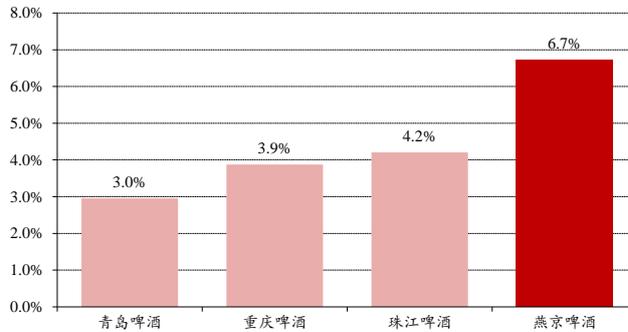
图表 51. 主要啤酒企业人员效率 (生产端)



资料来源: iFind, 中银证券

注: 人员效率 (生产端) = 销量 (2023A) / (生产人员 + 技术人员数量)

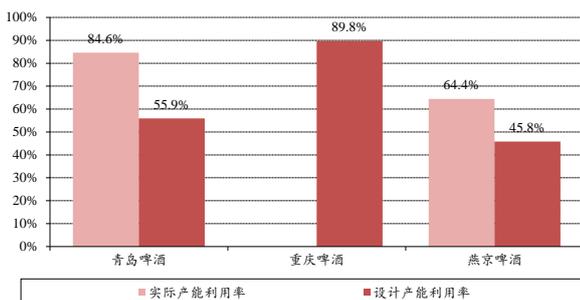
图表 52. 主要啤酒企业人工工资 (计入营业成本) 占营收比例 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

**冗余产能具备合并优化潜力, 存量产能将持续进行数字化升级、助力人效提升。** (1) 已有产能方面: 截至 2023 年末, 公司在国内拥有 30 余家全资/控股的啤酒生产基地, 设计产能 860 万千升, 实际产能 612 千升。部分产能已过/即将超过折旧年限, 未来将不再计提折旧摊销。此外, 公司 2023 年末实际/设计产能利用率分别为 64.4%/45.8%, 处于业内较低水平。在 420 万千升销量, 80% 实际产能利用率、60% 设计产能利用率的假设下, 预计公司需要 525 万/700 万千升的实际/设计产能。当前设计产能还有约 160 万千升的优化空间。如果公司能够适度关停、优化产能, 将能够进一步节约部分折旧摊销成本。(2) 资本支出方面, 为了支撑人效的提升, 公司将持续进行资本性投入, 对原有产能进行数字化等方面的升级。从趋势上来看, 我们预计公司未来 3 年资本性支出均值将在 6 亿元以上。(3) 综合来看, 我们预计未来三年折旧摊销占公司营收比例将先减后增。

图表 53. 主要啤酒企业设计/实际产能利用率



资料来源: iFind, 中银证券

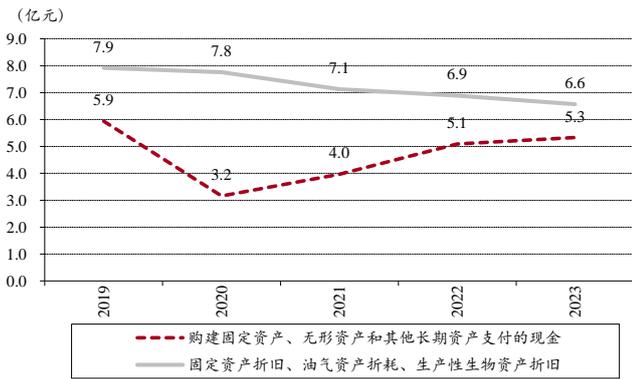
注: 重庆啤酒产能利用率以主要工厂实际产能/设计产能计算

图表 54. 燕京啤酒在建工程情况 (2023A)

项目名称	投入金额/亿元
北京总部柔性线项目(在建工程)	0.02
北京总部生产线技改工程(在建工程)	0.31
衡阳技改项目(在建工程)	0.02
呼市成品库包装车间项目(在建工程)	0.12
其他项目(在建工程)	0.07
山东工程建设(在建工程)	0.15
沈阳生产线改造工程(在建工程)	0.17
月山技改项目(在建工程)	0.07
<b>合计(在建工程)</b>	<b>1.01</b>

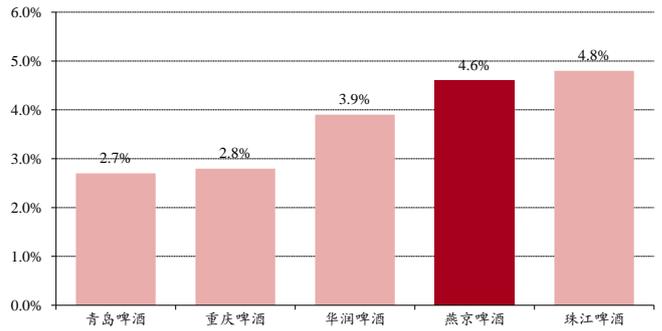
资料来源: iFind, 中银证券

图表 55. 燕京啤酒固定资产折旧、资本性支出变化



资料来源: iFind, 中银证券

图表 56. 主要啤酒企业固定资产折旧占营收比例 (2023A)

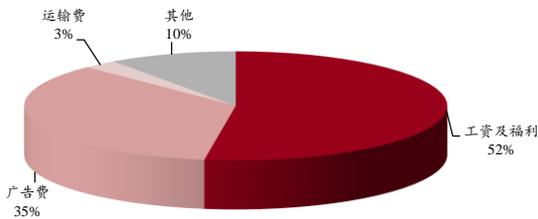


资料来源: iFind, 中银证券

## 销售费用率有望回升后企稳, 管理费用率优化空间较大

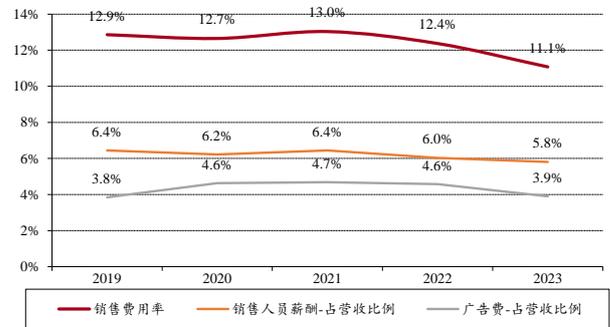
**销售费用持续投入, 占营收比率有望回升企稳。**2023 年公司销售费用率 11.1%, 低于同业, 其中工资及福利、广告费、运输费、其他科目占比 52%、35%、3%、10%。分项来看: **1) 员工薪酬:** 公司销售人员人均薪酬低于同业, 后续随着激励机制的完善, 有望得到持续改善。同时, 随着能上能下制度的完善, 预计公司销售人员数量将有所下降。整体来看, 我们预计公司未来工资福利 (计入销售费用) 占营收比重将保持稳定。**2) 广宣推广费用:** 公司 2023 年广宣推广费用占比显著下降, 可能主要系代言人解约所致, 我们预计在大单品的推广需求下, 公司 2024 年广宣推广费用占比或将有所回升。**3) 综合来看,** 我们预计随着员工薪酬、广宣推广费用占营收比例的变化, 公司销售费用率或将在 2024 年小幅回升后, 后有望长期保持在稳定状态。

图表 57. 燕京啤酒销售费用拆分 (2023A)



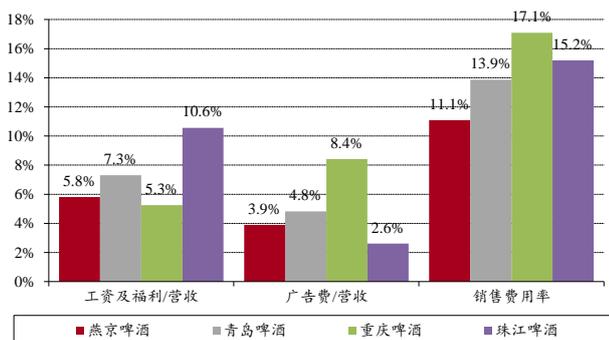
资料来源: iFind, 中银证券

图表 58. 燕京啤酒销售费用率拆分 (2019-2023A)



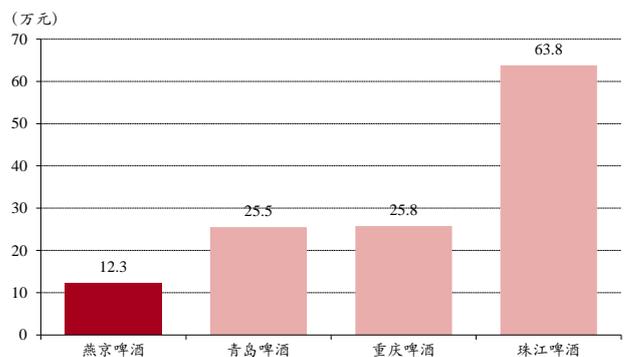
资料来源: iFind, 中银证券

图表 59. 啤酒企业销售费用细分项对比 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

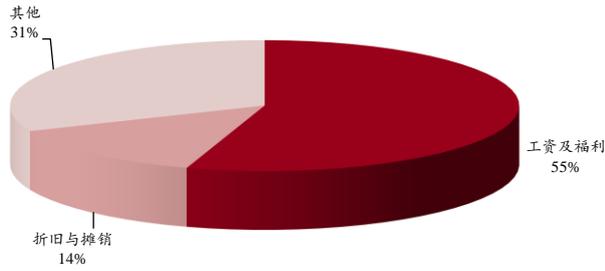
图表 60. 啤酒企业销售人员均薪对比 (2023A)



资料来源: iFind, 中银证券

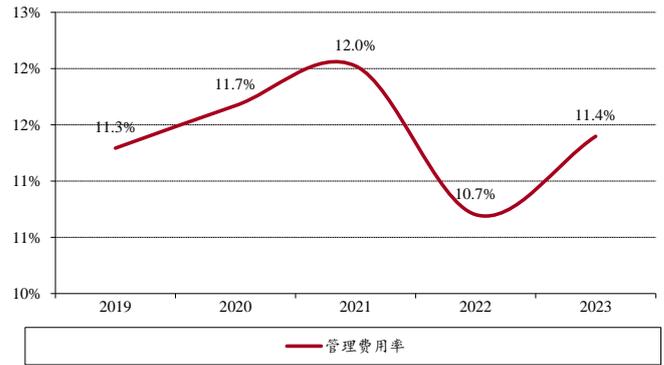
管理费用优化空间较大，有望在三年内释放 2pct 利润空间。2023 年公司管理费用率 11.4%，其中工资及福利、折旧摊销、其他科目分别占比 55%、14%、31%。对比同业，公司管理费用各细分项均显著偏高。折旧摊销、其他两项科目弹性较小，我们预计占营收比例会随营收的提升稳步下降。工资及福利项方面，我们预计随着行政&后勤、财务人员的自然退休，占营收比重有望从 6.3% 下降至 4.4%（2026 年），带动管理费用率下降约 2pct。后续随着员工遣散费释放完毕（计入管理费用），有望释放更多的利润空间。

图表 61. 燕京啤酒管理费用拆分（2023A）



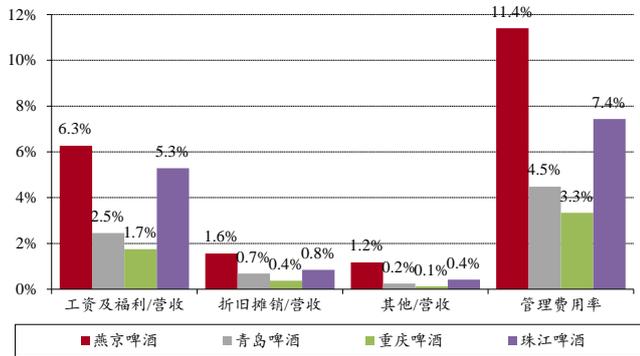
资料来源: iFind, 中银证券

图表 62. 燕京啤酒管理费用率（2019-2023A）



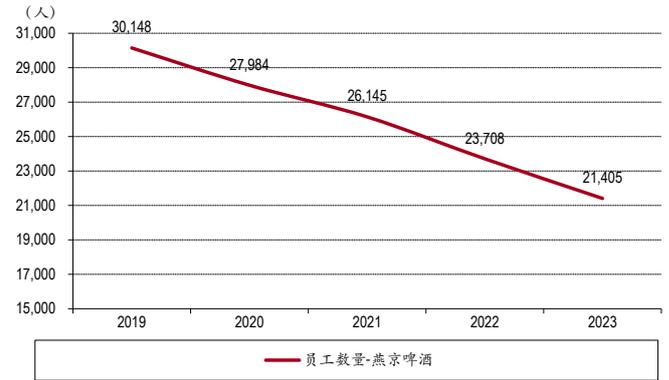
资料来源: iFind, 中银证券

图表 63. 啤酒企业管理费用细分项对比（2023A）



资料来源: iFind, 中银证券

图表 64. 燕京啤酒员工数量变化（2020-2023A）



资料来源: iFind, 中银证券

## 盈利预测&估值

### 盈利预测

#### 核心假设:

**一、量&价:** 我们预计在产品重心多元化下,随着中高端产品矩阵的完善,公司销量、吨价均有望延续增长趋势,未来三年销量同比增速分别为+3.5%/+2.5%/+2.3%,吨价同比增速分别为+2.5%/+3.5%/+3.2%。

**二、员工数量&人均薪酬:** 预计随着管理改革的不断推进,公司员工数量有望在 2024-2026 年间陆续下降至 1.6-1.7 万人。同时随着激励机制的完善,预计未来三年员工薪酬 CAGR 约为+7.7%。

**三、原材料成本:** 我们预计随着澳麦双反税的取消、采购策略的优化,2024 年原材料成本压力将显著降低。根据 2024 年 1-5 月的价格数据,我们判断 2024 年公司麦芽采购价格同比降幅有望达到双位数以上,玻璃瓶、易拉罐、包装箱采购价格均有望以不同幅度下降。

图表 65. 燕京啤酒盈利预测-核心假设

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>1.量、价</b>				
啤酒-销量(万千升)	394	408	418	428
YoY(%)		3.5	2.5	2.3
啤酒-吨价(元)	3,322	3,406	3,525	3,638
YoY(%)		2.5	3.5	3.2
<b>2.员工薪酬</b>				
薪酬总额(百万元)	2,698	2,698	2,674	2,654
YoY(%)		0.0	(0.9)	(0.7)
员工数量(人)	21,405	19,550	18,050	16,870
YoY(%)		(1,855)	(1,500)	(1,180)
人均薪酬(万元)	12.6	13.8	14.8	15.7
YoY(%)		9.5	7.3	6.2
<b>3.啤酒业务-可变成本/吨(元)</b>	1,695	1,635	1,659	1,684
YoY(%)		(3.6)	1.5	1.5

资料来源: iFind, 中银证券预测

我们预计随着 U8 的持续放量、多款基座产品的升级,未来三年公司啤酒业务将延续量、价齐升趋势,增速分别有望达到+6.1%、+6.1%、+5.6%。受益于产品结构提升、产品放量带来的规模效应、2024 年原材料采购成本的下降、人员效率的提升,我们预计公司未来三年啤酒业务毛利率有望提升至 42.7%、43.9%、44.3%;其他业务方面,我们预计公司未来三年其他业务营收有望实现 6% 左右的稳健增长。同时随着规模效应的显现,其他业务毛利率有望逐步提升至 23.0%、24.5%、26.0%。

图表 66. 燕京啤酒盈利预测-业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>啤酒业务:</b>				
营业收入(百万元)	13,098	13,897	14,743	15,564
YoY(%)	7.5	6.1	6.1	5.6
销量(万千升)	394	408	418	428
YoY(%)	4.6	3.5	2.5	2.3
吨价(元)	3,322	3,406	3,525	3,638
YoY(%)	2.8	2.5	3.5	3.2
毛利率(%)	38.9	42.7	43.9	44.3
<b>其他业务:</b>				
营业收入(百万元)	1,114	1,181	1,252	1,327
YoY(%)	9.4	6.0	6.0	6.0
毛利率(%)	22.8	23.0	24.5	26.0

资料来源: iFind, 中银证券预测

## 估值

中国啤酒行业集中度高，CR5 达到 90% 以上，主要企业的利润增长逻辑均包含产品结构升级。我们选取青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒三家营收排名靠前的 A 股上市啤酒企业作为燕京啤酒的可比公司。

我们认为，燕京啤酒产品线有望多点开花，在 U8、鲜啤、清爽的拉动下有望延续量价齐升趋势。成本端，公司管理改革有望持续推进，释放成本红利。预计公司 24-26 年 EPS 为 0.38、0.52、0.63 元/股，同比+65.9%、+35.8%、+23.1%，虽然燕京啤酒当前估值处于行业内较高水平，但预计 2025 年估值将下降至行业可比公司中间水准，且对应净利润率仅为 10.8%，长期成长潜力显著优于可比公司。首次覆盖给予**买入**评级。

图表 67. 公司 A 股可比公司估值表

	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
青岛啤酒	809.7	70.39	3.66	4.19	4.73	19.2	16.8	14.9
重庆啤酒	304.1	62.83	3.02	3.29	3.54	20.8	19.1	17.7
珠江啤酒	177.1	8.00	0.33	0.37	0.42	24.4	21.4	19.1
<b>可比公司均值</b>						<b>21.5</b>	<b>19.1</b>	<b>17.2</b>
燕京啤酒	268.6	9.53	0.38	0.52	0.63	25.1	18.5	15.0

资料来源：iFind，中银证券预测

注：股价截至 2024 年 7 月 12 日，燕京啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒 EPS 为中银证券食品饮料组预测值，重庆啤酒为同花顺近 90 天一致预期值

## 风险提示

- 1.大单品拓展不及预期:** 如果 U8、新清爽、新鲜啤等大单品的动销、铺货不及预期, 公司未来三年的量、价增速可能会有低于预期的风险。
- 2.改革进度不及预期:** 如果改革进度不及预期, 降本增效释放出的利润空间可能会低于预期的风险。
- 3.食品安全风险:** 如果发生食品安全事件, 可能对公司造成不利影响。
- 4.原材料成本波动:** 如果原材料价格大幅上行, 可能对公司盈利水平造成不利影响

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,202	14,213	15,078	15,995	16,892
营业收入	13,202	14,213	15,078	15,995	16,892
营业成本	8,259	8,865	8,868	9,218	9,647
营业税金及附加	1,153	1,221	1,265	1,310	1,350
销售费用	1,634	1,575	1,698	1,806	1,898
管理费用	1,413	1,620	1,615	1,576	1,534
研发费用	236	246	252	251	244
财务费用	(153)	(168)	(178)	(210)	(248)
其他收益	48	160	40	40	40
资产减值损失	(90)	(58)	(70)	(60)	(50)
信用减值损失	(13)	2	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	44	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	42	43	43	43	43
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	692	1,025	1,580	2,075	2,507
营业外收入	5	19	8	8	8
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	695	1,039	1,582	2,078	2,510
所得税	146	184	269	349	414
净利润	549	855	1,313	1,729	2,096
少数股东损益	197	210	244	275	306
归母净利润	352	645	1,070	1,453	1,789
EBITDA	1,145	1,349	2,025	2,570	3,115
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.12	0.23	0.38	0.52	0.63

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>10,806</b>	<b>11,555</b>	<b>12,446</b>	<b>13,845</b>	<b>15,868</b>
货币资金	6,110	7,212	7,697	9,142	10,676
应收账款	189	205	213	231	237
应收票据	6	2	6	2	6
存货	4,141	3,864	4,143	4,180	4,531
预付账款	122	147	122	158	135
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	239	125	266	132	283
<b>非流动资产</b>	<b>9,888</b>	<b>9,676</b>	<b>9,416</b>	<b>9,154</b>	<b>8,787</b>
长期投资	573	576	576	576	576
固定资产	8,050	7,664	7,481	7,239	6,914
无形资产	894	1,002	961	920	879
其他长期资产	371	434	398	419	417
<b>资产合计</b>	<b>20,695</b>	<b>21,231</b>	<b>21,863</b>	<b>22,999</b>	<b>24,655</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,232</b>	<b>6,263</b>	<b>6,113</b>	<b>6,249</b>	<b>6,704</b>
短期借款	300	540	0	0	0
应付账款	1,658	1,239	1,659	1,354	1,799
其他流动负债	4,274	4,483	4,455	4,896	4,905
<b>非流动负债</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>192</b>	<b>193</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	197	191	193	192	193
<b>负债合计</b>	<b>6,429</b>	<b>6,454</b>	<b>6,307</b>	<b>6,442</b>	<b>6,897</b>
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	840	932	1,175	1,451	1,757
归属母公司股东权益	13,426	13,845	14,380	15,107	16,001
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>20,695</b>	<b>21,231</b>	<b>21,863</b>	<b>22,999</b>	<b>24,655</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	549	855	1,313	1,729	2,096
折旧摊销	741	719	730	812	962
营运资金变动	198	164	(26)	187	(37)
其他	230	(330)	(152)	(228)	(258)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,718</b>	<b>1,408</b>	<b>1,866</b>	<b>2,499</b>	<b>2,762</b>
资本支出	(509)	(533)	(560)	(600)	(650)
投资变动	(243)	(3)	0	0	0
其他	(1,250)	(380)	67	67	67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,001)</b>	<b>(916)</b>	<b>(493)</b>	<b>(533)</b>	<b>(583)</b>
银行借款	300	240	(540)	0	0
股权融资	(437)	(552)	(535)	(727)	(895)
其他	138	148	188	206	250
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(164)</b>	<b>(887)</b>	<b>(521)</b>	<b>(645)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(282)</b>	<b>328</b>	<b>485</b>	<b>1,445</b>	<b>1,534</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	10.4	7.7	6.1	6.1	5.6
营业利润增长率(%)	59.1	48.2	54.1	31.3	20.8
归属于母公司净利润增长率(%)	54.5	83.0	65.9	35.8	23.1
息税前利润增长率(%)	77.1	55.9	105.5	35.7	22.5
息税折旧前利润增长率(%)	15.1	17.8	50.1	26.9	21.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	54.5	83.0	65.9	35.8	23.1
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	3.1	4.4	8.6	11.0	12.7
营业利润率(%)	5.2	7.2	10.5	13.0	14.8
毛利率(%)	37.4	37.6	41.2	42.4	42.9
归母净利润率(%)	2.7	4.5	7.1	9.1	10.6
ROE(%)	2.6	4.7	7.4	9.6	11.2
ROIC(%)	2.2	3.4	6.9	8.8	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
流动比率	1.7	1.8	2.0	2.2	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	69.6	72.2	72.2	72.2	72.2
应付账款周转率	8.7	9.8	10.4	10.6	10.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	12.4	11.1	11.3	11.3	11.2
管理费用率(%)	10.7	11.4	10.7	9.9	9.1
研发费用率(%)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4
财务费用率(%)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.5)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.5	0.7	0.9	1.0
每股净资产(最新摊薄)	4.8	4.9	5.1	5.4	5.7
每股股息	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	76.2	41.7	25.1	18.5	15.0
P/B(最新摊薄)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	21.1	13.1	9.5	6.9	5.2
价格/现金流(倍)	15.6	19.1	14.4	10.7	9.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371