

# 燕京啤酒 (000729.SZ)

## 中国第四大啤酒企业，深化改革促进效益释放

优于大市

### 核心观点

**国内第四大啤酒企业，深化改革促复兴。**燕京啤酒股份有限公司（以下简称“公司”）主营啤酒业务，2023年产销量排名中国啤酒行业第四。公司旗下有燕京品牌、漓泉啤酒、惠泉啤酒、雪鹿啤酒四大品牌，在北京、广西、内蒙古市场享有高市场份额。历史上，公司曾通过改革销售模式实现销量快速提升，成为当时国产啤酒第一品牌，但此后在行业竞争与转型中掉队。2022年新董事长引领公司加速改革步伐，明确“二次创业，复兴燕京”战略，目前全面深化改革的效果正逐步释放。

**存量竞争时代龙头合力推动高端化，中长期行业仍将延续高端化发展主线。**我国啤酒行业已为存量竞争市场，但产品结构升级的空间仍然充足。合计占据九成以上市场份额的五大啤酒龙头已达成高端化发展共识，共同重点发力8元以上（大高档）细分市场，通过提升高端产品销量占比来实现盈利能力提升。需求端，啤酒作为高性价比酒类，档次升级的成本较小，消费者对于价位小幅提升以获得档次提升的接受度较高。虽然2023年下半年以来受消费力疲弱影响，啤酒行业高端化节奏有所放缓，但具备高性价比的8-10元价格带核心产品展现强增长韧性。

**公司战略大单品U8持续放量，加速优化产品结构、提升盈利能力。**燕京U8于2019年推出，定位8-10元细分价格带，凭借其差异化特征以及公司优秀的渠道、品牌运营，U8历经四年实现销量突破53万吨。目前公司正有序扩充U8产品矩阵，助力多渠道扩张，并在巩固强势区域销售基础的同时，加快成长性市场的开发。据我们测算，中性假设下2025年U8销量预计达到87万吨，可拉动公司毛利率较2023年提升约4.2pct。U8的成功亦帮助公司积累了高端化运作经验，未来有望培育出更多高端产品。

**关厂提效、人员优化、机制改善，深化改革促进效益释放。**2022年以来，公司通过关厂提效、优化人员、改善机制等多项改革措施，实现运营效率逐渐提升、员工工作积极性及责任意识明显增强。现阶段公司正在全面强基础锻长板，后续改革红利仍将持续释放。根据我们测算，2024-2025年公司产能及人员优化预计为公司带来约2.2亿元的费用节省，帮助净利率提升约1.2pct。燕京啤酒本轮改革的思路清晰、目标坚定，改革路径已被其他啤酒企业验证有效，且董事长国企改革经验丰富，我们认为本轮改革的成功概率大、持续性强。

**盈利预测与投资建议：**盈利预测及投资建议：我们2024-2026年公司实现营业收入148.69/158.40/168.57亿元，同比+4.6%/+6.5%/+6.4%，实现归母净利润10.1/12.9/15.3亿元，同比+56.1%/+28.0%/+18.5%。通过多角度估值，我们预计现阶段公司合理估值为11.96-12.88元，较当前股价有18-27%溢价空间。考虑到燕京啤酒核心单品U8增长势能持续积累，市场及渠道能力不断强化，区域龙头优势巩固，我们看好公司未来业绩成长，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济下行压力增大；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全事故等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	14,869	15,840	16,857
(+/-%)	10.4%	7.7%	4.6%	6.5%	6.4%
归母净利润(百万元)	352	645	1006	1288	1526
(+/-%)	54.5%	83.0%	56.1%	28.0%	18.5%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.36	0.46	0.54
EBIT Margin	3.8%	4.8%	8.6%	11.0%	12.6%
净资产收益率(ROE)	2.6%	4.7%	7.5%	10.1%	12.5%
市盈率(PE)	81.0	44.2	28.3	22.1	18.7
EV/EBITDA	28.5	25.3	18.9	15.0	12.9
市净率(PB)	2.12	2.06	2.13	2.23	2.34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

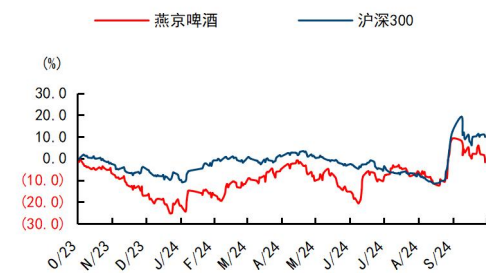
S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	11.96 - 12.88元
收盘价	10.12元
总市值/流通市值	28524/25397百万元
52周最高价/最低价	12.33/7.59元
近3个月日均成交额	218.40百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《燕京啤酒(000729.SZ)-第三季度收入同比增长0.2%，盈利能力延续改善》——2024-10-28
- 《燕京啤酒(000729.SZ)-全面改革成效显现，盈利能力明显改善》——2024-08-21
- 《燕京啤酒(000729.SZ)-上半年归母净利润同比增长40%-55%，改革红利延续释放》——2024-07-14
- 《燕京啤酒(000729.SZ)-改革决心彰显，业绩弹性将持续释放》——2024-06-12
- 《燕京啤酒(000729.SZ)-高基数压制收入增速，费效提升助力利润释放》——2024-04-25

## 内容目录

<b>1、公司简介：国内第四大啤酒企业，深化改革促复兴</b>	<b>5</b>
1.1 历史沿革：90 年代曾为第一大啤酒企业，发展掉队后积极求变	5
1.2 股权结构：地方国资管理机构实控	6
1.3 经营概况：构建多品牌矩阵，深耕优势市场	7
<b>2、啤酒行业：龙头增进高端化发展共识，发力高档啤酒市场</b>	<b>10</b>
2.1 从“扩体量”到“提质量”，行业龙头增进高端化共识	10
2.2 啤酒行业集中度高，啤酒龙头重点发力大高档细分市场	11
2.3 高端化发展仍是长期最优解，高端化模式创新应对经济波动挑战	14
<b>3、U8 大单品拉动产品结构优化，全面改革促进效益释放</b>	<b>17</b>
3.1 成功培育战略单品燕京 U8，加速追赶行业龙头高端化水平	18
3.2 关厂提效、人员优化、机制改善，深化改革促进效益释放	23
<b>4、财务分析</b>	<b>28</b>
4.1 盈利能力分析	28
4.2 营运能力分析	29
4.3 资本结构分析	29
4.4 净资产收益率分析	30
4.5 现金流量分析	30
4.6 股东回报分析	31
<b>5、盈利预测</b>	<b>31</b>
假设前提：核心单品燕京 U8 维持较快增速，啤酒业务毛利率稳步提升	31
<b>6、估值及投资建议</b>	<b>33</b>
绝对估值：11.84-13.42 元	33
相对估值：11.96-12.88 元	34
投资建议	35
<b>7、风险提示</b>	<b>35</b>
估值风险	35
盈利预测风险	35
经营风险	36
市场风险	36
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 燕京啤酒历史沿革	5
图 2: 燕京啤酒股权结构图	6
图 3: 燕京啤酒产销量位列啤酒行业第四	7
图 4: 燕京啤酒“1+3”品牌架构与价格带体系	8
图 5: 公司中高端产品收入占比提升	8
图 6: 公司中高端产品的毛利润贡献更大	8
图 7: 营业收入主要集中于华北、华南地区	9
图 8: 传统渠道占比较高, 线上渠道加速成长	9
图 9: 2019 年以来公司营收扭转下降趋势, 维持稳健增长	9
图 10: 2019 年以来公司归母净利润显著提升	9
图 11: 我国啤酒行业经历快速发展期、并购整合期、激烈竞争期后, 迎来转型发展期	10
图 12: 2017 年以来啤酒行业龙头销售均价持续提升	11
图 13: 2017 年以来啤酒行业龙头盈利能力呈上升趋势	11
图 14: 啤酒行业市场集中度持续提升, 五大龙头各自具备市占率领先的优势市场	12
图 15: 高端及超高端啤酒市场销量及销售额保持较快增长	12
图 16: 百威亚太在高端及超高端啤酒市场市占率领先(2018 年)	12
图 17: 1990 年后美国啤酒销量得到人口结构改善的支撑	14
图 18: 1994 年后日本人均饮酒量与适龄饮酒人群数量双降	14
图 19: 2013 年后我国啤酒人均饮用量呈现波动下降趋势	14
图 20: 预计 2024-2029 年我国总人口数量将持续小幅下降	14
图 21: 中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距	15
图 22: 我国内资啤酒企业啤酒销售均价及 EBIT 利润率落后于外资啤酒企业	15
图 23: 受益于啤酒行业高端化, 2017-2023 年啤酒企业归母净利润增长显著	16
图 24: 啤酒位于酒类消费价格带的底部, 高档、中档、低档之间价差相对较小	16
图 25: 因啤酒档次间的价差小, 消费者进行啤酒档次升级的成本较低	16
图 26: 燕京啤酒“十四五”战略(中期调整后)	17
图 27: “九大变革”及具体内涵	17
图 28: 2020 年以来燕京 U8 销量快速提升	18
图 29: 燕京 U8 为公司销量增长作出主要贡献	18
图 30: 燕京 U8 产品介绍	18
图 31: 目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型, 8-10 元细分价格带销量占比约 10-20%	19
图 32: 燕京 U8 渠道价值链	20
图 33: 2024H1 公司经销商数量较 2019 年大幅增加	20
图 34: 燕京 U8 开展线上线下全链路营销	21
图 35: 燕京啤酒 2023 年产能利用率仅为 45.7%	23
图 36: 燕京啤酒人均产量显著低于可比公司	23
图 37: 燕京啤酒折旧摊销费用占营业收入的比例偏高	23

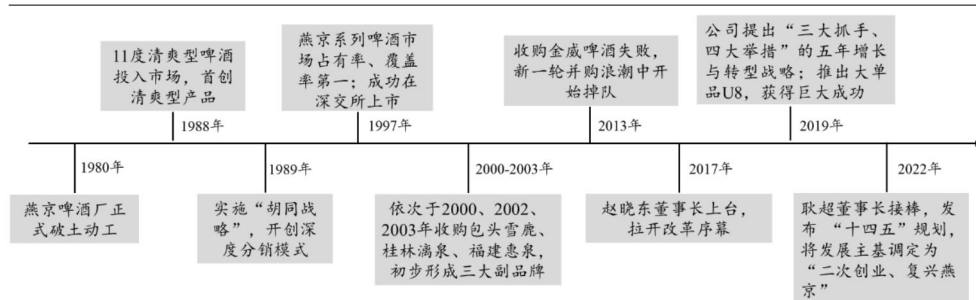
图 38: 公司固定资产周转率低于可比公司	23
图 39: 燕京啤酒员工人数持续精简	24
图 40: 燕京啤酒生产人员比例持续下降	24
图 41: 2022 年弱势子公司已实现大幅减亏	25
图 42: 2022 年弱势子公司对于公司净利率的拖累减轻	25
图 43: 龙头酒企均重点开展产品结构升级工作	27
图 44: 2015-2021 年龙头酒企逐步关停落后产能	27
图 45: 2017 年以来华润啤酒单厂产能稳步提升	27
图 46: 产能优化后龙头啤企毛销差均有所提升	27
图 47: 主要啤酒公司净利率水平对比	28
图 48: 主要啤酒公司毛利率、销售费用率、管理费用率水平对比	28
图 49: 主要啤酒公司总资产周转率对比	29
图 50: 主要啤酒公司存货周转率对比	29
图 51: 主要啤酒公司资产负债率对比	29
图 52: 主要啤酒公司权益乘数对比	29
图 53: 主要啤酒公司流动比率对比	30
图 54: 主要啤酒公司速动比率对比	30
图 55: 主要啤酒公司净资产收益率对比	30
图 56: 2017-2023 年燕京啤酒杜邦分析	30
图 57: 2017-2023 年燕京啤酒现金流量情况	31
图 58: 2017-2023 年燕京啤酒货币资金情况	31
图 59: 2017-2023 年燕京啤酒股利分配情况	31
图 60: 主要啤酒公司股利支付率对比	31
表 1: 燕京啤酒发展各阶段收入、销量与均价变动	6
表 2: 燕京啤酒管理层履历及持股情况	7
表 3: 2022 年-2024H1, 8-10 元档主要单品增长韧性较强	19
表 4: 中性预计 2025 年燕京 U8 销量可达 87 万吨	22
表 5: 中性预计 2025 年燕京 U8 可拉动毛利率较 2023 年提升 4.2pct	22
表 6: 历次拟转让子公司主要财务表现 (万元)	24
表 7: 公司激励与考核制度改革内容	25
表 8: 产能优化节省折旧摊销费用	26
表 9: 生产人员优化节省薪酬支出	26
表 10: 其他人员优化节省薪酬支出	26
表 11: 燕京啤酒营收拆分 (单位: 百万元)	32
表 12: 燕京啤酒未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	33
表 13: 公司盈利预测假设条件	33
表 14: 资本成本假设	34
表 15: 可比公司估值表	34

# 1、公司简介：国内第四大啤酒企业，深化改革促复兴

## 1.1 历史沿革：90年代曾为第一大啤酒企业，发展掉队后积极求变

燕京啤酒前身为1980年成立的北京市顺义县啤酒厂，后发展成为以啤酒为主营业务的大型企业集团。公司于1997年股份制改革后在深交所上市。

图1：燕京啤酒历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

回顾燕京啤酒的发展过程，可分为四个阶段：

**1980-1998年，公司凭借胡同战略，成功立足北京。**1980年顺义啤酒厂建厂，年产1万吨，5年后国家推出“啤酒专项工程”，燕京啤酒抓住机遇迅速扩产，到1998年年产量翻10倍。1989年，燕京啤酒首创“胡同战略”的深度分销模式，打破了计划经济包销模式下地方糖酒公司的垄断。到1996年，公司在啤酒行业市场占率排名第一，啤酒产量率先突破50万吨，并持续巩固其在北京市场的绝对主导地位。

**1999-2013年，通过收并购及自建工厂，开启全国化战略布局。**1999年燕京啤酒兼并湖南湘啤开启全国化布局，2000年收购包头雪鹿，2001年收购山东无名、三孔、莱州，2002年收购桂林漓泉、破产收购福建南安惠源，2010年又收购河南月山啤酒，2022年收购内蒙古金川啤酒、河北邢台天牛啤酒，从而实现在内蒙古、广西、福建、山东、河南、河北等地的布局。

**2014-2018年，机制僵化问题显现，改革不力致失速掉队。**随着2013年我国啤酒销量见顶，啤酒行业开始进入存量竞争时代。华润啤酒、青岛啤酒等头部企业一方面采取内部优化、关厂等方式进行降本增效，另一方面顺应消费升级趋势推出高端化新品，保持利润稳定增长。而在这一时期，燕京受自身机制掣肘，未能跟上行业调整的步伐，导致销量与利润均出现严重下滑，市场份额明显收缩。

**2019年至今，战略深度重构，“二次创业、复兴燕京”战略引领。**2019年公司提出“三大抓手、四大核心”的五年增长规划，推出次高端新品燕京U8剑指高端化转型。2022年耿超董事长接过改革接力棒，明确提出“二次创业，复兴燕京”战略，引领公司上下加速改革步伐。2022年以来，深化改革的成果已初现。

表1: 燕京啤酒发展各阶段收入、销量与均价变动

	发展初期 (1980-1998年)	快速成长期 (1999-2013年)	成长中期 (2014-2018年)	成长后期 (2019-2024年)
发展阶段简述	产能扩张, 立足北京	通过自建与并购, 全国化拓展	跟随行业进入调整期	战略深度重构, 高端化转型
收入 CAGR	55.0%	16.9%	-3.8%	4.6%
销量 CAGR	27.6%	14.0%	-7.3%	0.1%
均价 CAGR	21.5%	2.5%	3.8%	4.5%

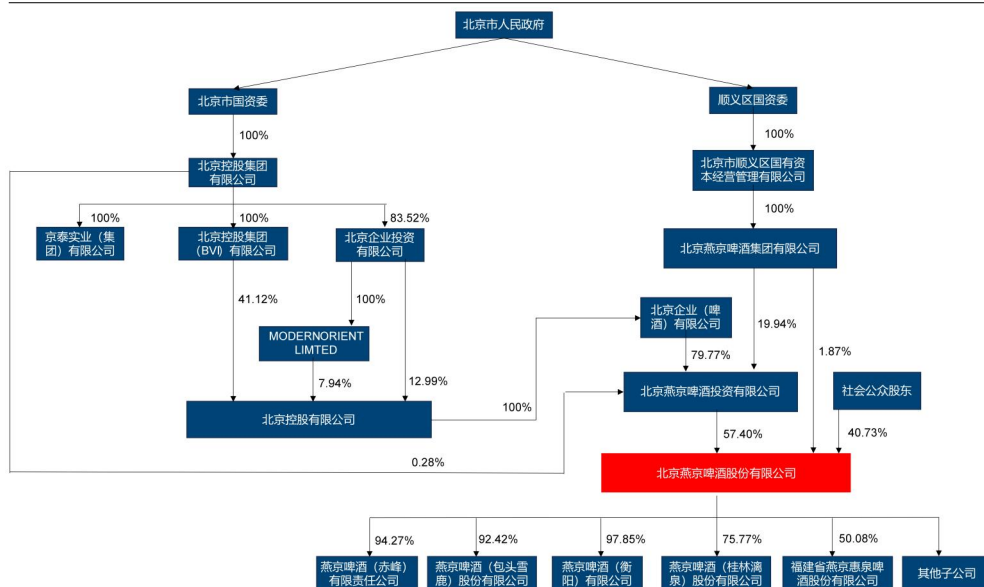
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 1.2 股权结构: 地方国资管理机构实控

公司控股股东为北京燕京啤酒投资有限公司, 实控人为地方国资管理机构北京控股有限公司。据燕京啤酒 2023 年年报, 北京燕京啤酒投资有限公司是公司控股股东, 持股比例 57.40%。股权穿透来看, 公司实际控制人为北京控股有限公司, 由北京市国资委全资控股的北京控股集团有限公司间接持有股份, 属于地方国资管理机构。

新任董事长国企改革经验丰富, 高管团队年轻化。新任董事长耿超曾担任北京市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, 国企改革经验丰富。2022 年 7 月公司聘用新一届管理团队, 四位副总经理年龄均不超过 45 岁, 均由公司内部逐步提拔而来, 对啤酒行业及公司业务较为熟悉, 管理人员呈现出年轻化、专业化特点。

图2: 燕京啤酒股权结构图



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 燕京啤酒管理层履历及持股情况

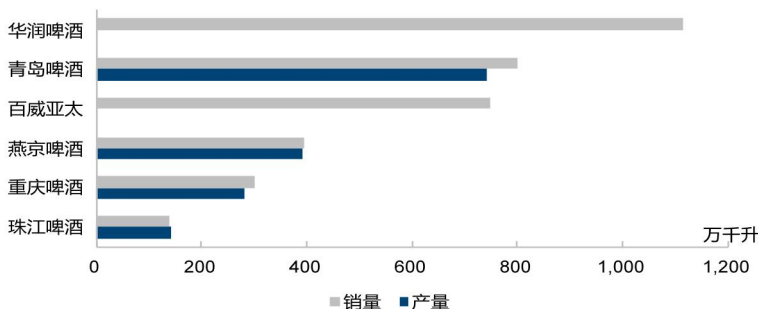
姓名	职务	年龄	履历简介	持股数量(万股)
耿超	董事长	48	法学硕士。历任北京市人民政府国有资产监督管理委员会政策法规处副处长、全面深化市属国资国企改革工作办公室主任,北京市顺义区国资委党委书记、主任。2022年5月18日上任公司董事长。	-
谢广军	副董事长 总经理	56	研究生学历,工程师。历任公司副总经理、常务副总经理、副董事长、党委副书记,北京燕京啤酒投资有限公司董事。2022年7月上任公司总经理。	2.4
刘翔宇	副董事长	52	研究生学历,高级经济师。历任公司证券部副主任、主任、部长、证券事务代表、董事会秘书、副总经理,副董事长、常务副总经理,福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事、副董事长、党委书记、董事长。	-
徐月香	副总经理 董事会秘书	49	研究生学历,仲裁员,高级合规师,经济师。历任公司证券部副主任、主任、证券事务代表、监事会监事、董事会秘书。	-
林文	常务副总经理	45	研究生学历,工程师。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。2022年7月上任公司副总经理。	-
茹晓明	副总经理	56	大专学历,助理工程师。历任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,北京燕京啤酒集团有限公司监事会监事、福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事。	-
赵伟	副总经理	42	本科学历,高级工程师。历任公司装备部部长、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。2022年7月上任公司副总经理。	-
申长亮	副总经理	44	本科学历。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。2022年7月上任公司副总经理。	-
郁茂杰	副总经理	45	研究生学历,工程师。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。2022年7月上任公司副总经理。	-
严峻	总会计师	45	硕士研究生,高级会计师、注册会计师。历任燕京啤酒股份有限公司财务部副部长、部长、总会计师。	-
宋玉梅	总工程师	50	研究生学历,教授级高级工程师。历任公司技术质量部部长、技术中心主任、监事会监事、总经理助理。	-

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

### 1.3 经营概况: 构建多品牌矩阵, 深耕优势市场

产能遍布全国,产销量位列啤酒行业第四。燕京啤酒为中国最大的啤酒集团之一,旗下拥有控股子公司60家,遍布全国18个省(直辖市),包括30多家全资和控股的啤酒生产基地。2023年公司产销量分别为393万千升/394万千升,体量排名啤酒行业第四,仅次于华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太。

图3: 燕京啤酒产销量位列啤酒行业第四



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**构建“1+3”品牌矩阵，各品牌在其优势区域拥有高市场认可度。**燕京啤酒拥有由燕京啤酒主品牌、漓泉啤酒、惠泉啤酒、雪鹿啤酒四大品牌组成的“1+3”品牌矩阵。公司品牌价值近年来持续提升，根据2023年World Brand Lab发布的《中国500最具价值品牌》，燕京品牌价值为2236.95亿元，位列第43名，漓泉、惠泉、雪鹿等子品牌价值总和达1024.94亿元。燕京啤酒品牌以北京及环北京区域为基地市场，其在北京市场的市占率曾高达85%，预计目前仍在70%以上。漓泉、雪鹿分别以广西、内蒙古为基地市场，其中漓泉在广西市占率达85%。

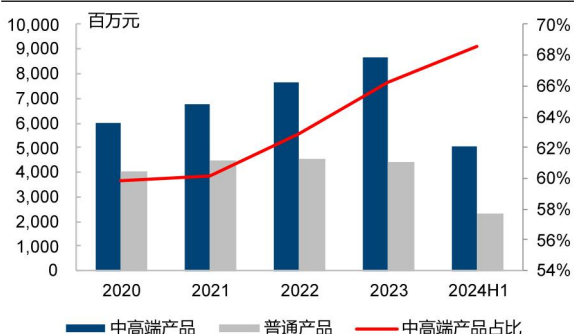
**产品矩阵丰富，覆盖不同档次细分市场，近年来产品结构升级趋势显著。**公司“1+3”品牌矩阵下产品价位层次清晰，可满足不同价格带的市场需求，同时也有利于公司针对行业需求与格局进行产品战术调整。燕京主品牌代表产品包括8-10元价格带的燕京U8、高档定位的V10白啤；惠泉品牌以惠泉与欧骑士系列为核心产品，主要覆盖中高端及以下价格带，漓泉啤酒核心单品为8-10元价格带的漓泉1998。从产品结构看，中高端产品收入占总收入比例由2020年的59.8%提升至2023年的66.3%，2023年中高端产品毛利率为43.9%，显著高于普通产品的29.0%，并且贡献了74.8%的毛利润。中高端产品占比提升对于公司整体毛利率提升起到重要拉动作用。

图4：燕京啤酒“1+3”品牌架构与价格带体系

	燕京啤酒 YANJING BEER	漓泉啤酒 LIUQUAN BEER	惠泉啤酒 HUIQUAN BEER	雪鹿啤酒 XUELU BEER
高档（10元以上）	狮王精酿白啤 V10白啤	老惠泉	老炮	
中高档（8-10元）	燕京U8 燕京纯生	惠泉小鲜	漓泉1998	
中档（5-8元）	鲜啤2022 清爽（特制白听）	惠泉欧骑士	漓泉全生态	新雪鹿
经济（5元以下）	清爽（特制蓝听）	惠泉鲜麦	漓泉鲜啤	8度清爽

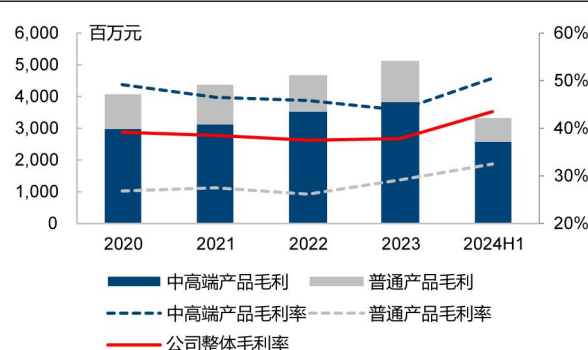
资料来源：公司官网，京东，国信证券经济研究所整理

图5：公司中高端产品收入占比提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司中高端产品的毛利润贡献更大

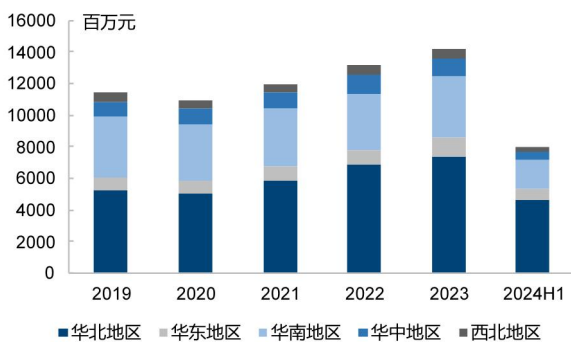


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



**营收集集中于华北和华南地区，传统渠道贡献超九成。**2023年华北、华南地区营收分别占公司总收入的52.3%、27.0%，主因北京、内蒙古、河北及广西市场的收入贡献较为显著。2022-2023年受益于大单品U8持续突破空白渠道，华北、华南以外的区域已有较为明显的营收增长。分渠道看，2019-2023年公司传统渠道收入占比在95%左右，线上渠道占比较低，但线上渠道自2019年来发展迅速，2019-2023年线上渠道收入CAGR为38.3%。

图7: 营业收入主要集中于华北、华南地区



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

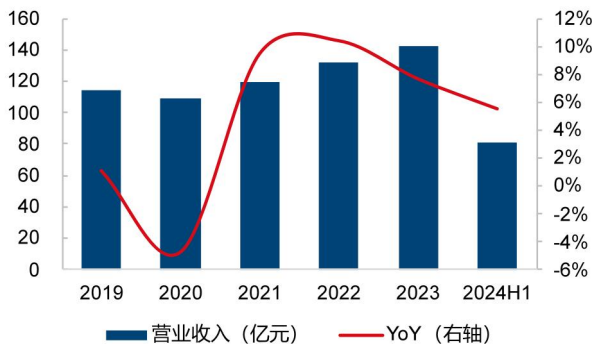
图8: 传统渠道占比较高, 线上渠道加速成长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

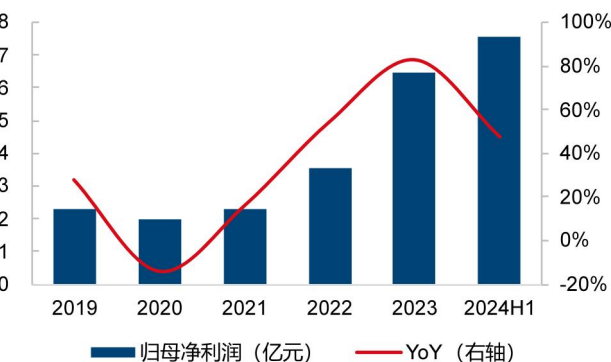
**2019-2023年公司营收年均复合增速为5.5%，归母净利润年均复合增速为29.4%。**收入端，拆分量价来看，2019-2023年公司啤酒销量CAGR为0.8%，啤酒吨价CAGR为4.2%，营收持续增长主要源于产品结构升级带来的销售均价提升；利润端，归母净利率自2019年2.0%提升至2023年4.5%，盈利能力改善主要系产品结构升级、深化改革过程中持续降本增效所致。

图9: 2019年以来公司营收扭转下降趋势, 维持稳健增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 2019年以来公司归母净利润显著提升



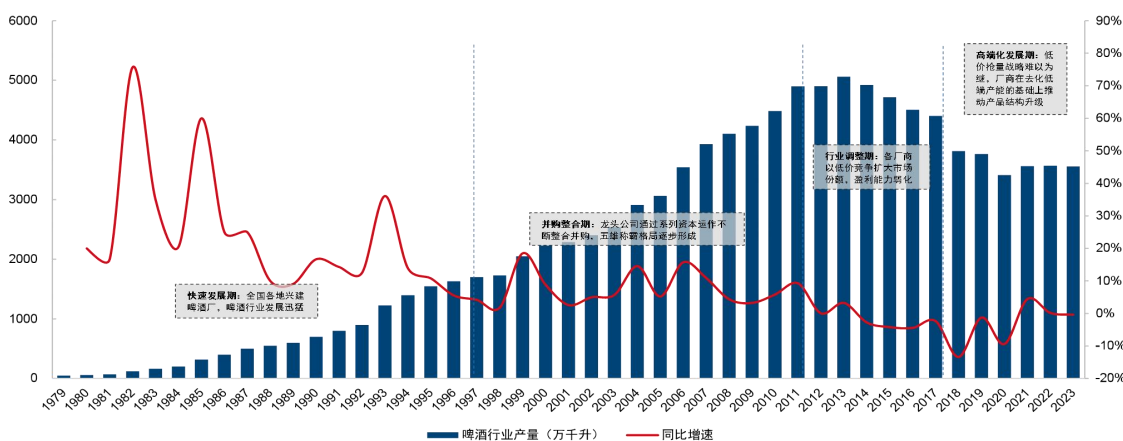
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 2、啤酒行业：龙头增进高端化发展共识，发力高档啤酒市场

### 2.1 从“扩体量”到“提质量”，行业龙头增进高端化共识

我国啤酒行业在改革开放后迎来快速发展，至今已有 40 余年历史。复盘历史，行业主要经历了本地化啤酒厂快速兴起、行业龙头大举进行并购整合、酒企激烈竞争盈利低迷阶段，并在 2017 年前后开启高端化发展新阶段。

图 11：我国啤酒行业经历快速发展期、并购整合期、激烈竞争期后，迎来转型发展期



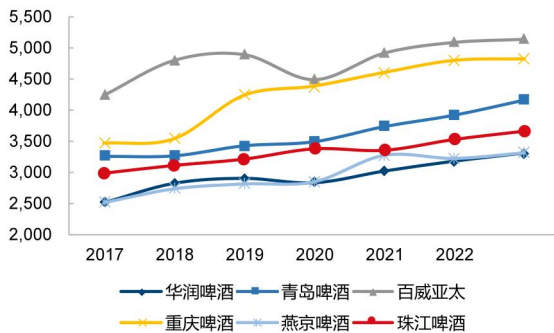
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **1979-1996：发展初期。**20 世纪 80 年代，改革开放为啤酒行业发展创造了良好的市场环境。1985 年国家实施“啤酒专项”工程，在国家政策的支持下，全国各地纷纷兴建啤酒厂，行业中诞生众多本地化啤酒品牌，如四川蓝剑啤酒、重庆山城啤酒、河南金星啤酒、陕西汉斯啤酒、福建惠泉啤酒等。此时行业生产规模快速扩大，行业呈现供销两旺状态。
- ◆ **1997-2013：快速成长期。**啤酒行业产销量继续扩大，同时伴随着龙头公司在行业内大举进行并购整合。此阶段行业规模继续扩大、集中度升高，五雄称霸的格局初具雏形。
- ◆ **2013-2016：初等成熟期。**随着啤酒消费群体人口增长放缓、人均啤酒消费量已接近饱和，啤酒行业产销量在 2013 年达到顶峰后逐步回落，啤酒行业进入成熟前期。在此阶段，行业龙头延续“以份额为先”的发展惯性，供给过剩、竞争激烈的问题突出，行业呈现“量大利薄”的特征。
- ◆ **2017 年至今：中等成熟期。**啤酒行业销量规模窄幅波动，展现存量竞争的特征。啤酒龙头开始转变发展思路，行业逐渐摆脱低价竞争的困境，产品创新加速，销售均价提升，行业盈利能力逐步改善。

2013 年行业需求总量迎来拐点，行业收入增长开始依赖于均价提升。2015 年以来，15-64 岁人口数量呈下滑趋势，且人均啤酒消费量逐步走低，导致啤酒行业销量面临较大的增长压力。2023 年啤酒行业规模以上企业啤酒产量为 3555.5 万千升，较 2013 年销量高点 5061.5 万千升下滑近 30%。不同于 2013 年前行业量价齐升之势，目前行业收入规模扩张主要依赖于销售均价提升。受此变化影响，以低价换销量的竞争策略的效果被大幅削弱。

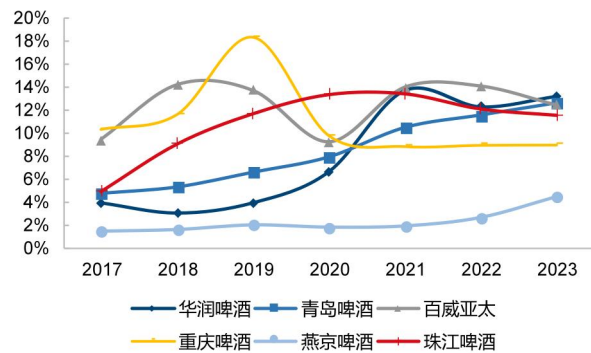
啤酒龙头增进高端化共识，2017 年前后开启战略转型引领行业高质量发展。早期啤酒龙头重视总销售量的增长及份额的提升，但随着行业销量放缓并见顶回落、供需矛盾愈发突出，啤酒企业的“总量优先”策略将行业拖入 2013-2016 年的激烈低价竞争阶段，在此期间，啤酒企业收入增速放缓，同时费用高企，导致啤酒企业盈利低迷。为突破自身发展瓶颈，2017 年前后啤酒龙头陆续开启高端化战略转型，逐步将战略重心从销售体量向增长质量转移，利润诉求明显增强。啤酒企业陆续关闭落后产能，大力推动产品结构升级，降本增效及产品结构优化带动收入恢复增长及盈利能力修复。

图12: 2017 年以来啤酒行业龙头销售均价持续提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 2017 年以来啤酒行业龙头盈利能力呈上升趋势



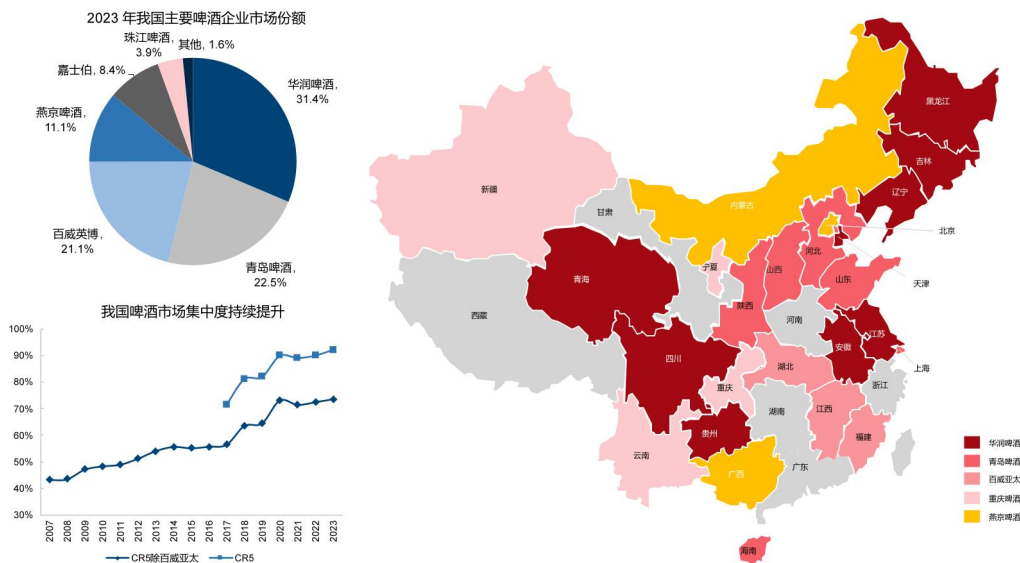
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 2.2 啤酒行业集中度高，啤酒龙头重点发力大高档细分市场

行业早期并购整合与激烈竞争加速中小啤酒企业出清，目前市场份额高度集中于五大龙头。历经啤酒行业多轮并购整合以及激烈竞争时期，中小啤酒企业或被龙头公司收购，或陆续退出市场，啤酒市场份额持续向龙头公司集中。目前啤酒销量份额排名前五位的龙头公司分别为华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒。据国家统计局数据，2023 年啤酒行业 CR5 达 92.1%，市场份额已高度集中。

分区域看，龙头各自具备优势市场，呈现区域割据格局。早期我国啤酒行业产品以玻璃包装为主导，运输与销售范围受到一定程度的限制，因此啤酒品牌呈现较为明显的区域性特征。后啤酒行业经历一系列并购整合事件、龙头公司加速跑马圈地，多数本地品牌或被龙头公司并购整合，或逐步退出市场让渡市场份额，龙头公司逐步巩固自身在部分区域市场的竞争优势，最终行业形成了区域割据的竞争格局：青岛啤酒在山东省市占率约七成，在陕西、山西、上海、海南等优势市场市占率在 50%以上；华润啤酒在四川、贵州、安徽市占率在 70%以上，在东北区域亦享有高市场份额；百威则在福建、江西、湖北等地占有高市场份额；重啤拥有重庆、新疆、云南、宁夏等基地市场，在重庆、新疆地区市占率高达八成；燕京啤酒在北京、广西、内蒙古区域占据绝对优势。

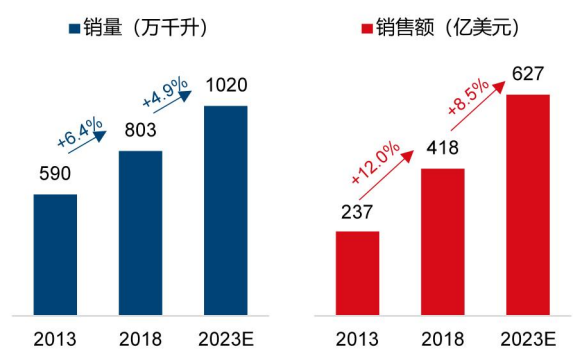
图14: 啤酒行业市场集中度持续提升, 五大龙头各自具备市占率领先的优势市场



资料来源: Wind, 公司公告, 中国酒业新闻网, 啤酒板, 国信证券经济研究所整理; 注: 受限於作图版面, 此地图仅为示意图, 或与标准版中国地图有出入

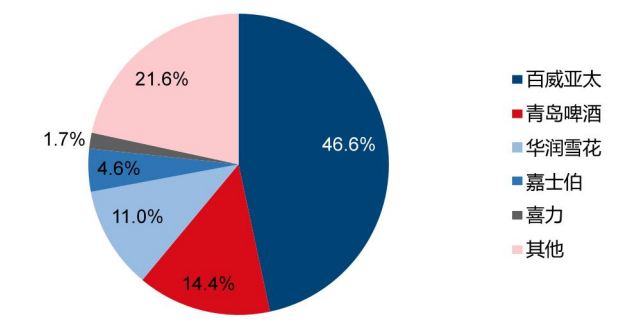
**啤酒龙头重点发力次高档及以上(以下简称“大高档”)细分市场, 近年来内资啤酒龙头势能有所提升。**在内资啤酒企业正式开启高端化战略之前, 拥有百威、福佳、科罗娜、时代等高端品牌的外资啤酒龙头百威亚太一度在我国高端啤酒市场独占鳌头。据 GlobalData 数据, 2018 年中国高端啤酒市场容量约 803 万千升, 其中百威亚太的销量份额排名居首, 达 46.6%。近年来华润啤酒、青岛啤酒等头部酒企在高端化竞争中发力, 通过完善产品矩阵, 提升产品品质、优化品牌营销、加强高端渠道建设等方式, 逐渐追赶与高端龙头百威亚太的发展差距。2020 年以来, 高端啤酒市场相继出现疆外红乌苏、喜力、老雪花等高成长性单品, 同时雪花纯生、青岛纯生等成熟单品迭代升级焕发活力, 华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒在高端啤酒市场的攻势有所增强。百威亚太则由攻转守, 其在高端啤酒市场的份额逐渐被其他啤酒龙头蚕食, 据 Euromonitor 数据, 在中国高端啤酒市场, 百威亚太市占率由 2015 年将近 50%左右下滑至 2020 年 42%左右。

图15: 高端及超高端啤酒市场销量及销售额保持较快增长



资料来源: 百威亚太招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图16: 百威亚太在高端及超高端啤酒市场市占率领先(2018年)



资料来源: 百威亚太招股说明书, 国信证券经济研究所整理; 注: 图中数据为以销量计算的市场份额; 根据百威亚太的产品档次划分标准, 单瓶 10 元以上(餐饮渠道口径)为高端啤酒。

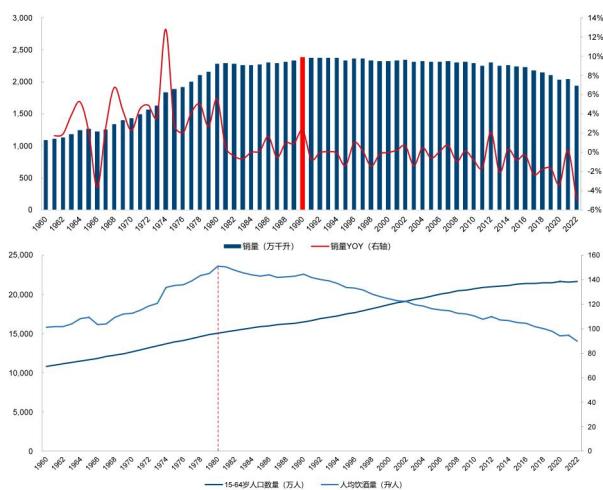
分价格带看，龙头自身资源禀赋有差异，错位竞争共享行业高端化红利。外资啤酒公司百威、嘉士伯擅长品牌塑造，且有国际知名品牌形象，在高端啤酒市场享有品牌力优势。内资啤酒公司华润啤酒、青岛啤酒渠道能力领先，燕京啤酒开启改革后，渠道能力亦显著增强，同时内资啤酒品牌对国内消费者相对更熟悉，铸就突出的大单品打造能力，内资啤酒公司可立足于基地市场、借力重点单品逐步推进产品结构升级。

- ◆ **超高档（12元以上）**：在超高档价格带，消费者更加看重产品个性化、差异化特征，对产品形象、品牌内涵的要求更高。目前外资啤酒公司百威亚太市占率领先。百威旗下拥有百威、科罗娜、福佳、蓝妹、鹅岛等知名国际啤酒品牌，形成强大的超高档产品矩阵，强化其高端品牌形象。此外，百威亚太在战略上高度重视超高档细分市场，自进入中国市场便定位于高端品牌，此后持续投入资源培育超高档产品。近年来同样为国际知名品牌的喜力保持高增速（2023年喜力增速接近60%，显著高于竞品），帮助华润啤酒在超高档啤酒提升市场份额。
- ◆ **次高及普高档（8-12元）**：8-12元档市场容量扩张潜力大，企业竞争需综合品牌拉力与渠道推力，目前外资啤酒品牌百威、嘉士伯、乐堡等与内资啤酒品牌青岛、雪花、燕京等均参与其中，各家厂商选择的主要细分赛场有差异：
  - 1) 10-12元细分市场中，百威系列品牌拉力强且百威公司对百威品牌持续投入，其中百威经典大单品为10-12元档百万吨级大单品；雪花纯生则受益于喜力带动公司现饮渠道覆盖范围扩大，2023年增长提速，目前体量已达约80万吨。
  - 2) 8-10元细分市场中，青岛经典为第一大单品，2023年销量达220-230万千升（包含少部分零售价格在6-8元的青岛经典产品）。青岛经典凭借着出色的产品品质、高辨识度的品牌，叠加有厂商重点投入推广资源的加持，近年来连续实现较快增长；燕京啤酒核心单品U8具备产品差异化特征且品牌营销能力突出，近年来成长性领先，2023年体量达53万吨，增速超36%。参与此价格带竞争的还包括重庆啤酒旗下乐堡，华润啤酒旗下SuperX，百威亚太旗下哈啤冰极纯生及小部分百威经典，燕京啤酒旗下区域品牌漓泉1998等产品。百威亚太及华润啤酒对此价格带的战略重视程度相对较低。
- ◆ **中低档（8元以下）**：常见的中低档啤酒产品包括全国性品牌雪花、哈尔滨啤酒旗下中低档产品，也包括以区域销售为主的崂山啤酒、汉斯啤酒、山城啤酒、天目湖等。中低档产品差异化程度较低，企业竞争更注重渠道及终端掌控力。在中低端啤酒市场中，渠道能力突出且具备更大容量基地市场华润啤酒、青岛啤酒销量规模领先。近五年来，啤酒龙头将推广资源向大高档产品倾斜，中低档啤酒市场发展受限，销量占比持续降低。

### 2.3 高端化发展仍是长期最优解，高端化模式创新应对经济波动挑战

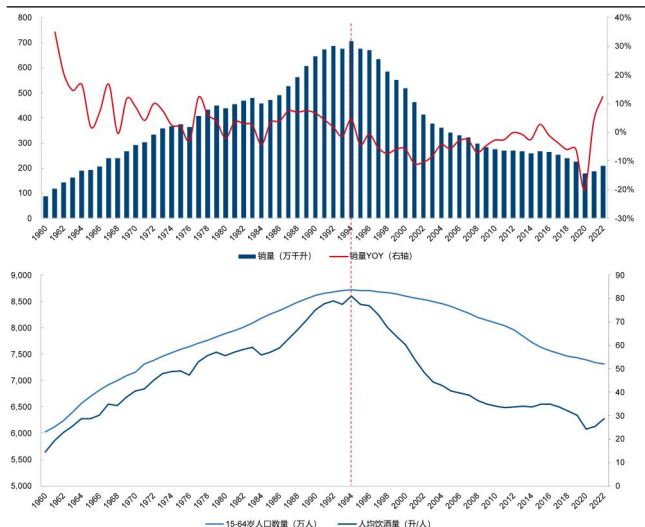
参考日本与美国啤酒市场，行业进入成熟期后，啤酒销量受消费群体人口数量变化影响。回顾日本及美国啤酒市场销量变化历程，在行业成长期，经济增长促进人均啤酒消费量提升；随着行业步入成熟期，人均啤酒消费量触顶，后受到酒精饮用文化、酒税政策、品类创新等因素影响有所下滑，适龄饮酒人群数量亦逐年走，加剧日本啤酒消费总量萎缩。1994-2022 年日本啤酒销量 CAGR 为-4.2%，人均啤酒饮用量 CAGR 为-3.6%，15-64 岁年龄段人口数量 CAGR 为-0.6%。美国啤酒市场于 1990 年达到销量峰值，此后啤酒总量仅小幅下滑，主要受到适龄消费群体人口数量持续提升的支撑，1990-2022 年美国啤酒销量 CAGR 为-0.6%，人均啤酒消费量 CAGR 为-1.5%，15-64 岁人口数量 CAGR 为 0.8%。

图17: 1990 年后美国啤酒销量得到人口结构改善的支撑



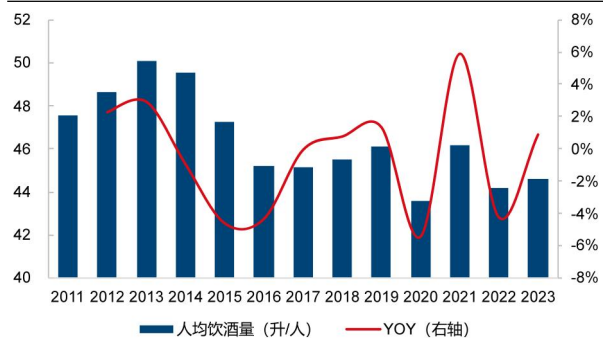
资料来源: Wind, 世界银行, 国信证券经济研究所整理, 其中人均饮用量 = 美国啤酒产量/15-64 岁年龄段人口总数

图18: 1994 年后日本人均饮用量与适龄饮酒人群数量双降



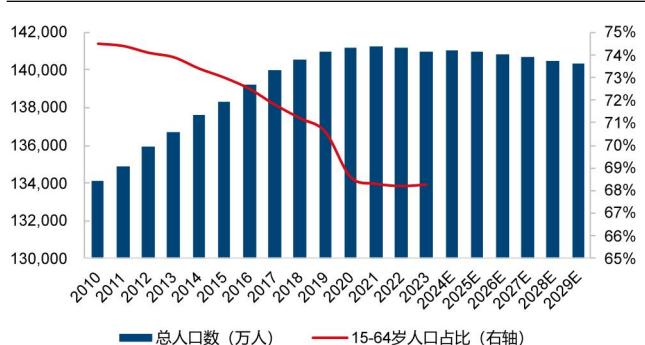
资料来源: Wind, 日本国税厅, 世界银行, 国信证券经济研究所整理, 其中人均饮用量 = 啤酒销量/15-64 岁年龄段人口总数

图19: 2013 年后我国啤酒人均饮用量呈现波动下降趋势



资料来源: Euromonitor, Wind, 国信证券经济研究所整理, 其中人均饮用量 = 中国啤酒销量/15-64 岁年龄段人口总数

图20: 预计 2024-2029 年我国总人口数量将持续小幅下降



资料来源: IMF, 国家统计局, wind, 国信证券经济研究所整理

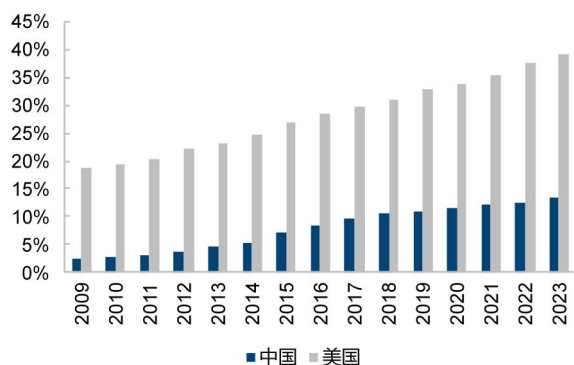
目前我国啤酒行业已进入存量竞争时期。由于啤酒消费群体人口增长放缓、人均啤酒消费量已接近饱和，啤酒行业产销量在 2013 年达到顶峰后逐步回落。直至近

三年，啤酒行业产量止住进一步下滑趋势，2020-2023年规模以上啤酒企业总产量在3400-3600万千升区间窄幅波动，啤酒行业的存量竞争特征突出。展望未来，我们预计“少喝酒、喝好酒”的文化继续流行，人均饮酒量难有大幅提升。根据国际货币基金组织预测，2024-2029年我国总人口数量将逐年小幅下降，故我们预计我国啤酒消费总量未来五年或小幅收缩。

**中长期视角，我国啤酒行业仍将延续高端化发展主线，啤酒企业仍在利润收获期。**

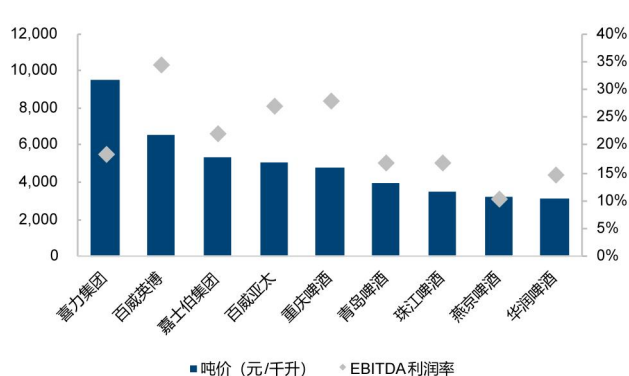
◆ **我国啤酒行业产品结构升级空间充足。**近年来我国高档、中档拉格啤酒销量占比持续提升，但对比美国啤酒行业，我国啤酒行业的高端化水平仍有一定的差距。据Euromonitor数据，2023年我国高档拉格啤酒销量占比提升至13.50%，而同期美国高档拉格啤酒销量占比已上升至39.23%。对比内资啤酒与海外啤酒企业，我国龙头企业销售均价低于外资啤酒公司，且在EBIT利润率方面较为落后。聚焦亚太啤酒市场，国际啤酒龙头之一的百威亚太2023年高端及超高端销量占比约45%，啤酒销售均价达到5234.5元/千升，而国内其他主要啤酒龙头的高端啤酒销量占比普遍低于25%，销售均价也落后于百威亚太。这也表明国内啤酒市场其他龙头公司的结构优化及均价提升仍有较大空间。

图21：中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理（高档啤酒标准：中国为非即饮渠道超14元/升，美国为2.63-5.30美元/升）

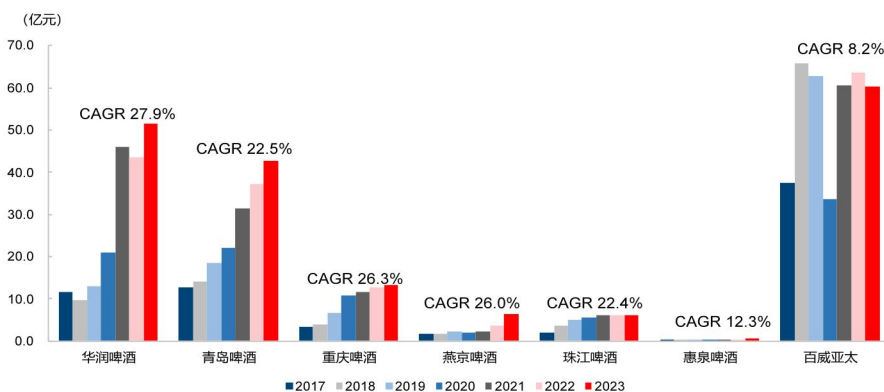
图22：我国内资啤酒企业啤酒销售均价及EBIT利润率落后于外资啤酒企业



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **供给侧推动结构升级的意愿仍然强烈。**一方面，各家啤酒企业已充分意识到我国啤酒行业未来量增空间十分有限，而产品结构升级的空间可观；另一方面，经历前期龙头公司几轮并购整合，全国多数地区已形成市占率明显领先的啤酒龙头，在区域市场形成寡头垄断的竞争格局，其他啤酒公司挑战当地寡头的难度显著增大。因此产品结构升级是实现利润增长更具性价比的路径。此外，近年来啤酒公司持续受益于行业高端化浪潮，盈利能力不断强化，利润稳步增长，进一步强化啤酒龙头推动高端化的意愿。从当前各大啤酒企业的战略制定来看，高端化发展方向坚定，产品策略、渠道策略及考核体系等均围绕高端化发展目标制定。

图23: 受益于啤酒行业高端化, 2017-2023 年啤酒企业归母净利润增长显著



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **高端化运营能力强化、具备强势市场有助于啤酒龙头持续推动结构升级。**行业高端化发展对于啤酒企业的生产、运营等方面均提出了更高的要求, 目前我国啤酒行业各大龙头已具备较强的产品研发创新、渠道管理运营以及品牌营销能力, 助力产品结构持续提升。此外, 啤酒龙头各自具备强势市场, 品牌在当地的消费氛围浓厚、厂商对渠道的话语权强, 这也使得企业在强势区域更容易执行产品结构升级、产品提价、费用收缩等经营动作, 产品结构升级的阻力小。例如燕京啤酒在基地市场利用燕京 U8 快速实现产品结构升级, 青岛啤酒在山东地区对青岛经典、青岛纯生等核心产品提价的传导效果较好, 华润啤酒在四川地区对雪花纯生收缩费用并未影响产品正常销售。
- ◆ **啤酒作为高性价比酒类, 档次升级的成本较小, 消费者对于价位小幅提升以获得档次提升的接受度较高。**在我国, 啤酒价位位于酒类消费价格带底部, 即使是高档啤酒 (12-15 元) 价格也远低于低档红酒、低档白酒, 与主流预调酒的价格带相近, 可视为高性价比酒类。且啤酒档次之间的价差较小, 档次升级的成本较小。据 Euromonitor 数据, 2023 年我国啤酒消费总量为 4290 万千升, 计算啤酒消费群体每年人均啤酒消费量为 53.6 升, 换算成标准瓶型 (500ml/瓶) 为 107 瓶。假设消费者将每瓶啤酒的消费价位提升 2 元, 对应年均啤酒消费支出增加约 214 元人民币 (约占中国居民人均可支配收入的 0.5%, 约占中国居民人均食品烟酒类支出的 2.7%)。因此我们认为相对其他酒种而言, 啤酒行业价位升级的阻力较小。

图24: 啤酒位于酒类消费价格带的底部, 高档、中档、低档之间价差相对较小

酒类产品	主要价格带	酒类产品	主要价格带
白酒: 高档	800-3000元	红酒: 高档	800-1500元
白酒: 次高档	300-800元	红酒: 中档	300-800元
白酒: 中档酒	100-300元	红酒: 大众	80-300元
白酒: 光瓶酒	15-40元	黄酒	20-60元
啤酒: 高档	10-15元	预调酒	8-15元
啤酒: 次高档	8-10元		
啤酒: 中档	6-8元		
啤酒: 低档	2-6元		

资料来源: 公司公告, 京东, 淘宝, 国信证券经济研究所整理

图25: 因啤酒档次间的价差小, 消费者进行啤酒档次升级的成本较低

啤酒消费金额 增加幅度 (元)	年消费量 (瓶)	价位升级幅度 (元/瓶)						
		1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6
90	90	126	144	162	180	198	216	234
95	95	133	152	171	190	209	228	247
100	100	140	160	180	200	220	240	260
105	105	147	168	189	210	231	252	273
110	110	154	176	198	220	242	264	286

资料来源: Wind, Euromonitor, 国信证券经济研究所整理



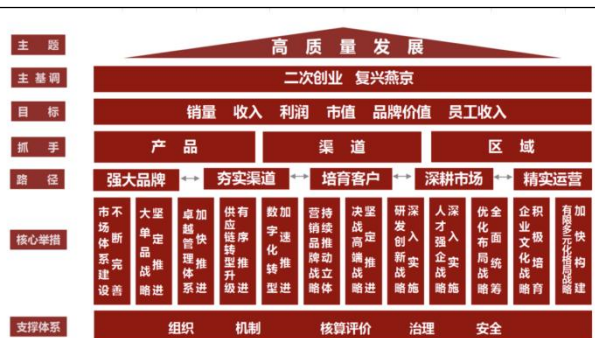
2023年下半年以来啤酒行业高端化节奏有所放缓，目前8-10元细分价格带展现韧性。受疫情疤痕效应影响，2023年下半年以来我国消费需求仍显疲弱，外出就餐以及娱乐消费等可选属性较强的消费需求呈现收缩态势。除此之外，消费者的消费行为趋于理性，对于产品质价比的诉求显著提升。在此背景下，更依赖于餐饮、娱乐渠道的高端及超高端啤酒的增长受到阻力，啤酒行业高端化节奏放缓。但消费者对于更高品质、更具个性化的啤酒产品的需求依然存在，因此从各大啤酒厂商2024年半年报来看，中低档啤酒市场仍在收缩，虽10元以上高端及超高端产品销量增速放缓或转负，但8-10元细分价格带仍然展现增长韧性，例如重庆啤酒旗下乐堡、燕京啤酒旗下U8、珠江啤酒旗下97纯生、百威亚太旗下哈尔滨冰极纯生，均在2024年上半年取得相对总销量更快的增速。

消费行为发生变化，传统高端化模式亟需创新。目前消费者的消费行为更加谨慎、理性，此前依靠消费力提升带来的传统高端化模式亟需转化。一方面，当前消费者对于高端产品的理解不再是简单的品质更高、价格更高，而是追求有更好的品牌体验、更加个性化，例如桶装生鲜啤酒、精酿啤酒、低卡啤酒、无醇啤酒等个性化、差异化特征突出的啤酒产品需求持续旺盛。企业则需扩展产品矩阵，并加强品牌价值塑造。另一方面，餐饮、夜场消费走弱的同时，奥乐齐、山姆等新式线下购物渠道以及电商、及时零售等新渠道兴起，企业需把握新渠道吸引客流的发展机遇，加强针对此类渠道的专业化运作。

### 3、U8大单品拉动产品结构优化，全面改革促进效益释放

“十四五”规划指明改革方向，“二次创业、复兴燕京”为公司发展主基调。2013-2018年燕京啤酒由于内部改革进展缓慢，销量、营收、市场份额持续下滑，公司掉出啤酒行业第一梯队。2019年前任董事长赵晓东拉开改革序幕，2020年底明确“九大变革”，2021年公司提出“十四五”战略规划，将“二次创业、复兴燕京”确定为燕京发展主基调，2022年5月新任董事长耿超就任职后，携新一届管理层加速落地各项改革举措，在高端大单品打造、市场营销、生产管理、供应链优化、文化建设等诸多方面取得重要突破，公司自此正式进入加速发展阶段。

图26: 燕京啤酒“十四五”战略（中期调整后）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: “九大变革”及具体内涵

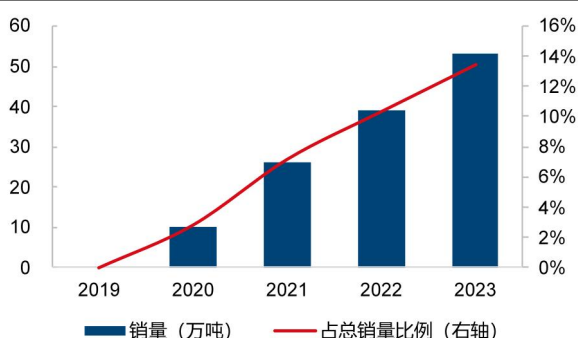
思想变革	治理变革	组织变革
党建引领，问题导向，加强作风建设，凝聚改革共识，以思想教育为先推动改革。	精简董事会人员，优化董事会与专业委员会组成人员结构	构建“1+5+N”总部组织架构，强化总部管理和赋能职能；优化人力资源管理，健全人才培养、选用、激励机制
体制机制改革	运营变革	生产变革
突出市场化方向，建立向贡献者倾斜的薪酬体系，突出“能者多得，能者上”的考核与任命体系	加强精细化运营管理，推进资源优化整合，深化全面预算管理，加强供应链保障体系与数字化建设	推进卓越管理体系建设
营销变革	研发变革	文化变革
持续开展U8全链路营销，以“百县工程”为契机打造样板市场并全国推广	洞察消费需求在产品端持续推陈出新，完善高端化产品矩阵	塑造燕京新时期“有你文化”企业文化品牌

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3.1 成功培育战略单品燕京 U8，加速追赶行业龙头高端化水平

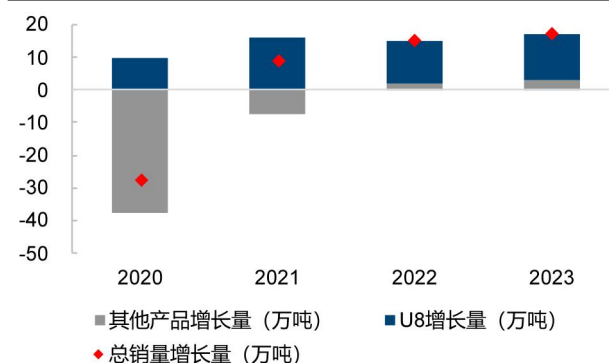
燕京 U8 诞生于 2019 年，彼时燕京啤酒正处于改革转型初期，公司希望打造出一款核心大单品，一方面为提升基地市场份额，另一方面是为推进高端化战略提供产品端抓手，故基于漓泉 1998 的成功经验，推出燕京 U8。燕京 U8 推出当年销量便达 10 万吨，此后增长势头保持强劲。2022 年 U8 销量达到 39 万吨，增速超 50%，2023 年 U8 体量已达到 53 万吨，同比增速超 36%，远超同价格带竞品，预计目前燕京 U8 在 8-10 元细分价格带的市占率提升至约 10%。近年来 U8 销量快速增长不仅成为公司营业收入企稳回升、利润增长的核心支撑，而且对于高端化、体制变革等中长期战略的达成也起到了关键作用。

图28: 2020 年以来燕京 U8 销量快速提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 燕京 U8 为公司销量增长作出主要贡献



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**产品设计: 燕京 U8 产品差异化特征突出。**燕京 U8 定位 8-10 元次高端价格带，以喜欢尝新、追求个性化的年轻人为目标消费群体。U8 依托燕京啤酒的技术、工艺优势得以实现酒精度低但风味浓郁（“小度酒，大滋味”为燕京 U8 的核心卖点之一）。此外，拉环瓶盖加上复古棕色矮瓶的包装也使得燕京 U8 具有较高辨识度。

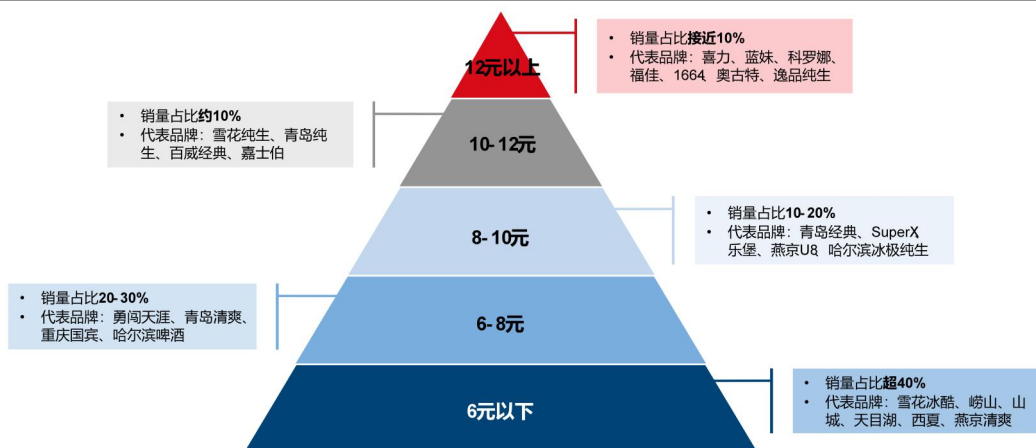
图30: 燕京 U8 产品介绍

产品信息	规格	包装特点
酒精度 (%vol)	2.5	拉环瓶盖 传统瓶盖需要借助工具, U8 新瓶盖为易拉环, 便于饮用
规格 (ml)	500	棕色复古胖瓶 瓶身呈流线型, 棕色瓶身被精酿啤酒广泛采用, 达到避光效果, 瓶身设计独特提升产品辨识度
麦汁浓度 (°P)	8	新一代 logo 与主题包装 重新设计的 logo, 标志产品生命力, 并且采用“有你文化”主题新包装, 具有吸引力, 中原地区初次使用
原料	水、麦芽、大米、啤酒花	麦芽 P <sub>1</sub> YF 因子调控技术 赋予啤酒独特的香气和丰富持久的泡沫, 使酒体色泽金黄, 泡沫持久挂杯
保质期	360 天	“60”工艺体系 充分释放了啤酒“净、香、甘、亮、鲜、爽”的六大风味特质
受众人群	年轻群体	特酿技术 使酒内乙醇含量低, 同时保证泡沫绵密丰富, 畅爽过瘾
消费场景	宴请、约会、礼品、自饮	酿造技术 以脱壳 7 天的优质大米为原料, 将纯鲜米香融入新鲜啤酒之中, 采用动态低压煮沸技术保留啤酒原有营养物质
价格带	8-10 元	酵母风味质量调控技术 酵母风味质量调控关键技术体系, 保障啤酒丰富且纯净, 顺爽且饱满的口感, 造就爽口回甜独特风味

资料来源: 京东燕京官方旗舰店, 国信证券经济研究所整理

**价格定位：燕京 U8 享受 8-10 元价格带扩容红利，需求韧性相对较强。**从需求端来看，在“少喝酒、喝好酒”的酒类消费趋势下，消费者持续追逐更高品质的啤酒产品，为 8-10 元次高端啤酒市场的发展奠定基础。从供给端来看，啤酒龙头在高端化战略指引下，营销资源、费用资源均向中档以上的产品倾斜，这是 8 元以上啤酒市场扩容的重要动力。如本报告第二章所述，8-10 元代表产品以更高的性价比受到消费者的欢迎，市场扩容仍在持续，在今年需求整体偏弱的环境中展现出增长韧性。此外，经过啤酒龙头较长时间的渠道网络建设，目前 8-10 元档在餐饮渠道及流通渠道均已具有较高的渗透率，相对于主要集中于夜店、高端餐饮渠道的 10 元以上产品而言，渠道结构更为均衡、抗风险能力相对更强。

图31：目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型，8-10 元细分价格带销量占比约 10-20%



资料来源：国家统计局，公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

表3：2022 年-2024H1，8-10 元档主要单品增长韧性较强

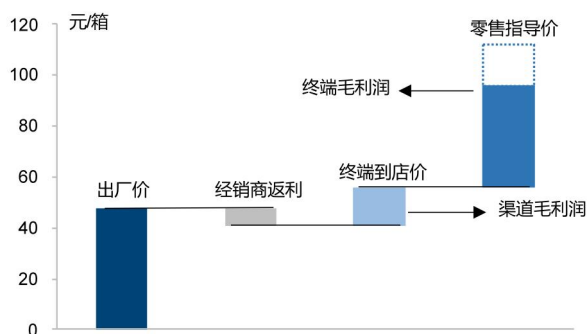
公司	档次	主要单品	销量增速			销量/收入占比 (2024H1)
			2022	2023	2024H1	
华润啤酒	次高档及以上	喜力	30%左右	接近 60%	20%以上	中档及以上产品销量占比超过 50%
		雪花纯生	单位数增长	10%以上	-	
		SPX	单位数增长	单位数增长	-	
		合计	12.6%	接近 20%	单位数增长	
	全部啤酒产品		0.4%	0.5%	-3.4%	-
青岛啤酒	青岛主品牌	青岛经典	7-8%	10%以上	中高端产品销量同比-4.0%	青岛主品牌销量占比 56.4%，其中中高端产品销量占比 41.0%
		青岛纯生	双位数下滑	单位数增长		
		青岛白啤	50%以上	-		
		合计	2.6%	2.7%		
	全部啤酒产品		1.8%	-0.8%	-7.8%	-
百威亚太	高档及超高档	超高端系列	-	10%以上	-	-
		百威系列	-	10%以上	-	-
	全部啤酒产品		0.7%	4.3%	-8.5%	-
重庆啤酒	高档及主流	嘉士伯	-	10%以上	高档产品销量同比增长中单位数	高档产品收入占比 61.6%
		乐堡	中到大个位数	8%左右		
		重庆	-	接近 5%		

	全部啤酒产品		2.4%	4.9%	3.3%	-
燕京啤酒	中高档产品	U8	超 50%	超 36%	-	中高档产品收入占比 68.5%
	全部啤酒产品		4.1%	4.6%	0.6%	-
珠江啤酒	高档	97 纯生	40.7%	-	高档产品销量同比增长 14.3%	高档产品收入占比 70.9%
		纯生系列	15.3%	预计 10%以上		
	全部啤酒产品		4.9%	4.8%	1.4%	-
	啤酒行业*		1.1%	0.3%	0.1%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

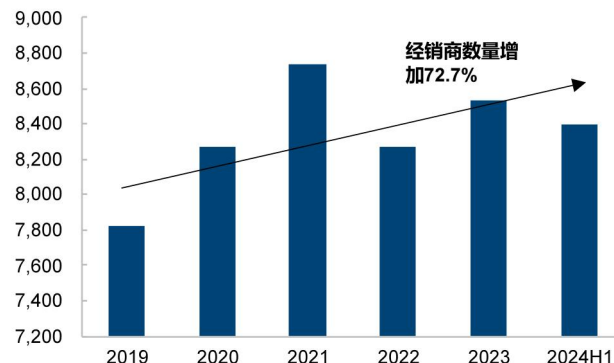
**渠道运营：渠道利润空间具备吸引力，强管控模式维护价格体系稳定。**燕京 U8 主要采用传统分销体系进行销售，借助渠道商的资源市场市场扩张与市场维护。价盘管控是渠道运营的核心，公司根据区域竞争态势及燕京品牌的市场地位，在规定的 8-10 元范围内选择 U8 的终端销售价格，并设置有竞争力的渠道利润空间。U8 渠道毛利率通常在 25%以上，终端门店毛利率可达 40%以上，相较次高档甚至部分高档竞品而言，U8 给予渠道具备吸引力的利润空间。虽然公司将推广资源向 U8 集中，但在促销、搭赠等活动上较为谨慎，避免破坏 U8 价格体系，同时公司成立专门的团队严控窜货等扰乱市场秩序的行为。公司在北京地区对中高端酒的箱体赋予包含经销商信息的二维码，可对窜货行为有效实施处罚。优秀的渠道运营也帮助公司的经销商队伍持续壮大，2024 中报显示经销商数量达 8392 家，较 2019 年末提升 72.7%。

图32: 燕京 U8 渠道价值链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33: 2024H1 公司经销商数量较 2019 年大幅增加



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**创意营销：线上线下全链路营销，打造品牌高端化、年轻化形象。**线上营销方面，公司依次签约王一博、蔡徐坤两位深受年轻人喜爱的一线艺人作为品牌代言人，登上微博热搜前列，实现跨圈破界；电商平台进行新品宣发、直播卖货，2022 年“618”期间耿超董事长亲自带货，直播间观看人数超 145 万人次，凸显燕京品牌自上而下的营销变革决心。线下营销方面，公司更加注重与消费者的沟通与互动。除了通过线下打卡、超级包店等活动赋能终端外，公司专门为燕京 U8 打造“彩盖艺术馆”快闪店，以突出的个性化、时尚化、趣味性场景设计和活动内容吸引年轻人以沉浸式体验方式认识 U8。

图34: 燕京 U8 开展线上线下全链路营销



资料来源: 公司官网, 北京卫视, 国信证券经济研究所整理

**渠道扩张: 先于餐饮渠道打造高品牌势能、培育消费氛围, 再向流通渠道渗透。** U8 发展初期, 优先突破优势市场的餐饮渠道, 目前 U8 在华北市场餐饮渠道的渗透率已高达 70%, 成功打造品牌形象, 且消费氛围逐步培育成熟。2023 年以来, 公司在继续推进餐饮终端渗透的同时, 开始加快对于流通渠道渗透, 持续提升零售网点铺货率, 并加大对流通终端的柜面陈列等费用的投入。在非优势区域, 渠道拓展仍以餐饮渠道为核心, 同时选择当地优质流通终端进行渗透。

**扩充 U8 产品矩阵, 助力多渠道扩张。** 1) 公司补充 U8 产品品规, 以适配不同渠道的需求。如加大易拉罐产品在流通领域的铺货和建设, 2024 年下半年开始借助 256ml 小瓶装 U8 产品布局夜场渠道, 在 KA 渠道推广 1\*6 规格主题盒装 U8 等。2) U8 品牌内部进行产品迭代, 公司于 2022 年推出 U8 plus 产品, U8 plus 的麦芽浓度为 10° P, 具备瓶装 500ml 和 946ml 两个规格, 较常规 U8 的酒精度与单价更高。燕京 U8 plus 与常规 U8 形成互补, 为消费者提供更多品类选择, 同时作为保护型战术产品补齐了 U8 的内部产品矩阵, 带动燕京 U8 体系向上延伸。

**巩固强势区域销售基础, 加快成长性市场的开发。** 市场拓展方面, 公司一方面通过渠道及终端运营、非现饮渠道扩张巩固其在强势区域的竞争优势, 另一方面加快华中、华南、华东地区的市场开发, 2023 年以来公司在东三省、四川、山东等成长性市场的拓展已有成效。2022 年以来公司开展“百县工程”, 即选定部分区县市场进行深耕, 打造市场拓展样板, 再通过示范效应将样板市场成果扩散到其他弱势市场。百县工程的实施亦帮助 U8 打开部分空白市场, 获取增量。产能方面, 公司在多地新增 U8 产线, 或通过技改的方式将原有产能切换为 U8 产能, 为 U8 的市场扩张提供保障。例如 2022 年 1 月, 燕京啤酒包头工厂的 U8 产线投产, 年产量增加约 3 万吨, 2024 年 8 月, 燕京啤酒河北公司投产一条年产量 10 万吨的 U8 产线。

**中性预计 2025 年燕京 U8 销量达到 87 万吨, 销量占比提升至 21%。** 2022 年燕京啤酒实现销量 377 万吨, 其中优势区域(北京、河北、内蒙古、天津)销量占比约 60%。2022 年燕京 U8 总销量 40 万吨, 销量占比约 11%, 其中约 27 万吨来自优势区域。由于行业整体销量基本平稳, 燕京啤酒有部分渠道扩张带来的增量, 我们假设优势市场与弱势市场总销量均以中低单位数的 CAGR 增长, 且弱势市场销量

增速略高于强势市场。参考同价格带竞品青岛经典在其占有优势的山东地区销量占比在 25%以上,中性情形下,我们预计 2025 年优势区域 U8 销量占比提升至 23%;参考 8-10 元啤酒销量占啤酒行业总销量的比例,假设弱势区域 U8 销量占比提升至 18%,最终测算得 2025 年燕京 U8 销量可达 87 万吨,销量占比提升至 21%。

表4: 中性预计 2025 年燕京 U8 销量可达 87 万吨

地区分类	销量(万吨)/销量占比	2022 年	2025 年			
			中性	CAGR	乐观	CAGR
优势地区	U8 销量	27	57	28.0%	63	32.3%
	总销量	225	246	3.0%	250	3.6%
	U8 销量占比	12%	23%	提升 11.0pct	25%	提升 13.0pct
弱势地区	U8 销量	13	30	32.2%	34	37.8%
	总销量	152	167	3.2%	170	3.8%
	U8 销量占比	9%	18%	提升 9.4pct	20%	提升 11.4pct
公司整体	U8 销量	40	87	29.6%	97	34.3%
	总销量	377	413	3.1%	420	3.7%
	U8 销量占比	10%	21%	提升 10.7pct	23%	提升 12.8pct

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所测算

**燕京 U8 放量将继续拉动供公司盈利能力提升。**燕京 U8 终端指导价 8-10 元,参考同价位竞品吨价水平,我们预计 U8 吨价约 4850 元/吨。参考重庆啤酒整体吨价 4818 元/吨,毛利率 49%,百威亚太整体吨价 5146 元/吨,毛利率 50%,并考虑到啤酒吨均生产成本通常相差较小(不考虑运输费用差异),故预计燕京 U8 毛利率约 49%。据上文测算,中性预期 2025 年燕京 U8 销量达到 87 万吨,销量占比达 21%,贡献收入约 42 亿元、毛利润 21 亿元,拉动毛利率提升约 4.2pct。

表5: 中性预计 2025 年燕京 U8 可拉动毛利率较 2023 年提升 4.2pct

产品系列	指标	单位	2023 年	2025 年(预测)			
				中性	CAGR	乐观	CAGR
U8	销量	万吨	53	87	28.1%	97	35.3%
	吨价	元/吨	4850	4850	-	4850	-
	收入	亿元	25.7	42.2	28.1%	47.0	35.3%
	毛利率	-	49.0%	49.0%	-	49.0%	-
	毛利润	亿元	12.6	20.7	-	23.1	-
其他产品	收入	亿元	116.4	116.2	-0.1%	120.0	1.5%
	毛利率	-	35.1%	40.3%	-	40.8%	-
	毛利润	亿元	40.9	46.8	7.0%	49.0	9.4%
整体	收入	亿元	142.1	158.4	5.6%	167.0	8.4%
	毛利率	-	37.6%	42.6%	-	43.1%	-
	毛利润	亿元	53.5	67.5	12.3%	72.0	16.0%
U8	毛利率贡献		8.9%	13.1%	-	13.8%	-
	拉动毛利率提升			4.2%	-	4.9%	-
其他产品	毛利率贡献		28.8%	29.6%	-	29.3%	-
	拉动毛利率提升			0.8%	-	0.5%	-

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所测算

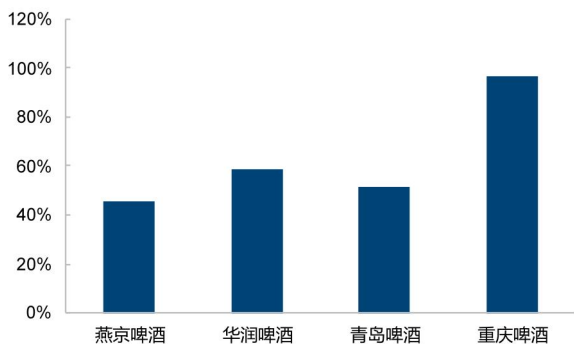
**U8 为公司积累高端化运作经验,高端酒产品矩阵逐步完善,为持续高端化储备动力。**U8 是公司聚力打造的战略大单品,燕京 U8 的成功标志着公司高端化运营能力已有显著提升,公司在高端啤酒的产品设计、渠道拓展与管控、营销策略等诸多方面积累了宝贵的经验,为其他高端化单品的后续发展提供了样板。随着 S12 皮尔森、狮王精酿白啤等一众高端化产品的推出,公司高端酒产品矩阵逐步完善,

U8 积累下的运营、渠道、品牌基础将帮助更多高端产品成长，为产品结构持续优化提供了强大动力。

### 3.2 关厂提效、人员优化、机制改善，深化改革促进效益释放

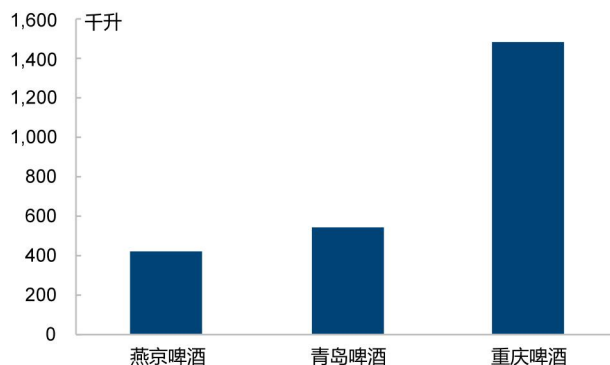
**燕京啤酒产能冗余问题存在，生产端效率尚待提升。**根据公司年报，2023 年燕京啤酒拥有 30 余家工厂，销售量为 394 万吨，而华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒分别拥有 62 /57/19 家工厂，对应销售体量分别为 1115/800/300 万吨，对比而言燕京啤酒工厂数量偏多。从产能利用率看，燕京啤酒 2023 年产能利用率仅为 45.7%，而华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的产能利用率分别为 58.4%/51.7%/96.4%，燕京啤酒产能利用率低于其余三家可比酒企。从人均产量来看，2023 年燕京啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒人均产量分别为 423/540/1489 千升，燕京啤酒人均产量低于主要竞争对手。此外，相比于三家可比酒企，燕京啤酒折旧摊销率偏高，而固定资产周转率较低，均表明公司存在产能优化的空间。

图35: 燕京啤酒 2023 年产能利用率仅为 45.7%



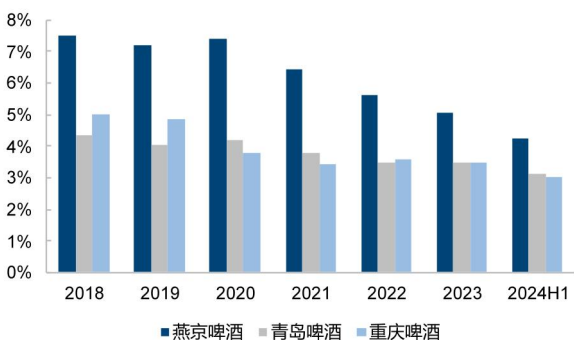
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，其中华润啤酒产能利用率以销量/总产能计算，其余均按照产量/设计产能计算

图36: 燕京啤酒人均产量显著低于可比公司



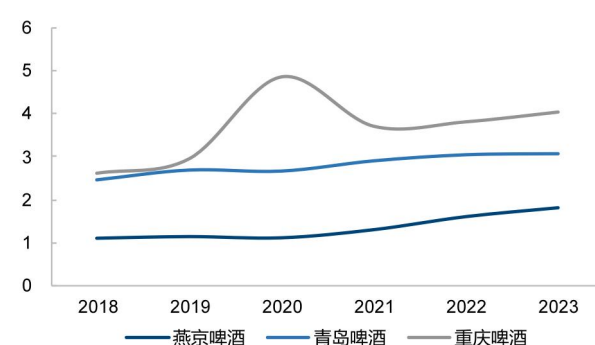
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 燕京啤酒折旧摊销费用占营业收入的比例偏高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38: 公司固定资产周转率低于可比公司

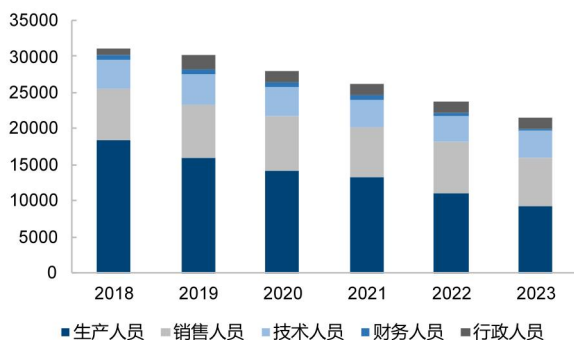


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司实施产销分离、关闭长期亏损的子公司，优化产能及生产人员队伍，提升生产端效率。**2017 年开始公司开始实施产销分离制度，针对长期亏损的弱势地区子公司取缔其生产职能、保留其销售职能。此后，公司稳步推进产能及人员优化工作，通过直接关厂或产权转让加大对长期亏损、扭亏无望的分子公司的清理力度，

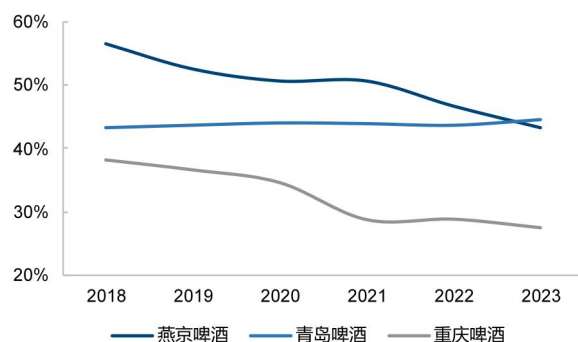
优化资源配置。根据北京产权交易所，2023年3月公司拟转让燕京啤酒（长沙）有限公司80%股权、燕京啤酒（曲阜三孔）有限责任公司74.73%股权，以及燕京啤酒（莱州）有限公司55%股权，三家子公司2021年净利率分别为-28.1%/-18.1%/-23.8%。2024年8月公司继续挂牌转让之前未成交的燕京啤酒（长沙）有限公司的股权，股权转让比例达100%，长沙子公司2023年的净利率为0.6%。随着公司产能优化工作推进，生产人员队伍亦得到优化。2018年以前公司生产人员比例达到55%以上，显著超过青岛啤酒、重庆啤酒40%左右水平。2018-2023年以来的人员优化使得总员工数下降34.0%至21405人，生产人员数下降49.3%至9295人，生产人员比例下降至43.4%，已接近于青岛啤酒的水平。

图39：燕京啤酒员工人数持续精简



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：燕京啤酒生产人员比例持续下降



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6：历次拟转让子公司主要财务表现（万元）

	燕京啤酒（长沙）有限公司	燕京啤酒（曲阜三孔）有限责任公司	燕京啤酒（莱州）有限公司	燕京啤酒（长沙）有限公司
财务报表时间		2021年		2023年
股权转让比例	80.0%	74.7%	55.0%	100.0%
营业收入	200.0	24478.0	15530.7	213.3
营业利润	-56.1	-4463.5	-3613.7	1.8
净利润	-56.1	-4431.3	-3689.3	1.3
净利率	-28.1%	-18.1%	-23.8%	0.6%

资料来源：北京产权交易所，国信证券经济研究所整理

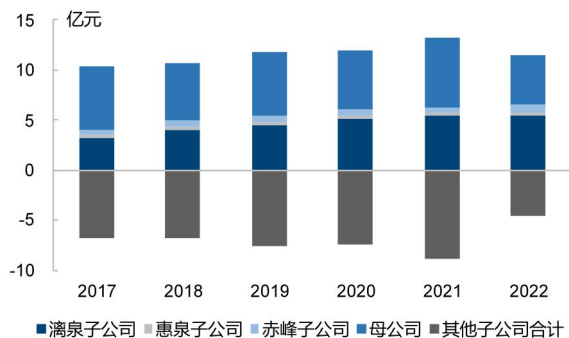
**着力建设卓越管理体系，推动生产端提质增效。**建设卓越管理体系是燕京啤酒“十四五规划”的一个重要任务，旨在采购、生产、物流等多方面充分提升效率。卓越管理体系建设包括以下要求：1) 以标准化的方式统一科学管理工厂；2) 所有工厂保证质量一致、成本最优、交付最及时；3) 通过生产设备的更新升级，为数字化工厂建设打下坚实基础。目前卓越管理体系建设已初现成效，2023年公司已实现27家工厂的1+9架构调整，全集团效率提升5%，综合能耗同比-10.98%。

**针对化制定减亏举措，弱势子公司盈利能力明显改善。**除了关厂、人员优化及建设卓越管理体系，燕京啤酒还因地制宜开展子公司减亏专项工作。2021年公司制定了以高管责任制为核心的弱势子公司减亏方案，总部赋能、区域协同、激活领导团队活力三管齐下，形成改革合力。2022年所有亏损子公司均实现减亏，其中4家扭亏为盈，2023年又有广东、山东、沈阳3家子公司扭亏为盈，减亏工作成效



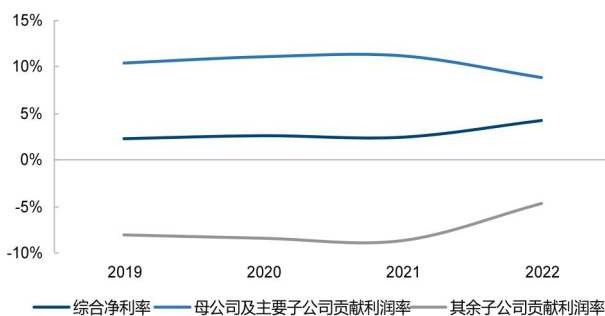
斐然。2021 年以前，仅有漓泉、惠泉、包头雪鹿、赤峰、衡阳五家子公司保持盈利状态，2023 年盈利子公司数已增长至 12 个。从减亏额来看，除母公司及漓泉、惠泉、赤峰三大子公司之外的其他子公司净利润 2022 年实现大幅减亏 4.19 亿元，减亏幅度达 47.5%。

图41：2022 年弱势子公司已实现大幅减亏



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：2022 年弱势子公司对于公司净利率的拖累减轻



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**体制机制改革激活团队，工作队伍的战斗力、责任意识显著增强。**针对此前人员激励不足，工作积极性不高的问题，公司在《国企改革三年行动方案》的指引下，自上而下坚定推行体制机制改革，从市场化改革薪酬与考核体系、建立健全长效激励机制、建立更加市场化的用人机制三个方面入手，打破平均主义，构建“向奋斗者倾斜、多劳多得”的薪酬考核体系，以及“不讲年龄和资历，干部能上能下，人员当优化则优化”的用人机制。公司管理层表示当下总部、各分/子公司任务意识提升、负责人信心增强，员工在奖惩分明的制度下愿意付出、守土尽责。

表7：公司激励与考核制度改革内容

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，以岗定薪、以绩定奖、以能调薪，有效激励核心人才。科学制定管理人员考核办法，强化当期和任期意识，既突出年度业务指标考核，又强调三年任期目标考核，坚持用数据说话，严格奖惩制度。创新考核激励机制，导入增量分享理念，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，激发组织动能，提升发展活力。
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，本着依法依规原则，结合现行薪酬体系和绩效考核体系等管理制度，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。在总部、分子公司的正副职领导层面，采取“内外结合”的选聘方式，推进职业经理人甄选工作，开展职业经理人队伍建设。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**测算 2025 年较 2023 年产能优化可节省折旧摊销费用 0.9 亿元，帮助净利率提升约 0.5pct。**关厂及人员优化短期会造成资产减值费用、人员安置费用等一次性费用增多，但中长期会带来折旧摊销费用、人员薪酬的节省。2023 年燕京啤酒拥有产能 860 万千升，产能利用率为 46%。我们审慎假设，经过十四五期间的产能优化工作，2025 年燕京啤酒达到 55% 的产能利用率水平，公司所需产能约 752 万千升，较 2023 年产能减少 108 万千升（降幅约 13%），测算 2025 年较 2023 年折旧摊销费用节省额约 0.9 亿元，帮助净利率提升约 0.5pct。

**表8: 产能优化节省折旧摊销费用**

指标名称	2023A				2025E
	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒	燕京啤酒
营业收入(百万元)	14815	33937	38932	14213	15840
设计产能(万千升)	293	1432	1910	860	752
产量(万千升)	283	741	1115	393	413
产能利用率	96%	52%	58%	46%	55%
折旧摊销费用(百万元)	515	1182	2277	719	628
实际所得税率	19.7%	24.3%	26.3%	17.7%	17.7%
产能优化后折旧摊销费用节约额(百万元)					91
对净利率提升的贡献(pct)					0.5

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所测算

**测算 2025 年较 2023 年人员优化可节省员工薪酬支出 1.3 亿元, 帮助净利率提升约 0.7pct。**

1) 生产人员: 2023 年燕京啤酒生产人员人均产量为 423 千升/人, 与青岛啤酒、重庆啤酒存在差距。假设 2025 年燕京啤酒通过人员优化, 实现生产人员人均产量达到 540 千升/人的水平, 推算 2025 年公司生产人员数量约为 7654 人, 较 2023 年减少 1641 人(降幅约 18%)。随着公司盈利能力不断提升以及激励机制改善, 假设 2023-2025 年公司生产人员薪酬以每年 5% 的速度增长, 测算得 2025 年生产人员薪酬支出较 2023 年节省约 8800 万元, 帮助净利率提升约 0.5pct。

2) 其他人员: 2023 年燕京啤酒其他人员人均销量为 731 千升/人, 与青岛啤酒的 1104 千升/人、重庆啤酒 1541 千升/人的水平存在较大差距。假设 2025 年公司其他员工人均销量达到青岛啤酒 80% 的人均销量水平, 即 883 千升/人, 推算 2025 年其他人员数量约 4681 人, 较 2023 年减少 709 人(降幅约 13%)。考虑到目前其他员工平均薪酬已在行业处于相对领先的位置, 假设其他人员人均薪酬以每年 3% 的速度增长, 测算得 2025 年其他人员薪酬支出较 2023 年节省约 4600 万元, 帮助净利率提升约 0.2pct。

**表9: 生产人员优化节省薪酬支出**

指标名称	2023A			2025E
	重庆啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	燕京啤酒
营业收入(百万元)	14815	33937	14213	15840
生产人数	1900	13716	9295	7654
产量(万千升)	283	741	393	413
生产人员人均产量(千升/人/年)	1487	540	423	540
生产人员薪酬(百万元)	574	1003	955	867
生产人员平均薪酬(万元)	30	7	10	11
实际所得税率	19.7%	24.3%	17.7%	17.7%
生产人员优化后员工薪酬节约额(百万元)				88
对净利率提升的贡献(pct)				0.5

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所测算

**表10: 其他人员优化节省薪酬支出**

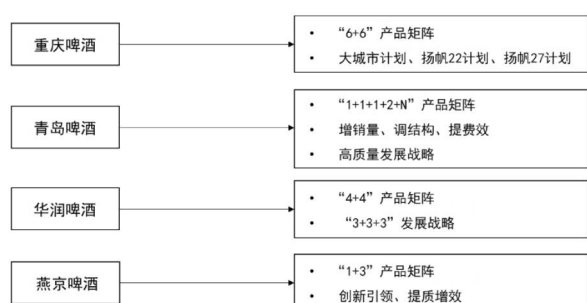
指标名称	2023A			2025E
	重庆啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	燕京啤酒
营业收入(百万元)	14815	33937	14213	15840
其他员工人数	1947	7257	5390	4681
销量(万千升)	300	801	394	413
其他员工人均销量(千升/人/年)	1541	1104	731	883
其他员工薪酬(百万元)	259	832	890	796
其他员工平均薪酬(万元)	13	11	17	18
实际所得税率	19.7%	24.3%	17.7%	17.7%

其他人员优化后员工薪酬节约额（百万元）	46
对净利率提升的贡献（pct）	0.2

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所测算

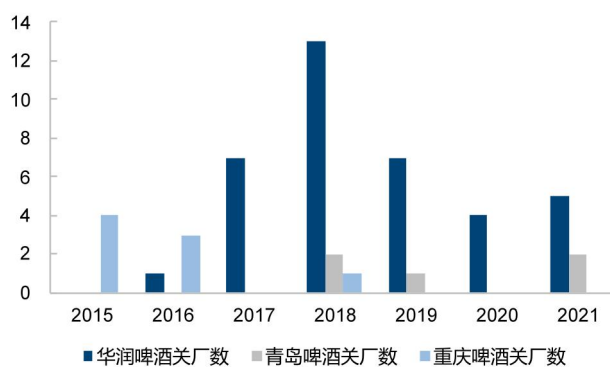
**燕京啤酒的改革路径已被其他啤酒企业验证，改革成功的概率较大。**从华润啤酒、青岛啤酒等龙头的改革历程来看，以调结构、关产能、提人效为核心的改革组合拳行之有效。例如华润啤酒在2017年开启“3+3+3”发展战略，关闭落后产能、优化人员效率，从2016年拥有5.8万名员工优化至2021年拥有2.5万名员工，工厂数量从2019年的74家优化至2021年的65家，单厂产能稳步提升，同时大力推动产品结构升级，从而实现盈利能力稳步提升。青岛啤酒类似，产品端聚焦青岛主品牌，促进产品结构优化，并从2018年以来推进产能整合工作，不断提升生产经营效率。当前燕京啤酒的改革路径和其他啤酒龙头此前的改革路径具备共性，本轮改革的成功概率较大。

图43：龙头酒企均重点开展产品结构升级工作



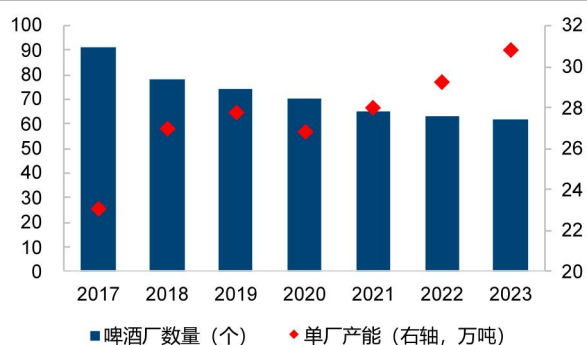
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44：2015-2021年龙头酒企逐步关停落后产能



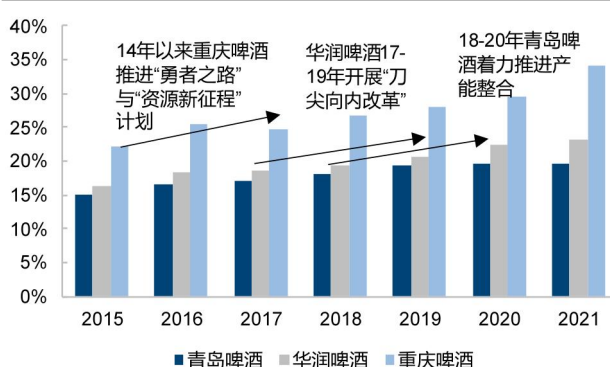
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：2017年以来华润啤酒单厂产能稳步提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图46：产能优化后龙头啤企毛销差均有所提升



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**公司董事长国企改革经验丰富、领导能力突出，管理团队年轻有为，本轮改革具有较强持续性。**新任董事长耿超年轻时曾在军队中历练，之后历任北京市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，国企改革经验丰富，行事雷厉风行，对于管理团队的领导力较强，而其任用的高管团队在公司亦有着扎实的工作基础，并且普遍年轻化、冲劲足，公司内部艰苦奋斗，敢想敢干的氛围愈发浓厚。耿超董事长曾表示改革取得决定性胜利仍需要3-5年时间，公司将在“十五五”期间继续坚持正确改革路径不动摇，持续推进改革，故我们认为公司本轮改革具有较强持续性。

## 4、财务分析

考虑到燕京啤酒主营业务为啤酒生产与销售，公司产品全面覆盖高档、中档、低档价格带，主要在国内进行销售，我们选取五家优质啤酒公司青岛啤酒、华润啤酒、百威亚太、重庆啤酒、珠江啤酒作为可比公司进行财务比较。

### 4.1 盈利能力分析

纵向比较来看，2017年以来燕京啤酒盈利能力稳步提升，净利率自1.5%提升4.5pct至6.0%，归母净利率从1.4%上升3.6pct至5.0%。尤其是2022年以来，公司盈利能力呈加速改善态势，主因改革加速推进带来产品结构升级与降本提效，公司毛利率持续提升，三项费用率逐步下降。

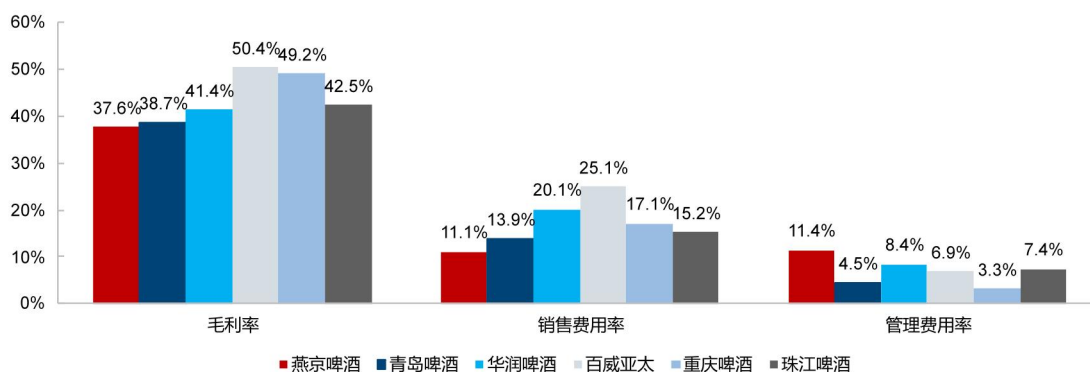
横向对比来看，与可比公司相比，2023年燕京啤酒净利率仍处于偏低水平，其余五家可比公司均录得双位数的净利率水平。进一步拆分来看，2023年燕京啤酒毛利率为37.6%，低于五家可比公司；管理费用率为11.4%，高于五家可比公司，反映公司产品组合的盈利能力仍有改善空间、降费提效仍有较大空间。

图47: 主要啤酒公司净利率水平对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 主要啤酒公司毛利率、销售费用率、管理费用率水平对比

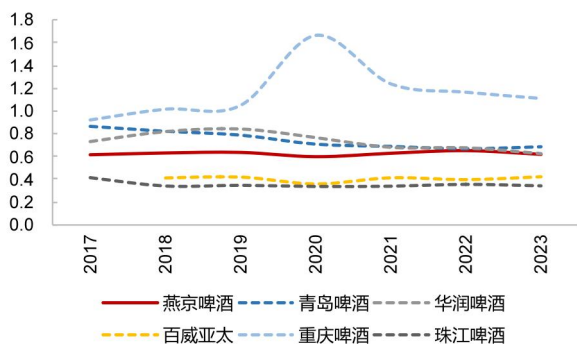


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 4.2 营运能力分析

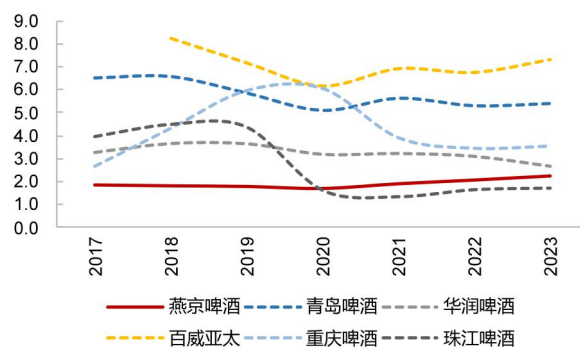
2017-2023 年公司总资产周转率较为稳定，存货周转率与应收账款周转率自 2021 年以来逐年提升，反映公司运营效率已处于提升期。从绝对水平看，2023 年末公司总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率分别为 0.6/2.2/72.2，对应周转天数分别为 608/166/5 天，处于行业中下游位置，存在较大改善空间。

图49：主要啤酒公司总资产周转率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：主要啤酒公司存货周转率对比

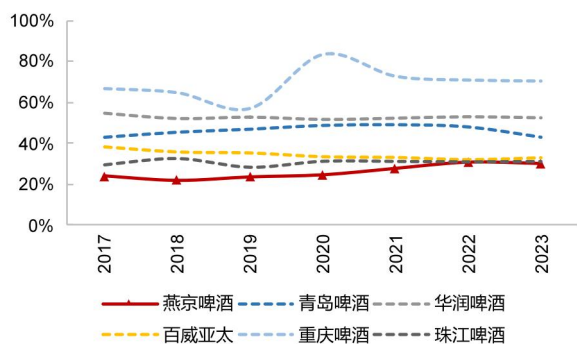


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 4.3 资本结构分析

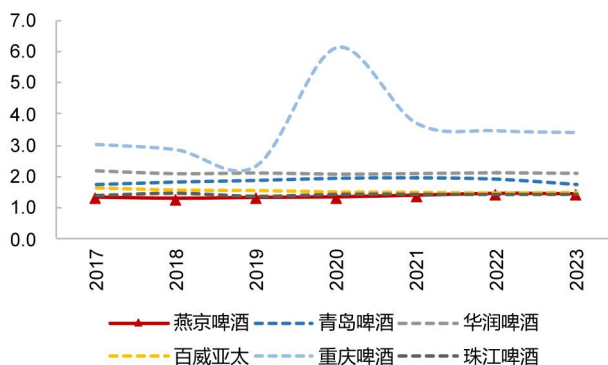
2017-2023 年燕京啤酒资产负债率维持在 20%-32% 区间，权益乘数位于 1.3-1.5 区间内，均低于可比公司。公司账面上自 2015 年以来维持 0 长期借款、0 应付债券，2023 年末公司短期借款余额 5.4 亿元，利息支出较少，可被利息收入充分覆盖（2023 年利息支出 4462 万元，利息收入 2.15 亿元），故公司偿债风险低。纵向比较来看，2017-2023 年公司资产负债率与权益乘数呈小幅提升趋势，同时流动比率与速动比率亦持续上升，表明公司在充分保障短期偿债能力的基础上，逐步增加对财务杠杆的使用。

图51：主要啤酒公司资产负债率对比



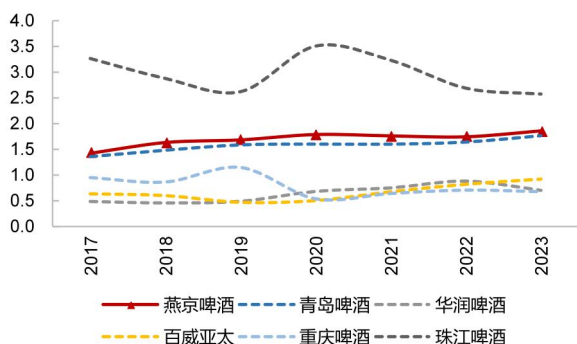
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：主要啤酒公司权益乘数对比



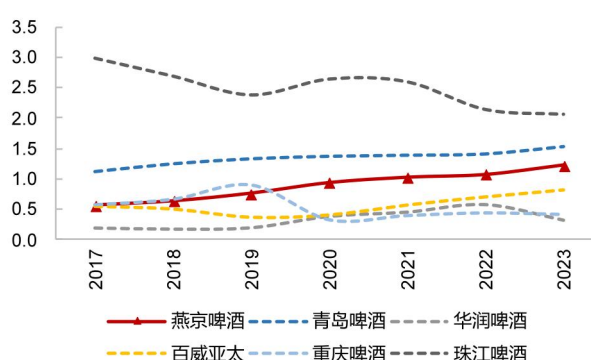
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图53: 主要啤酒公司流动比率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 主要啤酒公司速动比率对比

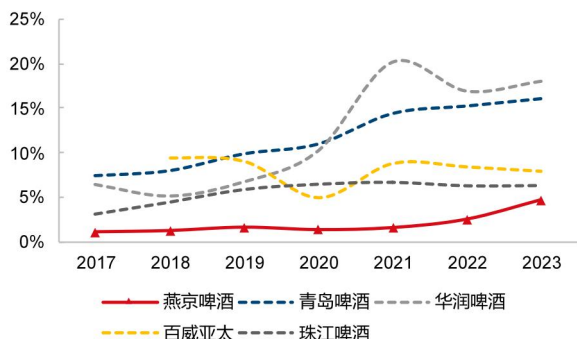


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4.4 净资产收益率分析

2017-2023 年燕京啤酒净资产收益率持续提升, 2021-2023 年净资产收益率分别为 1.7%/2.6%/4.7%, 根据杜邦分析, 公司净资产收益率近年来明显提升的主要原因在于改革多措并举后公司盈利能力的显著改善, 以及公司财务杠杆运用能力强化。纵向比较看, 燕京啤酒净资产收益率仍处于行业内偏低水平, 但 2022-2023 年的增长斜率较为陡峭, 预计后续随着净利率持续提升, 公司将逐步缩小与同行公司的差距。

图55: 主要啤酒公司净资产收益率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 2017-2023 年燕京啤酒杜邦分析

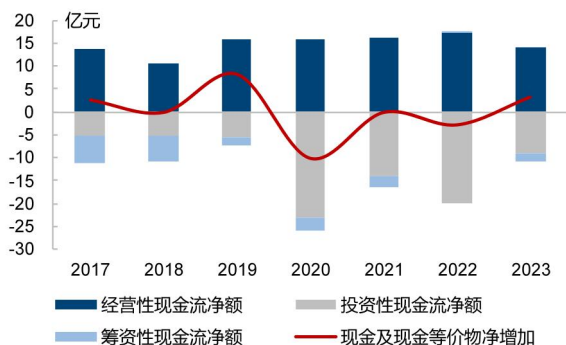
年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净资产收益率	1.3%	1.4%	1.8%	1.5%	1.7%	2.6%	4.7%
销售净利率	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	4.2%	6.0%
总资产周转率	0.62	0.63	0.64	0.60	0.63	0.66	0.62
权益乘数	1.32	1.29	1.31	1.33	1.39	1.45	1.44

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 4.5 现金流量分析

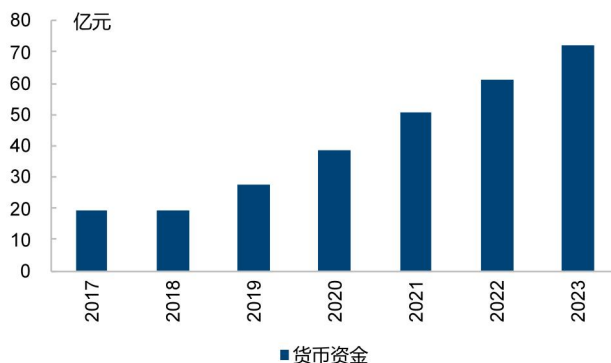
2017-2023 年燕京啤酒经营性现金流充沛, 剔除 2020 年疫情冲击的影响, 公司销售收现呈现上升趋势。2020 年投资性现金净流出额增加, 主要系投资理财产品所支付的现金增加, 2023 年投资性现金净流出额较 2020 年已有所下降。2019 年以来公司货币资金 (含银行存款) 逐年上升, 2022 年/2023 年末公司货币资金持有量分别为 61.1/72.1 亿元, 账上现金充裕。

图57: 2017-2023 年燕京啤酒现金流量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 2017-2023 年燕京啤酒货币资金情况

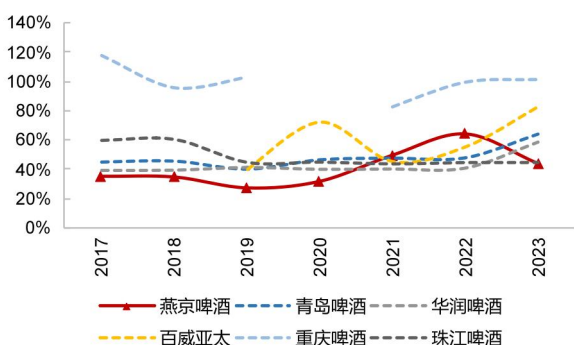


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 4.6 股东回报分析

燕京啤酒 2020 年以来股利分配额持续提升, 2021-2023 年分红率分别为 49.5%/64.0%/43.7%, 与可比公司相比偏低。考虑到公司账上现金充裕, 未来 3 年业绩增长的持续性、确定性强, 且啤酒行业已较为成熟, 公司无需进行大额资本开支, 故预计未来公司分红率有望进一步提升。

图59: 2017-2023 年燕京啤酒股利分配情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 主要啤酒公司股利支付率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 5、盈利预测

**假设前提: 核心单品燕京 U8 维持较快增速, 啤酒业务毛利率稳步提升**

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**啤酒业务:** 1) 收入: 目前公司燕京 U8 单品凭借产品高品质、渠道拓展的进一步加快、良好的厂商关系实现较快增长, 有力拉动中高档啤酒的销量增长, 预计中高档啤酒 2024-2026 年收入同比+9.3%/+10.9%/+10.2%, 普通产品受 6 元以下细分

市场容量收缩影响，预计收入同比-6.0%/-4.5%/-4.8%。综合来看，预计啤酒业务2024-2026年收入136.43/144.91/153.74亿元，同比+4.2%/+6.2%/+6.1%。2) 毛利率：2024年公司产品结构升级叠加成本红利显著，预计毛利率同比提升3.0pct，2025-2026年产品结构拉动毛利率小幅提升，预计2024-2026年啤酒业务毛利率41.9%/43.8%/44.8%。

**其他主营业务：**随着公司燕京纳豆产品体量逐渐增长，预计其他主营业务2024-2026年收入12.26/13.48/14.83亿元，同比增长+10.0%/+10.0%/+10.0%；预计2024-2026年其他主营业务毛利率30.0%/30.0%/30.0%。

综上所述，预计公司2024-2026年营业总收入148.69/158.40/168.57亿元，同比+4.6%/+6.5%/+6.4%，毛利率40.9%/42.6%/43.5%。

表11: 燕京啤酒营收拆分（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>13,202</b>	<b>14,213</b>	<b>14,869</b>	<b>15,840</b>	<b>16,857</b>
yoy	10.38%	7.66%	4.62%	6.53%	6.42%
毛利率	37.44%	37.63%	40.91%	42.60%	43.51%
<b>啤酒业务</b>					
<b>收入</b>	12,183	13,098	13,643	14,491	15,374
yoy	8.90%	7.51%	4.16%	6.22%	6.09%
毛利率	38.44%	38.89%	41.89%	43.77%	44.82%
其中：中高档产品					
收入	7,658	8,679	9,489	10,524	11,597
yoy	13.77%	13.32%	9.33%	10.91%	10.20%
其中：普通产品					
收入	4,525	4,420	4,154	3,967	3,777
yoy	1.54%	-2.33%	-6.00%	-4.50%	-4.80%
<b>其他主营业务</b>					
<b>收入</b>	1019	1114	1226	1348	1483
yoy	31.78%	9.39%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	25.41%	22.77%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

**费用率：**1) 销售费用率：因公司在着力打造U8大单品，预计销售费用会持续增长，但销售费用率预计将随着收入规模的扩大而稳步小幅下降，预计2024-2026年销售费用率11.1%/10.8%/10.5%；2) 管理费用率：受益于公司降本增效动作及收入规模扩大，预计2024-2026年管理费用率逐步下行，分别为10.7%/10.3%/9.9%；3) 研发费用率：预计2024-2026年研发费用率1.7%/1.7%/1.7%；4) 财务费用率：预计2024-2026年财务费用率有所提升，分别为-1.2%/-1.1%/-1.0%。

按上述假设条件，我们得到2024-2026年公司实现营业总收入148.69/158.40/168.57亿元，同比+4.6%/+6.5%/+6.4%，实现归母净利润10.1/12.9/15.3亿元，同比+56.1%/+28.0%/+18.5%，每股收益分别为实现0.36/0.46/0.54元。



表12: 燕京啤酒未来3年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,202	14,213	14,869	15,840	16,857
营业成本	8,259	8,865	8,786	9,092	9,522
销售费用	1,634	1,575	1,650	1,711	1,770
管理费用	1,413	1,620	1,591	1,631	1,669
财务费用	-153	-168	-182	-175	-174
营业利润	692	1,025	1,616	2,078	2,463
利润总额	695	1,039	1,631	2,088	2,473
归属于母公司净利润	352	645	1,006	1,288	1,526
EPS	0.12	0.23	0.36	0.46	0.54
ROE	2.6%	4.7%	7.5%	10.1%	12.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 6、估值及投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值: 11.84-13.42 元

我们将公司分为可预测期(2024-2026年)、过渡期(2027-2033年)和永续期(2034年起)三个阶段, 采用FCFF估值法以反映公司的长期成长价值:

**可预测期(2024-2026年):** 参考前述盈利预测拆解, 我们预计2024-2026年公司实现营业总收入148.69/158.40/168.57亿元, 同比+4.6%/+6.5%/+6.4%, 实现归母净利润10.1/12.9/15.3亿元, 同比+56.1%/+28.0%/+18.5%。

**过渡期(2027-2033年):** 假设公司2027-2033年营收增速仍能保持在约3-7%增速水平且逐年收窄。

**永续期(2034年起):** 长期视角下, 啤酒较休闲食品等品类相比必选属性更强, 预计啤酒行业总销量波动幅度不大, 且公司在北京、广西、内蒙古三个基地市场的品牌认可度高、渠道能力不断强化, 未来有望实现基地市场市占率稳中有升。价格方面, 行业龙头已达成高端化发展的共识, 持续推动产品结构升级。从消费者角度看, 啤酒具备一定的社交属性, 有助于啤酒消费价位逐步提升。此外, 由于高端啤酒的供给受到品牌及优质产能的约束, 掌握高端啤酒供给的几大啤酒龙头具备提价能力。因此我们预计未来公司啤酒销售均价稳步提升。综上, 我们预测FCFF永续增长率为1.8%。

表13: 公司盈利预测假设条件

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率(%)	10.4%	7.7%	4.6%	6.5%	6.4%	5.9%	5.0%	4.7%	4.4%
营业成本/营业收入(%)	62.6%	62.4%	59.1%	57.4%	56.5%	56.0%	55.5%	55.1%	54.7%
销售费用/营业收入(%)	12.4%	11.1%	11.1%	10.8%	10.5%	10.4%	10.3%	10.2%	10.2%
管理费用/销售收入(%)	10.7%	11.4%	10.7%	10.3%	9.9%	9.6%	9.3%	9.2%	9.1%
所得税税率(%)	20.9%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
股利分配比率(%)	78.1%	62.4%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.15	T	17.73%
无风险利率	2.50%	Ka	10.90%
股票风险溢价	7.30%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (元)	10.5	Ke	10.93%
发行在外股数 (百万)	2819	E/(D+E)	99.52%
股票市值 (E, 百万元)	29595	D/(D+E)	0.48%
债务总额 (D, 百万元)	141	WACC	10.89%
Kd	3.50%	永续增长率 (10年后)	1.80%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 1.15x; 无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.50%, 股票风险溢价率取 7.30%; 债务成本采用 5 年期贷款市场报价利率 3.50%; 由此计算出 WACC 为 10.89%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 11.84-13.42 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%
永续 增长 率变 化	2.4%	14.61	13.74	12.98	12.30	11.70
	2.2%	14.41	13.58	12.84	12.18	11.59
	2.0%	14.23	13.42	12.70	12.06	11.49
	<b>1.8%</b>	14.05	13.27	<b>12.57</b>	11.95	11.40
	1.6%	13.88	13.12	12.45	11.84	11.30
	1.4%	13.72	12.98	12.33	11.74	11.21
	1.2%	13.56	12.85	12.21	11.64	11.13

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 11.96-12.88 元

我们选取其他国内啤酒公司青岛啤酒、华润啤酒、百威亚太、重庆啤酒、珠江啤酒作为可比公司, 采用 PE 法进行估值。可比公司 2024/2025 年平均 PE 为 20/18x。考虑公司当前啤酒业务在中高档产品快速放量带动下收入增长动力充足, 且产品组合盈利能力较快提升促进利润弹性释放, 参考青岛啤酒 2018-2020 年改革红利快速释放时期的估值中枢、重庆啤酒 2021 年核心单品红乌苏快速放量时期估值、珠江啤酒 2022-2024 年核心单品 97 纯生快速放量时期估值水平, 结合公司 2019-2023 年青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒 PE-forward 分别为 28.1/30.9/26.7, 审慎给予公司 2025 年 PE 26-28x, 合理价格区间为 11.96-12.88 元, 对应市值区间为 337-363 亿元, 较当前股价有 18-27%的溢价空间。

表15: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
000729.SZ	燕京啤酒	29.2	10.12	0.36	0.46	28.3	22.1	285	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	20.8	68.51	3.27	3.47	21.0	19.7	935	优于大市

0291. HK	华润啤酒	17.1	27.54	1.69	1.80	16.3	15.3	893	优于大市
1876. HK	百威亚太	17.5	7.75	0.49	0.54	15.8	14.3	1,026	未评级
600132. SH	重庆啤酒	20.9	59.26	2.87	3.07	20.7	19.3	287	优于大市
002461. SZ	珠江啤酒	25.5	9.07	0.36	0.41	25.1	22.2	201	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：百威亚太为 Wind 一致预测

## 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 148.69/158.40/168.57 亿元，同比 +4.6%/+6.5%/+6.4%，实现归母净利润 10.1/12.9/15.3 亿元，同比 +56.1%/+28.0%/+18.5%，每股收益分别为实现 0.36/0.46/0.54 元。当前股价对应 PE 估值为 28/22/19 倍。综合上述多角度估值，我们预计现阶段公司合理估值为 11.96-12.88 元，较当前股价有 18-27%溢价空间。考虑到燕京啤酒核心单品 U8 增长势能持续积累，市场及渠道能力不断强化，区域龙头优势巩固，我们看好公司未来业绩成长，维持“优于大市”评级。

## 7、风险提示

### 估值风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 7.30%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.8%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司实际增长率很低或出现负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测风险

- 1、**产品增长不及预期。**目前核心单品燕京 U8 在公司增长中发挥重要作用。如果 U8 未来不能很好适应不断变化的市场需求，或者在市场竞争、市场推广、运营成本控制等方面发生不利变化，都将对公司的盈利水平和未来发展产生一定影响。
- 2、**市场相对集中的风险。**公司啤酒销售市场区域主要集中在华北、华南市场，虽然近年来公司通过持续完善全国营销网络，增强了公司在其他地区的影响力。但是，如果公司不能持续有效地拓展华北、华南地区以外的市场，将对公司未来收入的可持续增长产生不利影响。

## 经营风险

- 1、产品质量风险。**公司具有严格的质量保证体系，但是如果由于质量管理疏忽或不可预见原因发生产品质量问题，可能会给公司品牌形象、行业声誉和经营业绩产生负面影响。
- 2、消费需求弱化风险。**若宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化，公司次高档及以上产品销量增长可能受到阻碍，公司业绩或受到不利影响。
- 3、行业竞争加剧风险。**若行业龙头出现战略转向造成行业竞争加剧，公司或需被动大量增加费用投放以守住其市场份额，从而削弱公司盈利。
- 4、新产品开发风险。**消费者对啤酒口味和品质的要求持续提高。本公司拥有业内领先的技术水平，但仍可能由于技术开发的滞后没有及时推出符合市场需求的新产品，影响公司的经营业绩。
- 5、主要原材料供给波动的风险。**公司业务主要原材料受多重因素影响，如果上游供给出现较大波动将对公司生产能力与盈利能力造成不利影响。
- 6、公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

## 市场风险

- 1、市场资金波动风险。**当前 A 股市场受全球宏观经济形势、宏观政策、全球地缘政治冲突、中美贸易摩擦等多重因素影响，波动率有所放大，如果市场恐慌情绪发酵导致资金大幅流出，公司股价或受到不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6110	7212	6453	5914	5581	营业收入	13202	14213	14869	15840	16857
应收款项	372	243	326	347	369	营业成本	8259	8865	8786	9092	9522
存货净额	4141	3864	4092	4235	4435	营业税金及附加	1153	1221	1277	1361	1448
其他流动资产	183	236	193	206	219	销售费用	1634	1575	1650	1711	1770
<b>流动资产合计</b>	<b>10806</b>	<b>11555</b>	<b>11065</b>	<b>10702</b>	<b>10605</b>	管理费用	1413	1620	1624	1664	1700
固定资产	8108	7766	7814	7827	7714	研发费用	236	246	257	269	287
无形资产及其他	894	1002	969	936	905	财务费用	(153)	(168)	(182)	(175)	(174)
投资性房地产	313	332	348	354	360	投资收益	23	20	20	20	20
长期股权投资	573	576	601	629	659	资产减值及公允价值变动	(103)	(56)	(40)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20797</b>	<b>20449</b>	<b>20244</b>	其他收入	(126)	(40)	(76)	(89)	(108)
短期借款及交易性金融负债	321	541	141	(259)	(659)	营业利润	692	1025	1616	2078	2463
应付款项	1658	1239	1661	1719	1800	营业外净收支	3	14	15	10	10
其他流动负债	4253	4482	4357	4504	4695	<b>利润总额</b>	<b>695</b>	<b>1039</b>	<b>1631</b>	<b>2088</b>	<b>2473</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6232</b>	<b>6263</b>	<b>6159</b>	<b>5964</b>	<b>5836</b>	所得税费用	146	184	289	370	438
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	335	429	509
其他长期负债	197	191	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>645</b>	<b>1006</b>	<b>1288</b>	<b>1526</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6429</b>	<b>6454</b>	<b>6159</b>	<b>5964</b>	<b>5836</b>	净利润	352	645	1006	1288	1526
少数股东权益	840	932	1267	1697	2205	资产减值准备	26	(32)	(14)	(0)	(1)
股东权益	13426	13845	13370	12788	12202	折旧摊销	719	698	558	580	605
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20797</b>	<b>20449</b>	<b>20244</b>	公允价值变动损失	103	56	40	40	40
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(153)	(168)	(182)	(175)	(174)
每股收益	0.12	0.23	0.36	0.46	0.54	营运资本变动	362	106	(177)	28	36
每股红利	0.10	0.14	0.23	0.29	0.35	其它	156	(64)	199	279	359
每股净资产	4.76	4.91	4.74	4.54	4.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>1718</b>	<b>1408</b>	<b>1613</b>	<b>2216</b>	<b>2565</b>
ROIC	3.94%	5.12%	11%	21%	25%	资本开支	(509)	(533)	(600)	(600)	(500)
ROE	2.62%	4.66%	8%	10%	13%	其它投资现金流	(1492)	(383)	(893)	(896)	(898)
毛利率	37%	38%	41%	43%	44%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2001)</b>	<b>(916)</b>	<b>(1493)</b>	<b>(1496)</b>	<b>(1398)</b>
EBIT Margin	4%	5%	9%	11%	13%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	12%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	10%	8%	5%	7%	6%	支付股利、利息	(275)	(403)	(478)	(859)	(1099)
净利润增长率	55%	83%	56%	28%	18%	其它融资现金流	277	218	(400)	(400)	(400)
资产负债率	35%	35%	36%	37%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(164)</b>	<b>(878)</b>	<b>(1259)</b>	<b>(1499)</b>
股息率	0.9%	1.4%	2.2%	2.8%	3.3%	<b>现金净变动</b>	<b>1051</b>	<b>1101</b>	<b>(758)</b>	<b>(539)</b>	<b>(333)</b>
P/E	84.0	45.9	29.4	23.0	19.4	货币资金的期初余额	5059	6110	7212	6453	5914
P/B	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	货币资金的期末余额	6110	7212	6453	5914	5581
EV/EBITDA	29.4	26.0	19.5	15.3	13.0	企业自由现金流	973	835	829	1442	1893
						权益自由现金流	1525	1597	579	1186	1636

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032