

如何看待燕京啤酒后续利润改善空间？

核心观点

- **2023-2027 年我国啤酒总量降幅可控，燕京啤酒份额预计稳中微增。**2023-2027 年中国啤酒主力消费者 15-64 岁人口数将小幅回升，给未来 1-2 年的国内啤酒消费提供消费者数量支撑。同时，参考美、日、韩、德四国啤酒市场，人均啤酒用量随老龄化、健康意识升级以及饮品多元化减少。预计国内啤酒总量在 2023-2035 年将以-1.7%的复合增速缩减，其中 2023-2027 年受益主力消费者数量短期稳定，预计将以-0.9%的复合增速缩减，未来 2 年国内啤酒总量降幅可控。燕京啤酒份额：产品端，燕京啤酒已成功打造全国性中高档成长性大单品 U8，同时公司拥有清爽、鲜啤两大塔基产品，和“1+3”品牌矩阵，产品及品牌势能亮眼。区域端，燕京啤酒深耕北京、内蒙古、广西等市场，核心市场占有率高，且啤酒各区域总体竞争格局稳定，头部啤酒份额仍呈集中趋势，燕京啤酒份额仍将稳中微增。综合预计 2023-2027 年燕京啤酒总销量将以 0.5%复合增速微增，其中预计销量增长主要依靠于相对稳定的啤酒总量市场以及以 U8 为代表的大单品带动下每年平均提升 0.2pct 的市场份额。
- **U8 未来体量空间还有多大？**燕京 U8 是燕京啤酒收入端在 2023-2027 年能保持稳健微增的核心驱动产品，同时也是公司促进产品组合结构性升级、盈利能力提升的关键。参考 8 元左右价格带在中国啤酒市场的占比以及产品、价格高度相似的漓泉 1998 在广西市场燕京啤酒总销量中的占比，预计中性假设下，到 28 年公司啤酒总销量约 400 万千升，其中 U8 占比可达到约 32%，即 128 万千升。
- **改革成效稳步兑现，对比同业空间仍可期。**根据测算，我们预计 2028 年较 2023 年，公司毛利率受益 U8 占比提升、生产人员及产线优化整合以及原料综合价格下降具备 7.9pct 提升空间；营业税金率受益产品结构升级使单价提升有降低 0.7pct 的空间；费用率通过人员优化及薪资体系优化有降低 2.9pct 的空间，考虑子公司减亏后稳态下少数股东损益占比及实际所得税率改善，归母净利率总改善空间约 8pct。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 24 年业绩预告，结合 24H1 子公司减亏情况，我们下调收入，上调净利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.37、0.53、0.64 元（原预测 24-26 年为 0.32、0.42、0.50 元）。我们延续 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 468 亿元，对应目标价 16.59 元，维持买入评级。

风险提示

U8 放量不及预期、降本增效不及预期、啤酒行业整体消费疲软、理论测算结果偏离现实

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	14,957	15,884	16,657
同比增长(%)	10.4%	7.7%	5.2%	6.2%	4.9%
营业利润(百万元)	692	1,025	1,465	1,978	2,333
同比增长(%)	59.1%	48.2%	42.9%	35.0%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	352	645	1,048	1,494	1,799
同比增长(%)	54.5%	83.0%	62.5%	42.6%	20.4%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.37	0.53	0.64
毛利率(%)	37.4%	37.6%	39.3%	41.0%	42.1%
净利率(%)	2.7%	4.5%	7.0%	9.4%	10.8%
净资产收益率(%)	2.6%	4.7%	7.3%	9.8%	11.0%
市盈率	89.2	48.7	30.0	21.0	17.5
市净率	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年02月07日）	11.15 元
目标价格	16.59 元
52 周最高价/最低价	12.33/8.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	281,854/250,961
A 股市值（百万元）	31,427
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 02 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.41	-3.63	3.53	28.62
相对表现%	-3.39	-6.17	9.63	12.2
沪深 300%	1.98	2.54	-6.1	16.42



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

结构升级、原材料成本降低，盈利水平超预期提升	2024-08-23
结构优化明显，盈利持续改善	2023-08-24
结构升级降本提效，老牌燕京重振旗鼓	2023-04-05

目录

燕京啤酒：U8 大单品强势成长，产品矩阵结构升级，份额稳中有增	5
预计到 2027 年，燕京啤酒总销量复合增速仍可维持微增趋势	5
燕京 U8 强势成长，未来体量空间还有多大	6
改革成效稳步兑现，对比同业空间仍可期	9
当下燕京对比同业，盈利能力改善效果如何	9
燕京盈利能力的后续改善空间测算	11
产品结构高端化带来毛利率提升与营业税金及附加率下降空间	11
整合关厂优化人员，提升产能利用率与人效，降低产品成本率与公司费用率	12
内部推动子公司减亏，降低有效税率和少数股东损益占比	18
外部大麦价格从高位持续下行，低原材料成本红利仍可持续	20
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1：啤酒公司按产销量计市场份额.....	5
图 2：燕京啤酒 U8 及非 U8 销量增量.....	7
图 3：中国啤酒行业价格带占比.....	7
图 4：燕京啤酒与同业归母净利率差距对比.....	11
图 5：啤酒公司总折旧摊销金额/总收入.....	13
图 6：啤酒公司产能利用率（总销量/设计产能）.....	13
图 7：啤酒公司总人力成本/营业总收入.....	14
图 8：啤酒公司总销量/员工总人数（千升/人/年）.....	14
图 9：2023 年啤酒公司销售费用率与销售费用中职工薪酬/营业总收入比例对比.....	18
图 10：燕京啤酒本体及旗下主要子公司收入占比.....	19
图 11：燕京啤酒本体及旗下主要子公司合并后净利润占比.....	19
图 12：估值假设主要参数.....	22
表 1：各国啤酒总产量达峰后产量、人均用量、15-64 岁主力消费人口增速拆分及预测.....	5
表 2：燕京啤酒销量、中国啤酒总产量及燕京啤酒份额预测.....	6
表 3：燕京啤酒 2023-2027 年以及 2027-2035 年销量复合增速预测拆分.....	6
表 4：上市公司主要 8 元价格带大单品对比.....	7
表 5：2028 年燕京 U8 内部占比及体量空间测算.....	8
表 6：2024-2028 燕京 U8 内部占比及销量预测.....	9
表 7：燕京啤酒与同业盈利能力拆解对比.....	9
表 8：其他条件不变，假设仅燕京 U8 占比提升使 2028 年公司啤酒业务毛利率及营业税金率改善情况.....	12
表 9：燕京啤酒 U8 占比提升对公司毛利率和营业税金及附加率改善空间的敏感性测试.....	12
表 10：2023 对比 2021 年折旧摊销金额/营业总收入的变化及分摊.....	13
表 11：2023 年啤酒公司折旧摊销率、产能利用率、单位设计产能对应的额折旧摊销金额对比.....	13
表 12：以 2023 年为基数测算燕京啤酒产能利用率提升对燕京啤酒折旧摊销率降低效果的影响.....	14
表 13：各啤酒公司总员工人数、人力成本率、人效、人均薪酬对比.....	15
表 14：燕京啤酒 23 年对比 21 年人力成本各环节贡献的变化分析.....	15
表 15：以 2023 年为基数测算燕京啤酒总人力成本/营业收入弹性.....	16
表 16：以 2023 年为基数测算生产环节的人力成本/营业总收入下降空间.....	16
表 17：2023 年与 2021 年啤酒公司管理类人力成本表现明细对比.....	16
表 18：以 2023 年为基数测算燕京啤酒管理费用中人力成本/营业收入的下降空间.....	17
表 19：燕京啤酒研发费用中人力成本/营业收入的下降空间测算.....	17
表 20：乐观假设下燕京啤酒销售费用中人力成本/营业收入的下降空间测算.....	18

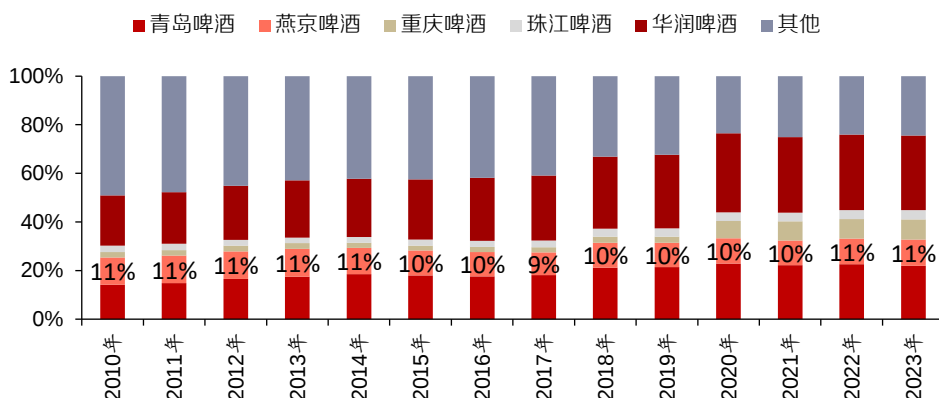
表 21：燕京啤酒并购地方啤酒的历史.....	18
表 22：燕京啤酒原料价格综合预测	20
表 23：燕京啤酒原材料成本占总收入比例预测	20
表 24：燕京啤酒 28 年较 23 年归母净利率的改善空间	21
表 25：股权价值计算结果	23
表 26：FCFF 目标价敏感性分析表	23

燕京啤酒：U8 大单品强势成长，产品矩阵结构升级，份额稳中有增

预计到 2027 年，燕京啤酒总销量复合增速仍可维持微增趋势

啤酒行业格局稳固，燕京啤酒份额在 2021-2023 年提升最多。2023 年按产销量计，华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒的市占率分别为 31%、22%、11%、8%、4%。国内啤酒市场格局总体稳固。边际上，国内头部啤酒品牌自 2020 年以来，呈现以华润啤酒、青岛啤酒为代表的高份额第一梯队龙头市占率微降，以燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒为代表的第二、三梯队份额微增的格局，其中燕京啤酒份额在 2021-2023 年期间提升最多，提高 0.7pct，高于重庆啤酒（0.4pct）、珠江啤酒（0.3pct）、青岛啤酒（-0.3pct）、华润啤酒（-0.4pct）。

图 1：啤酒公司按产销量计市场份额



数据来源：WIND、公司公告、国家统计局、东方证券研究所

对比海外啤酒市场，根据人均啤酒用量和适饮人口数量测算，我国啤酒市场总量在 2027 年前将稳中微降，相对降幅可控。

主力消费人群数量预测：15-64 岁是我国主力劳动人口，同时也是啤酒行业的主力消费者。根据西南财经大学与清华大学联合发布的《中国 2025-2100 年人口预测与政策建议》报告中的预测，预计 2023-2027 年中国 15-64 岁的人口数将小幅回升，给未来 1-2 年的国内啤酒消费提供消费者数量支撑，预计该段年复合增速为+0.1%，至 2028 年左右该年龄段人数再次开启下滑趋势，预计 2023-2035 年总体 15-64 岁人口以约-0.7%的年复合增速减少。

人均啤酒用量预测：参考海外，美、日、韩、德四国啤酒市场在产量达峰后，人均啤酒用量的下滑是啤酒市场总量下降的主要驱动因素。一方面，人口的老龄化会减少人均用量，另一方面，消费者对健康意识的升级以及饮品的多元化替代也会减少人均啤酒用量。2013-2023 年中国啤酒人均用量降幅为-3.0%，该增速受到疫情的负面干扰以及疫情前后宏观消费环境疲软影响，我们预计 2023-2035 年中国的人均啤酒用量年降幅将有所收窄，参考海外预计总体保持-1%的复合增速。

表 1：各国啤酒总产量达峰后产量、人均用量、15-64 岁主力消费人口增速拆分及预测

国家	啤酒总产量 达峰时间	15-64 岁人口 达峰时间	各国啤酒产量达峰后 0-10 年			各国啤酒产量达峰后 10-20 年 (中国为 2023-2035 年的预测数据)		
			啤酒总产量 复合增速	人均饮用量 复合增速	15-64 岁人口数 复合增速	啤酒总产量 复合增速	人均饮用量 复合增速	15-64 岁 人口数复合增速
中国	2013 年	2015 年	-3.09%	-2.98%	-0.12%	-1.7%	-1.0%	-0.7%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

美国	1990 年	持续增长	-0.28%	-1.57%	1.31%	-0.15%	-1.18%	1.04%
日本	1997 年	1995 年	-1.38%	-0.89%	-0.50%	-1.94%	-1.01%	-0.94%
德国	1992 年	1997 年	-1.03%	-1.07%	0.04%	-1.35%	-0.88%	-0.48%
韩国	2013 年	2018 年	-3.21%	-3.15%	-0.06%	-	-	-

数据来源：WIND、西南财经大学、清华大学、东方证券研究所测算（注：由于韩国啤酒产能 2013 年才达峰，因此无达峰后 10-20 年对应 2023-2033 年的数据，中国 2023-2035 年的预测数据为东方证券研究所的测算数据）

综合测算，预计国内啤酒总量在 2023-2035 年整体将以-1.7%的增速缩减，其中 2023-2027 年受益主力消费人群数量的短期稳定，预计将以-0.9%的增速缩减，因此预计未来的 2025-2027 年啤酒市场总量降幅相对可控。

未来市场份额方面，考虑产品端，燕京啤酒已成功打造全国性中高档成长性大单品 U8，U8 在 8 元价格带较竞品表现突出，同时公司拥有燕京清爽、鲜啤两大塔基产品，和“燕京”+“漓泉”“惠泉”“雪鹿”的“1+3”品牌矩阵，产品及品牌势能亮眼，2021-2023 年平均每年产量份额提升 0.33pct。区域端，燕京啤酒深耕北京、内蒙古、广西等市场，在核心市场占有率高，且啤酒行业各区域总体竞争格局稳定，预计燕京啤酒的份额仍将稳中微增。

综合而言，预计 2023-2027 年燕京啤酒总销量将以 0.5%的复合增速微增，其中预计销量增长将主要依靠于相对稳定的啤酒总量市场以及以 U8 为代表的大单品带动下每年提升 0.2pct 的市场份额。

表 2：燕京啤酒销量、中国啤酒总产量及燕京啤酒份额预测

	燕京啤酒销量（万千升）	中国啤酒总产量（万千升）	燕京啤酒份额
2023 年	394.2	3641.1	10.8%
2027 年 E	402.2	3516.8	11.4%
2035 年 E	356.4	2977.6	12.0%

数据来源：公司公告、WIND、西南财经大学、清华大学、东方证券研究所测算

表 3：燕京啤酒 2023-2027 年以及 2027-2035 年销量复合增速预测拆分

2023-2027 年 燕京啤酒销量复合增速	2023-2027 年 中国啤酒总产量复合增速	2023-2027 年 人均用量复合增速	2023-2027 年 15-64 岁人口数复合增速	2023-2027 年 燕京啤酒市场份额年涨幅度
0.5%	-0.9%	-1.0%	0.1%	0.2%
2023-2027 年 燕京啤酒销量复合增速	2023-2027 年 中国啤酒总产量复合增速	2023-2027 年 人均用量复合增速	2023-2027 年 15-64 岁人口数复合增速	2023-2027 年 燕京啤酒市场份额年涨幅度
-1.5%	-2.1%	-1.0%	-1.1%	0.1%

数据来源：公司公告、WIND、西南财经大学、清华大学、东方证券研究所测算

燕京 U8 强势成长，未来体量空间还有多大

燕京 U8 是燕京啤酒收入端在 2023-2027 年能保持稳健微增的核心驱动产品，同时也是公司促进产品组合结构性升级、盈利能力提升的关键。因此，我们进一步测算燕京 U8 未来占比提升空间及体量空间：

U8 相对其他竞品，主要的优势在于：

① 产品差异化，受消费者认可度高。

U8 差异化定位“小度酒大滋味”，为啤酒市场中少数以整米造酒工艺生产的产品，无任何化学添加，通过研发独有的麦芽制麦工艺与麦芽 PYF 因子调控手法，结合 8°P 小度特酿技术，降低了啤酒中的乙醛含量，在同等麦芽浓度下具备更低酒精度数。U8 经典+创新的工艺保留了浓郁麦香的醇厚口感，泡沫绵密丰富，且好喝不上头，符合当下追求健康、低度饮酒的趋势。在包装设计上，U8 采用拉环易拉罐瓶，降低开瓶难度，形成独特辨识度。

② 仍处于明星大单品成长期，渠道利润高推力强。

U8 在 2020 年 5 月开始大力上市推广，由一支销售团队单独运作，市场措施针对性更强、销售政策灵活性更强，是公司总部统筹各子公司合力打造的全国性统一大单品。由于 U8 仍处于成长放量期，U8 全渠道利润率在 8 元价格档中较为领先，经销环节利润约 14 元/箱，考虑返利经销商利润率约 33%，终端利润约 40 元/箱，终端利润率约 71%，高渠道利润带来强推力。

表 4：上市公司主要 8 元价格带大单品对比

公司	产品	配料表	酒精度（%）	麦芽浓度（°P）	容量（ml）	上市时间
燕京啤酒	燕京 U8	水、麦芽、大麦、啤酒花	2.5	8	500	2020 年
华润啤酒	勇闯天涯 SuperX	水、麦芽、啤酒花	3	8	500	2018 年
重庆啤酒	乐堡	水、麦芽、大麦、啤酒花	3.1	8	500	2012 年
青岛啤酒	青岛 1903	水、麦芽、大麦、啤酒花	4	10	500	2014 年
珠江啤酒	97 纯生	水、大麦麦芽、大米、酒花浸膏、酵母	3.6	9	500	2019 年

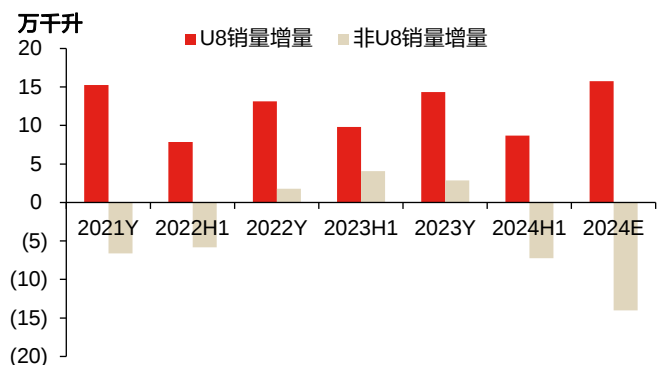
数据来源：公司官网、淘宝、东方证券研究所

未来燕京 U8 主要的增长来源及延伸出的对应增长空间测算：

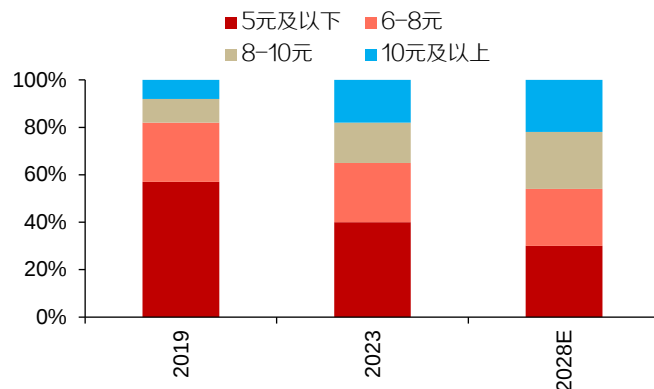
燕京 U8 将受益替代性结构升级与 8 元价格带份额扩张：此前燕京啤酒缺乏真正实现全国统一的大单品，且基石产品燕京清爽、燕京鲜啤定价在 6 元以下，预计 U8 核心增长来源之一就是内部低档产品及此前割裂的区域弱势产品的替代升级。此前，啤酒行业内华润啤酒、青岛啤酒已成功实践过用全国性大单品统一各区域子品牌，其中华润啤酒通过勇闯天涯替换各区域原来并购来的子品牌，青岛啤酒则通过大单品替代整合汉斯、山水、银麦等区域品牌。对于燕京啤酒，2021 年燕京啤酒非 U8 销量萎缩 7 万千升，同期 U8 增量 15 万千升，2024 年预计非 U8 缩量 14 万千升，U8 增量 16 万千升。我们认为基于当前啤酒区域分割竞争和高度集中化的竞争格局，燕京啤酒内部的替代性结构升级属于相对较稳健的 U8 增量来源。同时，燕京 U8 当前在 8 元价格带较竞品具备产品力和渠道利润优势，有望进一步提高公司在中高档价格带的份额。

图 2：燕京啤酒 U8 及非 U8 销量增量

图 3：中国啤酒行业价格带占比



数据来源：北京控股集团年报、公司公告、东方证券研究所（注：2024 年为预测值）



数据来源：勤策消费研究、东方证券研究所

测算 U8 在燕京啤酒内部占比空间：

占比下限：从价格带自然形成的结构角度，考虑 U8 作为燕京啤酒全国化占领 6-10 元价格带的大单品，其在流通渠道实际到手价为 6-8 元，餐饮渠道为 8-10 元，保守假设其最终在公司内部占比与 8 元上下价格带在中国啤酒市场的占比接近，则到 2028 年 U8 内部占比约 24%。

占比上限：考虑公司改革集中资源打造燕京 U8 大单品，且致力于推动公司产品结构升级，乐观视角预计公司 U8 占比将高于价格带形成的自然占比。由于燕京 U8 在产品打造、包装设计、价格定位上均参考了旗下广西市场的漓泉 1998 大单品，且漓泉 1998 在广西当地渗透已相对成熟，我们认为乐观角度可以以广西市场中漓泉 1998 占燕京啤酒当地销量的比例作为燕京 U8 的内部占比上限。但考虑燕京啤酒在广西市场市占率超过其在全国的平均市占水平，而绝对的区域龙头地位给 8 元定价的漓泉 1998 提供了良好的外部竞争环境，因此预计燕京 U8 在燕京啤酒总销量中的渗透率将低于广西市场上漓泉 1998 在燕京啤酒中的渗透率，预计到 2028 年 U8 占比上限约 40%。

综合来看，燕京 U8 在燕京啤酒总销量中的最终占比预计将落在 24%-40%之间，取中值作为中性假设则为到 2028 年 U8 内部占比达到 32%。

U8 内部结构升级替代及外部份额提升的实现路径与进程：从产品角度，公司不断丰富 U8 不同规格的 SKU，在当前市面上主要的 500ML 拉盖瓶装 U8 基础上，24H1 推出 256ml 小规格 U8，拓展覆盖夜场渠道。从渠道拓展角度，燕京 U8 最早以切入餐饮渠道为主，2024 年开始向流通渠道拓展。在 U8 铺货较早且体量已相对较大的北京、河北、天津、内蒙古，其流通渠道拓展进度相较四川、广东、湖南更高。当前燕京 U8 中非现饮占比低于公司整体非现饮占比，估算 2024 年 U8 在自身现饮、非现饮渠道销售量中分别占 21%、14%，预计随着 U8 的进一步推广，U8 产品内部的渠道结构应当同燕京啤酒公司整体趋于一致，流通渠道中 U8 的替代性结构升级可期。

再结合前述对公司总销量的预测数据，我们预计到 2028 年公司啤酒总销量约 400 万千升，其中 U8 占比可达到约 32%。

表 5：2028 年燕京 U8 内部占比及体量空间测算

项目	单位：万千升
2028 年燕京啤酒总销量	400

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

谨慎假设①：燕京 U8 内部占比等于 8 元价格带全行业占比	24%
对应 U8 总量	96
乐观假设②：燕京 U8 内部占比略低于广西市场中漓泉 1998 占当地燕京啤酒总销量的比例	40%
对应 U8 总量	160
中性假设③：取假设①和②的占比均值	32%
对应 U8 总量	128

数据来源：公司公告、勤策消费研究、东方证券研究所测算

表 6：2024-2028 燕京 U8 内部占比及销量预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
销量（万千升）	69	90	107	122	128
Yoy	30%	30.0%	20.0%	13.5%	5.0%
占公司总销量比例	17%	22%	27%	30%	32%

数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

改革成效稳步兑现，对比同业空间仍可期

当下燕京对比同业，盈利能力改善效果如何

其实 2019 年燕京啤酒便开始推动公司转型，进行高端化布局，当年提出“三大抓手、四大举措”五年增长与转型战略，以“产品、渠道、区域”为三大抓手、“强大品牌、夯实渠道、深耕市场、精实运用”为四大举措。但由于彼时 2017 年上任董事长的赵晓东在 2020 年因涉嫌违法被立案调查，导致公司在 2019-2021 年组织管理较为动荡，未很好地推进该转型。2022 年耿超总上任董事长后，带领新一届领导班子提出“二次创业、复兴燕京”，公司正式系统性推动生产、营销、研发、文化、机制的国企改革。

其中，对公司盈利能力产生直接影响的核心改革举措，主要是：①聚力打造 U8 大单品，推动产品结构高端化升级，促进毛利率提升。②产销分离、整合产线、优化人员，提升产能利用率与人效，降低费用率。③帮助子公司减亏，降低公司整体实际税率与少数股东损益占比。而此前市场对燕京啤酒主要的投资逻辑就是基于产品高端化、关厂提效、人员优化、子公司减亏的改革之下，预期后续燕京啤酒能改善此前远低于同业的净利率，对标同业实现盈利能力的持续提升。

因此站在当前时点，我们先拆解分析截止 24Q1-Q3，燕京啤酒纵向和自身对比，同比 21Q1-Q3，过去 3 年其改革带来的盈利能力提升效果如何？以及对比同业，其盈利能力当前仍有哪些差距，2021-2024 年公司和同业比较，哪些盈利能力得到了改善？

表 7：燕京啤酒与同业盈利能力拆解对比

最新财报时间	2024Q1-Q3	2024Q1-Q2	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3	2024Q1-Q3
财务比率	燕京啤酒	华润啤酒	青岛啤酒	珠江啤酒	重庆啤酒
毛利率	45.1%	48.3%	41.8%	49.3%	49.2%
同比 21 年	2.8%	4.6%	-1.9%	0.2%	-4.0%
燕京-竞对		-3.3%	3.3%	-4.2%	-4.1%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

同比 21 年（正值代表改善）		-1.8%	4.7%	2.6%	6.8%
税金及附加率	8%	-	7%	8%	6%
同比 21 年	-0.6%	-	-1%	-1%	0%
燕京-竞对		-	1.4%	0.2%	1.9%
同比 21 年（负值代表改善）		-	-0.1%	0.7%	-0.1%
销售费用率	12.0%	17.2%	11.8%	14.7%	15.1%
同比 21 年	-0.2%	0.8%	-5.0%	-2.3%	-3.6%
燕京-竞对		-5.2%	0.2%	-2.7%	-3.1%
同比 21 年（负值代表改善）		-1.0%	4.8%	2.1%	3.4%
管理费用率	11.2%	6.1%	3.2%	6.4%	3.1%
同比 21 年	-0.4%	-2.0%	-1.0%	-0.3%	-0.6%
燕京-竞对		5.1%	8.0%	4.8%	8.1%
同比 21 年（负值代表改善）		1.6%	0.6%	-0.1%	0.2%
财务费用率	-1.3%	0.2%	-1.5%	-2.2%	-0.2%
同比 21 年	-0.4%	0.2%	-0.8%	2.2%	-0.1%
燕京-竞对		-1.5%	0.2%	0.9%	-1.1%
同比 21 年（负值代表改善）		-0.6%	0.4%	-2.7%	-0.3%
实际所得税率	14.2%	-	23.8%	15.4%	19.5%
同比 21 年	-5.2%	-	-0.9%	-0.9%	-0.2%
燕京-竞对		-	-9.6%	-1.2%	-5.3%
同比 21 年（负值代表改善）		-	-4.3%	-4.3%	-5.0%
净利润率	11.8%	19.4%	17.7%	16.9%	20.4%
同比 21 年	5.3%	-1.9%	3.8%	0.5%	1.1%
燕京-竞对		-7.6%	-5.9%	-5.1%	-8.6%
同比 21 年（正值代表改善）		7.2%	1.4%	4.7%	4.2%
少数股东损益占比	14.9%	0.6%	2.7%	2.1%	50.1%
同比 21 年	-1.9%	0.5%	-0.1%	0.1%	-1.6%
燕京-竞对		14.3%	12.2%	12.8%	-35.1%
同比 21 年（负值代表改善）		-2.3%	-1.7%	-1.9%	-0.2%
归母净利润率	10.0%	19.3%	17.2%	16.5%	10.2%
同比 21 年	4.6%	-2.0%	3.7%	0.5%	0.9%
燕京-竞对		-9.3%	-7.2%	-6.5%	-0.2%
同比 21 年（正值代表改善）		6.6%	0.9%	4.1%	3.7%

数据来源：WIND、东方证券研究所（注：同比 21 年指同比 21 年同期数据，比如 2021Q1-Q3）

纵向对比：燕京啤酒 24Q1-Q3 的归母净利润率较 21Q1-Q3 提升了 4.6pct，核心改善来源于毛利率在该区间提升了 2.8pct，同时税金及附加率、管理费用率、销售费用率、财务费用率较为平均地下降了 0.2-0.6pct。我们预计毛利率的改善主要来源于毛利率更高的 U8 销量占比的提升，以及产销分离后优化冗余生产人员、整合工厂后降低折旧摊销比率带来的生产效率的提升。

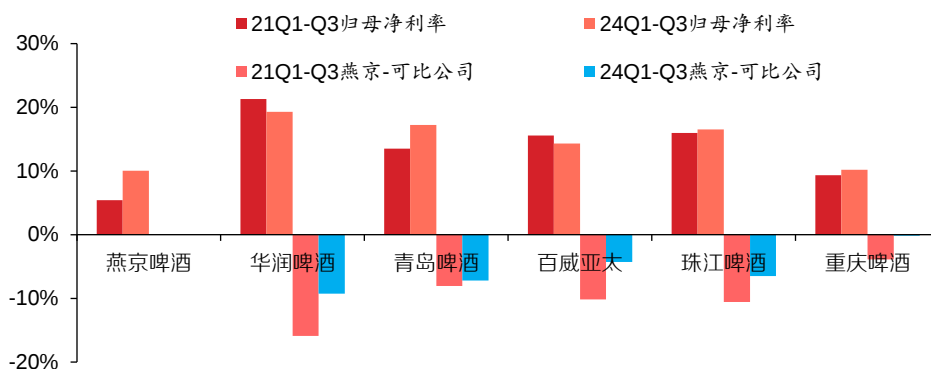
横向对比：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

- ① 21Q1-Q3，燕京啤酒较同业归母净利率平均低 9.7pct，到 24Q1-Q3 综合盈利能力差距在改革下显著改善，公司较同业归母净利率平均低 5.5pct，缩小了 4.2pct 的差距。主要的相对同业的改善仍然来源于毛利率的提升，燕京啤酒相对行业显著更高的管理费用率的改善却相对有限。
- ② 截至 24Q1-Q3，燕京啤酒毛利率仍较上市啤酒同业普遍低 3-4pct、税金及附加率高 0-2pct、管理费用率高 5-8pct，而燕京传统具备优势的销售费用率较同业低 3-5pct。

综合来看，过去 3 年燕京啤酒国企改革带来的公司盈利能力提升效果显著，往后展望，对比华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒，燕京啤酒归母净利率仍有 6-9pct 的提升空间，其中产品结构提升与生产人员优化带来的毛利率的提升与税金及附加率的下降预计最有望实现，管理费用率在长期将提供更广阔的盈利改善空间。

图 4：燕京啤酒与同业归母净利率差距对比



数据来源：WIND、东方证券研究所

燕京盈利能力的后续改善空间测算

产品结构高端化带来毛利率提升与营业税金及附加率下降空间

聚力打造 U8 大单品，推动产品结构高端化升级。燕京啤酒在 19 年-20 年才推出 8 元以上价格带的核心高端化单品 U8 和 V10，开启产品结构升级。而当前华润啤酒高端化的核心单品雪花纯生、勇闯天涯 super X 分别于 2009 年、2018 年就已上市，青岛啤酒的高端化核心单品青岛纯生、青岛白啤、青岛经典 1903 分别在 2010 年、2015 年、2014 年就已上市，相较之下燕京啤酒高端化进程慢于龙头，导致此前毛利率低于同业。2022 年开始，公司进一步聚焦全国统一中高端大单品 U8 的打造，并于当年推出鲜啤 2022、U8 PLUS、S12 皮尔森等产品，深化结构升级。

产品结构升级改善燕京啤酒盈利能力的直接路径主要有 2 条：①中高端产品 U8 的毛利率相较中低档基石产品鲜啤和清爽更高，随着 U8 占比提升，公司产品组合的平均毛利率将提升。②定价更高的 U8 占比提升带动公司整体吨价提升，而当燕京啤酒的啤酒吨价超过 3000 元/吨时，啤酒营业税金及附加中占比约 74%的消费税随啤酒吨价的提升占收入的比例降低，从而带动营业税金及附加比例降低。

据此测算，若 2028 年燕京啤酒 U8 销量内部占比达到 32%，则公司毛利率将较 23 年提升 4.2pct，营业税金及附加率将较 23 年降低 0.7pct，两项合计提高税前利润率近 4.9pct。

表 8：其他条件不变，假设仅燕京 U8 占比提升使 2028 年公司啤酒业务毛利率及营业税金率改善情况

燕京啤酒	指标	单位	2023 年	2024E	2028E
U8	销量	万千升	53	69	128
	占比		14%	17%	32%
	单价	元/千升	5500	5500	5500
	收入	亿元	29	38	70
	毛利率		50%	50%	50%
其他产品	销量	万千升	341	327	272
	占比		86%	83%	68%
	单价	元/千升	3309	3309	3309
	收入	亿元	113	108	90
	毛利率		32%	32%	32%
整体	销量	万千升	394	396	400
	同比 23 年			0.4%	1.36%
	单价	元/千升	3605	3691	4010
	同比 23 年			2.4%	11.24%
	毛利率		36%	37%	40%
	同比 23 年			1.0%	4.2%
	税金及附加率		8.6%	8.4%	7.9%
	整体毛利率提升空间(较 23 年)				4.2%
	整体营业及税金率下降空间(较 23 年)				-0.7%
	整理税前利润率提升				4.9%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

表 9：燕京啤酒 U8 占比提升对公司毛利率和营业税金及附加率改善空间的敏感性测试

	U8 占比							
	22%	27%	30%	32%	33%	34%	35%	40%
对应 U8 体量（万千升）	88	108	120	128	132	136	140	160
税前利润率同比 23 年提高幅度	2.4%	3.7%	4.4%	4.9%	5.1%	5.4%	5.6%	6.7%
整体毛利率提升空间(较 23 年)	2.0%	3.1%	3.7%	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%	5.7%
整体营业及税金率下降空间(较 23 年)	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-1.0%
公司整体毛利率	37.9%	39.0%	39.6%	40.0%	40.2%	40.4%	40.6%	41.5%
公司整体营业税金及附加率	8.2%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.7%	7.6%

数据来源：WIND、东方证券研究所

（注：表 8、9 均假设到 2028 年燕京啤酒总销量 400 万千升，且均假设除 U8 占比外，U8 及其他产品各自的单价、毛利率等其余参数变量保持与 23 年一致不变。）

整合关厂优化人员，提升产能利用率与人效，降低产品成本率与公司费用率

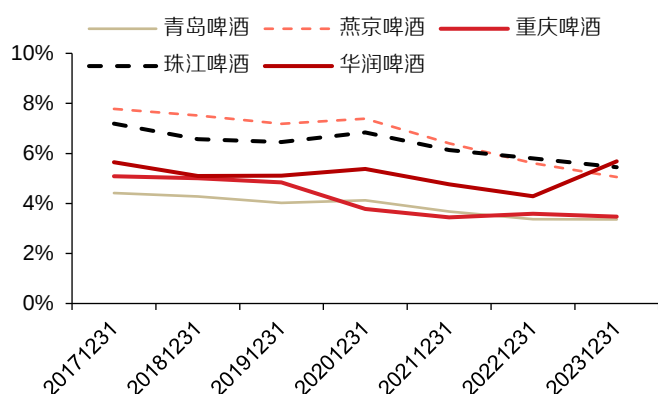
整合关厂、优化人员，提升产能利用率与人效，降低费用率。对比同业，华润啤酒在 2016-2021 年便密集关闭了近 40 家工厂，重庆啤酒早在 2015-2018 年密集关闭近 10 家工厂，燕京啤酒受国

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

企属性影响，在关厂及人员优化方面此前更加谨慎，导致公司过去产能利用率低、折旧摊销占收入比例高、人员大量冗余、人效远低于同业。2021 年，公司就完成了十余家工厂的产销分离工作，当年员工人数同比减少 1839 人。

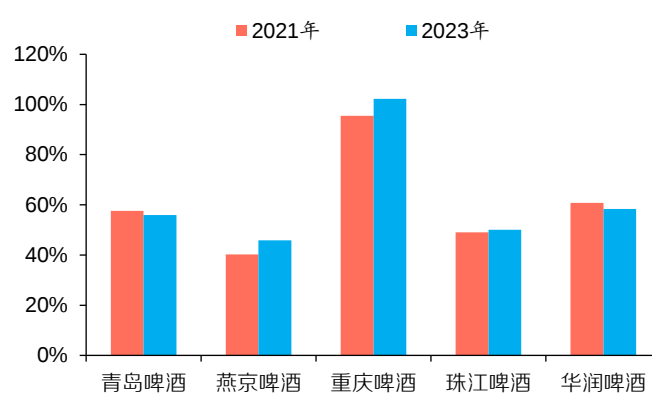
从总折旧摊销金额/总收入来看：此前燕京啤酒产能利用率远低于同业，2021 年时公司产能利用率 40%，明显低于珠江啤酒（49%）、青岛啤酒（58%）、华润啤酒（61%）、重庆啤酒（96%）。2021 年公司便开始结合啤酒工厂营销半径，通过合并同一市场内较低效工厂、在高级别城市建立智能化工厂覆盖低级别城市等方式提高产能利用率。到 2023 年公司产能利用率较 2021 年提升 6pct 到 46%，虽然仍然低于同期珠江啤酒（50%）、青岛啤酒（56%）、华润啤酒（58%）、重庆啤酒（102%），但差距显著收窄。

图 5：啤酒公司总折旧摊销金额/总收入



数据来源：WIND、东方证券研究所（注：总折旧摊销：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧(亿元)+ 无形资产摊销(亿元)+ 使用权资产折旧(亿元)）

图 6：啤酒公司产能利用率（总销量/设计产能）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

对应的 2021 年时，燕京啤酒总折旧摊销金额/总收入的值为 6.4%，较同业普遍高 2-3pct，到 2023 年折旧摊销率已经下降 1.4pct 至 5.1%，与珠江啤酒（5.4%）、华润啤酒（5.7%）接近，但仍高于青岛啤酒（3.4%）、重庆啤酒（3.5%）。进一步拆分 2023 年较 2021 年下降的折旧摊销率，分摊到生产成本的折旧摊销率下降了 1pct，是最主要的节约来源，贡献了毛利率中 1pct 的提升；其次分摊到管理费用的折旧摊销率下降了 0.4pct，贡献了管理费用率中 0.4pct 的下降。

表 10：2023 对比 2021 年折旧摊销金额/营业总收入的变化及分摊

	2021 年	2023 年	2023 年同比 2021 年
总折旧摊销/营业总收入	6.4%	5.1%	-1.4%
——分摊到生产成本的部分	4.3%	3.4%	-1.0%
——分摊到管理费用的部分	1.9%	1.6%	-0.4%
——分摊到研发费用的部分	0.2%	0.1%	0.0%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 11：2023 年啤酒公司折旧摊销率、产能利用率、单位设计产能对应的额折旧摊销金额对比

2023 年	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	华润啤酒
总营收（亿元）	339	142	148	54	401
折旧摊销金额（亿元）	11.4	7.2	5.1	2.9	22.8
折旧摊销金额/总营收	3.4%	5.1%	3.5%	5.4%	5.7%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

同比 21 年	-0.32%	-1.35%	0.03%	-0.69%	0.91%
总销量（万千升）	801	394	300	140	1115
总产量（万千升）	741	393	283	140	未披露
设计产能（万千升）	1432	860	293	280	1910
总销量/设计产能	56%	46%	102%	50%	58%
同比 21 年	-2%	6%	7%	1%	-2%
单千升设计产能对应的折旧摊销金额（万元）	80	84	176	105	119
同比 21 年	-1%	-2%	14%	-2%	32%
单千升销量对应的折旧摊销金额（万元）	142	182	172	209	204

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

后续公司折旧摊销率下降空间测算：考虑公司单位设计产能对应的折旧摊销金额主要受工厂历史的入账成本影响，且燕京啤酒 23 年 84 万元/千升/年的单位设计产能对应的折旧摊销金额已经处于行业较低水平，预计后续公司总折旧摊销率的下降主要依赖于整合工厂及产线带来的产能利用率的提升。**综合测算，若燕京啤酒的产能利用率提升至对标青岛啤酒、珠江啤酒和华润啤酒的均值 55%，也就是在 23 年基础上增加 9pct，则其折旧摊销率税前可下降 0.8%，参考历史分摊比例，归属于生产成本的部分可以使同一产品的毛利率提升 0.6pct，使管理费用率下降 0.2pct。**

表 12：以 2023 年为基数测算燕京啤酒产能利用率提升对燕京啤酒折旧摊销率降低效果的影响

	燕京啤酒 23 年	对标青啤	对标重啤	对标珠江	对标华润	剔除重啤后均值
假设优化后产能利用率：（总销量/设计产能）	46%	56%	102%	50%	58%	55%
对应优化后设计产能（万千升）	860	705	385	787	675	719
对应优化后总折旧金额（亿元）	7.2	5.9	3.2	6.6	5.6	6.0
可降低的总折旧摊销（亿元）	0.0	1.3	4.0	0.6	1.5	1.2
实际所得税率（均按照燕京 23 年）	18%	18%	18%	18%	18%	18%
可增厚的净利润（考虑所得税）（亿元）	0.0	1.1	3.3	0.5	1.3	1.0
可降低的总折旧摊销/营业收入（税前）	0.0%	0.9%	2.8%	0.4%	1.1%	0.8%
——分摊给同一产品毛利率（分 71%）	0.0%	0.6%	2.0%	0.3%	0.8%	0.6%
——分摊给管理费用率（分 29%）	0.0%	0.3%	0.8%	0.1%	0.3%	0.2%

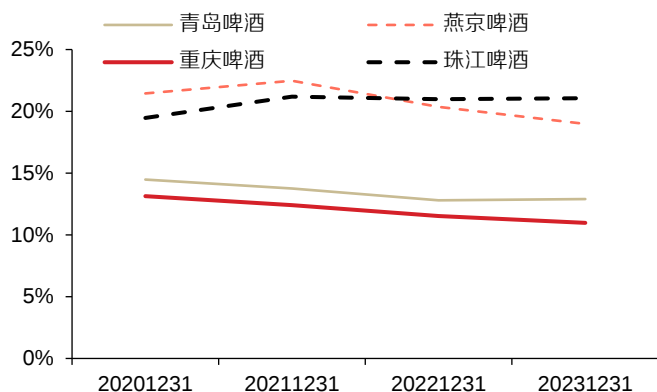
数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所（分摊比例 71%和 29%参考的 21-23 年历史降幅的分摊比例）

（注：考虑重啤设计产能口径与其他公司有所差异，谨慎考虑参考剔除重啤后均值）

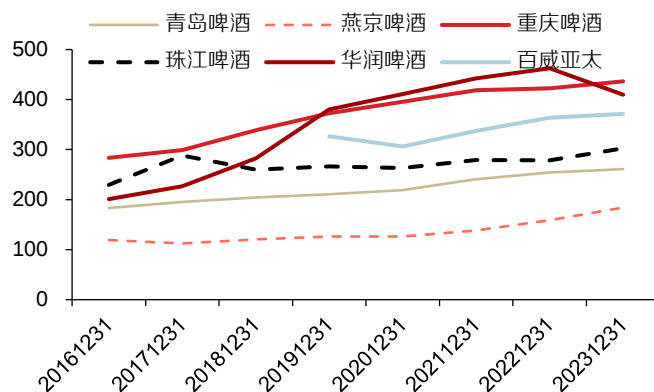
人力成本节约测算：此前 21 年时，燕京啤酒人力成本/营业收入的比例达到 21%，高于珠江啤酒（19%）、青岛啤酒（14%）、重庆啤酒（13%），主要系其员工人效远低于同业，人员冗杂，21 年燕京啤酒人均销量仅 138 千升/人/年，远低于青岛啤酒（241）、珠江啤酒（279）、重庆啤酒（419）等。21 年起公司推动产销分离，关停部分工厂的老旧低效产线，保留工厂销售职能，将啤酒生产集中到优质高效的工厂，优化了相较同业更加冗余的以生产人员为主的员工，以及相关行政管理类员工。同时，耿总上任后推动薪酬市场化改革，奉行能上能下的灵活任职机制，破除平均主义，给予业绩领先的员工涨薪，末尾员工降薪，极大地激发了员工的积极性，提振人效。到 23 年，燕京啤酒总人力成本/营业总收入的比例下降 3.5pct 至 19%，低于珠江啤酒，但仍较青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒高 3-8pct。其中，相较 21 年，到 23 年燕京啤酒的员工总数下降 4740 人，减少 18%；人效提升 33%，人均薪酬上涨 23%。

图 7：啤酒公司总人力成本/营业总收入

图 8：啤酒公司总销量/员工总人数（千升/人/年）



数据来源：WIND、东方证券研究所



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 13：各啤酒公司总员工人数、人力成本率、人效、人均薪酬对比

2023 年	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
营业总收入（亿元）	339	142	148	54
员工总人数（人）	30687	21405	6869	4637
同比 21 年	-7%	-18%	3%	1%
较 21 年变化人数	(2260)	(4740)	210	64
总销量（万千升）	801	394	300	140
总人力成本（亿元）	44	27	16	11
总人力成本/营业总收入	13%	19%	11%	21%
同比 21 年	-1%	-3%	-1%	0%
全体员工平均人效（总销量/员工总人数）(千升/人)	261	184	436	303
同比 21 年	8%	33%	4%	8%
全体员工人均薪酬（万元/人）	14	13	24	24
同比 21 年	13%	23%	-3%	16%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

（注：图 7、表 13 所用总人力成本为财报披露的营业成本中人工工资+销售费用中工资薪酬+研发费用中工资薪酬+管理费用中工资薪酬之和）

21-23 年的改革效果主要体现在生产环节人力成本率的改善：进一步分拆到生产、销售、管理、研发各环节后，2023 年较 2021 年燕京啤酒人员数量方面主要减少的是生产人员，共减少 3963 人，占到总减少人数的 84%，其次为管理人员，减少 311 人，占到总减少人数的 6.6%。人力成本/营业总收入的降低也主要归功于生产环节的人力成本的改善，23 年较 21 年生产环节的人力成本/营业总收入降低了 2.4pct，其次为销售环节下降 0.6pct、管理环节下降 0.4pct。

表 14：燕京啤酒 23 年对比 21 年人力成本各环节贡献的变化分析

23 年对比 21 年变化的各环节贡献	生产	销售	管理	研发	合计
人员数量减少占比	83.6%	5.2%	6.6%	5%	100.0%
降低的分摊到的人力成本/营业总收入	-2.4%	-0.6%	-0.4%	-0.02%	-3.5%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

展望后续：随着公司薪酬激励体系的进一步完善和实行，以及产销分离、工厂整合带来的人员优化，假设燕京啤酒的总人效和单位人效薪资均同步对标各可比公司，以青岛啤酒、重庆啤酒、华

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

润啤酒的人员薪酬绩效体系为参考，粗略测算燕京啤酒总人力成本/营业收入比例的改善空间约4pct。

表 15：以 2023 年为基数测算燕京啤酒总人力成本/营业收入弹性

以 2023 年为基数	燕京啤酒	对标青啤	对标重啤	对标珠江	对标华润
假设优化后人效：（总销量/员工总人数）	184	261	436	303	409
优化后员工总人数(人)	21405	15104	9034	13032	9628
节省员工总数（人）	0	6301	12371	8373	11777
节省的员工比例	0%	29%	58%	39%	55%
优化后的全体员工平均薪酬（万元）	13	14	24	24	22
优化后的总人力成本（亿元）	27	22	21	32	21
节省的总人力成本（亿元）（税前）	0	5	6	-5	6
节省的总人力成本/营业收入（税前）	0%	3.8%	3.9%	-3.4%	4.4%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

若更细致地考虑燕京啤酒自身禀赋的影响，进一步按员工类型分拆测算分摊到生产、管理、销售、研发的人力成本分别的节约比例，以此测算同一产品的成本率、公司的管理费用率、销售费用率、研发费用率分别能得益于人力成本的降低而再改善多少：

生产端：到 2023 年燕京啤酒在生产环节的人效仍有较大提升空间，对标青啤、珠江，即使公司的产品结构保持不变，毛利率也可通过提高人效、减少冗余生产人员的方式提升 2.0pct。

表 16：以 2023 年为基数测算生产环节的人力成本/营业总收入下降空间

以 2023 年为基数	2023 年 燕京啤酒	对标青啤	对标重啤	对标珠江
假设优化后生产人效：（总产量/生产人员数）	423	540	1487	591
优化后生产人员数(人)	9295	7278	2644	6657
节省生产人员数（人）	0	2017	6651	2638
节省的生产人员比例	0%	22%	72%	28%
优化后的生产人员人均薪酬（万元/人）	9	7	30	10
优化后的生产人员薪酬（亿元）	9	5	8	6
节省的生产人员薪酬（亿元）(税前)	0	3	1	2
节省的生产人员薪酬/营业收入（税前）	0%	2.3%	0.4%	1.6%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

管理端：到 23 年燕京啤酒管理类（包括行政和财务人员）人员的人效已经是同业中较高水平，但管理人员的薪酬/营业总收入仍高远于同业的主要原因是单干升绩效给予的人均管理薪酬过高，导致总体管理类员工的人均薪酬高于同业。假设公司保持管理人效不变，降低单人单干升给予的薪酬，则对标青啤、珠江啤酒，管理类人力成本/营业总收入平均仍有 2.0pct 的改善空间。

表 17：2023 年与 2021 年啤酒公司管理类人力成本表现明细对比

2023 年	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
管理类人员数（人）	4889	1792	525	911
同比 21 年	-17%	-15%	-2%	-15%
较 21 年减少人数	(1013)	(311)	(9)	(157)
总销量（万千升）	801	394	300	140

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

管理费用中职工薪酬（亿元）	8.32	8.90	2.59	2.84
管理费用中职工薪酬/营业总收入	2.5%	6.3%	1.7%	5.3%
同比 21 年	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.4%
管理类人员人效（千升/人）	1638	2200	5710	1540
同比 21 年	22%	28%	9%	29%
管理类人员人均薪酬（万元/人）	17	50	49	31
同比 21 年	17%	30%	10%	30%
管理类人员人均薪酬/管理类人员人效（万元/人/千升）	0.010	0.023	0.009	0.020
同比 21 年	-4%	2%	1%	1%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

表 18：以 2023 年为基数测算燕京啤酒管理费用中人力成本/营业收入的下降空间

以 2023 年为基数	燕京啤酒	对标青啤	对标重啤	对标珠江
假设管理类人员人均薪酬/管理类人员人效（万元/人/千升）	0.02	0.01	0.01	0.02
优化后的管理类员工人均薪酬（万元/人）	49.67	22.84	19.02	44.60
管理类人均薪酬降低比例	0%	-54%	-62%	-10%
优化后的管理职工薪酬（亿元）	8.9	4.1	3.4	8.0
节省的管理职工薪酬（亿元）(税前)	0.0	4.8	5.5	0.9
节省的管理职工薪酬（亿元）/总营业收入(税前)	0.0%	3.4%	3.9%	0.6%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

研发端：燕京啤酒研发费用中的人力成本相较青啤、重啤占营业总收入比例仍更高，主要系研发人效较低，因此后续假设研发人效和人均薪酬体系对标同业，则相较青啤，公司研发费用率可通过人效提升降低 0.6pct。

表 19：燕京啤酒研发费用中人力成本/营业收入的下降空间测算

以 2023 年为基数	燕京啤酒	对标青啤	对标重啤	对标珠江
假设优化后研发人效：（总销量/技术人员数）	1096	3383	2108	3056
优化后的技术员工数(人)	3598	1165	1870	1290
节省的技术员工数（人）	0	2433	1728	2308
节省的技术员工比例	0%	68%	48%	64%
优化后的技术员工人均人力成本（万元/人）	3	3	1	12
优化后的技术人力成本（亿元）	1.2	0.3	0.2	1.5
节省的技术职工人力成本（亿元）(税前)	0.0	0.9	1.0	-0.3
节省的技术类人力成本/营业收入（税前）	0.0%	0.6%	0.7%	-0.2%

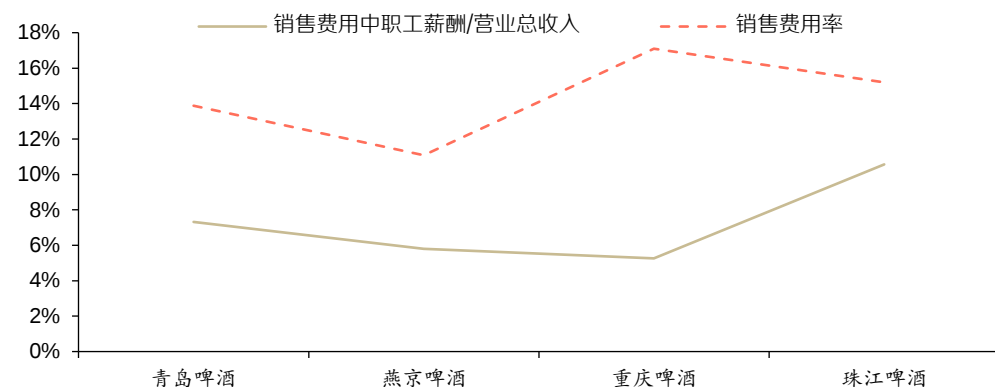
数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

（注：研发人均薪酬较低主要系研发人员非仅从事研发业务，部分同时从事生产等其他环节业务，部分啤酒公司按工时进行薪酬归属划分。同时，为了保障与员工总人数对应，此处计算时采用广义意义上的技术人员数量作为研发类人员数，仅用于理论参考。）

销售端：当前燕京啤酒的销售费用率以及销售费用中人力成本占营业总收入的比例已经处于行业较低水平，**谨慎估计下**我们可假设销售费用中人力成本占营业总收入的比例保持不变。**乐观假设下**，当前燕京啤酒的销售人员人效仍低于同业，若人效对标各可比公司提升，同时假设随着人效

提升，人均薪资以低于人效提升幅度 20pct 的比例同步增长，则对标青啤，销售人力成本的节约可使销售费用率下降 0.6pct。

图 9：2023 年啤酒公司销售费用率与销售费用中职工薪酬/营业总收入比例对比



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 20：乐观假设下燕京啤酒销售费用中人力成本/营业收入的下降空间测算

以 2023 年为基数	燕京啤酒	对标青啤	对标重啤	对标珠江
假设优化后销售人效：（总销量/销售人员数）	587	825	992	1574
优化后销售人效提升百分比	0%	41%	69%	168%
优化后的销售员工数(人)	6720	4781	3975	2504
节省的销售员工数（人）	0	1939	2745	4216
节省的销售员工比例	0%	29%	41%	63%
优化后的销售人员人均薪酬（万元/人）--上涨幅度低于人效提升幅度 20pct	12	15	18	30
优化后的销售职工薪酬（亿元）	8.2	7.1	7.3	7.6
节省的销售职工薪酬（亿元）（税前）	0.0	1.2	1.0	0.6
节省的销售职工薪酬/营业收入（税前）	0.0%	0.8%	0.7%	0.4%

数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

内部推动子公司减亏，降低有效税率和少数股东损益占比

燕京啤酒在 1999 年就迈出了由地方性啤酒向全国性啤酒集团扩张的步伐，顺应中国啤酒行业跑马圈地、并购提升产能趋势，通过成立分公司、合资公司，收购酒厂等方式实现全国扩张。到 2023 年，燕京啤酒共有 60 家参控股子公司，基于燕京啤酒、燕京漓泉、燕京惠泉、燕京雪鹿公司形成了当前“1+3”——以燕京啤酒为主品牌，以漓泉、惠泉、雪鹿三大地方优势品牌为副品牌的战略。

表 21：燕京啤酒并购地方啤酒的历史

年份	被收购企业	企业所在地	23 年子公司营收（亿元）	23 年子公司净利润（亿元）
1995	华斯啤酒	北京		
1999	吉安啤酒	江西		
1999	湖南湘啤	湖南		
2000	雪鹿啤酒	内蒙古		
2001	赤峰啤酒	内蒙古		
2002	漓泉啤酒	广西	40.64	6.92

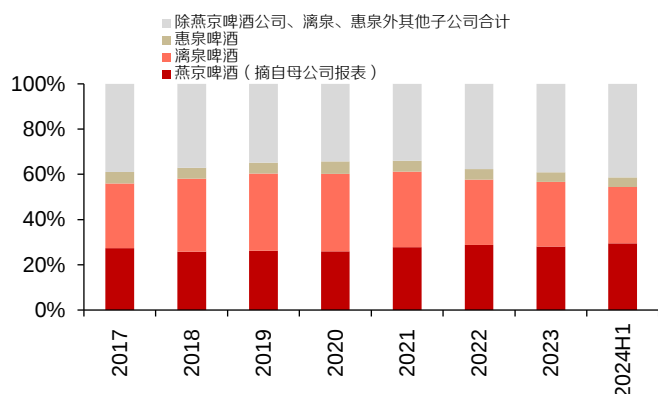
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2002	惠源啤酒	福建		
2003	仙都啤酒	浙江		
2003	惠泉啤酒	福建	6.13	0.49
2004	金谷啤酒	内蒙古		
2007	雪航啤酒	内蒙古		
2008	塞北星啤酒	内蒙古		
2010	金川啤酒	内蒙古		
2010	月山啤酒	河南		
2011	天牛啤酒	河北		

数据来源：公司公告、酒品营销网、山东商报、同花顺财经、中国证券报、《智囊》、浙江省质量网、新华网、中国酒杂志、东方早报、东方证券研究所

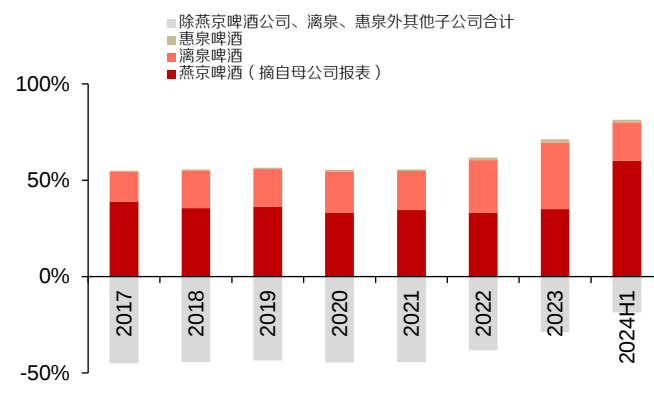
从旗下公司收入及盈利贡献来看，燕京本体和漓泉是最重要的收入和利润来源，二者合计占据公司 50%-60%的收入，其中 23 年燕京啤酒本体、漓泉、惠泉分别贡献了 28%、29%、4.3%的收入。从利润来看，考虑持股比例后 23 年燕京啤酒本体、漓泉各贡献合并后净利润 5.3、5.2 亿元，占公司合并后净利润的 83%、81%，而除燕京啤酒公司、漓泉、惠泉外其他子公司合计仍亏损 4 亿元。

图 10：燕京啤酒本体及旗下主要子公司收入占比



数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

图 11：燕京啤酒本体及旗下主要子公司合并后净利润占比



数据来源：WIND、公司公告、东方证券研究所

在 21-23 年的改革中，燕京啤酒持续推动子公司减亏工作，深入推行一企一策，对亏损子公司精准帮扶，淘汰子公司落后产能、老旧设备、冗余人员，加强总部对分子公司的考核管理，通过导入全国化单品 U8 提高子公司盈利水平，赋能子公司供应链。21 年时除燕京本体、漓泉、惠泉外的其他子公司净利润合计亏损近 10 亿元，到 23 年时已大幅减亏至 4 亿元，过往减亏成效显著。

亏损的子公司主要从实际所得税率和少数股东损益占比两方面对公司的归母净利率产生负面影响：

实际所得税率方面：此前燕京啤酒由于子公司亏损，导致实际所得税率高企，21 年时高达 34%，主要系旗下子公司亏损较多。过去三年，通过子公司的有效减亏，24Q1-Q3 相较 21Q1-Q3 燕京啤酒的实际所得税率同比下降 5.2pct，且已经降至上市啤酒公司中较低水平。

少数股东损益占比：燕京啤酒合并报表包含 60 家子公司，其中截止 23 年持有 75.77%的漓泉啤酒，50.08%的惠泉啤酒，对两家公司的持股比例处于子公司中较低水平。23 年公司对 75%的子公司持股比例超过漓泉啤酒，对 92%的子公司的持股比例高于惠泉啤酒，对大部分其他子公司的持股在 90%以上。因此漓泉和惠泉的利润占合并体系利润总和的比例越高，少数股东损益占比越高。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

向后展望，我们预计随着子公司减亏进程推进，燕京啤酒除燕京本体、漓泉、惠泉外的其他子公司合计净利润有望在 25 年扭亏为盈，同时参考惠泉啤酒 21-23 年改革后净利率提升节奏，预计扭亏后净利率每年提升 1-1.5pct。（参考惠泉系其在福建有一定市占率，但并未达到区域龙头或寡头地位，且其净利率在燕京盈利的子公司中处于相对较低水平，更类似燕京啤酒在其他区域的竞争状态。）预计长期稳态下，燕京啤酒的少数股东损益占比将接近 13%。

实际所得率中枢后续下降空间有限，保守假设不变：由于截止 23 年燕京啤酒自身及旗下广西桂林漓泉、福建惠泉、燕京河北、燕京湖南衡阳、燕京江西、燕京广西玉林、内蒙古包头雪鹿均享受 15% 的企业所得税优惠税率，其余子公司为 25% 的传统企业所得税率。同时上述 15% 税率的子公司大多分布在公司收入占比高、净利率水平高的华北、华南区域，我们预计公司子公司全面扭亏后的常态化的企业综合所得税率将接近 17%。

外部大麦价格从高位持续下行，低原材料成本红利仍可持续

此外，除了前述公司内部改革带来的降本红利，外部环境方面：原料成本端，此前 2023 年整个啤酒行业受制于非常规的澳大利亚进口大麦反补贴税而大麦原料价格异常高企。自 2023 年 7 月商务部取消对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税以来，中国进口大麦均价持续下滑，回归正常状态。由于一般啤酒厂商在年底就开启对下一年进口大麦的询价、锁价，大麦价格的回落从 2024 年开始才反映在报表中，预计 2024、2025 年燕京啤酒大麦原料成本持续降低，回归常态。

2024-2025 年预计燕京啤酒有望延续使用价格相对较低的大麦，同时包材成本整体可控，成本红利仍可持续。假设长期来看，以 2024 年公司原料成本综合价格为长期中枢，则公司生产同一产品的原料成本/营业收入有望较 2023 年下降 1.2pct。

表 22：燕京啤酒原料价格综合预测

燕京啤酒原料价格	2023	2024E	2025E
包装物			
玻璃	4.8%	-18.0%	-14.0%
易拉罐	0.2%	10.0%	6.0%
纸箱	-15.0%	-6.0%	6.0%
原材料			
进口大麦	38.0%	-28.0%	-10.0%
水	0.0%	0.0%	0.0%
啤酒花	10.0%	-5.0%	-2.0%
大米	-0.4%	-1.0%	0.0%
其他辅材	0.0%	0.0%	0.0%
综合	4.43%	-4.91%	-1.48%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 23：燕京啤酒原材料成本占总收入比例预测

原材料价格下降影响：	2023	2024E	2025E
原材料成本(百万元)	2,816.86	2786.77	2794.70
单吨原材料成本（元/吨）	715	704	701
Yoy	6.3%	-1.4%	-0.5%
原材料成本占营业总收入的比例	19.8%	18.6%	17.6%
Yoy	0.6%	-1.2%	-1.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：WIND、东方证券研究所

综合测算，燕京啤酒受益 U8 占比提升以及综合原材料价格下降带来的毛利率提升，平均单价提升带来的营业附加及税金率降低，工厂整合、人员优化带来的费用率的下降，和子公司减亏、盈利能力提升带来的少数股东损益占比和实际所得税率的降低，到 28 年较 23 年归母净利率还有约 8pct 的改善空间。

表 24：燕京啤酒 28 年较 23 年归母净利率的改善空间

燕京啤酒	28 年较 23 年改善空间
毛利率提升空间	7.9%
① 高端化：来自于 U8 占比提升带来的毛利率提升	4.2%
② 生产环节人员优化：生产效率提升带来的毛利率提升	2.0%
③ 工厂整合优化：工厂折旧摊销率下降带来的毛利率提升	0.6%
④ 原材料综合价格下降	1.2%
营业附加及税金率降低空间	0.7%
管理费用率下降空间	2.3%
① 管理人员薪资优化：管理人工成本/营业总收入下降带来的管理费用率下降	2.0%
② 工厂整合优化：相关管理用途折旧摊销率下降带来的管理费用率下降	0.2%
销售费用率下降空间	0.0%
① 谨慎假设保持不变	0.0%
② 乐观假设销售人效进一步优化	0.6%
研发费用率下降空间：研发人效提升	0.6%
税前营业利润率合计改善空间	11.5%
优化后的所得税率	17%
净利润率改善空间	10%
优化后的少数股东损益占比	13%
归母净利率改善空间	8.3%

数据来源：东方证券研究所测算

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

收入端，总销量方面，考虑 24 全年啤酒全行业餐饮渠道销售疲软，25 年政策刺激下现饮渠道有望复苏，预计 25 年销量同比增速高于 24 年，公司 24-26 年啤酒总销量分别同比增长 0.3%、0.7%、0.7%至 396、398、401 万千升。其中，预计 U8 销量 24-26 年分别同比增长 30%、30%、20%至 69、90、108 万千升，占燕京啤酒总销量的比例达到 17%、22%、27%。U8 占比提升带动燕京啤酒业务平均单价提升，预计 24-26 年啤酒单价分别同比增长 4.0%、5.1%、4.1%至 3457、3634、3783 元/千升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利端，毛利率方面，预计受益大麦等原材料采购成本下降、产品结构升级、生产人员优化提效、以及工厂产线整合，24-26 年毛利率分别同比提升 1.7、1.6、1.1pct。净利率方面，受益人效提升带来的管理&研发费用率下降、子公司减亏带来的少数股东损益和实际所得税率的下降，预计 24-26 年净利率分别提升 2.5、2.4、1.4pct 至 7.0%、9.4%、10.8%。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
中高档啤酒					
销售收入（百万元）	7,658.4	8,678.8	9,786.0	10,973.7	11,973.5
增长率	13.8%	13.3%	12.8%	12.1%	9.1%
毛利率	45.8%	43.9%	45.6%	46.9%	47.7%
普通啤酒					
销售收入（百万元）	4,524.9	4,419.6	3,889.3	3,500.3	3,202.8
增长率	1.5%	-2.3%	-12.0%	-10.0%	-8.5%
毛利率	26.0%	29.0%	29.0%	29.7%	30.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,018.8	1,114.4	1,281.6	1,409.7	1,480.2
增长率	31.8%	9.4%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	25.4%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
合计	13,202.1	14,212.9	14,956.8	15,883.8	16,656.6
增长率	10.4%	7.7%	5.2%	6.2%	4.9%
综合毛利率	37.4%	37.6%	39.3%	41.0%	42.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

根据公司 24 年业绩预告，结合 24H1 子公司减亏情况，我们下调收入，上调净利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.37、0.53、0.64 元（原预测 24-26 年为 0.32、0.42、0.50 元）。我们延续 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 468 亿元，对应目标价 16.59 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 8.11%。

图 12：估值假设主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率T	25.00%
永续增长率Gn(%)	3.00%
无风险利率Rf	1.62%
无杠杆影响的β系数	0.93
考虑杠杆因素的β系数	0.97
市场收益率Rm	8.65%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本（Ke）	8.41%
债务比率D/(D+E)	5.22%
债务利率rd	3.60%
WACC	8.11%

数据来源：WIND、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 16.59 元。

表 25：股权价值计算结果

项目	数值
企业价值（百万元）	40,598.89
权益价值（百万元）	46,767.56
每股权益价值（人民币）	16.59

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 26：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC	6.11%	18.37	21.05	25.45	34.02	58.04
	6.61%	16.95	19.05	22.32	28.09	41.02
	7.11%	15.76	17.45	19.95	24.06	32.06
	7.61%	14.76	16.13	18.09	21.14	26.52
	8.11%	13.89	15.02	16.59	18.93	22.76
	8.61%	13.14	14.08	15.36	17.19	20.04
	9.11%	12.48	13.28	14.33	15.80	17.98
	9.61%	11.90	12.58	13.46	14.65	16.36
	10.11%	11.38	11.96	12.70	13.69	15.06

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

风险提示

U8 放量不及预期风险。我们对公司业绩的预测建立在 U8 保持较高增速的基础上，如果 U8 销量增长不及预期，可能拖累公司业绩增速，影响估值结果。

降本增效不及预期风险。如果公司关厂、子公司扭亏或人员配置优化进度较慢，将导致降本增效速度不及预期，可能对公司盈利和估值造成不利影响。

啤酒行业整体消费疲软风险。若啤酒行业整体销量缩量超预期，啤酒消费持续疲软，则可能导致公司总销量表现不及预期。

理论测算结果偏离现实风险。本文理论测算较多，若假设条件发生变化，或实际情况与理论假设产生偏离，则可能导致测算结果与现实产生偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,110	7,212	7,747	9,138	10,798	营业收入	13,202	14,213	14,957	15,884	16,657
应收票据、账款及款项融资	194	208	218	232	243	营业成本	8,259	8,865	9,076	9,377	9,642
预付账款	122	147	155	164	172	营业税金及附加	1,153	1,221	1,224	1,241	1,257
存货	4,141	3,864	3,865	3,899	3,913	销售费用	1,634	1,575	1,538	1,633	1,713
其他	239	125	187	189	191	管理费用及研发费用	1,649	1,866	1,859	1,943	2,020
流动资产合计	10,806	11,555	12,172	13,623	15,318	财务费用	(153)	(168)	(177)	(183)	(190)
长期股权投资	573	576	576	605	635	资产、信用减值损失	103	56	115	43	47
固定资产	8,050	7,664	7,643	7,610	7,513	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	58	101	305	370	332	投资净收益	42	43	45	45	45
无形资产	894	1,002	1,055	1,041	1,029	其他	92	184	99	103	121
其他	316	332	247	247	247	营业利润	692	1,025	1,465	1,978	2,333
非流动资产合计	9,892	9,676	9,826	9,873	9,756	营业外收入	5	19	20	20	20
资产总计	20,698	21,231	21,997	23,496	25,075	营业外支出	2	5	9	9	9
短期借款	300	540	540	540	540	利润总额	695	1,039	1,476	1,989	2,344
应付票据及应付账款	1,658	1,239	1,269	1,311	1,348	所得税	146	184	237	251	264
其他	4,274	4,483	4,336	4,513	4,626	净利润	549	855	1,239	1,738	2,080
流动负债合计	6,232	6,263	6,145	6,364	6,514	少数股东损益	197	210	191	244	281
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	352	645	1,048	1,494	1,799
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.12	0.23	0.37	0.53	0.64
其他	200	191	53	53	53	主要财务比率					
非流动负债合计	200	191	53	53	53		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	6,432	6,454	6,198	6,417	6,567	成长能力					
少数股东权益	840	932	1,123	1,366	1,648	营业收入	10.4%	7.7%	5.2%	6.2%	4.9%
实收资本（或股本）	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	营业利润	59.1%	48.2%	42.9%	35.0%	18.0%
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374	归属于母公司净利润	54.5%	83.0%	62.5%	42.6%	20.4%
留存收益	6,298	6,717	7,483	8,520	9,667	获利能力					
其他	(65)	(65)	0	0	0	毛利率	37.4%	37.6%	39.3%	41.0%	42.1%
股东权益合计	14,266	14,777	15,799	17,079	18,507	净利率	2.7%	4.5%	7.0%	9.4%	10.8%
负债和股东权益总计	20,698	21,231	21,997	23,496	25,075	ROE	2.6%	4.7%	7.3%	9.8%	11.0%
现金流量表						ROIC	3.0%	4.7%	6.8%	9.2%	10.4%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	549	855	1,239	1,738	2,080	资产负债率	31.1%	30.4%	28.2%	27.3%	26.2%
折旧摊销	295	474	327	340	352	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(153)	(168)	(177)	(183)	(190)	流动比率	1.73	1.85	1.98	2.14	2.35
投资损失	(42)	(43)	(45)	(45)	(45)	速动比率	1.06	1.21	1.34	1.51	1.74
营运资金变动	175	147	(183)	153	115	营运能力					
其它	893	143	128	43	47	应收账款周转率	69.6	72.2	66.3	62.7	62.4
经营活动现金流	1,718	1,408	1,289	2,047	2,360	存货周转率	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4
资本支出	116	(196)	(600)	(400)	(250)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
长期投资	(263)	(3)	0	(29)	(30)	每股指标（元）					
其他	(1,854)	(717)	(63)	45	45	每股收益	0.12	0.23	0.37	0.53	0.64
投资活动现金流	(2,001)	(916)	(663)	(384)	(235)	每股经营现金流	0.61	0.50	0.46	0.73	0.84
债权融资	1	(19)	14	3	(2)	每股净资产	4.76	4.91	5.21	5.57	5.98
股权融资	(223)	0	0	0	0	估值比率					
其他	223	(145)	(105)	(275)	(463)	市盈率	89.2	48.7	30.0	21.0	17.5
筹资活动现金流	2	(164)	(91)	(272)	(465)	市净率	2.3	2.3	2.1	2.0	1.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	29.2	18.3	15.1	11.4	9.7
现金净增加额	(282)	328	535	1,392	1,660	EV/EBIT	45.2	28.4	18.9	13.6	11.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。