

国资啤酒龙头，二次改革焕发新机

2023 年 03 月 23 日

► **国资啤酒龙头，目前利润率有较大提升空间。**公司于 1980 年成立，于 1997 年在深交所上市，主营啤酒的生产与销售，目前基地市场为北京、内蒙和广西，采用“1+3”品牌策略，截至 22H1 燕京共有 54 家子公司布局全国。根据国家统计局和各公司年报数据测算，2021 年燕京啤酒产量为 362 万吨，市占率约为 10%。2018-2021 年公司营收从 113.4 亿元增至 119.6 亿元 (CAGR 约为 1.8%)，归母净利润从 1.8 亿元增至 2.3 亿元 (CAGR 约为 8.2%)，归母净利率从 1.59% 增至 1.91%。目前燕京啤酒净利率显著低于行业平均，尚有较大提升空间。

► **2025 年 U8 有望成为百万吨级大单品，强势能驱动公司产品结构高端化。**分区域看，公司在华南&华北收入占比约八成，北京、内蒙、广西基地市场稳步发展，四川、湖南、河北等成长型市场有望贡献增量。分产品看，2019-2021 年公司中高档产品收入占比从 55% 提升至 60%。2021 年 U8 销量已超 40 万吨，成长势能延续。根据公司“十四五”规划，公司致力将燕京 U8 打造成百万吨级大单品。我们认为现阶段 U8 具备较好放量条件：**(1) 基地市场深度下沉，成长市场高性价比渗透。**U8 采取多渠道辐射策略，通过广域的铺设和下沉式布局，深度渗透各优势市场高频消费场景，进一步提升燕京 U8 在基地市场的份额。为开拓弱势市场，U8 通过百强县工程进行渠道下沉，减少与本土优势品牌直接竞争，实现高性价比渗透。**(2) 定位中高端具先发优势，有望承接消费升级需求。**目前 8-10 元价格带仍未跑出绝对的龙头产品，燕京 U8 在公司战略、产品特性、渠道布局、品牌营销等各维度均具有显著优势，有望持续受益中高端产品需求扩容。**(3) 针对更年轻消费群体，线上线下营销共振。**U8 凭借其独特口感、潮酷外观，将民族品牌与“国潮风”有机融合。公司签约流量明星，在线上平台高频制造话题，在线下开展包店活动，共振提升 U8 在年轻消费者心中的影响力。

► **以创业之心推进改革，盈利能力有望持续提升。**当下公司净利率偏低拖累 ROE，人效&厂效尚有较大的提升空间。22 年公司推出“十四五”规划，提出“二次创业，复兴燕京”的“十四五”改革主基调，以大单品为战略核心，推动公司高质量发展。公司已搭建总部高管与弱势企业“一对一”帮扶机制，剥离无望扭亏子公司，加速关闭低效工厂，规划百万吨产能生产基地。此外，公司以市场化为导向，优化管理层&员工激励，加强人才库建设。

► **投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司营收 127.99/140.15/152.23 亿元，同比增长 7.0%/9.5%/8.6%；归母净利润分别为 3.52/5.55/7.82 亿元，同比增长 54.3%/57.7%/41.1%；当前 (3 月 22 日) 市值对应 PE 为 105/66/47x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、改革进度不及预期、食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11961	12799	14015	15223
增长率 (%)	9.4	7.0	9.5	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	228	352	555	782
增长率 (%)	15.8	54.3	57.7	41.1
每股收益 (元)	0.08	0.12	0.20	0.28
PE	161	105	66	47
PB	2.7	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

13.05 元



分析师 **王言海**

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 **李啸**

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 **杜山**

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729) 2021 年半年报点评：产品结构优化进程提速，大单品战略效果持续显现-2021/08/16
2. 燕京啤酒 (000729) 2021 年一季报点评：U8 实现超高速增长，产品结构优化持续演绎-2021/04/29
3. 燕京啤酒 (000729) 2020 年年报点评：多轮疫情拖累销量，产品结构优化持续演绎-2021/04/28
4. 燕京啤酒 (000729) 2020 年业绩快报及 2021 年一季度业绩预告点评：多轮疫情拖累去年业绩，21Q1 减亏显著-2021/04/14

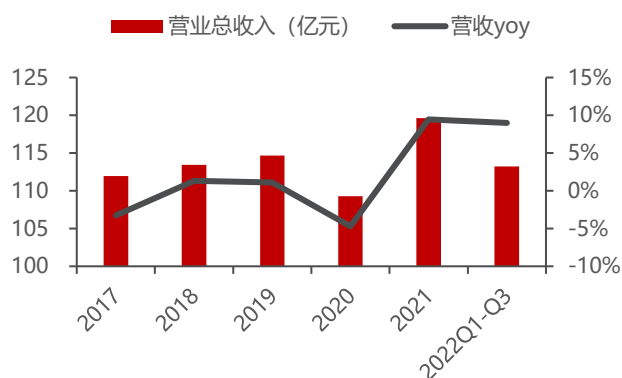
目录

1 公司简介：国资控股啤酒龙头，大单品战略深化改革	3
1.1 历史复盘：起源北京的昔日啤酒霸主，二次改革进程中	5
1.2 公司架构：国资持股近 60%，新管理实战经验丰富	6
2 行业概览：由“规模量”转向“利润价”，高端化是主旋律	8
3 燕京 U8 势能强劲，大单品战略驱动高端化进程	10
3.1 基地市场优势延续，成长市场有望贡献增量	10
3.2 产品矩阵逐步完善，U8 有望成为百万吨级大单品	16
4 以创业之心推进改革，盈利能力有望持续提升	20
4.1 净利率偏低拖累 ROE，人效&厂效尚有较大提升空间	20
4.2 总部职能增强，子公司经营边际改善	23
5 盈利预测与投资建议	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值分析	28
5.3 投资建议	29
6 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	33

1 公司简介：国资控股啤酒龙头，大单品战略深化改革

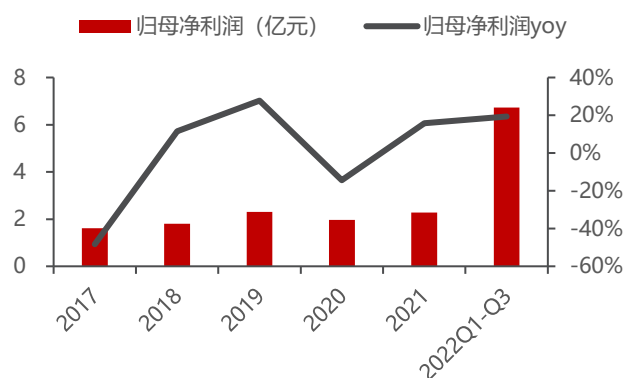
发源北京的本土啤酒品牌，清爽型啤酒开创者。公司前身“北京市燕京啤酒厂”于 1980 年成立，并于 1997 年在深交所上市。1988 年，公司通过与中国食品发酵研究所合作研发了中国首款清爽型 11°P 啤酒，并于 1989 年率先提出名为“胡同战略”的渠道变革，使燕京啤酒一跃成为北京市的地区龙头品牌。公司主营啤酒的生产与销售，目前基地市场为北京、内蒙和广西，公司采用“1+3”品牌策略，即燕京（主品牌）+漓泉、惠泉、雪鹿（副品牌），截至 22H1 燕京共有 54 家子公司布局全国市场。根据国家统计局和公司年报数据测算，21 年燕京啤酒产量为 362 万吨，在国内市占率约为 10%，产销量行业领先。

图1：2017-2021 年公司营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

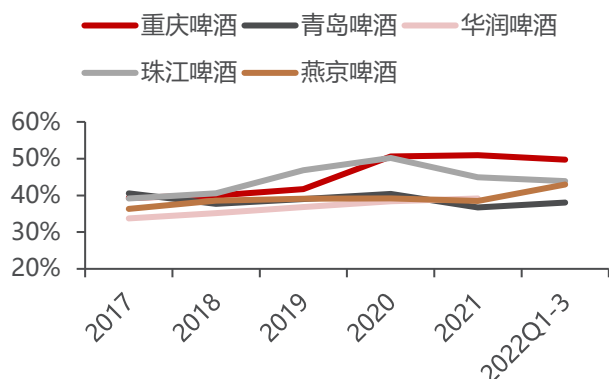
图2：2017-2021 年公司归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

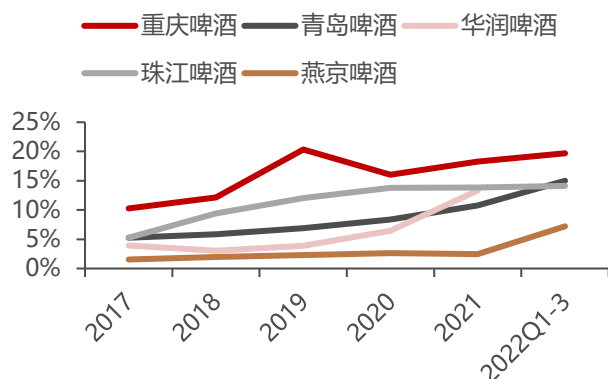
疫情中餐饮渠道受损，利润率有较大提升空间。2018-2021 年公司营收从 113.4 亿元增至 119.6 亿元 (CAGR 约为 1.8%)，归母净利润从 1.8 亿元增至 2.3 亿元 (CAGR 约为 8.2%)，归母净利率从 1.59% 增至 1.91%。公司营收增速承压，主要系疫情中餐饮等消费场景受损，我们预计 2023 年餐饮渠道有望持续修复。盈利能力方面，参考 2021 年重庆/青岛/华润/珠江啤酒销售净利率分别为 18.3%/10.8%/13.3%/13.8%，目前燕京啤酒净利率为 2.4%，远低于行业平均，尚有较大提升空间。

图3：2017-2022Q3 年公司毛利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2017-2022Q3 年公司销售净利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：公司核心品牌及不同价格带产品矩阵

品牌	产品定位	产品名称	价格 (RMB/500ml)	酒精度	麦芽浓度
燕京	高端	燕京狮王精酿白啤	27 元	≥3.3	10°P
	高端	12°P 燕京原浆白啤	10-12 元	≥4.1	12°P
	高端	燕京 S12 皮尔森	10-13 元	≥4.1	12°P
	高端	燕京八景系列	12-18 元	≥3.3	10°P
	高端	燕京 V10 白啤	10-12 元	≥3.3	10°P
	高端	燕京 U8 Plus	10-12 元	≥3.6	10°P
	次高端	燕京 U8	8-10 元	≥2.5	8°P
	中端	燕京鲜啤 2022	6-8 元	≥3.6	9°P
	中端	燕京 10°纯生	6-8 元	≥3.6	10°P
	低端	燕京精品系列啤酒	5 元	≥4	11°P
	低端	燕京蓝听	4-5 元	≥4	11°P
	低端	燕京 8°P 清爽精品啤酒	4-5 元	≥2.5	8°P
漓泉	高端	漓泉原浆	10-12 元	≥4.1	12°P
	次高端	漓泉纯生	8-10 元	≥2.8	8°P
	次高端	漓泉 1998	8-10 元	≥2.8	8°P
	低端	漓泉老炮	5-6 元	≥3.6	11°P
	低端	漓泉鲜啤	3-4 元	≥3.3	9°P
惠泉	中端	惠泉欧骑士	6-8 元	≥5	12°P
	低端	惠泉一麦	5 元	≥3.6	9°P
雪鹿	中端	燕京雪鹿	6-8 元	≥2.5	8°P

资料来源：京东商城，民生证券研究院

注：选取 2023 年 3 月 12 日京东商城各产品价格进行计算

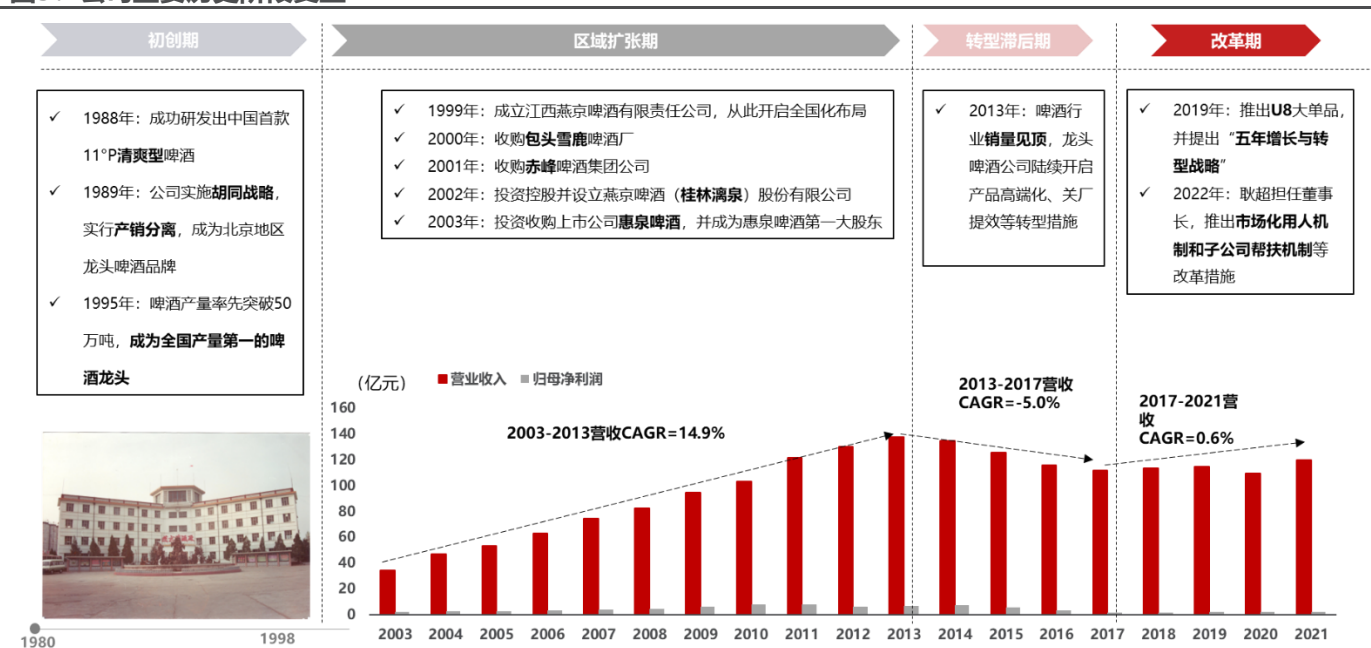
1.1 历史复盘：起源北京的昔日啤酒霸主，二次改革进程中

初创期 (1980-1998): 清爽型啤酒开创者, 燕京成为北京地区啤酒龙头。1988年, 公司通过与中国食品发酵研究所合作研发了中国首款清爽型 11°P 啤酒, 并于 1989 年率先提出名为“胡同战略”的渠道变革, 优质的产品力和创新的渠道变革帮助燕京啤酒迅速在北京地区建立了品牌知名度, 并一跃成为北京市的地区啤酒龙头品牌。此后, 燕京啤酒在 1995 年顺利并购北京华斯啤酒集团公司, 公司啤酒产量在全国率先突破 50 万吨, 超越青岛啤酒成为全国啤酒产量第一的啤酒集团。

区域扩张期 (1999-2013): 全国化布局, 并购核心子公司, 奠定“1+3”品牌矩阵。1999 年, 公司在江西吉安成立江西燕京啤酒有限公司, 从此开启全国化的战略布局。2000-2003 年间, 公司分别入股了雪鹿、漓泉和惠泉三大品牌, 形成“1+3”的产品矩阵布局。在 1999 年至 2013 年期间, 公司产量每年增长 30 万吨以上, 完成了一个北京市地方性啤酒集团向全国跨地区啤酒集团的转转变。

转型滞后期 (2014-2016): 行业销量见顶, 关厂提效、产品升级等改革措施相比竞争对手偏缓。2013 年啤酒行业销量见顶, 啤酒龙头企业陆续开启了改革之路。以重庆、华润啤酒为首的啤酒企业通过关厂裁员, 品牌升级等措施, 盈利水平显著回升。反观此阶段的燕京啤酒, 高端产品占比不足、子公司亏损、产能过剩和人员冗余等问题均未明显改善, 业绩提升幅度偏小。

图5：公司主要历史阶段复盘

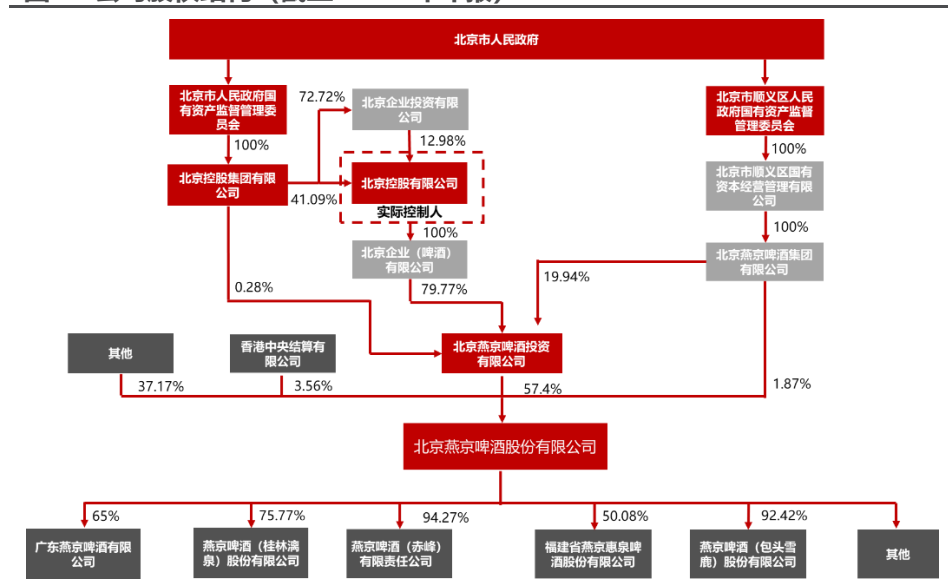


资料来源：wind、北青社区报顺义版公众号、燕京啤酒官网、公司公告、燕京啤酒官方微信公众号，民生证券研究院

改革期 (2017-至今): 二次创业, 大单品战略深化改革。2017 年赵晓东担任董事长并针对公司销售端改革, 燕京啤酒的改革之路正式迈出。2019 年, 公司推出了 U8 战略大单品。为深化燕京啤酒的改革之路, 北京市国资委任命北京市国资国企改革办公室主任耿超为公司新董事长, 通过构建市场化的用人体系和子公司帮扶机制, 全力推进大单品全国化、子公司扭亏为盈、产品结构高端化等。燕京一步一台阶, 2020-2022 年, 燕京 U8 销量从 10 万千升提升至 40 万千升, 极大提振了公司管理层和员工信心。

1.2 公司架构: 国资持股近 60%, 新管理实战经验丰富

图6: 公司股权结构 (截至 2021 年年报)



资料来源: 公司年报、wind, 民生证券研究院

新管理班子更年轻化, 改革&销售实战经验丰富。截至 2021 年底, 燕京啤酒实际控制人为北京控股有限公司, 国资合计持股 59.27%。2022 年 7 月, 公司任命耿超为新董事长, 谢广军为总经理, 申长亮、林文、赵伟、郁茂杰、徐月香为副总经理, 公司管理层更加年轻化。其中, 董事长耿超曾任全面深化市属国资国企改革工作办公室主任, 深耕改革工作; 此外, 林文、申长亮、赵伟等副总经理具有丰富的销售工作经验。

表2：公司核心管理人员信息（截至 2021 年年报）

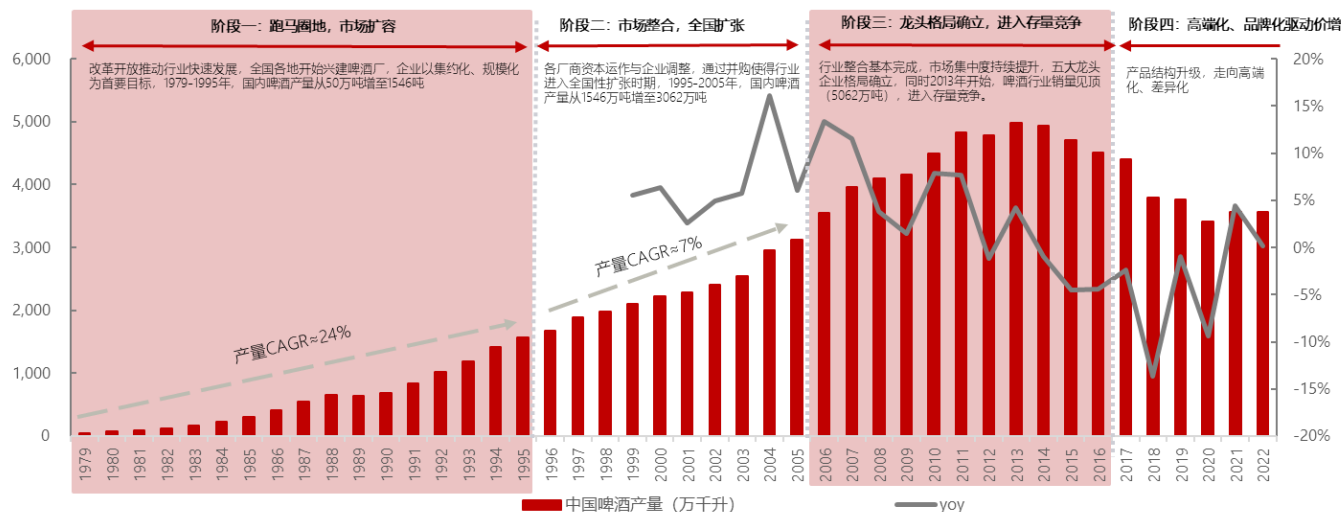
姓名	职务	年龄	任职日期	个人履历
耿超	董事长	48	2022/5/18	男，中共党员，法学硕士。历任北京市人民政府国有资产监督管理委员会政策法规处副处长、 全面深化市属国资国企改革工作办公室主任 ，北京市顺义区国资委党委书记、主任。现任北京燕京啤酒集团有限公司及北京燕京啤酒股份有限公司党委书记、董事长
刘翔宇	副董事长	52	2017/6/9	男，中共党员，研究生学历，高级经济师，历任本公司证券部副主任、主任、证券事务代表、副总经理、福建省燕京 惠泉啤酒股份有限公司副董事长 、北京燕京啤酒投资有限公司董事。现任本公司副董事长，兼任北京燕京投资有限公司董事，兼任福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司党委书记、董事长
谢广军	副董事长、总经理	56	2017/6/9	男，中共党员，研究生学历，工程师。历任本公司副总经理、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。现任本公司党委副书记、副董事长、总经理，兼任北京燕京啤酒投资有限公司董事。
茹晓明	副总经理	56	2020/9/16	中共党员,大专学历,助理工程师,历任本公司南厂 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,北京燕京啤酒集团公司监事会监事,福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事。现任本公司副总经理,福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事。
林文	副总经理	45	2022/7/4	男，中共党员，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，河北燕京啤酒有限公司董事长、北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理。现任北京燕京啤酒股份有限公司党委委员、副总经理，兼任河北燕京有限公司董事长、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 。
郁茂杰	副总经理	45	2022/7/4	男，中共党员，硕士研究生学历，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。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、战略规划与改革发展部部长
申长亮	副总经理	44	2022/7/4	男，中共党员，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 。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、华北销售部部长 、北京燕京饮料有限公司董事长
赵伟	副总经理	42	2022/7/4	男，中共党员，本科学历，高级工程师。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 。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 。
徐月香	副总经理、董秘	49	2022/10/26	女，中共党员,研究生学历,经济师,于 2005 年取得董事会秘书资格证书。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。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼董事会秘书。
平均值		49		

资料来源：Wind，民生证券研究院

2 行业概览：由“规模量”转向“利润价”，高端化是主旋律

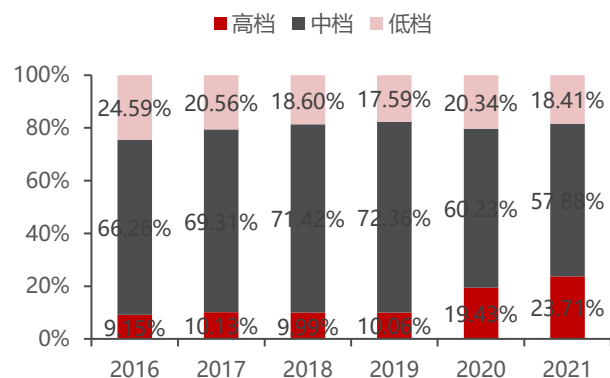
2013 年国内啤酒行业产销量见顶，高端化是啤酒“新世界”的主旋律。回顾我国啤酒发展历史，2013 年是啤酒行业从提量到提质的分水岭。2013 年之前，国内啤酒产销量快速成长，此阶段几大啤酒龙头建立“销量 > 营收 > 利润”的成长战略，借力资本和品牌优势等完成了行业的跑马圈地，各品牌逐渐分割各自的优势市场。根据国家统计局数据，2013 年中国啤酒产量见顶，自此啤酒行业进入存量市场竞争。2013-2020 年，国内啤酒销量持续下滑。面对量增逻辑被打破，啤酒龙头纷纷制定新阶段战略，采取一系列产品高端化、品牌升级、关厂减员等积极举措，啤酒行业的成长驱动逐步从“规模量”转向“利润价”。

图7：13 年啤酒产销量见顶，高端化驱动行业成长



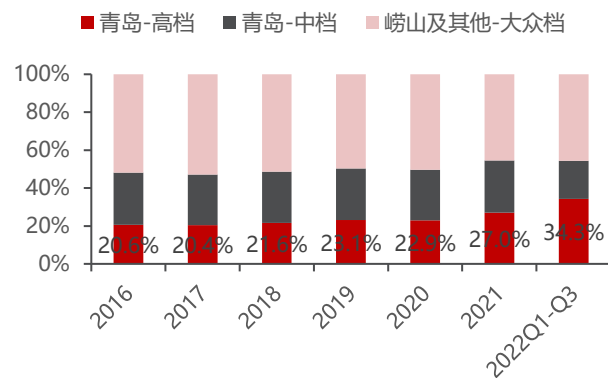
资料来源：国家统计局、wind，民生证券研究院

图8：重庆啤酒完成重组后，销量结构升级明显



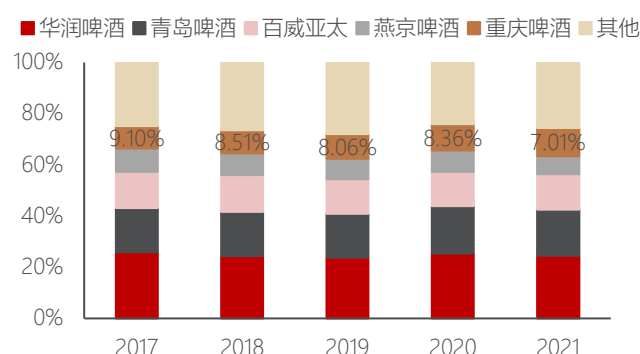
资料来源：重庆啤酒年报，民生证券研究院

图9：青岛啤酒高端销量占比不断提升

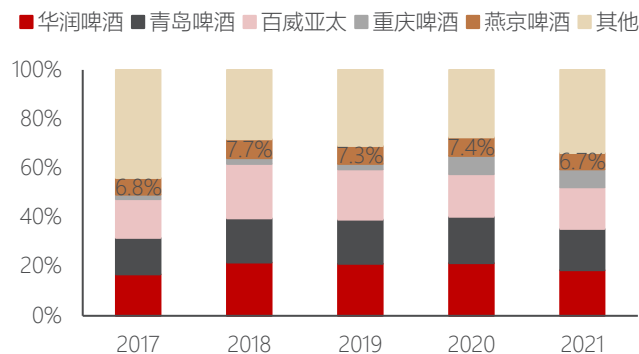


资料来源：青岛啤酒年报，民生证券研究院；注：21 年青岛啤酒高档啤酒口径变更，21 年青岛高档占比为估计值

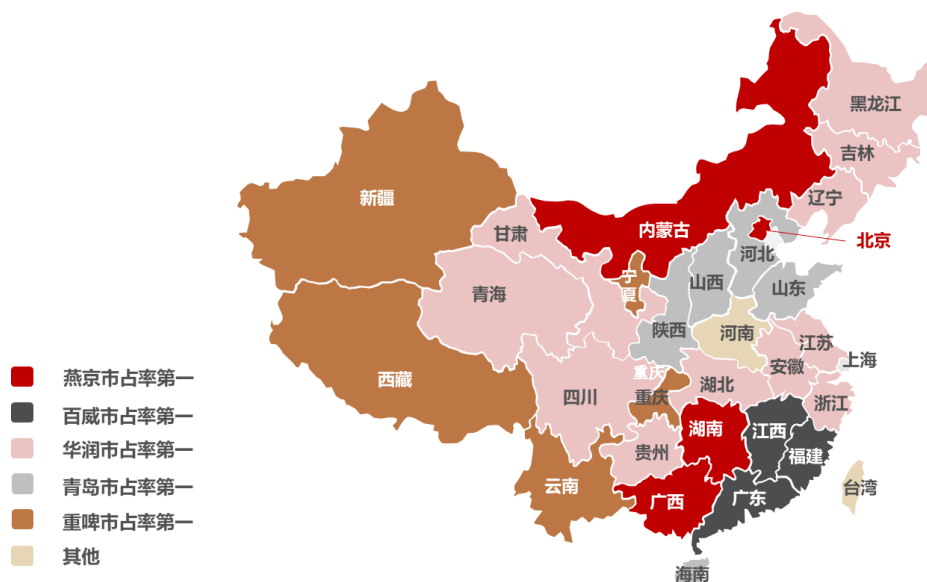
全国优势市场割据，五强格局已确立。根据欧睿数据，2017-2021 年国内啤酒行业销量前五的企业分别是华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒和重庆啤酒，销量 CR5 稳定在 75%左右，五强格局基本确立。**从地理分布来看**，华润啤酒优势区域分布较广，包括辽宁、四川、安徽、贵州、天津、黑龙江、吉林、浙江和湖北；重庆啤酒的优势市场主要在重庆、新疆、宁夏等；青岛啤酒主要占据山东、陕西、山西、海南和河北；**燕京啤酒的基地市场为北京、内蒙、广西，以及在湖南、四川等地也具有较高的市占率。**

图10：啤酒行业集中度趋势（销量口径）


资料来源：欧睿，民生证券研究院

图11：啤酒行业集中度趋势（销售额口径）


资料来源：wind、中国国际啤酒网、智研咨询，民生证券研究院

图12：啤酒企业市占率第一省市分布（2017年）


资料来源：中国食品报官方平台公众号，民生证券研究院

3 燕京 U8 势能强劲，大单品战略驱动高端化进程

3.1 基地市场优势延续，成长市场有望贡献增量

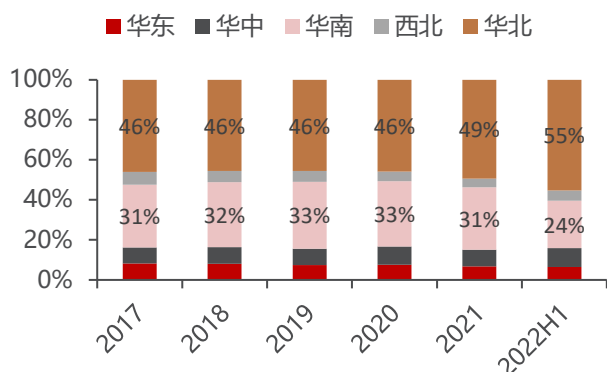
华南、华北收入占比约八成，目前北京、内蒙、广西为基地市场。根据公司年报，2021 年公司在华北/华南的营收占比分别约为 49%/31%，合计占比约八成，其他地区市场目前基数低、成长潜力大。1999 年前后，公司开启全国化布局，通过在各省市成立子公司和兼并收购的方式占领全国市场，其中雪鹿、赤峰、漓泉、惠泉等子公司均实现了优异的发展，使燕京的优势市场从北京拓展到内蒙、广西和福建等市场。2021 年，漓泉/赤峰/惠泉/雪鹿子公司分别实现营收 39.9/7.5/5.8/5.3 亿元，营收占比分别为 33%/6%/5%/4%。

表3：燕京啤酒历年外延并购一览

区域	年份	收购事件
江西	2000	成立江西燕京啤酒有限公司，与江西赣南果业股份有限公司合作，控股 60.41%，成立 燕京啤酒（赣州） 有限责任公司
内蒙古	2000	通过投资 7000 万人民币，与包头雪鹿啤酒厂合资成立 燕京啤酒（包头雪鹿） 股份有限公司，控股 51.57%
山东	2000	投资 9562.76 万元认购 燕京啤酒（山东无名） 股份有限公司 51%股权，产能 17.8 万吨
山东	2000	北京燕京啤酒有限公司与北京企业（啤酒）有限公司分别以 4812.5 万元和 2187.5 万元受让莱州中策啤酒有限公司 80%股权，更名 燕京啤酒（莱州） 有限公司并实行托管经营
湖南	2000	投资 16938.18 万元收购北京燕京啤酒有限公司所持有的 燕京啤酒（衡阳） 有限责任公司 93.75%
湖南	2000	投资 4596.92 万元收购北京燕京啤酒集团公司所持有的 湖南燕京啤酒有限公司 80%股权
湖北	2000	投资 6737.14 万元收购北京燕京啤酒集团公司所持有的 燕京啤酒（襄樊） 有限公司 92.95%的股权
内蒙古	2001	与赤峰啤酒(集团)公司合资合设立“ 燕京啤酒(赤峰) 有限责任公司”，合资公司注册资本为 8307.02 万元，其中北京燕京啤酒有限公司以人民币现金方式一次性投入出资 5000 万元；占其注册资本总额的 60.19%。
山东	2001	受让曲阜三孔啤酒有限公司全部股权，并更名为 燕京啤酒（曲阜三孔） 有限责任公司，产能 19 万吨
广西	2002	投资控股并设立 燕京啤酒（桂林漓泉） 股份有限公司，控股比例 68.08%，总计投资 2.12 亿元
福建	2003	投资 3.77 亿元收购福建省 惠泉啤酒 集团股份有限公司 38.148%的股权
福建	2004	投资 1.32 亿元收购福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司 14.2244%的股权，收购完成后占总股本的 52.37%，并成为 燕京惠泉 的控股股东
辽宁	2006	出资 6000 万与北京燕京啤酒集团公司合作合资成立 沈阳燕京啤酒 有限公司，控股 60%的股权
河北	2011	出资 1.08 亿元收购邢台天牛啤酒有限公司 100%股权，并更名为 燕京啤酒（邢台） 有限公司

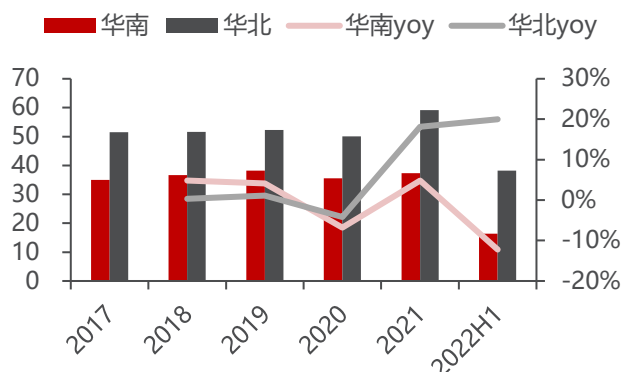
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图13: 21年华北/华南销售额占比49%/31%



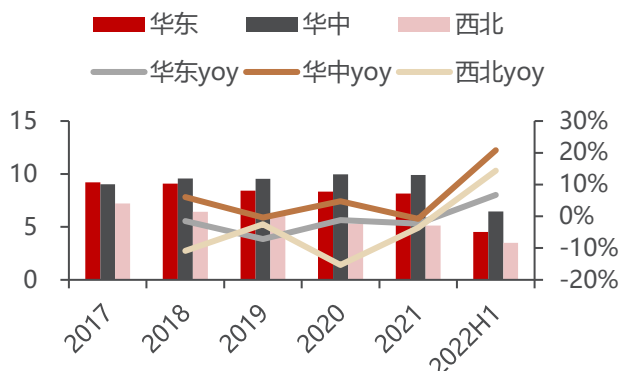
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 华北、华南营收体量及增速(亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 华西、华中、华东营收体量及增速(亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

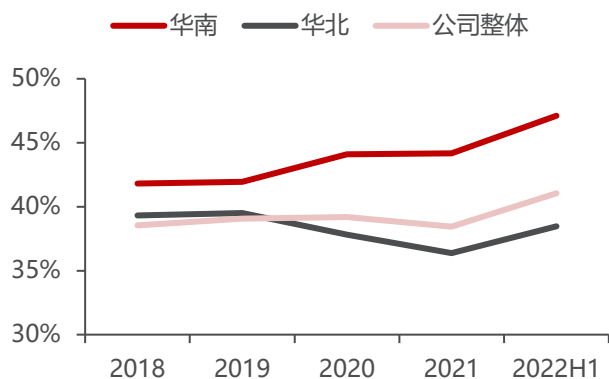
图16: 燕京“1+3”品牌矩阵与核心市场(2021年)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

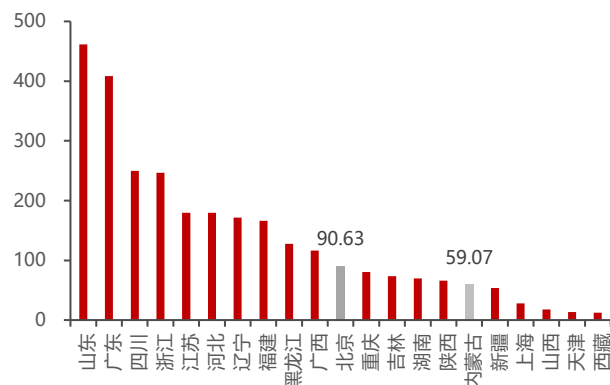
华北: 营收占比五成, 毛利率有较大提升空间。公司在华北地区的基地市场为北京和内蒙古, 核心品牌为燕京和雪鹿。根据公司年报, 2018-2021 年华北地区营收从 51.7 亿元提升至 59.1 亿元, 毛利率从 39.33% 降至 36.37%, 而同期公司南地区毛利率从 41.81% 提升至 44.17%, 华北地区毛利率偏低, 具有较大的提升空间。**从产品结构来看,**公司在华北地区销售的产品主要以中低端为主, 而华南地区以漓泉品牌销售为主, 中高端产品漓泉 1998 占比较高。我们预计随燕京 U8 在华北地区销量持续成长, 以及 V10、S12、狮王等中高端产品矩阵逐步完善, 华北地区毛利率有望持续提升。

图17：华北毛利率低于公司整体



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2021 年各省啤酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

(1) 北京：燕京品牌发源地，结构升级大有可为

从市场空间来看，北京市场啤酒消费潜力较大。根据国家统计局数据，2021年北京地区啤酒产量为90.6万千升，产销量在全国省市中排名中偏上。同时，作为国内一线城市，北京GDP和人均收入领先，具有产品升级的经济基础。因此，北京市场的啤酒消费有较大发展潜力。北京作为燕京啤酒发源地，市场根基深厚，公司目前市占率领先，渠道布局较完善，具备大单品推广的渠道基础。

新渠道&新产品率先发力，深入扫描啤酒新消费。2018年开始，公司在北京大本营率先发力中高端新品。除了在传统的经销渠道推广以燕京U8为核心的大单品，公司自2020年以来先后成立新渠道发展部与精酿高端事业部，着力打造精酿体验消费场景。根据燕京9号官方公众号，燕京社区酒号以社区门店形式为依托，销售燕京9号精酿扎啤、四小支等产品。门店采取加盟的形式，目前已覆盖北京、内蒙古、东三省、江浙沪等多个地区。公司通过新渠道建设，致力于挖掘潜在的啤酒消费需求，抓住中高端市场增量。

图19：燕京9号店



资料来源：燕京9号官方公众号，民生证券研究院

图20：燕京狮王餐酒吧



资料来源：燕京啤酒公众号，民生证券研究院

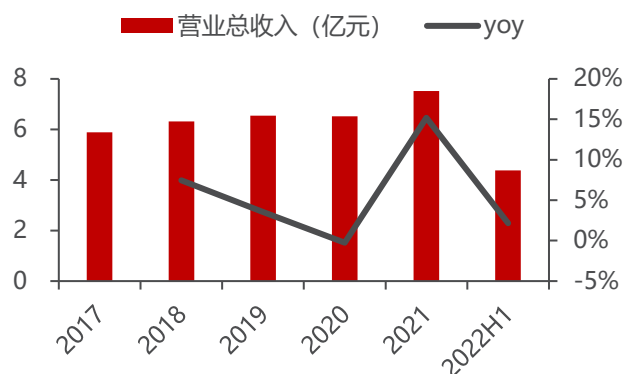
(2) 内蒙古：雪鹿、赤峰两大品牌加持，产能优势显著

根据公司年报，燕京啤酒在内蒙古地区先后收购了雪鹿、赤峰、雪航、塞北星、金川等啤酒子公司，成功切入内蒙古市场，现具有较强的产能优势和品牌力。2017-2021年，赤峰营收从5.88亿元增至7.52亿元，CAGR约为6.3%，增速高于燕

京公司整体营收。2021 年，赤峰和雪鹿分别实现营收 7.52/5.26 亿元（分别同比增长 15.3%/19.4%），净利润分别为 0.48/0.44 亿元，净利率分别为 6.42%/8.33%。

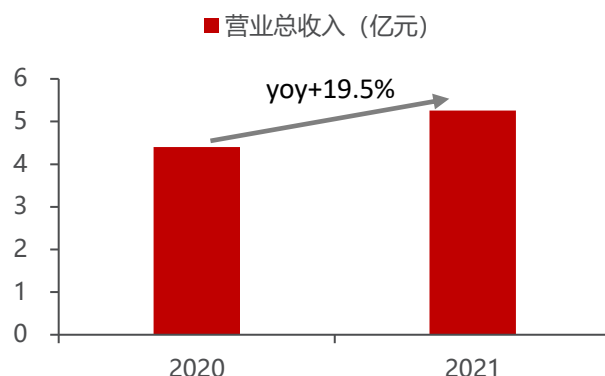
我们预计随着公司大单品战略持续推进，以 U8 为代表的中高端产品占比持续提升，内蒙古市场营收和盈利能力有望稳步提升。

图21：赤峰营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：雪鹿营业收入及增速

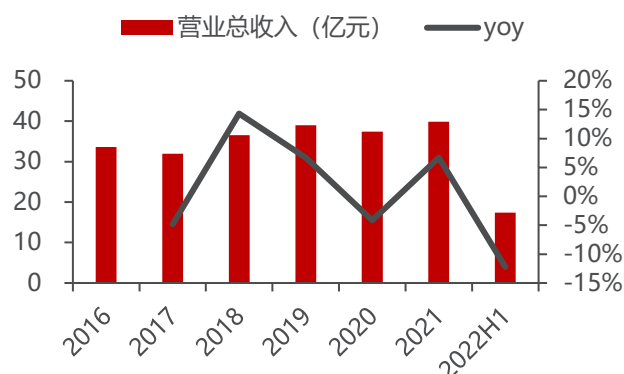


资料来源：wind，民生证券研究院

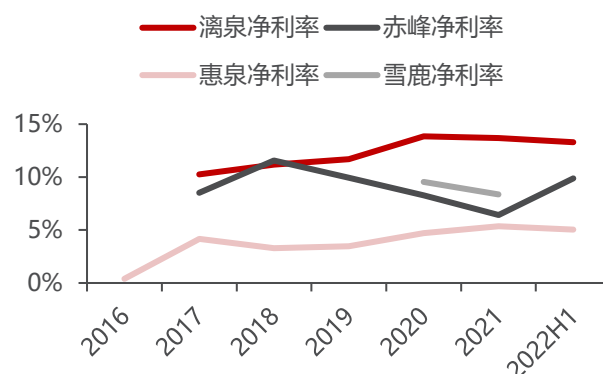
华南：广西漓泉品牌悠久，中高端产品迭代有望迎来市占率回升

四大生产基地贡献产能，广西市占率超 85%，云贵等周边区域扩张可期。根据漓泉啤酒官网，漓泉前身桂林啤酒厂于 1985 年筹建，1987 年正式投产，1993 年改制成立桂林漓泉股份有限公司。2001-2021 年，公司啤酒产能从 30 万吨增至 180 万吨，啤酒销量从 20 万吨增至近 100 万吨。根据公司 2022 年半年报，漓泉在广西市场市占率 85% 以上。截至 2021 年底，公司已拥有桂林、玉林、昆明、贵阳四大生产基地，产能有效覆盖漓泉在广西、云南、贵州等区域的销售，我们预计未来几年漓泉在广西周边地区有望持续扩张。

大单品驱动吨价提升，期待新产品迭代下营收和利润率稳步提升。根据公司年报，2017-2021 年公司营收从 32.0 亿元增至 39.9 亿元，营收 CAGR 约为 5.7%，净利润从 3.28 亿元增至 5.46 亿元，净利润 CAGR 约为 13.6%，漓泉的利润增速高于营收，主要系以漓泉 1998 为代表的中高端产品占比持续提升。根据公司年报和漓泉官网测算，2021 年漓泉啤酒吨价在 4000 元/吨水平。根据漓泉官网，漓泉目前主导产品包括漓泉 1998 特酿系列（2017 年推出，8-10 元价格带）、漓泉全生态系列、纯生啤酒系列、精酿啤酒系列等。我们预计随着中高端产品矩阵进一步迭代，漓泉有望实现营收和利润率稳步提升。

图23：漓泉营收及增速


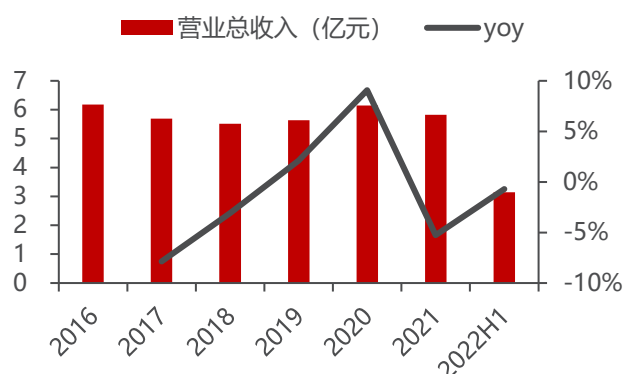
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：漓泉净利率水平显著高于其他盈利子公司


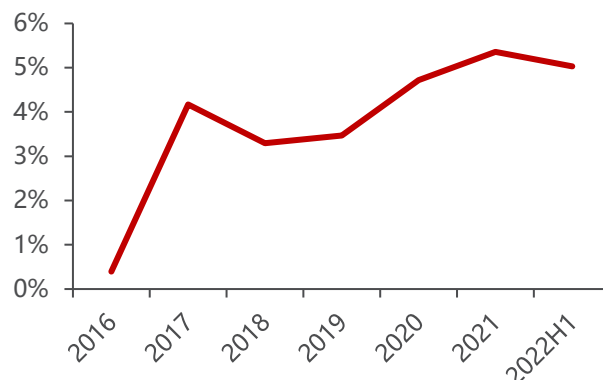
资料来源：公司年报，民生证券研究院

华东：福建惠泉销量目前保持稳定，盈利能力有望随中高端产品导入持续提升

惠泉啤酒作为福建省内唯一的啤酒上市公司，在当地具有较强的品牌力。根据公司年报，惠泉 2021 年的营收体量 5.8 亿元，净利润为 0.31 亿元，净利率约为 5.36%，且近几年惠泉子公司净利率持续提升。从吨价来看，2021 年惠泉啤酒整体平均吨价约为 2716 元/吨，显著低于燕京啤酒整体平均吨价 3090 元，惠泉吨价具有较大的提升空间。2016-2021 年，惠泉整体销量维持在 20-24 吨/年之间。2022 年，燕京推出酒精度数、麦芽浓度都比 U8 更高的 U8 Plus，迎合爱好高度数啤酒的消费者需求，我们预计随 U8 Plus 等中高端产品矩阵逐步导入，惠泉子公司的吨价和利润率有望持续提升。

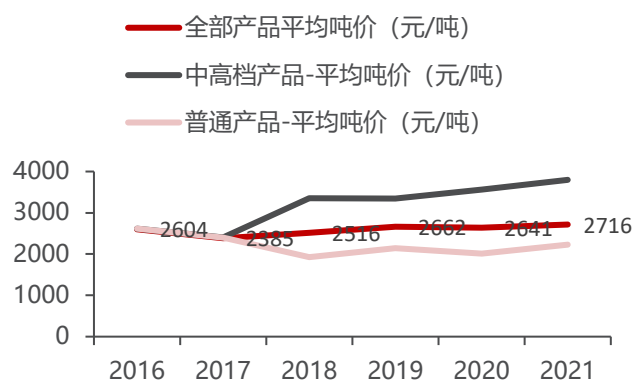
图25：惠泉营收及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图26：惠泉啤酒净利率稳步提升


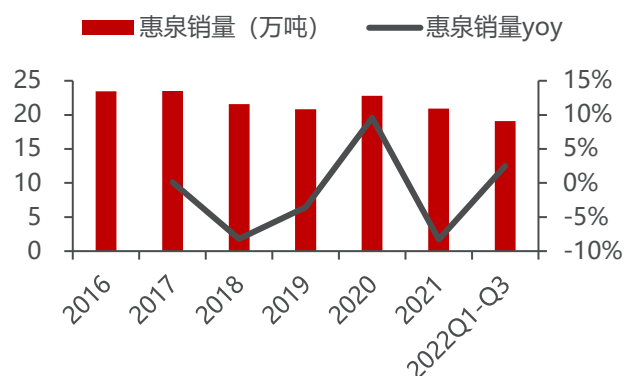
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：惠泉啤酒各档产品吨价



资料来源：惠泉啤酒年报，民生证券研究院

图28：惠泉整体销量保持稳定



资料来源：惠泉啤酒公告，民生证券研究院

3.2 产品矩阵逐步完善，U8 有望成为百万吨级大单品

“1+3”品牌战略已确立，产品矩阵不断完善。2017 公司提出“以清爽酒为基础，中高档酒为主突破、高档酒提升品牌价值”的产品理念，奠定了公司产品矩阵基调。2000-2003 年期间，公司分别入股了雪鹿、漓泉和惠泉三大品牌，形成“1+3”品牌战略。在此品牌框架下，公司持续完善产品矩阵，“研发一批、上市一批、储备一批”的创新模式更加成熟。根据京东数据，2022 年公司已推出 U8 plus、S12 皮尔森、漓泉原浆等中高端产品，同时推出鲜啤 2022 补足 6-8 元价格带产品，“研发一批、上市一批、储备一批”的创新模式更加成熟。

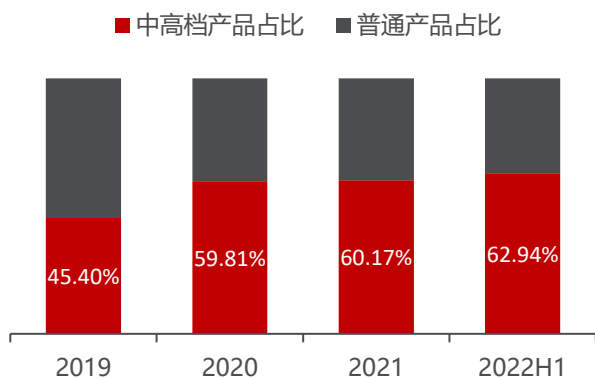
表4：公司新品上市时间表

推出时间	产品	价格带	度数	产品包装特点	麦芽浓度	主打渠道	销售主区域
2017	漓泉 1998	8-10 元	≥2.8%vol	大肚瓶、拉环式瓶盖	8°P	餐饮渠道	广西地区
2017	燕京 Ale	-	-	-	-	娱乐渠道	-
2017	燕京 IPA	-	-	-	-	娱乐渠道	-
2018	帝道	-	-	-	-	餐饮渠道	-
2019	燕京 U8	8-10 元	≥2.5%vol	大肚瓶、拉环式瓶盖	8°P	餐饮渠道	华北地区
2019	燕京八景系列	12 元以上	≥3.3-3.7%vol	传统文化元素包装	10°P	餐饮渠道	华北地区
2021	狮王世涛	12 元以上	≥5.2%vol	狮王国粹风包装	16°P	娱乐渠道	华北地区
2021	燕京新雪鹿	6 元	≥2.5%vol	墨绿鹿头形象	8°P	线上+餐饮渠道	内蒙古地区
2021	V10	10-12 元	≥3.3%vol	蓝白配色+中文白啤	10°P	线上+娱乐渠道	华北地区
2022	U8 Plus	8-10 元	≥3.6%vol	大容量+拉环瓶盖	10°P	餐饮渠道	新疆、广东沿海地区
2022	S12 皮尔森	10-12 元	≥4.1%vol	金色香槟外观	12°P	线上+娱乐渠道	华北地区
2022	漓泉原浆	10-12 元	≥4.1%vol	精酿大桶装	12°P	线上+流通渠道	广西地区
2022	燕京鲜啤 2022	6-8 元	≥3.3%vol	蓝白经典包装	9°P	餐饮渠道	华北地区

资料来源：京东，啤酒板，民生证券研究院

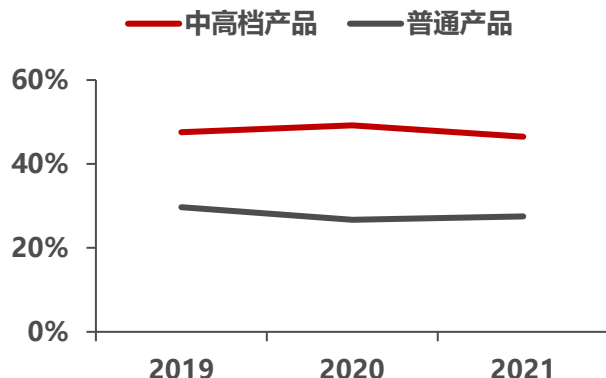
注：数据参考日期：2023 年 3 月 1 日

图29：2019-2022H1 公司中高档产品收入占比提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：2019-2021 年公司产品分类毛利率变化情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

漓泉 1998、燕京 U8 等大单品持续演绎高成长，U8 势能有望带动新品上量。

2017 年，公司漓泉品牌推出中高端（8-10 元）产品漓泉 1998，口味纯柔、香气优雅，包装采用大肚瓶、拉环式瓶盖设计，该产品一经推出便在广西地区迅速上量。2019 年，公司燕京主品牌推出 U8，口味与漓泉 1998 一样主打清淡口味、瓶身涉及同样采用大肚瓶、拉环式瓶盖，与市场上其他主流的瓶装啤酒包装具有较大差异。现阶段燕京 U8 主要在北京、内蒙古、河北等优势地区销售，根据燕京啤酒官方公众号，2022 年燕京 U8 年销量 40 万吨、超 8 亿瓶，已成为业内近三年成长速度最快、表现最为亮眼的大单品之一，成为了公司利润抬升的重要支撑。此外，U8 大单品强劲的势能有望拉动其他产品组合放量，例如在 2022 年公司已推出鲜啤 2022、U8 plus、S12 皮尔森、漓泉原浆等，我们预计将给公司带来收入和利润增量。

图31：漓泉 1998 瓶身外观



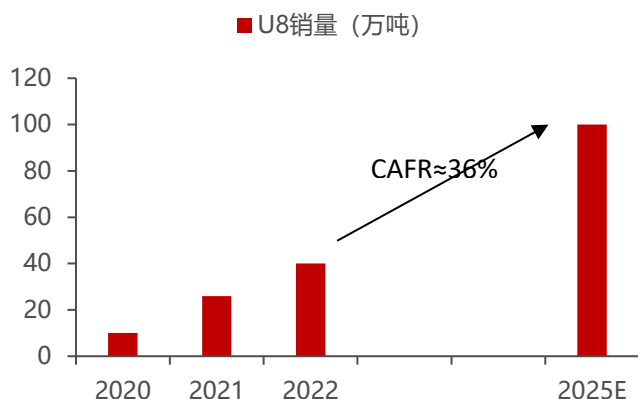
资料来源：漓泉啤酒官网，民生证券研究院

图32：燕京 U8 瓶身外观



资料来源：燕京啤酒天猫旗舰店，民生证券研究院

图33：燕京 U8 销量及增速预期



资料来源：燕京啤酒官方公众号、金融界新闻，民生证券研究院

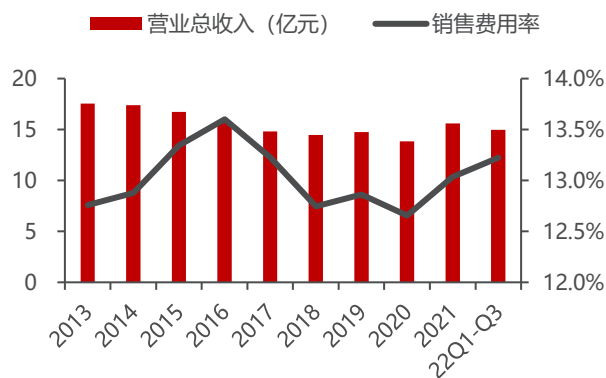
我们认为现阶段燕京 U8 具有较佳的放量条件：

(1) 差异化打法，基地市场渠道优势显著。燕京 U8 采取多渠道辐射策略，通过广域的铺设和下沉式布局，深度渗透各优势市场高频消费场景，进一步提升燕京 U8 基地市场的份额。此外，为开拓弱势区域市场，U8 通过百强县工程进行渠道下沉，从而减少与本土优势品牌进行直接竞争，实现高性价比渗透。燕京在北京、内蒙地区市占率领先，已具备 U8 推广的完善渠道基础，未来河北、四川、湖南等成长型市场也有望贡献一定增量。

(2) U8 定位中高端具先发优势，且有望承接消费升级需求。U8 定位 8-10 元次高端价格带，更有望承接目前主流的 6-8 元价格带产品需求。2019 年，燕京啤酒前瞻性推出 U8，当时 8-10 元价格带竞品较少，且各大啤酒厂商并未开始重点发力，一方面 U8 在口味、包装设计、营销等各维度全面发力，另一方面中高端产品的渠道、终端利润相比中端产品更高，具有更强渠道推力。目前来看，8-10 元价格带仍未跑出绝对的龙头，燕京 U8 在公司战略、渠道布局、产品特性、品牌营销等各维度均具有显著优势，有望持续受益中高端产品需求扩容。

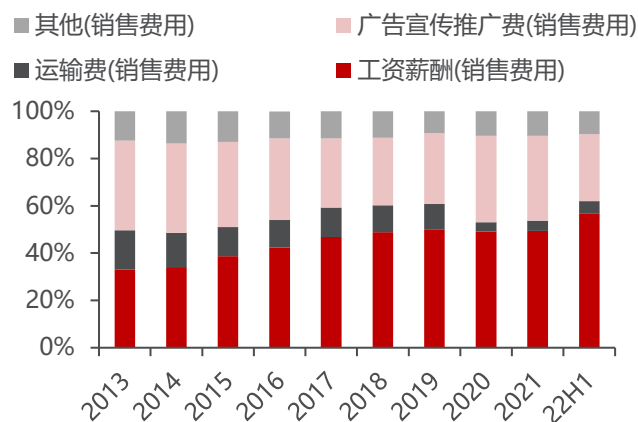
(3) 针对更年轻消费群体，线上线下营销共振。为顺应新消费时代的消费潮流，公司近几年新推出的产品矩阵和营销策略均精准定位年轻消费群体。其中，燕京 U8 作为公司品牌年轻化的代表产品，凭借其独特的口感、潮酷的外观，将民族品牌与“国潮风”有机融合，将“热爱有你，燕京有我”的品牌文化根植于产品营销中等诸多亮点，得到了众多年轻消费者的认可和喜爱。燕京啤酒签约王一博、蔡徐坤等顶流明星代言，通过明星自身的流量和号召力，在线上微博等平台制造“燕京 U8，热爱有你”等话题，并在线下全国餐饮、大型超市、连锁终端、夜店开展包店活动，发动粉丝进行门店打卡，共振提升 U8 在年轻消费者心中的影响力。

图34：公司销售费用及费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：公司销售费用明细占比



资料来源：燕京啤酒官方微博，民生证券研究院

图36: U8 先后签约王一博、蔡徐坤为品牌代言人



资料来源: 燕京啤酒官方微博, 民生证券研究院

图37: 北京冬奥会赞助&董事长直播带货



资料来源: 燕京啤酒官方微博, 民生证券研究院

图38: 北京燕京国际啤酒文化节



资料来源: 燕京啤酒官方微博, 民生证券研究院

图39: 《2022 品牌足迹》燕京啤酒上榜

2021年五大类别增长最快的前五品牌
(基于各品类前30品牌)

饮料类						
2021 排名	品牌	制造商	消费者触达数 (百万)	消费者触达数 增长率%	渗透率%	消费者选择次数
15	元气森林	元气森林(北京)食品科技集团有限公司	71	87.5	20.0	1.9
25	燕京啤酒	北京燕京啤酒集团公司	41	21.2	9.3	2.3
2	康师傅	康师傅控股有限公司	314	19.4	53.0	3.1
29	景田	景田(深圳)食品饮料集团有限公司	36	18.1	11.5	1.7
16	红牛	天丝集团	67	17.3	18.3	1.9

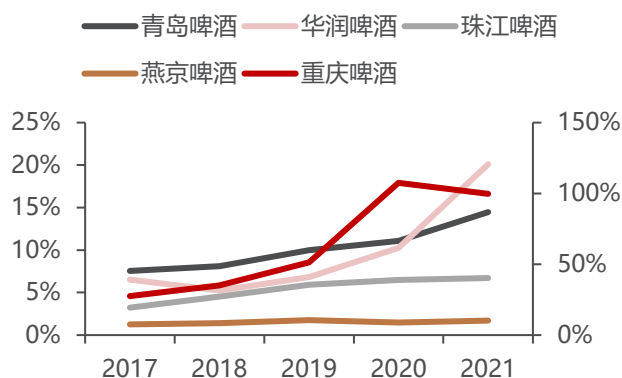
资料来源: 燕京啤酒官方公众号、凯度消费者指数, 民生证券研究院

4 以创业之心推进改革，盈利能力有望持续提升

4.1 净利率偏低拖累 ROE，人效&厂效尚有较大提升空间

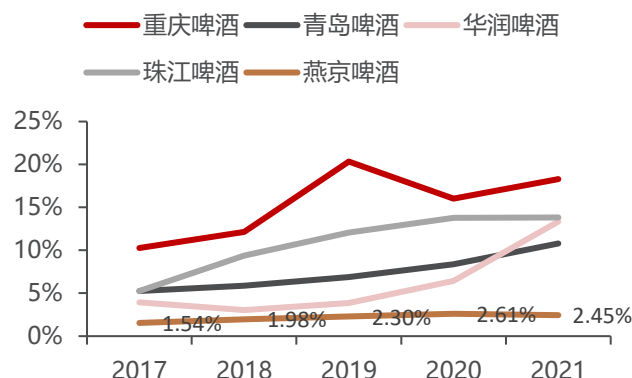
ROE 显著低于同行，主要系净利率偏低。2017-2021 年燕京啤酒的 ROE 水平显著低于行业平均，根据杜邦分析，燕京 ROE 承压的主要原因是净利率水平偏低。2017-2021 年，燕京啤酒的销售净利率从 1.54% 提升至 2.45%，盈利能力持续提升。然而，2021 年重庆啤酒/青岛啤酒/华润啤酒/珠江啤酒的销售净利率分别为 18.29%/10.79%/13.35%/13.83%，**燕京啤酒的盈利水平相比竞争对手仍有较大的提升空间。**

图40：各公司过去 5 年 ROE



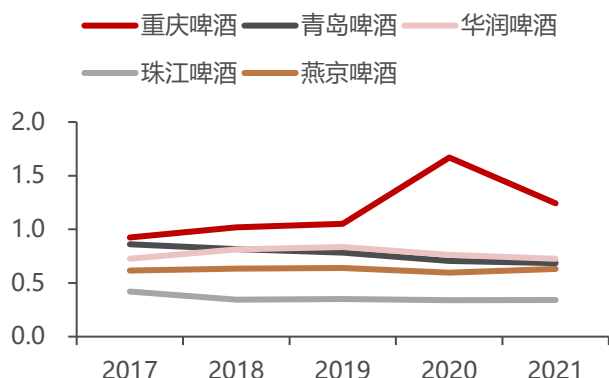
资料来源：wind，民生证券研究院

图41：各公司过去 5 年销售净利率



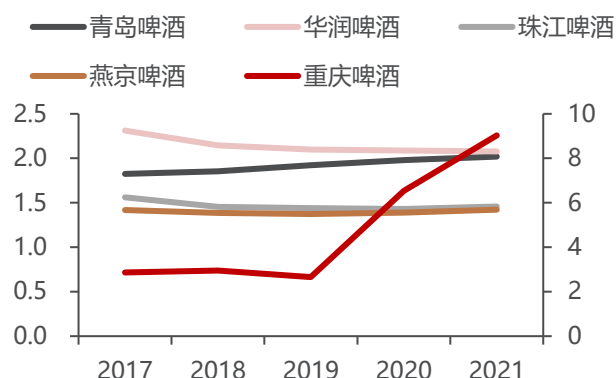
资料来源：wind，民生证券研究院

图42：各公司过去 5 年资产周转率



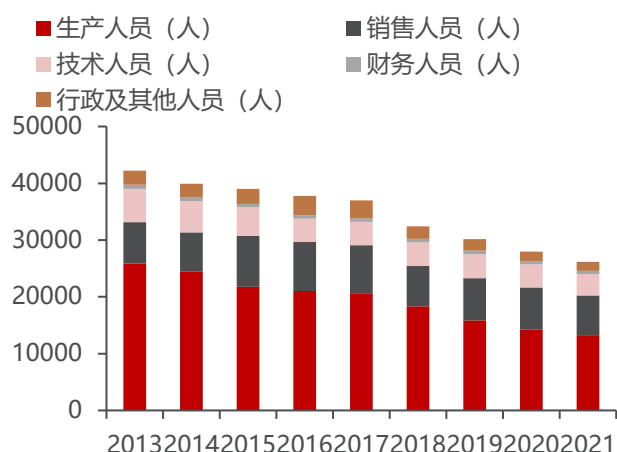
资料来源：wind，民生证券研究院

图43：各公司过去 5 年权益乘数

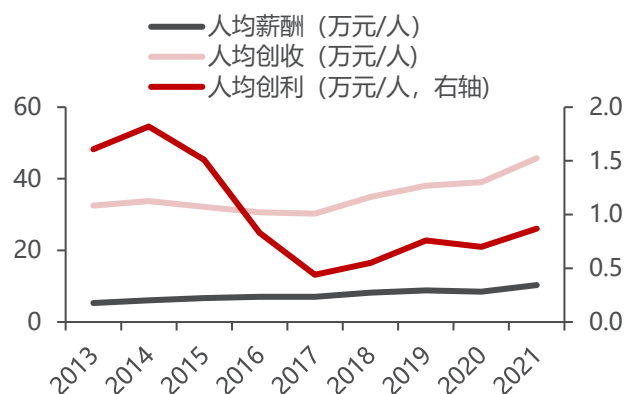


资料来源：wind，民生证券研究院

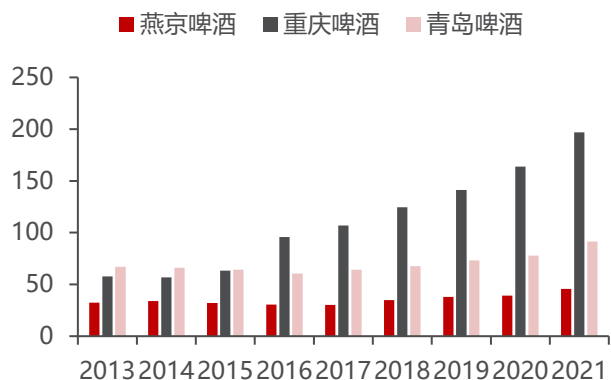
人效偏低，人员结构仍有调整空间。2013-2021 年公司人均创收从 32.55 万元/人提升至 45.75 万元/人，同期重庆啤酒的人均创收从 57.79 万元/人提升至 197.02 万元/人，2021 年重庆啤酒的人均创收是燕京啤酒的 4.3 倍。从人均创利来看，2013-2021 年公司人均创利从 1.61 万元/人降至 0.87 万元/人，同期重庆啤酒的人均创利从 2.71 万元/人提升至 9.58 万元/人，2021 年重庆啤酒的人均创利是燕京啤酒的 11.0 倍，燕京的人均创利和人均创收均有较大的提升空间。根据公司年报，2013-2021 年，公司员工数量从 4.2 万人下降至 2.6 万人，其中生产人员占比从 60.2% 下降至 50.7%，我们预计随燕京人员结构持续优化、员工激励加强，公司人效有望持续提升。

图44：燕京啤酒员工人数


资料来源：公司公告，民生证券研究院

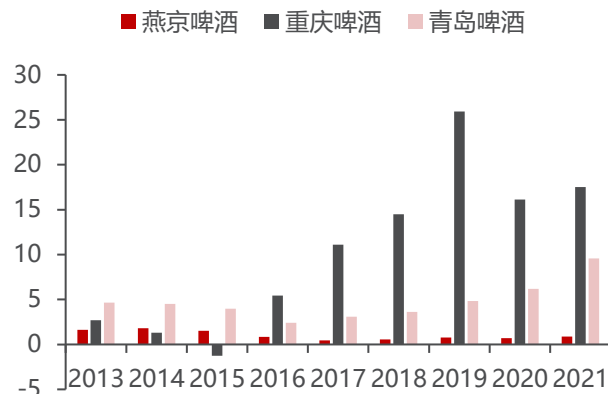
图45：燕京啤酒人均创收/创利/薪酬


资料来源：公司公告，民生证券研究院

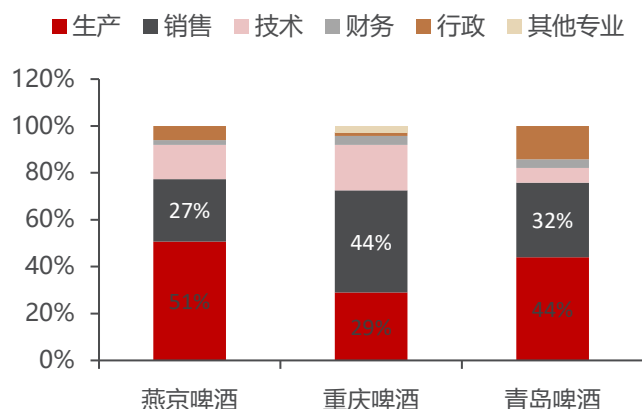
图46：各啤酒公司人均创收（万元/人）


资料来源：各公司年报，民生证券研究院

注：根据重庆啤酒 2020 年年报，2021 年 12 月 31 日起公司总员工人数约为 6676 人，此处选用 6676 人匹配收入和利润口径。

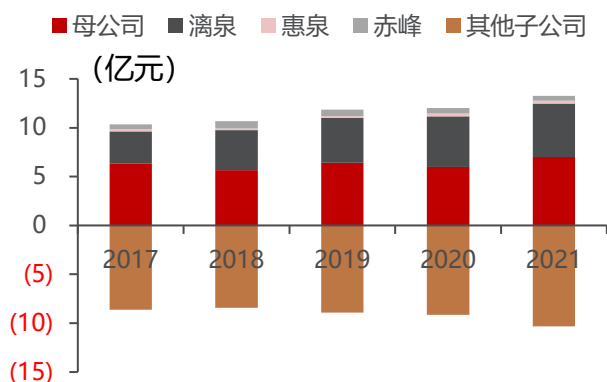
图47：各啤酒公司人均创利（万元/人）


资料来源：各公司年报，民生证券研究院

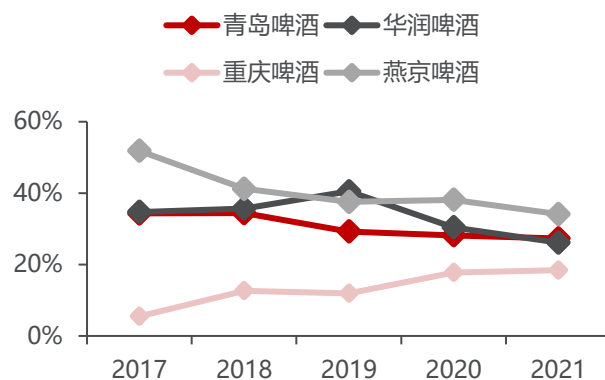
图48：2021 年各啤酒公司人员结构


资料来源：wind，民生证券研究院

非核心子公司亏损较高，拖累公司总体经营质量。根据公司年报，桂林漓泉、福建惠泉、内蒙古赤峰、内蒙古雪鹿等子公司对燕京公司整体盈利贡献较大，其余子公司合计亏损较大。从 2021 年年报净利润数据来看，燕京啤酒合并报表净利润仅 2.93 亿元，而母公司、漓泉、惠泉、赤峰四家公司贡献净利润 13.25 亿元，其余子公司合计亏损达 -10.32 亿元，拖累公司整体的盈利水平。此外，公司总体所得税率在行业内也处于较高水平。

图49：各子公司利润贡献情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图50：各公司所得税率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：2021 年啤酒公司产能、产销情况对比

公司	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒
设计产能 (万千升)	-	1376	292	900
实际产能 (万千升)	1820	949	234	620
实际产能/设计产能 (%)	-	69%	80%	69%
产量 (万千升)	-	758	274	362
销量 (万千升)	1106	793	278	362
产销率 (%)	-	105%	101%	100%
工厂数量 (个)	65	58	26	37
单厂设计产能 (万千升)	-	23.7	11.2	24.3
单厂产量 (万千升)	17.0	13.1	10.5	9.8
产能利用率 (%)	61%	80%	117%	58%

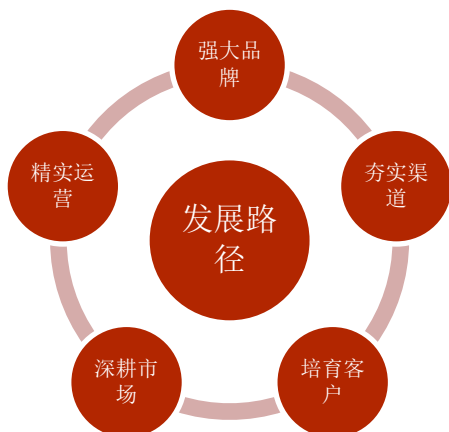
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：华润啤酒年报未披露产量数据，因各家啤酒公司产销率接近 100%，用销量代替产量数据进行计算

4.2 总部职能增强，子公司经营边际改善

“十四五”战略重构，大单品战略为核心。根据公司公告，公司在 22 年 8 月发布“十四五”规划，发展主题为“高质量发展”，发展主基调是“二次创业、复兴燕京”，彰显公司改革信念。公司发展目标包括“未来五年燕京进入战略重构期，在 2025 年前完成蜕变，主要经济指标呈现较快增长，培育高端、超高端子品牌”，强调公司实现营收、利润较快成长的目标，以及高端、超高端品牌建设决心。公司战略举措第一、二条分别是“全力打赢市场保卫战”和“坚定推进战略大单品”，指出公司夯实根据地市场根基的需求，以及大单品战略的核心地位。

图51：公司“十四五”战略规划五大发展路径



资料来源：公司《关于“十四五”战略规划的公告》，民生证券研究院

表6：公司“十四五”战略规划十二大战略举措

举措	具体内容
(一) 全力打赢市场保卫战	强化市场运作，严格市场管控，夯实根据地市场根基，保持利润贡献主体地位。
(二) 坚定推进 战略大单品	坚定燕京战略大单品在全集团战略的核心地位，将打造多个超级大单品。
(三) 持续实施大单品、特色单品战略	丰富全国大单品、全国特色单品、区域大单品、区域特色单品产品矩阵，创新品类与品牌，托起品牌焕新。
(四) 坚决贯彻质量就是生命战略	坚定市场不能丢，质量更不能损信念，构建以市场和消费者为导向的品质制造体系，实现批批精品、瓶瓶精品。
(五) 决战高端战略	顺应消费升级趋势及行业竞争格局变化，以规模效应+结构改善为主攻方向，提升燕京高端占比。
(六) 坚持创新驱动战略	用好创新这把改革金钥匙，主动转变发展方式，全面塑造发展新优势。
(七) 推进全方位 立体营销	构建全方位立体新营销平台，深耕燕京品牌年轻化、高端化形象，积聚品牌势能。
(八) 实施 人才强企 战略	充分发挥人力资源管理杠杆效应，全方位健全人才工作机制，激发员工创造活力。
(九) 全面统筹优化布局	统筹整合区域产能利用，打造装备先进、管理效率高、辐射范围广的大而强生产基地。
(十) 加快推动基地工厂转型升级	将基地工厂打造为集团生产基地的标杆，实现燕京生产力的最优、最佳、最精。
(十一) 积极培育企业文化	探索企业文化建设新模式，培养和塑造新的文化要素、行为准则，为二次创业复兴燕京新征程增添新动能。
(十二) 有序推进有限多元化格局	在坚定做强、做优、做大啤酒主业基础上，盘活存量，引进增量，寻求更多增长点。

资料来源：公司《关于“十四五”战略规划的公告》，民生证券研究院

搭建总部高管与弱势企业“一对一”帮扶机制，剥离无望扭亏子公司。根据董事会日志公众号，为解决亏损企业资源占用问题，公司开展了亏损企业专项整治工作，通过搭建总部高管与弱势企业“一对一”帮扶机制，推动亏损企业管理优化。针对长期亏损、扭亏无望的分子公司加大清理和剥离力度。根据北京产权交易所，2023年3月1日和2日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%。

表7：三家拟转让子公司 2021 年主要财务表现（万元）

	长沙	曲阜三孔	莱州
营业收入	200.01	24477.96	15530.7
经营利润	-56.14	-4463.5	-3613.69
净利润	-56.14	-4431.31	-3689.26
净利率	-28.1%	-18.1%	-23.8%

资料来源：北京产权交易所，民生证券研究院

加速关闭低效工厂，规划百万吨产能生产基地。为实现啤酒生产高质量发展，通过统筹整合区域产能利用，公司对产能过剩且装备老旧的低效工厂加速关闭，同时规划布局数个百万吨产能级别、装备先进、辐射范围广的大生产基地，实现集约生产、提质增效。根据 2021 年年报，燕京在建工程中包括北京总部 3.6 万柔性线设备、漓泉节能改造及编组站技改等项目、河北发酵车间新增 16 台发酵罐及配套改造工程等。

市场化导向，优化管理层&员工激励。根据董事长杂志公众号收录的燕京啤酒董事长公开发言内容，改革的重要内容之一是“以体制机制改革激活团队”，主要包括三点内容：（1）以市场化为导向改革薪酬与考核：主要针对员工激励，公司推新“以岗定薪、以绩定奖、以能调薪，有效激励核心人才”（2）建立健全长效激励机制（3）建立更加市场化的用人机制。根据公司年报，公司依据企业发展战略、年度生产经营目标 and 经济效益，综合考虑劳动生产率提高和人工成本投入产出率、职工工资水平市场对标等情况，结合政府职能部门发布的工资指导线，并且根据公司发展的实际情况不断改善薪酬体系的激励性、可承受性和适应性。

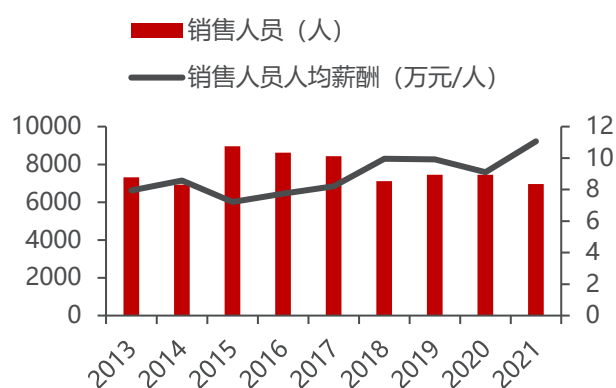
表8：公司改革重要内容之一“以体制机制改革激活团队”核心内容

改革举措	具体内容
（1）以市场化为导向改革薪酬与考核	按照 责权利相统一原则 ，强化薪酬与责任、风险的匹配，基本形成与市场接轨、 与行业相符、与地域相适、与业绩匹配的激励约束机制 。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。
（2）建立健全长效激励机制	坚持激励与约束相结合，风险与收益相对称，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，共同关注公司的长远发展，促进国有资本保值增值。同时，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。
（3）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 ，通过严格考核、契约化管理和充分竞争等方式，集聚一批综合素质高、专业能力强的职业经理人团队。

资料来源：董事长杂志公众号，民生证券研究院

重视人才培养，加强人才培训。根据公司年报，公司建立了公平、公正、公开的选、用、育、留机制，公开选拔岗位和用人标准，不断健全人才培养机制、选用机制、评价机制，交流机制，引进机制，激励机制，为公司发展储备后备人才。根据燕京啤酒官方订阅号，为充分落实燕京啤酒“二次创业，全面复兴”的改革理念，公司开办了燕京商学院以致力于打造一支具有“正确价值观、专业化素质、团队执行力”的改革队伍。不仅如此，燕京商学院还专门设立了经营管理、营销、专业技术、青年后备四大人才库，全方位培养、赋能人才，实现人力资本效用最大化。

图52：销售人员优化、薪酬改善



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：燕京商学院培训现场



资料来源：燕京啤酒官方订阅号，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

收入核心假设：(1) 啤酒：(i) 中高档产品：目前公司中高端销量占比相对同行偏低，公司提出以大单品战略为核心，现阶段中高端产品燕京 U8 作为公司强势大单品正处于高速成长阶段，我们预计将拉动公司中高端啤酒量价齐升。我们预计 2022-2024 年公司中高档产品销量将同比增长 11.44%/14.52%/12.68%，吨价同比增长 0.34%/0.83%/0.64%。随着公司中高端产品起量，毛利率分别为 45.50%/47.00%/49.00%。**(ii) 普通档产品：**原先公司普通档产品中 6 元以下产品较多，22 年公司新推出鲜啤 2022 补齐 6-8 元主流产品价格带，有望贡献销量，同时拉升普通档产品平均吨价。我们预计 2022-2024 年公司普通档产品销量将同比增长 0.30%/0.50%/0.30%，吨价同比增长 0.30%/0.30%/0.30%，毛利率分别为 31.00%/31.50%/31.50%。**(2) 其他：**公司啤酒外其他产品包括茶饮料、矿泉水等，2017-2021 年占营业总收入的 5-8%，我们预计 2022-2024 年其他产品营收增速为 2.00%/2.00%/2.00%，毛利率为 31.00%/31.00%/31.00%

表9：公司营收拆分及预测(百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10928.38	11960.99	12799.17	14015.18	15223.08	16471.82
YOY	-4.71%	9.45%	7.01%	9.50%	8.62%	8.20%
1、啤酒	10078.04	11187.88	12010.60	13210.83	14402.65	15634.98
(1) 中高档产品-总收入	6027.87	6731.54	7527.49	8691.79	9856.45	11061.47
yoy	23.67%	11.67%	11.82%	15.47%	13.40%	12.23%
销量(万吨)	117.82	126.73	141.24	161.74	182.25	202.76
yoy	-7.27%	7.56%	11.44%	14.52%	12.68%	11.25%
销售吨价(元/吨)	5116	5312	5330	5374	5408	5455
yoy	33.37%	3.82%	0.34%	0.83%	0.64%	0.87%
毛利率	49.24%	45.45%	45.50%	47.00%	49.00%	49.00%
(2) 普通产品-总收入	4050.17	4456.33	4483.11	4519.04	4546.20	4573.51
yoy	-30.90%	10.03%	0.60%	0.80%	0.60%	0.60%
销量(万吨)	235.64	235.36	236.06	237.24	237.96	238.67
yoy	-7.27%	-0.12%	0.30%	0.50%	0.30%	0.30%
销售吨价(元/吨)	1719	1893	1899	1905	1911	1916
yoy	-25.49%	10.16%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
毛利率	27.48%	31.32%	31.00%	31.50%	31.50%	32.00%
2、其他	850.34	773.11	788.57	804.34	820.43	836.84
yoy	16.05%	-9.08%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	27.47%	31.32%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院

费用核心假设：我们预计未来几年销售费用率保持稳定，公司将在广告宣传、销售人员优化等方面持续投入，助力以燕京 U8 为代表的中高端产品销售占比提升，我们预计 2022-2024 年公司销售费用率为 12.5%/12.8%/12.8%。随着公司管理团和组织架构优化，公司管理费用率有望进一步降低，我们预计 2022-2024 年公司管理费用率 11.7%/11.0%/10.5%。随着公司研发效率提升，研发费用率有望略收缩，我们预计 2022-2024 年公司研发费用率 1.7%/1.6%/1.5%。我们预计财务费用率在未来几年保持稳定，2022-2024 年公司财务费用率为-1.1%/-1.2%/-1.2%。

表10：公司费用预测表（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用	1382.87	1559.01	1599.90	1793.94	1948.55
销售费用率	12.7%	13.0%	12.5%	12.8%	12.8%
管理费用	1275.41	1438.02	1497.50	1541.67	1598.42
管理费用率	11.7%	12.0%	11.7%	11.0%	10.5%
研发费用	213.60	208.92	217.59	224.24	228.35
研发费用率	2.0%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%
财务费用	-118.96	-120.81	-146.96	-167.89	-184.66
财务费用率	-1.1%	-1.0%	-1.1%	-1.2%	-1.2%

资料来源：Wind，民生证券研究院

5.2 估值分析

目前啤酒行业成长动能已从“规模量”专项“利润价”，高端化驱动行业持续增长。同时，国内啤酒行业集中度较高，龙头已具备产品、品牌和渠道等方面的显著优势，疫后有望率先修复，推动市场份额进一步提高。我们选取主营业务和燕京啤酒相同，且目前都在产品高端化、品牌升级、降本增效进程中的重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、珠江啤酒作为可比公司，2023 年可比公司平均 PEG 为 1.44x，燕京啤酒 PEG 低于均值。

表11：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			2022-2024	PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR	2023E
600132.SH	重庆啤酒	114.70	2.61	3.34	4.00	44	34	29	24%	1.44
600600.SH	青岛啤酒	108.69	2.57	3.10	3.62	35	29	25	19%	1.55
0291.HK	华润啤酒	53.71	1.29	1.67	2.05	42	32	26	26%	1.23
002461.SZ	珠江啤酒	8.73	0.27	0.33	0.37	32	27	24	17%	1.55
	可比公司均值	-	-	-	-	38	31	26	-	1.44
000729.SZ	燕京啤酒	13.05	0.12	0.20	0.28	105	66	47	49%	1.35

资料来源：Wind，民生证券研究院；

(注：公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 3 月 22 日，华润啤酒收盘价已根据 1HKD=0.8755CNY 汇率转换)

5.3 投资建议

我们认为目前燕京啤酒处于加速成长性：

一是 U8 大单品驱动公司营收端良性成长，增加销量的同时结构性提升公司整体吨价。我们认为现阶段 U8 具备较好放量条件，在 2025 年 U8 有望成长为百万吨级大单品：（1）基地市场深度下沉，成长市场高性价比渗透。U8 采取多渠道辐射策略，通过广域的铺设和下沉式布局，深度渗透各优势市场高频消费场景，进一步提升燕京 U8 在基地市场的份额。为开拓弱势市场，U8 通过百强县工程进行渠道下沉，减少与本土优势品牌直接竞争，实现高性价比渗透。（2）定位中高端具先发优势，有望承接消费升级需求。目前 8-10 元价格带仍未跑出绝对的龙头产品，燕京 U8 在公司战略、产品特性、渠道布局、品牌营销等各维度均具有显著优势，有望持续受益中高端产品需求扩容。（3）针对更年轻消费群体，线上线下营销共振。U8 凭借其独特口感、潮酷外观，将民族品牌与“国潮风”有机融合。公司签约流量明星，在线上平台高频制造话题，在线下开展包店活动，共振提升 U8 在年轻消费者心中的影响力。

二是公司内部经营治理边际优化，公司盈利能力有望持续提升。当下公司净利率偏低拖累 ROE，人效&厂效尚有较大的提升空间。22 年公司推出“十四五”规划，提出“二次创业，复兴燕京”的“十四五”改革主基调，以大单品为战略核心，推动公司高质量发展。公司已搭建总部高管与弱势企业“一对一”帮扶机制，剥离无望扭亏子公司，加速关闭低效工厂，规划百万吨产能生产基地。此外，公司以市场化为导向，优化管理层&员工激励，加强人才库建设。

我们预计 2022-2024 年公司营收 127.99/140.15/152.23 亿元，同比增长 7.0%/9.5%/8.6%；归母净利润分别为 3.52/5.55/7.82 亿元，同比增长 54.3%/57.7%/41.1%；当前（3 月 22 日）市值对应 PE 为 105/66/47x，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧。目前啤酒行业高端化趋势延续，头部公司均在高端啤酒市场加大资源投放，未来几年头部玩家可能推出更多 8-10 元价格带新品，加大中高端产品推新力度，从而挤压燕京 U8 发展空间。

2) 原材料价格大幅上涨。啤酒营业成本受原材料波动影响，且核心原料大麦、啤酒花主要依赖进口，若原材料、包材价格大幅上涨，公司盈利能力将受较大影响。

3) 改革进度不及预期。公司持续推进子公司减亏，加强管理层和员工激励，若公司改革进度不及预期，可能会减缓公司盈利能力提升节奏。

4) 食品安全问题。严格把控食品安全是食品企业能够持续发展的基本要求，若食品安全出现问题，公司发展将受到较大影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11961	12799	14015	15223
营业成本	7363	7740	8257	8707
营业税金及附加	1096	1212	1289	1401
销售费用	1559	1600	1794	1949
管理费用	1438	1498	1542	1598
研发费用	209	218	224	228
EBIT	330	592	973	1410
财务费用	-119	-121	-147	-168
资产减值损失	-64	-42	-44	-46
投资收益	36	43	47	51
营业利润	435	711	1121	1581
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	445	711	1121	1581
所得税	152	260	410	578
净利润	293	451	711	1002
归属于母公司净利润	228	352	555	782
EBITDA	1097	1386	1849	2350

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5059	6372	6467	6744
应收账款及票据	191	232	254	276
预付款项	149	160	171	180
存货	3911	3989	4233	4463
其他流动资产	107	59	61	64
流动资产合计	9418	10812	11186	11728
长期股权投资	311	561	571	581
固定资产	8445	8487	8528	8554
无形资产	878	878	876	875
非流动资产合计	10002	10278	10306	10340
资产合计	19420	21090	21491	22068
短期借款	0	1100	600	100
应付账款及票据	1394	1268	1353	1426
其他流动负债	3982	4347	4638	4903
流动负债合计	5376	6714	6591	6430
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	71	65	53	63
非流动负债合计	71	65	53	63
负债合计	5448	6779	6644	6493
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	564	662	818	1038
股东权益合计	13972	14310	14847	15575
负债和股东权益合计	19420	21090	21491	22068

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.45	7.01	9.50	8.62
EBIT 增长率	-17.19	79.07	64.52	44.91
净利润增长率	15.82	54.30	57.65	41.05
盈利能力 (%)				
毛利率	38.44	39.53	41.08	42.80
净利率	1.91	2.75	3.96	5.14
总资产收益率 ROA	1.17	1.67	2.58	3.55
净资产收益率 ROE	1.70	2.58	3.95	5.38
偿债能力				
流动比率	1.75	1.61	1.70	1.82
速动比率	0.99	0.99	1.03	1.10
现金比率	0.94	0.95	0.98	1.05
资产负债率 (%)	28.05	32.14	30.92	29.42
经营效率				
应收账款周转天数	5.82	6.62	6.62	6.62
存货周转天数	193.89	190.00	189.00	189.00
总资产周转率	0.63	0.63	0.66	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.08	0.12	0.20	0.28
每股净资产	4.76	4.84	4.98	5.16
每股经营现金流	0.58	0.50	0.59	0.70
每股股利	0.04	0.06	0.10	0.14
估值分析				
PE	161	105	66	47
PB	2.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	28.95	22.74	16.73	12.83
股息收益率 (%)	0.31	0.47	0.75	1.05

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	293	451	711	1002
折旧和摊销	767	795	875	940
营运资金变动	528	133	60	29
经营活动现金流	1625	1401	1677	1982
资本开支	-393	-825	-897	-968
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-1406	-1032	-860	-927
股权募资	2	0	0	0
债务募资	0	1080	-517	-490
筹资活动现金流	-227	944	-722	-778
现金净流量	-8	1313	94	277

插图目录

图 1:	2017-2021 年公司营收及增速	3
图 2:	2017-2021 年公司归母净利润及增速	3
图 3:	2017-2022Q3 年公司毛利率水平	4
图 4:	2017-2022Q3 年公司销售净利率水平	4
图 5:	公司主要历史阶段复盘	5
图 6:	公司股权结构 (截至 2021 年年报)	6
图 7:	13 年啤酒产销量见顶, 高端化驱动行业成长	8
图 8:	重庆啤酒完成重组后, 销量结构升级明显	8
图 9:	青岛啤酒高端销量占比不断提升	8
图 10:	啤酒行业集中度趋势 (销量口径)	9
图 11:	啤酒行业集中度趋势 (销售额口径)	9
图 12:	啤酒企业市占率第一省市分布 (2017 年)	9
图 13:	21 年华北/华南销售额占比 49%/31%	11
图 14:	华北、华南营收体量及增速 (亿元)	11
图 15:	华西、华中、华东营收体量及增速 (亿元)	11
图 16:	燕京“1+3”品牌矩阵与核心市场 (2021 年)	11
图 17:	华北毛利率低于公司整体	12
图 18:	2021 年各省啤酒产量 (万千升)	12
图 19:	燕京 9 號店	12
图 20:	燕京狮王餐酒吧	12
图 21:	赤峰营业收入及增速	13
图 22:	雪鹿营业收入及增速	13
图 23:	漓泉营收及增速	14
图 24:	漓泉净利率水平显著高于其他盈利子公司	14
图 25:	惠泉营收及增速	14
图 26:	惠泉啤酒净利率稳步提升	14
图 27:	惠泉啤酒各档产品吨价	15
图 28:	惠泉整体销量保持稳定	15
图 29:	2019-2022H1 公司中高档产品收入占比提升	16
图 30:	2019-2021 年公司产品分类毛利率变化情况	16
图 31:	漓泉 1998 瓶身外观	17
图 32:	燕京 U8 瓶身外观	17
图 33:	燕京 U8 销量及增速预期	17
图 34:	公司销售费用及费用率	18
图 35:	公司销售费用明细占比	18
图 36:	U8 先后签约王一博、蔡徐坤为品牌代言人	19
图 37:	北京冬奥会赞助&董事长直播带货	19
图 38:	北京燕京国际啤酒文化节	19
图 39:	《2022 品牌足迹》燕京啤酒上榜	19
图 40:	各公司过去 5 年 ROE	20
图 41:	各公司过去 5 年销售净利率	20
图 42:	各公司过去 5 年资产周转率	20
图 43:	各公司过去 5 年权益乘数	20
图 44:	燕京啤酒员工人数	21
图 45:	燕京啤酒人均创收/创利/薪酬	21
图 46:	各啤酒公司人均创收 (万元/人)	21
图 47:	各啤酒公司人均创利 (万元/人)	21
图 48:	2021 年各啤酒公司人员结构	22
图 49:	各子公司利润贡献情况	22
图 50:	各公司所得税率	22
图 51:	公司“十四五”战略规划五大发展路径	24
图 52:	销售人员优化、薪酬改善	26
图 53:	燕京商学院培训现场	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司核心品牌及不同价格带产品矩阵	4
表 2: 公司核心管理人员信息 (截至 2021 年年报)	7
表 3: 燕京啤酒历年外延并购一览	10
表 4: 公司新品上市时间表	16
表 5: 2021 年啤酒公司产能、产销情况对比	23
表 6: 公司“十四五”战略规划十二大战略举措	24
表 7: 三家拟转让子公司 2021 年主要财务表现 (万元)	25
表 8: 公司改革重要内容之一“以体制机制改革激活团队”核心内容	25
表 9: 公司营收拆分及预测(百万元)	27
表 10: 公司费用预测表 (百万元)	28
表 11: 可比公司估值比较	28
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026