燕京啤酒(000729)

公司研究/深度报告

U8 强化大单品战略，降本增效推动基本面好转

深度研究报告/食品饮料行业　　2020 年 7 月 27 日

报告摘要：

- **多年坚守“1+3”品牌战略，主品牌调整到位，副品牌增势良好**

公司转变发展思路从啤酒“制”造转向啤酒“质”造。**主品牌：过去销量萎缩因：**1）人口老龄化叠加需求遇冷；2）北京市场竞争激烈；3）北京人口净流出致消费人群减少；4）凉夏影响动销。**公司出台 5 年增长与转型战略规划，看好增长空间。副品牌：**18 年销量止跌回升，广西漓泉与内蒙赤峰公司盈利能力出众，率先恢复为公司贡献业绩。

- **人均啤酒消费潜力仍待挖掘，燕京U8补强后吨价上行已现趋势**

中国人均啤酒消费量已至高位，但人均啤酒消费支出占收入比仍低，人均消费潜力具备广阔提升空间。行业结束大肆并购的跑马圈地阶段，行业集中度保持稳定，各家企业逐渐放弃低端产品抢占市场策略，吨价上行具备可能性。学习大单品“漓泉 1998”，燕京 U8 产品年轻化，结合紧跟潮流的营销方式，产品结构持续优化，吨价上行趋势已现，19Q3/19Q4/20Q1 吨酒价分别同比上涨 9.2%/4.7%/13.7%，成长为大单品可期。

- **系列帮扶举措以及产销分离等降本增效改革举措有助于持续推动公司盈利能力回暖**

公司于 18 年成立市场帮扶办公室，旨在向弱势市场推广优秀市场的成功经验，新大区销售公司成立后统筹区域内发展，弱势市场未来将调整发展方向，从生产中心转向销售中心，凝聚营销合力，聚集生产需求以提高生产工厂的产能利用率，发挥规模效应。公司经营效率仍具改善空间，降本空间较大，叠加规模效应未来公司盈利能力将持续改善。

- **基本面快速修复，把握两种市场预期差**

预期差一：北京疫情反复对年内影响相对有限。北京仅 25 天完成数据清零，应检必检排除未来潜在风险，为进一步消费复苏奠定基础；**预期差二：外部市场恢复超预期，燕京 U8 表现优异。**公司及早复工抢占先机，多地上半年销量同比正增长。燕京 U8 于去年 12 月铺货全国，疫情不改营销力度，各地反馈 U8 动销良好，年内放量可期。

- **投资建议**

预计 20-22 年公司实现收入 113.98/123.63/131.05 亿元，同比-0.6%/+8.5%/+6.0%，归母净利润 2.75/4.02/5.11 亿元，同比+19.9%/+46.1%/+27.0%，对应 EPS 为 0.1/0.14/0.18 元，目前股价对应 PE79/54/43 倍。当前啤酒板块市净率为 4.2 倍，公司仅 1.7 倍显著低于行业，预计未来公司收入和利润增速将快于行业平均水平，看好公司未来发展空间，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

动销恢复不及预期、新品推广情况不及预期、成本上涨超预期、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,468	11,398	12,363	13,105
增长率（%）	1.1%	-0.6%	8.5%	6.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	230	275	402	511
增长率（%）	27.8%	19.9%	46.1%	27.0%
每股收益（元）	0.08	0.10	0.14	0.18
PE（现价）	94.0	78.9	54.0	42.5
PB	1.66	1.62	1.57	1.52

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推　荐　维持评级

当前价格：　7.71 元

交易数据	2020-7-24
近 12 个月最高/最低(元)	8.27/5.37
总股本（百万股）	2819
流通股本（百万股）	2509
流通股比例（%）	89
总市值（亿元）	217
流通市值（亿元）	193

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒（00729）20 年一季报点评：疫情冲击短期业绩承压，吨价显著提升成亮点
2. 燕京啤酒（00729）19 年年报点评：19Q4 减亏推动盈利改善，三大副品牌持续高增
3. 燕京啤酒（000729）19 年三季报点评：盈利超预期，产品结构升级持续推进

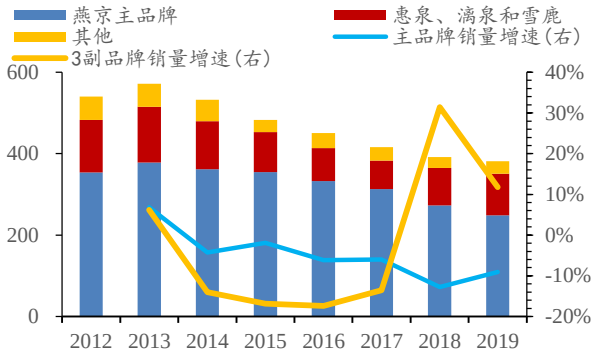
目录

一、多年战略聚焦，“1+3”品牌共举 3
（一）主品牌调整到位，边际恢复趋势已确定 3
1、多因素导致主品牌销量萎缩 3
2、明确五年增长与转型战略，业绩复苏趋势已现 4
（二）副品牌矩阵稳定增长支撑公司业绩 5
1、桂林漓泉：高市占核心市场贡献收入，大单品漓泉 1998 引领潮流 5
2、燕京（赤峰）：稳定增长势头巩固内蒙古市场 6
3、福建惠泉：公司经营边际转好，刘总入主期待新变化 6
二、吨价上行具备空间，U8 补强有望成为新大单品 8
（一）行业发展进入新阶段，吨酒价具备上涨空间 8
1、人均消量或已见顶，消费潜力仍待挖掘 8
2、行业竞争趋缓，吨价上涨具备可能性 8
（二）公司多举齐下，吨价上行预期正兑现 9
（三）燕京 U8 补全产品拼图，过硬品质与创新营销相得益彰 11
1、U8 差异化定位补强燕京产品体系 11
2、学习漓泉 1998 成功经验，U8 手握“品质+营销”两板斧 11
三、降本增效措施落地，静待燕京盈利能力改善 12
（一）地区帮扶以点带面，看好弱势市场转型 12
（二）销售公司汇聚合力，提高区域内经营效率 12
（三）经营效率尚可提升，盈利能力具备提高空间 14
四、Q1 业绩短期承压不足惧，边际持续改善概率大 15
（一）20Q1 业绩短期承压，边际改善为大概率事件 15
（二） 基本面快速修复前提下，把握两种市场预期差 15
1、预期差一：北京疫情反复对年内业绩恢复影响有限 15
2、预期差二：外埠市场恢复超预期，U8 上市表现出色 16
五、盈利预测与估值 17
六、风险提示 18
插图目录 20
表格目录 21

一、多年战略聚焦，“1+3”品牌共举

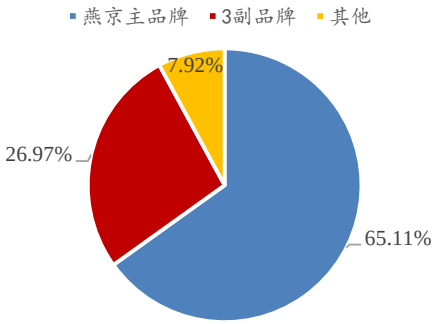
燕京啤酒多年坚持“1+3”品牌战略，以燕京啤酒为主品牌、辅以惠泉、漓泉和雪鹿三大地方性品牌。“1+3”品牌均始建于上世纪 80 年代：燕京啤酒成立于 1980 年；雪鹿啤酒于 1981 年建厂，2000 年被燕京收购；漓泉啤酒前身为桂林啤酒厂，2002 年被燕京集团控股；惠泉啤酒始于 1983 年，为福建省唯一的啤酒上市企业，2004 年燕京啤酒成为其控股股东。2019 年公司燕京主品牌产品销量占 65%，三大副品牌占比 27%，坚定实施 1+3 品牌战略带动销售品牌集中度提高。

图1:12-19 年 1+3 品牌销量占比情况（单位：万千升）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2:2019 年各品牌销售量占比



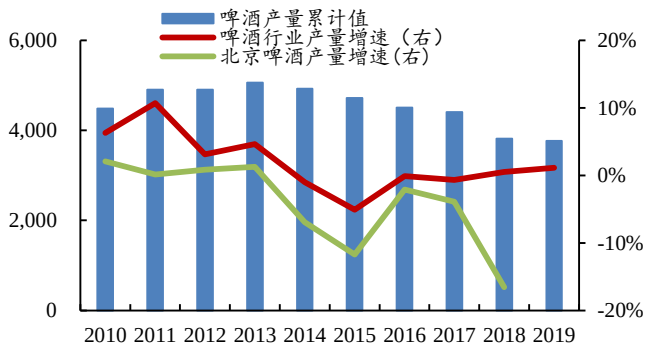
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（一）主品牌调整到位，边际恢复趋势已确定

1、多因素导致主品牌销量萎缩

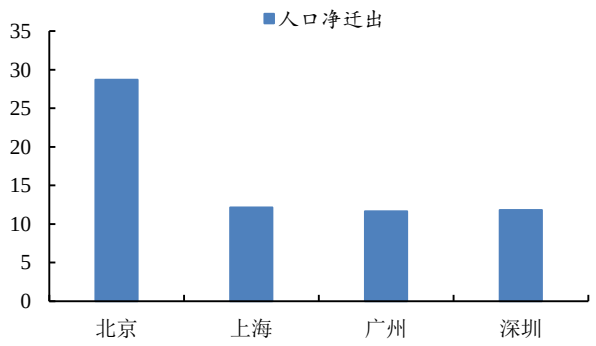
13 年后燕京主品牌销量逐年下滑，我们认为主要原因是：**1）人口老龄化与行业产量萎缩：**随着人口老龄化加剧，啤酒消费量降低已成定式，14 年后行业由增量发展转向存量发展，从啤酒产量角度看，北京啤酒市场变化更大，啤酒产量萎缩程度快于行业平均，啤酒企业未及时适应市场变化；**2）北京市场乃兵家必争之地：**北京市场是各家啤酒品牌树立品牌高度的必争之地，不计成本的费用投放与渠道拓展加剧竞争；**3）北京人口流出致消费群体减少：**北京近年在解放非首都职能的过程中，适龄劳动力外流导致人口净流出，啤酒消费人群减少；**4）天气因素影响：**过去数年间凉夏较多，影响夏天消费者对啤酒的喜好程度及饮用量。

图3:啤酒行业产量及北京市啤酒产量（单位：万千升）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图4:2018 年中国主要城市人口流动图（单位：万人）



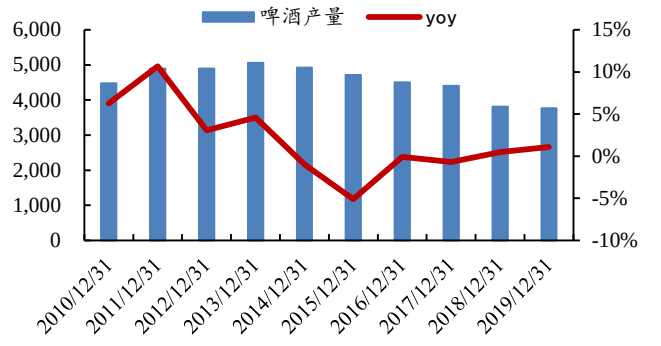
资料来源：京东大数据，民生证券研究院

2、明确五年增长与转型战略，业绩复苏趋势已现

（1）公司调整发展思路，清晰规划指引未来发展

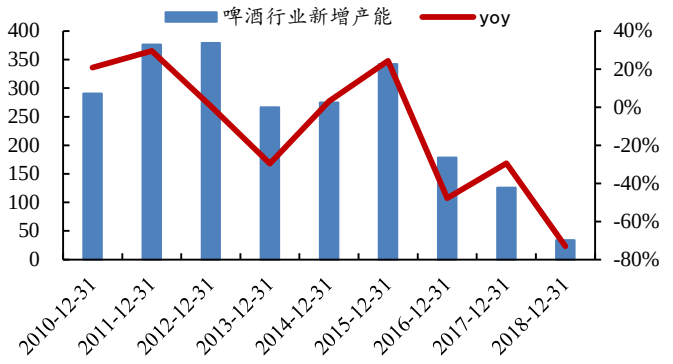
过去行业内挤压式竞争使得业内企业跑马圈地扩充产能，压价促销与买店催生低价产品抢夺市场。从啤酒行业每年新增产能可见，尽管 14 年后啤酒行业产量逐年下行，直至 16 年后行业才放缓产能增长速度，啤酒行业“新常态”被行业普遍接受认可。期间各家啤酒企业在积极思考新变化的同时，为防止因短期内迅速调整策略而被竞争对手抢占份额，导致在费用投入和以低端产品抢占市场等行为仍在继续，业内公司业绩普遍下滑。

图5:中国啤酒产量 13 年后逐年下滑（单位：万千升）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6:16 年后新增产能逐年下降明显（单位：万千升）



资料来源：Wind，民生证券研究院

燕京啤酒逐渐理顺发展逻辑，基于行业处于“由成长期向成熟期的过渡期”的判断，认清消费者不满足于高质量啤酒、更追求高品质享受，于 19 年正式提出 5 年增长与转型战略，以产品、渠道和区域为三大重要抓手，谋求“中国制造”向“中国质造”转变。

表1:燕京啤酒 5 年增长与转型战略规划

关注方向		规划方针
三大抓手	产品	改变品牌架构单薄与形象老化的现状，加速高质量中高端产品的推陈出新
	渠道	填补当前诸多空白和弱势渠道，继续加强高利润与全国性的渠道建设
	区域	扭转基地市场量小分散的格局，因地制宜提升区域市场的销量和市占率
四大举措	“强大品牌”为先导	以消费者需求为核心导向，不断完善品牌架构和产品组合设计，进一步加强市场营销的力度和精准度，树立燕京品质高、认可广、口碑好的品牌与产品形象
	“夯实渠道”为重点	逐步加强全渠道的布局与发力，通过良好的渠道建设带动燕京整体销量和品牌知名度的提升
	“深耕市场”为根基	高度重视在区域市场的表现，致力于稳固现有基地大本营，并继续拓展和提升区域领导地位
	“精实运营”为支撑	进一步评估并整合内部资源，通过提升生产和管理效率，走上可持续、高质量的发展之路。

资料来源：新浪财经，民生证券研究院

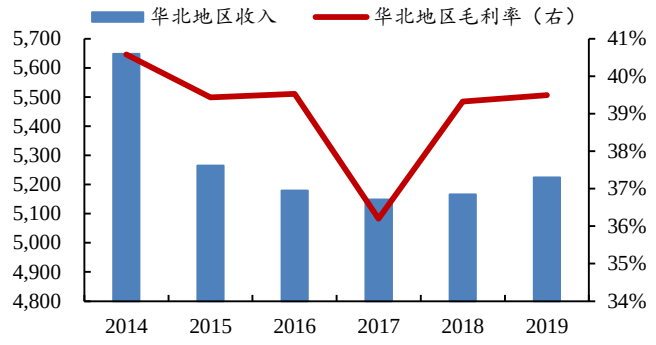
（2）华北地区业绩触底回升，收入水平与盈利能力双双回升

燕京啤酒在华北具备较强品牌力，是新战略顺利实施的保障。1980 年于顺义县建厂，公司深耕北京及华北市场，在行业整体销量萎缩、北京市场竞争日益加剧的环境下，公司仍占据北京市场 70%以上的市场份额。北京市场高市占率所起到的示范带动效应能够使得公司的营销举措、渠道新政和新品推广能够顺利传导至消费者。

行业从增量发展转向存量竞争阶段，尽管主品牌销量呈下滑趋势，但公司华北地区收入于 17 年实现止跌，18 年止跌微升。从收入占比来看，华北地区稳中有升，从 14 年的 42%提高至 19 年

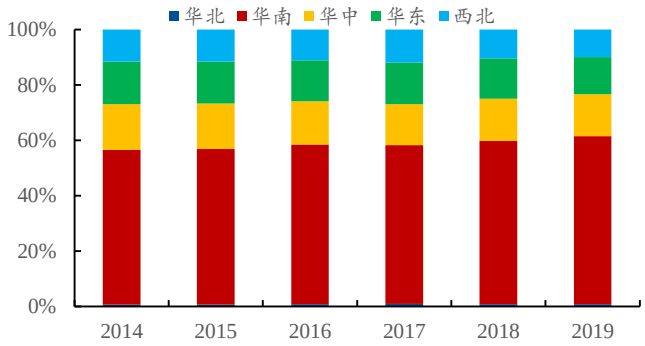
的 46%。华北地区销售毛利率经调整后亦走出低谷呈上升趋势，公司凭借其在北京甚至整个华北地区的高市占率与强大品牌力，针对市场变化进行的产品结构升级叠加产品提价，其带来的收入与利润增长有望逐步释放。

图7:燕京啤酒华北地区收入及毛利率（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8:燕京啤酒各地区市场收入占比

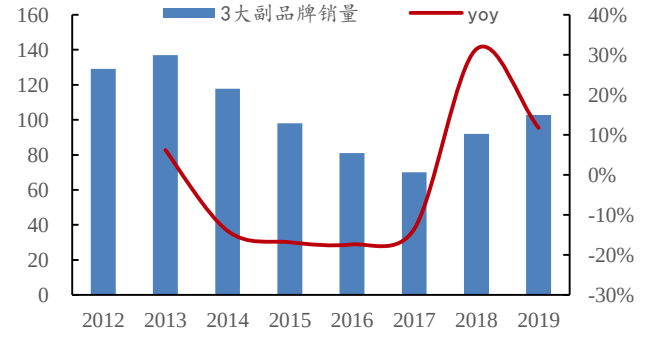


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）副品牌矩阵稳定增长支撑公司业绩

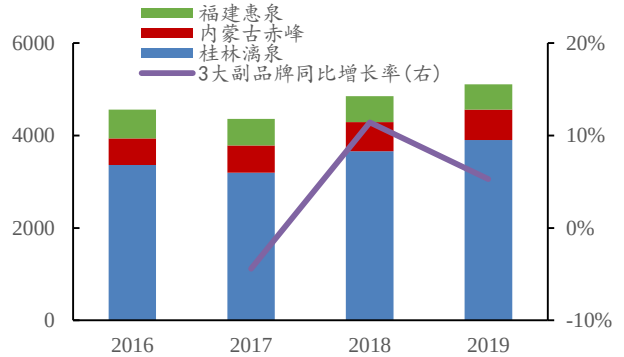
公司三大副品牌——漓泉、惠泉和雪鹿分别在广西、福建和内蒙古享有较高知名度。**从销量角度看，**14-17 年三大副品牌总体销量持续下滑，但 18 和 19 年总体销量同比分别增长 31%和 12%，销量占比从 17 年的 17%提升至 2019 年的 23%。**从营收角度看，**三大副品牌 17 年营收下滑 4.4%，销量下滑 13.5%，产品结构得以相对优化，18、19 年营收回暖速度慢于销量，或为极端天气（暴雨/凉夏）减少带动低端产品放量导致。种种迹象表明，三大副品牌已调整到位，销量恢复带动营收启稳，高市占与强品牌力提供改善产品结构的能力，未来量价齐升可期。

图9:三大副品牌近年销量复苏强劲（单位：万千升）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10:三大副品牌近年营收稳中回升（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

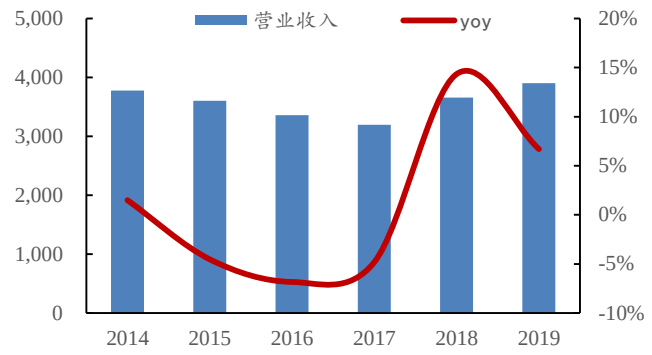
1、桂林漓泉：高市占核心市场贡献收入，大单品漓泉 1998 引领潮流

不同于全国啤酒产量自 14 年开始萎缩，广西省内啤酒产量于 2016 年才首次转负。漓泉啤酒勇于技术革新，率先在广西省内推出纯生啤酒，并推出多款畅销产品，市场占有率高达 85%，16 年为纪念克林顿题词而推出的“漓泉 1998”迅速成为大单品，其过人的品质得到市场认可，推动漓泉啤酒 18 年营收增速转正并实现两位数的高速增长。

作为公司“大西南”战略的核心市场，漓泉啤酒在 14-17 年亦受极端天气扰动带动啤酒需求疲软，期间公司未能找到有力应对措施，但在低麦芽度的漓泉 1998 取得良好市场反响后，公司迅速聚焦资源将其打造为核心大单品。18 年漓泉 1998 销量为 35 万千升，约占漓泉啤酒总销量的 36%，带动公司营收迅速恢复，净利率稳中有升。

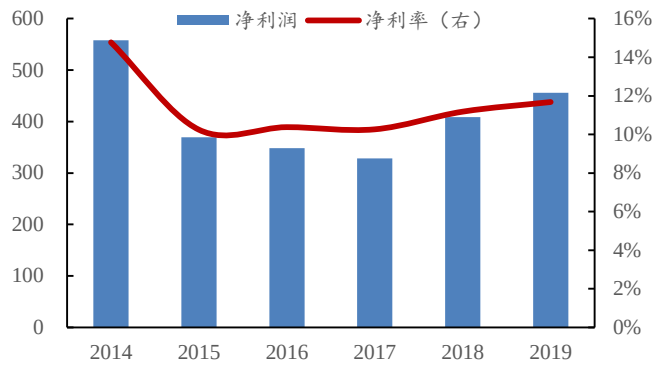
整体看，近年来华南作为公司华北市场外的第二大市场，收入占比稳定在 32%左右，相较于华北地区，华南地区产品毛利率高于华北地区和公司整体啤酒业务毛利率。华南市场的优秀表现彰显了公司副品牌强大的品牌力和优秀的产品结构，未来有望持续向周边市场产生辐射带动作用。

图11:广西漓泉啤酒营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12:广西漓泉啤酒净利润情况（单位：百万元）

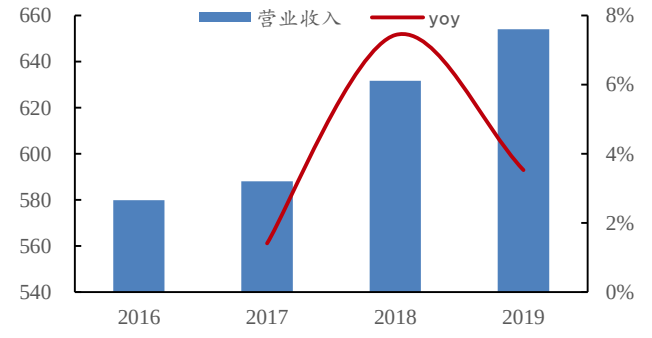


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、燕京（赤峰）：稳定增长势头巩固内蒙古市场

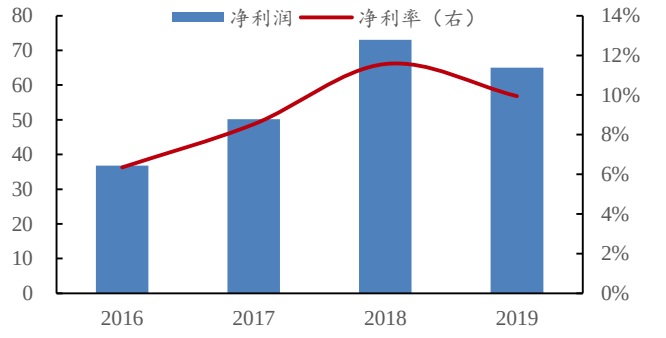
公司通过一系列收购整合逐步拥有内蒙古市场话语权。公司在 00 年并购包头雪鹿啤酒厂、01 年收购赤峰啤酒厂后，实现内蒙古市占率第一，07-08 年又先后收购通辽雪航和呼和浩特塞北星啤酒厂，于 10 年收购金川啤酒贯通内蒙古全境市场。得益于省内产能分布均匀，目前公司在内蒙古市占率高达 70%。公司在内蒙古市场营收及净利表现均优于公司整体，17-19 年营收保持同比增长，净利率呈上行趋势展现公司在当地市场能够将高市占率转化为盈利能力。

图13:内蒙古燕京(赤峰)营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图14:内蒙古燕京(赤峰)净利润情况（单位：百万元）



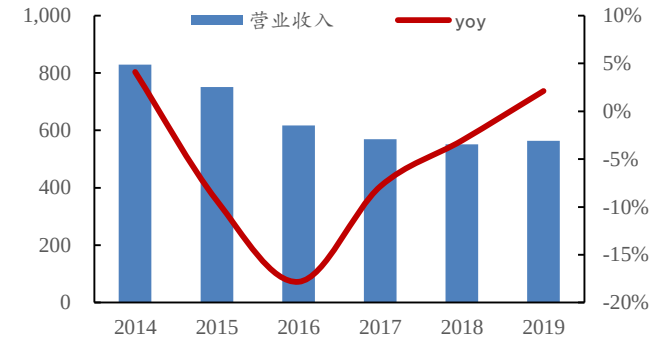
资料来源：Wind，民生证券研究院

3、福建惠泉：公司经营边际转好，刘总入主期待新变化

惠泉啤酒为福建省内唯一一家上市啤酒企业，在当地亦享有较高知名度。公司 14-18 年营收款

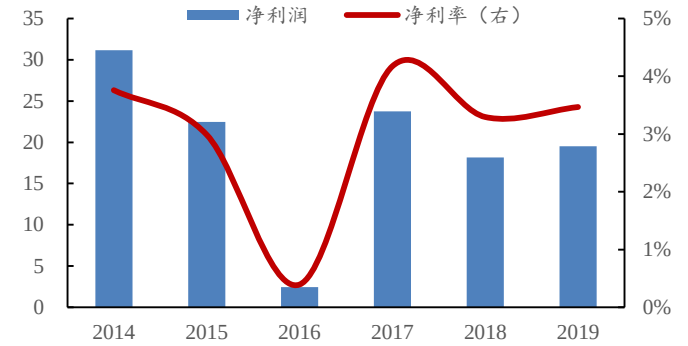
速下滑、盈利能力减弱原因：1）福建啤酒消费能力较强，同时沿海受国外进口啤酒影响，国内外酒企争相在福建市场展开激烈竞争；2）近年成本压力叠加营收萎缩带来的成本摊销压力，公司产品盈利能力下降。19 年公司营收止跌微增的同时，公司净利率有所恢复。期待新战略下福建市场的新变化。

图15:福建惠泉啤酒营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图16:福建惠泉啤酒净利润情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

19 年 11 月刘翔宇先生从燕京总部前往惠泉担任董事长。刘总毕业后便进入燕京啤酒工作，在担任惠泉啤酒董事长之前任燕京啤酒副董事长。刘总接管惠泉啤酒后对外释放 2 大积极信号：**1）公司管理团队进一步年轻化。**继 48 岁的赵总担任燕京啤酒董事长后，现年 49 岁正直壮年的刘总接手惠泉啤酒，期待未来公司年轻化带来的新变化；**2）惠泉治理着手点或改变。**刘总 03-17 年间任燕京副总经理、董秘，深谙公司业务，17 年后主管人事工作，管理经验丰富，预计后期将在惠泉内部加强队伍建设，惠泉凝聚力和市场竞争力有望进一步提高。

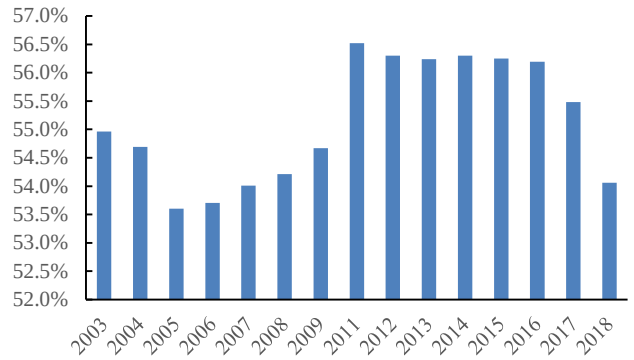
二、吨价上行具备空间，U8 补强有望成为新大单品

（一）行业发展进入新阶段，吨酒价具备上涨空间

1、人均消量或已见顶，消费潜力仍待挖掘

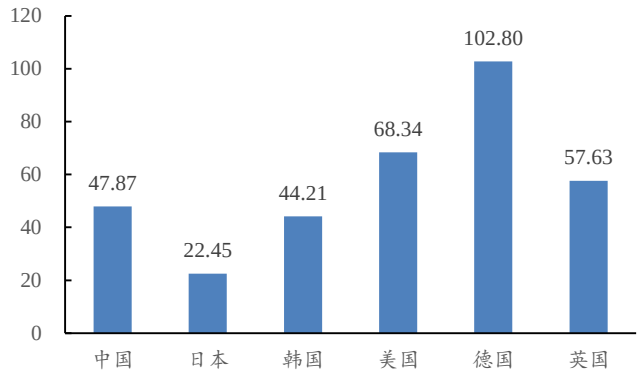
中国啤酒消费量已基本见顶。中国啤酒行业产量自 2014 年开始出现负增长，2018 年止跌略升，行业内固定资产投资完成额亦呈现逐年递减的现象，从主要国家人均啤酒产量来看，中国人均啤酒产量为 48 升，高于亚洲邻国日本和韩国，与英美相差较少，结合近年中国人口结构呈现老龄化趋势，啤酒适饮人群占比逐年下降，我们判断中国啤酒产量在未来将保持微降或持平。

图17:中国人口普查抽样中 20-55 岁人口占比



资料来源：统计局，民生证券研究院

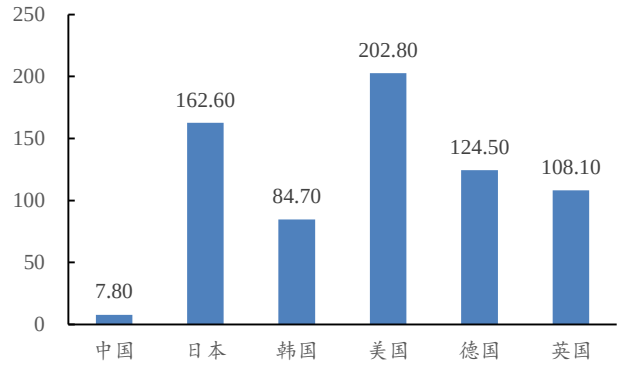
图18:各国人均啤酒产量（单位：升/人）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

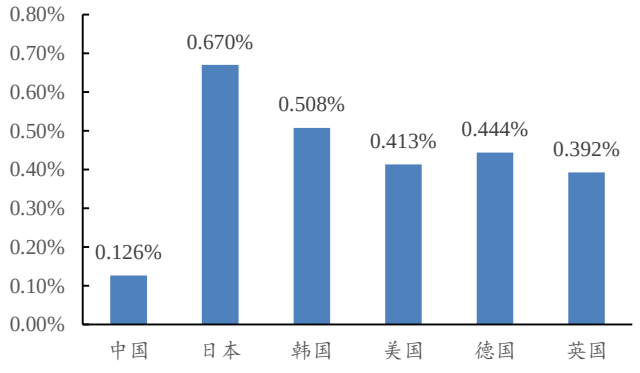
中国啤酒市场人均消费金额仍有较大增长潜力。根据 Euromonitor 数据，2019 年中国人均啤酒消费仅为 7.8 美元，仅为美国的 4%，与亚洲邻国日本和韩国相比，中国人均啤酒消费分别为日、韩的 5%和 9%，与发达国家相比有较大差距。结合人均可支配收入来看，中国人均啤酒消费支出占可支配收入之比仍低于主流发达国家。**在中国未来发展过程中，人均啤酒消费能力有望进一步释放，在消费量持平或略减的情况下，啤酒吨价上行具备确定性。**

图19:各国人均啤酒消费支出（单位：美元/人）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图20:各国人均啤酒消费/人均可支配收入



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

2、行业竞争趋缓，吨价上涨具备可能性

中国啤酒行业自 20 世纪末掀起收购潮，龙头企业跑马圈地拓展版图，中国规模以上啤酒企业

的产能迅速扩张，直至 2013 年达到峰值 5062 万千升。公司收购标的多处于 2 种考量：1）借收购当地啤酒品牌之机，利用其渠道及市场品牌力，打入当地市场；2）收购扩充产能，通过技改可较快速实现产品当地产当地销，省去长途运输的成本。近年来，随着传播手段的日益丰富，全国化品牌耳熟能详，肆意收购的低效产能拉高折旧摊销侵损盈利能力，近年来行业并购趋势放缓，竞争趋于理性，龙头公司通过低端产品抢夺市场份额的竞争转为积极抢占中高端价格带。

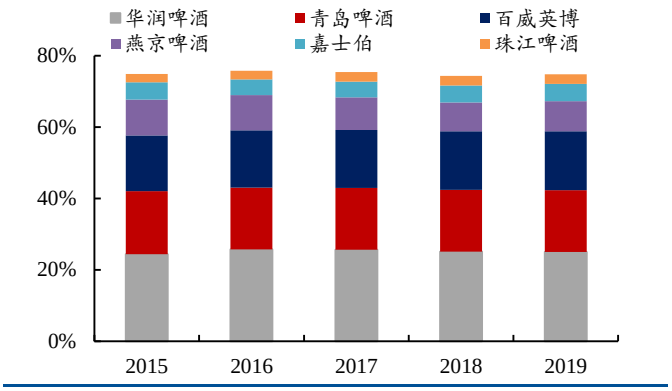
表2:2000 年中国部分啤酒企业并购企业数量

时间	青岛啤酒	华润啤酒	嘉士伯	燕京啤酒
2000-2004 年	27	10	4	5
2005-2009 年	3	18	1	1
2010-2014 年	9	13	1	3
2015-2019 年	1	1	2	0

资料来源：公司公告，民生证券研究院

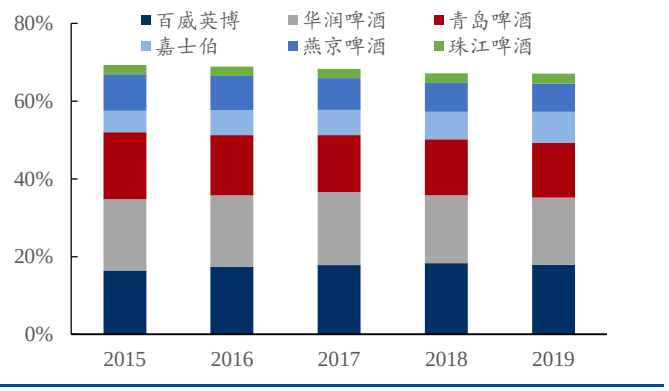
随着跑马圈地式并购潮结束，各公司在不同省份建立基地市场，经过多年经营具备在当地较强的品牌力，各家啤酒企业在其高市占率的核心市场上各项战略及政策的实施能够做到有效传导。在行业竞争趋缓的大背景下，各家公司纷纷将注意力从目标为抢占市场份额的低端产品，转向能为公司贡献更多利润的中高端产品，行业整体吨价上行具备可能性。

图21:中国啤酒企业销量 CR6 保持稳定



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图22:中国啤酒企业零售收入 CR6 保持稳定



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

（二）公司多举齐下，吨价上行预期正兑现

燕京啤酒坚持采取直、间接提价相结合方式提升吨价。直接提价法即直接提高单品价格，公司近年一直未大规模集体提价，而是分地区依据成本压力进行微调，约 3 年进行一次调整，而在新兴市场上直接提价策略则保持克制；间接提价则为改善产品结构，表现为推出新产品及提高罐化率，在宣传推广上公司也更倾向对中高档产品的消费引导。

表3:燕京啤酒近年提价整理

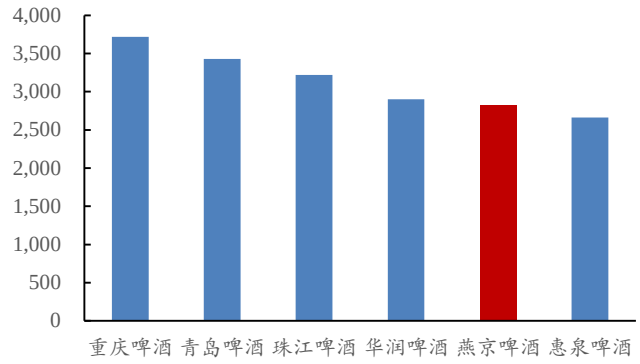
时间	提价信息	新品上市
2011 年 1 月	北京市场提价：普通装产品 10 度燕京清爽和燕京本生提价	
2013 年 6 月	-	燕京白啤上市，填补产品体系空白
2014 年 1 月	北京市场提价：瓶装鲜啤每箱涨价 6 元；瓶装 10 度纯生每箱涨价 7 元；易拉罐装燕京啤酒每箱涨价 5 元	-
2017 年 12 月	本生啤酒终端进货结算价格顺涨 3 元/箱，单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶；	-

	清爽啤酒终端价从 3 元提高到 4 元	
2018 年 6 月	-	高端新鲜原浆产品-燕京原浆 7 日鲜上市 主打年轻化的“帝道”系列啤酒上市
2018 年 4 月	业内普涨，燕京部分低端产品提价 5%左右	
2019 年 6 月	-	人文景观相结合的“燕京八景”上市 面向年轻中高端端消费者的燕京 U8 上市

资料来源：新浪财经，搜狐，民生证券研究院

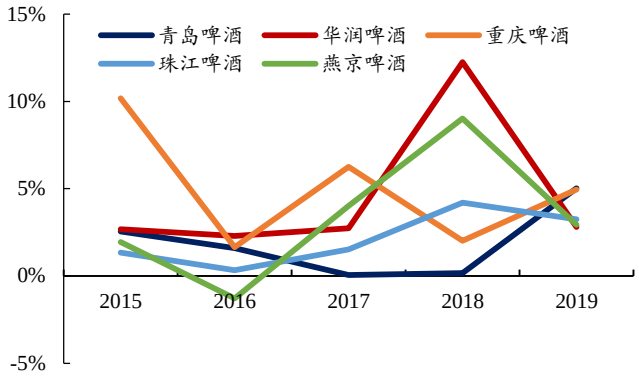
公司吨价仍处低位，近年上涨趋势明显。2019 年燕京吨酒价为 2817 元/吨，重啤、青啤、珠啤和华润吨酒价分别为 3719 元/吨、3431 元/吨、3219 元/吨和 2903 元/吨，公司吨价低于主要可比公司。从吨价增速角度看，燕京在 17-19 年实现 4%、9%和 3%的同比增长，CAGR 高达 5.3%，业内仅次于青岛啤酒的 5.8%、高于华润啤酒的 4.4%。**公司作为在强势市场具备较高市占的区域强势酒企，燕京啤酒仍具备进一步提高吨酒价的能力。**

图23：主要上市啤酒企业 2019 年吨酒价（单位：元/千升）



资料来源：Wind，民生证券研究院

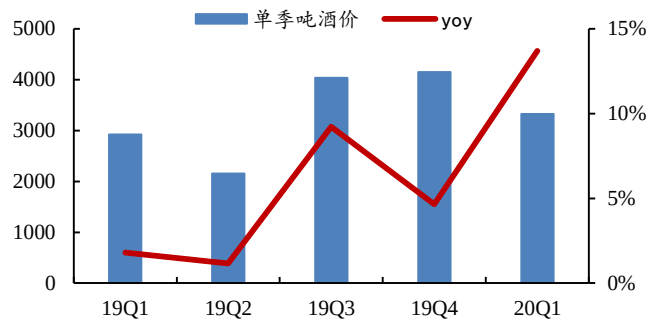
图24：主要上市啤酒企业吨酒价近年增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

20Q1 吨价同增 14%，产品结构改善带动吨价上行逻辑得以验证。自公司 19 年 6 月上市燕京 U8 后，吨酒价上行明显，19Q3 单季度吨酒价同比增长 9.2%，19Q4 淡季延续增长势头，20Q1 在公司整体营收表现欠佳情况下，吨酒价同比增长 13.7%，以燕京 U8 为代表的中高端啤酒带动公司产品结构持续优化，助力盈利能力改善。燕京 U8 参考漓泉 1998 的成功经验，燕京 U8 的出色表现亦能验证公司帮扶战略的正确性和必要性，后续基地市场产品结构优化及新品放量增长，配合弱势市场学习优势市场成功经验以改变发展思路的双重增长逻辑，造就对燕京啤酒未来业绩的信心。

图25：公司吨酒价（营业总收入/啤酒销量）变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：漓泉 1998 与燕京 U8



资料来源：公司官网，民生证券研究院

（三）燕京 U8 补全产品拼图，过硬品质与创新营销相得益彰

1、U8 差异化定位补强燕京产品体系

公司坚持以清爽、鲜啤、纯生和白啤构建产品体系，其中清爽型啤酒为低端啤酒代表，鲜啤主打中档啤酒，纯生和白啤则是公司高端产品的代表，逐渐形成了以清爽啤酒为基础、用中档啤酒突破、高档啤酒提升品牌价值的产品体系。新品燕京 U8 从三个角度补全公司产品体系：**1）价格方面：**燕京 U8 定价于纯生和鲜啤之间，填补价格空白，加码宣传的同时起到引导消费升级的作用；**2）产品方面：**8 度麦芽度的低度产品，与燕京主品牌下主流的 10-12 度产品进行区分，差异化产品丰富产品矩阵；**3）目标群体：**产品包装展现“年轻化”特点，目标群体为年轻消费者。

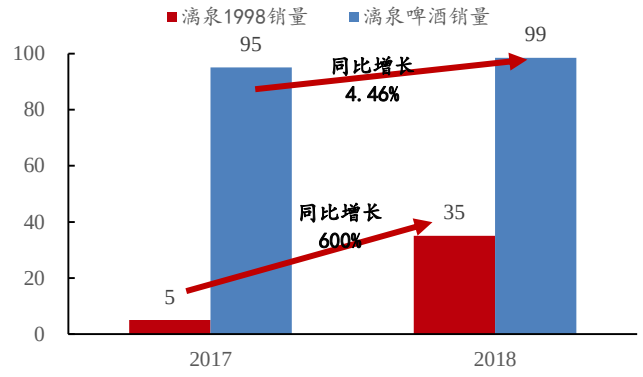
2、学习漓泉 1998 成功经验，U8 手握“品质+营销”两板斧

漓泉 1998 大单品的成功经验为主品牌提供灵感。漓泉 1998 在未刻意引导的情况下，销量从 17 年的 5 万千升增长至 18 年的 35 万千升，而同期整个漓泉销量仅从 95 万千升至 99 万千升。**对比广西市场与北京市场，二者具备相似处：1）品牌力占据绝对强势地位，具备高市占率：**广西市场漓泉啤酒市占率高达 85%，燕京在北京市场上市占率高于 70%，考虑到北京特殊地位，二者均在当地市场具备较强的品牌力及市场影响力；**2）对周边市场具备辐射能力：**广西市场对广东、湖南、贵州、海南和云南具有较强的影响力，北京市场则对整个华北具备较强的辐射能力。

漓泉 1998 成功关键在于产品过硬，燕京 U8 亦立足于优秀品质。产品用料上，公司采用进口捷克浓香型酒花、脱壳 7 天内的新鲜优质大米为原料，搭配 100%优质进口麦芽，用料考究。**生产技术上，**运用燕京独家专利技术，赋予 U8 独特香气和丰富持久的泡沫，“味淡不寡”，小度特酿技术使乙醛含量更低，好喝不上头。**包装上，**褐色“矮胖”酒瓶一改传统“大绿棒”形象，辅以新颖方便的拉环开瓶方式，解决传统啤酒需开瓶器的痛点，同时多 SKU 并推解决多种场景需求。

营销方面，不同于漓泉 1998 早起较少投入宣传，燕京 U8 高举高打迅速推广知名度。燕京 U8 于去年 6 月推出，同年 12 月推广至外埠市场，在营销方式上，燕京 U8 抓紧新一代年轻消费者心智。今年疫情之后通过微信、抖音和微博等平台开展多项针对年轻人的“定制”营销活动，同时邀请优质艺人王一博代言，当天微博热搜话题创下 5 亿阅读量，在京东超市已经开售，2 分钟销售突破百万，5 分钟售出 2 万箱。

图27：漓泉 1998 销量增长迅猛（单位：万千升）



资料来源：桂林生活网，漓泉啤酒公众号，民生证券研究院

图28：艺人王一博代言燕京 U8



资料来源：天猫，民生证券研究院

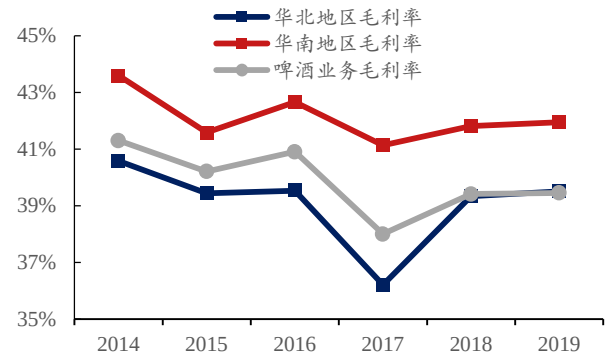
三、降本增效措施落地，静待燕京盈利能力改善

（一）地区帮扶以点带面，看好弱势市场转型

在公司战略层面，公司提出在优势市场稳固基石，保持北京、内蒙和广西三大利润中心的地位，在四川和河北等成长型市场重点巩固夜场优势并巩固其基地市场，强调聚焦区域，将资源更多投向公司具备优势的市场，在弱势市场上不过多投入资源，重点在于优化弱势市场发展思路。

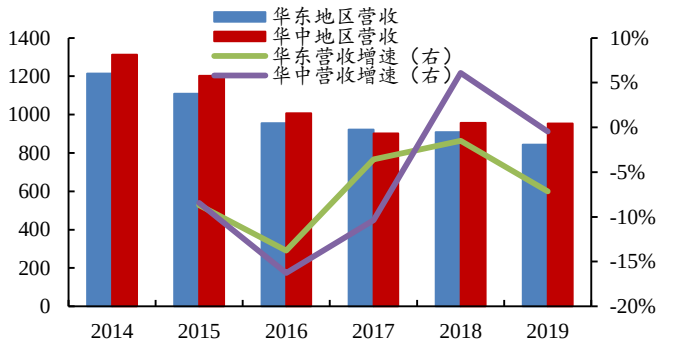
燕京啤酒区域发展不平衡。北京、广西和内蒙古市场为公司优势市场，总体表现和盈利能力均优于其他地区，其中以广西为代表的华南地区毛利率高于华北地区，主要原因是在地方公司具备经营决策自主权时，漓泉啤酒借“漓泉 1998”契机推进大单品策略，带动业绩表现优异。公司在华东和华中等弱势地区的子公司相对乏力，14 年以来仅 18 年在华中地区营收实现正增长，整体表现乏善可陈，19 年两地区销售额占比仅为 7.4%和 8.3%。

图29:华南地区毛利率高于华北及公司整体



资料来源：Wind，民生证券研究院

图30:公司在华东和华中地区营收表现（单位：百万元）



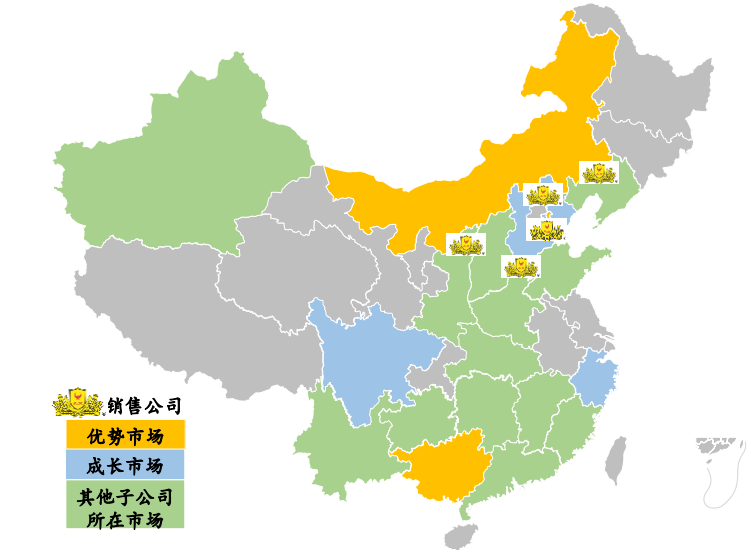
资料来源：Wind，民生证券研究院

核心市场地理位置优越，对周围市场起到借鉴作用。北京市场是华北地区的标杆市场，具备带动作用；内蒙古横布东西，东可触及东三省，西可带动陕甘新；广西地联四省，在公司“大西南”发展战略中起到核心基地作用。**公司 18 年建立市场帮扶办公室，因地制宜地积极开展市场帮扶**，优势市场经验助力弱势市场优化其发展路径，部分弱势市场公司面对业内其他龙头厂商的竞争时，部分公司发展思路混乱，在接受总部及优势市场的经营指导后，理清产品布局、资源投放和市场推广等若干问题的思路。根据调研跟踪结果，部分弱势市场公司的帮扶效果立竿见影，增效减亏甚至扭亏为盈，业绩边际改善显著，

（二）销售公司汇聚合力，提高区域内经营效率

公司近期成立北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司，旨在整合区域内子公司资源。**市场端，**防止各地追求销量及业绩肆意窜货，影响其他市场价格稳定及销售工作；**生产端，**将生产任务集中到优质产能厂，提高产能利用率的同时发挥集中生产的规模效应。解放落后产能和相应工厂的生产工人，组织安排老员工退休、年轻员工转岗至销售工作；**管理端，**公司借销售公司加大对区域内子公司的把控程度，确保战略及时传达并加快落地。以燕京 U8 推广为例，外埠市场推广节奏大体一致、推广活动相互呼应，提高推广效率、优化推广效果。

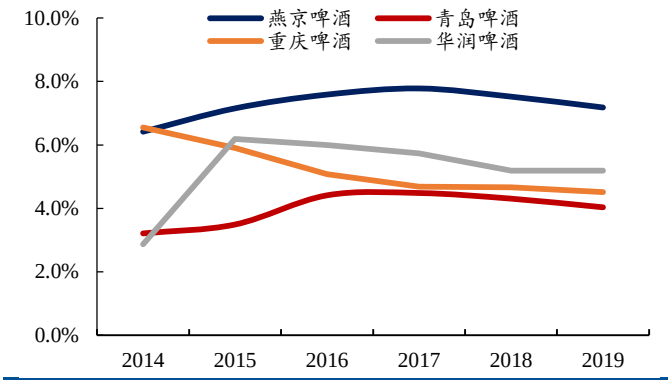
图31：燕京啤酒五大销售公司及市场分布



资料来源：公司年报，民生证券研究院

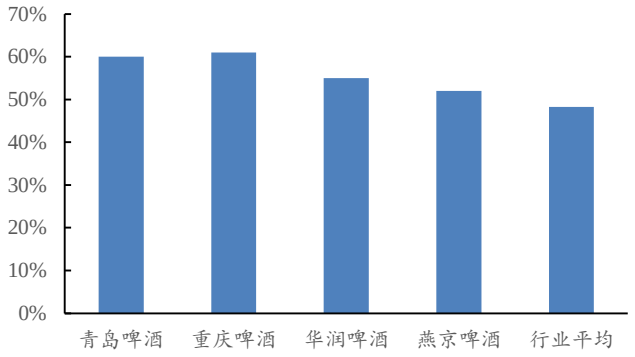
公司产能利用率较低拖累经营效率，降本增效空间大。近年来业内产能利用率持续走低，龙头公司纷纷“关厂”优化产能，燕京啤酒关厂进度相对滞后，折旧摊销费用占营收之比高于业内其他公司，公司整体产能利用率仅约为 55%，仅略高于行业平均，但部分利用水平低的产能削弱了公司整体盈利水平，未来具备通过集中生产任务、淘汰落后产能的方式释放利润空间的能力。

图32：主要啤酒上市公司折旧摊销费用/营收



资料来源：Wind，民生证券研究院

图33：燕京啤酒产能利用率相对较低



资料来源：公司年报，民生证券研究院

未来看点仍在“轻资产”和 “转”厂、关厂进度。近年来业内龙头企业频频关厂，旨在优化产能并解决不必要的资源投入损害经营效率，但燕京关厂进度相对滞后。目前公司决定对弱势市场公司不再投入过多资源，未通过淡化弱势市场子公司的生产功能以实现固定资产折旧和人员去化，引导部分生产子公司转为销售导向公司（**产销分离**），最终实现“轻资产”发展或关停利用率低的生产厂房，帮助弱势市场子公司减亏增效。销售导向子公司亦有利于在市场营销方面更为精进，学习优秀市场经验在产品推广中提高资源利用率，或扭转部分市场亏损现状。生产核心转移至优势市场工厂，也能够提高产能利用率并强化规模效应，进一步落实公司增效举措。

表4:部分上市啤酒公司 15 年后关厂情况

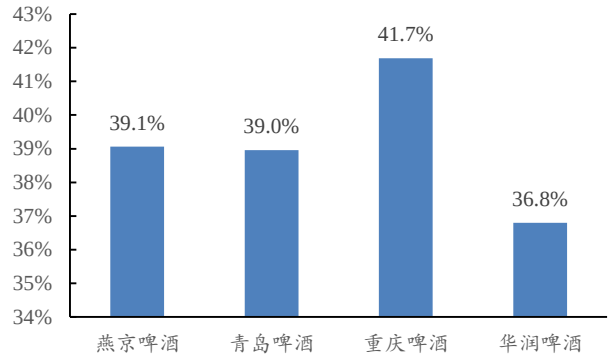
时间	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒
2015 年	关停/转让共 4 家	-	关停/转让共 0 家	-
2016 年	关停/转让共 4 家	-	关停/转让共 2 家	-
2017 年	关停/转让共 1 家	-	关停/转让共 5 家	表态会与地方政府协商后关厂
2018 年	关停/转让共 1 家	关停/转让共 2 家	关停/转让共 13 家	-
2019 年	-	关停/转让共 1 家	关停/转让共 7 家	-
2020 年	-	年内有关停计划	年内有关停计划	-

资料来源：公司年报，啤酒板，民生证券研究院

（三）经营效率尚可提升，盈利能力具备提高空间

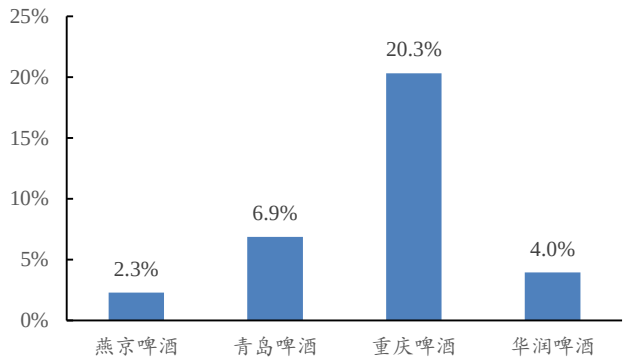
公司毛利率相比其他啤酒上市公司表现尚可，未来随着资源进一步倾斜投入至以燕京 U8 为代表的的中高档产品，产品结构优化将有望带动毛利率进一步上行。19 年公司净利率仅为 2.3%，显著低于重庆啤酒的 20.3%和青岛啤酒的 6.9%。

图34:公司毛利率水平尚可与青啤相近



资料来源：Wind，民生证券研究院

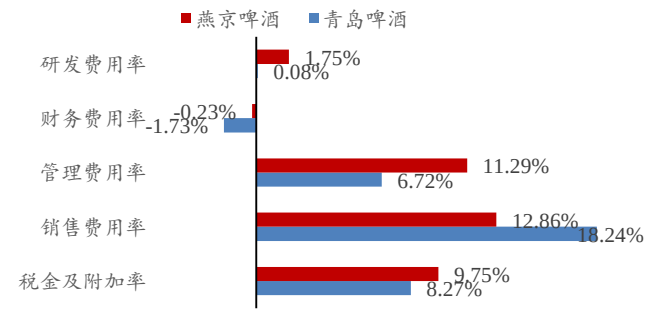
图35:公司净利率低于其他上市啤酒企业



资料来源：Wind，民生证券研究院

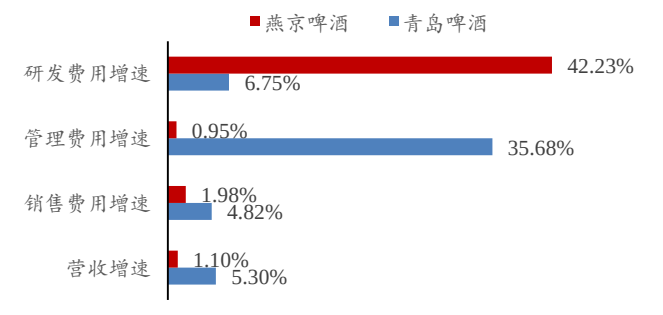
对标青啤分析公司盈利能力，经营效率有待提升。通过拆解对比 19 年两家公司期间费用率可见，青啤在销售费用率显著高于燕京，但燕京销售费用同比增长速度快于营收增长，期待未来营收显现规模效应后燕京啤酒销售费率进一步下行；燕京管理费用率相对较高，原因或有 1）燕京关厂进度较低，未盈利工厂拖累；2）收入处于恢复增长期未具规模效益。随着营收实现恢复增长与新战略实施，对落后产能合理处置，协调相关人员转为销售导向，管理费用率具备较大下行空间。

图36:燕京啤酒与青啤期间费用率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图37:燕京啤酒与青啤期间费用增长情况对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

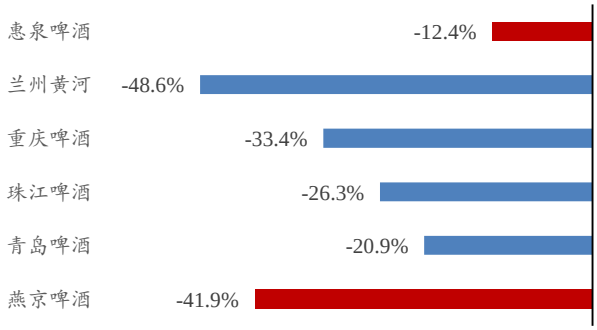
四、Q1 业绩短期承压不足惧，边际持续改善概率大

（一）20Q1 业绩短期承压，边际改善为大概率事件

20Q1 公司实现营收 20.05 亿元，同比下滑 41.86%，较其他啤酒企业回落较大，实现归母净利润-2.46 亿元，去年同期盈利 5884 万元，由盈转亏。公司啤酒销售量为 60.34 万千升，同比下降 48.88%，不及其他啤酒企业及行业平均水平。

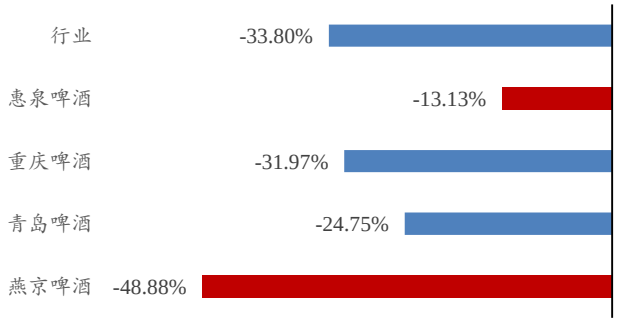
我们认为主要原因有：**1）北京疫情管控措施严于其他地区，管控力度大、持续时间长。**部分啤酒企业在疫情期间积极开展社区营销等活动促进销售，但燕京却无法在北京组织相关活动；**2）人口流动管控导致消费人群减少。**北京作为春节后人口流动的主要目的地之一，也是燕京啤酒的核心基地市场，受疫情影响人口流动受阻，当地消费能力显著下滑。

图38:啤酒上市公司 20Q1 营收增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图39:啤酒上市公司及啤酒行业 20Q1 销量增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

随着疫情防控措施逐渐宽松，人口回流恢复日常生活，燕京啤酒动销回暖。Q2 疫情防控措施缓解后，我们认为 3 大逻辑将支撑基本面修复：**1）餐饮及流通渠道需求逐步恢复：**复工复产与恢复堂食正常化，人员流动为北京带来新的消费力主力军；**2）渠道补库存需求爆发：**不同于其他开展社区营销的企业，动销恢复消耗库存后，补库存需求集中爆发；**3）今年北京更“热”：**相较于 18 年 5 月底、19 年 5 月初北京才迎来首个 30 度，20 年 4 月 24 日北京气温便突破 30 度，天气转暖进一步催化消费者对啤酒偏好度的提高。**根据渠道跟踪调研得到的反馈，公司 4-5 月份销量具备两位数以上增长，叠加产品结构优化带来的吨酒价提升，公司 Q2 业绩边际好转是大概率事件。**

（二） 基本面快速修复前提下，把握两种市场预期差

1、预期差一：北京疫情反复对年内业绩恢复影响有限

对于北京部分地区出现的疫情反复，应关注两点：**1）可防可控影响时间短：**自 6 月 11 日首例确诊到 7 月 6 日首次 0 新增仅 25 天，期间餐饮渠道受到一定冲击，但北京市迅速走出疫情反复的阴霾，后续将持续边际转好；**2）未来风险进一步降低：**尽管中国整体已经度过“至暗时刻”，但仍存风险，北京全市在“应检必检”的原则下进行了大规模检测，排查了潜在的风险，北京强有力的防控措施不仅短期内将影响降到最小，对年内未来的恢复奠定基础。

表5:北京6月以来疫情防控措施进展

时间	事件/防控措施
6.11	西城区新增1例确诊病例
6.12	新增6例确诊病例，均有新发地农产品批发市场活动史
6.13	凌晨3点，新发地市场暂时休市，进行全面卫生整治和环境消杀
6.14	北京核酸检测76499人，结果阳性59份，部分社区实施封闭管理
6.16	北京突发公共卫生应急响应级别由三级调至二级
6.17	北京全面停止春季学期在京高校学生返校，全市中小学各年级停止到校上课，全市各类型幼儿园停止开园
6.18	离京需持7日内核酸检测阴性证明
6.20	北京10.3万名快递配送人员接受核算检测
6.28	新发地相关集中隔离人员再延长14天隔离期
6.29	北京已完成外卖、快递等人员核酸检测采样118万人
7.2	1个街道由高风险降为中风险，17个街道（乡镇）由中风险将为低风险
7.4	北京低风险地区人员出京不再要求持有核酸检测阴性证明
7.6	6.11以来，北京首次实现0新增
7.11	新发地市场第二批集中隔离人员接触隔离。除中高风险地区外，进返京人员无需提供核酸检测阴性证明
7.14	市教委工委明确秋季学期9月1日前开学目前不变
7.16	10天无新增确诊病例
7.17	全市中风险地区降至2个，北京所有重型、危重型患者已全部转为普通型
7.18	全市中风险地区仅剩1个，其他区的街道均为低风险地区
7.19	北京宣布自7.20起，北京突发公共卫生应急响应级别由二级调整为三级
7.20	全市中风险地区清0

资料来源：新华社，民生证券研究院

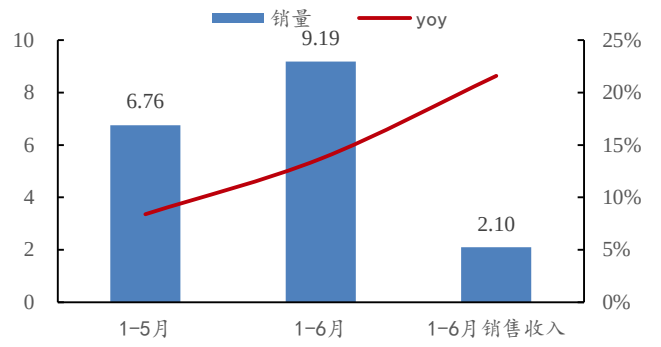
2、预期差二：外埠市场恢复超预期，U8上市表现出色

对于外埠市场，应把握2条恢复逻辑和1批数据佐证。恢复逻辑：1）复工复产早红利：燕京啤酒疫情期间协调复工复产时间，展现龙头公司风范，在部分小企业未能及时复产的情况下，燕京啤酒安全生产抢得疫情后补仓需求和动销恢复的先机；**2）燕京U8外埠推广：**U8于19年夏季在北京上市，同年12月已完成与外埠市场的沟通，部分子公司已签订U8销售“军令状”。疫情仅暂缓了推广节奏并改变了部分推广方式，但新大单品打造的节奏未改变，如江西地区赞助美食之夜、内蒙古燕京U8欢迎抗疫英雄、抖音拍视频赢大奖等，宣传手段凸显年轻化。

外埠市场恢复逻辑的数据佐证：1）燕京河北公司：3月后公司4条灌装线开足马力，全体销售人员率先返回工作岗位，工作人员分批返岗；目前5月23日公司单日出成品酒总量1068千升，打破公司单产最高纪录；公司1-5月累计销量6.76万千升，同比增长8.4%；1-6月累计生产9.2万千升，同比增长13.7%，**2）燕京衡阳公司：**尽管湖南不是公司传统强势市场，但公司在3月、4月燕京衡阳公司销量分别为1.24和1.06万千升，同比增长9%、24.9%，1-6月总体销量为4.08万千升；6月28日公司年度计划完成过半达53.91%，燕京U8一度供不应求；**3）燕京江西公司：**4月份产销啤酒7200吨，同比增长25%；1-4月累计销量同比增加8%；**4）惠泉啤酒：**4月7日董事长表示惠泉啤酒3月销量便实现同比增增长；**5）燕京新疆公司：**目前公司满负荷生产，月产量9000吨的速度抓紧生产订单。

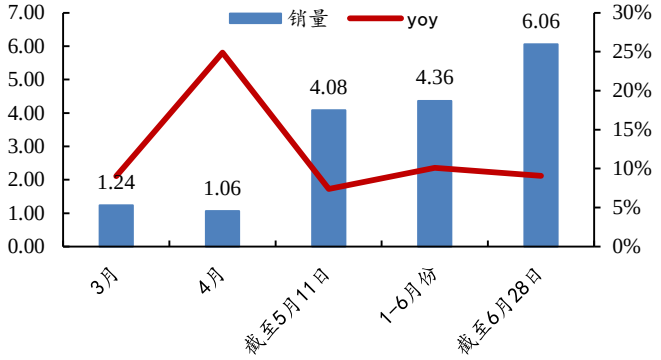
在渠道密切跟踪与疫情防控得当的当下，我们认为市场对燕京在北京市场的表现存在较大预期差，应积极把握，静候燕京营销加码、效率提升和未来业绩兑现。

图40：燕京河北公司增长势头强劲（单位：万千升/亿元）



资料来源：湖南燕京啤酒，民生证券研究院

图41：燕京衡阳公司销量增长势头强劲（单位：万千升）



资料来源：湖南燕京啤酒，民生证券研究院

五、盈利预测与估值

尽管受疫情影响公司动销短期受阻，但我们仍看好公司新大单品燕京 U8 的后劲表现，新品将带动公司销量回暖及产品结构进一步优化；同时，公司各项改革逐步落地，产销分离以及降本增效系列举措也将逐步推动盈利能力恢复。

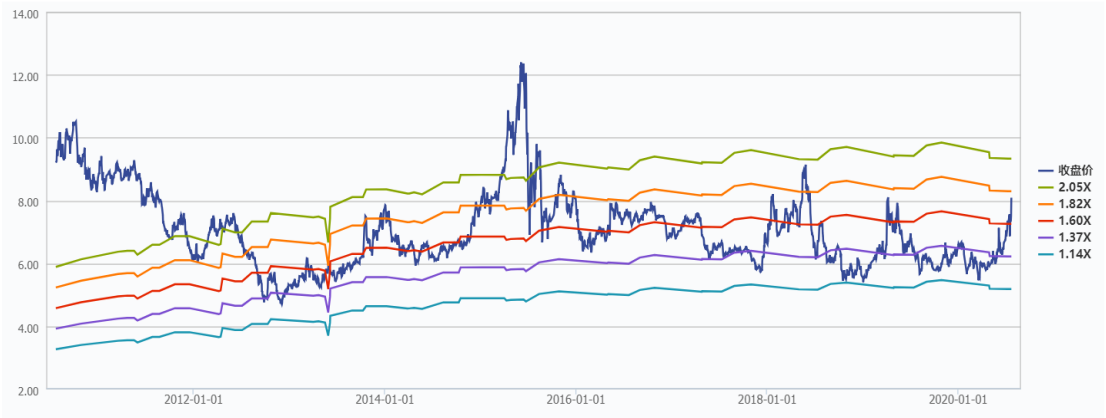
表6：燕京啤酒近年提价整理（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
		收入情况		
整体收入	11,468.48	11,398.25	12,363.23	13,105.18
其中：				
啤酒业务	10,735.72	10,724.98	11,709.54	12,422.65
茶饮料	75.60	68.04	64.64	66.58
矿泉水	41.66	37.49	35.62	36.69
饲料	32.18	28.96	28.96	30.41
其他业务	583.33	538.77	524.47	548.86
		收入增速		
啤酒业务	0.07%	-0.10%	9.18%	6.09%
茶饮料	-11.21%	-10%	-5%	3%
矿泉水	-17.90%	-10%	-5%	3%
饲料	12.99%	-10%	0%	5%
其他业务	29.25%	-7.64%	-2.65%	4.65%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

综上，预计 20-22 年公司实现收入 113.98/123.63/131.05 亿元，同比-0.6%/+8.5%/+6.0%，归母净利润 2.75/4.02/5.11 亿元，同比+19.9%/+46.1%/+27.0%，对应 EPS 为 0.1/0.14/0.18 元，目前股价对应 PE79/54/43 倍。当前啤酒板块市净率为 4.2 倍，公司仅 1.7 倍显著低于行业，预计未来公司收入和利润增速将快于行业平均水平，看好公司未来发展空间，维持“推荐”评级。

图42：燕京啤酒 PB-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

六、风险提示

动销恢复不及预期、新品推广情况不及预期、成本上涨超预期、食品安全风险等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,468	11,398	12,363	13,105
营业成本	6,989	6,896	7,433	7,847
营业税金及附加	1,118	1,111	1,205	1,277
销售费用	1,475	1,425	1,471	1,507
管理费用	1,295	1,311	1,360	1,376
研发费用	201	205	185	183
EBIT	391	451	709	914
财务费用	(27)	(41)	(62)	(77)
资产减值损失	(81)	0	0	0
投资收益	39	39	41	40
营业利润	421	553	809	1,028
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	422	554	810	1,029
所得税	158	208	304	386
净利润	263	346	506	643
归属于母公司净利润	230	275	402	511
EBITDA	1,215	1,258	1,494	1,676

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2770	4194	5203	7610
应收账款及票据	245	224	258	270
预付款项	149	151	160	169
存货	3924	3639	4559	4109
其他流动资产	63	63	63	63
流动资产合计	7179	8326	10270	12279
长期股权投资	288	327	368	408
固定资产	9410	9180	8884	8665
无形资产	930	898	859	820
非流动资产合计	10982	9921	8804	7726
资产合计	18160	18247	19073	20005
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	1043	1047	1123	1183
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4282	4004	4324	4613
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	4346	4068	4388	4677
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	689	760	863	995
股东权益合计	13815	14161	14667	15310
负债和股东权益合计	18160	18247	19073	20005

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	1.1%	-0.6%	8.5%	6.0%
EBIT 增长率	5.6%	15.2%	57.3%	28.9%
净利润增长率	27.8%	19.9%	46.1%	27.0%
盈利能力				
毛利率	39.1%	39.5%	39.9%	40.1%
净利润率	2.0%	2.4%	3.3%	3.9%
总资产收益率 ROA	1.3%	1.5%	2.1%	2.6%
净资产收益率 ROE	1.8%	2.1%	2.9%	3.6%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.1	2.4	2.7
速动比率	0.8	1.2	1.3	1.8
现金比率	0.6	1.0	1.2	1.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.7	6.8	7.1	7.2
存货周转天数	200.5	197.4	198.5	198.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标（元）				
每股收益	0.1	0.1	0.1	0.2
每股净资产	4.7	4.8	4.9	5.1
每股经营现金流	0.6	0.4	0.2	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	94.0	78.9	54.0	42.5
PB	1.66	1.62	1.57	1.52
EV/EBITDA	13.4	12.0	9.9	7.6
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	263	346	506	643
折旧和摊销	927	808	785	762
营运资金变动	(35)	(1)	(615)	687
经营活动现金流	1,075	1,113	636	2,052
资本开支	616	(313)	(373)	(356)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(559)	313	373	356
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(185)	(1)	(1)	(1)
现金净流量	332	1,425	1,008	2,407

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：12-19 年 1+3 品牌销量占比情况（单位：万千升） 3
图 2：2019 年各品牌销售量占比 3
图 3：啤酒行业产量及北京市啤酒产量（单位：万千升） 3
图 4：2018 年中国主要城市人口流动图（单位：人） 3
图 5：中国啤酒产量 13 年后逐年下滑（单位：万千升） 4
图 6：16 年后新增产能逐年下降明显（单位：万千升） 4
图 7：燕京啤酒华北地区收入及毛利率（单位：万元） 5
图 8：燕京啤酒各地区市场收入占比 5
图 9：三大副品牌近年销量复苏强劲（单位：万千升） 5
图 10：三大副品牌近年营收稳中回升（单位：百万元） 5
图 11：广西漓泉啤酒营业收入情况（单位：百万元） 6
图 12：广西漓泉啤酒净利润情况（单位：百万元） 6
图 13：内蒙古燕京(赤峰)营业收入情况（单位：百万元） 6
图 14：内蒙古燕京(赤峰)净利润情况（单位：百万元） 6
图 15：福建惠泉啤酒营业收入情况（单位：百万元） 7
图 16：福建惠泉啤酒净利润情况（单位：百万元） 7
图 17：中国人口普查抽样中 20-55 岁人口占比 8
图 18：各国人均啤酒产量（单位：升/人） 8
图 19：各国人均啤酒消费支出（单位：美元/人） 8
图 20：各国人均啤酒消费/人均可支配收入 8
图 21：中国啤酒企业销量 CR6 保持稳定 9
图 22：中国啤酒企业零售收入 CR6 保持稳定 9
图 23：主要上市啤酒企业 2019 年吨酒价（单位：元/千升） 10
图 24：主要上市啤酒企业吨酒价近年增速 10
图 25：公司吨酒价（营业总收入/啤酒销量）变化情况 10
图 26：漓泉 1998 与燕京 U8 10
图 27：漓泉 1998 销量增长迅猛（单位：万千升） 11
图 28：艺人王一博代言燕京 U8 11
图 29：华南地区毛利率高于华北及公司整体 12
图 30：公司在华东和华中地区营收表现（单位：百万元） 12
图 31：燕京啤酒五大销售公司及市场分布 13
图 32：主要啤酒上市公司折旧摊销费用/营收 13
图 33：燕京啤酒产能利用率相对较低 13
图 34：公司毛利率水平尚可与青啤相近 14
图 35：公司净利率低于其他上市啤酒企业 14
图 36：燕京啤酒与青啤期间费用率对比 14
图 37：燕京啤酒与青啤期间费用增长情况对比 14
图 38：啤酒上市公司 20Q1 营收增速 15
图 39：啤酒上市公司及啤酒行业 20Q1 销量增速 15
图 40：燕京河北公司增长势头强劲（单位：千升/万元） 17
图 41：燕京衡阳公司销量增长势头强劲（单位：万千升） 17
图 42：燕京啤酒 PB-Band 18

表格目录

表 1：燕京啤酒 5 年增长与转型战略规划 4
表 2：2000 年中国部分啤酒企业并购企业数量 9
表 3：燕京啤酒近年提价整理 9
表 4：部分上市啤酒公司 15 年后关厂情况 14
表 5：北京 6 月以来疫情防控措施进展 16
表 6：燕京啤酒近年提价整理（百万元） 17
公司财务报表数据预测汇总 19

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。