

守正创新深耕市场 加速赶超再创辉煌

——燕京啤酒首次覆盖

公司深度

● “二次创业、复兴燕京” 逆市突围实现四连增

存量竞争环境下，面对更丰富的消费场景，增长更快的年轻化消费群体，燕京啤酒抓住行业发展趋势，提出“二次创业 复兴燕京”，打造核心大单品燕京 U8 转型破局。公司 2024 年实现营收 146.67 亿元/+3.20%；实现归母净利润 10.56 亿元/+63.74%，创历史新高。通过卓越管理体系建设和数字化改造，公司销售费用率连续四年下降，燕京啤酒实现经营指标四连增。在行业整体产量微降的背景下逆势突围展现出强劲的市场竞争力与发展韧性。

● 啤酒行业近年量平价增，企业产品结构升级应对

伴随经济增长和消费升级，啤酒产量触顶回落，啤酒行业也从最初的“一城一啤”格局发展至今的“五强争霸”格局，CR5 市占率从 2017 年的 76% 提升至 2024 年近 90%，行业进入寡头竞争阶段，龙头企业从“抢份额”转向“提利润”。燕京啤酒 2025 年上半年，公司中高端产品营收占比首破 70%，凭借产品升级与精细化管理，盈利能力显著提升。未来啤酒行业中长期发展，适龄饮酒人群近年总量将保持平稳，老龄化限制销量增长空间，啤酒市场存量竞争激烈，研发创新推动产品结构升级成为共识。

● 扩展产品线，探索新品借助渠道等共性，为企业成长探索新的增长点

扩展 U8 系列，从基础款 U8 小度酒到升级款 U8Plus 及限量营销款三大产品线，覆盖日常饮用、聚会场景及高端消费需求，助力公司高端化战略落地。倍斯特汽水被定位为燕京“创新战略支点”，借助啤酒与汽水在生产设备、供应链，以及餐饮和商超终端等方面的高度协同优势，优先进入火锅店、烧烤店、夜市等餐饮现饮场景。

● 稳定的股利分配政策回报股东

公司高度重视股东投资回报，积极实施连续、稳定的股利分配政策，制定了《未来三年股东回报规划（2024-2026）》并推动落地执行。就 2024 年度而言，公司预计每 10 股派发现金股利 1.90 元（含税），共计派发现金 5.36 亿元。该笔现金分红在当年实现归属于上市公司股东净利润中占比 50.73%，现金分红金额较上年同比增长 90%。

● 盈利预测及投资建议

公司进一步夯实“中国人自己的啤酒”品牌定位，放大品牌核心价值。构建内容营销体系，开展多样化种草活动，打造媒介矩阵，实现全国赋能与区域全面覆盖。公司中高档啤酒销量占比持续增长，推动公司毛利率净利率上行，我们预期公司 2025-2027 年预计实现收入 153/161/167 亿元，同比增长 4.6%/4.8%/3.8%，预计实现归母净利润 15.24/16.68/17.68 亿元，同比增长 44.4%/9.5%/6.0%，估值分别为 22.5/20.5/19.4，EPS 分别 0.54/0.59/0.63 元，公司当下 PEG0.47 明显低于其他企业，公司继续大力推进燕京 U8 等中高端啤酒增长，提升公司毛利率水平，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：** 餐饮等终端消费恢复不及预期压力；行业发展趋势由量增转向质升，企业面临新品研发和推广不及预期等经营风险；消费习惯变化等风险；食品安全、生产经营等风险。

强烈推荐（首次评级）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

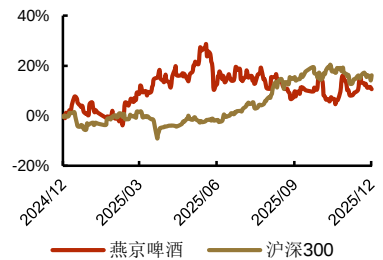
证书编号：S0280515080002

市场数据

时间 2025/12/18

收盘价(元):	12.12
一年最低/最高(元):	10.54/14.25
总股本(亿股):	28.19
总市值(亿元):	341.61
流通股本(亿股):	25.10
流通市值(亿元):	304.16
近 3 月换手率:	224.9%

股价一年走势



相关报告

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,213	14,667	15,347	16,083	16,696
增长率(%)	7.7	3.2	4.6	4.8	3.8
净利润(百万元)	645	1,056	1,524	1,668	1,768
增长率(%)	83.0	63.7	44.4	9.5	6.0
毛利率(%)	37.6	40.7	42.8	43.0	43.1
净利率(%)	4.5	7.2	9.9	10.4	10.6
ROE(%)	5.8	8.4	11.2	11.2	10.9
EPS(摊薄/元)	0.23	0.37	0.54	0.59	0.63
P/E	69.0	52.6	22.5	20.5	19.4
P/B	1.7	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 12 月 18 日

目 录

1、 燕京啤酒——守正创新 加速赶超	6
1.1、 二次创业，复兴燕京	6
1.2、 燕京啤酒发展历程	6
1.3、 国资控股 股权稳定	8
1.4、 管理团队经验丰富	9
1.5、 “十四五”期间成绩亮眼	10
2、 啤酒行业：量平价升，中高端产品引领市场增长	15
2.1、 中国啤酒产量居世界和亚洲第一	15
2.2、 中国啤酒行业供应量 2013 年触顶回落超三成，现产量企稳持平	17
2.3、 人均可支配收入提升，啤酒消费质量升级	19
2.4、 啤酒消费人群年轻化占比提升	20
2.5、 消费场景变迁，非即饮渠道占比已超一半	21
3、 守正创新，加速赶超	22
3.1、 产品：持续加大 U8 产品体系研发投入	23
3.2、 渠道：完善经销商管理体系 深化品销协同策略	25
3.3、 区域端在百县工程基础上新增百城工程	26
4、 公司分析与预测	27
4.1、 公司竞争战略分析	27
4.2、 产品创新：精准定位年轻消费需求	27
4.3、 燕京 U8 未来成长空间可能是影响公司成长的关键条件	28
4.4、 成本有望保持平稳小幅波动	30
4.4.1、 啤酒行业受益于大麦采购价格回落毛利提升	30
4.4.2、 包装材料价格变化	31
4.5、 费率比较，燕京啤酒净利率仍有较大提升空间	31
4.6、 资本开支和设备折旧影响	32
4.7、 合理的薪酬管理	33
4.8、 稳定的股利分配政策回报股东	33
5、 盈利预测和估值	34
5.1、 关键假设及盈利预测	34
5.2、 与公司自身历史 PE 比较：	35
5.3、 与可比公司比较：	35
5.4、 估值结论与投资评级	36
6、 风险分析	36
附：财务预测摘要	37

图表目录

图 1： 连续四年实现营收净利双增长	6
图 2： 中高端产品占比持续提升	6
图 3： 2013 年前燕京啤酒营收随销量增长而增长，2020 年后营收随产品结构升级而提升	8
图 4： 北京市属国资委控股，公司股权结构稳定	9
图 5： 燕京啤酒“十四五”发展战略规划	11
图 6： 净利润增速连续 4 年优于行业(单位：百万元)	12

图 7: 2022 年开始燕京啤酒营收增速已优于行业 (单位: 百万元)	12
图 8: 截止 2024 年底中高端产品营收占比升至 67%	12
图 9: 中高端产品收入增速优于普通产品 (单位: 百万元)	12
图 10: 优化啤酒产能, 产能利用率持续提升	13
图 11: 精简人员, 提高生产效率	13
图 12: 存货周转天数缩减, 周转率回升	13
图 13: 燕京啤酒数字化采购管理平台 (SRM) 示意图	14
图 14: 毛利率提升	14
图 15: 净利率显著提升	14
图 16: 归母净利润快速持续提升	15
图 17: 销售费率和管理费率下降	15
图 18: 中国啤酒产量居世界和亚洲第一	16
图 19: 2023 年啤酒全球产量前十国家占比	16
图 20: 中国啤酒零售均价及增速	16
图 21: 2023 年各国啤酒零售均价 (元/升)	16
图 22: 2023 年世界各国人均啤酒饮用量 TOP15 (升/年)	16
图 23: 2018 年进口啤酒数量触顶。伴随国内啤酒高端化推进, 进口啤酒数量和金额持续下滑	18
图 24: 国内啤酒产量触顶回落, 行业 CR5 提升至九成, 现阶段产量企稳持平	18
图 25: 啤酒产量变化与社零餐饮消费较同步	19
图 26: 居民人均可支配收入持续增长, 增速放缓	19
图 27: 消费者消费信心指数底部企稳回升	19
图 28: 2022 淘宝天猫啤酒行业消费者分布	20
图 29: 0-15 人口数量变化较均衡, 60 以上人口数量持续增长	20
图 30: 饮用场景女性偏愉悦自我, 男性偏聚会	22
图 31: 2022 年中国非即饮啤酒市场销量占比提升已超一半	22
图 32: 燕京啤酒产品汇总图	25
图 33: 优化经销商体系提升收入	26
图 34: 公司主力市场华北、华南贡献八成收入	26
图 35: 大单品带动华北收入占比提升, 其他区域收入增长压力较大	26
图 36: 五家啤酒企业啤酒吨价变化	28
图 37: 燕京啤酒销量和吨价变动影响	29
图 38: 重庆啤酒销量和吨价变动影响	29
图 39: 华润啤酒销量和吨价变动影响	29
图 40: 青岛啤酒销量和吨价变动影响	29
图 41: 珠江啤酒销量和吨价变动影响	29
图 42: 2024 年燕京啤酒成本结构	30
图 43: 澳麦双反结束前后原材料成本波动影响最大	30
图 44: 2023 年麦芽成本占比下降	31
图 45: 进口大麦单价较高点回落 37%, 2025 年价格波动 7pct 左右	31
图 46: 瓦楞纸价格低位运行, 玻璃价格仍在下探	31
图 47: 铝锭价格高位运行	31
图 48: 啤酒上市公司毛利率比较	32
图 49: 啤酒上市公司净利率比较	32
图 50: 啤酒上市公司销售费率比较	32
图 51: 啤酒上市公司管理费率比较	32

图 52: 资本开支比较, 国内龙头企业持续高端化发力	33
图 53: 啤酒上市公司 ROE 比较	33
图 54: 啤酒上市公司资本支出/折旧摊销比较	33
图 55: 分红比例, 燕京啤酒开始提高分红比例	34
图 56: 燕京啤酒 PE-band (2015-2025 年)	35
表 1: 燕京啤酒发展历程	7
表 2: 公司管理层履历丰富, 从业经验足	9
表 3: “十四五”规划重点及实现成果表	11
表 4: 燕京啤酒的“1+3+N”品牌战略	24
表 5: 燕京啤酒产品价格带分布	24
表 6: 开启“百县工程”深化市场形态升级, 启动“百城工程”提升高阶市场	27
表 7: 国内上市公司前五啤酒企业中高端产品收入、销量贡献 (各公司披露口径不统一)	28
表 8: 燕京啤酒盈利预测	34
表 9: 可比公司的 PE 比较	35

1、燕京啤酒——守正创新 加速赶超

燕京啤酒 1980 年建厂,1993 年组建集团,1997 年 7 月在深圳证券交易所上市,公司的主要产品有啤酒、倍斯特汽水、水、九龙斋酸梅汤、燕京纳豆等。公司营业收入 90%以上来自啤酒的生产和销售,其中华北、华南区域贡献公司收入近八成。公司以“燕京”为主品牌,协同“漓泉”“惠泉”“雪鹿”三大区域强势品牌,构建全国化、差异化、协同发展的品牌矩阵,实现市场全覆盖与品牌价值分层。截止 2024 年燕京啤酒实现销量 400 万千升,居国内啤酒销量排名第四。

1.1、二次创业，复兴燕京

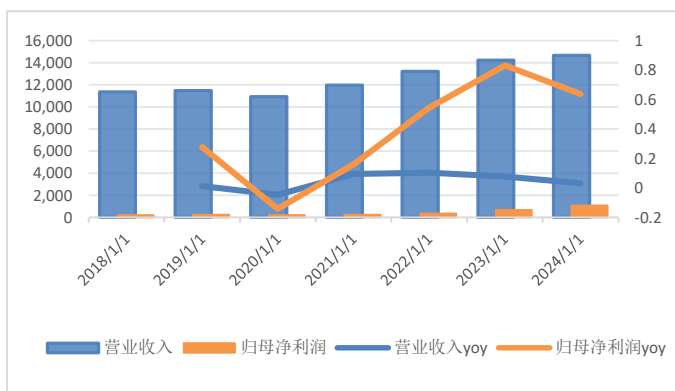
2022 年耿超接任董事长后,公司开启“二次创业,复兴燕京”战略转型。这主要源于对啤酒行业发展趋势的深刻洞察,源于对燕京啤酒自身发展现状的清醒认识。

管理层清晰认识到啤酒行业正在经历巨大的变革。随着市场竞争的加剧和消费趋势的变化,啤酒企业需要不断创新和调整战略,以适应行业发展的需求。燕京啤酒虽然曾经是中国啤酒行业的领军企业,但在“十三五”期间,面临着来自国内外竞争对手的严峻挑战,加上行业深度调整,业绩出现连年下滑。因此,燕京需要通过“二次创业”,重新调整自己面对市场的状态,定位自身的发展方向,寻找新的增长点。

同时,燕京啤酒自身也存在许多亟待解决的问题。比如,产品结构单一、品牌影响力下降、销售渠道不畅、队伍信心与战斗力减弱等等。这些问题限制了企业的发展空间,难以在激烈的市场竞争中保持领先地位。因此,公司希望通过“二次创业”,推动公司在思想重塑、组织架构、体制机制、产品结构、品牌营销、渠道拓展、效率提升等方面的改革,提升企业的核心竞争力,让老国企重新焕发活力。

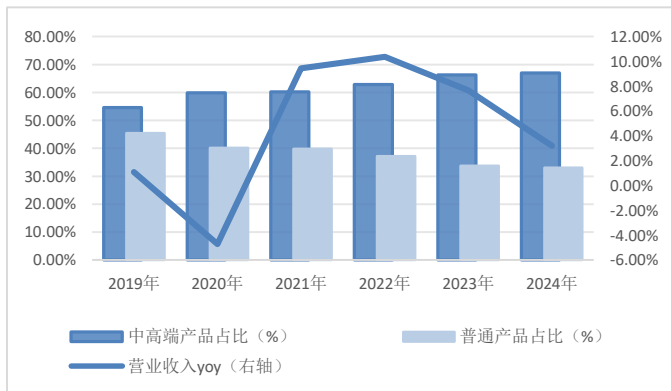
公司连续四年实现营收净利双增长,截止 2025 年上半年公司中高端啤酒产品营收占比已经升至 70%,较 2020 年的 60%占比提升了 10pct;公司旗下拥有直接或间接控股子公司 61 家,遍布全国 19 个省(直辖市),销售区域辐射全国。

图1：连续四年实现营收净利双增长



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图2：中高端产品占比持续提升



资料来源: wind, 公司年报公告, 诚通证券研究所

1.2、燕京啤酒发展历程

初创锚定本土，夯实基础（1980-1989 年）。燕京啤酒自 1980 年创立伊始,即确立了以本土市场需求为核心的战略定位。公司依托区位优势及政策支持,快速崛

起为华北区域重要啤酒生产商。专注经济型啤酒品类，凭借性价比优势及品质稳定性赢得消费者认可。

区域扩张，打造区域龙头(1989-1995 年)。1993 年产量全国第三，1995 年收购北京地区华斯啤酒，牢固市场网络，巩固区域优势，当年燕京啤酒产量与青岛啤酒列第一。

上市融资，跨区域拓疆（1996-2013）。1997 年在深圳证券交易所上市，募资用于“产能扩建”与“异地建厂”，开启全国化征程。燕京自 1999 年起的十余年间，先后在全国 18 个省、自治区、直辖市收购重组了近 40 家企业，燕京啤酒着力突破区域限制，实现从地方品牌向全国性品牌的跨越式发展，迅速奠定了规模优势。此期间，公司通过新建生产基地、兼并收购及渠道网络强化等多措并举推进扩张。公司 2008 年正式明确“1+3”品牌战略，以燕京啤酒为主品牌，“雪鹿”、“漓泉”和“惠泉”为三大副品牌。

聚焦品质，适配新消费需求（2014-2020 年）。2014 年，中国啤酒行业产量触顶，国内啤酒进入“存量竞争”的新阶段。燕京啤酒随后启动战略转型，以产品升级应对市场竞争加剧及消费需求迭代，2019 年底正式推出核心高端单品“燕京 U8”（低度优爽啤酒，酒精度 8° P）。

二次创业，加速赶超（2021-2025 年）截止 2025 年中公司旗下拥有直接或间接控股子公司 61 家，遍布全国 19 个省（直辖市），销售区域辐射全国。公司在发展中开创了具有燕京特色的经营模式，形成了以市场优势、产品优势、品牌优势、管理和技术优势为主要内容的核心竞争力，为中国啤酒工业的发展做出了贡献。

2021 年初的全集团范围的工作大会上，时任集团董事长的耿超提出，“发展是解决现在面临一切问题的钥匙。纵有千头万绪，‘发展’是核心”，并将“二次创业，复兴燕京”定为未来一段时间内燕京发展的主基调。2022 年 5 月耿超当选为燕京啤酒上市公司董事长，全面接掌公司战略与治理。2022 年开始推行“1+5+N”组织架构改革，强化垂直管控。

公司围绕“高质量发展”主线，系统推进九大变革，重构组织效能与市场响应机制。在“十四五”规划指引下，公司以“全渠道融合+区域深耕”为双轮驱动，通过“百县工程”与“百城工程”梯度布局，精准渗透成熟、成长与潜力市场，推动产品结构持续升级。

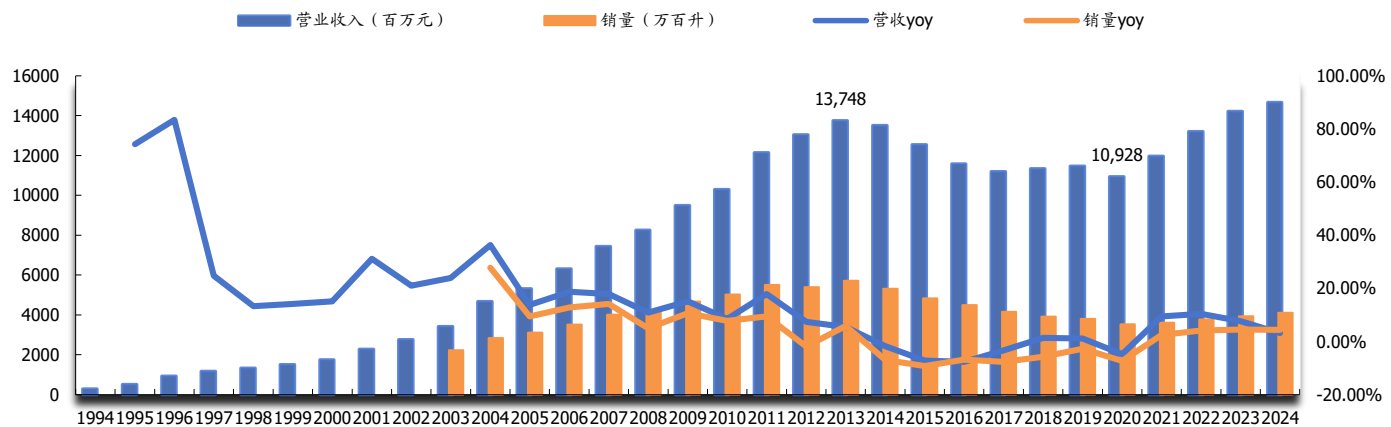
表1： 燕京啤酒发展历程

时间	关键举措	市场表现
1980 年-1989 年	成立于北京顺义；推出 12° P 特制啤酒。	开创中国清爽型啤酒先河。 每年增产 1 万吨的速度，九年时间内完成了从小型啤酒厂向中型啤酒厂的转换。
1989 年-1995 年	打破专营局面，通过“胡同策略”深度分销； 1995 年收购华斯啤酒。	自我革命，打破专营局面，率先市场化，牢固市场网络，燕京得以飞速发展，1993 年产量全国第三，1995 年与青啤并列第一。燕京坐上了全国啤酒产销量冠军的宝座。
1996-2013	1997 年燕京啤酒深圳上市； 2000 年开始大举收购整合；	1997 年在深圳、香港两地上市，成为国内第三家上市的啤酒企业，实控人为北京国资委。 1996-2005 年燕京连续十年全国产销量第一，并从 2000 年开始大举收购整合、跑马圈地，在 2013 年达到巅峰，年销量突破 570 万千升，建立全国性品质认知。

时间	关键举措	市场表现
2014-2020	2019 年底推出 U8，被动应对高端化。	2014 年中国啤酒行业产量触顶，国内啤酒进入“存量竞争”的新阶段。2017 年华润啤酒，2018 年青岛啤酒，2019 燕京啤酒纷纷开启高端化进程。
2021-2025	开启“二次创业，复兴燕京”的十四五规划。	公司顺应消费升级趋势及行业竞争格局变化，将高质量发展作为“十四五”时期的发展主题，坚持新发展理念，通过“强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营”五大战略途径实现公司可持续、高质量的发展。
2026-	十五五规划	公司在“十四五”圆满收官在望，有序推进“十五五”规划编制与落地。公司已着手进行“十五五”规划的务虚，核心聚焦四件大事：深化卓越管理体系建设、深耕市场建设、加速供应链转型、大力度推进数字化建设。治理改革方面，启动 ESG“领先”工程、治理“三化”工程、“四位一体”管理融合创新工程、审计价值赋能提升工程及市值管理工程，以更优治理为高质量发展奠定基础。

资料来源：燕京啤酒官网，燕京啤酒公告，诚通证券研究所

图3： 2013 年前燕京啤酒营收随销量增长而增长，2020 年后营收随产品结构升级而提升

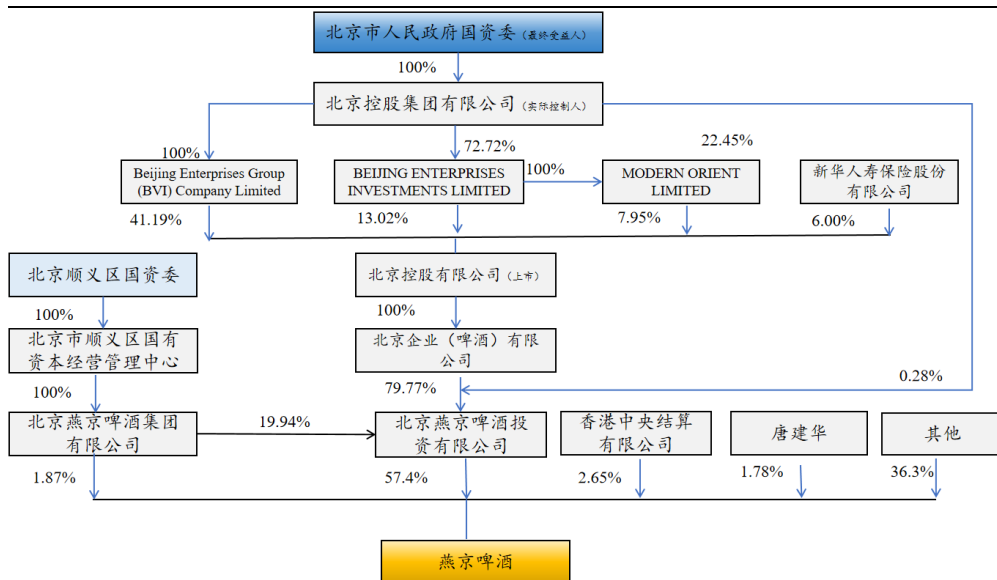


资料来源：wind，诚通证券研究所

1.3、 国资控股 股权稳定

燕京啤酒作为北京市属国企，依托北京控股集团有限公司（北控集团）的资本与管理支持，完成混合所有制改革后的股权结构优化。燕京啤酒是中国啤酒行业五大巨头中唯一一家完全由国资控股的民族企业。截至 2025 年第三季度，燕京啤酒的控股股东为燕京啤酒投资，持股比例高达 57.4%，穿透后实际控制人为北京控股（0392.HK），北京控股实控人北京市人民政府国资委。

图4: 北京市属国资委控股，公司股权结构稳定



资料来源：wind，燕京啤酒 2025 年三季报，诚通证券研究所

1.4、管理团队经验丰富

2022年5月耿超就任上市公司董事长,曾任北京市国资委政策法规处副处长,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,上任后主导公司“二次创业 复兴燕京”战略,推动组织扁平化改革。2022年开始推行“1+5+N”组织架构改革,对原来12个职能部门实施整合,重构“1+5+N”的组织架构,重点打造生产、营销、供应链、核算评价和技术研发五大中心,削减22%的冗余岗位,实现总部垂直管控、指导与服务职能的有效集中。公司连续四年实现营收净利双增长,公司旗下拥有直接或间接控股子公司61家,销售区域辐射全国。

表2: 公司管理层履历丰富, 从业经验足

姓名	职务	任职日期	出生年份	年龄	简介
耿超	董事长,董事	2022-05-19	1,975	50	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,北京燕京啤酒集团有限公司党委书记,董事长。现任北京燕京啤酒集团有限公司党委书记,董事长。
谢广军	总经理	2022-07-04	1,967	59	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	2020-09-16	1,967	58	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。
申长亮	副总经理	2022-07-04	1,979	47	历任北京燕京饮料有限公司董事长,总经理兼华北销售部部长,支部书记,北京燕京啤酒股份有限公司市场部部长,市场营销管理中心主任,北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理,北京狮王新燕商业管理有限公司董事长。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼市场营销管理中心总经理,北京燕京饮料有限公司董事长,华北销售部部长,北京狮王新燕商业管理有限公司董事长。
郁茂杰	副总经理	2022-07-04	1,978	48	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

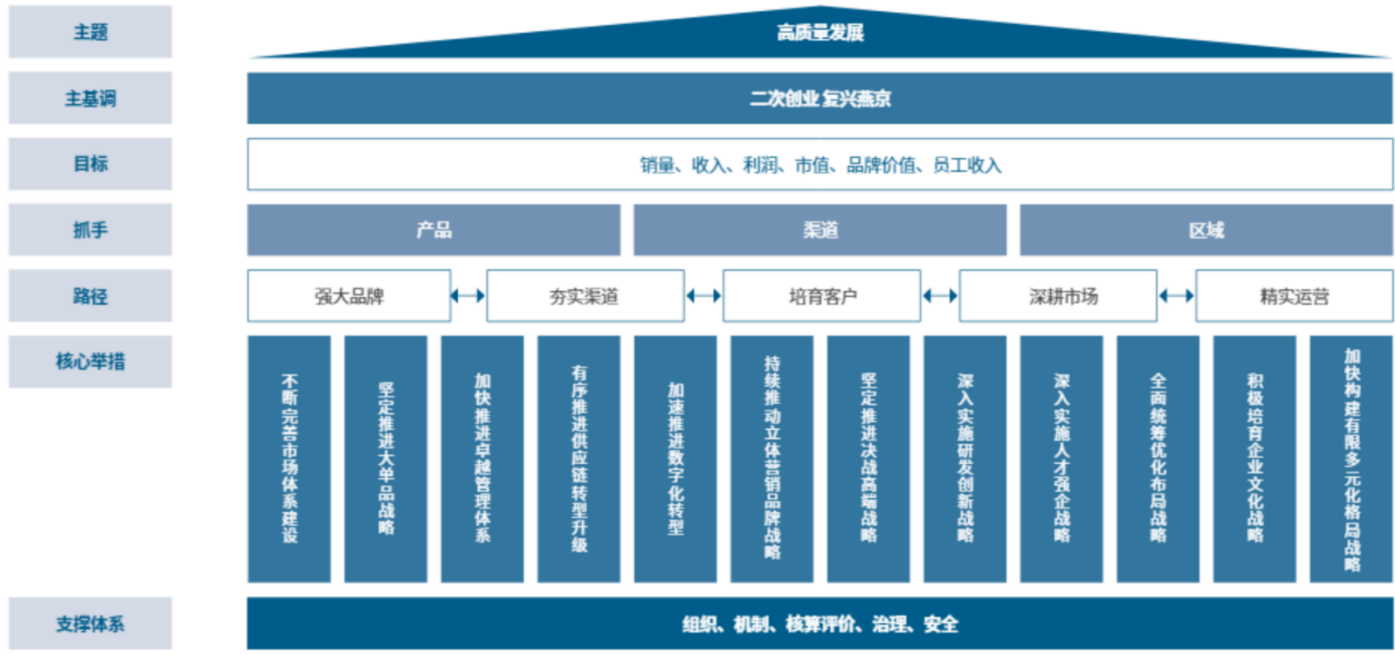
姓名	职务	任职日期	出生年份	年龄	简介
					京燕京啤酒股份有限公司总经理办公室主任，战略规划与改革发展部部长，党委委员，总经理助理。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理，兼任总经理办公室主任，战略规划与改革发展部部长。
赵伟	副总经理	2022-07-04	1,981	45	历任北京燕京啤酒股份有限公司装备部部长，总经理助理，北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理，燕京啤酒京北销售公司总经理。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理，兼任北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理，燕京啤酒京北销售公司总经理。
徐月香	副总经理， 董事会秘书，总法律顾问	2017-06-09	1,974	52	历任本公司证券部副主任、主任、证券事务代表、监事会监事、董事会秘书、副总经理。现任本公司副总经理、董事会秘书、总法律顾问。
林文	常务副总经理	2024-01-15	1,978	48	历任山西燕京啤酒有限公司常务副总经理，总经理，河北燕京啤酒有限公司董事长，燕京啤酒（邢台）有限公司董事长，北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理，燕京啤酒京南销售公司党委书记，总经理；燕京啤酒冀南销售公司总经理，北京燕京啤酒股份有限公司党委委员，副总经理兼供应链中心总经理，燕京啤酒（丹江口）有限责任公司执行董事。现任北京燕京啤酒股份有限公司党委委员，常务副总经理兼供应链中心总经理，燕京啤酒（丹江口）有限责任公司执行董事。
宋玉梅	总工程师	2020-09-16	1,973	53	历任本公司技术质量部技术三处副处长，技术质量部技术一处处长，技术质量部副部长，技术质量部技术三处处长，技术质量部部长。现任本公司技术质量部部长。曾获北京市经济技术创新标兵，北京市优秀青年工程师称号。
严峻	总会计师	2019-10-28	1,978	48	历任本公司财务部副处长，副部长，部长。现任本公司财务部部长。

资料来源：wind，诚通证券研究所

1.5、“十四五”期间成绩亮眼

“十四五”是燕京啤酒的重要战略重构期。面对行业的深刻变化，燕京啤酒确立“中国人自己的啤酒”品牌新定位，紧扣“高质量发展”主题，以满足人们日益增长的美好生活需要为根本出发点，以“二次创业、复兴燕京”为主基调，以变革为主线，以创新为驱动，以产品、渠道、区域为抓手，以强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营为发展路径，扎实推进市场体系建设、大单品战略、卓越管理体系、供应链转型升级、数字化转型、立体营销、决战高端、研发创新、人才强企、优化产能布局、培育企业文化、有限多元等战略举措，更加鲜明地强调发展的整体性和系统性，促进企业发展质量更高、经济效益更优、创新能力更强、市场开拓更广、治理水平更好、品牌形象更佳，一年一个台阶，全力实现“十四五”“五战五胜”的目标。

图5： 燕京啤酒“十四五”发展战略规划



资料来源：燕京啤酒：《2024 年度可持续发展报告》，诚通证券研究所

表3： “十四五”规划重点及实现成果表

领域	“十四五”规划重点	实现成果
品牌战略	夯实“中国人自己的啤酒”品牌定位	实施“1+3”品牌矩阵，以“燕京”为主品牌，协同“漓泉”“惠泉”“雪鹿”三大区域品牌，实现全国市场覆盖与差异化竞争。
产品矩阵	构建“U8-V10-狮王精酿”中高端梯队，夯实基础产品	燕京 U8 成为全国性大单品；推出燕京 V10、漓泉 1998、狮王精酿等中高端产品；鲜啤、清爽系列等腰部产品协同发力。中高端产品营收占比近七成。
数字化建设	打通“产-供-销-财”全链路协同，建设集团管控平台	完成供应链数字技术转型规划与平台搭建；实现采购、仓储、物流全链条数字化管理；数据治理与应用能力持续沉淀。
供应链韧性	建立安全、合规、可追溯的供应链生态	引入区块链技术实现原材料溯源；与核心供应商建立“风险共担、利益共享”机制；库存周转率提升约 30%。
市场拓展	实施“全渠道融合+区域深耕”双引擎	在“百县工程”基础上推出“百城工程”，形成梯度化市场布局；强化餐饮现饮场景渗透，推动“啤酒+汽水”组合营销。
非啤酒业务	拓展饮料、饮用水、纳豆等新增长极	推出“倍斯特汽水”全国大单品，依托啤酒渠道协同；燕京纳豆产品丰富消费场景，助力品牌年轻化。

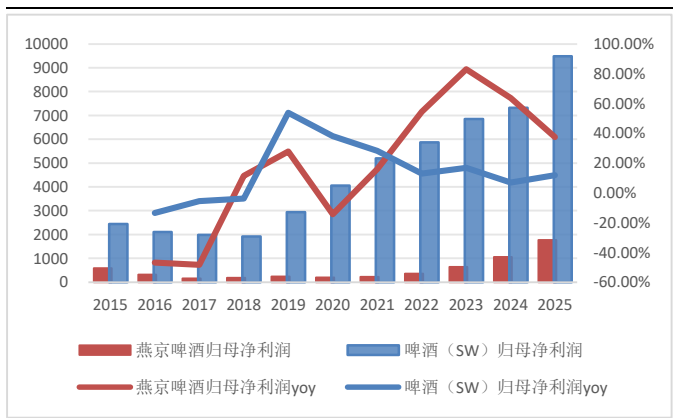
资料来源：燕京啤酒公司公告，诚通证券研究所

1) 品牌与产品结构升级

燕京啤酒的“1+3+N”品牌战略以“燕京”主品牌引领高端化，协同“漓泉”“惠泉”“雪鹿”三大区域品牌深耕，构建全国化、差异化、多层次的产品矩阵，并通过“N”系列创新产品拓展消费场景与增长边界。公司连续四年实现营收净利双增长，截止 2025 年上半年公司中高端啤酒产品营收占比已经升至 70%，较 2020

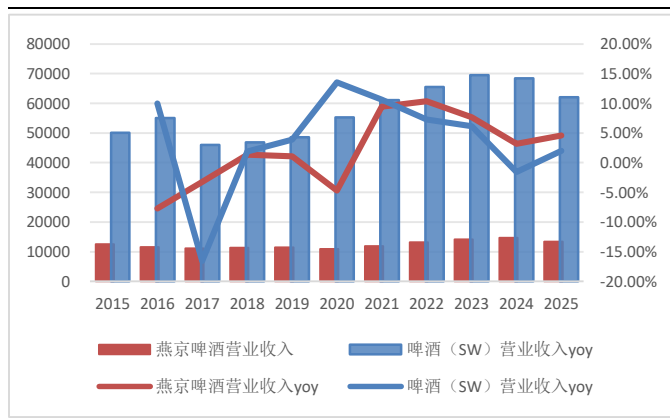
年的 60%占比提升了 10pct; 公司旗下拥有直接或间接控股子公司 61 家, 遍布全国 19 个省 (直辖市), 销售区域辐射全国。

图6: 净利润增速连续 4 年优于行业(单位: 百万元)



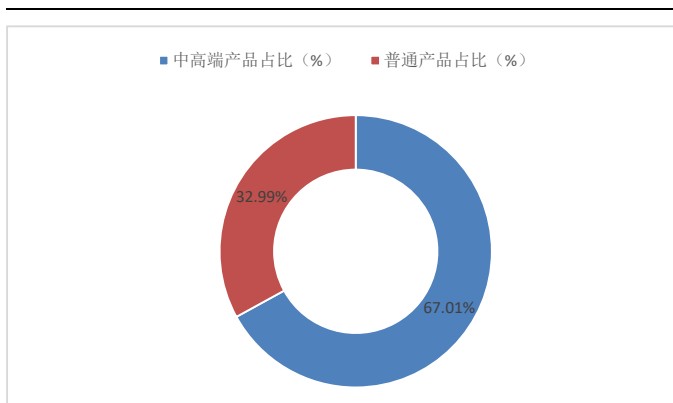
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图7: 2022 年开始燕京啤酒营收增速已优于行业 (单位: 百万元)



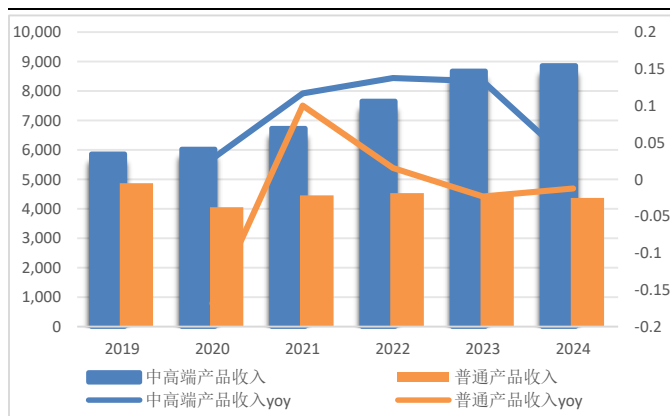
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图8: 截止 2024 年底中高端产品营收占比升至 67%



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图9: 中高端产品收入增速优于普通产品 (单位: 百万元)



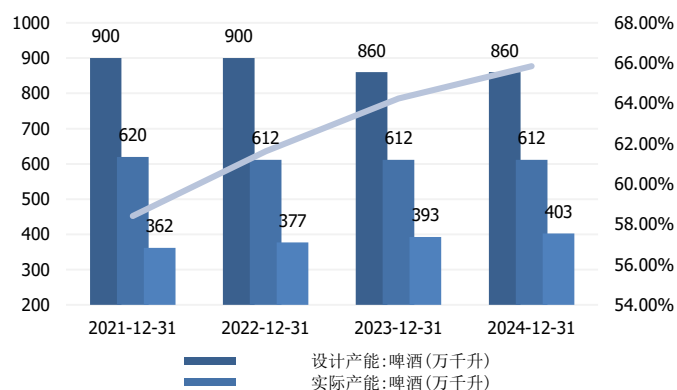
资料来源: wind, 诚通证券研究所

2) 产能与运营效率重构

公司大力推动“关厂提效、人员优化”改革, 果断清理低效无效资产, 化解过剩产能。对于常年亏损、持续消耗集团资源的过剩产能实施关停, 对于无存续价值的经营实体进行注销, 从源头上减少资源内耗, 推动核心资源向优势企业与战略重点区域聚焦聚合, 同时为新质产能腾挪创造空间。2021-2024 年, 公司设计产能由 900 万千升/年调整为 860 万千升/年, 实际产能稳定由 620 万千升/年调整为 612 万千升/年, 产能利用率从 2021 年的约 58%逐年提升至 2024 年的 66%。

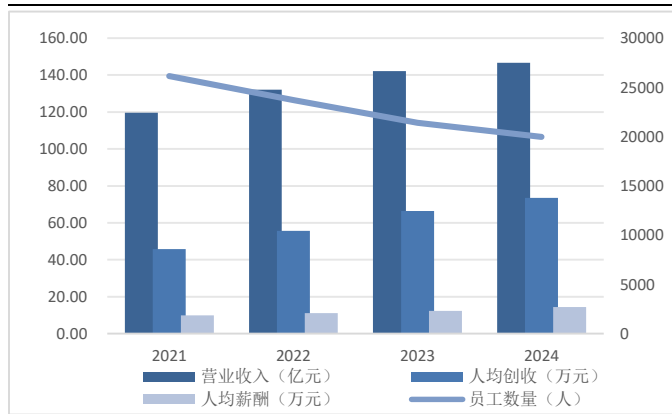
精简人员, 提高生产效率。员工总数由 2021 年底的 26145 人降至 2024 年底的 19965 人, 下降近 24%, 人均创收由 2021 年底的 45.75 万元提升至 2024 年底的 73.46 万元, 提升近 61%; 人均薪酬也有 9.97 万元升至 14.37 万元, 增长了 44%。

图10: 优化啤酒产能, 产能利用率持续提升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图11: 精简人员, 提高生产效率

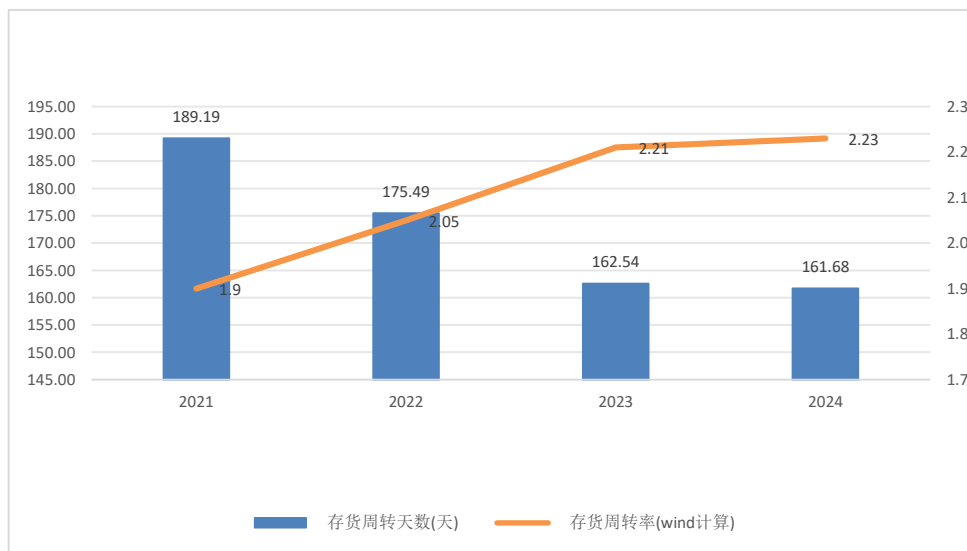


资料来源: wind, 诚通证券研究所

3) 供应链与数字化建设

公司启动供应链数字化转型, 引入区块链技术实现原材料溯源, 与核心供应商建立“风险共担、利益共享”机制, 提升供应链韧性。2024年, SRM系统全面投入应用, 有效推动公司采购管理工作实现全面数字化。SRM的全面应用, 实现了公司采购工作从供应商管理、寻源、合同与采购执行协同及财务协同等全流程全周期升级, 让日常的供应链管理效率得到大幅提升, 在企业供应链数字化建设、实现高质量发展的道路上迈出举足轻重的一大步。2024年存货周转天数由2021年的189天降至不足162天, 存货周转率由2.23提升约30%至1.71。

图12: 存货周转天数缩减, 周转率回升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图13： 燕京啤酒数字化采购管理平台（SRM）示意图

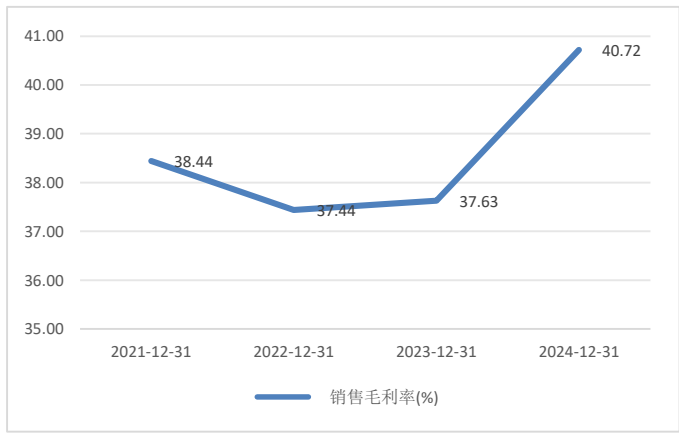


资料来源：燕京啤酒《2024 年度可持续发展报告》，诚通证券研究所

4) 改革成效与财务改善

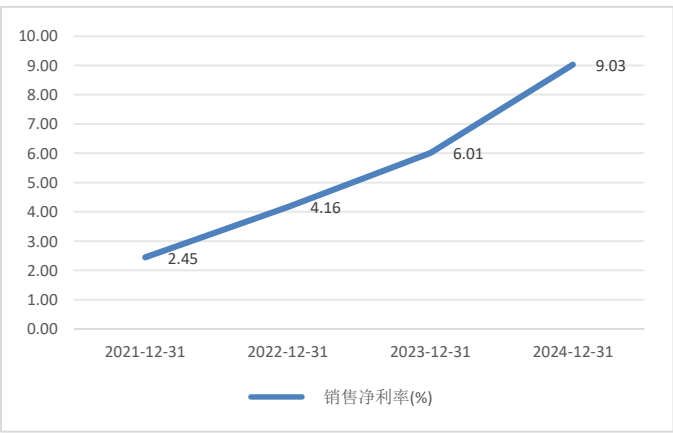
改革驱动成本下降与利润释放。2024 年公司实现归母净利润 10.56 亿元，同比增长约 64%，归母净利率提升至 7.20%，较 2021 年的 1.9%增长显著。受益于产品结构优化与费用管控，2024 年毛利率达 40.72%，较 2021 年的 38.44%提升约 3 个百分点；2024 年净利率 9.03%，较 2021 年的 2.45 提升了近 7 个百分点。

图14： 毛利率提升



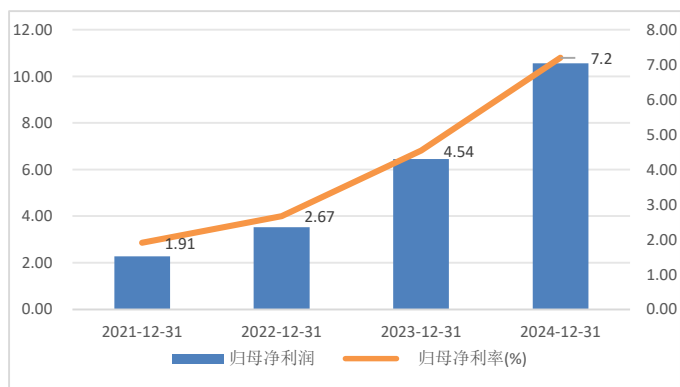
资料来源：wind，诚通证券研究所

图15： 净利率显著提升



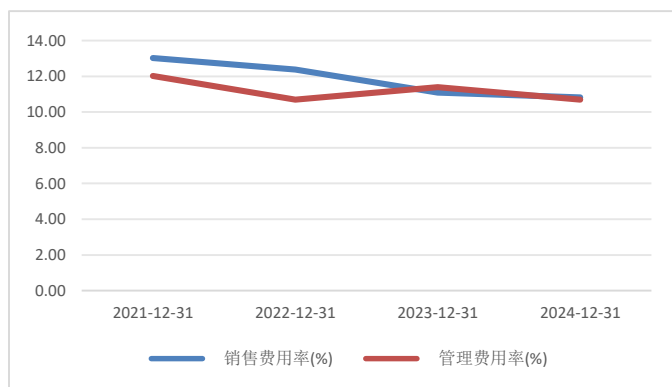
资料来源：wind，诚通证券研究所

图16: 归母净利润快速持续提升



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图17: 销售费率和管理费率下降



资料来源: wind, 诚通证券研究所

2、啤酒行业：量平价升，中高端产品引领市场增长

随着消费者需求的不断变化和行业竞争的日益激烈，啤酒市场正呈现多样化的发展态势。“Less but better”少喝但喝好，成为发达市场主流消费理念。我国随经济增长，人均消费支出提升，消费者对啤酒需求由大众化向高端化、多元化发展。中国啤酒企业从最初的快速开发增量市场转向优化存量市场，研发和营销开拓新的增量市场。

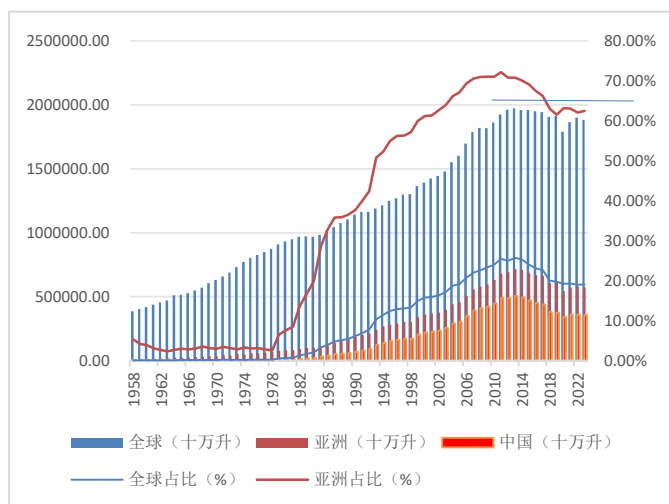
2.1、中国啤酒产量居世界和亚洲第一

中国啤酒产量自2002年以来持续高居世界第一，2023年底中国啤酒产量占全球啤酒产量19%，占亚洲啤酒产量62.5%。2013年全球啤酒产量与中国啤酒产量同步冲顶后回落，2020年全球啤酒行业严重受挫，销量跌破保持了九年的1900亿升。全球啤酒产量上升势头停滞，产量受中国、美国产量回落影响而回落。

中国啤酒市场量平价升。对比发达国家啤酒市场，中国啤酒市场未来仍有较大提升空间。中国啤酒市场早期发展以量取胜，随经济发展消费提升中国啤酒零售市场均价持续提升，从2006年的6元/升涨至2023年的16.8元/升，价格涨幅2.8倍，复合增长率约6.2%，对比同时段中国啤酒产量经历冲顶后回落，2006年啤酒产量351.5亿升，2023年啤酒产量359.1亿升，产量略增2.2%。中国啤酒市场正在努力提升中高端产品占比，提升啤酒单价，在销量保持平稳的情况下，依赖单价提升而提升收入规模。

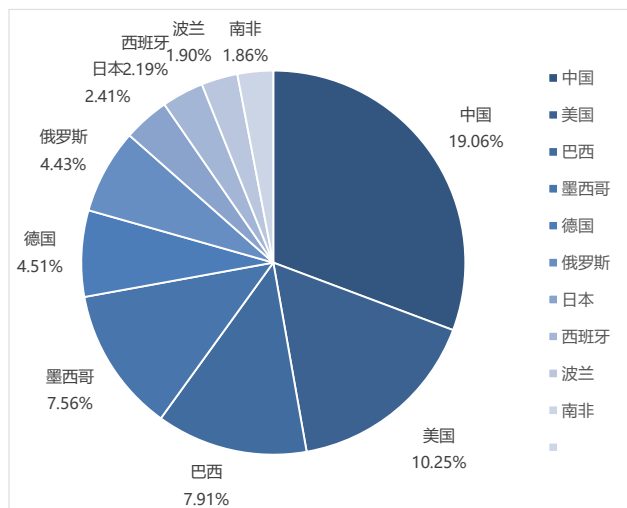
其次，伴随健康化需求，以及人口变化，中国啤酒市场销量增长空间受限，但与世界人均啤酒饮用量TOP15国家相比，中国啤酒饮用量只有38.6升/年或仍有增长空间。多因素共同影响下，未来中国啤酒产量或仍有增长空间。

图18: 中国啤酒产量居世界和亚洲第一



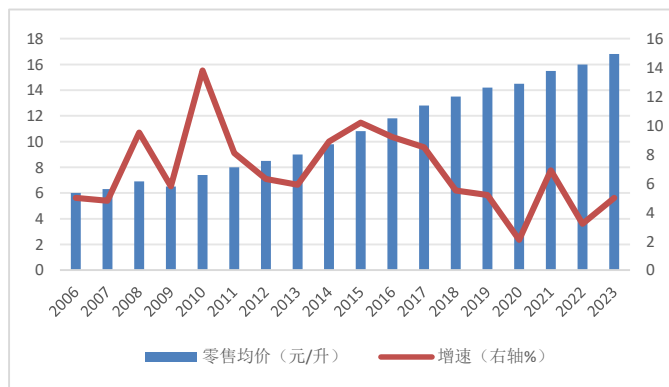
资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图19: 2023年啤酒全球产量前十国家占比



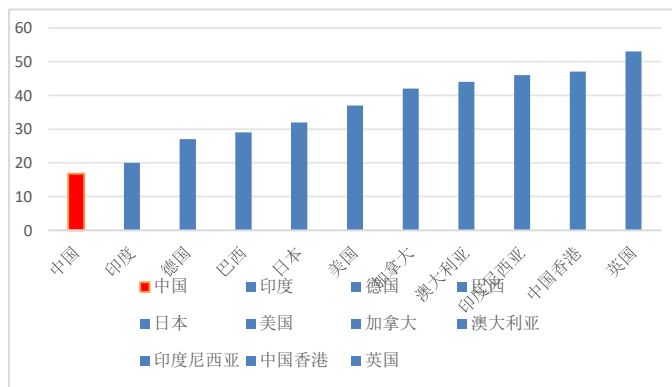
资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图20: 中国啤酒零售均价及增速



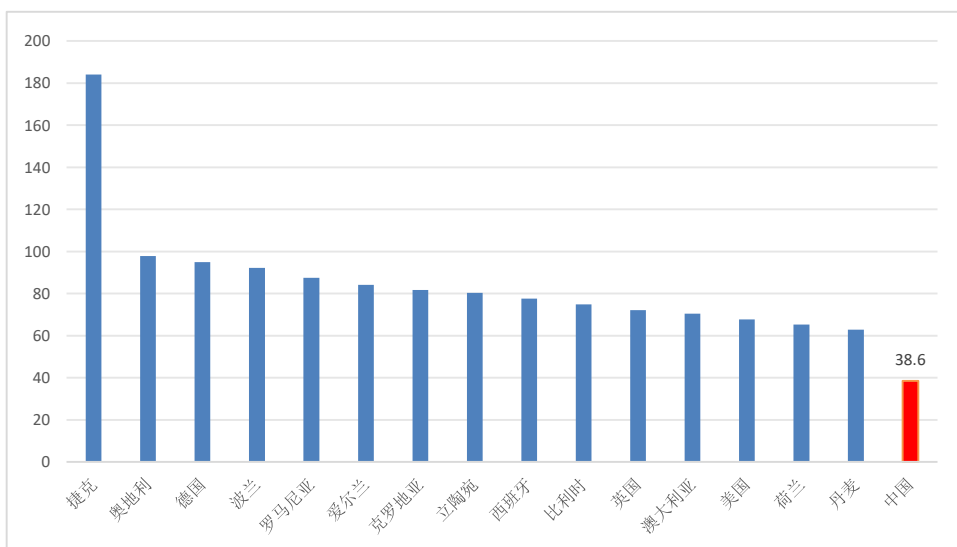
资料来源: : Euromonitor, 舟谱行业数据, 诚通证券研究所

图21: 2023年各国啤酒零售均价（元/升）



资料来源: : Euromonitor, 舟谱行业数据, 诚通证券研究所

图22: 2023年世界各国人均啤酒饮用量TOP15（升/年）



资料来源：《2025 年啤酒行业趋势洞察报告》，诚通证券研究所

2.2、中国啤酒行业供应量 2013 年触顶回落超三成，现产量企稳持平

中国啤酒市场开启于 1900 年，一名俄国商人瞅准中东铁路开工的商机，在哈尔滨开设了中国第一家啤酒厂乌卢布列夫斯基啤酒厂，这是哈尔滨啤酒集团有限公司的前身。3 年后，英德商人在青岛建立啤酒厂；外国资本也陆续在北京、上海、广州等地建厂。但由于我国当时的经济水平一直较低，啤酒需求不高，生产销售范围较小。

新中国成立后，我国啤酒工业快速发展，产量增加、品种增多，质量也显著提高。不过，直到改革开放之后，国内啤酒才真正崛起。

1985 年，我国实施“啤酒专项”工程，形成“一城一啤”格局。在政策支持下，各地纷纷兴建啤酒厂，地方啤酒厂数量最高时超 800 家，诞生众多知名区域啤酒品牌，甚至形成了“一城一啤”格局。此时，行业生产规模快速扩大，供销两旺。

1993 年行业掀起并购潮。1993 年我国啤酒产量超越德国，在此后 8 年里一直稳居世界第二；同年，青岛啤酒先后在港交所和上交所挂牌，并率先在行业掀起并购潮。2002 年，我国啤酒总产量达到 2402.7 万吨，跃居世界第一，并持续至今。产量扩张也伴随着行业整合，外资品牌相继进入中国市场。在大厂并购扩张过程中，众多地方品牌被吞并或消失。

2013 年是我国啤酒产量见顶。啤酒产量在 2013 年触顶至 5061.5 万千升后，连续七年单边回落，2020 年降至 3411.1 万千升，累计降幅达 31.52%。触及阶段性低点，后有小幅回升，但整体保持产量持平发展态势，2024 年产量为 3521.3 万千升，环比下降 3.29%。我国啤酒行业产量由供过于求发展到企稳持平，行业步入存量竞争时代。而存量竞争时代，销售均价提升则成为行业收入规模扩张的核心驱动力。

伴随经济增长和消费升级，人口老龄化后消费群体增量受限，啤酒行业整体进入存量竞争，消费者偏好逐步向中高端产品迁移；同时上游产能严重过剩，啤酒企业为应对产量下滑与结构性调整，龙头企业纷纷从“抢份额”转向“提利润”。各啤酒企业陆续加码推出中高端产品，旨在通过系统性改革重塑品牌、优化产能、提升盈利质量，中高端啤酒产品占比持续上升。

2018 年进口啤酒量和金额触顶。随着经济发展消费升级，我国消费者对啤酒的大众化需求向高端化、多元化发展。啤酒行业发展由消费者需求驱动和主导，啤酒企业从开发增量市场转向优化存量市场，研发和营销探寻开拓新的增量市场。

2008 年至 2018 年，我国啤酒进口量复合增速达 40%，进口金额复合增速 38%。国内啤酒消费者对啤酒高端化、多元化需求快速增长，国内啤酒企业也由最初的并购冲量模式开始探寻化解产品结构单一，创新不足的短板。2016 年春季糖酒会期间，进口啤酒成为热门话题，进口啤酒热度不减，2018 年进口啤酒量达到 82 万千升，创历史新高，虽然总量较国内啤酒产量不高，但占比已经由 2008 年的 0.07% 提升至 2018 年的 2.15%，占比提升 31 倍，高端啤酒消费市场快速崛起。

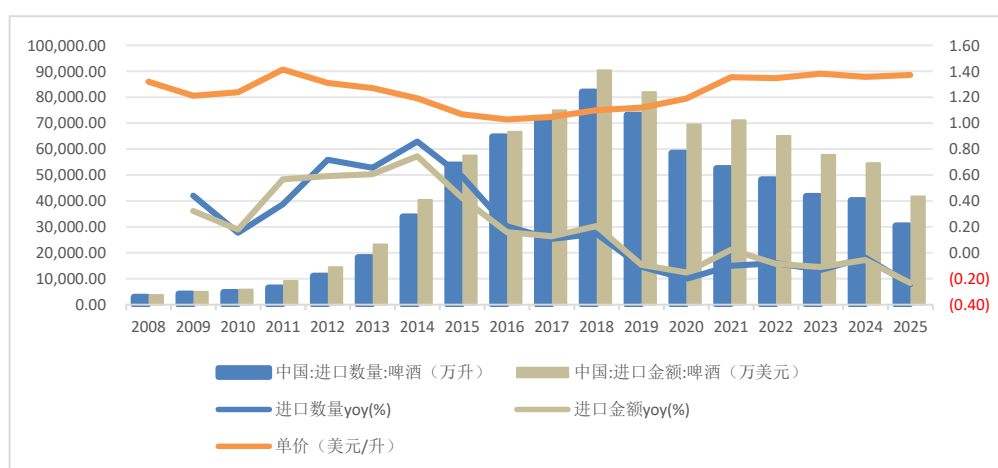
国内啤酒企业积极应对，于 2017 年前后陆续开启高端化战略转型，调整产品结构，攻占 10 元以上价格带。随着啤酒行业从量增转向质升，行业内并购和淘汰并行，啤酒企业从最初的“一城一啤”格局发展成今天的“五强争霸”格局，CR5 市占率从 2017 年的 73% 提升至 2024 年的 89%，行业进入寡头竞争阶段。

啤酒高端化持续推进。2021 年华润啤酒率先推出定价 999 元/盒的“醴”啤酒；2022 年初，青岛啤酒推出 1399 元/瓶的“一世传奇”；百威啤酒随后上线 1588 元/瓶的“大师传奇虎年限量版”。龙头企业陆续开启千元啤酒市场，定位超高端市场。

2025 年半年报显示，啤酒企业增长主要来自中高端产品。华润中高档及以上啤酒销量同比增长超过 10%，其中“喜力”销量增长破两成，“老雪”销量同比增长超 70%，“红爵”销量同比翻倍增长；青岛啤酒主品牌增长 3.9%，中高端以上产品实现销量 199.2 万千升，同比增长 5.1%；燕京啤酒以燕京 U8 为代表的中高档产品收入同比增长 9.32%，实现营收 55.36 亿元，占主营业务比例从去年同期的 68.54% 提升至 70.11%。

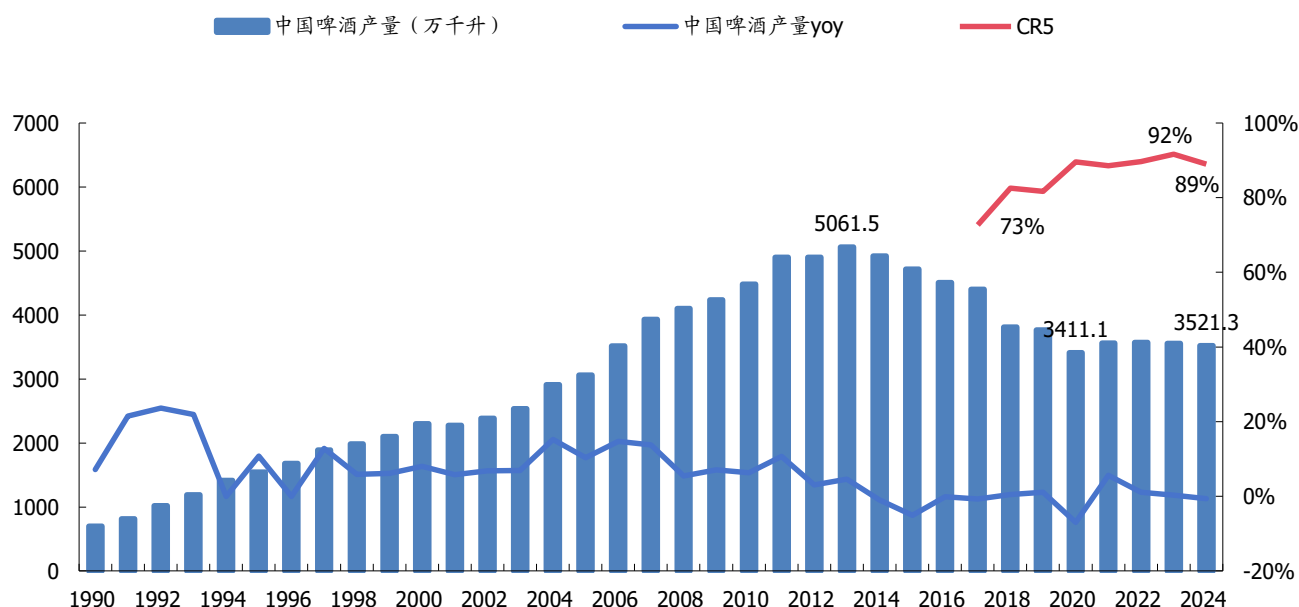
图23: 2018 年进口啤酒数量触顶。伴随国内啤酒高端化推进，进口啤酒数量

和金



资料来源：wind，诚通证券研究所

图24: 国内啤酒产量触顶回落，行业 CR5 提升至九成，现阶段产量企稳持平



资料来源：wind，诚通证券研究所

2.3、人均可支配收入提升，啤酒消费质量升级

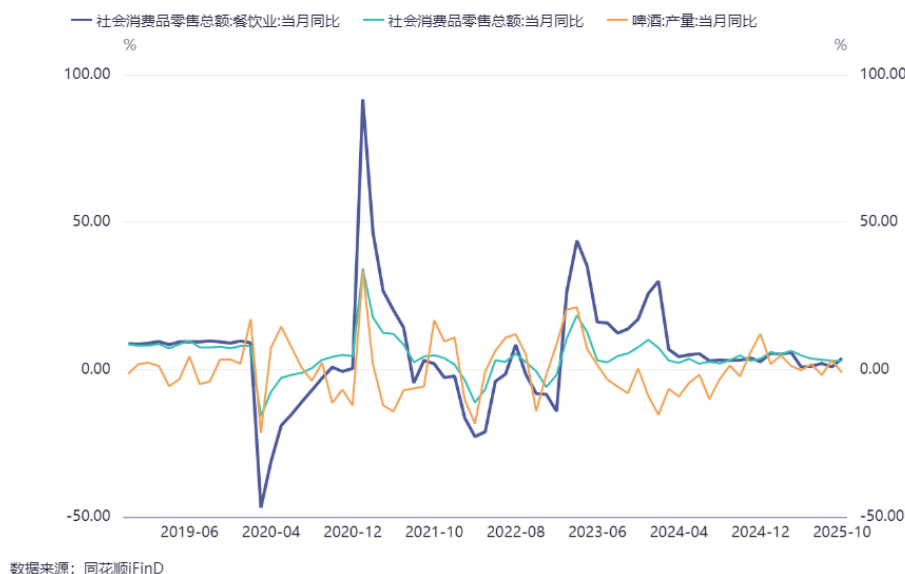
伴随经济发展居民收入和消费支出提升，消费者对啤酒的消费能力和消费理念也在改变，啤酒消费趋向高端化发展，啤酒企业从“抢份额”转向“提利润”。

国家统计局数据显示，1-10 月份我国社会消费品零售总额达 412169 亿元，同比增长 4.3%；餐饮收入 46188 亿元，增长 3.3%；规模以上企业累计啤酒产量 3163 万千升，同比增长 1.8%。

2013 年居民人均可支配收入同比增速在持续多年两位数增长后降至个位数增速，持续至今。消费者消费信心指数 2022 年开始持续底部区间运行，2025 年初以来开始小幅回升。消费者消费信心不足，啤酒行业也持续承压。

中高端啤酒消费增长势能更强。大众需求韧性是啤酒企业业绩增长关键，中等收入人群的可支配收入增速表现更好。2023/2024 年居民人均可支配收入同比增长分别为 6.1%/5.1%，同期对应“中间收入组”（即中等收入群体核心部分）人均可支配收入增速分别为 6.3%/5.9%，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好的支撑。

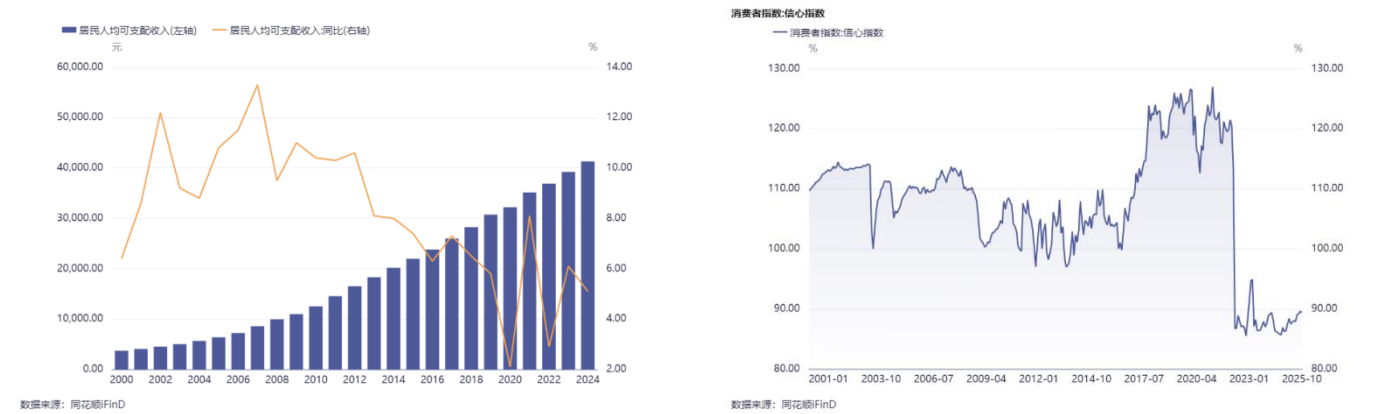
图25： 啤酒产量变化与社零餐饮消费较同步



资料来源：ifind，诚通证券研究所

图26： 居民人均可支配收入持续增长，增速放缓

图27： 消费者消费信心指数底部企稳回升



资料来源：: ifind, 诚通证券研究所

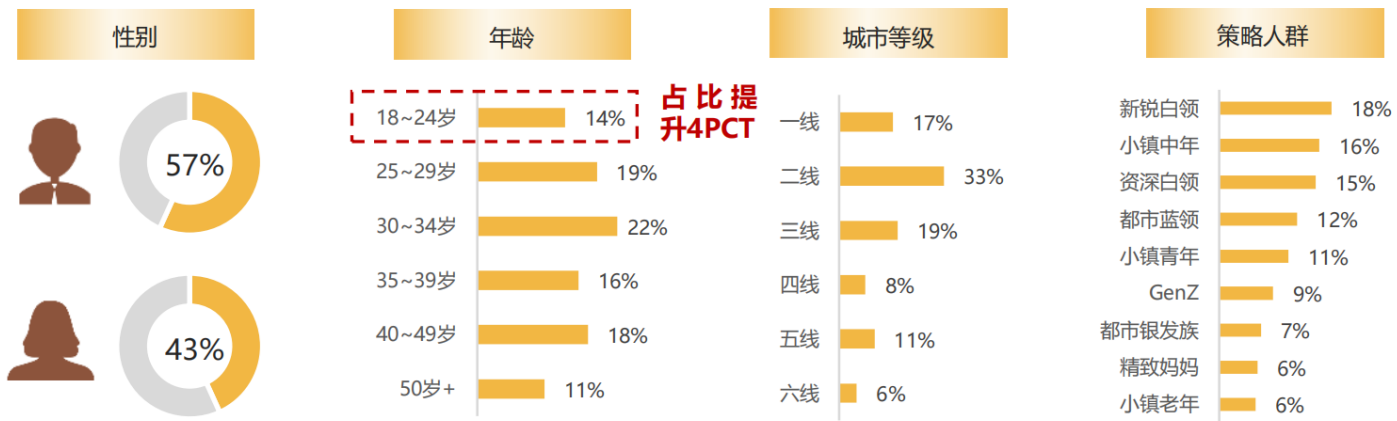
资料来源：: ifind, 诚通证券研究所

2.4、啤酒消费人群年轻化占比提升

《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》从淘宝天猫线上啤酒消费人群来看，男性占比达 57%，是主要购买人群；年龄分布上，中青年各年龄阶层的消费者比例较为接近，30-34 岁年龄段占比略微突出，18-24 岁年龄段占比显著提升，是最主要的增长人群；城市等级分布上，二三线城市消费者占比更高，其次为一线；在策略人群分布上，新锐白领、小镇中年和资深白领的消费者占比最高，都市蓝领和小镇青年紧随其后。

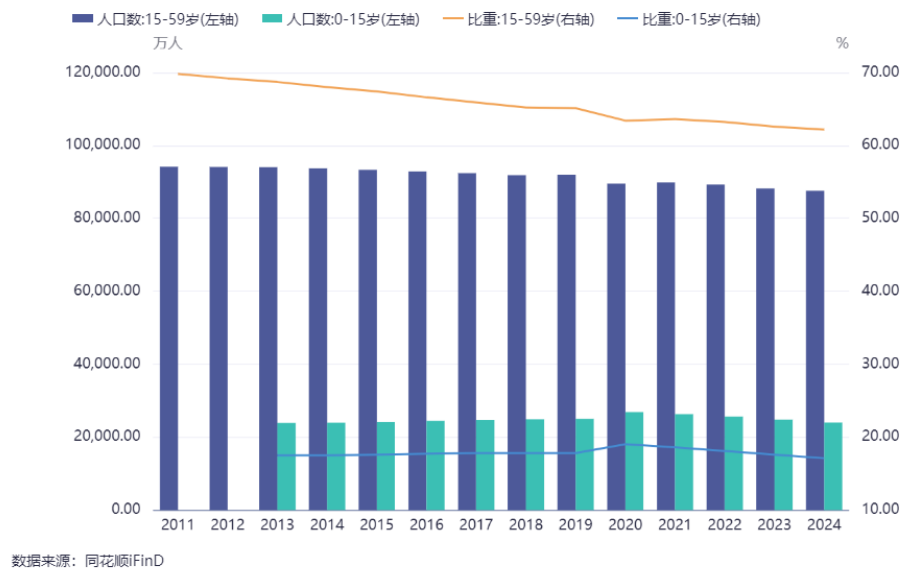
关于啤酒行业中长期发展，我们用出生人口测算适龄饮酒人群，可见近年总量将保持平稳，短期来看对行业发展消费需求支持较平稳。

图28: 2022 淘宝天猫啤酒行业消费者分布



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，诚通证券研究所

图29: 0-15 人口数量变化较均衡，60 以上人口数量持续增长



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

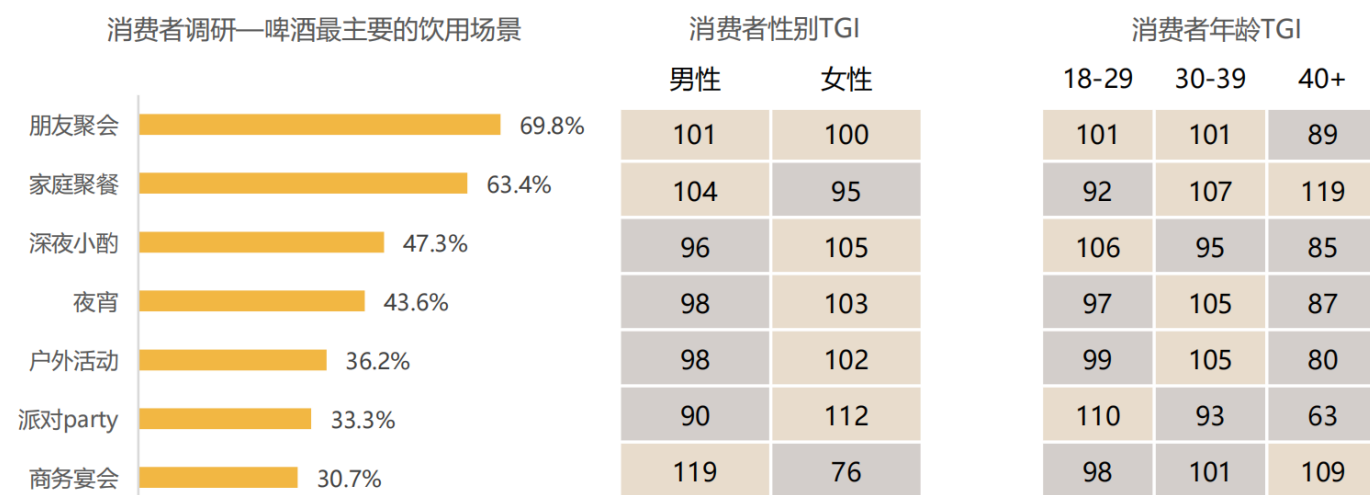
2.5、消费场景变迁，非即饮渠道占比已超一半

啤酒覆盖了人们主要的休闲活动场景，区别于 40+ 人群热衷的家庭聚餐和商务宴请，年轻人的啤酒饮用场景更加多姿多彩。啤酒自带的社交属性在年轻群体中获得了广泛应用，从朋友聚餐到派对狂欢，亦或是户外露营、音乐节；同时，年轻女性深夜小酌的比例远高于其他人群，享受微醺自由，以悦己需求为先。

根据 Euromonitor 数据统计，2019（疫情前）啤酒即饮市场销量占比 51.5%，但在 2020-2022 年疫情的持续影响下，如 KTV、酒吧、传统餐饮店等即饮啤酒主要的消费场所经营面对较大压力，销量占比持续下滑。非即饮销量占比不断扩大，三年上升 6.1%，其中线上渠道在各类市场因素的推动下迅速发展，在啤酒非即饮零售市场中保持快速的增长态势。

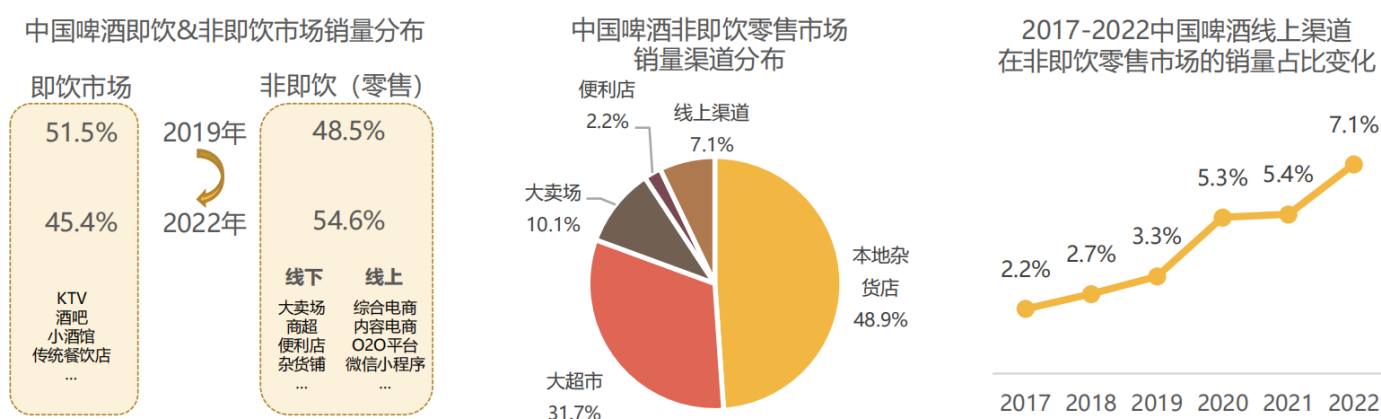
非即饮渠道增长来自消费习惯的变革与渠道价值的升级，一方面，消费者和消费场景变迁对即时性、便捷性的需求提升，电商闪购、闪送为代表的新兴非即饮渠道快速崛起。消费者购买和消费啤酒不再局限于线下渠道，如：餐饮、KTV 等固定场景。便捷的线上平台可以短时间内送达，这极大地满足了非即饮渠道的需求。

图30: 饮用场景女性偏愉悦自我, 男性偏聚会



资料来源:《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》, 诚通证券研究所

图31: 2022 年中国非即饮啤酒市场销量占比提升已超一半



资料来源:《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》, 诚通证券研究所

3、守正创新，加速赶超

国内啤酒行业已进入存量竞争，市场特征有以下几点：1、较发达国家的啤酒市场，中国啤酒市场单价仍偏低；2、面对更丰富的消费场景和增长更快的年轻化消费群体，满足美好生活需求；3、非即饮渠道占比过半。啤酒市场消费环境的变化，中国啤酒企业及时调整方向，调整产品结构，打造中高端啤酒产品；提高营销质感，年轻化；提高服务质量，及时快速满足不同消费环境需求。

燕京啤酒抓住行业发展转型趋势，提出“二次创业 复兴燕京”，打造核心大单品燕京 U8 转型破局。依托这一核心单品，燕京啤酒 2025 年上半年，公司中高端产品营收占比首破 70%，普通啤酒占比降至 29.89%。通过卓越管理体系建设和数字化改造，公司销售费用率连续四年下降。在行业存量竞争环境下，燕京啤酒凭借产品升级与精细化管理，盈利能力显著提升，展现出强劲的市场竞争力与发展韧性。

公司从产品、渠道和区域三方面协同发力。产品端，持续加大 U8 产品体系研发投入，提升产品竞争力，同时加大罐装产品推广力度，重点发力零售渠道，以满足消费者多样化需求。渠道端，深化品销协同策略，线下强化终端铺货，提高产品市场覆盖率；线上拓展即时零售渠道，打破传统渠道壁垒，构建全渠道销售网络，提升销售效率与消费者购物体验。区域端，在百县工程基础上新增百城工程，深入挖掘强势市场增长潜力；通过“总分共建”模式强化空白市场布局，推动公司业务在全国范围内的均衡发展。

3.1、产品：持续加大 U8 产品体系研发投入

公司坚定推进燕京 U8 大单品战略，持续加大中高端产品布局，在稳固燕京 U8 核心战略地位的基础上，着力稳固塔基产品，加快提高中高档产品占比，持续优化产品结构、增强竞争力，搭建全国性产品矩阵。

公司以消费者需求为导向，通过产品创新与营销模式升级持续夯实市场基础。在产品端，燕京啤酒执行的“1+3+N”品牌战略以“燕京”为主品牌引领高端化，协同“漓泉”“惠泉”“雪鹿”三大区域优势品牌，构建全国化、差异化、多层次的产品矩阵，并通过“N”系列创新产品拓展消费场景与增长边界。

1) “1”：主品牌“燕京”

主品牌“燕京”包含白啤、纯生、鲜啤、清爽、无醇、特色等六大系列，体系齐全。作为全国性核心品牌，燕京 U8 自 2020 年 5 月燕京 U8 登录线上商城，120 秒内创下百万销售额，5 分钟售出 2 万箱，展现出强劲的市场爆发力，成为燕京啤酒首款全国性大单品。同步推出 V10 精酿白啤、狮王精酿等高端产品，强化“中国人自己的啤酒”品牌定位。鲜啤、清爽系列等基础产品协同支撑塔基市场。公司啤酒产品价格带覆盖范围广泛，从中低端 4 元左右的燕京清爽到全国性大单品燕京 U8、U8plus 这种 8 元上下的中档，和超 10 元的高端精酿，满足不同客群需求。

2) “3”：三大区域品牌

漓泉：深耕广西市场，主力产品为漓泉 1998，定位高端清爽型啤酒。

惠泉：覆盖福建、江西等区域，主打惠泉一麦等本地化产品；

雪鹿：布局内蒙古、东北，以高性价比清爽型产品切入区域市场。

三大品牌独立运营，避免内部竞争，共享供应链与渠道资源，实现区域市场深度渗透。

3) “N”：创新产品与场景延伸。

以“啤酒+”战略拓展非啤酒业务，形成多品类增长极：

倍斯特汽水：首款全国性饮料大单品，聚焦火锅、烧烤、夜市等餐饮现饮场景；消费组合上，打造“啤酒+汽水”模式，契合餐饮场景中消费者多元化饮品需求。品牌与市场定位层面，依托燕京啤酒品牌优势，精准锁定年轻消费群体，挖掘产品“倍爽倍欢乐”的情感价值，与年轻消费者建立情感共鸣，通过多元营销加强互动，提升品牌在年轻群体中的影响力与美誉度。

燕京纳豆：功能性发酵饮品，丰富健康消费选择；

茶饮料系列：包括九龙斋酸梅汤、燕京茉莉清茶等，2025 年上半年茶饮料收入同比增长 98.7%；

表4： 燕京啤酒的“1+3+N”品牌战略

品牌层级	品牌名称	核心产品	市场定位	2024 年关键表现
主品牌	燕京	U8、V10、狮王精酿	全国中高端	U8 销量 69.60 万千升，同比增长 31.40%
区域品牌	漓泉	漓泉 1998 特酿系列、漓泉全生态系列、纯生啤酒系列、精酿啤酒系列及燕京 U8 等	高端清爽	广西市场占有率高达 70%
区域品牌	惠泉	惠泉一麦、惠泉小鲜、惠泉欧骑士、惠泉 1983 和区域基础老惠泉系列产品等		大泉州市场实现连续增长，过去 5 年销量增长 50%以上，2024 年初步实现大泉市场的相对优势
区域品牌	雪鹿	新雪鹿	性价比切入	覆盖东北、内蒙，在内蒙古中西部地区市场占有率领先
创新产品	倍斯特汽水	多口味汽水	餐饮现饮场景	燕京啤酒首款全国性饮料大单品
创新产品	燕京纳豆	发酵饮品	健康消费	丰富产品矩阵，提升附加值

资料来源：燕京啤酒公告，惠泉啤酒公告，桂林日报，内蒙古财经大学就业信息网，诚通证券研究所

表5： 燕京啤酒产品价格带分布

定位	产品	原料	酒精度	麦汁浓度	零售价 (500ml)
中低档	燕京清爽	水、麦芽、大米、啤酒花	≥ 3.6%vol	11° P	4 元/500ml
	鲜啤 2022	水、麦芽、大米、啤酒花	≥ 3.3%vol	9° P	4.34 元 /500ml
中高档	燕京 U8 啤酒	水、麦芽、大米、啤酒花	≥ 2.5%vol	8° P	5 元/500ml
	燕京 U8 PLUS	水、麦芽、大米、啤酒花	≥ 3.6%vol	11° P	8.3 元/500ml
	燕京 V10 精酿白啤	水、麦芽、小麦芽、啤酒花、酵母	≥ 3.3%vol	10° P	6.5 元/500ml
	燕京原浆白啤	水、麦芽、小麦芽、啤酒花、酵母	≥ 4.1%vol	12° P	7.5 元/500ml
	燕京狮王精酿白啤	水、麦芽、小麦芽、啤酒花、酵母	≥ 4.1%vol	12° P	17 元/500ml

资料来源：燕京啤酒京东自营旗舰店，诚通证券研究所

图32： 燕京啤酒产品汇总图



资料来源：分众专享公众号，诚通证券研究所

3.2、渠道：完善经销商管理体系 深化品销协同策略

品销协同，以消费者为中心，将品牌传播、产品创新、终端动销、数字化运营深度融合，做到‘品效合一’——既提升品牌势能，又直接驱动销量增长。

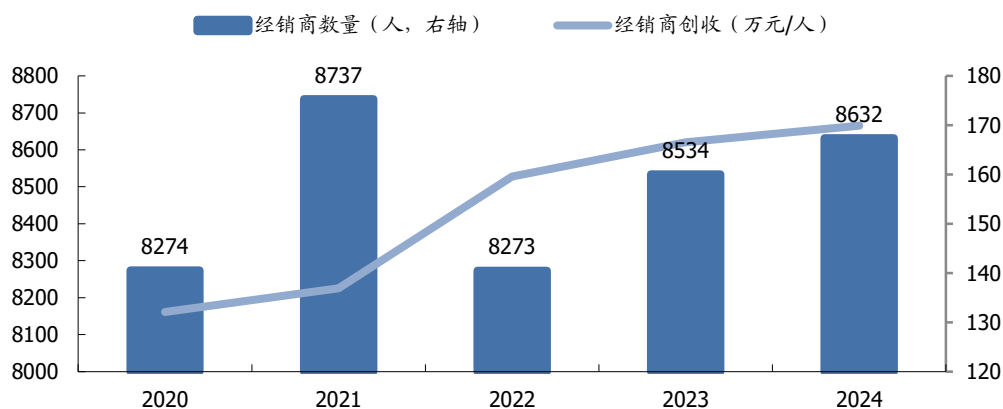
公司主要销售模式为经销模式，对重点市场深度分销与协销相结合，部分市场为大客户协作模式。同时公司持续开展线上线下一体化营销策略，公司现在以传统渠道为主，2024 年传统渠道占比高达 94%，KA 渠道和电商渠道占比分别为 4%和 2%。

燕京啤酒近年来持续完善经销商管理体系，通过实施分级管理制度，显著提升渠道运营效率与市场响应速度。公司定期组织经销商能力提升培训，强化其市场推广与服务能力，从而全面提升渠道执行力。公司持续优化经销商体系，年末经销商数量达到 8,632 家，覆盖全国所有地级市及 90%以上县级市场。

公司销售范围聚焦华北、华南、华东、华中和西北五个片区，从收入占比变化来看，华北市场作为燕京啤酒的大本营常年收入贡献占比高达 40%以上，收燕京 U8 爆品放量，华北地区收入占比持续提升，截止 2024 年华北区域收入贡献超一半，高达 53.39%。华南地区收购漓泉啤酒和惠泉啤酒均为当地市占率领先企业，漓泉啤酒收购时区域市占率第一，经过近些年的发展，漓泉啤酒当地市占率已经高达 85%，惠泉啤酒市占率也高达 40%成为当地第一，华南地区 2024 年收入占比 26.24%，受华北地区收入快速增长影响，华南地区收入占比由原来的 30%多降至不足 30%；

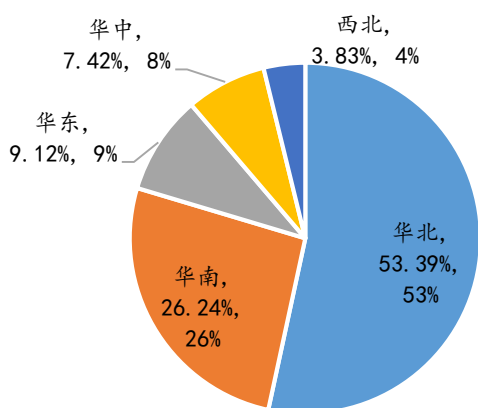
其余华东、华中和西北地区收入占比分别 9%/7%/4%，区域表现弱，有待改进。

图33: 优化经销商体系提升收入



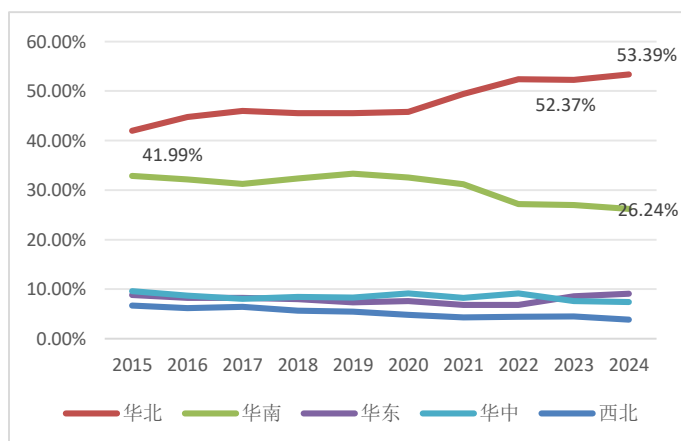
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图34: 公司主力市场华北、华南贡献八成收入



资料来源: : wind, 诚通证券研究所

图35: 大单品带动华北收入占比提升，其他区域收入增长压力较大



资料来源: : wind, 诚通证券研究所

3.3、区域端在百县工程基础上新增百城工程

以营销变革加速品牌高端化进程。公司推进“百县工程”深化市场形态升级，启动“百城工程”提升高阶市场。区域上，在稳固现有消费市场的同时，继续拓展和提升区域领导地位，优化产品结构，提高中档产品份额。区域端，在百县工程基础上新增百城工程，深入挖掘强势市场增长潜力；通过“总分共建”模式强化空白市场布局，推动公司业务在全国范围内的均衡发展。

以“百县工程”为契机，开发优势区县市场，形成示范效应。公司持续开展U8全链路营销，借助一线艺人代言构建品牌内容体系，统筹全媒体运作，赞助北京冬奥会、登陆央视春晚和北京春晚，走进CCTV-6品牌日及“大众电影百花节”，

点亮重点城市地标建筑，打造创意地铁站，投放公交车、候车厅、电梯电视广告，举办大篷车、KOL探店、品牌快闪店、品鉴会、主题包店等多种形式的品宣活动，利用电商平台进行新品宣发、直播卖货，实现了燕京品牌年轻化、潮流化转型；以“百县工程”为契机，开发优势区县市场，形成示范效应，取得初步成效；通过在全国布局燕京酒號社区小酒馆，在一线城市打造狮王精酿旗舰店，创新空间消费场景。

公司以“全渠道融合+区域深耕”为双引擎，系统激活市场增长潜力。构建全渠道销售网络，优化布局区域策略，在“百县工程”基础上新增“百城工程”，形成梯度化市场开发策略，针对成熟市场，通过精细化运营，挖掘高端产品渗透空间；针对成长型市场，加速产品铺货并配套推广活动；针对潜力市场，以全国大单品为抓手，结合主题活动培育消费习惯。通过区域资源倾斜与差异化策略，实现“强势市场深挖潜、新兴市场快布局”的良性循环。

表6：开启“百县工程”深化市场形态升级，启动“百城工程”提升高阶市场

工程名称	启动时间	战略定位
百县工程	2022 年	聚焦下沉市场（县级及以下），通过密集分销网络覆盖乡镇终端场景
百城工程	2025 年	聚焦高线城市（高容量、高结构、高成长性），提升高阶市场可见度

资料来源：公司公告，诚通证券研究所

4、公司分析与预测

4.1、公司竞争战略分析

国内啤酒行业早期采取加速并购方式扩容发展，国外龙头啤酒企业纷纷加码中国市场，与国内啤酒企业合作互补，青岛、华润等企业快速崛起成长为全国性啤酒龙头。燕京啤酒一直在探索发掘中国人自己的啤酒，在并购标的上谨慎选择区域龙头，协同合作，全国性产品铺展不及华润、青岛。公司在行业产量回调期间，积极把握存量市场竞争机会，成功打造燕京 U8 这款全国性爆款产品，借助燕京 U8 势头，遵循市场偏好，走出了高端化、年轻化，做中国人自己的啤酒的特色路线。

4.2、产品创新：精准定位年轻消费需求

燕京啤酒针对年轻消费者的健康饮酒和微醺体验需求，推出了燕京 U8 这一战略大单品。这款小度酒采用 8°P 特酿技术，降低了乙醛含量，实现“好喝不上头”的效果，跳出传统啤酒追求“醇厚”的竞争红海，精准契合 Z 世代“小度酒、大滋味”的饮酒偏好。厚植工匠文化，打造国货精品，打造“中国人自己的啤酒”民族精神和年轻文化深度绑定，成功塑造了“有你文化”的品牌叙事。与此同时，燕京啤酒还通过 LIONK 狮王餐酒吧、燕京 9 號社区店等线下终端，打造社交派对、城市微醺夜等沉浸式消费场景，进一步拉近与年轻消费者的距离，提升品牌在他们心中的情感价值和社交属性。

4.3、燕京 U8 未来成长空间可能是影响公司成长的关键条件

我们选取华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒与燕京啤酒对比，拆解五者啤酒销量和啤酒收入，和啤酒吨价变化走势。重庆啤酒 2020 年并入嘉士柏中国区业务，啤酒吨价从底部拉升都最高。

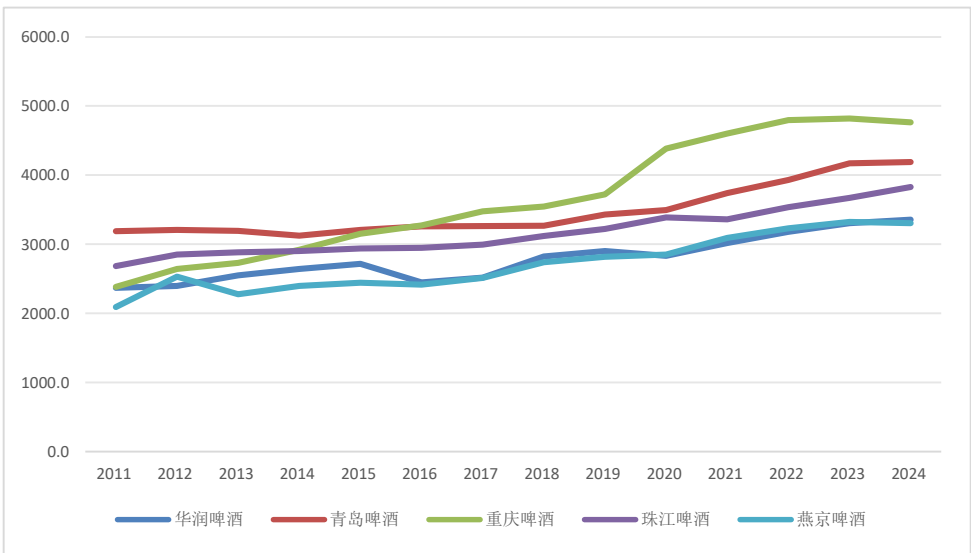
2013 年后啤酒销量均明显回落，各啤酒企业收入增速主要来自吨价上升影响。2021 年燕京啤酒和珠江啤酒产品结构升级，销量和吨价上升共同发力，助推公司啤酒业务收入快速上行。对比重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒中高端啤酒销量占比，未来燕京啤酒中高端啤酒销量提升仍可期待。

表7： 国内上市公司前五啤酒企业中高端产品收入、销量贡献（各公司披露口径不统一）

股票代码	品牌	中高端定义	2024 年 销量占比	2024 年 收入占比	来源文件
000729.SZ	燕京啤酒	U8、V10 白啤、狮王、鲜啤销量等（销量仅以 U8 计算，其他未披露）	17%	67%	《2024 年年度报告》
0291.HK	华润啤酒	喜力、Super X、马尔斯绿、脸谱等（次高档及以上）	超 50%	——	《2024 年年度报告》
600600.SH	青岛啤酒	经典、纯生、白啤、奥古特等	73%	——	《2024 年年度报告》
002461.SZ	珠江啤酒	纯生、雪堡、珠江原浆、97 纯生等	——	71%	《2024 年年度报告》
600132.SH	重庆啤酒	乌苏、白啤、嘉士伯、乐堡、1664 等	96%	98%	《2024 年年度报告》

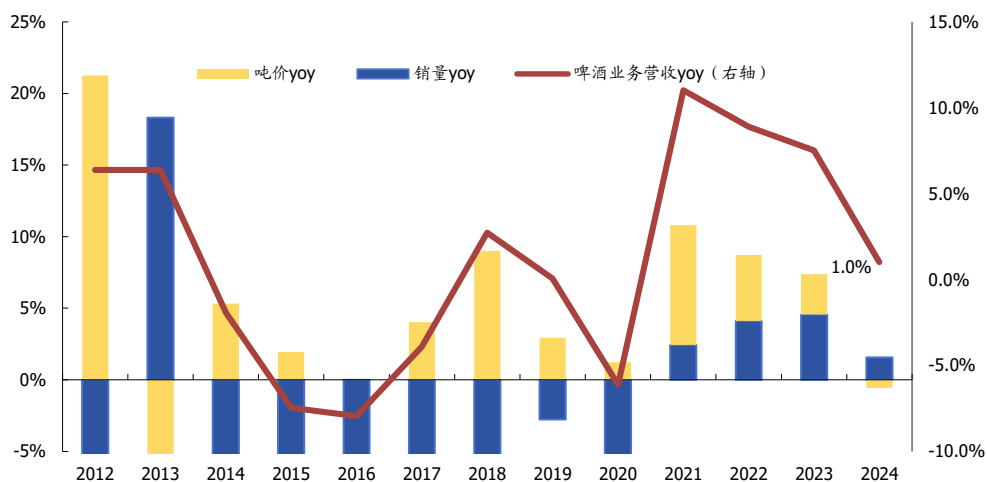
资料来源：wind，各公司年报，诚通证券研究所

图36： 五家啤酒企业啤酒吨价变化



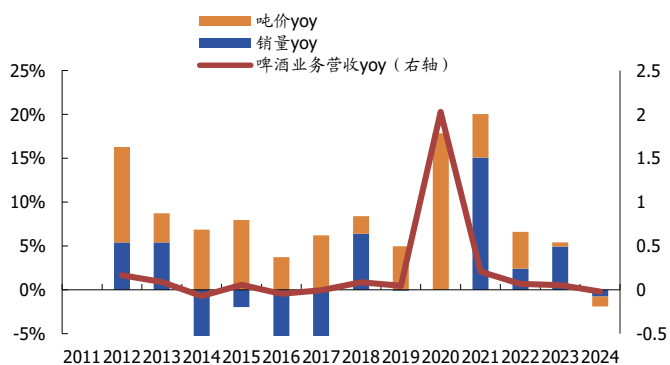
资料来源：ifind，诚通证券研究所

图37: 燕京啤酒销量和吨价变动影响



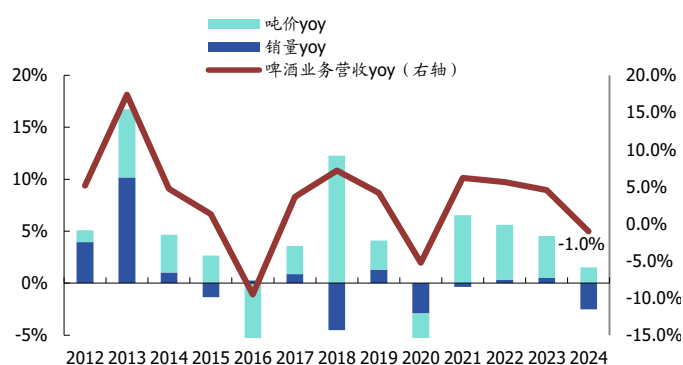
资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所

图38: 重庆啤酒啤酒销量和吨价变动影响



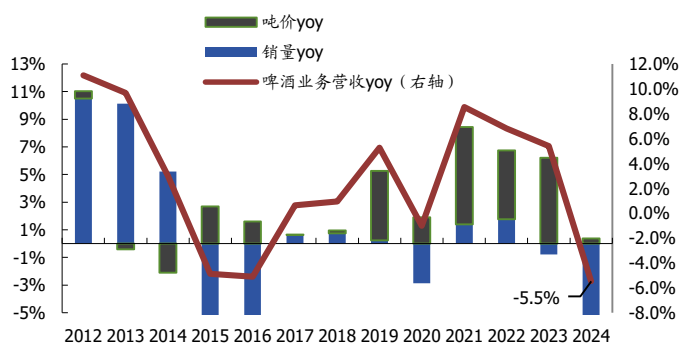
资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所（重庆啤酒2020年并入嘉士伯中国区业务，销量同比暴涨157%，剔除2020年销量同比增长数据）

图39: 华润啤酒销量和吨价变动影响



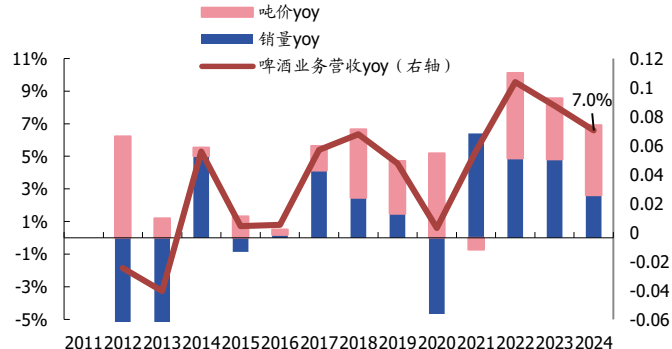
资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所

图40: 青岛啤酒销量和吨价变动影响



资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所

图41: 珠江啤酒销量和吨价变动影响



资料来源: wind, ifind, 诚通证券研究所

4.4、成本有望保持平稳小幅波动

2025 年大麦进口价格底部运行，年末有所回升，波动不大，包材价格有涨有跌，成本有望保持平稳运行，小幅波动。

4.4.1、啤酒行业受益于大麦采购价格回落毛利提升

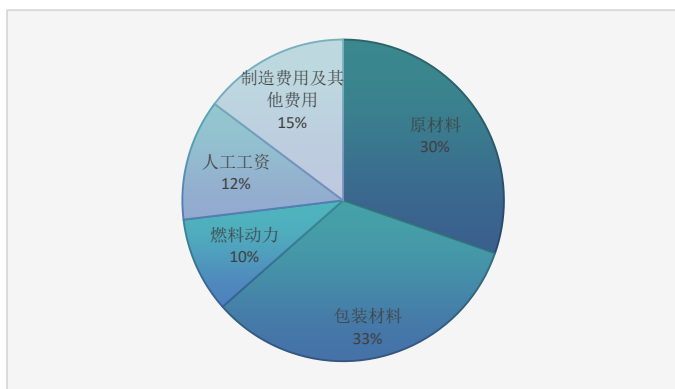
2024 年燕京啤酒成本结构可拆分为原材料/包装材料/燃料动力/人工工资/制造费用等，成本占比分别 30%/33%/10%/12%/15%。原材料和包材占比最高，对成本影响最明显。

啤酒生产的原材料，主要包括麦芽、大米、啤酒花、水和酵母等材料，其中大麦芽占比最高，占原材料成本一半左右。公司主要使用进口啤酒大麦制造的麦芽酿造啤酒，国际市场中大麦价格变动对公司啤酒生产成本影响较大。

2020 年 5 月 18 日，商务部发布 2020 年第 14 号和第 15 号公告，对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。鉴于中国大麦市场情况发生变化，对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税“已无必要”。2023 年 8 月 5 日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。

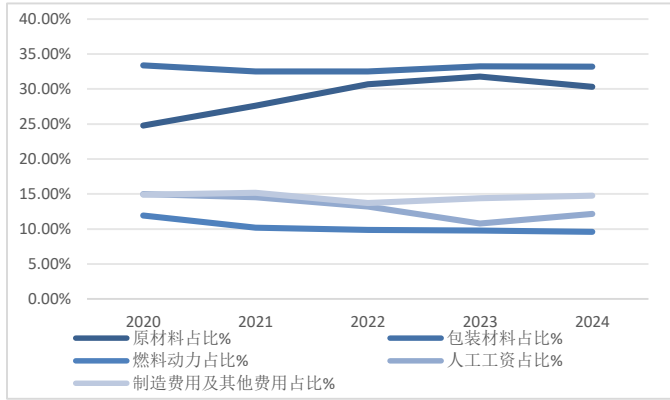
2025 年价格波动 7pct 左右。大麦进口价格受当地气候及政策影响明显，国内进口大麦价格自 2022 年 12 月高点 413.60 美元/吨持续回落，2025 年 10 月进口均价为 258.57 美元/吨，较 2022 年高点下降 37%。受进口大麦价格下降影响，麦芽加工企业、啤酒生产企业成本压力降低。

图42： 2024 年燕京啤酒成本结构



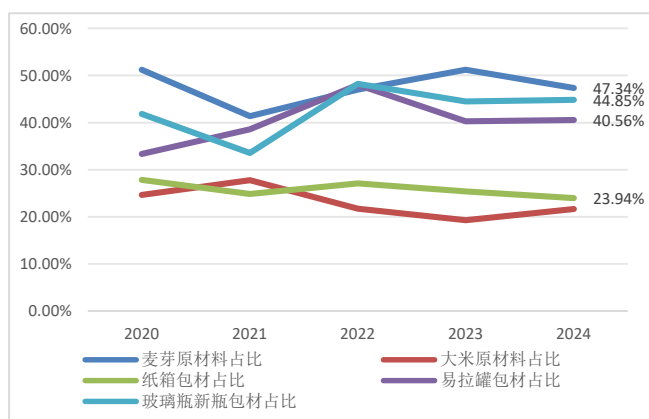
资料来源：wind，公司公告，诚通证券研究所

图43： 澳麦双反结束前后原材料成本波动影响最大



资料来源：wind，公司公告，诚通证券研究所

图44: 2023 年麦芽成本占比下降



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图45: 进口大麦单价较高点回落 37%, 2025 年价格波动 7pct 左右



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

4.4.2、包装材料价格变化

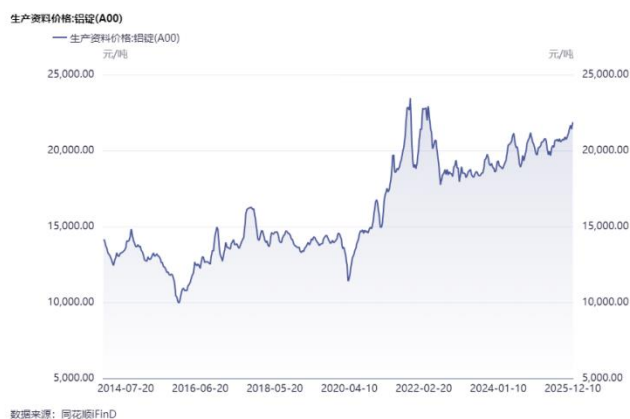
包材主要涉及浮法玻璃, 瓦楞纸和铝锭。2025 年浮法玻璃价格仍在下探, 瓦楞纸价格底部运行, 年底价格有回升, 铝锭价格持续攀升高位运行。

图46: 瓦楞纸价格低位运行, 玻璃价格仍在下探



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图47: 铝锭价格高位运行



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

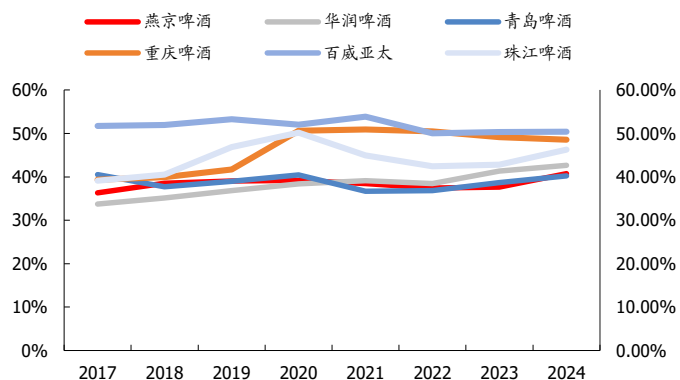
4.5、费率比较, 燕京啤酒净利率仍有较大提升空间

对比其他啤酒上市公司毛利率和净利率表现, 中高端啤酒占比为主的重庆啤酒、百威亚太毛利率明显优于其他啤酒企业, 净利率表现也优于其他啤酒企业。伴随国内啤酒企业积极调整产品结构, 提升高端产品收入贡献, 近些年企业毛利率和净利率水平持续提升。

燕京啤酒毛利率表现与青岛啤酒、华润啤酒接近, 燕京啤酒净利率改善最明显, 但仍明显低于其他啤酒企业净利率。提高营销效率, 提升品牌影响力, 助力企业

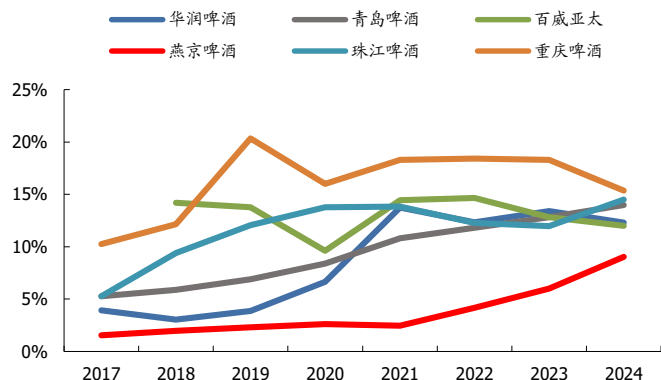
净利率持续改善。受限于企业经营规模差异，燕京啤酒、珠江啤酒管理费费率虽在持续改善，但仍偏高。

图48: 啤酒上市公司毛利率比较



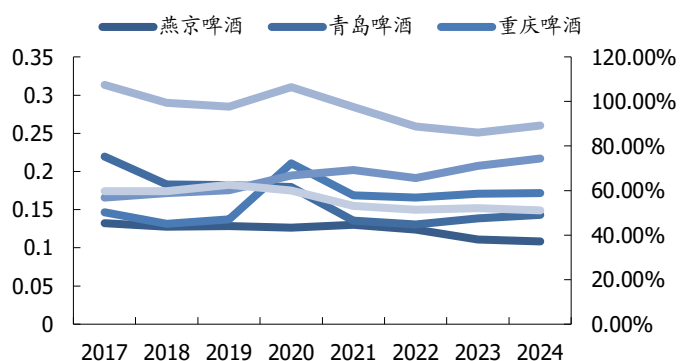
资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图49: 啤酒上市公司净利率比较



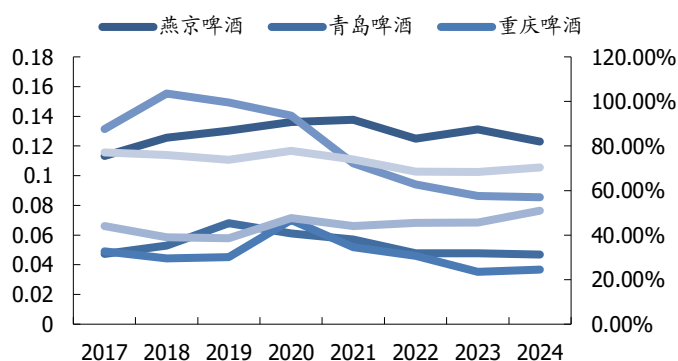
资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图50: 啤酒上市公司销售费率比较



资料来源: ifind, 诚通证券研究所

图51: 啤酒上市公司管理费费率比较

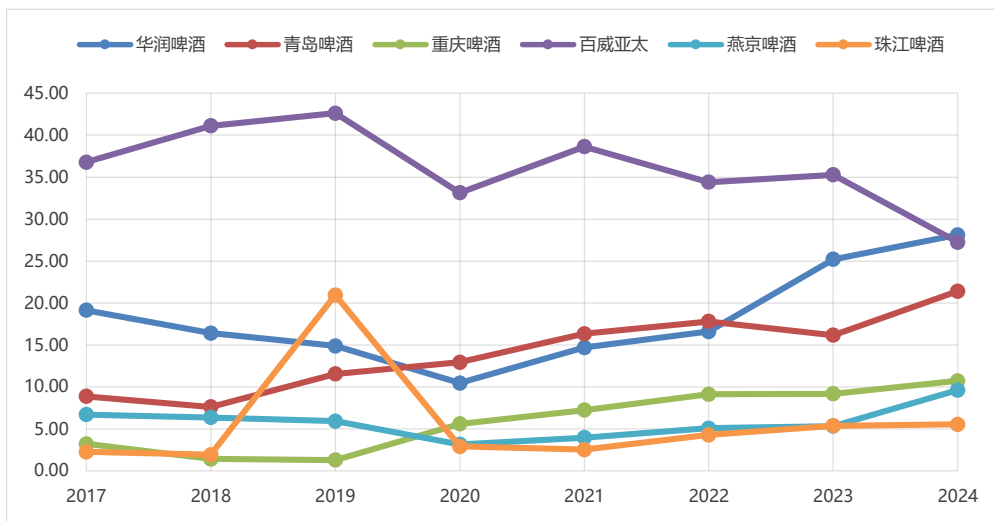


资料来源: ifind, 诚通证券研究所

4.6、资本开支和设备折旧影响

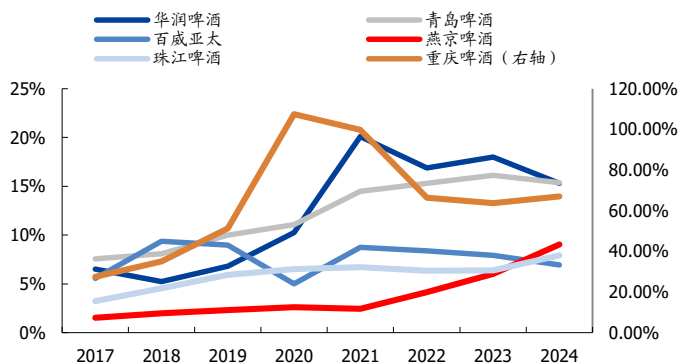
国内啤酒企业面临产能优化，和持续加码高端化战略投入，华润、青岛、燕京2024年资本开支均有较大支出。近几年啤酒行业底部企稳后，随行业集中度提升，中小企业退出和被并购，龙头企业依赖产品高端化获得新的增长点，同时伴随设备更新换代，啤酒企业资本支出抬升，燕京啤酒在资本支持同时，ROE持续抬升，可见高端化产品发力对企业整体经济质量改善效果显著。

图52: 资本开支比较, 国内龙头企业持续高端化发力



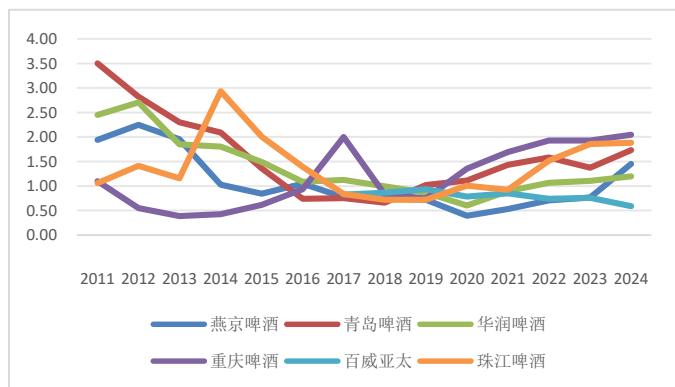
资料来源: wind, 诚通证券研究所

图53: 啤酒上市公司 ROE 比较



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图54: 啤酒上市公司资本支出/折旧摊销比较



资料来源: wind, 诚通证券研究所

4.7、合理的薪酬管理

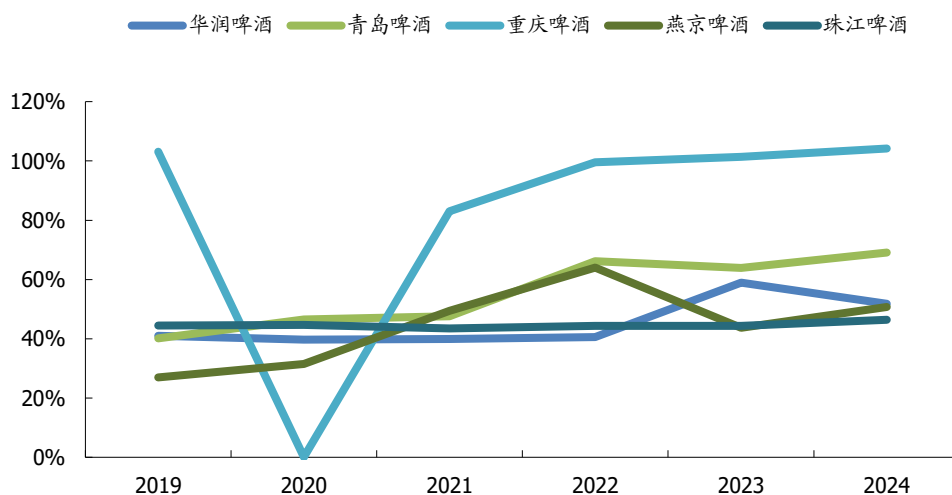
合理的薪酬管理体系为了进一步明确薪酬管理依据、办法、薪酬设计与结构,有效调动广大员工在工作方面的积极性、主动性与创造性,2023年,燕京啤酒据公司业务发展与薪酬战略,本着竞争性、激励性与公平性的原则,制定并推行了《薪酬管理办法(试行)》

4.8、稳定的股利分配政策回报股东

公司高度重视股东投资回报,积极实施连续、稳定的股利分配政策,制定了《未来三年股东回报规划(2024-2026)》并推动落地执行。就2024年度而言,公司预

计每 10 股派发现金股利 1.90 元（含税），共计派发现金 5.36 亿元。该笔现金分红在当年实现归属于上市公司股东净利润中占比 50.73%，现金分红金额较上年同比增长 90%。公司管理层明确表示，未来将坚持“价值创造与股东共享”双轮驱动策略，持续完善分红机制，实现企业可持续发展与投资者回报的动态平衡。

图55： 分红比例，燕京啤酒开始提高分红比例



资料来源：wind，诚通证券研究所

5、盈利预测和估值

5.1、关键假设及盈利预测

产品销量：国内啤酒市场整体量稳价增，燕京啤酒 2022 年放量以来，燕京 U8 销量一直保持 30%以上的高速增长。公司中高端产品增长趋势良好，但考虑整体啤酒销量增速仍低迷，新品层出不求，短期公司新品增速压力较大，伴随公司品牌力持续提升，预计公司 2025-2027 年啤酒销量增速分别为 1.1%/1.3%/1.5%。

产品价格：消费者对啤酒中高端产品接受度持续提高，年轻消费者逐渐加入饮酒行列，对产品价格敏感度偏低，更容易接受新的消费习惯。激烈的竞争环境下，公司中高端产品占比持续提升，预计公司 2025-2027 产品价格有望持续提升，增速分别为 5.5%/3.5%/2.0%。

产品毛利率：2024 年，中国啤酒行业迎来历史性成本红利周期，出现进口大麦均价同比回落、玻瓶瓦楞纸燃料成本全线下行的结构性改善。燕京啤酒践行绿色发展理念，乘势而上，公司在成本控制方面通过“立体化降本增效”模型，系统推进供应链优化、生产精益化与管理数字化，显著降低吨成本并提升盈利弹性面对原材料和包材价格波动。2025 年行业原材料成本（如麦芽、玻瓶）仍处于下行周期，公司将持续强化管理，进一步释放成本红利。预计公司 2025-2027 年啤酒业务毛利率有望保持在 43.8%/44.1%/44.1%较高水平。

表8： 燕京啤酒盈利预测

单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,202	14,213	14,667	15,347	16,083	16,696
yoy	10.4%	7.7%	3.2%	4.6%	4.8%	3.8%
啤酒业务（百万元）	12,183	13,098	13,230	14,111	14,795	15,317
yoy	8.9%	7.5%	1.0%	6.7%	4.8%	3.5%
销量（万千升）	377	394	400	405	410	416
yoy	4.1%	4.6%	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%
吨价（元/万千升）	3,231	3,322	3,304	3,486	3,608	3,680
yoy	4.6%	2.8%	-0.6%	5.5%	3.5%	2.0%
其他业务（百万元）	1,019	1,114	1,437	1,236	1,288	1,378
yoy	32%	9%	29%	-14%	4%	7%
综合毛利率	37.4%	37.6%	40.7%	42.8%	43.0%	43.1%
啤酒业务毛利率	38.4%	38.9%	42.6%	43.8%	44.1%	44.1%
其他业务毛利率	25.4%	22.8%	23.3%	31.2%	30.5%	32.1%

资料来源：wind，诚通证券研究所

5.2、与公司自身历史 PE 比较：

燕京啤酒估值已经回落至 22 倍左右，股价和盈利对应的 PE-band 已处于历史底部区间。

图56： 燕京啤酒 PE-band（2015-2025 年）



资料来源：ifind，诚通证券研究所

5.3、与可比公司比较：

选取内地上市营收居前的三家啤酒公司青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒作为可比公司。燕京啤酒 PE 略高于可比公司平均值，但 PEG 只有 0.47，公司中高档产品占比持续提升，推升公司毛利率增长，业绩弹性更好，可给与公司更高估值预期。

表9： 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS	PE	PEG	PB	市值
------	-----	-----	----	-----	----	----

		23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E	26E	2025	2025	亿元
青岛啤酒	62.20	3.19	3.19	3.40	3.48	19.50	19.51	18.29	17.87	2.25	2.71	849.08
重庆啤酒	54.62	2.95	2.74	2.46	2.58	18.55	19.96	22.22	21.17	3.29	13.17	263.67
珠江啤酒	9.52	0.30	0.36	0.43	0.48	31.39	26.79	22.04	19.70	1.23	1.91	211.82
可比公司平均值						23.15	22.08	20.85	19.58	2.25	5.93	441.52
燕京啤酒	12.24	0.23	0.35	0.54	0.59	54.26	35.32	22.64	20.68	0.47	2.17	343.30

资料来源：wind 一致预期（重庆啤酒、珠江啤酒），诚通证券研究所

5.4、估值结论与投资评级

公司中高档啤酒销量占比持续增长，企业生产经营绩效持续优化，推动公司毛利率净利率上行，我们预期公司 2025-2027 年预计实现收入 153/161/167 亿元，同比增长 4.6%/4.8%/3.8%，预计实现归母净利润 15.24/16.68/17.68 亿元，同比增长 44.4%/9.5%/6.0%，EPS 分别 0.54/0.59/0.63 元，公司继续大力推进燕京 U8 等中高端啤酒增长，提升公司毛利率水平，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、风险分析

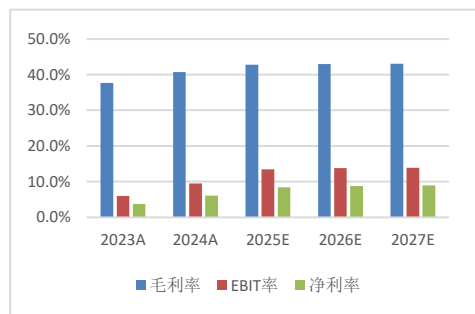
经营风险：行业竞争加剧、公司产品结构升级以及公司运营效率提升的不确定性风险；消费渠道变化公司应对不及等风险；

市场风险：消费信心恢复不及预期，餐饮等消费增长受限；行业原材料、包材、物流等成本费用波动风险；

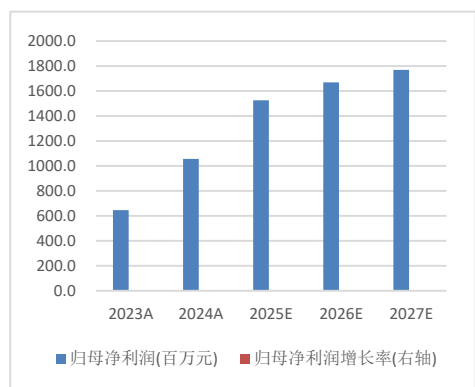
其他风险：食品安全风险，消费习惯变化等风险。

附：财务预测摘要

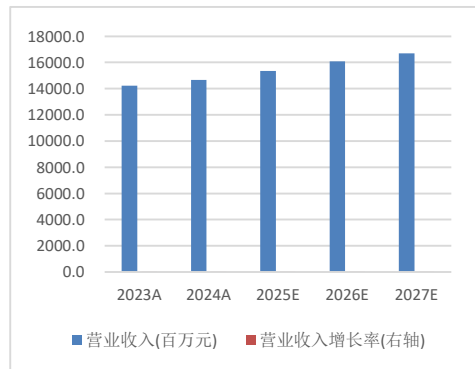
1、毛利率、EBIT 率、净利率



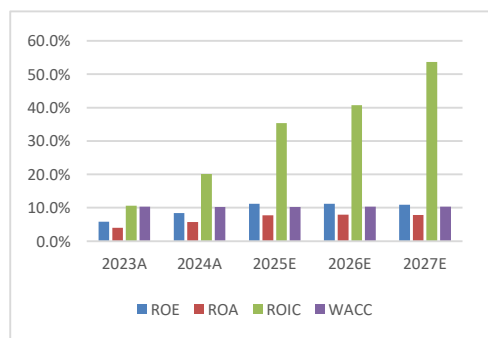
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14213	14667	15347	16083	16696
营业成本	8865	8695	8779	9168	9502
折旧和摊销	699	663	617	656	691
营业税费	1221	1244	1271	1319	1352
销售费用	1575	1587	1611	1673	1736
管理费用	1620	1570	1504	1576	1636
财务费用	-168	-198	-206	-259	-318
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	43	43	0	0	0
营业利润	1025	1609	2275	2494	2650
利润总额	1039	1572	2269	2484	2632
少数股东损益	210	268	387	424	449
归属母公司净利润	645	1056	1524	1668	1768

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	21231	23147	24672	26264	28141
流动资产	11555	11905	13588	15358	17525
货币资金	7212	7454	9340	10770	12962
交易型金融资产	0	20	20	20	20
应收帐款	205	230	0	0	0
应收票据	2	1	153467	7359	159598
其他应收款	36	30	39	33	42
存货	3864	3946	3939	4295	4240
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	576	580	585	589	593
固定资产	7664	7395	7320	7204	6957
无形资产	1002	1017	995	980	975
总负债	6454	7423	7572	7607	7803
无息负债	5724	6435	6602	6637	6833
有息负债	730	988	970	970	970
股东权益	14777	15724	17100	18656	20338
股本	2819	2819	2819	2819	2819
公积金	4374	4374	4374	4374	4374
未分配利润	4341	5055	2475	-370	-3385
少数股东权益	932	1105	1492	1916	2366

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1408	2549	2673	2172	2802
净利润	855	1324	1911	2092	2217
折旧摊销	699	663	617	656	691
净营运资金增加	-164	-618	-371	305	-221
其他	18	1179	515	-881	115
投资活动产生现金流	-916	-2861	-439	-465	-393
净资本支出	533	962	-162	-182	-294
长期投资变化	0	0	-4	-4	-4
其他资产变化	-383	-1898	-605	-652	-691
融资活动现金流	-164	-290	-347	-277	-217
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	25	969	149	35	196
无息负债变化	-189	711	167	35	196
净现金流	328	-602	1886	1430	2192

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.7	3.2	4.6	4.8	3.8
净利润增长率	55.7	54.9	44.4	9.5	6.0
EBITDA 增长率	24.5	32.1	30.3	7.6	4.5
EBIT 增长率	61.6	62.4	48.1	8.0	4.2
估值指标					
PE	69.0	52.6	22.5	20.5	19.4
PB	1.7	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	18.4	14.0	10.2	9.1	8.2
EV/EBIT	33.5	20.8	13.3	11.8	10.6
EV/NOPLAT	40.7	24.6	15.8	14.0	12.6
EV/Sales	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/IC	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3
盈利能力 (%)					
毛利率	37.6	40.7	42.8	43.0	43.1
EBITDA 率	10.9	14.0	17.4	17.9	18.0
EBIT 率	6.0	9.5	13.4	13.8	13.9
税前净利润率	7.2	11.0	14.8	15.5	15.9
税后净利润率 (归属母公司)	3.7	6.1	8.4	8.7	8.9
ROA	4.0	5.7	7.7	8.0	7.9
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.8	8.4	11.2	11.2	10.9
经营性 ROIC	10.6	20.1	35.4	40.7	53.7
偿债能力					
流动比率	1.8	1.7	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.5	1.7
归属母公司权益/有息债务	19.0	14.8	16.1	17.3	18.5
有形资产/有息债务	26.3	19.5	21.5	23.3	25.2
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.37	0.54	0.59	0.63
每股红利	0.10	0.19	0.19	0.19	0.19
每股经营现金流	0.51	0.84	0.95	0.77	0.99
每股自由现金流(FCFF)	0.64	0.87	1.02	0.85	1.12
每股净资产	4.91	5.19	5.54	5.94	6.38
每股销售收入	5.04	5.20	5.44	5.71	5.92

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>

