

## 结构升级降本提效，老牌燕京重振旗鼓

### 核心观点

- **战略单品逐渐成型，高端升级目标清晰。**燕京啤酒扎根于北京，当前形成以燕京为主品牌，漓泉、惠泉、雪鹿为三大子品牌的“1+3”战略。基于主要品牌的地理位置，公司当前拥有北京、广西、内蒙古三大核心市场。公司于2020年正式推出中高档单品U8，该产品销量迅速提升至2022年约40万吨，引领公司业绩改善；2021年，公司实现营收119.6亿（yoy+9.4%），实现归母净利润2.3亿（yoy+15.8%）。此外，U8放量推升中高档产品占比，公司毛利率同时受益，2022年前三季度同比提升0.6pct。
- **啤酒消费升级方兴未艾，提价控费格局徐图改善。**国内啤酒行业整体进入成熟期，考虑到人均销量较高、人口老龄化等因素，预计行业产销量趋于稳定，吨价成为行业增长的核心动力。国内啤酒消费结构偏低端，以2021年为例，欧美日等啤酒吨价是中国市场的1.3倍至2.6倍；随着国内经济持续发展、人均GDP及收入的稳步提升，国内啤酒吨价仍有较大提升空间。龙头厂商形成区域割据的竞争格局，基地市场成为利润池。在成本压力下，关厂去产、控制费用成为行业共识。23年，预计进口大麦价格保持双位数增长，玻璃、铝锭价格呈现前高后低走势，啤酒成本压力也出现前高后低的趋势。当前线下餐饮场景逐渐复苏，啤酒消费有望迎来向上拐点。
- **结构升级趋势明显，降本增效空间可观。**U8凭借优良工艺、开瓶设计、创新营销，以及公司的品牌力和渠道基础，在北京市场中脱颖而出，在8元价位带处于领先地位。当前U8仍有较大铺货空间，预计产品放量将持续推动公司啤酒业务吨价上移。此外，我们预计漓泉1998将受益于疫情影响减弱、广西天气恢复正常，业绩增速有望迎来向上拐点。公司近期推出V10白啤、U8 Plus、鲜啤2022等产品，进一步加速结构升级。成本端，公司21年关闭5个酒厂、分流1800余人提高产能利用率、降低折旧摊销比率和用人成本。公司积极推动子公司扭亏，实际税率存在下降空间。假设公司实际税率降至30%，销售+管理职工薪酬占比、折旧摊销占比分别降至12.0%、1.0%，公司净利率有2.2pct的提升空间，较为可观。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司22-24年每股收益分别为0.13、0.19、0.29元。长周期来看公司啤酒业务向好，现金流充沛，我们采用FCFF估值法，得到公司权益价值为454亿元，对应目标价16.09元，首次给予买入评级。

**风险提示：**U8放量不及预期、降本增效不及预期、相关费用超预期、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,928	11,961	12,962	14,269	15,740
同比增长(%)	-4.7%	9.4%	8.4%	10.1%	10.3%
营业利润(百万元)	477	435	665	894	1,377
同比增长(%)	13.4%	-8.9%	53.0%	34.1%	50.9%
归属母公司净利润(百万元)	197	228	360	501	794
同比增长(%)	-14.3%	15.8%	57.8%	39.0%	55.1%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.13	0.19	0.29
毛利率(%)	39.2%	38.4%	39.8%	40.5%	42.6%
净利率(%)	1.8%	1.9%	2.8%	3.5%	5.0%
净资产收益率(%)	1.5%	1.7%	2.7%	3.8%	5.7%
市盈率	199.6	172.3	104.0	74.8	48.2
市净率	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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

投资评级	买入（首次）
股价（2023年04月04日）	13.95元
目标价格	16.09元
52周最高价/最低价	14.33/6.21元
总股本/流通A股（万股）	281,854/250,956
A股市值（百万元）	39,319
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023年04月05日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.95	4.26	34.53	90.39
相对表现	1.36	4.92	29.13	94.44
沪深300	2.59	-0.66	5.4	-4.05



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

## 目录

一、战略单品逐渐成型，高端升级目标清晰 .....	6
1.1 四十年品牌积淀，燕京加速改革转型 .....	6
1.2 高端化战略清晰，大单品助力经营改善 .....	8
二、啤酒消费升级方兴未艾，提价控费格局徐图改善 .....	10
2.1 啤酒产销量趋于稳定，吨价提升奏响升级之歌 .....	10
2.2 龙头企业占据优势区域，寡头垄断格局逐步形成 .....	13
2.3 原材料成本压力逐步降低，核心基地市场提价顺畅 .....	15
2.4 疫后消费场景修复，啤酒消费重振旗鼓 .....	18
三、结构升级趋势明显，降本增效空间可观 .....	18
3.1 U8 定位精准打开市场，产品价格中枢持续上移 .....	18
3.2 降本提效空间可观，管理变动彰显改革决心 .....	24
四、盈利预测与投资建议 .....	28
4.1 盈利预测 .....	28
4.2 投资建议 .....	29
五、风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 燕京啤酒发展历史 .....	6
图 2: 燕京啤酒股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日) .....	6
图 3: 燕京啤酒全国扩张路径 .....	7
图 4: 燕京啤酒销量口径市场占有率测算 .....	9
图 5: 燕京啤酒产量变化 (万千升) .....	9
图 6: 燕京啤酒营业收入及增速 .....	9
图 7: 燕京啤酒归母净利润及增速 .....	9
图 8: 燕京啤酒中高档、普通档啤酒收入占比 .....	9
图 9: 燕京啤酒毛利率同比变化 .....	9
图 10: 规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分 .....	10
图 11: 国内不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速 .....	10
图 12: 2005-2021 年青岛啤酒量价增速拆分 .....	11
图 13: 2005-2021 年燕京啤酒量价增速拆分 .....	11
图 14: 2005-2021 年重庆啤酒量价增速拆分 .....	11
图 15: 2007-2021 年华润啤酒量价增速拆分 .....	11
图 16: 规模以上啤酒企业产量及增速 .....	12
图 17: 规模以上啤酒企业利润总额增速及盈利能力 .....	12
图 18: 规模以上啤酒企业月度产量及增速 .....	12
图 19: 啤酒平均产量的月度分布 (2018-2022 年) .....	12
图 20: 2005-2021 年各国啤酒零售吨价 (万元/吨) .....	13
图 21: 2021 年各国啤酒零售吨价及增速 (万元/吨) .....	13
图 22: 2021 年各国拉格啤酒消费结构 (口径: 销量) .....	13
图 23: 国内主要啤酒公司销量口径市占率测算 (内环为 2013 年、外环为 2021 年) .....	14
图 24: 2019 年国内各省份啤酒市场竞争类型 .....	14
图 25: 大麦进口均价走势 .....	15
图 26: 玻璃价格走势 .....	15
图 27: 铝锭价格走势 .....	16
图 28: 瓦楞纸价格走势 .....	16
图 29: 啤酒板块半年度毛销差趋势 .....	17
图 30: 国内主要啤酒厂商毛销差趋势 .....	17
图 31: 啤酒板块净利率及同比增减 .....	18
图 32: 16 至 21 年啤酒板块净利率增加贡献拆分 .....	18
图 33: 部分一线城市地铁客运量(万人次) .....	18
图 34: 部分一线城市拥堵延时指数 .....	18

图 35: 燕京啤酒分品牌和价位产品体系一览 (元/瓶) .....	19
图 36: 燕京 U8 产品图片 .....	19
图 37: 燕京啤酒代言人蔡徐坤 .....	19
图 38: 2022 年燕京 U8 全渠道利润率情况 .....	20
图 39: 燕京 U8 预测销量及同比增速 .....	20
图 40: 燕京啤酒华北地区营收、成本 (亿元) 及毛利率变化 .....	21
图 41: 啤酒公司毛利率同比增幅 (pct) 对比 .....	21
图 42: 公司传统渠道收入及同比增速 .....	21
图 43: 公司电商渠道收入及同比增速 .....	21
图 44: 漓泉啤酒营业收入及增速 .....	22
图 45: 漓泉啤酒净利润及增速 .....	22
图 46: 漓泉 1998 销量 .....	22
图 47: 公司综合毛利率及分地区毛利率 .....	22
图 48: 2022 年 1-10 月广西新冠确诊病例 (例) .....	23
图 49: 雪鹿啤酒营业收入及增速 .....	23
图 50: 雪鹿啤酒净利润及增速 .....	23
图 51: 2021 年以来公司推出新品一览 .....	23
图 52: 公司新品终端定价 .....	24
图 53: 2021 年主要啤酒公司吨价对比 .....	24
图 54: 2021 年主要啤酒公司毛利率对比 .....	24
图 55: 2021 年主要啤酒公司产能利用率对比 .....	25
图 56: 燕京啤酒工厂数量分布 .....	25
图 57: 2021 年主要啤酒公司折旧摊销占营收比重对比 .....	25
图 58: 2021 年主要啤酒公司固定资产周转率对比 .....	25
图 59: 头部啤酒公司所得税/利润总额比率对比 .....	25
图 60: 燕京啤酒所得税/利润总额比率变化 .....	25
图 61: 19-21 年燕京啤酒各部门人员变化 (人) .....	26
图 62: 2021 年啤酒公司人工成本 (销售+管理) 占营收比重 .....	26
图 63: 燕京啤酒人均创收 .....	26
图 64: 燕京啤酒人均薪酬 .....	26
表 1: 燕京啤酒并购历史 .....	7
表 2: 燕京啤酒产品矩阵 .....	8
表 3: 各省市啤酒市场竞争类型划分与优势品牌总结 .....	14
表 4: 近年来主要啤酒厂商提价事件汇总 .....	16
表 5: 2023 年春节燕京啤酒主要营销事件 .....	20
表 6: 8 元价位带主流啤酒产品对比 .....	20

表 7: 耿超董事长上任以来主要措施 .....	27
表 8: 燕京啤酒新任领导班子简介 .....	27
表 9: 燕京啤酒降本增效空间和对应净利率测算 .....	28
表 10: 公司 WACC 计算主要参数设定 .....	29
表 11: 股权价值计算结果 .....	30
表 12: FCFF 目标价敏感性分析表 .....	30

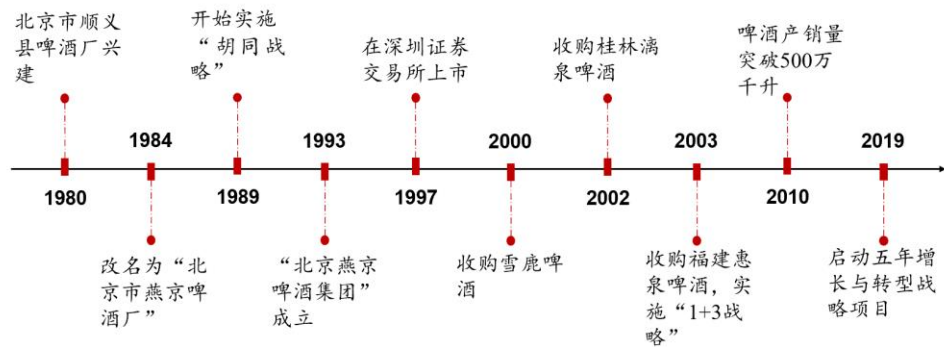
## 一、战略单品逐渐成型，高端升级目标清晰

### 1.1 四十年品牌积淀，燕京加速改革转型

**扎根北京历史悠久，结构升级改革加速。**燕京啤酒源于 1980 年兴建的北京市顺义县啤酒厂，1989 年，燕京啤酒实施“胡同战略”提升北京市场知名度，规模大幅增长，并于 1997 年在深圳证券交易所上市。此后，燕京啤酒于 1999 年迈出了由地方性集团向全国性集团转换的步伐，通过成立分公司、合资公司，收购酒厂等方式实现全国扩张，成功打造北京、广西、内蒙古三大核心市场。

经历 2014 起啤酒行业的激烈竞争，燕京啤酒于 2019 年启动五年增长与转型战略项目，瞄准产业升级趋势，推出中高端单品燕京 U8，有望成为公司增长主要动力，同时积极营销，加快公司转型。2022 年，耿超董事长上任，公司改革持续发力。

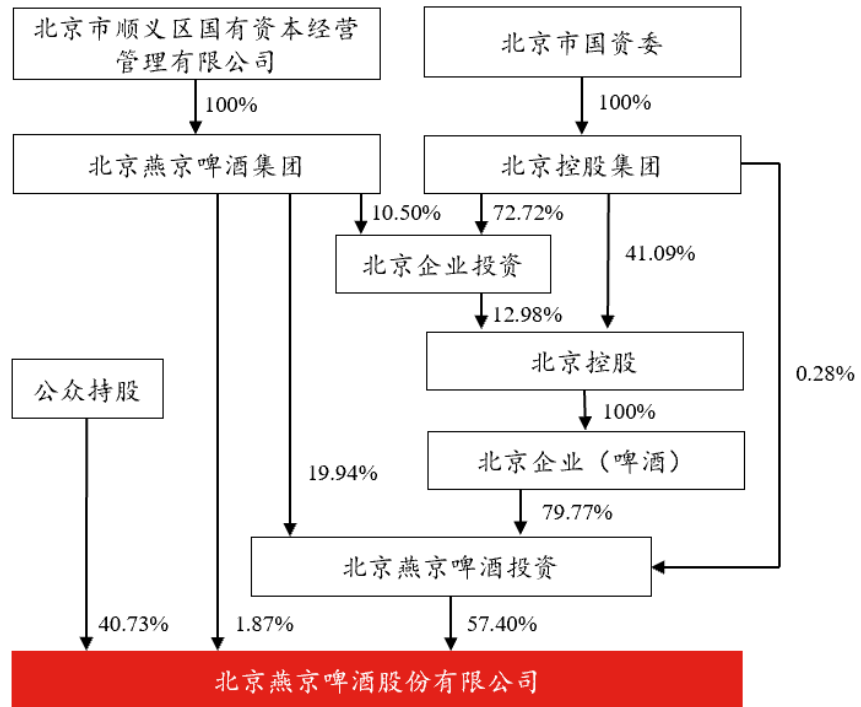
图 1：燕京啤酒发展历史



数据来源：公司官网、东方证券研究所

**背靠国企，股权集中。**从股权结构看，北京燕京啤酒投资有限公司持有公司 57.40%的股权，为第一大股东；公司的最终控制方为北京控股有限公司，北京市国资委持有北京控股有限公司 59.27%的股权。除控股股东外，公司股东多为机构投资者，股权较为集中。

图 2：燕京啤酒股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

**并购开展全国化布局，子公司1+3战略形成。**1999年起，燕京啤酒顺应中国啤酒行业跑马圈地、并购提升产能趋势，陆续并购12家啤酒企业，以此拓展全国市场。

图 3：燕京啤酒全国扩张路径



数据来源：东方证券研究所绘制（注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。）

2010年，公司在广东、新疆、四川、山西等市场实现快速增长，全国布局取得重大成果。截至2022年6月，燕京啤酒共有54家控股或参控股子公司，基于燕京漓泉、燕京惠泉、燕京雪鹿三家控股子公司形成“1+3”战略。

表 1：燕京啤酒并购历史

年份	被收购企业	企业所在地	21年子公司营收（亿元）	21年子公司净利润（亿元）
1999	吉安啤酒	江西		
1999	湖南湘啤	湖南		

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



2000	雪鹿啤酒	内蒙古	5.26	0.44
2002	漓泉啤酒	广西	39.91	5.46
2002	惠源啤酒	福建		
2003	仙都啤酒	浙江		
2003	惠泉啤酒	福建	5.82	0.31
2004	金谷啤酒	内蒙古		
2007	通辽啤酒	内蒙古		
2008	塞北星啤酒	内蒙古		
2010	金川啤酒	内蒙古		
2010	月山啤酒	河南		
2011	天牛啤酒	河北		

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

## 1.2 高端化战略清晰，大单品助力经营改善

**产品矩阵完善，品牌战略清晰。**燕京啤酒的产品矩阵丰富，2019年，公司提出五年增长与转型战略，逐步推出燕京 U8 等中高端产品，进一步扩展覆盖价位带，形成了“以清爽酒为基础、以中档酒为主突破、以高档酒提升品牌价值”的战略。公司目前的产品矩阵主要包括：1) 超高端产品漓泉全生态、皮尔森、燕京八景等；2) 中高端产品燕京 V10 白啤、燕京 U8、漓泉 1998、惠泉鲜啤等；3) 中低端产品燕京鲜啤 2022、燕京清爽、惠泉一麦、惠泉纯生啤酒等。不断丰富产品结构，满足消费者多元化需求，同时顺应年轻化趋势，品牌影响力逐步增强。

表 2：燕京啤酒产品矩阵

系列	燕京系列								
名称	S12 皮尔森	燕京八景	燕京 U8 plus	燕京 V10 白啤	燕京 U8	燕京纯生	鲜啤 2022	燕京鲜啤	燕京清爽
定位	超高端	超高端	中高端	中高端	中高端	中高端	中低端	中低端	中低端
价格(元)	12	12	10	10	8	7	5	4	3
规格	426ml	330ml	500ml	426ml	500ml	500ml	500ml	330ml	330ml
图片									
系列	雪鹿系列	漓泉系列			惠泉系列				
名称	燕京无醇	雪鹿	漓泉全生态	漓泉 1998	漓泉纯生	惠泉鲜啤	惠泉欧骑士	惠泉纯生	惠泉一麦
定位	中低端	中低端	超高端	中高端	中低端	中高端	中高端	中低端	中低端
价格(元)	3	5	12	8	4	9	7	5	5
规格	330ml	500ml	500ml	500ml	330ml	206ml	500ml	330ml	500ml
图片									

数据来源：公司官网、东方证券研究所

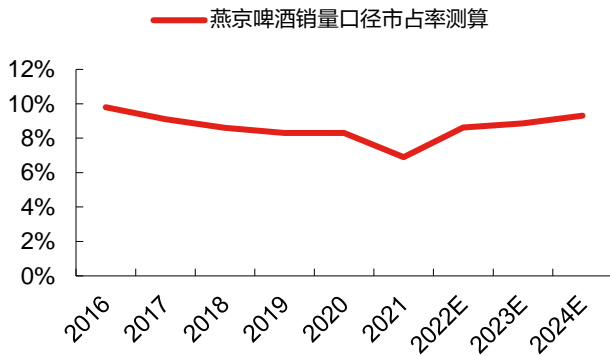
**中高端新品频出，加速结构升级。**瞄准中高端，漓泉 1998 在广西市场取得成效后，燕京啤酒基于漓泉经验推出中高端产品燕京 U8，顺应消费升级趋势，重点开拓中高端市场。后又推出 V10 精酿白啤，完善高端价位带产品布局。2022 年，企业推出了燕京鲜啤 2022（用以承接老鲜啤产品升级）、U8plus、Super12 皮尔森等新品，企业高端化更进一步。

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



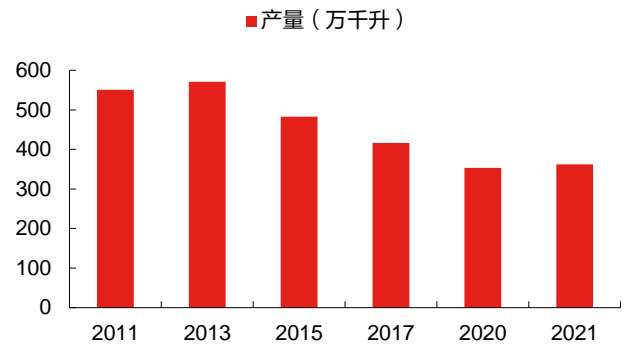
**U8 快速起量，助推经营改善。**公司销量于 2013 年达到高点，其后经历激烈的市场竞争，燕京啤酒的市场份额呈下降趋势。2020 年，公司推出中高端产品 U8，U8 快速放量带动公司啤酒销量于 21 年回升，预计也将引领公司市占率有一定回升。

图 4：燕京啤酒销量口径市场占有率测算



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所测算

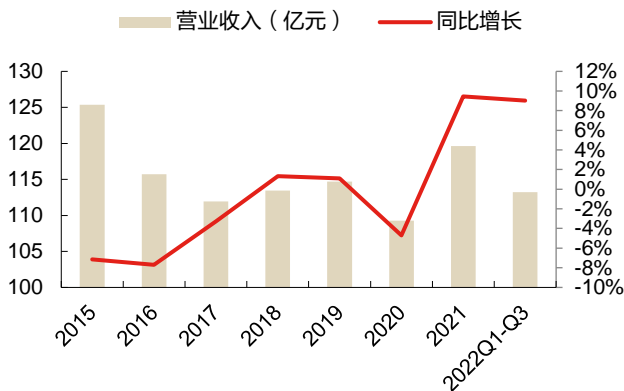
图 5：燕京啤酒产量变化（万千升）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

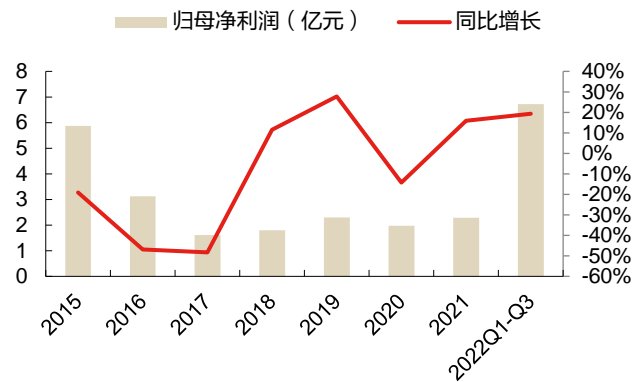
营收端，受疫情封控等因素影响，20 年燕京啤酒营业收入下降，随着燕京 U8 等产品良好的销量，21 年及 22 年前三季度营收复苏，同比增速在 9% 左右。利润端，高档产品对产品结构升级的效果显著，21 年及 22 年前三季度归母净利润同比增速分别达到 15.8% 和 19.4%，随着 U8 放量及产品结构持续升级，燕京啤酒经营状况有望进一步改善。

图 6：燕京啤酒营业收入及增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 7：燕京啤酒归母净利润及增速

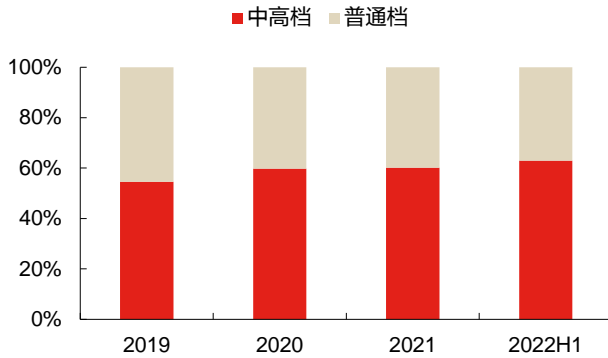


数据来源：Wind、东方证券研究所

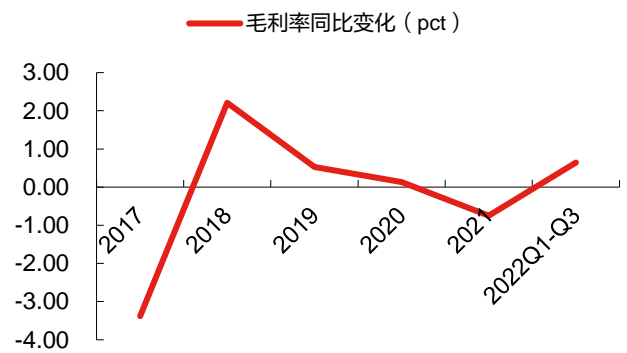
U8 等产品起量推升中高档啤酒收入占比；2019-2022H1，公司中高档啤酒收入占比从 55% 提升至 63%。公司毛利率同步受益，2022 年前三季度毛利率为 43.0%，同比增长 0.64pct。

图 8：燕京啤酒中高档、普通档啤酒收入占比

图 9：燕京啤酒毛利率同比变化



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：Wind、东方证券研究所

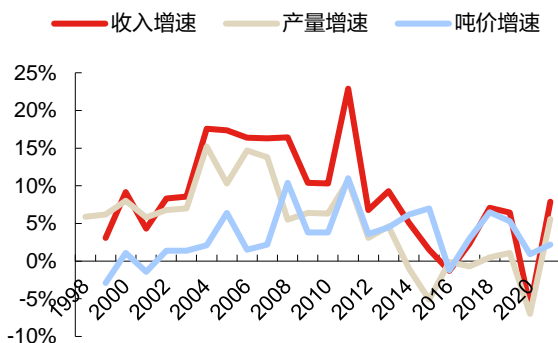
## 二、啤酒消费升级方兴未艾，提价控费格局徐图改善

### 2.1 啤酒产销量趋于稳定，吨价提升奏响升级之歌

#### ● 行业价升趋势明显，头部企业引领升级

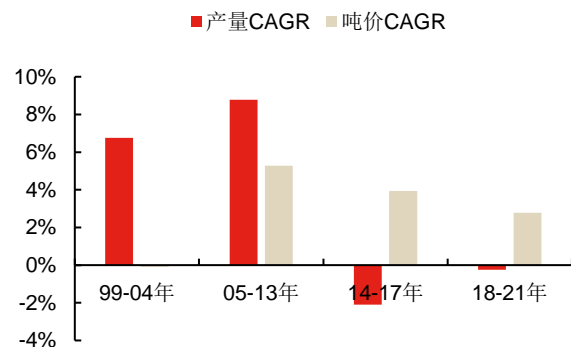
我国啤酒行业整体呈量稳价增趋势。回顾历史，国内啤酒发展按量价拆分，大致可以分为以下几个阶段：1) 99年至04年，国内啤酒以量增为主，以华润雪花为代表的啤酒厂商在全国收购兼并地方酒厂，扩大经营规模，此阶段规模以上企业的产量和吨价 CAGR 分别为 6.8%和-0.1%。2) 05年至13年，国内啤酒公司以提升销量和市占率为主要策略，同时伴随一定的产品提价和结构升级，量价齐升，产量增速高于吨价增速，CAGR 分别为 8.8%和 5.3%。3) 14-17年，13年左右国内啤酒产销量达到顶峰，之后行业增长的驱动力发生切换，价格提升的趋势明显；此阶段销量下滑，吨价提升，CAGR 分别为-2.1%和 3.9%。4) 18年至今，产销量趋于稳定，提价趋势进一步明确，行业集体性提价进一步带动营收及利润改善，啤酒行业迎来基本面拐点；18年至21年，销量和吨价 CAGR 分别为-0.2%和 2.8%。

图 10：规模以上啤酒企业收入增速的量价拆分



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 11：国内不同阶段啤酒行业产量和吨价复合增速

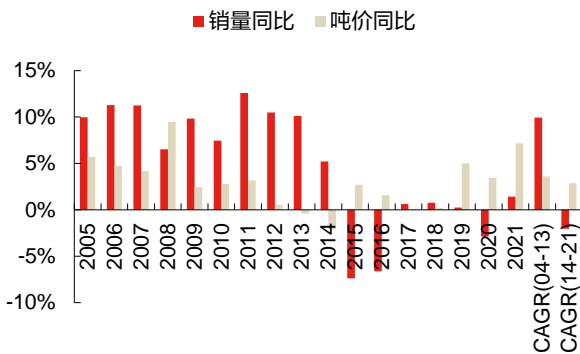


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

主要啤酒公司呈现相同发展趋势。在2013年前的十年间，国内啤酒公司的主要竞争策略以提升销量和市占率为导向，主要玩家呈现出销量增速明显高于吨价增速趋势：04年至13年间，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒的销量 CAGR 分别达到 9.9%、9.0%和 7.5%，吨价 CAGR 分别为 3.6%、3.1%和 3.5%；06年至13年间，华润啤酒销量 CAGR 达到 12%，吨价 CAGR 则为 7.9%。

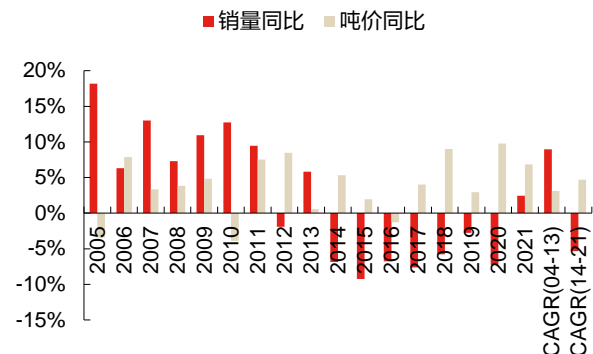
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 12：2005-2021 年青岛啤酒量价增速拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所

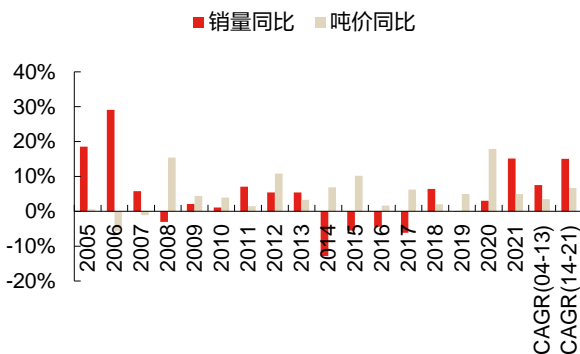
图 13：2005-2021 年燕京啤酒量价增速拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所

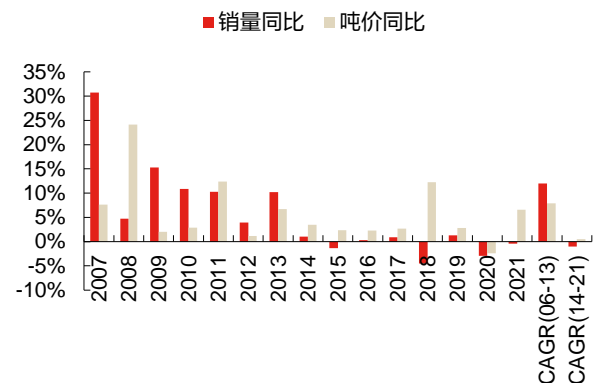
14 至 17 年间，价格提升的趋势在主要公司中体现明显，销量下滑，吨价稳步提升；18 年后趋势进一步明确，啤酒行业迎来基本面拐点。14 至 21 年间，青岛啤酒、燕京啤酒和华润啤酒的销量 CAGR 分别为-2.0%、-5.4%、和-1.0%，吨价 CAGR 却分别达到 2.9%、4.7%和 0.5%。

图 14：2005-2021 年重庆啤酒量价增速拆分



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：2021 年重庆啤酒销量快速增长主要因 2020 年完成重大资产重组）

图 15：2007-2021 年华润啤酒量价增速拆分



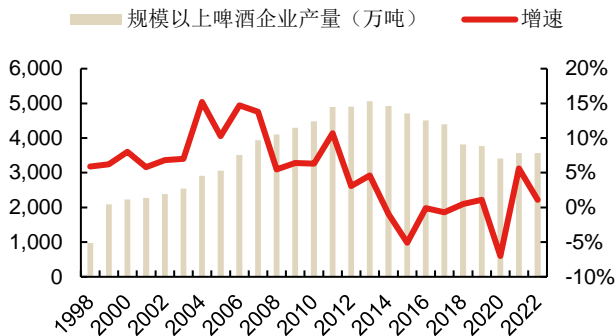
数据来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 啤酒产销趋于稳定，疫情好转助推盈利提升

国内啤酒产量自 2013 年达到高点之后，整体延续下滑趋势。2020 年，受疫情冲击，国内规模以上啤酒企业产量 3,411 万吨，同比下滑 7.0%；2021 年，规模以上啤酒企业产量同比增长 5.6%（两年复合增速为-2.7%）。考虑到：1）我国人均啤酒消费量已较高，未来增量空间较小，预调酒等品类替代性加强；2）人口老龄化加剧，啤酒主力消费人群占比下降等因素的影响，预期未来我国啤酒产销量将趋于小幅下滑或保持稳定的趋势。

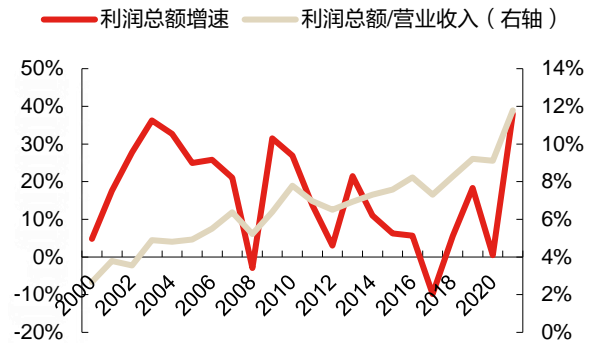
啤酒板块盈利改善明显，21 年规模以上啤酒企业利润总额同比增长 38%（两年复合增速为 17.7%），利润总额占营业收入比重达到 12%，同比提升约 3pct。

图 16：规模以上啤酒企业产量及增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

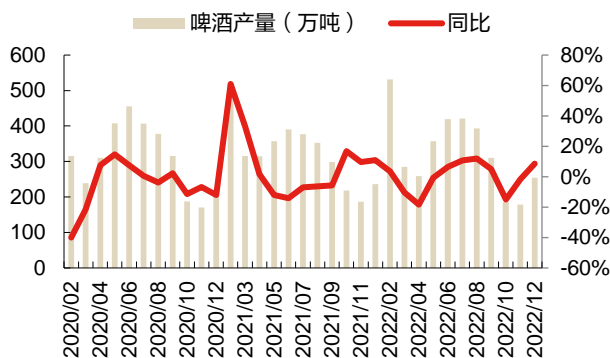
图 17：规模以上啤酒企业利润总额增速及盈利能力



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

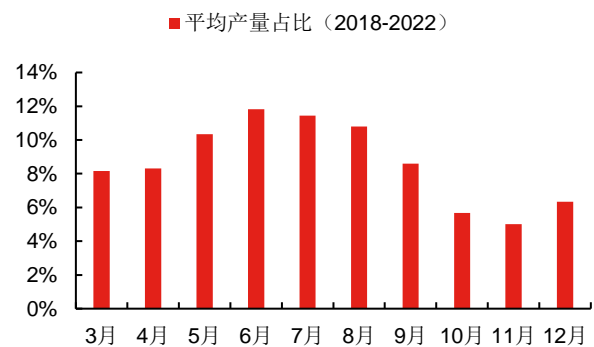
22 年啤酒行业产量同比增长 1.1%至 3,568.7 万吨。边际上，啤酒月度产量在上半年因疫情因素有所下滑后，下半年快速恢复，6-12 月国内啤酒产量累计同比增长 5.0%。预计随着疫情好转，消费场景恢复，带动啤酒产量出现小幅回升态势。

图 18：规模以上啤酒企业月度产量及增速



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 19：啤酒平均产量的月度分布（2018-2022 年）

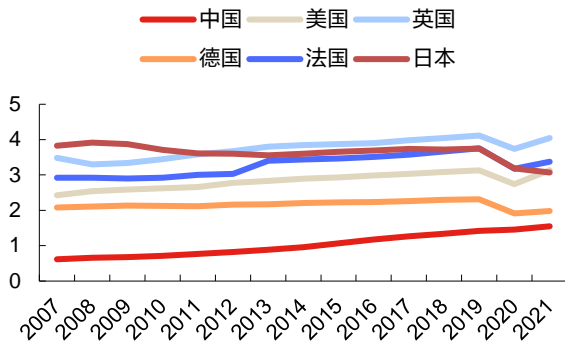


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

### ● 对标海外升级空间足，价格提振仍在途中

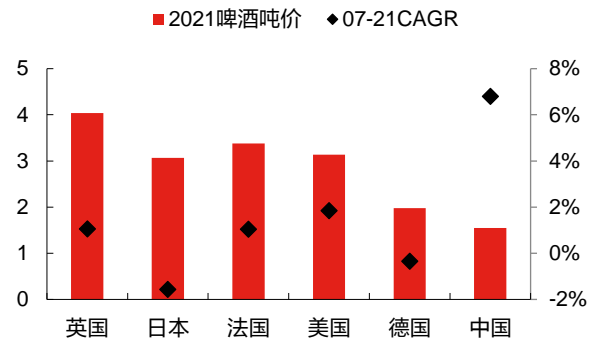
**对标海外市场，我国啤酒吨价偏低、价格提升仍有较大空间。**从近年啤酒终端零售价看，以欧美日韩为代表的海外市场吨价整体呈现缓慢提升趋势（除 20 年受到疫情冲击影响），中国啤酒的零售吨价仍处于上升期，07 年至 21 年，国内市场啤酒单价年均增长 6.8%。横向对比，21 年我国啤酒零售吨价为 1.55 万元/吨，同时期欧美日等市场的吨价在 2.0 万元/吨至 4.0 万元/吨之间，是中国市场的 1.3 倍至 2.6 倍。我们认为随着国内经济持续发展、人均 GDP 及人均收入的稳步提升，国内啤酒吨价仍有较大提升空间。

图 20：2005-2021 年各国啤酒零售吨价（万元/吨）



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

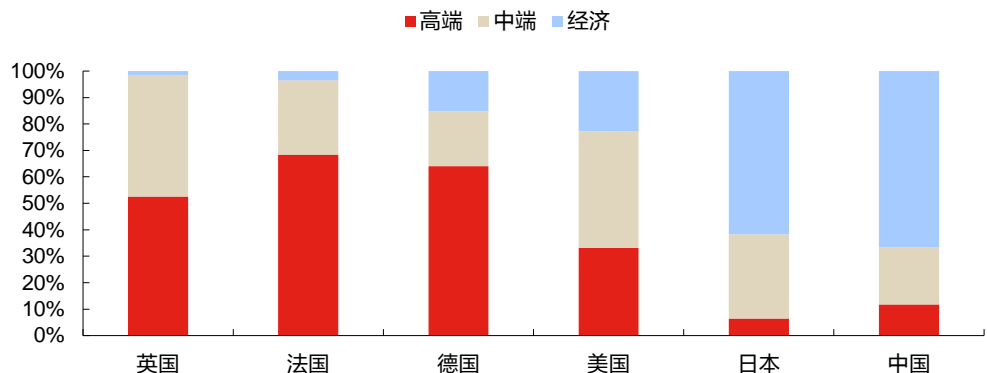
图 21：2021 年各国啤酒零售吨价及增速（万元/吨）



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

**国内啤酒消费结构仍偏低端，未来产品结构升级空间较大。**从占啤酒总销量约 90%的拉格啤酒的消费结构来看，2021 年中国高端拉格、中端拉格以及经济拉格的占比分别为 12%、21%和 67%，同时期欧美日等海外市场高、中、低端拉格啤酒的平均占比为 45%、34%和 21%。目前国内啤酒消费结构高端化逐步推进，吨价提升仍在途中；国内啤酒厂商不断推进高端化战略，丰富中高端产品矩阵，推动结构升级。

图 22：2021 年各国拉格啤酒消费结构（口径：销量）



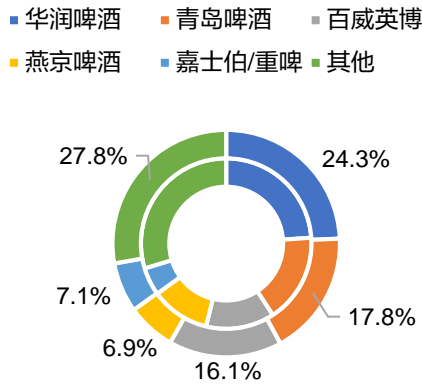
数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

## 2.2 龙头企业占据优势区域，寡头垄断格局逐步形成

### ● 区域集中度提高，赋予龙头定价权

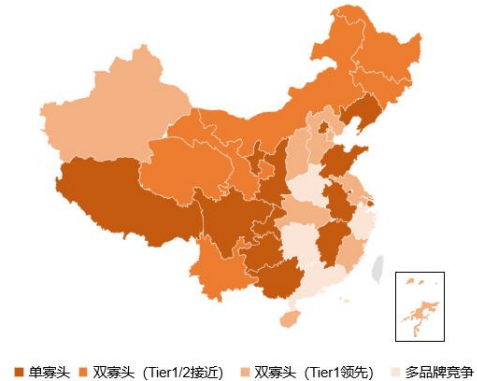
**行业集中度逐年上升，龙头厂商形成寡头垄断格局。**在龙头兼并整合以及小企业逐步出清的趋势下，啤酒行业集中度显著提高。从全国消费量口径来看，啤酒行业 CR5 从 2013 年的 70.3%提升至 2021 年的 72.2%，形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯五大厂商寡头垄断的竞争格局。**各省市竞争格局分化，优势企业占山为王，享受高定价权。**出于对经济效益的考量，啤酒的运输半径往往在 300km 以内，区域割据现象明显。全国范围内前五大啤酒厂商的市场份额彼此较为胶着，但由于啤酒市场区域性明显，各省市内部集中度往往较高。根据各省市内部市占率的情况，省市内竞争格局可以分为单寡头、双寡头（Tier1 领先）、双寡头（Tier1/2 接近）和多品牌竞争四种类型。

图 23：国内主要啤酒公司销量口径市占率测算（内环为 2013 年、外环为 2021 年）



数据来源：GlobalData、公司公告、欧睿国际、东方证券研究所

图 24：2019 年国内各省份啤酒市场竞争类型



数据来源：中国国际啤酒网、上海糖酒会、东方证券研究所（注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。）

**单寡头和双寡头（Tier1 领先）类型是国内品牌行业主要市场类型。**根据划分标准，单寡头市场主要包括重庆、山东等 13 个省市，2019 年啤酒产量占全国 42.7%；双寡头（Tier1 领先）类型的市场主要包括福建等 8 个省市，2019 年产量占比 19.9%。我们认为在单寡头和双寡头（Tier1 领先）类型市场中，龙头公司竞争优势明显、享有较高的定价权，其余玩家普遍采取跟随策略。主要因为后部厂商若不提价，所能抢占的市场份额也非常有限，且可能遭到龙头企业的报复性行为。

双寡头（Tier1/2 接近）以及多品牌竞争的市场 2019 年产量合占比 37.4%，这两类市场未来发展趋势中价格战并非唯一选择：1）这两类市场逐渐演化，龙头品牌市场份额提升后，逐步掌握定价权；2）在消费升级趋势下，各厂商通过产品结构升级以满足多元化需求，从而提升产品吨价。

### ● 龙头区域割据占山为王，格局向好带动盈利改善

**主要啤酒厂商各自占据优势市场，基地市场格局稳固成为利润池。**从各品牌的优势市场看，华润啤酒市占率领先的区域主要包括四川、安徽、辽宁等地。青岛啤酒的优势区在山东、陕西及沿黄河流域。百威英博优势区在湖北、江西及福建等地，其中江西的市占率在 75% 以上。燕京啤酒的优势区包括北京、内蒙古以及广西等。嘉士伯（重啤）主要在重庆、宁夏、云南、西藏及新疆等地区市占率领先，其中重庆、宁夏的市占率在 75% 以上。

**强势地区具备提价基础，未来盈利空间可观。**目前国内已有超过 20 个省区形成了龙头品牌厂商一家独大、显著领先的竞争格局，地区垄断能够为龙头厂商带来强议价能力、低费率以及可观的盈利空间，形成整体提价的坚实基础。随着市场竞争格局进一步优化，龙头厂商盈利有望持续改善。

表 3：各省市啤酒市场竞争类型划分与优势品牌总结

市场类型	划分标准	领先的厂商	省市	2019 年区域产量合计 (万千升)	占全国产量比重
单寡头	CR1 市占率 65% 以上	华润啤酒	四川、安徽、辽宁、贵州	626.2	16.6%
		青岛啤酒	山东、陕西、上海	599.3	15.9%
		百威英博	江西	71.3	1.9%
		燕京啤酒	北京、广西	209.2	5.6%
		嘉士伯	重庆、宁夏、西藏	101.5	2.7%
双寡头	CR2 市占率合计	华润啤酒	江苏、天津	208.3	5.5%

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



(Tier1 领先)	65%以上, Tier1 领先 Tier2 在 15%以上	青岛啤酒	山西、河北、海南	200.8	5.3%
		百威英博	福建、湖北	286.3	7.6%
		嘉士伯	新疆	53.0	1.4%
双寡头 (Tier1/2 接近)	CR2 市占率合计 65%以上, Tier1 领先 Tier2 在 15%以内	燕京啤酒、华润啤酒	内蒙古	64.3	1.7%
		青岛啤酒、华润啤酒	甘肃	41.9	1.1%
		嘉士伯、燕京啤酒	云南	81.6	2.2%
		华润啤酒、燕京啤酒	黑龙江	201.6	5.4%
		华润啤酒、黄河啤酒	青海	2.2	0.1%
		华润啤酒、百威英博	吉林	90.6	2.4%
多品牌竞争	CR1 市占率 40%以下, CR2 市占率 65%以下	燕京啤酒、华润啤酒、青岛啤酒	湖南	62.3	1.7%
		青岛啤酒、华润啤酒、珠江啤酒	广东	384.9	10.2%
		金星啤酒、百威英博、华润啤酒	河南	253.2	6.7%

数据来源：中商产业研究中心、国家统计局、东方证券研究所

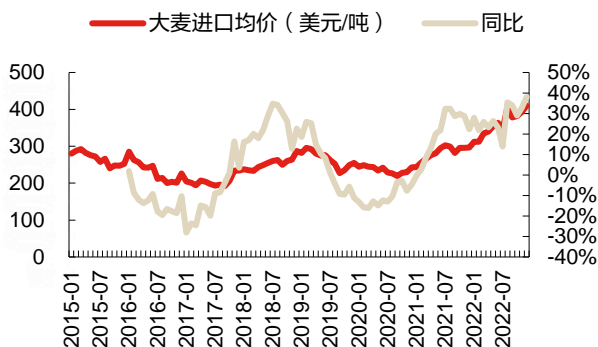
## 2.3 原材料成本压力逐步降低，核心基地市场提价顺畅

### ● 啤酒主要原材料延续上行趋势，但同比增速放缓

**进口大麦：**受中国对澳大利亚大麦征收大额关税的影响，国内厂商转向进口法国等国家的大麦，大麦进口均价上行明显，22 年全年平均涨幅在 28%左右。23 年，预计俄乌冲突将导致大麦供给持续受到影响，我们预计进口大麦价格将维持双位数增长。

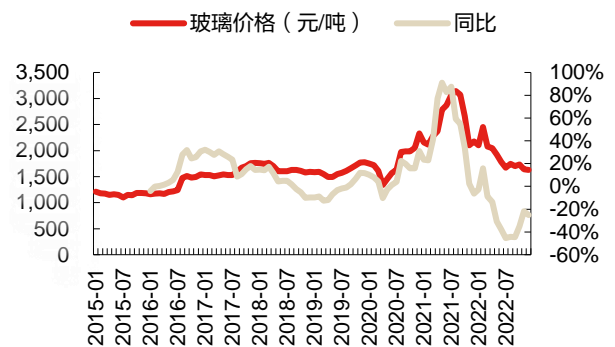
**玻璃：**22 年以来玻璃价格有所下行，22 年全年平均跌幅在 25%左右。展望 23 年，成本端，目前主要原材料纯碱价格处于高位，支撑玻璃价格；需求端，房企信贷融资、债券融资以及股权融资“三支箭”推动保交楼落实，预计将提振玻璃需求；供给端，库存和亏损压力下，部分企业继续减产，推进库存去化，2023 年供应端预计前紧后松。综合，预计 2023 年玻璃将呈现前高后低的价格走势。

图 25：大麦进口均价走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 26：玻璃价格走势



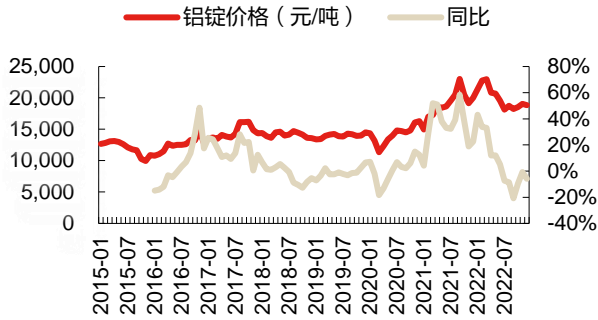
数据来源：Wind、东方证券研究所

**铝锭：**铝锭价格在 21 年大幅上涨后，22 年上半年价格涨幅持续收窄，22 年下半年以来价格持续下跌回调，6-12 月月均跌幅为 7%。展望 2023H1，欧洲能源价格高企，预计将拖累海外电解铝复产节奏；此外，主产地之一云南遭遇枯水季，限制水力发电，预计电解铝将减产。综合，2023H1 电解铝处于供需紧平衡状态，预计铝锭价格保持较高位，2023H2 有望回落。



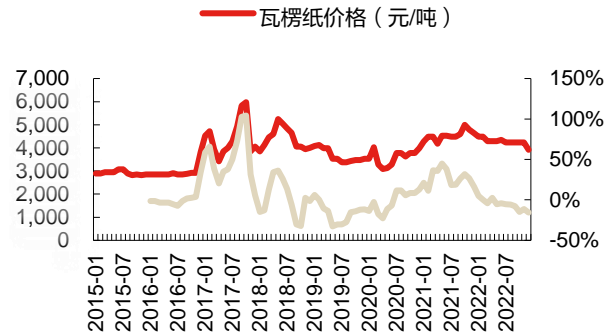
**瓦楞纸：**瓦楞纸价格自 2021 年底以来有所回调，22 年初同比涨幅大幅收窄，22 年 5 月以来价格持续回调，5-12 月月均跌幅为 9%。展望 23 年，瓦楞纸产能持续释放，而消费仍处于筑底阶段；预计全年瓦楞纸价格呈现前低后高的走势。

图 27：铝锭价格走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 28：瓦楞纸价格走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

综合而言，2022 年，尽管进口大麦价格较高，下半年铝锭、玻璃、瓦楞纸价格有所回落，啤酒行业整体成本压力有所缓解。

预计 2023 年进口大麦价格呈现双位数增长，铝锭、玻璃价格呈现前高后低的走势，瓦楞纸价格可能呈现前低后高的走势。一般而言，头部啤酒公司会提前对大麦进行锁价，因此预计 23 年大麦成本压力可控。考虑到铝锭、玻璃成本占比较高，预计啤酒行业在 23H1 有一定成本压力，23H2 逐渐缓解。

### ● 啤酒提价趋势显著，优势区域具备更强的提价能力

2017 年来原材料及包材价格大幅上涨，为啤酒厂商带来提价契机，为应对原材料成本上升，啤酒厂商主动提价顺应升级，优势区域内较强的提价能力逐步体现。为应对原材料价格的上涨，2018 年来主要啤酒厂商均进行了密集的提价行动，市占率领先的区域则成为啤酒厂商提价的重点地区，体现了啤酒厂商在这些区域较强的议价能力。

表 4：近年来主要啤酒厂商提价事件汇总

企业	提价时间	提价区域	提价产品	提价幅度
华润	2018.1	浙江(市占率第一)等	500ml 雪花纯生、勇闯天涯、晶尊等九款产品	每件 2-10 元不等，多数升幅为 4-7 元
	2021H2		勇闯天涯	每箱出厂价涨 4 元
青啤	2018.1	部分区域	非全部产品	不超过 5%
	2018.5	全国	青岛优质	单箱提价 2 元人民币，单瓶提价 0.5 元
	2021.8	山东	青岛纯生	每箱终端供货价提升 4 元
	2021.11	全国	1903 听装、白啤听装	最高上调幅度达 13%
重啤	2018.2	核心市场	高端瓶装纯生产品、低端易拉罐产品	出厂价上涨
	2021.9	疆内(市占率绝对领先)	乌苏	提价 10%
	2021.10	疆外	乌苏大包装	出厂箱价提升 6 元左右
燕京	2018.2	广西(市占率绝对领先)、内蒙(市占率第一)等	漓泉、雪鹿等低端产品	5%左右
百威	2018.3	全国	百威	批价从 57 元/件涨到 85 元/件

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

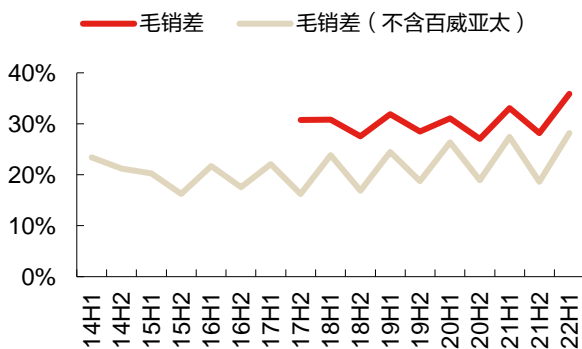
	2018.4		哈尔滨啤酒	
	2021.4	全国	百威以及核心和实惠品牌	
	2021.12		非全部产品	
	2022.3	全国		增幅达中单位数
青啤	2019H1	山东(市占率绝对领先)、华南等	经典 1903、白啤等产品	小于 2018 年初的力度

数据来源：智通财经、Foodtalks、酒业家、AI 财经社、汇通财经、中国国际啤酒网、东方商讯、食品饮料招商网、啤酒版、牛耳财富、东方证券研究所

### ● 关厂增效费用控制稳步推进，啤酒板块盈利能力继续提升

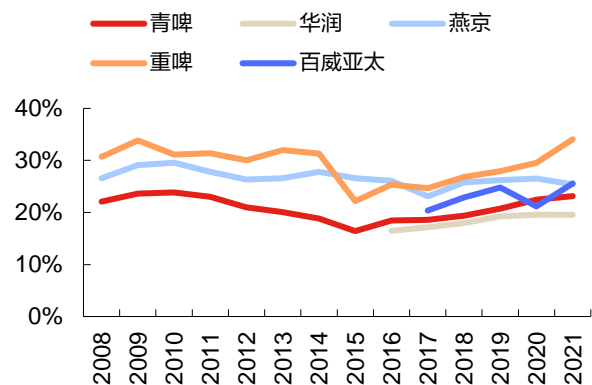
在成本压力的催化下，关厂去产、停止价格战逐渐成为行业共识，2015 年开始啤酒板块毛销差整体呈现上升趋势。22H1 啤酒板块毛销差达到 35.9%，同比提升 2.8pct；主要啤酒厂商中，除了燕京啤酒，其余公司 21 年毛销差均实现同比增长。我们预计未来仍有提升空间，主要因为：1) 成本上涨使企业盈利承压，啤酒厂商对于利润的诉求增强；2) 市场格局区域稳定，费用投放收窄；3) 行业销量趋缓的背景下，厂商通过产品结构升级和提价推动盈利增长。

图 29：啤酒板块半年度毛销差趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：啤酒板块包括青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、兰州黄河、惠泉啤酒、华润啤酒、百威亚太）

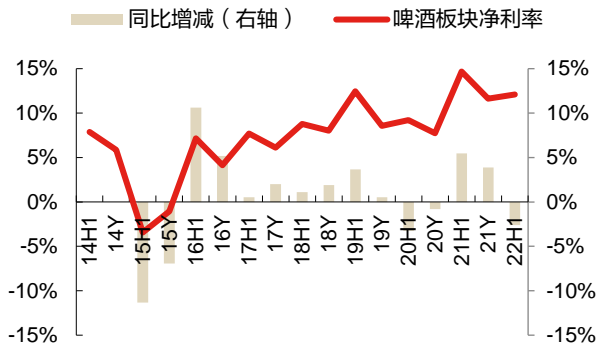
图 30：国内主要啤酒厂商毛销差趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

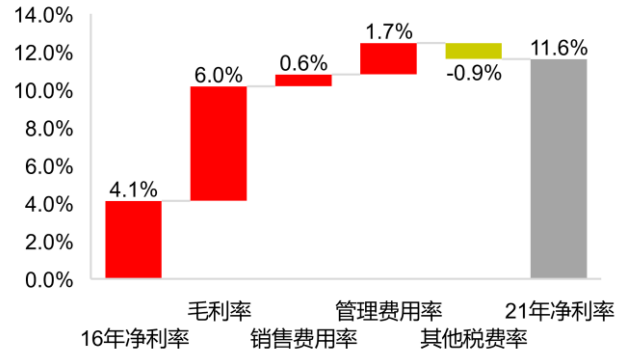
我们测算啤酒板块净利率自 16 年来持续上行（15 年由于华润啤酒重组导致板块巨额亏损），16 年啤酒板块净利率为 4.1%，21 年则达到 11.6%，整体提升 7.5pct。拆分来看：1) 毛利率的增加贡献+6.0pct，这主要受益于啤酒吨价提升；2) 销售费用率的降低贡献+0.6pct，这主要受益于啤酒厂商之间的竞争趋缓；3) 管理费用率的降低贡献+1.7pct，这主要是近年来厂商集中关厂导致费用减少；4) 其他税费率的增加贡献-0.9pct，主要是近年来资产减值损失等增加，随着未来关厂数量降低，这一部分利减有望收窄。中短期来看，吨价提升、竞争趋缓等趋势仍将延续，啤酒板块盈利能力仍有提升空间。参考百威英博、嘉士伯、喜力啤酒，2010 年至今（除 20 年）年度净利率的平均水平分别为 14.8%、8.6%和 8.6%。

图 31：啤酒板块净利率及同比增减



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：啤酒板块包括青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、兰州黄河、惠泉啤酒、华润啤酒、百威亚太）

图 32：16 至 21 年啤酒板块净利率增加贡献拆分

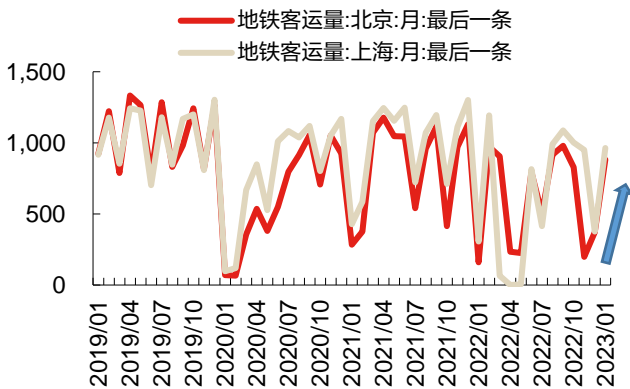


数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：啤酒板块包括青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、兰州黄河、惠泉啤酒、华润啤酒、百威亚太）

## 2.4 疫后消费场景修复，啤酒消费重振旗鼓

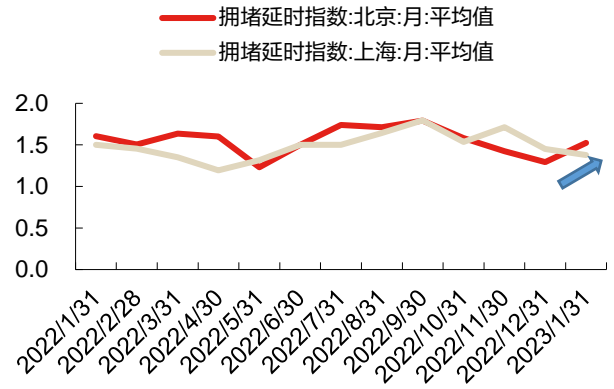
2022 年 12 月疫情防控政策放开后，餐饮消费场景快速减少，对啤酒需求产生了较大冲击。随着疫情情况好转，大批居民感染后康复，各大餐饮消费场景复苏，利好啤酒消费。从地铁客运量、拥堵指数数据上看，23 年 1 月出行人数相较 22 年 12 月明显增多；北京疫情感染高峰期早于上海，23 年 1 月路况拥堵延时指数已出现明显回升，消费复苏趋势明显，为啤酒消费注入活力。

图 33：部分一线城市地铁客运量(万人次)



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 34：部分一线城市拥堵延时指数



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 三、结构升级趋势明显，降本增效空间可观

### 3.1 U8 定位精准打开市场，产品价格中枢持续上移

#### ● 中高端矩阵得到丰富，高端化潜力较大

**丰富中高端产品矩阵，价格中枢进一步上移。**公司以新雪鹿啤酒、燕京鲜啤等产品卡位 5-7 元价格带，承接低端产品结构升级；燕京 U8、漓泉 1998 等 8-10 元价格带大单品推动吨价上移；近年来，公司推出 V10 白啤、S12 皮尔森等产品布局 10 元以上价格带，进入超高端领域，产品价格中枢进一步上移。

图 35：燕京啤酒分品牌和价位产品体系一览（元/瓶）



数据来源：京东、天猫、东方证券研究所（注：图中价格为产品市场终端价，不同产品每瓶容量有区别）

● U8 放量，推升公司利润水平

**精耕品质设计新颖，U8 具备产品辨识度。** U8 为啤酒市场中少数以整米造酒工艺生产的产品。U8 无任何化学添加，通过研发独有的麦芽制麦工艺与麦芽 PYF 因子调控手法，结合 8° P 小度特酿技术，降低了啤酒中的乙醛含量，经典+创新的工艺造就了浓郁麦香的醇厚口感，在 CBC 中国国际啤酒挑战赛获得三星天禄奖；U8 坚守国标品质，保质期稳定在 12 个月。此外，U8 在外观设计上采用拉环易拉罐，降低开瓶难度，形成独特辨识度。

**多工厂生产，基本保证供需平衡。** 为保证整米造酒工艺，疫情期间，仅北京、广西两个工厂开放生产 U8，导致产品出现缺货情况。22 年底，公司新增 7 个 U8 生产基地（位于湖南、四川、广东、云南、贵州、内蒙古等地），断货情况大幅减少，基本保证了供需平衡。

图 36：燕京 U8 产品图片



图 37：燕京啤酒代言人蔡徐坤



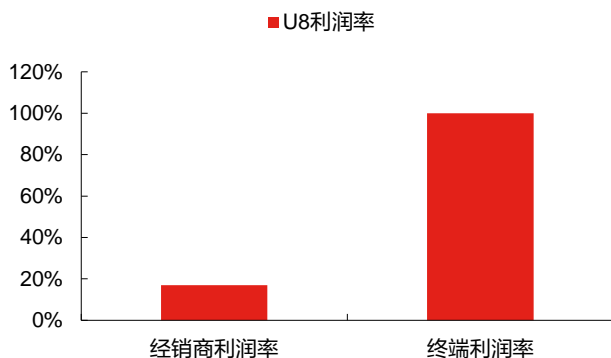
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：京东、东方证券研究所

数据来源：新京报网、东方证券研究所

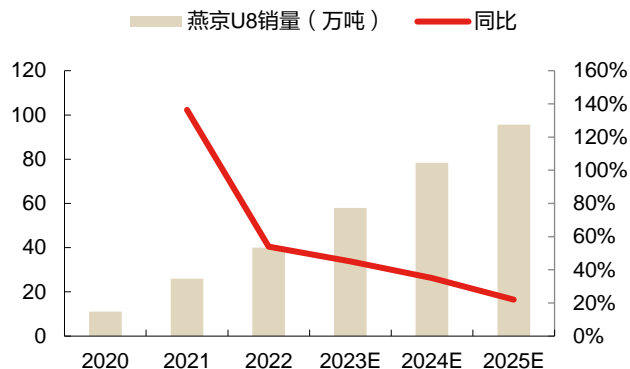
**优势地区推广，强化渠道推力。**U8 在 2020 年 5 月上市，率先于公司基地市场北京进行推广；燕京啤酒在北京市占率超过 50%，为 U8 提供较好的市场、渠道基础。U8 由一支销售团队单独运作，市场运作更有针对性、销售政策灵活性更强。此外，U8 全渠道利润率在 8 元价格档中较为领先，渠道积极性高。上市首年，U8 销量即达约 11 万吨；据渠道调研，2022 年 U8 销量增长至约 40 万吨（yoy+54%），25 年销量有望增至近 100 万吨。

图 38：2022 年燕京 U8 全渠道利润率情况



数据来源：渠道调研、东方证券研究所

图 39：燕京 U8 预测销量及同比增速



数据来源：渠道调研、东方证券研究所（注：销量数据为根据渠道调研反馈的 U8 销量规划测算所得）

**定位精确，瞄准年轻消费群体。**U8 针对 80 后 90 后高消费都市青年，以年轻人工作压力大、以夜宵畅饮为社交方式，同时不能影响次日工作的需求为抓手，主打“小度酒，大滋味”“好喝不上头”，以“不甘于寡淡、柔爽有度不霸道”的口感瞄准年轻化趋势。此外，U8 主打“有你文化”，以开放包容的态度撬动年轻市场。

**营销破局，携手 IP 扩大覆盖场景。**燕京 U8 先后与王一博、蔡徐坤携手，重磅宣传引爆网络热度；借助明星 IP，以电视广告、社区广告等方式实现线上线下同步刷屏及二次传播，生活场景全覆盖。2023 年春节期间，公司加大营销力度，通过赞助北京卫视春晚、微博话题、粉丝共创、新颖直播等方式，加大品牌曝光度，有望加速 U8 全国化发展步伐。

表 5：2023 年春节燕京啤酒主要营销事件

1	作为北京卫视 2023 年春晚指定产品，通过春晚预告和众星拜年视频、主持人口播、小品植入和有你文化主题曲演唱，高频展示品牌形象。
2	主话题#你就有好彩年#在微博的话题阅读量达到了 8.9 亿。
3	与粉丝“共创”完成主题曲合集、灯光秀无人机表演、耗材年祝福，加强品牌与消费者的情感链接。
4	脱口秀演员孟川与燕京啤酒领导兼特级调酒师的王欣做客直播间。

数据来源：啤酒日报、东方证券研究所

**U8 引领 8 元价格带，市场扩容潜力较大。**燕京 U8 定位竞争格局较为空白的 8 元价位带，通过消费者教育，燕京 U8 在自身增长的同时，引领扩大 8 元价格带消费受众。21 年 9 月，华润推出升级版勇闯天涯；乐堡、乌苏携手进入中原腹地，8 元价格带竞争逐渐激烈。尽管如此，在多样化产品的共同努力下，8 元价位带市场逐步扩大。U8 以低酒精度形成差异化特征，精准定位年轻群体，销量在 8 元价位带处于领先地位。

表 6：8 元价位带主流啤酒产品对比

产品	公司	配料表	酒精度 (%)	麦芽浓度 (°P)	容量(mL)
----	----	-----	---------	-----------	--------

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

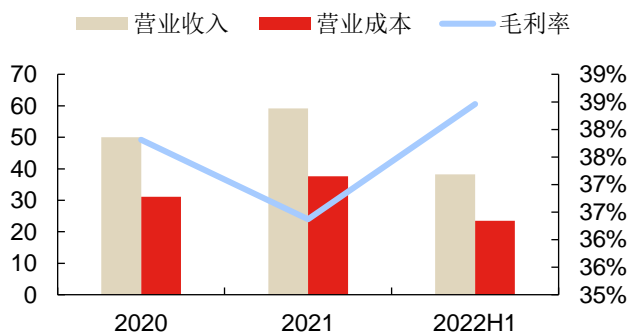


燕京 U8	燕京啤酒	水、麦芽、大米、啤酒花	2.5	8	500
超级勇闯	华润啤酒	水、麦芽、啤酒用糖浆、啤酒花、酒花浸膏	3	8	500
乐堡	重庆啤酒	水、麦芽、大米、啤酒花	3.1	8	500
红乌苏	重庆啤酒	水、大麦麦芽、大米、啤酒花及制品	4	11	620

数据来源：京东、中华网财经、东方证券研究所

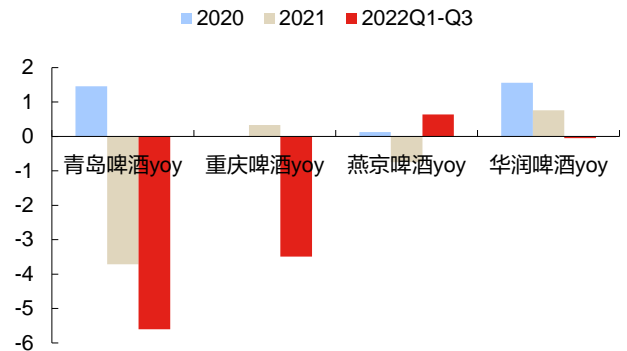
**U8 拉升公司利润水平，燕京啤酒毛利率增幅领先。**燕京 U8 在北京、河北、河南、内蒙古等地销售情况较好，因 U8 放量，21 年华北地区毛利率在成本较大幅增加情况下维持相对稳定。对比头部啤酒上市公司，22 年前三季度，燕京啤酒毛利率同比增幅领先。

图 40：燕京啤酒华北地区营收、成本（亿元）及毛利率变化



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 41：啤酒公司毛利率同比增幅（pct）对比

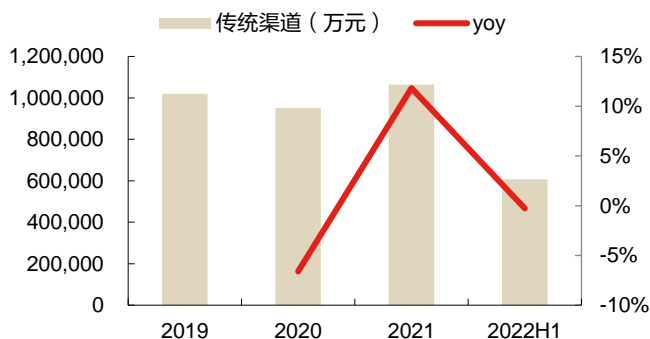


数据来源：Wind、东方证券研究所（注：华润啤酒最新毛利率为 22H1 数据）

**构建全渠道体系，疫情后传统渠道增速有望回升。**U8 的放量提升公司传统、电商渠道销售表现。结合线上多样化营销，22H1 电商渠道收入达到 0.9 亿元，同比增加 12%。22H1，公司传统渠道贡献收入 61 亿元，同比下滑 0.3%，考虑到 22H1 北京疫情较为严重，公司传统渠道收入增速略有承压为正常现象，疫情后有望快速回升。

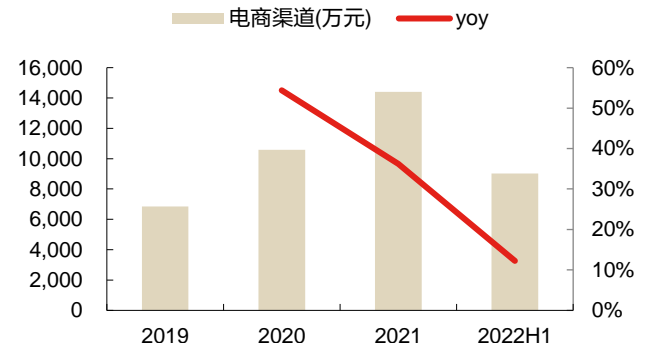
**招商铺货空间充足，助力 U8 增量。**根据渠道调研，目前 U8 已进入全国约 2000 个县级市场，仍有较多空白县级市场待开发，招商铺货仍有较大的增量空间。

图 42：公司传统渠道收入及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 43：公司电商渠道收入及同比增速

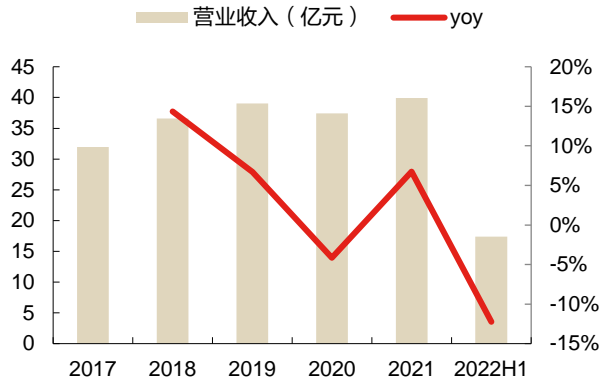


数据来源：公司公告、东方证券研究所

### ● 漓泉 1998

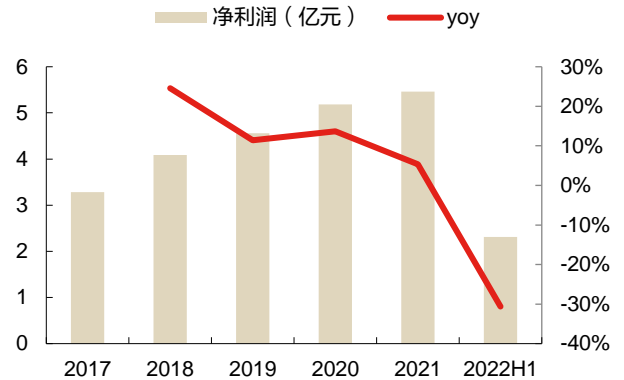
**漓泉占据广西市场绝对优势，顺应消费升级稳健增长。**漓泉啤酒厂于 1987 年成立于广西桂林，2002 年由燕京啤酒收购，是北京燕京啤酒集团公司下属规模最大、投资回报率最高的外埠企业，当前年产能达 180 万吨。2017-2021 年，漓泉啤酒营收从 32.0 亿增至 39.9 亿（CAGR 为 5.7%），净利润从 3.3 亿增至 5.5 亿（CAGR 为 13.6%）。

图 44：漓泉啤酒营业收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 45：漓泉啤酒净利润及增速

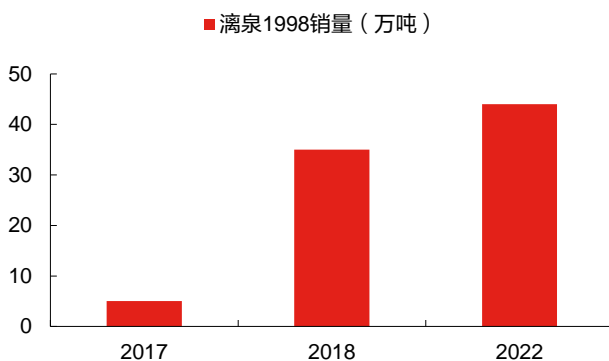


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**漓泉 1998 成为大单品，推动华南毛利率快速提升。**顺应消费升级趋势，2017 年漓泉品牌旗下推出产品漓泉 1998，坚持“全生态好水酿好酒”的酿造理念，定价 8 元/瓶，进军中高端产品市场。漓泉 1998 销量从 2017 年 5 万吨快速提升至 2018 年约 35 万吨，推出第二年即成为爆款；2022 年，预计漓泉 1998 销量约为 44 万吨。随着漓泉 1998 快速放量，2021 年漓泉品牌在广西市场占有率达 85% 以上，市场地位稳固。此外，漓泉 1998 有效推动高端化发展，子公司漓泉啤酒净利率由 10.3% 快速提升至 13.7%；2022H1 华南地区毛利率为 47.1%，远高于华北地区和综合毛利率水平。

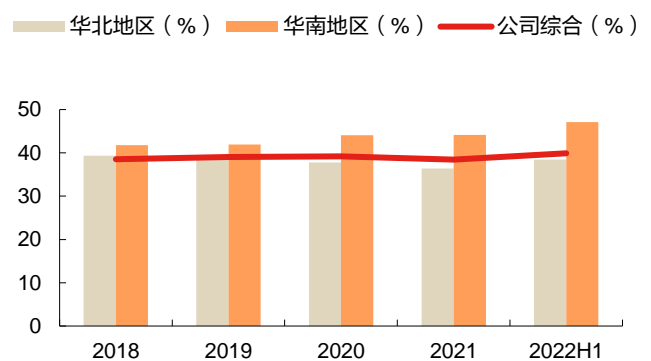
考虑到 U8 与漓泉 1998 配方相近，且 U8 已显露出放量趋势，我们将 U8 与漓泉 1998 对标进行毛利率估算。2018-2021 年，华南地区毛利率在疫情干扰情况下逆势提升 2.4%；在 U8 助力下，叠加高端新品 V10、狮王精酿等共同作用，我们认为华北地区毛利率仍有可观增量空间。

图 46：漓泉 1998 销量



数据来源：梅高咨询、渠道调研、东方证券研究所

图 47：公司综合毛利率及分地区毛利率

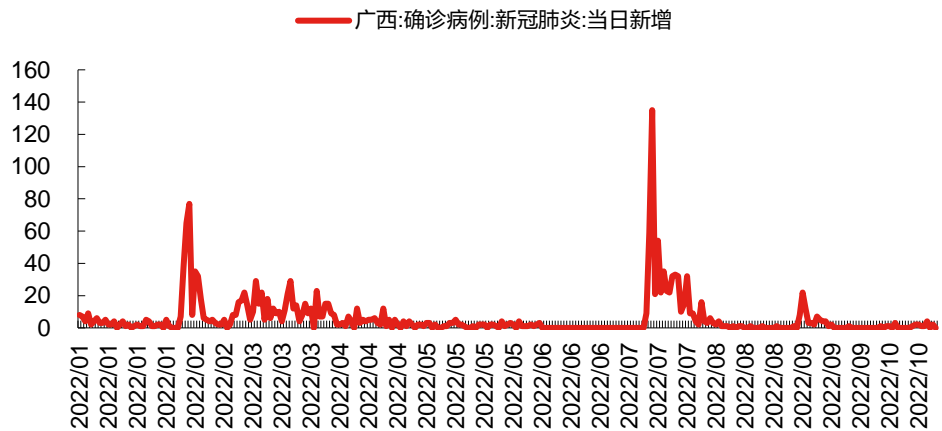


数据来源：公司公告、东方证券研究所

边际上，22H1，漓泉啤酒营收、净利润分别同比下降 12.2%、30.6%，预计主要因彼时广西面临多雨天气、啤酒消费场景减少，新冠确诊人数增加等。伴随新冠疫情影响减弱、广西天气逐渐恢复正常，我们认为漓泉啤酒业绩增速将出现拐点，未来有望维持个位数增长。



图 48：2022 年 1-10 月广西新冠确诊病例（例）



数据来源：Wind、东方证券研究所

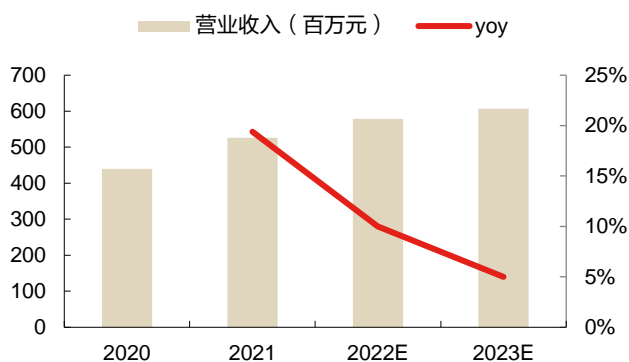
### ● 积极推出多样化高端新品，引领吨价提升

公司推行“1+3”的品牌战略，即强化燕京全国化主品牌地位，培育漓泉、惠泉、雪鹿 3 个区域优势品牌。单品端，公司着重推广三大战略产品，包括燕京 U8、V10 精酿白啤、新雪鹿。

**V10 定位 12 元价格带，瞄准高端化丰富产品矩阵。**V10 为白啤类产品，瞄准高景气度和强差异化的高端价位带，以卓越口感占位白啤消费人群，目前 V10 在广西、北京试点推广，有望支持燕京啤酒高端产品体系。据渠道调研，22 年前三季度 V10 销售额在低基数基础上增幅达到 70-80%，增速较快。

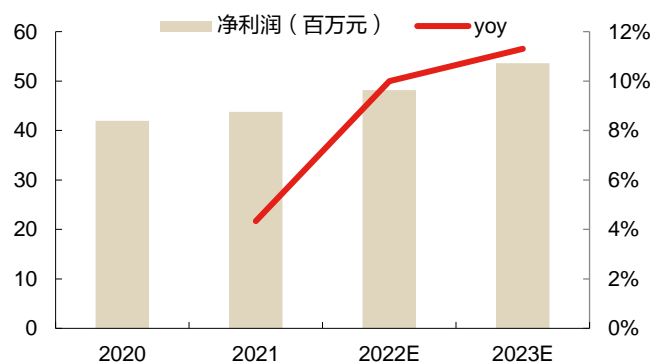
**雪鹿辐射内蒙周边，拥有广泛市场基础。**雪鹿啤酒于 2000 年被燕京啤酒收购，其在内蒙古及其周边有广泛市场基础；通过收并购，截至 2019 年，燕京啤酒在内蒙古市占率超过 50%。2021 年 6 月，雪鹿啤酒推出新款雪鹿，改良品质、包装，主打“大众年轻人的第一款酒”，以“为青春 Salute”为口号，精准定位个性化年轻消费群体。此外，新雪鹿定位腰部 6 元价格带，通过高性价比对年轻群体产生吸引力，有望持续贡献收入和利润增量。

图 49：雪鹿啤酒营业收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

图 50：雪鹿啤酒净利润及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

**鲜啤前景广阔，新品全面升级。**2004 年，燕京采用无菌膜过滤技术加无菌灌装生产的方式，保留啤酒中营养成分，推出国内第一款瓶装鲜啤。2022 年，燕京啤酒推出燕京鲜啤 2022，在“原料配方、麦香、锁鲜技术、工艺、质量”五个方面进行全面升级，终端定价 5-6 元/瓶，高于旧版鲜啤，有望推动普通档啤酒吨价提升。

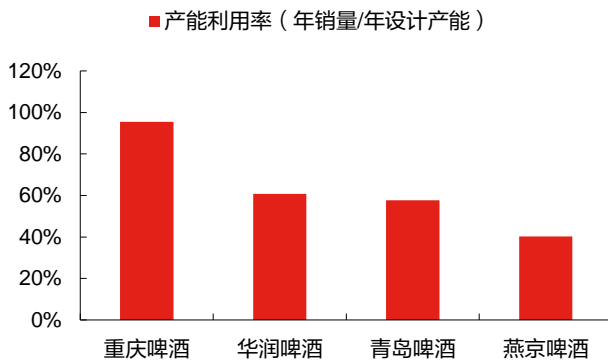
图 51：2021 年以来公司推出新品一览

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



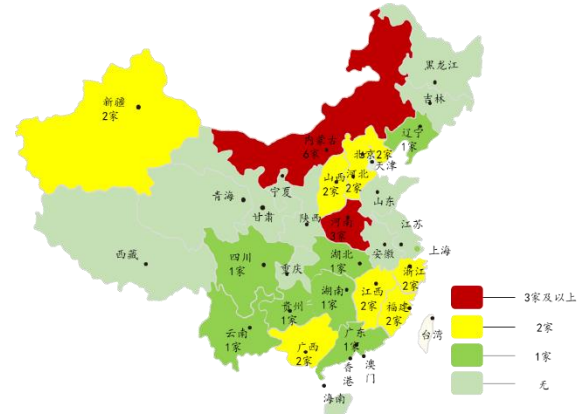
**积极关厂提效，产能利用率提升空间大。**2021 年，燕京啤酒产能利用率（销量/设计产能口径）为 40%，与其他头部上市酒企比较，产能利用率较低。根据调研，公司将结合啤酒工厂营销半径，通过合并同一市场内较低效工厂、在高级别城市建立智能化工厂覆盖低级别城市等方式提高产能利用率。21 年燕京啤酒通过关闭 5 个酒厂，分流 1800 余人以提高产能利用率。

图 55：2021 年主要啤酒公司产能利用率对比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

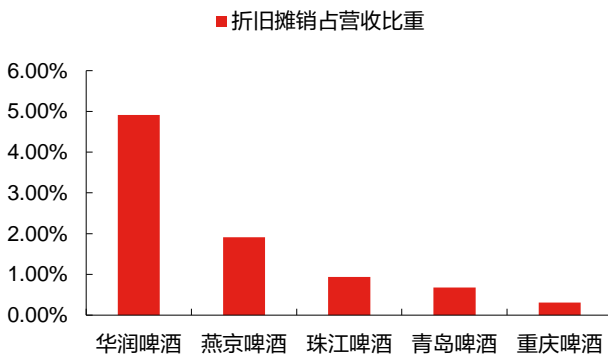
图 56：燕京啤酒工厂数量分布



数据来源：公司官网、东方证券研究所（截至 2023 年 3 月 13 日）（注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。）

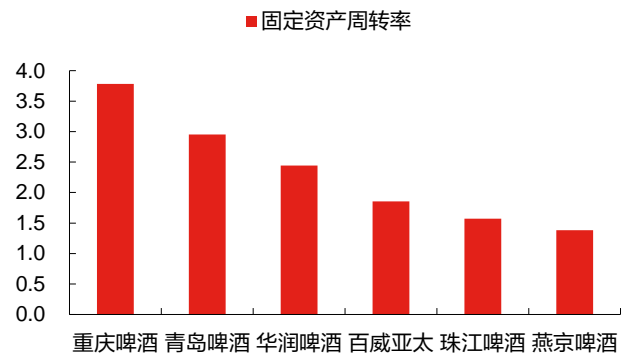
**折旧摊销占比高企，一定程度上拖累利润。**2021 年，燕京啤酒固定资产周转率对比其他啤酒公司处于低位，预计主要因公司生产工厂数量多（全国超过 30 家生产基地），但整体效率偏低。对比头部啤酒上市公司，2021 年燕京啤酒折旧摊销占营收比重为 1.9%，高于珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，预计主要因固定资产规模较大拉高折旧摊销。

图 57：2021 年主要啤酒公司折旧摊销占营收比重对比



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 58：2021 年主要啤酒公司固定资产周转率对比

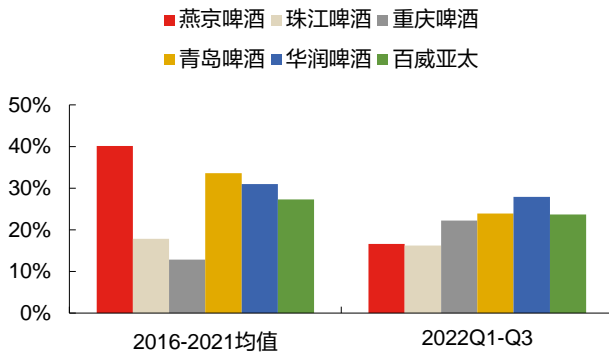


数据来源：Wind、东方证券研究所

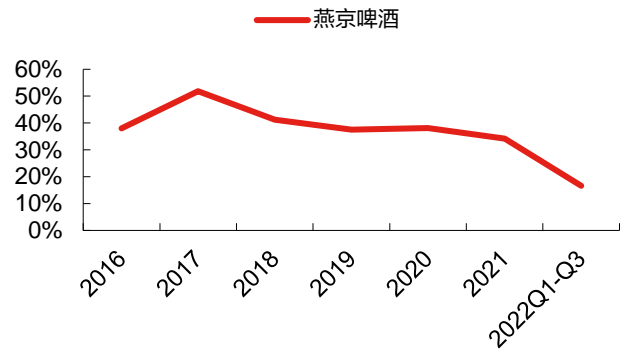
**积极推动子公司扭亏，实际税率存在下降空间。**过去 5 年中，燕京啤酒实际税率在头部啤酒公司中处于高位，预计主要因燕京啤酒旗下部分子公司亏损导致实际税率偏高。2022Q1-Q3，燕京啤酒实际税率快速降至约 17%，预计主要因公司内部整治亏损子公司、关厂提效起到作用。

图 59：头部啤酒公司所得税/利润总额比率对比

图 60：燕京啤酒所得税/利润总额比率变化



数据来源: Wind、东方证券研究所

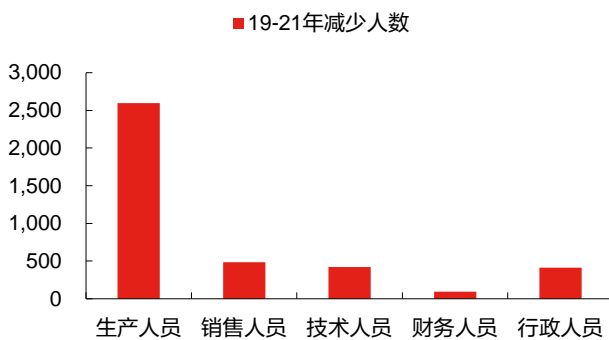


数据来源: Wind、东方证券研究所

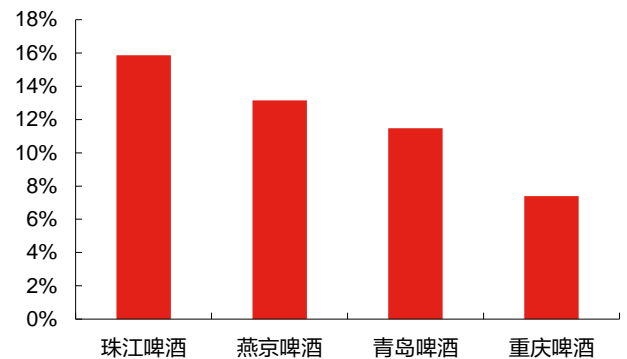
**人员精简提升效率，持续降低运营成本。**19-21 年燕京啤酒在人员方面实施优化，生产、销售、行政人员人数皆有不同幅度降低。21 年底开始，启动生产端职工内退计划。对比来看，2021 年公司销售、管理人工成本占营收比重在业内处于较高水平，有一定下降空间。

图 61: 19-21 年燕京啤酒各部门人员变化 (人)

图 62: 2021 年啤酒公司人工成本 (销售+管理) 占营收比重



数据来源: Wind、东方证券研究所

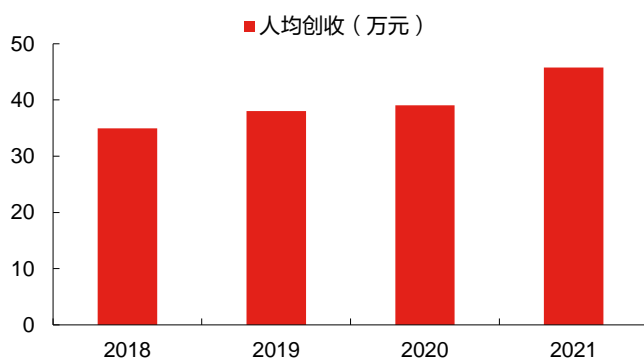


数据来源: Wind、东方证券研究所

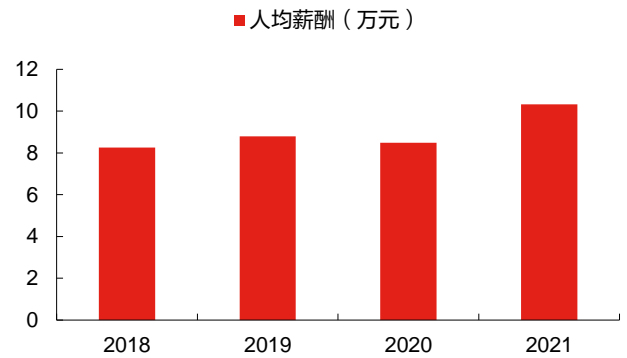
随着人员精简，燕京啤酒人均创收 (3 年 CAGR 为 9.4%) 及人均薪酬 (3 年 CAGR 为 7.8%) 皆有较大幅度提高。2021 年耿超董事长上任后，燕京啤酒调整经营班子，将平均年龄降低 5 岁；同时推出卓越管理体系，核心要求人力、生产、供应链、技术全国分子公司拉平，有望进一步降低吨成本和提高利润率。

图 63: 燕京啤酒人均创收

图 64: 燕京啤酒人均薪酬



数据来源: Wind、东方证券研究所



数据来源: Wind、东方证券研究所

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

**领导上任经验丰富，大力推进内部改革。**2022年5月，国企改革专家耿超成为新任董事长，积极推进内部管理改革，加速大单品战略布局：

- 1) 公司治理方面，耿超以“二次创业、复兴燕京”为十四五规划口号，要求全国分子公司提交责任状，加强对目标达成的考核、奖惩制度；公司推出卓越管理体系，全国分子公司中，绩效较差的向绩效较好的学习，致力于提升弱势分子公司的表现；此外，公司通过岗位合并、人员分流等措施降本增效，有望提升利润率。
- 2) 销售策略方面，耿超上任后调整营销策略，关闭部分低效工厂，推进部分地区产销分离，强化U8全国一体化营销，统一宣传口号、包装、规格等提升消费者对产品的辨识度。
- 3) 产品高端化方面，公司坚定以燕京U8、V10、雪鹿作为三大战略单品；此外，22年7月以来，公司陆续投放中高端新品，包括U8 Plus、S12皮尔森等，高端化战略明确。

**表 7：耿超董事长上任以来主要措施**

类别	时间	主要措施
公司治理	2022年上半年	推动建设“卓越管理体系”，应对高端化趋势重点投入质控，以及加强弱势子公司整治
	2022年7月	燕京啤酒经理团队大换血，领导班子年轻化
	2022年7月	提出“二次创业、复兴燕京”口号
	2022年7月	成立ESG发展委员会，重点抓社会影响和公司治理
销售策略	2022年6月	推动部分地区产销分离，U8全国一体化营销；加大对南方市场赋能
	2022年7月	和京东达成战略合作，注重电商、新零售等渠道建设
	2022年11月	董事长亲自下场直播，体现企业“二次创业”决心
	2022年5月以来	坚持使用流量明星代言，广告手段潮流化年轻化
产品高端化	2022年7-9月	连续投放U8 Plus、S12皮尔森、老燕京12度特
	2022年	精酿啤酒中心投产，主要生产中高端啤酒，预计年产量2万吨

数据来源：公司公告、渠道调研、东方证券研究所

**领导班子调整，改革助推复兴。**耿超董事长上任后，公司提拔多位具备丰富经验的一线人才，为管理层注入新鲜血液，多方改革有望加速公司十四五目标达成。

**表 8：燕京啤酒新任领导班子简介**

姓名	职位	出生年份	履历
谢广军	党委副书记,副董事长,总经理	1967	中共党员,研究生学历,工程师.历任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理,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.现任北京燕京啤酒股份有限公司党委副书记,副董事长,总经理,兼任北京燕京啤酒投资有限公司董事.
林文	党委委员,副总经理	1978	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,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.现任北京燕京啤酒股份有限公司党委委员,副总经理,兼任河北燕京啤酒有限公司董事长,燕京啤酒(邢台)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.
赵伟	副总经理	1981	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.
申长亮	副总经理兼市场营销管理中	1979	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,北京燕京啤

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

	心总经理		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,兼任总经理办公室主任,战略规划与改革发展部部长	1978	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,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.

数据来源: 华夏时报、Wind、东方证券研究所

### ● 降本空间测算

我们认为燕京啤酒降本空间主要来源于三个维度: 人员精简引领人工成本占比下降、子公司扭亏引领实际税率下降、关厂带来折旧摊销费率下降。

- 1) 人工成本占营收比重: 21 年, 燕京啤酒销售+管理人工成本占营收比重为 13.14%, 参照青啤, 预计保守可降至 12%。
- 2) 所得税占利润总额比重: 21 年, 燕京啤酒实际税率为 34.13%, 参照青啤, 预计保守可降至 30%。
- 3) 折旧摊销占营收比重: 21 年, 燕京啤酒该比率为 1.91%, 远高于珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒, 预计保守可降至 1%。

以 21 年净利率为例, 假设实际税率降至 30%, 我们对销售+管理职工薪酬占营收比重和折旧摊销占营收比重进行敏感性分析, 得出公司降本增效空间可观。保守假设实际税率降至 30%, 销售+管理职工薪酬占比、折旧摊销占比分别降至 12.0%、1.0%, 公司净利率有 2.2pct 的提升空间。

表 9: 燕京啤酒降本增效空间和对应净利率测算

假设实际税率降至 30%后 21 年的净利率	销售+管理职工薪酬占营收比重						
	13.0%	12.8%	12.6%	12.4%	12.2%	12.0%	
折旧摊销占营收比重	1.9%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%
	1.8%	2.3%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%
	1.7%	2.4%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
	1.6%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%
	1.5%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%
	1.4%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%
	1.3%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%
	1.2%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%
	1.1%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%
	1.0%	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%

数据来源: 公司公告、东方证券研究所测算(注: 表中数据以 2021 年为基准, 2021 年净利率原值为 1.9%)

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设:

- 1) 收入的大幅增长主要来自于 U8 增量以及近期推出的一系列中高档产品, 预计 22-24 年公司中高档啤酒产品收入分别为 76、87、101 亿元, 对应毛利率为 48.5%、50.5%、52.5%。

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



- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 39.8%、40.5%和 42.6%。随着 U8 等中高档产品占比提升，公司的毛利率将提升。
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 12.9%、12.7%和 12.6%，管理费用率为 11.8%、11.6%和 11.4%。销售费用率和管理费用率下降主要受益于职工薪酬占比下降。
- 4) 公司 22-24 年的所得税率为 30%、28%、26%。

**盈利预测核心假设**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>中高档啤酒</b>					
销售收入（百万元）	6,027.9	6,731.5	7,598.6	8,745.5	10,050.7
增长率		11.7%	12.9%	15.1%	14.9%
毛利率	49.2%	46.5%	48.5%	50.5%	52.5%
<b>普通啤酒</b>					
销售收入（百万元）	4,050.2	4,456.3	4,590.0	4,727.7	4,869.6
增长率		10.0%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	26.7%	27.5%	26.7%	23.3%	23.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	850.3	773.1	773.1	796.3	820.2
增长率		-9.1%	0.0%	3.0%	3.0%
毛利率	27.5%	31.3%	32.3%	33.3%	33.3%
<b>合计</b>	10,928.4	11,961.0	12,961.7	14,269.5	15,740.5
增长率		9.4%	8.4%	10.1%	10.3%
综合毛利率	39.2%	38.4%	39.8%	40.5%	42.6%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测

**4.2 投资建议**

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.13、0.19、0.29 元。长周期来看公司啤酒业务向好，现金流充沛，我们采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 454 亿元，对应目标价 16.09 元，首次给予买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 9.51%。

剔除杠杆调整 Beta 计算：采用百威亚太、珠江啤酒、青岛啤酒均值，得到剔除杠杆调整 Beta 为 0.94。

**表 10：公司 WACC 计算主要参数设定**

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	0.94
无风险收益率 Rf	2.86%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.22%
市场回报率 Rm	10.08%
债务成本 Kd	4.30%

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



股权投资成本 Ke 10.21%

WACC 9.51%

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 16.09 元。

表 11：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	13,604
永续自由现金流现值（百万元）	25,538
企业价值（百万元）	39,142
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>45,364</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>16.09</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 12：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.51%	17.82	19.82	22.70	27.22	35.34
	8.01%	16.61	18.25	20.55	24.00	29.73
	8.51%	15.56	16.93	18.80	21.49	25.72
	9.01%	14.64	15.79	17.33	19.48	22.71
	9.51%	13.83	14.81	16.09	17.84	20.36
	10.01%	13.11	13.96	15.04	16.47	18.49
	10.51%	12.47	13.20	14.12	15.32	16.95
	11.01%	11.90	12.53	13.32	14.33	15.68
11.51%	11.38	11.93	12.61	13.47	14.60	

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 五、风险提示

**U8 放量不及预期风险。**我们对公司业绩的预测建立在 U8 保持较高增速、渠道调研数据的基础上，如果 U8 销量增长不及预期，或渠道调研数据与实际情况存在差距，可能拖累公司业绩增速，影响估值结果。

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

**相关费用超预期风险。**如果关厂等相关费用超过预期，可能对估值造成影响。

**食品安全事件风险。**如果啤酒行业出现食品安全黑天鹅事件，可能对公司造成不利影响。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,855	5,059	5,483	6,036	6,755	营业收入	10,928	11,961	12,962	14,269	15,740
应收票据、账款及款项融资	190	192	208	229	253	营业成本	6,646	7,363	7,800	8,484	9,032
预付账款	136	149	162	178	196	营业税金及附加	1,037	1,096	1,141	1,256	1,385
存货	3,828	3,911	4,065	4,337	4,527	销售费用	1,383	1,559	1,677	1,817	1,989
其他	73	106	188	110	113	管理费用及研发费用	1,489	1,647	1,769	1,905	2,054
<b>流动资产合计</b>	<b>8,083</b>	<b>9,418</b>	<b>10,106</b>	<b>10,891</b>	<b>11,845</b>	财务费用	(81)	(119)	(42)	(40)	(57)
长期股权投资	295	311	550	600	600	资产、信用减值损失	76	67	67	54	59
固定资产	8,846	8,445	8,265	8,074	7,853	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	82	43	90	116	126	投资净收益	39	36	35	35	35
无形资产	906	878	847	816	787	其他	59	51	80	65	64
其他	280	325	326	326	326	<b>营业利润</b>	<b>477</b>	<b>435</b>	<b>665</b>	<b>894</b>	<b>1,377</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,409</b>	<b>10,002</b>	<b>10,077</b>	<b>9,931</b>	<b>9,692</b>	营业外收入	3	20	5	10	10
<b>资产总计</b>	<b>18,492</b>	<b>19,420</b>	<b>20,183</b>	<b>20,822</b>	<b>21,537</b>	营业外支出	20	10	10	10	10
短期借款	0	0	530	367	0	<b>利润总额</b>	<b>460</b>	<b>445</b>	<b>660</b>	<b>894</b>	<b>1,377</b>
应付票据及应付账款	1,016	1,394	1,477	1,606	1,710	所得税	175	152	198	250	358
其他	3,533	3,982	3,708	3,915	4,121	<b>净利润</b>	<b>285</b>	<b>293</b>	<b>462</b>	<b>643</b>	<b>1,019</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,549</b>	<b>5,376</b>	<b>5,715</b>	<b>5,888</b>	<b>5,831</b>	少数股东损益	88	65	102	142	226
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>197</b>	<b>228</b>	<b>360</b>	<b>501</b>	<b>794</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.07	0.08	0.13	0.19	0.29
其他	63	71	70	70	70						
<b>非流动负债合计</b>	<b>63</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,612</b>	<b>5,448</b>	<b>5,785</b>	<b>5,958</b>	<b>5,901</b>						
少数股东权益	637	564	666	808	1,034	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819		<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	4,597	4,597	4,597	4,597	4,597	<b>成长能力</b>					
留存收益	5,902	6,070	6,317	6,640	7,186	营业收入	-4.7%	9.4%	8.4%	10.1%	10.3%
其他	(74)	(77)	0	0	0	营业利润	13.4%	-8.9%	53.0%	34.1%	50.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>13,880</b>	<b>13,972</b>	<b>14,398</b>	<b>14,864</b>	<b>15,636</b>	归属于母公司净利润	-14.3%	15.8%	57.8%	39.0%	55.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,492</b>	<b>19,420</b>	<b>20,183</b>	<b>20,822</b>	<b>21,537</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	39.2%	38.4%	39.8%	40.5%	42.6%
						净利率	1.8%	1.9%	2.8%	3.5%	5.0%
						ROE	1.5%	1.7%	2.7%	3.8%	5.7%
						ROIC	1.8%	1.5%	3.0%	4.1%	6.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	24.9%	28.1%	28.5%	28.5%	27.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.78	1.75	1.78	1.85	2.03
						速动比率	0.93	1.01	1.05	1.10	1.24
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	25.3	40.5	57.3	57.8	57.9
						存货周转率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.07	0.08	0.13	0.19	0.29
						每股经营现金流	0.56	0.58	0.24	0.42	0.58
						每股净资产	4.70	4.76	4.88	5.00	5.20
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	199.6	172.3	104.0	74.8	48.2
						市净率	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7
						EV/EBITDA	29.4	35.9	28.4	23.1	17.0
						EV/EBIT	82.1	103.0	52.2	38.1	24.6

资料来源：东方证券研究所

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

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

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

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

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

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

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

### 行业投资评级的量化标准：

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

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

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

## 免责声明

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

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

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

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

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

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