

2022年03月18日

燕京啤酒 (000729.SZ)

U8 势头强劲，老牌燕京复兴

■行业进入存量时代，公司顺应趋势引领品牌高端化：国内啤酒行业产量 2014-2021 年持续下滑，较 2013 年同比-29.6%。在高端化趋势下，各企业从跑马圈地的竞争模式转向高端化迎合消费升级。在行业高端化的大趋势下，公司顺应行业趋势推出燕京 U8、V10、狮王等高端产品，引领品牌高端化。

■U8 大单品引领高端化，燕京八景顺应国潮趋势：目前公司已构建起燕京主品牌+惠泉、漓泉、雪鹿 3 大区域优势品牌的“1+3”品牌矩阵，并实现 3 元以下低端产品到 10 元以上高端产品的价格带全覆盖。燕京 U8 大单品以低度酒的差异化定位切入中高端市场竞争；2019-2020 年公司陆续推出“燕京八景”系列，以“国潮”+“精酿”两大卖点推动公司产品高端化进程。

■渠道：线上线下齐发力，积极推动渠道变革：公司与电商合作，在线上渠道主推中高端产品。在 2021 年天猫双十一期间，公司中高端产品 GMV 贡献率达 62%。线下渠道方面，公司开辟新的线下渠道，试水小酒馆“燕京社区酒號”。公司依托小酒馆消费场景进行消费者培育，主要推广精酿等高端产品。公司通过深度分销减少分销环节，有利于费用投放更加集中于经销商，提高公司的终端价格控制力。

■营销：打造民族的燕京，年轻人的燕京：品牌营销方面，“民族品牌”一直是燕京啤酒的品牌代名词。2022 年，公司自赞助北京夏季奥运会后再度赞助北京冬奥会，在冬奥营销中获得巨大营销声量。近年来公司在品牌年轻化上不断发力，通过签约王一博、蔡徐坤等当红流量明星打入年轻群体，进一步推广 U8、燕京八景等国潮新品，扩大了燕京啤酒在年轻消费群体中的品牌影响力。

■开启五年战略转型，盼国企改革东风：减员增效，燕啤生产效率有所提高。2020 年末公司员工相较于 2013 年减少 14,255 人，生产效率从 2013 年的 136 千升/人提升至 249 千升/人。人均盈利能力从 2017 年最低点持续提升至 1.0 万元/人。2020 年 9 月，燕京啤酒全面启动五年增长与转型战略项目，未来，燕京啤酒将以“强大品牌、夯实渠道、深耕市场、精实运营”这四大关键举措作为战略转型的重要内容。

■投资建议：预计 2021-2023 年营业收入分别为 117.86/128.77/136.57 亿元，分别同比增加 8%/9%/6%；归母净利润分别为 2.89/3.90/5.43 亿元，分别同比增加 47%/35%/39%。给予增持-A 的投资评级，12 个月目标价为 8.7 元，相当于 2023 年 45.2 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济增速不及预期；新品推广不及预期；管理层变动；食品安全事件的风险。

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	11,468	10,928	11,786	12,877	13,657
净利润	230	197	289	390	543
每股收益(元)	0.08	0.07	0.10	0.14	0.19
每股净资产(元)	4.90	4.92	5.05	5.18	5.37

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	89.1	103.9	70.7	52.5	37.7
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
净利润率	2.0%	1.8%	2.5%	3.0%	4.0%
净资产收益率	1.8%	1.5%	2.1%	2.8%	3.8%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
ROIC	2.1%	2.2%	3.3%	4.9%	7.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

啤酒

投资评级 增持-A

首次评级

12 个月目标价：8.7 元

股价 (2022-03-18) 7.26 元

交易数据

总市值(百万元)	19,701.59
流通市值(百万元)	17,541.83
总股本(百万股)	2,818.54
流通股本(百万股)	2,509.56
12 个月价格区间	6.18/8.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.84	7.07	0.8
绝对收益	-12.19	-8.39	-3.05

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

邢乐涵

报告联系人

xinglh@essence.com.cn

内容目录

1. U8 大单品引领高端化，燕京八景顺应国潮趋势	4
1.1. 品牌矩阵“1+3”，燕京八景彰显国潮特色.....	4
1.2. 大单品策略主推 U8，站稳中高端价格带.....	6
1.3. 研发：用户洞察引领工艺创新.....	8
2. 渠道：线上线下齐发力，积极推动渠道变革	9
3. 营销：打造民族的燕京，年轻人的燕京	10
4. 开启五年战略转型，盼国企改革东风	13
4.1. 股权结构：内资控股，未引入外资.....	13
4.2. 经营效率提升，公司转型中.....	13
5. 盈利预测	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1：国内啤酒年产量.....	4
图 2：国内啤酒吨价不断提升（以零售价值计，RSP）.....	4
图 3：燕京啤酒部分产品全系列.....	5
图 4：燕京啤酒主要产品价格带.....	5
图 5：帝道.....	7
图 6：燕京 U8.....	7
图 7：燕京啤酒吨价.....	7
图 8：各啤酒企业 2020 年吨价.....	7
图 9：燕京啤酒中高档产品收入上升.....	8
图 10：燕京啤酒毛利率与归母净利率.....	8
图 11：燕京啤酒研发人员情况.....	9
图 12：行业内可比上市公司研发费用率对比.....	9
图 13：燕京啤酒 2020 年各渠道销售收入占比.....	9
图 14：2018-2020 电商渠道销售收入上升.....	9
图 15：燕京啤酒 2021 年天猫双十一 GMV 产品结构.....	9
图 16：燕京社区酒号门店.....	10
图 17：燕京酒号主要销售精酿等中高端产品.....	10
图 19：燕京啤酒官宣新品牌代言人王一博.....	12
图 20：2020 年燕京啤酒全明星活动战报.....	12
图 21：燕京 U8 国潮罐宣传画.....	12
图 22：新品“燕京八景”宣传画.....	12
图 23：燕京啤酒股权结构.....	13
图 24：燕京啤酒生产效率（千升/人）.....	13
图 25：燕京啤酒人均盈利能力（万元/人）.....	13
表 1：燕京啤酒“1+3”产品矩阵.....	5
表 2：燕京八景系列产品参数.....	6
表 3：燕京 U8 与主要中高端竞品对比.....	7
表 4：燕京啤酒 2019-2020 年最新研发成果.....	8
表 5：燕京啤酒官方合作关系.....	11
表 6：2022 年 1 月 22 日-28 日北京冬奥赞助商营销声量排行榜.....	11

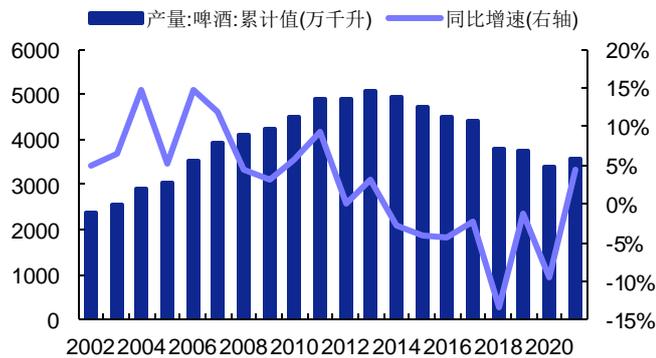
表 7: 主营业务盈利预测.....	14
表 8: 可比公司估值.....	14

1. U8 大单品引领高端化，燕京八景顺应国潮趋势

国内啤酒产量见顶回落，啤酒吨价延续上升趋势。从 2014 年开始，国内啤酒产量开始逐渐下滑，至 2021 年下滑至 3562.4 万千升，较 2013 年同比-29.6%。高端化趋势叠加原料成本上升，啤酒吨价仍保持上升趋势。啤酒吨价（以零售价计）从 2014 年的 1.39 万元/吨增长至 2020 年 1.77 万元/吨，CAGR 达 4.11%。啤酒吨价提升的主要原因之一是企业改变了以往低价打价格战的竞争策略，主动追寻利润并且推出高端化的产品，行业的竞争模式发生了改变，从以往的跑马圈地走向了高端化迎合消费升级。

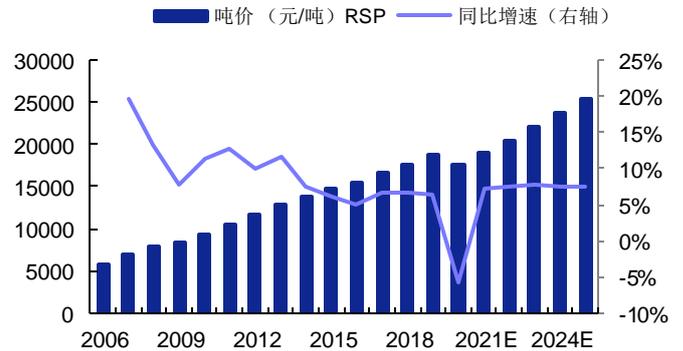
在此背景下，燕京也在顺应行业趋势，推出燕京 U8、V10、狮王等高端产品，引领品牌高端化。

图 1：国内啤酒年产量



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图 2：国内啤酒吨价不断提升（以零售价计，RSP）



资料来源：Euromonitor、安信证券研究中心

1.1. 品牌矩阵“1+3”，燕京八景彰显国潮特色

燕京推行“1+3”品牌战略，三大区域优势品牌丰富价格带。公司在“1+3”品牌战略中以燕京品牌为主品牌，同时积极培育惠泉、雪鹿和漓泉三个品牌。主品牌燕京品牌方面，公司以白啤、纯生、鲜啤、清爽、无醇和特色六大系列构建主品牌的产品矩阵，从 2013 年起相继推出燕京原浆白啤、燕京 U8、燕京 V10 白啤等高端产品。公司于 2019 年-2020 年陆续推出的“燕京八景”精酿系列是公司目前单瓶价格最高的高端产品，电商渠道整件价格（每件 12 瓶）的单瓶均价约 9-16 元。

区域品牌方面，惠泉、漓泉和雪鹿三大区域优势品牌的价格从 4 元到 12 元不等，全面覆盖低中高三个档次。公司也在三个品牌上努力尝试推出新品助力高端化，公司于 2020 年推出漓泉 10 度（大度经典），2021 年推出漓泉老炮，两款新品均采用较高麦芽汁浓度发酵，致力于提供风味更加醇厚的优质啤酒。

表 1: 燕京啤酒“1+3”产品矩阵

品牌	主要产品	包装	规格(毫升)	麦芽浓度(°P)	酒精含量(≥%vol)	电商价格(元/瓶或罐)
 燕京啤酒	燕京八景	瓶装	330	12.5	4.3	12.01
	燕京 V10 精酿白啤	瓶装	426	10	3.3	9.92
	U8	瓶装	500	8	2.5	6.25
	10 度纯生	罐装	500	10	3.6	6
	10 度鲜啤	罐装	500	10	3.6	4.58
	8 度清爽	罐装	330	8	2.5	2.5
 惠泉啤酒	一麦啤酒	罐装	500	9	3.6	5.00
	一麦纯生	罐装	330	10.8	4.3	5.00
	惠泉小鲜	罐装	310	10	4	4.38
 漓泉啤酒	1998 (小度特酿)	罐装	500	8	2.8	9.08
	漓泉 10 度 (大度经典)	瓶装	458	10	3.6	10
	漓泉老炮	瓶装	580	11	3.6	9.92
 雪鹿啤酒	雪鹿啤酒 8 度清爽	罐装	500	8	2.5	3.83
	雪鹿啤酒 8 度清爽	瓶装	500	8	2.5	4.92

资料来源: 京东自营 (2022 年 3 月 9 日价格, 系列产品参数取均值)、安信证券研究中心

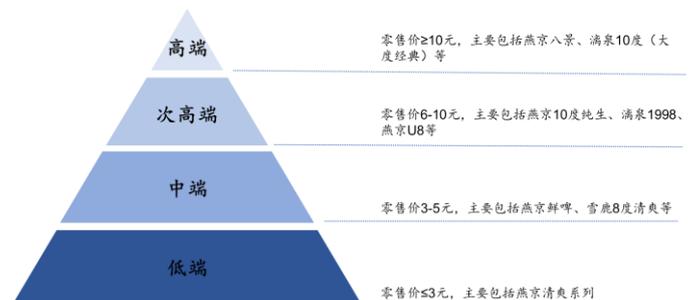
公司不断加码中高端, 基本实现价格带全覆盖。公司在发展前期以低端产品燕京清爽系列起家, 零售价在 3 元及以下, 代表产品为燕京 8 度清爽。经过十多年的发展, 公司在中高端推出新品, 逐步填补中高端价格带的空白。目前, 公司的中端产品零售价为 3-5 元, 主要包括燕京鲜啤、雪鹿 8 度清爽等产品; 次高端产品零售价为 6-10 元 (不含 10 元), 主要包括燕京 10 度纯生、漓泉 1998、燕京 U8 等产品; 高端产品零售价在 10 元及以上, 以最近推出的“燕京八景”系列为代表, 主要包括燕京八景、漓泉 10 度 (大度经典) 等产品。

图 3: 燕京啤酒部分产品全系列



资料来源: 百度图片、安信证券研究中心

图 4: 燕京啤酒主要产品价格带



资料来源: 京东自营 (3 月 9 日价格)、安信证券研究中心

民族元素融入精酿啤酒, 做高端更要做国潮。随着行业的发展, 消费者需要品质更高的工业啤酒, 也需要风味更为浓郁的精酿啤酒。同时, 年轻消费者群体日趋增强的民族自信心也带动国潮商品的热销。公司洞察到这两大趋势后, 于 2019 年到 2020 年陆续推出“燕京八景”系列精酿啤酒, 用一个系列顺应“国潮”+“精酿”两大趋势。产品体验上, 燕京八景的八种啤酒各有风味, 受众群体较为多样。既有麦汁浓度高达 18°P 的“居庸叠翠”来满足硬核精酿爱好者对浓厚风味的追求, 也有加入树莓具有果酒风味的“金台夕照”吸引精酿入门者。包装方面, 燕京八景在规格上以 330ml 小瓶灌装, 在设计上借鉴了古代山水画的造型特点, 颜色上则采用具有北京特色的景泰蓝的上色方式, 集匠心、工艺与文化印象于一身。与八九十年代对外国品牌的崇拜不一样, 新生代更爱买国货、用国货、晒国货。消费理念已然变化, 国潮崛起将帮助燕啤的品牌年轻化、高端化之路走得更加顺畅。

表 2: 燕京八景系列产品参数

产品名称	产品图片	价格	产品规格 (毫升)	原麦汁浓度 (°P)	酒精度 (≥%vol)	原料	设计理念
蓟门烟树		12 瓶 108 元	330	12	4.1	进口麦芽, 橘皮, 爱尔酵母, 水	“蓟门飞雨, 烟雾迷人”的基调与比利时小麦“酒体轻盈, 外观浑浊”的整体印象吻合
金台夕照		12 瓶 156 元	330	10	3.3	麦芽, 树莓, 酵母, 水	金台夕阳西照与树莓小麦“果香浓郁, 甜美清新”的整体形象吻合
玉泉趵突		12 瓶 180 元	330	12	4.1	比森尔麦芽, 美式啤酒花, 爱尔酵母, 水	“山泉逶迤曲折, 婉然其流若虹”的意境与派对 IPA“优雅浓郁、回味相知”的整体印象吻合
居庸叠翠		12 瓶 192 元	330	18	7	麦芽, 啤酒花, 比利时酵母, 水	“两崖峻绝, 层峦叠翠”的意境与烈性爱尔“麦香馥郁, 口感浓厚”的整体印象吻合
太液秋风		12 瓶 109 元	330	10	3.3	麦芽, 桂花, 拉格酵母, 水	水云榭的微风轻拂、波光粼粼的基调与桂花拉格“桂香馥郁, 清爽甘冽”的整体印象吻合
西山晴雪		12 瓶 192 元	330	16	5.2	麦芽, 德式啤酒花, 爱尔酵母, 水	“大雪初霁, 阳光照耀”的意境与世涛“丝滑醇厚, 珍藏时刻”的整体印象吻合
琼岛春阴		12 瓶 96 元	330	11	3.7	比尔森麦芽, 香型啤酒花, 下面酵母, 水	“花木含苞, 山石俏丽”的意境与比尔森“清冽爽口, 适合欢聚”的整体印象吻合
卢沟晓月		12 瓶 120 元	330	11	3.7	精选麦芽, 啤酒花, 爱尔酵母, 水	“月色朦胧, 西山似黛”的意境与琥珀爱尔“甜美四溢, 美妙分享”的整体印象吻合

资料来源: 京东自营 (3月9日价格)、安信证券研究中心

1.2. 大单品策略主推 U8, 站稳中高端价格带

小度酒有大滋味, 差异化定位站稳中高端。自 2013 年首度推出中高端产品燕京原浆白啤后, 公司于 2018 年上半年推出中高端啤酒燕京帝道, 以“低度不上头”的定位和拉环瓶盖的新包装打入年轻消费者群体。公司于 2019 年再度推出燕京 U8 以站稳中高端市场。在各大啤酒公司不断推出中高端啤酒的竞争压力下, 公司作为后起者通过燕京 U8 的差异化定位参与中高端市场的竞争。燕京 U8 以“低度酒”的定位切入中高端市场, 契合了年轻消费群体“低度微醺”的饮酒偏好。燕京 U8 通过研发独有的麦芽制麦技术与麦芽 PYF 因子调控方法, 降低酒内的乙醛含量, 改善了以往低度酒口味偏淡的问题, 打造了“小度酒也有大滋味”的差异化定位。

图 5：帝道



资料来源：酒花儿、安信证券研究中心

图 6：燕京 U8



资料来源：京东、安信证券研究中心

表 3：燕京 U8 与主要中高端竞品对比

产品	所属品牌	产品档次	规格 (毫升)	麦芽浓度 (°P)	酒精含量 (≥%vol)	电商价格 (元)
燕京 U8	燕京啤酒	中高端	500	8	2.5	7.33
勇闯天涯 SuperX	华润啤酒	中高端	500	9	3.3	7.17
红乌苏	重庆啤酒	中高端	620	11	4.0	8.25
青岛纯生	青岛啤酒	中高端	500	8	3.1	7.75

资料来源：京东自营 (3月9日价格)、安信证券研究中心

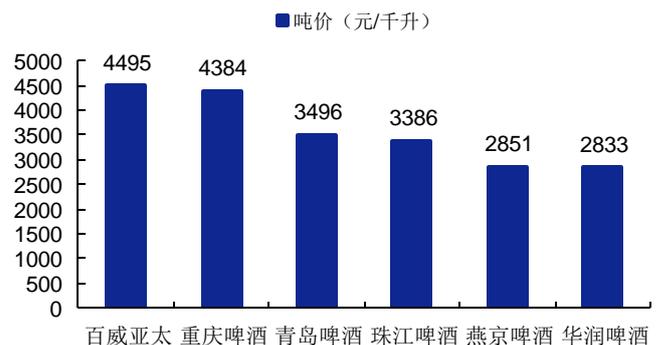
U8 大单品战略推动高端化，产品结构和盈利状况双改善。自 2019 年以来，燕京 U8 大单品战略持续落地，推动公司高端化进程。2020 年燕京啤酒吨价达到 2851 元/千升，2016-2020 年 CAGR 为 4.3%，但和其他几家啤酒企业相比仍处于较低水平。

图 7：燕京啤酒吨价



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

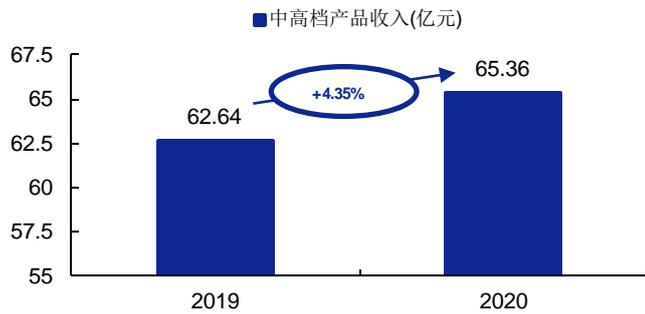
图 8：各啤酒企业 2020 年吨价



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

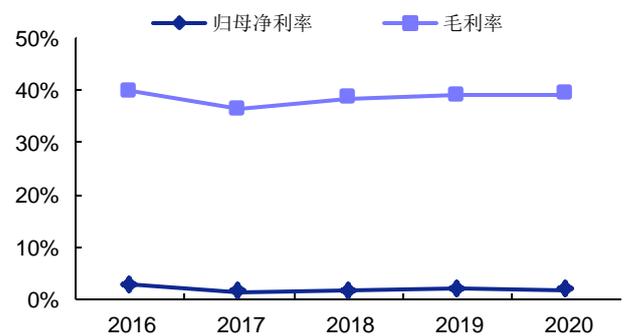
2019 年-2020 年公司营收有所下降，从 2019 年的 114.68 亿元下降至 2020 年的 109.28 亿元，但同期公司中高档产品销售收入从 62.64 亿元上升至 65.36 亿元，2020 年中高档产品销售收入同比增长 4.35%；其中燕京 U8 2020 年销量大约为 12 万千升，销售额近 5 亿元。盈利状况方面，受益于燕京 U8 带动产品高端化，2020 年毛利率和归母净利率分别提升至 39.19%/2.61%。

图 9：燕京啤酒中高档产品收入上升



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

图 10：燕京啤酒毛利率与归母净利率



资料来源：公司年报、安信证券研究中心

1.3. 研发：用户洞察引领工艺创新

用户洞察引领工艺创新。公司在研发方面较为领先，曾经率先全部采用露天发酵罐新工艺，以及采用电子计算机控制生产工艺系统。2019 年公司推出全新产品燕京 U8，采用了最新研发成果“6 σ 工艺”。该工艺不但汇聚了众多啤酒大师多年专利成果，更完美释放了啤酒“净、香、甘、亮、鲜、爽”的六大风味特质，较好地契合了消费者对小度酒也要兼具大滋味的品质要求。“6 σ 工艺”不仅在技术上具有较大创新，更体现了公司较强的用户洞察能力。2021 年 Q1 燕京 U8 销量同比增长 560%，公司依托用户洞察引导工艺技术创新的能力得到市场验证。

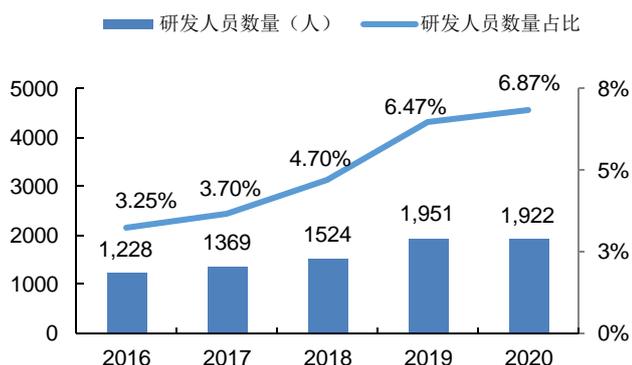
表 4：燕京啤酒 2019-2020 年最新研发成果

时间	合作机构	科研成果
2019 年	中国食品发酵工业研究院	《基于 SNP-KASP 方法的啤酒花品种快速鉴定及纯度检测关键技术研究》 《啤酒酿造酵母絮凝研究及精准调控技术体系的开发与应用》 6 σ 工艺
2020 年	中国食品发酵工业研究院	《啤酒多元风味的互作机制与酒花香调控关键技术研究》
2021 年	中国食品发酵工业研究院、天津科技大学	《小麦啤酒品质提升及精准调控关键技术开发及应用》

资料来源：中国质检协会、安信证券研究中心

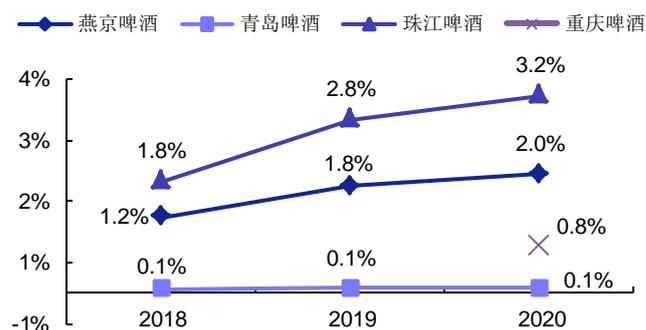
持续加强研发投入，坚持依托科技进步推动企业发展。公司一直重视技术研发，不断加强自主创新能力，促进高科技成果转化，力求通过技术创新提高产品质量，从而为消费者带来高品质的啤酒。公司发力研发团队建设，2016 年-2020 年研发人员数量和研发人员占比不断提高。2020 年公司研发人员达到 1922 人，占公司员工总数的 6.87%。2018-2020 年，公司持续加强研发费用投入，研发费用率从 2018 年的 1.2% 上升到 2020 年的 2%。目前，公司研发费用率在行业内处于中等偏上水平，2020 年公司研发费用率比青岛啤酒 1.9 个百分点，比重庆啤酒高 1.2 个百分点，略低于珠江啤酒。

图 11: 燕京啤酒研发人员情况



资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

图 12: 行业内可比上市公司研发费用率对比

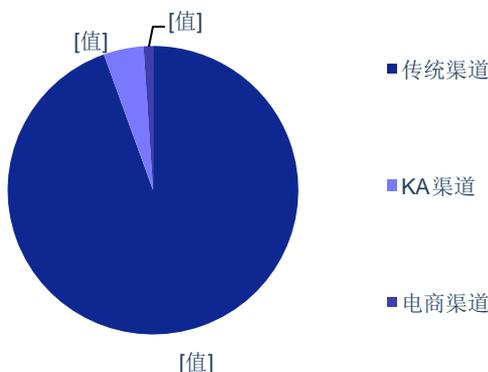


资料来源: wind、安信证券研究中心

2. 渠道: 线上线下齐发力, 积极推动渠道变革

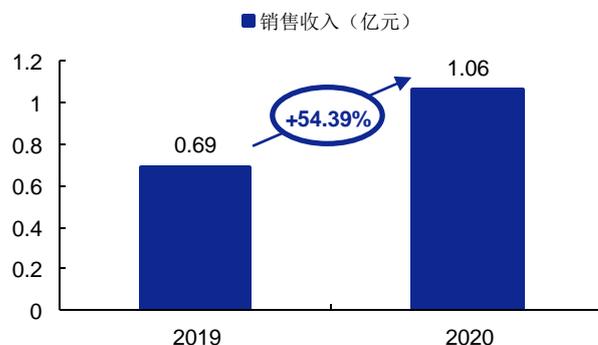
线上: 深挖电商渠道潜力, 线上主推中高端产品。公司在线上渠道依托代言人和促销活动不断拉动销量, 全方位营销主打中高端产品。公司与天猫、京东两大电商平台建立合作关系, 成功举办“国货大赏”和“全明星”等大型线上促销活动, 推动电商渠道销售良性增长。2020年公司电商渠道实现销售收入1.06亿元, 同比增长54.39%。同期公司线下渠道销售中, 传统渠道销售收入同比-6.61%, KA渠道同比-4.54%, 线上渠道在疫情影响下迅速发展。根据燕京官方微博双十一战报, 2021年天猫双十一期间中高端GMV贡献率达62%, 其中V10精酿白啤GMV贡献率为17%, 燕京U8的GMV贡献率为18%。

图 13: 燕京啤酒 2020 年各渠道销售收入占比



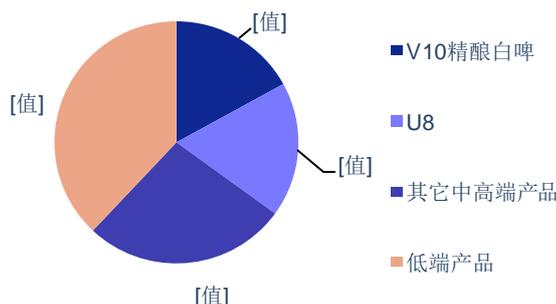
资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

图 14: 2018-2020 电商渠道销售收入上升



资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

图 15: 燕京啤酒 2021 年天猫双十一 GMV 产品结构



资料来源: 燕京啤酒官方微博、安信证券研究中心

线下：布局小酒馆，线下新渠道推广中高端产品。 公司从 2020 年开始试水线下小酒馆，创立自主小酒馆品牌“燕京社区酒號”，主要集中在北京、河北、天津、山东、沈阳、包头等地。公司表示，在小酒馆中消费者获得更多“原汁原味”的啤酒酿造知识、品酒方法等，让消费者喝酒更懂酒。小酒馆在消费者培育方面具有较大潜力，也有利于减少推广中高端产品的阻力。根据公司在投资者互动平台上的回答，燕京社区酒號主要销售原浆、精酿等高端产品。

图 16：燕京社区酒號门店



资料来源：燕京官方公众号、安信证券研究中心

图 17：燕京酒號主要销售精酿等中高端产品



资料来源：燕京官方公众号、安信证券研究中心

线下分销：减少分销环节，提高终端价格掌控力。 公司在分销模式上采用深度分销和协销相结合的模式，部分市场为大客户协作模式。公司砍掉二级批发商环节，直接和经销商对接，经销商再与终端对接。在经销商无法覆盖的区域，经销商再发展 2-3 个固定的分销商，由分销商将货铺至终端。在深度分销模式下，分销环节减少，公司在费用投放上能更加集中于经销商。

3. 营销：打造民族的燕京，年轻人的燕京

品牌形象主基调：民族的燕京，年轻人的燕京。 自上世纪八十年代建厂起，公司始终坚持“打造国际化的民族品牌”、“让中国的燕京成为世界的燕京”的愿景，致力于打造“民族的燕京”品牌形象。进入 21 世纪，公司一方面持续拓展国家级官方合作伙伴关系，巩固长久以来的民族品牌形象；另一方面，随着年轻群体的消费能力不断提升，公司开始致力于品牌年轻化，寻求融入年轻消费者，努力让燕京啤酒既能成为“民族的燕京”，也能成为“年轻人的燕京”。

开展国家级合作，打造民族的燕京。 “民族品牌”一直是燕京啤酒的品牌代名词，公司不断开展国家级合作在消费者中巩固“民族的燕京”品牌认知。在体育界这个啤酒行业的传统营销阵地，公司始终坚持支持国民运动，打造公司品牌的国民形象。继 2008 年赞助北京夏季奥运会之后，公司于 2022 年再度赞助北京冬奥会，持续助力国家在奥运会上传播中国声音。根据清博智能数据，冬奥会开幕前两周（1 月 22 日-28 日），燕京啤酒在微博、微信等舆论平台上营销传播声量达到 115 万次，位居第一；1 月 1 日-2 月 25 日总排名为第三，公司冬奥营销取得优秀成果。除了在体育界，公司更是开创性地在高端制造业与有着“中国名片”之称的中国高铁开展合作。2021 年公司与复兴号高铁合作设计“冬奥专列”，复兴号高铁“中国智造”、自主研发的精神内涵更加突出燕京啤酒“中国质造”的品牌形象。

表 5：燕京啤酒官方合作关系

时间	事件
2005 年	成为北京夏季奥运会赞助商
2006 年	成为北京女排冠名赞助商
2007 年	与国家体育总局水上运动管理中心暨中国皮划艇队结为战略合作伙伴
2010 年	与中国足协结成战略合作伙伴关系，签约赞助中国女足、中国之队
2011 年	成为中国探月工程官方合作伙伴
2012 年	赞助中国国家乒乓球队，助力国乒伦敦奥运，成为中国乒协官方合作伙伴
2014 年	取代东芝成为中国足协杯冠名赞助商
2015 年	北控集团成为国际篮联的全球顶级合作伙伴，时间为 2016 年-2019 年。其旗下的燕京啤酒也成为国际篮联独家酒类赞助商
2018 年	与中国足协续约四年，再次成为中国足协杯冠名赞助商
2018 年	成为 2022 北京冬奥会和冬残奥会官方赞助商
2019 年	赞助全国首个 50 公里超级马拉松
2021 年	与复兴号高铁合作，燕京“冬奥专列”首发成功

资料来源：财联社、安信证券研究中心

表 6：2022 年 1 月 22 日-28 日北京冬奥赞助商营销声量排行榜

排名	企业品牌	全平台	对比上周 (%)	本周微博	对比上周 (%)	本周微信	对比上周 (%)	论坛	对比上周 (%)	App	对比上周 (%)
1	燕京啤酒	1151622	408277%	1151152	9592833%	39	-17%	33	4450%	132	45%
2	三星	185362	924%	178940	1246%	1870	67%	68	-52%	1653	23%
3	伊利	38480	-85%	36299	-86%	461	60%	54	50%	624	20%
4	中国联通	26560	1%	23765	9%	592	-42%	62	-38%	799	-46%
5	可口可乐	25395	224%	23708	221%	320	116%	26	136%	529	317%

资料来源：清博智能数据、安信证券研究中心

流量代言入圈，民族品牌走近年轻群体。公司通过签约王一博等流量明星作为燕京啤酒品牌代言人，建立燕京啤酒与年轻人沟通的桥梁，进一步提升燕京啤酒在年轻消费者群体中的知名度。2020 年公司官方微博号宣布王一博为燕京啤酒品牌代言人，引发粉丝的积极互动。官宣代言消息公布后一周，燕京啤酒发起的“王一博代言燕京啤酒”的话题讨论阅读量超 5 亿，讨论量突破 143 万，为燕京啤酒带来了高强度的曝光。同时，新代言人的影响力也大幅拉动公司产品的销售。在官宣新代言人一天后的燕京啤酒全明星活动中，京东超市上燕京啤酒的销售额在 120 秒内破百万，成为京东超市啤酒品类中最短时间破百万销售额的啤酒品牌。2021 年公司签约蔡徐坤为新品牌代言人，通过潜心创作的音乐偶像向年轻群体传达燕京认真酿造好啤酒的产品态度。

图 18：燕京啤酒官宣新品牌代言人王一博



资料来源：燕京啤酒官方微博、安信证券研究中心

图 19：2020 年燕京啤酒全明星活动战报



资料来源：燕京啤酒官方公众号、安信证券研究中心

国潮新品出圈，打造年轻人的“中国燕京”。燕京啤酒在年轻群体中收获品牌知名度后，仍然不忘自身品牌的民族基因，顺应当下火热的国潮趋势不断推出国潮新品，在年轻消费群体中顺利出圈。2020 年公司在官宣新代言人王一博后，顺势推出 U8 国潮罐；2020 年天猫“510”国货大赏时，燕京啤酒通过牛郎、月老、托塔力士与电母四大古代神话人物，向市场传递了“燕京啤酒，诸神皆可潮—就好这口”的生活态度。2019-2020 年，公司陆续推出“燕京八景”全系列产品，将古代燕京八大景色的特点与产品酒体颜色、口味特色相匹配，通过国潮文化展现了公司品牌的民族基因。

图 20：燕京 U8 国潮罐宣传画



资料来源：燕京啤酒官方公众号、安信证券研究中心

图 21：新品“燕京八景”宣传画



资料来源：燕京啤酒官方公众号、安信证券研究中心

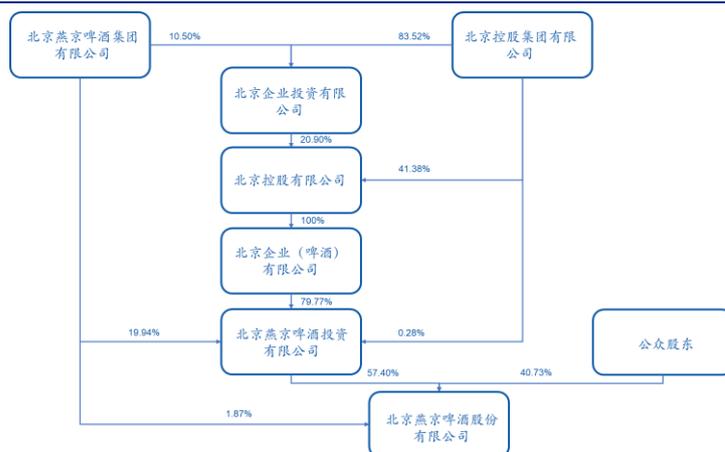
聚焦场景式营销，线上线下推广精酿酸啤。2021 年公司推出精酿啤酒狮王酸啤，通过场景式营销拉近消费者与产品的距离。消费者可以用狮王酸啤与果汁、冰激淋、气泡水等搭配，调配出自己喜爱的创意酒饮。开放式的产品使用场景给消费者较好的产品体验感，为产品提供了更大的想象空间。同时，公司在线上线下采用多元化营销策略组合助力产品破圈。公司通过官方自媒体视频号联动 KOL、KOC 等在抖音、小红书发布原创 UGC，精准触达酸啤种子用户，借助达人的影响力带动网友积极参与话题。2022 年 3 月 12 日，燕京啤酒在北京 CBD 举办狮王酸啤线下品鉴会，中国酒业协会啤酒分会秘书长元月等啤酒行业资深专家现场分享精酿啤酒知识，带领消费者沉浸式体验精酿啤酒产品。

4. 开启五年战略转型，盼国企改革东风

4.1. 股权结构：内资控股，未引入外资

燕京啤酒为纯内资控股企业，发展过程中未引入外资。燕京啤酒是中国国内上市啤酒巨头中唯一一家没有引入外资的企业，“坚持民族工业的发展道路”融入资本市场。1997年公司在香港参加了北京控股的红筹股上市和在深圳的燕京啤酒国内A股上市，2003年燕京收购惠泉。目前，北京燕京啤酒投资有限公司为公司第一大股东，持有57.4%的股份。公司实际控制人北京控股有限公司通过北京企业（啤酒）有限公司和北京燕京啤酒投资有限公司共间接持有45.79%的股份。

图 22：燕京啤酒股权结构

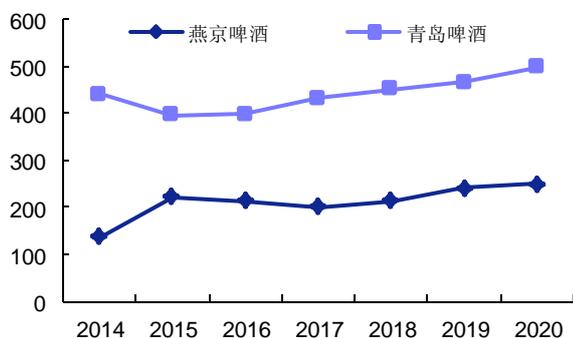


资料来源：公司年报、安信证券研究中心

4.2. 经营效率提升，公司转型中

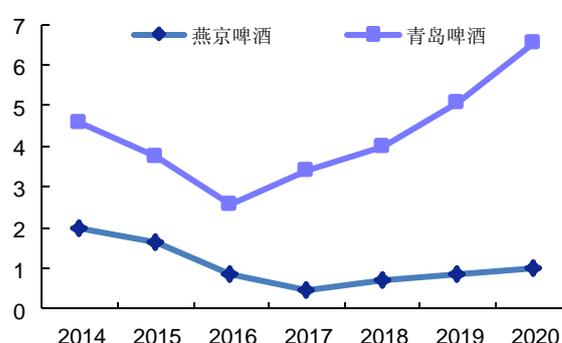
减员增效，燕啤生产效率有所提高。2020年末燕啤员工总数2.8万人，相较于2014年减少11956人，主要系关厂减少了部分生产人员，使得生产效率从136千升/人提升至249千升/人。人均盈利能力（净利润/员工总数）从2017年最低点持续提升至1.0万元/人。和青岛啤酒相比，燕啤经营效率相对较低，混改如果落地对于公司来说改善潜力大，有助业绩增长。

图 23：燕京啤酒生产效率（千升/人）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 24：燕京啤酒人均盈利能力（万元/人）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2020年9月，燕京啤酒全面启动五年增长与转型战略项目。经过此前一年多的努力，燕京啤酒成功走出了坚强的第一步，以新渠道、新口味、新形象出现在消费者面前。公司正在全面启动五年增长与转型战略项目，未来，燕京啤酒将以“强大品牌、夯实渠道、深耕市场、精实运营”这四大关键举措作为战略转型的重要内容。在“精实运营”方面，为燕京发展的支

撑，燕京将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。

在管理体系措施方面，燕京啤酒表示公司通过加强财务管理、内控管理、采购管理、物流管理等，不断优化业务系统资源配置，构建科学管理体系，推动企业可持续发展。

5. 盈利预测

在“五年增长与转型战略”指引下，公司将大力推进品牌年轻化、产品高端化，通过不断推出新品覆盖中高档产品带。目前，中高档产品包括燕京白啤、燕京 U8、燕京纯生、漓泉 1998 等产品，其中 U8 是 2019 年推出的主力大单品。预计中高档产品销量 2021-2023 年分别为 132/143/153 万吨，分别同比增长 10%/8%/7%。营收上，未来三年中高端产品同比增长 13.3%/11.8%/10.2%，达到 68.3/76.3/84.1 亿元。

普通产品：主要为燕京干啤及其他普通产品。预计普通产品 2021-2023 年销量分别为 240/245/248 万吨，分别同比增长 3%/2%/1%。营收上，未来三年中高端产品同比增长 6.1%/4%/2.0%，达到 43.0/44.7/45.6 亿元。

预计 2021-2023 年营业收入分别为 117.86/128.77/136.57 亿元，分别同比增加 8%/9%/6%；归母净利润分别为 2.89/3.90/5.43 亿元，分别同比增加 47%/35%/39%。我们给予公司 12 个月目标价 8.7 元，对应 2023 年 45.2 倍 PE，评级为增持-A。

表 7：主营业务盈利预测

百万元 RMB	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	11,468	10,928	11,786	12,877	13,657
YoY	1%	-5%	8%	9%	6%
啤酒业务	10,736	10,078	11,126	12,105	12,974
YoY	0%	-6%	10%	9%	7%
啤酒毛利率	39%	40%	41%	44%	47%
中高档产品收入	6,073	6,028	6,830	7,634	8,414
YoY	0.0%	-0.8%	13.3%	11.8%	10.2%
销量--万吨	127	120	132	143	153
YoY	0%	-5%	10%	8%	7%
毛利率	49.4%	49.2%	49.2%	69.2%	69.2%
普通产品收入	4,871	4,050	4,297	4,470	4,560
YoY	0.0%	-16.9%	6.1%	4.0%	2.0%
销量--万吨	254	233	240	245	248
YoY	0%	-8%	3%	2%	1%
毛利率	30%	27%	27%	27%	27%
归母净利润	230	197	289	390	543
YoY	28%	-14%	47%	35%	39%

资料来源：wind、安信证券研究中心

表 8：可比公司估值

代码	公司	股价	市值	市盈率				EV/EBITDA			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600600.SH	青岛啤酒	85.9	954	53.2	37.4	35.0	29.2	34.0	21.5	18.8	15.1
600132.SH	重庆啤酒	119.0	576	53.5	54.1	41.5	33.9	22.5	19.6	14.9	12.4
002461.SZ	珠江啤酒	7.5	166	41.6	32.9	21.3	18.8	24.1	18.5	14.0	-

000729.SZ	燕京啤酒	7.3	205	103.9	70.7	52.5	37.7	18.0	12.2	10.0	7.0
-----------	------	-----	-----	-------	------	------	------	------	------	------	-----

资料来源: wind、安信证券研究中心 注: 青岛啤酒、重庆啤酒为安信预测数据, 珠江啤酒采取 wind 一致预期; 收盘价、市值等采取 3 月 18 日数据

6. 风险提示

宏观经济增速不及预期; 新品推广不及预期; 管理层变动; 食品安全事件的风险。

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034