

燕京啤酒（000729.SZ）

如何看待燕京近年的改革？

核心观点：

- **如何看待燕京啤酒的改革？**从年报的文字中来看，以“变革、改革”为关键词检索燕京年报，2022 年公司年报中提及次数迅速上升，九大变革引领公司发展，即思想、治理、组织、体制机制、运营、生产、营销、研发和文化变革，自此燕京开启改革复兴之路。
- **从年报的数字中来看**，收入端公司核心大单品燕京 U8 销量迅速增长，高端化加速；管理端精简团队、提升效率，公司近年来持续主动精简人员，23 年生产/销售/其他人员人效相较 20 年增长 70.3%/23.7%/31.2%，资金使用效率明显提升，22/23 年燕京非漓泉子公司净利润增长 2.6/1.5 亿元至 0.1/1.6 亿元，所得税率与少数股东损益占比变化亦是例证。
- **如何用发展的目光看待燕京啤酒？**我们之所以坚定看好燕京改革的方向与兑现，在公司步步推进“正确的事”之外，行业已经发展至成熟期，竞争格局稳定，其他啤酒龙头的改革成功历程亦能强化对燕京的信心。多维度对标青岛啤酒，中期维度下燕京归母净利率有望持续提升。
- **如何看待燕京啤酒的估值？**燕京表现高估值隐含了市场对其净利率未来提升的预期，随着公司非漓泉部分净利润加速增长，公司估值迅速上涨，以啤酒板块估值倒推计算燕京啤酒市值中隐含的归母净利率预期，可见市场在改革兑现后持续抱有期待，长期来看公司归母净利率有望持续提升，短期来看 Q2 旺季可期，改革有望带动营收与业绩共增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 24-26 年实现归母净利润 9.8/13.9/18.2 亿元，同比+51.4%/42.8%/30.3%，当前对应 PE28/20/15 倍，考虑到公司当前处于改革带动盈利能力追赶行业平均水平的业绩高增期，给予公司 24 年 35 倍 PE，对应合理价值为 12.1 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产品结构升级低预期，降本增效低预期，测算存在局限性，年报总结或有疏漏。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13202	14213	15141	16062	16946
增长率（%）	10.4%	7.7%	6.5%	6.1%	5.5%
EBITDA（百万元）	1242	1509	2120	2577	3056
归母净利润（百万元）	352	645	976	1394	1816
增长率（%）	54.5%	83.0%	51.4%	42.8%	30.3%
EPS（元/股）	0.13	0.23	0.35	0.49	0.64
市盈率（P/E）	84.96	37.69	28.03	19.64	15.07
ROE（%）	2.6%	4.7%	6.8%	9.4%	11.8%
EV/EBITDA	19.45	11.70	9.26	7.18	5.70

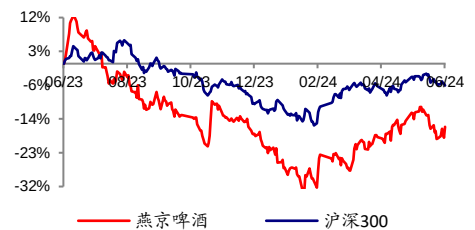
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	9.71 元
合理价值	12.1 元
前次评级	买入
报告日期	2024-06-10

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师：

郝宇新



SAC 执证号：S0260523120010



021-38003553



haoyuxin@gf.com.cn

分析师：

高鸿



SAC 执证号：S0260522010001



SFC CE No. BUQ312



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，符蓉、郝宇新并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

燕京啤酒（000729.SZ）：业绩增长亮眼，改革持续兑现	2024-04-25
燕京啤酒（000729.SZ）：改革加速，弹性可期	2024-04-17
燕京啤酒（000729.SZ）：业绩持续高增，看好未来复兴	2024-01-02

目录索引

一、如何看待燕京啤酒的改革？	5
（一）从年报的文字中，观察燕京啤酒改革	5
（二）从年报的数字中，观察燕京啤酒的改革	7
（三）定性总结燕京啤酒的改革方向与举措	12
二、如何用发展的目光看待燕京啤酒？	13
（一）为什么我们坚定看好燕京改革的兑现？	13
（二）对标青岛啤酒，燕京啤酒盈利提升空间还有多少？	16
三、如何看待燕京啤酒的估值？	21
四、盈利预测和投资建议	25
五、风险提示	27

图表索引

图 1: 燕京啤酒年报中提及“变革、改革”的次数	5
图 2: 燕京 U8 销量持续高增	7
图 3: 燕京啤酒分产品营收表现 (亿元)	7
图 4: 燕京啤酒近年吨营收表现	7
图 5: 主要企业吨酒价近年变化情况	7
图 6: 燕京啤酒近年员工变化情况 (人)	8
图 7: 燕京啤酒各类员工人数变化情况 (人)	8
图 8: 燕京啤酒近年辞退福利情况	8
图 9: 燕京啤酒近年职工薪酬占营业总成本情况	8
图 10: 燕京啤酒近年报表实际所得税率情况	10
图 11: 燕京啤酒少数股东损益占比情况	10
图 12: 2023 年燕京营收区域拆分 (百万元)	11
图 13: 2023 年燕京各子公司净利润拆分 (百万元)	11
图 14: 燕京啤酒净利润拆分 (百万元)	12
图 15: 中国啤酒行业竞争格局	13
图 16: 啤酒 (申万) 销售净利率情况	13
图 17: 啤酒 (申万) 指数与主要啤酒企业毛销差情况	14
图 18: 主要啤酒企业近年销售费用率情况	14
图 19: 主要啤酒企业 24Q1 销售费用率情况	14
图 20: 重啤、华润和青啤销售净利率情况	15
图 21: 重庆啤酒资产减值损失情况	15
图 22: 重庆啤酒员工人数	15
图 23: 华润啤酒关厂相关费用逐年降低 (百万元)	15
图 24: 华润啤酒产能优化情况	16
图 25: 青岛啤酒毛销差持续改善	16
图 26: 青岛啤酒和燕京啤酒管理费用拆分 (百万元)	17
图 27: 2023 年青啤啤酒人员构成 (人)	17
图 28: 2023 年燕京啤酒人员构成 (人)	17
图 29: 青啤和燕京 2023 年税金及附加占比	18
图 30: 青啤和燕京历年税金及附加占营收比情况	18
图 31: 燕京啤酒市值表现和预测 PE 情况	21
图 32: 青岛啤酒市值表现、预测 PE 和茅台预测 PE 情况	22
图 33: 青啤与燕京当年一致预期业绩对应 PE	23
图 34: 以啤酒 (申万) 指数估值计算燕京啤酒隐含归母净利率	23
图 35: 以啤酒 (申万) 指数估值倒推燕京啤酒隐含归母净利率的计算思路	24
图 36: 燕京 23Q2 单季度销量仍低于往年水平	24
图 37: 燕京 23Q2 单季度归母净利率仍低于往年水平	24
图 38: 燕京啤酒 2022 年以来动态 PE 情况	26

表 1: 燕京啤酒历年年报中管理层讨论与分析梳理	6
表 2: 主要啤酒企业 2020 及 2023 年人效对比	8
表 3: 燕京啤酒 2023 与 2019 年盈利能力拆解对比	10
表 4: 燕京啤酒漓泉及非漓泉子公司盈利情况 (百万元)	11
表 5: 青岛啤酒与燕京啤酒 2023 年盈利构成拆分	16
表 6: 管理人员数量及人均薪酬对管理费用率影响的边敏感性分析	18
表 7: 青啤和燕京消费税率对比	19
表 8: 中期维度下毛利率、销售和管理费用率变化对归母净利率提升幅度的边敏感性分析	19
表 9: 总员工数量视角下燕京与青啤人效对比及优化空间计算	20
表 10: 生产、销售和管理人员视角下燕京与青啤人效对比及优化空间计算	21
表 11: 半年度视角下燕京啤酒漓泉及非漓泉子公司盈利情况 (百万元)	22
表 12: 燕京啤酒盈利预测拆分	25
表 13: 可比公司估值表 (使用 2024 年 6 月 7 日收盘价计算)	26

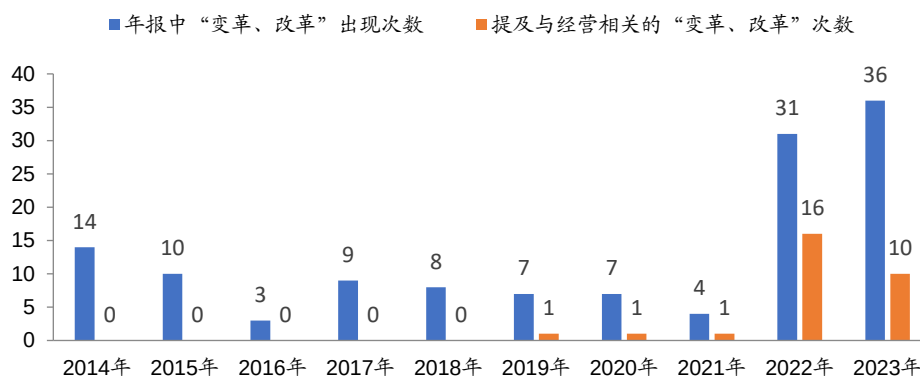
一、如何看待燕京啤酒的改革？

（一）从年报的文字中，观察燕京啤酒改革

以“变革”和“改革”为关键词搜索燕京年报，2022年是燕京变革元年。2014-2021年间公司年报提及的“改革”更多为股权分置改革而非公司内部发展的改革，自此之后公司年报中对“变革、改革”的讨论处于低位，更多在讨论产品品质、产品结构、市场建设、渠道变迁和团队打造等，2022年开始公司年报中讨论“变革、改革”的频次迅速上升，年报中的“变革、改革”聚焦于改革共识、机制改革、薪酬体系改革及各类市场化改革动作，由此可见2022年是燕京啤酒推动全面改革的关键之年。

我们认为“改革”二字的提及频率并不完全代表公司工作的推进，对“变革”和“改革”一词的检索也具有一定片面性，但是频次的提升能够反映出公司内部边际变化。

图1：燕京啤酒年报中提及“变革、改革”的次数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，经营相关的“改革”是指剔除调研提问、股权分置改革及评选奖项外中提及“改革”的情景

进一步聚焦管理层讨论与分析，九大变革引领改革。我们通过梳理2014-2023年公司年报中的管理层讨论与分析和经营情况分析部分内容，可以看出公司对行业发展态势的判断以及对内部的变化。

行业层面来看，尽管事后复盘中国人口结构以及啤酒行业产销量发展情况来看，2014年是中国啤酒行业的“拐点”，自此开始“量减”，而“价增”源于龙头啤酒企业对行业的共识、滞后于“量减”这一客观事实出现，如2014年燕京啤酒认为是天气与宏观消费环境的负面影响带来行业负增长，同年青岛啤酒的年报中也是归因为这两大因素，随后两年中青啤依然将行业销量下降归因于宏观，可以看出啤酒龙头对行业的认知的转变需要时间，啤酒企业主动思考减缓竞争与产品高端化的时间点普遍在2018年前后。

公司层面来看，2022年开启九大变革。通过对比历年燕京啤酒年报中对自身发展的讨论与分析可见，2021年公司内部首次提及大单品战略，对过去的产品品质升级和

结构优化找到了战术抓手。2022年公司提出“党建引领，坚持市场化改革”，同时提出“思想、治理、组织、体制机制、运营、生产、营销、研发和文化”九大方面变革内容，自此开启燕京改革复兴之路。2023年对于业绩的高速增长，公司将其定义为“变革驱动增长”，并进一步对九大变革对各方面影响进行了进一步探讨。

表1：燕京啤酒历年年报中管理层讨论与分析梳理

年份	管理层讨论与分析梳理
2014 年	行业：天气和宏观消费环境影响下行业负增长； 公司：公司优势巩固加强，持续增长。对产品质量、优化结构、调整市场结构、强化品牌建设、管理创新、团队建设和节能减排进行讨论；
2015 年	行业：潜力大，由成长期向成熟期发展；宏观经济、消费环境和天气因素影响行业产量负增长； 公司：克服负面因素实现了公司持续、健康、稳定发展。对结构优化、市场建设、渠道和品牌建设、完善管理和绿色生产进行讨论；
2019 年	行业：行业发展已到达成熟期； 公司：各项指标特别是经营性利润持续、稳定、健康增长。对品质升级、结构优化、市场建设、品牌建设、科学管理和线上销售进行探讨；
2020 年	行业：已经进入稳定发展的成熟期； 公司：生产经营受疫情影响，面临较大压力。对抗疫、产品、市场、营销、品牌和管理方面进行探讨；
2021 年	行业：已经进入稳定发展的成熟期，高端化进一步加快； 公司：有序推进各项工作，稳步增长。对结构优化（提出大单品战略）、渠道建设、市场开发、产品质量、多样化营销和科学管理体系进行探讨；
2022 年	行业：是国内竞争最激烈的行业之一，高端化加快，高端化、品牌化是未来趋势； 公司：党建引领，坚持市场化改革，发展呈现了质的有效提升和量的稳增长的良好态势；对思想变革、治理变革、组织变革、体制机制改革、运营变革、生产变革、营销变革、研发和文化变革等多角度探讨；
2023 年	行业：是国内竞争最激烈的行业之一，高端化加快，高端化、品牌化是未来趋势； 公司：变革驱动增长，有力支撑了经营业绩的连续向好。对九大变革以及市场建设、产品力、品牌创新、公司治理、成本挖潜和运营效率等方面进行探讨。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结合2022和2023年报理解“九大变革”。燕京啤酒“九大变革”分别是思想、治理、组织、体制机制、运营、生产、营销、研发和文化九大方面，具体总结来看：

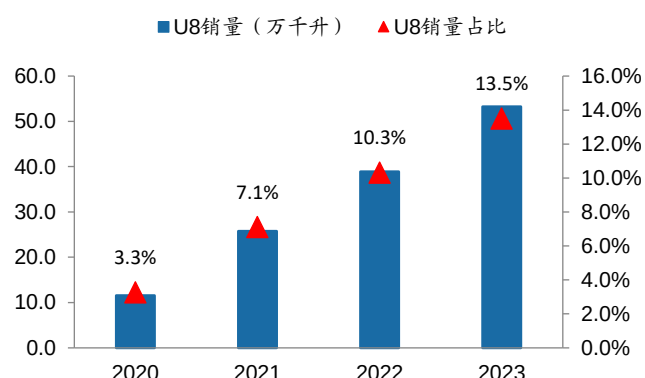
- （1）思想变革：党建引领，问题导向，加强作风建设。强调强化干部思想教育，凝聚改革共识，以思想教育为先推动改革。
- （2）治理变革：精简董事会提高决策效率，优化董事会人员构成以及专业委员会构成。优化人员配置提升治理水平。
- （3）组织变革：构建“1+5+N”总部全新组织架构，强化总部垂直管理和赋能指导子公司的能力，提高集团化经营管控效能。公司旨在以总部为中心形成合力，推动经营效率的提升。
- （4）体制机制变革：突出市场化导向，优化薪酬与绩效管理办法。突出“能者多劳、能者上”的考核与任命体系。
- （5）运营变革：精细化管理、提质增效。强化公司资源整合能力，同时强调预算管理，多方面提升体系建设。

- (6) 生产变革：通过卓越管理体系强化生产能力。在生产端全面提升效率。
- (7) 营销变革：产品端U8大单品战略+U8全链路营销带动增长，市场端“百县工程”为契机打造样板市场并全国推广。形成统一的营销打法。
- (8) 研发变革：洞察需求研发探索未来高端化单品。
- (9) 文化变革：塑造新时期“有你文化”。

(二) 从年报的数字中，观察燕京啤酒的改革

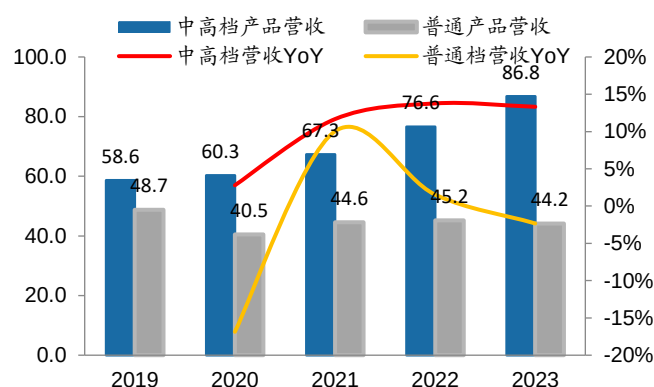
产品高端化：U8大单品表现亮眼，高端化进程持续加速。公司2020年推出燕京U8后，2021年确立大单品战略推动燕京U8全国化，U8销量从2020年的超10万千升迅猛增长至2023年的53.2万千升，销量占比从2020年的3.3%提升10.2pct至13.5%，带动报表端中高档产品营收占比提升11.6pct至66.3%，我们认为未来燕京U8作为公司8元价格带的核心产品，销量占比有望提升至20%以上，公司。2023年燕京啤酒吨酒价为3605.1元/千升，较2020年吨价增长16.6%，与青啤和华润两大龙头共享行业高端化红利。

图2：燕京U8销量持续高增



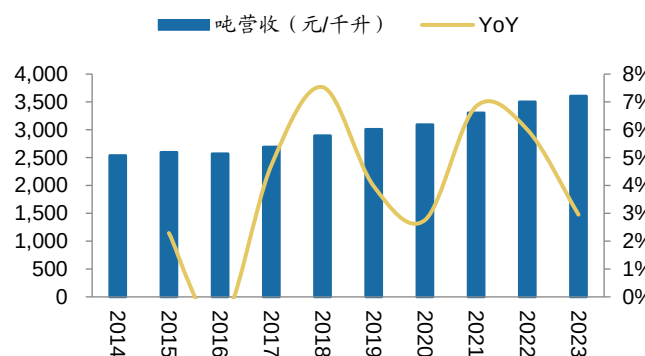
数据来源：顺义发布，北控集团年报，广发证券发展研究中心

图3：燕京啤酒分产品营收表现（亿元）



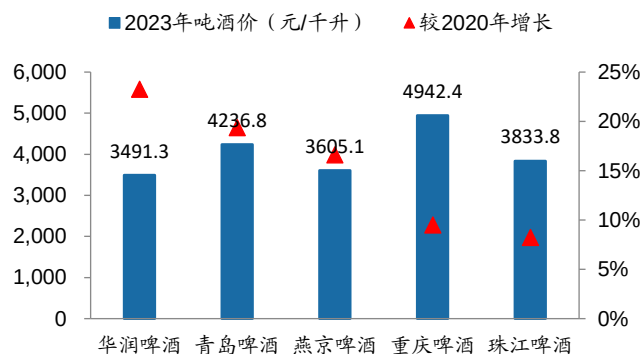
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：燕京啤酒近年吨营收表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

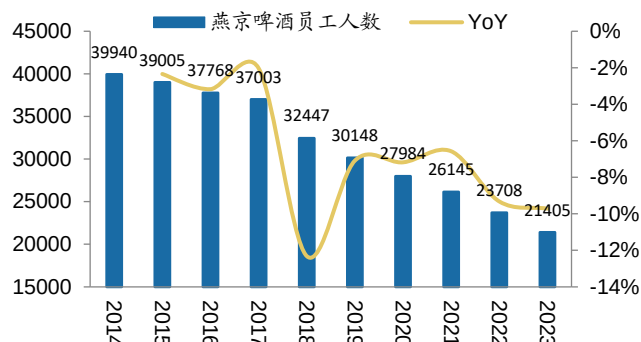
图5：主要企业吨酒价近年变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

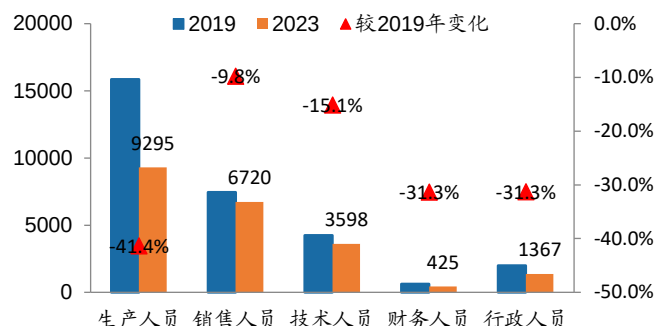
人员效率：精简团队，提升效率。自2018年开始燕京啤酒开始加速人员优化，但由于在全国范围内分子公司林立，导致生产与管理人员冗杂，本次改革中公司重点亦集中于生产和行政端人员效率的提升，辞退福利的快速增加反映出公司正在加速人员优化工作。燕京啤酒是2020年以来人员效率提升最快的企业，2023年生产/销售/其他人员人数相较2020年增长70.3%/23.7%/31.2%。近年来辞退福利逐年提升反映出公司对人员效率提升的决心，随着改革公司当前员工薪酬占营业总成本比重稳中有降，预计未来人效有望进一步提升。

图6：燕京啤酒近年员工变化情况（人）



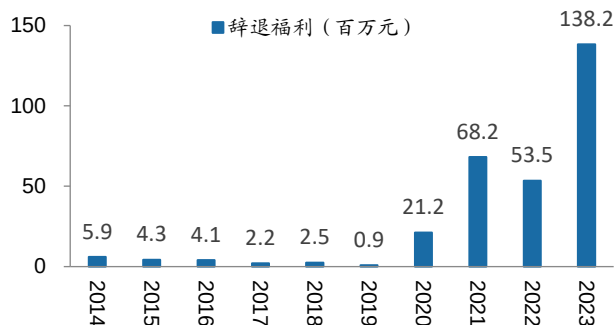
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：燕京啤酒各类员工人数变化情况（人）



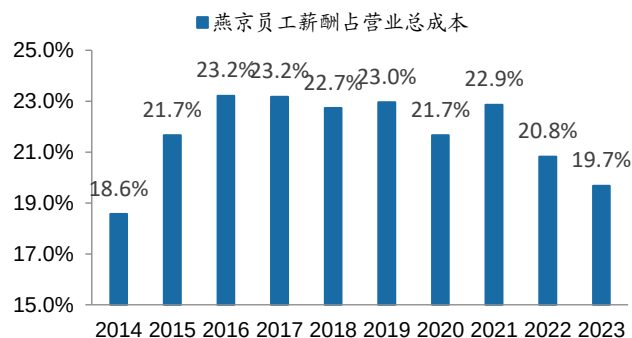
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：燕京啤酒近年辞退福利情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：燕京啤酒近年职工薪酬占营业总成本情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表2：主要啤酒企业2020及2023年人数对比

公司	员工人数			销量（万千升）			生产人员人均啤酒销量（千升/人/年）			销售人员人均啤酒销量（千升/人/年）			其他人员人均啤酒销量（千升/人/年）		
	2020	2023	变化幅度	2020	2023	变化幅度	2020	2023	变化幅度	2020	2023	变化幅度	2020	2023	变化幅度
青岛啤酒	35678	30687	-14.0%	782	801	2.4%	497	584	17.5%	681	825	21.2%	925	1104	19.4%
燕京啤酒	27984	21405	-23.5%	353	394	11.5%	249	424	70.3%	474	587	23.7%	558	731	31.2%
重庆啤酒	6676	6869	2.9%	242	300	23.7%	1258	1578	25.4%	835	992	18.8%	1311	1540	17.4%
珠江啤酒	4562	4637	1.6%	120	140	17.0%	559	590	5.6%	1345	1574	17.1%	787	1024	30.1%
华润啤酒	27000	27000	0.0%	1110	1115	0.5%									

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，重庆啤酒2020年人员结构表现按2021年生产和销售人员数量进行计算

费用效率：优化管理释放盈利能力。2023年较2019年公司利润总额率及归母净利率分别增加3.6和2.5pct，拆分来看：

收入端：毛利率下滑1.4pct，但得益于费用投放精细化毛销差上涨0.3pct；

税金及附加率：2023年燕京啤酒税金及附加占营收比为8.6%，较2019年的9.7%下降1.2pct，其中营业及附加从2019年的11.2亿元增长9.2%至12.2亿元，而同期营收增长23.9%至142.1亿元，税金及附加中约74%为消费税，税金及附加率的下降主要系公司吨酒价近年迅速提升，而消费税为随量税（啤酒出厂吨酒价在3000元以内的为200元/吨，吨酒价在3000元以上的为250元/吨，若吨酒价跨越3408元/千升则后续消费税率持续下降， $250 \div (220 \div 2999) = 3408$ 元/千升），2019年燕京啤酒整体吨酒价为3009元/千升、消费税占营收比为7.1%，2023年燕京啤酒吨酒价为3605元/千升、消费税占营收比为6.4%，可以看出随着产品结构高端化的推进，燕京啤酒消费税率有望进一步下降，这也是公司U8快速放量在报表端的例证。

其他费用率：财务费用与其他收益贡献其他费用率下降2.2pct，其中财务费用变化主要系近年公司利息收入持续提升，2023年公司利息收入2.2亿元，较2019年增长592%，考虑到2019和2023年公司货币现金分别为27.7和72.1亿元，按平均货币资金计算2019/2023年公司利息率分别为1.3%/3.2%，可见公司在报表端持续积累现金的同时资金使用效率亦在持续提升；

所得税率：亏损子公司减少有助于报表实际税率向应用税率靠近。据燕京啤酒2019和2023年报，公司北京总部、漓泉啤酒和雪鹿啤酒等一众经营主体作为高新技术企业企业所得税按15%计缴，而2019-2023年公司实际所得税率为37.5%/38.1%/34.1%/20.9%/17.7%，其中2019-2021年所得税率显著高于主要盈利经营主体15%的所得税率，我们认为主要系较多子公司亏损从而在分母端拖累盈利能力，而分子端核心盈利子公司正常缴税带动合并报表实际税率过高，2017年燕京啤酒实现2000年以来最低净利润1.7亿元、报表所得税率高达51.8%的原因亦如此，2022和2023年报表所得税率的下降我们认为是亏损子公司扭亏的印证。

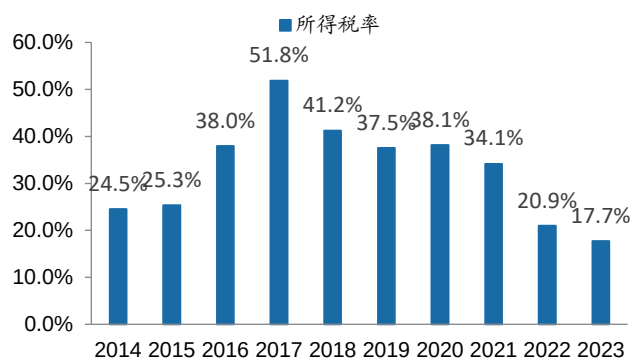
少数股东损益占比：燕京啤酒子公司中漓泉啤酒盈利能力最强，以2023年为例，燕京啤酒合并报表后净利润为8.5亿元，而漓泉啤酒净利润为6.9亿元，而燕京啤酒持有漓泉啤酒股权的75.77%，进而产生少数股东损益。从2014年以来少数股东权益占比可见，随着燕京盈利能力下降以及2020年外部消费环境的改变，少数股东权益占比进一步提升，我们认为这反映出以漓泉啤酒为代表的优势区域子公司盈利稳定，而弱势区域子公司亏损幅度有所扩大，进而带动少数股东权益占净利润之比提升，未来若弱势子公司持续减亏或扭亏为盈，在漓泉啤酒盈利稳定、少数股东损益稳定的情况下，少数股东损益占比有望持续下降。

表3: 燕京啤酒2023与2019年盈利能力拆解对比

	2019	2023	变化 pct
毛利率	39.1%	37.6%	-1.4
税金及附加/营收	9.7%	8.6%	-1.2
销售费用率	12.9%	11.1%	-1.8
管理费用率	11.3%	11.4%	0.1
其他费用/营收	1.5%	-0.8%	-2.2
其中: 研发费用率	1.8%	1.7%	0.0
财务费用率	-0.2%	-1.2%	-1.0
其他收益/营收	0.4%	1.1%	0.7
利润总额/营收	3.7%	7.3%	3.6
所得税率	37.5%	17.7%	-19.8
少数股东权益/净利润	12.8%	24.6%	11.8
所得税+少数股东权益/营收	1.7%	2.8%	1.1
归母净利率	2.0%	4.5%	2.5

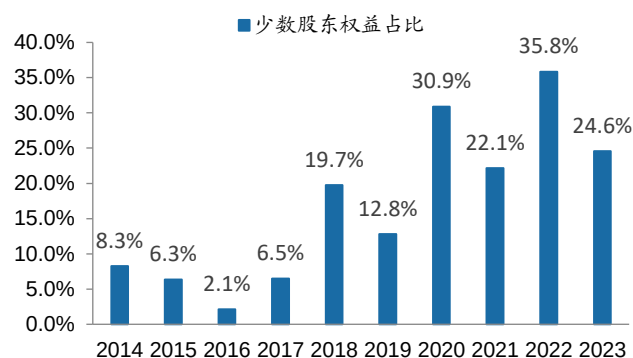
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 其他费用指除营业成本、税金及附加、销售费用和管理费用之外的费用科目

图10: 燕京啤酒近年报表实际所得税率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

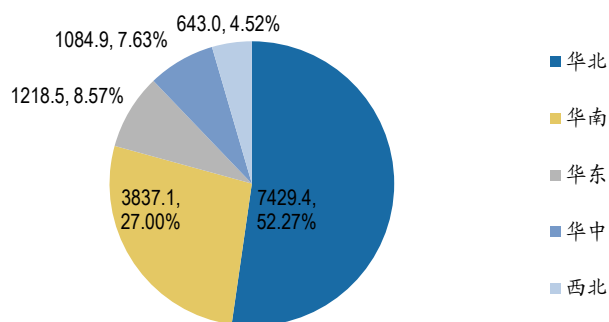
图11: 燕京啤酒少数股东损益占比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

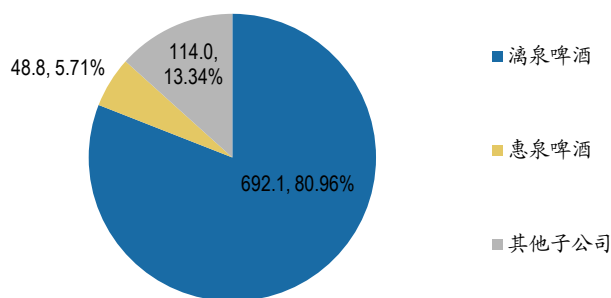
弱势子公司减亏: 减亏持续印证, 盈利持续改善可期。拆分燕京啤酒营收与净利润情况可见, 尽管2023年华北/华南地区营收占比为52.3%/27.0%, 但漓泉啤酒单一子公司净利润占公司总体净利润的81.0%, 漓泉啤酒表现十分亮眼、2023年净利率达到17%。将燕京啤酒的营收与净利润拆分为漓泉啤酒部分和非漓泉啤酒部分, 可以看到2016-2021年期间公司非漓泉啤酒部分整体持续亏损, 2022年盈亏平衡、2023年实现再次盈利, 2022/2023年非漓泉子公司净利润增长2.6/1.5亿元, 未来有望持续释放盈利能力, 同时在收入端我们可以看到改革不仅是盈利能力的释放, 收入端亦见弹性。我们认为当前燕京啤酒各项变革举措更多聚焦于弱势子公司, 旨在统一思想与方法论带动亏损子公司减亏甚至扭亏为盈, 未来漓泉持续稳定经营, 其他子公司管理提效, 燕京整体盈利能力有望持续向上突破。

图12: 2023年燕京营收区域拆分 (百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2023年燕京各子公司净利润拆分 (百万元)



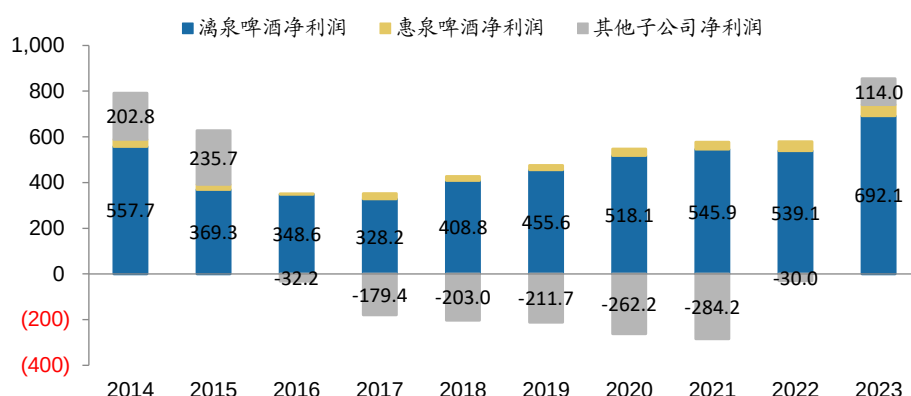
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 燕京啤酒漓泉及非漓泉子公司盈利情况 (百万元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
漓泉啤酒										
营业收入	3775.7	3604.9	3358.9	3197.7	3656.4	3901.3	3739.7	3991.2	3825.9	4064.9
YoY		-4.5%	-6.8%	-4.8%	14.3%	6.7%	-4.1%	6.7%	-4.1%	6.2%
净利润	557.7	369.3	348.6	328.2	408.8	455.6	518.1	545.9	539.1	692.1
YoY		-33.8%	-5.6%	-5.8%	24.6%	11.4%	13.7%	5.4%	-1.2%	28.4%
净利率	14.8%	10.2%	10.4%	10.3%	11.2%	11.7%	13.9%	13.7%	14.1%	17.0%
燕京啤酒-合并报表										
营业收入	13503.8	12538.3	11573.2	11195.6	11343.8	11468.5	10928.4	11961.0	13202.1	14212.9
YoY		-7.1%	-7.7%	-3.3%	1.3%	1.1%	-4.7%	9.4%	10.4%	7.7%
净利润	791.6	627.4	318.8	172.5	224.0	263.5	284.9	292.8	549.1	854.9
YoY		-20.7%	-49.2%	-45.9%	29.9%	17.6%	8.1%	2.8%	87.5%	55.7%
净利率	5.9%	5.0%	2.8%	1.5%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	4.2%	6.0%
非漓泉子公司 (燕京啤酒-漓泉啤酒)										
营业收入	9728.1	8933.3	8214.3	7997.9	7687.4	7567.1	7188.7	7969.8	9376.1	10147.9
YoY		-8.2%	-8.0%	-2.6%	-3.9%	-1.6%	-5.0%	10.9%	17.6%	8.2%
净利润	233.9	258.1	-29.7	-155.7	-184.8	-192.2	-233.2	-253.0	10.0	162.8
YoY		10.4%	-111.5%	423.8%	18.7%	4.0%	21.4%	8.5%	-104.0%	1522.3%
净利率	2.4%	2.9%	-0.4%	-1.9%	-2.4%	-2.5%	-3.2%	-3.2%	0.1%	1.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14：燕京啤酒净利润拆分（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，其他子公司净利润是将燕京啤酒合并利润表净利润减去漓泉啤酒和惠泉啤酒的净利润计算而得

（三）定性总结燕京啤酒的改革方向与举措

我们认为，燕京啤酒本次改革的核心思路以及工作抓手都在于强化总部职能、弱化分子公司不必要的决策职能，通过“集权再分权”实现效率的提升。

行业发展阶段决定公司运营状态，“集权”正当时。中国啤酒行业已经从关注营收增长与份额提升的阶段转向了聚焦盈利提升的阶段。在关注收入端表现时，资源投放意愿提升、一线自主权较强，在核心市场销量持续增长与结构升级之外，在市占率较低市场持续投入费用、不惜亏本抢销量，这一阶段“分权”尤为重要，一线以较高的自主权保证营收目标达成；在关注利润端表现时，公司更加侧重于资源投放的有效性，一线市场上决策过于分散且缺少公司整体视角下的系统性思维，决策往往难以做到全局视角下最优分配，所以“集权”尤为重要，这几年市场上啤酒企业费用投放从渠道费用转向广宣费用，不仅是满足消费者在啤酒消费高端化过程中对品牌溢价的支付需求，更是公司“集权”后的费用投放新选择，其他方面同理亦然。

具体到燕京啤酒来看，如何理解燕京啤酒的“集权”。思想变革引领公司发展方向之外，我们可以看到燕京啤酒在组织架构、体制机制、运营、生产和营销端均采用“集权”手段统筹发展，我们认为“集权”在以下几方面更为突出：

组织架构变革：以党的建设为引领，整合成立生产中心、市场营销中心、供应链中心、核算评价中心、技术研发中心。通过强化总部职能，以标准化的流程指导分子公司工作，同时在业务开展的各方面强调总部引领与指导功能；

体制机制变革：重点在于突出市场化机制考核，员工薪酬的市场化考核不仅是“能者多劳”，更是“能者上、庸者下”，这对人效提升以及费用投入产出比提高有直接影响；

生产变革：“卓越管理体系”本质上是总部统一的生产规范在全国各分子公司推广，以更高效的生产方式统筹分子公司决策，同时运营变革中资源分配与采购经由总部决策，也能极大程度地提升效率。统一生产或在短期带来技改需求，进而到时营业

成本小幅上升，但长周期来看有利于生产效率与毛利率持续提升；

营销变革：U8大单品打造本质上是销售端对分子公司的“集权”，过去分子公司大多经营区域产品，如相同产品名但包装、规格和定价各地均不同，U8大单品打造从生产到营销均由总部统筹，权力迅速集中。近年公司U8持续放量有望加速产品盈利能力释放，销售费用率稳中有降，成效显著，毛销差持续改善可期。

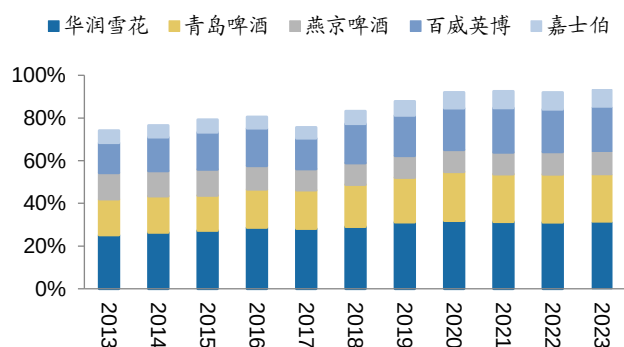
二、如何用发展的目光看待燕京啤酒？

（一）为什么我们坚定看好燕京改革的兑现？

为什么我们坚定看好燕京改革的兑现？在第一部分我们从报表的文字和数字中梳理燕京啤酒改革的脉络，可以看出2022年是燕京啤酒改革加速落地之年，而报表端业绩也在持续兑现。改革标志着企业经营过程中的重大转向及变化，需破釜沉舟之志、行坚韧不拔之事，我们之所以坚定看好燕京改革的方向与兑现，在公司不断执行“正确的事”之外，行业发展阶段与其他啤酒龙头的改革历程亦能强化信心。

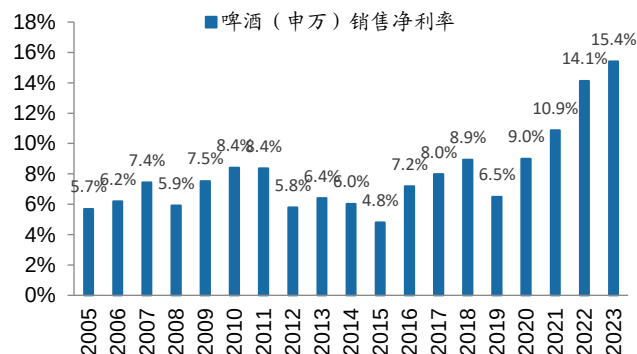
行业格局稳定难生变，向“商业模式”要利润。根据中国酒业协会及近年啤酒龙头销售表现，2023年我们测算华润/青啤/百威/燕京/嘉士伯（重啤）市占率分别为31.2%/22.2%/20.8%/10.9%/8.3%，CR5高达93.4%，考虑到各啤酒龙头在不同省市之间存在区域高市占率优势市场。尽管对标海外市场中国CR2和CR3相对分散，但考虑到中国消费者在地理上分布差异极广，同时前五大龙头分别为央企、地方国企和外资，收并购概率较小，带动行业竞争格局稳定。啤酒行业供给端稳定，需求端作为酒精类饮品也较为稳定，在行业“量减”的大背景下龙头转向“价增”，本质是供给侧高确定性情况下企业进一步谋求增长，2023年啤酒（申万）指数销售净利率高达15.4%，而燕京啤酒仅为6.0%，当前作为龙头之一的燕京啤酒推进内部改革，是向啤酒行业竞争格局与商业模式“要利润”的过程。

图15：中国啤酒行业竞争格局



数据来源：中国酒业协会，广发证券发展研究中心，2022 和 2023 年市占率为上市公司销量增速及行业产量增速测算而得

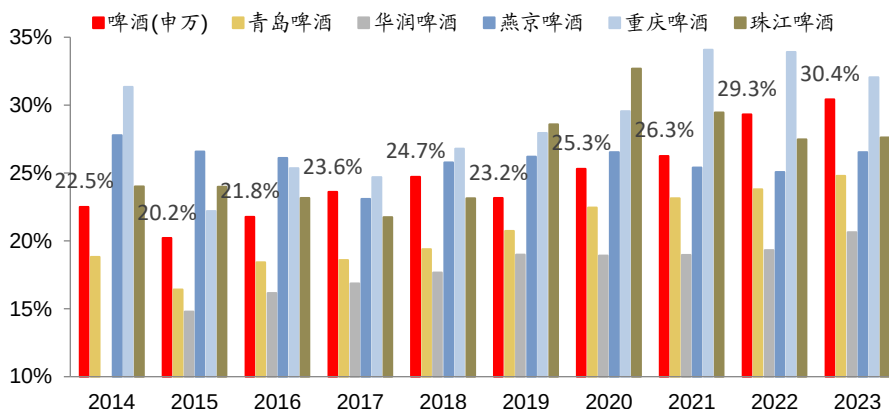
图16：啤酒（申万）销售净利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

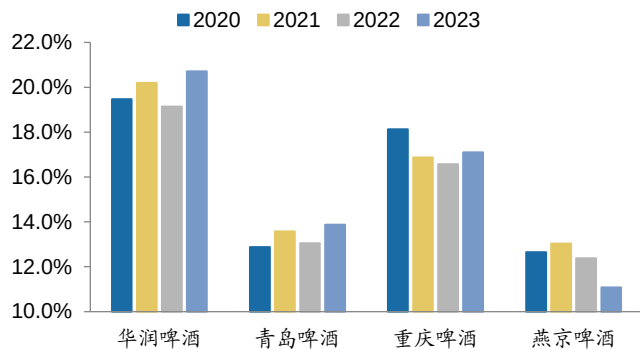
竞争思维弱化，24Q1见证共识。我们认为行业在收入端降速后转向追求净利润与净利率的提升，这催生了行业高端化趋势以及弱化竞争思维的经营导向，可以看到今年行业毛销差持续扩大，我们认为销售费用投放从过去收入端的货折和买赠转向销售费用端的广告宣传，2020年以来销售费用率整体稳定，24Q1市场担心啤酒行业在成本下行期或加大费用投入，而实际企业经营保持理性克制，行业未见显著增投费用带动竞争恶化。

图17：啤酒（申万）指数与主要啤酒企业毛销差情况



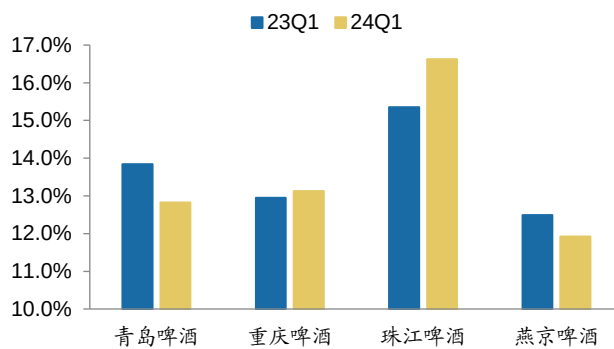
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：主要啤酒企业近年销售费用率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，青岛啤酒和重庆啤酒追溯调整2020年运费对销售费用的影响

图19：主要啤酒企业24Q1销售费用率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

重啤、华润和青啤过去的路，印证燕京当下的正确。尽管各家啤酒企业的发展路径、渠道模式和经营思路各不相同，但啤酒行业降本增效“三板斧”行之有效，即“调结构+关产能+提人效”。

重庆啤酒在2013-2015年推动“勇者之路”计划，推动SKU精简与品牌升级，“重庆”品牌替代“山城”品牌，嘉士伯与乐堡等国际品牌被引进中国市场；2014-2016年推动“资源新征程”计划，只在供应链优化、提高运营效率，公司通过关停落后工厂的方式推动资产使用效率提升，短期来看资产减值损失与人员安置费用对利润表形成

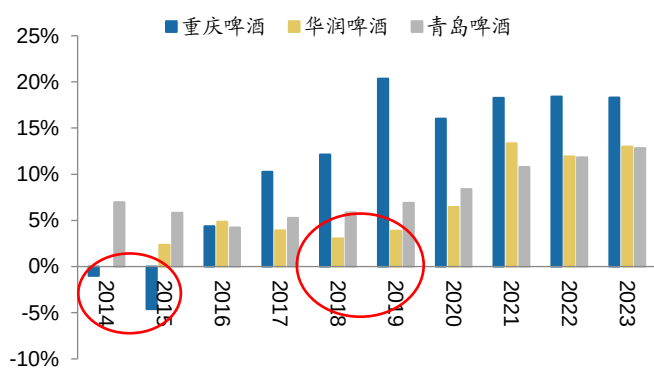
冲击，但长期来看产能利用率与费效比提升推动盈利能力显著改善；

华润啤酒在2017年推动“刀尖向内”改革，关闭落后产能的同时优化人员效率，公司从2016年的5.8万人加速优化至2021年的2.5万人，工厂数量从2019年的98家优化至2021年的65家，平均单厂产能迅速提升；

青岛啤酒同步推进产能整合工作，近年来“小步快跑”、每年关停1-2家小工厂产能，持续提升运营效率，同时公司发布股权激励后经营过程中重利润重ROE，产品高端化推进节奏快、毛销差显著改善，经营效率有了较大提升。

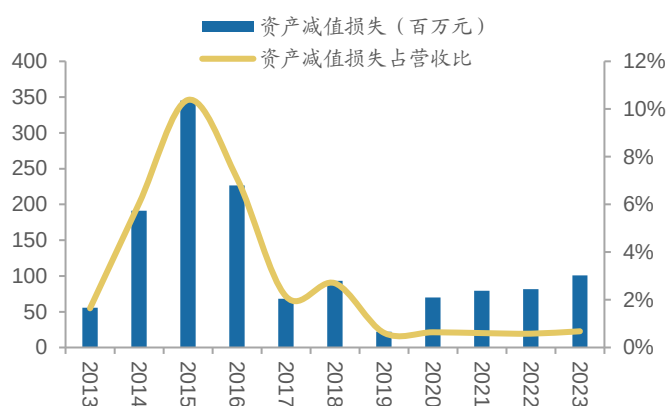
由此可见，啤酒龙头具备共性的改革路径和经验，强化了燕京啤酒改革成功的可能性，当前燕京啤酒思路清晰、方向明确，盈利弹性值得期待。

图20：重啤、华润和青啤销售净利率情况



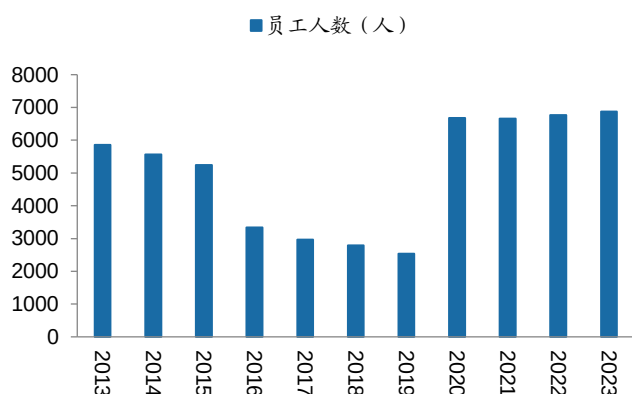
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：重庆啤酒资产减值损失情况



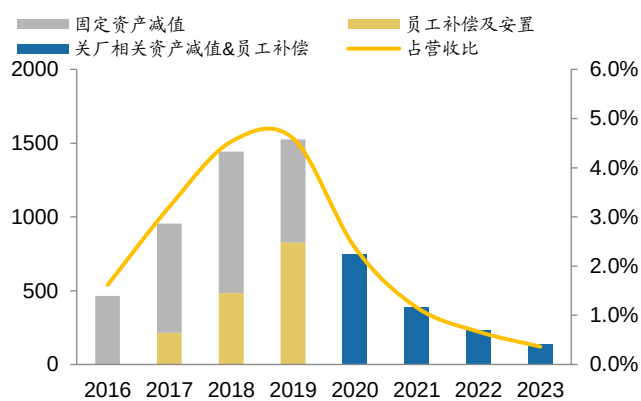
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图22：重庆啤酒员工人数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：华润啤酒关厂相关费用逐年降低（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/956053115151010214>