

# 华润喜力战略合作靴子落地，中高端化进程有望加速



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 事件

- 华润啤酒发布公告，公司控股股东 CBL 拟作价 243.5 亿港元向喜力出售相当于 CBL 股本 40% 的新 CBL 股份，同时华润创业以 4.63 亿欧元的总现金对价购买 520 万股喜力库藏股（相当于喜力 0.9% 股权）。此外，华润啤酒还与喜力就双方集团达成长期战略合作安排签订了《商标许可协议条款清单》、《主要条款清单》以及《框架协议条款清单》：签订在中国大陆、香港和澳门内独占使用 Heineken 品牌的商标许可协议。喜力转让其在地域的现有业务，并将其业务与集团在中国境内的啤酒业务融合；以及签订框架协议，以使华润能够借助 Heineken 集团的全球经销网络，支持和加快公司的雪花品牌和其他中国啤酒品牌的国际成长并使其成为首选中国啤酒品牌。

## 核心观点

- **合作靴子落地，双方有望实现品牌与渠道协同。**我们认为本次合作对于华润和喜力双方均能产生较积极影响。华润的劣势主要在于雪花品牌力上的短板和中高端产品线的缺乏，借助喜力欧洲第一全球第二的品牌力，华润有望进一步提升国内和国际影响力，同时打开中高端啤酒市场。华润在国内的优势主要在于其较强的渠道，喜力在福建、广东、海南、澳门等地具备一定网络优势，合作后一方面华润在华南区域的渠道力有望增强，另一方面华润可进一步整合网络渠道来销售喜力，帮助喜力扩大铺货范围，带动销量提升。之前喜力受制于渠道短板，在中国大陆市占率不足 1%，未来随着渠道逐渐完善，收入有望打开上行通道，并表后增厚华润业绩。
- **行业加速向中高端升级，提价+结构改善驱动增长。**随着喜力注入，补充华润中高端系列，华润有望引领行业结构升级，前三大玩家齐力做大中高端市场，加速出清低端产能。在行业销量增长有限背景下，收入增长将持续由价格侧驱动。基于以下原因，我们认为行业存在持续提价基础：1) 对标乳制品和调味品等其他大众消费品，成本上涨背景下提价均较为顺畅。啤酒行业 CR5 已达 75%，CR3 约 60%，高集中度赋予龙头较大话语权。而行业盈利能力偏弱，成本上涨背景下寡头具备集体提价预期；2) 国内啤酒吨价偏低，百威、嘉士伯吨价几乎是国产啤酒的 2 倍，较大价差赋予厂商较为充足的提价空间，价格小幅上涨对国产啤酒性价比不会产生实质影响；3) 提价初期往往伴随促销折扣增加，降低了消费者对价格变动的感知程度。
- **短期内青啤百威遭遇挑战，长期看盈利能力有望改善。**华润携手喜力加快升级，短期看百威青啤份额提升受阻，中高端啤酒竞争或有加剧。长期看，价格增长趋势明显，若成本上涨放缓或行业竞争趋缓费用率下行，考虑到企业较低的利润基数，净利润增速有望大幅提升。

## 投资建议与投资标的

- 我们看好中高端升级的结构性机会，认为啤酒行业具备持续提价的基础和可能性，净利率存在较大提升空间。建议关注龙头地位稳固，结构不断升级的华润啤酒 (0291.HK, 未评级)；市占率领先、吨价卡位中高端、具备持续提价预期的青岛啤酒 (600600, 买入)；产品结构持续升级，清理亏损落后产能轻装运作的重庆啤酒 (600132, 未评级)；结构改善、率先提价、区域拓展稳步推进的燕京啤酒 (000729, 增持)。

## 风险提示

- 消费升级不及预期风险，中高端啤酒竞争加剧风险，成本持续上涨风险。

## 行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

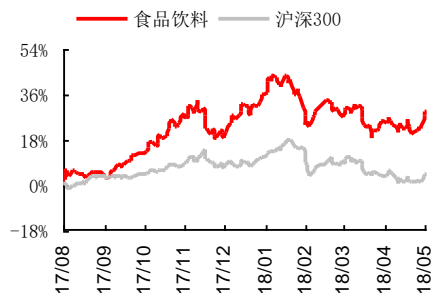
行业

食品饮料

报告发布日期

2018 年 08 月 06 日

## 行业表现



资料来源：WIND

## 证券分析师

肖婵

021-63325888\*6078

xiaochan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512070002

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

## 联系人

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

啤酒底部回转供需逐渐改善，成本上行行业存在持续提价预期 2018-05-16

啤酒结构升级价格提升驱动增长，区域割据竞争激烈期待格局改善 2018-01-25

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。

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。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有青岛啤酒(600600)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有重庆啤酒(600132)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有燕京啤酒(000729)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 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

本研究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。

本研究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备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，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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

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

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

