

# 【广发食品&海外】华润啤酒 (00291.HK)

## 啤酒行业龙头，渠道变革有望加速高端化

### 核心观点:

- **2018年是啤酒行业盈利改善拐点,预计未来10年行业收入CAGR4%左右。**根据统计局等,20年中国规模以上啤酒企业总收入1150.83亿元,01-20年复合增长5.79%,预计未来十年收入复合增长4%左右。分量价来看,20年啤酒产量3411.11万吨,随着我国劳动力人口数量下滑,预计未来十年产量复合增长-1%;20年啤酒均价3373.8元/吨,受益18年以来行业集中度提高、竞争格局趋稳,酒企合力推动高端化升级,产品直接提价趋于常态化,预计未来十年行业均价复合增长5%。
- **2020年华润啤酒市占率高达28.21%,长期来看龙头地位稳固。**本篇报告重点分析规模以上啤酒企业的竞争格局,排除了年收入2000万元以下的企业,因此该方法测算的竞争格局更加集中。收入口径下,20年我国啤酒行业CR5为93.92%,华润市占率28.21%排名第一。其中,华润在中低档啤酒市场市占率达32.99%,在中低档市场竞争趋缓的背景下,预计公司龙头地位有望维持;华润在高档啤酒市场市占率达19.28%,依靠喜力品牌加持叠加渠道变革,预计未来三年市占率维稳。
- **优秀的管理团队为公司核心竞争优势,渠道高端化变革有望顺利落地。**华润渠道地位强势,上下游占款能力强,(应付账款+合同负债)/总负债达43%。渠道的强势受益于优秀的管理团队和激励机制,管理团队在渠道中起到领导作用,高激励推动高积极性,激发整个渠道链条活力。公司掌舵人业务一线出身,执行力到位且视野开阔,20年起主导了渠道的高端化改革,加速高端产品放量。随着渠道变革的逐步落地,预计未来公司净利率将迎来稳步提升,同时推动ROE也进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计21-23年公司收入分别为356.23/389.69/421.67亿元,归母净利润43.12/47.99/64.97亿元,EPS 1.33/1.48/2.00元/股,对应PE为39/35/26倍。参考可比公司估值,给予22年40倍PE估值,合理价值为70.50HKD/股,维持买入评级。
- **风险提示。**产品结构升级低于预期;原材料价格大幅上涨;疫情反复。

### 盈利预测:

人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,769.00	32,468.00	35,623.23	38,968.85	42,166.66
增长率(%)	4.02	-3.85	9.72	9.39	8.21
EBITDA(百万元)	3,558.00	4,299.00	5,416.69	7,671.96	10,076.00
归母净利润(百万元)	1,312.00	2,094.00	4,311.60	4,799.05	6,497.39
增长率(%)	34.3	59.6	105.90	11.31	35.39
EPS(元/股)	0.40	0.65	1.33	1.48	2.00
市盈率(P/E)	89.45	92.84	38.84	34.89	25.77

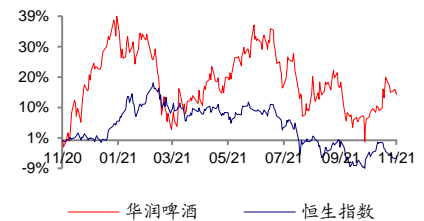
数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	61.50 港元
合理价值	70.50 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-11

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3244.18/3244.18
总市值/流通市值(百万港元)	199516.88/199516.88
一年内最高/最低(港元)	75.40/53.00
30日日均成交量/成交额(百万)	6.78/415.95
近3个月/6个月涨跌幅(%)	-3.27/-3.87

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 相关研究:

- 食品饮料行业:啤酒行业高端化,重啤和华润最受益 2021-08-13
- 重庆啤酒(600132.SH):西部地区龙头地位稳固,ROE有望维持高位 2021-06-16
- 食品饮料行业:啤酒行业未来10年有望形成双寡头格局,CR2有望达60%+ 2018-07-03

### 联系人:

张子健

zhangzijian@gf.com.cn

## 目录索引

一、2018 年是啤酒行业盈利能力改善的拐点，预计未来 10 年收入复合增长 4%左右.....5	
(一) 劳动力人口数量降低导致啤酒产量下滑，预计未来 10 年复合增长-1%左右 ..6	
(二) 竞争趋缓提价常态化叠加产品结构升级，预计未来 10 年均价复合增长 5%...7	
二、2020 年华润啤酒市占率高达 28.21%，长期来看龙头地位稳固..... 11	
(一) 2020 年华润在中低档啤酒市场市占率达 32.99%，长期有望继续维持稳定 .13	
(二) 2020 年华润在高档啤酒市场市占率达 19.28%，预计未来三年维稳 ..... 14	
三、优秀的管理团队和激励机制为核心竞争优势，渠道高端化变革有望顺利落地 ..... 15	
(一) 产品：主打“4+4”产品组合，产品结构升级空间大.....16	
(二) 品牌：联姻喜力补齐高端品牌短板，国际品牌后备力量充足..... 18	
(三) 渠道：管理层经验丰富且视野开阔，赋能渠道实现高端化转型 .....21	
四、盈利预测..... 27	
五、风险提示..... 28	

## 图表索引

图 1: 2001-2020 年中国啤酒产量复合增长 2.12%，其中 2013-2020 年复合增长 -5.27% .....	5
图 2: 2001-2020 年中国啤酒行业均价复合增长 3.59%，其中 2018-2020 年复合增长 4.32% .....	5
图 3: 2001-2020 年中国啤酒行业收入复合增长 5.79%，其中 2018-2020 年复合增长 -4.18% .....	6
图 4: 中国劳动力人口数量自 2013 年开始下滑 .....	6
图 5: 日本劳动力人口数量自 1997 年开始下滑 .....	6
图 6: 美国劳动力人口数量一直保持着增长的态势 .....	7
图 7: 2020-2030 年联合国预测中国劳动力人口占总人口比例从 70.32% 下降至 67.37% .....	7
图 8: 日本啤酒产量自 1997 年开始下滑 .....	7
图 9: 美国啤酒产量维持稳定 .....	7
图 10: 进口大麦价格波动导致啤酒提价 .....	8
图 11: 纸箱价格上涨导致啤酒提价 .....	8
图 12: 2001-2018 年啤酒行业 CR5 从 28.0% 提升至 73.1%，提升了 45.1pct .....	8
图 13: 2018-2020 年各大酒企的毛利率稳步提升 .....	8
图 14: 居民收入水平提升为啤酒结构升级提供了基础 .....	9
图 15: 16-19 年重庆啤酒中高档酒销量复合增速分别为 5.08%、4.56% .....	9
图 16: 中国啤酒厂商吨价相较国际龙头仍有提升空间（元/吨） .....	9
图 17: 中国啤酒零售均价低于美国和日本（元/升） .....	9
图 18: 收入口径下，2020 年我国啤酒行业 CR5 为 93.92% .....	11
图 19: 销量口径下，2020 年我国啤酒行业销量 CR5 为 93.46% .....	11
图 20: 2020 年中国 80% 以上省市区市场格局已定，聚焦优势市场成为未来啤酒企业发展的主旋律 .....	13
图 21: 收入口径下，华润在中低档啤酒行业市占率达 32.99% .....	14
图 22: 销量口径下，华润在中低档啤酒行业市占率达 35.09% .....	14
图 23: 收入口径下，华润在高档啤酒行业市占率达 19.28% .....	14
图 24: 销量口径下，华润在高档啤酒行业市占率达 20% .....	14
图 25: 2018-2020 年华润啤酒 ROE 提升了 5pct，明显高于其他啤酒企业 .....	15
图 26: 2018-2020 年，华润 ROE 和净利率分别从 5.24% 和 3.03% 提升至 10.24% 和 6.45% .....	15
图 27: 华润啤酒的产品结构整体偏中低端（万吨） .....	16
图 28: 15-20 年，华润销量复合增长 -1.02%（万吨） .....	16
图 29: 15-20 年，华润均价复合增长 3.43%（元/吨） .....	16
图 30: 2015-2020 年，华润毛利率提升 7.33pct .....	17
图 31: 2018-2020 年，华润净利率年均提升 1.71pct .....	17
图 32: 国内产品以精准定位目标群体，实现全年龄阶段消费者全面覆盖 .....	17
图 33: 预计未来三年华润高档啤酒销量复合增长 18%，达到 194 万吨左右 .....	18

图 34: 华润、喜力品牌成长曲线.....	19
图 35: 2019 年 4 月华润收购喜力中国股份完成交割.....	19
图 36: 背靠喜力集团, 公司拥有丰富的国际品牌后备力量.....	19
图 37: 勇闯天涯 SuperX 连续赞助三季《这就是街舞》.....	20
图 38: 2020 年公司销售费用率达 18.86%.....	20
图 39: 雪花啤酒小镇概念图.....	20
图 40: 华润采取深度分销模式, 经销商数量多、体量小、运营管理能力较低 ...	21
图 41: 2018 年高端啤酒市场份额 (销量) .....	22
图 42: 高端啤酒以餐饮渠道为主 (单位: 亿升) .....	22
图 43: 高端产品的成功运作对经销商能力提出更高要求 .....	23
图 44: 为配合高端产品动销, 华润推进渠道二次改造.....	23
图 45: 华润成立大客户平台 .....	24
图 46: 2020 年产能利用率提升至 59.2% (左轴, 个) .....	25
图 47: 公司人均创收逐年提升 .....	25
图 48: 2020 年公司应收账款周转天数下降至 3 天 .....	26
图 49: 20 年公司预收款占总收入比例提升至 2.75%.....	26
表 1: 近十年我国啤酒行业共经历 3 轮提价潮, 提价主要为覆盖成本上涨.....	8
表 2: 21-31 年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析 ..	10
表 3: 目前中国啤酒市场形成了相对清晰的竞争格局和梯队分布, 第一梯队的五大龙头已经明显胜出.....	12
表 4: 过去国内主要酒企通过收购的方式扩大自身市场份额, 目前行业格局已经趋于稳定.....	12
表 5: 啤酒行业杜邦分析.....	15
表 6: 啤酒企业渠道模式对比 .....	21
表 7: 华润啤酒高管激励机制优于同行业其他酒企 (2020 年) (薪酬单位为人民币万元) .....	24
表 8: 公司掌舵人深耕行业二十余年 .....	25
表 9: 华润啤酒业务拆分.....	27
表 10: 可比公司估值对比 (截止 2021 年 11 月 11 日) .....	27

## 一、2018 年是啤酒行业盈利能力改善的拐点，预计未来 10 年收入复合增长 4%左右

2020年中国啤酒行业收入1150.83亿元，2001-2020年复合增长5.79%。根据国家统计局和国内几家主要啤酒上市公司年报披露数据，2020年中国规模以上啤酒企业总收入1150.83亿元，2001-2020年复合增长5.79%，其中产量3411.11万吨，复合增长2.12%，均价3373.8元/吨，复合增长3.59%。分量价来看，啤酒行业的发展经历了两个重要的拐点，第一个拐点发生在2013年，受到主力消费人群数量降低以及健康诉求提升的影响，啤酒产量自2013年见顶后开始逐年下滑，行业从增量时代进入存量时代；第二个拐点发生在2018年，行业集中度提高带来产品定价权向头部酒企转移，叠加消费升级趋势下产品结构不断提升，行业均价提升速度得到加快，各酒企毛利率得到显著提升。同时，在竞争趋缓的环境下各酒企费用支出维稳，因此净利率也迎来了提升，并进一步推动其ROE改善，行业整体盈利能力开始步入上升通道。

图 1：2001-2020年中国啤酒产量复合增长2.12%，其中2013-2020年复合增长-5.27%

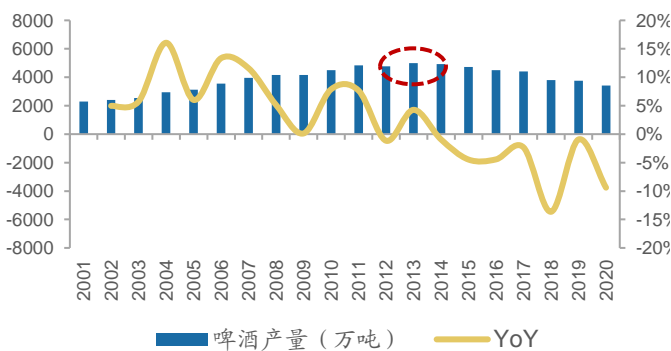
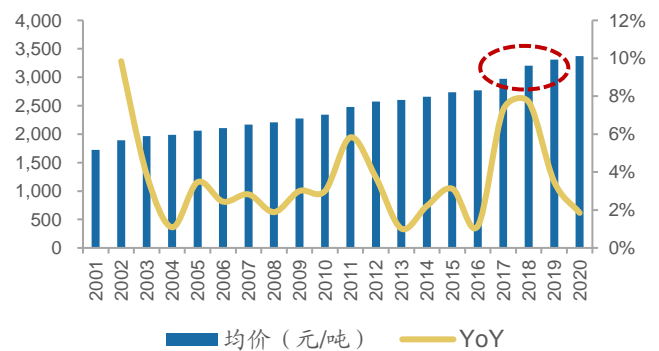


图 2：2001-2020年中国啤酒行业均价复合增长3.59%，其中2018-2020年复合增长4.32%



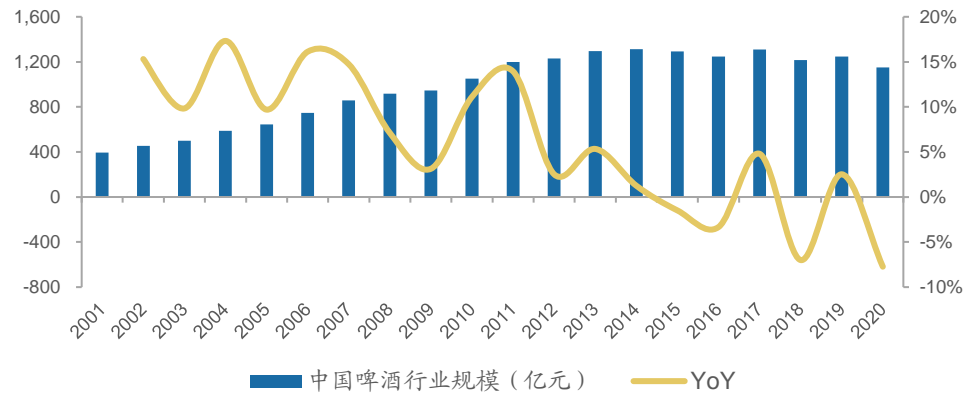
数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

以2013和2018年为界，将啤酒行业发展划分为三个阶段来看：

1. 2001-2013年，啤酒行业处于量价齐升阶段，收入复合增长10.41%，其中产量复合增长6.70%，均价复合增长3.48%。该阶段行业仍处于成长期，人口红利叠加主流厂商普遍奉行“低价跑量抢份额”的竞争策略，啤酒行业产量快速增长，均价提升相对缓慢，产量增长是推动行业收入增长的主要动力。
2. 2013-2018年，受到主力消费人群数量降低的影响，啤酒产量自2013年开始逐年下滑，同时行业竞争仍然较为激烈，均价提升缓慢，该阶段啤酒收入复合增长-1.24%，其中产量复合增长-5.27%，均价复合增长4.26%。
3. 2018-2020年，啤酒产量继续下滑，但竞争格局改善带来产品定价权转移叠加消费升级，行业均价增长开始提速，该阶段啤酒收入复合增长-2.74%，其中产量复合增长-5.27%，均价复合增长2.66%。2020年因为受到疫情影响，行业产量下滑明显，均价增长乏力。若剔除疫情年份的影响，2018-2019年两年啤酒行业收入复合增长-2.35%，其中产量复合增长-7.51%，均价复合增长5.57%，均价增速提升较为明显。

图 3: 2001-2020年中国啤酒行业收入复合增长5.79%，其中2018-2020年复合增长-4.18%



数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

### （一）劳动力人口数量降低导致啤酒产量下滑，预计未来 10 年复合增长 -1%左右

受劳动力人口数量降低影响，预计未来10年啤酒产量复合增长-1%左右。啤酒的产量主要与劳动力人口（15-64岁）数量相关。根据wind数据，我国劳动力人口数量自2013年开始下滑，同年导致啤酒整体产量也开始下滑。对比行业发展更为成熟的美国和日本，日本劳动力人口数量自1997年开始一直处于下滑的状态，啤酒产量也于1997年开始一直缓慢下滑；美国劳动力人口数量一直保持着增长的态势，啤酒产量自1980年以来一直维持稳定。根据联合国对我国未来人口结构的预测，2020-2030年中国15-64岁人口数量将从10.12亿下降至8.98亿人，15-64岁人口占总人口比例从70.32%下降至67.37%。考虑到中国未来的劳动力人口下滑比例与日本1995-2015年情况接近，我们认为中国啤酒产量未来的走势也将与日本1995-2015年经历过的情况类似。而1995-2015年日本啤酒产量复合增速-1.11%，我们预计未来10年我国啤酒产量复合增速也将维持在-1%左右。

图 4: 中国劳动力人口数量自2013年开始下滑

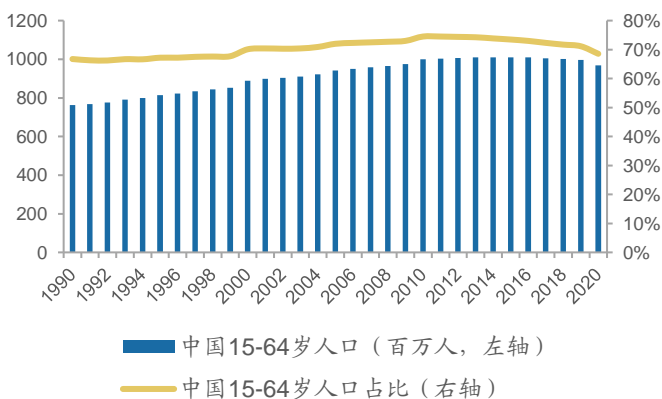
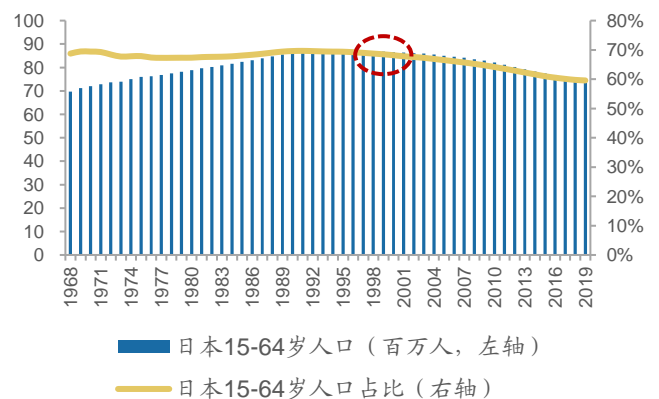


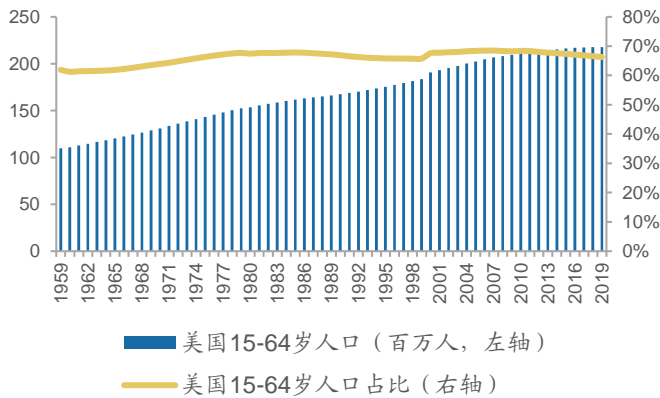
图 5: 日本劳动力人口数量自1997年开始下滑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

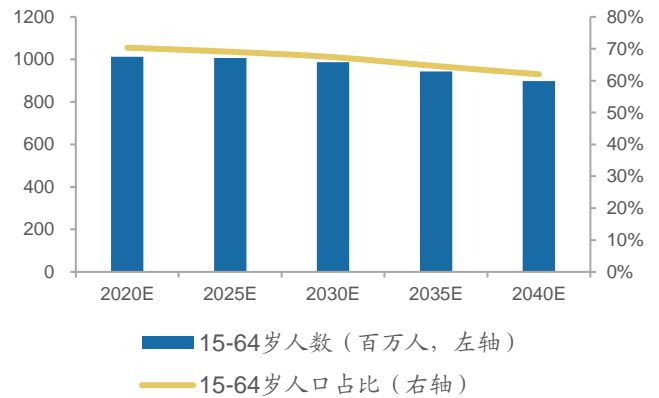
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6: 美国劳动力人口数量一直保持着增长的态势



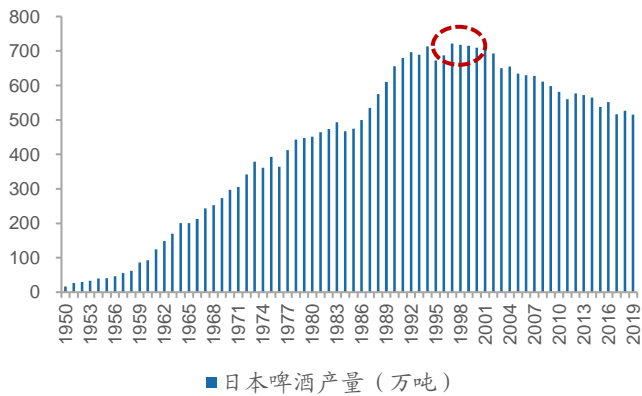
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 2020-2030年联合国预测中国劳动力人口占总人口比例从70.32%下降至67.37%



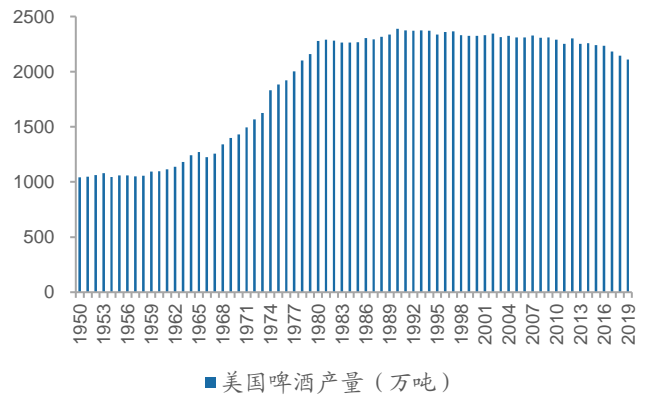
数据来源: 联合国人口署, 广发证券发展研究中心

图 8: 日本啤酒产量自1997年开始下滑



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 美国啤酒产量维持稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## （二）竞争趋缓提价常态化叠加产品结构升级，预计未来 10 年均价复合增长 5%

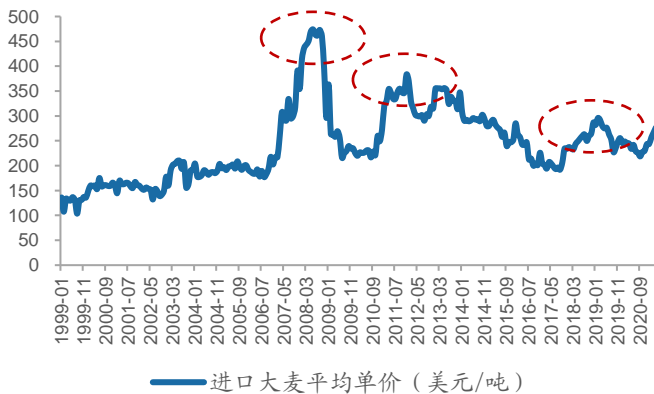
**2018年以来行业竞争趋于缓和，未来提价有望常态化。**近10年啤酒行业大规模直接提价主要有三次，分别是2008年、2011年和2018年，提价目的主要是为了应对成本的上涨。早期中国啤酒行业的地方性品牌众多，行业整体集中度较低，酒企的直接提价容易导致份额流失，产品定价权主要掌握在消费者手中。1994-2018年期间，以青岛、华润、百威为首的几大酒企开始通过收购的方式进行全国化的扩张，啤酒行业的集中度因此得到了大幅提升，CR5从2001年的28.0%提升至2018年的73.1%。随着集中度的大幅提升，2018年以来行业整体竞争也逐渐趋于缓和，直接提价对销量的负面影响有所减弱，产品定价权开始逐渐向头部酒企转移，未来行业直接提价有望常态化，直接提价对均价贡献度有望上升。

表 1: 近十年我国啤酒行业共经历3轮提价潮, 提价主要为覆盖成本上涨

提价时间	提价情况	提价原因
2008 年	青岛、重庆、燕京、金星等啤酒企业提价 5-10%	进口大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨
2011 年	青岛、燕京、华润、百威、喜力、珠江等啤酒提价 5-20%	大麦价格上涨
2018 年	青岛、华润、燕京、百威、重庆等啤酒企业 18 年初提价	大麦、玻璃瓶和纸箱价格上涨

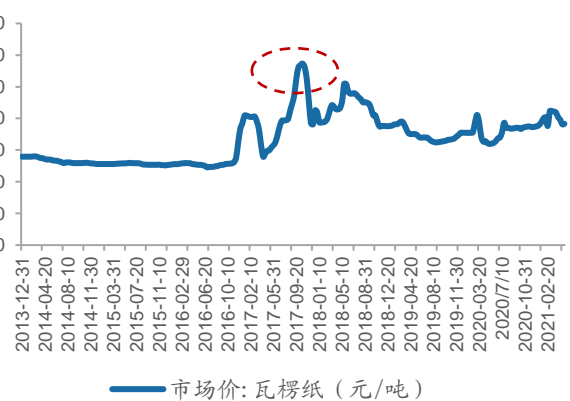
数据来源: Wind, 酒业家, 中国酿酒网, 广发证券发展研究中心

图 10: 进口大麦价格波动导致啤酒提价



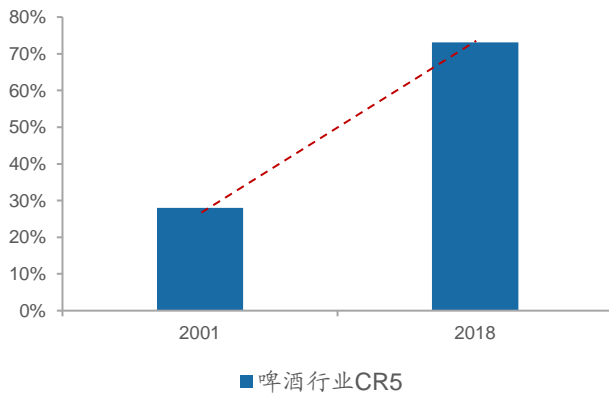
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 纸箱价格上涨导致啤酒提价



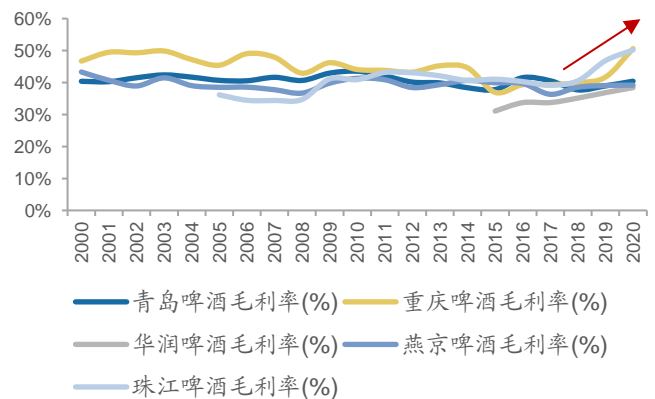
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 2001-2018年啤酒行业CR5从28.0%提升至73.1%, 提升了45.1pct



数据来源: 彭博, 公司年报, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 13: 2018-2020年各大酒企的毛利率稳步提升



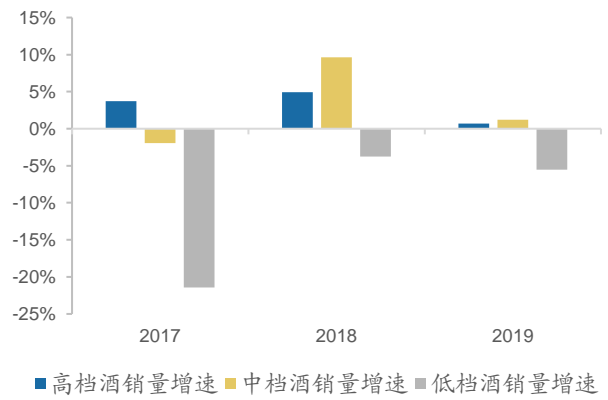
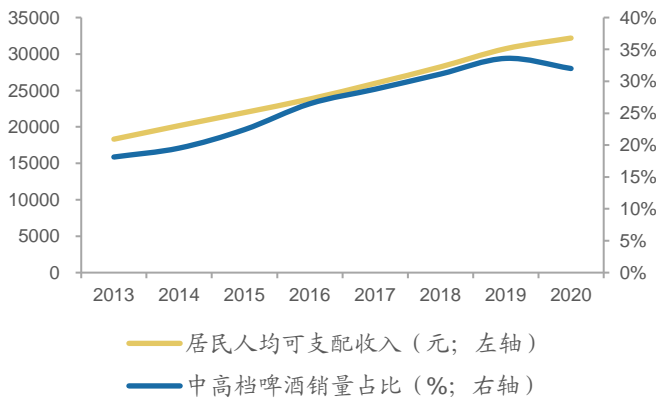
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

消费升级趋势下, 各厂商主推中高端产品, 产品结构升级有望提速。居民生活收入水平的提升是啤酒产品结构升级的基础。根据彭博和Wind, 2013-2020年, 中国城镇居民人均可支配收入从18311提升至32189元, 中档和高档啤酒销量占比合计从18.13%提升至32.01%, 其中2020年因为疫情影响娱乐等消费渠道的原因, 中高档啤酒销量占比略有下滑。根据弗若斯特沙利文, 预计未来我国人均可支配收入将持续提升, 到2024年将增至4.21万元左右。此外, 各大啤酒企业也在积极推动产品结构升级, 以重庆啤酒为例, 根据公司年报, 重庆啤酒低档酒销量连续三年处于下滑

状态，而中档酒和高档酒增速远高于低档酒，16-19年重庆啤酒低中高档酒销量复合增速分别为-0.20%、5.08%和4.56%。受益产品结构升级以及提价，重庆啤酒16-19年均价复合增速达4.38%。除了重庆啤酒外，青岛啤酒和华润啤酒等龙头均加大中高端产品布局，其中青岛啤酒提出“1+1+n”的品牌组合策略，聚焦纯生、经典1903以及白啤、皮尔森等中高端系列产品；华润于2019年引入喜力品牌，向高端啤酒领域扩展。居民生活水平的不断提升叠加各厂商聚焦推广中高端产品，我们预计未来啤酒产品结构升级有望进一步提速。

图 14: 居民收入水平提升为啤酒结构升级提供了基础

图 15: 16-19年重庆啤酒中高档酒销量复合增速分别为 5.08%、4.56%



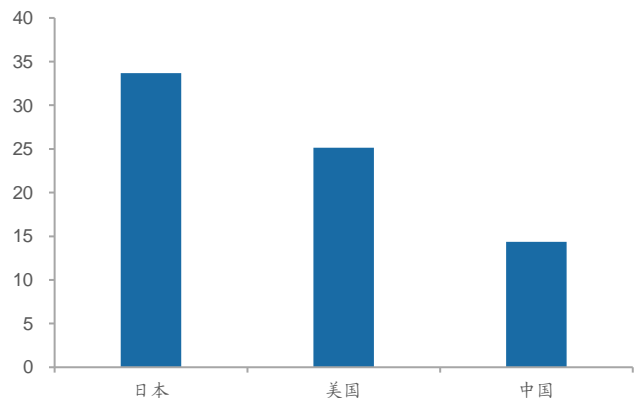
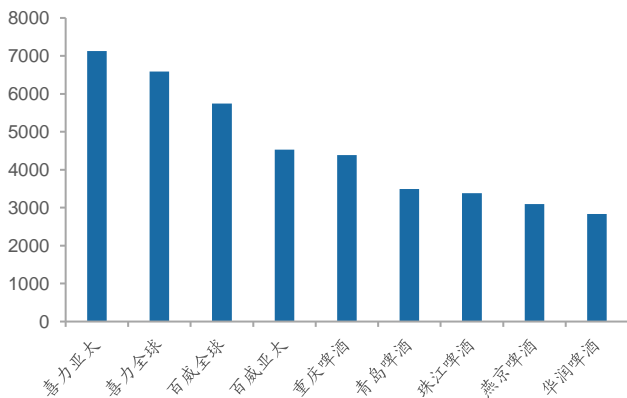
数据来源: 彭博, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

数据来源: 重庆啤酒年报, 广发证券发展研究中心

对比全球龙头啤酒厂商, 中国啤酒吨价仍有较大提升空间。对比全球龙头啤酒厂商, 中国啤酒吨价仍有较大提升空间, 2020年喜力亚太、喜力全球、百威全球、百威亚太的均价分别为7129、6587、5743、4533元/吨, 明显高于国内龙头青岛啤酒、华润啤酒的3496、2833元/吨。考虑到品牌定位以及销售区域的差异, 短期来看, 我们认为国内龙头酒企的均价有望对标百威亚太, 相较于现在仍有30%-60%的提升空间; 长期来看, 均价有望向喜力全球和百威全球靠拢。从零售价来看, 2020年中国啤酒的零售价为14.4元/升, 低于美国和日本的25.1、33.7元/升。

图 16: 中国啤酒厂商吨价相较国际龙头仍有提升空间 (元/吨)

图 17: 中国啤酒零售均价低于美国和日本 (元/升)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

自2018年以来，在行业格局趋稳叠加消费升级的背景下，各啤酒企直接提价行为逐渐趋于常态化，产品结构升级进度加快，我们预计未来10年行业均价复合增速将与18-19年的复合增速5.57%接近，达到5%左右，推动行业收入复合增长达4%左右。

表 2: 21-31年啤酒行业收入复合增速相对销量和均价复合增速的敏感性分析

21-31年啤酒行业收入复合增速		21-31年啤酒行业销量复合增速					
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%
21-31年啤酒行业均价复合增速	3%	-0.1%	0.9%	2.0%	3.0%	4.0%	5.1%
	4%	0.9%	1.9%	3.0%	4.0%	5.0%	6.1%
	5%	1.9%	2.9%	4.0%	5.0%	6.1%	7.1%
	6%	2.8%	3.9%	4.9%	6.0%	7.1%	8.1%
	7%	3.8%	4.9%	5.9%	7.0%	8.1%	9.1%

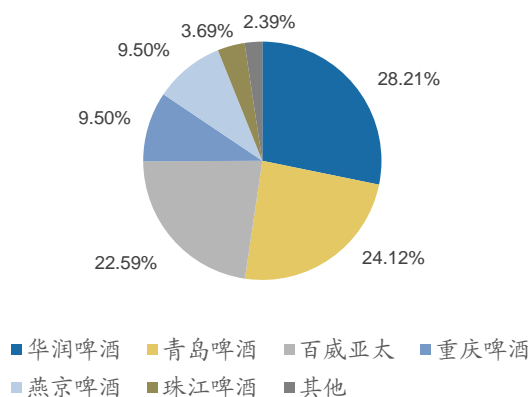
数据来源：广发证券发展研究中心

我们前期发布的深度报告《重庆啤酒：西部地区龙头地位稳固，ROE有望维持高位》、《青岛啤酒/青岛啤酒股份：升级提价、关厂增效，未来5年净利率有望达10%+》和《啤酒行业未来10年有望形成双寡头格局，CR2有望达60%+》，在行业格局部分均采用的是彭博统计的行业零售口径销量——20年啤酒行业CR5为73%。本篇报告重点分析规模以上啤酒企业（年主营业务收入在2000万元以上）在不同价格段上的竞争格局（供给端），为了更好测算规模以上酒企的市占率，我们以上市酒企和国家统计局披露的数据为标准，将行业收入、销量均还原至报表口径。需要注意的是，规模以上企业排除了年主营业务收入在2000万元以下的企业，因此该方法下测算的竞争格局相对更加集中——20年啤酒行业CR5为94%。本篇报告及后续报告将聚焦规模以上酒企的分析，因此报告内所有行业收入、销量将统一采取报表口径。

## 二、2020年华润啤酒市占率高达28.21%，长期来看龙头地位稳固

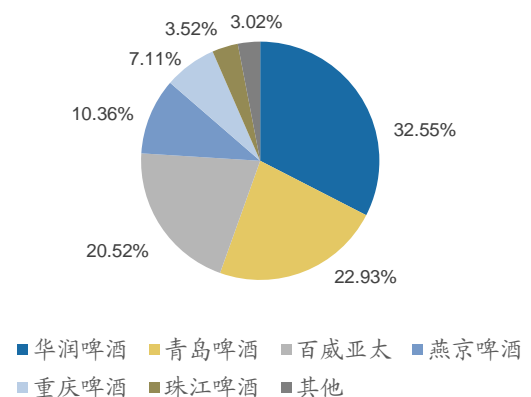
2020年我国啤酒行业CR5为93.92%，华润啤酒市占率28.21%排名第一。根据国家统计局和公司年报，从收入口径来看，2020年中国啤酒行业CR5为93.92%，前五大龙头华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、嘉士伯和燕京啤酒的市占率分别为28.21%、24.12%、22.59%、9.50%和9.50%；从销量口径来看，2020年中国啤酒行业CR5为93.46%，前五大龙头华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒和嘉士伯的市占率分别为32.55%、22.93%、20.52%、10.36%和7.11%。考虑到青岛啤酒、百威亚太和嘉士伯的产品结构相对华润和燕京啤酒更加高端，因此在收入和销量口径下前五大龙头市占率略有差异。整体来看，经历了过去十余年的收购扩张，前五大龙头无论在收入还是销量体量上相较其他酒企都明显胜出，行业格局已经较为稳定。

图 18：收入口径下，2020年我国啤酒行业CR5为93.92%



数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

图 19：销量口径下，2020年我国啤酒行业销量CR5为93.46%



数据来源：国家统计局，公司年报，广发证券发展研究中心

**表 3: 目前中国啤酒市场形成了相对清晰的竞争格局和梯队分布, 第一梯队的五大龙头已经明显胜出**

梯队	公司	实际控制人	收入市占率	销量市占率	优势区域
第一梯队	华润啤酒	国务院国有资产监督管理委员会	28.2%	32.5%	辽宁、四川、安徽、贵州、天津、黑龙江、吉林、浙江、湖北
	青岛啤酒	青岛市国资委	24.1%	22.9%	山东、陕西、山西、海南、河北
	百威亚太	百威英博集团	22.6%	20.5%	江西、福建、黑龙江
	嘉士伯	嘉士伯集团	9.5%	7.1%	重庆、新疆、宁夏
	燕京啤酒	北京市人民政府	9.5%	10.4%	北京、广西、内蒙古
第二梯队	珠江啤酒	广州市国资委	3.7%	3.5%	广东
第三梯队	惠泉啤酒	北京市人民政府	0.5%	-	福建
	兰州黄河	杨世江	0.3%	-	甘肃、青海

数据来源: 国家统计局, 公司年报, 广发证券发展研究中心 注: 销量、收入市占率均为20年数据

**表 4: 过去国内主要酒企通过收购的方式扩大自身市场份额, 目前行业格局已经趋于稳定**

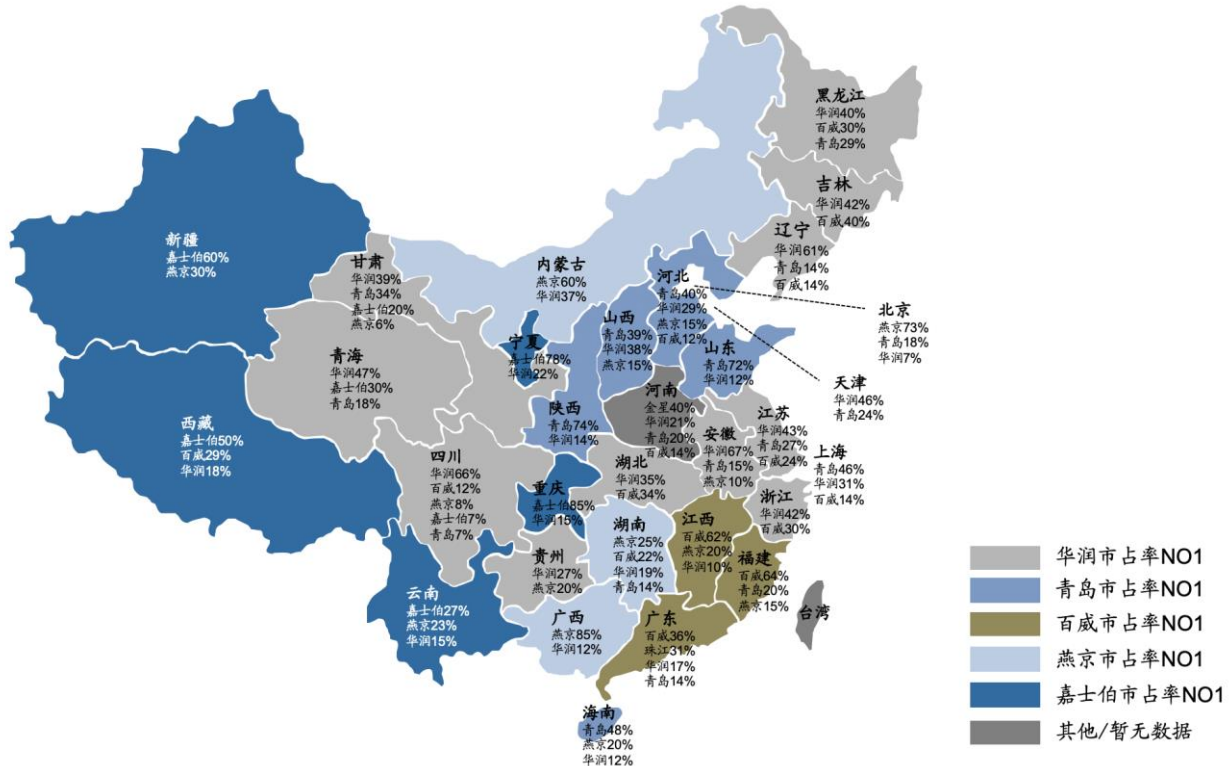
青岛啤酒	华润啤酒	百威英博
1994 年收购扬州啤酒	2000 年收购安徽圣泉啤酒	1995 年收购中德武汉长江啤酒
1995 年收购蓝妹啤酒	2001 年收购大连棒槌岛啤酒	1997 年收购金陵啤酒 60% 股份
1997 年收购日照、北海啤酒厂	2001 年收购四川蓝剑啤酒 62% 股份	2000 年收购金龙泉啤酒
1998 年收购花王啤酒、平原啤酒、凯湖啤酒	2004 年收购龙津啤酒 90% 股份, 收购狮王啤酒	2002 年收购双鹿啤酒, 收购珠江啤酒 24% 股权
1999 年收购荣成东方、功勋啤酒、熔盛东方、南极洲集团, 安丘、黄山、应城、皇妹、黄梅、八仙等数十家啤酒厂	2006 年收购安徽相王啤酒、浙江银燕啤酒	2003 年收购 KK 啤酒 70% 股权
2000 年收购潍坊、资兴、金波、崂山、龙泉、黑龙江玉泉、哈尔滨金都等十五家啤酒厂	2007 年收购蓝剑啤酒剩余 38% 股份	2004 年收购哈尔滨啤酒
2001 年收购宿迁市啤酒厂、福建、太仓、北京三环等啤酒厂	2009 年收购琥珀啤酒	2006 年收购雪津啤酒
2002 年收购银城啤酒	2010 年收购滨州啤酒	2008 年英博收购百威
2006 年收购宝鸡啤酒	2011 年收购西湖、奥克啤酒	2010 年收购大雪啤酒
2008 年收购超日、汉斯啤酒		2011 年收购维雪啤酒
2014 年收购嘉禾啤酒 50% 股权	2013 年收购金威啤酒	2013 年收购亚洲啤酒
2015 年收购绿兰莎啤酒 55% 股权	2019 年收购喜力中国	2014 年收购金士百、大富豪啤酒
2015 年收购三得利中国业务		2017 年收购精酿啤酒拳击猫

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**80%以上省市区格局已定, 预计未来区域格局稳固。**2020 年中国啤酒市场有 80% 以上的省市区格局已定, 出现明显的胜出者, 其中华润啤酒拥有 12 个优势市场, 分别为辽宁、四川、安徽、贵州、天津、黑龙江、吉林、浙江、湖北、青海、甘肃和江苏; 青岛啤酒拥有 5 个优势市场, 分别为山东、陕西、山西、海南和河北; 嘉士

伯同样拥有 5 个优势市场，分别为新疆、西藏、重庆、宁夏和云南；燕京啤酒 4 个优势市场，分别为北京、广西、湖南、内蒙古；百威英博 3 个优势市场，分别为江西、福建、广东。目前除了云南、湖南、广东、吉林和湖北等省市外，其他省市均已出现具有显著领先优势的龙头。在行业竞争趋缓的背景下，预计已经出现显著龙头的省市未来格局继续维稳，全国整体的竞争格局也将继续维稳。

图 20：2020 年中国 80% 以上省市市场格局已定，聚焦优势市场成为未来啤酒企业发展的主旋律

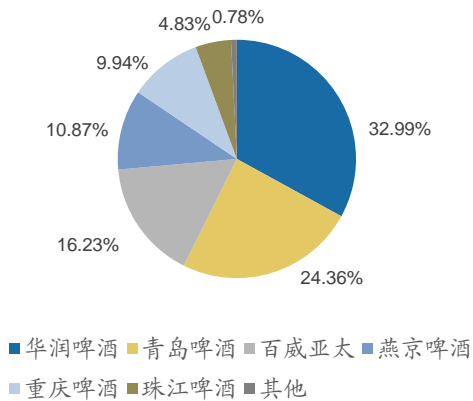


数据来源：CBNData，广发证券发展研究中心

### （一）2020 年华润在中低档啤酒市场市占率达 32.99%，长期有望继续维持稳定

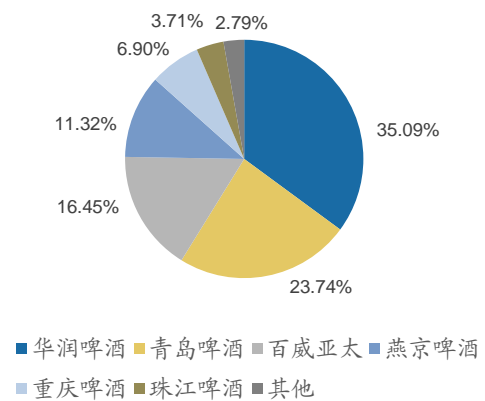
2020 年华润在中低档啤酒市场市占率达 32.99%，长期有望继续维持稳定。从餐饮渠道零售价来看，我们将 9 元及以下的啤酒定义为中低档啤酒。根据国家统计局和公司年报，从收入口径来看，2020 年华润的中低档啤酒收入达 244.35 亿元，市占率 32.99% 排名第一，高于青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒的 24.36%、16.23%、10.87%、9.94%；从销量口径来看，2020 年华润中低档啤酒销量 992 万吨，市占率 35.09% 排名第一，高于青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒的 23.74%、16.45%、11.32%、6.90%。华润的中低档啤酒体量明显大于其他酒企。从行业的生命周期来看，啤酒行业已经步入成熟期，销量开始下行，格局整体趋于稳定，未来龙头为追求利润的提升将会把主要精力投入在产品高端化的竞争中，中低档产品的竞争将愈加趋于缓和。在该大背景之下，我们认为中低档啤酒市场的格局长期来看将继续维持稳定，华润的龙头地位有望维持。

图 21: 收入口径下, 华润在中低档啤酒行业市占率达 32.99%



数据来源: 国家统计局, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 22: 销量口径下, 华润在中低档啤酒行业市占率达 35.09%

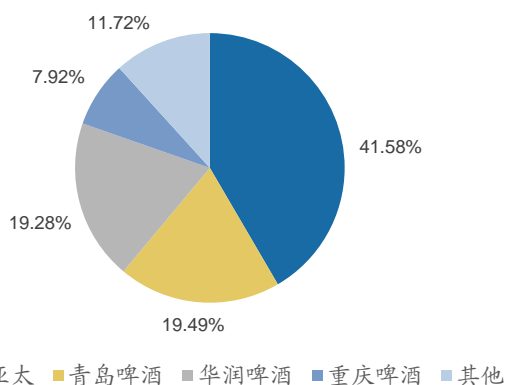


数据来源: 国家统计局, 公司年报, 广发证券发展研究中心

## (二) 2020 年华润在高档啤酒市场市占率达 19.28%, 预计未来三年维稳

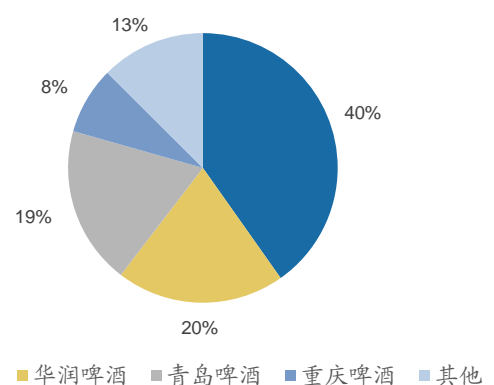
2020 年华润在高档啤酒市场市占率达 19.28%，预计未来三年维稳。从餐饮渠道零售价来看，我们将 10 元及以上的啤酒定义为高档啤酒。根据国家统计局和公司年报，2020 年华润的高档啤酒收入达 79.06 亿元，市占率 19.28% 排名第三，仅次于百威亚太和青岛啤酒的 41.58% 和 19.49%。啤酒行业正在经历结构性的变化，整体销量的下滑主要受到普低档啤酒销量下滑的影响，而高档啤酒销量依然保持着较高速的正增长。根据我们 2021 年 8 月 13 日发布的《啤酒行业高端化，重啤和华润最受益》报告，依靠喜力及其他国际高端品牌的品牌力加持，叠加公司在渠道招商以及人才队伍搭建的积累，预计未来三年华润高档啤酒销量复合增速与行业整体持平，达到 18% 左右，2023 年市占率达到 21%。在产品高端化升级趋势下，头部的四家酒企百威、华润、青啤和重啤均将加大在高端市场的投入力度，考虑到各龙头均有自身的优势省市，长期来看我们认为高档啤酒市场仍将继续维持四大龙头的竞争格局。

图 23: 收入口径下, 华润在高档啤酒行业市占率达 19.28%



数据来源: 国家统计局, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 销量口径下, 华润在高档啤酒行业市占率达 20%

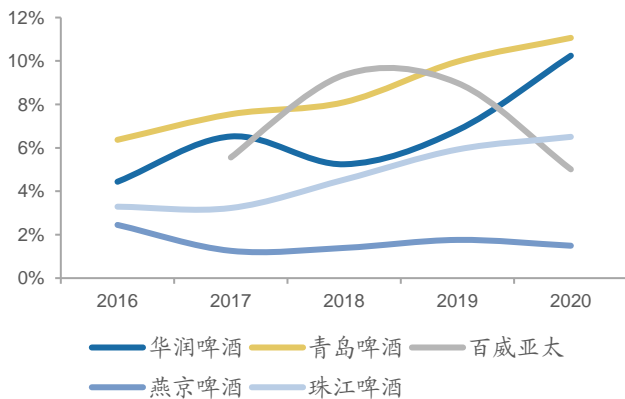


数据来源: 国家统计局, 公司年报, 广发证券发展研究中心

### 三、优秀的管理团队和激励机制为核心竞争优势，渠道 高端化变革有望顺利落地

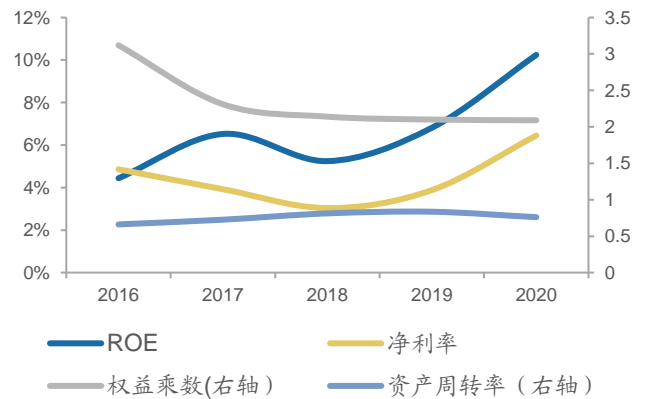
2018-2020年华润啤酒ROE提升幅度显著高于其他酒企，未来仍有较大提升空间。2020年公司ROE达10.24%，相较于2018年提升了5pct。同行业对比来看，华润啤酒ROE增长幅度最大，高于青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、百威亚太的2.96pct、1.97pct、0.1pct、-4.35pct。拆分来看，华润ROE的高涨幅主要来源于其净利率的提升，2018-2020年华润啤酒净利率从3.03%提升至6.45%，权益乘数和总资产周转率均变动-0.05，而华润净利率的高涨幅主要受益于行业竞争趋缓后产品高端化的推动。对比来看，华润目前的净利率水平仍低于重庆啤酒、珠江啤酒、百威亚太、青岛啤酒的16.02%、13.78%、9.55%、8.38%，未来仍有较大提升空间，有望带动公司ROE也进一步提升。此外，2020年华润杠杆比率达2.09，在行业中处于较高水平。公司的高杠杆比率主要来源于其强势的渠道地位和显著的规模优势，对上下游的占款能力强。20年公司资产负债率51.40%，总负债中流动负债占比86.98%，而流动负债中主要为应付账款以及合同负债。20年公司总负债225.01亿元，其中应付账款占比10.36%，合同负债占比33.11%。对比收入，20年公司应付账款和合同负债占收入比例合计为30.13%。进一步来看，华润强势的渠道地位主要来源于优秀的管理团队和激励机制，公司的掌舵人业务一线出身，经验丰富，同时管理层的薪酬激励水平高于同行，充分激发了整个渠道链条的活力。

图 25: 2018-2020年华润啤酒ROE提升了5pct，明显高于其他啤酒企业



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2018-2020年，华润ROE和净利率分别从5.24%和3.03%提升至10.24%和6.45%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 啤酒行业杜邦分析

公司	ROE (%)				所属行业	2020年ROE分解			
	2018	2019	2020	平均		净利率 (%)	总资产周转率	杠杆比率	ROE来源
华润啤酒	5.24	6.67	9.87	7.26	食品饮料	6.45	0.76	2.09	较高盈利+高杠杆
青岛啤酒	8.10	9.97	11.06	9.71	食品饮料	8.38	0.70	1.98	较高盈利+高杠杆
重庆啤酒	36.23	54.42	113.86	68.17	食品饮料	16.02	1.67	2.55	高盈利+高杠杆

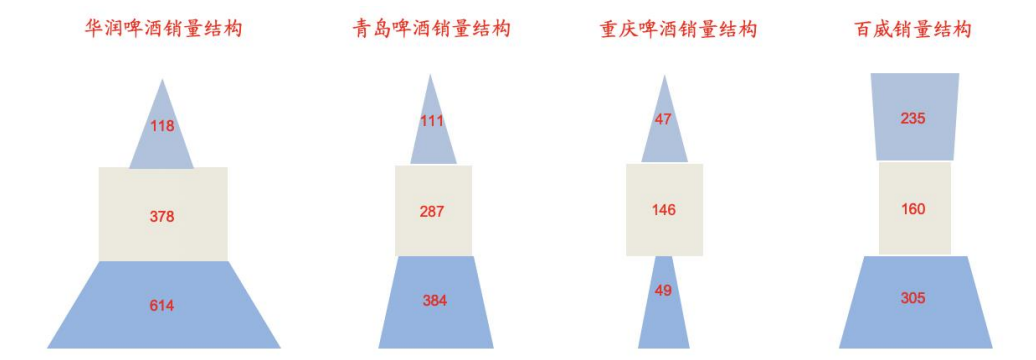
珠江啤酒	4.53	5.92	6.51	5.65	食品饮料	13.78	0.34	1.43	高盈利
燕京啤酒	1.39	1.76	1.49	1.55	食品饮料	2.61	0.60	1.39	较高杠杆
百威亚太	9.36	8.98	5.01	7.78	食品饮料	9.55	0.36	1.53	较高盈利

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (一) 产品: 主打“4+4”产品组合, 产品结构升级空间大

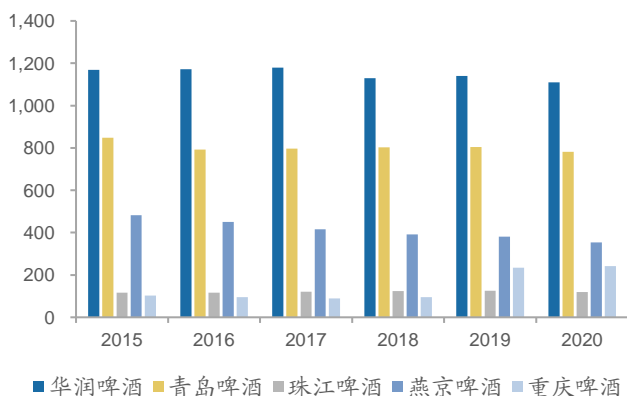
产品结构升级弹性大, 公司盈利能力不断提升。华润啤酒是国内唯一一家销售体量超过一千万吨的酒企, 2020年的销量达到1110.2万吨, 但产品结构主要以中低端为主, 因此均价水平在行业中也处于相对较低的水平。2020年华润啤酒的均价为2833元/吨, 低于青岛、重啤和百威的3496、4384和4848元/吨。大体量低均价意味着公司产品结构升级空间较大, 盈利能力仍有较大提升空间, 并且目前已展现良好势头。从均价来看, 2015-2020年, 华润啤酒的均价复合增长3.43%, 从盈利能力来看, 毛利率从31.07%提升至38.40%, 公司的净利率也从2018年的3.03%稳步提升至2020年的6.45%。未来随着产品高端化升级、主力产品持续放量, 华润啤酒的均价和盈利能力仍有较大的提升空间。

图 27: 华润啤酒的产品结构整体偏中低端 (万吨)



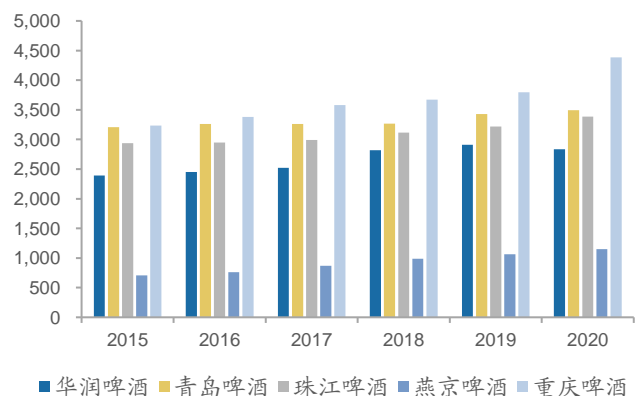
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 注: 2020 年数据

图 28: 15-20年, 华润销量复合增长-1.02% (万吨)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 29: 15-20年, 华润均价复合增长3.43% (元/吨)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 30: 2015-2020年, 华润毛利率提升7.33pct

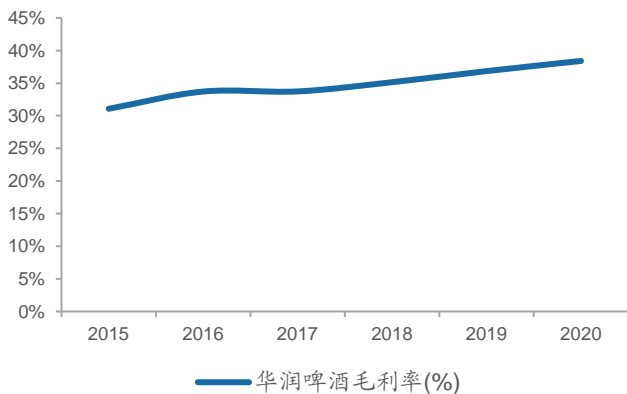
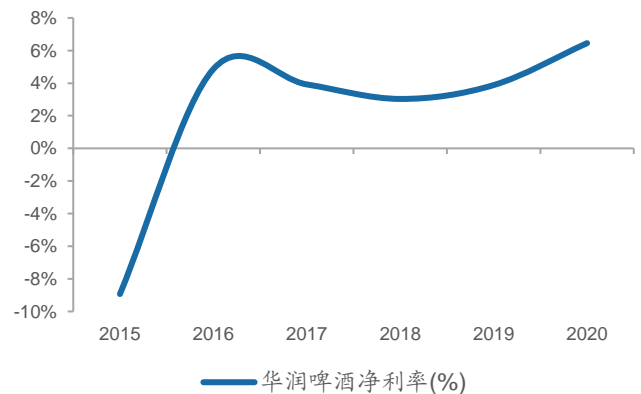


图 31: 2018-2020年, 华润净利率年均提升1.71pct



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

主打“4+4”产品组合, 本土+国际品牌实现全年龄阶段消费者的全面覆盖。国内产品矩阵公司主打Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱四款产品, 并赋予每款产品个性鲜明的标签和产品故事, 以精准匹配目标人群。Super X延续了公司“勇闯天涯”系列“挑战”与“酷”的基因, 以18-25岁年轻人为目标群体。针对年轻消费者追求简约个性的审美偏好, 公司进一步改良Super X产品包装设计, 以蓝色的全身铝瓶替代原有的半身玻璃瓶外观设计; 马尔斯绿通过冠名“潮玩人类在哪里”, 强化产品“潮流”的特色, 以25-30岁富有创造力、追求时尚的年轻人为目标群体; 针对中青年群体啤酒饮用场合以餐饮为主、性格偏成熟稳重的特点, 公司推出了主攻餐饮赛道的全麦产品“匠心营造”, 以及定位超高端、凸显中国传统文化特点的“脸谱”。国际品牌主打喜力集团旗下的喜力、苏尔、虎牌、红爵, 此外喜力集团旗下还拥有悠世等300余款国际高端啤酒品牌, 可成为公司国际产品的后备力量, 更好满足不同场景的消费需求。2021年公司将在中国市场陆续引入喜力体系下的红爵、悠世白啤、龙舌兰风味啤酒Desperados、美国IPA精酿品牌Lagunitas, 公司国际品牌矩阵进一步丰富完善。

图 32: 国内产品以精准定位目标群体, 实现全年龄阶段消费者全面覆盖

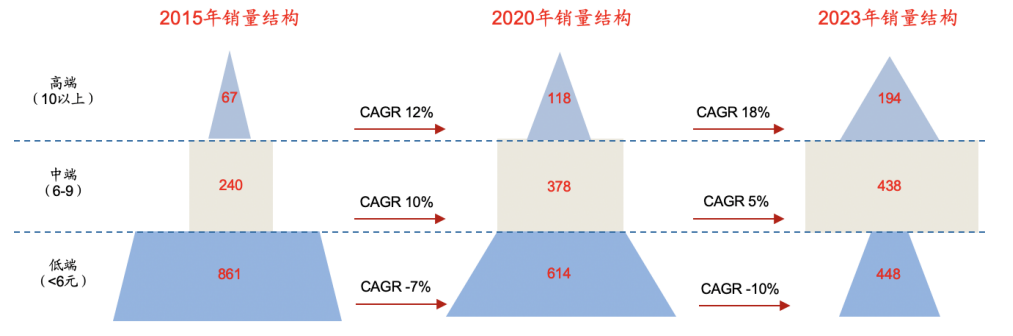


数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

预计未来三年华润高档啤酒销量复合增长18%, 达到194万吨左右。2020年公司高端啤酒销量118万吨, 其中喜力及其他国际品牌约25万吨。根据公司的规划, 2025年次高端及以上产品目标做到400万吨, 其中次高端主力产品勇闯天涯Super X目标

做到100万吨，即高端产品目标300万吨。与喜力的合作一定程度上补强了公司在高端市场的竞争力，但考虑到华润对啤酒的高端化运作仍处于起步阶段，渠道招商以及人才队伍的搭建仍需要时间的积累。从历史数据来看，剔除喜力和其他国际高端品牌的销量，过去5年公司自身的高端品牌销量增速在7%左右。依靠喜力品牌力及其他国际高端品牌的加持，我们预计未来三年华润高档啤酒销量复合增速有望达到18%左右，从2020年的118万吨增长至2023年的194万吨左右。

图 33: 预计未来三年华润高档啤酒销量复合增长18%，达到194万吨左右

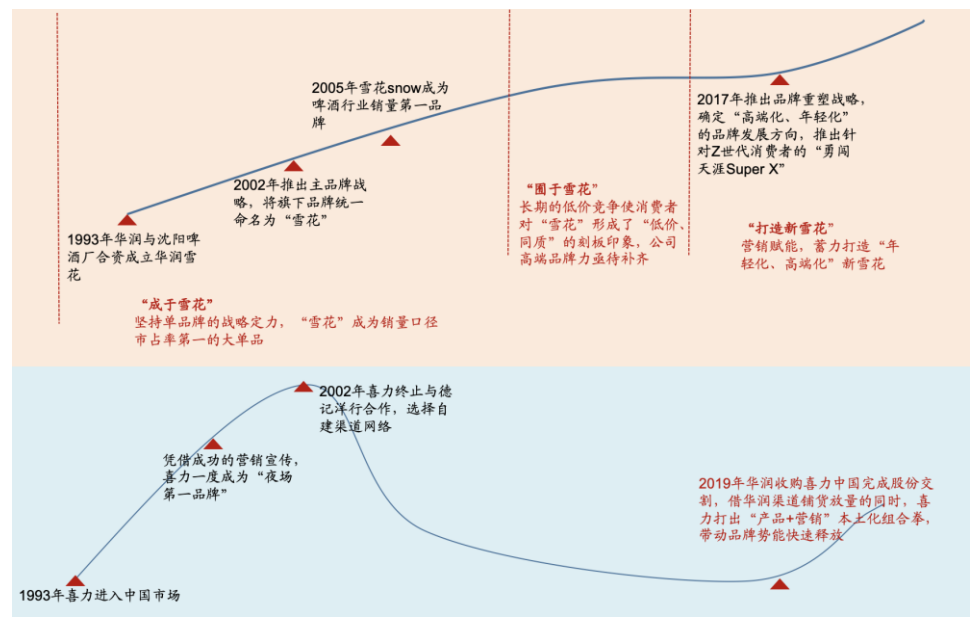


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

## (二) 品牌：联姻喜力补齐高端品牌短板，国际品牌后备力量充足

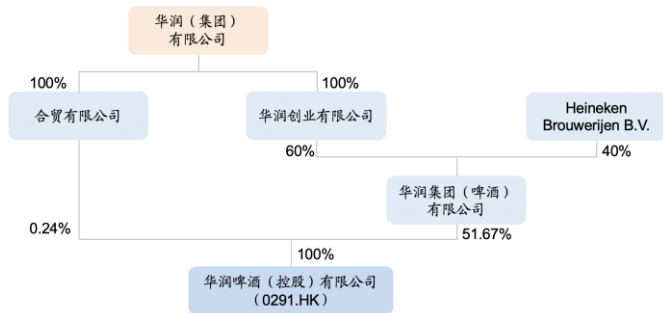
**华润蓄力迎接品牌S型拐点，联姻喜力高打本土化组合拳。**华润啤酒的品牌影响力大致可分为三个阶段：第一阶段“成于雪花”，早期凭借集团强大的资金实力和“大单品”的运作方式，成功打造出销量市占率稳居第一的“雪花”大单品；第二阶段“囿于雪花”，长期的低价竞争策略使消费者对公司品牌形成低价、低质的刻板印象，公司面临品牌老化、落后于消费升级趋势等问题；第三阶段“重塑雪花”，2017年公司确立品牌重塑战略，确立“高端化、年轻化”的品牌发展方向，营销投入不断加码，蓄力迎接品牌力S型拐点。喜力为荷兰百年啤酒品牌，自带高端基因。1993年喜力打入我国市场之后，凭借自身“洋品牌”的品牌力以及“喜力，敞开星世界”这一成功的广告营销，一度成为“夜场第一品牌”。但由于决策失误（2002年选择终止与德记洋行合作，自建渠道网络），以及对我国零售市场环境认知不足，在我国市场销量持续下滑，截至2009年在我国啤酒市场销量市占率仅为0.4%。2019年，华润收购喜力中国业务完成交割，借华润强大渠道优势快速铺货放量的同时，喜力也在营销、产品两方面打出本土化的组合拳，品牌影响力快速提升。

图 34: 华润、喜力品牌成长曲线



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 35: 2019年4月华润收购喜力中国股份完成交割



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 背靠喜力集团, 公司拥有丰富的国际品牌后备力量



数据来源: 天猫, 广发证券发展研究中心

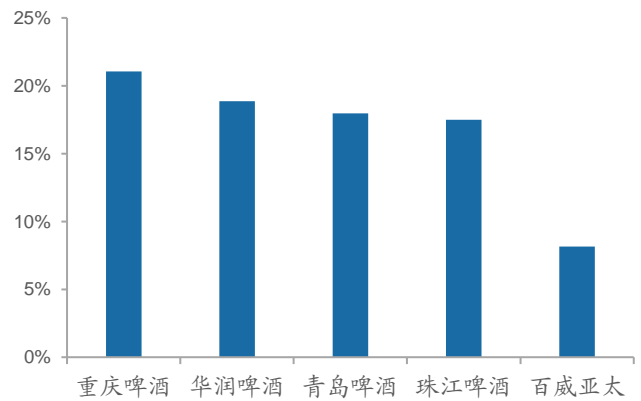
精准、差异化的品牌营销, 宣传费用投入大。广告投放重点放在勇闯天涯SuperX和喜力两个品牌上, 通过冠名、赞助综艺节目和著名运动赛事, 最大程度获得曝光率。SuperX率先开始选择流量明星担任品牌代言人的啤酒企之一, 2018年上市便邀请王嘉尔担任代言人, 随后以街舞文化为营销切入点, 连续赞助三季《这就是街舞》, 拉近和年轻群体的距离, 并于去年开始赞助极限运动赛事X Games, 该赛事倡导年轻人超越自我、弘扬个性, 和SuperX品牌调性不谋而合; 喜力则主要覆盖深受大众喜爱的国际著名运动赛事, 包括欧洲杯、橄榄球赛、F1, 强化其运动属性。从销售费用率来看, 2020年公司销售费用率达18.86%, 位列行业第二。

图 37: 勇闯天涯SuperX连续赞助三季《这就是街舞》



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

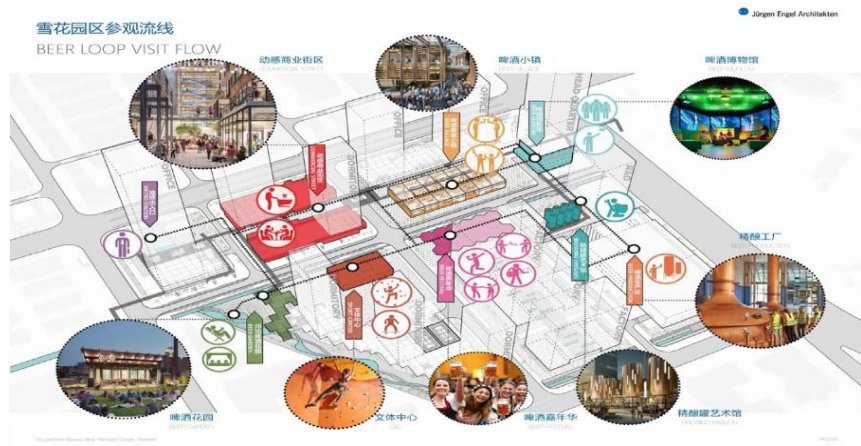
图 38: 2020年公司销售费用率达18.86%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

携手华润置地打造针对年轻人群的“雪花啤酒小镇，提升公司形象。2021年公司与华润置地订立投资合作协议，将公司位于深圳市宝安区的地块改造成为华润雪花的新总部、研发中心、精酿工厂、员工宿舍、啤酒博物馆，以及一个包含厂房、休闲设施、超市、餐厅、酒吧、啤酒花园等为一体的综合体。该项目规划设想以华润雪花文化为载体，创造成为深圳市产业文化新地标，年轻人打卡圣地，为年轻消费者带来沉浸式体验，进一步提升华润雪花的企业形象。同时，将新总部设立在广东也彰显了公司将逐步把高端化升级的重心转移到高档市场容量偏大的华南地区的决心，为未来的高端化战略提前做好铺垫。

图 39: 雪花啤酒小镇概念图

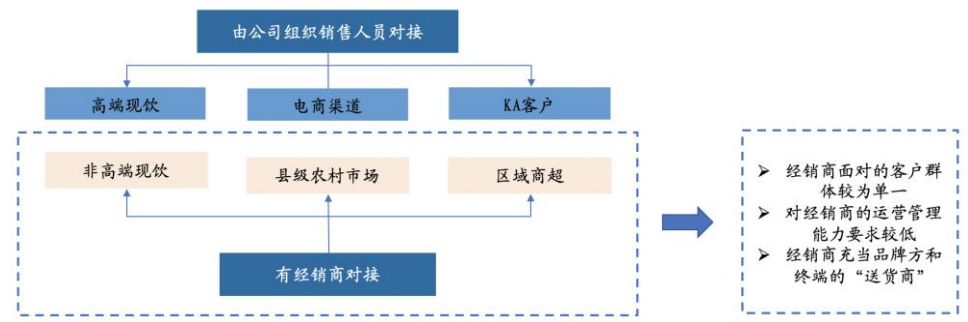


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(三) 渠道：管理层经验丰富且视野开阔，赋能渠道实现高端化转型

公司渠道原为扁平化深度分销模式，经销商数量多、体量小、运营管理能力相对较低，与高端产品的运作要求不匹配。此前华润采取扁平化的深度分销模式，强调终端网格密度和覆盖程度。华润渠道交流大会的数据显示，当前雪花的经销商数量高达18000家，渠道覆盖面广、纵深程度高，在行业内拥有最多优势市场，但大多经销商体量小、运营管理能力较低，面对的客户结构较为单一（主要为非高端餐饮、农村县级市场、小型区域商超），经销商主要作为品牌方和终端的“送货商”，与高端化的产品运作要求不完全匹配。行业内拥有长期高端产品运作经验的百威、青岛啤酒均采用大客户渠道模式，大客户模式在推广高端产品上的优势在于大客户具备资金、社会关系等资源以及较强运营管理能力，能减少销售人员、费用的投放，并通过买断锁定重要网点，建立渠道壁垒。

图 40：华润采取深度分销模式，经销商数量多、体量小、运营管理能力较低



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

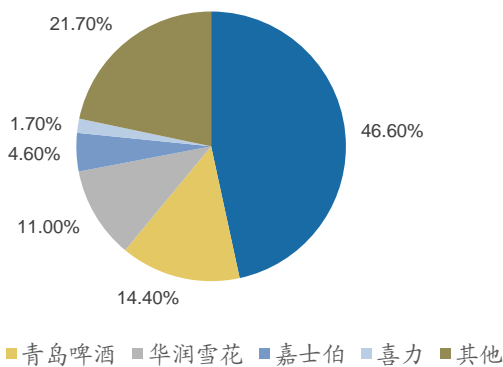
表 6：啤酒企业渠道模式对比

公司	渠道模式及特点	优势地区
华润啤酒	深度分销模式 优点：经销商数量达 18,000 家，渠道覆盖面广 缺点：体量小、运营管理能力较低、客户结构较为单一，无法支持高端产品运作	华中、华北
青岛啤酒	大客户+微观运营模式 优点：经销商数量 14,417 家，根据市场成熟度投放对应能力的经销商；具备运作高端产品的能力 缺点：终端掌控力弱	山东、华北
重庆啤酒	分销为主，直销为辅 优点：经销商数量 3,907 家，聚焦高端市场、大市场 弱点：渠道下沉不足	华西
百威亚太	大客户模式 优点：拥有 18 个经销中心，经销商实力高强、效率高，对优质渠道把控力强，夜场覆盖率接近 100% 缺点：渠道结构单一	华东

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

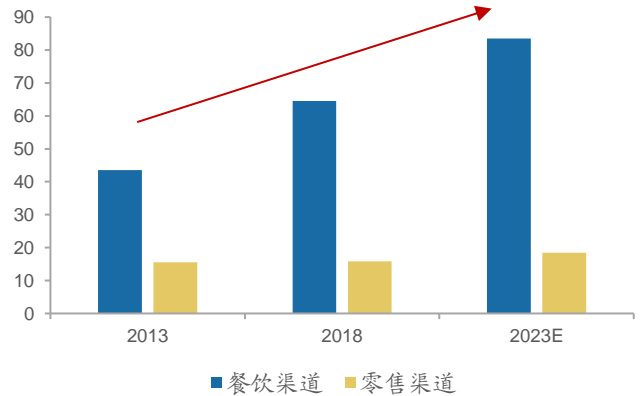
即饮(餐饮、夜场等)渠道是高端啤酒的主要销售渠道。根据百威亚太招股说明书,2018年高端及超高端啤酒消费量中餐饮渠道、零售渠道销售贡献分别为64.5亿升、15.8亿升,并预计在2023年提高到83.5亿升和18.5亿升,零售渠道仍是中低档啤酒的主要销售渠道,高端销量增长主要受益于高端啤酒整体消费量增长的推动。从竞争格局来看,2018年百威在高端啤酒市场份额达46.6%,主要由于其在即饮渠道的高份额,华润啤酒和喜力份额加总仅占12.7%,随着啤酒行业结构化升级的推进,餐饮渠道布局的竞争预计将会更加激烈。

图 41: 2018年高端啤酒市场份额(销量)



数据来源: 百威亚太招股书, 广发证券发展研究中心

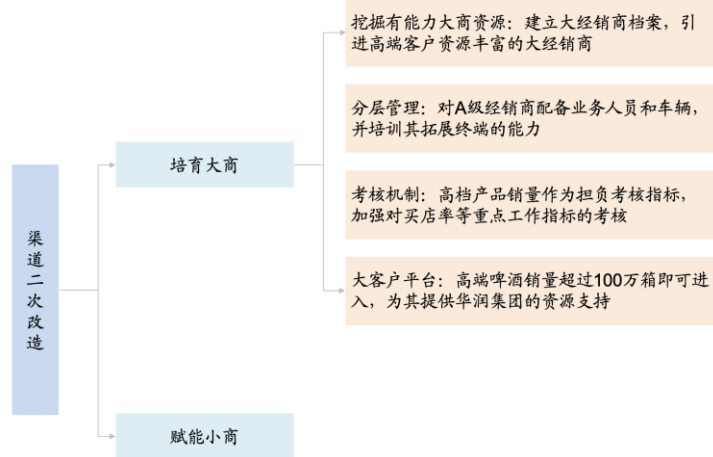
图 42: 高端啤酒以餐饮渠道为主(单位: 亿升)



数据来源: 百威亚太招股书, 广发证券发展研究中心

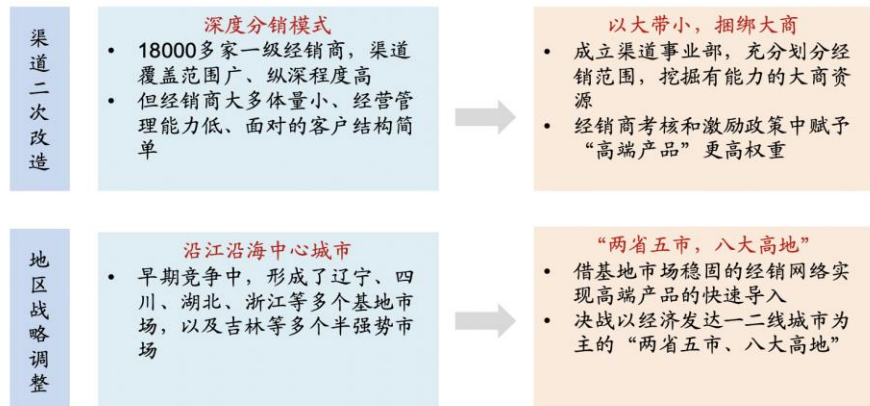
为配合高端产品动销, 华润大力推进渠道“二次改造”。为配合高端产品动销, 华润主要采取了三方面的举措: (1) 兼容并包, 挖掘有能力的大商资源。2020年4月公司成立渠道事业部, 在每个区域市场建立啤酒、白酒等快消费品的大经销商档案, 大力开发引进资金实力雄厚、高端客户资源丰富的大经销商。(2) 给予大商足够业务支持及激励。“渠道二次改造”的过程中, 公司渠道事业部对各区域进行重新划分, 缩减一级经销商数量, 按照业务体量对经销商进行分层管理, 将中高档产品的销量作为单独的考核指标。此外2021年公司启动了“大客户平台”, 提供大经销商之间、经销商与公司之间沟通交流的有效平台, 并利用华润集团在地产、金融、医疗等领域的资源, 为大经销商提供特色的“雪花关怀”。(3) 以大带小, 体系化赋能小经销商。针对资金实力、管理能力相对较弱的小经销商, 公司首先将其整合到大经销商旗下, 建立“以大带小”的发展模式, 直接缓解其资金压力; 之后从运营、管理两方面为其赋能, 帮助其解决招工困难、融资成本较高、营销能力低等问题, 助力其快速成长。

图 43: 高端产品的成功运作对经销商能力提出更高要求



数据来源: 广发证券发展研究中心

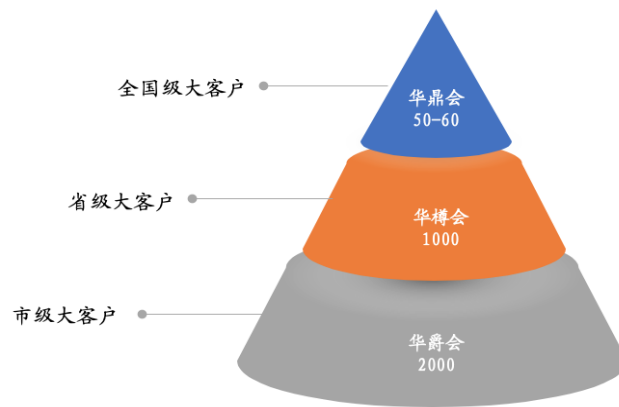
图 44: 为配合高端产品动销, 华润推进渠道二次改造



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

**从量变到质变, 大客户是高端渠道改革核心。**公司于去年开始构建大客户平台, 作为雪花大客户管理模式的先行试点, 计划设立华鼎会 (50~60家)、华樽会 (1000家)、华爵会 (2000家) 分别对应经销商在全国、全省和市级市场的领先地位, 实行分层管理, 公司以当年次高端以上销量是否达到100万箱以及是否有潜力发展次高端以上的销量为入会判断标准。相应的, 为吸引大商建立长期紧密的合作, 公司将资源予以倾斜, 并匹配给能力和资源最合适的客户, 对客户的销量做合适的分配。我们认为公司在高档啤酒的招商上主要有三点优势: (1) 与喜力合作后提升了品牌形象, 品牌力得到了经销商的认可; (2) 华润留给经销商的毛利要高于其他竞争对手, 超高档每箱高出5元, 高档每箱高出2-3元; (3) 公司给予的战略规划明确, 大量的市场操作费用去支持完成目标, 公司的决心和信心能够取得经销商的信任。

图 45: 华润成立大客户平台



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

**渠道强的根源是管理和人强。**管理团队作为渠道政策的制定者，起到了指挥和领导的作用，优秀的激励机制能够保障人的高积极性，从而激发整个渠道链条的活力。华润的高端化转型需要通过渠道的变革实现，而管理团队的能力和薪酬激励机制则是决定公司渠道能否顺利实现变革的关键。与同行业其他公司对比来看，华润啤酒高管整体薪酬达1437万元，高于重庆啤酒751万元和青岛啤酒217万元。

表 7: 华润啤酒高管激励机制优于同行业其他酒企（2020年）（薪酬单位为人民币万元）

	职位	薪酬 (万元)	股份数目 (万股)	职位	薪酬 (万元)	股份数目 (万股)	职位	薪酬 (万元)	股份数目 (万股)
华润啤酒	首席执行官	847	106.80	执行董事	251	-	董秘	339	-
重庆啤酒	总经理	466	-	副总经理	150	-	董秘	135	-
青岛啤酒	董事长	83	15.13	执行董事	79	11.00	执行董事	78	11.00
珠江啤酒	董事长	88	-	副总经理	76	-	董秘	19	-
燕京啤酒	董事长	71	-	副总经理	65	2.40	副总经理	65	3.10

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：重庆啤酒副总经理薪酬为平均值；高管持股数目截至 2020 年底

**公司掌舵人业务一线出身，执行力到位且视野开阔。**公司目前的CEO侯孝海之前曾就职于盖洛普咨询、百事等公司，积累了丰富的市场营销及管理经验，2001-2007年侯孝海担任华润雪花销售发展总监和市场总监一职；2009-2016年担任贵州、四川两大基地市场总经理一职，积累了丰富的啤酒市场运作及管理经验；2016年重回华润总部，接任CEO。侯孝海不仅执行力强且管理视野开阔：（1）华润啤酒作为央企，关厂裁员所面临的阻力及难度不可小觑。侯孝海上任后提出“刀尖向内”的改革措施，大力推进产能优化及组织重塑，调整速度为行业最快，三年时间内累计淘汰30家低效工厂，产能利用率从2017年的53.7%提升至2020年的59.2%；员工人数由5万人缩减到2.7万人，人均创收相应提升至116.47万元。（2）随着我国综合国力的增强，侯孝海认为未来外国消费者也会需要“中国化”的啤酒产品，于是在上任

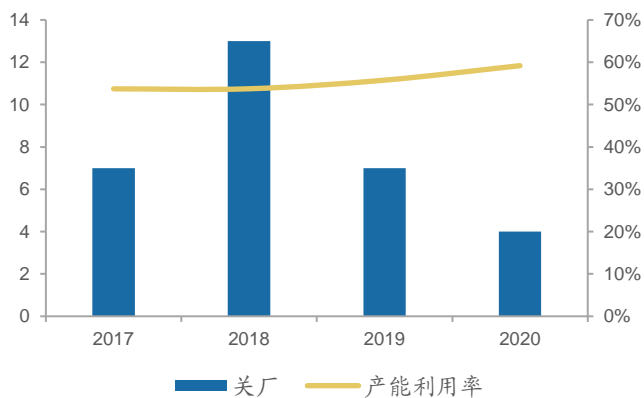
后提出“三步走”的国际化发展战略，即第一步拥有国际品牌，第二步推进雪花国际化，第三步资本走出去，兼并收购海外啤酒企业以拓展国际市场。

表 8: 公司掌舵人深耕行业二十余年

品牌	高管	职务	年龄	个人履历
华润啤酒	侯孝海	CEO	53	曾就职于首钢总公司、盖洛普、百事集团，2001-2007担任华润啤酒的销售发展总监及市场总监；2009-2016担任贵州、四川分公司总经理；2016担任总部总经理。持有中国人民大学统计学学士学位。
重庆啤酒	Roland Arthur Lawrence	董事长	63	曾就职于Coles Myer（澳大利亚）、沃尔玛（中国），分别担任财务部总经理和高级副总裁&首席财务官，2011年加入嘉士伯，现任嘉士伯亚洲财务副总裁以及本公司董事长。持有墨尔本大学企业学硕士学位。
青岛啤酒	黄克兴	董事长	59	曾任青岛啤酒工程有限公司总经理、本公司总裁助理兼战略投资管理总部部长、本公司副总裁、青啤集团副总裁。持有北京大学光华管理学院高级人员工商管理硕士学位。

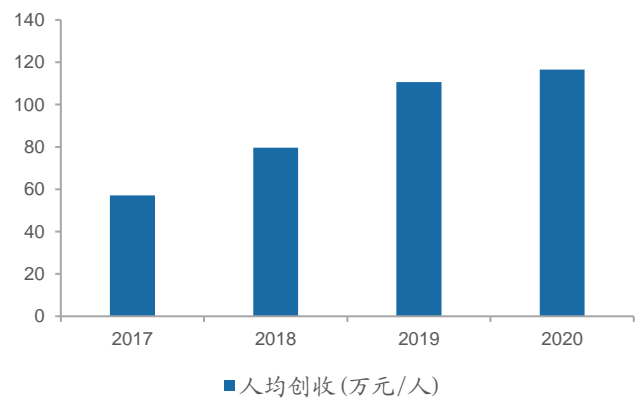
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 46: 2020年产能利用率提升至59.2% (左轴, 个)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

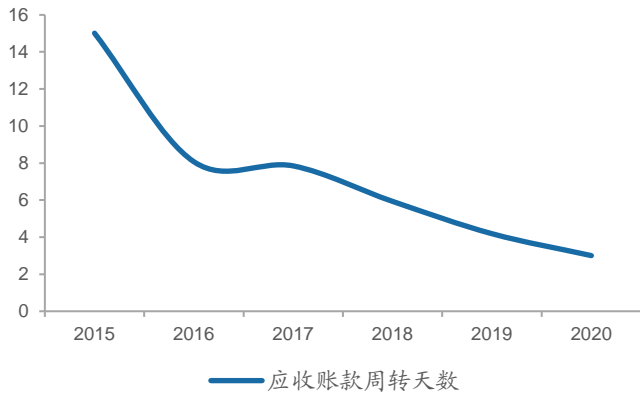
图 47: 公司人均创收逐年提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

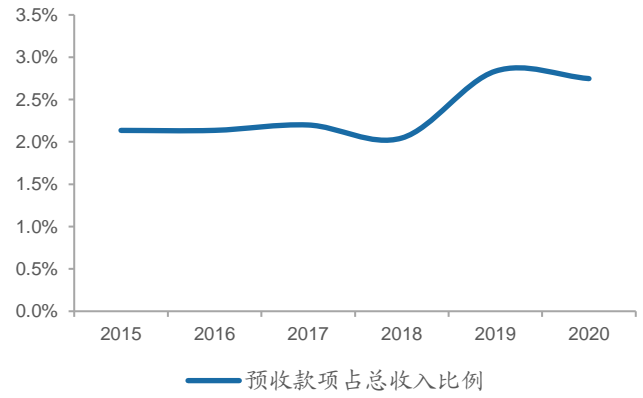
在优秀管理层的领导下，华润渠道管控能力稳步提升。在优秀管理层的领导下，华润的渠道管控力改善明显。从财务指标来看，2015-2020年，公司应收账款周转天数显著下降，从15.01天降低至3.00天；预收款项（对下游经销商占款）占总收入比例从2.14%稳步提升至2.75%，经销商提前约十天打款，20年该占比小幅度下滑主要是因为收入增速高于预收款项增速。

图 48: 2020年公司应收账款周转天数下降至3天



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 20年公司预收款占总收入比例提升至2.75%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测

盈利预测：（1）收入方面。公司整体产品结构偏普低档，受普低档啤酒销量下滑影响，公司整体销量增长较为平缓，预计21-23年公司啤酒销量增速为2.13%/1.14%/1.55%；高档产品快速增长将推动产品均价提升，预计21-23年公司啤酒均价增速分别为6.87%/7.64%/6.11%；结合量价假设，我们预计21-23年公司啤酒收入增速分别为9.14%/8.87%/7.75%。（2）毛利率方面。产品结构升级叠加提价有望推动公司毛利率稳步提升，预计21-23年公司整体业务毛利率分别为41.02%/44.10%/46.99%。（3）费用率方面。考虑到公司将持续推动产品结构的高端化，预计费用率将有小幅提升。

表 9：华润啤酒业务拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>啤酒</b>				
收入 (亿元)	314.48	343.23	373.69	402.67
YOY	-5.25%	9.14%	8.87%	7.75%
销量 (万千升)	1110.20	1133.85	1146.82	1164.62
YOY	-2.90%	2.13%	1.14%	1.55%
吨价 (元/吨)	2832.64	3027.14	3258.46	3457.48
YOY	-2.41%	6.87%	7.64%	6.11%
<b>其他业务</b>				
收入 (亿元)	10.20	13.00	16.00	19.00
YOY	76.17%	27.45%	23.08%	18.75%
<b>合计</b>				
收入 (亿元)	324.68	356.23	389.69	421.67
YOY	-3.85%	9.72%	9.39%	8.21%
毛利率	38.40%	41.02%	44.10%	46.99%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们预计21-23年公司收入分别为356.23/389.69/421.67亿元，同比增长9.72%/9.39%/8.21%；归母净利润分别为43.12/47.99/64.97亿元，同比增长105.90%/11.31%/35.39%，EPS分别为1.33/1.48/2.00元/股；按最新收盘价对应PE为39/35/26倍。对比可比公司，考虑到华润未来仍将在体量以及业绩弹性上保持一定的领先优势，参考历史估值溢价区间，我们给予22年40倍PE估值，对应合理价值70.50HKD/股，维持买入评级。

表 10：可比公司估值对比（截止2021年11月11日）

证券简称	证券代码	收盘价 (港元)	EPS (人民币元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
百威亚太	01876.HK	20.60	0.46	0.55	0.57	37	31	30

青岛啤酒股份	00168.HK	64.05	2.19	2.41	2.82	24	22	19
平均值	/	/	-	-	-	31	27	25

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 百威亚太、青岛啤酒股份盈利预测源于 wind 一致预期

## 五、风险提示

产品结构升级低于预期。公司产品结构升级是推动未来吨价和毛利率提升的重要因素, 若产品结构升级低于预期, 将影响公司收入和盈利情况。

原材料价格大幅上涨。高端啤酒原料中大麦、啤酒花等原料需要进口, 目前国际贸易局势不容乐观, 如果原材料价格大幅上涨, 将对公司毛利产生较大影响。

疫情反复。疫情影响啤酒的餐饮和夜场消费场景, 若疫情反复, 将对公司销量产生不利影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	9,775	13,377	13,648	14,424	16,836
现金	2,340	4,538	2,559	3,881	5,962
应收账款	329	196	343	467	503
存货	6,018	6,014	6,326	6,528	6,671
其他	1,088	2,629	4,420	3,548	3,699
<b>非流动资产</b>	31,816	30,398	33,934	38,234	38,334
固定资产	15,818	14,414	14,914	15,414	15,914
无形资产	13,344	13,013	13,013	12,813	12,413
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	2,654	2,971	6,007	10,007	10,007
<b>资产总计</b>	41,591	43,775	47,582	52,658	55,170
<b>流动负债</b>	19,856	19,572	22,214	23,993	25,660
短期借款	511	0	0	0	0
应付账款	2,713	19,327	3,374	3,482	3,558
其他	16,632	245	18,840	20,512	22,102
<b>非流动负债</b>	2,008	2,929	2,929	2,929	2,929
长期借款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0	0
其他	2,008	2,929	2,929	2,929	2,929
<b>负债合计</b>	21,864	22,501	28,143	28,922	25,589
少数股东权益	57	57	51	43	34
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
留存收益和资本公积	5,580	7,127	5,299	9,602	15,457
归属母公司股东权益	19,670	21,217	19,389	23,692	29,547
<b>负债和股东权益</b>	41,591	43,775	47,582	52,658	55,170

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	33,769	32,468	35,623	38,969	42,167
营业成本	20,964	19,373	20,243	20,889	21,347
销售费用	5,925	6,123	7,002	7,623	8,214
管理费用	5,046	4,419	4,462	4,484	4,429
财务费用	-43	-80	-69	-67	-124
营业利润	1,834	2,553	3,917	5,972	8,176
利润总额	2,202	3,009	5,740	6,389	8,650
所得税	892	915	1,435	1,597	2,163
<b>净利润</b>	1,310	2,094	4,305	4,792	6,488
少数股东损益	-2	0	-6	-7	-10
<b>归属母公司净利润</b>	1,312	2,094	4,312	4,799	6,497
EBITDA	3,558	4,299	5,417	7,672	10,076
EPS (元)	0.40	0.65	1.33	1.48	2.00

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4,098	4,480	4,442	8,467	9,375
净利润	1,312	2,094	4,312	4,799	6,497
折旧摊销	1,724	1,746	1,500	1,700	1,900
少数股东权益	-2	0	-6	-7	-10
营运资金变动及其他	1,064	640	-1,363	1,975	987
<b>投资活动现金流</b>	-2,768	-1,070	-3,281	-5,650	-1,650
资本支出	-1,490	-1,047	-2,000	-2,000	-2,000
其他投资	-1,278	-23	-1,281	-3,650	350
<b>筹资活动现金流</b>	-878	-1,197	-536	-496	-643
借款增加	-202	-511	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-487	-561	-536	-496	-643
其他	-189	-125	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	482	2,198	625	2,321	7,082

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.02%	-3.85%	9.72%	9.39%	8.21%
营业利润	54.90%	39.20%	53.42%	52.47%	36.91%
归属母公司净利润	34.29%	59.60%	105.90%	11.31%	35.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.14%	38.40%	41.02%	44.10%	46.99%
净利率	3.88%	6.45%	12.09%	12.30%	15.39%
ROE	6.67%	9.87%	22.24%	20.26%	21.99%
ROIC	5.39%	8.35%	15.11%	18.87%	20.73%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.57%	51.40%	59.15%	54.92%	46.38%
净负债比率	-9.27%	-21.33%	-13.17%	-16.35%	-20.16%
流动比率	0.49	0.68	0.61	0.60	0.66
速动比率	0.19	0.37	0.33	0.33	0.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.81	0.74	0.75	0.74	0.76
应收账款周转率	100.88	160.45	100.00	80.00	80.00
应付账款周转率	1.10	8.29	6.00	6.00	6.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.40	0.65	1.33	1.48	2.00
每股经营现金	1.26	1.38	2.89	-5.04	0.01
每股净资产	6.08	6.56	5.99	7.32	9.12
<b>估值比率</b>					
P/E	89.45	92.84	38.84	34.89	25.77
P/B	6.31	9.14	8.61	7.05	5.66
EV/EBITDA	34.49	44.17	30.44	26.26	19.79

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。