



Research and
Development Center

龙头决战高端，聚势而强

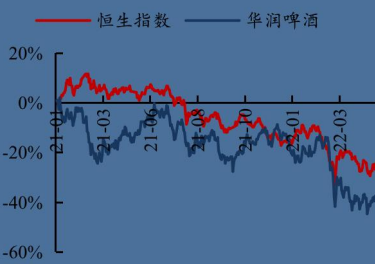
— 华润啤酒 (0291.HK) 公司深度报告

2022年7月21日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
华润啤酒 (0291.HK)
投资评级 买入
上次评级


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港币)	63.85
52 周内股价	38.40-70.65
波动区间 (港币)	
最近一月涨跌幅(%)	5.90
总股本 (亿股)	32.44
流通股比例 (%)	100%
总市值 (港币亿元)	1683.73

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

龙头决战高端，聚势而强

2022 年 7 月 21 日

本期内容提要:

- 投资建议：华润啤酒决战高端，聚势而强。**市场对润啤高端化转型的能力有一定的分歧，担忧品牌力不够、渠道模式不匹配、与喜力的协同效应。针对市场的三大分歧点，我们认为随着润啤 2022 年进入第二个三年“决战高端、质量发展”的最后一年，产品重塑+品牌重塑+渠道重塑将继续提升其高端酒运作能力，确保产品结构升级顺利进行。我们预计 2022-2024 年营收 CAGR 为 7.7%，归母净利润 CAGR 为 22.5%，EPS 分别为 1.26、1.55、1.89 元，对应 2022 年 7 月 19 日收盘价 (54.27 元/股、63.85 港币/股) 市盈率 35、28、23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 战略高度看，润啤 2022 年进入“决战高端、质量发展”的关键一年。**在 2020-2022 年“决战高端、质量发展”的三年规划下，2022 年润啤将继续渗透高端市场、重塑雪花品牌形象、补齐竞争短板、提升运营效率。从人的角度看，润啤背靠实力雄厚的华润集团，管理层具有长期稳定的特点，且从 2017 年-至今关厂、2018 年联姻喜力等重大举措中可以看出管理层战略眼光、改革决心、执行力皆突出，我们看好公司战略落地实施的成效。
- 8-12 元价格带快速扩容，润啤对产品、品牌、渠道的重塑有望在中高端酒市场攫取更多的市场份额，毛销差提升贡献业绩。**1) **产品重塑：**作为品牌的载体，“四大天王+四大金刚”产品组合主打中高端价格带，品牌调性鲜明，能够满足消费者多样化、差异化、个性化的消费需求。2) **品牌重塑：**由于啤酒是舶来品，国际品牌具有明显的溢价，在当下啤酒高端化浪潮中更受消费者青睐。2018 年润啤与世界第二大啤酒厂商、欧洲第一大啤酒厂商喜力联姻，国产+国际品牌群提升润啤的品牌影响力和美誉度。3) **渠道重塑：**润啤通过提效、赋能、营销数字化三大举措培育大商、赋能小商，建立高端大客户平台，在红区市场扩大高端酒市场容量、凭借已有渠道优势获得份额，而白区市场规划两省五市八大高低抢占制高点。
- 复盘股价，估值安全边际显现。**从业绩端看，随着疫情好转、啤酒进入消费旺季，公司次高端及以上产品铺市有望顺利进行，贡献未来业绩增长。从估值视角看，2022 年开年后国内新冠疫情反复，润啤 PE (TTM) 回调至近三年历史低点 31 倍，估值安全边际显现。考虑到其啤酒行业龙头地位+高端化逻辑清晰，润啤是疫情影响减弱后底部布局的优秀标的。
- 股价催化剂：堂食恢复后啤酒旺季消费情况、次高端销量增速超出预期、区域市场提价**
- 风险因素：旺季新冠疫情反复或多雨天气影响短期销量、油价等成本端波动、费用投放节奏加快、大客户招商不顺**

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31,448	33,387	36,586	39,371	42,435
增长率 YoY %	-5.2%	6.2%	9.6%	7.6%	7.8%
归母净利润(百万元)	2,094	4,587	4,086	5,035	6,136
增长率 YoY%	59.6%	119.1%	-10.9%	23.2%	21.9%
毛利率%	38.4%	39.2%	40.0%	41.5%	43.1%
净资产收益率 ROE%	9.87%	18.77%	14.33%	15.01%	15.46%
EPS(元)	0.65	1.41	1.26	1.55	1.89
市盈率 P/E(倍)	94.03	38.38	35.03	28.42	23.32
市净率 P/B(倍)	9.28	7.21	5.02	4.27	3.61
EV/EBITDA	44.74	31.85	27.64	21.60	16.86

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 7 月 19 日收盘价

目录

1 投资逻辑	5
2 历史复盘：行业霸主的成长之路	6
2.1 发展历程：火箭般的成长速度	6
2.2 公司治理：管理层战略眼光、改革决心、执行力皆突出	11
3 未来看点：决战高端，聚势而强	14
3.1 公司战略：“3+3+3”发展战略开启变革	14
3.2 联姻喜力，高端酒正突围	14
3.3 产品重塑：“四大天王+四大金刚”剑指高端	16
3.4 品牌重塑：国产+国际品牌构筑高端品牌群	19
3.5 渠道重塑：培育大商，赋能小商	22
3.5.1 经销商体系：提效+赋能	22
3.5.2 区域市场：攻守兼备	26
4 股价复盘	28
5 盈利预测和评级	32
5.1 盈利预测及假设	32
5.2 投资评级	33
6 风险提示	33

表目录

表 1：2006 年-2014 年润啤收购项目一览	8
表 2：润啤高管激励机制优于国内其他啤酒厂商（2021 年）	13
表 3：2021 年喜力位居全球最有价值的啤酒品牌第二，仅次于百威旗下的科罗娜	15
表 4：润啤“4+4”产品组合	18
表 5：近三年润啤营销活动统计	20
表 6：公司销量预测	32
表 7：公司收入预测	32
表 8：可比公司盈利及估值对比	33

图目录

图 1：1998 年-至今润啤发展历程	6
图 2：1998 年-2000 年青啤销量增速明显高于润啤	7
图 3：1998 年-2000 年润啤销量 CAGR 为 34.8%	7
图 4：2003 年-2005 年雪花 Snow 品牌销量增速远超整体水平	7
图 5：2001 年-2005 年润啤啤酒销量 CAGR 为 28.4%	7
图 6：2015 年润啤啤酒业务收入 291.7 亿元，首次超过青啤同期 272.1 亿元	8
图 7：2006 年润啤销量 531 万千升、首次超过青啤，2011 年成为业内首家销量超过 1000 万千升的公司	8
图 8：2006 年-2011 年雪花 Snow 品牌销量增速远超整体水平	8
图 9：2006 年-2016 年润啤啤酒收入 CAGR 为 12.5%	8
图 10：2017 年-2021 年润啤销量/设计产能比提升明显	9
图 11：2015 年-2021 年主要啤酒厂关厂数量统计	9
图 12：2015 年-2021 年润啤分省市厂房减少情况	9
图 13：2018 年-2021 年润啤剔除员工安置费后管理费用率下降	10
图 14：2018 年后润啤关厂高峰已过，一次性费用影响减弱	10
图 15：2021 年润啤次高端酒及以上销量增速行业居首	10
图 16：2017 年-2021 年主要酒厂量增乏力	10
图 17：2017 年-2021 年润啤啤酒收入与青啤对比	11
图 18：2017 年-2021 年润啤啤酒销量与青啤对比	11
图 19：润啤股权结构变化	11
图 20：大股东华润集团业务涵盖大消费、综合能源、城市建设、大健康、产业金融、科技等六大板块，实力雄厚	12
图 21：润啤现任 CEO 侯孝海履职经历	12
图 22：2016 年-2021 年润啤人均薪酬 CAGR 为 18%	13
图 23：2021 年润啤员工数量较 2016 年下降 57%	13
图 24：2017 年-2021 年润啤人均创收 CAGR 为 22%	13
图 25：2017 年-2021 年润啤人均创利 CAGR 为 62%	13
图 26：润啤“3+3+3”发展战略开启变革	14
图 27：2021 年啤酒行业全球竞争格局	15
图 28：喜力集团业务遍布全球	15
图 29：2011 年-2021 年喜力市占率与嘉士伯、百威相差甚远	16

图 30: 2018 年润啤与喜力交易要点.....	16
图 31: 喜力旗下国际品牌矩阵丰富.....	16
图 32: 喜力与润啤中长期协同效应突出.....	16
图 33: 2021 年润啤次高端及以上销量同比+28.1%.....	17
图 34: 2021 年润啤次高端酒及以上销量增速行业居首.....	17
图 35: 2021 年主要啤酒厂不同价格带竞品分析.....	18
图 36: 2016-2021 年润啤千升酒收入 CAGR 为 3.7%.....	19
图 37: 对标百威亚太, 润啤毛利率还有 10pct 的提升空间.....	19
图 38: 润啤品牌战略变革.....	19
图 39: 润啤营销活动示例.....	20
图 40: 华润置地联手华润雪花通过三大战略打造华润雪花啤酒小镇项目, 助力雪花品牌文化建设.....	21
图 41: 2021 年润啤销售费用率同比+0.7pct 至 19.6%.....	22
图 42: 2021 年润啤毛销差基本持平.....	22
图 43: 润啤渠道模式历经三次革新, 释放活力.....	22
图 44: 润啤 CDDS 模式详解.....	23
图 45: 润啤 CDDS 模式中的“四项固定”、“五项内容”.....	23
图 46: 2020 年开始, 润啤从运营能力、管理能力、信息化三大方面对经销商赋能.....	24
图 47: 2021 年润啤成立高端大客户平台.....	24
图 48: 2021 年润啤大商培育初现成效.....	24
图 49: 2021 年, 公司 S&OP ONE 平台上线经销商预测与补货解决方案.....	25
图 50: 润啤销售渠道策略详解.....	25
图 51: 我国啤酒行业竞争格局.....	26
图 52: 2015-2021 年公司分大区对外销售收入.....	27
图 53: 2018-2021 年公司的南区成长性显著.....	27
图 54: 2015-2021 年公司分大区别除减值损失后 EBIT.....	27
图 55: 2015-2021 年公司分大区别除减值损失后 EBIT Margin.....	27
图 56: 2015-2021 年公司分大区减值损失.....	28
图 57: 截止 2021H1 公司产能的全国分布情况.....	28
图 58: 公司“两省五市八大高地”市场策略.....	28
图 59: 公司区域市场策略展望.....	28
图 60: 2015 年以来公司 EPS 和调整后的 PE 走势.....	29
图 61: 2015 年以来公司前复权股价与申万啤酒指数走势.....	29
图 62: 公司 2015 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	30
图 63: 公司 2016 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	30
图 64: 公司 2017 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	30
图 65: 公司 2018 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	30
图 66: 公司 2019 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	31
图 67: 公司 2020 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	31
图 68: 公司 2021 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	31
图 69: 公司 2022 年股价年初至今涨跌幅和大盘对比.....	31

1 投资逻辑

华润啤酒决战高端，聚势而强。市场对润啤高端化转型的能力有一定的分歧，担忧品牌力不够、渠道模式不适配、与喜力的协同效应较差。针对市场的三大分歧点，我们认为随着润啤2022年进入“决战高端、质量发展”三年发展的最后一年，产品重塑+品牌重塑+渠道重塑将继续提升其高端酒运作能力，确保产品结构升级顺利进行。我们预计2022-2024年营收CAGR为7.7%，归母净利润CAGR为22.5%。

前提提要：行业竞争格局清晰，中高端啤酒快速扩容。啤酒行业具有重资产、产地销的特性，形成五大巨头割据一方的区域格局，整体看格局清晰。2014年后，行业从量增时代步入存量时代。在消费升级背景下，2018年开启高端化浪潮，其中8-12元以上价格带快速扩容。

战略高度看，润啤进入“决战高端、质量发展”的关键一年。2020-2022年，润啤强调“决战高端、质量发展”，2022年是加快渗透高端市场、重塑雪花的品牌形象、补齐竞争短板、提升运营效率的关键一年。从人的角度看，润啤背靠央企华润集团，大股东在各版块强大的实力将进一步巩固润啤的龙头地位。相比于其他啤酒厂商，润啤管理层具有长期稳定的特点，且从2017年-至今关厂、2018年联姻喜力等重大举措中可以看出管理层战略眼光、改革决心、执行力皆突出，因此我们看好公司战略落地实施的成效。

关厂高峰已过，产能优化提升效率。随着关厂高峰过去，资产减值和员工安置费用等一次性费用对利润端的影响将逐渐减弱，叠加运营效率提升，业绩红利释放还有一定的动力。

当下8-12元价格带处于快速扩容的发展阶段，润啤在3+3+3战略指引下对产品、品牌、渠道进行了重塑，将抢占更多高端酒市场份额、实现产品结构升级。具体来说：

产品重塑：“四大天王+四大金刚”完善产品矩阵。作为品牌的载体，润啤形成“四大天王+四大金刚”的产品组合，通过丰富的产品矩阵去满足消费者多样化、差异化、个性化的消费需求。2021年次高端及以上的销量仅有187万千升，占总量17%，对标相近价格带的青啤主品牌销量占比55%、重啤中端+高端销量占比82%，提升空间非常广阔。

品牌重塑：联姻喜力，国产+国际品牌群改变认知。润啤旗下曾经仅有雪花全国性品牌，消费者对雪花形成低价的刻板印象。由于啤酒是舶来品，国际品牌具有明显的溢价，在当下啤酒高端化浪潮中更受消费者青睐。因此2018年润啤与世界第二大啤酒厂商、欧洲第一大啤酒厂商喜力联姻，国产+国际品牌构筑高端品牌群，通过新潮发布会+IP化推广+代言人粉丝经济+场景营销等高品牌投入改变消费者对雪花品牌偏低端的认知。

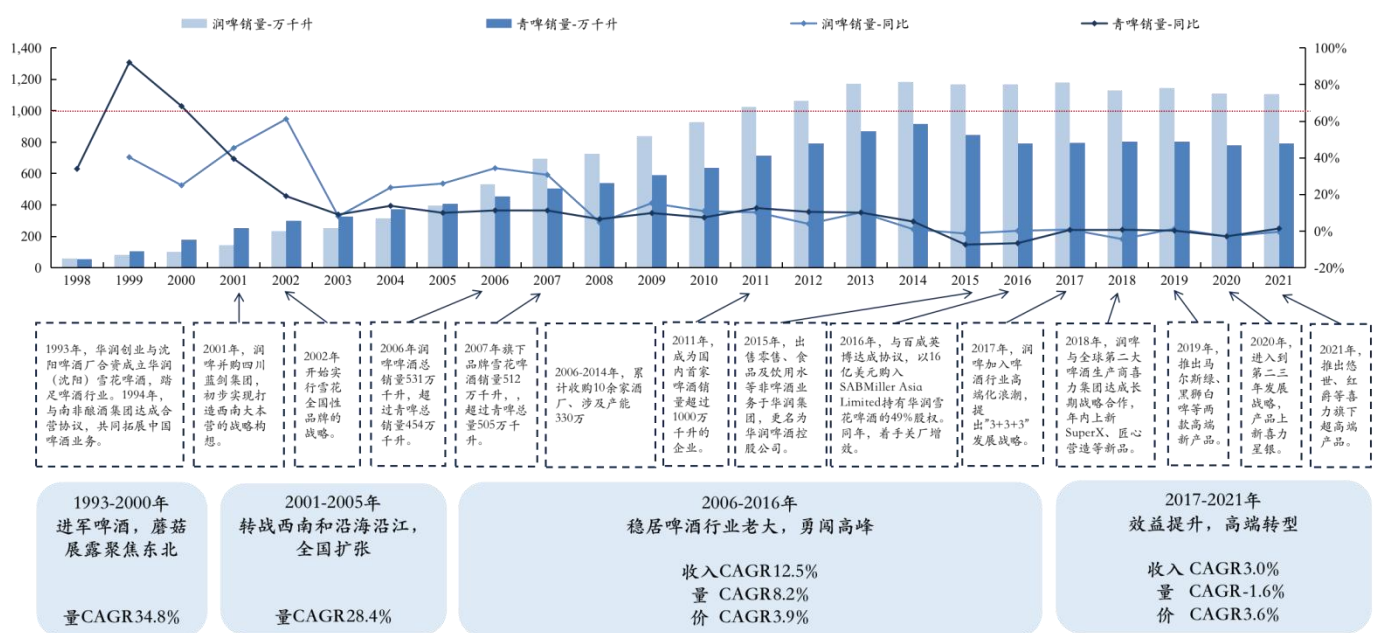
渠道重塑：培育大商、培育小商助力高端酒推广。在行业量增时代下，润啤以深度分销达成年销量超过1000万千升的战绩，但是在高端酒运作方面欠缺运作经验和经销商资源。2020年开始，公司搭建大客户模式来开发具有高端酒销售能力的终端，通过提效、赋能、营销数字化三大举措建设高端酒渠道。从区域市场角度看，润啤在辽宁、四川、贵州、安徽等市占率超过60%的红区市场采取扩大高端酒市场容量的策略，而在市占率不高的白区市场规划了两省五市八大高地，通过聚焦高端即饮渠道在现有市场中获得市场份额，从大客户招商进度的不断推进，我们认为公司次高端酒销量有望在2025年实现400万千升目标、CAGR 20%。

2022年开年后，国内多地新冠疫情反复，市场悲观预期下PE TTM回调至底部31倍，安全边际显现。考虑到润啤细分龙头地位+次高端酒运作能力提升，我们认为润啤是疫情影响减弱后进行底部布局的优秀标的。

2 历史复盘：行业霸主的成长之路

华润啤酒有限公司是华润集团属下的啤酒上市公司，专营啤酒产品的生产和销售，前身为华润创业有限公司。1994年，华润创业与沈阳啤酒厂合资成立华润（沈阳）雪花啤酒有限公司，进军内地啤酒行业。2015年，华润创业出售全部非啤酒业务予华润集团，更名为华润啤酒（控股）有限公司。2018年，润啤与全球第二大啤酒厂喜力（Heineken）集团达成长期战略合作协议，推动高端化业务转型。公司目前在25个省市拥有65家工厂，啤酒销量位居中国第一，旗下以国内品牌+国际品牌两大阵营为主，明星产品包括雪花纯生、勇闯天涯、SuperX、马尔绿、喜力经典、喜力星银等。2021年，润啤实现营业收入334亿元，同比+6.2%，啤酒销量1106万千升，同比-0.4%，Recurring EBIT（新口径）为46.5亿元，同比+21.5%。

图 1：1998 年-至今润啤发展历程

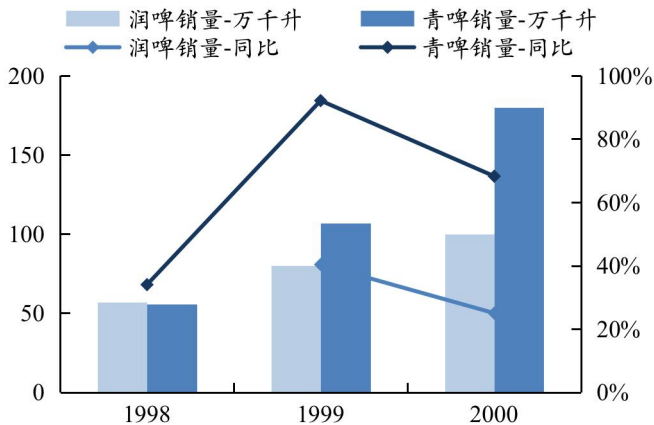


数据来源：Wind，信达证券研发中心

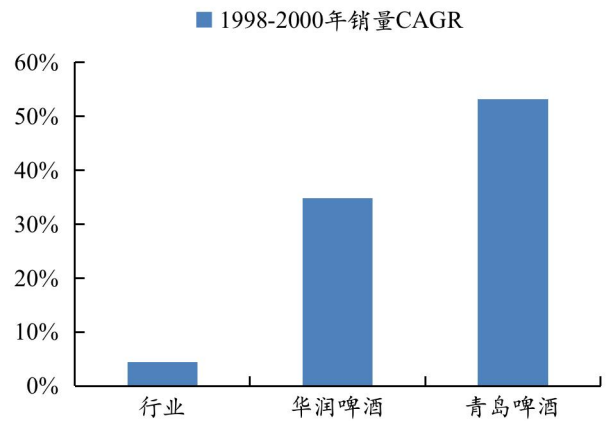
2.1 发展历程：火箭般的成长速度

回顾历史，润啤的发展可以分为四个阶段：

1993年-2000年：进军啤酒，蘑菇战略聚焦东北。1993年，华润创业与沈阳啤酒厂合资成立华润（沈阳）雪花啤酒有限公司，进军内地啤酒行业。1994年，为进一步拓展国内啤酒业务，润啤与南非酿酒公司（South African Breweries Group）达成合营协议。在啤酒行业产地销+重资产属性下，当时华润创业的总裁宁高宁、SAB高层、总经理王群提出蘑菇战略，即是在区域市场里收购酒厂、逐渐建立强势地位，而一个区域种植蘑菇成功后，在相邻200-250公里的区域再收购一家酒厂、同样建立强势地位，由此蘑菇连成片后形成大蘑菇，各个工厂之间的协同使得公司所在市场的集中度越来越高、避免了单打独斗，这也是目前业内所熟知的基地市场的由来。在蘑菇战略下，润啤从大连开始收购工厂，向东北发展，1997年并购大连渤海啤酒厂、2001年以小吞大并购大连棒棰岛啤酒厂，在黑龙江、吉林、辽宁自建厂房，产能覆盖范围进一步扩大。1998-2000年，公司销量从57万千升增长到100万千升，CAGR为34.8%，此时润啤的增长速度略慢于青啤同期的53.2%。

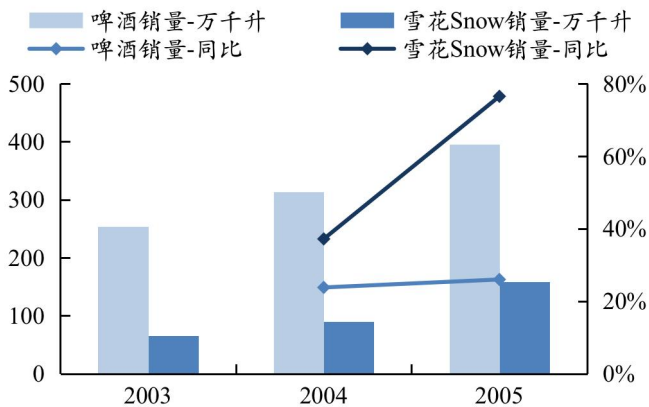
图 2：1998 年-2000 年青啤销量增速明显高于润啤


数据来源：Wind，信达证券研发中心

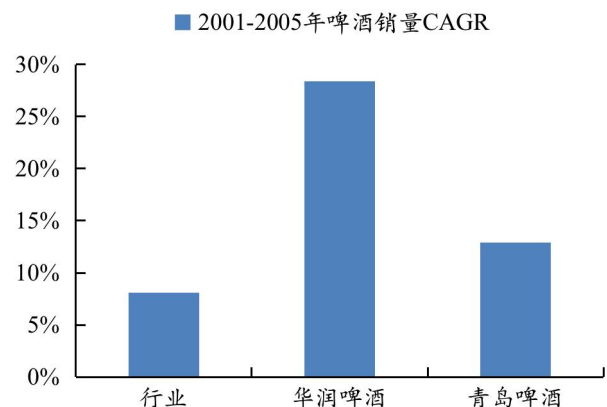
图 3：1998 年-2000 年润啤销量 CAGR 为 34.8%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2001-2005 年：转战西南和沿海沿江，全国扩张。为了全国啤酒霸主地位的目标，从 2000 年开始，润啤多次南下希望在四川省建立起强势地位。经过三年与四川蓝剑啤酒激烈的竞争后，2001 年润啤并购四川蓝剑集团，初步实现打造西南大本营的战略构想。在聚焦东北、转战西南后，公司看准沿江沿海地区中心城市的人口红利，制定了相应的生产布局战略。在这个阶段，为了配合全国化扩张，公司在北京建立总部、整合管理架构，形成雪花啤酒的统一管理体系；2002 年开始实行以雪花为全国性品牌的战略，收购的地方品牌被雪花替代，解决收购后品牌繁杂难以管理的问题，2003-2005 年雪花品牌销量 CAGR 为 56%，超过总销量 CAGR 25%。2001-2005 年，啤酒销量 CAGR 为 28.4%，远超于青啤的 12.9%、行业水平的 8.9%。

图 4：2003 年-2005 年雪花 Snow 品牌销量增速远超整体水平


数据来源：Wind，信达证券研发中心

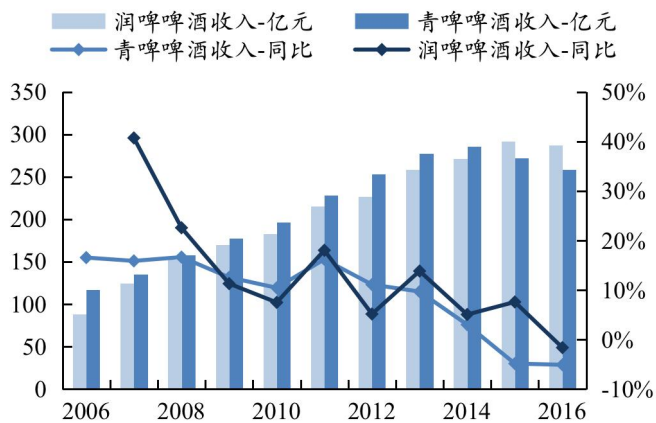
图 5：2001 年-2005 年润啤啤酒销量 CAGR 为 28.4%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2006-2016 年：稳居啤酒行业老大，勇闯高峰。2006 年，润啤啤酒总销量超过青啤总销量，实现 531 万千升，创造出“雪花速度”。在稳坐第一、明显领先竞争对手、市占率达到接近 30% 的目标下，公司采取全国性并购+改扩建的增长策略，一方面继续蘑菇战略，2006-2011 年累计收购 20 余家酒厂；另一方面继续在沿江沿海的中心城市布局、改扩建和新建工厂。在迅速扩张市场的过程中，公司观察到 2-4 元价格带的产品长期看增长乏力，因此 2005 年推出比雪花主流产品更贵的细分勇闯天涯、其具有户外运动挑战精神的品牌形象深受当时年轻消费者的喜爱，由此推动了雪花啤酒全线产品的迅速提升，而这一单品 2017 年销量突破 300 万千升。2011 年，润啤成为业内首家销量超过 1000 万千升的公司，超过青啤同期 715 万千升的 43%。2006-2016 年，公司成长性较为显著，啤酒业务收入 CAGR 为 12.5%、超过行业平均水平 8.1%、青啤 8.3%、重啤 5.6%、燕啤 6.2%，销量 CAGR 为 8.2%、千升

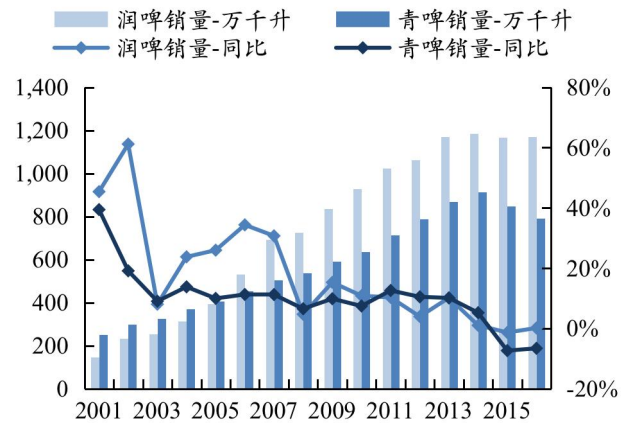
酒收入 CAGR 为 3.9%。

图 6：2015 年润啤啤酒业务收入 291.7 亿元，首次超过青啤同期 272.1 亿元



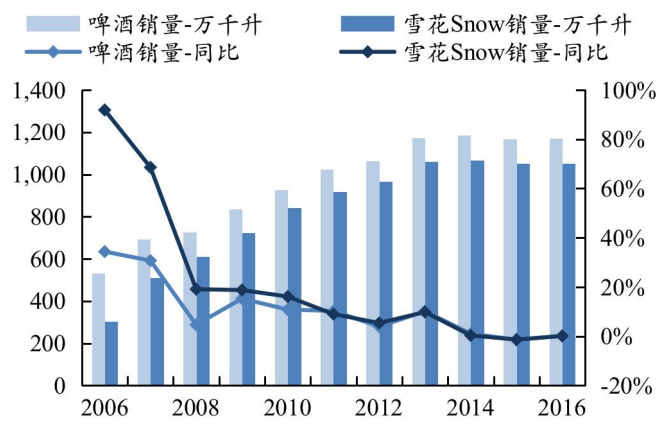
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2006 年润啤销量 531 万千升，首次超过青啤，2011 年成为业内首家销量超过 1000 万千升的公司



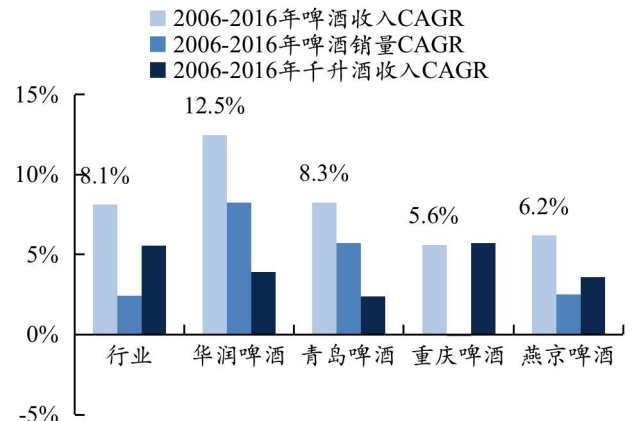
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：2006 年-2011 年雪花 Snow 品牌销量增速远超整体水平



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2006 年-2016 年润啤啤酒收入 CAGR 为 12.5%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：2006 年-2014 年润啤收购项目一览

交易时间	交易地点	涉及产能-万千升
2007	收购位于辽宁，安徽及湖南 3 间啤酒厂	43
2008	收购山东琥珀啤酒 90% 股权	27
2009	全资收购山东聊城	9
2009	收购华润雪花沈阳啤酒 20% 余下股权	2
2010	收购华润雪花滨州 10% 余下股权	2
2010	收购华润雪花浙江 27% 股权	2
2010	收购西湖啤酒 45% 股权	22
2011	收购贵州茅台啤酒 70% 股权	10
2011	全资收购奥克啤酒	29
2012-2013	全资收购商丘啤酒	15
2012-2013	全资收购金威啤酒	150
2014	收购西湖啤酒 45% 股权	22
	合计	333

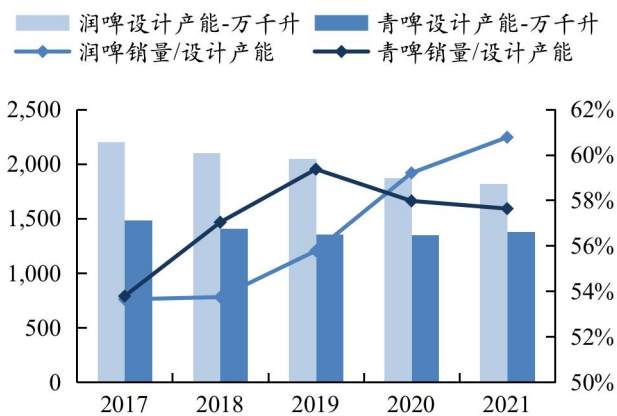
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2017 年-至今：效益提升，高端转型。2014 年后，由于人口结构改变、替代效应、代际变

化等原因,国内中低端啤酒市场出现消费升级的趋势,2015-2021年行业产量以CAGR 2.3%的速度下滑。在量增不再支持行业规模增长下,啤酒厂产能过剩、价格战拖累利润等问题日益凸显,产能优化和高端化转型成为改善盈利能力的必要路径。2015年,润啤聚焦啤酒业务的长远发展,出售零售、食品及饮用水等非啤酒业务予华润集团,更名为华润啤酒控股公司。2016年,润啤与百威英博(Anheuser-Busch InBev SA/NV)达成协议,以16亿美元购入南非酿酒集团亚洲有限公司(SABMiller Asia Limited)持有的华润雪花啤酒49%股权,使华润雪花啤酒成为全资附属公司。2017年,润啤加入啤酒行业高端化浪潮,提出“3+3+3”发展战略,目标2025年在利润和高端酒销量全面赶超国际一流公司,经营策略主要由效益提升+高端转型两方面组成:

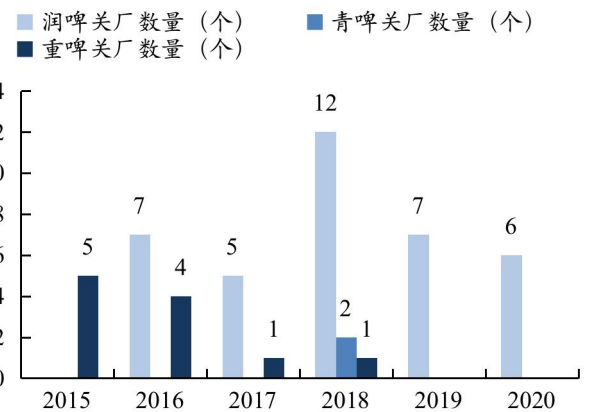
1) **效益提升:**公司着手关厂增效,优化产能,2016-2021年累计关闭42家工厂,同期青啤关闭7家工厂、重啤关闭11家工厂。其员工数量从2016年的58200人锐减到2021年25000人,单厂设计产能从23万千升提升到28万千升,销量/设计产能比从53.2%提升到60.8%。行业内看,平衡各地市场销售淡旺季系数及节假日、大修、日常维修、设备刷洗等因素后,青啤实际产能/设计产能比常年维持在70%-75%左右,因此润啤当下60%的销量/设计产能比还有提升空间。

图 10: 2017 年-2021 年润啤销量/设计产能比提升明显



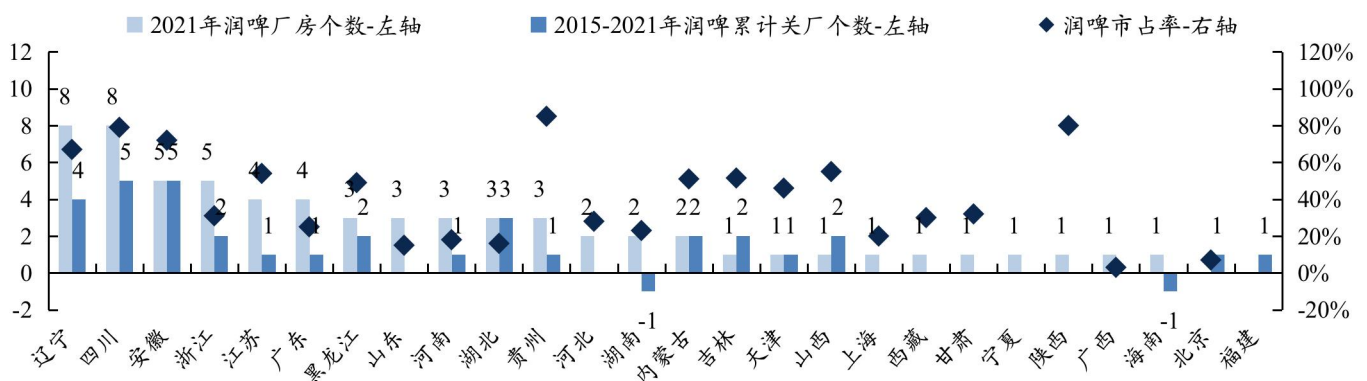
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2015 年-2021 年主要啤酒厂关厂数量统计



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 2015 年-2021 年润啤分省市厂房减少情况

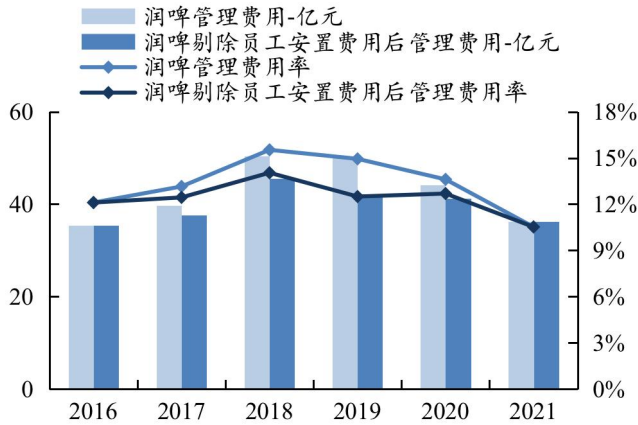


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

关厂高峰已过,一次性费用端影响减弱。关厂对费用端的影响主要是关厂当年一次性资产减值损失和员工安置费用。2016-2019年,润啤共产生固定资产减值损失+一次性员工确认补偿及安置费用 2.9/6.3/14.4/15.3 亿元,占主营业务收入比率为 1.0%/2.1%/4.5%/4.6%。2020-2021年,新口径下,润啤关厂相关的固定资产减值亏损和一次性员工确认补偿及安置

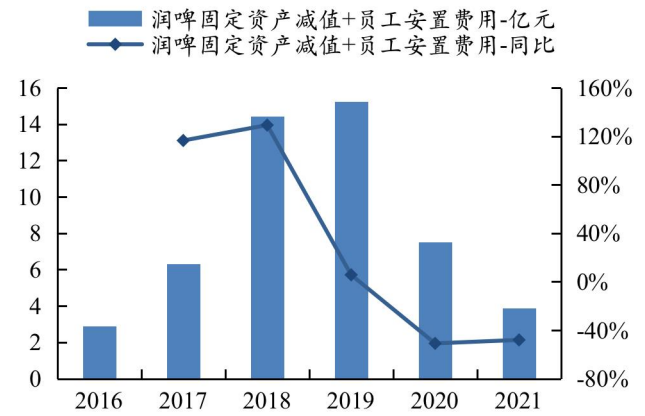
费用分别为 7.5/3.9 亿元。若剔除员工安置费用一次性影响，公司管理费用率从 2018 年的 14% 下降到 10.5%，累计下降 3.5pct，运营效率提升明显。目前润啤重新评估产能，未来三年的产能规划主要围绕 1) 关闭低效工厂、2) 升级改造重点发展工厂、3) 集中建设大厂。随着关厂高峰过去，资产减值损失和员工安置费用等一次性费用对润啤报表利润端的影响逐渐减弱，叠加运营效率提升，业绩红利释放还有一定的动力。

图 13：2018 年-2021 年润啤剔除员工安置费用后管理费用率下降



数据来源：Wind，信达证券研发中心

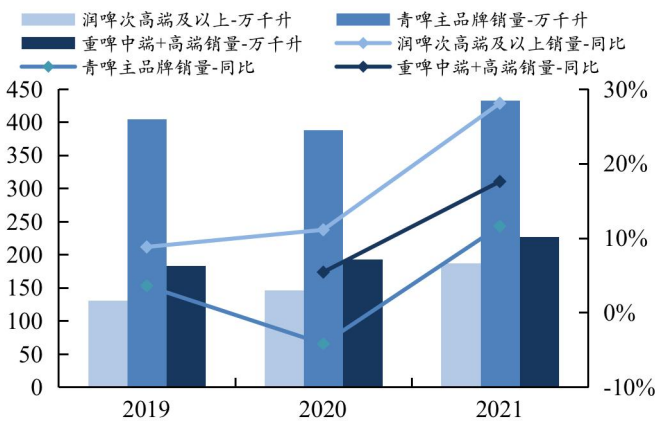
图 14：2018 年后润啤关厂高峰已过，一次性费用影响减弱



数据来源：Wind，信达证券研发中心

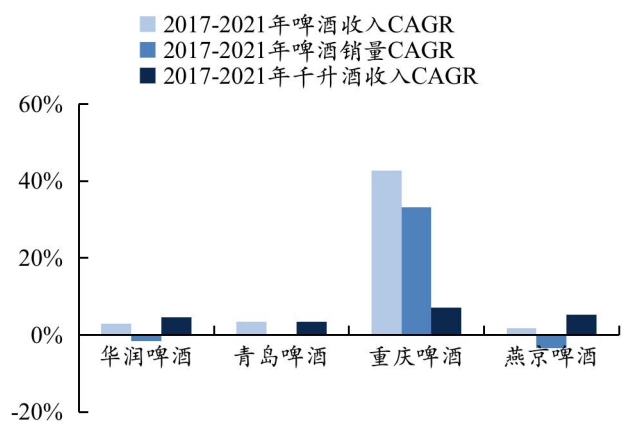
2) 高端转型：2018 年，润啤与全球第二大啤酒生产商喜力（Heineken）集团达成长期战略合作，通过产品组合、渠道模式、品牌矩阵等变革发力高端。2017-2021 年，润啤次高端及以上产品销量 CAGR 为 10.2%、次高端及以下 2014-2021 年 CAGR 为 -2.9%。**2017-2021 年，润啤啤酒收入 CAGR 为 3.0%，销量 CAGR 为 -1.6%，千升酒收入 CAGR 为 4.6%，扣非净利润 CAGR 为 27.5%。**

图 15：2021 年润啤次高端酒及以上销量增速行业居首



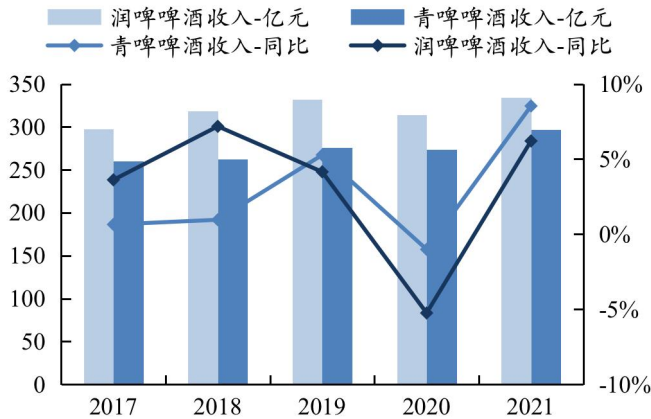
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：2017 年-2021 年主要酒厂量增乏力

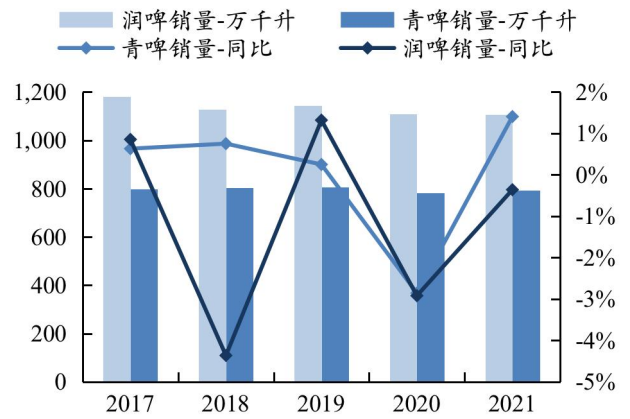


数据来源：Wind，信达证券研发中心

注：重庆啤酒 2020、2021 年为重组后口径

图 17：2017 年-2021 年润啤啤酒收入与青啤对比


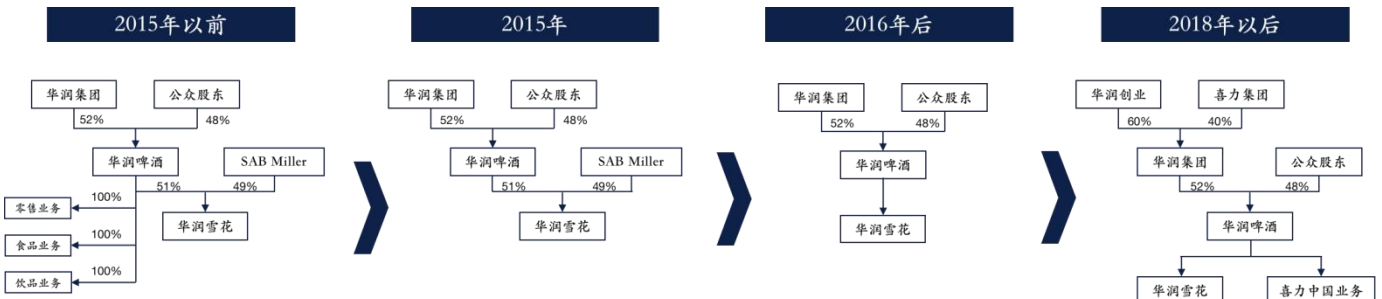
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：2017 年-2021 年润啤啤酒销量与青啤对比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 公司治理：管理层战略眼光、改革决心、执行力皆突出

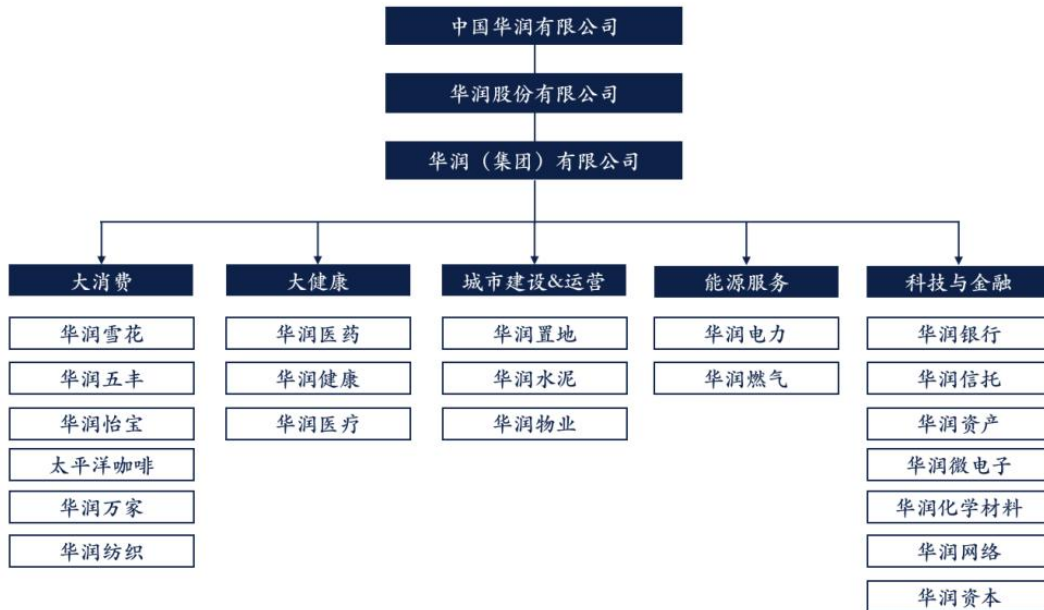
股权结构方面，截止 2021 年底，润啤主要股东为华润集团（啤酒）股份有限公司，直接持股比例为 51.7%，合贸有限公司持股 0.24%，皆为华润集团有限公司的子公司。而华润集团（啤酒）公司的股东为华润创业和 Heineken Brouwerijen B.V.，分别持有 60%和 40%的股份。

图 19：润啤股权结构变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心

背靠央企，大股东实力雄厚。华润集团前身为 1938 年在香港成立的联和行，目前业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，位列 2021 年《财富》世界五百强第 69 位，所属企业中有 8 家在港上市和 4 家内地上市公司，其实业经营和资本运作能力皆优秀。早期润啤（当时的华润创业）业务覆盖食品、零售、饮品、物业、纺织、石油经销等领域。2015 年，润啤以 280 亿港元向华润集团出售非啤酒业务，轻装上阵、重整旗鼓。2016 年，润啤收购 SAB 持有的华润雪花啤酒 49% 的股权，实现全资控股。目前，润啤是华润集团大消费板块中重要的一环，该板块聚焦当下消费升级的大趋势，与润啤高端化战略方向一致；同时，其他业务在消费人群和渠道方面与润啤有较多协同作用，比如华润万家曾是润啤打开华南市场的重要商超渠道、润啤与华润置地合作打造啤酒小镇。未来，大股东华润集团在各版块强大的实力将进一步助力润啤巩固其行业龙头地位。

图 20：大股东华润集团业务涵盖大消费、综合能源、城市建设、大健康、产业金融、科技等六大板块，实力雄厚

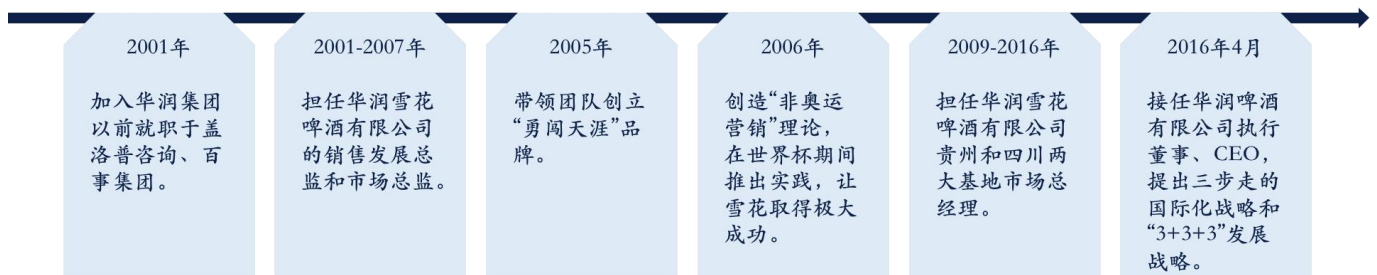


数据来源：华润集团公司官网，信达证券研发中心

管理层长期稳定，战略眼光、改革决心、执行力皆突出。在现任润啤 CEO 侯孝海任职前，前任华润雪花总经理王群先生任职时间超过 16 年，首创“蘑菇战略”，带领润啤从一个地区性企业成长为全国龙头。侯孝海业务一线出身，在公司工作时间长达 18 年，深谙啤酒行业的经营之道，在加入华润集团之前曾就职于盖洛普咨询、百事集团，2001-2007 年担任华润雪花啤酒有限公司的销售发展总监和市场总监；2009-2016 年担任华润雪花啤酒有限公司贵州和四川两大基地市场总经理。**2016 年 4 月回总部接任 CEO 后，侯孝海带领润啤实现两大变革：1) 产能优化：**作为央企，润啤关厂难度和阻力皆较大，但是在“刀尖向内”的改革措施下，关厂顺利进行；**2) 高端化转型：**提出“3+3+3”发展战略，2018 年促成与全球第二大啤酒生产商喜力集团的长期战略合作。

我们认为润啤管理层实战经验丰富，而且长期稳定有利于公司战略落地实施。在关厂期间，公司利润连年承压，归母净利率从 2016 年的 4.9% 下降至 2018 年的 3%，但是这丝毫没有动摇润啤改革的决心。**因此，在润啤战略眼光+改革决心+执行力皆突出的优势下，我们看好公司高端化转型战略落地实施的长期效果。**

图 21：润啤现任 CEO 侯孝海履职经历



数据来源：Wind，信达证券研发中心

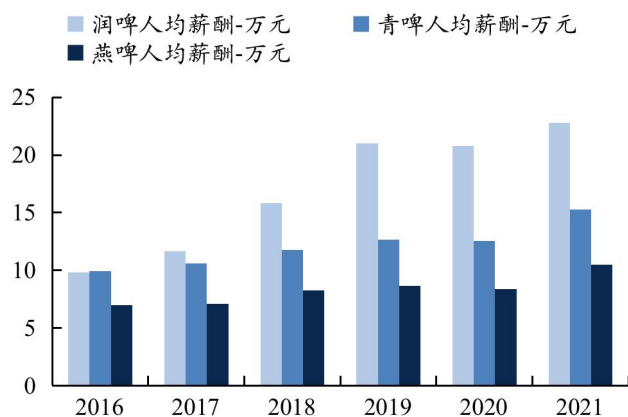
薪酬激励充分，人效提升速度行业最快。润啤重视管理层和员工激励，根据2021年各上市公司年报，润啤高层薪酬远高于国内其他企业，简易/侯孝海/黎宝声薪酬分别为251/847/339万元。侯孝海2016年上任后，大力推进产能优化和组织重塑，员工数量从2016年的58200人缩减至2021年的25000人，人均创收和人均创利持续提升，2019年超过青啤和燕啤，润啤人效提升速度行业最快。此外，在“3+3+3”发展战略指引下，公司引进与高端化相匹配的管理人才和经销商资源，完善人才培养计划，优化员工薪酬体系，2017-2021年人均薪酬超过青啤和燕啤。

表2：润啤高管激励机制优于国内其他啤酒厂商（2021年）

上市公司	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	CEO	673	101.8	执行董事	134	-	董秘	141	-
重庆啤酒	总经理	1340	-	副总经理	560	-	董秘	177	-
青岛啤酒	董事长	146	15.1	执行董事	128	11	执行董事	126	11
珠江啤酒	董事长	124	-	副总经理	121	-	董秘	91	-
燕京啤酒	董事长	71	-	副总经理	65	2.4	副总经理	65	3.1

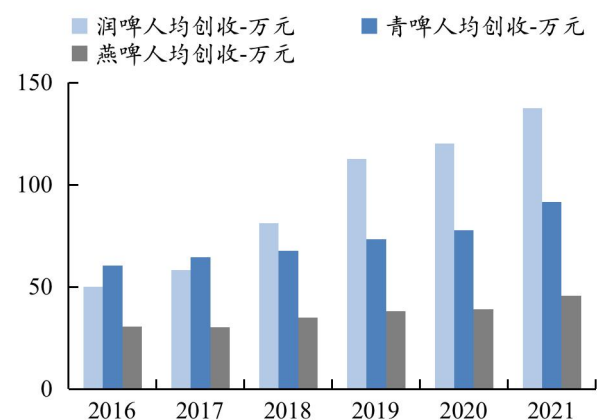
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图22：2016年-2021年润啤人均薪酬CAGR为18%



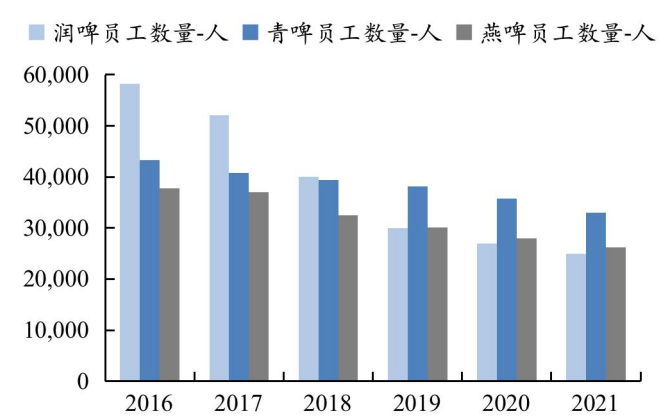
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图24：2017年-2021年润啤人均创收CAGR为22%



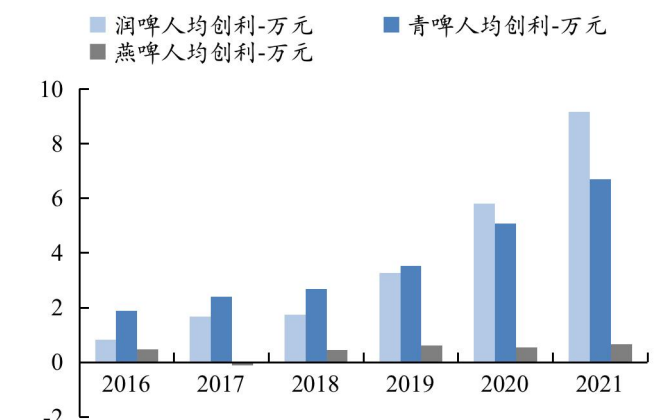
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图23：2021年润啤员工数量较2016年下降57%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图25：2017年-2021年润啤人均创利CAGR为62%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

高管增持彰显信心。根据港交所相关权益资料的披露，侯孝海先后于2020年5月11日以34.49港币增持润啤10,000股、2020年5月12日以39.35港币增持润啤50,000股，共花费近76.3万美元，增持完成后侯孝海累计持股1,068,000股，占总股数0.03%，增持前侯

孝海是最大的自然人持股方和第 60 大持股方。两次增持充分体现了管理层对于润啤高端化转型的信心和发展前景的看好。

3 未来看点：决战高端，聚势而强

3.1 公司战略：“3+3+3”发展战略开启变革

2016 年，侯孝海接任润啤 CEO 后，提出“3+3+3”的发展战略，带领润啤进入高质量发展的新轨道。具体来说：2017-2019 年：润啤强调“质量增长、转型升级、创新发展”。三年内完成“去包袱”：关厂提效，优化产能；“强基础”：转变管理理念，提升执行力；“蓄能量”：收购喜力中国，开启高端进程。2020-2022 年：润啤强调“决战高端、质量发展”。要做三件事“战高端”：高端市场销量接近主要竞争对手；“提质量”：生产、人力、财务质量迈上新台阶；“增效益”：营业额和利润明显提升。2023-2025 年：润啤强调“高端制胜、卓越发展”。完成三个目标“赢高端”：高端市场占有率名列前茅；“双对标”：对标国际一流公司；“做一流”：成为世界一流的公司。

图 26：润啤“3+3+3”发展战略开启变革



数据来源：华润雪花啤酒 2020 年社会责任报告，信达证券研发中心

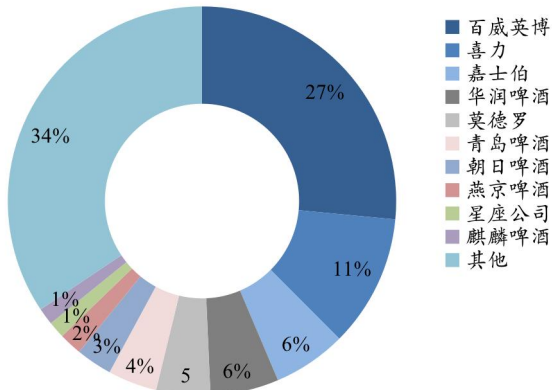
3.2 联姻喜力，高端酒正突围

联姻世界第二大啤酒商喜力集团。喜力是欧洲百年啤酒酿造商，1863 年谢拉特·艾迪恩·海尼根于阿姆斯特丹创立，在世界 70 个国家拥有超过 165 家酿酒厂，现为世界第三大啤酒酿酒商，酿造超过 170 种顶级、地区性及特制啤酒，已经实现全产品系列高端化。2021 年，喜力全球销量为 2241 万千升，收入 197.15 亿欧元，净利润 11.54 亿欧元，在全球市场占有率为 11%，仅次于百威英博 27%。根据 BrandFinance 发布的“2021 年全球最有价值的啤酒品牌 50 强”，喜力位居第二，仅次于墨西哥啤酒品牌科罗娜、超过了百威旗下的百威系列和百威淡啤，品牌价值持续提升。

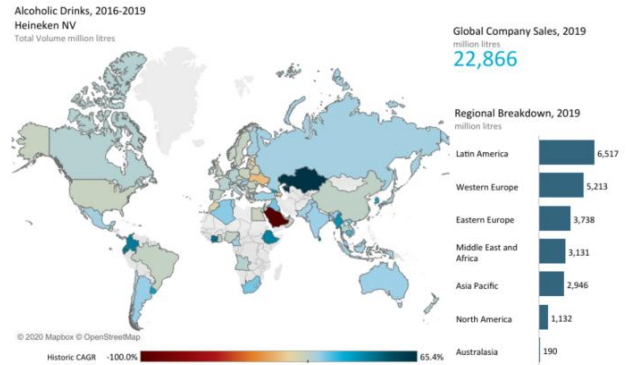
表 3：2021 年喜力位居全球最有价值的啤酒品牌第二，仅次于百威旗下的科罗娜

排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)
1	科罗娜	5822	6	莫德罗	3365
2	喜力	5646	7	麒麟	2853
3	百威	4790	8	米勒淡啤	2850
4	百威淡啤	3952	9	朝日	2848
5	雪花	3445	10	银子弹	2788

数据来源：Brand Finance，信达证券研发中心

图 27：2021 年啤酒行业全球竞争格局


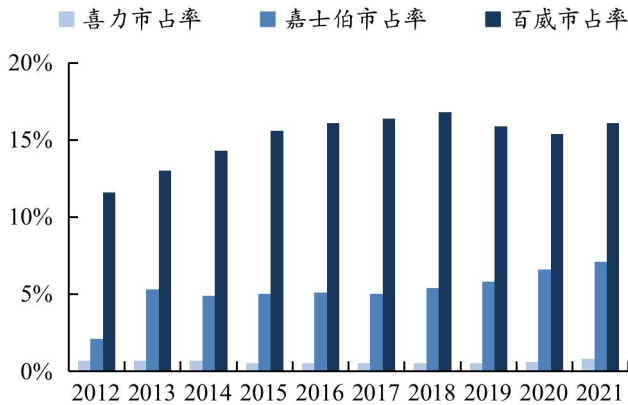
数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 28：喜力集团业务遍布全球


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

喜力决策失误，错失中国市场。喜力 1993 年进入中国市场，凭借着自身欧洲百年品牌和“喜力，敞开星世界”的广告宣语成为夜场第一品牌。2002 年，喜力集团终止与德记洋行合作，希望通过自建渠道网络掌握更多的市场主导权。但是由于对中国市场的竞争态势认识不足，喜力中国业务逐步萎缩至上海、浙江、福建、广东、海南几省。根据欧睿数据，2017 年喜力中国的市占率仅为 0.4%，与同为外资高端品牌百威、嘉士伯相差甚远。

润啤与喜力强强联合，突围高端酒市场。在喜力中国渠道开拓不顺、国内啤酒开启高端化浪潮的背景下，喜力作为欧洲百年品牌能够补齐润啤在高端市场品牌力不够的短板，而润啤能够利用自身渠道优势帮助喜力在中国市场扩张，因此喜力成为润啤战略合作伙伴的首选。2018 年 8 月，润啤与喜力达成长期战略合作安排，11 月，双方达成股份购买协议，喜力集团同意出售 1) 喜力中国大陆目标公司全部股权，2) 喜力中国香港目标公司全部已发行股本。该交易于 2019 年 4 月完成，Heineken Brouwer B.V. 持有华润集团（啤酒）有限公司 40% 的股份，间接持有上市公司华润啤酒 20.7% 的股份，华润创业持有喜力集团 0.9% 股份。根据协议，喜力允许润啤在中国大陆和香港澳门独家使用喜力品牌的商标权，同时将在中国大陆、香港澳门的现有业务融合到润啤中，未来有望授权许可润啤在中国大陆和香港澳门独家使用喜力集团所持有的其他国际高端品牌。

图 29：2011 年-2021 年喜力市占率与嘉士伯、百威相差甚远


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 30：2018 年润啤与喜力交易要点

《Heineken 商标许可协议条款清单》

Heineken 集团将授予、华润啤酒（自行或通过其集团其他成员）将获得在中国大陆、香港和澳门（独占地域）内使用 Heineken 品牌的独占许可。

《主要条款清单》（Heineken 中国交易）

Heineken 集团将通过股份出售的方式，以现金对价 23.5 亿港元转让其在独占地域的现有业务（包括三家啤酒生产工厂），并将其业务与华润集团在中国境内的啤酒业务融合。

《框架协议条款清单》

Heineken 集团可能于独占地域内授权许可于华润啤酒（自行或通过集团其他成员）使用 Heineken 集团所持有的其他国际高端品牌（目前包含超过三百个品牌）；华润啤酒能够借助 Heineken 集团的全球经销网络，支持和加快本公司的雪花品牌和其他啤酒品牌的国际成长。

数据来源：Wind，信达证券研发中心

润啤和喜力初步融合顺利。2019 年交割完成后，润啤快速整合喜力中国业务，**业务重点包括** 1) 依托喜力在福建和广东地区的产能和品牌力、加快高端酒份额提升；2) 聚焦资源、推广新品喜力星银，相比于喜力经典，喜力星银口味偏淡、定价偏低，消费人群定位年轻人，场景定位火锅店和量贩式 KTV；3) 优化喜力人员运营，增加整合深度和协同效应。从目前喜力和润啤的融合效果来看，喜力在国内的终端网点数大幅增加，但是目前局限在喜力原有优势地区，四川、辽宁、浙江等润啤优势地区仍有较大的提升空间。**短期内，润啤与喜力合作后，两个团队的融合势必会产生摩擦，在润啤传统优势市场的协同效应显现较慢。但是我们认为，润啤与喜力战略合作的产品、渠道、品牌的协同效应在中长期会更加明显，对于润啤突围高端酒市场有重要的战略意义。**

中长期看协同效应突出。**产品协同：**喜力定位 12 元价格带以上，而润啤雪花旗下的中高端酒大多集中在 6-12 元价格带，两大品牌不会在内部正面冲突，喜力大概率上抢夺百威和嘉士伯的市场份额。**渠道协同：**喜力将借助润啤原有销售渠道，比如部分高端餐饮渠道进行销售，同时润啤切入喜力的优势区域福建、广东和浙江。**品牌协同：**由于啤酒是舶来品，消费者更加认可国际品牌下的啤酒高端化概念，国产品牌中仅有青啤具有一定的高端酒品牌形象，因此润啤联姻喜力很大程度解决了雪花在高端酒市场品牌拉力不够的问题。润啤在夜场并无明显优势，但是借助喜力的高端形象以及强势买店力度能够帮助润啤打开夜场渠道，引进更加优质的高端经销商资源。

图 31：喜力旗下国际品牌矩阵丰富


数据来源：喜力集团官网，信达证券研发中心

图 32：喜力与润啤中长期协同效应突出

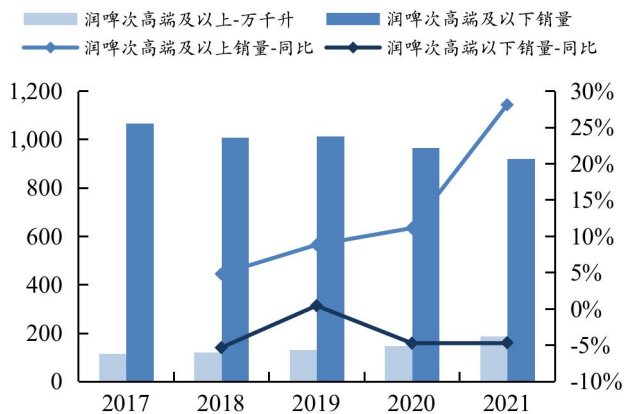
	喜力中国	华润啤酒
渠道协同	❖ 喜力将借助润啤原有销售渠道，包括部分高端餐饮渠道和流通渠道进行销售	❖ 润啤将切入喜力的优势区域福建、广东和浙江
产品协同	❖ 喜力集团旗下的大多数品牌定位 12 元价格带以上，其中喜力品牌定位 12-15 元	❖ 雪花品牌旗下的中高端酒大多集中在 6-12 元价格带
品牌协同	❖ 润啤在夜场并无明显优势，但是借助喜力的高端形象以及强势买店力度能够帮助润啤打开夜场渠道，引进更加优质的高端经销商资源，提升雪花品牌形象。	

数据来源：信达证券研发中心

3.3 产品重塑：“四大天王+四大金刚”剑指高端

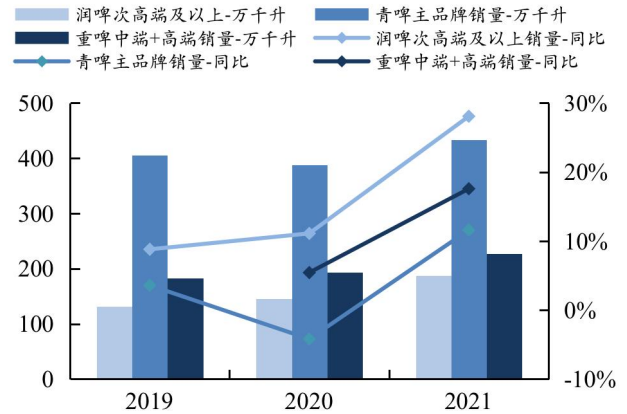
“四大天王+四大金刚”重塑产品组合，剑指高端。2014年以前，公司产品策略是雪花全国大单品，在收购完中小型企业之后，逐渐用雪花替代地方品牌。在国内啤酒高端化浪潮下，润啤已有的产品组合无法满足消费者个性化和差异化的消费需求，因此构筑起“四大天王+四大金刚”的产品组合，丰富高端产品矩阵。其中“四大天王”是雪花品牌下的脸谱系列、匠心营造、马尔斯绿、超级勇闯 SuperX，而“四大金刚”是喜力旗下的喜力经典、喜力星银、虎牌、苏尔。从价格带看，润啤目前实现了高中低价格带全覆盖，2021年次高端及以上销量为187万千升，同比+28.1%，占比17%，其中SuperX、喜力、纯生、马尔斯绿皆有双位数的增长。

图 33：2021 年润啤次高端及以上销量同比+28.1%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 34：2021 年润啤次高端酒及以上销量增速行业居首



数据来源：Wind，信达证券研发中心

具体来看：

- 1) 6元以下低端价格带：**主要是全国化销售的雪花原浆/清爽/冰酷和地域性品牌金威啤酒、西湖啤酒、蓝剑啤酒。主要竞品是地方性中小啤酒品牌、青啤的副品牌系列（合计394万千升）、百威的区域子品牌。
- 2) 6-8元中档价格带：**主要是2005年推出、全国化销售的勇闯天涯，2017年成为300万千升的大单品，主要竞品是青啤经典、百威旗下的哈尔滨系列和雪津系列。
- 3) 8-10元价格带：**主要是2018年在勇闯天涯基础上升级推出的超级勇闯 SuperX，推出当年实现12.8万千升，目前销售区域集中在四川、辽宁等雪花传统优势市场。此外，公司2020年推出虎牌来加强在此价格带的优势。主要竞品是青啤经典、燕京U8、珠江97黑金纯生。
- 4) 10-12元价格带：**主力大单品为雪花纯生，2017年成为近50万千升的大单品，主要竞品是重啤的乌苏啤酒、青啤的白啤和纯生、百威亚太的百威系列。随着乌苏啤酒全国化扩张快速放量、青岛白啤增长较好，该价格带的竞争格局预计会有变动。2020年润啤相继推出红爵、黑狮白啤等新品，但目前体量尚小。
- 5) 12元-15元价格带：**主要是雪花旗下的马尔斯绿，另一主力产品为喜力旗下的喜力经典和喜力星银，2018年实现销量14.6万千升，主要竞品是百威旗下的福佳白、科罗娜、蓝妹等高端外资品牌。

图 35：2021 年主要啤酒厂不同价格带竞品分析

	华润啤酒	青岛啤酒	百威亚太	重庆啤酒
	总销量1106万千升	总销量793万千升	总销量649万千升	总销量279万千升
	次高端以上187万千升（占比17%）	主品牌433万千升（占比55%）		高端66万千升（占比24%）
15元以上价格带	脸谱系列 匠心营造 苏尔 悠世	IPA精酿 7天原浆 鸿运当头 琥珀拉格 百年之旅	科罗娜 蓝妹	格林堡 布鲁克林
12-15元价格带	马尔斯绿 喜力	皮尔森 奥古特	福佳白	凯旋1664 嘉士伯 风花雪月
10-12元价格带	雪花纯生 红爵 黑狮白啤	青岛纯生 青岛白啤 黑啤	百威经典	骊外乌苏 夏日纷
				主流161万千升（占比58%）
8-10元价格带	SuperX 沈阳老雪 虎牌	经典1903	哈尔滨系列	乐堡 重庆纯生
				次高端及以下919万千升（占比83%）
6-8元价格带	勇闯天涯	经典	哈尔滨 雪津	重庆国实 大理 骊内乌苏
				副品牌360万千升（占比45%）
6元以下价格带	原汁麦等 金威啤酒 西湖啤酒 蓝剑啤酒	崂山啤酒 汉斯啤酒 银麦啤酒		经济51万千升（占比18%）

数据来源：Wind，天猫商城，信达证券研发中心

产品标签个性鲜明，精准匹配消费者。在“4+4”产品组合下，润啤为每一个产品都赋予的个性鲜明的标签，精准匹配不同年龄段、不同爱好的消费者，产品辨识度较高。比如，尽管都是面向年轻消费者，全国大单品勇闯天涯定位 18-20 岁富有挑战精神的年轻人，马尔斯绿则是定位 25-30 岁潮热爱潮流和时尚的年轻人。而对于中年人消费者群体，脸谱系列定位 25-45 岁的中国传统文化爱好者，匠心营造则是定位 40-45 岁追求品质的高端商务人群。

表 4：润啤“4+4”产品组合

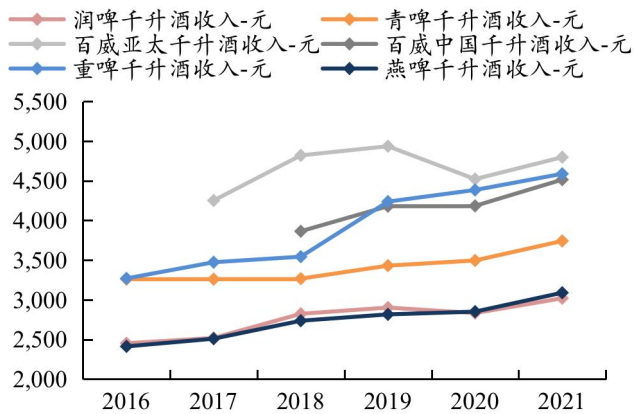
品牌	产品	推出时间	原麦汁浓度	酒精度	所属风格	产品特点	目标人群	产品理念
喜力	悠世	2021	11.8	4.9	巴伐利亚小麦啤	阿尔卑斯风味，果味突出	25-35 岁都市精英	感受阿尔卑斯
	红爵	2021	8.5	3.3	皮尔森	阿姆斯特丹风味	20-30 岁喜欢结交朋友、追求品质的热	来自阿姆斯特丹，欧洲风范
	苏尔	2020	11.9	4.5	墨西哥拉格	墨西哥风味，口感清新	20-30 岁生活态度积极的都市潮人	给每一个渴望阳光的你
	虎牌	2020	10.0	4.0	淡色拉格	诞生于新加坡，热带风情的亚洲啤酒风味	20-25 岁放飞自我的年轻人	天生大胆，入口带感
	喜力经典	-	11.4	5.0	淡色拉格	口感醇厚	20-35 岁乐于探索、有品位的潮流青年	不变初心，品质如一
	喜力星银	2020	9.5	4.0	淡色拉格	清新顺滑爽口	20-35 岁乐于探索、有品位的潮流青年	喜力星银，轻松对味
雪花	脸谱花脸	2020	11.5	4.1	淡色拉格	醇厚、畅爽	25-45 岁中国传统文化爱好者	演绎中国元素，释放东方美感
	匠心营造	2018	10.0	3.3	淡色拉格	德国风味，口感纯净饱满	40-45 岁追求品质、彰显身份的高端商务人群	食刻有匠心

马尔斯绿	2019	8.0	2.5	淡色拉格	独特冰凉感，香醇风味	25-30岁潮流、时尚、有创造的年轻人	贝加尔湖的冬天里那个奇幻的冰雪世界
超级勇闯 SuperX	2018	9.0	3.3	美式淡拉格	口感清爽，柑橘香	18-20岁富有挑战精神的年轻人	唯有品味，值得品味
雪花纯生	2005	8.0	2.5	美式淡拉格	纯净	25-40岁的泛人群	匠心酿造每一口鲜爽
勇闯天涯	2005	8.0	3.0	美式淡拉格	口感柔和	18-20岁富有挑战精神的年轻人	Z世代更挑战
雪花清爽	-	8.0	2.5	美式淡拉格	纯净	25-40岁的泛人群	清香品质，清爽享受
沈阳经典老雪花	-	12.0	4.1	淡色拉格	大瓶容、高浓度	24-40怀旧、热爱复古潮的爱好者	真哥们，在老雪
黑狮白啤	2019	11.8	4.1	比利时小麦啤	苦味适中，口感醇厚	25-40岁旅游、爱自由、追求个性生活的年轻人	尽情释放，自由我心

数据来源：天猫商城，公司官网，信达证券研发中心

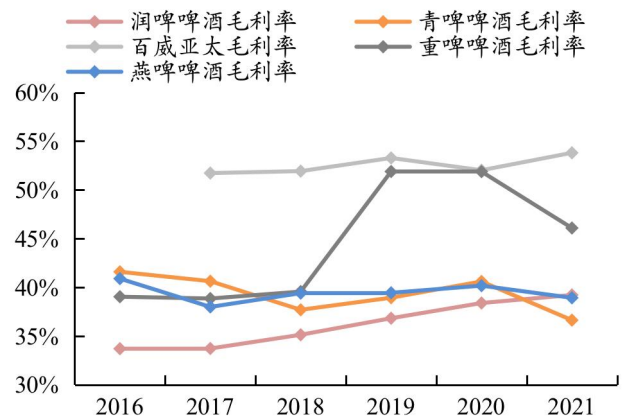
产品结构升级势头不减，毛利率仍有 10pct 提升空间。从产品结构来看，润啤次高端及以上产品占比从 2017 年的 10% 提升至 2021 年的 17%，2017-2021 年千升酒收入从 2520 元提升至 3020 元，CAGR 为 4.6%，同期青啤 CAGR 为 3.5%，与青啤在高端酒的差距进一步缩小。在啤酒行业高端化浪潮下，润啤产品结构升级对其盈利能力改善明显，2016-2021 年毛利率从 33.7% 提升至 39.2%，累计提升 5.5pct。对标行业内百威亚太 50% 左右的毛利率，润啤的毛利率有 10pct 的提升空间。

图 36：2016-2021 年润啤千升酒收入 CAGR 为 3.7%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 37：对标百威亚太，润啤毛利率还有 10pct 的提升空间



数据来源：Wind，信达证券研发中心

3.4 品牌重塑：国产+国际品牌构筑高端品牌群

联姻喜力，形成国产+国际高端品牌群。行业内看，青啤聚焦“1+1”双品牌战略，百威和重啤则是采取国产+国际品牌的多品牌战略。而润啤以喜力为突破口，从 2019 年开始持续打造中国品牌群和国际品牌群，即由勇闯天 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱组成四大中国品牌，以及由喜力、苏尔、红爵、虎牌组成的四大国际品牌。由于啤酒是舶来品，消费者更加认可国际品牌下的啤酒高端化概念，国产品牌中仅有青啤具有一定的高端酒品牌形象，因此润啤联姻喜力很大程度解决了雪花在高端酒市场品牌拉力不够的问题。

图 38：润啤品牌战略变革



数据来源：Wind，信达证券研发中心

新潮发布会+IP 化推广+代言人粉丝经济+场景营销, 高品牌投入改变认知。在啤酒新时代下, 消费主力人群是 90 后、00 后的 Z 世代, 他们更偏向于自主选择、追求产品品质和体验。因此, 2017 年后润啤确立“高端化、年轻化”的发展方向, 广告投放重点放在勇闯天涯 SuperX 和喜力两个品牌上, 通过新潮发布会+IP 化推广+代言人粉丝经济+场景营销突破传统啤酒新品的营销手段。其中, 1) 勇闯天涯 SuperX 在业内率先使用流量明星担任品牌代言人, 2018 年上市时邀请王嘉尔担任代言人, 随后从街舞文化切入连续三季赞助《这就是街舞》, 2020 年赞助极限运动赛事 XGames, 塑造年轻、潮流、超越自我的品牌形象, 与勇闯天涯的产品形象相辅相成。未来, 润啤将继续锐化酷的基因, 通过街舞的 IP 为年轻人传递蓝瓶的激情; 2) 喜力则是顶级国际足球赛事的首要赞助品牌, 与青啤专注奥运营销和篮球赛事赞助形成差异化。除了继续与足球平台合作, 润啤充分挖掘喜力的品牌潜质, 通过“新电音”在全球请百大 DJ 作为形象代言人推广喜力品牌。从过去两年的润啤营销活动来看, 我们认为其对高端酒的理解和推广能力有明显的提升, 有利于逐渐改变消费者对雪花低端的固有认知。

图 39: 润啤营销活动示例



数据来源: 华润雪花啤酒 2019、2020 年社会责任报告, 中国啤酒网, 雪花匠心营造新浪微博信达证券研发中心

表 5: 近三年润啤营销活动统计

本土品牌	营销活动
勇闯天涯 SuperX	2018 年勇闯天涯 SuperX 上市, 率先使用流量明星王嘉尔代言, 冠名《明日之子 2》《热血舞团》。2018 年 X-party, 是勇闯天涯 SuperX 的头牌营销活动。 2019-2021 年冠名《这就是街舞 2、3、4》, 获得近 60 亿元播放量, 面向年轻人展现了挑战和酷的品牌形象。 2020 年 X Games 合作, 深化品牌挑战极限的态度和精神。 2020 年深圳啤酒节打造街舞区品牌场景。 2021 年王一博代言, 推出王一博定制形象罐包装。
马尔斯绿	2019 年通过“新潮发布会+代言人推广”的方式上市, 由井柏然和何穗代言, 在北京世贸打造“创造力空间 M.Space”, 展现时尚和创造力的品牌特性。 2020 年深圳啤酒节打造马尔斯绿岛。 2021 年龚俊代言, 雪花马尔斯绿与龚俊一起打破定义, 释放潮流态度。
匠心营造	2018 年结合风味人间 IP, 将美食和品牌的高端形象相联系。 2019 年推出匠心年夜饭活动, 传递出“食刻有匠心”的品牌理念, 通过“微信+抖音+微博+新闻媒体”四大传播平台有效联动, 传播覆盖 7000 万人次。
脸谱	2020 年联合华润置地在广东举办“雪花脸谱, 有戏有味”品鉴会。
国际品牌	营销活动
喜力星银	2020 年喜力星银 S 计划, 为消费者打造沉浸式畅饮体验。 2020 年举办“未来秀场, 星银来袭”全国巡回活动, 召集约 1000 万名消费者开展线下试饮。 2020 年开展京东新品日, 邀请汪涵和钱枫加盟直播, 携手米其林大厨打造超酷分子料理。 2020 年深圳啤酒节打造“喜力星银对味吧”DJ 空间。 2021 年开展喜力星银小清吧活动, 将吧台搬进便利店, 打造前店后场的现饮消费模式。
喜力经典	2020 年赞助足球欧洲杯冠军杯。 2021 年 6 月, 喜力·同场·世界同频欧洲杯品牌体验活动全国火热来袭; 12 月喜力·星电音 2021 届电子音乐行业峰会, 携手电音产业链相关方一同成立中国电子音乐共创联盟。
SOL 苏尔啤酒	2020 年深圳啤酒节打造“苏尔啤酒阳光吧”。

黑狮白啤

2019年黑狮白啤上市，以其精巧的制作工艺和独特的产品理念，提出“自由我心”的品牌营销理念，聚焦当代人生活状态，实现创新营销。

2021年由王一博代言，精准捕获年轻群体渴望“挑战与自由”的个性心理。

数据来源：Wind，信达证券研发中心

产城融合，雪花啤酒小镇助力品牌文化建设。除了常规的空中广告和地面投放以外，润啤也非常看重啤酒生态圈对品牌形象的提升。2021年，公司与华润置地签订投资合作协议，将公司位于深圳市宝安区的地块改造成华润雪花的新总部、研发中心、精酿工厂、员工宿舍、啤酒博物馆，以及包含一个厂房、休闲设施、超市、餐厅、酒吧、啤酒花园等综合体。该项目总投资超过100亿元，计划2025年6月全面竣工。其中规划的雪花啤酒小镇将以文化引领消费模式升级的主题，塑造非季节性的啤酒文化中心。行业内看，青啤在沿黄河流域不断完善啤酒生态圈建设，2022年2月青啤小镇落子山东大沽河旅游度假区、6月青岛啤酒·时光海岸精酿啤酒花园在青岛西海岸啤酒城开业，而润啤则是聚焦华南地区，两大啤酒巨头形成一南一北阵营、引流潜在消费人群。

图 40：华润置地联手华润雪花通过三大战略打造华润雪花啤酒小镇项目，助力雪花品牌文化建设



战略一：城市精神再续，历史记忆与情感的传承

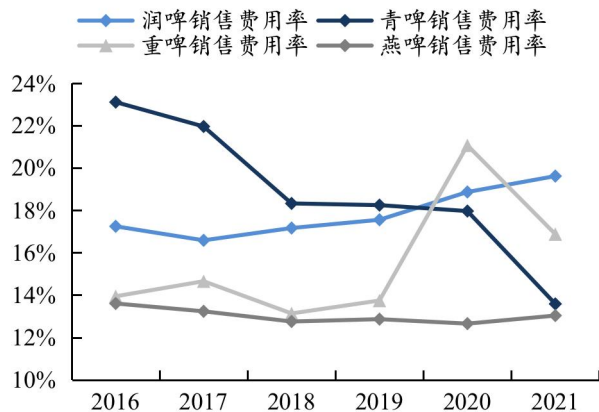
战略二：创业产业平台升级，绿色产城“城市花园”

战略三：国际啤酒小镇建设，创造全国啤酒消费模式新标杆

数据来源：华润置地深圳大区公众号，信达证券研发中心

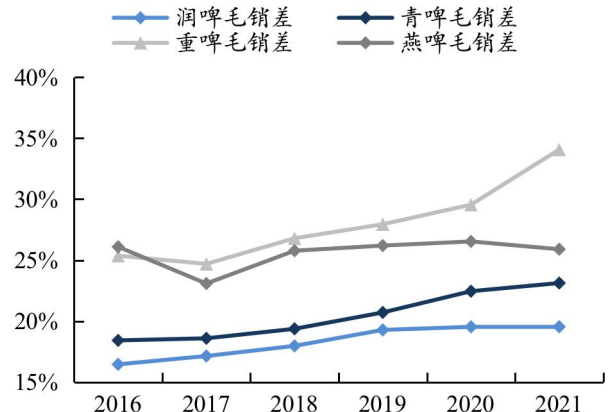
精益销售，资源聚焦。2017年后，润啤开始推行精益销售管理，提高销售能力和销售效率，对销售费用支出采取一定的管控措施。在行业皆收缩费用的情况下，为了配合高端啤酒的市场开拓，润啤加码广告和促销费用投放，销售费用率小幅上涨，2017-2021年销售费用率累计增加3.03pct至19.6%。行业内看，润啤销售费用率较高，2020年润啤/青啤/燕啤/重啤销售费用率分别为18.9%/18%/12.7%/21.1%。

在当下啤酒高端化浪潮中，渠道依旧重要，但是不再是决定性的胜负因素，消费者更加注重品牌力和产品力，因此行业高端化将奖励品牌、产品、渠道综合实力强的企业。润啤当下品牌投入更多是消费者培育、改变认知，将会长期在经营端得到兑现。在当下啤酒高端化竞争中，我们认为润啤会加快上新速度和品牌推广力度，销售费用率短期内不会下降，将保持稳定甚至小幅上升，盈利能力的改善更多来自于毛销差的提升。

图 41：2021 年润啤销售费用率同比+0.7pct 至 19.6%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

注：2021 年青啤、重啤销售费用率为新口径

图 42：2021 年润啤毛销差基本持平


数据来源：Wind，信达证券研发中心

注：2021 年青啤、重啤销售费用率为新口径

3.5 渠道重塑：培育大商，赋能小商

3.5.1 经销商体系：提效+赋能

渠道模式历经三次革新，释放活力。

1) **2004-2014 年，第一次变革，深度分销**：在啤酒行业增量时代下，润啤根据“厂商-批发商-二级批发商-终端”的传统经销模式、开辟出“厂商-运营商-分销商-终端”的深度分销模式。在深度分销下，润啤渠道网络覆盖度和纵深度在行业内首屈一指，解决了润啤从东北根据地面向全国扩张中渠道建设的问题。

2) **2015-2019 年，第二次变革，CDDS 模式**：CDDS 是润啤最先 2014 年在四川区域公司试点、随后全国推广的渠道建设和管理模型，主要目的是解决以往经销商“坐商”的问题，突出专营化、扁平化、片区化、专业化、优质化渠道改造，由此解决窜货乱价、厂商权责不明、渠道费用过高等问题，提高运营效率。

3) **2020 年-至今，第三次变革，高端大客户平台+营销数字化**：在啤酒高端化浪潮下，润啤原有渠道模式和经销商资源与高端酒运作要求并不匹配，因此 2020 年公司开始搭建大客户平台、开发具有高端酒销售能力的终端。在整个经销商体系建设方面，公司推动营销数字化落地实施，建立 S&OP ONE 产销计划决策智慧化管理系统。

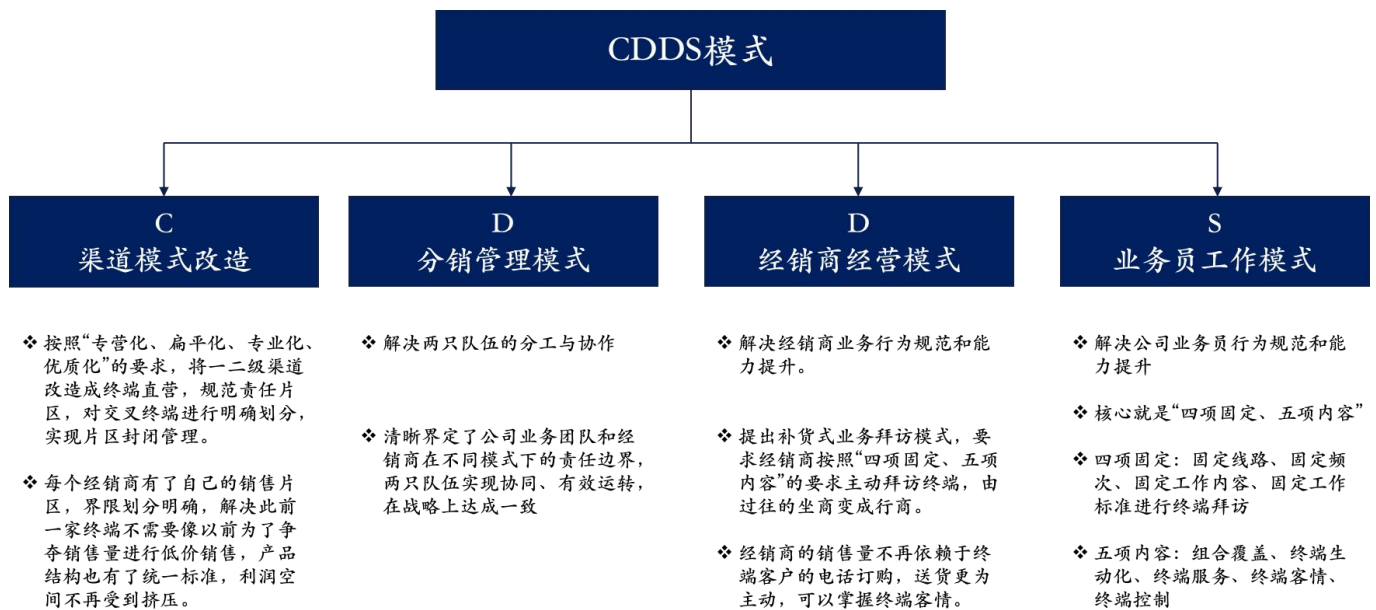
图 43：润啤渠道模式历经三次革新，释放活力

2004-2014年，第一次变革 深度分销	2015-2019年，第二次变革 CDDS模式	2020年-至今，第三次变革 高端大客户平台+营销数字化
<ul style="list-style-type: none"> ❖ 背景：从东北向全国拓展，蘑菇战略实现全国产能扩张后、需要强渠道建立强势地位 ❖ 运作模式：厂商-运营商-分销商-终端 ❖ 具体举措： <ol style="list-style-type: none"> 1) 原有的批发商改为运营商 2) 雪花啤酒的销售人员直接进入终端推销、服务、陈列和维护价格体系 3) 分销商承担物流职能 ❖ 特点：厂家对终端和渠道强掌控力；覆盖面广、纵深度高，强调数量和密度 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 背景：此前深度分销模式管理粗糙，经销商管理并不规范 ❖ 运作模式：一二级渠道改造成终端直营 ❖ 具体举措： <ol style="list-style-type: none"> 1) 渠道专营化、片区化、扁平化、专业化管理 2) 补货式业务拜访模式，规划“四项固定、五项内容”工作范式 3) 抓好经销商和业务员两只队伍建设 ❖ 特点：分销体系控制力和规范性更强，强调经销商的质量 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 背景：公司进入第二个三年发展阶段，此前经销商体系与高端酒推广不匹配。 ❖ 运作模式：建立高端大客户平台，缩减一级经销商数量 ❖ 具体举措： <ol style="list-style-type: none"> 1) 培育大商：开展铸剑行动，成立华鼎会、华樽会、华爵会 2) 以小带大：将小商整合到大商下面，从运营能力、管理能力、信息化三方面赋能 3) S&OP ONE平台实现产销协同 ❖ 特点：虽然公司在大客户招商方面处于刚起步阶段，但联手喜力、公司高端化战略明确，获得大商认可。

数据来源：华润雪花啤酒公众号，华润雪花啤酒 2018、2020 年社会责任报告，信达证券研发中心

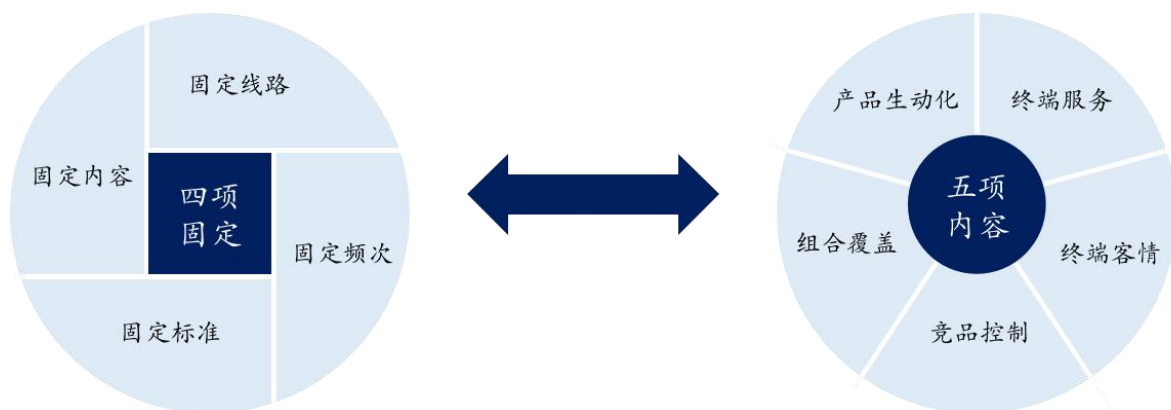
提效：CDDS 模式全国推广。在“业务增长、转型升级、创新发展”三大管理主题指引下，2014 年润啤在四川试点 CDDS 模式，2018 年全国范围内推广。具体来说，CDDS 模式是从渠道模式（C）、分销管理模式（D）、经销商经营模式（D）、业务员工工作模式（S）四个维度来对渠道精细化管理，分别对渠道结构设计、分工协作、经销商业务行为规范和能力提升、销售业务员行为规范和能力提升提出了不同的解决方案。在二次改造中，CDDS 模式旨在 1) 形成快消品里面能力最强的渠道队伍；2) 打造竞争能力最强的分销渠道模式；3) 建立效率最高、竞争性最强、最有控制性的、规范性的从厂家到终端的分销服务控制管理系统。此次改造从 2018 年开始，目前基本实现全国覆盖，改造完成后，经销商在销量、盈利能力、产品结构方面都有了明显的改善。

图 44：润啤 CDDS 模式详解



数据来源：华润雪花啤酒公众号，华润雪花啤酒 2018 年社会责任报告，信达证券研发中心

图 45：润啤 CDDS 模式中的“四项固定”、“五项内容”



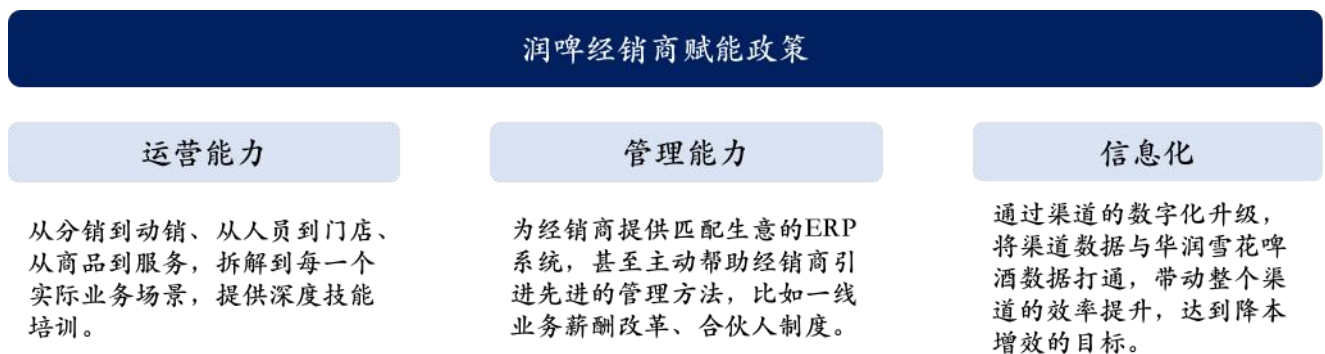
数据来源：华润雪花啤酒 2018 年社会责任报告，信达证券研发中心

赋能：培育大商，以大带小。在啤酒消费升级下，90 后、00 后消费者所体现出来的需求是个性化、品质化的，与此相对应的是要求经销商能够将不同类型的好产品触达给消费者，而

具备此能力的往往是大商、这些客户通常在当地市场具有丰富的资金、人力和社会资源，对 AB 类餐饮和夜场渠道尤为重要。润啤此前采取深度分销模式，经销商普遍体量小、管理能力低，面对的客户主要是 CD 类等非高端餐饮、农村县级市场和小型区域商超，缺乏高端酒运作能力。

为了适配高端酒的市场推广，2021 年 7 月公司建立高端大客户平台，**1) 开展铸剑行动吸引快消业内 TOP 客户，培养高品质的大经销商**：设计华鼎会、华樽会、华爵会三层架构，分别对应全国、省级、市级三个层面的优秀客户，其中华鼎会的要求是高端销量 100 万件、6000 吨左右，经销商在完成相应的雪花啤酒高端产品销售目标后方可获得入会资格。**2) 以大带小，体系化赋能小商**，针对能力较弱的小商整合到大商旗下，直接缓解其资金压力；2020 年 4 月，润啤成立渠道发展部，从运营能力、管理能力、信息化三大方面赋能，解决其招工困难、融资成本高、营销能力低的问题，帮助其快速成长。

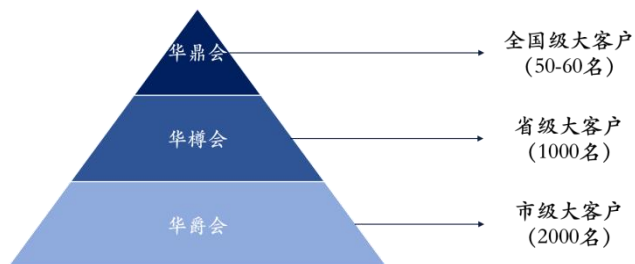
图 46：2020 年开始，润啤从运营能力、管理能力、信息化三大方面对经销商赋能



数据来源：新经销，信达证券研发中心

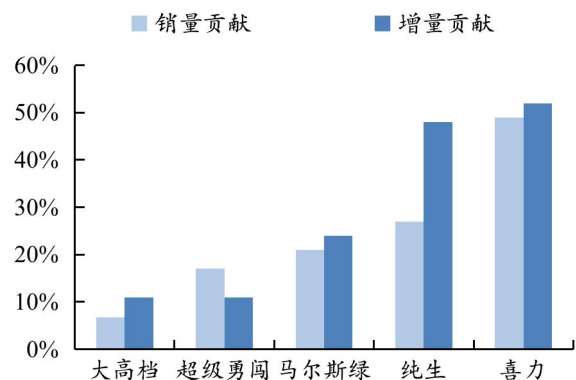
回顾 2021 年，润啤高端大商培育初现成效。根据 2021 年华润雪花渠道伙伴大会，前 20% 的大客户贡献了公司销量近 60% 的比例，夜场专业客户贡献了夜场 50% 的销量。铸剑客户达到 190 家的规模，虽然仅占雪花经销商数量 1.4%，但是贡献大高档 6.7% 的销量和 11% 的增量，超级勇闯 17% 的销量和 11% 的增量，马尔斯绿 21% 的销量和 24% 的增量，纯生 27% 的销量和 48% 的增量，喜力 49% 的销量和 52% 的增量，可见雪花高端大客户对高端化的贡献已然成势。

图 47：2021 年润啤成立高端大客户平台



数据来源：信达证券研发中心

图 48：2021 年润啤大商培育初现成效

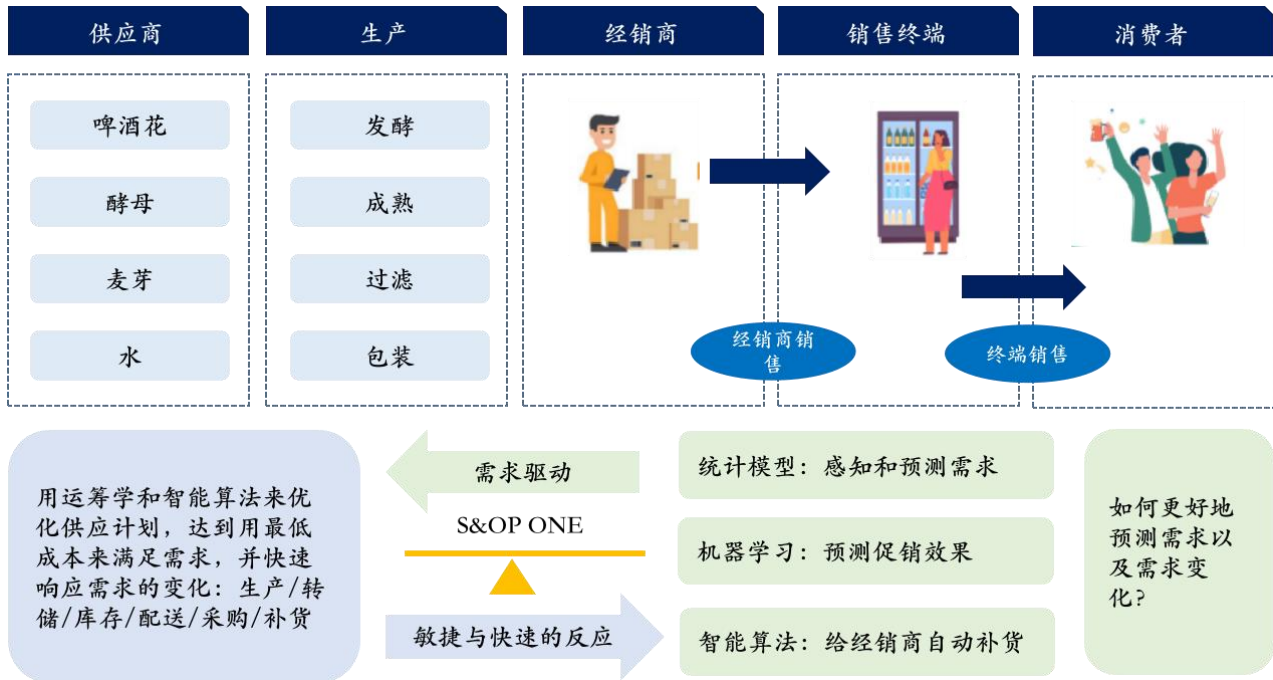


数据来源：信达证券研发中心

营销数字化：S&OP ONE 产销计划决策智慧化管理系统上线。在全国供需优化、销售计划
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

和供应计划陆续上线后，2021年该平台继续向销售端延伸、上线经销商预测与补货解决方案。目前，S&OP ONE平台已经覆盖总部、16家区域公司、70余家工厂、3000余个销售区县以及20,000多个经销商。我们认为，随着S&OP ONE系统在全国陆续上线、通过人工智能预测终端需求和变化，四项功能模块能够更好地实现酒厂与渠道的协同、更好地服务终端客户。

图 49：2021 年，公司 S&OP ONE 平台上线经销商预测与补货解决方案



数据来源：华润雪花啤酒 2021 年社会责任报告，信达证券研发中心

城市和乡镇市场采取差异化策略。在 2017 年渠道二次改革下，公司针对城市市场和乡镇市场采取了差异化渠道策略，**1) 城市市场：**扁平化分销网络管理维持在其他现饮渠道和传统零售渠道的优势地位，而专门的销售团队开拓高端现饮渠道，其中雪花品牌借助喜力切入浙江、福建、广东的夜场渠道；**2) 乡镇市场：**利用有长期合作关系的县级分销商拓宽业务覆盖和渗透，实现扁平化销售；另一方面，利用二级分销来供应乡村市场。

图 50：润啤销售渠道策略详解

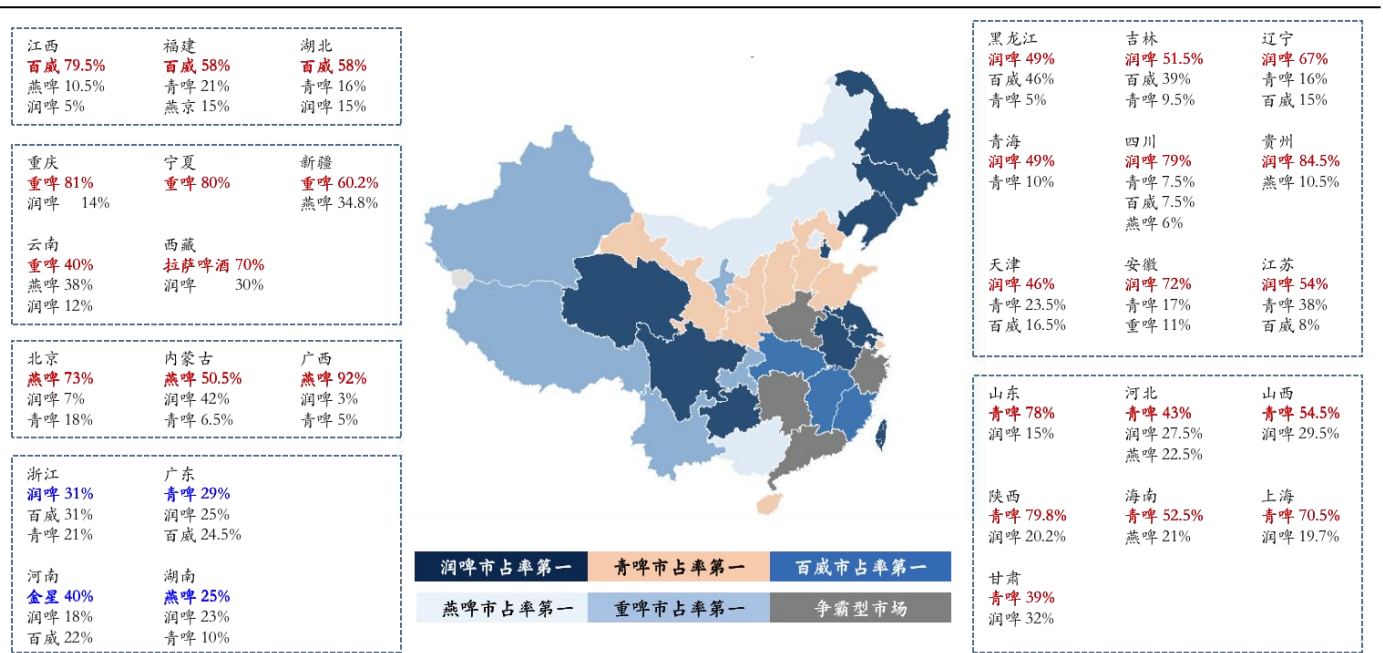


数据来源：公司官网，信达证券研发中心

3.5.2 区域市场：攻守兼备

五大群雄割据，各霸一方。长期的竞争拉锯形成目前区域性平衡的状态，70%以上的省份已经基本分出胜负，五大巨头割据一方。**润啤**是行业龙头，销量市占率24%，拥有6个绝对优势市场，分别是吉林、辽宁、四川、贵州、安徽、江苏，从东到西皆有覆盖。**青啤**仅次于润啤，销量市占率为18%，拥有5个绝对优势市场，分别是山东、陕西、山西、上海、海南，在沿黄河流域省份优势明显。**百威**销量市占率为16%，拥有3个绝对优势市场，分别是福建、江西、湖北，在沿海、华南地区市场份额较高。“西部王”**嘉士伯**和**重庆啤酒**销量市占率为7.1%，以西南为据点外扩，拥有4个绝对优势市场，分别是重庆、宁夏、新疆、西藏。**燕啤**销量市占率为6.9%，拥有3个绝对优势市场，分别是北京、内蒙古、广西。

图 51：我国啤酒行业竞争格局



数据来源：酒业家，澄泓财经，信达证券研发中心

润啤业务单元包括东区、南区和中区。具体来看：

东区贡献营收超半，是公司主要利润池。东区包括东三省和东部沿海地区，覆盖范围较广。2021年，东区对外销售收入166亿元，同比+1.4%，贡献50%的营收。2018-2021年，润啤在东区的收入增长稳定，CAGR为1.1%，高于整体收入CAGR的0.6%。东区拥有较多的老旧厂房设备，折旧摊销费用较多，且2015-2020年累计确认减值损失23.3亿元。剔除减值损失影响后，2020年东区EBIT为15.5亿元，同比+4.0%，贡献37%，EBIT Margin为9.5%，2015-2020年累计提升2pct。

其中1) **东三省**是公司传统优势市场，润啤在辽宁/黑龙江/吉林的市占率分别为67%/49%/51.5%，截止2021H1，分别拥有产能180/110/40万千升，其中辽宁和吉林是润啤的基地市场。东三省的产品结构普遍偏低，未来将是润啤继续高端化的主战场。2) **东部沿海地区**包括天津、浙江、江苏、上海等经济水平较高的省市，2020年润啤开始单独组建高端团队、招募擅长高端餐饮和夜店的经销商、利用喜力原有的销售网络拓展高端酒市场。

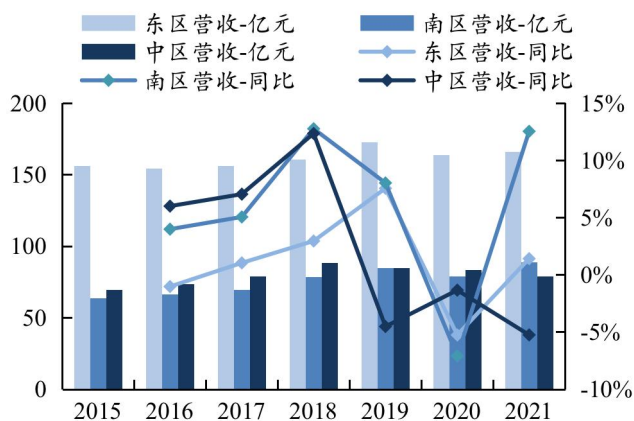
南区营收增长迅速，盈利能力突出。南区主要包括西南地区的四川、贵州和东南地区广东等，不包括福建。2021年，南区对外销售收入89亿元，同比+12.5%，贡献27%的营收。2018-2021年，润啤在南区的收入增长迅速，CAGR为4.1%，同期整体/东区/中区CAGR分别为0.6%/1.1%/-3.7%。从盈利能力看，2020年南区别除减值损失后EBIT为14.7亿元，同比

+41.6%，贡献 35% 的 EBIT，EBIT Margin 为 18.7%，2015-2020 年累计提升 7.1pct，盈利能力高于其他两个大区。

其中四川和贵州是公司基地市场，市占率分别为 79%/85%，截止 2021H1 分别拥有产能 220/80 万千升。南区所在的大部分市场的主要竞争价格带较高，高端化进程快，润啤凭借其在基地市场的规模优势+品牌认可度以及喜力在广东的品牌溢价有望进一步拓展高端市场份额。

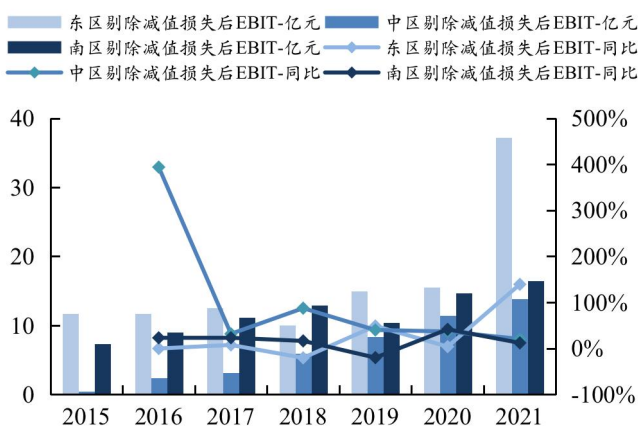
中区利润增速居大区首位。中区主要包括东区和南区以外地区、比如湖北和安徽。2021 年，中区对外销售收入 79 亿元，同比-5.3%，贡献 24% 的营收，2018-2021 年 CAGR 为-3.7%。从盈利能力看，2021 年中区剔除减值损失后 EBIT 为 11.5 亿元，同比+36.9%，贡献 28% 的 EBIT，EBIT Margin 为 13.7%，2015-2020 年累计提升 13pct。

图 52：2015-2021 年公司分大区对外销售收入



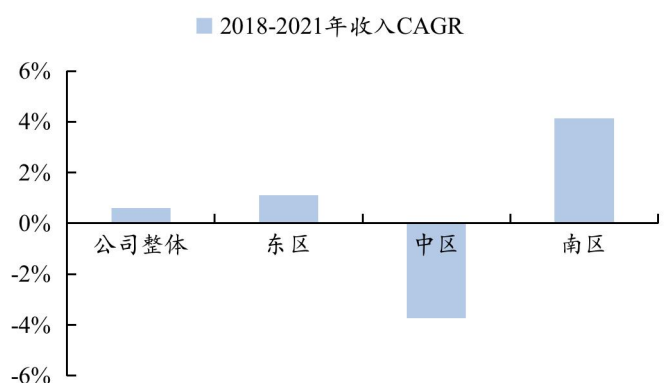
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 54：2015-2021 年公司分大区剔除减值损失后 EBIT



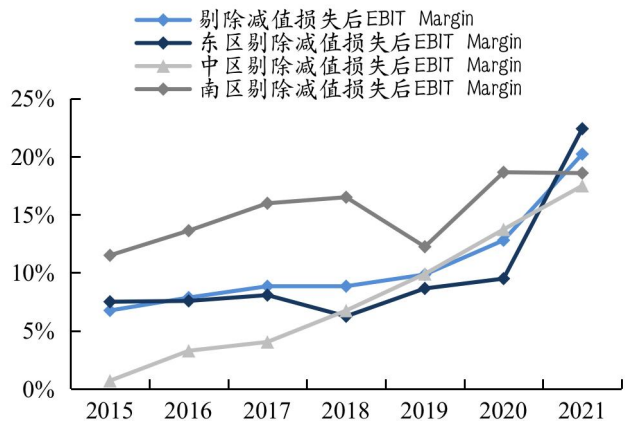
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 53：2018-2021 年公司的南区成长性显著



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 55：2015-2021 年公司分大区剔除减值损失后 EBIT Margin



数据来源：Wind，信达证券研发中心

啤酒行业的改善期待已久、叠加润啤自身行业龙头地位，润啤 PE 曾经到过 136 倍的高点，波动幅度较大，估值中枢在 20-30 倍左右。

图 60：2015 年以来公司 EPS 和调整 PE 走势



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 61：2015 年以来公司前复权股价与申万啤酒指数走势



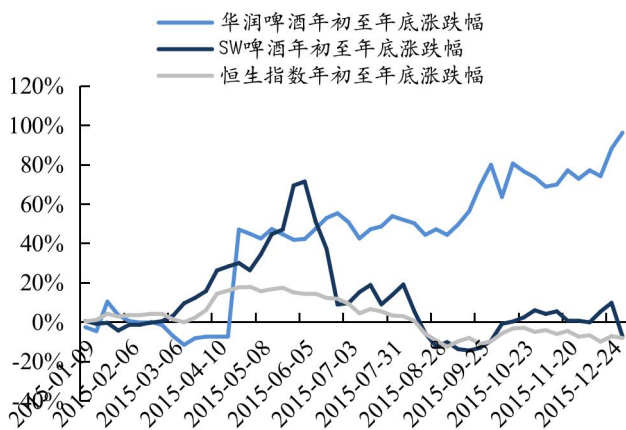
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2015.01-2017 年底的上行：聚焦啤酒主业，估值率先启动。该阶段股价从 7.5 元上涨至 27.4 元，累计上涨 265%，业绩上涨累计上涨 21%，估值 PE (TTM) 从 22 倍上涨到 66 倍，累计上涨 200%。2015 年 4 月 21 日，停牌近两个星期的华润创业发布公告称，母公司华润集团提出建议将以 280 万元港元收购该公司旗下的零售、饮料、食品等非啤酒业务，届时华润创业将专注于啤酒业务。此前华润创业非啤酒业务表现持续疲软，且啤酒业务在业绩披露上透明度欠佳，剥离非啤酒业务这一举措受到市场认可，股价在 2015 年年内累计上涨 96%。在完成非啤酒业务剥离后，2016 年 3 月，润啤与 SAM Miller Asia 达成协议，回购其持有的 49% 的华润雪花啤酒股份，市场预期交易有望增厚润啤的 EPS，基本面稳健能够推动业绩稳定增长。从经营层面看，继重啤 2015 年开始关厂后，润啤 2016 年和 2017 年分别关厂 7 家和 5 家工厂，资产减值损失和一次性员工安置费用使得 2017 年销售净利率下跌 1pct 至 3.9%。市场认为出清落后产能一方面代表竞争格局改善，另一方面产能利用率的提升能够

改善长期盈利能力，因此估值率先启动、带动股价上涨。

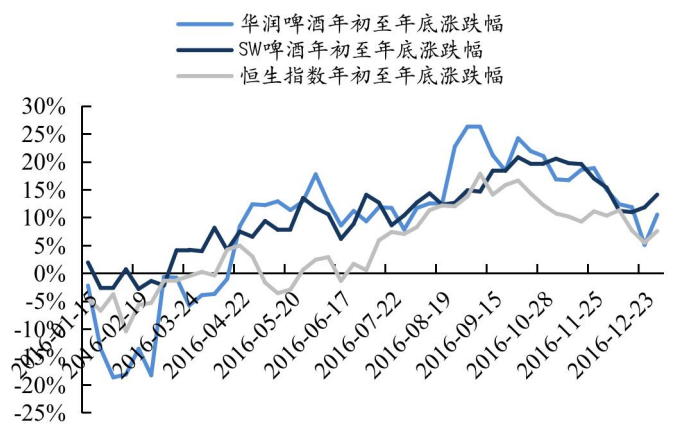
2018.01-2019.01 的起落：战略蓝图浮现，估值整体上移。该阶段股价从 30.2 元下跌至 26.7 元，累计下跌 12%，业绩累计上涨 32%，估值 PE (TTM) 从 73 下跌到 49，累计下跌 33%。2018 年 3 月，润啤在 2017 年的年报里提出“业务有质量的增长、转型升级和创新发展”的三大管理主题，确定了组织再造、品牌重塑、产能优化、精益销售、渠道改造、营运变革等战略举措，战略蓝图的浮现提振市场信心。从经营层面来看，由于国内出台环保政策导致瓦楞纸、玻璃等包材供需收紧，开启了 2018 年上半年啤酒行业的提价浪潮，2018H1 润啤千升酒收入同比+13%，全年千升酒收入同比+12%。提价覆盖成本+战略蓝图清晰使得润啤估值大幅上移，2018H1 股价累计上涨 24%。2018H1/H2 润啤销量同比-1.5%/-7.7%，下半年润啤销量下跌速度加快、引发市场担忧；此外，市场对上半年提价预期过高，业绩开始消化估值，2018H2 股价累计下跌-22%。

图 62：公司 2015 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



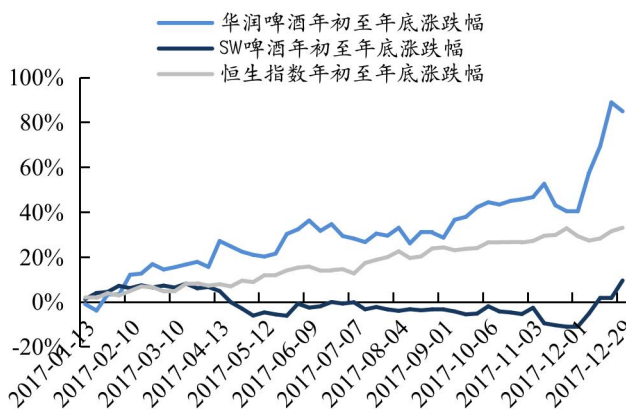
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 63：公司 2016 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



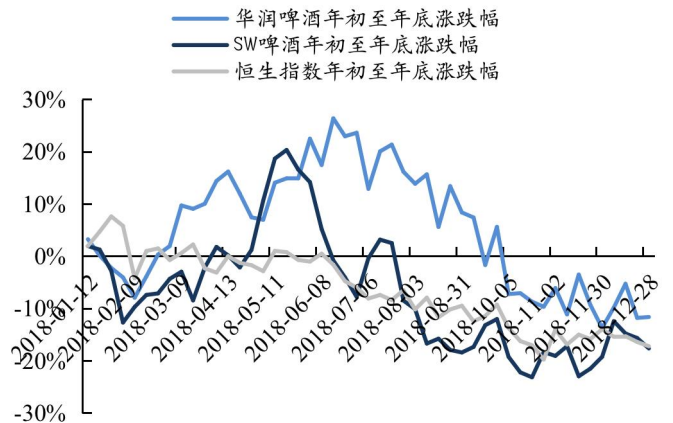
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 64：公司 2017 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 65：公司 2018 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



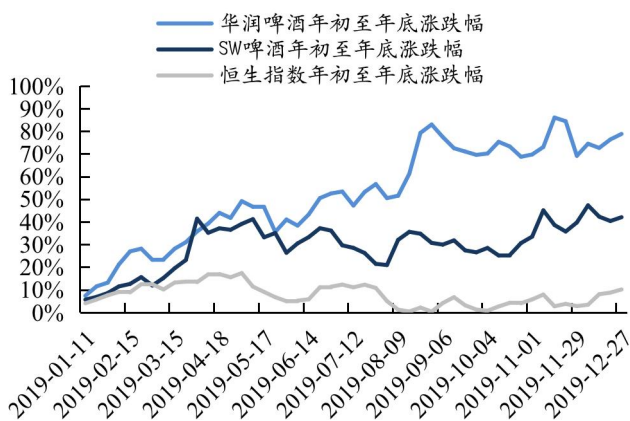
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2019.01-2020.03 的起落：联姻喜力，高端化持续推进。该阶段股价从 24 元上涨至 35 元，累计上涨 46%，业绩累计下跌 17%，估值 PE (TTM) 从 44 倍上涨到 79 倍，累计上涨 80%。2018 年 8 月，华润啤酒发布公告称，与喜力集团达成长期战略合作安排并签订《商标许可协议条款清单》、《主要条款清单》、《框架协议条款清单》。2019 年 4 月份，润啤和喜力通过反垄断调查，战略合作的确定性进一步增强，估值修复后带动股价 2019.01-2019.11 累计上涨 86%。2020Q1，新冠疫情对啤酒即饮渠道影响较大，市场担忧润啤短期业绩以及疫情下高端化逻辑的确定性，2020Q1 润啤 PE (TTM) 从 89 倍下跌到 79 倍，累计下跌 11%，

股价累计下跌 19%。

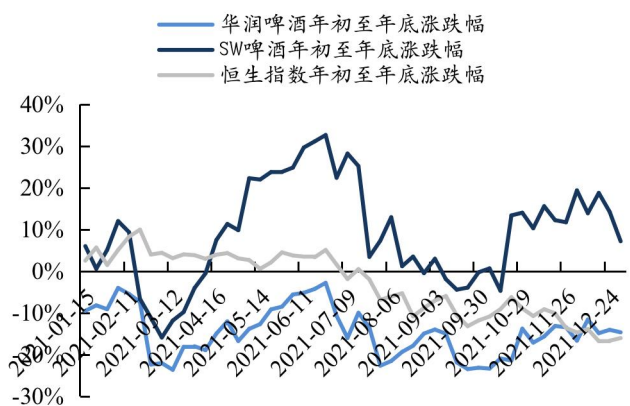
2020.04-2021.06 的震荡上行：高估值+高业绩戴维斯双击。该阶段股价从 33 元上涨至 73 元，累计上涨 119%，业绩累计上涨 81%，估值 PE (TTM) 从 75 倍上涨到 95 倍，累计上涨 27%。2020 年 3 月，润啤在 2019 年年报提出“决战高端、质量发展”的战略主题，高端化转型的决心坚定。随着 4 月-5 月全国疫情管控放松、啤酒旺季来临，润啤化危为机，加速高端酒布局，2020H1 次高端及以上销量同比+2.9%，毛利率同比+2.6pct。从股价来看，5 月初润啤开启恢复行情，上半年股价上涨 12%。而 2020 年下半年，润啤利用夏季消费旺季弥补上半年受损销量，次高端及以上销量同比+18.7%，高端酒铺市速度超出市场预期、2020H2 股价上涨 53%。股价反映了市场对润啤 2020 年发展的乐观预期，估值从 2020 年年初的 89 倍冲至年底 147 倍，股价年内涨幅 71%。值得一提的是，2020 年 11 月 18 日，润啤召开首届华润雪花渠道伙伴大会、提出建立大客户平台构想，市场对其高端酒运作能力提升的预期继续改善，在类似于股东大会效应下、2020Q4 润啤股价上涨 43%。2021 年年初，润啤股价有所回调，Q1 下跌 18%，进入 Q2 以后、基于 2020H1 啤酒销量受损、低基数的预期下，市场对啤酒板块旺季修复的预期较高，Q2 股价上涨 13%。看整个上半年，润啤进入业绩高增阶段后、估值有一定的消化，2021H1 估值从 147 倍下调至 95 倍，累计下跌 35.4%，股价下跌 11%。

图 66：公司 2019 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



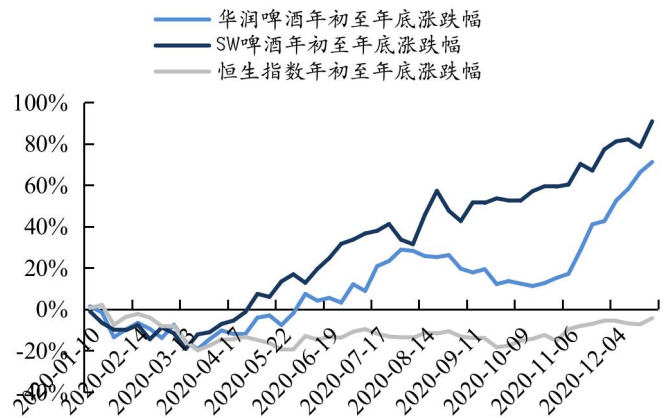
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 68：公司 2021 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



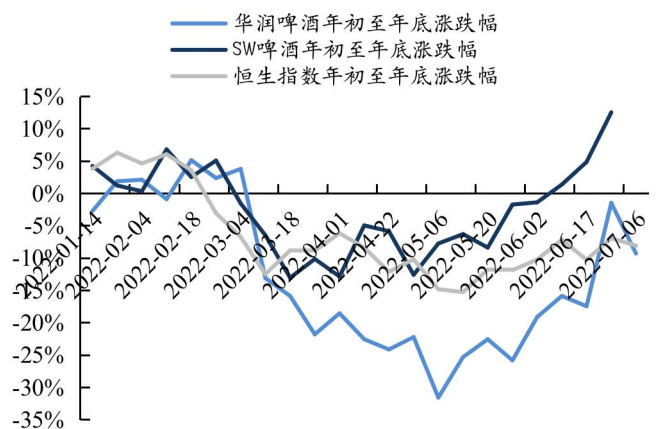
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 67：公司 2020 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 69：公司 2022 年股价年初至年底涨跌幅和大盘对比



数据来源：Wind，信达证券研发中心

2021.07-至今的起落：业绩消化估值，疫情扰动下基本面受损。该阶段股价从 73 元下跌至 53 元，累计下跌 19%，业绩累计上涨 127%，估值 PE (TTM) 从 88 倍下跌到 31 倍，累

计下跌 64%。受环保督察、2020 年疫情、限产限电影响供应链等影响，2021 年下半年开始包材和进口大麦价格皆有 10-30% 的上涨，市场对润啤的成本管控能力担忧，且随着疫苗接种的普及、啤酒消费频次有所下降，股价受到压制，2021H2 润啤股价下跌 4%。而 2022 年开年后，3 月底华东疫情反复、啤酒现饮消费场景消失，润啤短期经营受损、市场预期较为悲观，前 4 个月股价累计下跌 25%，PE (TTM) 下跌至 26 倍。随着 5 月中旬部分地区疫情出现好转，啤酒板块率先开启修复行情，而后 6 月上海开始复工复产、6 月底《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》发布、啤酒进入消费旺季，政策利好提振市场对润啤旺季经营修复的预期，5 月至今润啤股价上涨 33%，估值从 26 倍修复到 31 倍。

5 盈利预测和评级

5.1 盈利预测及假设

收入预测：1)量：从总量的角度来看，啤酒行业从 2014 年开始已经进入存量时代，各家酒厂销量增长乏力，因此我们预计公司未来销量将保持稳定或小幅增长，2022-2024 年销量为 1111 万千升、1121 万千升、1136 万千升，分别同比增长 0.5%、0.9%、1.3%；**2)价：**次高端及以上产品销量增速影响产品结构高低、由此影响千升酒收入增速，参考公司 2021 年次高端及以上 28% 的增速、千升酒收入 6.5% 的增速，我们预计 2022-2024 年公司次高端及以上保持 20% 的高增，分别为 237 万千升、292 万千升、352 万千升，同比+26.7%、+23.2%、+20.5%，对应千升酒收入 3230 元、3450 元、3674 元，分别同比+7%、6.8%、6.5%。

基于以上两点，我们预计华润啤酒 2022-2024 年的啤酒收入将分别达 358.9 亿元、386.7 亿元和 417.4 亿元，分别同比增长 7.5%、7.8%、7.9%。

毛利率预测：千升酒收入和千升酒成本共同决定毛利率。2021 年下半年开始，大宗商品价格普涨，进口大麦、包材、油价等价格皆有 20% 以上的涨幅，我们预计公司 2022-2024 年千升酒成本分别为 1974 元、2053 元、2125 元，分别同比+7.5%、4.0%、3.5%。基于对千升酒成本和千升酒收入的预测，我们预计华润啤酒 2022-2024 年的毛利率将分别达到 40.0%、41.5% 和 43.1%，分别同比上升 0.9pct、1.5pct、1.6pct。

表 6：公司销量预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总销量	销量-万千升	1110	1106	1111	1121	1136
	YOY	-2.9%	-0.4%	0.5%	0.9%	1.3%
次高端及以上	销量-万千升	146	187	237	292	352
	YOY	11.1%	28.1%	26.7%	23.2%	20.5%
次高端以下	销量-万千升	964	919	874	829	784
	YOY	-4.7%	-4.7%	-4.9%	-5.1%	-5.4%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 7：公司收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
	收入-百万元	31448	33387	35886	38671	41735
	YOY	-5.2%	6.2%	7.5%	7.8%	7.9%
啤酒业务	销量-万千升	1110	1106	1111	1121	1136
	YOY	-2.9%	-0.4%	0.5%	0.9%	1.3%
	千升酒收入-元	2833	3019	3230	3450	3674
	YOY	-2.4%	6.5%	7.0%	6.8%	6.5%
	千升酒成本-元	1745	1837	1974	2053	2125

	YOY	-4.8%	-5.2%	7.5%	4.0%	3.5%
	毛利率	38.4%	39.2%	38.9%	40.5%	42.2%
	同比变动	1.6pct	0.8pct	-0.3pct	1.6pct	1.7pct
营业收入	收入-百万元	32468	34393	36586	39371	42435
	YOY	-3.9%	5.9%	6.4%	7.6%	7.8%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

费用率预测: 1) **销售费用率:** 润啤当下品牌投入更多是消费者培育、改变认知, 将会长期在经营端得到兑现。在当下啤酒高端化竞争中, 我们认为润啤会加快上新速度和品牌推广力度, 销售费用率短期内不会下降, 将保持稳定甚至小幅上升, 预计 2022-2024 年销售费用率为 20.5%、20.5%、20.0%; 2) **管理费用率:** 公司关厂高峰已过, 员工安置费用等一次性费用对报表的影响从 2020 年开始已经减弱, 2021 年管理费用率下降到 10.5% 的水平, 因此我们预计公司管理费用率将在这个水平波动, 2022-2024 年分别为 11.0%、10.5%、10.5%。

净利润预测: 我们预计华润啤酒 2022-2024 年的归母净利润将分别达到 40.9 亿元、50.4 亿元和 61.4 亿元, 分别同比-10.9%、23.2%、21.9%。

5.2 投资评级

我们预计华润啤酒 2022-2024 年 EPS 分别为 1.26、1.55、1.89 元, 对应 2022 年 7 月 19 日收盘价 (54.27 元/股、63.85 港币/股) 市盈率 35、28、23 倍, 估值高于高端啤酒龙头百威亚太和青啤。我们认为该估值处于合理水平: 其一, 和已经是高端龙头的百威亚太相比, 公司销量规模在业内第一, 目前高端化处于成长期, 未来空间较大, 且近两年高端酒运作能力无论从品牌、产品还是渠道来看都有明显的提升, SuperX、喜力、马尔斯绿等次高端及以上产品铺市进度加速后有望持续改善毛销差; 其二, 和机制尚需改善的青啤相比, 润啤市场化机制突出, 我们认为 3+3+3 战略落地后会逐渐在业绩端兑现, 基于以上两点原因, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司盈利及估值对比

2022/07/19	总市值 (人民币亿元)	EPS-元/每股			PE		
		21A	22E	23E	21A	22E	23E
青岛啤酒股份	1090.56	2.32	2.43	2.93	26	26	22
百威亚太	2526.22	0.48	0.56	0.65	36	34	29
平均							
华润啤酒	1446.74	1.41	1.26	1.55	38	35	28

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 青岛啤酒股份和百威亚太为 Wind 一致预测, 总市值对应 2022 年 7 月 19 日

6 风险提示

旺季新冠疫情反复

若旺季新冠疫情反复, 政策管控下现饮渠道的消费场景消失, 影响公司短期销量, 其中夜场渠道会率先关闭、对喜力和马尔斯绿等主攻夜场渠道的产品销量影响较大。

夏季多雨天气影响短期销量

啤酒消费具有明显的季节性, 6-9 月份占全年销量 60% 以上, 若夏季多雨低温天气较多、会影响啤酒消费频次。

油价等成本端波动风险

2022 年下半年，国际油价仍然处于上行通道，会相应增加公司油费和运输服务费压力，如果公司成本管控能力不到位或者提价不畅，毛利率受损。

费用投放节奏加快

润啤在白区市场规划了两省五市八大高地，经济水平较好、高端酒市场容量大，是兵家必争之地，主要酒企会更加重视营销力度、加大品牌和渠道建设，销售费用投放节奏加快、可能会导致毛销差下滑。

大客户招商不顺

2020 年-2021 年，公司搭建大客户平台，开展铸剑行动吸引快消业内 TOP 经销商，若公司大客户招商不及预期，高端酒铺市速度有可能放缓。

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,377	15,897	21,531	28,849	36,284
货币资金	4,538	5,376	11,330	17,884	24,897
应收款项	1,144	3,661	3,154	3,309	3,652
存货	6,014	6,458	6,500	7,098	7,165
其他流动资产	1,681	402	546	557	570
非流动资产	30,398	35,156	35,052	34,994	34,961
权益性投资	0	1,381	1,381	1,381	1,381
固定资产	14,414	13,717	13,805	13,937	14,089
无形资产	13,013	9,646	9,453	9,264	9,079
资产总计	43,775	51,053	56,583	63,843	71,245
流动负债	19,572	21,170	22,611	24,832	26,094
应付款项	2,337	3,108	2,690	3,394	2,987
短期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	17,235	18,062	19,922	21,438	23,107
非流动负债	2,929	5,394	5,394	5,394	5,394
长期债务	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,929	5,394	5,394	5,394	5,394
负债	22,501	26,564	28,005	30,226	31,488
普通股股东权益	21,217	24,432	28,518	33,553	39,689
少数股东权益	57	57	60	63	68
负债股东权益合计	43,775	51,053	56,583	63,843	71,245

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	36,586	39,371	42,435
同比 (%)	-5.2%	6.2%	9.6%	7.6%	7.8%
归属母公司净利润	2,094	4,587	4,086	5,035	6,136
同比 (%)	59.6%	119.1	-10.9	23.2%	21.9%
毛利率 (%)	38.4%	39.2%	40.0%	41.5%	43.1%
ROE%	9.87%	18.77	14.33	15.01	15.46
EPS (摊薄)(元)	0.65	1.41	1.26	1.55	1.89
P/E	94.03	38.38	35.03	28.42	23.32
P/B	9.28	7.21	5.02	4.27	3.61
EV/EBITDA	44.74	31.85	27.64	21.60	16.86

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31,448	33,387	36,586	39,371	42,435
营业成本	19,373	20,313	21,935	23,018	24,142
其他收入	1,020	1,006	0	0	0
销售费用	6,123	6,743	7,500	8,071	8,487
管理费用	4,419	3,619	4,024	4,134	4,456
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-80	-213	-269	-567	-894
息税前利润	2,553	3,718	3,126	4,148	5,350
投资收益	0	-21	-21	-21	-21
税前利润	3,009	6,215	5,679	6,998	8,529
所得税	915	1,625	1,590	1,960	2,388
净利润	2,094	4,590	4,089	5,039	6,141
少数股东损益	0	3	3	4	4
归属母公司净利润	2,094	4,587	4,086	5,035	6,136

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,480	4,995	5,207	5,862	6,356
净利润	2,094	4,587	4,086	5,035	6,136
少数股东损益	0	3	3	4	4
其他非现金变动	455	-1,137	-2,281	-2,280	-2,280
营运资金变动	185	-96	1,761	1,458	839
其他变动	1,746	1,638	1,639	1,646	1,656
投资活动现金流	-1,070	-2,750	747	692	657
资本开支	-1,047	-1,471	-1,537	-1,592	-1,627
投资	-1,600	-2,295	0	0	0
其他	1,577	1,016	2,284	2,284	2,284
筹资活动现金流	-1,197	-1,366	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-580	-76	0	0	0
其他	-617	-1,290	0	0	0
现金流净增加额	2,198	838	5,954	6,554	7,013

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。