



雪满神州，啤白纵横

华泰研究

2023 年 12 月 19 日 | 中国香港

首次覆盖

饮料

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

43.46

研究员

SAC No. S0570520100001
SFC No. BQL737龚源月
gongyuanyue@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570523080004

倪欣雨
nixinyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

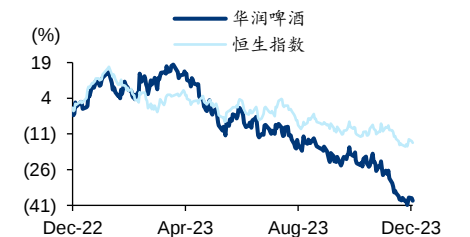
SAC No. S0570123070210

刘琳萧
liulinxiao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	43.46
收盘价(港币截至12月19日)	33.00
市值(港币百万)	107,058
6个月平均日成交额(港币百万)	332.14
52周价格范围(港币)	31.65-65.60
BVPS(人民币)	9.47

股价走势图



资料来源: S&P

华润啤酒: 国内龙头, 高端突围, 白酒赋能

国内啤酒行业增量期, 公司增量与份额为先, 规模效应/深度分销/全国品牌助力雪花成为龙头。回顾过去, 我们认为华润的发展历程彰显管理层的改革能力与决心; 展望未来, 我们看好公司啤酒制胜高端/白酒冲刺百亿的势能, 25 年公司规划“三个 100”目标(喜力 100 万吨/纯生 100 万吨/利润 100 亿), 啤酒通过大单品/大客户实现高端突围, 白酒 23 年聚焦渠道调整与产品布局, 24 年协同效应有望显现、α 成长可期。预计 23-25 年 EPS 1.65/1.99/2.35 元, 参考可比 24 年 PE 均值 20x (Wind 一致预期), 给予 24 年 20x PE, 目标价 43.46 港币, 首次覆盖“买入”。

啤酒业务: 增量筑基, 降负利刃, 决战高端

雪花啤酒发展历程彰显公司改革能力: 1) 增量期: 份额抢夺→规模效应→价格优势是竞争核心, 强大的资本与整合能力助力公司低成本并购、份额快速提升, 同时公司通过雪花品牌聚焦、深度分销改革修炼内功, 夯实龙头基础; 2) 存量期: 结构升级+降本增效是核心主线, 2017 年起公司尖刀向内、产能与员工优化如火如荼, 成效显著; 对比美国啤酒龙头通过产品颠覆创新与巨额广告费用空投在高端化期间实现份额超越, 我们认为国内啤酒行业产品淡啤主导/渠道零散下沉, 华润依托矩阵式产品布局与深度分销渠道有望持续胜出, 结构升级/产能优化/费效提升有望带动盈利提升。

白酒业务: 啤白双赋能, 白白共成长

公司 21 年起布局白酒, 实行“1(全国性高端白酒品牌)+1(全国性高线光瓶酒品牌)+N(区域性品牌)”战略, 先后收购山东景芝与金沙酒业, 景芝为鲁酒龙头、主流产品为百元内的景阳春系列, 持续深耕山东基地市场、辐射安徽市场; 金沙为全国化次高端酱酒品牌, 核心产品为次高端的摘要系列, 23H1 渠道库存与价盘问题厘清, 23H2 上市年轻化光瓶酱酒金沙小将以及推出主攻商务宴请的 400-500 元摘要 To B 产品, 后续逐步导入华润团购资源, 有望步入快速发展期。展望看, 公司提出白酒 3(3 年形成产业规模)+3(3 年高质量增长)战略, 目标收入百亿/利润 20-30 亿。

看好公司高端制胜、白酒赋能, 首次覆盖“买入”评级

站在当前时点, 我们看好公司啤酒利润释放延续, 喜力 α 成长属性强势, SuperX 调整后再出发, 消费弱复苏下, 公司中档酒优势凸显, 成本改善与降本提效夯实盈利增长基础; 白酒业务调整成果显著, 24 年起有望步入加速成长通道。预计 23-25 年 EPS 1.65/1.99/2.35 元, 给予 24 年 20x PE, 目标价 43.46 港币, 首次覆盖“买入”。

风险提示: 行业竞争加剧, 原材料价格波动, 食品安全问题。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	33,387	35,263	39,831	42,509	45,104
+/-%	6.17	5.62	12.96	6.72	6.11
归属母公司净利润(人民币百万)	4,587	4,344	5,355	6,442	7,609
+/-%	119.05	(5.30)	23.28	20.30	18.11
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.41	1.34	1.65	1.99	2.35
ROE(%)	20.10	16.88	18.56	19.64	20.31
PE(倍)	21.25	22.44	18.21	15.13	12.81
PB(倍)	3.99	3.61	3.18	2.79	2.44
EV EBITDA(倍)	15.12	16.87	14.29	11.43	9.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	4
华润啤酒：雪满神州，高端突围，白酒赋能	5
龙头之路：增量筑基，降负利刃，决战高端	7
增量筑基：行业扩容，强大的资本实力支撑龙头扩张之路	7
降负利刃：存量期至，坚定的降本决心助力龙头转型	9
制胜高端：产品为基，品牌为王，渠道赋能	10
探路径：为什么看好公司制胜高端的能力？	11
寻空间：对标海内外龙头盈利向上空间几何？	14
白酒业务：啤白双赋能，白白共成长	17
金沙：老牌酱酒，多维赋能助推全国化	17
景芝：鲁酒龙头，芝麻香+啤白融合持续深耕基地市场	20
盈利预测与估值	21
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司营业收入及增速、啤酒年产量增速以及公司股价变化	5
图表 2：公司股权结构（截至 23H1 末）	6
图表 3：2022 年末主要啤酒高管持股及薪酬情况（万元）	6
图表 4：华润早期主要并购及自建工厂	7
图表 5：啤酒龙头市占率持续提升、格局持续优化（按销量）	8
图表 6：2018 年区域市场多被 T5 品牌占据，形成诸侯割据的竞争局面	8
图表 7：量增阶段各啤酒厂商扩张策略	8
图表 8：华润啤酒的单吨收购成本低于同行	9
图表 9：公司率先在行业内施行深度分销体系	9
图表 10：2001-2018 年国内新增啤酒产能及产量	9
图表 11：2017-2022 华润每年关厂数及营运啤酒厂数	9
图表 12：关厂带来的一次性减值/员工安置费用逐步减少	10
图表 13：2016-2022 单厂产能及人均产出显著提升	10
图表 14：华润啤酒“3+3+3”高端化发展战略及成效	10
图表 15：2016-2022 年华润啤酒吨价及吨价 YOY 变化	11
图表 16：2016-2022 年华润啤酒毛利率变化	11
图表 17：产品创新助力米勒及百威实现市占率提升	11
图表 18：美国精酿啤酒销量及占比走势	11
图表 19：华润啤酒“4+4”品牌矩阵	12
图表 20：中美啤酒渠道结构对比（按销量）	13
图表 21：中美餐饮连锁化率对比	13
图表 22：A-B 百威高端化时期广告费率	14
图表 23：2021 年华润大客户平台建立	14

图表 24: 我国不同食饮板块价格同美日差距对比 (2022, 中国=100)	14
图表 25: 国内高端化进程仍处加速期	14
图表 26: 啤酒龙头 2022 年吨成本 (元/吨)	15
图表 27: 百威 (美国) 生产及销售概况 (2018 年)	15
图表 28: 对标美国: 格局优化是龙头控费、提利润的核心	15
图表 29: 费用率对比: 百威美国 vs 华润啤酒	16
图表 30: 华润啤酒费率走势	16
图表 31: 华润酒业白酒布局	17
图表 32: 华润啤酒“啤白双赋能”模式详情	17
图表 33: 华润啤酒“白白共成长”模式详情	17
图表 34: 华润啤酒通过增资、购股控股金沙酒业	18
图表 35: 金沙 2019-2023H1 收入及利润规模	18
图表 36: 金沙酒基酒产能增长情况	18
图表 37: 金沙酒业产品主要为摘要系列、金沙回沙纪年酒系列、真实年份酒系列	19
图表 38: 金沙小将新品	19
图表 39: 金沙 53°摘要酒批价变化情况	19
图表 40: 景芝增资收购时股权结构 vs 当前股权结构	20
图表 41: 景芝白酒 2018-2020 年营业收入/净利润/净利率情况	20
图表 42: 景芝旗下系列酒、产品、价位带梳理	20
图表 43: 山东地产酒香型、品牌、格局分布	21
图表 44: 山东各价位带品牌产品分布	21
图表 45: 华润啤酒收入预测 (单位: 百万元)	21
图表 46: 华润啤酒主营业务毛利预测 (单位: 百万元)	22
图表 47: 华润啤酒费用率及净利率预测明细	22
图表 48: 可比公司估值表	22
图表 49: 华润啤酒 PE-Bands	23
图表 50: 华润啤酒 PB-Bands	23

核心观点

宏观、行业变局之下，公司改革进入深水区，结合当前宏观环境，本文主要通过复盘不同关键节点上公司的战略及策略选择，并对比美国高端化时期龙头竞争的制胜之路，从纵向的角度探讨在啤酒结构升级趋势下公司制胜高端的核心优势，从横向的角度研判公司啤白协同的发展模式。

啤酒：增量→降负→升级，龙头雪花的制胜之路

（一）纵向复盘：国内龙头何以发展壮大？

增量期（2013 年之前）：1) **央企背景：**华润万家零售体系的协同效应与央企的资金优势助力公司实现市占率快速跃升；2) **并购策略：**公司通过“产业+资本”组合拳实现低于竞争的并购成本；3) **经营战略：**一方面，完成区域品牌并购后，公司统一导入雪花产品，实现品牌聚焦；另一方面，公司率先施行深度分销，建立起庞大且有序的分销体系。

存量期（2013 年之后）：1) **转型发展期（2017-2019 年）：**公司尖刀向内，关厂减员成效显著，较 2016 年，2022 年单厂产能/人均产出提升 30%/198%；2) **决战高端期（2020-2022 年）：**公司在产品/品牌/渠道全局发力，搭建大客户平台，20-22 年公司次高档及以上产品销量 CAGR 为 17%；3) **制胜高端期（2023-2025 年）：**公司提出 2025 年高端销量全面赶超竞争对手，实现 300 万吨大高档以及 100 万吨喜力啤酒、100 万吨纯生的目标。

（二）横向对标：销量之王何以制胜高端？

探路径：对标 A-B 百威在美国高端化时期的成功经验，并结合中美啤酒行业在产品/渠道等方面的差异，我们认为华润凭借产品创新、深度的渠道掌控有望持续胜出。

1) 产品端：百威/米勒等工业啤酒龙头（1970s）及波士顿等精酿啤酒龙头（1990s 后）凭借产品创新实现份额超越；反观国内，淡啤口味稳定，产品发展趋向“迭代与分化”而非“颠覆”，华润作为守城之主，通过 4+4 产品矩阵布局与持续的创新有望保持领先身位；**2) 渠道端：**对比美国严格的三级分销体系与连锁餐馆/大型超市国内主导的渠道结构，国内啤酒销售以庞杂、零散、小型的餐饮/零售渠道为主（22 年餐饮连锁化率中 18%/美 58%），高端化过程中产品触达/渗透/推广对渠道仍有较强的依赖性，华润深度分销体系优势仍存；此外公司搭建大客户平台捕捉高端增量，助力公司制胜高端。

寻空间：1) **价格端：**以麦当劳 BigMac 为计量单位，当前公司吨酒价相较百威（北美）/青啤仍有 137%/26%的上行空间。2) **成本端：**公司关厂减员成效显著，短期看澳麦进口增加有望带动 24 年成本压力缓解，中长期看，对比销量接近的百威（北美），公司产能规模化和集约化上仍有优化空间（当前百威 20+家工厂 vs 华润 63 家工厂）。3) **费用端：**对比美国 1980s 高端化加速期，广告费用投放显著增加主要系龙头同时实现结构升级与份额提升，国内龙头先做大、后升级，销售费用投放整体克制，但华润管理费率整体仍偏高（22 年较百威 10-15 年均值高 5.6pct），期待提效成果显现。

白酒：啤酒龙头向酒业综合龙头转型进发

多年啤酒业务经营下，公司积累渠道/资源/管理核心能力，并积攒了充裕现金流，支撑公司外延并购、内生赋能、啤白共拓。

渠道：华润啤酒在全国拥有高密度经销网络，且拥有华东/华中/华南等多个高地市场，白酒百元内光瓶酒渠道与啤酒渠道高度协同；此外，公司背靠华润集团，企业团购资源丰富，政商场景可充分赋能。

管理：华润啤酒具备快消品管理经验，白酒项目并购完成后，将从组织架构/管理流程等方面进行内部体制调整，同时在渠道库存/价盘控制上严格管控，实现业务的健康发展。

与市场观点的区别：站在当前时点，市场担忧消费力弱复苏之下行业高端化降速及竞争加剧影响龙头利润释放。我们认为对于华润而言，一方面，公司中低档产品基数大，其向 6-8 元价位带的升级仍是 ASP 增长的重要基础；另一方面，对消费力相对敏感的 10-12 元及以上价位带中，喜力借力公司优势区域的渠道导入仍处于快速增长期，α 属性显著；此外，本文对比中美高端化进程中行业产品/渠道的差异，认为国内啤酒行业产品淡啤主导/渠道零散下沉，华润产品依托矩阵式产品布局与深度分销渠道有望持续胜出。

华润啤酒：雪满神州，高端突围，白酒赋能

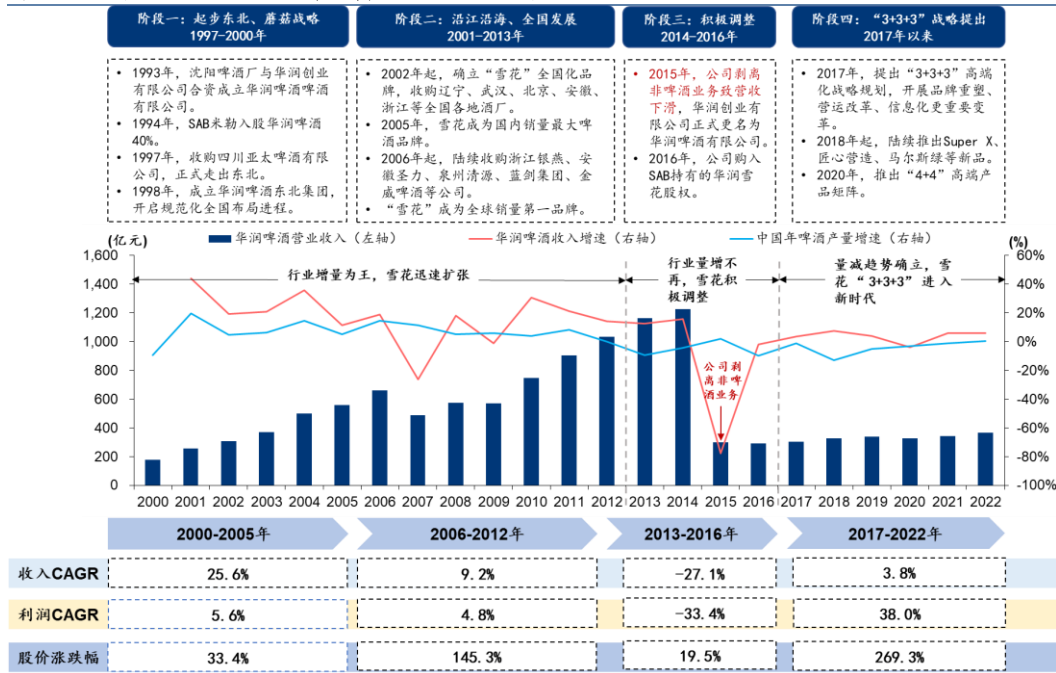
三十年铸龙头之位，复盘高端突围。我国啤酒产业自 19 世纪由国外引进，已有百余年春秋，22 年我国啤酒产量达 3569 万吨，规模以上啤酒企业收入规模达 1751 亿元，已经成为世界上最大的啤酒生产国与消费国。1993 年华润集团进军啤酒行业，立足东北、成立沈阳雪花啤酒公司，随后向全国扩张，2006 年起连续多年蝉联国内啤酒行业龙一、引领行业发展。

1) 2013 年之前：行业增量为王，雪花迅速扩张。行业处消费培育与高速扩容期，龙头竞争以“增量为王”、并购扩张是主旋律，华润依托央企背景、凭借资金优势在全国进行产能与渠道布局，快速起量后凭借成本优势实现区域份额提升、随后使用“雪花”替代区域品牌实现渠道/品牌的全国化。期间公司依托市场空间×市场份额实现高速增长（2001-2013 年啤酒行业产量年 CAGR 达 7%，公司份额提升 17pct 至 23%、销量 CAGR 19%）。

2) 2014-2016 年：行业量增不再，龙头积极调整。整合期行业增速放缓，随后啤酒行业进入存量期，以华润为代表的行业龙头亦进入“增长陷阱”，中低端啤酒市场逐步萎缩，而高端化尚在储备阶段，2014-2016 年，行业产量年 CAGR 为-4%，公司份额稳步提升至 3pct 至 26%、销量基本企稳（CAGR 为-0.02%）。

3) 2017 年以来：高端制胜，进入啤酒新世界。2017 年华润提出 3（甩包袱、强基础、蓄能量）+3（补短板、增效益、提质量）+3（制胜高端）战略，产能过剩拖累龙头转型，华润顶住短期压力，决心关厂降负，内部效率持续提升，产品端联手喜力布局 4+4 矩阵、渠道端搭建大客户平台，开源节流、高端加速、利润释放。

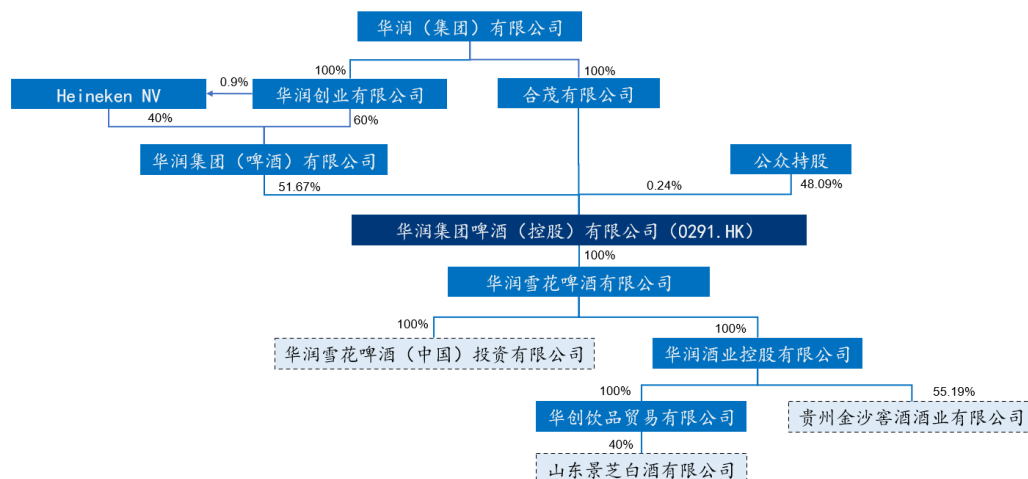
图表1：公司营业收入及增速、啤酒年产量增速以及公司股价变化



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

股权结构：背靠央企，联盟外资，国内国际双赋能。作为啤酒龙头，公司拥有央企背景和国际化基因。**成立：**93 年零售龙头华润创业与沈阳啤酒厂合资成立沈阳雪花，踏足啤酒行业，94 年华润创业与世界知名啤酒企业 SAB Miller 达成合营协议，对公司分别持股 51%、49%，公司在成立之初便引入了 Miller 在成熟市场的经营经验。**聚焦：**15 年华润创业向华润集团出售食品等非啤酒业务，聚焦啤酒业务，16 年因百威英博收购 SAB Miller 中所涉及的应反垄断要求，SAB Miller 剥离雪花 49% 股权，此后华润创业实现对集团的全资控股。**联姻：**19 年公司再次通过资本运作“联姻”喜力，其后国资委持有上市公司母公司 60% 的股权，喜力持有剩余 40%，国际品牌加持为公司在高端化时代按下加速键。**23 年组织架构调整，分设啤酒、白酒事业部。**公司于 2023 年 2 月再次进行架构调整，分设华润雪花和华润酒业两个事业部，负责啤酒和非啤酒酒类业务板块的管理运营，分别由总裁赵春武及副总/CFO 魏强分管，进入啤+白双线发展新时代。

图表2：公司股权结构（截至 23H1 末）



资料来源：Wind，华泰研究

管理层深耕行业多年、影响力大，同时华润对管理层激励充分。董事长侯孝海 01 年加入华润集团，自 16 年至今带领公司持续推进改革，20 年 5 月增持公司股票，持股数由 91.8 万股升至 106.8 万股。截至 2022 年末，董事长侯孝海先生持股 101.8 万股，彰显负责人对公司未来发展的信心，同公司绑定较深。另外，公司在高管人均持股市值、负责人薪酬、高管平均薪酬上具有显著优势，薪酬市场化吸引行业顶端人才，管理层持股建立长效机制，保障高端化作为长期战略推进。

图表3：2022 年末主要啤酒高管持股及薪酬情况（万元）

	重庆啤酒	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒
高管持股市值	14.92	7013.48	11523.29	25.49
高管平均薪酬	121.49	93.25	54.95	40.58

注：市值以 22 年最后一个交易日股价计算

资料来源：Wind，华泰研究

龙头之路：增量筑基，降负利刃，决战高端

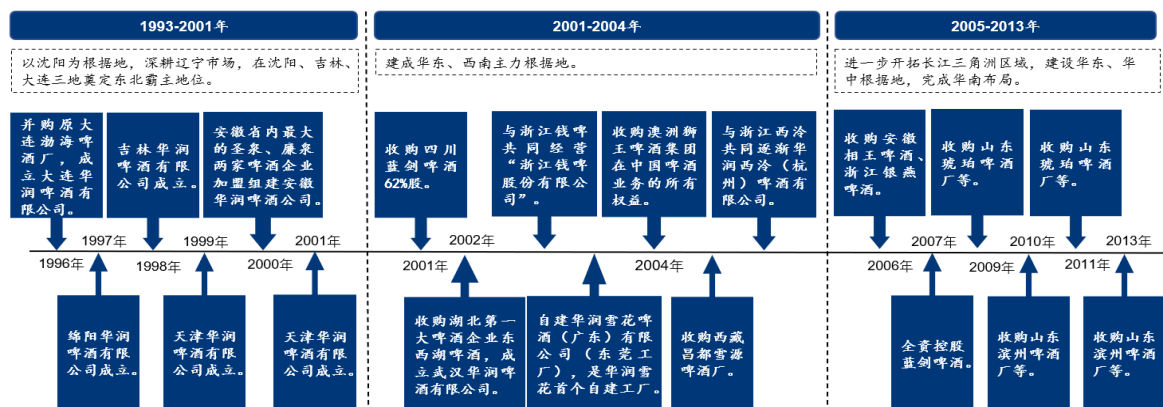
增量筑基：行业扩容，强大的资本实力支撑龙头扩张之路

2013 年之前行业处快速扩容期，增量为王，华润由点到面，蘑菇战略助力扎根东北，沿海沿江战略布局全国化。受保质期和运输成本的双重制约，啤酒的销售半径仅为 200-300 公里，因此，啤酒企业的发展需要广泛的工厂布局和渠道体系支持。公司背靠央企、凭借强大的资本实力进行产能及市场布局。

2001 年之前：通过“蘑菇战略”由点到面，开启扩张之路。蘑菇战略即通过收购或自建产能在运输半径区域内设立“蘑菇”工厂，随后集中资源在工厂辐射范围内提高市场份额，并将经验复制到其他区域，同时“蘑菇”工厂间互相支持，最终合纵连横，实现高市占率，在此策略指引下，华润以沈阳为根据地，自建+收购并举，2001 年左右在沈阳、吉林、大连三地奠定东北霸主地位。

2001 年之后：内生外延，沿江沿海，虎踞全国。1997 年，绵阳华润啤酒有限公司成立，华润首次走出东北，开启全国市场布局，并提出“做中国第一的啤酒公司”的战略目标。在这一阶段，华润坚持“沿海、沿江中心城市战略”的发展路线，通过自建工厂+当地并购的方式陆续进入湖北、浙江、江苏、上海、广东等人口密集、消费力强、啤酒容量大的城市。同时，为实施雪花的全国品牌战略，扭转品牌的区域性定位，2002 年，公司逐步对收购品牌进行梳理、整合，将雪花啤酒灌入区域品牌瓶身，培育消费者熟悉雪花口味便于销售，并配合促销活动加快雪花替换区域品牌速度。

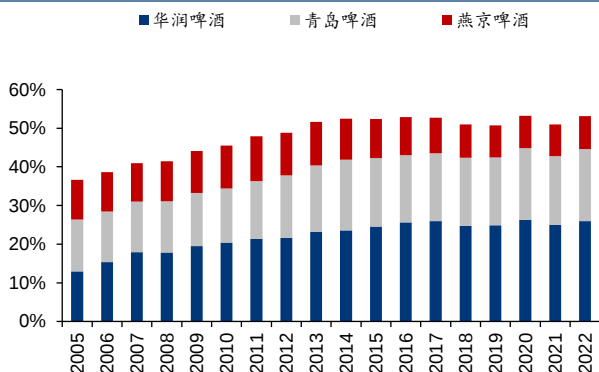
图表4：华润早期主要并购及自建工厂



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

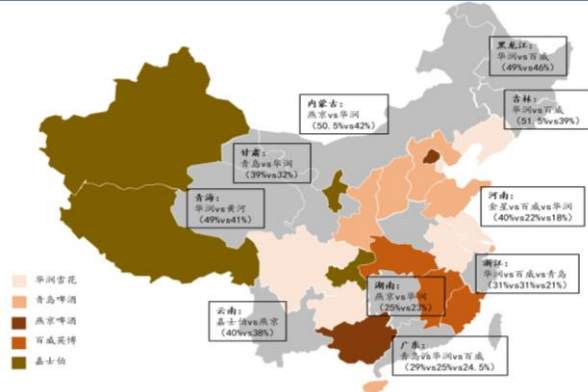
国内龙头铸成，销量第一，雪满神州。2006 年，华润雪花啤酒总销量超越青岛啤酒位列全国第一，2011 年销量突破 1000 万千升，至今仍是啤酒市场唯一突破该级别的龙头企业。2022 年公司啤酒销量 1110 万千升，在全国有 65 家工厂提供产能支撑，同时，依靠深度分销，渠道下沉，形成较多基地市场，2022 年全国销量市占率达 26%，相较 2005 年提升 13pct。分区域看，公司起家辽宁市场并占据绝对优势（2018 年市占率 67%），通过收购地区啤酒企业，2018 年在四川/贵州/安徽/江苏占据市场份额达 79%/85%/72%/54%。

图表5：啤酒龙头市占率持续提升、格局持续优化（按销量）



资料来源：Euromonitor，公司公告，华泰研究

图表6：2018 年区域市场多被 T5 品牌占据，形成诸侯割据的竞争局面



资料来源：酒业家，华泰研究

业务协同/资金优势成为华润发展历程中的核心助力。业务角度看，华润啤酒于 2000 年起布局全国化进程，而同期大多数竞争对手面临债务和亏损问题，进入调整期，而公司则依托同集团华润万家的零售体系进入非现饮渠道，并借助央企资金优势于 2000-2006 年通过大规模积极并购实现市占率第一；**资金角度看**，啤酒的区域性特征使得行业在发展早期区域企业林立，龙头攻城略地实现市占率提升，从路径上看，主要包括自建与并购两条路径，并购的优点在于获取产能的同时可以获得当地渠道资源，减少自建产能后可能面临的区域内供给过剩以及同本地厂商之前激烈的内耗式竞争，策略抉择的核心取决于成本权衡，公司依托央企背景、资金优势显著，通过“产业+资本”组合拳实现低于竞对的并购成本，产业措施主要系依托雪花品牌或当地其他品牌同目标企业展开消耗战，以搭赠/再来一瓶等费用投放方式围追堵截以消耗对手资金和利润，并购成功率高，全国扩张势如破竹。

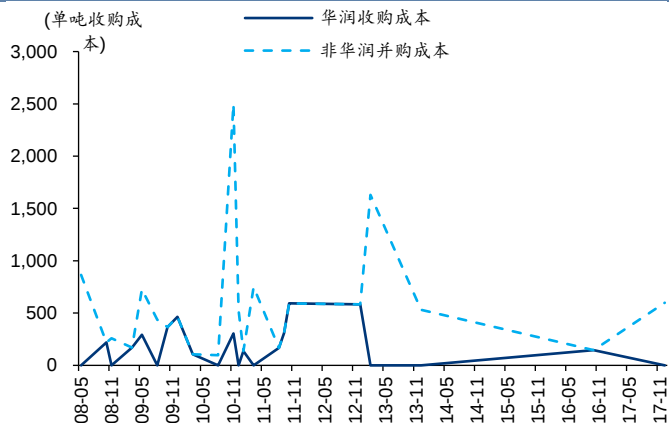
内部产品/渠道/品牌策略的快速反应与坚定执行是华润称霸的核心动能。产品与品牌方面，相较于竞对的多品牌发展战略，公司于 2002 年四月推出“雪花 SNOW”，并逐渐以雪花品牌替代区域品牌，形成品牌聚焦，为后续广告宣传、形成全国化品牌效应打下坚实基础，05-06 年在行业广泛聚焦低档酒做量增的期间，公司推出勇闯天涯和雪花纯生布局中高端；**渠道方面**，公司自 2002 年率先施行渠道的深度分销改革，当时“厂商—一级经销商—二级经销商—三级经销商—终端”的主流运营模式层级较多，存在窜货/乱价等混乱现象，02 年公司将批发商分为运营商及分销商进行分级发展，并要求增加直销，深度分销有效遏制渠道乱象、渠道下沉与精细化管控水平领先。

图表7：量增阶段各啤酒厂商扩张策略

时间	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
1990 年代	于东北沈阳、吉林、大连积极并购啤酒厂，稳固东北地区地位。	被燕京啤酒超越，调整人事，展开全国性大规模收购布局。	定位大众消费者，创新产品，采取市场化销售模式，迅猛发展。	独霸西南市场，开拓饮料业、金融业、养殖业等其他业务。	盘踞广东大本营，主打低端啤酒。
2000-2006 年	SAB 外资入股，积极打造雪花主品牌，大规模进行全国化扩张， 2006 年超越青岛啤酒取得市占率第一。	2000 年重回第一，但受累债务负担和收购子公司亏损严重，不得不将战略从扩张转型为整合， 就此进入调整期。	进入快速扩张期，积极收购江西、山东、湖北、广西等地十几家啤酒企业。	因为管理不善面临巨大的债务危机。为了摆脱债务，公司选择了 大规模裁员和降低品质。	青岛、燕京和华润纷纷在广东建厂增能，珠江啤酒在 广东的市场份额一降再降。
2006-2012 年	收购金威啤酒成功 ，占领长三角区域。	提出“大品牌”发展战略，调整产品结构， 开展“低成本扩张”。	2012 年， 收购金威啤酒失败 ，就此放缓扩张步伐。	外资股东嘉士伯入驻，陆续收购啤酒厂。	珠江啤酒在广西、湖南、河北等地建厂，解决全国渠道和产能问题。

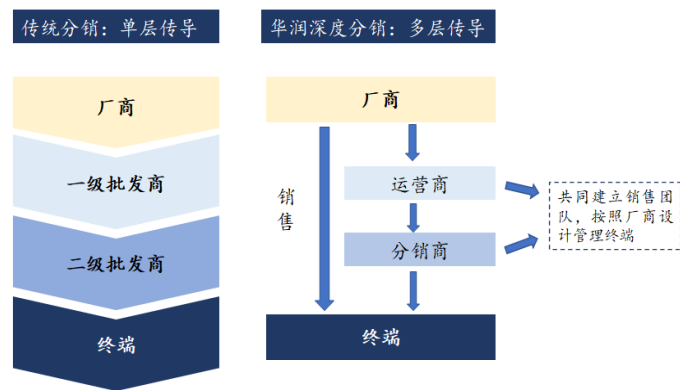
资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：华润啤酒的单吨收购成本低于同行



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：公司率先在行业内施行深度分销体系

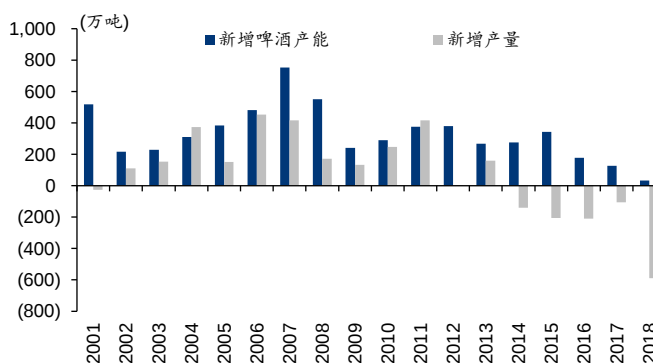


资料来源：酒业家，华泰研究

降负利刃：存量期至，坚定的降本决心助力龙头转型

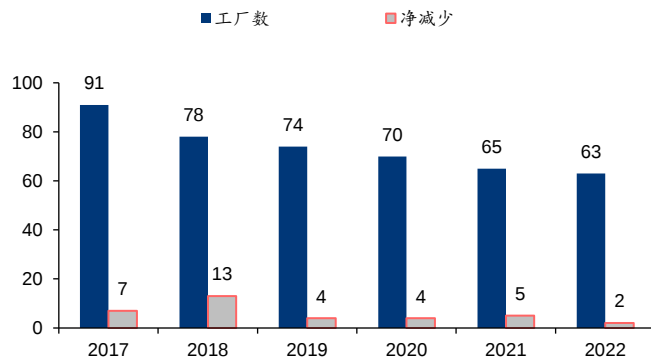
13年起行业进入存量期，低效产能桎梏利润增长。我国啤酒行业产量2013年见顶下行，进入存量期，而在行业整合期间，龙头通过自建及并购获得较多产能，05-15年行业新增产能达4338万吨，而年消费量仅新增1729万吨，产能利用率低下严重拖累啤酒厂商的盈利能力，15年起行业龙头掀“关厂潮”，对辐射能力弱、可替代性强、运行效率低的部分工厂实施关停策略，据统计局，2022年我国规模以上啤酒厂334家，较2015年底的470家减少136家。

图表10：2001-2018年国内新增啤酒产能及产量



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：2017-2022年华润每年关厂数及营运啤酒厂数

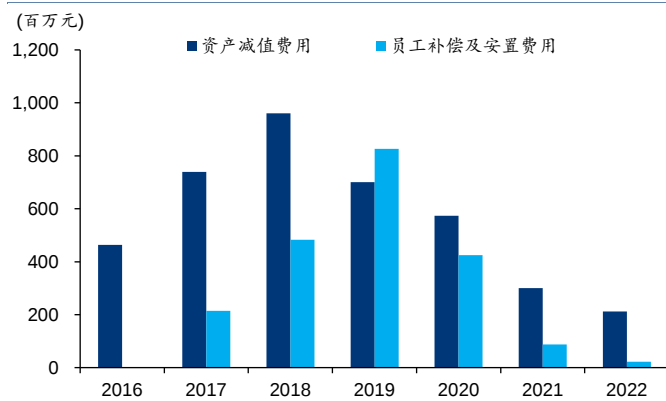


资料来源：公司公告，华泰研究

先抑后扬，生产效率持续提升。华润于2016年进入关厂优化进程，从2017年到2022年，净减少35家工厂（-36%），优化3.42万名员工（-59%）。受关厂减员所带来的资产减值和职工安置费用影响，报表端利润短期承压，2017-2022年华润共支付职工安置费用约19.3亿元，固定资产减值损失约34.5亿元。中长期看，尖刀向内、降本增效成果显著，2022年公司产能利用率达60.3%（较2016年+7.0pct），单厂产能达292.3百万升/间（较2016年+30.2%），人均产出达146.9万元/人（较2016年+198.0%），生产效率有望带动厂商盈利能力持续向上。

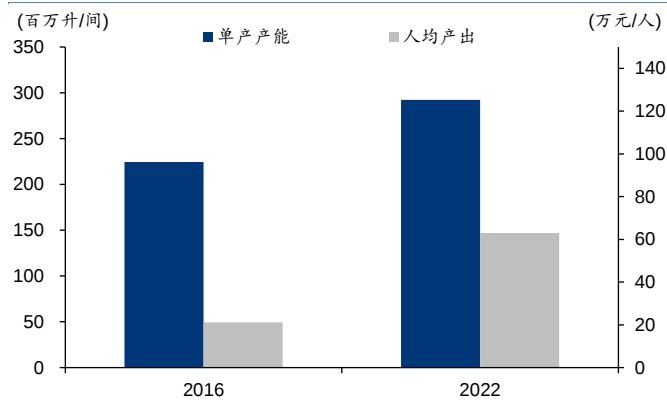
产能优化步入新阶段，关小建大进一步提高效率。公司提出未来将持续推进产能优化：1）继续关闭低效工厂；2）升级改造和集中建设高效大厂；3）将产能利用率维持在70%+的理想水平。根据我们测算，华润在保持理想产能利用率（70%左右）水平的情况下，仍有255万千升的产能优化空间，占22年全年产能的13.9%，同时参照百威等国际啤酒龙头近年来通过“零基政策”（要求管理人员以“0”而非“前期费用”为标准重新论述费用支出的必要性）等进行效率提升，我们判断降本增效在中长期仍将为公司持续贡献利润弹性。

图表12: 关厂带来的一次性减值/员工安置费用逐步减少



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: 2016-2022 单厂产能及人均产出显著提升



资料来源: 公司公告, 华泰研究

制胜高端: 产品为基, 品牌为王, 渠道赋能

3+3+3 战略坚定, 全面进击、制胜高端。2016 年公司提出“3+3+3”的高端化发展战略, 高端转型正式开启:

第一阶段为转型发展期 (2017-2019 年): 内部管理上, 公司在人效与产销提升上成效显著; **产品端**, 公司收购喜力、梳理产品, 初步形成 4+4 产品矩阵; **渠道端**, 在深度分销的基础上, 公司针对庞大的经销体系所产生的“坐商”乱价/窜货等问题进行 CDDS 二次改造, 销售团队及经销商规范化运营能力显著提升。

第二阶段为决战高端期 (2020-2022 年): 公司在产品/品牌/渠道全局发力, 费用投放积极, 但投放方式明显转型, 营销端通过代言人/活动赞助等塑造各品牌独特调性, 提升品牌力与产品溢价能力; 渠道端, 重视头部终端在高端酒销售上的核心能力, 搭建大客户平台, 通过费用与服务投入的侧重实现高端酒的快速增长, 20-22 年公司次高档及以上产品销量 CAGR 为 17%, 结构升级带动 ASP 显著提升 (21/22 年公司 ASP 同比分别+6.6%/+5.2%), 成本上涨压力下, 毛利率整体平稳 (21/22 年毛利率同比+0.8/-0.7pct)。

第三阶段为制胜高端期 (2023-2025 年): 公司提出 2025 年高端销量全面赶超竞争对手, 将“一个 300, 三个 100”作为奋斗目标, 即预计 2025 年底, 也就是在华润啤酒“3+3+3”战略的最后一年实现 300 万吨大高档 (对应 23-25 年 CAGR 为 13%), 以及 100 万吨喜力啤酒、100 万吨纯生和 100 亿元公司盈利的目标。

图表14: 华润啤酒“3+3+3”高端化发展战略及成效



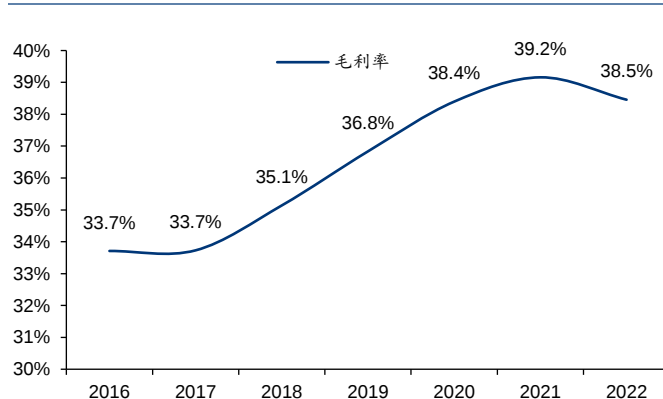
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15：2016-2022 年华润啤酒吨价及吨价 YOY 变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：2016-2022 年华润啤酒毛利率变化



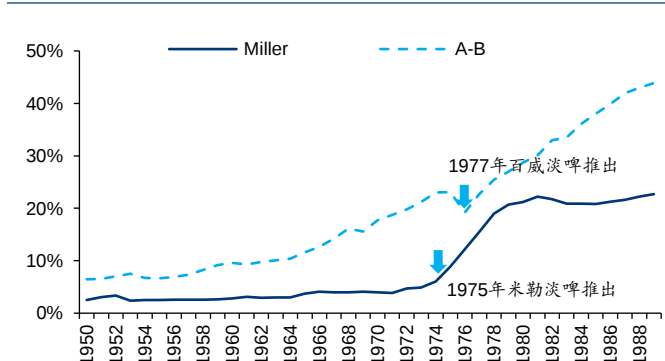
资料来源：公司公告，华泰研究

探路径：为什么看好公司制胜高端的能力？

复盘 A-B 百威在美国的王者之路，我们认为百威在高端化时期的制胜关键在于：**1) 产品端**，把握淡啤口味趋势推出 Bud Light；**2) 渠道端**，在三级分销体制下，绑定大型经销商以更好覆盖连锁 KA 等国内主要的销售终端；**3) 品牌端**，高举高打进行全国化的广告营销、覆盖众多主力人群的消费场景。

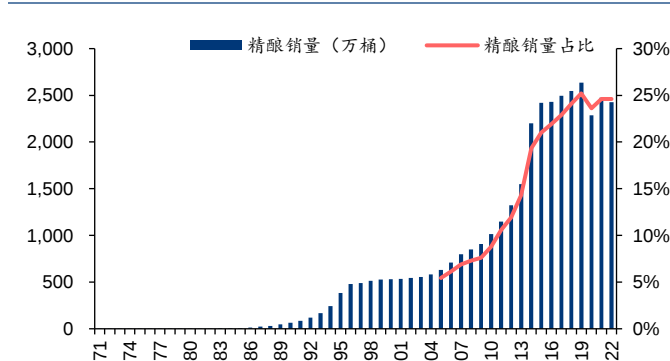
产品端，从美国看，啤酒产品经历德式啤酒→工业淡啤（1970s-1980s 左右）→精酿啤酒（1990s 后）的变革历程，**1) 第一轮**：1970s 米勒、百威借美国健康化风潮下啤酒消费向低卡淡啤转换的契机、率先推出大单品实现份额的持续提升（米勒/百威分别于 1975/1977 年推出淡啤产品，此后 10 年市占率提升 17/15pct）；**2) 第二轮**：1978 年家庭酿酒合法化，叠加经济繁荣带动消费升级/个性化的消费浪潮，美国精酿啤酒迎风而起，而美国酿酒协会规定精酿啤酒品牌的股份中属非精酿酿造商的份额需低于 25%，限制工业啤酒龙头参与、以保持独立性，22 年美国精酿啤酒销量占比达 25%，孕育了波士顿等精酿啤酒龙头。从国内看，当前国内淡啤口味相对稳定（22 年淡啤销量占比达 98%），相较于美国“颠覆性”的产品变革，国内产品发展更多表现为“迭代与分化”，品质化与个性化是核心，而相较于美国精酿行业对工业啤酒龙头的限制，国内对龙头参与产品创新的限制较少，龙头酒企多采取“广泛布局、重点推广”的产品策略以同时把握大众与个性的产品需求，在麦芽浓度（如精酿）/新鲜度（如原浆）/风味化（如白啤）等方面进行产品的持续推新，广泛布局、持续创新之下以华润为代表的行业龙头有望保持领先身位。

图表17：产品创新助力米勒及百威实现市占率提升



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：美国精酿啤酒销量及占比走势



资料来源：Brewers Association，华泰研究

单品端：聚焦打造喜力+纯生+SuperX 三大单品

喜力：华润 19 年完成对喜力中国的收购，借助喜力打开高端市场，喜力亦借助雪花啤酒的全国化渠道加速推进产品铺市及放量，成为 10 元以上强 α 属性最为显著的高端大单品。其优势区域为广东、福建、安徽，通过第一个五年（2019-2023 年）喜力完成了产品（保留喜力经典的同时推出口味更加清淡的喜力星银）、品牌（体育赛事/空中传媒强投放）、渠道（水货管控、嫁接华润的优势渠道及区域）的改进，我们预计 19-23 年喜力销量有望由不足 20 万吨增长至接近 60 万吨，销量 CAGR 达 30%+，第二个五年（2024-2028 年）有望突破百万吨、向 120 万吨高档大单品迈进。

纯生：雪花纯生作为公司最早推出的高端大单品，依托品类优势与渠道优势成为经久不衰的畅销产品，其面向 25-40 岁泛商务消费者，是中高档啤酒的主力消费人群，场景广泛，目前已成为行业纯生类第一大单品，22 年公司推出全麦纯生进一步焕新升级，纯生有望在 25 年率先向百万大单品冲刺。

SuperX: 打造音乐基因，聚焦年轻群体，接力勇闯天涯（中端大单品）放量，定位 8-10 元价位带，有望成为次高档第一优势单品；目前看 SuperX 因 22 年勇闯天涯涨价导致二者间价差减小，23 年以来增速回撤，后续公司将推动 SuperX 主流价格带由 8 元向 9 元提升以重新拉开价位差距，SuperX 高增趋势有望恢复。

组合端，立足雪花+喜力两个品牌构建“4+4”高端产品组合

产品矩阵可覆盖更多人群及场景，并布局更高价位带：雪花品牌针对不同消费者及消费场景推出“四大金刚”（SuperX、马尔绿、匠心营造、脸谱），公司收购喜力后主打喜力星银、喜力经典、苏尔和 Desperados 四大品牌，8 大产品分别被赋予了各自的调性和品牌故事以精准匹配目标人群，彰显多元化。

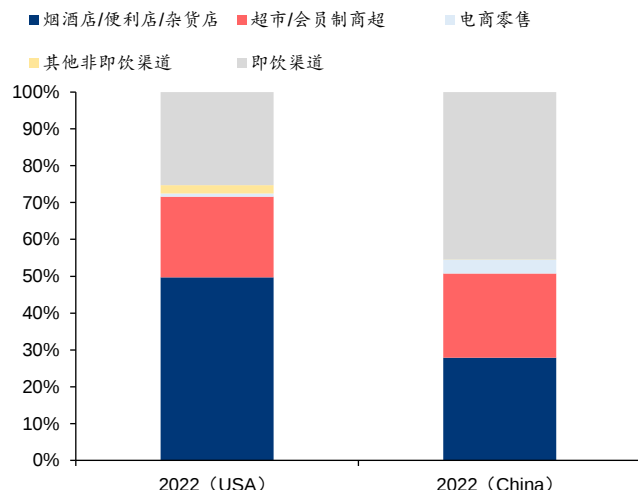
图表19： 华润啤酒“4+4”品牌矩阵



资料来源：2022 年雪花渠道大会，华泰研究

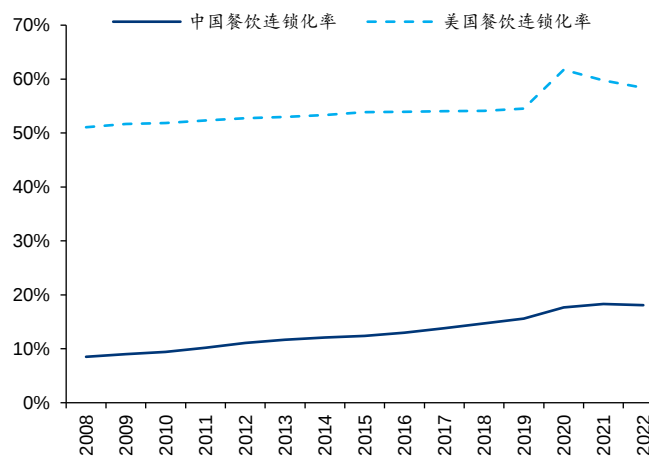
渠道端，国内的渠道与终端系统庞杂、零散，广泛、深入、精细的渠道体系在高端化进程中仍发挥重要的推力作用。相对于美国，国内的啤酒销售体系更为庞杂、零散：1）即饮端，国内即饮占比高、小餐馆众多，啤酒佐餐的习惯使得国内现饮渠道的销量占比高（22 年现饮销量占比 45%，19 年占比超过 50%），而美国传统的现饮场景是专门的生啤酒吧，1930s 的禁酒令以及三级分销体系对啤酒馆的限制使得美国的啤酒消费向非现饮转换（22 年现饮渠道销量占比仅 25%），而从终端结构看，22 年中/美餐饮连锁化率 18%/58%，国内 BC 类的小型餐饮店众多；2）非即饮端，国内流通渠道占据重要位置，从非即饮渠道结构看，中美商超占比均较高（22 年占比分别 22%/23%），此外美国便利店、烟酒专卖店占比高（22 年占 26%/16%），而国内渠道更偏小型化、分散化，小型杂货铺占比达 27%。

图表20：中美啤酒渠道结构对比（按销量）



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表21：中美餐饮连锁化率对比

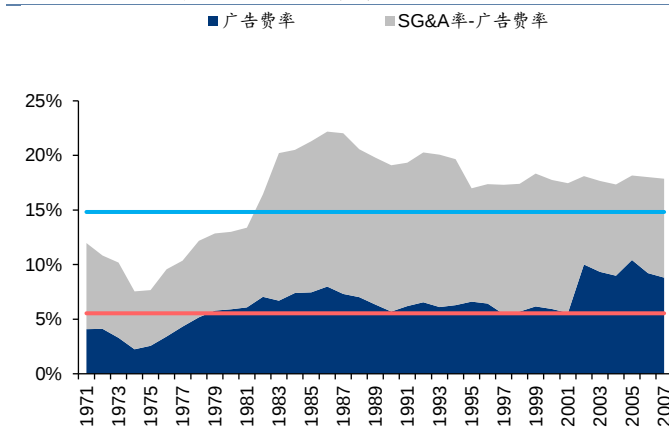


资料来源：Euromonitor，华泰研究

综合中美渠道结构对比看两国啤酒龙头的渠道政策，美国：以大型的 KA 零售为主，叠加严格的三级分销体系，美国啤酒龙头在渠道上绑定区域内的核心经销商以更好对接龙头零售商（KA、烟酒专卖店为主），而非即饮为主的场景结构亦提供了更为丰富的产品组合（一般而言即饮端 SKU 有限）、且赋予了消费者更大的自主选择权，消费端的拉力对于高端化至关重要，故 A-B 等啤酒龙头在 1980s 的高端化时期，更多通过全国化的品牌营销（如赞助超级碗等）、绑定大经销商（如经销商持股等）实现市占率的持续提升。反观国内：相对于美国自上而下的推广模式，国内啤酒销售以庞杂、零散、小型的餐饮/零售渠道为主，高端化升级过程中，产品触达/渗透/推广对渠道仍有较强的依赖性，行业内虽出现过爆款黑马，可凭借自身影响力反向带动渠道和终端的铺货，但仍易受制于消费者兴趣转换与单品生命周期更迭。

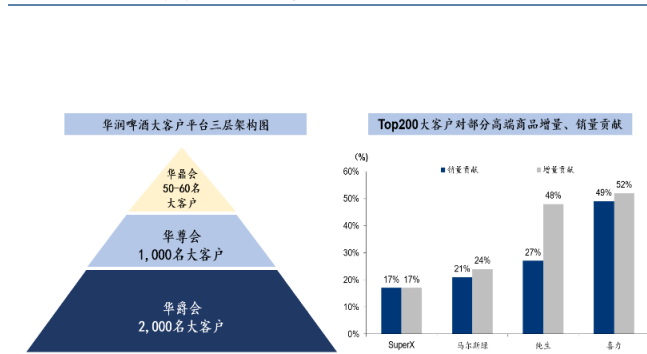
对于华润而言，一方面，增量期间公司建立的深度分销体系仍是其推动结构迭代的重要支撑和推力，其创造性地提出以服务终端为核心的“厂商-运营商-分销商-终端”深度分销体系，销售方面大部分由厂家直接管理，同时采取协作专营、直销等多种销售模式互相配合，强调密度和覆盖率，加强终端掌控力，2018 年公司推行 CDDS “二次改造”，进一步明确管理职责和统一操作方式，业务员开始向管理型转变；另一方面，大客户平台建立有助于公司抓住高端化的核心展示平台与流量入口，啤酒作为工业品，其高端化一靠营销改变消费者心智，二靠绑定高端场所、塑造高端形象、并逐步向其他渠道渗透，参照百威在中国的路径，公司在渠道端重视夜场等高端餐饮场景，为抢占制高点，2021 年公司启动“大客户平台”，设立华鼎会（国家级大客户，50~60 家）、华樽会（省级大客户，1000 家）、华爵会（市级大客户，2000 家），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，大客户资金实力雄厚、社会资源丰富，运营管理能力较强，能通过买店、锁店等措施建立渠道壁垒，可弥补深度分销体系下小经销商在高端化过程中缺少激励推广初期动销较差的高价格单品的不足。

图表22: A-B 百威高端化时期广告费率



注: 红色线为 2022 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒的广告费率均值; 蓝色线为三家的销售费率+管理费-广告费率均值
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表23: 2021 年华润大客户平台建立

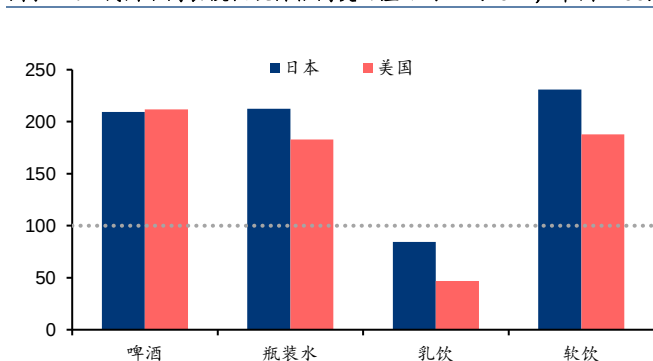


资料来源: 公司公告, 华泰研究

寻空间: 对标海内外龙头盈利向上空间几何?

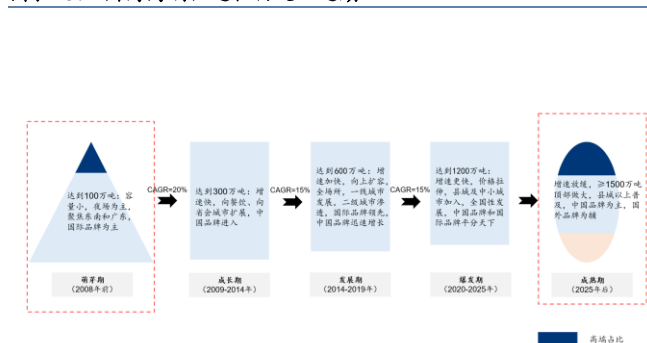
吨价: 以美国成熟啤酒市场的价格作对标, 啤酒相较其他食品饮料类涨价空间更大, 22 年美国啤酒/软饮/瓶装水/牛奶零售均价分别是中国的 2.1/1.9/1.8/0.5 倍, 国内牛奶消费价格超过美国, 侧面印证我国居民在食品饮料领域已具备较高的消费能力, 啤酒行业价格有倍增空间; 对于华润, 2022 年公司吨价 3178 元, 对标在美国/中国同样具有广泛全国化程度、全价位带布局的龙头百威(北美)/青岛啤酒(22 年吨价分别为 11237/3986 元)仍有较大差距, 考虑中美居民收入水平及购买力差异, 我们以麦当劳 BigMac 为计量单位, 则 22 年百威北美吨价酒指数为 313%, 而青啤/华润为 166%/132%, 公司相较百威(北美)/青啤仍有 137%/26%的空间。展望未来, 结构升级是公司吨价提升的核心驱动, 2023 年雪花渠道大会上公司提出至 2025 年实现次高端及以上产品销量 300 万吨的目标(其中喜力、纯生均超过 100 万吨), 我们测算喜力与纯生若于 25 年达成百万吨销量目标(总销量与其他产品吨价不变), 则二者可贡献 23-25 年公司 ASP 提升 11%, 对应年 ASP 复合增速 3.5%。

图表24: 我国不同食品饮料板块价格同美日差距对比(2022, 中国=100)



资料来源: Euromonitor, 华泰研究

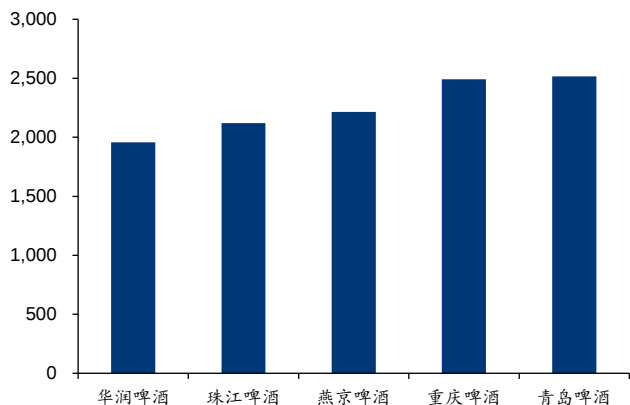
图表25: 国内高端化进程仍处加速期



资料来源: 2022 年雪花渠道大会, 华泰研究

吨成本: 17 年以来公司坚持甩包袱, 关厂减员成效显著, 22 年公司吨成本显著低于国内其他啤酒龙头。短期看, 23 年 8 月商务部宣布终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税, 进口大麦供给改善有望带动 24 年公司成本压力缓解, 据公司交流, 大麦占公司成本的 15-20%左右, 我们测算若澳麦采购若能带动大麦价格下降 10%/15%/20%, 以 22 年为基期, 预计可提振公司毛利率 1.2/1.8/2.5pct。中长期看, 对比百威, 2018 年其在美国拥有 24 间工厂、支撑 1010 万千升的销量, 华润 22 年销量 1110 万千升, 与百威美国接近, 但其在国内工厂仍达 63 间, 未来在规模化、集约化生产上仍具优化空间。

图表26：啤酒龙头 2022 年吨成本（元/吨）



资料来源：公司公告，华泰研究

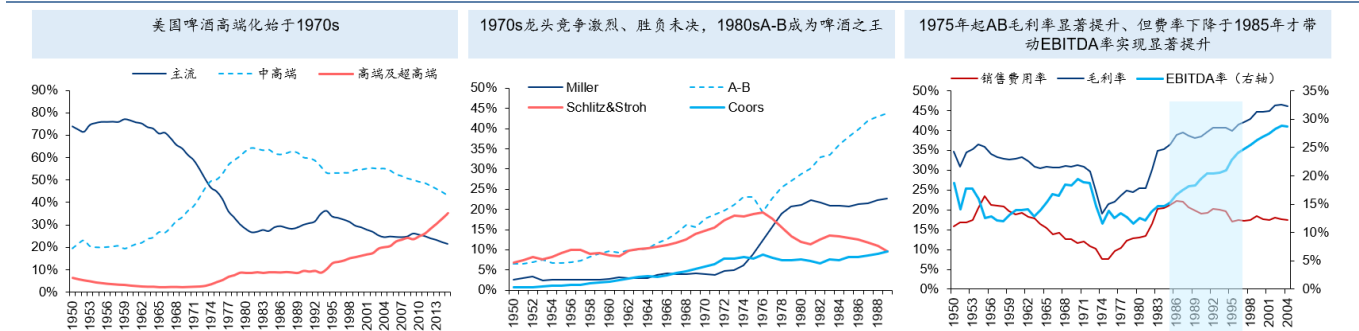
图表27：百威（美国）生产及销售概况（2018 年）



资料来源：百威英博官网，华泰研究

费用率：竞争格局改善是支撑费用缩减和利润改善的核心。美国的高端化始于 1970s，1) **1975-1985 年**：高端化&规模化提价降本，期间中高端啤酒占比由 55%提至 71%，叠加产能规模化效应，龙头百威（Anheuser- Busch）毛利率由 22%提升至 37%，但高端市场费用竞争激烈（销售费用率由 10%至 21%），EBITDA 利润率小幅提升+1.5pct 至 15%；2) **1985-1995 年**：前期广告营销战中百威跑出，格局一超（百威）多强，百威费效比提升，费用削减带动盈利上涨。在此期间内，高端化进入平稳期（中高档产品销量占比由 71%回落至 66%），A-B/Coors 毛利率十年期间基本稳定，但 A-B 的 EBITDA 利润率仍处快速上行通道，Coors 则持续下行（期间 A-B 及 Coors 分别+6pct/-3pct 至 23%/11%），主要系 A-B 成绝对龙头（89 年市占率 44%，为第二名 Miller 的 2 倍），费用得以削减，而 Coors 落入第二梯队，仍需依靠费用投放维持其市场地位（销售费用率分别-4/+4pct）。

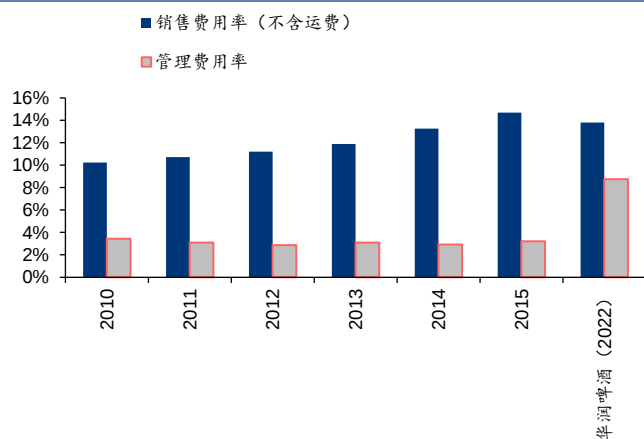
图表28：对标美国：格局优化是龙头控费、提利润的核心



资料来源：WRDS，华泰研究

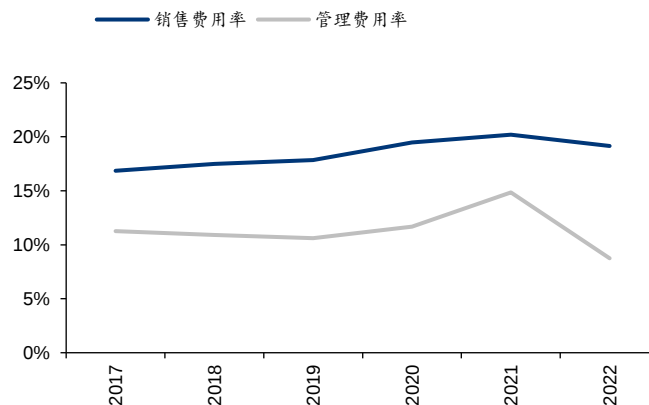
对标美国：高端化时期国内龙头费用投放更为节制、提效有望带动费率持续节约。对比美国 **1980s 高端化加速期**，广告费用投放显著增加主要系龙头持续实现结构升级与份额提升，而国内龙头先做大（2010s 龙头市占率已基本稳定、尤其是各省份内部已实现）、后升级（2013 年增量期结束、龙头诉求由“量”转为“利”），龙头费用投放整体克制；**从降费空间看**，对标百威美国的费率水平，华润的销售费率接近百威，而管理费率却显著偏高（22 年华润管理费率较百威 10-15 年均值高 5.6pct），23 年已步入华润 3+3+3 的最后 3 年，前期费用投放成果显现，销售费用率投放精细化，管理费用率随内部提效有望持续下降，有望带动盈利持续释放。

图表29：费用率对比：百威美国 vs 华润啤酒



注：华润的销售费率为报表端销售费率-青啤22年运输费率（华润未披露运输费率，以青啤作为参考），管理费率为剔除一次性员工安置费用与固定资产减值
资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：华润啤酒费率走势



资料来源：公司公告，华泰研究

白酒业务：啤白双赋能，白白共成长

华润啤酒通过附属公司华创饮品贸易持股景芝白酒 40%，通过华润酒业控股金沙酒业 55.19%的股份。2020 年底，华润啤酒成立全资子公司华润酒业，标志正式进军白酒板块，通过嫁接啤酒业务品牌、渠道、市场方面的管理经验，开启“啤+白”双赋能模式；2023 年初，华润啤酒进一步完成组织架构变更，拆分出华润雪花和华润酒业两大事业部分管啤酒和白酒业务、实现专业化运营，华润啤酒前首席财务官魏强分管华润酒业，短期规划 2025 年白酒业务实现百亿目标，为公司贡献 20-30 亿利润增量。

图表31：华润酒业白酒布局

	山东景芝白酒	贵州金沙窖酒
收购时间	2021 年 8 月	2022 年 10 月
持股比例	40%	55.2%
收购交易情况	增资 13 亿，收购 40%的股权	总对价 123 亿元，其中：1) 增资 10.3 亿收购 4.6%股权，2) 收购湖北宜化 38.2%股权，对价 85 亿，收购宜昌财源投资 12.4%股权，对价 27.7 亿

资料来源：公司公告，华泰研究

作为华润啤酒白酒板块的实施主体，华润酒业的发展目标是通过华润酒业平台，投资优质白酒资产、建设有价值白酒品牌，做大白酒业务。围绕这一目标，公司制定了“啤白双赋能，白白共成长”业务思路：1) “啤白双赋能”：核心实行“1+1+N”战略，“1”指做成一支全国性高端白酒品牌，另一个“1”指做大一支全国性高线光瓶酒品牌，“N”指做强几个有价值的区域品牌，通过白酒和啤酒的组织相连、人才齐用、渠道共享、终端合建、费用分投，实现价值厚增。2) “白白共成长”：核心提出白酒“3+3”发展战略，前三年形成产业规模、后三年实现高质量增长。景芝、金沙等旗下白酒企业实现信息共享、资源共享、渠道共享、共探共创，通过市场化机制实现战略协同，同时确保各有其位，独立经营。

图表32：华润啤酒“啤白双赋能”模式详情



资料来源：公司公告，华泰研究

图表33：华润啤酒“白白共成长”模式详情

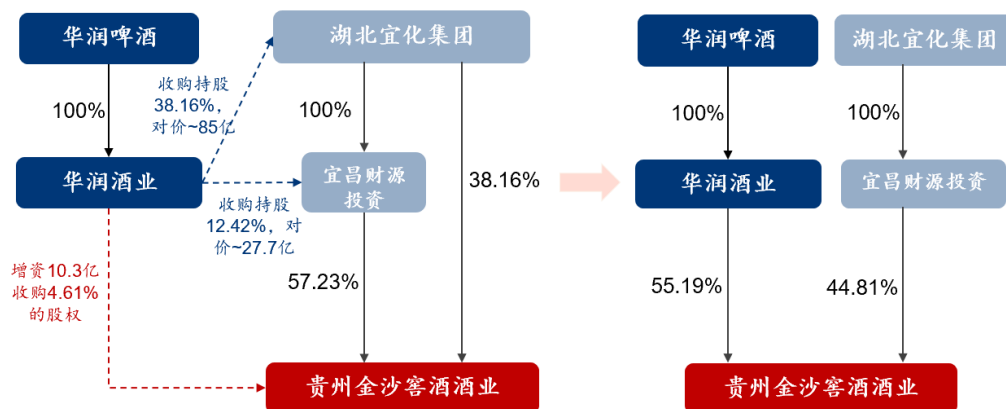


资料来源：公司公告，华泰研究

金沙：老牌酱酒，多维赋能助推全国化

2022 年 10 月华润啤酒通过华润酒业增资、购股收购金沙酒业 55.19%股权，总对价 123 亿元，布局酱酒赛道。2022 年 10 月，华润啤酒间接全资附属公司华润酒业订立协议，通过增资扩股、股权购买分别持有金沙酒业 4.61%、50.58%的股权，总对价为 123 亿元，包括增资 10.3 亿元及购股 112.7 亿元，增资及购股完成后，华润酒业共计持有金沙酒业 55.19%的经扩大股本。华润啤酒于 2023 年 1 月 10 日完成金沙酒业股权转让交割，金沙酒业即日起纳入华润啤酒财务合并范围。据公司公告，23H1 金沙贡献白酒业务营业额 9.77 亿元，净利润 1.02 亿元；为公司贡献息税前利润 0.71 亿元，若剔除因收购产生的 3.24 亿元无形资产摊销影响，金沙酒 23H1 贡献息税前利润 3.95 亿元。收购金沙标志着华润布局酱酒赛道，白酒业务再添一优质资产。

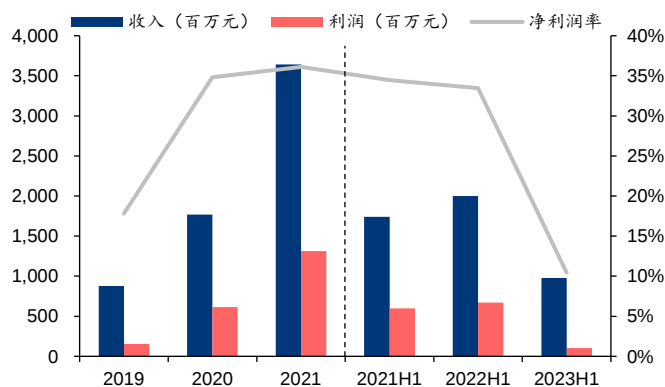
图表34：华润啤酒通过增资、购股控股金沙酒业



资料来源：公司公告，华泰研究

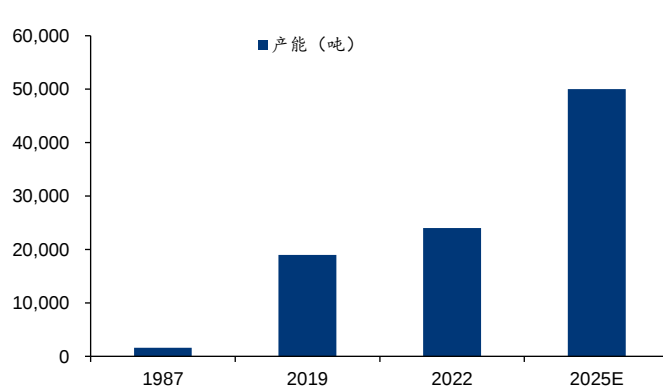
核心产品摘要系列引领结构重心向上，深耕酱酒高地市场、全国化布局成效显著。金沙酒业是贵州最早的国营白酒生产企业之一，位于三大酱酒黄金产区之一的金沙产区。**1) 产品端**，金沙旗下主要包括“摘要”、“回沙”双品牌，摘要酒主打 700 元以上次高端及千元高端价位带，核心单品为珍品摘要，据官网数据，摘要酒 20 年销售收入突破 15 亿元，21 年增长翻倍达到 37.6 亿元、占比 62%，未来摘要酒向 50 亿大单品迈进、引领产品结构升级；回沙酒系列横跨中端到次高端价位带。产品结构上，金沙于 22H1 已实现高/中/低端占比分别为 70%/20%/10% 的“721”目标。**2) 产能端**，2022 年金沙年产基酒达 2.4 万吨，基酒库存超 6 万吨；公司预计将于十四五末年提高基酒产能至 5 万吨，规划资本支出 80 亿元左右。**3) 市场端**，金沙酒作为全国化酱酒主流品牌之一，销售遍及 31 个省及直辖市，核心聚焦河南、山东、广东、贵州 4 个核心酱酒高地市场。据酒说数据，金沙 22 年省外销售占比达 91%，销售回款过亿的省级市场达 6 个，全国化布局成效显著。

图表35：金沙 2019-2023H1 收入及利润规模



资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：金沙酒基酒产能增长情况



资料来源：微酒，金沙酒业，华泰研究

图表37：金沙酒业产品主要为摘要系列、金沙回沙纪年酒系列、真实年份酒系列

系列	价格带	产品	规格	价格（京东到手价）	产品图
贵州摘要系列	高端	真实年份15年	500ml/瓶*53度	3300	
		封坛酒	2.5L/坛*53度	5500	
		尊享版	550ml/瓶*53度	900	
	次高端	喜庆版	520ml/瓶*53度	850	
		珍品版	500ml/瓶*53度	720	
		帝王金	1000ml/瓶*53度	1380	
金沙回沙纪年酒	高端	1930	500ml/瓶*53度	935	
	次高端	1951	500ml/瓶*53度	400	
		1957	500ml/瓶*53度	300	
	中高端	1963	500ml/瓶*53度	220	
		1985	500ml/瓶*53度	165	
金沙回沙真实年份酒	次高端	8年	500ml/瓶*53度	460	
		6年	500ml/瓶*53度	300	

资料来源：金沙酒业、京东旗舰店，华泰研究

华润“五大措施”+“四大赋能”助力金沙酒业，当前金沙库存改善、价盘恢复、调整向前。华润酒业正式入主后，推动落实啤白双赋能、打造高端属性品质 IP、组织架构升级、优化产品结构、优化市场规则五大举措，对金沙酒业从**资本、品牌、组织、渠道**方面进行“四大赋能”。**具体措施看，1）产品端**，金沙酱酒年轻化新产品金沙小将即将上市，布局能与啤酒渠道双向赋能的光瓶酒赛道；品鉴会上推出定位商务宴请的定价 400-500 元摘要 To B 产品，下一步将对 500/700/1000 元以上价位带产品进行全面重塑，布局三款高端产品；同时将对回沙 100-300 元主力价位带产品重塑；**2）组织端**，对技术研究院、供应链、采购、营销等部门逐步建立管理组织，销售组织已基本建立，内部产销、财务、人力资源等部门的管理流程、制度和指引已基本设置完成；**3）产能端**，未来将推动金沙产能从 2.4 万吨提升至 5 万吨，保障基酒生产与储存顺利进行；**4）渠道端**，持续借助华润啤酒全国销售网络与销售组织，扩大金沙酒业全国版图。

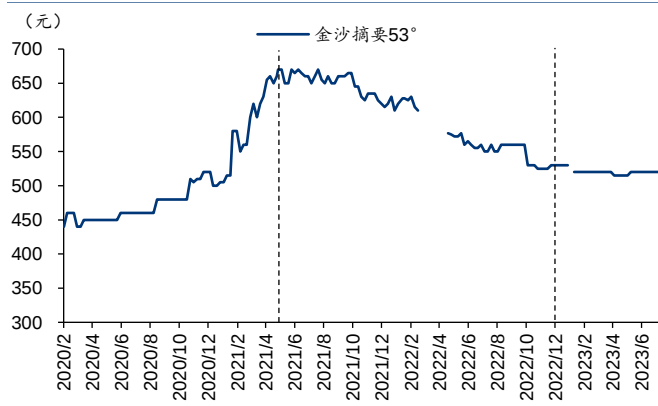
华润助力金沙梳理库存与价格问题，回归白酒真实价值，实现业务正向循环。16 年酱酒热兴起，珍酒、金沙等头部酱酒品牌乘势而起，后酱酒热于 21 年退潮，包括金沙摘要在内的多款酱酒渠道库存高企、动销乏力、价格倒挂现象严重，渠道利润受损；据今日酒价数据，金沙摘要核心产品批价自 21 年下半年起大幅下滑，由约 650 元下跌至约 530 元，华润啤酒入主金沙后，对库存进行全国统一管理、清理库存，稳定价盘。**23 年上半年金沙渠道库存下降 30%，价盘逐步趋稳，已恢复至正常出货节奏，未来有望回归动销修复→库存消化→价格趋稳回升→渠道利润修复→动销提升的正向循环。**

图表38：金沙小将新品



资料来源：公司公告，华泰研究

图表39：金沙 53° 摘要酒批价变化情况

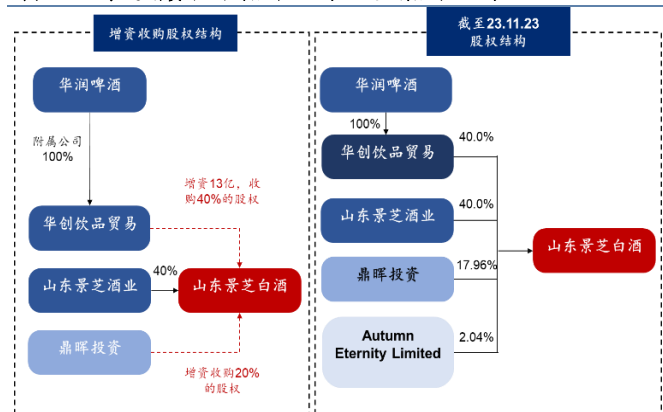


资料来源：今日酒价，华泰研究

景芝：鲁酒龙头，芝麻香+啤白融合持续深耕基地市场

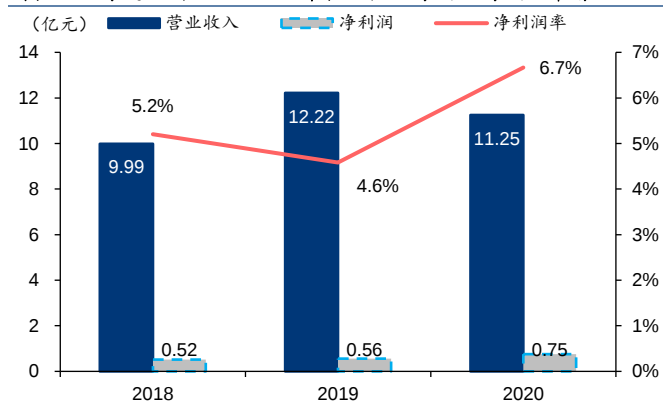
2021 年 8 月华润啤酒通过华创饮品贸易增资 13 亿持股景芝白酒 40% 股权，正式入局白酒市场。2021 年 8 月华润啤酒附属公司华创饮品贸易与鼎晖投资通过增资方式收购景芝酒业全资子公司景芝白酒合计 60% 的股权，其中华创饮品贸易增资 13 亿，持股 40%，收购完成后，华润啤酒迅速接管，董事长侯孝海挂帅景芝白酒董事长，华润啤酒山东区域党委书记、总经理张清程出任景芝白酒总经理。据公司公告，景芝酒业 2020 年白酒业务收入/净利润分别为 11.3/0.8 亿元，净利率为 6.7%，作为联营企业，其收入不录入华润啤酒合并报表、利润按持股比例确认联营企业应占溢利。

图表40：景芝增资收购时股权结构 vs 当前股权结构



资料来源：公司公告、企查查，华泰研究

图表41：景芝白酒 2018-2020 年营业收入/净利润/净利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

景芝首创芝麻香型白酒，产品结构重心偏中低端。景芝酒业诞生于 1948 年，位于“山东三大古镇”之一的景芝镇，为中国最早的国营白酒企业及鲁酒龙头；1995 年，以景芝酒业为主起草的“芝麻香白酒行业标准”颁布实施，开创白酒“芝麻香型”。1) 产品端，当前景芝已形成一品景芝芝麻香型酒系列、景阳春浓香型酒系列以及景芝白乾传统清香型酒系列产品矩阵，其中主流产品为百元以上中低端产品景阳春系列，整体产品结构重心偏中低端。2) 产能端，景芝具备原酒产能 3 万吨、成品酒产能 6 万吨、储酒能力 14 万吨，充足产能储备为长期发展保驾护航。3) 运作端，华润收购景芝后可以实现渠道、终端、团购、营销等资源共享，帮助景芝获取更多渠道资源及提升资源整合能力，助力景芝实现“做鲁酒的龙头，做芝麻香的创造者和领导者”的战略规划目标。

图表42：景芝旗下系列酒、产品、价位带梳理

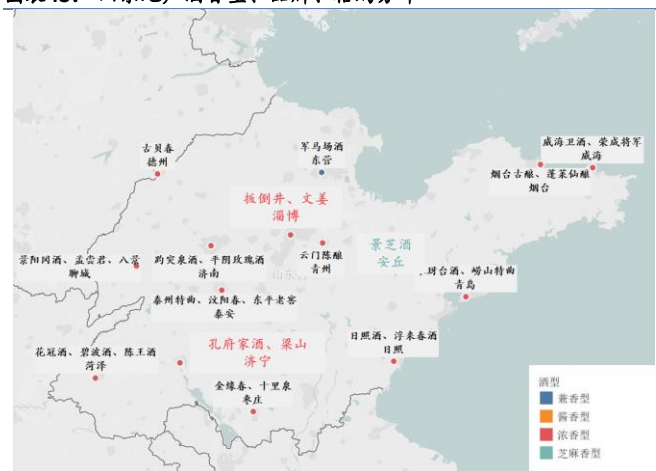
产品系列	产品名称	度数	零售价格	产品图片	低中高端分类
一品景芝 (芝麻香)	芝香20年振兴版	53度	1088元/500ml		高端
	芝香15年	53度	468元/500ml		次高端
	芝香10年	53度	358元/500ml		
	芝香8年	53度	208元/500ml		中端
	吉品	42度	188元/500ml		
景阳春 (浓香)	蓝淡雅	53度	119元/500ml		低端
	老黑坛	50度	66元/500ml		
	景阳春	52度	69元/500ml		
景芝白干	白乾老字号	39度	65元/500ml		低端
	白乾酒	52度	30元/500ml		

注：价格统计日期为 2023 年 11 月 13 日

资料来源：京东旗舰店，华泰研究

景芝以山东市场为基地，辐射安徽市场，“啤白融合”持续深耕。据酒业家数据，22 年山东市场 300 元以内中低端价格带市场份额约为 51%，以大众消费为主，本地品牌众多、主攻中低端价位带，竞争激烈、各地为营、格局分散，其中扳倒井和景芝作为山东省重点扶持酒企和鲁酒龙头，22 年市占率合计约 6%；次高端及高端市场主要由茅台、五粮液、汾酒、洋河等外来名酒主导。基于山东市场次高端以上外来名酒主导、中低端市场格局分散的情况，景芝虽为鲁酒龙头，但长期面临山东各县级市场本地酒企的激烈竞争、缺乏渠道深耕，同时向上布局难度较大。华润注资后，华润啤酒在山东、安徽市场建设较为完整的渠道网络体系将助力景芝白酒深耕山东基地市场、持续渗透，并进一步辐射安徽市场。

图表43：山东地产酒香型、品牌、格局分布



资料来源：云酒头条，华泰研究

图表44：山东各价位带品牌产品分布

价格带	主流品牌	主流产品
800元以上	茅台、五粮液、泸州老窖、郎酒	飞天茅台、普五、高度国窖、青花郎
500-800元	习酒、国台、金沙、洋河、泸州老窖等	习酒窖藏、国台15年、汉酱、M6+
300-500元	汾酒、洋河、舍得	青花20、M3水晶版、天之蓝、品味舍得
100-300元	习酒、洋河、泸州老窖等	金质习酒、海之蓝、泸州特曲
100元以内	景芝、云门春、扳倒井、琅琊台等	景阳春、典藏500、春王、琅琊台原酒70度

资料来源：云酒头条、微酒、锐观网，华泰研究

盈利预测与估值

收入预测：1) 啤酒业务：23H1 啤酒业务营收 228.9 亿、同比+9.0%，我们预计 23 年啤酒业务营收 376.3 亿、同比+6.7%，拆分量/价同比+2.9%/+3.7%，其中我们预计 23H2 收入增速相较于上半年有所放缓，主要系同期高基数/台风雨水天气影响等因素导致。我们预计 24-25 年啤酒营收 397.6/416.7 亿，同比+5.7%/+4.8%，随着现饮场景的恢复、低基数效应不再，我们预计公司销量恢复至缓慢增长态势，24-25 年分别为 11.6/11.8 万吨，同比+1.8%/+1.3%；同时外部环境端随着消费场景恢复正常，公司内部端通过聚焦打造喜力+纯生+SuperX 三大单品布局结构升级，次高端以上产品占比提升带动吨价延续增长，预计吨价同比+3.8%/3.5%。**2) 白酒业务：**我们预计 23 年白酒营收 22.0 亿，其中 23H1 白酒营收 9.8 亿，我们预计 23H2 白酒收入较上半年环比增长，主要系 23 年上半年金沙酒业以清理库存为主，当前渠道库存问题厘清、恢复正常发货节奏，预计下半年将着重发力产品销售、营收增长加速。展望来看，我们预计 24-25 年白酒营收 27.5/34.4 亿，同比+25.0%/+25.0%，公司 23H2 聚焦产品重塑与渠道调整等，24-25 年改革成效有望逐步显现。

图表45：华润啤酒收入预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	32,468	34,393	36,428	40,631	43,308	45,904
YOY	-3.9%	5.9%	5.9%	11.5%	6.6%	6.0%
主营收入	31,448	33,387	35,263	39,831	42,509	45,104
YOY	-5.2%	6.2%	5.6%	13.0%	6.7%	6.1%
啤酒	31,448	33,387	35,263	37,631	39,759	41,667
YOY	-5.2%	6.2%	5.6%	6.7%	5.7%	4.8%
销量（百万吨）	11.1	11.1	11.1	11.4	11.6	11.8
YOY	-2.9%	-0.4%	0.4%	2.9%	1.8%	1.3%
吨价（元/吨）	2,833	3,020	3,178	3,296	3,421	3,541
YOY	-2.4%	6.6%	5.2%	3.7%	3.8%	3.5%
白酒				2,200	2,750	3,438
YOY					25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

毛利率预测：考虑到公司以雪花+喜力两大品牌为抓手，聚焦打造喜力+纯生+SuperX 三大单品，次高端及以上产品占比提升、产品结构持续升级，我们预计 23 年啤酒业务毛利率提升至 41.1%，同比+2.6pct，叠加金沙并表（我们预计白酒业务毛利率为 67.0%，其中据公司公告，金沙酒业 2019-2022H1 毛利率分别为 52.1%/66.7%/63.7%/60.6%，考虑到 21 年以来酱酒行业普遍面临渠道库存高企、价格下滑问题，金沙酒业历史毛利率亦有所下滑，但 23H1 金沙渠道库存问题厘清、价格逐步趋稳，后续产品价格有望回升，预计 23 年金沙毛利率将回归 20 年正常水平），23 年公司整体毛利率为 42.5%，同比+4.0pct。中期维度下，我们看好公司产品结构优化带来吨价的上行以及规模效应体现，预计整体毛利率将呈现上行趋势，24 年啤酒结构升级延续、吨成本得益于大麦价格下降，我们预计 24-25 年啤酒业务毛利率为 43.2%/45.0%，同比+2.1/+1.8pct；考虑到后续白酒产品价格白酒毛利率为 66.0%/66.0%；24-25 年整体毛利率为 44.6%/46.6%，同比+2.1/+1.9pct。

图表46：华润啤酒主营业务毛利预测（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利	12,075	13,074	13,561	16,928	18,978	21,011
啤酒业务	12,075	12,025	13,561	15,454	17,163	18,742
白酒业务				1,474	1,815	2,269
毛利率(%)	37.2%	38.0%	37.2%	42.5%	44.6%	46.6%
啤酒业务	38.4%	39.2%	38.5%	41.1%	43.2%	45.0%
白酒业务				67.0%	66.0%	66.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：考虑 23 年线下场景修复、啤酒业务费用投放有所增加，白酒业务聚焦库存梳理等工作、渠道费用偏高，并表后拉高公司整体费用率，我们预计公司 23 年销售费用率为 19.4%，同比+0.2pct，24-25 年随着收入规模进一步扩大，销售费用率有望稳步下行，预计 24-25 年销售费用率 19.4%/19.2%，同比持平/-0.2pct；我们预计 23-25 年管理费用率分别为 10.2%/10.0%/9.6%，同比+0.8/-0.2/-0.4pct，23 年管理费用率提升主要系白酒业务并表带来的摊销增加，未来随着内部效率提升、费率有望持续下行；净利率逐步提升，我们预计 23-25 年净利率分别为 13.4%/15.2%/16.9%，同比+1.5/+1.7/+1.7pct。

图表47：华润啤酒费用率及净利率预测明细

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	18.9%	19.6%	18.5%	19.4%	19.4%	19.2%
管理费用率	13.6%	10.5%	9.1%	10.2%	10.0%	9.6%
财务费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%
净利率	6.4%	13.3%	11.9%	13.4%	15.2%	16.9%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

预计公司 23-25 年营收为 406.3/433.1/459.0 亿，同比+11.5%/+6.6%/+6.0%，归母净利润 53.5/64.4/76.1 亿，同比+23.3%/+20.3%/+18.1%，23-25 年 EPS 1.65/1.99/2.35 元，参考可比公司 24 年 PE 均值 20x（Wind 一致预期），给予 24 年 20x PE，目标价 43.46 港币。

图表48：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)					EPS (元)				23-25 净利 CAGR
		2023/12/19	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
青岛啤酒股份	0168 HK	60,131	16	16	11	10	2.74	2.82	3.90	4.51			18%
重庆啤酒	600132 CH	30,176	24	24	18	15	2.61	2.64	3.56	4.10			16%
珠江啤酒	002461 CH	17,441	29	28	21	18	0.27	0.28	0.38	0.44			18%
燕京啤酒	000729 CH	25,621	73	51	29	22	0.12	0.18	0.31	0.41			49%
平均值		23,808	36	30	20	16	1.44	1.48	2.04	2.37			25%
中间值		23,808	27	26	19	17	1.44	1.46	1.97	2.27			18%
华润啤酒	0291 HK	97,495	22	18	15	13	1.34	1.65	1.99	2.35			12%

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；（以上货币单位均为人民币）

资料来源：Wind，华泰研究预测

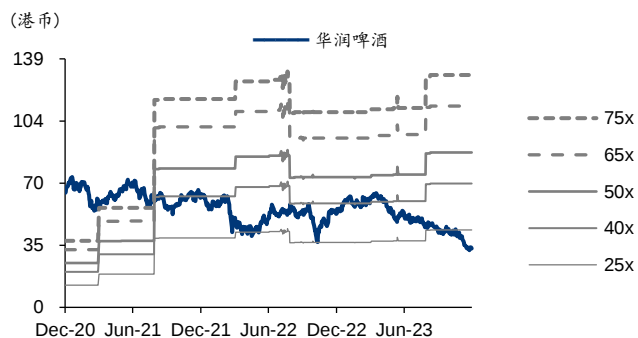
风险提示

原料成本波动。如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。

行业竞争加剧。消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质，如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题，则会对品牌美誉度产生较大影响。

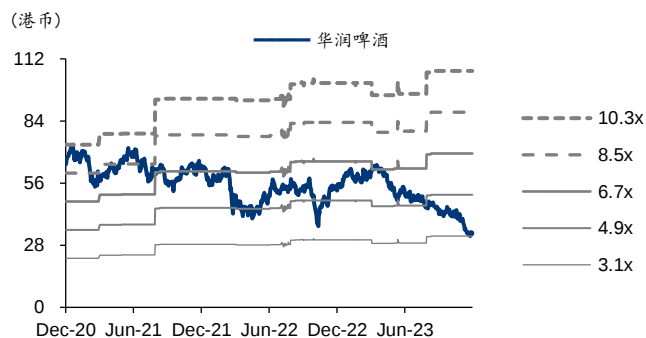
食品安全风险。如果出现食品安全问题，公司销售也将受到影响。

图表49：华润啤酒 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表50：华润啤酒 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,387	35,263	39,831	42,509	45,104
销售成本	(20,313)	(21,702)	(22,903)	(23,530)	(24,093)
毛利润	13,074	13,561	16,928	18,978	21,011
销售及分销成本	(6,743)	(6,750)	(7,719)	(8,240)	(8,663)
管理费用	(3,619)	(3,320)	(4,076)	(4,261)	(4,344)
其他收入/支出	1,006	1,165	1,121	1,323	1,352
财务成本净额	213.00	333.00	116.73	178.51	491.15
应占联营公司利润及亏损	(10.00)	(99.00)	(99.00)	(99.00)	(99.00)
税前利润	6,215	5,528	6,910	8,518	10,386
税费开支	(1,625)	(1,178)	(1,473)	(1,815)	(2,213)
少数股东损益	3.00	6.00	82.51	260.56	563.52
归母净利润	4,587	4,344	5,355	6,442	7,609
折旧和摊销	(1,641)	(1,562)	(2,068)	(2,094)	(2,080)
EBITDA	7,643	6,757	8,862	10,433	11,975
EPS (人民币, 基本)	1.41	1.34	1.65	1.99	2.35

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	6,458	7,402	7,225	7,803	7,585
应收账款和票据	3,661	3,045	4,530	3,554	5,023
现金及现金等价物	5,376	10,208	5,481	10,598	16,112
其他流动资产	402.00	223.00	223.00	223.00	223.00
总流动资产	15,897	20,878	17,459	22,178	28,943
固定资产	13,717	14,050	14,148	12,470	10,805
无形资产	9,646	9,707	24,828	24,133	23,438
其他长期资产	11,793	12,678	12,384	12,264	12,145
总长期资产	35,156	36,435	51,360	48,867	46,388
总资产	51,053	57,313	68,819	71,045	75,331
应付账款	3,200	3,541	3,573	3,736	3,748
短期借款	0.00	512.00	1,688	512.00	512.00
其他负债	17,970	19,614	19,614	19,614	19,614
总流动负债	21,170	23,667	24,875	23,862	23,874
长期债务	0.00	588.00	7,187	5,867	4,547
其他长期债务	5,394	5,981	5,981	5,981	5,981
总长期负债	5,394	6,569	13,168	11,848	10,528
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备/其他项目	10,342	12,949	16,565	20,864	25,894
股东权益	24,432	27,039	30,655	34,954	39,984
少数股东权益	57.00	38.00	120.51	381.07	944.58
总权益	24,489	27,077	30,776	35,335	40,928

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	21.25	22.44	18.21	15.13	12.81
PB	3.99	3.61	3.18	2.79	2.44
EV EBITDA	15.12	16.87	14.29	11.43	9.43
股息率 (%)	1.31	1.78	2.20	2.65	3.12
自由现金流收益率 (%)	4.62	5.58	(11.54)	9.76	9.16

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	7,643	6,757	8,862	10,433	11,975
融资成本	(213.00)	(333.00)	(116.73)	(178.51)	(491.15)
营运资本变动	(96.00)	1,447	(1,276)	560.69	(1,239)
税费	(1,625)	(1,178)	(1,473)	(1,815)	(2,213)
其他	(714.00)	153.00	215.73	277.51	590.15
经营活动现金流	4,995	6,846	6,213	9,278	8,622
CAPEX	(1,471)	(1,661)	(17,386)	300.00	300.00
其他投资活动	(1,279)	603.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(2,750)	(1,058)	(17,386)	300.00	300.00
债务增加量	(76.00)	1,022	7,775	(2,496)	(1,320)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	1,281	1,739	(1,739)	(2,144)	(2,579)
其他融资活动现金流	(2,571)	(3,572)	116.73	178.51	491.15
融资活动现金流	(1,366)	(811.00)	6,153	(4,461)	(3,408)
现金变动	879.00	4,977	(5,021)	5,116	5,514
年初现金	4,538	5,376	10,208	5,481	10,598
汇率波动影响	(41.00)	(145.00)	294.00	0.00	0.00
年末现金	5,376	10,208	5,481	10,598	16,112

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	6.17	5.62	12.96	6.72	6.11
毛利润	8.27	3.72	24.83	12.11	10.71
营业利润	76.91	28.72	47.06	26.17	23.56
净利润	119.05	(5.30)	23.28	20.30	18.11
EPS	119.05	(5.30)	23.28	20.30	18.11
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	39.16	38.46	42.50	44.65	46.58
EBITDA	22.89	19.16	22.25	24.54	26.55
净利润率	13.74	12.32	13.44	15.16	16.87
ROE	20.10	16.88	18.56	19.64	20.31
ROA	9.67	8.02	8.49	9.21	10.40
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(22.00)	(33.68)	11.07	(12.07)	(27.64)
流动比率	0.75	0.88	0.70	0.93	1.21
速动比率	0.45	0.57	0.41	0.60	0.89
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.70	0.65	0.63	0.61	0.62
应收账款周转天数	25.91	34.23	34.23	34.23	34.23
应付账款周转天数	50.50	55.91	55.91	55.91	55.91
存货周转天数	110.52	114.96	114.96	114.96	114.96
现金转换周期	85.92	93.28	93.28	93.28	93.28
每股指标 (人民币)					
EPS	1.41	1.34	1.65	1.99	2.35
每股净资产	7.53	8.33	9.45	10.77	12.32

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、倪欣雨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、倪欣雨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司