

华润啤酒 (00291.HK)

国内啤酒龙头，续战高端、降本增效

买入

核心观点

公司主营啤酒业务，啤酒销量全国领先。华润啤酒是国内最大的啤酒制造商，旗下拥有“雪花”、“喜力”等知名啤酒品牌，2022 年公司实现啤酒销量 1109.6 万吨，销量位列国内啤酒市场第一，约占国内啤酒市场三成份额。2021 年公司开始布局白酒业务，目前白酒业务收入与利润贡献尚小，啤酒业务仍是公司核心支柱。目前公司啤酒产品中高档/中档/低档产品销量占比约为 20%/30%/50%，中、低档产品销量占比相对较大。公司在 2017 年明确提出高端化发展战略，开启转型升级之路，此后通过升级产品结构以及关闭低效工厂、优化组织结构等举措实现盈利能力显著改善，利润快速增长。

啤酒行业存量竞争，龙头引领行业高端化发展。2013 年啤酒行业销量达到顶峰，此后逐步回落，啤酒行业存量竞争特点愈发突出，销售均价提升成为行业收入规模扩张的核心驱动力。在此背景下，啤酒企业于 2017 年前后陆续开启高端化战略转型，并将战略重心从销售体量向增长质量转移，行业迈入高端化发展新时期。2017 年至今啤酒行业竞争格局边际改善，啤酒企业盈利能力明显提升，利润较快增长。对比海外成熟市场，目前我国啤酒行业高端化空间充足，且龙头公司继续推动行业高端化的意愿强烈、高端化运营能力突出，预计未来啤酒行业高端化发展趋势延续，行业进入利润收获期。

产品、渠道优势突出，高端化竞争胜出概率较高。产品端，2019 年公司正式引入喜力等高端国际品牌，同时近年来公司也加快自主培育高端产品，目前已形成“中国品牌+国际品牌”的产品组合。其中次高档及以上核心产品喜力、雪花纯生、SuperX 竞争优势突出，产品势能已现。渠道端，公司擅长渠道管理，2021 年成立大客户平台吸引优质经销商加入，高端渠道突破能力显著提升。此外，公司通过改革完成组织体系优化，组织活力被释放，公司经营效率明显提升，完善的组织机制亦为公司的高端化竞争提供有力保障。

啤酒业务增势巩固，白酒业务构筑新增长点。以喜力、雪花纯生、SuperX 为核心的次高档及以上产品组合增长将有力拉动公司产品结构提升。其中喜力将深耕华东、华南基地市场并逐步推进全国化扩张；雪花纯生将继续受益于喜力对现饮渠道的突破，并将逐步增加对非现饮渠道的渗透；SuperX 将于 2024 年上半年推出升级版新品，预计升级版 SuperX 更贴合消费者需求、产品性价比更为突出，有望加速增长。此外，公司也将继续推进多方位的降本增效工作，可对公司盈利能力提升起到辅助作用。白酒业务方面，公司白酒业务开启时间尚短，目前处于化解历史包袱、探索发展路径阶段。白酒业务完成优化调整工作后，有望依靠旗下优质白酒产品及品牌，借力华润系强大的渠道网络实现增长潜能释放。

盈利预测与估值：公司核心产品势能向上，未来 3 年仍将处于高端化红利期。预计 2023-2025 年归母净利润 51.2/59.9/70.0 亿元，同比 +17.8%/+17.0%/+16.7%，EPS 分别为 1.60/1.87/2.18 元。通过多角度估值，预计公司合理估值为 37.68-42.78 港元，当前估值已处于偏低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化；行业竞争加剧导致费用投放被动增加；部分原材料价格大幅上涨；食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险。

公司研究·海外公司深度报告

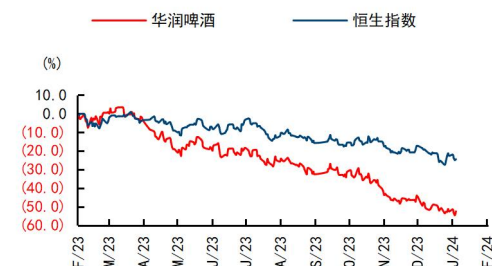
食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟 021-60933131 zhangxiangwei@guosen.com.cn S0980523090001
证券分析师：杨苑 021-60933124 yangyuan4@guosen.com.cn S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	37.68 - 42.78 港元
收盘价	29.40 港元
总市值/流通市值	95379/95379 百万港元
52 周最高价/最低价	64.76/27.55 港元
近 3 个月日均成交额	343.98 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,387	35,263	39,136	41,543	44,195
(+/-%)	6.2%	5.6%	11.0%	6.2%	6.4%
归母净利润(百万元)	4590	4350	5124	5994	6995
(+/-%)	119.2%	-5.2%	17.8%	17.0%	16.7%
每股收益(元)	1.41	1.34	1.60	1.87	2.18
EBIT Margin	18.7%	15.9%	18.3%	20.3%	22.0%
净资产收益率(ROE)	18.8%	16.1%	19.1%	22.7%	26.8%
市盈率(PE)	18.9	20.0	16.7	14.3	12.3
EV/EBITDA	15.5	17.5	15.0	12.9	11.6
市净率(PB)	3.55	3.21	3.22	3.29	3.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

1 公司概况：中国啤酒领军企业，禀赋优越战略清晰	6
1.1 公司简介：国内领先的啤酒制造商	6
1.2 股权结构：控股股东央企背景、实力雄厚	8
1.3 发展战略：啤酒业务高端化发展战略清晰	9
1.4 经营业绩：降本增效，盈利能力改善	10
2 啤酒行业：从体量到质量，龙头引领高端化发展	12
2.1 存量竞争，份额集中	12
2.2 从体量到质量，高端化共识增进	15
2.3 价位升级空间充足，行业进入利润收获期	16
3 产品、渠道优势突出，高端化竞争胜出概率较高	18
3.1 产品：完善产品矩阵，核心单品势能已现	19
3.2 渠道：强化渠道管控，借力大客户拓展高端渠道	20
3.3 组织机制：提升组织效率，优化激励机制	21
4 啤酒业务增势巩固，白酒业务构筑新增长点	22
4.1 核心单品加速市场扩张，产品结构持续升级	22
4.2 降本增效举措继续实施，辅助盈利能力提升	24
4.3 白酒业务调整完成后有望释放增长潜能	25
5 财务分析：ROE 提升明显，现金流充沛	26
6 盈利预测	28
假设前提：次高档及以上产品较快增长，包材价格不大幅上涨	28
未来 3 年业绩预测	30
7 估值与投资建议	30
绝对估值	30
相对估值	31
投资建议	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 华润啤酒历史沿革图	6
图 2: 2022 年华润啤酒啤酒销量位列国内啤酒市场首位	6
图 3: 2022 年华润啤酒销量约占国内啤酒市场三成份额	6
图 4: 公司主业为啤酒, 2023 年新增白酒业务拓展能力圈	7
图 5: 2023 年上半年白酒业务对公司 EBIT 贡献较小	7
图 6: 2022 年华润啤酒销售均价与主要竞争对手相比较低	8
图 7: 2016 年以来华润啤酒的啤酒吨价稳步提升	8
图 8: 华润(集团)有限公司为上市公司华润啤酒(控股)有限公司的实控人	8
图 9: 华润啤酒 2017 年制定“3+3+3”战略指导啤酒业务发展	10
图 10: 华润酒业 2023 年制定“3+3”战略指导白酒业务发展	10
图 11: 2017 年以来公司营业收入维持稳健增长	10
图 12: 2017 年以来华润啤酒归母净利润显著提升	10
图 13: 2017 年以来华润啤酒营业收入量价拆分	11
图 14: 2017 年以来华润啤酒归母净利率及归母净利率(不计特别项目)	11
图 15: 公司次高档及以上产品销量维持较快增长	11
图 16: 产品结构升级使得公司吨价及毛利率提升	11
图 17: 华润啤酒 2016 年以来持续优化产能	12
图 18: 华润啤酒关闭低效工厂帮助公司产能利用率提升	12
图 19: 2017 年以来华润啤酒费用率总和稳中有降	12
图 20: 我国啤酒行业经历快速发展期、并购整合期、激烈竞争期后, 迎来转型发展期	13
图 21: 啤酒行业销售收入稳健增长, 利润增长加速	14
图 22: 2022 年啤酒行业五大龙头市场份额已达九成以上	14
图 23: 行业经历多轮并购整合形成区域割据格局, 龙头各自具备市占率领先的优势市场	14
图 24: 2013 年以来我国 20-59 岁人口数量持续下滑, 啤酒行业销量增长面临较大压力	15
图 25: 啤酒行业增长驱动力转变为价格提升	15
图 26: 2015 年开始啤酒龙头企业拉开行业关厂提效序幕	16
图 27: 啤酒龙头公司产能利用率提升, 帮助盈利能力改善	16
图 28: 啤酒企业大力推动结构升级带动吨价提升	16
图 29: 行业开启高端化转型后, 啤酒企业盈利能力改善	16
图 30: 中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距	17
图 31: 我国内资啤酒企业啤酒销售均价落后于外资啤酒企业	17
图 32: 受益于行业高端化, 啤酒企业盈利能力逐步提升	17
图 33: 受益于行业高端化, 啤酒企业 ROE 逐步提升	17
图 34: 中国高端啤酒市场销量及销售额	18
图 35: 中国高端啤酒市场份额(按销量计, 2018 年)	18
图 36: 2018 年以来华润啤酒持续推出高端新品	19
图 37: 华润啤酒渠道变革过程梳理	21

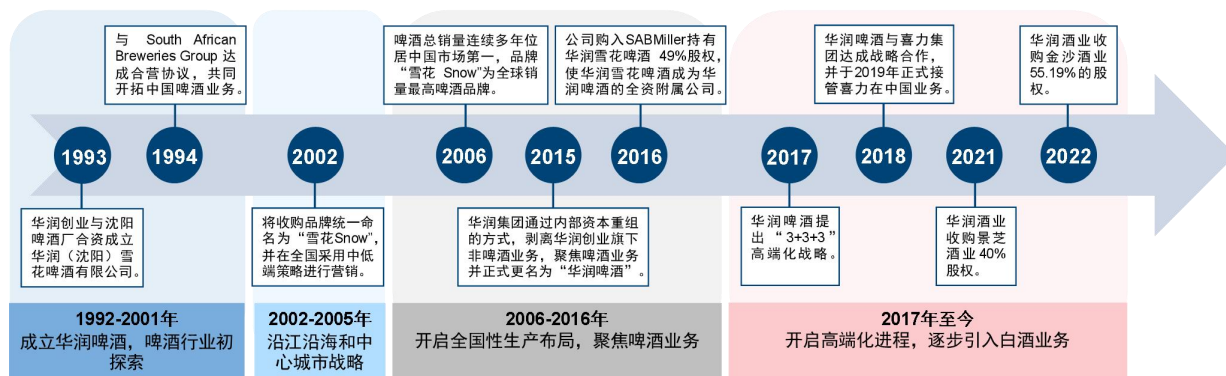
图 38: 2016-2022 年华润啤酒人均创收整体稳定上升	22
图 39: 2016-2022 年华润啤酒人均创利整体上升趋势	22
图 40: 2016-2022 年华润啤酒人均薪酬整体稳定上升	22
图 41: 华润啤酒人均薪酬与同行相比较	22
图 42: 华润啤酒的强势市场与重点突破的高端化潜力市场分布	24
图 43: 2017-2022 年公司销售费用及销售费用率变化	25
图 44: 2017-2022 年公司管理费用率与同行公司的对比	25
图 45: 华润酒业探索白酒领域	26
图 46: 华润酒业三级大客户平台	26
图 47: 华润啤酒归母净利率持续提升, 目前已达到至行业中上游水平	27
图 48: 华润啤酒总资产周转率处于行业中上游水平	27
图 49: 华润啤酒资产负债率略高于其他可比公司	27
图 50: 华润啤酒净资产收益率高于多数可比公司	27
图 51: 华润啤酒经营性现金流充沛, 现金流量表健康	28
图 52: 华润啤酒及可比公司股利支付率低于可比公司	28
图 53: 啤酒板块 2023 年估值大幅回落	32
图 54: 多数啤酒公司估值降至历史低位	32
表 1: 华润啤酒主要产品梳理	7
表 2: 华润啤酒核心管理层梳理	9
表 3: 主要啤酒公司高端化战略、战术、核心抓手	17
表 4: 华润啤酒业务拆分	29
表 5: 华润啤酒盈利预测简表 (单位: 百万元)	30
表 6: 公司盈利预测假设条件	31
表 7: 资本成本假设	31
表 8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)	31
表 9: 可比公司估值表	32

1 公司概况：中国啤酒领军企业，禀赋优越战略清晰

1.1 公司简介：国内领先的啤酒制造商

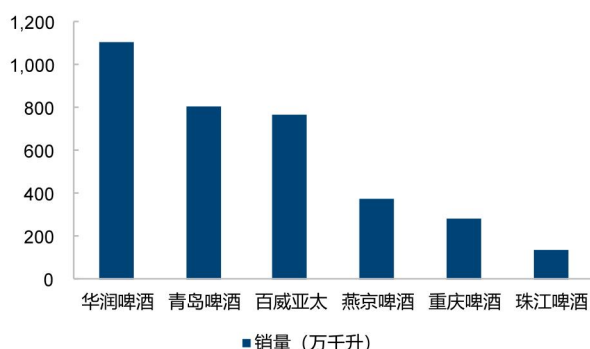
华润啤酒是国内啤酒市场最大的啤酒制造商。华润啤酒（控股）有限公司（以下简称“华润啤酒”或“公司”）是华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）属下的酒类上市公司，专营生产、销售及分销酒类产品。1993 年底，公司前身华润创业与沈阳啤酒厂合资成立沈阳华润雪花啤酒有限公司，正式进军啤酒行业。此后公司立足东北市场，依靠兼并收购区域啤酒龙头公司、新建工厂等多种方式，快速实现全国化布局，销量规模亦快速扩张，公司自 2006 年以来持续占据国内啤酒市场销量第一宝座，2022 年公司实现啤酒销量 1109.6 万吨，约占国内啤酒市场三成份额。

图1：华润啤酒历史沿革图



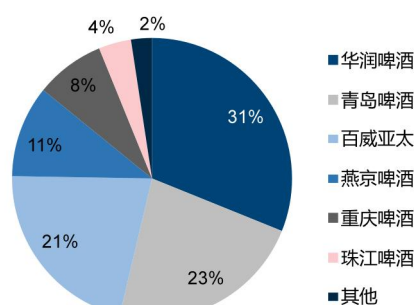
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：2022 年华润啤酒啤酒销量位列国内啤酒市场首位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：此处百威亚太销量仅指百威亚太西部区域

图3：2022 年华润啤酒销量约占国内啤酒市场三成份额



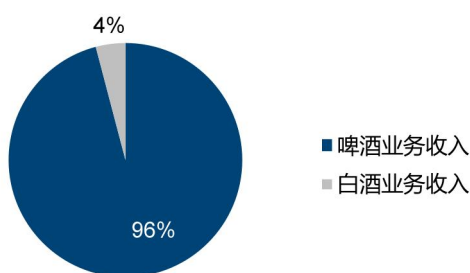
资料来源：国家统计局，公司公告，国信证券经济研究所整理

华润啤酒旗下拥有“雪花”、“喜力”等知名啤酒品牌。公司拥有“雪花”啤酒品牌，旗下包含勇闯天涯、雪花纯生、勇闯天涯 SuperX、雪花冰酷等国内消费者熟知的啤酒产品，雪花单品牌销量持续居全国首位。据 World Brand Lab 发布的 2022 年（第十九届）《中国 500 最具价值品牌》榜单，2022 年雪花啤酒品牌价值

评估为 2117.28 亿元，较 2021 年增幅为 10.2%，位列整体榜单的第 28 名，位列啤酒行业的第二名。2018 年公司与喜力集团达成长期战略合作，11 月完成喜力在华业务的收购，此后公司旗下增加喜力、红爵、苏尔、悠世等国际品牌。

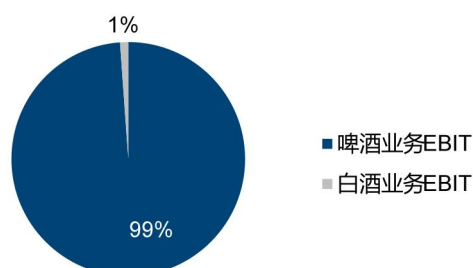
主业啤酒，增加白酒业务拓展能力圈。2023 年以前公司营业收入均由啤酒业务贡献，2022 年末公司间接全资附属公司华润酒业收购主营白酒业务的金沙酒业的 55.19% 股权，2023 年金沙酒业正式并入上市公司体内，公司主营业务自此包含啤酒及白酒两部分。2023 年上半年，公司啤酒业务实现营业收入 228.9 亿元，实现未计利息及税项前盈利（EBIT）62.0 亿元；白酒业务实现营业收入 9.8 亿元，实现未计利息及税项前盈利（EBIT）0.7 亿元。目前啤酒业务仍是公司收入与利润贡献的绝对主力。

图4：公司主业为啤酒，2023 年新增白酒业务拓展能力圈



资料来源：华润啤酒 2023 年中期报告，国信证券经济研究所整理

图5：2023 年上半年白酒业务对公司 EBIT 贡献较小



资料来源：华润啤酒 2023 年中期报告，国信证券经济研究所整理

公司啤酒产品全面覆盖高中低档价格带，目前低端、中端产品销量占比较大。分价格带看，公司产品全面覆盖次高档及以上（餐饮终端定价 8 元及以上）、中档（餐饮终端定价 5-8 元）、低档（餐饮终端定价 5 元以下）。

- ◆ **次高档及以上：**产品主要包括喜力、雪花纯生、SuperX 等。目前公司次高档及以上销量占比约 20%。
- ◆ **中档：**核心产品为勇闯天涯，勇闯天涯单品体量预计超 300 万吨，为啤酒行业超级大单品。目前公司中档产品销量占比约 30%。
- ◆ **低档：**产品包括雪花清爽和雪花冰酷等。目前公司低档产品销量占比约 50%。

低档及中档产品销量占比较大对公司销售均价有一定的拖累，2022 年公司啤酒销售均价 3176.8 元/千升，低于其他啤酒龙头百威亚太、重庆啤酒、青岛啤酒等。但近年来公司持续推动产品结构升级，销售均价维持较快增长趋势，未来预计将逐步缩小与其他啤酒龙头的均价差距。

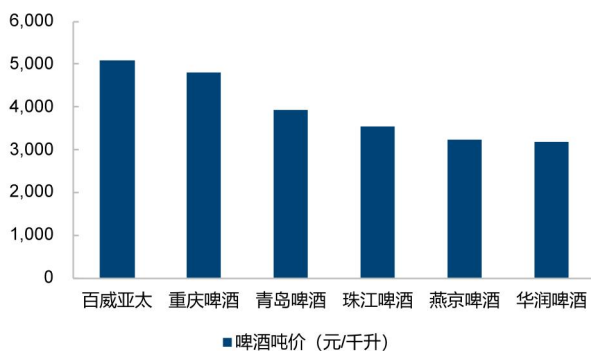
表1：华润啤酒主要产品梳理

档次类别	主要产品	麦芽浓度 (°P)	酒精度 (%vol)	规格	价格 (元)	销量占比
次高档及以上	悠世	11.8	≥4.6	罐装 500ml	12.8	约 20%
	脸谱	11.5	≥4.7	罐装 500ml	10.7	
	喜力	11.4	≥5	罐装 500ml	8.5	
	黑狮白啤	11.8	≥4.1	罐装 500ml	9.7	
	沈阳老雪	12.0	≥4.7	瓶装 640ml	9.6	
	雪花纯生	8.0	≥2.5	罐装 500ml	8.3	
	马尔斯绿	8.0	≥2.9	瓶装 455ml	8.3	
	SuperX	8.0	≥3	罐装 500ml	6.6	
中档	勇闯天涯	8.0	≥3	罐装 500ml	5.4	约 30%

低档	雪花清爽	8.0	≥2.9	罐装 500ml	3.7	约 50%
	雪花冰酷	9.0	≥3.3	罐装 330ml	2.1	

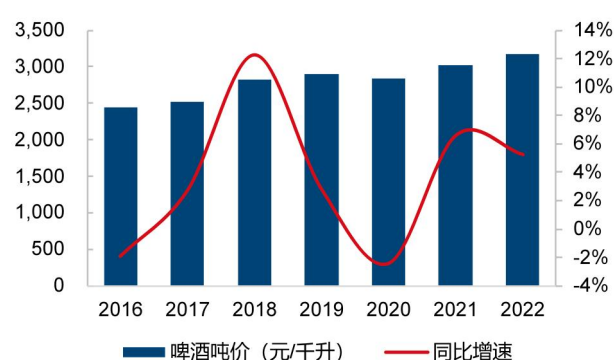
资料来源：京东官网（价格统计日期 2023 年 12 月 25 日），国信证券经济研究所整理

图6：2022 年华润啤酒销售均价与主要竞争对手相比较低



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2016 年以来华润啤酒的啤酒吨价稳步提升

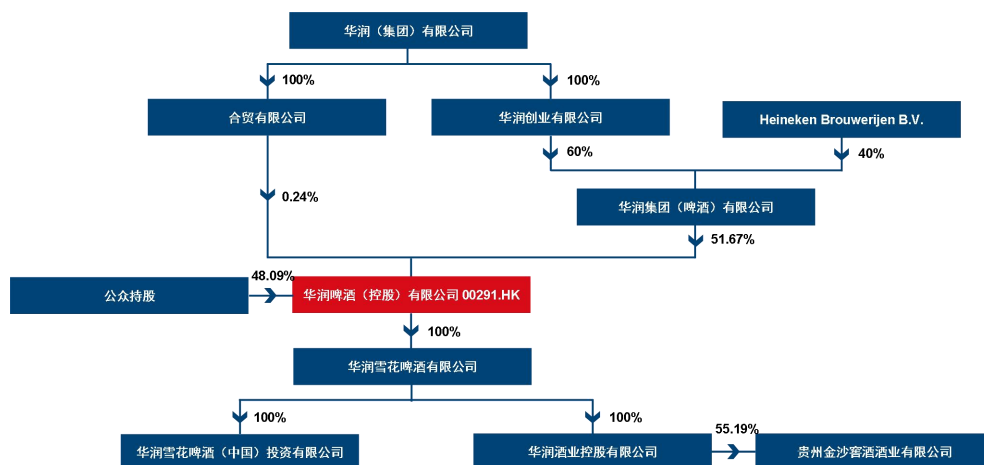


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.2 股权结构：控股股东央企背景、实力雄厚

华润集团实控，央企背景，实力雄厚。华润（集团）有限公司（即“华润集团”）的全资子公司华润集团（啤酒）有限公司持有上市公司 51.67% 股份，华润集团全资子公司合兴有限公司持有上市公司 0.24% 股份，其余 48.09% 为公众持有，故华润集团共持有华润啤酒约 51.91% 股份，为公司实控人。华润集团为国务院国资委管理的中央企业，主营业务主要包括消费品制造与分销、地产及相关行业、基础设施及公用事业，集团拥有 6 家港股上市公司：华润燃气（1193.HK）、华润啤酒（0291.HK）、华润电力（0836.HK）、华润置地（1109.HK）、华润水泥（1313.HK）、华润医药（3320.HK）。2022 年，华润集团实现营业收入 8187 亿元，同比增长 6.1%；净利润 642 亿元，同比增长 6.8%，高于央企平均增速 1.8 个百分点。据《财富》杂志发布的 2023 年世界 500 强排行榜，华润集团以营业额 1216.43 亿美元名列第 74 位。

图8：华润（集团）有限公司为上市公司华润啤酒（控股）有限公司实控人



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国际知名啤酒企业喜力集团间接持有公司股份。2018年8月，华润啤酒宣布其控股股东华润集团与喜力集团达成长期战略合作关系，华润啤酒以换股形式收购喜力中国业务。本次交易主要由四部分组成：1）华润集团（啤酒）有限公司以约243.5亿港元的总现金对价向喜力集团配售相当于已发行股本40%（按扩股和稀释后的比例）的新股份；2）华润创业有限公司以约4.6亿欧元的总现金对价购买0.9%，即520万股Heineken N.V.的库藏股；3）华润啤酒以约23.5亿港元的现金对价，收购喜力在内地、香港、澳门区域的现有业务（包括三家啤酒生产工厂）；4）上市公司华润啤酒将获得喜力授予在中国（包括内地、香港和澳门）独占使用喜力品牌的商标许可协议。交易完成后，喜力集团间接持有上市公司华润啤酒（控股）有限公司20.69%股份。

核心管理层由内部提拔，啤酒从业多年，管理经验丰富。华润啤酒核心管理层多数在公司工作数十年，具有丰富的啤酒行业运营管理经验。其中，公司董事会主席侯孝海出身业务一线，曾担任华润雪花啤酒（中国）有限公司贵州和四川两大分公司总经理，并缔造了雪花勇闯天涯大单品。在任职华润啤酒（控股）有限公司总经理期间，制定“3+3+3”高端化战略并促成与喜力的合作，为华润啤酒的高端化道路奠定基础。公司总裁、华润雪花啤酒（中国）有限投资公司总经理赵春武曾担任华润雪花啤酒（中国）有限公司浙江区域公司总经理及福建区域公司总经理，拥有约20年的市场营销经验；公司副总裁、华润酒业控股有限公司总经理魏强曾任公司首席财务官，在公司任职逾20年，拥有丰富的啤酒、快消品业务管理经验和财务管理、投资并购经验。

表2：华润啤酒核心管理层梳理

姓名	职位	工作经历
侯孝海(54岁)	董事会主席	于2001年加入华润集团，曾任华润啤酒（控股）有限公司首席执行官、法定代表人、执行董事兼总经理，此前担任过华润雪花啤酒（中国）有限公司贵州分公司总经理及总经理助理兼总部营销中心总经理，以及华润雪花啤酒（中国）有限公司四川分公司总经理，华润雪花啤酒（中国）有限公司的销售发展总监及市场总监。于2023年4月调任为董事会主席，现亦任本公司多间附属酒类公司的董事，对酒类市场销售有着丰富经验。
赵春武(51岁)	总裁、法定代表人、执行董事、总经理，华润雪花啤酒（中国）投资有限公司总经理	曾担任华润啤酒（控股）有限公司副总裁，此前于2003年加入华润雪花啤酒（中国）有限公司任销售发展部副总经理，先后担任华润雪花啤酒（中国）有限公司浙江区域公司总经理及福建区域公司总经理，华润雪花上海区域公司总经理、江苏区域公司总经理及安徽区域公司总经理。于2023年8月起任上市公司总裁，于市场营销方面拥有约20年经验。
魏强(53岁)	副总裁，华润酒业控股有限公司总经理	曾任华润啤酒（控股）有限公司执行董事及首席财务官，此前在华润雪花啤酒（中国）有限公司任职超过20年曾担任财务总监、总经理助理、财务部总经理、财务部副总经理及发展部副总经理。于2023年6月起担任上市公司副总裁，有丰富的啤酒、快消品业务管理经验和财务管理、投资并购经验，现亦担任本公司多间附属公司董事。
赵伟（52岁）	首席财务官	于2003年加入天津华润啤酒有限公司担任财务总监助理，先后分别担任华润雪花啤酒（中国）投资有限公司资金管理部总经理、管理会计与统计部总经理及财务部总监等。2020年调派至华润医药商业集团有限公司担任首席财务官。于2023年6月起任上市公司首席财务官。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.3 发展战略：啤酒业务高端化发展战略清晰

战略前瞻，思路清晰，目标坚定。由于行业增长驱动力从量转向价，此前啤酒龙头追求份额优先的策略不再为最优解，华润啤酒在2017年明确提出“3+3+3”战略，为公司指明未来三个“3”年的发展步骤：其中第一个“3”年（2017-2019年）为“去包袱、强基础、蓄能量”，第二个“3”年（2020-2022年）为“战高端、提质量、增效益”，2023年开始进入的第三个“3”年时期为“决胜高端”。截至目前，“3+3+3”战略中前两个“3”年发展目标均已顺利实现，公司将在第三个“3”年时间里实现从规模到质量、从主流到高端、从啤酒业务到有限多元

化。公司将“一个 300，三个 100”作为奋斗目标，即预计在 2025 年底，实现 300 万吨大高档，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（注：该奋斗目标并非上市公司给资本市场的业绩指引）。

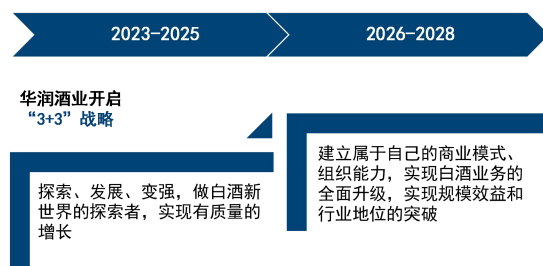
随着公司在白酒赛道的布局深入，主营白酒业务的华润酒业事业部在 2023 年也提出了清晰的“3+3”战略：第一个“3”年（2023-2025 年）：华润酒业探索、发展、变强，做白酒新世界的探索者，实现有质量的增长；第二个“3”年（2026-2028 年）：华润酒业将建立属于自己的商业模式、组织能力，实现白酒业务的全面升级，实现规模效益和行业地位的突破。

图9：华润啤酒 2017 年制定“3+3+3”战略指导啤酒业务发展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：奋斗目标并非等同于业绩指引

图10：华润酒业 2023 年制定“3+3”战略指导白酒业务发展

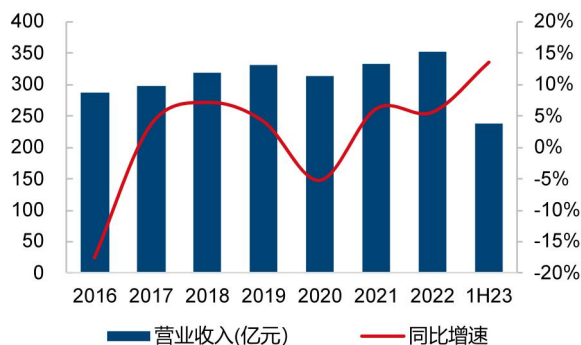


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.4 经营业绩：降本增效，盈利能力改善

自 2017 年实施“3+3+3”战略以来，公司收入稳健增长，盈利能力明显改善增加利润弹性。收入端，2017-2022 年公司营业收入年均复合增长率（以下简称“GAGR”）为 3.5%，拆分量价来看，销量 CAGR 为-0.9%，销售均价 CAGR 为 4.4%，收入稳健增长主要由销售均价提升贡献。利润端，2017-2022 年公司归母净利润（不计特别项目）CAGR 为 29.1%，归母净利率自 2016 年末的 3.4% 提升至 2022 年末 12.8%，利润弹性较高主因产品结构升级以及降本增效推动盈利能力明显改善。

图11：2017 年以来公司营业收入维持稳健增长



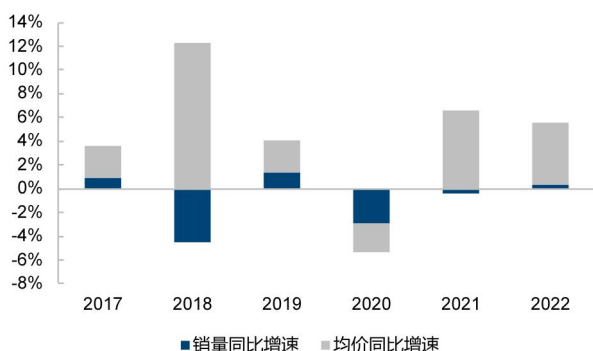
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2017 年以来华润啤酒归母净利润显著提升



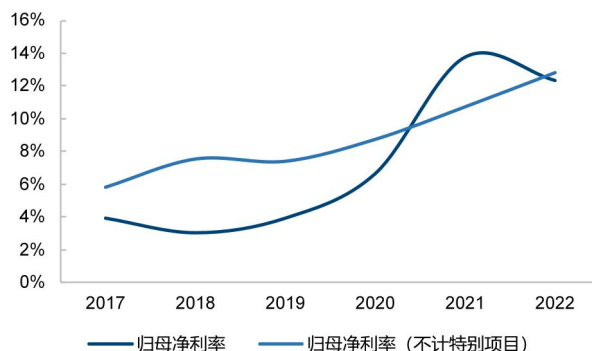
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 2017年以来华润啤酒营业收入量价拆分



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 2017年以来华润啤酒归母净利率及归母净利率（不计特别项目）

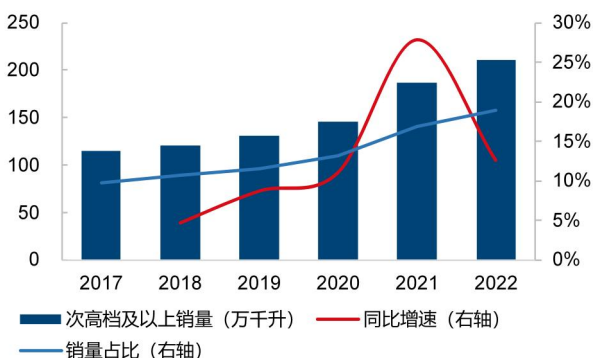


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 特别项目主要包括: (1) 公司出让土地权益所获收益; (2) 关厂减员相关的一次性费用

公司自2017年以来盈利能力逐步提升主要有两方面原因: (1) 产品结构升级; (2) 降本控费增效。

◆ **产品结构升级拉动公司销售均价及毛利率提升。**2017-2022年, 公司次高档及以上产品销量维持较快增速, 自2017年115.3万千升增长至2022年210.2万千升, 期间CAGR为12.8%, 明显高于总体销量CAGR -1.3%, 销量占比从9.8%提升至18.9%。产品结构升级带动公司啤酒销售均价提升至3178.0元/千升, 对比2017年CAGR为4.8%。公司毛利率亦受益于产品结构优化, 录得持续增长。

图15: 公司次高档及以上产品销量维持较快增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

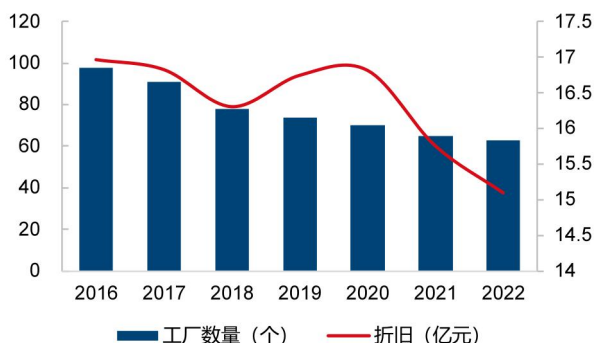
图16: 产品结构升级使得公司吨价及毛利率提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ **关闭低效工厂, 适度精简人员, 提升生产效率。**公司从2016年启动对低效工厂的闭厂, 截至2022年共关闭35个工厂, 工厂数量降至63家。去除闲置及落后的产能帮助公司的产能利用率从2017年53.3%上升至2022年60.3%, 虽关厂减员产生当期费用影响短期利润, 但中长期来看, 固定成本负担减轻、工厂效率提升有助于增强公司盈利能力。随着工厂数量减少, 公司员工人数从2016年约58200人下降至2022年约24000人, 人工成本相应降低。除此之外, 公司亦积极推动工厂的智能化、数字化建设, 以进一步提升生产效率。

图17：华润啤酒 2016 年以来持续优化产能



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

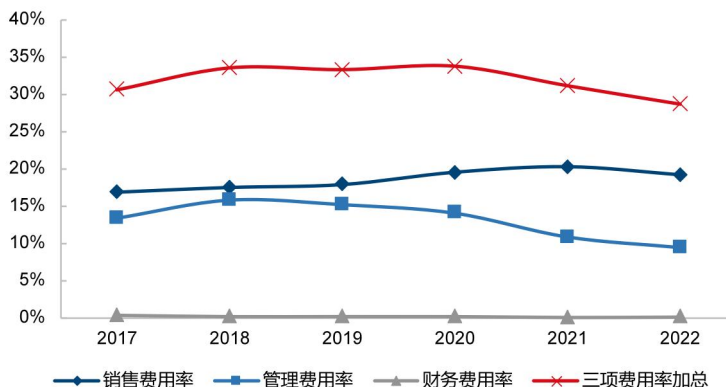
图18：华润啤酒关闭低效工厂帮助公司产能利用率提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **控费增效，期间费用率稳中有降。**2017-2021 年为公司高端化战略的初期，为配合高档产品的市场推广及品牌宣传，公司销售费用率小幅提升。2022 年以来，随着高端产品矩阵布局初步完成，公司销售费用总额基本维持平稳，销售费用率则受益于收入增长首次出现同比下降。2017 年随着高端化发展序幕拉开同时启动了组织再造工作，在岗位编制、绩效管理、薪酬制度、业务流程等方面全面落实优化方案，促进管理规范，同时精简干部队伍，提升管理效率。2017-2022 年间，公司管理费用率由 13.4% 下降至 9.4%。

图19：2017 年以来华润啤酒费用率总和稳中有降



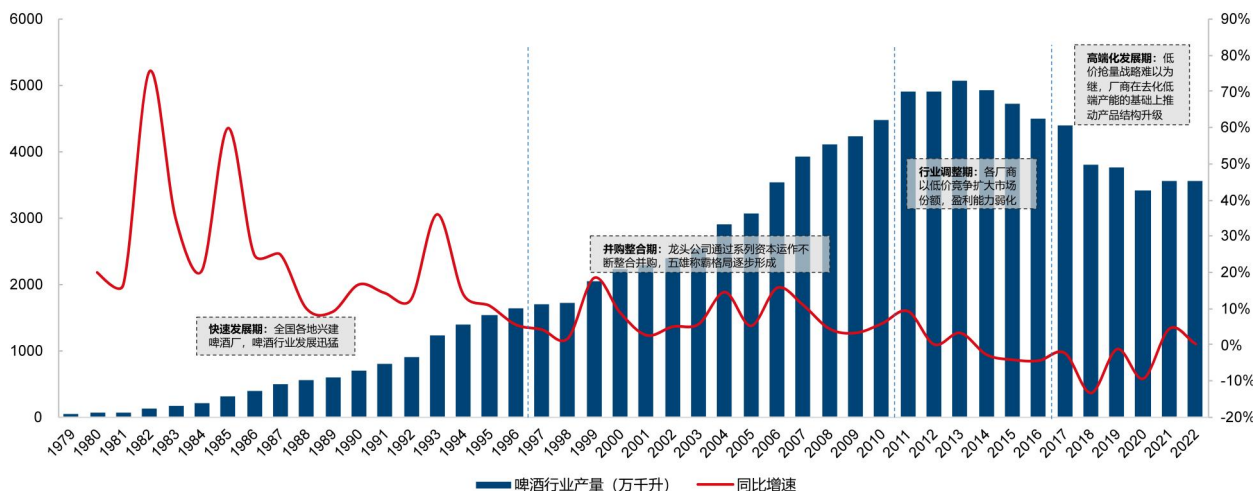
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2 啤酒行业：从体量到质量，龙头引领高端化发展

2.1 存量竞争，份额集中

我国啤酒行业在改革开放后迎来快速发展，至今已有 40 余年历史。复盘历史，行业主要经历了本地化啤酒厂快速兴起、行业龙头大举进行并购整合、酒企激烈竞争盈利低迷阶段，并在 2017 年前后开启高端化发展新阶段。

图20: 我国啤酒行业经历快速发展期、并购整合期、激烈竞争期后, 迎来转型发展期



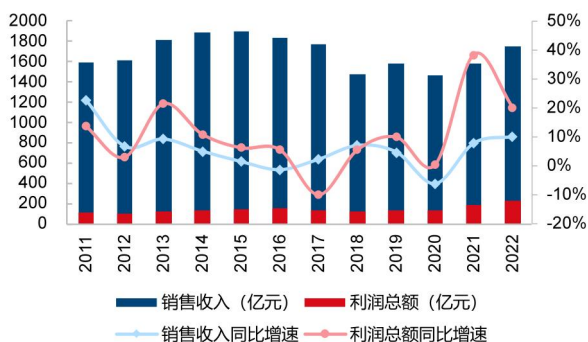
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **1979-1996: 快速发展期。**20 世纪 80 年代, 改革开放为啤酒行业发展创造了良好的市场环境。1985 年国家实施“啤酒专项”工程, 在国家政策的支持下, 全国各地纷纷兴建啤酒厂, 行业中诞生众多本地化啤酒品牌, 如四川蓝剑啤酒、重庆山城啤酒、河南金星啤酒、陕西汉斯啤酒、福建惠泉啤酒等。此时行业生产规模快速扩大, 行业呈现供销两旺状态。
- ◆ **1997-2010: 并购整合期。**龙头企业凭借自身雄厚的资金实力, 开始在行业内大举进行并购整合。青岛啤酒在 1999-2001 年间进行 36 次收购, 实现规模快速扩张, 但粗放式扩张也给企业带来品牌繁杂、效益较低的问题, 此后青岛啤酒暂缓兼并收购脚步, 重心转向品牌整合。此时华润啤酒、百威啤酒等龙头继续通过兼并收购等方式实现产能及规模快速扩张。本轮并购整合后, 市场份额已集中在华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯（后控股重庆啤酒）五大龙头手中。
- ◆ **2011-2016: 激烈竞争期。**2013 年前啤酒销量增长开始显露疲态, 2013 年啤酒销量见顶, 此后几年销量持续回落。起初行业龙头并未就战略转型达成一致共识, 多数企业延续跑马圈地、份额优先的竞争意识, 且在青岛啤酒、百威英博主导下, 2010-2015 年行业处于第二轮产能扩张期, 行业供给过剩矛盾加剧。在此背景下, 啤酒企业陷入低价争夺份额的泥潭, 企业面临销量下滑、盈利能力走弱的双重压力。
- ◆ **2017 年至今: 转型发展期。**由于我国啤酒消费群体人口数量下降及人均啤酒消费量下滑, 我国啤酒销量自 2013 年来持续收缩, 而销售均价具备较大的提升潜力。此前啤酒企业的份额优先战略不再适应行业发展方向, 2017 年前后各厂商逐步明确战略转型, 陆续关闭落后产能, 推动产品结构升级, 同时行业于 2017 年底在成本压力驱动下开启提价, 标志行业开始突破低价竞争困境, 实现盈利能力逐步改善。

目前我国啤酒行业已进入存量竞争时期。由于啤酒消费群体人口增长放缓、人均啤酒消费量已接近饱和, 啤酒行业产销量在 2013 年达到顶峰后逐步回落。直至近三年, 啤酒行业产量止住进一步下滑趋势, 2020-2022 年规模以上啤酒企业总产量在 3400-3600 万千升区间窄幅波动, 啤酒行业的存量竞争特征突出。

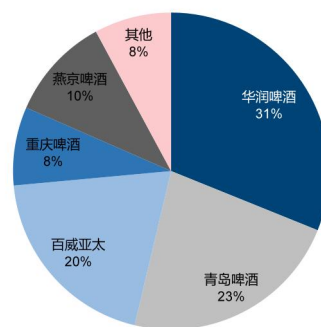
行业早期并购整合与激烈竞争加速中小啤酒企业出清，目前市场份额高度集中于五大龙头。历经啤酒行业多轮并购整合以及激烈竞争时期，中小啤酒企业或被龙头公司收购，或陆续退出市场，啤酒市场份额持续向龙头公司集中。目前啤酒销量份额排名前五位的龙头公司分别为华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒。据国家统计局公布的规模以上啤酒企业产量数据，2022 年啤酒行业 CR5 达到九成以上，市场份额已高度集中。

图21：啤酒行业销售收入稳健增长，利润增长加速



资料来源：中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

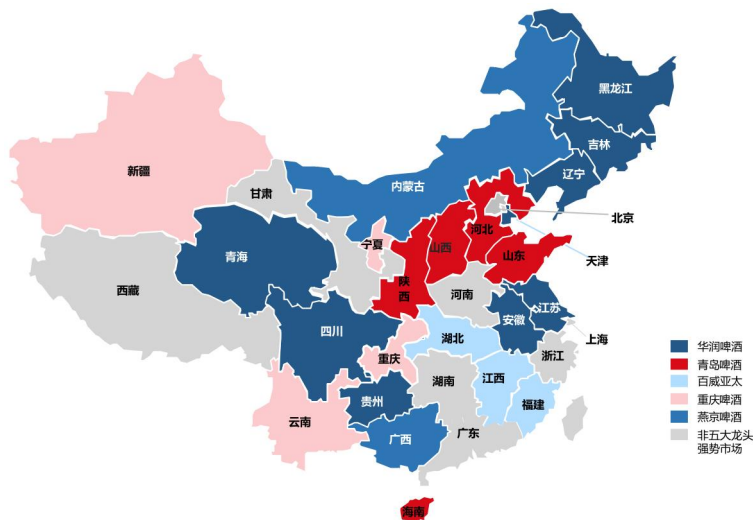
图22：2022 年啤酒行业五大龙头市场份额已达九成以上



资料来源：公司公告，国家统计局，国信证券经济研究所整理

分区域看，龙头各自具备优势市场，行业形成区域割据格局。早期我国啤酒行业产品以玻璃瓶包装为主导，运输与销售范围受到一定程度的限制，因此啤酒品牌呈现较为明显的区域性特征。后啤酒行业经历一系列并购整合事件、龙头公司加速跑马圈地，多数本地品牌或被龙头公司并购整合，或逐步退出市场让渡市场份额，龙头公司逐步巩固自身在部分区域市场的竞争优势，最终行业形成了区域割据的竞争格局：青岛啤酒在山东省市占率约七成，在陕西、山西、上海、海南等优势市场市占率在 50%以上；华润啤酒在四川、贵州、安徽市占率在 70%以上，在东北区域亦享有高市场份额；百威则在福建、江西、湖北等地占有高市场份额；重庆啤酒拥有重庆、新疆、云南、宁夏等基地市场，在重庆、新疆地区市占率高达八成；燕京啤酒在北京、广西、内蒙古区域占据绝对优势。

图23：行业经历多轮并购整合形成区域割据格局，龙头各自具备市占率领先的强势市场

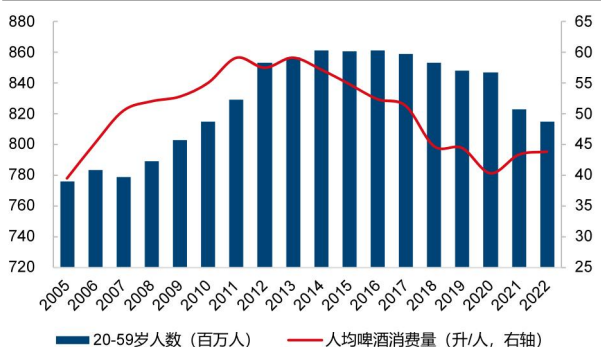


资料来源：公司公告，啤酒板，国信证券经济研究所整理

2.2 从体量到质量，高端化共识增进

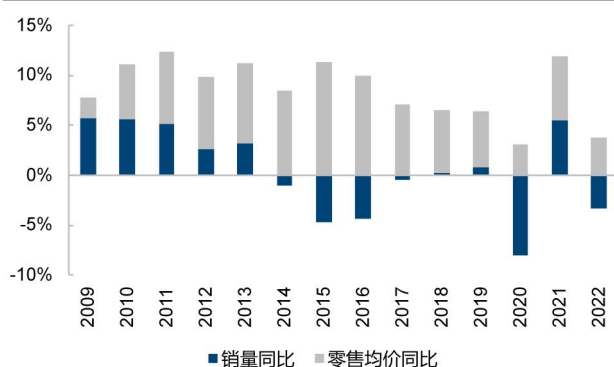
2013 年行业需求总量迎来拐点，行业收入增长依赖于均价提升。2013 年以来，20-59 岁人口数量呈下滑趋势，且人均啤酒消费量逐步走低，导致啤酒行业销量面临较大的增长压力。2022 年啤酒行业规模以上企业啤酒产量为 3568.7 万千升，较 2013 年销量高点 5061.5 万千升下滑近 30%。不同于 2013 年前行行业量价齐升之势，目前行业收入规模扩张主要依赖于销售均价提升。受此变化影响，以低价换销量的竞争策略的效果被大幅削弱。

图24: 2013 年以来我国 20-59 岁人口数量持续下滑，啤酒行业销量增长面临较大压力



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 啤酒行业增长驱动力转变为价格提升

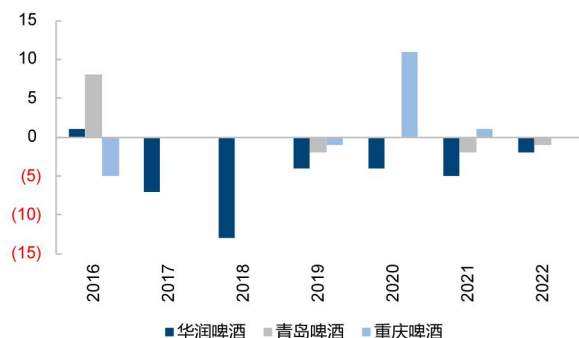


资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

啤酒龙头增进高端化共识，2017 年前后开启战略转型引领行业高质量发展。早期啤酒龙头重视总销售量的增长及份额的提升，但随着行业销量放缓并见顶回落、供需矛盾愈发突出，啤酒企业的“总量优先”策略将行业拖入 2011-2016 年的激烈低价竞争阶段，在此期间，啤酒企业收入增速放缓，同时费用高企，导致啤酒企业盈利低迷。为突破自身发展瓶颈，2017 年前后啤酒龙头陆续开启高端化战略转型，逐步将战略重心从销售体量向增长质量转移，利润诉求明显增强。啤酒企业陆续关闭落后产能，大力推动产品结构升级，降本增效及产品结构优化带动收入恢复增长及盈利能力修复。

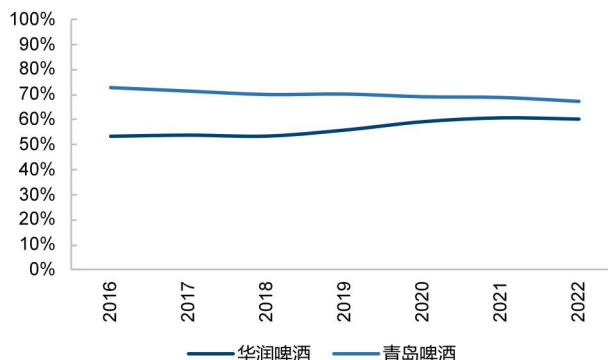
- ◆ **产能优化:** 2017 年前，一方面是行业在经历两轮扩产周期后供给大幅增加，另一方面是啤酒消费群体数量减少、总需求走弱，行业供需矛盾突出。在外资啤酒龙头嘉士伯主导下，2015 年重庆啤酒率先开启关厂提效，先后两年共关闭 7 家工厂；华润啤酒自 2016 年后每年均有工厂关闭；青岛啤酒于 2018 年开启关厂计划，并提出五年内关闭十家工厂的计划。在关停部分低效工厂的同时，啤酒企业也新建高效大厂或对部分产能进行升级。行业产能布局逐渐优化，高端啤酒供给能力增强，低端啤酒市场供给严重过剩的矛盾开始有所缓解。
- ◆ **产品结构升级:** 啤酒厂商通过推动高端产品销售、减少低档产品销售实现产品结构优化，使得厂商平均销售单价提升。此外，企业还通过提升单价更高的小瓶装、罐装产品销量占比来实现销售均价提升。受益于提质增效及结构升级，啤酒企业盈利能力逐渐改善。

图26: 2015 年开始啤酒龙头企业拉开行业关厂提效序幕



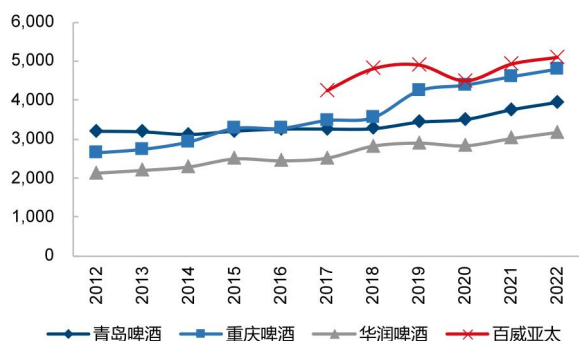
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 啤酒龙头公司产能利用率提升，帮助盈利能力改善



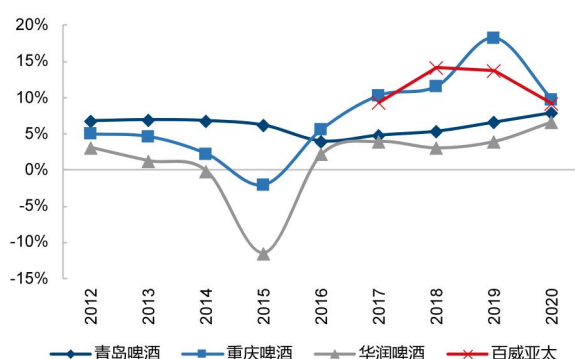
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28: 啤酒企业大力推动结构升级带动吨价提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 行业开启高端化转型后，啤酒企业盈利能力改善



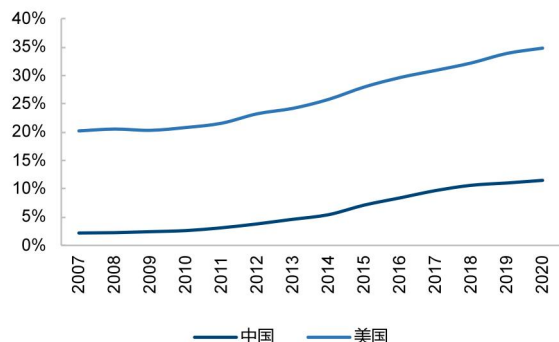
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业竞争环境改善，盈利能力逐步提升。从结果来看，2018 年以来，啤酒高端化推动行业规模稳健增长，期间仅 2020 年受疫情冲击较大，行业收入规模下滑，此后恢复增长，2018-2022 年行业收入年均复合增速为 4.4%。利润端，啤酒龙头摒弃此前低价抢份额的竞争策略，聚焦于产品结构升级及内部改革优化，行业竞争环境改善，啤酒企业盈利能力持续提升。2018-2022 年行业利润总额年均复合增速为 16.6%，行业利润增速中枢显著高于收入增速中枢。

2.3 价位升级空间充足，行业进入利润收获期

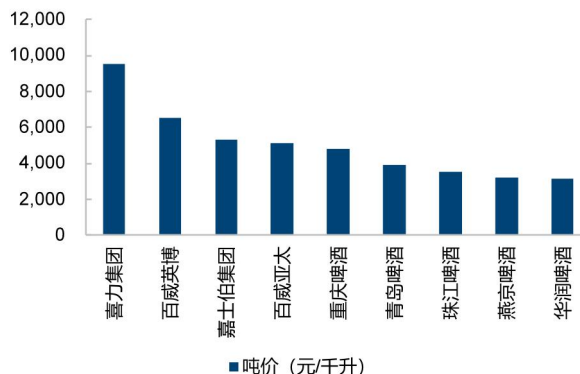
我国啤酒行业产品结构升级空间充足。近年来我国高档、中档拉格啤酒销量占比持续提升，但对比美国啤酒行业，我国啤酒行业的高端化水平仍有一定的差距。据欧睿数据，2007 年我国高档拉格啤酒销量占比 2.18%，同期美国高档拉格啤酒销量占比 19.49%。2020 年，我国高档拉格啤酒销量占比提升至 11.46%，而同期美国高档拉格啤酒销量占比则进一步上升至 33.15%。聚焦亚太啤酒市场，国际啤酒龙头之一的百威亚太 2022 年高端及超高端销量占比约 45%，啤酒销售均价达到 5098.45 元/千升，而国内其他主要啤酒龙头的高端啤酒销量占比普遍低于 25%，销售均价也落后于百威亚太。这也表明国内啤酒市场其他龙头公司的结构优化及均价提升仍有较大空间。

图30: 中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

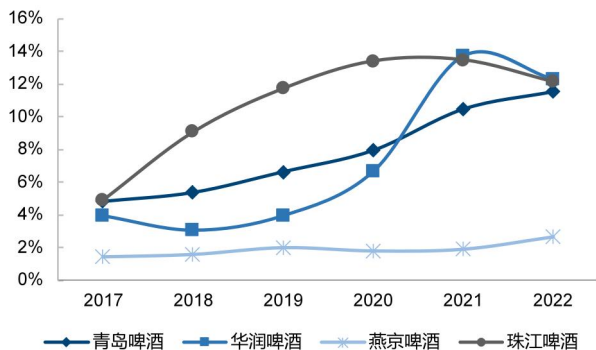
图31: 我国内资啤酒企业啤酒销售均价落后于外资啤酒企业



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

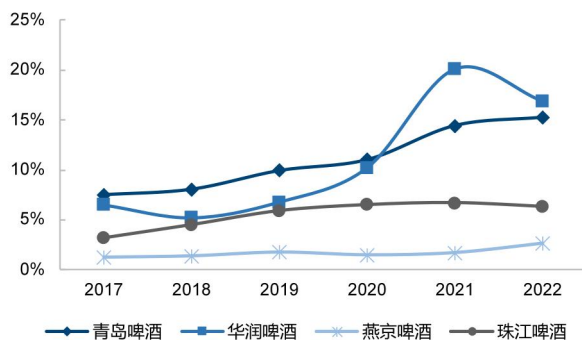
高端化创造利润增长机会, 供给侧推动结构升级的意愿强烈。一方面, 各家啤酒企业已充分意识到我国啤酒行业未来量增空间十分有限, 而产品结构升级的空间可观; 另一方面, 经历前期龙头公司几轮并购整合, 全国多数地区已形成市占率明显领先的啤酒龙头, 在区域市场形成寡头垄断的竞争格局, 其他啤酒公司挑战当地寡头的难度显著增大。因此产品结构升级是实现利润增长更具性价比的路径。此外, 近年来啤酒公司持续受益于行业高端化浪潮, 盈利能力不断强化, 利润稳步增长, 进一步强化啤酒龙头推动高端化的意愿。从当前各大啤酒企业的战略制定来看, 高端化发展方向坚定, 产品策略、渠道策略及考核体系等均围绕高端化发展目标制定。

图32: 受益于行业高端化, 啤酒企业盈利能力逐步提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 受益于行业高端化, 啤酒企业 ROE 逐步提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 主要啤酒公司高端化战略、战术、核心抓手

公司	公司战略	产品策略	市场及营销策略	中高端产品组合	考核指标
青岛啤酒	· 高质量发展战略 · 品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展	1+1”品牌战略: 青以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线, 积极青岛白啤、青岛纯生、岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌	培育时尚消费业态, 持续提升品牌影响力和竞争力。	经典 1903、青岛经典、青岛原浆、奥古特等	销量、产品结构
华润啤酒	· “3+3+3” 高端化战略	“4+4” 高端品牌矩阵: 4 中国品牌+4 国际品牌	通过各类主题推广和渠道营销活动, 继续培育与推广各重点品牌。	喜力、雪花纯生、勇闯天涯 SuperX、老雪、脸谱、马尔绿、黑狮白啤等	利润考核为主, 增加结构考核, 销量考核降低
百威啤酒	· 引领、推动品类增长 · 实现生态系统数字化、货币心+	高端化、核心及核继续积极落实扩张战略, 于本年度末, 百威的分销百威经典、百威金尊、从 2021 年的 184 个城市扩大至 201 个城市, 并计百威黑金、蓝妹、科罗			利润、收入

化	划到 2025 年底扩大至超过 250 个城市。	娜、福佳等
· 优化业务经营		
· 扬帆 27 战略		
· 组合选择、地理重点、卓越执行、必赢文化、“资”援工程	“6+6”品牌战略：在核心市场持续推进产品高端化并巩固核心啤酒品牌。大城市计划继续加速扩张，同时在部分重点市场优化产品组合。	嘉士伯、乐堡、嘉士伯、利润、销量，利润考核为主
重庆啤酒	“1+3”品牌战略：主品牌燕京+副品牌惠泉、漓泉、雪鹿	燕京 U8、V10 白啤、鲜啤 2022、U8plus、S12 皮尔森、狮王精酿等
· 高质量发展主题		
· 强大品牌、夯实渠道、培育客户、深耕市场、精实运营	全面实施全链路品牌营销，发力线上线下全媒介、渠道结构持续优化，建立并完善客户管理系统电子档案；业务结构持续优化，聚焦优质餐饮、商圈资雪堡、珠江纯生、97 源拓展工作；创新电商模式，持续完善销售渠道和纯生等市场布局。	利润考核比例提升
燕京啤酒		
· 以高质量发展为主线		
珠江啤酒		

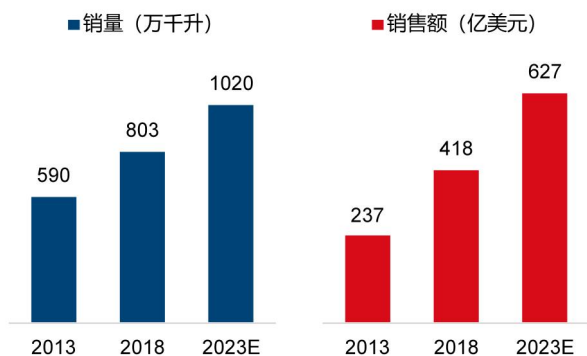
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高端化运营能力强化、具备强势市场有助于啤酒龙头持续推动结构升级。行业高端化发展对于啤酒企业的生产、运营等方面均提出了更高的要求，目前我国啤酒行业各大龙头已具备较强的产品研发创新、渠道管理运营以及品牌营销能力，助力产品结构持续提升。此外，啤酒龙头各自具备强势市场，品牌在当地的消费氛围浓厚、厂商对渠道的话语权强，这也使得企业在强势区域更容易执行产品结构升级、产品提价、费用收缩等经营动作，产品结构升级的阻力小。例如燕京啤酒在基地市场利用燕京 U8 快速实现产品结构升级，青岛啤酒在山东地区对青岛经典、青岛纯生等核心产品提价的传导效果较好，华润啤酒在四川地区对雪花纯生收缩费用并未影响产品正常销售。

3 产品、渠道优势突出，高端化竞争胜出概率较高

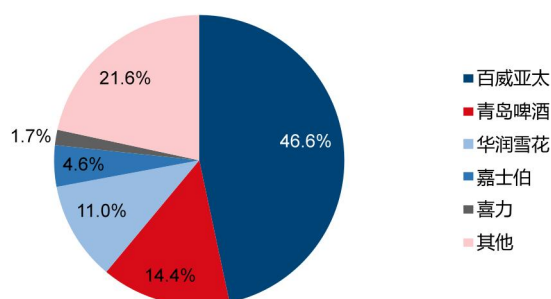
在内资啤酒企业正式开启高端化战略之前，拥有百威、福佳、科罗娜、时代等高端品牌的外资啤酒龙头百威亚太一度在我国高端啤酒市场独占鳌头。据 GlobalData 数据，2018 年中国高端啤酒市场容量约 803 万千升，其中百威亚太的销量份额排名居首，达 46.6%；内资啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒因高端化发展起步相对较晚，且在一定程度受到欠缺高端产品、品牌力不足的制约，在高端啤酒市场的份额相较于百威有较大差距。

图34：中国高端啤酒市场销量及销售额



资料来源：百威亚太招股说明书，GlobalData，国信证券经济研究所整理

图35：中国高端啤酒市场份额（按销量计，2018 年）



资料来源：百威亚太招股说明书，GlobalData，国信证券经济研究所整理

近年来华润啤酒、青岛啤酒等头部酒企在高端化竞争中发力，通过完善产品矩阵，提升产品品质、优化品牌营销、加强高端渠道建设等方式，逐渐追赶与高端龙头百威亚太的发展差距。2020 年以来，高端啤酒市场相继出现疆外红乌苏、喜力、老雪花等高成长性单品，同时雪花纯生、青岛纯生等成熟单品迭代升级焕发活力，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒在高端啤酒市场的攻势有所增强。百威亚太则由攻转守，其在高端啤酒市场的份额逐渐被其他啤酒龙头蚕食，据 Euromonitor 数据，在中国高端啤酒市场，百威亚太市占率由 2015 年将近 50% 左右下滑至 2020 年 42% 左右。

如前所述，我国啤酒行业已从早期的份额竞争阶段转向高端化发展阶段，未来高端啤酒细分市场仍将是各家啤酒企业竞争的焦点。对于华润啤酒而言，2018 年以来，公司通过外部引进成熟高端品牌及内部培育高端产品双管齐下，快速完善高端产品矩阵，破除此前“雪花”啤酒品牌力不足的掣肘；公司也致力于提升渠道质量，借力大客户实现高端渠道的突破；同时公司积极推动内部组织机制优化，提升运营效率并激发组织活力。故我们认为变革后的华润啤酒已实现高端化运营能力的全面提升，未来在啤酒高端化竞争中胜出的概率较高。

3.1 产品：完善产品矩阵，核心单品势能已现

联手喜力集团，引入高端国际品牌，助力高端啤酒市场开拓。早期华润啤酒通过大量并购地方啤酒厂进入当地市场，并主要依靠雪花啤酒品牌旗下中低档产品进行市场争夺。华润啤酒凭借相对实惠的产品售价以及强渠道渗透能力快速实现全国销量排名居首。但随着行业进入高端化的新发展阶段，公司在品牌势能及品牌高度方面的欠缺日益凸显。为突破高端化发展瓶颈，公司于 2018 年与喜力集团达成战略合作，2019 年正式引入以喜力为代表的国际高端品牌，公司啤酒产品矩阵得以完善。公司借助国际品牌的品牌势能打通高端销售渠道，加速对夜店、高端餐饮等核心终端的渗透。

加快推陈出新，丰富高端产品矩阵，拉升品牌形象。除外部引进高端国际品牌，公司近年来也加速自主培育高端产品，丰富高端品牌矩阵。自 2018 年以来，公司陆续推出 SuperX、匠心营造、马尔斯绿、喜力星银、全麦纯生、喜力 0.0 等高端新品。公司于 2021 年 6 月推出的超高端产品“醴”定价 999 元/盒（两瓶），不仅丰富了华润啤酒的超高端矩阵、拉升品牌形象，也提升了啤酒行业的高端天花板。

图36：2018 年以来华润啤酒持续推出高端新品



资料来源：京东官网（价格统计日期 2023 年 12 月 26 日），国信证券经济研究所整理

核心产品喜力、雪花纯生、SuperX 势能已现。在“3+3+3”高端化战略指引下，公司致力于推动次高档及以上产品销量的较快增长，以实现产品结构高端化。次高档及以上产品矩阵又以喜力、雪花纯生、SuperX 三大产品为核心。此三大产品各具特点，目前产品势能已现，仍将是公司业绩增长的重要引擎。

- ◆ **喜力：品牌基因优质，嫁接华润渠道体系，未来成长潜力较大。**喜力为知名国际啤酒品牌，于 90 年代初进入我国，但早期喜力在中国市场的发展受制于渠道能力不足。2018 年华润啤酒与喜力集团达成长期战略合作，2019 年华润啤酒正式接手喜力在华业务。喜力品牌下核心产品为喜力经典及喜力星银（喜力经典以醇厚浓郁的口感为特征，为更适应国人口味，2020 年公司在喜力经典的基础上新增喜力星银，喜力星银口感更顺滑清爽），终端定价 12-13 元/500ml，定位高端啤酒品牌。喜力本身具有国际高端品牌形象、久经国际市场验证的高品质，华润啤酒的加持帮助喜力补强渠道短板，市场竞争力大幅提升，近两年喜力在浙江、福建、广东市场已形成放量趋势。综上，我们认为喜力是目前 12-15 元价格带最具竞争力的产品之一，未来成长潜力较大。
- ◆ **雪花纯生：高端形象已成功树立，借势喜力加速增长。**雪花纯生为华润啤酒自行培育的高端产品，终端定价 10-12 元/500ml，雪花纯生是纯生品类啤酒的代表产品。纯生啤酒采用纯净工艺，在酿造过程中不对酵母进行过滤、加热等处理，使其活性更强，采用无菌膜过滤的方式杀菌而非普通啤酒的热杀菌方式，因此纯生啤酒具备口感更新鲜、口味更纯正、营养价值更高的特点。早在 20 世纪末，纯生啤酒即在我国市场推出，经过长时间的品类教育，纯生啤酒高端产品的形象已经深入人心。近年来啤酒消费品质升级趋势明显，雪花纯生受益于高端产品需求扩容实现稳定增长。2023 年雪花纯生增长加速，主因雪花纯生借势喜力，在华东、华南的餐饮渠道取得突破。
- ◆ **SuperX：定位勇闯天涯的升级产品，品牌营销力度较大。**2018 年公司推出勇闯天涯的升级单品勇闯天涯 SuperX。SuperX 产品终端定价 8-10 元/500ml，定位次高档。SuperX 推出后，通过与《这！就是街舞》、《明日之子》、中国极限赛事“X GAMES”以及一众电子竞技比赛等栏目合作进行品牌营销推广，并为产品贴上了“潮流”“个性”“酷”等文化标签。2021 年以前 SuperX 增速较快，2022 年以来 SuperX 增速放缓，主因勇闯天涯产品提价后，SuperX 与勇闯天涯的价差缩小，但两款产品在酒体、包装以及文化属性方面的差异性不强，导致消费者未能坚定地从业务升级至 SuperX。2024 年，SuperX 将迎酒液、包装、营销方式等方面的升级，产品销量增速有望边际改善。

3.2 渠道：强化渠道管控，借力大客户拓展高端渠道

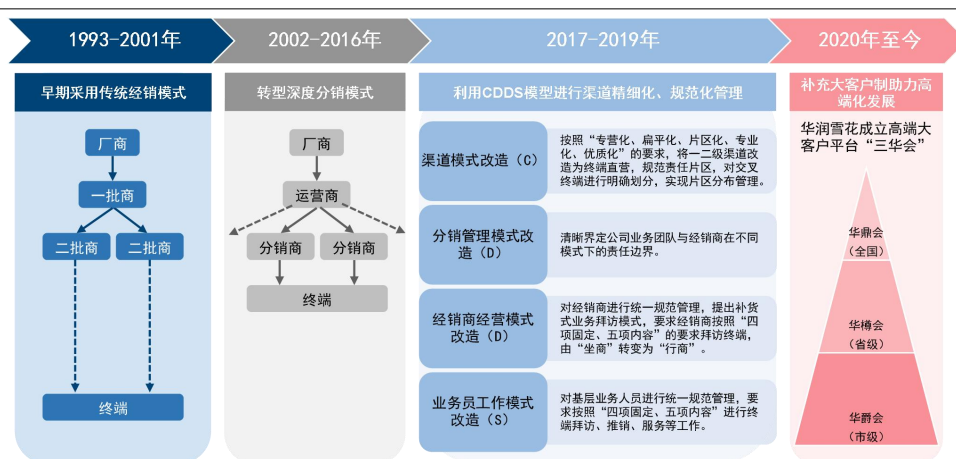
深度分销模式奠定坚实的渠道基础，精进渠道模式强化渠道能力。回顾公司发展历程，强大的渠道扩张与管理能力是支撑公司快速称霸龙头的核心原因之一。

- ◆ 成立初期，公司依靠央企雄厚的资本优势以及有效的并购策略，实现快速全国扩张。起初公司采用传统的“厂商—一批商—二批商—终端”经销模式，借助经销商的资源优势辅助并购策略的实施。
- ◆ 随着龙头之间竞争升级，2002 年公司启动第一轮渠道改革，从传统经销模式转型为“厂商—运营商—分销商—终端”深度分销模式。在此模式中，厂商主导终端网点开拓及维护工作，运营商配合厂商的市场建设与服务工作，分销商则主要承担货物运输职能。在此阶段，华润啤酒渠道体系逐步下沉，形成覆盖广泛、终端网点密度较高的销售网络，且公司对于渠道及终端的掌控力大幅增强。

- ◆ 存量竞争的市场对啤酒企业的渠道管理能力提出了更高的要求,2017 年公司提出渠道二次改造,以 CDDS 模型为改革抓手,从渠道模式 (C)、分销管理模式 (D)、经销商经营模式 (D)、业务员工作模式 (S) 四个维度推动渠道体系的升级。其中最核心的是突破口是明确经销商以及业务员两支队伍的职责,调动经销商开发和维护市场的积极性,规范业务人员的工作任务,并促进两支队伍之间的工作配合。在此阶段,华润啤酒的渠道管理走向精细化、规范化,渠道运营能力进一步提升。

打造大客户平台集聚优质核心资源,提升渠道质量促进高端产品销售。早期公司的高端产品布局较为欠缺,导致在高端餐饮、夜场等高端渠道的开拓力度不足。而高端啤酒的消费场所如夜场具有一定的封闭性,厂商通常依赖于有优质资源、有资金实力的渠道客户实现此类终端的进场。2020 年,为深入推进高端化战略,华润雪花成立渠道发展部,目标构建一支具备高端化突破能力的经销商队伍。2021 年 7 月,公司正式成立大客户平台。大客户平台采用分层设计,“华鼎会”、“华樽会”、“华爵会”三个层级分别对应全国、全省及市级层面优质经销商。大客户平台以优惠的政策、以及优质的服务成功吸引核心渠道客户加入,公司渠道质量实现显著提升,亦有力带动了高端产品的销售。据 2023 年华润雪花渠道伙伴大会,截至 2023 年 11 月,占客户总数 6.5%的“三华会”大客户,已经贡献了雪花啤酒 33%的销量、42%的大高档销量。

图37: 华润啤酒渠道变革过程梳理

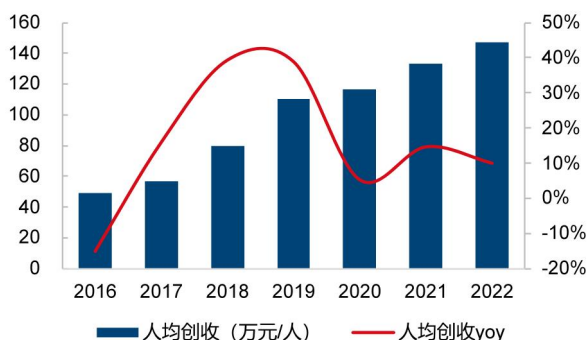


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

3.3 组织机制: 提升组织效率, 优化激励机制

组织再造优化组织体系,激发内部活力,公司经营效率明显提升。2017 年随着高端化发展序幕拉开同时启动了组织再造工作,在岗位编制、绩效管理、薪酬制度、业务流程等方面全面落实优化方案,促进管理规范,同时精简干部队伍,全面提升组织运行效率。2017 年以来,公司人均创收、人均创利呈现上升趋势,反映公司经营效率已明显提升。

图38：2016-2022 年华润啤酒人均创收整体稳定上升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

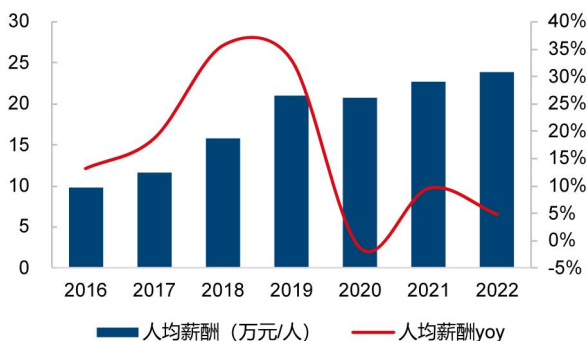
图39：2016-2022 年华润啤酒人均创利整体上升趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

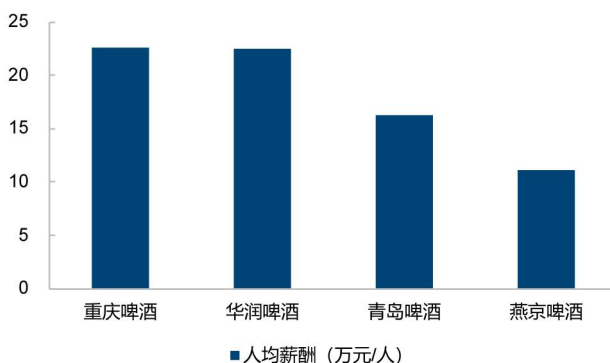
人均薪酬在行业中具备竞争力，薪酬结构设置合理，激励机制较为完善。公司推进全体员工薪酬福利体系改革，2017年以来公司人均薪酬整体呈上升趋势，除2020年受疫情影响业，人均薪酬小幅下降以外，其他年份均保持稳定上升，2022年人均薪酬达23.9万元，对比其他啤酒龙头仍有竞争力。薪酬结构方面，据公司披露的董事及五位最高薪雇员的薪酬数据来看，花红占比超过基本薪金及津贴，说明员工薪酬体系以业绩为导向，市场化程度较高，能充分发挥薪酬的激励作用。

图40：2016-2022 年华润啤酒人均薪酬整体稳定上升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：华润啤酒人均薪酬与同行相比高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4 啤酒业务增势巩固，白酒业务构筑新增长点

4.1 核心单品加速市场扩张，产品结构续升级

中长期来看，啤酒行业高端化趋势仍将延续，目前五大啤酒龙头均在高端啤酒市场加大布局力度，我们认为华润啤酒因具备成熟的高端啤酒品牌喜力、完善的高端产品矩阵以及突出的渠道及终端运营能力，在高端啤酒市场中竞争优势较为明显。公司有望在啤酒行业高端化趋势中充分受益，中长期市场份额仍有提升的空间。短期来看，公司将着力实现“3+3+3”战略目标，通过次高档及以上产品组合较快增长实现产品结构升级、总销量稳健增长、盈利能力继续提升。

从产品角度看，以喜力、雪花纯生、SuperX为核心的次高档及以上产品组合放量

是公司业绩成长的核心动力。目前喜力、雪花纯生已完成产品打磨，并在基地市场取得优异的销售成绩，亦总结出市场扩张的成功经验，未来公司只需将其在基地市场的打法向外复制，即可实现销量扩张。SuperX 则处于产品焕新升级阶段，产品优化工作预计于 2024 年上半年完成。公司将有全新的营销模式配合升级版 SuperX 的市场推广，预计产品势能持续上升，叠加 SuperX 所处的 8-10 元价格带正以较快的速度扩容，预计新版 SuperX 铺货顺利，带动销量增速提升。次高档及以上产品的放量将带动公司产品结构持续优化，盈利能力进一步增强。

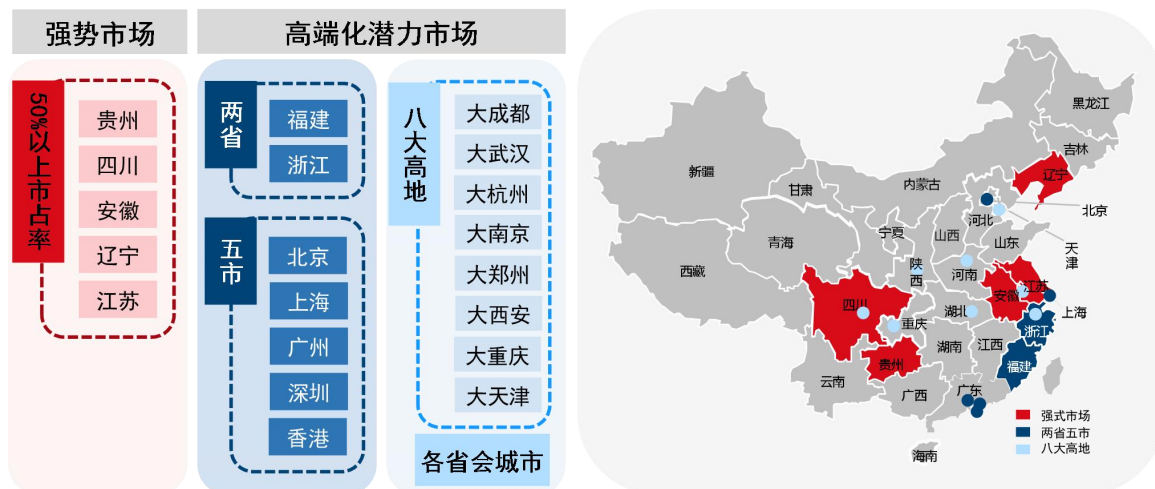
◆ **喜力未来成长路径：基地市场持续精耕、全国化扩张。**目前华润啤酒采取对喜力高费用投入的策略，支持喜力的高速放量。喜力将通过赞助国际体育赛事、加大终端消费者互动等方式来进一步提升消费者对于品牌的认可度。我们判断未来喜力增量将来自于两个方面：1) 浙江、福建、广东市场的渠道加密、份额提升。在浙江市场，公司已享有一定的渠道及品牌优势，为喜力的渠道渗透及渠道深耕奠定较好基础；在福建市场，区域第一大龙头百威受到费用投放的约束，而华润对喜力则是高费用投放策略，将给百威持续造成压力，喜力有望加速提升份额；在广东市场，目前喜力的渠道渗透主要在粤东区域完成，随着消费氛围渐起，后续喜力将持续西进，渠道扩张仍有仍有较为可观的空间。2) 喜力开启全国化扩张。2023 年公司首次将喜力向全国各区域市场铺开，在江苏、上海、安徽、四川、贵州、辽宁市场，2023 年喜力的导入工作取得较大突破。2024 年喜力将继续发力全国化扩张，预计逐渐将有更多市场取得从 0 到 1 的突破，为喜力贡献更多增量。

◆ **雪花纯生未来成长路径：现饮渠道持续扩张、非现饮渠道承接产品升级需求。**由于雪花纯生品牌已相对成熟，公司无需在品牌宣传上投入过多费用，公司主要通过：1) 继续将雪花纯生导入喜力已经打开过的娱乐、餐饮渠道，实现现饮渠道扩张；2) 将雪花纯生作为非现饮渠道产品结构升级的重要抓手，增加罐装雪花纯生在非现饮渠道的陈列、铺货，加大消费者互动力度，以促进终端销售。

◆ **SuperX 未来成长路径：优化产品口味及营销方式，产品动销能力有望增强。**2023 年末，公司启动对 SuperX 的优化工作。一方面，公司将对 SuperX 酒体、包装进行调整，目标打造一款具备更佳口感、口味，可以覆盖多消费群体的新产品，并与中档产品勇闯天涯形成更明显的差异；另一方面，公司将创新营销方式，如开启元宇宙营销、打造数字代言人等新玩法，快速吸引消费者眼球，提升新品宣传推广效率。2023 年末公司已有初步的产品升级方案，预计 2024 年初 SuperX 的焕新工作将全面落地。公司此次产品升级思路来源于对消费者需求和行为的研究，预计升级后的 SuperX 将更贴合消费者需求、性价比更为突出，有望充分享受 8-10 元价格带扩容红利，实现增长加速。

从区域市场角度看，优质产品组合叠加突出渠道操作能力，公司有望突破更多高端化潜力市场，支撑次高及以上产品销量扩张。公司已在四川、贵州、辽宁、安徽、江苏等区域实现 50% 以上高市占率，且领先优势明显，帮助公司在强势市场稳步推进产品结构升级。在非强势市场，公司选取消费水平排名靠前的两省五市、八大高地及各省会城市作为重点突破区域。以浙江、福建为例，公司以喜力在华东区域良好的消费者口碑为基，借助突出的渠道控盘能力及较高的费用投放力度与主要竞争对手进行直面竞争，最终实现喜力在浙江、福建市场的快速增长。借鉴喜力在华东区域的成功经验，公司后续有望突破更多高端化潜力市场，实现次高档及以上产品销量持续较快扩张。

图42：华润啤酒的强势市场与重点突破的高端化潜力市场分布



资料来源：公司公告，啤酒板，国信证券经济研究所整理

区域公司业绩考核体系微调，促进高端化战略在销售业务一线落地。2019 年公司将喜力品牌收入麾下后，加速推进产品结构升级，公司总部对区域公司层面的考核体系相应微调，如在红区市场，公司新增次高档及以上产品销量作为考核指标，调增对利润的考核权重、调减对总销量的考核权重，体现公司对于利润及产品结构的重视程度增加。公司也围绕考核体系设置相应的奖惩方案，调动一线销售队伍推动高端化战略落地的积极性。

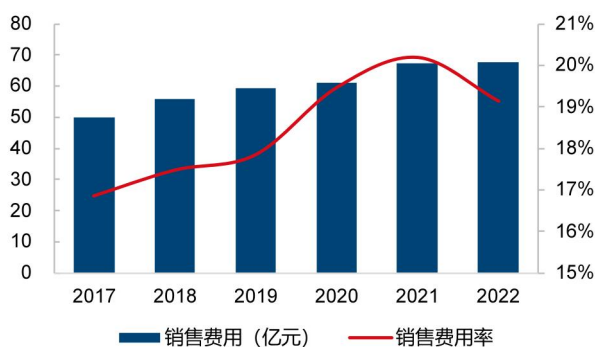
4.2 降本增效举措继续实施，辅助盈利能力提升

自 2017 年开启战略转型以来，公司不仅发力产品结构升级，同时也致力于降本增效改革。2017-2022 年公司费用率下行，助力归母净利率（不计特别项目）自 5.8% 提升至 2022 年 12.8%。目前公司仍在优化产能布局、强化费用管控、提升管理效率，后续降本增效红利持续释放，公司盈利能力有望进一步强化。

- ◆ **继续优化产能布局促进生产效率提升：**此前公司通过关闭工厂实现产能利用率回升，2022 年公司产能利用率为 60.3%。考虑到啤酒消费需求的淡旺季波动，预计公司将维持产能利用率处于 60% 以上的合理水平，继续削减产能的空间或较为有限，但产能优化仍有较大空间，如对现有酒厂进行智能化、数字化升级，或以新的高效产能置换原有低效产能，最终实现持续降本增效的目的。如 2023 年上半年，公司关闭 1 间啤酒厂并新设 1 间位于安徽蚌埠市的智能化工厂。
- ◆ **提升销售费用使用效率，控总量调结构：**考虑到公司在战略转型后，利润诉求明显提升，费用约束有所增强，预计未来公司将继续控制销售费用总量，并调整费用投放结构，提高费用使用效率。一方面，公司费用投放将向高端产品倾斜，激励渠道及终端销售更多高端产品；另一方面，费用投放向终端消费者倾斜，如开展面向终端消费者的开盖有奖等促销活动。在控总量调结构的基调下，预计公司销售费用率受益于规模效应稳中有降。
- ◆ **进一步优化组织体系，管理费用率仍有下降空间：**2022 年公司提出二次组织再造，以打造一套结构更精简、职责更规范、运转更高效的组织体系，如推进生产条线与销售条线的分离、总部设立财务共享中心统一负责各区域财务管理

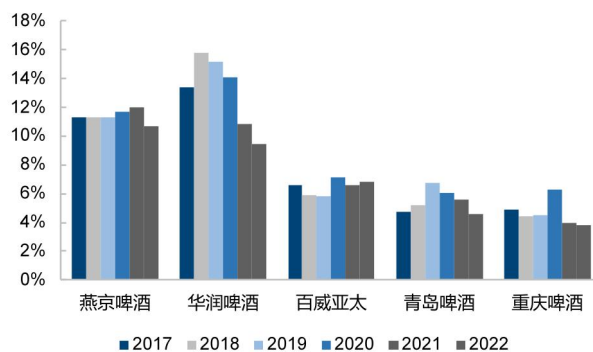
事务。二次组织再造分阶段推进，第一阶段在三个区域试点，试点工作已在2023年二季度完成，效果良好；第二阶段将在全国展开二次组织再造，预计大部分区域将于2024年完成组织转型工作。对比行业内其他公司来看，目前公司管理费用率仍高于主要竞争对手。随着二次组织再造的成效逐步显现，公司管理费用率预计将下降。

图43: 2017-2022 年公司销售费用及销售费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图44: 2017-2022 年公司管理费用率与同行公司的对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4.3 白酒业务调整完成后有望释放增长潜能

全资附属子公司华润酒业收购景芝酒业、金沙酒业，入局白酒赛道。2020年12月，华润啤酒间接全资附属子公司华润酒业控股有限公司（以下简称“华润酒业”）成立，此后华润酒业开始在白酒领域逐步探索。2021年9月，华润酒业以增资方式收购山东景芝酒业股份有限公司全资子公司山东景芝白酒有限公司40%的股权。2022年10月，华润酒业通过增资扩股和股权购买方式，以123亿元收购贵州金沙窖酒酒业有限公司（以下简称“金沙酒业”）55.19%的股权。通过以上两次收购，华润酒业的白酒业务实现了区域上西部和东部的覆盖，香型上芝麻香与酱香的涵括。

金沙酒业拥有优质酱酒品牌资产，华润入主帮助金沙调整蓄力。金沙酒业地处赤水河流域酱香白酒集聚区-上游金沙产区，拥有摘要、金沙回沙两大品牌，分别定位为高端酱香白酒和次高端酱香名酒，主要产品包括金沙摘要系列、金沙回沙·纪年酒系列、金沙回沙·真实年份酒系列等，具有独特的醇柔酱香风味。2021年下半年以来酱酒行业需求有所降温，金沙摘要的库存偏高、价盘不稳的问题开始凸显。2023年华润啤酒入主金沙后，开启对金沙的全面调整优化动作，主要包括：1) 组织重塑，进行组织架构重新梳理、管理职责界定、人才选拔、部分人员优化；2) 品牌重塑，在品牌形象、消费人群定义模糊，品牌架构未形成的品牌上展开重塑，对摘要品牌进行渠道管控和价格优化升级；3) 产品重塑，对回沙产品品牌重塑，并推出贴合啤酒销售渠道端的49元/150ml金沙小酱；4) 渠道重塑，通过啤酒渠道赋能、大客户的培育和发展、借鉴雪花渠道管理模式展开白酒渠道管理，同时引入中国高档酒的特色销售模式即商务宴请模式创新实践。

白酒业务行稳致远，调整完成后有望释放增长潜能。2023年2月，华润啤酒设立华润雪花和华润酒业两个事业部，分别负责啤酒和非啤酒酒类业务板块的管理运营，形成上市公司企业治理专业化、啤酒白酒业务专业化及管理专业化的治理格局。9月，在首届华润酒业渠道伙伴大会上，华润酒业针对白酒提出了“3+3”战

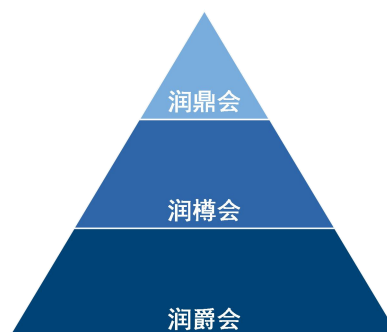
略，并正式启动华润酒业三级大客户平台，分别以润鼎会、润樽会、润爵会命名。2023 年上半年，白酒业务实现营业收入与未计利息及税项前盈利（以下简称“EBIT”）9.77/0.71 亿元（剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销影响，未计利息及税项前盈利为 3.95 亿元），分别占啤酒与白酒业务合计营业收入/EBIT 的 4.1%/1.1%。白酒业务开启时间尚短，目前仍在处于学习探索阶段，现阶段对于公司业绩的增量贡献有限。白酒业务完成优化调整工作后，有望依靠旗下优质白酒产品及品牌，借力华润系强大的渠道网络实现增长潜能释放，为公司打开长期成长空间。

图45：华润酒业探索白酒领域



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46：华润酒业三级大客户平台



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

5 财务分析：ROE 提升明显，现金流充沛

考虑到华润啤酒主营业务为啤酒生产与销售，公司产品全面覆盖高档、中档、低档价格带，主要在国内进行销售，我们选取 5 家优质啤酒公司青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒作为可比公司进行财务比较。

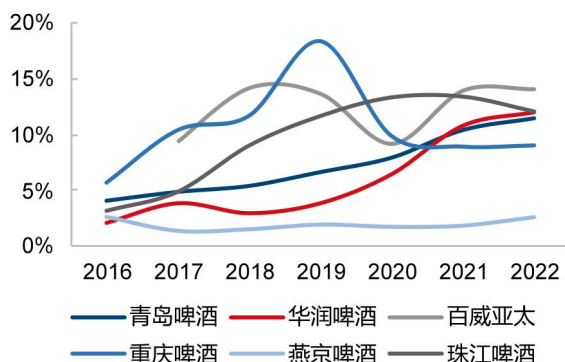
◆ 盈利能力分析

2019 年以来，公司归母净利率持续提升，产品结构升级叠加降本控费增效是盈利能力强化的主要原因，近年来公司毛利率维持上升趋势，费用率则稳中有降。与可比公司相比，公司归母净利率处于行业中上游水平，仅小幅落后于产品结构更优的百威亚太、重庆啤酒。

◆ 经营效率分析

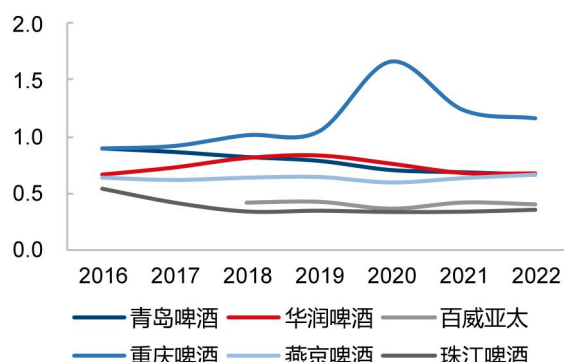
2015-2022 年公司总资产周转率和存货周转率在 2015-2018 年小幅提升后最近几年保持平稳，应收账款周转率则有大幅度提升。2022 年末公司总资产周转率/存货周转率/应收账款周转率分别为 0.67/3.13/282.1。与可比公司相比，华润啤酒的总资产周转率和存货周转率处于行业中上游，应收账款周转率领先于其他企业。整体来看，华润啤酒经营效率较高。

图47: 华润啤酒归母净利润率持续提升, 目前已达到至行业中上游水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 华润啤酒总资产周转率处于行业中上游水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

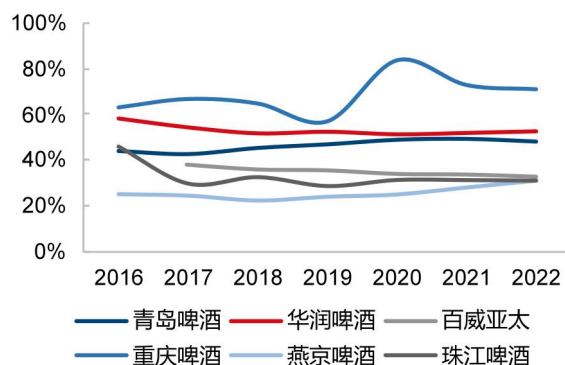
◆ 资本结构分析

2015-2022 年华润啤酒资产负债率保持在 50%至 60%的合理区间, 权益乘数位于 2.1-2.4 区间。横向对比来看, 华润啤酒的资产负债率及权益乘数略高于其他企业, 但仍在合理区间, 且近年来公司资产负债率呈小幅下降趋势, 流动比率和速动比率小幅下降后呈走升趋势, 表明企业的偿债能力在逐步增强。

◆ 净资产收益率分析

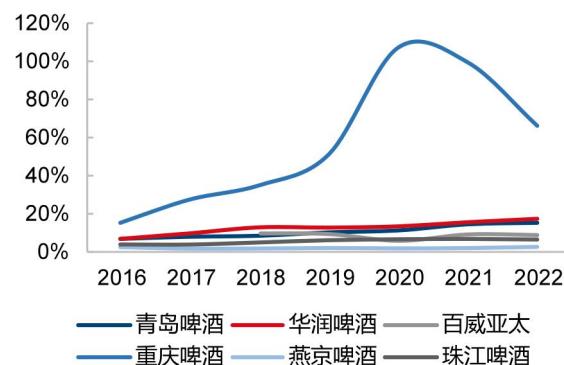
2015-2022 年公司净资产收益率呈上升趋势, 剔除特别项目(关厂产生的资产减值损失、员工安置费用, 以及出售土地收益)对于归母净利润的扰动, 2020-2022 年公司净资产收益率分别为 13.4%/15.7%/17.6%。与可比公司对比, 华润啤酒净资产收益率处于较高水平。可比公司中, 重庆啤酒资产负债率与权益乘数较高, 是净资产收益率明显领先同行的主要原因。

图49: 华润啤酒资产负债率略高于其他可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 华润啤酒净资产收益率高于多数可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 现金流量分析

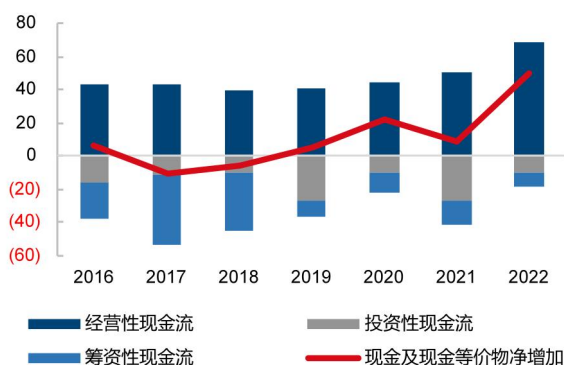
公司现金流量净额自 2019 年以来持续提升, 主要由经营性现金流量净额增长带动。近年来公司货币资金持续增加, 2022 年末公司手握货币资金 102 亿元, 现金流充沛。2023 年公司完成对贵州金沙酒业 55.19%的股权收购, 对价 123 亿元, 因

此预计 2023 年公司货币资金减少，但经营性现金流依然充沛。

◆ 股利支付率分析

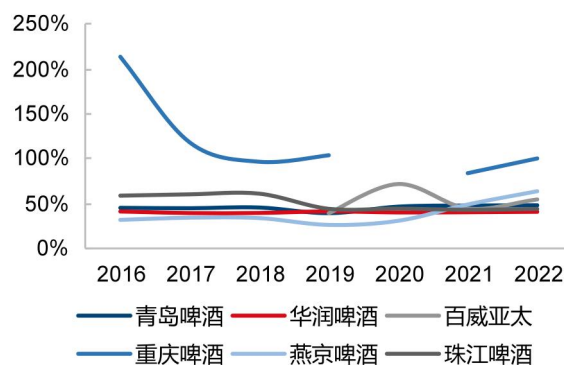
从股利支付率来看，2020-2022 年公司股利支付比率分别为 39.71%/39.96%/40.55%，与可比公司相比偏低。

图51：华润啤酒经营性现金流充沛，现金流量表健康



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：华润啤酒及可比公司股利支付率低于可比公司



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

6 盈利预测

假设前提：次高档及以上产品较快增长，包材价格不大幅上涨

我们的盈利预测基于以下假设条件：

◆ 啤酒业务

收入：（1）销量：啤酒行业仍在高端化进程中，次高档及以上价格带持续扩容，公司以喜力、纯生、SuperX 为核心的次高档及以上产品组合竞争力突出，预计 2023-2025 年公司次高档及以上销量增速分别为 19.0%/17.3%/15.4%，其他主流档、低档产品将维持缩量状态，预计 2023-2025 年其他产品销量增速分别为 -2.7%/-2.7%/-2.9%。（2）销售均价：次高档及以上产品较快增长带来产品结构优化，从而拉动销售均价上升。考虑到 2023 年以来居民消费力偏弱，各家啤酒公司对直接提价相对谨慎，预计直接提价对销售均价的贡献较小，产品结构升级依然是拉动销售均价提升的主力。预计 2023-2025 年公司销售均价增速分别为 3.8%/3.7%/3.8%。

毛利率：2023 年公司大麦成本价格上涨明显，但大麦成本在总成本中的占比较小，而占比较大的包材 2023 年以来价格下行，成本端压力明显缓解，叠加销售均价维持提升态势，预计全年毛利率同比改善。受益于法国等全球大麦主产地丰产以及我国取消澳麦双反关税，预计 2024 年公司大麦成本下行。国内经济逐步修复背景下，预计包材价格小幅上涨，但整体成本压力不大。中长期来看，随着公司产品结构持续提升、产能布局进一步优化、规模效应持续体现，公司毛利率有望继续提升。预计 2023-2025 年毛利率分别为 40.5%/42.2%/43.6%。

◆ 白酒业务

收入：2023 年公司完成对于金沙酒业的收购后开始并表白酒业务，短期白酒业务聚焦于库存清理、价盘维护、产品与渠道重塑，目前已推出针对企业团购渠道的摘要系列产品、光瓶白酒金沙小酱，白酒业务亦学习啤酒业务打造大客户平台吸引核心渠道客户。随着白酒业务基础逐步夯实，预计 2024 年公司白酒业务将加快发展。预计 2023-2025 年白酒业务收入分别为 20.0/23.6/27.9 亿元，2024-2025 年收入同比增速分别为 18.0%/18.0%。

毛利率：考虑到公司以啤酒业务起家，啤酒销售渠道体系完善、覆盖范围广，成熟的啤酒业务对于白酒业务的赋能预计更多体现在单价较低的光瓶白酒上，预计公司光瓶酒产品维持较快增长。高档及次高档白酒的需求与宏观经济景气度关联性更强，预计公司高档及次高档产品逐步恢复增长。随着白酒业务销售规模扩大，无形资产摊销的影响减小，公司毛利率呈上升趋势，预计 2023-2025 年毛利率分别为 35.0%/38.6%/41.5%。

表4: 华润啤酒业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
啤酒业务						
收入（百万元）	31448	33387	35263	37136	39183	41410
同比增速	-5.2%	6.2%	5.6%	5.3%	5.5%	5.7%
销量（万千升）	1110.0	1105.6	1109.6	1125.4	1145.3	1165.6
同比增速	-2.9%	-0.4%	0.4%	1.4%	1.8%	1.8%
其中：次高档及以上	146.0	186.6	210.2	250.2	293.5	338.7
同比增速	11.1%	27.8%	12.6%	19.0%	17.3%	15.4%
其中：其他品牌	964.0	919.0	899.4	875.2	851.8	826.9
同比增速	-4.7%	-4.7%	-2.1%	-2.7%	-2.7%	-2.9%
销售均价（元/千升）	2833.2	3019.8	3178.0	3300.0	3421.3	3552.7
同比增速	-2.4%	6.6%	5.2%	3.8%	3.7%	3.8%
毛利率	38.4%	39.2%	38.5%	40.5%	42.2%	43.6%
白酒业务						
收入（百万元）	-	-	-	2,000	2,360	2,785
同比增速	-	-	-	-	18.0%	18.0%
毛利率	-	-	-	35.0%	38.6%	41.5%
合计						
收入（百万元）	31448	33387	35263	39136	41543	44195
同比增速	-5.2%	6.2%	5.6%	11.0%	6.2%	6.4%
毛利率	38.4%	39.2%	38.5%	40.2%	42.0%	43.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计 2023-2025 年公司实现营业收入 391.4/415.4/442.0 亿元，同比 +11.0%/+6.2%/+6.4%；毛利率 40.2%/42.0%/43.4%。

费用端：2023 年公司主动增加市场费用投入，喜力、纯生等核心产品维持较快增长表明费用投放效果较好。目前啤酒行业竞争良性，各大龙头均加强费用控制、优化费用投放结构，在增加对高端产品费用投入的同时缩减对中高端产品的费用投入，从而实现销售费用率稳中有降。考虑到 2024 年公司将在 F1 等大型体育赛事上增加喜力品牌的宣传力度，预计 2024 年销售费用总额略有增长，但销售费用率相较于 2023 年基本持平，2025 年销售费用率小幅回落。预计 2023-2025 年销售费用率分别为 19.2%/19.2%/18.9%。受益于公司持续推进产销分离、组织二次再造等内部降本增效措施，预计管理费用率维持下降趋势。预计 2023-2025 年管理费用率分别为 8.4%/7.9%/7.6%。

未来 3 年业绩预测

表5: 华润啤酒盈利预测简表（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	31448	33387	35263	39136	41543	44195
营业成本	19373	20313	21702	23410	24100	24995
其他收入及收益	1687	3543	2183	2232	2213	2232
销售费用	6123	6743	6750	7504	7956	8368
管理费用	4419	3619	3320	3282	3282	3341
财务费用	211	19	79	171	286	296
利润总额	3009	6215	5528	6994	8127	9421
净利润	2094	4587	4344	5176	6055	7066
归属于母公司净利润	2094	4590	4350	5124	5994	6995
EPS	0.65	1.41	1.34	1.60	1.87	2.18
ROE	9.9%	18.8%	16.1%	19.1%	22.7%	26.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们得出盈利预测结果：预计 2023–2025 年公司实现营业总收入 391.4/415.4/442.0 亿元，同比+11.0%/+6.2%/+6.4%；实现归母净利润 51.2/59.9/70.0 亿元，同比+17.8%/+17.0%/+16.7%；EPS 分别为 1.60/1.87/2.18 元。

7 估值与投资建议

绝对估值

我们将公司分为可预测期（2023–2025 年）、过渡期（2026–2032 年）和永续期（2033 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) 可预测期（2023–2025 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2023–2025 年公司营收同比增长 11.0%/6.2%/6.4%至 391.4/415.4/442.0 亿元，预计 2023–2025 年公司归母净利润同比增长 17.8%/17.0%/16.7%至 51.2/59.9/70.0 亿元。

2) 过渡期（2026–2032 年）：随着白酒业务逐步发力，公司营业收入增速中枢略高于啤酒业务收入增速中枢，假设公司 2026–2029 年营收增速保持在约 6–7%增速水平，2029 年后逐年收窄。

3) 永续期（2033 年起）：销量方面，啤酒较软饮料、休闲食品等品类相比必选属性强，预计行业总销量较为稳定。公司高端产品矩阵完备，渠道能力突出，未来有望实现市场份额稳中有升。价格方面，目前行业龙头达成高端化发展的共识，持续推动产品结构升级。从消费者角度看，啤酒具备一定的社交属性，有助于啤酒消费价位逐步提升。此外，由于高端啤酒的供给受到品牌及优质产能的约束，掌握高端啤酒供给的几大啤酒龙头具备提价能力。因此我们预计未来公司啤酒销售均价稳步提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.2%。

表6: 公司盈利预测假设条件

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率 (%)	-5.3	6.2	5.6	11.0	6.2	6.4	6.4	6.3	6.3
营业成本/营业收入 (%)	61.6	60.8	61.5	59.8	58.0	56.6	55.8	55.0	54.3
管理费用/营业收入 (%)	14.1	10.8	9.4	8.4	7.9	7.6	7.4	7.2	6.9
销售费用/销售收入 (%)	19.5	20.2	19.1	19.2	19.2	18.9	18.7	18.5	18.2
所得税税率 (%)	30.4	26.2	21.3	26.0	25.5	25.0	25.0	25.0	25.0
股利分配比率 (%)	39.7	40.0	40.6	42.0	42.0	42.0	45.0	45.0	45.0

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	T	26.0%
无风险利率	2.60%	Ka	8.68%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	1.04
公司股价 (元)	32	Ke	9.07%
发行在外股数 (百万)	3244	E/(D+E)	91.94%
股票市值 (E, 百万元)	86609	D/(D+E)	8.06%
债务总额 (D, 百万元)	7588	WACC	8.63%
Kd	4.90%	永续增长率 (10年后)	2.20%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.98x; 无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.60%, 股票风险溢价率取 6.20%; 债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%; 由此计算出 WACC 为 8.63%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 34.22-38.84 元, 换算成港元 (HKD) 为 37.68-42.78 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)

		WACC 变化				
		8.23%	8.43%	8.63%	8.83%	9.03%
永续 增长 率变 化	2.8%	47.19	45.14	43.22	41.44	39.78
	2.6%	45.86	43.92	42.11	40.41	38.83
	2.4%	44.62	42.78	41.06	39.45	37.94
	2.2%	43.46	41.71	40.07	38.54	37.10
	2.0%	42.38	40.71	39.15	37.68	36.30
	1.8%	41.36	39.77	38.28	36.88	35.55
	1.6%	40.41	38.89	37.46	36.11	34.84

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值

华润啤酒为国内啤酒市场龙头公司, 我们选取其他国内啤酒公司青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、惠泉啤酒作为可比公司, 采用 PE 法进行估值。

从行业层面看, 啤酒行业需求韧性较强, 龙头企业的渠道及品牌壁垒较高, 目前行业竞争格局已较为稳定, 企业可通过提价抵御通胀, 并可逐步优化产品结构实

现盈利能力提升，生意模式具有一定的优越性。过去 5 年中信啤酒指数 PE-TTM 平均数为 49.95 倍，目前行业估值已回落至历史低位附近。从公司层面看，华润啤酒的产品矩阵丰富，其中喜力、雪花纯生等高端品牌已完成消费者教育，目前产品势能已现，且公司渠道能力突出，2021 年成立大客户平台进一步提升渠道质量，加速渗透高端餐饮、夜场等核心终端。此外，公司开始拓展盈利能力更强的白酒业务，产品及渠道梳理完成后，白酒业务有望逐步释放增长潜能。因此我们看好华润啤酒未来 3 年业绩成长性。考虑到公司的业绩成长性、市场份额优势、突出运营能力，参考行业估值水平，给予公司 2024 年 17-21 倍 PE 估值，对应股价区间 31.8-39.3 元，换算成港元（HKD）为 35.0-43.2 港元。

投资建议

综上，我们认为，公司核心产品势能向上、持续巩固龙头优势，中长期成长逻辑清晰，成长空间可观、动力充足。通过多角度估值，预计公司合理估值为 37.68-42.78 港元，当前估值已处于偏低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
0291. HK	华润啤酒	16.9	26.72	1.60	1.87	16.7	14.3	867	买入（首次）
600600. SH	青岛啤酒	22.1	70.51	3.20	3.86	22.0	18.3	962	买入
600132. SH	重庆啤酒	18.9	55.62	3.07	3.44	18.1	16.2	269	买入
000729. SZ	燕京啤酒	36.1	8.15	0.23	0.33	35.9	24.9	230	买入
002461. SZ	珠江啤酒	23.8	7.22	0.32	0.38	22.8	19.1	160	未评级
600573. SH	惠泉啤酒	38.7	8.49	0.21	0.28	40.0	29.9	21	未评级
1876. HK	百威亚太	24.8	11.51	0.56	0.67	20.5	17.2	1,524	未评级

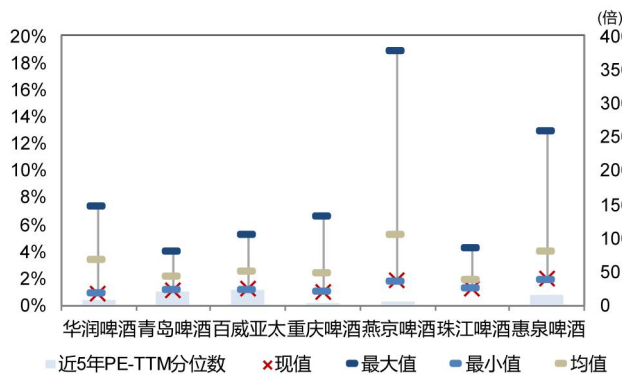
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：此处华润啤酒、百威亚太股价已换算成以 RMB 为单位，珠江啤酒、惠泉啤酒、百威亚太 EPS 使用 Wind 一致预期）

图53：啤酒板块 2023 年估值大幅回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图54：多数啤酒公司估值降至历史低位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 37.68-42.78 港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.6%、风险溢价 6.2%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相同的青岛啤酒、重庆啤酒、百威亚太等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 2024 年 17-21 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测风险

- ◆ 我们假设公司 2023-2025 年收入增长 11.0%/6.2%/6.4%，可能存在对公司产品销量及产品均价提升速度的预计偏乐观、进而高估 2023-2025 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 40.2%/42.0%/43.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司 2023-2025 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预测公司 2023-2025 年销售费用率分别为 19.2%/19.2%/18.9%，可能存在对公司销售费用估计偏低，从而导致对公司 2023-2025 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利能力受喜力、雪花纯生、SuperX 等重点产品销量增速影响较大，我们预计 2023-2025 年次高档及以上产品销量增速为 19.0%/17.3%/15.4%，若由于形势变化，核心产品增速大大低于我们的预期，从而存在高估 2023-2025 年业绩的风险。

经营风险

- ◆ 消费需求弱化的风险：若宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化，公司次高档及以上产品销量增长可能受到阻碍，公司业绩或受到不利影响。
- ◆ 行业竞争加剧的风险：若行业龙头出现战略转向造成行业竞争加剧，公司或需被动大量增加费用投放以守住其市场份额，从而削弱公司盈利。
- ◆ 原材料价格大幅上涨风险：公司生产原材料包括大麦、铝材、玻璃瓶、纸箱等，其中部分原材料高度依赖于进口，原材料价格受多重因素影响。地缘政治冲突、

气候异常等不可控因素可能导致大麦等原材料价格大幅上涨，从而对公司盈利能力产生不利影响。

- ◆ 行业出现食品安全事故风险：啤酒行业出现食品安全事故可能导致啤酒消费量在短期内大幅下滑，且可能影响消费者对于国内啤酒品牌的信心，进而对公司经营发展产生不利影响。

财务风险

- ◆ 商誉减值的风险：公司 2023 年对贵州金沙酒业 55.19%股权的收购产生较多商誉，据公司 2023 年半年度报告，公司商誉约 167.4 亿元，占净资产超过 45%，存在商誉减值风险。

其他风险

- ◆ 港股市场资金波动风险：港股市场外资占比相对较高，若全球地缘政治冲突、中美贸易摩擦等因素导致外资大幅流出港股市场，公司股价或受到不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5376	10208	7339	5363	6949	营业收入	33387	35263	39136	41543	44195
应收款项	3661	3045	3538	3642	3754	营业成本	20313	21702	23410	24100	24995
存货净额	6458	7402	7988	8179	8444	毛利	13074	13561	15726	17443	19200
其他流动资产	402	223	247	250	253	销售费用	6743	6750	7504	7956	8368
流动资产合计	15897	20878	19113	17434	19399	管理费用	3619	3320	3282	3282	3341
固定资产	13717	14050	15062	15907	16585	财务费用	19	79	171	286	296
无形资产及商誉	9646	9707	9383	9060	8736	其他经营收入	3543	2183	2232	2213	2232
长期股权投资	1381	1489	11489	11689	11889	其他收益	0	(21)	(67)	(5)	(5)
其他非流动资产	3561	3412	3480	3550	3621	利润总额	6215	5528	6994	8127	9421
资产总计	51053	57313	66304	65416	68007	所得税费用	1625	1178	1818	2072	2355
短期借款	0	512	1000	(1000)	0	少数股东损益	3	6	52	61	71
应付款项	21007	23002	24624	25212	26030	归属于母公司净利润	4590	4350	5124	5994	6995
其他流动负债	163	153	166	160	156						
流动负债合计	21170	23667	25790	24373	26186						
长期借款及应付债券	0	588	6588	6588	6588						
其他长期负债	5394	5981	6981	7981	8981						
长期负债合计	5394	6569	13569	14569	15569						
负债合计	26564	30236	39359	38942	41755						
少数股东权益	57	38	68	103	144						
股东权益	24432	27039	26877	26371	26108	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益总计	51053	57313	66304	65416	68007	净利润	4590	4350	5124	5994	6995
						折旧摊销	(1641)	(1562)	(1812)	(1979)	(2145)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1784	2572	1463	1216	1363
每股收益	1.41	1.34	1.60	1.87	2.18	其它	262	1486	30	35	41
每股红利	0.56	0.54	0.67	0.78	0.91	经营活动现金流	4995	6846	4805	5266	6253
每股净资产	7.53	8.33	8.28	8.13	8.05	资本开支	(879)	(1843)	(2500)	(2500)	(2500)
ROIC	20%	17%	17%	19%	22%	其它投资现金流	(1871)	785	(10000)	(200)	(200)
ROE	19%	16%	19%	23%	27%	投资活动现金流	(2750)	(1058)	(12500)	(2700)	(2700)
毛利率	39%	38%	40%	42%	43%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	16%	18%	20%	22%	长期借款	0	588	6000	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	23%	25%	27%	短期借款	0	512	1000	(1000)	0
收入增长	6%	6%	11%	6%	6%	支付股利	(1281)	(1739)	(2174)	(2543)	(2968)
净利润增长率	119%	-5%	18%	17%	17%	融资活动现金流	(1366)	(811)	4826	(3543)	(2968)
资产负债率	52%	53%	59%	60%	62%	现金净变动	838	4832	(2869)	(977)	586
息率	1.9%	1.8%	2.3%	2.7%	3.1%	货币资金的期初余额	4538	5376	10208	7339	5363
P/E	18.9	20.0	16.7	14.3	12.3	货币资金的期末余额	5376	10208	7339	6363	5949
P/B	3.5	3.2	3.2	3.3	3.3	企业自由现金流	0	3579	2454	3005	4005
EV/EBITDA	15	18	15	13	12	权益自由现金流	0	3423	2359	2816	3806

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032