

华润啤酒 (00291.HK)

2024 年 06 月 27 日

聚击高端，拾级而上

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

日期	2024/6/26
当前股价(港元)	28.150
一年最高最低(港元)	52.650/27.050
总市值(亿港元)	913.24
流通市值(亿港元)	913.24
总股本(亿股)	32.44
流通港股(亿股)	32.44
近3个月换手率(%)	19.89

张宇光 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

方勇（分析师）

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520100003

● 高端化战略成效显著，估值处于历史较低分位，给予“增持”评级。

公司作为国内最大的啤酒龙头，收购喜力中国区资产后高端化加速推进。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 59.90、66.95、73.52 亿元，对应 EPS 为 1.85、2.06、2.27 元，同比增 16.2%、11.8%、9.8 %。当前价格对应 2024-2026 年 14.2、12.7、11.6 倍 PE，公司高端化战略成效显著，利润持续释放，公司估值处理历史较低分位，首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业结构升级、高端化仍是主旋律

2016 年以来国内啤酒需求逐渐趋稳，告别高歌猛进拼抢销量的扩张时代，龙头份额逐渐集中，啤酒行业呈现区域割据的市场格局，行业开始步入了以经营提效和结构升级为主的高质量发展阶段。从供给来看，一方面存量竞争下格局稳固且逐渐改善，龙头关厂提效，中小啤酒厂退出市场，行业产能包袱出清；另一方面伴随啤酒消费升级、年轻消费群体崛起，高端啤酒市场持续扩容，龙头纷纷主动推进产品高档化，行业整体利润提速释放。

● 3+3+3 战略进入第三阶段，份额龙头、决战高端

公司发展一直围绕“3+3+3”战略布局展开，确定了3个发展阶段、成为世界一流啤酒企业的宏伟目标。公司已经完成了第一和第二阶段任务，即第一阶段的去包袱（关厂优化产能和精简队伍）、强基础（产品质量提升和创新+执行力提升等）、蓄能量（联姻喜力，推进4+4品牌矩阵建设），第二阶段的战高端（高端销量接近最大竞品）、提质量（运营质量再次升级）、增效益（产能提效+管理优化+财务转型，全面提升盈利能力）。当前正向第三个阶段迈进，即赢高端（高端市场规模超过所有竞品）、双对标（与海内外一流啤酒公司进行“双对标”）、做一流（实现市值与利润的“双超越”，成为世界一流）。当前公司继续打造喜力、纯生等重量级大单品，推进产品高端化；组织二次再造、打通产销环节，降低运营费用；优化全国产能布局、提升经营效率，全方位向世界一流啤酒企业迈进。

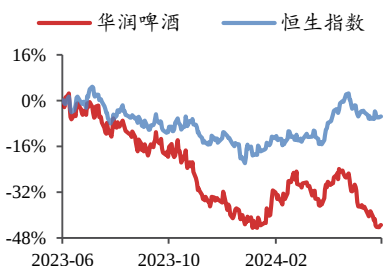
● **风险提示：**餐饮需求持续疲软风险，成本过快上涨风险、竞争加剧风险，雨水天气风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	36,428	40,064	42,067	43,960	45,807
YOY(%)	(11.1)	28.0	15.8	11.7	9.7
净利润(百万元)	4,344	5,153	5,990	6,695	7,352
YOY(%)	(5.3)	18.6	16.2	11.8	9.8
毛利率(%)	40.4	43.0	43.5	44.0	44.5
净利率(%)	11.9	12.9	14.2	15.2	16.1
ROE(%)	16.0	15.1	15.8	15.9	15.7
EPS(摊薄/元)	1.34	1.59	1.85	2.06	2.27
P/E(倍)	19.6	16.5	14.2	12.7	11.6
P/B(倍)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、行业：新常态结构升级、高端化仍是主旋律.....	4
1.1、需求：趋于稳定，升级仍是主旋律.....	4
1.2、格局趋于稳定，竞争有所缓和.....	5
1.3、供给端延续去产能趋势，降费提效空间仍存.....	5
2、企业复盘：领跑啤酒行业，逐鹿高端之战.....	6
2.1、资本雄厚，份额领先.....	6
2.2、决战高端，迈入高质量发展阶段.....	8
2.2.1、2001年-2014年：资本跑马圈地，打造全国雪花.....	10
2.2.2、2014年-至今：决战高端，迈入高质量发展.....	11
3、份额龙头，决战高端.....	12
3.1、高端化战略转型，乘势而上.....	12
3.2、引入国际品牌喜力，打造4+4高端品牌矩阵.....	12
3.3、高端化效果显著，结构持续优化.....	15
3.4、渠道二次改造领跑，大客户平台剑指高端.....	16
3.5、集约优化产能，降费提升效率.....	17
4、盈利预测与投资建议.....	19
5、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1：2020 年以来啤酒产量逐渐趋于稳定.....	4
图 2：2017 年以来各酒企产能利用率稳健提升.....	6
图 3：2017 年以来各酒企毛销差逐年改善.....	6
图 4：公司逐步实现从份额第一到高端领先.....	6
图 5：2016 年以来营业收入同比稳定增长.....	7
图 6：2016 年以来净利润规模迅速攀升.....	7
图 7：华润啤酒并入喜力中国业务.....	7
图 8：2014 年前啤酒业务收入规模快速扩张，2014 年后利润率快速提升下利润快速增长.....	9
图 9：2001 年-2013 年雪花品牌销量占比不断攀升.....	10
图 10：2012-2014 年产能过剩，产能利用率下降.....	11
图 11：2016 年起净利率逐渐提升.....	11
图 12：2013 年首推“脸谱”系列，进击高端.....	11
图 13：华润啤酒 2017 年-2025 年“3+3+3”战略布局.....	12
图 14：4+4 品牌矩阵成形，挖掘次高端以上人群差异化需求.....	13
图 15：勇闯天涯 super X 冠名《这！就是街舞》.....	14
图 16：签约大热代言人，打造明星单品.....	14
图 17：匠心营造诉说中国饮食文化.....	14
图 18：脸谱系列新升级，演绎中国美学.....	14
图 19：次高档及以上产品销量持续双位数增长.....	15
图 20：公司次高档及以上产品占比稳步攀升.....	15
图 21：2017 年至今啤酒吨酒价格增长 31.5%.....	16
图 22：2017 年以来啤酒毛利率呈上升趋势.....	16
图 23：2023 年公司销售费用率高于行业其他酒企.....	16
图 24：公司构建华鼎会、华樽会、华爵会大客户模式，拓宽高端渠道.....	17
图 25：2017 年以来逐步关厂，产能利用率呈提升趋势.....	17
图 26：2017 年以来单厂产能规模逐渐提升.....	17
图 27：2017-2022 年人均销量稳步提升.....	18
图 28：人均员工成本 5 年实现翻一番.....	18
图 29：2018 年开始管理费用率逐年下降.....	18
图 30：2017 年以来毛销差稳健改善.....	19
图 31：利润弹性保持释放.....	19

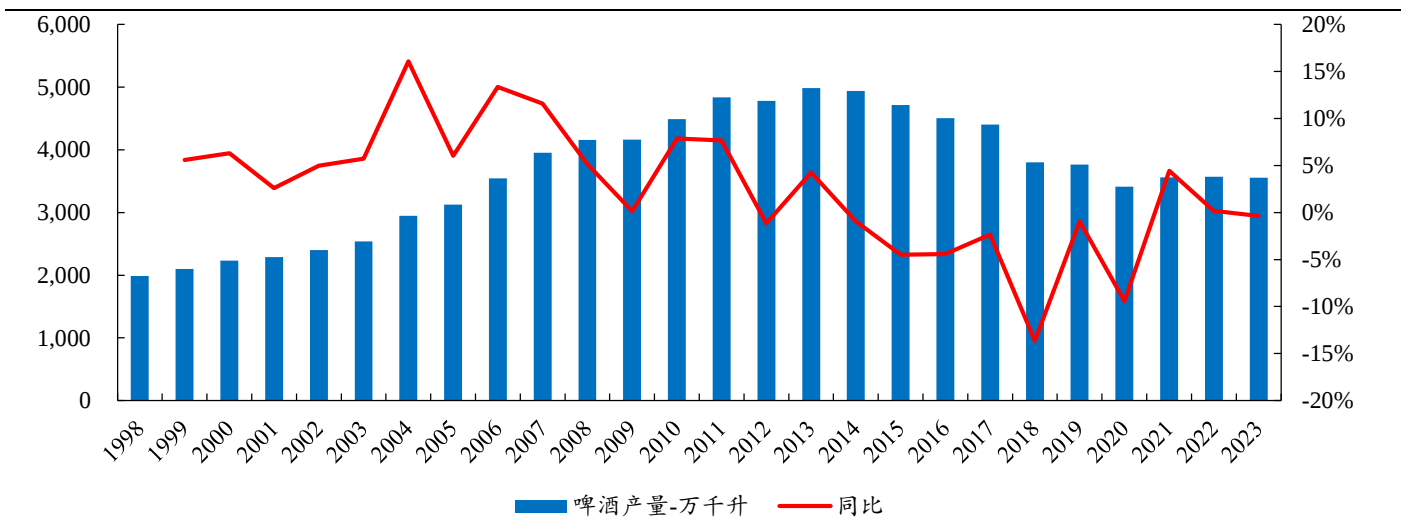
表 1：华润啤酒 2001 年加快地方啤酒厂并购.....	10
表 2：喜力星银酒精度和麦芽浓度低于喜力经典，更适合中国消费者.....	15
表 3：预计公司收入个位数增长	19
表 4：啤酒板块公司估值	20

1、行业：新常态结构升级、高端化仍是主旋律

1.1、需求：趋于稳定，升级仍是主旋律

需求逐渐企稳，预计未来保持稳定。2013-2017 年期间行业需求回落，历经多年调整，2018 年以来整体需求端趋于平稳，啤酒产量维持在 3800 万吨左右，行业结束了 2013 年以来需求下滑的趋势，需求企稳下行业产能过剩压力缓解。虽然人均消费量相对国际市场不高，但我国啤酒行业成熟度、渗透率较高，预计人均消费量继续提升的可能性较小，啤酒总体需求将保持稳定。

图1：2020 年以来啤酒产量逐渐趋于稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

结构升级仍是主旋律，中高端啤酒扩容带动行业升级。虽然国内啤酒消费量提升空间不大，但 2016-2017 年啤酒行业相对其他消费品结构升级速度滞后，2014-2017 年期间各大啤酒企业为了保住销量加大了渠道投入但忽视了产品结构升级。随着格局持续改善，啤酒企业主动加大了产品升级力度，2017 年-2020 年结构升级成为啤酒行业发展主旋律，产品升级效果开始显现，主流价格带升级到 6-8 元，8-15 元价格带空间逐渐打开，6 元以上中高端啤酒持续扩容。2020 年期间国产啤酒更是发力高端啤酒，华润啤酒、青岛啤酒等推出多款高端新品、为高端造势，啤酒产品升级呈现加速趋势。当前餐饮渠道恢复偏弱，但整体结构上仍有不少低端价格带啤酒，行业在 2020 年以来持续开发高端市场，市场升级趋势仍在，酒企、渠道利润诉求方向一致，次高端及中端啤酒空间有望扩容，带动行业结构继续升级。

1.2、格局趋于稳定，竞争有所缓和

格局逐渐改善，竞争趋于缓和。啤酒行业中对竞争格局影响最大的变量之一是供需结构，尤其是 2014 年-2016 年期间啤酒行业调整期，行业面临需求下滑的压力，同时产能也达到了历史峰值，产能过剩下竞争格局加剧恶化，龙头加大渠道投入，中小啤酒厂逐渐退出。2017 年以来随着需求逐渐企稳，行业洗牌之后格局逐渐趋稳，渠道投入逐年缩小，竞争态势趋于缓和。预计未来格局仍将持续改善，为龙头持续推进啤酒消费升级创造有利条件。

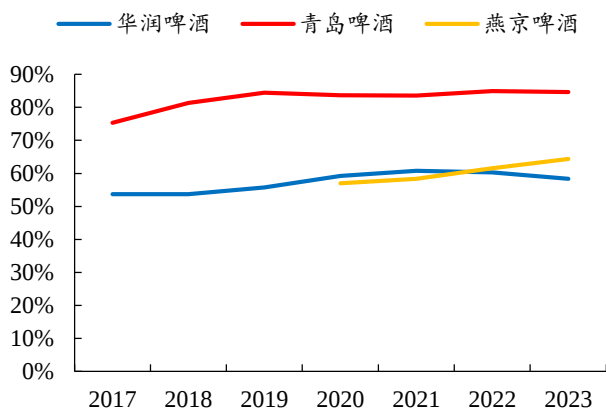
区域格局趋于稳固，区域市场垄断结构升级逐次推进。区域市场割据是啤酒行业重要特征，逐渐形成垄断性/基地型、双寡头、平衡性的区域市场格局。龙头公司均有自己的垄断或基地市场，拥有市场主导权，构成企业核心的利润池，例如青岛啤酒的山东、陕西市场，华润啤酒的四川辽宁市场，嘉士伯的重庆市场等。其次双寡头市场等格局相对仍然较好，变数最大、格局最差的是平衡性市场。平衡性市场一般有三家以上酒企，很难拉开份额差距，酒企没有市场主导权，呈现你中有我、我中有你，攻守力量基本均衡，竞争格局波动较大。未来来看，无论是哪种区域格局，如果单纯依赖市场的手段，区域格局很难发生质的改变，在产能相对过剩、销量见顶的形势下，龙头率先推进结构升级，其他酒企逐次跟进，具体表现为某一区域的龙头率先启动结构升级动作，较低酒企陆续跟进，呈现出区域市场结构逐次升级态势。

1.3、供给端延续去产能趋势，降费提效空间仍存

关闭过剩产能，产能利用率提升。2013-2016 年行业需求逐渐回落，啤酒是典型的重资产行业，前期跑马圈地时期产能投资较多，产能包袱压力日渐凸显。龙头企业逐渐大规模关闭低效工厂，嘉士伯率先在国内关闭过剩产能、精简人员，华润啤酒、青岛啤酒等龙头企业陆续跟进，随着产能逐渐去化，行业产能利用效率普遍升高。当前来看，行业仍有较大的去产能提效空间，未来随着啤酒高端化和规模化持续推进，剩余规模较小、技术落后的产能有望淘汰整合或改造为更大规模工厂，产能利用率有望持续提升。

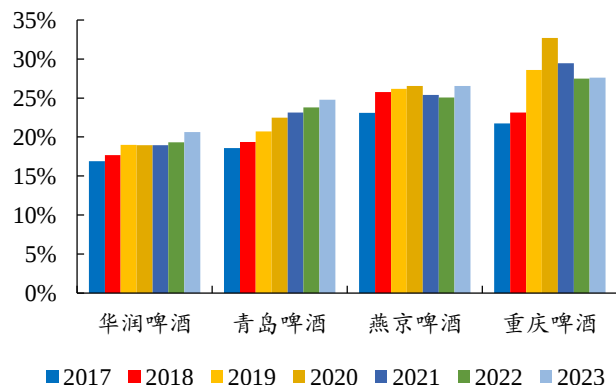
降费空间仍存，费效有望持续改善。2014 年后行业进入调整期，企业争抢份额保销量，行业集中度略微提升；2017 年后需求企稳，行业集中度 CR5 基本稳定在 72%-74%，继续投入大量费用争抢份额意义不大，市场费用和人员资源向中高档以上产品倾斜，价格战、渠道战减弱，龙头纷纷在供给侧降本增效。当前费用率仍不低，买店等渠道费用投入仍普遍存在。未来看啤酒降费空间仍存，中长期格局持续改善趋势下竞争缓和，费用结构上低端啤酒的费用投入将继续缩减、转而投入中高端以上啤酒，费效有望持续改善。

图2：2017年以来各酒企产能利用率稳健提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图3：2017年以来各酒企毛销差逐年改善



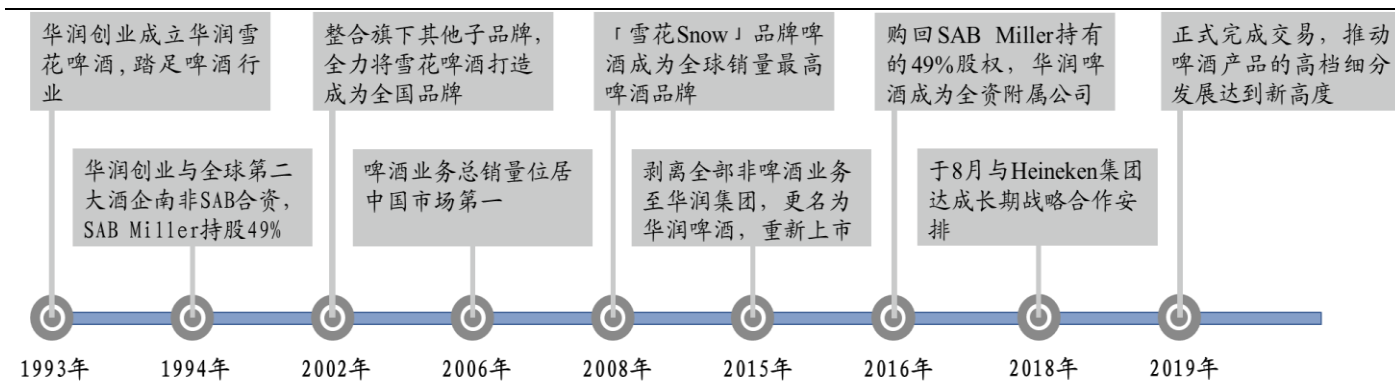
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2、企业复盘：领跑啤酒行业，逐鹿高端之战

2.1、资本雄厚，份额领先

国内啤酒行业领军者。华润啤酒前身为沈阳啤酒厂，旗下的雪花啤酒因其泡沫洁白丰盈似雪、口味持久溢香似花而得名，广受喜爱。1993年，华润创业入主沈阳啤酒厂，正式进军啤酒行业。倚仗华润集团强劲的资本支撑，华润啤酒发力中低端市场，多方兼并、跑马圈地、迅速扩张。2006年，华润啤酒总销量超越青岛啤酒，问鼎中国市场销量第一。2008年，雪花啤酒品牌成为全球销量最高的啤酒品牌。华润啤酒连续多年稳居国内市场份额第一。

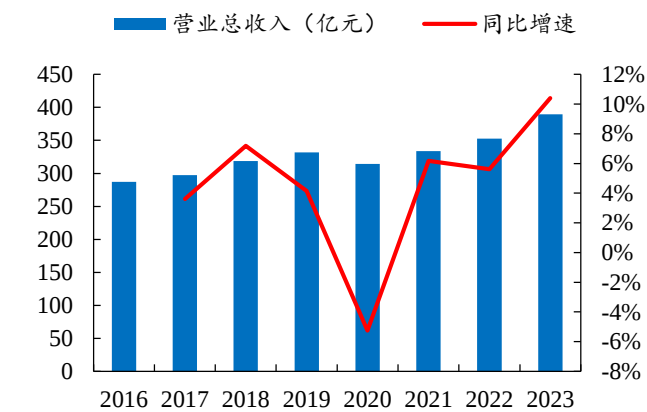
图4：公司逐步实现从份额第一到高端领先



资料来源：公司官网、开源证券研究所

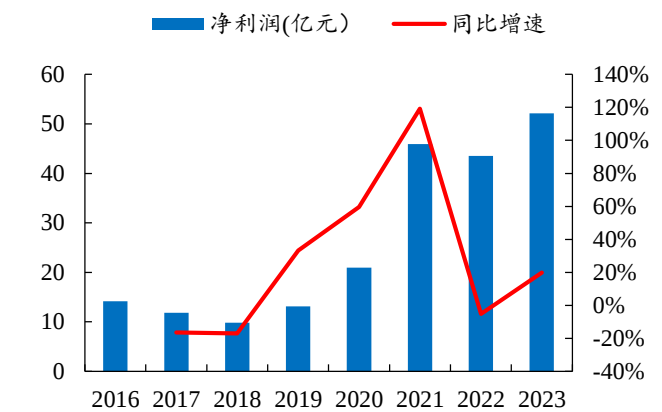
营收增长稳定，净利润快速增长。2016年以来，除2020年疫情影响以外，华润啤酒营业收入每年实现正增长。伴随行业去产能和产品高端化，净利润率稳步上行，净利润维持较快增长，其中2018年净利润缩减主要因为2017年开始的“3+3”战略所实行的关厂优化产能及精简人员等计提了大量资产减值损失及安置费用。

图5：2016年以来营业收入同比稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

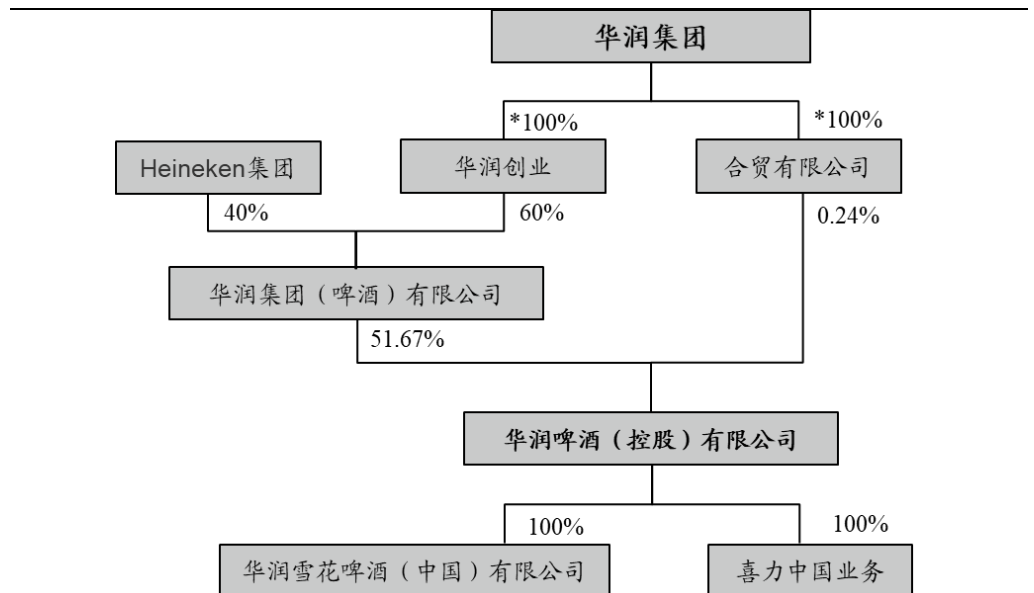
图6：2016年以来净利润规模迅速攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

央企巨头为最大股东，联手喜力注入国际基因。1994年 SAB Miller 入股华润啤酒，持股 49%；2016 年百威英博提出并购 SAB Miller，华润啤酒随即以 16 亿美元购回 SAB Miller 的全部控股，就此实现集团全资化。公司第一大股东华润集团为国内首个常驻香港并开展业务的央企，在宁高宁等多届管理层的带领下，自成立以来业务横跨消费品、地产、医疗、公用事业及零售等多个市场化的业务领域。2014 年 7 月以来，国务院国资委先后在央企层面确定了 19 家国有资本投资公司试点企业，华润集团于 2018 年底获批成为试点企业。2022 年 6 月，华润集团正式转为国有资本投资公司。2018 年，华润啤酒与 Heineken 集团达成长期战略合作，收购喜力中国业务，2019 年交易正式完成，“4+4”产品矩阵得到喜力强劲助推，为高端化进程注入国际基因。

图7：华润啤酒并入喜力中国业务



资料来源：公司年报、开源证券研究所（备注：截至公司 2023 年年报）

2.2、决战高端，迈入高质量发展阶段

纵观华润啤酒的发展历史，一共可分为三个阶段，现正处第三阶段：高端之战。

（1）1993 年-2001 年：夯基辽宁，伺机而动

1993 年华润创业入主沈阳啤酒厂，正式进军啤酒行业。初期夯基辽宁市场。同年我国啤酒产量超越德国，之后 8 年始终位居世界第二。行业销量持续增长，各种小厂如雨后春笋，青岛啤酒、燕京啤酒等龙头企业则采取收购与兼并积蓄产能。

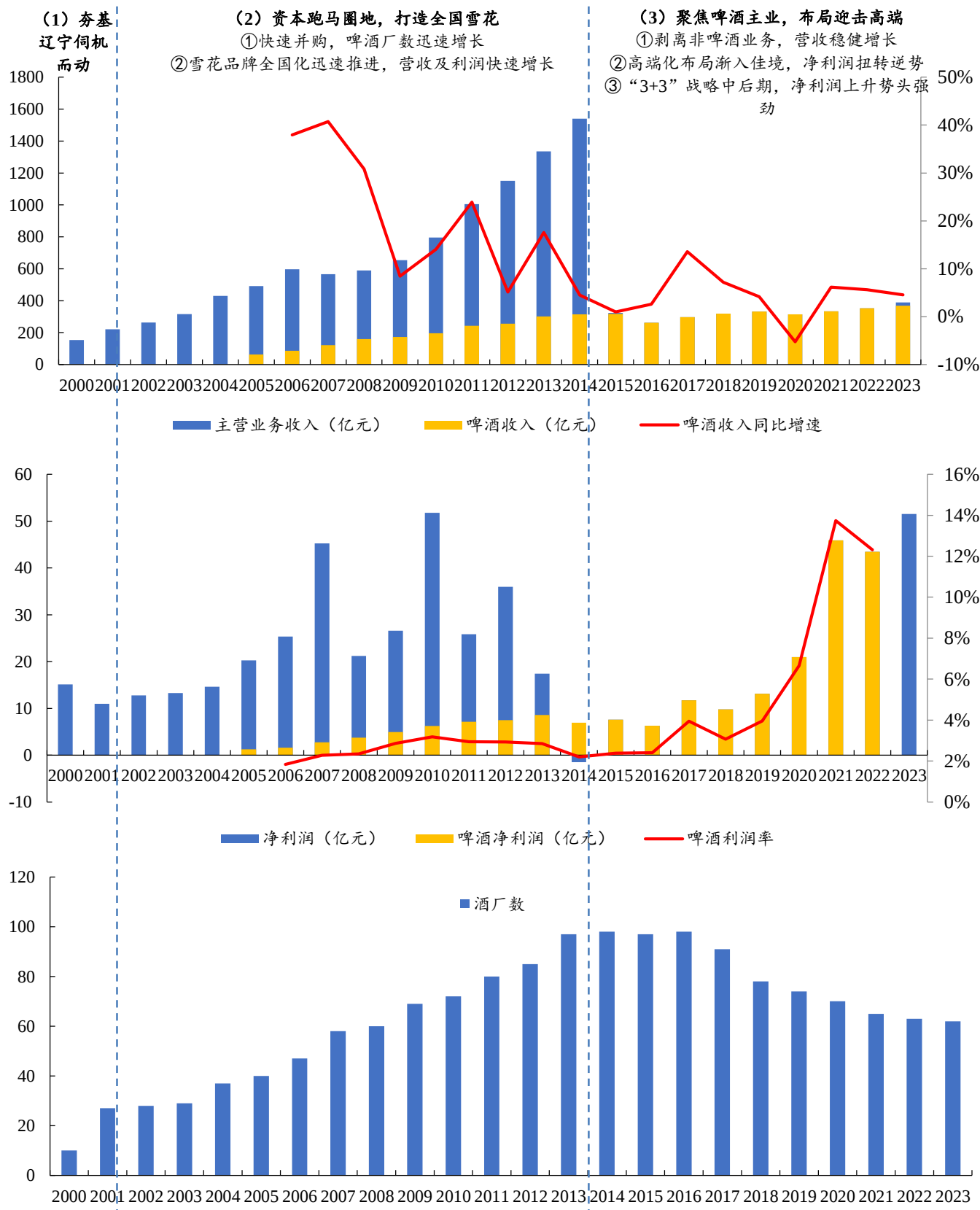
（2）2001 年-2014 年：资本跑马圈地、打造全国雪花

收购整合小品牌，推进雪花全国化。战略部署从辽宁腹地向沿海沿江地区中心城市扩张，先后收购了安徽龙津、大连金狮、浙江钱江、四川蓝剑、山东琥珀等地方性酒厂，版图迅速向华东、西南等地区铺开。期间，酒厂数从 2000 年的 10 家激增至 2013 年的 97 家。得益于产能迅速扩大和品牌全国化不断推进，华润创业的啤酒业务收入及啤酒业务净利润均呈现快速增长。

（3）2015 年-至今：聚焦啤酒主业，布局迎击高端

2015 年开始，伴随市场激烈竞争和销量见顶，营收端增长放缓、费用投放加大、产能过剩下利润压力较大。华润啤酒开始加快高质量发展，积极推动产能优化和精简人员，提升经营效率，同时公司加快推广高端产品，推动盈利能力改善。

图8：2014 年前啤酒业务收入规模快速扩张，2014 年后利润率快速提升下利润快速增长



数据来源：公司年报、Wind、开源证券研究所（备注：2000-2015 年公司收入及净利润数据通过 2024 年 6 月 25 日港元对人民币换算得出）

2.2.1、2001 年-2014 年：资本跑马圈地，打造全国雪花

资本强势支撑，规模迅速扩张。相较其他两龙头青岛啤酒和燕京啤酒，华润啤酒并购起步较晚，但凭借其强劲的资金背景和强执行力以及清晰的策略定位迅速在啤酒市场扎根。公司在东北、华中、西南等沿江沿海地区展开并购，以点带面逐渐收购该省份或区域的大部分酒厂，逐渐主导并购区域的啤酒市场。2001 年至 2014 年期间，华润啤酒并购多家地方啤酒厂，啤酒版图迅速铺开。

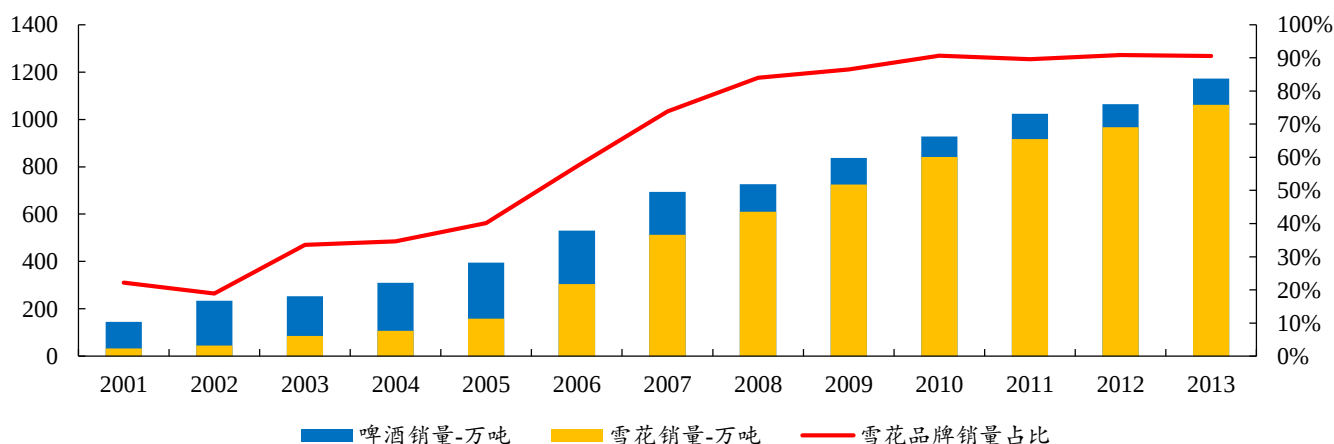
表1：华润啤酒 2001 年加快地方啤酒厂并购

时间	地区	被并购酒厂
2001 年	西南	四川乐山啤酒厂
	东北	辽宁棒棰岛酒厂、长春酿酒厂、黑龙江新三星酒厂
2002 年	华中	武汉啤酒厂
	辽宁	盘锦、沈阳啤酒厂
2004 年	华东	浙江啤酒厂
	华中	安徽啤酒厂
2006 年	华东	福建泉州啤酒厂
		浙江银燕啤酒厂
2007 年	西南	四川蓝剑啤酒厂
	华中	安徽圣力啤酒厂
2009 年	华东	山东琥珀啤酒厂
	华中	安徽天柱山啤酒厂
2010 年	东北	黑龙江啤酒厂
2013 年	华南	广东金威

资料来源：公司年报、开源证券研究所

以雪花替代并购品牌，打造全国雪花，跃居份额第一。2002 年，华润啤酒明确提出全力将雪花啤酒打造为全国品牌。在迅速并购扩张的同时，整合小品牌和雪花全国化并驾齐驱。本土强势品牌并购后，华润啤酒首先对其原产产品采取保留并列手段，待雪花品牌啤酒站稳市场后再进行整合，以雪花品牌逐渐替代原来并购的品牌。随着雪花全国化进程不断推进，华润啤酒的产能储备及市场占有率均不断攀升，2006 年销量位居全国第一。品牌整合方面，雪花销量占总销量之比也持续走高，自 2001 年的 18.9% 增加至 2010 年 90% 左右。

图9：2001 年-2013 年雪花品牌销量占比不断攀升



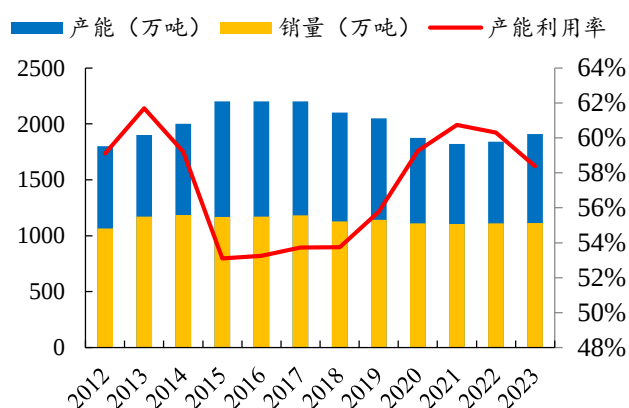
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.2.2、2014年-至今：决战高端，迈入高质量发展

产能过剩问题初现。2013年华润啤酒停下并购脚步。于此同时，啤酒行业需求见顶，行业竞争日趋激烈，华润啤酒销量进入平台期，行业需求突然放缓产业酒企始料不及，叠加公司前期快速并购产能，导致产能过剩的问题逐渐浮现，2015年产能利用率降至53.1%。

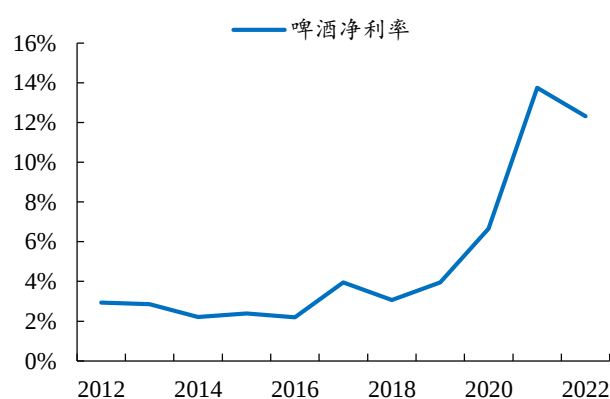
2016年前销量虽大，但利润较低。早期华润啤酒主要发力中低端市场，以份额为导向下发力深度分销渠道网络，拿下国内销量规模桂冠。虽然期间得益于“勇闯天涯”打下的品牌影响力带动毛利率逐年升高，但整体产品结构中低端产品占比较高，次高端以上产品占比较少，而渠道投入和市场投入较大，导致净利率较低。

图10：2012-2014年产能过剩，产能利用率下降



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图11：2016年起净利率逐渐提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

加快推出高端产品，提出“3+3+3”发展战略决战高端市场。2013年7月，华润啤酒推出“脸谱”系列，是对高端市场的第一次试水。2015年，华润啤酒剥离全部非啤酒业务至华润集团；2016年，华润啤酒购回 SAB Miller 公司所持 49%股份，为专注啤酒主业、迎接高端之战铺设好道路。2016年，曾带领团队创立“勇闯天涯”品牌的侯孝海出任执行董事兼 CEO。2016年底，公司提出“3+3+3”的新型发展战略，规划了2017年-2025年9年三阶段的“决战高端，质量发展”之路。

图12：2013年首推“脸谱”系列，进击高端



资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、份额龙头，决战高端

3.1、高端化战略转型，乘势而上

高端化战略转型，“3+3+3”路线清晰。2016 年底，侯孝海出任 CEO 率先提出“3+3+3”战略布局，分三个阶段，有针对、有节奏地部署了 2017 年起直至 2025 年成为世界一流啤酒企业的高端化改革路线。第一个 3 年：去包袱（关厂优化产能+精简销售人员）、强基础（专注产品质量提升+执行力提升+产品创新）、蓄能量（联姻喜力，推进 4+4 品牌矩阵建设）；第二个 3 年：战高端（高端销量接近最大竞品）、提质量（运营质量再次升级）、增效益（产能提效+管理优化+财务转型，全面提升盈利能力）；第三个 3 年：赢高端（高端市场规模超过所有竞品）、双对标（与海内外一流啤酒公司进行“双对标”）、做一流（实现市值与利润的“双超越”，成为世界一流）。

图13：华润啤酒 2017 年-2025 年“3+3+3”战略布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、引入国际品牌喜力，打造 4+4 高端品牌矩阵

打造 4+4 品牌矩阵，完善高端产品体系。随着国内区域市场垄断格局定型，在优势市场龙头拥有市场主导权，产品结构升级和高端化的条件更加成熟。而华润啤酒拥有国内最大的啤酒市场和销量，持续推动优势市场结构升级的前景可期。高端市场消费者需求更加个性化、场景多样化，因而品牌更加细分。依托高端化转型战略的有效推进，公司推出“4+4”高端品牌矩阵，即由勇闯天涯 super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱系列组成四大中国品牌，喜力、苏尔、红爵、虎牌组成四大国际品牌基本覆盖次高端以上市场。

图14：4+4 品牌矩阵成形，挖掘次高端以上人群差异化需求

			人群定位	价格带	推出/国内登陆时间	营销重点
国内品牌		勇闯天涯 super X	年轻消费群体	8-10 元次高档	2018 年	新潮发布会 + 时尚代言人 + IP 化推广
		马尔斯绿	喜爱潮流时尚的年轻人群	8-10 元次高档	2019 年	
		匠心营造	追求高品质生活的消费群体	15-18 元高档	2018 年	高品质啤酒配合中国饮食文化
		脸谱系列	高端商务人群	18 元以上超高档	2019 年	顶部传承中国之形
国际品牌		红爵	爱结交朋友的年轻人群	10-12 元普高	2021 年	注重朋友欢聚的消费场景
		虎牌	20-25 岁放飞自我的年轻人群	12-15 元高档	2021 年	注重街头美食的消费场景
		喜力	追求生活品质的年轻人群	12-15 元高档	2020 年	深耕体育营销领域数十载
		苏尔	热衷运动、聚会的年轻人群	15-18 元高档	2020 年	高端、聚会、夜场等消费场景

资料来源：公司官网、开源证券研究所

2018 年以来持续发力，打造国产品牌高端单品。2018 年，勇闯天涯 super X 推出，发力互联网营销，通过新潮发布会+ IP 化推广+代言人粉丝经济+场景营销，多维突破传统啤酒新品的营销方法，推动勇闯天涯消费者向 superX 升级。2019 年，继续定位年轻消费者的马尔斯绿面世，延续勇闯天涯 super X 的营销思路，走进年轻、潮流消费群体的视线之中。针对更高价格带，公司 2018 年推出的匠心营造和 2019 年升级的脸谱系列则将目光投向追求更高品质的高端消费人群，结合中国特有的建筑和戏剧等传统元素，营销侧重文化底蕴，匠心营造主打以更高品质的啤酒配合中国饮食文化，脸谱系列则强调“顶部传承”、“中国之形”。

图15: 勇闯天涯 super X 冠名《这！就是街舞》



资料来源: 网易网

图16: 签约大热代言人, 打造明星单品



资料来源: 微博、搜狐网

图17: 匠心营造诉说中国饮食文化



资料来源: 公司官网

图18: 脸谱系列新升级, 演绎中国美学



资料来源: 公司官网

联手喜力, 打开高端市场新增量。喜力 (Heineken) 啤酒是世界第二大啤酒企业, 自 1864 年创立以来, 酿制并销售了超过 170 种特制、本地性、地区性以至国际顶级的优质啤酒, 产品销往 190 多个国家。华润啤酒联手喜力后进一步丰满了华润啤酒的品牌矩阵, 华润啤酒借助喜力品牌的国际化元素和高端市场调性弥补公司在国内高端市场和渠道的不足, 而喜力借助华润啤酒完善的销售网络, 共享中国高端啤酒市场发展红利。2020 年, 华润啤酒面向中国市场上线喜力星银, 喜力星银延续喜力经典设计, 但调整为适合中国年轻消费者的淡爽口感, 打造本土化单品。自喜力与华润啤酒合作以来, 喜力产品表现强劲, 2023 年销量突破 60 万吨, 成为近年来除乌苏以外的增长最快的大单品。

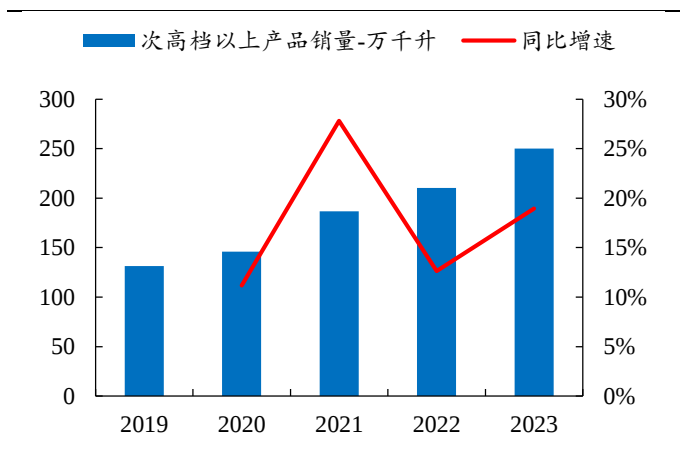
表2：喜力星银酒精度和麦芽浓度低于喜力经典，更适合中国消费者

产品	产品图	酒精度	麦芽浓度	口感	设计
喜力经典		5.0%vol	11.4° P	口感较厚重、苦味偏重	经典设计
喜力星银		4.0%vol	9.5° P	口感顺爽、苦味较轻、易入口	时尚化设计

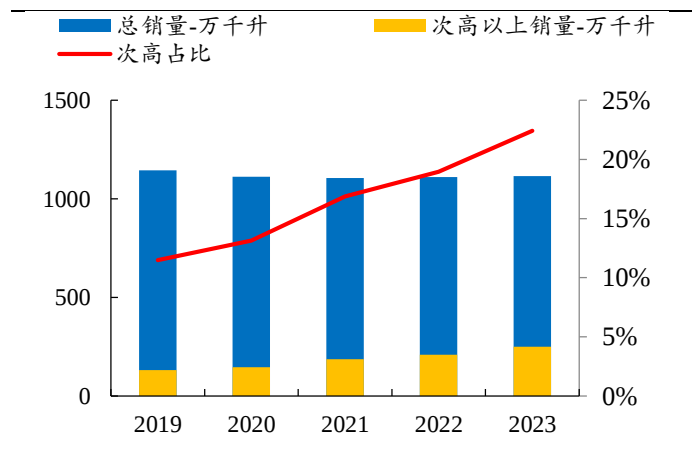
资料来源：京东商城、开源证券研究所

3.3、高端化效果显著，结构持续优化

高端化效果显著，产品结构持续提升，吨价持续优化。自公司推进高质量发展和高端化战略以来，经营质量显著改善。公司次高端以上产品规模迅速扩张，2019年-2023年公司次高端产品保持双位数以上增长，产品规模突破250万吨，次高端以上产品逐步提升，2023年次高端以上产品占比超过20%，其中喜力、纯生、superX等产品贡献较大。公司吨酒价格逐步上行，大部分年份吨价实现个位数增长。啤酒产品毛利率从2017年33.7%提升至2023年的40.2%，带动公司净利率稳步提高。

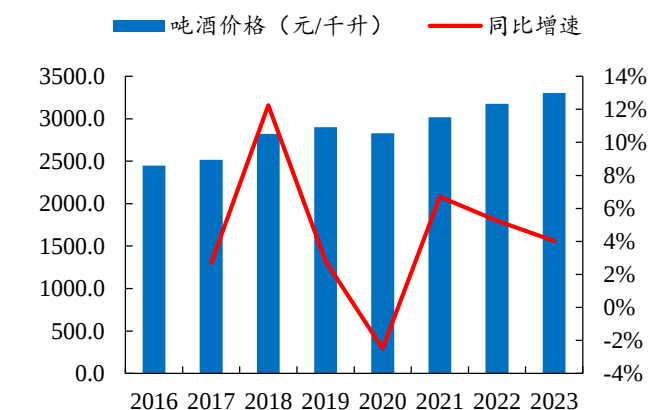
图19：次高档及以上产品销量持续双位数增长


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图20：公司次高档及以上产品占比稳步攀升


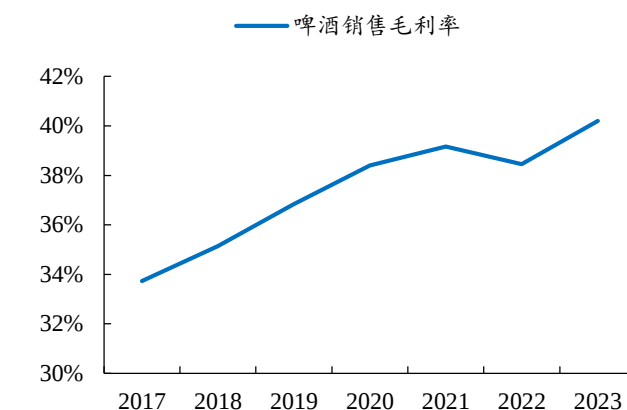
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图21：2017年至今啤酒吨酒价格增长 31.5%



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图22：2017年以来啤酒毛利率呈上升趋势



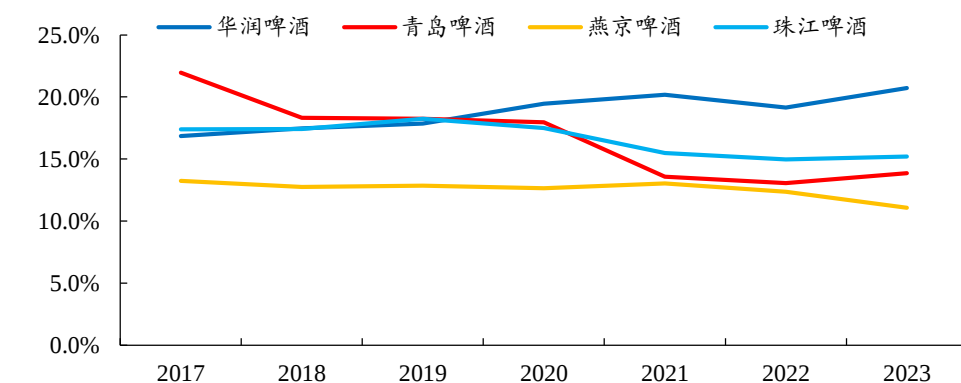
数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

3.4、渠道二次改造领跑，大客户平台剑指高端

率先完成渠道二次改造。华润啤酒第一次渠道改造定义为 2002 年起，在啤酒业传统的“厂商——批发商——二级批发商——终端”经销模式之外，开始了以服务终端为核心的深度分销模式、协作专营、直销等互配合的营销改造，并把最有效的管理模式放到最需要的市场，为其打造全国雪花、雄踞行业第一奠定了基础。渠道二次改造则是公司站在行业高端化元年的风口提出，旨在领跑行业渠道建设，以适应高端化发展需求，支撑高端化战局中华润啤酒的有利地位。改造计划于 2018 年 6 月正式启动，从三个方面入手，一是实施市场的专营化、片区化、扁平化、专业化改造，二是规范经销商经营模式改造，三是抓好经销商和业务员建设。

重塑品牌，营销高端。为了更好地对话消费者，华润啤酒积极探索多样化的品牌营销方式。在完成 4+4 矩阵建设后，围绕高端化进行品牌营销。《这就是街舞 3》、《潮玩人类在哪里 2》、《风味人间 2》等 IP 全链路营销和“喜力®星银™上市推广 S 计划”、“苏尔泳池派对”等组合拳式的主题营销，围绕高端化产品进行全新诠释。公司持续加码高端营销和市场投入，多方位、多样化的品牌营销方式重塑高端品牌定位。

图23：2023 年公司销售费用率高于行业其他酒企

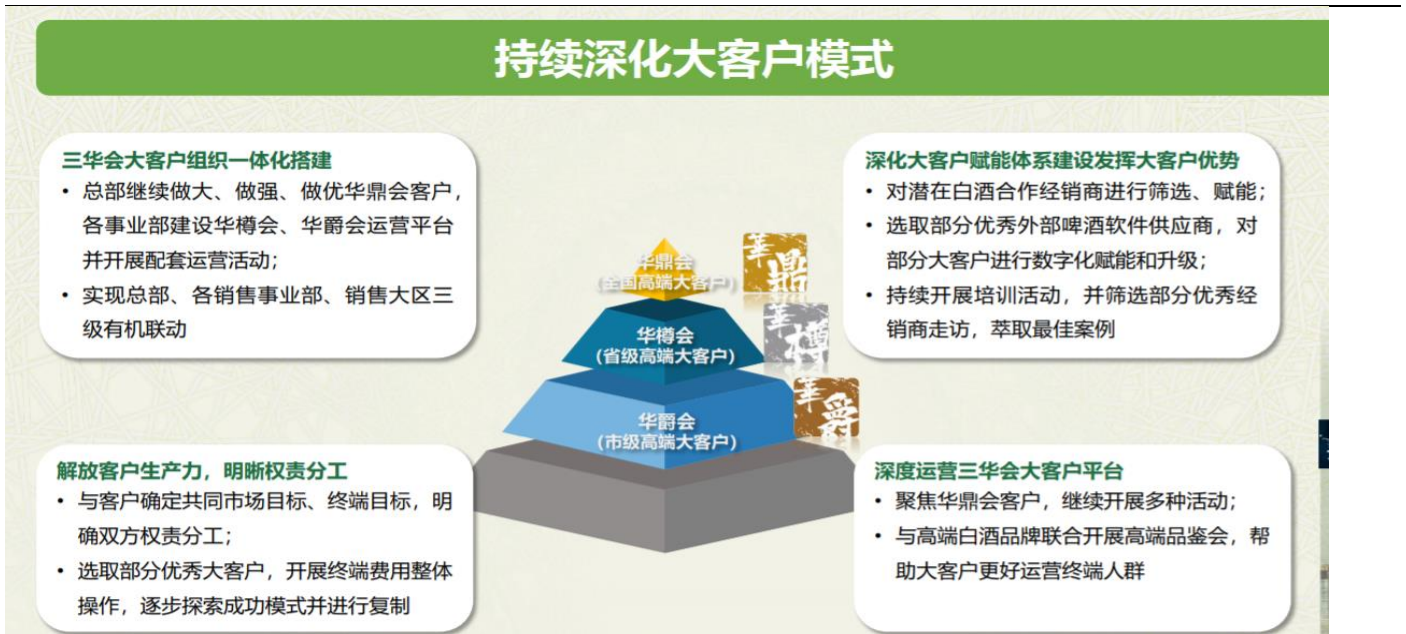


数据来源：Wind、开源证券研究所

打造大客户平台，助力超高端。2021 年 7 月 28 日，在决战高端战略指导下，

为适应未来高端发展需求，集团召开“顶峰相见”高端大客户平台启动会，成立三级大客户平台：华爵会、华樽会、华鼎会逐级而上，对应市级、省级、全国层面的优秀大客户，最终形成层层连接的金字塔式平台。通过雪花品牌授权统一规划，大客户自我投资和运营，形成雪花啤酒模式的啤酒馆生意。协同公司白酒业务，旨在搭建高档酒品鉴、宣传、销售、体验的平台，主力高端啤酒发展。

图24：公司构建华鼎会、华樽会、华爵会大客户模式，拓宽高端渠道

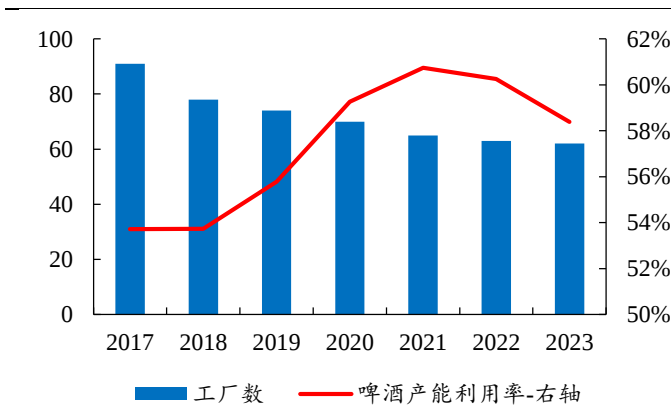


资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.5、集约优化产能，降费提升效率

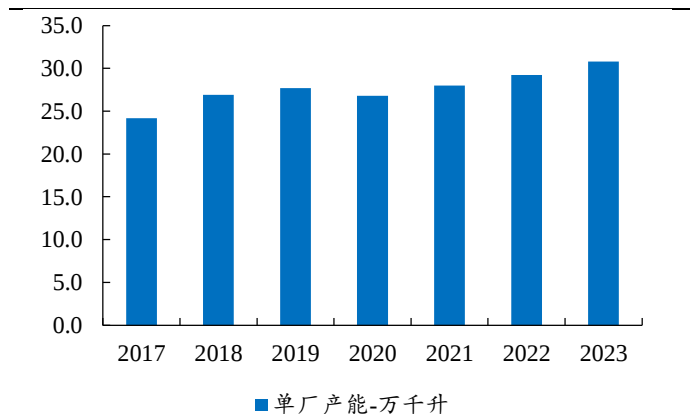
产能优化集约，单厂产能持续扩大。2014 年高峰时期公司将近 98 家工厂，2017 年历经三年左右的产能去化，公司仍有 91 家工厂，产能约 2200 万千升，产能利用率约 54%左右。随着公司去产能加快，2018 年一年关闭 13 家工厂，甩掉产能包袱。受益于产能优化带来的效率提升，2017-2023 年华润啤酒的产能利用率从 54%提升至 58%，单厂产能规模逐步提升，生产效率明显改善。

图25：2017 年以来逐步关厂，产能利用率呈提升趋势



数据来源：公司年报、开源证券研究所

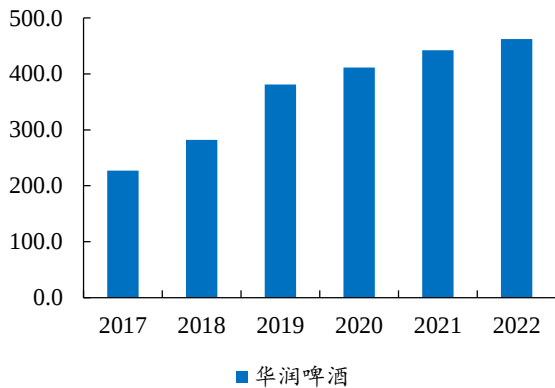
图26：2017 年以来单厂产能规模逐渐提升



数据来源：公司年报、开源证券研究所

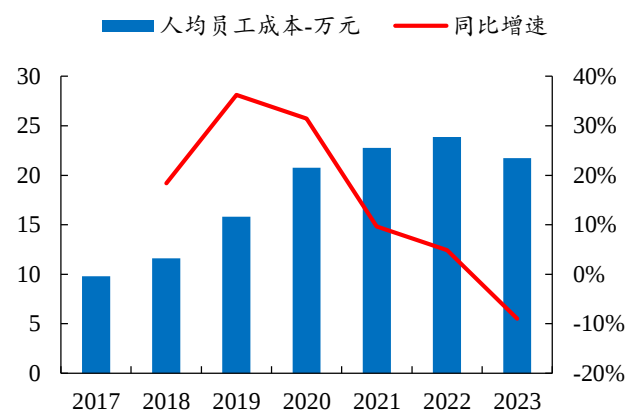
人效大幅提升，激励明显改善。经过关厂优化、组织再造等一系列举措，公司人员数量从 2017 年的 5.2 万人降至 2022 年的 2.4 万人，精简了 58% 的员工。但公司销量仍保持稳健增长，员工人均销量提升至 462.3 千升/人，人效明显大幅提升。与此同时，在优化工厂和队伍的过程中公司大幅改善员工激励，2017 年-2019 年人均薪酬快速提升，2021 年相较 2016 年也实现人均薪酬基本实现翻倍增长。

图27：2017-2022 年人均销量稳步提升



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

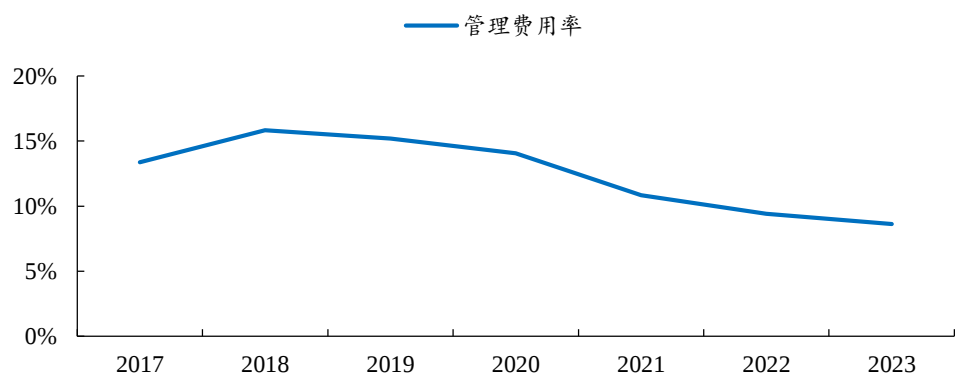
图28：人均员工成本 5 年实现翻一番



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

启动组织二次转型，实现产销分离。公司持续推进组织能力再造，随着高端化和全国化统一市场的推进，公司仍面临一些组织问题。第一，传统的三级管理链条太长，传递效率低、成本高；第二，过去的产销采取省级片区化，工厂边界没有打开，存在孤岛效应；第三，数据化问题有待解决，如果通过共享来解决财务、人力资源、销售等管理问题，组织将更加敏捷、更能响应市场。在这类问题上，公司启动组织二次转型，旨在把产销环节彻底打破，使得产销的供应更加精准、节约。随着二次转型推进，2020 年以来公司管理费用率快速下降。

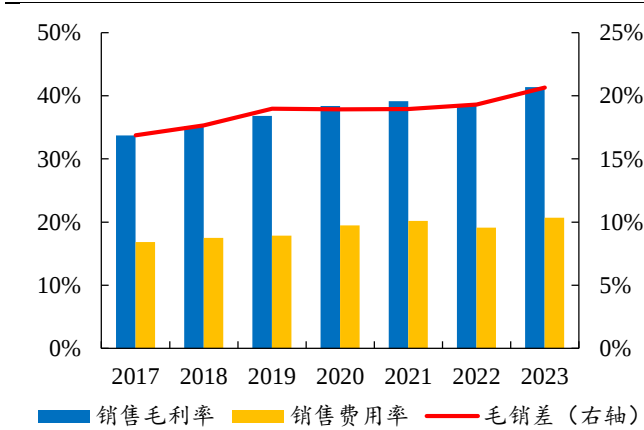
图29：2018 年开始管理费用率逐年下降



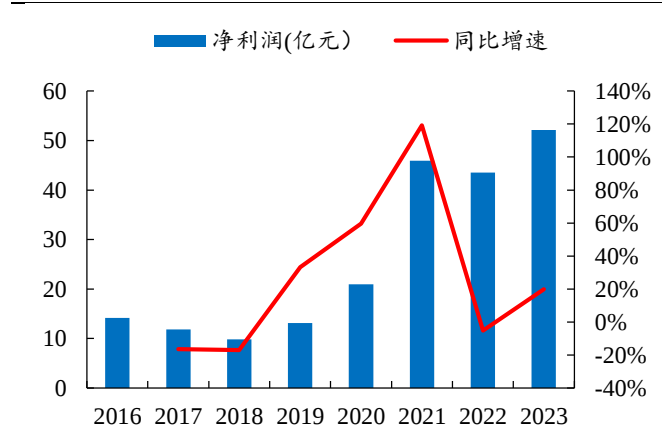
数据来源：Wind、开源证券研究所

毛销差持续优化，利润弹性加速释放。在“3+3+3”战略第一个三年的去包袱、强基础动作实施之后，华润啤酒的毛销差开始呈现持续扩大的态势，从 2017 年的 16.87% 增长 2.12pct 至 2019 年的 19.3%。第二个三年，即 2020 年 2022 年，公司销售毛利率依旧稳健上抬，主因高端化期间营销费用和渠道建设投入较大，销售费用

率相应抬高，但毛销差仍稳定扩大。根据公司管理层第三个三年计划，高端化市场布局相对成熟，吨价有望持续提升，销售费用率有望持续下降，实现盈利能力进一步提升。

图30：2017年以来毛销差稳健改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：利润弹性保持释放


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

核心假设一：公司持续推进高端化战略，次高端以上产品占比持续提升，喜力、纯生等产品保持较快增长。

核心假设二：公司主流低产品向主流产品升级，主流产品向次高端以上产品升级。

我们预计 2024-2026 年公司收入 420.67、439.60、458.07 亿元，同比增 5.0%、4.5%、4.2%。预计啤酒高端化持续推进，吨价提升带动毛利率改善，费用率稳中有降。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 59.90、66.95、73.52 亿元，对应 EPS 为 1.85、2.06、2.27 元，同比增 16.2%、11.8%、9.8 %。当前价格对应 2024-2026 年 14.2、12.7、11.6 倍 PE。

表3：预计公司收入个位数增长

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	364.28	400.64	420.67	439.60	458.07
YOY	5.9%	10.0%	5.0%	4.5%	4.2%
啤酒	353	365.7	382.9	400.1	417.7
YOY		3.7%	4.7%	4.5%	4.4%
白酒		20.83	20.8	20.8	20.8
YOY			0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	217.02	228.29	237.60	246.10	254.14
毛利率	40.4%	43.0%	43.5%	44.0%	44.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取青岛啤酒、重庆啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒等啤酒企业作为可比公司。华润啤酒作为行业份额第一龙头，估值低于可比公司平均值，公司持续推进高端化，利润有望保持较快增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表4：啤酒板块公司估值

截止 日期	2024/6/27	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600600.SH	青岛啤酒	990	3.1	3.6	4.0	23.2	20.0	18.1	2.9	2.8	2.7
600132.SH	重庆啤酒	298	2.8	2.9	3.2	22.3	21.0	19.3	2.0	1.9	1.9
1876.HK	百威亚太	1,266	0.5	0.6	0.7	19.0	15.4	13.3	2.2	2.1	2.0
000729.SZ	燕京啤酒	251	0.2	0.3	0.4	39.0	27.1	20.9	1.8	1.6	1.5
002461.SZ	珠江啤酒	165	0.3	0.3	0.4	26.5	22.4	19.6	3.1	2.9	2.7
平均值						21.2	18.3		2.3	2.2	
0291.HK	华润啤酒	913	1.6	1.8	2.1	16.5	14.2	12.7	2.2	2.0	1.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：其中百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒盈利预测取自 Wind 一致预期，其余取自开源证券研究所。百威亚太为香港联交所挂牌公司，市值、EPS 单位均为港币计价；华润啤酒市值为港币计价，EPS 为人民币计价。）

5、风险提示

餐饮需求持续疲软风险。疫情以来餐饮消费需求表现疲软，餐饮终端关闭较多，啤酒现饮渠道占比较高，若餐饮需求持续疲软，或影响啤酒高端化进程。

成本快速上涨风险。2021 年铝材、纸箱、玻瓶大宗原材料价格持续上涨，且包材原料占比较高。当前大宗商品市场波动较大，如果原料价格大幅上涨将压制公司盈利能力。

竞争加剧风险。啤酒龙头加大高端化投入，营销及推广成本有所增加，随着市场呈现饱和，竞争或将加剧。

雨水天气风险。2023 年是典型厄尔尼诺事件，导致 2023 年夏季普遍高温，雨水量较少，2024 年随着厄尔尼诺消退，雨水量可能增加，或导致现饮消费场景受限。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,878	17,141	18,764	24,515	30,935
现金	10,428	5,520	7,130	12,441	18,320
应收账款	3,045	2,119	2,725	2,848	2,761
存货	7,402	9,502	8,908	9,227	9,854
其他流动资产	3	0	0	0	0
非流动资产	36,435	54,383	53,907	53,290	52,539
固定资产及在建工程	14,050	16,294	15,735	15,033	14,195
无形资产及其他长期资产	22,385	38,089	38,172	38,257	38,344
资产总计	57,313	71,524	72,670	77,806	83,474
流动负债	23,667	24,364	24,747	25,981	27,341
短期借款	512	931	0	0	0
应付账款	23,055	22,839	23,956	25,008	26,032
其他流动负债	612	1,525	790	972	1,309
非流动负债	6,569	12,986	9,986	9,686	9,386
长期借款	2	3	4	5	6
其他非流动负债	6,567	12,983	9,982	9,681	9,380
负债合计	30,236	37,350	34,733	35,667	36,727
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	15,342	18,589	22,303	26,454	31,012
归母所有者权益	27,039	30,295	34,009	38,160	42,718
少数股东权益	38	3,879	3,929	3,979	4,029
负债和股东权益总计	57,313	71,524	72,670	77,806	83,474

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,846	4,149	8,900	9,139	9,860
税前利润	4,344	5,153	6,040	6,745	7,402
折旧和摊销	1,562	2,277	1,559	1,601	1,638
营运资本变动	1,447	(3,479)	1,301	793	820
其他	(507)	198	0	0	0
投资活动现金流	(1,058)	(9,687)	(1,083)	(985)	(887)
资本开支	(1,661)	(2,520)	(1,083)	(985)	(887)
其他	778	(9,016)	0	0	0
融资活动现金流	(811)	927	(5,276)	(2,844)	(3,094)
股权融资	(1,739)	(1,911)	(2,276)	(2,544)	(2,794)
银行借款	1,022	3,070	(3,000)	(300)	(300)
其他	(94)	(232)	0	0	0
汇率变动对现金的影响	(145)	(77)	0	0	0
现金净增加额	4,832	(4,688)	2,541	5,310	5,273
期末现金总额	10,208	5,520	7,130	12,441	6,056

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	36,428	40,064	42,067	43,960	45,807
营业成本	21,702	22,829	23,760	24,610	25,414
营业费用	(6,743)	(6,750)	(8,065)	(8,048)	(8,234)
管理费用	(3,320)	(3,362)	(3,194)	(3,249)	(3,294)
其他收入/费用	638	1,158	1,110	1,134	1,122
营业利润	5,301	8,281	8,159	9,188	9,986
净财务收入/费用	(79)	(244)	23	155	270
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	5,528	7,078	8,199	9,156	10,048
所得税	1,178	1,864	2,159	2,411	2,646
少数股东损益	6	61	50	50	50
归母净利润	4,344	5,153	5,990	6,695	7,352
EBITDA	7,090	9,355	9,759	10,758	11,687
扣非后净利润	3,842	4,300	5,172	5,860	6,526
EPS(元)	1.34	1.59	1.85	2.06	2.27

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业利润(%)	(11.1)	28.0	15.8	11.7	9.7
营业收入(%)	5.9	10.0	5.0	4.5	4.2
归属于母公司净利润(%)	(5.3)	18.6	16.2	11.8	9.8
获利能力					
毛利率(%)	40.4	43.0	43.5	44.0	44.5
净利率(%)	11.9	12.9	14.2	15.2	16.1
ROE(%)	16.0	15.1	15.8	15.9	15.7
ROIC(%)	15.4	13.1	15.3	15.6	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.2	47.8	52.2	54.2	56.0
净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.6	0.3	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	7.1	10.8	8.7	8.6	9.2
应付账款周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.9	2.4	2.7	2.7	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.59	1.85	2.06	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	-1.45	0.78	1.64	1.63
每股净资产(最新摊薄)	8.33	9.34	10.48	11.76	13.17
估值比率					
P/E	19.6	16.5	14.2	12.7	11.6
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn