

### 华润啤酒 (291.HK)

啤酒高端化战略持续推进，拓展白酒业务有望增厚盈利

#### 投资要点:

**啤酒高端化战略持续推进:** 2017年以来，华润啤酒开启了“3+3+3”合共九年的战略规划，持续落地品牌重塑、产能优化、组织再造、营运变革、信息化升级等，提质增效，盈利水平实现跨越式增长。在国内啤酒高端化浪潮下，公司2019年与喜力集团强强联手，逐步引入喜力旗下国际品牌，并在2020年推出“中国品牌+国际品牌”搭配的“4+4”高端品牌矩阵，以满足消费者差异化需求，推动公司次高档及以上啤酒销量由2019年约131万千升增长至2021年约187万千升，同期销量占比也由约11.5%上升至约16.9%。随着公司未来持续推进“决战高端”战略落地，高端化将继续加速，有利于其啤酒业务盈利能力进一步提升。

**拓展白酒业务有望增厚盈利:** 华润啤酒近年持续加码布局白酒业务。公司2021年8月收购山东景芝白酒40%股权。今年10月，公司再下一城，将以123亿增资以及收购拥有全国性知名酱香酒品牌的金沙酒业合共55.19%股权，实现财务并表，并有望组建1个全国性龙头+N个区域龙头的白酒矩阵，加速公司未来白酒业务发展。金沙酒业地处酱香酒核心产区赤水河上游的金沙产区，具有生产优质酱香酒的有利地理条件，目前基酒产能为2.4万吨，并将在“十四五”期间进一步扩产至5万吨。金沙酒业近年业绩在酱香酒热潮带动下呈现高速增长态势；其收入和利润分别由2019年约8.8亿元和1.6亿元显著上升至2021年约36.4亿元和13.1亿元；同期毛利率和利润率则分别由52.1%和17.8%上升至63.7%和36.1%。预期金沙酒业未来业绩或将在华润集团资本实力的加持，以及华润啤酒的助力下维持较快增长，华润啤酒也有望受益于金沙酒业财务并表而增厚盈利。

**成本进入下行周期，助力改善利润端表现:** 华润啤酒近年啤酒原材料成本占收入比率呈下降趋势，相关比率由2016年约66.3%至2021年约60.8%。此外，公司折旧费用占收入比率整体上也由2016年约5.9%下降至2019年约5.0%，在2020年和2021年分别进一步下降至2.4%和1.4%。随着主要原材料成本压力在今年下半年有所减缓以及公司持续加强费用管控，预期公司旗下啤酒业务利润率将持续改善。

**盈利预测与投资建议:** 我们首次覆盖华润啤酒(291.HK)，预期公司于2022至2024财年的利润分别约为39.0亿元、50.5亿元及76.7亿元，同比增长约-15.1%、+29.7%及51.7%。根据现金流折现估值模型之测算，我们给予公司66.7港元的目标价，对应2022财年至2024财年之预测市盈率分别约49.6倍、38.2倍和25.2倍。基于目标价较12月14日收市价55港元有约21.2%的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

#### 财务摘要:

单位: 亿元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	331.9	314.5	333.9	355.5	411.0	481.6
毛利	122.3	120.8	130.7	142.1	173.2	222.4
毛利率	36.8%	38.4%	39.2%	40.0%	42.1%	46.2%
利润	13.1	20.9	45.9	39.0	50.5	76.7
利润率	3.9%	6.7%	13.7%	11.0%	12.3%	15.9%

报告日期: 2022-12-15

首次覆盖

投资评级:

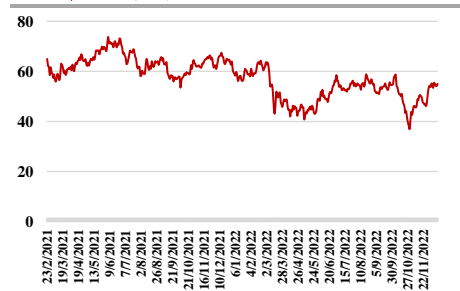
买入

#### 基本数据

所属板块	食品饮料
最新价	55.0 港元
市值	1,784.3 亿港元
52周区间	35.9-68.7 港元
3个月日均成交量	11.6 百万股
主要股东持股比例	51.91%

数据来源: Bloomberg, WIND, HKEX  
注: 截止2022年12月14日

#### 一年行情图



数据来源: Bloomberg

#### 分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

## 目录

<b>1.公司概况</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司简介 .....	3
1.2 “291”之演变过程 .....	4
1.3 发展沿革 .....	4
1.4 股权结构 .....	5
<b>2.优势分析</b> .....	<b>6</b>
2.1 背靠央企华润集团，享有独特优势 .....	6
2.2 啤酒业务正处于“高端化、产能优化”发展阶段 .....	7
2.3 战略规划清晰、落地执行力强 .....	8
2.4 有质量增长、转型升级、创新发展 .....	8
<b>3.投资亮点</b> .....	<b>12</b>
3.1 啤酒高端化战略持续推进 .....	12
3.2 拓展白酒业务有望增厚盈利 .....	19
3.3 成本进入下行周期，助力改善利润端表现 .....	27
<b>4.盈利预测与投资建议</b> .....	<b>29</b>
<b>5.风险因素</b> .....	<b>30</b>
<b>6.财务报表摘要</b> .....	<b>31</b>

## 1. 公司概况

### 1.1 公司简介

华润啤酒目前是华润集团属下的啤酒上市公司，专营生产、销售以及分销啤酒产品。

除“雪花”主品牌外，公司近年与喜力合作，进一步丰富其品牌组合至涵盖多个国际知名品牌，包括喜力、苏尔、红爵和悠世白啤酒等。

图表 1：华润啤酒旗下主要品牌以及产品矩阵展示图



数据来源：公司官网、淘宝网、苏宁易购、京东商城、公开讯息、山证国际研究部整理

2020年，公司成立华润酒业控股后，开始涉及白酒业务。

图表 2：华润啤酒旗下已布局的白酒品牌



数据来源：公司官网、公司公告、山证国际研究部整理

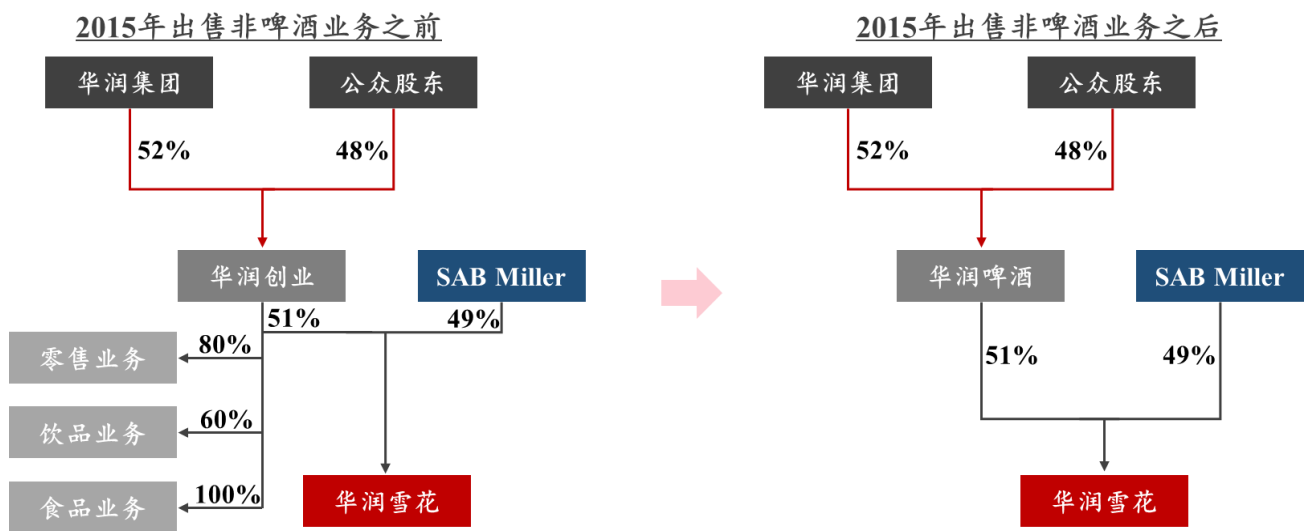
## 1.2 “291”之演变过程

华润集团 1992 年收购上市公司“永达利”，股份代码为“291”，并更名为“华润创业”，成为最早在香港上市的中资企业之一。华润创业其后通过并购、合资、分拆上市、资产置换等方式，助力华润集团实业化转型，实现快速发展。

2010 年以来，华润创业深耕大消费领域，并在多个产业布局发展，培育孵化出雪花啤酒、怡宝、五丰、华润万家等多个知名品牌。

2015 年，华润创业出售全部非啤酒业务予华润集团，上市公司也更名为「华润啤酒（控股）有限公司」，同时也开启“291”新征程。

图表 3：华润创业在 2015 年出售非啤酒业务予华润集团之股权变化展示图



数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

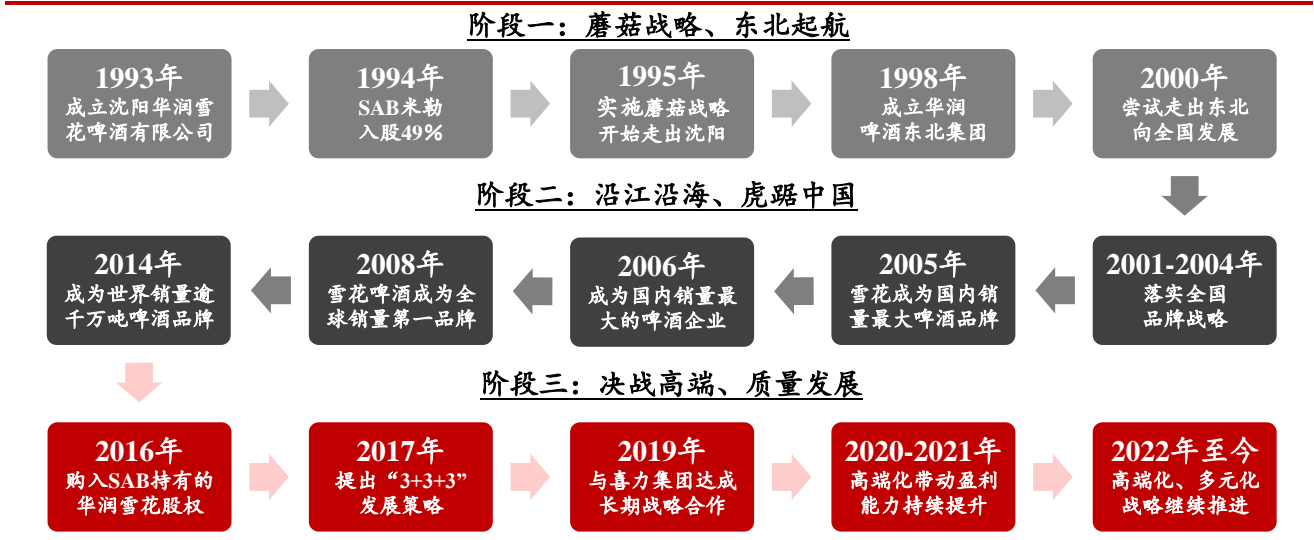
## 1.3 发展沿革

华润啤酒发展大致上可以分为三个阶段。阶段一：公司在 1993 年成立沈阳华润雪花啤酒有限公司后，1994 年携手当时全球第四大啤酒公司 SAB 米勒共同开发中国啤酒市场，公司占股 51%，SAB 米勒占股 49%。公司 1995 年实施“蘑菇战略”开始走出沈阳，并在 1998 年成立华润啤酒东北集团，以及在 2000 年尝试走出东北，走向全国发展。

阶段二：2001 年至 2004 年，公司确定“雪花”为全国统一品牌，实施全国品牌战略，并透过“沿江沿海”战略迅速扩大业务布局。2005 年，雪花成为国内销量最大啤酒品牌。公司在 2006 年成为国内销量最大的啤酒企业。2008 年，雪花啤酒成为全球销量第一品牌。

阶段三：2016 年，公司购入 SAB 米勒原本持有的华润雪花 49% 股权。2017 年以来，公司开始执行“3+3+3”战略落地，并在 2019 年与喜力集团开启长期战略合作，随后逐步引入喜力、红爵、苏尔、悠世白啤酒等国际品牌，公司产品结构不断升级。在高端化的带动下，公司 2020 年以来盈利能力持续提升。此外，公司在 2021 年开始布局白酒业务，并开启“啤酒+白酒”双轮驱动的新发展模式。

图表 4：华润啤酒发展沿革

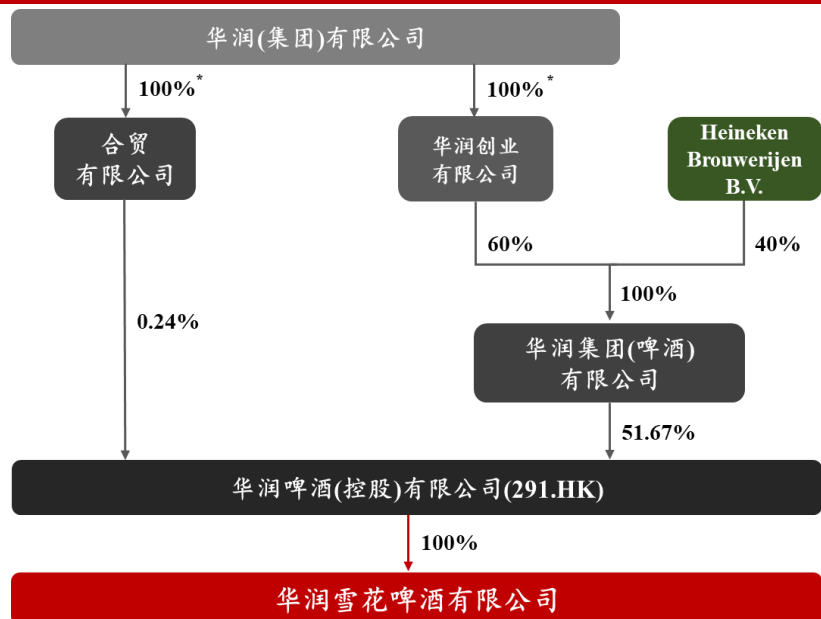


数据来源：公司公告、演示材料以及官网、山证国际研究部整理

### 1.4 股权结构

华润集团目前合共持有华润啤酒的股权约 51.91%，包括透过华润集团(啤酒)有限公司以及合贸有限公司分别持有约 51.67%和 0.24%。其中，喜力集团在 2019 年开展长期战略合作后持有 40%华润集团(啤酒)有限公司，间接持有公司股权约 20.67%。

图表 5：华润啤酒股权架构图



\*间接持有：于 2021 年 12 月 31 日

数据来源：公司官网、山证国际研究部整理

## 2. 优势分析

### 2.1 背靠央企华润集团，享有独特优势

华润集团目前业务发展已涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，致力于提高大众的生活品质，位列 2022 年《财富》世界五百强第 70 位。

图表 6：华润集团六大业务板块展示图



数据来源：各公司官网、山证国际研究部整理

华润啤酒是华润集团大消费业务板块中重要的一环，各业务在消费人群和渠道方面与公司均有不同程度协同效应。其中，华润万家现拥有门店逾 3,200 家，曾是公司开拓部分新市场的重要商超渠道。近年，华润置地也与合作打造“雪花啤酒小镇”。随着华润集团各版块业务未来持续发展，或将进一步助力公司实现“啤酒+白酒”双赋能商业模式。

图表 7：华润万家旗下品牌以及门店简介图



- 全国超市 2021 年排名第四
- 拥有门店 3,245 家
- 已进入全国 28 个省、自治区、直辖市和特别行政区 113 个地级以上城市

数据来源：中国连锁经营协会、华润万家网站、山证国际研究部整理

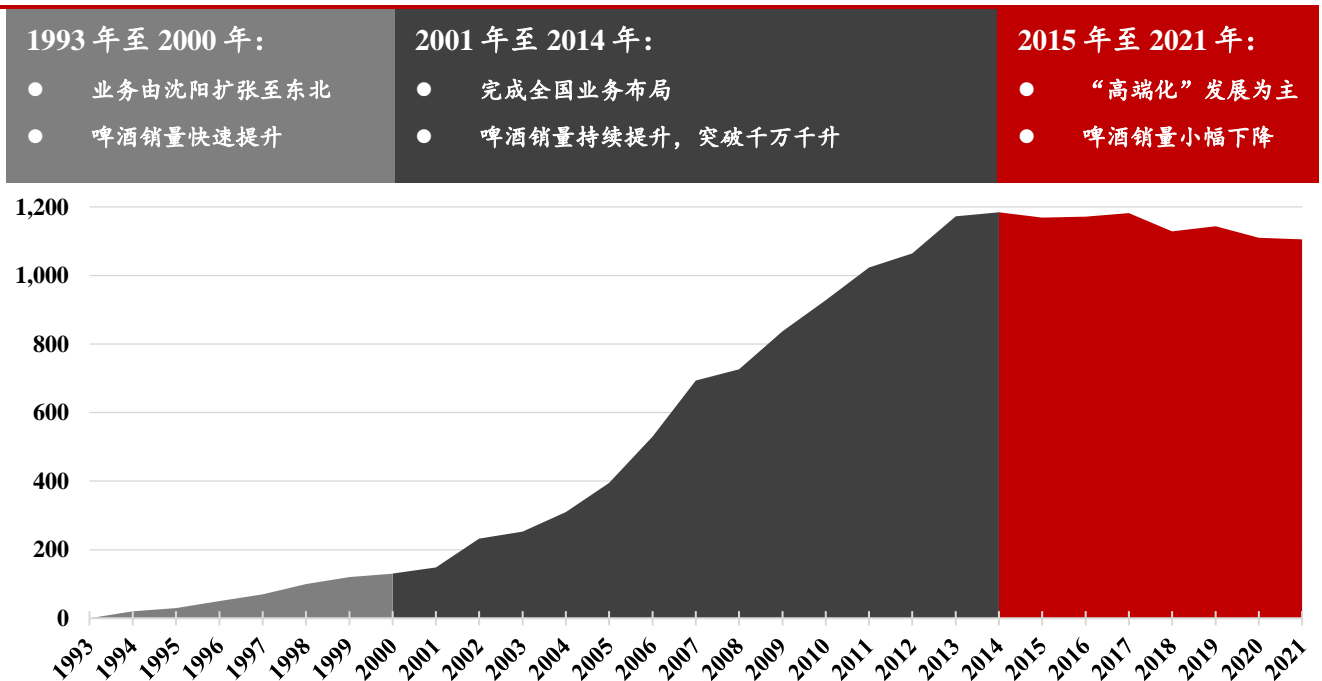
## 2.2 啤酒业务正处于“高端化、产能优化”发展阶段

华润啤酒在 1993 至 2000 年通过与国际啤酒企业合作、一系列产能并购，业务得到快速成长，公司啤酒销量实现由零到突破百万千升的成绩。此外，公司在 1998 年成立东北集团后，也开始了其规范性、有计划管理的第一步，逐渐形成了全国管理的组织架构与管理体的雏形，并提出了“做中国第一的啤酒公司”的战略目标。

2001 年至 2014 年，公司完成全国业务性布局，啤酒销量持续提升，并突破千万千升。公司在 2002 年将旗下的 26 个工厂划分为 7 个区域公司，以最快的反应应对市场的激烈竞争，推动了雪花在这一时期的快速发展，并奠定了现在的分区域管理的基础。此外，公司同年也确定了“雪花”为全国统一品牌，实施全国品牌战略。2005 年，雪花啤酒以 158 万千升的单品牌销量，成为全国销量第一的啤酒品牌。2011 年，华润雪花啤酒总销量及雪花单品牌销量均超过 1,000 万千升。随着我国消费者的健康意识、消费能力以及消费理念的提升，对啤酒消费观念转以“喝少些、喝好些”为主，啤酒整体市场竞争开始加剧，公司啤酒销量在 2014 年也达到触顶水平，约 1,184 万千升。

2017 年以来，公司提出“3+3+3”战略，经营方向也逐渐转以“高端化、产能优化”为主，并陆续关停低效酒厂，并通过酒厂升级改造，以提高营运效率和产能利用率。2019 年，公司与喜力集团达成长期战略合作，以多品牌产品组合发力高端化，业务重点也从“量”到“质”进一步强化。公司啤酒销量因此由 2014 年约 1,184 万千升下降至 2021 年约 1,106 万千升，期间年复合增长率约为-1.0%。

图表 8：华润啤酒年度销量(万千升)表现



注：1993年-2000年啤酒销量是根据公司收购规模估计，与实际值有偏差

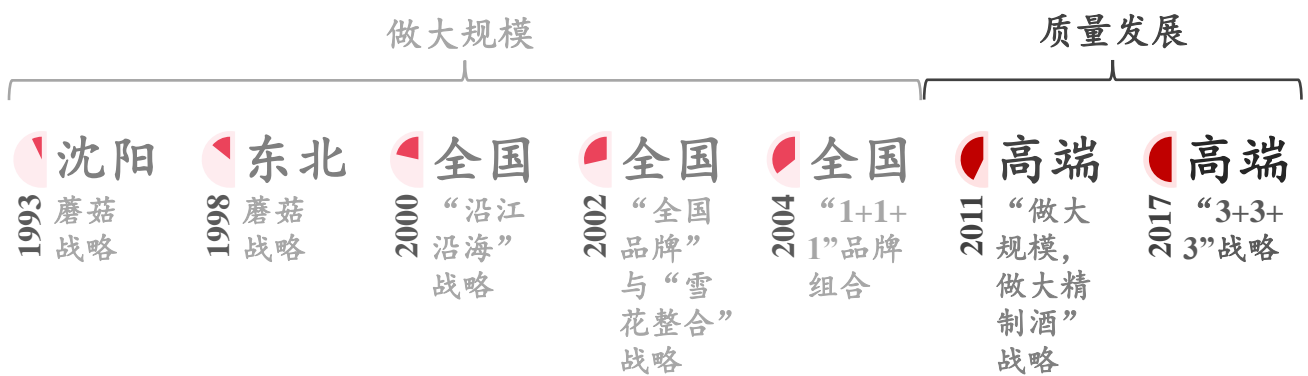
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.3 战略规划清晰、落地执行力强

华润啤酒管理团队的战略眼光和执行力表现皆十分突出。在做大规模的阶段，公司提出以“蘑菇战略”在不同区域里建立强势地位，形成初期“小区域、大份额”的独特发展模式。随后，公司透过执行“沿江沿海”战略等，搭建完善的销售渠道，并实现全国性业务布局。

2017年，公司提出“3+3+3”战略，强调高质量发展，并持续推进高端化与高效率营运，成效显著。

图表 9：华润啤酒发展主要目标以及战略展示图



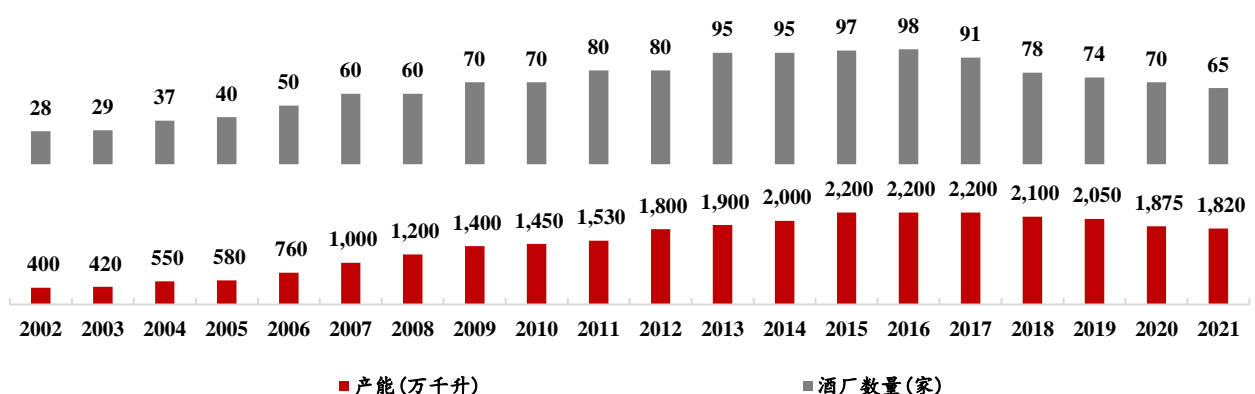
数据来源：公司官网、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.4 有质量增长、转型升级、创新发展

#### 2.4.1 产能优化和效率提升的红利逐步释放

随着“3+3+3”战略落地，华润啤酒设定第一个三年(2017年至2019年)发展方向为“有质量增长、转型升级、创新发展”，2017年开始持续去除低效产能，并推动产能优化和提升经营效率，相关“关厂提效”策略引发的红利也逐步得到释放，利好公司经营表现。

图表 10：华润啤酒 2002-2021 年酒厂数量以及产能表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

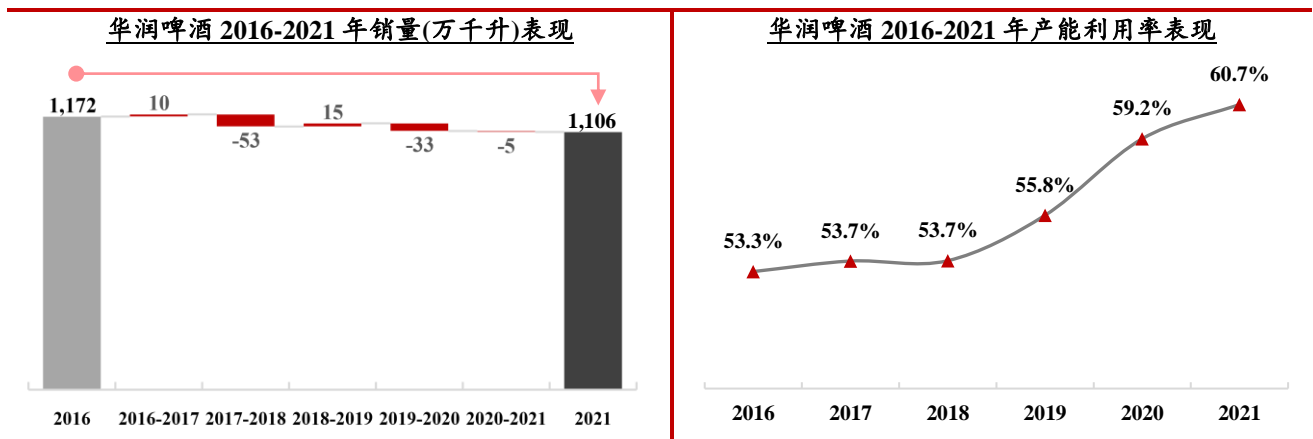


公司旗下工厂数量已从 2016 年峰值的 98 家减少约 33.7% 至 2021 年的 65 家，年均减少约 7.9%。公司年度产能则伴随工厂数量由 2016 年的 2,200 万千升下降约 17.3% 至 2021 年的 1,820 万千升，年均降幅约为 3.7%。

销量方面，公司年度啤酒销量由 2016 年约 1,172 万千升下降约 5.6% 至 2021 年的 1,106 万千升，年均降幅约为 1.2%。

由于公司近年关闭主要是低效的中小型酒厂，其销量和产能降幅远小于酒厂数量减少幅度，因此公司整体产能利用率由 2016 年约 53.3% 持续改善至 2021 年约 60.7%。

图表 11：华润啤酒近年销量以及产能利用率表现

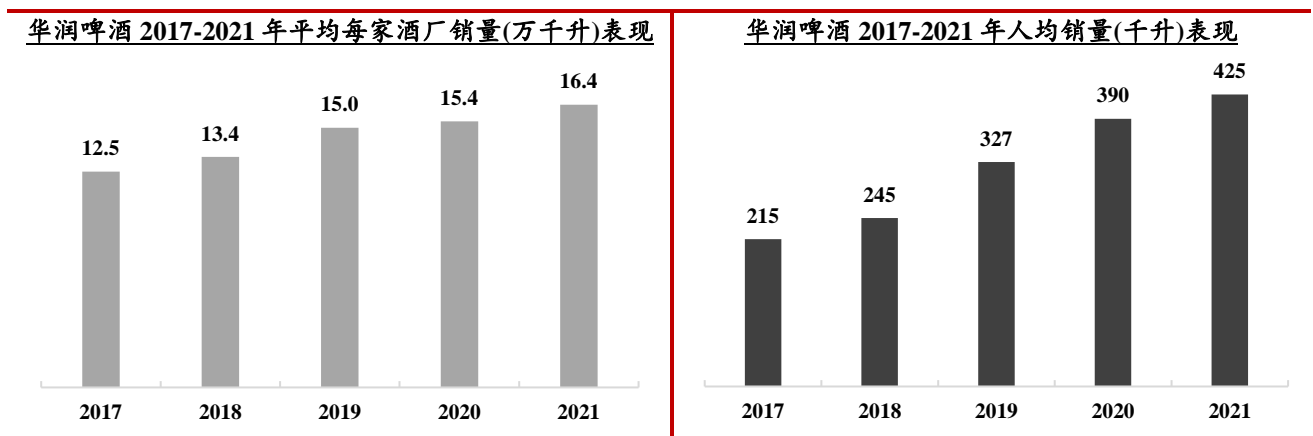


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，公司在 2016 至 2021 年期间关闭低效工厂 33 家和安置员工逾三万人后，其产能优化和人员效率得到明显提升。

公司平均每家酒厂销量已由 2017 年约 12.5 万千升提升约 31.0% 至 2021 年约 16.4 万千升。公司平均每位员工销量贡献由 2017 年约 215 千升提升约 98.2% 至 2021 年约 425 千升。

图表 12：华润啤酒近年平均每家酒厂销量以及人均销量表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

### 2.4.2 多品牌产品组合发力高端化，实现产品结构不断升级

华润啤酒近年除了以“雪花”品牌成功推出多款明星大单品之外，公司 2019 年与喜力集团开启长期战略合作后，也逐步引入喜力、红爵、苏尔、悠世白啤酒等国际品牌，实现产品结构不断升级。

图表 13：华润啤酒主要产品展示图



数据来源：公司官网、山证国际研究部整理

此外，公司啤酒产品在口感、酒精度以及价格带上已实现全覆盖，以满足消费者差异化、个性化需求。其中，公司在 8 元以上(高档)、5 至 8 元(中档)和 5 元以下(普档)价格带均有产品布局，可以为消费者提供更宽的价格段位选择，有利于公司巩固其行业龙头地位。

图表 14：华润啤酒按档次类别划分之产品简介图

档次类别	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)
			容器	容量		
高档 8元以上	雪花品牌： 醴	325.1	瓶装	999ML	8.0	18.8
	黑狮覆盆子果啤	17.6	瓶装	330ML	4.5	11.8
	花脸脸谱	15.0	罐装	500ML	4.1	11.5
	沈阳老雪花	12.0	罐装	500ML	4.1	12.0
	匠心营造	10.0	瓶装	500ML	3.3	10.0
	拉微邦黑啤	9.1	罐装	500ML	4.9	13.0
	勇闯天涯SuperX	8.3	瓶装	500ML	3.3	9.0
	马尔斯绿	8.3	罐装	500ML	2.9	8.0
	黑狮白啤	8.2	罐装	500ML	4.1	11.8
	雪花纯生	8.1	罐装	330ML	2.5	8.0
	喜力品牌： 经典	11.5	瓶装	500ML	5.0	11.4
	星银	9.0	罐装	500ML	4.0	9.5
	虎牌晶纯	8.2	瓶装	330ML	4.0	10.0
红爵	8.1	罐装	500ML	3.3	8.5	
中档 5-8元	雪花小啤汽	6.5	罐装	500ML	0.0	/
	雪花勇闯天涯	5.4	罐装	500ML	3.0	8.0
普档 5元或以下	雪花晶粹	4.0	罐装	500ML	2.5	8.0
	雪花清爽	3.7	罐装	330ML	2.5	8.0
	雪花纯9	3.3	罐装	330ML	3.3	9.0
	雪花冰酷	1.6	罐装	330ML	3.3	9.0

注：产品信息收集时间：2022年11月23日

数据来源：公司官网、公司公告、淘宝网、京东网站、山证国际研究部整理

### 2.4.3 创新营销策略加强产品有效推广

华润啤酒近年在产品形象和营销方面做出不少创新。公司通过IP以及代言人的深度合作，形成自有的营销体系，充分与用户建立联系，展现品牌的态度和精神，并透过多平台营销，持续抢占年轻人市场。

其中，勇闯天涯superX近年与广受年轻人喜爱的综艺《这就是街舞》合作，再通过娱乐营销、粉丝经济等多种形式融入年轻人文化，迅速渗透年轻群体。凭借价值观和情感的链接，“勇闯天涯 superX 以舞战疫”，即《这!就是街舞3》全链营销，获得第十四届金投赏商业创意金奖。

图表 15：华润啤酒旗下雪花啤酒近年在营销方面获得部分奖项展示图

雪花啤酒获得第十四届金投赏商业创意金奖展示图



优酷  
华润雪花啤酒 Snow Beer  
勇闯天涯superX以舞战疫，全链营销不停  
RD-W-2021-21728  
媒体组 / CB-1015 视频-整合营销  
2021金奖

雪花啤酒获得“中国创新营销大奖”展示图



数据来源：公司官网、金投赏网站、山证国际研究部整理

此外，公司的中式啤酒美学也获得来自世界 23 个国家的裁判的权威认可，其中超高端产品醴、黑狮系列啤酒均获得 2022 年缪斯设计大奖 (MUSE Design Awards) 金奖。

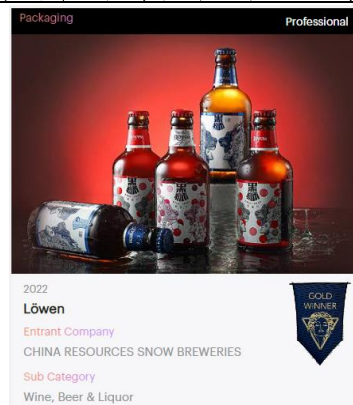
图表 16：华润啤酒旗下超高端产品醴和黑狮系列啤酒均获得 2022 年缪斯设计奖金奖展示图

超高端产品醴获得缪斯设计奖金奖展示图



2022  
Li  
Entrant Company  
CHINA RESOURCES SNOW BREWERIES  
Sub Category  
Wine, Beer & Liquor  
GOLD WINNER

黑狮系列啤酒获得缪斯设计奖金奖展示图



2022  
Löwen  
Entrant Company  
CHINA RESOURCES SNOW BREWERIES  
Sub Category  
Wine, Beer & Liquor  
GOLD WINNER

数据来源：公司官网、缪斯(Muse Award)网站、山证国际研究部整理

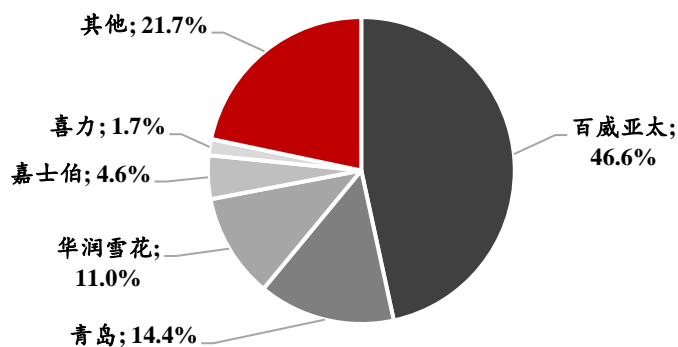
### 3. 投资亮点

#### 3.1 啤酒高端化战略持续推进

##### 3.1.1 “3+3+3”发展战略开启高端化新阶段

在我国高端及超高端啤酒市场中，百威过去一直以其国际品牌定位和较早高端业务布局，2018年以逾46%市场占有率领先于其他啤酒企业。

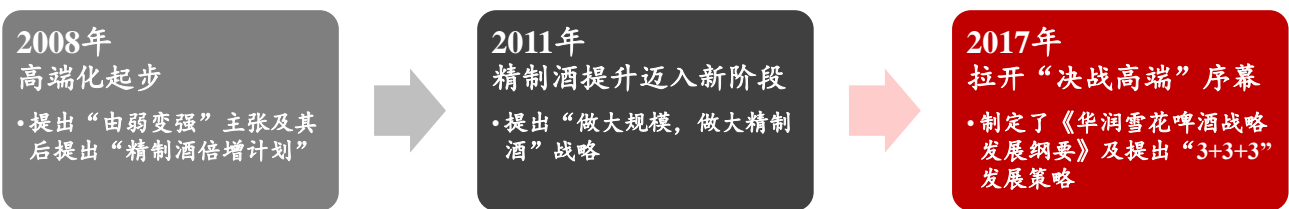
图表 17：中国高端及超高端啤酒 2018 年按消费量市场分布图



数据来源：百威亚太招股书、GlobalData、山证国际研究部整理

华润啤酒在 2006 年成为国内销量最大的啤酒企业后，开始意识到要在国内啤酒市场上维持竞争力，必须由“量”走向“强”，因此在 2008 年提出“由弱变强”主张及 2011 年提出“做大规模，做大精制酒”战略。

图表 18：华润啤酒高端化发展策略示意图



数据来源：华润雪花啤酒官网、山证国际研究部整理

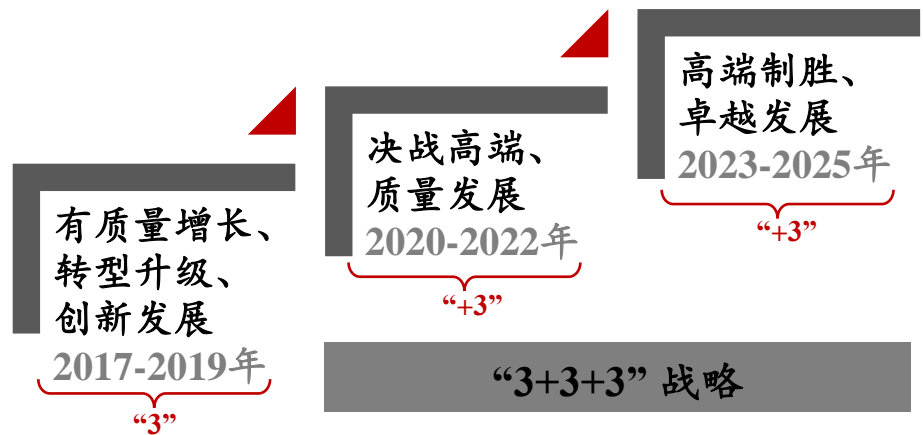
2017 年以来，华润啤酒开启了“3+3+3”合共九年的战略规划，持续落地品牌重塑、产能优化、组织再造、营运变革、信息化升级等，提质增效，盈利水平实现跨越式增长。

2017-2019 年：第一个“3”年的战略是“有质量增长、转型升级、创新发展”。三年内基本完成“去包袱”（关厂提效，产能优化）、“强基础”（转变管理理念，强化执行力）以及“蓄能量”（品牌合作积累能量）。

2020-2022 年：第二个“3”年的战略是“决战高端、质量发展”。具体要实现“战高端”（高端市场销量接近主要竞争对手）、“提质量”（生产、人力、财务质量迈上新台阶）以及“增效益”（营业额和利润显著提升）。

2023-2025 年：第三个“3”年的战略是“高端制胜、卓越发展”。完成三个目标包括“赢高端”（高端市场占有率名列前茅）、“双对标”（对标国际一流公司）以及“做一流”（成为世界一流的啤酒企业）。

图表 19：华润啤酒 2017 年开启的“3+3+3”战略简介图



数据来源：华润雪花啤酒官网、山证国际研究部整理

### 3.1.2 产品结构升级+渠道变革生效，推动高端销售快速增长

华润啤酒 2018 年以来在雪花品牌重塑以及产品年轻化方面做了不少工夫。公司近年推出多个明星大单品如勇闯天涯 super X、雪花马尔斯绿啤酒等之外，并针对相关产品的独特定位，通过 IP 以及代言人的深度合作，以创新营销形式持续抢占年轻人市场。

图表 20：华润啤酒近年推出主要新品牌产品简介图



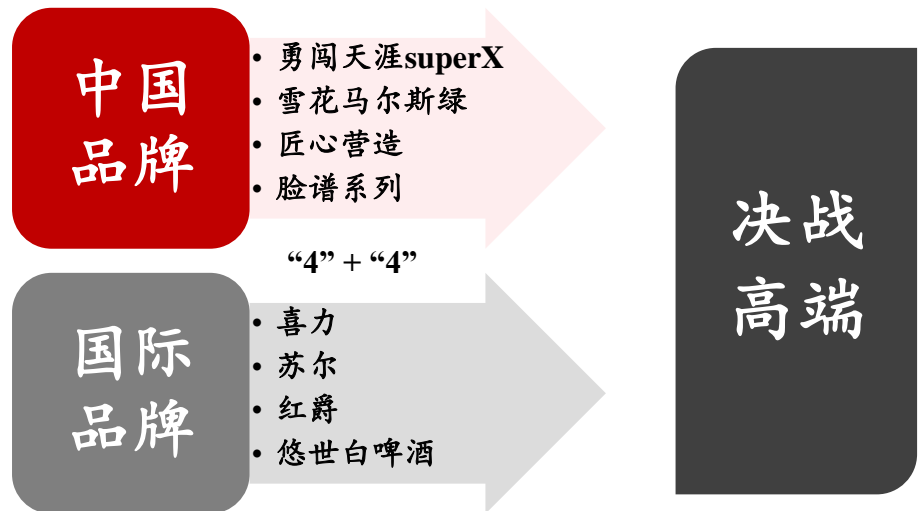
数据来源：公司官网、公司公告、公开资讯、山证国际研究部整理

此外，公司近年也与喜力集团强强联手，推动公司产品的高档细分发展达到新高度。2018年8月，华润啤酒与全球第二大啤酒企业喜力集团达成长期战略合作安排。双方在同年11月达成股份购买协议，公司以23.55亿港元收购喜力中国大陆相关公司全部股权以及喜力中国香港相关公司全部已发行股本。此外，喜力集团则以约243.5亿港元收购华润啤酒母公司华润集团(啤酒)40%的股权。

该交易于2019年4月完成后，喜力集团间接持有华润啤酒20.7%的股份，华润创业则持有喜力集团0.9%股份。

在国内啤酒高端化浪潮下，公司2020年推出“中国品牌+国际品牌”搭配的“4+4”高端品牌矩阵，以满足消费者差异化的消费需求。其中，由勇闯天涯superX、雪花马尔斯绿、匠心营造、脸谱系列组成四大中国品牌；由喜力、苏尔、红爵、悠世白啤酒等组成四大国际品牌。

图表 21：华润啤酒推出“中国品牌+国际品牌”搭配的高端品牌矩阵



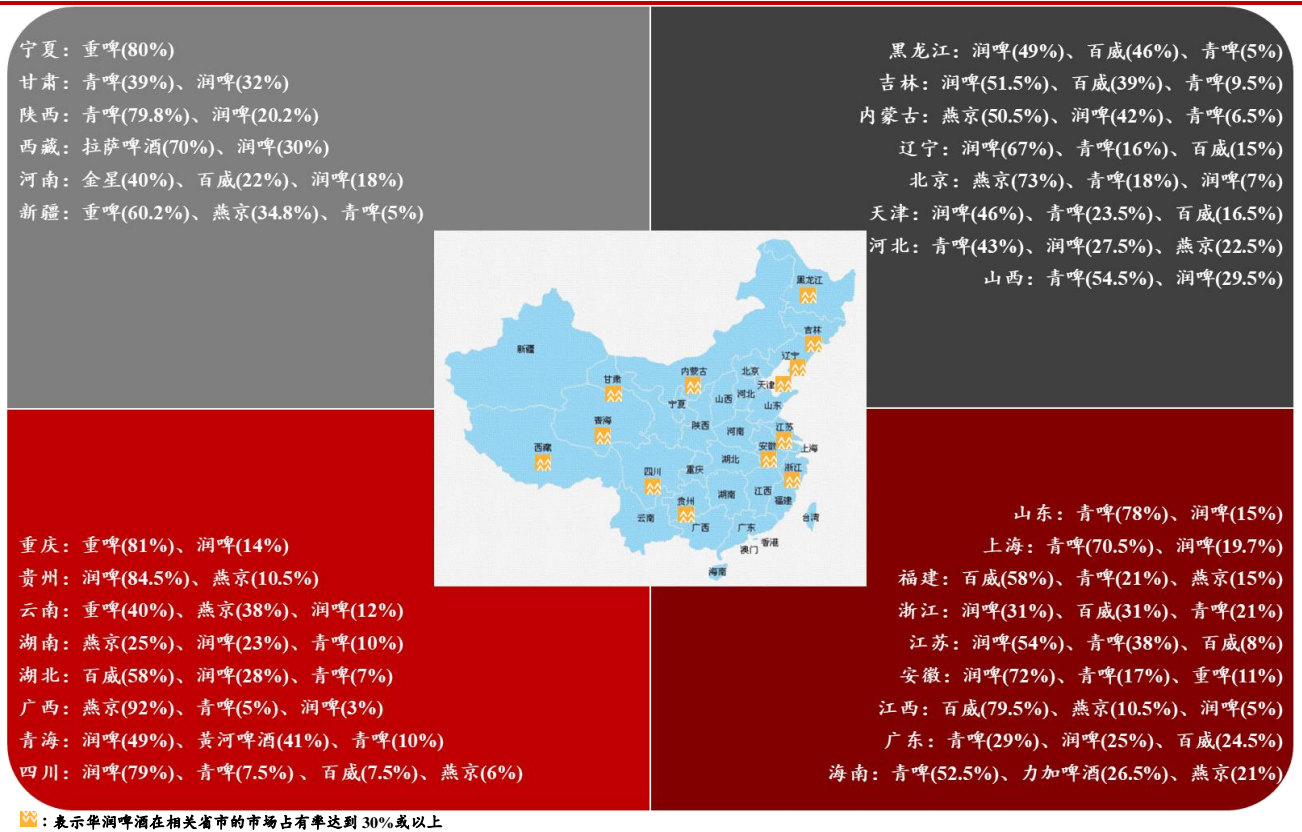
数据来源：公司官网、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

通过深度合作，华润啤酒与喜力集团在渠道、产品以及品牌方面的协同效应将持续释放。首先，喜力集团虽然是全球第二大啤酒企业，但是过往因为缺乏较强的经销网络，其中国市场占有率(2018年：1.7%)一直远低于百威(2018年：46.6%)，因此喜力未来将可以借助华润啤酒原有的经销渠道拓展销售，加大喜力产品市场渗透；而华润啤酒在劣势地区方面，则可以接入喜力相关地区(如福建等)经销渠道，进一步拓宽其销售网络。

其次，华润啤酒逐步引进喜力旗下不同产品，如喜力星银啤酒、喜力®0.0 无醇啤酒等，持续丰富产品组合，在价格带、口感、酒精度以及麦汁浓度方面更为多元，将更有效应付个性化以及差异化消费需求。

品牌协同方面，作为全球第二大的啤酒企业，喜力品牌的国际性高端形象较本土啤酒品牌更受国内消费者认可，华润啤酒将可借助喜力品牌的高端形象以“中国品牌+国际品牌”搭配策略，打入更多高端市场(如夜场等)，进一步布局高端经销渠道，有利于公司整体高端产品销售。

图表 22: 中国 31 省市 2018 年啤酒市场占有率统计图



数据来源: 快消家、搜狗、山证国际研究部整理

此外, 华润啤酒近年也加大对喜力旗下品牌培育推广的投入, 开展了「喜力®星银™上市推广 S 计划」、「苏尔泳池派对」等主题营销, 相关营销活动有助于喜力品牌等进行年轻化重塑, 并增加年轻消费者对相关产品的认知度, 有利于相关品牌建设和升级。

图表 23: 喜力品牌近年在中国部分营销活动展示图



数据来源: 公司官网、公司公告、公开讯息、山证国际研究部整理

渠道方面，华润啤酒自 2002 年开始经历了三次渠道变革。

第一次渠道变革(2002-2013 年)：在行业增量时代下，公司实施全国性拓展策略，自 2002 年起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，提升渠道覆盖以及实现深度分销；

第二次渠道变革(2014-2019 年)：公司以渠道、经销及销售管理体系(CDDS)为核心，“二次改造”从厂家到终端的分销服务控制管理系统，并实现现代化、互联网化、信息化更深结合，以满足公司高质量增长需要；

第三次渠道变革(2020 年至今)：配合高端化发展策略，公司高端化发展策略，需要优化经销商体系，以高端客户平台及数字化销售管理系统的建设，助力次高端及以上产品更精准及有效营销。

图表 24：华润啤酒渠道的三次变革概要

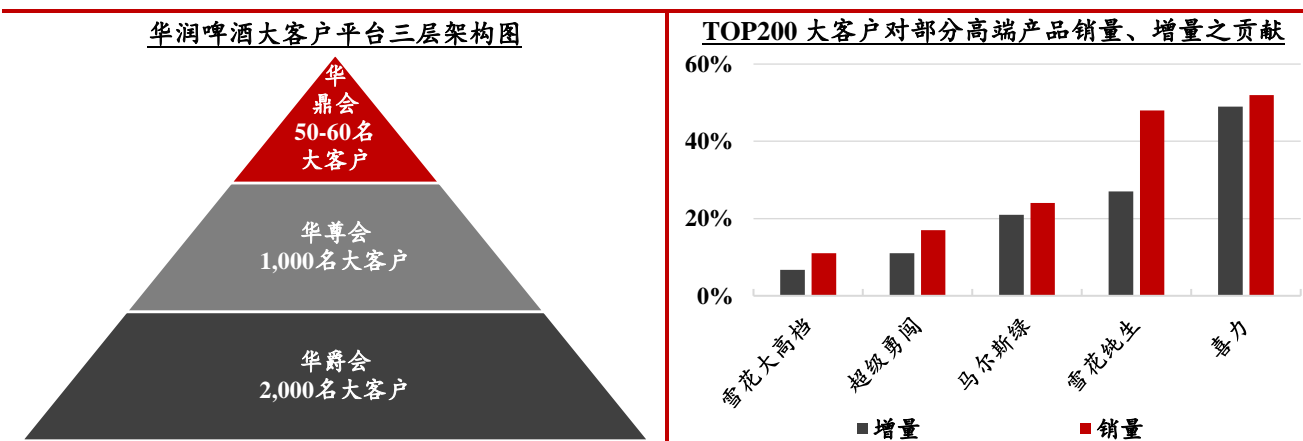
第一次变革： 2002-2013年	第二次变革： 2014-2019年	第三次变革： 2020年至今
<ul style="list-style-type: none"> <li>背景：配合全国性拓展策略，需要强化渠道建设</li> <li>目的：提升渠道覆盖以及实现深度分销</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>背景：配合高质量发展，需要提升经销管理能力</li> <li>目的：建设好渠道、经销及销售管理体系(CDDS)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>背景：配合高端化发展策略，需要优化经销商体系</li> <li>目的：建设好高端客户平台及数字化销售管理系统</li> </ul>

数据来源：华润集团官网、中国国际啤酒网、公开讯息、山证国际研究部整理

2021 年 7 月，公司启动其高端大客户平台，该平台将分为三层架构，分层设计，分层管理。并以华鼎会、华樽会、华爵会命名，分别对应全国、省级、市级三个层面的优秀客户。公司设定“华鼎会”、“华尊会”、“华爵会”首期大客户数量发展目标分别为 50-60 名、1,000 名、2,000 名；

此外，公司也通过“铸剑行动”、“渠道伙伴大会”等项目建设高端啤酒大客户体系，在高端市场快速打开了局面。首 200 名大客户占经销商数量约 1.4%，但其对部分高端产品的 2021 年销量、增量则带来显著贡献。

图表 25：华润啤酒大客户平台三层架构图及首 200 大客户对部分高端产品 2021 年销量、增量之贡献

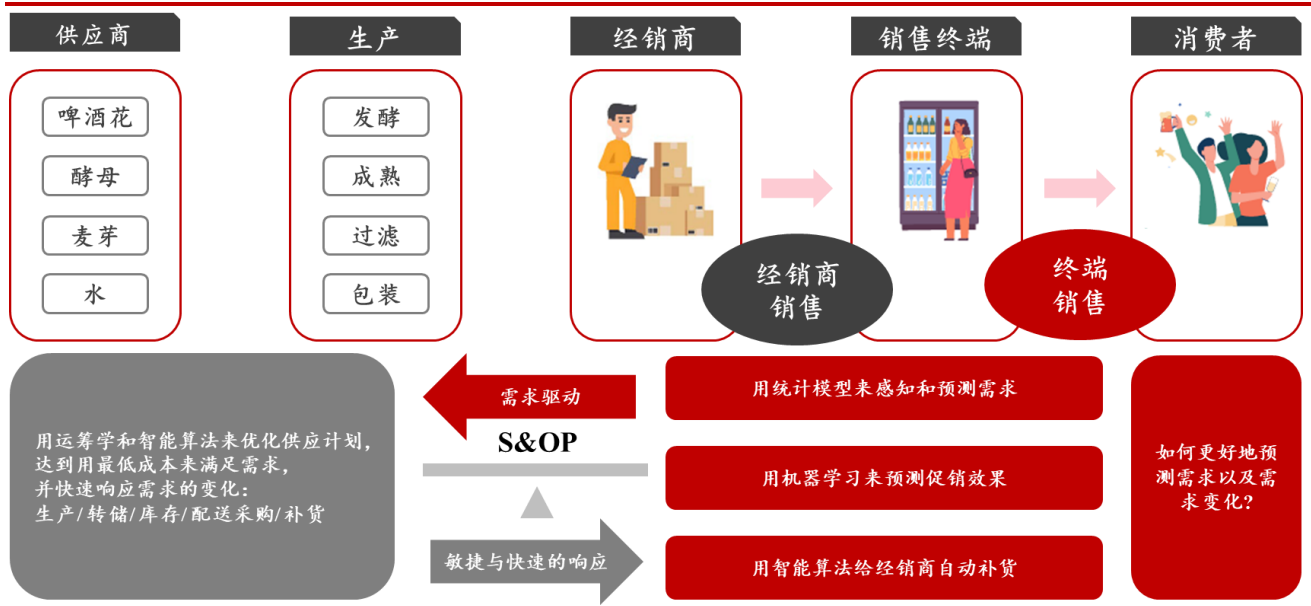


数据来源：公司官网、公司公告、公开讯息、山证国际研究部整理



此外，公司 2020 年成功上线 S&OP ONE 产销计划决策管理平台，包含全国供需关系优化、销售计划、供应计划和经销商预测与补货计划四个功能模块，已覆盖雪花啤酒总部、16 家区域公司、70 余个工厂或仓库、3,000 余个销售区县以及 20,000 多个经销商。公司可以利用该平台继续向销售端拓展，通过建设上下游生态圈，借助经销商预测与补货解决方案，输出管理能力，实现与渠道伙伴的协同以及更精准营销。

图表 26：华润啤酒 S&OP ONE 产销计划决策管理平台展示图



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

为了深化高端布局，公司近年强调以制高点形式抢占高端市场份额，并对重点区域市场进行布局，包括两省（浙江、福建）、五市（北京、上海、深圳、广州、香港），八大高地（成都、武汉等中心城市），以及重点省会城市（如长沙、石家庄等）。同时，对终端也进行了划分，除了将夜场（夜店、酒吧）作为制高点，还拓展酒店、高端餐饮、新零售等渠道。

图表 27：华润啤酒近年提出的“两省五市八大高地战略”简介

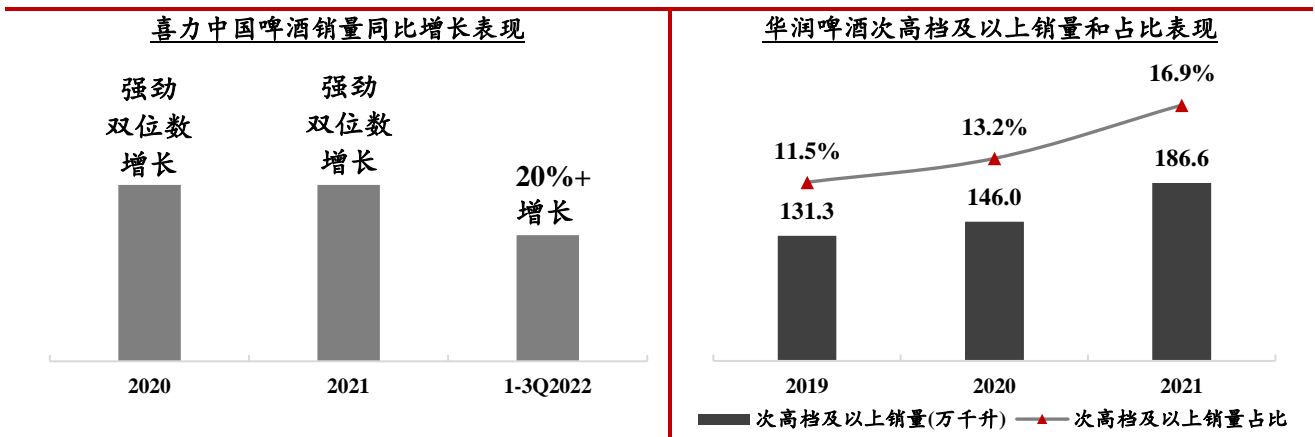
两省五市八大高地战略			
两省 (浙江、福建)	五市 (北京、上海、深圳、广州、香港)	八大高地 (成都、武汉、杭州、南京、郑州、西安、重庆、天津)	重点省会城市 (如长沙、石家庄等)

数据来源：公开讯息、山证国际研究部整理

随着产品结构升级以及渠道变革生效后，喜力中国啤酒销量在 2020 年、2021 年以及今年首三季均实现快速增长。而华润啤酒次高档及以上销量也由 2019 年 131.3 万千升至 2021 年 186.6 万千升，同期销量占比也由 11.5% 上升至约 16.9%。

受益于产品结构优化以及产品提价效应，公司毛利率则由 2018 年约 35.1% 显著上升至 2021 年约 39.2%。

图表 28：喜力中国啤酒销量同比增长和华润啤酒次高档及以上销量和占比表现



数据来源：喜力集团官网、公司官网、公司公告、山证国际研究部整理

### 3.1.3 高端化趋势将持续，利润率有望继续提升

根据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》的规划，预计到 2025 年，我国啤酒行业的发展将达到几个具体目标，如规模以上啤酒企业总产量在 2025 年将达到 3,800 万千升，较“十三五”末上升约 11.4%，年均增长 2.3%。

同时，总收入和总利润将分别较“十三五”末上升约 63.4% 和 124.0%，年均增长约达 12.7% 和 24.8%。利润率也将较“十三五”末约 9.1% 进一步改善 3.4 个百分点至 12.5%。预期我国啤酒行业在“十四五”期间高端化趋势或将持续。

受益于持续推进“决战高端”战略落地，华润啤酒未来次高档及以上销量将继续提升，有利于其啤酒业务利润率持续改善。

图表 29：中国啤酒行业重点数据 2020 年实际值与“十四五”发展目标之对比

规模以上啤酒企业主要指标	2020年实际值	2025年目标值	相对“十三五”末之增长	年均增长
产量(万千升)	3,411	3,800	11.4%	2.3%
收入(亿元人民币)	1,469	2,400	63.4%	12.7%
利润(亿元人民币)	134	300	124.0%	24.8%
利润率	9.1%	12.5%	3.4%	0.7%

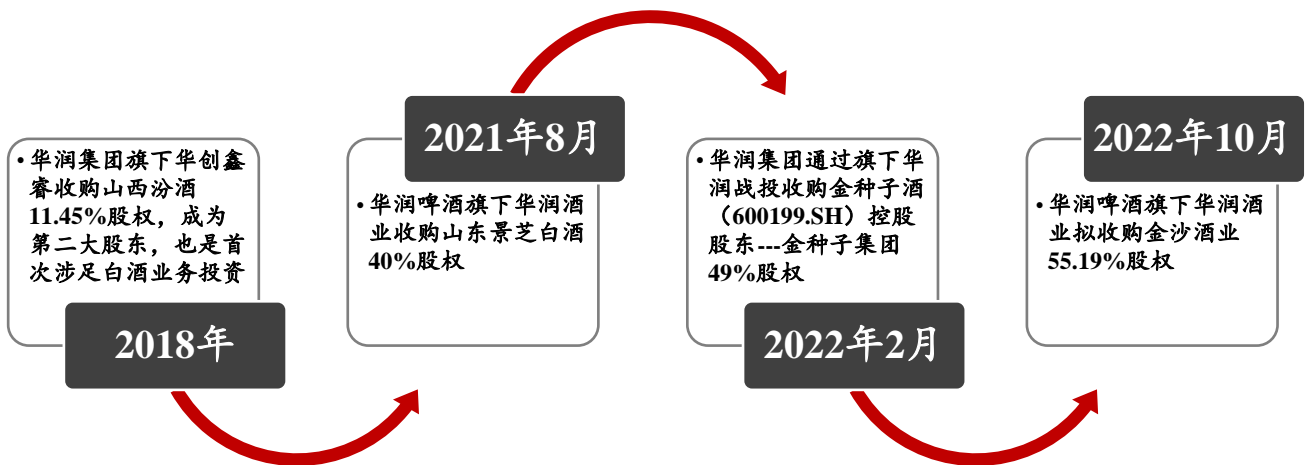
数据来源：中国酒业协会、中华网、山证国际研究部整理

### 3.2 拓展白酒业务有望增厚盈利

#### 3.2.1 华润系近年入股三家白酒企业，加快白酒业务布局

继 2018 年入股山西汾酒 11.45% 股权作为财务投资后，华润系近年加快白酒业务布局。2021 年 8 月，华润啤酒旗下华润酒业收购山东景芝白酒 40% 股权。今年 2 月，华润集团则通过旗下华润战投收购金种子酒控股股东---金种子集团 49% 股权。10 月，华润酒业再下一城，将收购金沙酒业 55.19% 股权。

图表 30：华润系近年对白酒相关业务布局展示图



数据来源：公司公告、公司网站、山证国际研究部整理

这三家白酒企业在不同香型白酒中拥有差异化的口感以及不同目标消费群，品牌组合高度互补。其中，山东景芝和金种子酒业分别是芝麻香型和馥合香型白酒代表企业；金沙酒业则是贵州领先酱香型白酒企业。

图表 31：华润系近年投资白酒相关企业的介绍图

 <p>汾酒集团 FENJIU GROUP</p>	 <p>景芝 —人立品为先—</p>	 <p>金种子酒 中国有好酒 好酒酿合香</p>	 <p>金沙酒业</p>
<p>山西杏花村汾酒厂 成立于1949年 白酒香型：清香 代表品牌：汾酒、竹叶青酒 2022年品牌价值： 2,218.55亿元</p>	<p>景芝酒业 成立于1948年 白酒香型：芝麻香 代表品牌：一品景芝、景阳春 2022年品牌价值： 121.77亿元</p>	<p>安徽金种子酒业 始建于1949年 白酒香型：馥合香 代表品牌：金种子馥合香系列 2022年品牌价值： 157亿元</p>	<p>金沙窖酒厂 成立于1951年 白酒香型：酱香 代表品牌：金沙回沙、摘要 2022年品牌价值： 1,160.86亿元</p>

数据来源：公司公告、公司网站、中国酒类流通协会、新浪网、山证国际研究部整理

以收购金沙酒业股权对价计算，金沙酒业所对应的总股权价值和 PE 分别约达 223 亿元和 17 倍，估值远低于核心可比公司(平均市值约 369 亿元和 33.2 倍)。此外，在收购完成后，华润啤酒将实现对金沙酒业的财务并表，而金沙酒业的董事会七名成员中四名将由华润酒业提名组成。

图表 32：金沙酒业股权价值与可比上市酒企估值和 2021 年度业绩表现对比

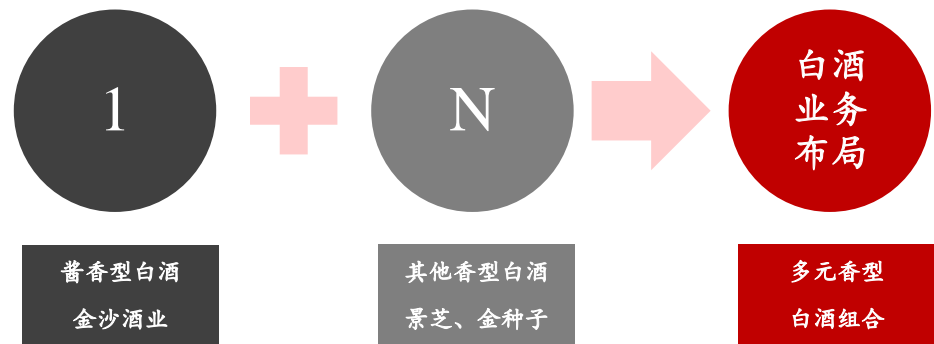
公司名称	主要产品所属香型	总市值 (亿元人民币)	市盈率 (2021年利润基础) (倍)	2021年总收入 (亿元人民币)	2021年总利润 (亿元人民币)
贵州茅台 (600519.SH)	酱香	20,087	38.3	1,095	557
五粮液 (000858.SZ)	浓香	6,089	26.0	662	245
山西汾酒 (600809.SH)	清香	3,124	58.8	200	54
泸州老窖 (000568.SZ)	浓香	2,738	34.4	206	79
洋河股份 (002304.SZ)	浓香	2,131	28.4	254	75
古井贡酒 (000596.SZ)	浓香	1,260	54.8	133	24
今世缘 (603369.SH)	浓香	527	26.0	64	20
舍得酒业 (600702.SH)	浓香	489	39.3	50	13
酒鬼酒 (000799.SZ)	其他	385	43.1	34	9
迎驾贡酒 (603198.SH)	浓香	382	27.7	46	14
水井坊 (600779.SH)	浓香	306	25.5	46	12
口子窖 (603589.SH)	其他	282	16.3	50	17
老白干酒 (600559.SH)	其他	214	54.9	40	4
可比酒企平均值：		2,924	36.4	222	86
可比酒企中位数：		527	34.4	64	20
核心可比酒企(市值低于千亿)平均值：		369	33.2	47	13
核心可比酒企(市值低于千亿)中位数：		382	27.7	46	13
<b>金沙酒业</b>	<b>酱香</b>	<b>223*</b>	<b>17.0</b>	<b>36</b>	<b>13</b>

注：灰色背景为核心可比上市酒企；上市公司市值收集时间：2022年11月30日；\*金沙酒业市值为华润啤酒收购金沙酒业股权所对应的总股权价值

数据来源：中国酒类流通协会、新浪网、WIND、公司公告、山证国际研究部整理

收购金沙酒业将明显强化公司的白酒业务布局，拥有了全国性的知名酱酒品牌，将可为公司实现 1 个全国性龙头(酱香型白酒)+N 个区域龙头(其他香型白酒)的白酒矩阵，加速公司未来白酒业务发展。

图表 33：华润啤酒“1+N”的白酒业务发展策略简介图



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

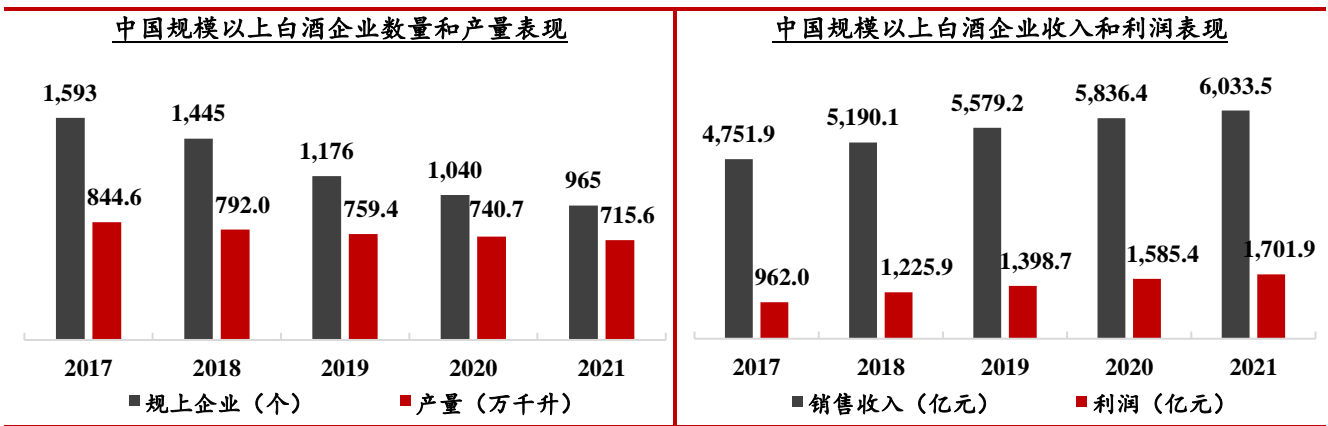
### 3.2.2 以“酱香酒”为核心进行布局，将受惠于行业持续增长

随着我国消费升级，消费者对白酒企业的品牌、质量要求越来越高，并向优质品牌和核心产品集中化形成消费趋势，行业“马太效应”凸显。

凭借优异品牌和品质的龙头酒企近年加速市场扩张以及渠道下沉，与区域性酒企加大市场竞争，白酒行业进入深度分化阶段，市场的竞争也变得更加激烈，部分中小型酒企因此被市场淘汰或整合。全国规模以上白酒企业数量以及产量分别由 2017 年 1,593 家和约 844.6 万千升持续下降至 2021 年 965 家和约 715.6 万千升。

此外，相关白酒企业销售收入和利润则在龙头酒企业绩维持较快增长的支持下，分别由 2017 年约 4,751.9 亿元和 962 亿元持续上升至约 6,033.5 亿元和 1,701.9 亿元。

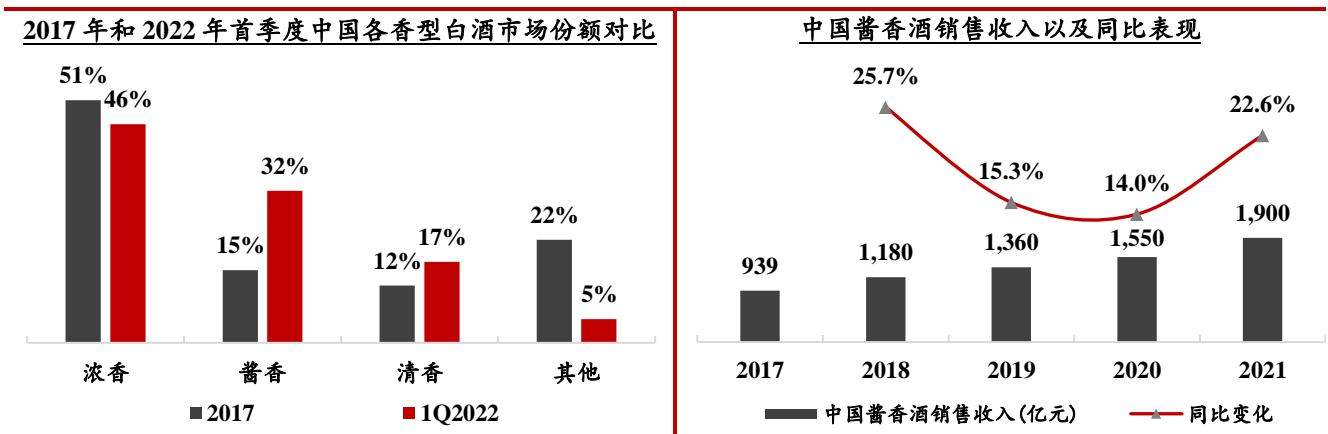
图表 34：中国规模以上白酒企业数量、产量、收入和利润表现



数据来源：中国酒业协会、京东超市、云酒传媒、山证国际研究部整理

按不同香型白酒划分，以茅台和汾酒为代表的酱香型和清香型白酒市场份额分别由 2017 年约 15% 和 12% 上升至今年首季度约 32% 和 17%。其中，酱香酒消费近年更成为热潮，驱动酱香酒销售收入维持较快增长。

图表 35：中国各香型白酒市场份额、酱香酒销售收入和同比表现



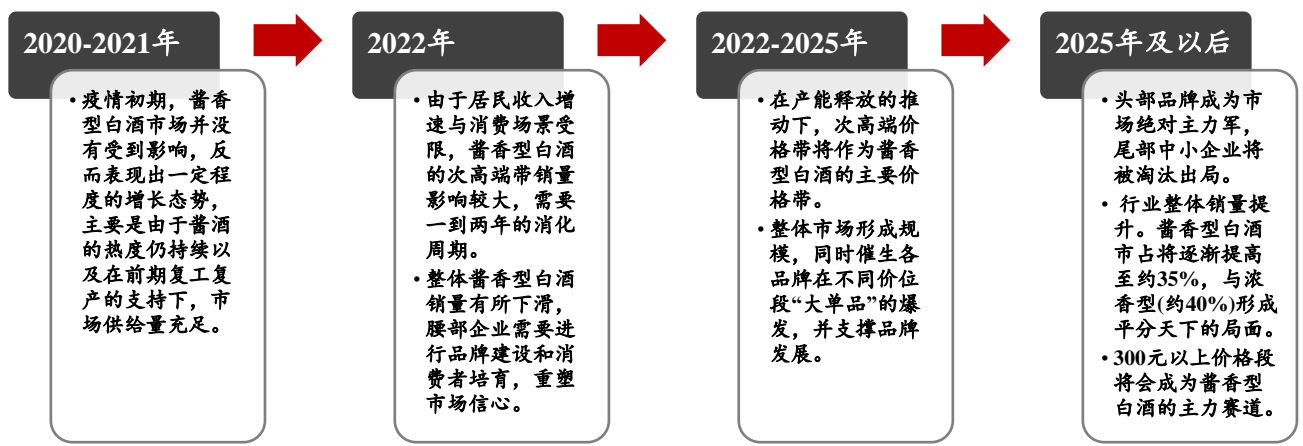
数据来源：中国酒业协会、京东超市、云酒传媒、前瞻产业研究院、TMIC、天猫、慧辰 HCR、山证国际研究部整理

根据艾瑞咨询发布的报告显示，由于今年以来居民收入增速与消费场景受限，整体酱香酒销量有所下滑，次高端价格带销量影响较大，需要较长消化周期。

此外，该机构也预期，整体酱香酒市场 2022-2025 年将形成更大规模；2025 年及以后，酱香型市占将逐渐提高至约 35%，与浓香型(约 40%)形成平分天下的局面。

我们认为，华润啤酒将以“酱香酒”为核心进行白酒业务布局，预期公司未来将可受惠于相关行业持续增长。

图表 36：中国酱香型白酒发展路线图

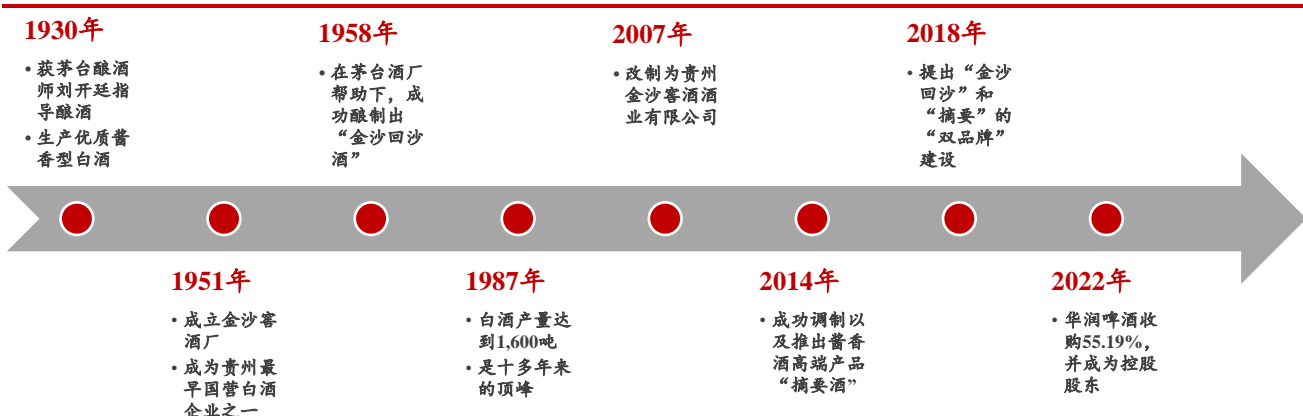


数据来源：权图工作室、艾瑞咨询、山证国际研究部整理

### 3.2.3 收购金沙酒业将有望增厚未来盈利

金沙酒业是贵州最早的国营白酒生产企业之一。2007 年，原金沙窖酒厂增资扩股改制为贵州金沙窖酒酒业有限公司。公司目前拥有员工逾 3,000 人，年产基酒达 2.4 万吨，基酒库存超 5 万吨。

图表 37：金沙酒业重要发展事件



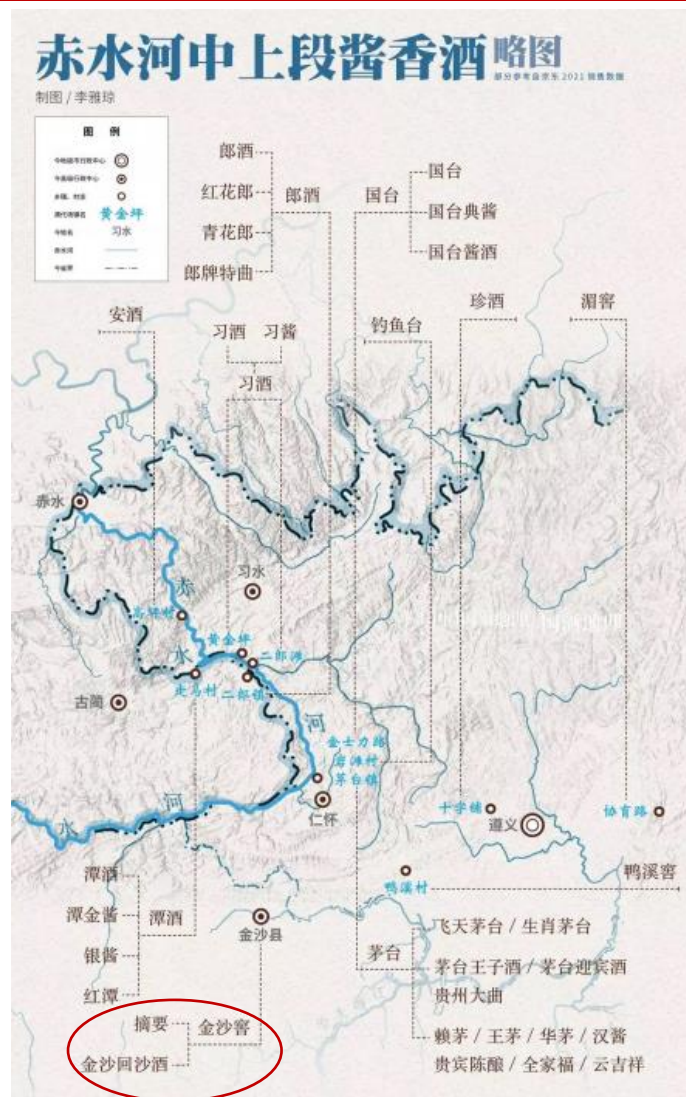
数据来源：金沙酒业官网、公司公告、山证国际研究部整理

一直以来，“川浓黔酱”已经成为国民对优质白酒的固定认知。其中，贵州赤水河流域便是生产优质酱香酒的核心产区。

根据艾瑞咨询发布的报告显示，作为核心酱香酒产区的赤水河流域，集合了得天独厚的地理位置（街山环抱，密不透风）、优质水源（富含微量元素和矿物质等）以及独特的气候条件（湿热），形成了优质且独特的酿酒环境。主要以茅台、习酒、珍酒、金沙为代表的贵州酱酒产区，占我国当前酱香酒产能 85% 以上。

此外，赤水河上游的金沙产区，与中游的仁怀产区和下游的习水产区交相辉映，共同构成我国酱香酒三大最核心产区。而金沙酒业便是金沙产区的酱香酒代表企业。

图表 38：赤水河流域酱香型白酒产区代表酒企分布图



数据来源：艾瑞咨询、山证国际研究部整理

金沙酒业目前拥有“金沙回沙酒”和“摘要”两大品牌。根据中国酒类流通协会发布的 2022 年华樽杯第 14 届酒类品牌价值 TOP200 名单中显示，金沙酒业总品牌价值达 1,160.86 亿元，总排名十五，而在白酒类品牌价值排名第十一，表明金沙酒业品牌价值远高于其股权价值(223 亿元)。

图表 39：华樽杯第 14 届酒类品牌价值超千亿之白酒类品牌展示图

品牌名称	华樽杯第14届酒类品牌价值TOP200			白酒香型类别	区域	市值 (亿元)	市值/ 品牌价值比
	全酒类总排名	白酒类排名	品牌价值(亿元)				
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	1	1	4,333.61	酱香	贵州	20,087	4.64
四川省宜宾五粮液集团有限公司	2	2	3,772.44	浓香	四川	6,089	1.61
江苏洋河酒厂股份有限公司	4	3	2,469.24	浓香	江苏	2,131	0.86
古井贡酒	6	4	2,270.27	浓香	安徽	1,260	0.55
泸州老窖股份有限公司	7	5	2,265.21	浓香	四川	2,738	1.21
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	8	6	2,218.55	清香	山西	3,124	1.41
陕西西凤酒股份有限公司	9	7	2,120.11	凤香	陕西	/	/
贵州习酒投资控股集团有限责任公司	11	8	1,690.53	酱香	贵州	/	/
四川郎酒集团有限责任公司	12	9	1,530.35	酱香	四川	/	/
贵州国台酒业集团股份有限公司	13	10	1,515.50	酱香	贵州	/	/
金沙回沙酒	15	11	1,160.86	酱香	贵州	223*	0.19
四川剑南春集团有限责任公司	16	12	1,106.91	浓香	四川	/	/

注：上市公司市值收集时间：2022年11月30日；\*金沙回沙酒市值是根据华润啤酒收购金沙酒业股权所对应的总股权价值

数据来源：中国酒类流通协会、新浪网、WIND、公司公告、山证国际研究部整理

根据《贵州省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，明确贵州省“十四五”时期将进一步做强、做优贵州白酒产业，稳步扩大酱香酒产能。到 2025 年，白酒产量将达到 60 万千升，白酒产业产值达到 2,500 亿元。

此外，该纲要也提出以龙头企业为引领培育壮大白酒企业梯队，打造贵州酱香酒品牌，构建“品牌强大、品质优良、品种优化、集群发展”的贵州白酒产业发展体系。做大做强茅台集团，力争把茅台集团打造成为省内首家“世界 500 强”企业、万亿级世界一流企业。以“百亿产值、千亿市值”为目标，培植提升习酒、国台、金沙、珍酒、董酒等一批在全国具有较强影响力骨干企业，加快推动企业上市，培育一批国家级、区域性知名企业。

为了应付业务发展需要，叠加政策有效引导，贵州省主要酱香酒企业近年纷纷开启扩大产能计划。其中，金沙酒业也是贵州省重点扶持白酒生产企业，“十四五”期间，将投入 85 亿元进行扩产，到“十四五”末，将实现 5 万吨/年基酒产能和 20 万吨基酒储存规模。

图表 40：贵州省主要酱香酒企业扩增产能情况

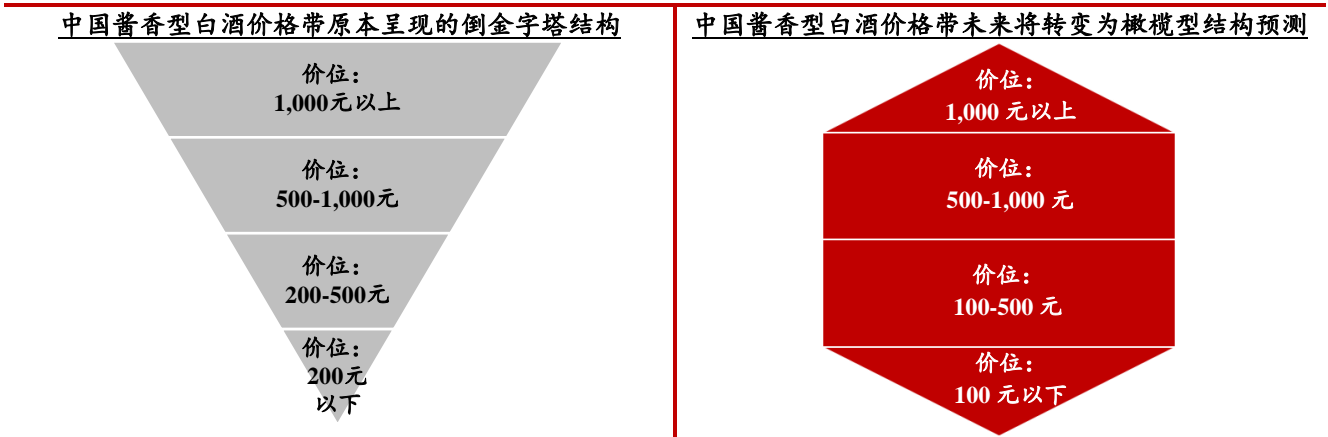
企业名称	扩产情况	效果
茅台酒	2024年在太平村将增加2万吨产能	2026年太平村3.5万吨产能将全部完成
茅台系列酒	新增3万吨技改工程	2023年产能达5.6万吨
珍酒	百亿珍酒扩产项目	“十五五”期间达酿酒10万吨，储酒40万吨
习酒	“十四五”技改第一期1.8万吨新产能	2026年产能达10万吨
郎酒集团	五大核心生态酿酒区全面投产6万吨	2023年实现6万吨产量，2026年基酒储量将达到30万吨
金沙酒业	“十四五”将完成2万吨扩产	2025年力争5万吨+
国台	新增产能7,000吨	年总投产达到1.7万吨

数据来源：艾瑞咨询、山证国际研究部整理



在消费升级以及产能受限的带动下，酱香酒企业过往基本上在高端以及次高端产品布局，因此酱香酒价格带呈现倒金字塔结构，以千元以上价位的产品为主。

图表 41：中国酱香型白酒价格带原本呈现的倒金字塔以及未来橄榄型结构预测展示图

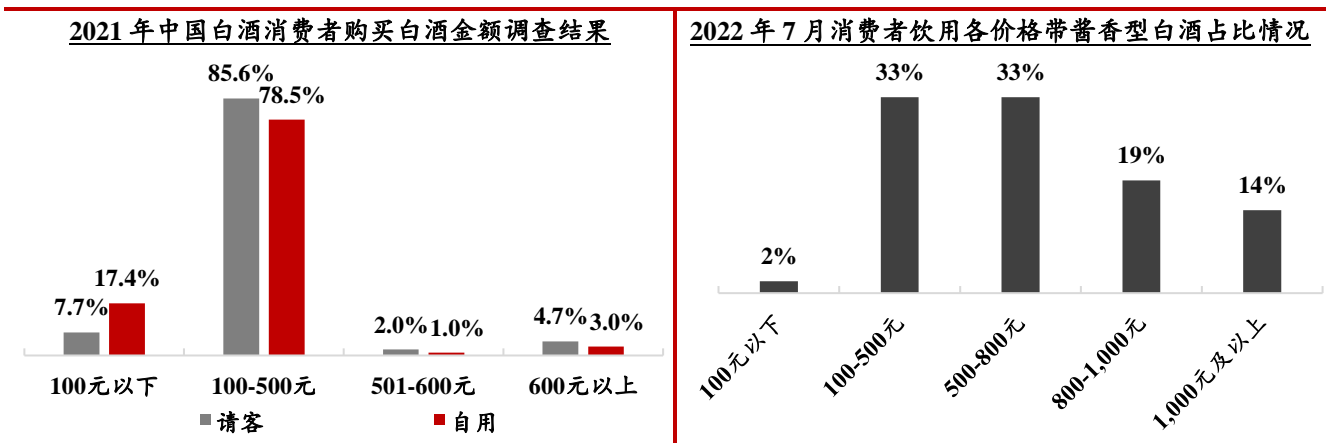


数据来源：艾瑞咨询、酒业家、新浪、山证国际研究部整理以及预测

今年以来，疫情和经济下行带来的消费疲软，渠道中的高端、次高端酱香酒库存高企、动销不畅。在这种背景下，消费者更注重产品性价比，渠道端也因此更有意愿出售价格带以 100-500 元为代表的大众酱香酒。根据艾瑞咨询的数据显示，大众酱香酒占比在 2022 年 7 月已达到约 33%，千元及以上价位的占比仅约 14%，表明酱香酒饮用市场消费价格带已呈现向下移的趋势。

随着市场消费回归理性，叠加主要酱香酒企业新增产能未来将逐步释放，预期大众酱香酒将获得更大市场空间，酱香酒的价格带结构也将由原本的倒金字塔逐渐向橄榄型结构转变，大众酱香酒消费占比将向整体白酒大众消费占比表现(78%以上)靠拢。

图表 42：2021 年中国白酒消费者分析以及消费者饮用各价格带酱香型白酒占比情况



数据来源：艾瑞咨询、艾媒数据中心、山证国际研究部整理

金沙酒业位于赤水河上游，与下游的茅台酒厂渊源委深。上世纪 30 年代，茅台酿酒大师刘开廷到金沙指导酿酒，对酒坊和酿酒技术实施重大改造，生产出当时茅台酒相媲美的酱香酒。

1958 年，在茅台酒厂帮助下，金沙酒厂工艺、技术得以提高，成功酿制成“金沙回沙酒”。

金沙酒业近年在大众酱香酒一直有所布局，并已形成一定规模优势。2018 年，公司提出“金沙回沙酒”和“摘要”的“双品牌”运营。“金沙回沙酒”品牌定位于中低端，主要以销售高性价比的中档以及大众档次酱香酒为主，包括金沙回沙·纪年酒系列以及金沙回沙·真实年份系列等，产品价位定在 100 元至 900 元。

此外，公司以“摘要”品牌销售酱香酒高档产品为主，包括摘要·真实年份 15 年以及摘要·生肖系列等，产品价位定位基本在千元以上。茅台集团前董事长季克良先生曾对“摘要酒”给予的评价是“不是茅台、胜似茅台，不是茅台、堪比茅台”，表明“摘要酒”的质量优越。

图表 43：金沙酒业旗下“摘要”以及“金沙回沙酒”品牌按档次分类产品展示图

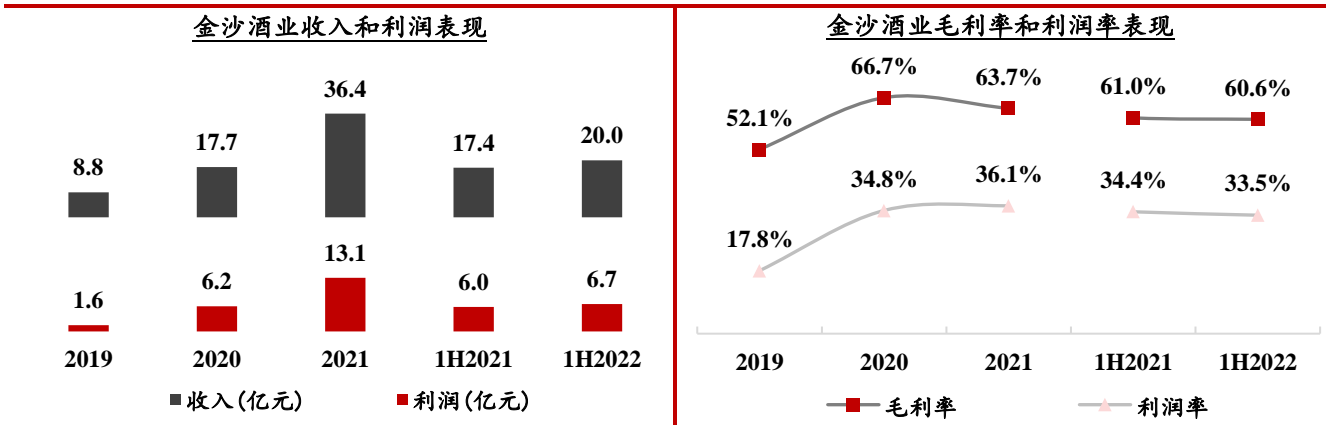


数据来源：金沙酒业官网、京东、苏宁易购、山证国际研究部整理

在酱香酒热潮带动下，叠加金沙酒业品质优异以及品牌定位精准，其近年业绩呈现高速增长态势。金沙酒业收入和利润分别由 2019 年约 8.8 亿元和 1.6 亿元显著上升至 2021 年约 36.4 亿元和 13.1 亿元；同期毛利率和利润率则分别由 52.1% 和 17.8% 上升至 63.7% 和 36.1%。

待完成对金沙酒业股权收购后，华润啤酒或将在人才队伍、品牌、渠道网络等建设以及精益管理方面给予金沙酒业支持，提高其销售网点的市场覆盖率和渠道经营效益，加速实现全国化扩张。预期金沙酒业未来业绩或将在华润集团资本实力的加持，以及华润啤酒的助力下维持较快增长，华润啤酒也有望受益于金沙酒业财务并表而增厚盈利。

图表 44：金沙酒业收入、利润、毛利率和利润率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

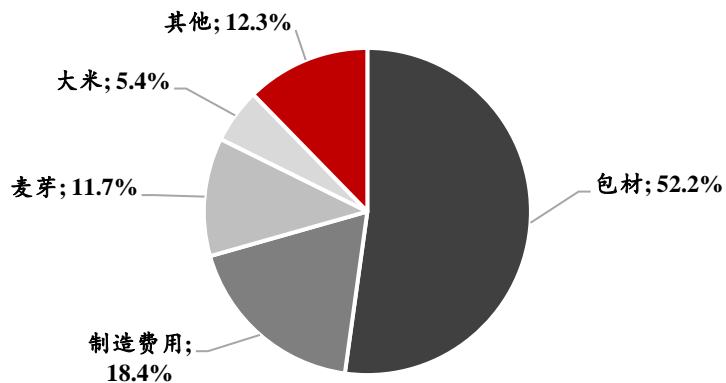
### 3.3 成本进入下行周期，助力改善利润端表现

#### 3.3.1 啤酒企业原材料成本压力缓解趋势持续

啤酒企业的原材料成本主要来自麦芽、大米、酵母、啤酒花等原料和玻璃瓶、铝罐、纸箱等包材。其中，包材一般占原材料成本逾半。

根据观研天下的报告显示，在啤酒企业 2021 年主要成本中，包材、制造费用、麦芽、大米成本占比分别约达 52.2%、18.4%、11.7% 以及 5.4%。

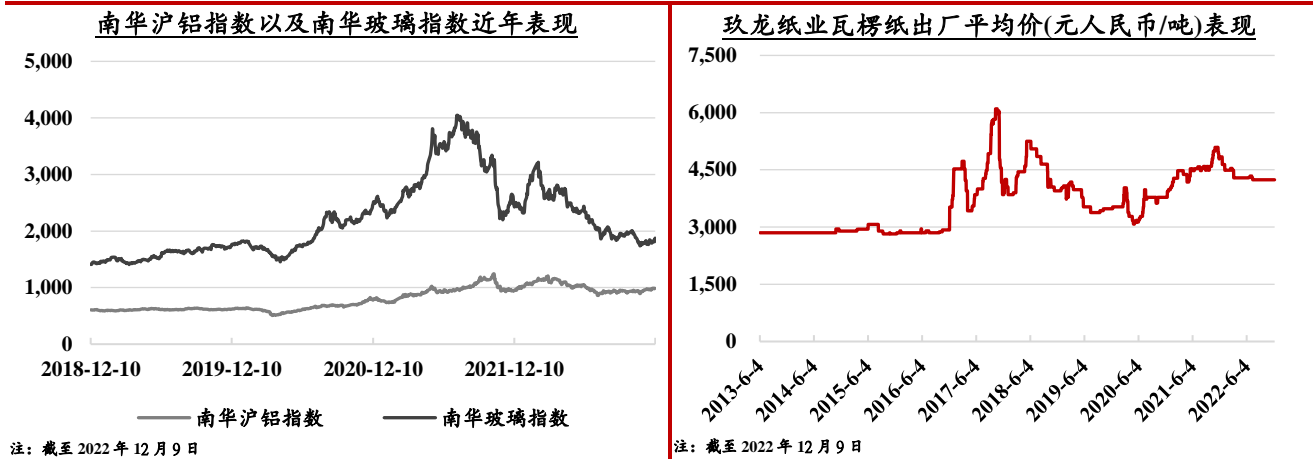
图表 45：中国啤酒企业 2021 年成本结构图



数据来源：观研天下、山证国际研究部整理

此外，南华沪铝指数、南华玻璃指数和玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价的平均同比表现已分别由今年上半年约+23.2%、-11.8%和+0.1%下降至下半年约-8.8%、-39.0%和-9.8%，表示啤酒企业原材料成本压力逐渐缓解。

图表 46：南华沪铝指数、南华玻璃指数以及玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价表现



数据来源：WIND、山证国际研究部整理

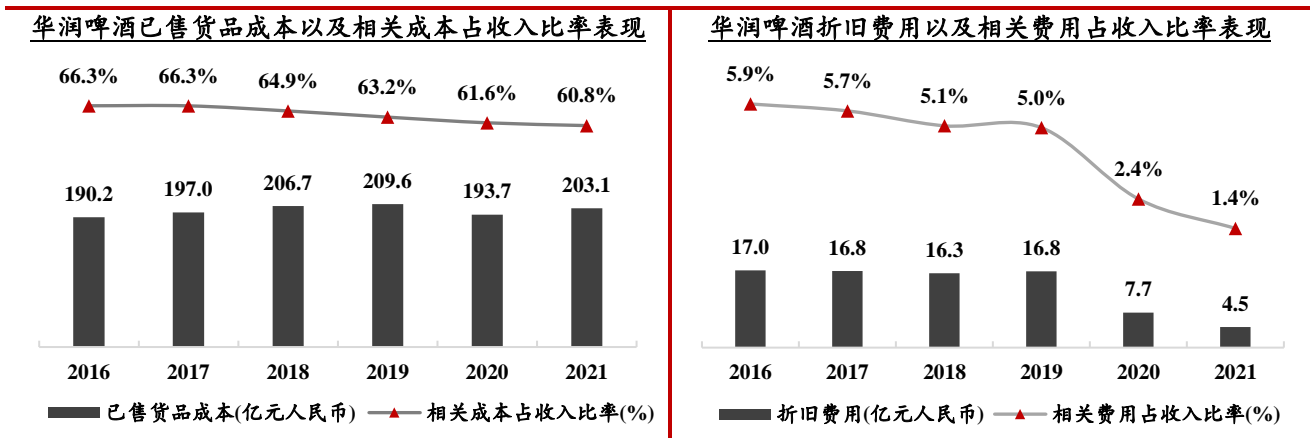
### 3.3.2 华润啤酒原材料成本以及折旧占收入比率呈下降趋势

华润啤酒近年原材料成本占收入比率呈下降趋势。公司透过加强成本管控等方式降低相关比率由 2016 年约 66.3% 至 2021 年约 60.8%。

此外，公司折旧费用占收入比率整体上也呈下降趋势，由 2016 年约 5.9% 下降至 2019 年约 5.0%，在 2020 年和 2021 年分别进一步下降至 2.4% 和 1.4%。

随着主要原材料成本压力在今年下半年有所减缓以及公司加强费用管控，预期公司啤酒业务利润率将持续改善。

图表 47：华润啤酒原材料成本以及相关成本和折旧费用以及相关费用占收入比率表现



数据来源：公司公告、山证国际研究部整理

## 4. 盈利预测与投资建议

华润啤酒现金流折现估值财务模型：

财务模型构架简介：我们利用现金流折现估值财务模型为华润啤酒进行估值，并将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2022-2025年)：高速增长期；第二阶段(2026-2030年)：中等增长期；以及第三阶段(2030年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2022-2025年)收入预测及主要明细假设：

(1) 啤酒销量：中档及普档啤酒销量方面，公司持续实现其规模效应，于大众啤酒市场持续拥有较强竞争优势，2022年销量将受疫情影响基本与2021年水平持平，而随后将录得小幅增长。我们预期，公司中档及普档啤酒销量将由2021年约919万千升逐步增加至2025年约937万千升。此外，公司将持续落实“3+3+3”战略，并加大喜力等国际品牌的投入，预期公司次高档及以上啤酒销量持续提升，由2021年约187万千升上升至2025年约387万千升，销量占比也由约16.9%上升至约29.2%。

(2) 收入：受益于公司啤酒高端化持续加速，啤酒业务收入未来仍将保持中至高单位数增长。此外，我们预期公司将在2023年上半年顺利收购金沙酒业的股权，其业绩将在年内实现并表。在在华润集团资本实力的加持，以及华润啤酒的助力下，叠加金沙酒业新增产能将持续释放，预期金沙酒业未来销量以及业绩将维持较快增长，为公司未来业绩带来正面作用。预期公司收入2022-2025年期间年复合增长率将达约15.1%。

图表 48：主要指标表现和预测

啤酒业务	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
啤酒销量 (万千升)	1,106	1,143	1,192	1,255	1,324
中档及普档	919	919	924	933	937
次高档及以上	187	224	269	322	387
次高档及以上占比	16.9%	19.6%	22.5%	25.7%	29.2%
每升销售单价 (元人民币)	3.02	3.11	3.23	3.36	3.50
收入表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总收入	33,387	35,549	41,098	48,158	54,189
同比增长	6.2%	6.5%	15.6%	17.2%	12.5%
啤酒业务收入	33,387	35,549	38,569	42,230	46,339
同比增长	6.2%	6.5%	8.5%	9.5%	9.7%
白酒业务收入*	-	-	3,373	5,928	7,850
毛利率表现	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	39.2%	40.0%	42.1%	46.2%	49.4%
啤酒业务毛利率	39.2%	40.0%	42.0%	44.0%	47.0%
白酒业务毛利率	-	-	60.0%	62.0%	64.0%
利润表现(百万元人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总利润	4,590	3,897	5,055	7,670	9,983
同比增长	119.2%	-15.1%	29.7%	51.7%	30.2%
利润率	13.7%	11.0%	13.1%	18.2%	21.5%

\*注：白酒业务收入是假设华润啤酒于2023年上半年完成金沙酒业收购，并于年内实现并表之收入表现

数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于啤酒产品结构持续升级，预期公司 2022 年毛利率将由 2021 年约 39.2% 上升至 40.0%，随后在 2023 年至 2025 年受到金沙酒业较高毛利率的支持下分别上升至约 42.1%、46.2% 以及 49.4%。

(4) 利润率：预期 2022 年利润率将没有录得非经营性溢利而由 2021 年约 13.7% 下降至约 11.0%。随后，利润率将在 2023 年至 2025 年分别上升至约 13.1%、18.2% 和 21.5%。

第二阶段(2026-2030 年)自由现金流增长率：基于白酒业务持续增长和啤酒高端销售占比持续提升至接近发达国家水平，预期华润啤酒自由现金流在期间年复合增长率将达约 6%。

第三阶段(2030 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i) 公司融资结构不会出现明显改变；(ii) 无风险利率：约 2.9%；(iii) WACC：约 7.3%。

### 结论：

我们首次覆盖华润啤酒(291.HK)，预期公司于 2022 至 2024 财年的利润分别约为 39.0 亿元、50.5 亿元及 76.7 亿元，同比增长约-15.1%、+29.7% 以及+51.7%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们给予公司 66.7 港元的目标价，对应 2022 财年、2023 财年和 2024 财年之预测市盈率分别约 49.6 倍、38.2 倍和 25.2 倍。基于目标价较 12 月 14 日收市价 55 港元有约 21.2% 的上涨空间，因而给予公司“买入”评级。

图表 49：同业比较

公司名称	估值表现						2021 年业绩表现			
	总市值 (亿港元/ 人民币)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2022年 预测PE (倍)	收入同比 增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	利润率 (%)
华润啤酒(0291.HK)	1,784.3	37.2	4.3	69.8	4.5	40.9	5.9	39.2	10.8	13.3
百威亚太(1876.HK)	3,277.7	40.8	6.2	54.9	6.2	41.0	21.4	53.9	19.2	14.4
青岛啤酒股份(0168.HK)	1,344.7	24.1	2.8	32.6	2.9	26.4	8.7	36.7	9.7	10.8
重庆啤酒(600132.SH)	627.1	48.1	4.4	55.6	6.9	45.7	19.9	47.4	23.1	19.6
燕京啤酒(000729.SZ)	309.5	91.8	2.4	119.5	1.9	92.2	9.4	32.2	1.5	2.7

\* (1) 市场数据是 2022 年 12 月 14 日收市价；(2) 华润啤酒预测数据由山证国际预测；(3) 其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

## 4. 风险因素

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

## 财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总收入</b>	<b>31,448</b>	<b>33,387</b>	<b>35,549</b>	<b>41,098</b>	<b>48,158</b>	非流动资产					
同比变化%	-5.2%	6.2%	6.5%	15.6%	17.2%	固定资产, 商誉及其他无形资产	27,427	26,601	27,081	36,016	36,728
销售成本	(19,373)	(20,313)	(21,344)	(23,777)	(25,919)	其他非流动资产	2,971	8,555	9,310	15,845	18,648
<b>毛利</b>	<b>12,075</b>	<b>13,074</b>	<b>14,205</b>	<b>17,321</b>	<b>22,239</b>		30,398	35,156	36,391	51,861	55,376
毛利率	38.4%	39.2%	40.0%	42.1%	46.2%	流动资产					
经销开支	(6,123)	(6,743)	(7,051)	(8,166)	(9,343)	存货	6,014	6,458	6,758	10,433	11,185
行政开支	(4,419)	(3,619)	(3,853)	(4,264)	(4,724)	应收贸易款项及应收票据	2,378	3,436	2,992	4,825	4,738
其他收入及其他收益-净额	1,687	3,543	1,879	2,038	2,232	现金及等同现金项目	4,538	5,376	7,696	4,282	7,222
<b>经营利润</b>	<b>3,220</b>	<b>6,255</b>	<b>5,180</b>	<b>6,929</b>	<b>10,404</b>	其他流动资产	447	627	528	684	1,037
经营利润率	10.2%	18.7%	14.6%	16.9%	21.6%		13,377	15,897	17,974	20,225	24,183
财务成本净额	(211)	(19)	(24)	(242)	(248)	<b>总资产</b>	<b>43,775</b>	<b>51,053</b>	<b>54,365</b>	<b>72,086</b>	<b>79,559</b>
应占联营公司损益	0	(21)	40	53	71	流动负债					
<b>除税前利润</b>	<b>3,009</b>	<b>6,215</b>	<b>5,196</b>	<b>6,740</b>	<b>10,227</b>	应付贸易款项及应付票据	19,327	21,007	21,331	27,794	28,035
所得税开支	(915)	(1,625)	(1,299)	(1,685)	(2,557)	其他流动负债	245	163	163	163	163
利润	2,094	4,590	3,897	5,055	7,670		19,572	21,170	21,494	27,957	28,198
<b>股东应占利润</b>	<b>2,094</b>	<b>4,587</b>	<b>3,894</b>	<b>4,570</b>	<b>6,798</b>	非流动负债					
同比变化	109.6%	119.1%	-15.1%	17.4%	48.7%	长期借款	0	0	800	7,358	7,358
股东应占利润率	6.7%	13.7%	11.0%	11.1%	14.1%	其他非流动负债	2,929	5,394	5,246	6,272	8,035
非控制股东应占利润	0	3	3	485	872		2,929	5,394	6,046	13,629	15,392
<b>股息</b>	<b>(840)</b>	<b>(1,836)</b>	<b>(1,560)</b>	<b>(2,024)</b>	<b>(3,070)</b>	权益					
派息比率	-40.1%	-40.0%	-40.0%	-40.0%	-40.0%	<b>公司拥有人应占权益</b>	<b>21,217</b>	<b>24,432</b>	<b>26,769</b>	<b>29,800</b>	<b>34,400</b>
						非控股权益	57	57	57	699	1,569
						权益总额	21,274	24,489	26,826	30,500	35,969
						<b>负债及权益总额</b>	<b>43,775</b>	<b>51,053</b>	<b>54,365</b>	<b>72,086</b>	<b>79,559</b>
						<b>主要财务比率</b>					
						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>现金流量表</b>						<b>盈利能力</b>					
单位: 百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率	38.4%	39.2%	40.0%	42.1%	46.2%
<b>除税前溢利</b>	<b>3,009</b>	<b>6,215</b>	<b>5,196</b>	<b>6,740</b>	<b>10,227</b>	盈利率	6.7%	13.7%	11.0%	12.3%	15.9%
折旧及摊销	1,746	1,641	1,592	1,621	1,648	ROE	10.2%	20.1%	15.2%	17.6%	23.1%
其他	688	(1,490)	919	2,100	(670)	<b>营运表现</b>					
<b>营运资本变动前的经营现金流量</b>	<b>5,443</b>	<b>6,366</b>	<b>7,707</b>	<b>10,461</b>	<b>11,204</b>	经销开支/收入	-19.5%	-20.2%	-19.8%	-19.9%	-19.4%
营运资本变动	674	266	(468)	(955)	424	行政开支/收入	-14.1%	-10.8%	-10.8%	-10.4%	-9.8%
已付所得税	(1,637)	(1,637)	(1,299)	(1,685)	(2,557)	有效税率	-30.4%	-26.1%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,480</b>	<b>4,995</b>	<b>5,941</b>	<b>7,821</b>	<b>9,071</b>	存货周转天数	113	112	113	132	152
购买物业及设备	(1,047)	(1,471)	(3,000)	(3,000)	(3,000)	应收款项周转天数	20	32	33	35	36
其他投资活动现金流	(23)	(1,279)	164	(12,136)	164	应付款项周转天数	362	362	362	377	393
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,070)</b>	<b>(2,750)</b>	<b>(2,836)</b>	<b>(15,136)</b>	<b>(2,836)</b>	现金周转天数	-229	-219	-216	-210	-205
银行融资所得净款	1,469	0	800	6,150	0	<b>财务状况</b>					
已付股息	(561)	(1,281)	(1,560)	(2,024)	(3,070)	流动比率	68%	75%	84%	72%	86%
偿还银行及其他借贷	(1,995)	0	0	0	0	速动比率	38%	45%	52%	35%	46%
其他融资活动现金流	(110)	(85)	(24)	(225)	(225)	总负债/总权益	106%	108%	103%	136%	121%
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,197)</b>	<b>(1,366)</b>	<b>(784)</b>	<b>3,902</b>	<b>(3,295)</b>	资产周转率	76%	70%	67%	65%	64%
现金及现金等物净值	2,213	879	2,320	(3,414)	2,940						
其他影响	(15)	(41)	0	0	0						
期初现金及现金等物	2,340	4,538	5,376	7,696	4,282						
<b>期末现金及现金等物</b>	<b>4,538</b>	<b>5,376</b>	<b>7,696</b>	<b>4,282</b>	<b>7,222</b>						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

## 投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>