

华润啤酒 (0291) / 饮料制造

高端化元年开启, 产能优化红利释放

评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 35.40 CNY

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@r.qizq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

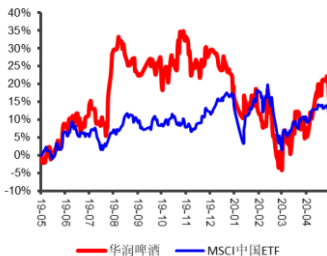
研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18
市价(元)	35.40
市值(百万元)	114,853
流通市值(百万元)	114,853

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《从优秀到卓越, 高端定位与高效运营铸就啤酒巨头-百威英博成长启示录》2019.08.08
- 2 《结构升级叠加产能优化, 啤酒龙头演绎戴维斯双击-对标美国啤酒龙头及中国啤酒先行指标》2019.05.28
- 3 《2019年啤酒板块有望进入业绩快速释放期-复盘2009年啤酒业绩高速增长之谜》2019.01.29

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31,867	33,190	33,228	37,495	40,301
增长率 yoy%	7.18%	4.15%	0.12%	12.84%	7.48%
净利润	977	1,312	2,537	3,815	4,933
增长率 yoy%	-16.85%	34.29%	93.35%	50.40%	29.29%
每股收益(元)	0.30	0.40	0.78	1.18	1.52
每股现金流量	1.20	1.20	1.47	1.80	2.14
净资产收益率	5.17%	6.65%	12.21%	16.92%	19.68%
P/E	117.56	87.54	45.27	30.10	23.28
PEG	-6.98	2.55	0.48	0.60	0.80
P/B	6.09	5.84	5.55	5.11	4.59

备注: 采用2020年5月22日收盘价

投资要点

- **核心观点: 2018年底以来我们发布多篇深度报告推荐啤酒板块, 本文借鉴百威英博在中国的高端化路径, 认为华润有望依靠自身的渠道优势+喜力的品牌优势加速实现高端化。华润产能优化、效率提升的红利也将逐步释放。短期看, 疫情导致啤酒行业一季度销量和利润承压, 后续逐月向好, 叠加今年Q2天气利于啤酒消费, 恢复速度有望超预期。**
- **核心利润进入快速释放期, 国资控股但激励充分。(1) 盈利能力迎向上拐点, 吨价提升是核心驱动力。2015-2019年华润啤酒不计特别项目的EBIT的CAGR为20.2%, EBIT Margin提升5.3个pct; 吨价CAGR为4.9%, 毛利率从31.1%提升至36.8%。(2) 立足南区优势市场, 持续优化中区和东区。南区盈利能力领先且持续提升; 中区受益于产能优化, 2015-2019年的EBIT Margin从0.8%提升至10.4%; 东区2019年盈利能力回升。(3) 国资控股喜力参股, 自上而下激励充分。国资委持有上市公司母公司60%的股权, 喜力持有剩余40%。华润一把手的激励领先于同行, 从核心高管团队来看, 华润的激励也更到位。华润通过组织重塑提升运营效率, 2015-2019年人均薪酬从8.7万元提升至21万元, 行业领先。**
- **强渠道+强品牌协同, 华润有望复制百威的高端化之路。**
- **(1) 啤酒行业量稳价升, 结构升级+提价常态化推动均价上移。我国啤酒销量平稳, 2019年啤酒均价仅为日本/韩国/美国的31%/33%/46%; 出厂价对比国外提升空间更大。2005-2019年我国啤酒均价CAGR为6.75%。一方面, 结构升级持续推动均价提升, 2005-2019年我国高档啤酒占比从2.0%提升至11.1%; 另一方面, 直接提价有望常态化。**
- **(2) 集中度提升趋缓, 外资占领品牌高地。2019年啤酒销量CR5达到74%, 龙头集中度提升趋缓。2019年百威英博占据高档酒销量的40%, 嘉士伯占据18.2%, 喜力+华润雪花合计占据了7.6%, 青岛啤酒占据6.7%。华润近年陆续推出高档产品, 收购喜力中国后高档市占率已反超青啤。中低档领域, 华润市占率领先, 体现了公司极强的渠道运营能力。**
- **(3) 复盘百威英博在华高端化之路, 强渠道力+高端品牌的协同。2008年百威英博合并后拥有了东南沿海和东北两大优势市场。2012-2015年百威英博新建9家工厂, 围绕工厂建设营销网络, 提升渠道力。2010年百威品牌在中国覆盖150个市场, 拥有605个一级经销商。依托百威英博在中**

国的销售网络及百威的品牌力,2011-2014年百威啤酒销量从70万吨增长至150多万吨,CAGR为29%。2010-2014年百威中国ASP的CAGR为11%,毛利率提升3.91个pct。

- **(4) 华润渠道优势+喜力品牌优势,公司高端化有望加速。**华润采取密集分销模式,渠道掌控力及运营效率在全国性啤酒企业中处于领先。华润的基地市场最多,覆盖常住人口最多。喜力的定价高于百威,在经济发达、啤酒消费成熟的西欧,喜力的市占率领先百威英博突显其品牌力。2015-2019年华润吨价提升速度快于其他上市公司,但绝对值仍具备提升空间。公司推出脸谱、匠心营造、超级勇闯、马尔斯绿、黑狮白啤等中高档新品,收购喜力中国后进一步升华高档和超高档产品线。公司聚焦“4+4”高档产品矩阵,2020将成为高端化元年。
- **组织重塑+产能优化,生产效率行业领先。**华润2016-2019年分别关闭2、5、13、7家工厂,2019年生产效率提升开始体现。2015-2019年华润的产能利用率从52.4%提升至55.8%,单厂产能从22.8提升至27.7万千升。公司进行组织重塑,2015-2019年员工数量从60000人减少至30000人,2019年人均销量达到381万千升,处于行业领先地位。
- **盈利预测:**我们预计公司2020-2022年收入分别为332.28、374.95、403.01亿元,归母净利润分别为25.37、38.15、49.33亿元,EPS分别为0.78、1.18、1.52元,对应PE为45、30、23倍,对应EV/EBITDA为20、15、12倍,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**全球疫情反复及全球经济增速放缓;食品安全风险;因不可抗力要素带来销量的下滑;市场竞争恶化带来超预期促销活动

内容目录

核心利润进入快速释放期，国资控股但激励充分.....	- 6 -
盈利能力迎向上拐点，吨价提升是核心驱动力.....	- 6 -
立足南区优势市场，持续优化中区和东区.....	- 8 -
国资控股喜力参股，自上而下激励充分.....	- 9 -
强渠道+强品牌协同，华润有望复制百威的高端化之路.....	- 12 -
啤酒行业量稳价升，结构升级+提价常态化推动均价上移.....	- 12 -
集中度提升趋缓，外资占领品牌高地.....	- 16 -
复盘百威英博在华高端化之路，强渠道力+高端品牌的协同.....	- 17 -
华润渠道优势+喜力品牌优势，公司高端化有望加速.....	- 20 -
组织重塑+产能优化，生产效率行业领先.....	- 26 -
盈利预测.....	- 29 -
风险提示.....	- 30 -

图表目录

图表 1: 2015-2019 年华润啤酒销量及增速.....	- 6 -
图表 2: 2015-2019 年华润啤酒收入及利润.....	- 6 -
图表 3: 2015-2019 年华润啤酒吨价及吨成本.....	- 7 -
图表 4: 2015-2019 年华润啤酒毛利率提升最快.....	- 7 -
图表 5: 2015-2019 年啤酒公司销售费用率对比.....	- 7 -
图表 6: 2015-2019 年华润啤酒一般及行政费用率.....	- 7 -
图表 7: 华润啤酒核心盈利能力快速提升.....	- 8 -
图表 8: 华润啤酒分地区营业额.....	- 8 -
图表 9: 华润啤酒分地区还原减值及亏损的 EBIT.....	- 8 -
图表 10: 华润啤酒分地区还原减值及亏损后的 EBIT Margin.....	- 9 -
图表 11: 华润啤酒股权结构.....	- 9 -
图表 12: 2019 年啤酒上市公司领导薪酬对比.....	- 10 -
图表 13: 2019 年啤酒上市公司领导持股市值对比.....	- 10 -
图表 14: 华润核心高管薪酬更高.....	- 10 -
图表 15: 华润啤酒人均薪酬持续提升.....	- 11 -
图表 16: 华润啤酒人均薪酬领先行业.....	- 11 -
图表 17: 啤酒行业市场规模及增速.....	- 12 -
图表 18: 啤酒行业销量及增速.....	- 13 -
图表 19: 中国 vs 日韩美人均啤酒销量（合法年龄）.....	- 13 -
图表 20: 中国 vs 日韩美啤酒零售均价（美元/升）.....	- 13 -

图表 21: 国内外啤酒公司吨价对比.....	- 13 -
图表 22: 中国啤酒行业零售均价及变化.....	- 14 -
图表 23: 中国啤酒行业即饮和非即饮零售均价.....	- 14 -
图表 24: 中国啤酒分档次销量占比.....	- 14 -
图表 25: 中国高中低档啤酒均价走势.....	- 14 -
图表 26: 中国进口啤酒数量.....	- 15 -
图表 27: 中国精酿啤酒销量.....	- 15 -
图表 28: 啤酒龙头近年提价梳理.....	- 15 -
图表 29: 2019 年啤酒行业销量市场份额.....	- 16 -
图表 30: 啤酒行业销量市场份额变化.....	- 16 -
图表 31: 2019 年高档啤酒销量份额.....	- 17 -
图表 32: 高档啤酒销量竞争格局.....	- 17 -
图表 33: 中档啤酒销量竞争格局.....	- 17 -
图表 34: 低档啤酒销量竞争格局.....	- 17 -
图表 35: 百威英博在中国的并购发展历程.....	- 18 -
图表 36: InBev 和 Anheuser-Busch 在中国的区域布局.....	- 18 -
图表 37: 百威英博持续开拓新市场.....	- 19 -
图表 38: 2012-2015 年百威英博建厂完善销售网络.....	- 19 -
图表 39: 百威品牌的销售渠道.....	- 19 -
图表 40: 百威品牌定位高端.....	- 19 -
图表 41: 百威品牌在中国的销量及增速.....	- 20 -
图表 42: 百威英博中国的吨酒收入和利润率.....	- 20 -
图表 43: 华润销售渠道策略.....	- 20 -
图表 44: 华润啤酒基地市场最多.....	- 21 -
图表 45: 各基地市场人口数量.....	- 21 -
图表 46: 喜力与百威产品对比.....	- 22 -
图表 47: 喜力在西欧的市占率领先百威英博 (%).....	- 23 -
图表 48: 百威英博在西欧的市占率主要来源于时代和贝克 (%).....	- 23 -
图表 49: 华润啤酒中档及以上产品增长更快.....	- 23 -
图表 50: 2019 年喜力中国贡献增量.....	- 23 -
图表 51: 啤酒公司吨酒价格对比.....	- 24 -
图表 52: 啤酒公司吨酒价格增速.....	- 24 -
图表 53: 华润啤酒产品线梳理.....	- 24 -
图表 54: 华润啤酒过去依靠勇闯天涯承接升级.....	- 25 -
图表 55: 华润啤酒聚焦高端产品矩阵.....	- 25 -

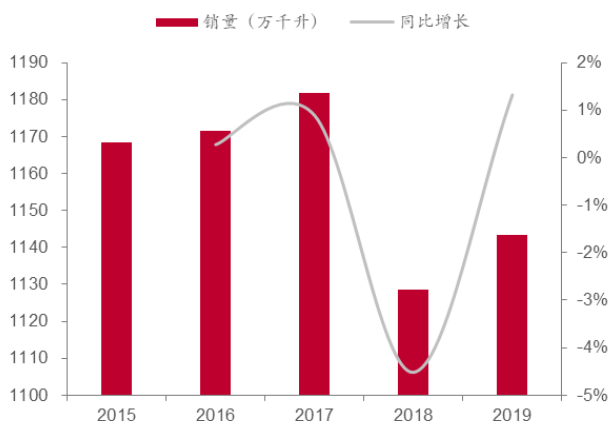
图表 56: 华润啤酒快速关厂优化产能 (工厂数: 个)	- 26 -
图表 57: 华润啤酒 vs 青岛啤酒吨成本变化.....	- 26 -
图表 58: 重啤关厂推动折旧率下降.....	- 26 -
图表 59: 重啤关厂推动吨酒人工成本下降.....	- 26 -
图表 60: 华润啤酒资本性开支	- 27 -
图表 61: 华润啤酒折旧	- 27 -
图表 62: 华润啤酒产能利用率及单厂产能.....	- 27 -
图表 63: 上市公司单厂产能对比.....	- 27 -
图表 64: 华润啤酒人员数量大幅减少.....	- 28 -
图表 65: 上市公司人均销量对比.....	- 28 -
图表 66: 华润啤酒各省份产能优化情况.....	- 28 -
图表 67: 华润啤酒业务拆分预测.....	- 29 -
图表 68: 华润啤酒盈利预测.....	- 30 -
图表 69: 啤酒可比公司估值表	- 30 -
图表 70: 华润啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 31 -

核心利润进入快速释放期，国资控股但激励充分

盈利能力迎向上拐点，吨价提升是核心驱动力

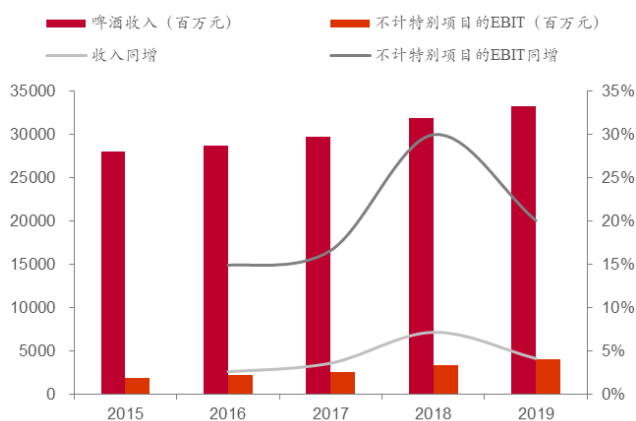
- 公司销量保持平稳，核心利润快速增长。** 华润啤酒 2019 年实现销量 1143.4 万千升，同比增长 1.3%，销量增长部分来源于收购喜力中国业务。2015-2019 年公司销量 CAGR 为-0.5%，基本保持平稳。2015-2019 年公司啤酒业务收入从 279.59 亿元增长至 331.90 亿元，CAGR 为 4.4%，主要受益于吨酒价格的持续提升。同期，公司不计特别项目的 EBIT 从 19.33 增长至 40.41 亿元，CAGR 为 20.24%，受益结构升级+提价+成本优化，利润保持快速增长。

图表 1: 2015-2019 年华润啤酒销量及增速



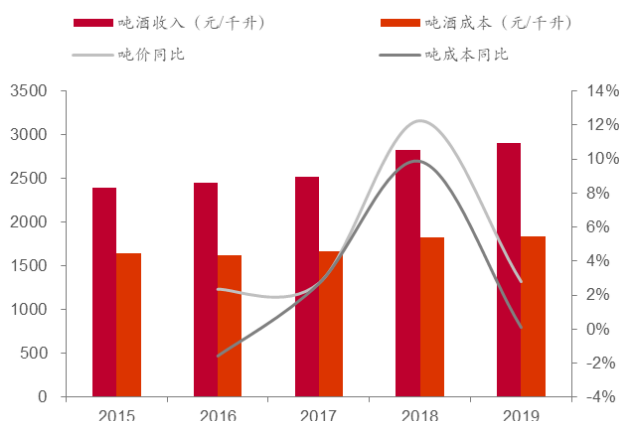
来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 2015-2019 年华润啤酒收入及利润

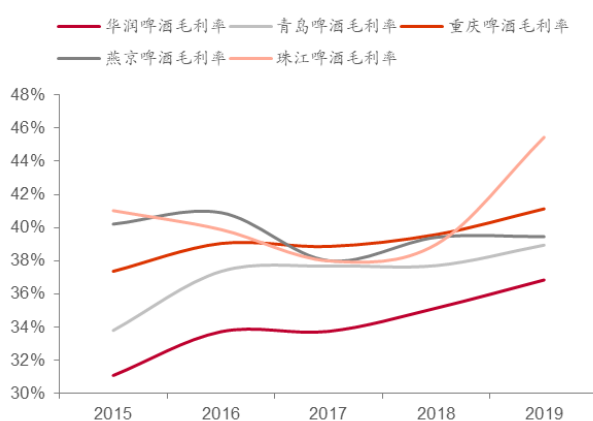


来源: wind、中泰证券研究所

- 吨酒价格提升叠加降本增效，华润啤酒毛利率提升速度领跑行业。** 2015-2019 年公司吨酒价格从 2393 提升至 2903 元/千升，CAGR 为 4.9%，主要受益于持续的结构升级及 2018 年面临成本压力时的提价。期间吨酒成本从 1650 上涨至 1833 元/千升，CAGR 为 2.7%，公司通过持续的优化产能、降本增效，有效地缓冲了成本端的上涨。2015-2019 年公司毛利率从 31.1% 提升至 36.8%，提升 5.8 个 pct。虽然 2019 年华润毛利率低于青啤（38.9%）、重啤（41.1%）、燕京（39.5%）、珠啤（45.5%），但 2015 年以来的提升幅度高于青啤（5.1pct）、重啤（3.8pct）、燕京（-0.8pct）、珠啤（4.4pct）。通过对比其他上市公司，我们认为华润啤酒的毛利率仍有提升空间，随着公司加速高端化及优化产能的效果逐步体现，其毛利率有望向 40% 的水平靠拢。（注：本文对青啤采用 2018 年调整后口径，并对历史数据进行了追溯）

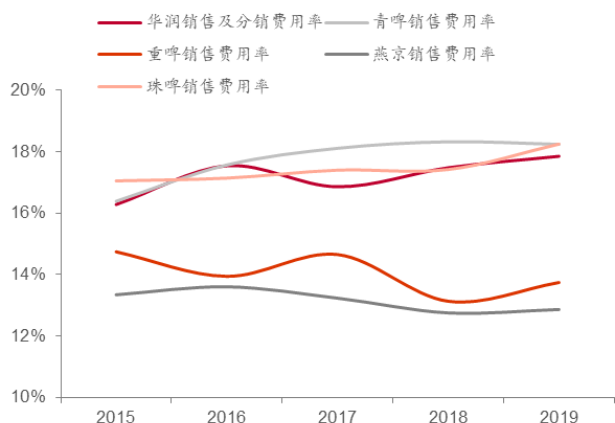
图表 3: 2015-2019 年华润啤酒吨价及吨成本


来源: wind、中泰证券研究所

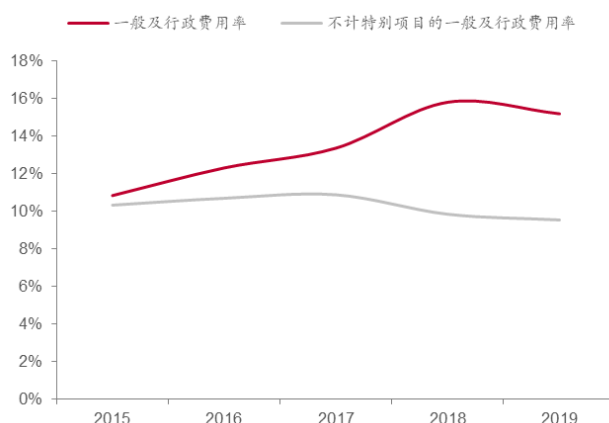
图表 4: 2015-2019 年华润啤酒毛利率提升最快


来源: wind、中泰证券研究所

- 发力高端加大费用投放, 管理效率稳步提升。**2019 年华润啤酒销售及分销费用率为 17.9%, 与同为全国性品牌的青啤接近, 高于重啤、燕京等区域品牌。2017-2019 年华润销售及分销费用率呈上升趋势, 主要系公司提出塑造高端的战略, 加大高端新品的宣传推广投入。华润一般及行政费用率自 2015 年以来持续上升, 主要系产能优化中产生一次性的关厂计提减值损失及员工安置费用。还原关厂等特别项目的影响, 华润的一般及行政费用率从 2017 年的 10.9% 下降至 2019 年的 9.5%, 反应出公司的管理效率在持续提升。

图表 5: 2015-2019 年啤酒公司销售费用率对比


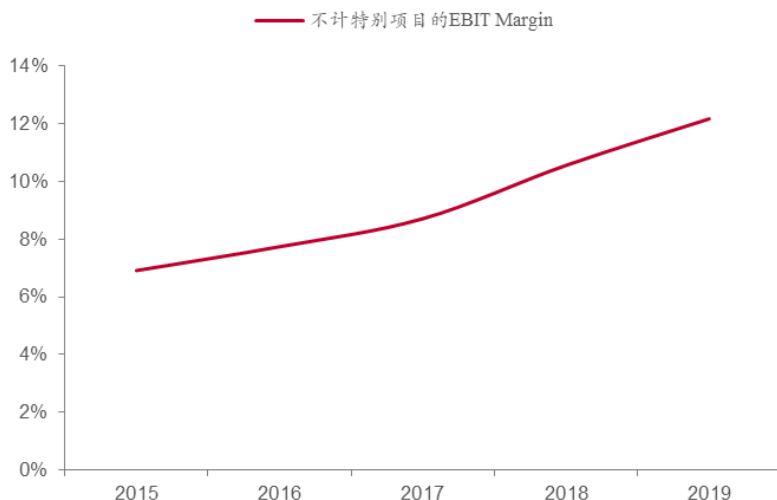
来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 2015-2019 年华润啤酒一般及行政费用率


来源: wind、中泰证券研究所

- 2015-2019 年华润啤酒不计特别项目的 EBIT Margin 提升 5.3 个 pct。**一方面受益于产品结构升级及提价带动的吨价提升, 另一方面受益于产能优化、组织重塑带来的生产、管理、销售多方面的效率提升, 华润还原关厂等特别项目影响后的 EBIT Margin 从 2015 年的 6.9% 提升至 2019 年的 12.2%, 盈利能力大幅增厚。

图表 7: 华润啤酒核心盈利能力快速提升

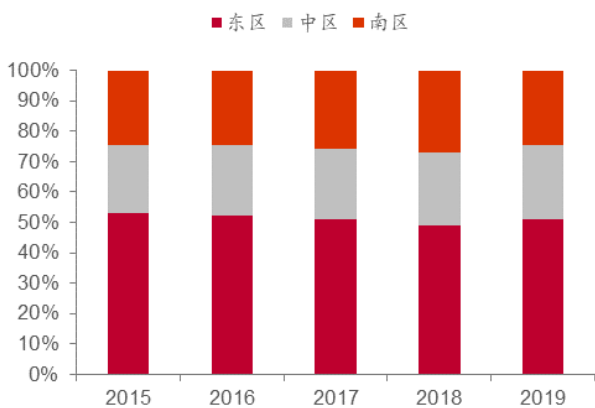


来源: wind、中泰证券研究所

立足南区优势市场，持续优化中区和东区

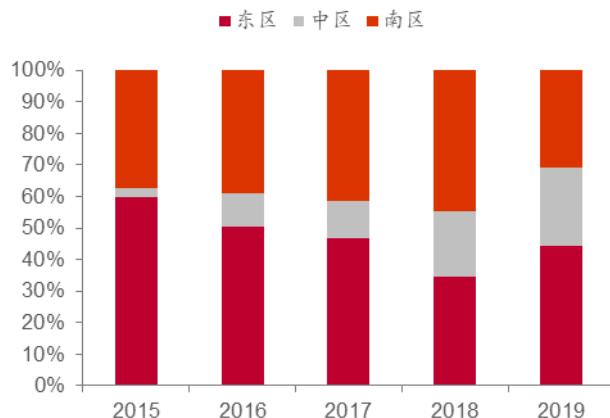
- **南区盈利能力持续高企，中区盈利能力大幅改善，东区 2019 年盈利能力回升。**在华润的区域划分中，东区包括东北和东部沿海，南区包括东南和西南，中区包括东区和南区以外的地区。东区营业额占公司的 50% 左右，中区占 22-24%，南区占 25-27%。从利润看，2019 年东区占还原减值及亏损后 EBIT 的 44%，中区占 25%，南区占 31%。从各区域的盈利能力看，南区领先且持续提升，主要系南区包含四川、贵州等基地市场，尤其是四川市场容量大且产品结构高，2019 年利润率有所回落主要系部分省份受竞争对手影响出现短期波动。中区受益于产能优化，效率大幅提升，还原减值及亏损后的 EBIT Margin 从 2015 年的 0.8% 提升至 2019 年的 10.4%。东区在 2018 年提价后受到竞品影响，东北市场销量下滑较大导致盈利能力下降，公司主动将重心放到高端化及产能优化上，2019 年势头好转，盈利能力回升。

图表 8: 华润啤酒分地区营业额



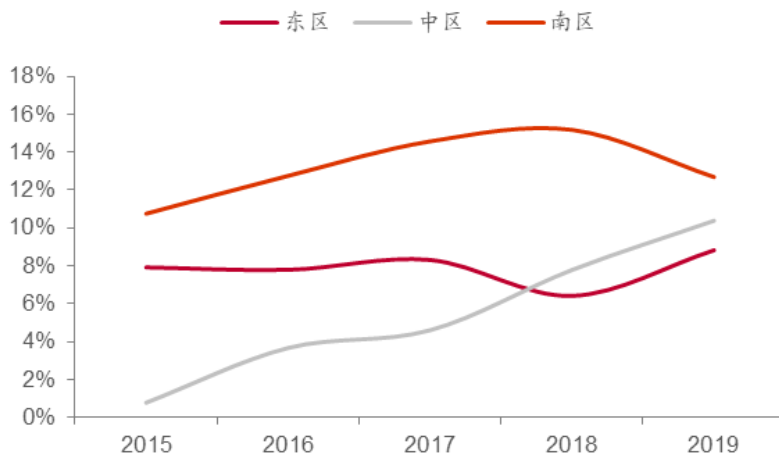
来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 华润啤酒分地区还原减值及亏损的 EBIT



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 华润啤酒分地区还原减值及亏损后的 EBIT Margin

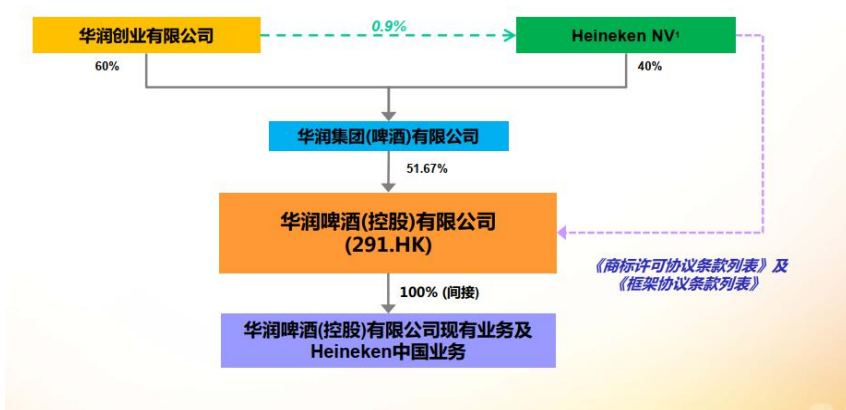


来源: wind、中泰证券研究所

国资控股喜力参股，自上而下激励充分

- **国资委控股，全球第二大啤酒厂商喜力参股。**国资委通过华润创业持有上市公司母公司华润集团(啤酒)60%的股权，喜力持有母公司剩余40%的股权。华润集团(啤酒)作为母公司持有上市公司51.67%的股权。上市公司除原自身啤酒业务外，还拥有喜力中国业务100%的股权，并且获得了喜力商标的使用许可。

图表 11: 华润啤酒股权结构

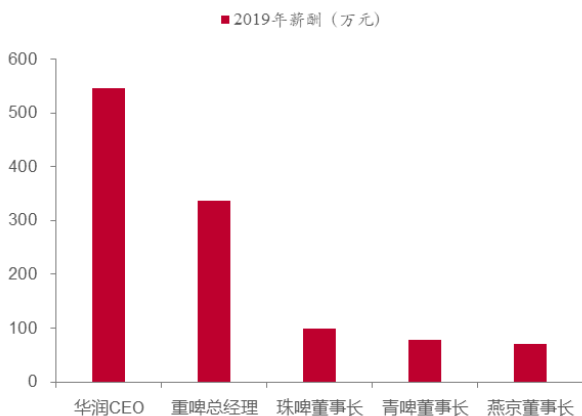


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **董事长或总经理激励对比，华润啤酒领先。**从2019年的年薪看，华润啤酒CEO年薪达到545万元，第二名重庆啤酒总经理年薪为337万元，而珠啤、青啤、燕京的董事长年薪均未超过百万元。从持股市值看，华润啤酒CEO在2019年底的持股市值超过3500万元，个人利益与公司发展充分绑定；青啤董事长2019年期末持股市值不到10万，2020年3月24日公司公告限制性股票激励计划(草案)，拟授予董事长15万股

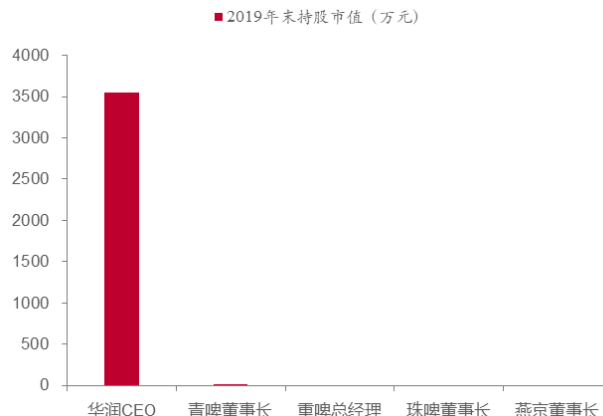
限制性股票, 占总股本的 0.0111%, 按 5 月 22 日收盘价 58.58 元计算, 该限制性股票的总市值约 879 万元; 而重啤总经理和燕京董事长均未持有上市公司股份。无论从薪酬还是持股市值, 华润一把手的激励都更为充分。

图表 12: 2019 年啤酒上市公司领导薪酬对比



来源: wind、中泰证券研究所

图表 13: 2019 年啤酒上市公司领导持股市值对比



来源: wind、中泰证券研究所

- **核心高管对比, 华润激励到位。**对比核心高管团队, 2019 年华润除 CEO 外的另外两位执行董事的年薪也在 200 万左右。青啤营销总裁年薪最高超过 300 万, 但其他高管薪酬均未过 100 万, 2020 年 3 月 24 日青啤公告限制性股票激励计划 (草案), 拟授予核心管理层 9-13 万股不等的限制性股票, 按 5 月 22 日收盘价 58.58 元计算, 核心高管限制性股票的总市值在 527-762 万元。重啤总经理外的其他主要管理层薪酬在 100-200 万之间, 均无持股。

图表 14: 华润核心高管薪酬更高

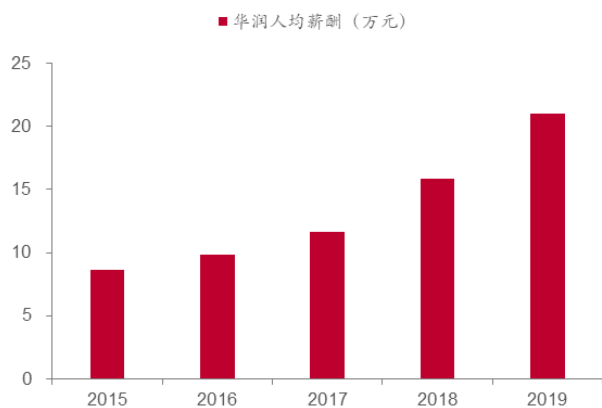
姓名	职务	薪酬(万元)	持股数(万股)	期末参考持股市值 (万元)	薪酬与期末持股市 值合计(万元)
华润啤酒					
侯孝海	董事	545	92	3,544	4,089
黎宝声	董事	200	0	0	200
简易	董事	175	0	0	175
青岛啤酒					
樊伟	执行董事, 总裁, 原党委副书记	69	12	627	696
蔡志伟	营销总裁	340	0	0	340
黄克兴	董事长, 党委书记	78	0	7	85
于竹明	执行董事, 党委委员, 财务总监	63	0	0	63
张瑞祥	董事会秘书	62	0	0	62
王瑞永	执行董事, 党委委员, 副总裁	59	0	0	59
姜宗祥	副总裁, 供应链总裁	29	0	15	44
王少波	副总裁	32	0	0	32
徐楠	副总裁, 制造总裁, 总酿酒师	30	0	0	30

重庆啤酒					
陈松	董事,总经理	337	0	0	337
周照维	副总经理	174	0	0	174
陈同林	副总经理	152	0	0	152
邓炜	董事会秘书	137	0	0	137
赵彤	副总经理	123	0	0	123
谢维	副总经理	37	0	0	37

来源：中泰证券研究所，公司公告

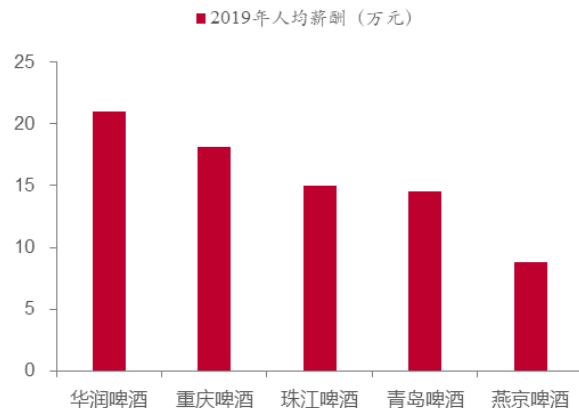
- 组织重塑提升运营效率，华润人均薪酬持续提升且领先行业。**华润执行董事兼 CEO 出身于营销部门，公司整体管理运行更加市场化。2016 年开始公司进行组织重塑，员工数量从 2015 年的 6 万人减少至 2019 年的 3 万人，而人均薪酬从 2015 年的 8.7 万元提升至 2019 年的 21 万元。从人均薪酬看，2019 年华润啤酒的 21 万元处于行业领先水平。

图表 15：华润啤酒人均薪酬持续提升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 16：华润啤酒人均薪酬领先行业



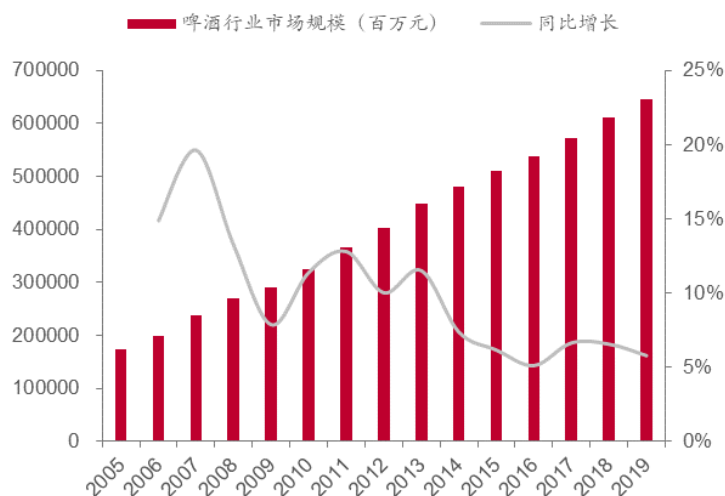
来源：wind、中泰证券研究所

强渠道+强品牌协同，华润有望复制百威的高端化之路

啤酒行业量稳价升，结构升级+提价常态化推动均价上移

- **2014 年以来行业规模增长放缓，但仍保持 6% 的 CAGR。**2005-2019 年，我国啤酒市场规模从 1733 亿元增长至 6457 亿元，CAGR 为 9.85%。2013 年我国啤酒销量达到峰值，2014-2019 年啤酒销量稳中有降。2013-2019 年我国啤酒市场规模从 4484 亿元增长至 6457 亿元，CAGR 为 6.27%。

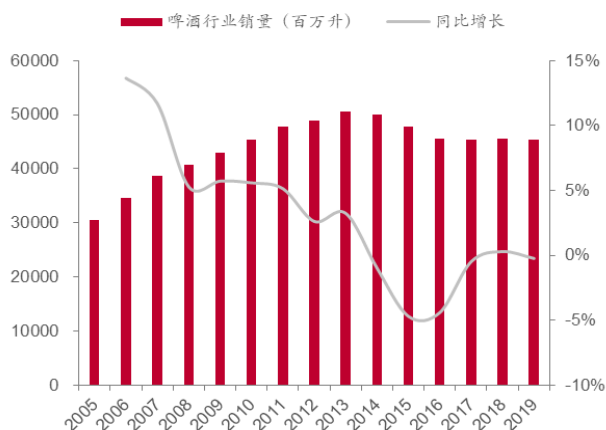
图表 17: 啤酒行业市场规模及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

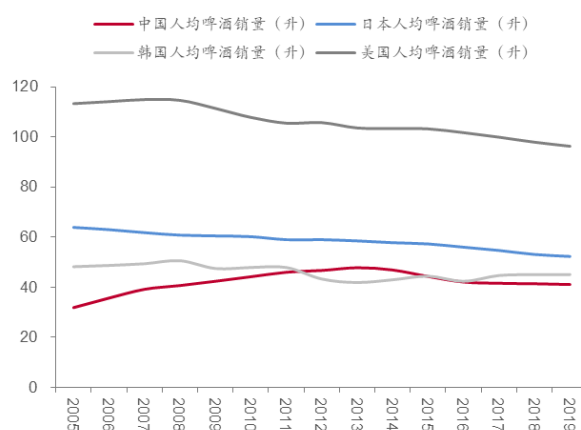
- **行业销量趋于平稳。**2013 年前，我国啤酒行业销量保持增长趋势，至 2013 年总销量达到 5058 万千升。2014 年开始我国啤酒销量出现下滑，2015-2016 年下滑幅度达到 4-5%。2017 年以来，我国啤酒销量稳定在约 4550 万千升的水平。
- **中国人均啤酒销量（合法年龄）接近日韩，回落后趋于稳定。**2005 年我国啤酒人均销量（合法年龄）为 31.9 升，仅为日本的 50%、韩国的 66%、美国的 28%。至 2013 年我国人均销量达到峰值 47.8 升，此后由于人口老龄化等因素人均销量回落，2016-2019 年我国啤酒人均销量稳定在 41-42 升的区间内。目前我国人均销量达到日本的 80%，韩国的 90%，跟饮食习惯相近的日韩对比提升空间有限。一方面随着人口老龄化，以年青一代为主的啤酒消费群体人数下降；另一方面城镇化率提升、经济持续增长，人均消费量上升。我们认为未来啤酒行业的人均销量将保持稳定。

图表 18: 啤酒行业销量及增速



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

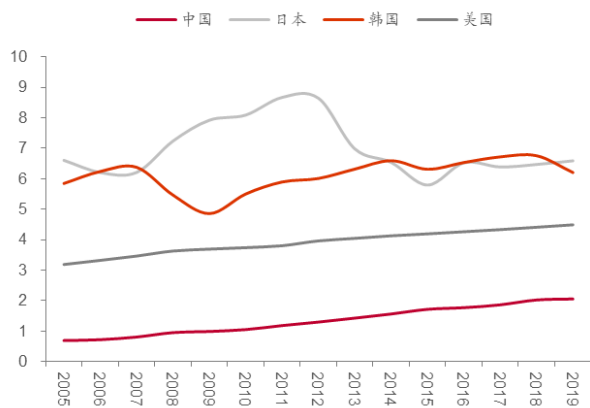
图表 19: 中国 vs 日韩美人均啤酒销量 (合法年龄)



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

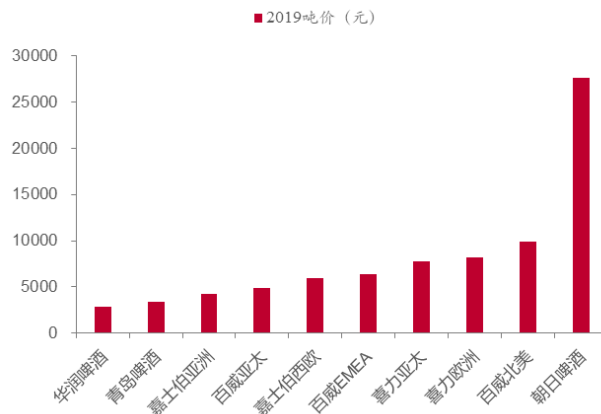
■ 我国啤酒终端价具备提升空间, 出厂价空间更大。2005 年我国啤酒零售均价为 0.7 美元/升, 仅有日韩均价的 10%, 美国均价的 20%。2019 年我国啤酒均价提升至 2.06 美元/升, 达到日本、韩国、美国均价的 31%、33%、46%。近年来我国啤酒均价提升明显, 但对比国际水平仍有较大的提升空间。根据彭博, 从出厂价看, 我国企业对比国外的出厂价提升空间更大。2019 年华润吨价为 2903 元, 青啤为 3431 元, 嘉士伯亚洲和百威亚太吨价在 4000-5000 元水平, 而嘉士伯西欧、百威 EMEA、喜力亚太、喜力欧洲、百威北美的吨价可以达到 6000-10000 元的水平, 朝日的吨价更高。

图表 20: 中国 vs 日韩美啤酒零售均价 (美元/升)



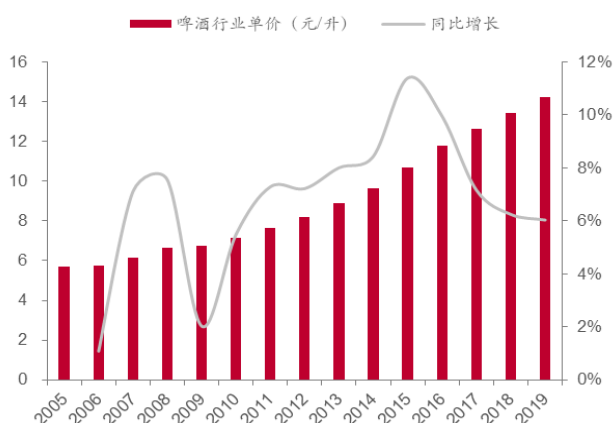
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 21: 国内外啤酒公司吨价对比

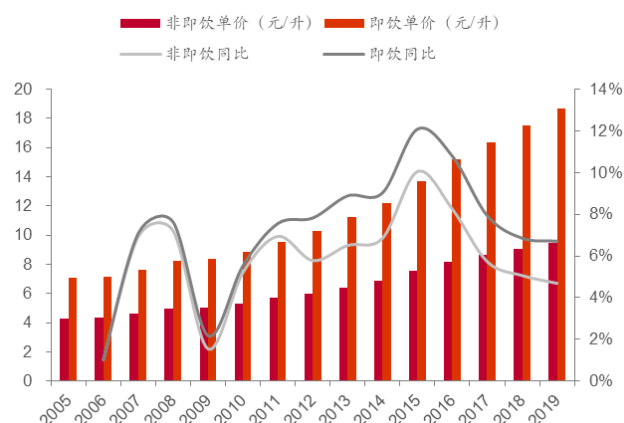


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

■ 我国啤酒均价持续提升, 即饮渠道升级速度更快。2005-2019 年我国啤酒均价从 5.7 元/升上升到 14.2 元/升, CAGR 为 6.75%。2014 年开始我国啤酒销量停止增长, 2015-2016 年明显下滑, 期间均价加速提升。2016 年后行业销量趋于稳定, 均价增长成为行业增长的核心驱动力。2013-2019 年啤酒均价 CAGR 为 8.19%, 快于销量停滞增长前。即饮渠道的价格提升快于非即饮渠道, 2005-2019 年即饮均价的 CAGR 为 7.19%, 非即饮为 5.82%, 即饮高于非即饮 1.37 个 pct。行业销量停滞趋势更明显, 2013-2019 年即饮复合增速高于非即饮 2.13 个 pct。

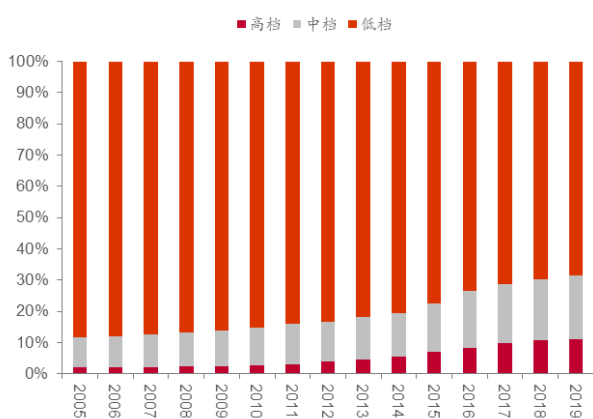
图表 22：中国啤酒行业零售均价及变化


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

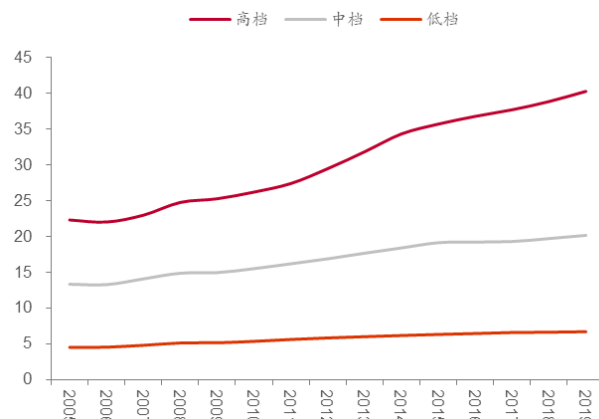
图表 23：中国啤酒行业即饮和非即饮零售均价


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

- (1) 结构升级持续推动均价提升
- 我们认为随着经济发展、城镇化率提升，以及 90 后、00 后等注重品质和个性化的一代成为啤酒的主流消费群体，啤酒行业的消费升级趋势将持续，高档和超高档有望加速增长。
- 消费升级持续推进，中高档啤酒占比提升。2005-2019 年我国高档啤酒（非即饮零售价 14 元/升以上）占比从 2.0% 提升至 11.1%；2014 年行业销量停滞以来提升更快，占比从 2013 年的 4.6% 快速提升至 2019 年的 11.1%。2005-2019 年中档啤酒（非即饮零售价 7-14 元/升）占比从 9.6% 提升至 20.5%，2013-2019 年从 13.5% 提升至 20.5%，提升速度快于 2013 年行业销量停滞前。2005-2019 年低档啤酒（非即饮零售价低于 7 元/升）占比从 88.4% 下降至 68.4%，尤其是 2013 年开始加速下降。
- 各档次啤酒均价提升，高档价格提升更快。各档次啤酒内部也在持续进行结构升级，2005-2019 年高中低档啤酒均价的 CAGR 分别为 4.3%、3.0%、2.9%。2013-2019 年行业销量放缓以来高中低档啤酒均价的 CAGR 为 4.0%、2.2%、1.8%。

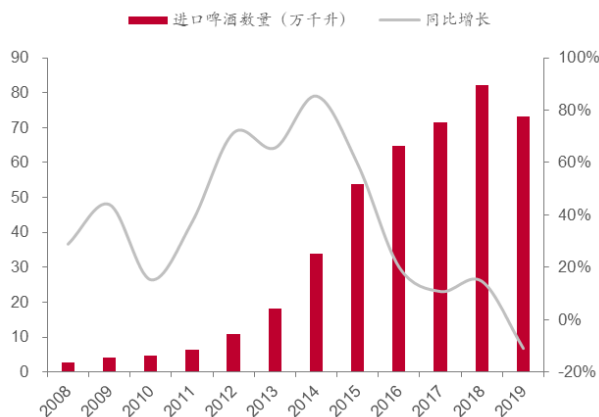
图表 24：中国啤酒分档次销量占比


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

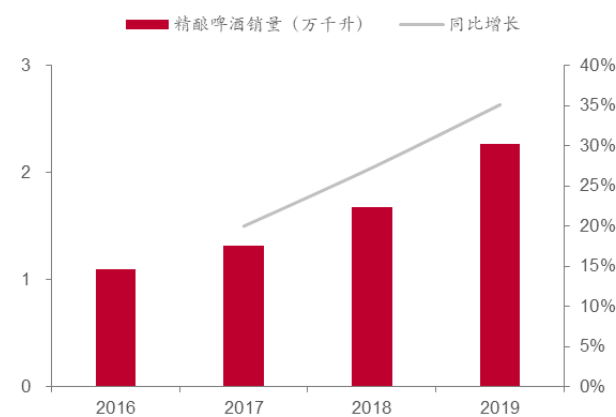
图表 25：中国高中低档啤酒均价走势


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

- **超高档快速扩张，进口和精酿持续高增长。**我国进口啤酒量从 2008 年不到 3 万千升快速增长到 2018 年的 82 万千升，十年间复合增速为 40%，目前进口啤酒占行业销量的 2%。2019 年进口啤酒下滑主要系国产高端啤酒崛起，部分消费者从进口啤酒转移到国产高档啤酒。精酿啤酒近年在一二线城市崛起，尽管目前体量小，但价格高，并保持了 30% 左右的复合增速。

图表 26：中国进口啤酒数量


来源：wind、中泰证券研究所

图表 27：中国精酿啤酒销量


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

- **(2) 直接提价有望常态化**
- **啤酒行业直接提价有望成为常态化趋势。**过去啤酒行业提价主要由成本上涨驱动，2008、2012 和 2018 年三次行业性提价均是如此。百威定位高端，致力于产品结构升级，其过去实施常态化提价的措施。青啤 2018 年董事长更换以来也提出了提价常态化的措施，每年均会分区域分产品进行提价，2019 和 2020 年均有所动作。华润 2018 年大幅提价后，2019 年对部分提价效果不理想的区域进行了补提，2020 年对部分红区市场的勇闯天涯及半强势市场的高档产品进行了提价。啤酒龙头有望将提价作为常态化动作，尤其是在基地市场。

图表 28：啤酒龙头近年提价梳理

公司	时间	部分单品提价情况
华润啤酒	2018 年 1 月	对部分区域的部分产品进行价格上调，涨价产品平均涨价幅度不超过 5%。雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件。
	2019 年	补提部分区域
	2020 年初	四川地区勇闯天涯开票价提升，部分半强势市场的部分高档产品提价
青岛啤酒	2018 上半年	进行了较大范围和幅度的提价，山东、陕西、华南等主要市场的主力产品如经典等均进行了 5-10% 的提价。
	2018 年 5 月	青岛啤酒旗下青岛优质品牌将提价，单款单箱全国提价 2 元。
	2019 年 5 月	山东、华南地区对经典 1903、白啤等提价 5-10%
	2020 年 5 月	山东地区经典提价 9%，白啤换包装提价 10%，崂山换包装提价 6-7%
百威英博	2018 年 3 月	百威啤酒年前已提价，年后批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%。

2018年12月

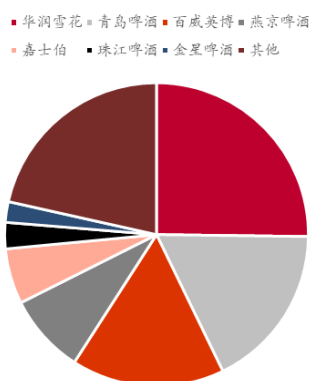
全品类涨价，平均价格提升2-4%

来源：中泰证券研究所，公司公告，啤酒板

集中度提升趋缓，外资占领品牌高地

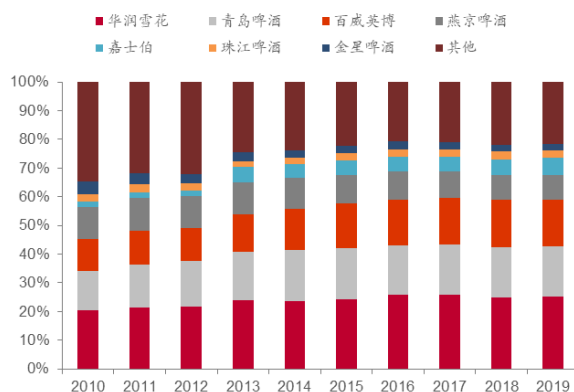
- **2019年啤酒销量CR5达到74%，龙头集中度提升趋缓。**2019年啤酒销量前五大公司为华润、青啤、百威、燕京、嘉士伯，市占率分别为25.2%、17.6%、16.3%、8.5%、5.9%；区域性品牌中珠江和金星市占率分别为2.8%和2.2%；剩下的中小企业市占率合计为21.5%。2010-2019年啤酒行业销量CR3从45.2%提升至59.1%，CR5从58.2%提升至73.5%。随着大量中小企业退出，2016年以来行业销量集中度提升速度明显趋缓。

图表 29：2019 年啤酒行业销量市场份额



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

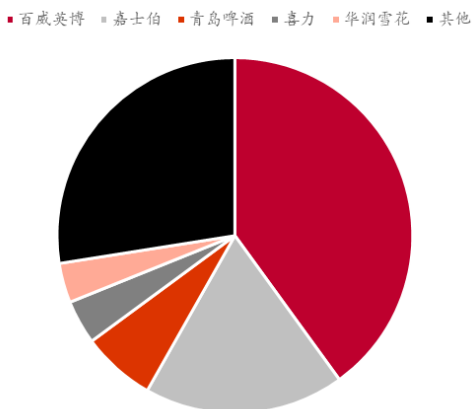
图表 30：啤酒行业销量市场份额变化



来源：Euromonitor、中泰证券研究所

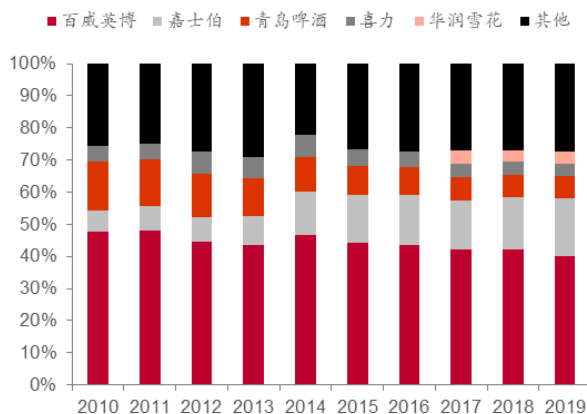
- **外资领跑高档啤酒，华润补齐高档短板。**2019年百威英博占据高档酒销量的40%，嘉士伯占据18.2%，喜力+华润雪花合计占据了7.6%，青岛啤酒占据6.7%。百威英博一直占据高档酒的半壁江山，近年来随着其他品牌加大高档市场的布局，份额略有回落。嘉士伯在高档酒领域走差异化战略，近年来份额持续提升。华润过去以中低档为主，高档领域仅依靠纯生一支主力产品，近年陆续推出脸谱、匠心营造、马尔斯绿等产品布局高档，收购喜力中国后高档市占率已反超青啤。公司将2020年定义为高档化元年，提出决战高端，重点打造4+4产品组合。依托喜力的品牌及华润的渠道运营能力，其在高档领域大有可为。
- **中低档啤酒领域，华润称王。**受益于近年来持续推动勇闯天涯的升级，2010-2019年华润在中档酒的市占率从17.1%提升至25.1%。2019年华润在中档酒市占率第一，领先于青啤（23.3%）、燕京（16.2%）、珠啤（6.5%）。低档酒领域，华润一直保持领先地位，2019年市占率达到29.5%，领先于青啤（18.1%）、百威（16.8%）、燕京（7.8%）。中低档啤酒主要依靠渠道运作，华润在中档和低档均市占率第一，体现了公司极强的渠道运营能力。

图表 31: 2019 年高档啤酒销量份额



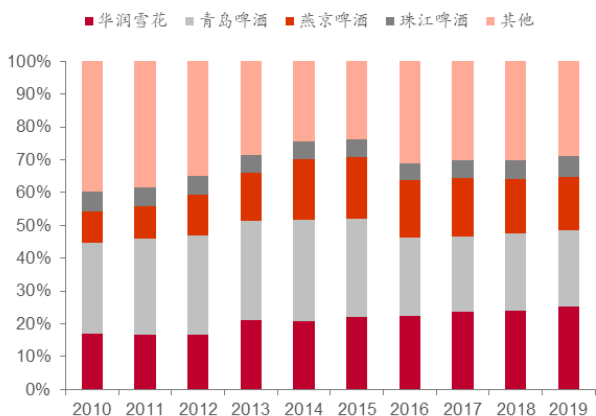
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 32: 高档啤酒销量竞争格局



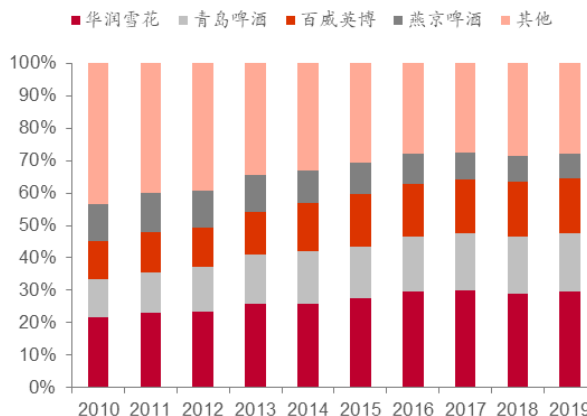
来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 33: 中档啤酒销量竞争格局



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

图表 34: 低档啤酒销量竞争格局



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

复盘百威英博在华高端化之路，强渠道力+高端品牌的协同

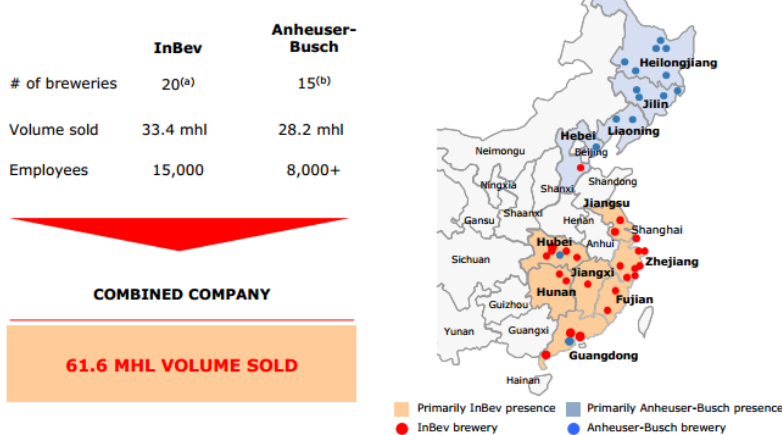
- 百威英博进入中国后进行了一系列并购和参股，并围绕收购企业建立了沿海和东北两个优势市场。Interbrew 在 1984 年进入中国市场，1997 年收购南京金陵啤酒，2002 年入股珠江啤酒 24% 的股份，并先后收购了浙江 KK 啤酒、温州双鹿啤酒、湖北金龙泉啤酒、福建最大的雪津啤酒、浙江红石梁啤酒等，形成了以东南沿海和华中为主的基地市场。Anheuser-Busch 在 1995 年进入中国，2004 年收购了黑龙江的哈尔滨啤酒，形成了以东北为主的基地市场。2008 年百威英博合并成立，其在中国大陆拥有 35 家啤酒厂，销量达到 616 万千升，并拥有 23000 多名员工，建立了以福建、江西为代表的东南沿海和以黑吉为代表的东北两大优势市场。

图表 35: 百威英博在中国的并购发展历程



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 36: InBev 和 Anheuser-Busch 在中国的区域布局

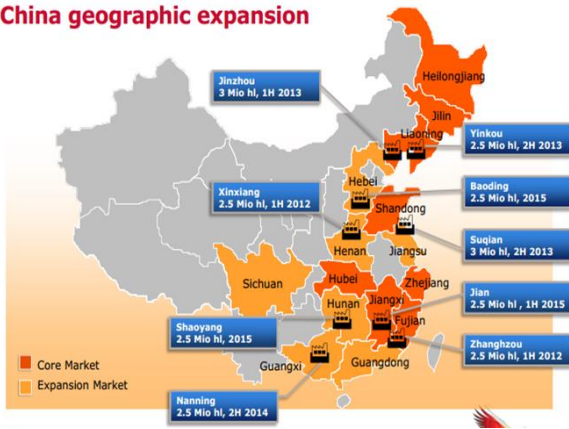


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- **加强全国化布局, 建厂强化销售网络。**2010 年以来百威英博持续拓展在中国的布局, 强化渠道力, 从区域品牌向全国化品牌发展。除黑龙江、吉林、辽宁、福建、浙江、江西、湖北等核心市场外, 公司开拓广东、广西、湖南、四川、江苏、河南、河北等发展中市场。2012-2015 年百威英博新建了 9 家工厂共 235 万吨的产能来完善自己的区域布局, 然后围绕工厂建设营销网络, 不断提升自身渠道力。

图表 37: 百威英博持续开拓新市场

China geographic expansion



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 38: 2012-2015 年百威英博建厂完善销售网络

地区	时间	产能 (万吨)
河南新乡	2012H1	25
福建漳州	2012H1	25
辽宁锦州	2013H1	30
辽宁营口	2013H2	25
江苏宿迁	2013H2	30
广西南宁	2014H2	25
江西吉安	2015H1	25
河北保定	2015	25
湖南邵阳	2015	25

来源: 公司官网、中泰证券研究所

- **百威品牌定位高端, 持续强化销售渠道。**2008 年英博收购百威后, 其拥有了百威啤酒这一世界知名的高端品牌, 并加快布局百威啤酒在海外的销售业务, 其中重点布局市场空间广阔的中国市场。百威英博在中国的产品矩阵覆盖各个价格, 超高端拥有科罗娜、福佳、时代; 在承接大量消费升级的高端价位, 公司拥有顶级全球品牌百威; 核心+以及核心及低档主要是哈啤和其他地方品牌。2010 年百威啤酒在中国覆盖 150 个市场, 拥有 605 个一级经销商, 其中 40% 的经销商专注于啤酒, 平均合作 8 年。依托百威英博在中国的销售网络及百威自身的品牌影响力, 百威啤酒的销量伴随着行业的高端化快速放量。

图表 39: 百威品牌的销售渠道

Continue to Expand Budweiser Distribution



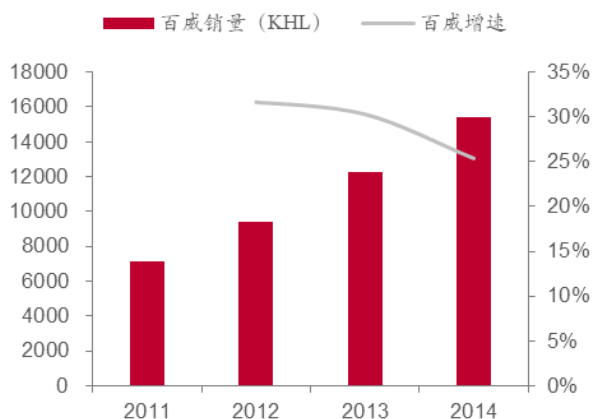
来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 40: 百威品牌定位高端

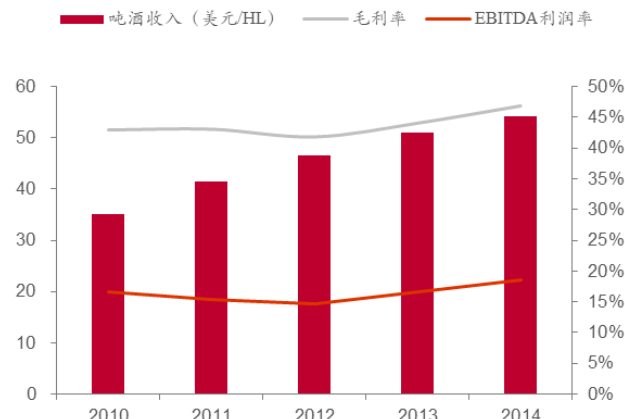


来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 2011-2014 年百威品牌迅速放量，盈利能力持续提升。**受益于百威英博持续强化在中国的产能布局，构建并优化销售网络，强化百威品牌的渠道力，品牌力强大的百威品牌迎合了行业高端化的趋势快速放量。2011-2014 年，百威啤酒销量保持 29% 的 CAGR，从 70 万吨快速增长至 150 多万吨。受益产品结构快速升级，2010-2014 年百威英博中国 ASP 的 CAGR 为 11%，毛利率提升了 3.91 个 pct，EBITDA 利润率提升了 1.96 个 pct。

图表 41：百威品牌在中国的销量及增速


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 42：百威英博中国的吨酒收入和利润率


来源：Bloomberg、中泰证券研究所

华润渠道优势+喜力品牌优势，公司高端化有望加速

- 从渠道的掌控力及运营效率看，华润在全国性啤酒企业中处于领先。**全国性啤酒企业中，青啤和百威均采用大客户模式。华润采取密集分销模式，通过将目标市场细分为更小区域，打造了扁平化的分销网络，以减少分销层数。有助于提高盈利能力，更接近终端消费者以及对分销商和零售商实施更好的管理。为优化组织架构，强化高档渠道的布局，华润在优势市场四川等进行“CDDS”模式改造：做大经销商规模，做少经销商数量，将业务团队、市场推进职责逐步转移给经销商，但渠道掌控力及运营能力依旧突出。分渠道看，针对高端现饮渠道如夜场、高档餐饮，公司依托专门的销售团队及具备实力的大商进入；针对其他现饮及传统零售渠道，公司采取密集分销模式，提升盈利能力和运营效率，对终端的掌控力强。密集分销的模式也有利于公司对区域性市场进行渠道扩张及下沉。

图表 43：华润销售渠道策略

市场及细分渠道		渠道策略
城市市场	高端现饮消费渠道	专门销售团队，针对现饮消费的消费群体，例如高档餐馆，饭店和夜场来提高中高端产品的销售 打造并维持强劲的渠道和客户关系
	其他现饮消费渠道和传统零售渠道	通过将目标市场细分为更小区域，打造了扁平化的分销网络，以减少分销层数 有助于提高盈利能力，更接近终端消费者以及对分销商和零售商实施更好的管理
	现代零售渠道	总部的销售团队负责直接与全国性零售商商谈

地区销售团队协助与地区性零售商的商谈，提供综合性销售支持并对其表现进行监督

电子商务渠道

在电子商务平台，例如天猫等销售
在一号店、京东等网站上设立旗舰店
设立自有的电子商务平台，直接与终端客户和消费者互动

区域性市场

与地方分销商维持长期关系来拓宽业务覆盖和渗透
对区域性市场进行更加细致的划分从而实现扁平化分销模式
利用二级分销商来供应多郊市场

来源：中泰证券研究所，公司公告

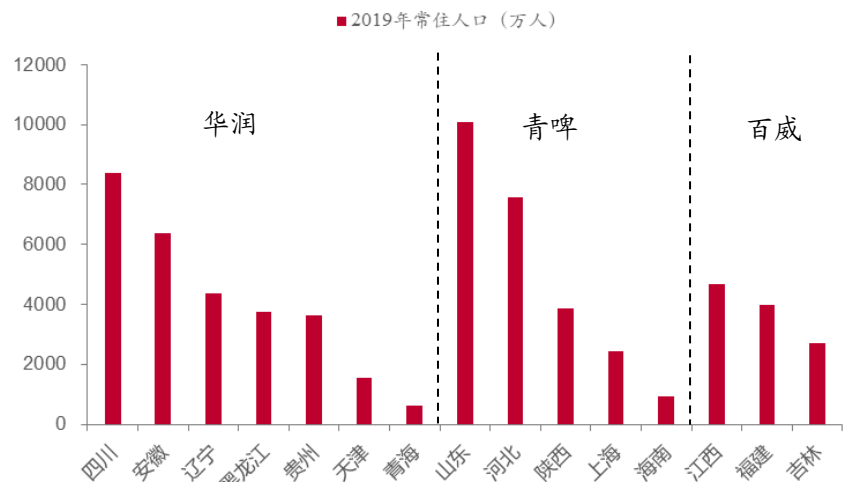
- 华润的基地市场最多，覆盖常住人口最多。**华润啤酒拥有黑龙江、辽宁、天津、安徽、贵州、四川、青海共 7 个基地市场，2019 年常住人口合计 2.86 亿；青岛啤酒有山东、陕西、海南、河北、上海共 5 个基地市场，2019 年常住人口合计 2.49 亿；百威英博三个基地市场福建、江西、吉林，2019 年常住人口合计 1.13 亿。华润啤酒拥有最多的基地市场，啤酒公司的消费升级通常率先在基地市场展开，华润的基地市场也拥有最多的常住人口，潜在的高端产品放量空间最大。而从半强势市场来看，华润也领先青啤和百威。最后从成长市场看，华润布局数量也处于领先。

图表 44：华润啤酒基地市场最多

	华润啤酒	青岛啤酒	百威英博
基地市场	黑龙江、辽宁、天津、安徽、贵州、四川、青海	山东、陕西、海南、河北、上海	福建、江西、吉林
半强势市场	吉林、山西、江苏、上海、湖北、浙江、内蒙古、甘肃	河南、山西、甘肃、黑龙江	黑龙江、湖北、浙江、广东
成长市场	河北、北京、河南、山东、湖南、江西、广东、海南、广西、云南、重庆、陕西、西藏、宁夏	湖北、安徽、江苏、天津、福建、广东、湖南、青海、宁夏、四川、贵州	辽宁、河北、天津、河南、江苏、上海、湖南、四川、西藏

来源：中泰证券研究所，中国国际啤酒网



图表 45：各基地市场人口数量



来源：wind，中泰证券研究所

- 喜力品牌比肩百威，定价更高。**根据天猫商城官方旗舰店的价格，喜力听装和瓶装的定价都高于百威。而根据我们的草根调研，餐饮渠道喜力的定位通常在 12-15 元，而百威的定价在 10-12 元。喜力更高的价格依托于其比肩百威的品牌力和优秀的品质。从麦芽浓度和酒精度来看，喜力都比百威更浓；从原材料看，喜力只用了基础的水、麦芽、啤酒花，而百威还加入了大米替代麦芽从而降低成本；从保质期看，喜力瓶装产品的保质期也能达到 12 个月，但百威只有 6 个月。

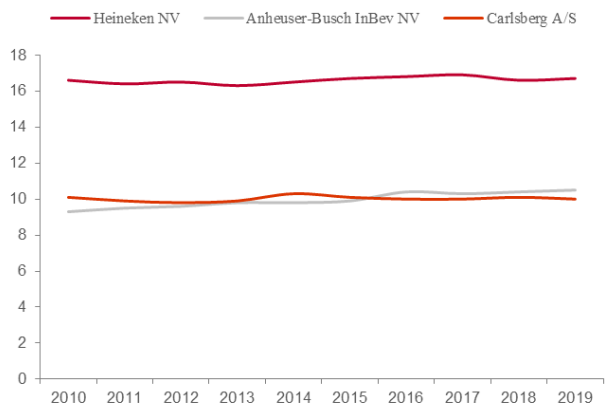
图表 46: 喜力与百威产品对比

	喜力		百威	
	瓶装	罐装	瓶装	罐装
品牌				
售价	12.3 元/500ml	7 元/500ml	6.6 元/460ml	6.6 元/500ml
每升均价	25 元	14 元	14.3 元	13.2 元
麦芽浓度	11.4		9.7	
酒精度	5		3.6	
原材料	水、麦芽、啤酒花		水、麦芽、大米、啤酒花、酵母	
保质期	12 个月	12 个月	6 个月	12 个月

来源：天猫商城、中泰证券研究所

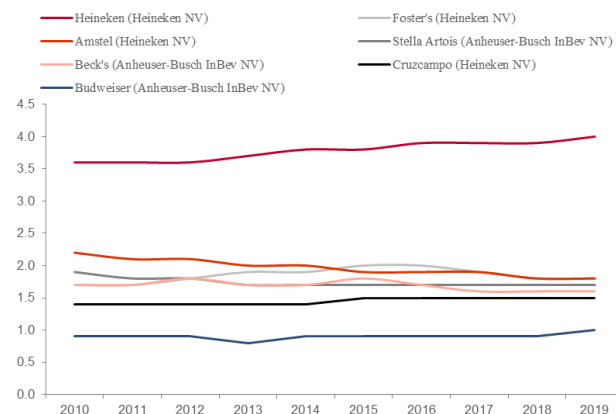
- 在喜力和百威英博均布局且经济发达的西欧，喜力的市占率领先于百威英博。**西欧地区经济发达，啤酒消费档次高，美国的啤酒发展也是起源于欧洲移民。同时，百威英博和喜力分别起源于西欧的比利时和荷兰，西欧是两家公司的大本营之一。从西欧的竞争格局看，喜力的市占率接近 17%，而百威英博不到 11%。从细分品牌看，喜力品牌占据了西欧 4% 的份额，百威英博在西欧的份额主要来自于时代和贝克的贡献，百威啤酒在西欧的市场份额仅 1%。我们认为在经济发达、啤酒消费成熟的西欧，喜力领先的市占率突显了其品牌力。

图表 47: 喜力在西欧的市占率领先百威英博 (%)



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

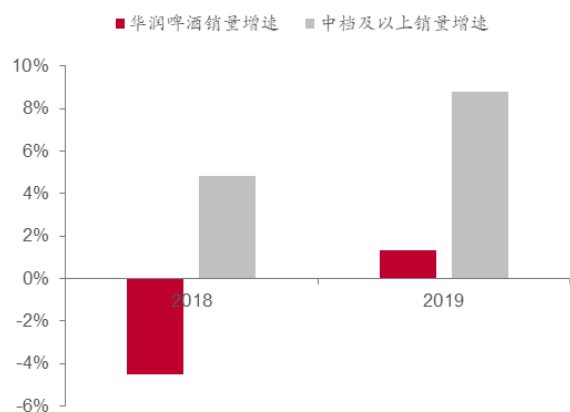
图表 48: 百威英博在西欧的市占率主要来源于时代和贝克 (%)



来源: Euromonitor、中泰证券研究所

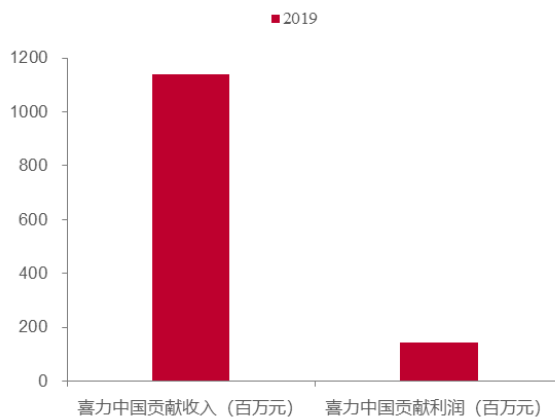
- 华润中高档产品增长更快, 2019 年喜力中国开始贡献收入和利润。2018 和 2019 年, 华润啤酒整体销量增速分别为 -4.5% 和 1.3%, 其中中档及以上产品的销量增速分别为 4.8% 和 8.8%, 产品结构持续提升。2019 年喜力中国开始并表, 当年贡献收入 11.39 亿元, 贡献利润 1.45 亿元。2020 年公司开始聚焦喜力等高档产品, 我们认为依靠华润强大的渠道能力和喜力在高端领域的品牌力, 公司将快速推进高端化。

图表 49: 华润啤酒中档及以上产品增长更快



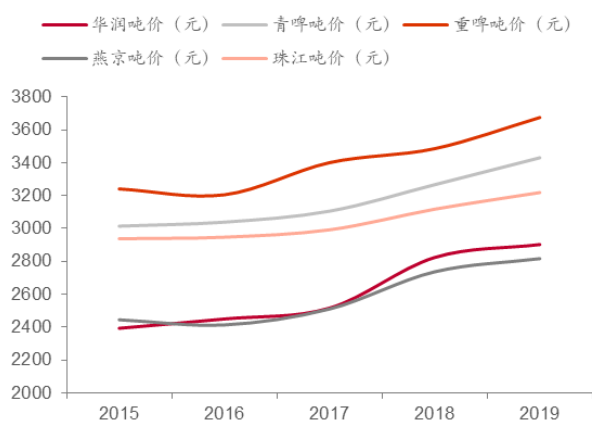
来源: wind、中泰证券研究所

图表 50: 2019 年喜力中国贡献增量

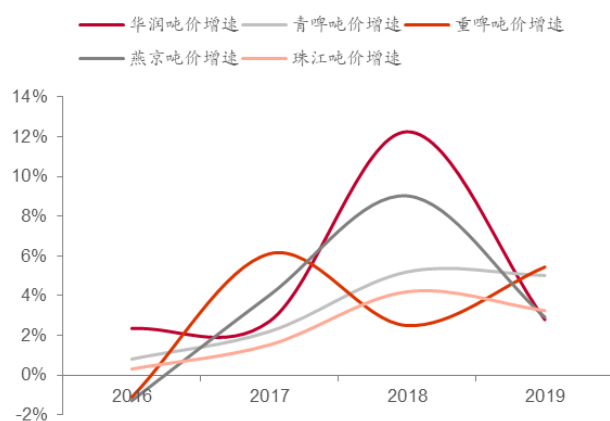


来源: wind、中泰证券研究所

- 华润吨酒价格上升空间大, 2015 年以来提升最快。2019 年华润吨价为 2903 元, 高于燕京的 2817 元, 低于青啤的 3431 元、重啤的 3676 元、珠啤的 3219 元。华润在收购喜力中国后高档产品组合进一步强化, 对比其他啤酒上市公司, 吨价仍具备明显的提升空间。2015-2019 年华润吨价的 CAGR 为 4.9%, 高于青啤 (3.3%)、重啤 (3.2%)、燕京 (3.6%)、珠啤 (2.3%)。2020 年是华润高端化的元年, 其吨价提升有望加速。(注: 重啤吨价为剔除委托加工及包销, 仅考虑自产自销部分)

图表 51: 啤酒公司吨酒价格对比


来源: wind、中泰证券研究所

图表 52: 啤酒公司吨酒价格增速


来源: wind、中泰证券研究所

- 高档产品矩阵已现锋芒, 收购喜力进一步升华。** 华润雪花 1994 年成立, 起步较晚, 但依靠强大的渠道运营能力及低端价格战策略快速收割市场份额。随着行业增长放缓, 公司于 2017 年提出“创新发展、转型升级、有质量增长”, 重点也从低档量的角逐转向高档超高档的竞争。公司过去在高档主要依托纯生, 在 2015 年推出脸谱定位超高档, 2018 年推出匠心营造 (超高档) 和超级勇闯 (中档高), 2019 年推出马尔绿 (高档) 和黑狮白啤 (超高档)。2019 年收购喜力中国后, 公司在超高档及高档领域增加了喜力、Sol、Tiger 等强势海外品牌。对比华润大体量的低档产品及中档勇闯天涯, 高档及超高档产品的酒精度和麦芽浓度通常更高, 同时在原料方面也减少了啤酒用糖浆、大米 (淀粉) 的使用, 更多地使用麦芽提升品质, 因此价格也远高于中低档产品。

图表 53: 华润啤酒产品线梳理

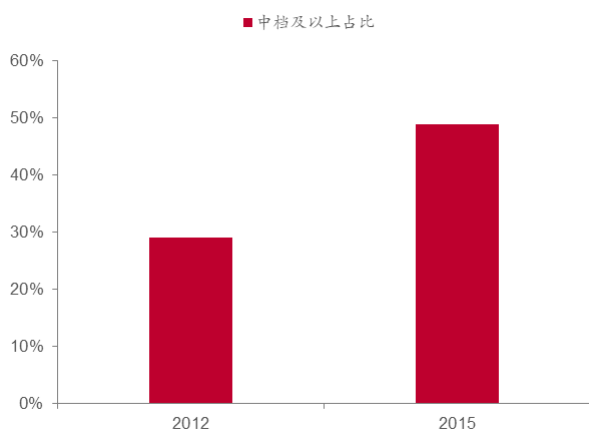
产品	价格	单价 (元/升)	酒精度: %vol	麦芽浓度: °P	配料表
脸谱	15 元/瓶	45	4.1	11.5	水、麦芽、大米、啤酒花制品
黑狮白啤	12 元/听	24	4.1	11.8	水、大麦芽、小麦芽、啤酒花制品、芫荽籽、橙皮、果胶
匠心营造	10 元/瓶	20	3.3	10	水、麦芽、啤酒花制品
马尔绿	8.3 元/瓶	18	2.5	8	水、麦芽、啤酒花制品、酒花浸膏
纯生	8 元/听	16	2.5	8	水、麦芽、大米、啤酒花制品
超级勇闯 (SuperX)	8 元/听	16	3.3	9	水、麦芽、啤酒用糖浆、啤酒花、酒花浸膏
勇闯天涯	5.4 元/听	11	2.5	8	水、麦芽、糖浆、啤酒花制品
晶粹	4.2 元/听	8	2.5	8	水、麦芽、啤酒用糖浆、啤酒花
清爽	4 元/听	8	2.5	8	水、麦芽、大米 (淀粉)、啤酒用糖浆、啤酒花
喜力	12.3 元/瓶	25	5	14	水、麦芽、啤酒花
Sol	8.3 元/瓶	25	4.5	11.9	-
Tiger	5.4 元/听	16	4	10	水、麦芽、啤酒花制品

来源: 中泰证券研究所, 天猫商城

- 聚焦“4+4”高档产品矩阵, 2020 开启高端化元年。** 华润过去主要依靠低档酒往中档勇闯天涯的消费转移实现结构升级, 2012-2015 年中档及

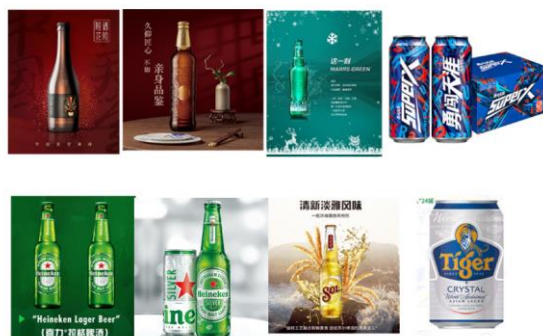
以上产品的占比从 29%提升至 49%。随着公司高档和超高档产品线的丰富，2020 年公司 will 聚焦超高档和高档的增长，决战高端。国产四大金刚分别定为不同消费场景或人群，脸谱定位中国文化、匠心营造定位传统美食、马尔斯绿定位白领阶层、超级勇闯定位年轻群体。喜力作为全球高档啤酒品牌，在中国具备品牌优势和知名度，过去受限于产能布局及渠道，有望与华润优势互补实现快速增长。

图表 54: 华润啤酒过去依靠勇闯天涯承接升级



来源: wind、中泰证券研究所

图表 55: 华润啤酒聚焦高端产品矩阵

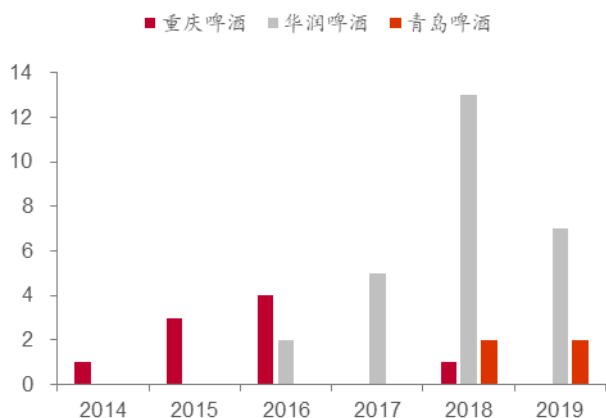


来源: 公司官网、天猫商城、中泰证券研究所

组织重塑+产能优化，生产效率行业领先

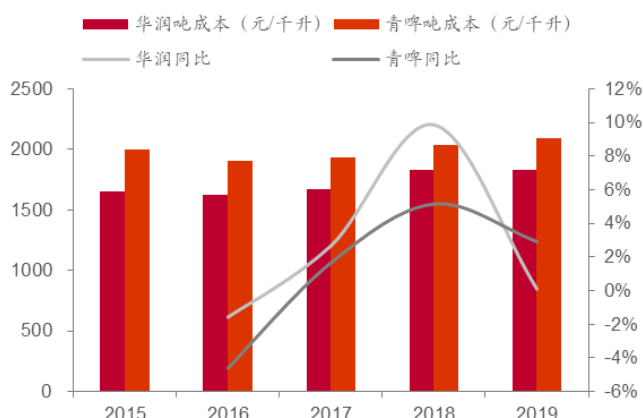
- **华润快速优化产能，2019 年降本增效成果显现。**2013 年嘉士伯控股重啤，2014 年开启产能优化工作，并在 2014-2016 年关闭 8 家工厂，保留了 15 家工厂，此后 2018 年又关闭了湖南一家工厂。华润从 2016 年开始优化产能、关厂提效，2016-2019 年分别关闭 2、5、13、7 家工厂，2019 年收购喜力 3 家工厂后，共拥有 74 家工厂。青啤 2018 年开始关厂，2018、2019 每年关闭 2 家工厂。对比青啤，华润关厂大刀阔斧、动作迅速。**2019 年华润产能优化带来的生产效率提升开始体现，在大麦和旧瓶价格上涨的背景下，公司吨酒成本同比持平，而同为全国品牌的青啤的吨酒成本上升了 2.9%。**

图表 56: 华润啤酒快速关厂优化产能(工厂数: 个)



来源: wind、中泰证券研究所

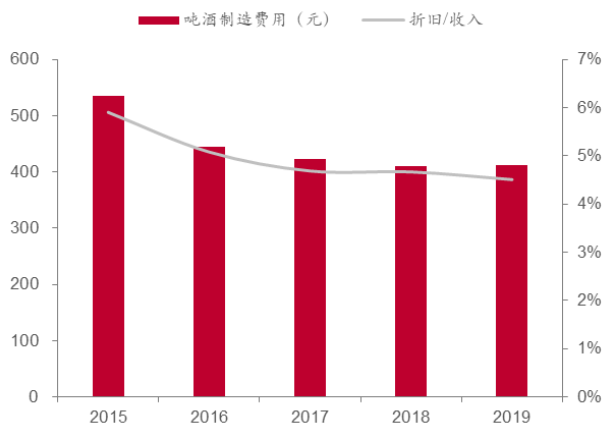
图表 57: 华润啤酒 vs 青岛啤酒吨成本变化



来源: wind、中泰证券研究所

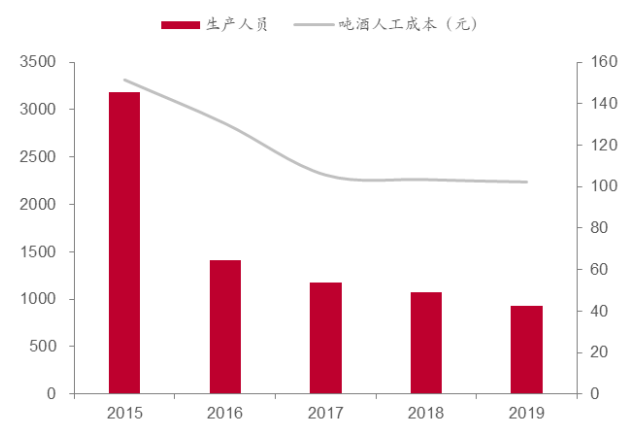
- **以史为镜，重啤关厂推动效率提升。**2014-2016 年重啤进行了密集的关厂，关闭落后冗余的产能，退出亏损市场。一方面，重啤每年的折旧减少，2015-2019 年重啤的折旧/收入从 5.9%下降至 4.5%，吨酒制造成本从 536 下降至 412 元。另一方面，重啤生产人员从 3000 多人减少到 900 多人，吨酒人工成本从 152 下降至 102 元。

图表 58: 重啤关厂推动折旧率下降



来源: wind、中泰证券研究所

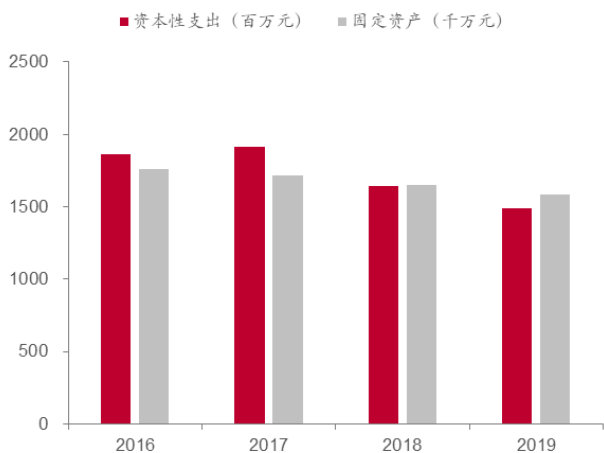
图表 59: 重啤关厂推动吨酒人工成本下降



来源: wind、中泰证券研究所

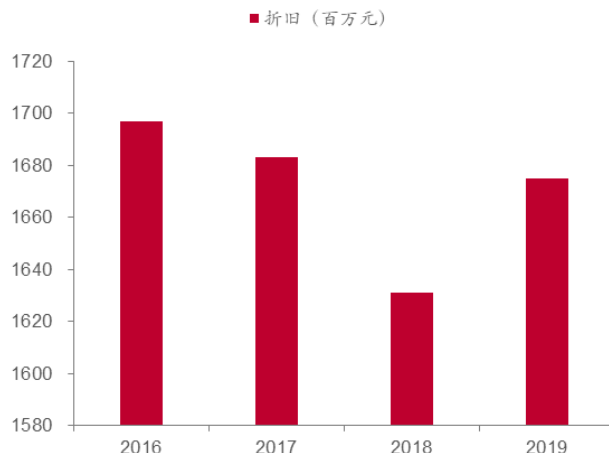
- 华润持续买入固定资产优化产能，高资本性开支下折旧并未大幅增加。华润的产能优化不仅是关闭落后产能，还包括关小厂建大厂、升级产线等提效措施。2016-2019 年公司每年的资本性开支均超过 15 亿元，即为扩建大厂，升级产线的开支。而在每年均有大额资本开支的情况下，受益于关闭落后产能，公司整体的折旧并未出现明显上升。

图表 60: 华润啤酒资本性开支



来源: wind、中泰证券研究所

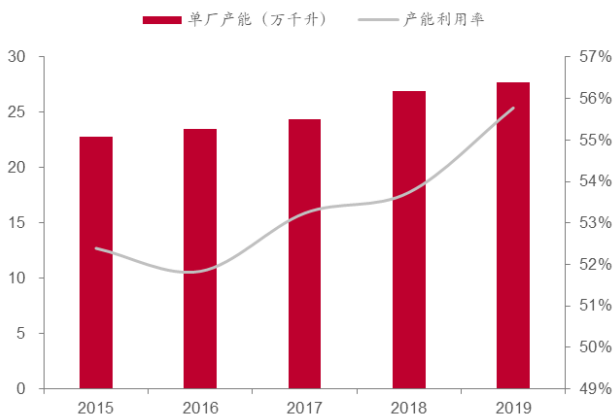
图表 61: 华润啤酒折旧



来源: wind、中泰证券研究所

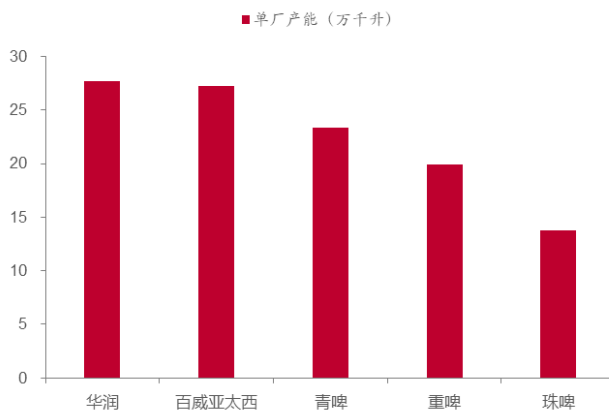
- 产能利用率持续提升，单厂产能领先其他上市公司。受益于产能优化，2015-2019 年华润的产能利用率从 52.4% 提升至 55.8%，单厂产能从 22.8 提升至 27.7 万千升。2019 年华润的单厂产能领先于百威亚太西 (27.3 万千升)、青啤 (23.4 万千升)、重啤 (19.9 万千升)、珠啤 (13.8 万千升)，领跑行业。

图表 62: 华润啤酒产能利用率及单厂产能



来源: wind、中泰证券研究所

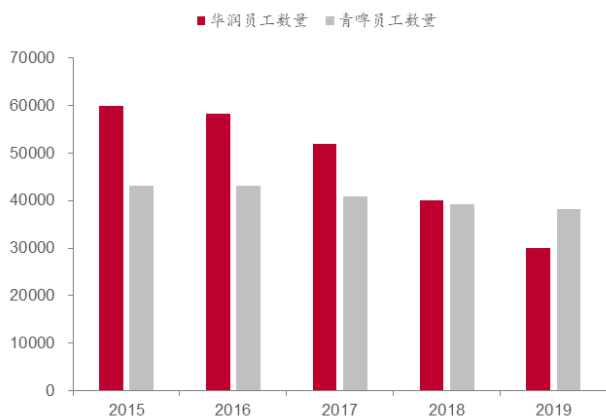
图表 63: 上市公司单厂产能对比



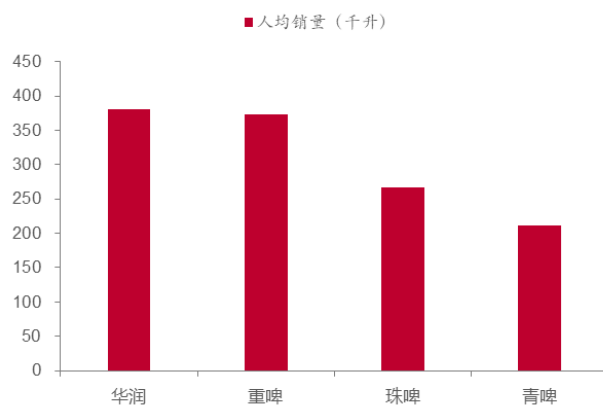
来源: wind、中泰证券研究所 (百威亚太西为 2018 年数据)

- 组织重塑，人员效率大幅提升。华润不仅对生产端进行优化，对其他部门也进行组织重塑。2015-2019 年华润啤酒员工数量从 60000 人减少至 30000 人，部分销售人员转移到经销商团队，华润扶持过去的小商做大

做强。青啤一直采用大客户+微观运营模式,其员工也从2015年的43066人减少到2019年的38169人,但优化速度低于华润。2019年华润人均销量达到381万千升,领先于重啤(372万千升)、珠啤(267万千升)、青啤(211万千升),反应出公司运营效率。

图表 64: 华润啤酒人员数量大幅减少


来源: wind、中泰证券研究所

图表 65: 上市公司人均销量对比


来源: wind、中泰证券研究所

- 基地与半强势市场关闭落后工厂,提升单厂产能。**2015-2019年,华润对基地市场和半强势市场进行了产能优化。以基地市场为例,四川工厂数量从13家减少至9家,单厂产能从22提升至24万千升;贵州工厂数量从4家减少至3家,单厂产能从15提升至27万千升;黑龙江工厂数量从5家减少至3家,单厂产能从26提升至43万千升;辽宁工厂数量从12家减少至9家,单厂产能从23提升至26万千升;安徽工厂数量从10家减少至6家,单厂产能从19提升至22万千升。

图表 66: 华润啤酒各省份产能优化情况

省份	工厂数量					单厂产能 (万千升)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
内蒙古	4	4	4	3	2	10	10	10	13	15
四川	13	13	12	10	9	22	20	23	25	24
贵州	4	4	4	4	3	15	18	25	25	27
黑龙江	5	5	4	4	3	26	26	33	33	43
吉林	3	3	3	2	2	20	27	27	35	35
辽宁	12	12	12	9	9	23	22	21	26	26
河北	2	2	2	2	2	25	35	35	40	60
安徽	10	10	8	7	6	19	19	19	19	22
河南	4	4	3	3	3	28	28	37	33	33
浙江	7	7	6	5	6	37	37	42	46	43
湖北	6	7	7	5	3	18	17	19	30	40

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

盈利预测

- 华润啤酒已完成第一阶段的产能优化，经营效率得以提升。公司通过收购喜力中国，补齐高档和超高档品牌短板，与自身四大金刚形成“4+4”的高档产品矩阵。2020 年是公司高端化元年，有望开启高档和超高档的快速增长。作为啤酒行业龙头，公司自上而下激励充分，渠道运营效率高，掌控终端的能力强，同时拥有最多的基地市场。随着公司聚焦发展高档产品，产能优化成效逐渐释放，公司利润有望保持高速增长。
- 我们的盈利预测基于以下假设：
 - (1) 公司龙头地位稳固，2020 年受疫情影响销量下滑，2021 年回归正常水平，此后保持微增趋势；
 - (2) 受益于 2020 年公司推动高端化，其吨酒价格提升加速；
 - (3) 2020 由于销量下滑，2021 年由于澳麦征收反倾销税，公司吨酒成本上升。

图表 67：华润啤酒业务拆分预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (mn RMB)	31,867	33,190	33,228	37,495	40,301
+/-	7.2%	4.2%	0.1%	12.8%	7.5%
Sales Volume (mn kl)	11,285	11,434	10,845	11,467	11,587
+/-	-4.5%	1.3%	-5.1%	5.7%	1.0%
ASP (Rmb/kl)	2,824	2,903	3,064	3,270	3,478
+/-	12.3%	2.8%	5.5%	6.7%	6.4%
Cost of goods sold (mn RMB)	20,669	20,964	20,153	21,741	22,422
+/-	4.9%	1.4%	-3.9%	7.9%	3.1%
COGS per tonne (Rmb/kl)	1,832	1,833	1,858	1,896	1,935
+/-	9.9%	0.1%	1.4%	2.0%	2.1%
Gross profit (mn RMB)	11,198	12,226	13,075	15,754	17,879
Gross margin	35.1%	36.8%	39.3%	42.0%	44.4%

来源：wind、中泰证券研究所

- 我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 332.28、374.95、403.01 亿元，归母净利润分别为 25.37、38.15、49.33 亿元，EPS 分别为 0.78、1.18、1.52 元，对应 PE 为 45、30、23 倍，对应 EV/EBITDA 为 20、15、12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 68: 华润啤酒盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31,867	33,190	33,228	37,495	40,301
增长率yoy%	7.18%	4.15%	0.12%	12.84%	7.48%
净利润	977	1,312	2,537	3,815	4,933
增长率yoy%	-16.85%	34.29%	93.35%	50.40%	29.29%
每股收益(元)	0.30	0.40	0.78	1.18	1.52
每股现金流量	1.20	1.20	1.47	1.80	2.14
净资产收益率	5.17%	6.65%	12.21%	16.92%	19.68%
P/E	117.56	87.54	45.27	30.10	23.28
PEG	-6.98	2.55	0.48	0.60	0.80
P/B	6.09	5.84	5.55	5.11	4.59

来源: wind、中泰证券研究所

图表 69: 啤酒可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
青岛啤酒	58.58	1.41	1.98	2.35	42	30	25
燕京啤酒	6.00	0.07	0.11	0.11	86	55	55
珠江啤酒	8.13	0.23	0.31	0.35	35	26	23
重庆啤酒	58.25	1.04	1.47	1.69	56	40	34
百威亚太	18.48	0.57	0.71	0.79	32	26	23

来源: 中泰证券研究所, wind (采用 2020 年 5 月 22 日收盘价)

风险提示

- **全球疫情反复及全球经济增速放缓。**新冠疫情向全球蔓延,可能导致全球经济增长放缓。
- **食品安全风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击,白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言,更多的是安全事件,带来的打击也是沉重的。
- **因不可抗要素带来销量的下滑。**啤酒销量与天气息息相关,如温度较低或者降雨太多,会导致销量下滑。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动。**目前中小工厂在陆续退出,但是在推出的前夜,不排除部分工厂集中于某个阶段发动价格战。

图表 70: 华润啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表						现金流量表					
12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	31,867	33,190	33,228	37,495	40,301	稅前利潤	1,532	2,202	3,897	5,773	7,352
毛利	11,198	12,226	13,075	15,754	17,879	稅項	-627	-701	-1,311	-1,808	-2,325
銷售費用	5,570	5,925	6,313	7,124	7,657	折舊	1,706	1,654	1,724	1,661	1,619
管理費用	5,041	5,046	3,821	3,937	4,030	聯營公司	0	0	0	0	0
EBITDA	3,234	3,996	5,620	7,461	9,007	營運資本變動	1,287	746	444	224	296
折舊	-1,654	-1,724	-1,661	-1,619	-1,581	經營現金流量	3,898	3,901	4,754	5,850	6,942
EBIT	1,580	2,272	3,959	5,842	7,427	資本開支	757	603	604	681	732
財務收入(費用)	-48	-70	-61	-69	-74	自由現金流量	4,655	4,504	5,358	6,531	7,674
聯營公司	0	0	0	0	0	股息	-370	-535	-1,015	-1,526	-1,973
非經常性項目	0	0	0	0	0	其他非流動資產變動	-261	-1,668	-2,000	-1,800	-1,850
稅前利潤	1,532	2,202	3,897	5,773	7,352	股本變動	0	0	0	0	0
稅項	-547	-892	-1,364	-1,963	-2,426	其他	-143	37	-483	-517	-454
非控股權益	8	-2	-4	-5	-7	淨現金流量	3,881	2,338	1,860	2,689	3,398
淨利潤	977	1,312	2,537	3,815	4,933	期初淨現金(負債)	-1,109	1,145	1,829	3,689	6,378
						期終淨現金(負債)	1,145	1,829	3,689	6,378	9,775
資產負債表						財務比率					
12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	12月31日年结 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
現金及現金等價物	1,858	2,340	4,201	6,955	10,396	增長(%)					
應收賬款	1,146	1,349	1,351	1,524	1,638	收入	7.2	4.2	0.1	12.8	7.5
存貨	5,379	6,018	5,663	6,003	6,309	EBITDA	(11.4)	23.6	40.6	32.8	20.7
物業、廠房及設備	16,491	15,818	15,277	14,638	13,944	EBIT	(18.7)	43.8	74.2	47.6	27.1
無形資產	8,514	13,344	13,344	13,344	13,344	淨利潤	(16.9)	34.3	93.4	50.4	29.3
總資產	39,271	41,591	42,585	45,190	48,463	每股盈利	(16.9)	34.3	93.4	50.4	29.3
應付賬款	17,637	19,061	19,049	19,656	20,272	利潤率(%)					
短期借款	704	511	512	577	620	毛利	35.1	36.8	39.3	42.0	44.4
其他流動負債	29	284	297	427	528	EBITDA	10.1	12.0	16.9	19.9	22.4
長期借款	9	0	0	0	0	EBIT	5.0	6.8	11.9	15.6	18.4
遞延稅項負債	1,982	2,008	1,958	1,983	1,983	淨利潤	3.1	4.0	7.6	10.2	12.2
其他非流動負債	0	0	0	0	0	其他比率					
總負債	20,361	21,864	21,815	22,643	23,403	ROE(%)	5.2	6.7	12.2	16.9	19.7
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090	ROA(%)	2.5	3.2	6.0	8.4	10.2
儲備	7,106	7,927	8,970	10,748	13,260	淨負債率	(6.1)	(9.3)	(17.8)	(28.3)	(39.0)
股東權益	21,196	22,017	23,060	24,838	27,350	利息覆蓋率(倍)	32.9	32.5	64.5	84.3	99.7
非控股權益	62	57	57	57	57	應收賬款周轉天數	13.1	14.8	14.8	14.8	14.8
總權益	18,910	19,727	20,770	22,548	25,060	應付賬款周轉天數	311.5	331.9	345.0	330.0	330.0
淨現金(負債)	1,145	1,829	3,689	6,378	9,775	存貨周轉天數	95.0	104.8	102.6	100.8	102.7
						有效稅率(%)	35.7	40.5	35.0	34.0	33.0

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

分析师承诺:
负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。