



增持（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造

当前价格(元)：171.65

目标价(元)：190.00

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

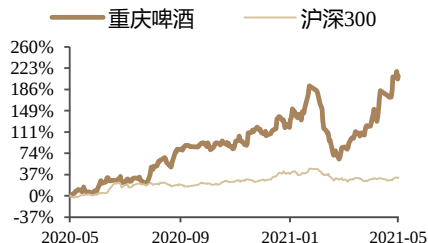
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	39.61	67.35	10.74
相对涨幅(%)	37.66	63.77	20.99

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

重庆啤酒（600132.SH）深度报告： 高端啤酒排头兵，乌苏吹响全国化号角

投资要点

- **啤酒行业高端化驱动，未来三年高端啤酒市场规模 GAGR 高达 9%。**2013 年，我国啤酒产量达到顶峰后趋势性下滑，啤酒行业进入存量竞争。各大区域市场集中度相对较高，同时受到成本上涨的压力，各大啤酒企业由“要市场”转向“要利润”，主动收缩低端产能，顺应消费升级趋势发力高端产品。在行业竞争格局基本稳定的背景下，中高端啤酒成为未来贡献销量的主力。预计未来三年量价齐升趋势持续（量增 5%，价增 4%），高端啤酒贡献行业主要增量。
- **嘉士伯优质资产如期注入，本地强势品牌+国际高端品牌双轮驱动。**2020 年嘉士伯优质啤酒资产注入上市公司后，重庆啤酒成功打造 6+6 品牌矩阵，在高端价位带，重庆啤酒拥有 K1664、嘉士伯、乌苏、风花雪月等高端品牌；在主流价位带，乐堡、重庆、西夏、大理等强势品牌能为高端化提供稳定费投支持。2020 年，重庆啤酒高端酒营收/销量同增 26.3%/30.4%，营收/销量占比高达 30.7%/19.4%，产品结构持续优化。重庆啤酒 2020 年吨价高达 4384 元，远高于国内其他啤酒企业，略低于百威亚太。预计未来三年，随着高端化的顺利推进，高端酒营收维持 42%增速，营收/销量占比提升至 53%/38%，吨价维持 6.7%增速提升至 5300 元/千升。看好重啤高端占比提升后，盈利能力大幅改善以及资产整合的协同效用。
- **大城市计划加速推进，大乌苏全国爆发式增长实现高端板块翻盘。**大乌苏 2017 年至今迎来爆发式增长，其中 2020 年实现增长 27%。乌苏爆红的背后，主要受益于：1) 产品端，打上大容量、酒精度和麦芽浓度高、新疆特色等标签，差异化定位吸引年轻消费群体；2) 渠道端，发轫于烧烤渠道，疆外通过大城市策略覆盖了 2.6 万个烧烤店，形成独特的新渠道力量。渠道价格体系相对不透明，渠道利润丰厚加速区域、渠道扩张。3) 营销端，口碑营销以及互联网营销加快了乌苏品牌知名度。在大城市计划的有序推进下，预计未来三年乌苏整体销量年复合增速有望达到 30%，其中疆外市场年复合增速达到 50%。我们认为乌苏全国化仍有至少 3~5 年的景气度，高端大单品的成功打开重庆啤酒成长空间，公司潜在储备品牌较多，多元化、差异化品牌定位和国际领先的营销管理实力为重啤持续高增奠定基础。
- **西部高端啤酒龙头开启全国化新征程，给予“增持”评级。**预计 2021~2023 年实现营收 133.3/156.9/179.8 亿元，实现归母净利润 11.6/14.4/17.2 亿元。考虑到乌苏全国化的高成长，给予 2022 年 25 倍 EV/EBITDA，对应目标价 190 元。
- **风险提示：**乌苏全国化推进不及预期；资产整合不及预期；高端啤酒竞争加剧；疫情反复。

股票数据

总股本(百万股):	483.97
流通 A 股(百万股):	483.97
52 周内股价区间(元):	55.50-176.08
总市值(百万元):	82,880.07
总资产(百万元):	9,529.35
每股净资产(元):	1.82

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,212	10,942	13,329	15,688	17,983
(+/-)YOY(%)	194.5%	7.1%	21.8%	17.7%	14.6%
净利润(百万元)	1,043	1,077	1,156	1,435	1,723
(+/-)YOY(%)	158.2%	3.3%	7.4%	24.1%	20.1%
全面摊薄 EPS(元)	2.15	2.23	2.39	2.97	3.56
毛利率(%)	50.9%	50.6%	53.3%	55.1%	56.4%
净资产收益率(%)	73.5%	184.0%	118.5%	101.5%	91.3%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

投资摘要.....	7
核心逻辑	7
估值和投资建议	7
与市场预期的差异之处.....	7
股价的催化因素	7
主要风险	7
1. 啤酒高端化趋势开始兑现，多元化、个性化需求加速发展.....	8
1.1. 啤酒行业结构性增长，均价将是长期驱动因素	8
1.2. 啤酒行业将由“圣诞树”向“纺锤型”转变，主流价位不断上移	10
1.3. 高端化趋势显著，多元化、个性化需求巩固高端价值.....	11
2. 提价应对成本上行，多维度降本增效提升盈利.....	18
2.1. 提价：龙头公司占据提价主导权，成本是直接提价主要考虑因素	18
2.2. 缩费：行业格局趋于稳固，竞争环境改善.....	22
2.3. 提效：关厂提高产能利用率和人效.....	24
2.4. 降本：啤酒罐装比例提升	27
3. 重庆啤酒：关厂提效先行者，高端化破浪前行.....	30
3.1. 历史复盘：西部啤酒龙头，开启全国化进程	30
3.2. 股权结构：嘉士伯绝对控股，资产重组平稳过渡.....	31
3.3. 营收情况：产品结构持续升级，盈利能力大幅改善	33
3.4. 产品情况：6+6 产品矩阵，高端产品线布局完备	35
3.5. 产能情况：落后产能实现出清，继续加码高端产能	37
4. 嘉士伯优质资产如期注入，尽享啤酒高端化红利	39
4.1. 嘉士伯品牌赋能，本地品牌+国际品牌双轮驱动	39
4.2. 乌苏网红大单品，全国化扩张贡献主要业绩增量	41
4.3. 大城市计划加速，实现利润洼地向利润高地进军.....	44
5. 盈利预测与投资建议.....	47
5.1. 盈利预测	47
5.2. 相对估值	48
5.3. 投资建议	49
6. 风险提示.....	49

图表目录

图 1: 中国人均啤酒产量触顶下滑	8
图 2: 中国啤酒核心消费人群占比持续下滑	8
图 3: 全球啤酒人均消费量&人均 GDP	8
图 4: 中国啤酒行业未来的发展路径	8
图 5: 未来五年中国啤酒市场维持“量跌价增”趋势	9
图 6: 中国啤酒市场规模及增速 (亿元)	9
图 7: 啤酒行业量价贡献比例	9
图 8: 2019 全球各地区啤酒吨价 (元/千升)	10
图 9: 各啤酒企业吨价横向对比	10
图 10: 未来中国啤酒行业将由“圣诞树”型向“纺锤型”转变	11
图 11: 四大啤酒企业产品矩阵	11
图 12: 预计 2024 年高端啤酒销量占比提升至 14%	12
图 13: 预计 2024 年高端啤酒市场规模占比提升至 40%	12
图 14: 预计未来五年高端啤酒销量 GAGR 5.5%	12
图 15: 预计未来五年高端啤酒市场规模 GAGR 9.5%	12
图 16: 按渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量	13
图 17: 2019 年高端啤酒各公司市占率	13
图 18: 各价位段啤酒品牌竞争策略	14
图 19: 百威英博品牌架构	15
图 20: 华润雪花品牌架构	15
图 21: 青岛啤酒品牌架构	15
图 22: 重庆啤酒品牌架构	15
图 23: 2019 年之前我国啤酒进口量快速增长	16
图 24: 未来啤酒行业净利提升的驱动因素	18
图 25: 啤酒行业净利率及 EBITDA 率较低	18
图 26: 啤酒主动提价的三因素	19
图 27: 啤酒价格与人均可支配收入差距缩窄	19
图 28: 啤酒原料成本中包材占比高达 76%	19
图 29: 历史上华润纯生出厂价维持 1.7%的增速	20
图 30: 历史上哈尔滨冰爽出厂价维持 2.3%的增速	20
图 31: 历史上嘉士伯冰纯出厂价维持 1.8%的增速	20
图 32: 历史上青岛啤酒经典出厂价维持 1%的增速	20

图 33: 中国玻璃价格指数	21
图 34: 中国大麦进口平均单价 (美元/吨)	21
图 35: 前五大啤酒企业竞争格局相对稳固	22
图 36: 2019 年前五大啤酒厂商市场份额	22
图 37: 2018 年我国啤酒市场市占率情况	23
图 38: 国内啤酒行业销售费用率逐年下滑	24
图 39: 国内酒企销售费用率具有较大改善空间	24
图 40: 国内啤酒企业固定资产占比较高	24
图 41: 中国啤酒厂数量锐减	24
图 42: 重庆啤酒 25 个工厂产能及产品情况	27
图 43: 重庆啤酒 25 个厂产能空间布局	27
图 44: 重庆啤酒在重庆市产能空间布局	27
图 45: 中国罐化率水平相对较低	28
图 46: 全球罐化率水平横向对比	28
图 47: 铝罐啤酒表面更加凸显个性表达	29
图 48: 啤酒非即饮占比提升至 51.4%	29
图 49: 重庆啤酒发展历程	30
图 50: 嘉士伯集团股权结构	31
图 51: 嘉士伯旗下拥有超过 140 个啤酒品牌	31
图 52: 嘉士伯国内并购史	31
图 53: 重庆啤酒股权结构, 嘉士伯绝对控股	32
图 54: 公司管理层及业务架构	33
图 55: 重庆啤酒营收情况	33
图 56: 重庆啤酒归母净利润情况	33
图 57: 重庆啤酒委托加工销售额	34
图 58: 重庆啤酒委托加工销量	34
图 59: 重庆啤酒盈利能力不断改善	34
图 60: 重庆啤酒毛利率和净利率	34
图 61: 重庆啤酒销量 (剔除委托代工)	34
图 62: 重庆啤酒吨价维持 5% 左右的增速 (剔除委托代工)	34
图 63: 重庆啤酒各价位段营收占比	35
图 64: 重庆啤酒各价位段销量占比	35
图 65: 重庆啤酒“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合	36

图 66: 重庆啤酒国际高端品牌.....	37
图 67: 重庆啤酒本地强势品牌.....	37
图 68: 重组前重庆啤酒和嘉士伯产能情况 (万千升)	38
图 69: 本地强势品牌+国际高端品牌	39
图 70: 重庆啤酒高端产品的定位及故事线.....	40
图 71: 2020 年重庆啤酒吨价处于行业前列	40
图 72: 2020 年重庆啤酒各价位段营收占比 (千百升)	40
图 73: 近三年来乌苏销量持续高增.....	41
图 74: 乌苏吨价保持相对稳定.....	41
图 75: 乌苏广宣主打新疆独特口感, 发轫于烧烤消费场景	42
图 76: 乌苏产品矩阵	43
图 77: 乌苏代言人 UFC 冠军张伟丽.....	43
图 78: 乌苏疆外流通价格在 10~12 元, 疆内流通价格在 6~8 元	43
图 79: 乌苏在疆外市场铺货进展较好.....	44
图 80: 预计未来三年乌苏销量维持 30%增速 (万千升)	44
图 81: 未来三年乌苏吨价维持 5%左右增速 (元/千升)	44
图 82: 预计未来三年乌苏营收维持 38%增速 (亿元)	44
图 83: 嘉士伯“扬帆 22”战略	45
图 84: 嘉士伯“资”援新征程.....	45
图 85: 重庆啤酒核心销售区域由重庆、四川和湖南向全国扩张.....	45
图 86: 重庆啤酒强势区域主要位于 C、D 类区域.....	46
图 87: 重庆啤酒 2020 年各地区营收占比.....	46
图 88: 重庆啤酒主营业务拆分及预测.....	48
图 89: 国内啤酒企业估值对比.....	48
表 1: 前四大啤酒企业品牌战略异同	16
表 2: 国内啤酒企业历史大规模提价信息.....	20
表 3: 国内啤酒企业近年来关厂情况	25
表 4: 啤酒行业减产对折旧摊销的影响	25
表 5: 2020 年各啤酒企业厂效&人效对比	26
表 6: 罐装和瓶装相对优势对比	28
表 7: 未来五年罐化率提升下, 重庆啤酒毛利率优化空间在 2%左右	29
表 8: 重庆啤酒各价格带主要产品.....	36

表 9: 2020 年重组后重庆啤酒产能情况 (万千升)	38
------------------------------------	----

投资摘要

核心逻辑

重庆啤酒率先完成关厂提效，是国内最先进行高端升级的啤酒企业。高端啤酒赛道由过去的费用竞争、渠道竞争升级为品牌力竞争以及消费者体验竞争。重庆啤酒是国内本土高端化品牌放量最快的企业之一，1) 高端品牌储备充足，例如乌苏、1664、布鲁克林、风花雪月等，品牌拉力好于国内其他竞品。2) 重庆啤酒 2013~2017 年先后关闭 10 家啤酒厂，在啤酒行业内率先实现关厂提效，产能利用率&厂效&人效高于国内其他竞争对手，叠加引入嘉士伯先进的管理体系，公司运营效率优于其他企业。3) 网红大乌苏突破啤酒企业传统的渠道护城河，作为本土高端强势品牌，硬核形象成功占领消费者心智。目前重庆啤酒成功打造乌苏这一网红大单品，在品牌拉力和渠道推力的双重带动下，有望实现全国化。乌苏作为导流产品，打开全国化销售渠道，未来带动其他产品走向全国化，打造下一个增长极。

估值和投资建议

综合来看，我们预计重庆啤酒 2021~2023 年实现营收 133.3/156.9/179.8 亿元，实现归母净利润 11.6/14.4/17.2 亿元，对应 EPS 2.39/2.97/3.56 元。结合相对估值结果，考虑到乌苏业绩增长的确定性和高端品牌储备充足，我们给予重庆啤酒 2022 年 25 倍 EV/EBITDA，对应目标价 190 元，给予“增持”评级。

与市场预期的差异之处

市场普遍预期高端啤酒板块竞争加剧，费用竞争将会压低公司的盈利能力。我们认为高端啤酒的竞争将由过去传统的费用、渠道竞争转向品牌力、消费者体验感竞争。重庆啤酒在高端及超高端领域品牌储备充足，各大高端品牌针对不同客群进行精准化营销。

市场普遍预期啤酒市场份额固化，网红大乌苏难以实现长红。一方面，我们认为乌苏凭借差异化的产品属性，以及丰厚的渠道利润将会突破各大啤酒企业在渠道上的封锁。另一方面，我们认为嘉士伯啤酒运作经验丰富，具备多品牌运作实力，乌苏火爆背后也形成了一套有效的大单品运营管理体系，带动其他品牌全国化推广，同时旗下的风花雪月同样具备大单品的基因，未来有望接棒乌苏。

股价的催化因素

乌苏渠道动销超预期；天气炎热；行业性集体提价等。

主要风险

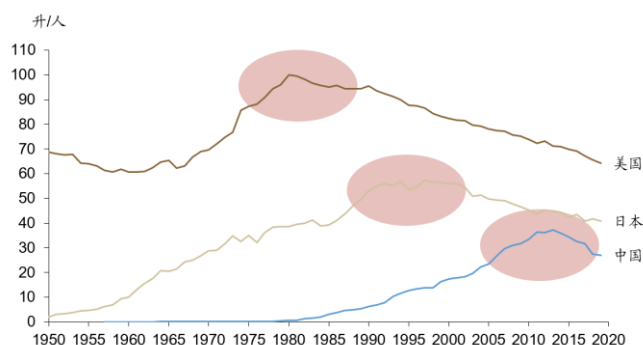
乌苏全国化推进不及预期；资产整合不及预期；高端啤酒竞争加剧；疫情反复。

1. 啤酒高端化趋势开始兑现，多元化、个性化需求加速发展

1.1. 啤酒行业结构性增长，均价将是长期驱动因素

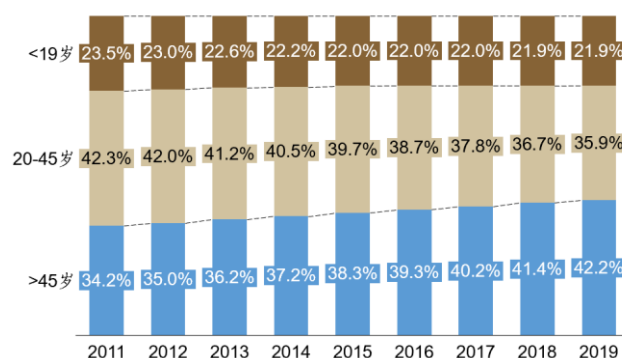
核心年龄段人群占比持续下滑，人均啤酒产量触顶回落。根据公开资料发现，啤酒消费由于自身产品属性以及消费场景需求，消费主力人群主要在 20~45 年龄段。随着我国老龄化凸显，主力消费人群占比持续下降，根据国家统计局数据显示，20~45 岁人口占比由 2011 年的 42.3% 下滑至 2019 年底的 35.9%，预计未来下滑趋势延续。通过复盘美日啤酒市场发现，美国主力消费人群占比在 20 世纪 80 年代触顶下滑，对应着美国人均啤酒产量同时见顶，进入存量时期。我国啤酒人均产量 **2013 年迎来峰值**，预计未来我国啤酒维持产量震荡下行。

图 1：中国人均啤酒产量触顶下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：中国啤酒核心消费人群占比持续下滑

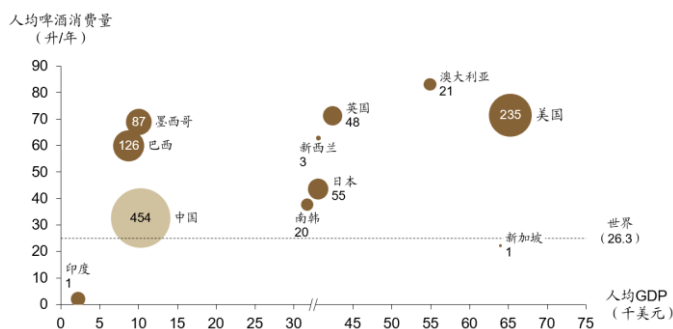


资料来源：Wind，德邦研究所

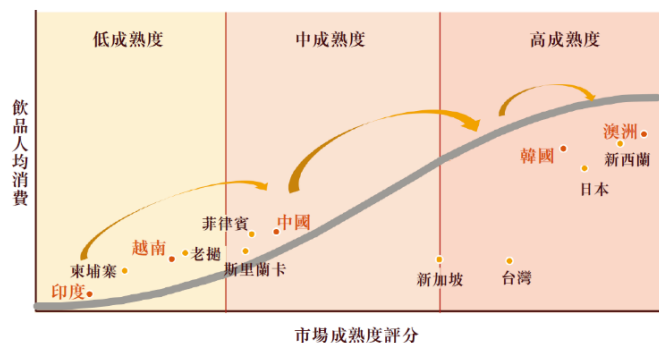
我国啤酒市场正处于中成熟水平，人均销量增长空间有限，但结构还有较大优化空间。从啤酒消费量上看，我国啤酒人均消费量增长空间有限。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年我国人均啤酒消费约 32.56 升/年，略高于世界平均水平 26.3 升/年，远低于成熟市场美国（71 升）、巴西（60 升）以及墨西哥（69 升）。我们通过构建市场成熟度模型，发现未来随着人均 GDP 的进一步提升，我国啤酒市场或将沿着日本、韩国发展路径延伸，未来产品结构升级将成为行业主要的增量空间。从结构上来看，根据 Euromonitor 数据统计，中国中高档啤酒（Euromonitor 终端统计价格 7 元及以上/L）占比已从 2011 年的 38.4% 提升至 2017 年的 60.9%。

图 3：全球啤酒人均消费量&人均 GDP

图 4：中国啤酒行业未来的发展路径



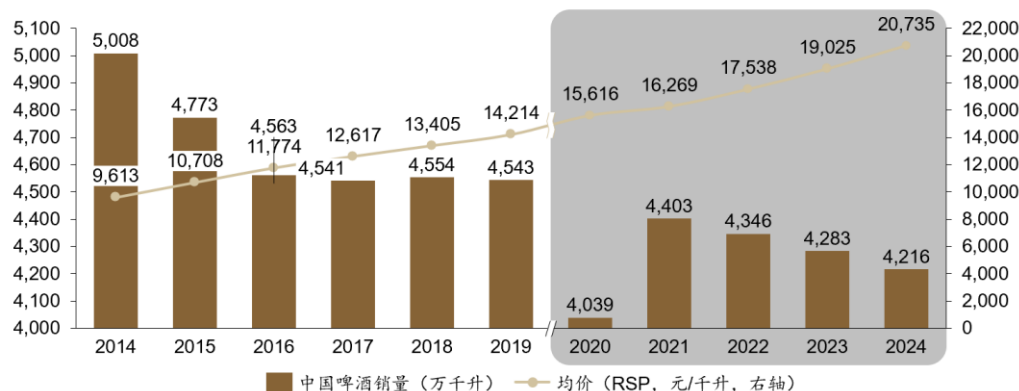
资料来源: Euromonitor, IMF (人口, GDP), 德邦研究所
注: 其中圆圈大小及数字表示以消费量衡量的市场规模 (亿升)



资料来源: 百威亚太招股说明书, 德邦研究所

啤酒销量跌幅放缓, 预计未来五年吨价 **GAGR 维持 8% 增速**。根据 Euromonitor 数据, 从销售上看, 2014~2019 年啤酒销量年复合跌幅约 1.9%, 未来五年继续维持震荡下跌趋势, 但跌幅有所收敛, 预计至 2024 年啤酒销量约 4216 万千升, 年复合跌幅约 1.5%。从吨价上看, 根据终端销售口径, 2014~2019 年啤酒 RSP 年复合增速约 8.1%, 预计未来五年 GAGR 放缓至 7.8%, 至 2024 年啤酒吨价可达 20735 元/千升。

图 5: 未来五年中国啤酒市场维持“量跌价增”趋势

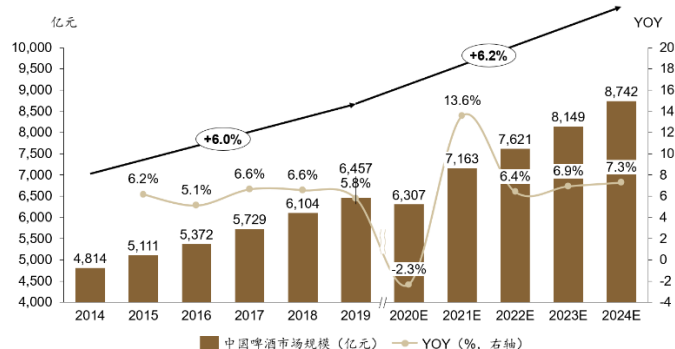


资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

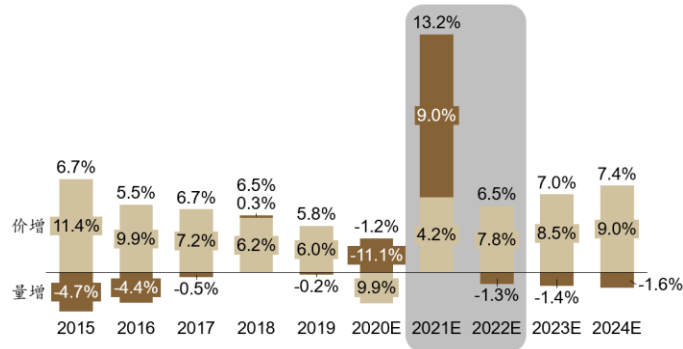
预计未来五年啤酒行业呈结构性增长, 市场规模 **GAGR 维持 6% 左右**。根据 Euromonitor 数据显示, 2014~2019 年我国啤酒市场维持 6% 的年复合增速, 至 2019 年市场规模高达 6457 亿元。2020 年, 由于受到疫情冲击影响, 预计啤酒行业规模出现短暂下滑, 预计未来五年 GAGR 维持 6.2%, 至 2024 年市场规模高达 8742 亿元。通过对量&价进行拆分, 2020 年啤酒行业在遭遇经济逆风的背景下, 预计吨价提升近 10%, 一方面由于疫情冲击下酒企费投减少, 另一方面是罐装比例提升、缩规格所致。根据 Euromonitor 数据, 预计未来价格增长将成为啤酒行业主要的增量贡献, 销量上将维持小幅震荡下行趋势 (其中 2021 年销量高增是由于 2020 年的低基数效应)。啤酒行业内部结构性分化, 预计高端啤酒将延续高景气度, 成为增速最快的细分赛道, 未来看好高端啤酒确定性增长机会。

图 6: 中国啤酒市场规模及增速 (亿元)

图 7: 啤酒行业量价贡献比例



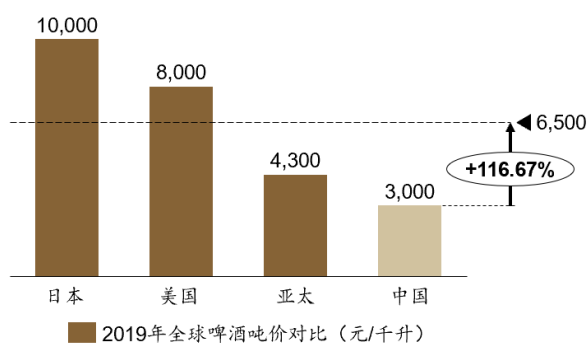
资料来源: Euromonitor, 德邦研究所



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

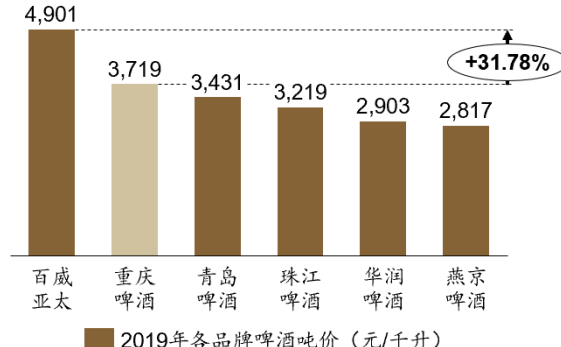
横向对比国产啤酒吨价较低，未来具备明显提价空间。根据公开资料测算，2019 年我国啤酒吨价在 3000 元左右，横向对比来看，相较日本（10000 元）、美国（8000 元）以及亚太（4300 元）有较大的差距。长期来看，我国啤酒吨价有望向全球啤酒（6325 元）均值水平修复，未来还有较大的提升空间。分企业来看，国内主流啤酒企业吨价维持在 3000 元/千升左右，相较百威亚太（4901 元）还有一定的差距。我国国产啤酒吨价长期处于较低水平，主要系行业竞争格局较为激烈以及大量低端啤酒产能的存在所致。随着行业竞争进一步趋缓，叠加产品结构升级加速，未来吨价上行空间较大。

图 8: 2019 全球各地区啤酒吨价 (元/千升)



资料来源: 公开资料, 德邦研究所

图 9: 各啤酒企业吨价横向对比

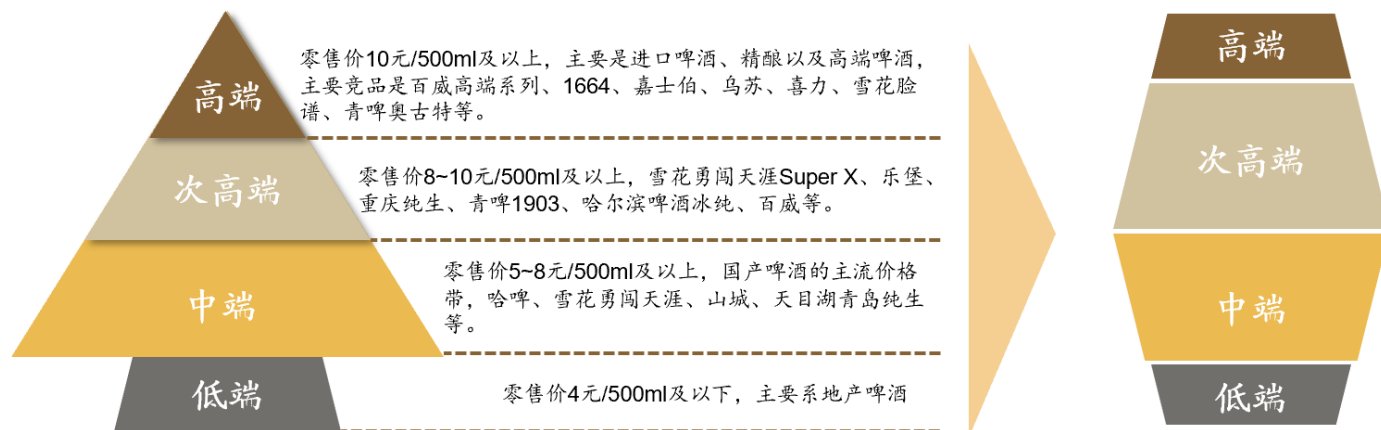


资料来源: Wind, 德邦研究所

1.2. 啤酒行业将由“圣诞树”向“纺锤型”转变，主流价位不断上移

啤酒行业将由“圣诞树”向“纺锤型”转变，次高端快速扩容将成为核心驱动力。10 元以上的价位段主要由百威、嘉士伯以及喜力占据，该价位段需要较强的品牌拉力支撑，国内华润脸谱、青岛奥古特等高端品牌发展相对缓慢。国内啤酒行业的主流价格段在 4~8 元左右，其中雪花勇闯天涯是该价位段销量最大的大单品。在消费升级的趋势下，中端价位段产品将逐步向次高端价格段升维，次高端价位端进一步扩容，中端价位段的升维将成为产品结构升级的核心驱动力。近年来，国产啤酒企业纷纷布局次高端价位段，雪花勇闯天涯迭代推出 Super X，青啤通过产品品质升级推出青岛经典 1903 以及纯生。低端啤酒预计将进一步收缩，将逐步由中端啤酒替代，例如重庆啤酒推出 2014 年国宾替代低端山城。我们预计未来啤酒行业产品结构将由“圣诞树”逐步向“纺锤型”转变，次高端价位段快速扩容（中端升级贡献），高端占比稳步提升，低端将向上升维至中端。

图 10：未来中国啤酒行业将由“圣诞树”型向“纺锤型”转变



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 11：四大啤酒企业产品矩阵



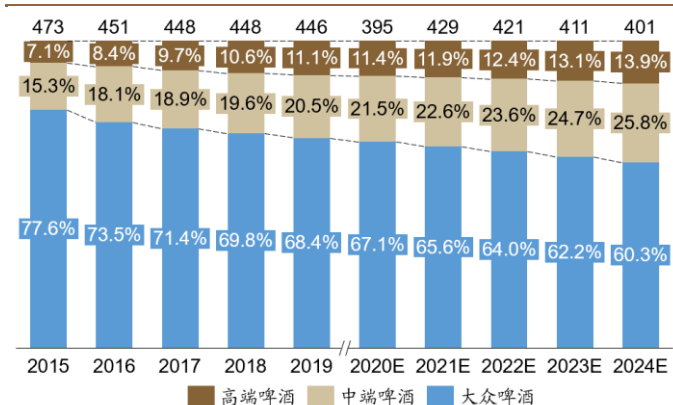
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

1.3. 高端化趋势显著，多元化、个性化需求巩固高端价值

消费升级及城镇化驱动下，啤酒高端化趋势显著。我国人均可支配收入稳步提升，驱动消费升级加速。根据国家统计局数据显示，2014年至2019年，我国城镇人口GAGR达2.52%，增速远超总人口的0.47%，期间人口新增约0.78亿。截至2019年底，城镇人均可支配收入较农村人口约高三倍，我国城镇化的推进进一步打开了啤酒高端化的增长空间。

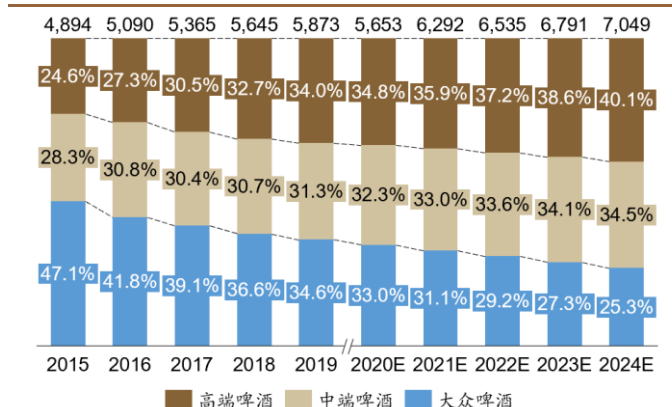
预计 2024 年高端销量占比有望提至 14%，销售规模占比有望提至 40%。2013~2018 年，啤酒消费量持续下滑之后，受到经济增长复苏、增值税率下调以及中西部地区的驱动，预计 2019 年~2023 年啤酒行业下滑幅度将降低。啤酒行业整体由过去通过高消费量来获取市场份额转为丰富产品组合，进一步激发潜在啤酒消费需求，行业高端化趋势进一步强化。根据 Euromonitor 数据显示，从消费量来看，2015 年~2019 年，中国高端啤酒是行业的主要增量贡献者，高端啤酒消费量占比由 2015 年 7.1% 跃升至 2019 年的 11.1%，但仍然远低于海外成熟市场美国 (42.1%)，预计未来高端啤酒增长空间巨大。从市场规模来看，低端啤酒的市场规模持续收缩，中端啤酒市场规模保持微增态势，高端啤酒市场规模占比提升显著，由 2015 年的 24.6% 提升至 2019 年的 34%。

图 12：预计 2024 年高端啤酒销量占比提升至 14%



资料来源：Euromonitor，德邦研究所
注：汇总数据为标准拉格销量，单位亿升

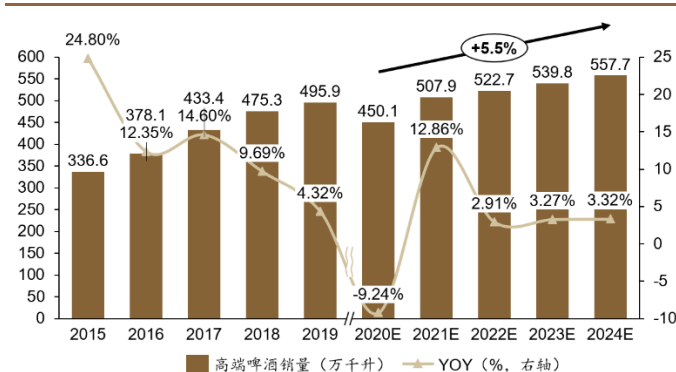
图 13：预计 2024 年高端啤酒市场规模占比提升至 40%



资料来源：Euromonitor，德邦研究所
注：汇总数据是标准拉格零售额，单位亿元

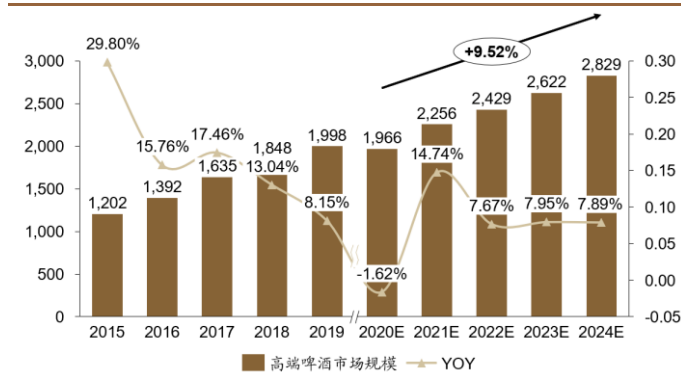
预计未来五年高端啤酒市场规模 GAGR 约 9.5%，至 2024 年将达 2800 亿元。根据 Euromonitor 数据显示，2015 年中国高端啤酒市场销量仅 336.6 万千升，市场规模约 1200 亿元，占比仅 24.6%。预计在消费升级的推动下，中国高端啤酒将迎来发展机遇。2015~2019 年，高端啤酒井喷式发展，销量年复合增长约 10%，同期行业下滑 2%；市场规模年复合增长约 13.5%，远高于行业 3.1% 的平均水平。根据 Euromonitor 数据显示，预计 2024 年高端啤酒消费量将突破 550 万千升，市场规模将达 2800 亿元，占比跃升至 40%。其他啤酒销量预计维持现有水平，高端啤酒未来量价齐升趋势凸显（量增 5%，价增 4%），贡献行业主要增量。

图 14：预计未来五年高端啤酒销量 GAGR 5.5%



资料来源：Euromonitor，德邦研究所
注：单位万千升

图 15：预计未来五年高端啤酒市场规模 GAGR 9.5%

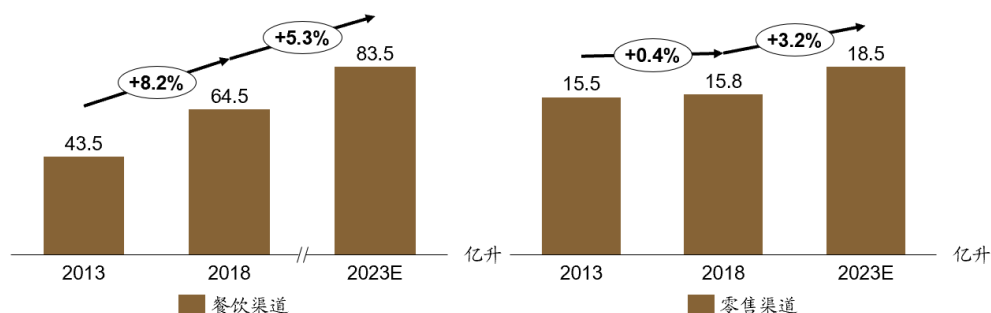


资料来源：Euromonitor，德邦研究所
注：单位亿元

啤酒高端化的主力在高端即饮渠道，预计至 2023 年 GAGR 约 5.3%。高端啤酒的消费场景一般聚焦在即饮渠道，例如高端餐厅、夜店和酒吧等，主力消费

人群主要是 20~30 之间的 Z 世代年轻人。从消费属性来看，高端啤酒的消费存在一定的场景消费、社交需求，未来啤酒企业更多的是需要做好场景营销、更多地增添消费的体验感。根据 GlobalData 数据显示，2013 年~2018 年餐饮端高端啤酒的年复合增速高达 8.2%，预计 2018~2023E 年符合增速维持在 5.3%的水平，远高于流通渠道的 3.2%。目前国内高端即饮渠道的买店成本较高，且百威在高端这块具备一定的先发优势，国产啤酒企业推进高端化的可行路径是：一是具有稳固的利润高地，为高端化费投奠定一定的基础。二是具有较高品牌占位的全国大单品，过去国内啤酒企业更多的是聚焦低端产线，未来关注各大酒企在高端产品方面的布局，乌苏成功在于差异化的餐饮铺设策略，口碑营销，形成了高端的放量。三是在高端即饮渠道加大费投买店，进而抢占百威的市场份额。根据 GlobalData 数据显示，2018~2023E 零售渠道 GAGR 由 0.4%抬升至 3.2%。各大巨头目前都在高端发力，如喜力、1664 等差异化产品满足了消费者多元、个性化的需求，份额在不断提升，百威在高端即饮渠道的垄断性优势有所收缩。

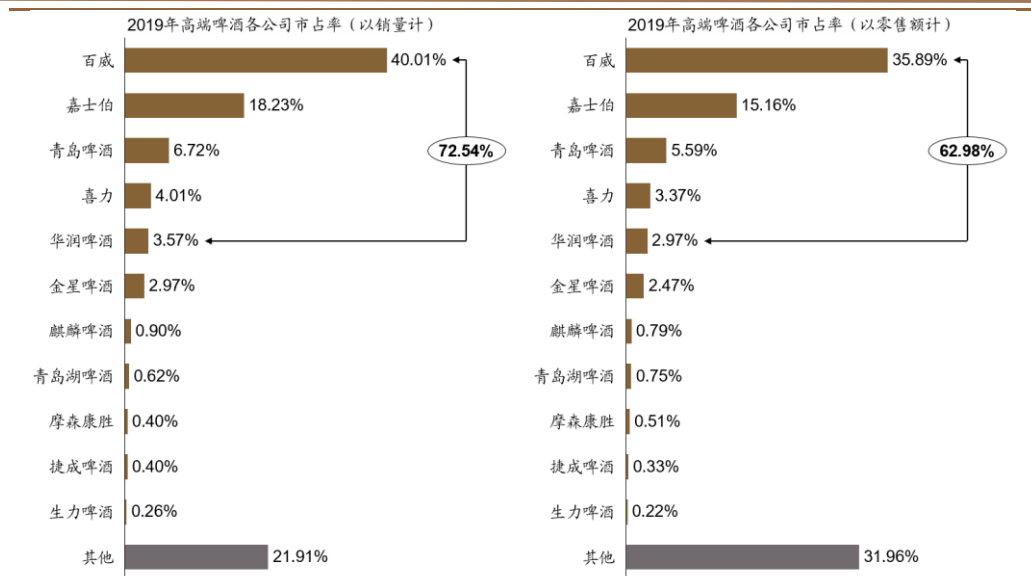
图 16：按渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量



资料来源：GlobalData，德邦研究所

以重啤、华润、青啤为主的国产啤酒企业纷纷发力高端市场。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年我国高端啤酒市场，按销量/销售额计前五大啤酒企业市占率高达 72.54%/62.98%，行业竞争格局相对稳固。其中百威的市场份额达到 40%，远超国内啤酒三巨头（华润、青啤、燕京）之和。啤酒作为舶来品，百威等海外啤酒企业更具有先发优势，长期以来国内酒企更多聚焦中低价位拉格啤酒市场。随着市场不断的消费升级，近年来各大厂商纷纷布局中高档价位带。华润雪花一手收购喜力中国，同时推出脸谱、匠心、马尔斯绿、超级勇闯等系列，渠道费投全部聚焦于高端产品，目标是未来高端市场占有率提升至 30%以上。青岛啤酒以高端化、多元化、特色化消费升级需求为导向，推进“青岛啤酒+崂山啤酒”品牌战略，着力打造 1903、奥古特、纯生等核心产品，加快向听装酒和精酿产品等高附加值产品转型升级，引领国产啤酒行业高质量发展。重庆啤酒通过收购嘉士伯中国区的啤酒资产，拥有 1664、嘉士伯、乐堡、乌苏等系列高端啤酒品牌。重庆啤酒占据重庆、四川、湖南等利润高地，通过 1664、乌苏等网红产品来导流，高端化路径有先例可循，我们看好重庆啤酒高端化的进程。

图 17：2019 年高端啤酒各公司市占率

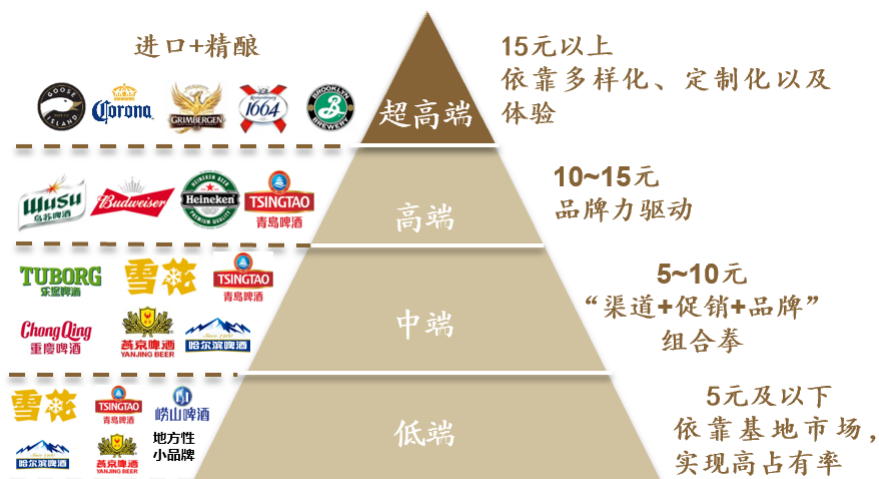


资料来源：Euromonitor，德邦研究所
注：按照标准拉格的数据进行统计

啤酒行业产品结构升级的路径包括推广高价值产品以及满足消费者多样化和个性化需求的高附加值产品。过去华润的低价策略下，低价拉格啤酒（工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。但近年来随着我国居民人均可支配收入水平的提升，消费升级促使国内高端啤酒市场逐步扩张，啤酒产品结构开始有所改善。啤酒市场目前产品结构升级的路径主要有以下两个方面：一是收缩低端啤酒的占比，份额导向转向利润导向，低价策略能够快速抢占市场份额，但是利润贡献少；二是消费升级背景下，消费者对更高品质的产品的需求增加，产品迭代升级或直接推新做大高端啤酒市场；三是消费者口味开始多样化，个性化、定制化需求增加，以精酿为代表的高端小众啤酒开始逐步放量。

高端啤酒的竞争策略更多地依靠品牌力以及体验感。啤酒企业由过去通过高费用投入掌控终端、塑造品牌、资本并购的“品牌+基地市场”竞争方式，转向细分市场下更为多样化的竞争方式。高端啤酒（百威、喜力等海外品牌）市场由品牌力驱动，超高端领域（进口+精酿）则更多的是依赖口味多样化、定制化以及消费者体验。国内的高端啤酒基本被百威等外资品牌所垄断，华润雪花单一品牌横跨多个价位段，存在品牌拉力不足的问题，通过收购喜力中国业务顺势切入高端领域。青啤通过孵化奥古特等高端自有品牌，加入高端啤酒的争夺赛。重庆啤酒依托大股东嘉士伯，通过收购凯旋 1664、乐堡、嘉士伯等高端品牌，打造“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品矩阵，在我国西部地区拥有较高的市场份额。在体验感方面，重庆啤酒针对不同的客群，推出定制化的营销活动。例如，1664 主打都市女性群体，2020 年在华南市场推出“傲娇节”来提升关注度等。

图 18：各价位段啤酒品牌竞争策略



资料来源：德邦研究所

图 19：百威英博品牌架构



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 20：华润雪花品牌架构



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 21：青岛啤酒品牌架构



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 22：重庆啤酒品牌架构



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

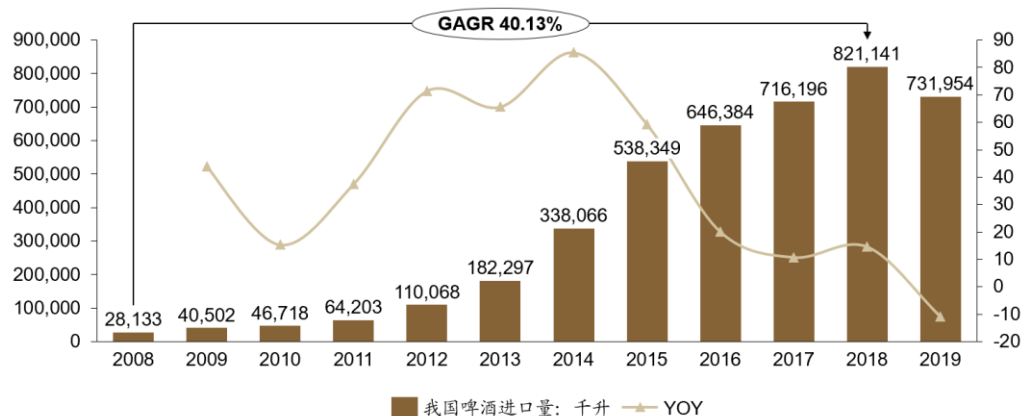
表 1: 前四大啤酒企业品牌战略异同

酒企	发展现状	未来发力方向
百威英博	1、在超高端领域一枝独秀，科罗娜、福佳、范佳乐等快速发展，已形成细分市场影响力，实现在西式餐饮、夜场、KA、电商、中式餐饮渠道的布局。2、引进青岛，收购拳击猫、开巴，大力布局精酿市场。3、百威、哈尔滨对年轻及前沿消费人群具有较强吸引力。	1、提速超高档细分发展，持续强化超高端品牌运作。利用专职经销商专营+百威传统渠道经销方式，实现全渠道覆盖。 2、进一步强化百威品牌的高档地位及全国范围影响力。 3、中低端聚焦冰纯系列、小麦王，打造哈尔滨品牌的全国强势地位。
华润雪花	1、雪花单一品牌上下通吃，品牌推动力较弱，产品力驱动不足。 2、收购喜力中国业务，聚焦“4+4”高端产品矩阵，推动品牌重塑。	公司战略向高端产品倾斜，用好“喜力”的同时，聚焦打造超高端核心产品脸谱等，做大高档纯生，做强中档勇闯天涯系列。
青岛啤酒	1、“1+1”的品牌组合架构逐步形成。 2、超高档品牌发展缓慢，进口及精酿细分尚未布局。 3、高档细分领域与百威的体量差距较大，在部分区域的的品牌影响力不及百威。 4、青岛品牌产品线长，普低档产品拉低品牌整体形象，产品线整合迫在眉睫。 5、崂山品牌距离全国性品牌地位仍有差距，尚不具备整合区域品牌的能力。	1、进行青岛品牌产品线精简，聚焦核心产品。 2、加快超高档奥古特品牌发展。 3、加快中高档产品发展。 4、推进精酿及进口市场布局。 5、提速调整崂山&三得利品牌，布局中高档市场。
重庆啤酒	1、“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌组合基本形成。 2、国际超高端及高端品牌 1664、嘉士伯、乐堡等品士伯等产品。牌在华南地区进展顺利，针对目标客群精细化营销。 3、本土强势品牌乌苏、重庆、西夏、大理、风花雪铺货，由 38 个大城市逐步向更广的区域渗透。月、天目湖等在当地具有较高的市占率，利润高地。 4、网红乌苏作为导流产品打开全国市场。	1、加快乌苏全国化铺货，作为导流产品推出乐堡、嘉士伯等产品。 2、加快 1664、布鲁克林等超高端精酿啤酒的全国化。 3、适时培育下一款“乌苏级”的网红大单品。

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

进口啤酒持续放量凸显我国啤酒行业供需错配，供给侧变革与高端化相辅相成。啤酒具有舶来品消费属性，消费者潜意识认为海外啤酒品牌更高端，对于国产啤酒品牌的认知大多定格“低端啤酒”。2008~2018 年期间，随着消费者对高端啤酒需求的增加，国内大部分啤酒企业还未进行产品结构升级，大部分啤酒产能还是在低端啤酒。在此背景下，海外进口啤酒迎来 10 年的黄金发展期，根据海关总署数据，进口量由 2008 年 2.8 万千升跃升至 2018 年的 82.1 万千升，GAGR 高达 40.13%。过去进口啤酒的持续放量直接凸显我国啤酒行业的供需错配，未来啤酒行业高端化路径势在必行。2017 年开始，国内啤酒企业纷纷布局高端啤酒，关停整改低端产能，我国啤酒进口量 2019 年下滑至 73.2 万千升，约占啤酒消费量的 1.61%，侧面体现了我国国内啤酒高端化策略初见成效。

图 23: 2019 年之前我国啤酒进口量快速增长

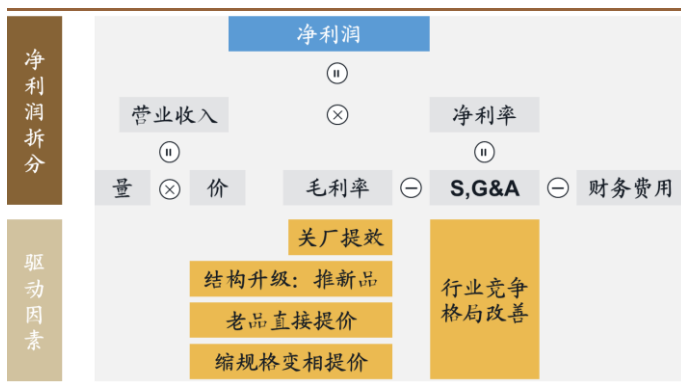


2020&21Q1 财报靓丽，国产啤酒目前进入高端化收获期。2020 年受到新冠疫情影响，啤酒行业产量同比下降 7%，华润啤酒 2020 年次高及以上销量同比逆势增长 11.2%，决战高端战役效果凸显。青岛啤酒 2021Q1 主品牌销量实现同比增长 44%，增速快于整体 35%，高质量发展战略指引下高端占比不断提升。燕京啤酒中高档产品营收占比由 2019 年的 54.62% 提升至 59.81%。重庆啤酒 2021 年 10 元以上高端销量同增 30%，占比进一步提升至 19.4%。透过 2020 年&21Q1 的财报数据，我们发现前几年来国产啤酒高端化开始步入业绩兑现期，未来我们看好啤酒企业盈利能力的进一步改善。

2. 提价应对成本上行，多维度降本增效提升盈利

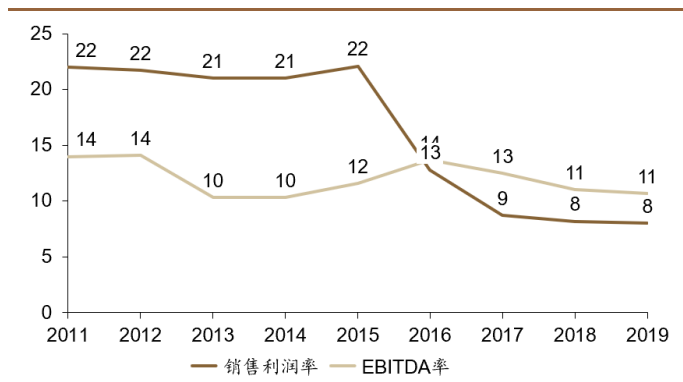
啤酒行业目前进入量稳价增的存量时代，消费者“喝好酒，少喝酒”进一步驱动啤酒高端化。啤酒行业经过近 5 年份额战竞争格局趋于稳固，各大啤酒企业由之前的“份额优先”转向“利润优先”，竞争环境边际改善。未来啤酒行业盈利状况改善的驱动力主要在产品结构升级（提价+推新品）、降成本（关厂提效、提升罐化率）以及缩费用（行业竞争格局改善）。啤酒行业由于自身行业属性（低货值+高折旧+高费用），行业整体利润水平较低。根据国资委数据显示，2019 年全行业净利率仅为 8%，EBITDA 率仅为 10.7%，未来看好竞争缓释下的利润弹性。

图 24：未来啤酒行业净利提升的驱动因素



资料来源：公开资料，德邦研究所

图 25：啤酒行业净利率及 EBITDA 率较低



资料来源：Wind，德邦研究所

2.1. 提价：龙头公司占据提价主导权，成本是直接提价主要考虑因素

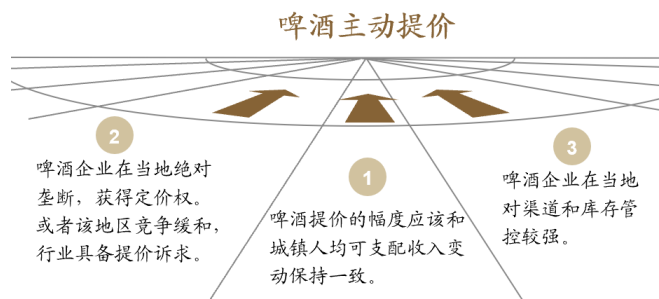
提价+产品结构升级带动啤酒企业盈利能力边际改善。目前，啤酒企业吨价提升的主要路径主要通过老品被动提价、主动提价、缩规格变相提价以及产品结构升级（高端化）。从老品提价维度来看，过往啤酒涨价往往是由成本上行推动。2008~2016 年，啤酒行业经过多年的价格战和行业并购整合之后，行业利润微薄甚至出现亏损。从 2016 年 12 月开始，啤酒的包材等成本有所上涨，重庆啤酒、燕京啤酒率先开始提价，拉开了啤酒集体提价的序幕。根据啤酒快消品的特点，提价策略往往是淡季提价旺季促销。

主动提价：啤酒价格弹性大，龙头掌握主动提价权

城镇人均可支配收入提升是啤酒主动提价的核心动因，但啤酒作为普通大众消费品饮用属性较强，价格相对敏感，一般情况下龙头具备提价主导权。我们根据历史提价复盘，发现啤酒全国性/区域性主动提价的主要因素无外乎以下三方面：一是城镇人均可支配收入提升，通货膨胀环境下啤酒企业主动提价；二是啤酒企业在当地市场份额绝对垄断，夺得区域啤酒定价权，或者该区域行业具备一致的提价诉求；三是啤酒企业的渠道和库存管控较强。目前，我国啤酒行业直接提价的三因素基本满足，从人均可支配收入维度来看，2013~2020 年啤酒的平均价格增速（GAGR 仅 2.65%）远低于人均可支配收入（GAGR 达 7.59%），两者之间的差距较大主要在于啤酒大众消费品的基础饮用属性更高，价格相对敏感，在份额主导的竞争环境下，国内啤酒企业对渠道的争夺较为激烈（买店费、开瓶费、陈

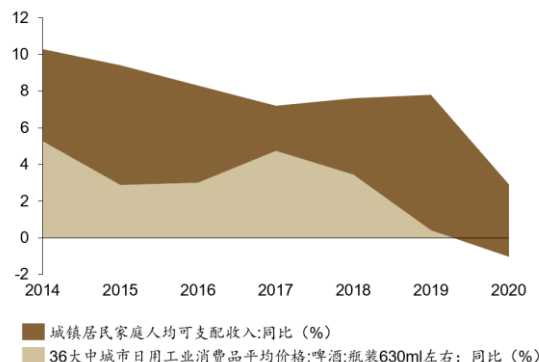
列费等等), 直接提价难度较大。目前华润在主流价格带份额最大, 掌控主流产品价格提价主导权, 一般根据成本走势进行调价, 百威是高端啤酒龙头, 掌控提价主导权, 基本上每年会进行一次调整, 展望未来, 我国啤酒市场基本形成区域性垄断/寡头竞争格局, 伴随着行业竞争格局改善, 预计酒厂提价诉求会有所增加。

图 26: 啤酒主动提价的三因素



资料来源: 德邦研究所

图 27: 啤酒价格与人均可支配收入差距缩窄

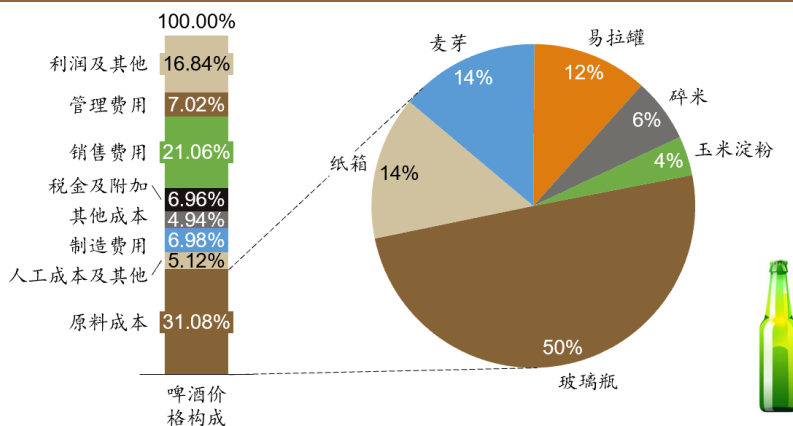


资料来源: Wind, 德邦研究所

被动提价: 消化成本上涨, 多数采取跟随提价策略

酒企一般通过被动涨价的方式消化包材成本上涨的压力。根据重庆啤酒 2020 年报显示, 原料成本约占啤酒价格 (报表端) 的 31%, 销售+管理费用约 28%, 公司利润及其他占比约为 16.84%, 因此成本上涨对啤酒利润影响较大。啤酒原料成本中, 包材成本 (玻瓶+易拉罐+纸箱) 占比约为 76%, 占啤酒价格比重约为 21.3 %。因此, 一旦包材成本上涨, 啤酒的利润率难以消化这部分成本, 能转移的成本的方式无外乎: 一是直接提价, 将成本转嫁给消费者; 二是缩减销售费用 (进场费、买店费、锁店费、返现等), 将成本转移给渠道。由于啤酒竞争较为激烈, 渠道相对强势, 酒企缺乏较大的议价权, 因此一般会通过集体被动涨价的方式来转移成本。

图 28: 啤酒原料成本中包材占比高达 76%



资料来源: 公开资料整理, 重庆啤酒 2020 年报, 重庆啤酒资产重组说明书, 德邦研究所

行业竞争格局改善, 未来酒企提价将更加出于盈利考量。历史上我国啤酒行业于 2008 年、2018 年出现过两次集体提价潮, 提价主要系成本上涨推动。通过复盘两次集体提价, 我们发现啤酒直接提价主要和包材成本以及大麦成本上涨相关。2008 年, 啤酒企业集体提价纯属由成本上涨推动; 2018 年啤酒企业集体提

价表面是成本推动，深层次则是行业利润过低出现行业长期亏损，行业竞争格局改善。预计未来啤酒行业提价不单单受限于成本压力，更多的是对利润的追求。

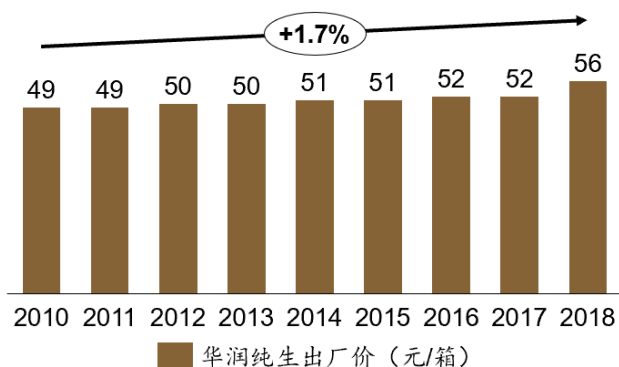
预计未来各大啤酒企业厂价提升增速约 2%，跟随 CPI 增速。我们通过复盘过去十年各大啤酒企业主力大单品的出厂价变动，发现出厂价提升基本维持在 2% 左右，锚定 CPI 增速。其中，2010~2018 年华润纯生出厂价 GAGR 约 1.7%，哈尔滨冰爽出厂价增速约 2.3%，嘉士伯冰爽出厂价增速约 1.8%。

表 2：国内啤酒企业历史大规模提价信息

时间	酒企	提价信息
2007 年 12 月	燕京啤酒	对 70 多个品种中的 6 个品种进行了提价，提价幅度 6% 左右
2008 年 1 月	青岛啤酒	提高部分产品价格，平均涨幅在 6%~8% 左右。
2008 年 4 月	金威啤酒	每箱酒上调 2~3 元，分摊到每瓶约 0.2~0.3 元。
2010 年 1 月	燕京啤酒	在京销售 10 度清爽型啤酒出厂价上调 10%。
2017 年 12 月	燕京啤酒	对 460ml 7°P 燕京本生啤酒(纸 1×12)终端进货结算价格顺涨 3 元/箱，单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶；北京地区清爽产品也存在提价。
2018 年 1 月	华润雪花	对雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的 9 款产品进店价格进行上调，每件提价 2 元到 10 元不等，其中多数提升幅度在 4~7 元。
2018 年 1 月	青岛啤酒	对部分区域部分产品价格进行上调，平均涨幅不超过 5%。
2018 年 3 月	百威啤酒	批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%，3 月 10 日起执行；哈尔滨啤酒计划 4 月提价。
2018 年 3 月	燕京啤酒	低端产品涨价幅度 5% 左右。
2018 年 5 月	青岛啤酒	对部分青岛优质啤酒进行提价，单款单箱全国提价 2 元。

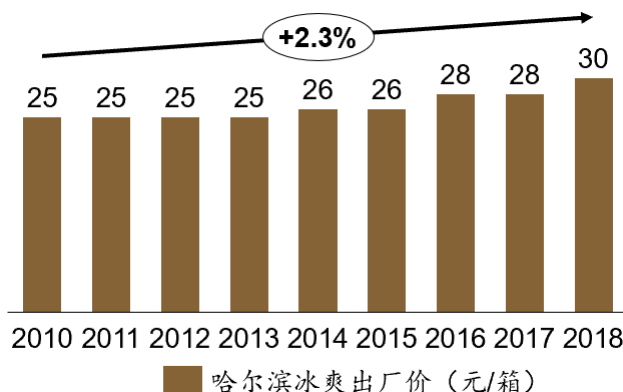
资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 29：历史上华润纯生出厂价维持 1.7% 的增速



资料来源：德邦研究所

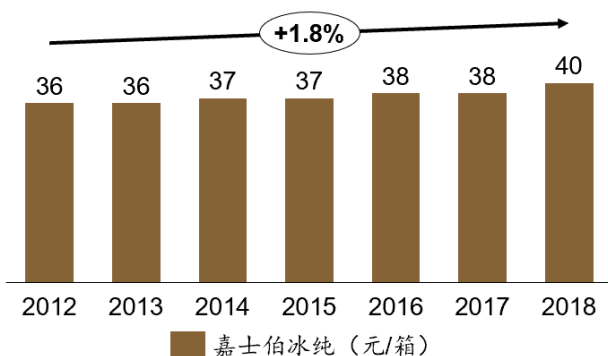
图 30：历史上哈尔滨冰爽出厂价维持 2.3% 的增速



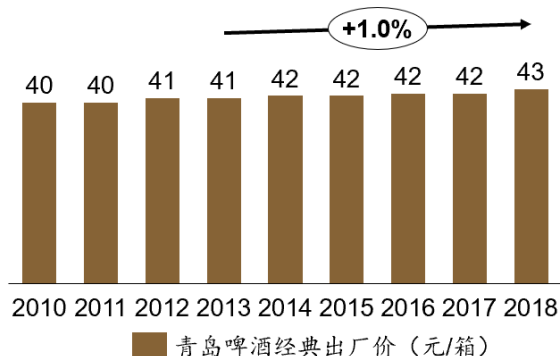
资料来源：德邦研究所

图 31：历史上嘉士伯冰纯出厂价维持 1.8% 的增速

图 32：历史上青岛啤酒经典出厂价维持 1% 的增速



资料来源：德邦研究所

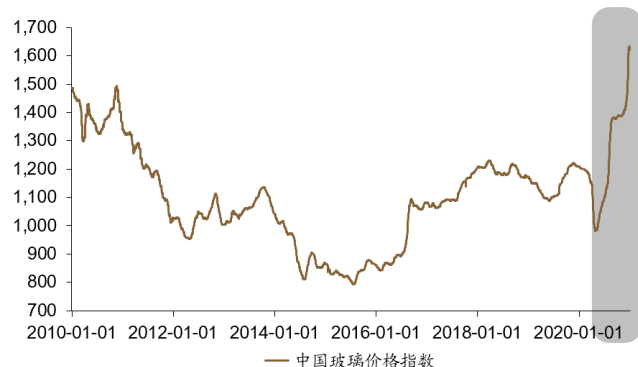


资料来源：德邦研究所

上游包材成本随着经济复苏呈趋势性上涨，啤酒行业具备被动提价基础。包材来看，根据中国玻璃价格指数，2020 全年玻璃价格上涨约 35%，在玻璃占比约 70%的假定下，预计带动啤酒原料成本上涨 9.8pcts，影响利润率 4.2pcts。近期我国对澳麦征收超 80%反倾销税，根据海关总署数据，2019 年我国进口澳麦 231.57 万吨，约占我国大麦进口总额的 39.05%，反倾销举措后续预计会对大麦价格产生一定的扰动。以玻璃为代表的上游包材价格上涨，啤酒行业利润端承压，预计后续在成本推动下出现集体涨价潮，未来我们将行业提价节点作为景气度重点观测指标。

2021 年预计澳麦等成本上行对重庆啤酒带来 1%毛利率扰动。澳麦相较于其他品种品质最高，浸出率指标最高，引起消费者打头的乙二酰含量相对较低，因此是嘉士伯高端啤酒的关键原材料。嘉士伯进口麦芽占比 80%以上，麦芽成本占原料成本的 14%，占营业成本的 9%。假设进口大麦成本翻一翻，按照 80%的采购比例，带动营业成本上行 7.2%。静态来看，澳麦成本上涨将对嘉士伯毛利率造成 3~5%个点的影响。动态来看，嘉士伯通过减少澳麦采购比例、优化供应链效率、高端化提价的方式来抵消成本上行带来的影响。整体来看，2021 年成本上行对重庆啤酒利润端的扰动，预计相较于上年在 1%左右。

图 33：中国玻璃价格指数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 34：中国大麦进口平均单价（美元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

变相提价：小瓶化趋势

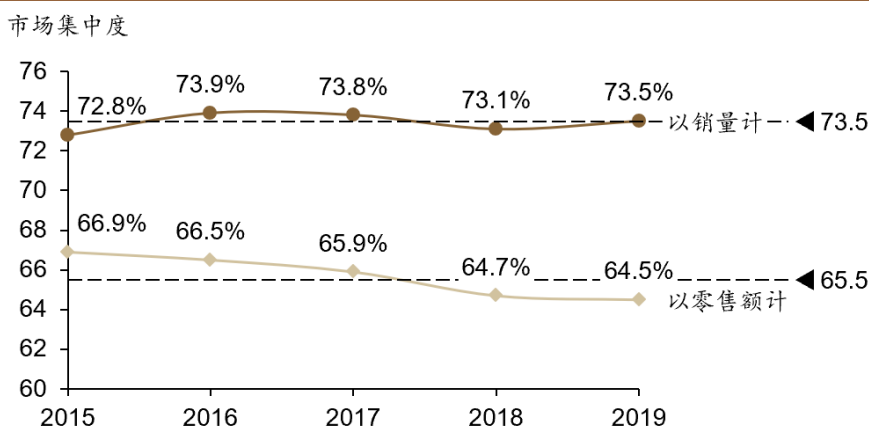
高端啤酒通过缩规格实现变相提价，未来小瓶化趋势延续。高端啤酒的消费场景一般是高端餐饮、夜场、酒吧等，从消费端看，迎合“少喝酒，喝好酒”的健康理念，高端啤酒的规格逐步地由“550ml”，缩减至“330ml”乃至“280ml”。高端啤酒通过缩规格的方式实现变相提价，预计未来 8~10 元的次高端啤酒或通

过缩规格提升吨价。

2.2. 缩费：行业格局趋于稳固，竞争环境改善

行业竞争格局稳固，开始呈现存量竞争。以华润雪花为代表的全国性啤酒企业通过资本运作等方式，相继收购地方酒企，推动市场集中度不断抬升，目前形成了华润雪花、百威英博、青岛啤酒、燕京啤酒以及嘉士伯为代表的五大啤酒企业。根据 Euromonitor 数据，以销量计，国内 CR5 高达 73.5%，其中华润啤酒 (25.2%) 市占率最高；以零售额计，国内 CR5 约 64.5%，其中百威英博 (17.9%) 市占率最高。近五年来，销量 (73.5%) 和零售额 (65.5%) 两个维度来看，啤酒行业竞争格局相对稳固。目前啤酒厂商在价格带以及竞争市场上各有侧重，行业竞争策略逐步由“份额优先”转向“利润优先”。预计未来啤酒行业内部竞争趋缓，竞争格局进一步改善，各大龙头酒企呈现错位竞争。

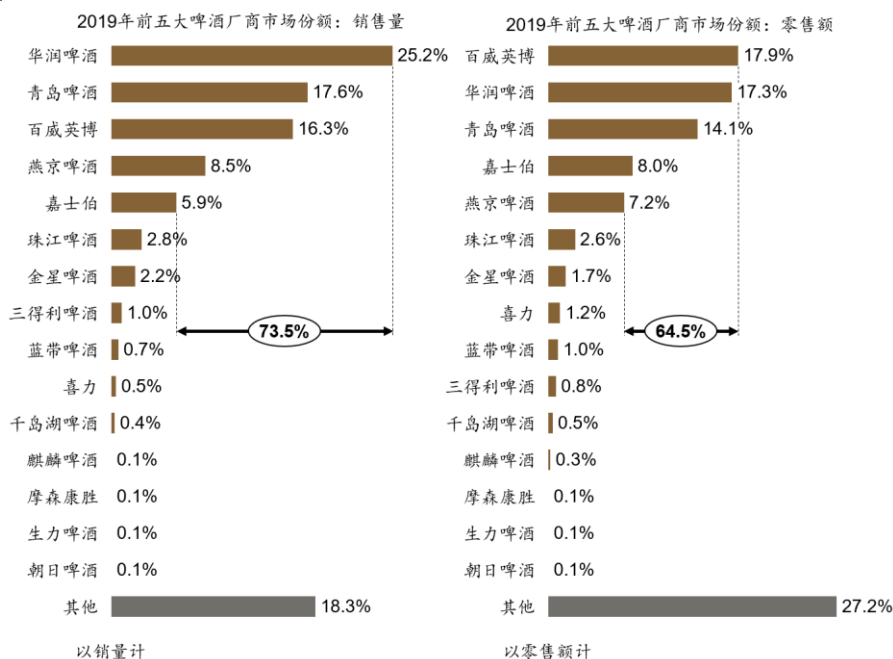
图 35：前五大啤酒企业竞争格局相对稳固



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

注：其中 73.5% 以及 65.5% 为 CR5 近五年的均值水平

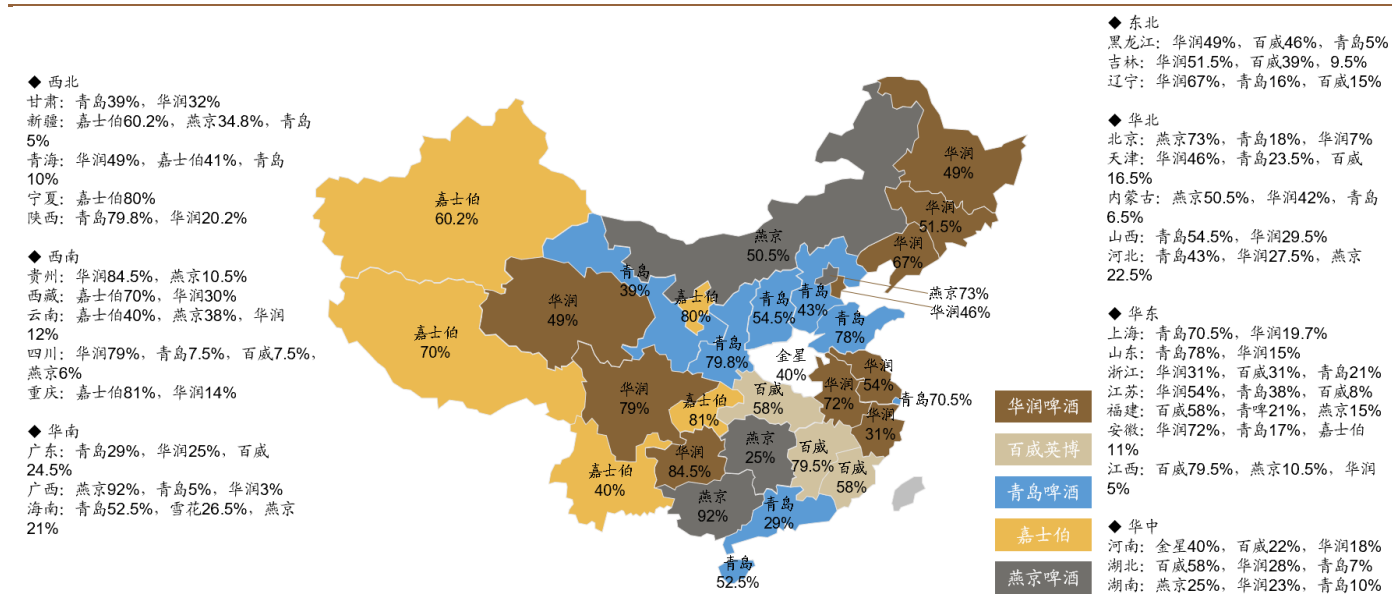
图 36：2019 年前五大啤酒厂商市场份额



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

国内各市场基本由 1~2 家酒企占据主要市场份额，出现区域割据。国内主要区域市场已经划分完毕，各主要区域基本由 1~2 个品牌主导，行业格局基本稳固。华润啤酒在华北区域的辽宁、山西以及西南的贵州、四川等地拥有超过 50% 的市场份额，在华东的安徽、浙江、江苏的优势也极为明显，同时还与百威英博争夺黑龙江和吉林市场。百威英博通过收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒等地方知名酒企，在福建、江西以及湖北等市场占据主要地位，并且通过高端品牌积极切入其他市场。青岛啤酒以山东为基地市场，向东在河南、山西等地发展迅速，形成连成片发展态势。嘉士伯依托于重庆啤酒这一平台主攻中西部区域市场，并取得良好效果。预计未来啤酒企业在成本推动以及股东利润诉求等多重因素影响下，预计通过缩减费用投放等方式缓解竞争强度。

图 37：2018 年我国啤酒市场市占率情况



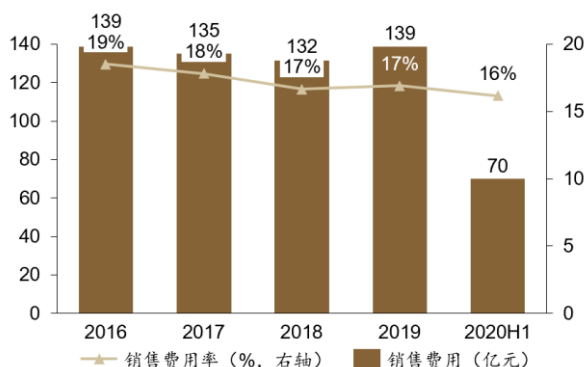
资料来源：公开资料整理，德邦研究所
注：背景着色表明该酒企市占率第一

啤酒巨头由“份额优先”转向“利润优先”，行业竞争格局逐步改善。费用端看，从 2016 年起厂商在优势区域费投有所下降，但在弱势区域争夺市场份额的诉求仍较为强烈，但中长期看随着啤酒巨头逐渐达成放弃价格战共识，行业销售费用率有望逐年下降。我们对国内上市啤酒企业进行测算，行业整体销售费用率由 2016 年的 18.52% 下降至 2019 年的 16.91%，竞争格局逐步改善。从销售费用结构来看，近年来国内啤酒巨头费投的主要方向是高端/次高端啤酒，不再围绕低端啤酒进行价格战、份额战。根据公开资料显示，以百威、华润啤酒为首的管理层均表示未来将逐步聚焦股东回报，中长期看行业格局改善将逐步得到验证。未来竞争格局仍是决定啤酒行业盈利水平的核心因素，2019 年啤酒行业 CR5 已超过 73%，且份额持续向优势企业集中。预计未来行业出现较大整合机会（参考美国百威的历程），企业定价权增强，国有体制改革红利释放，行业盈利能力实现实质性提升。

对标百威亚太，国内啤酒企业销售费用率存在较大改善空间。百威亚太作为我国高端啤酒的绝对龙头，其近年来销售费用率一直维持在 8% 左右，主要受益于：一是百威自身的品牌拉力，不需要太多的费投补贴渠道；二是高端啤酒赛道玩家较少，百威具有高端即饮渠道先发优势，不需要通过地推；三是百威内部的费用管控和使用效率较高。相较而言，国内啤酒企业整体销售费用率高达近 17%，

未来随着行业竞争趋缓，无节制的渠道费投得到精简，行业整体销售费率有望向百威亚太靠拢，预计存在较大的改善空间。

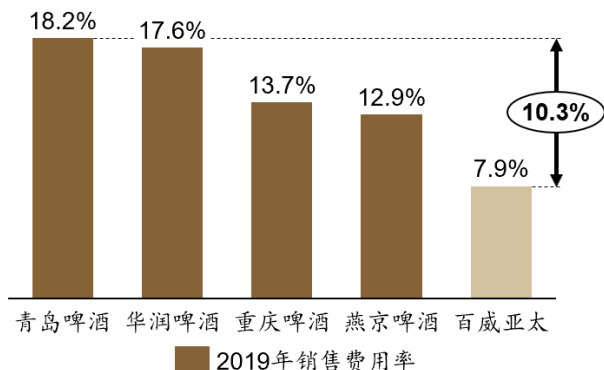
图 38：国内啤酒行业销售费用率逐年下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

注：我们根据上市啤酒企业数据测算行业销售费用率（除百威）

图 39：国内酒企销售费用率具有较大改善空间

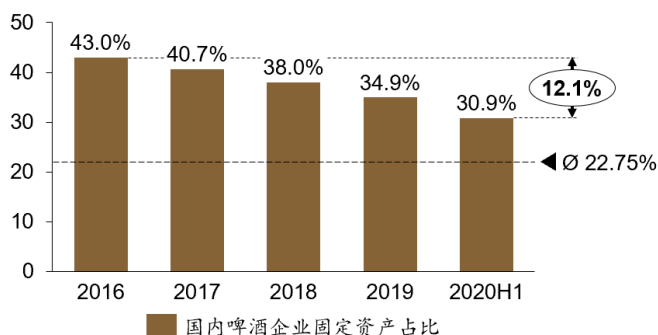


资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 提效：关厂提高产能利用率和人效

10 万千升是啤酒厂的生命线，关闭落后产能短期对利润有较大的提振。国内啤酒企业在扩张阶段收购了很多低效产能，拉低了整体的产能利用率，因此在产能优化方面仍有较大提升空间，从 2015 年开始行业出现关厂潮。产能优化上，啤酒企业通过关小厂合大厂来提效降费；工厂布局上，对基地和战役市场进行产能空间再规划。根据 Euromonitor 数据显示，国内啤酒厂数量从 2015 年开始下滑，截至 2019 年底仅有 372 家，相较 2014 年下滑 22%。未来随着啤酒企业关厂提效的加速，啤酒厂数量将趋势性下滑。从运维成本来看，以 3~5 万千升左右的小啤酒厂为例，基本的人员配置在 260~300 人左右，每年基本的运行费用也高达 5000 万元左右，因此关闭落后的啤酒产能短期对业绩有较大的提振。从盈亏平衡点来看，10 万千升基本是酒厂盈亏的生命线，10 万千升以上的啤酒厂满产基本能实现盈利，10 万千升以下还需综合考虑产品结构、配送距离、罐装比例等因素。例如部分小啤酒厂，年产量 6~7 万千升，罐装线近 3 万千升，也能当年实现盈利。

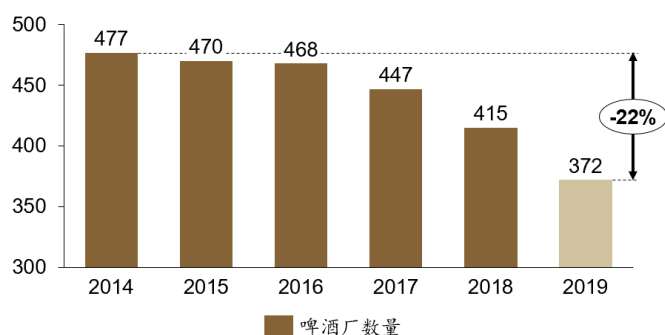
图 40：国内啤酒企业固定资产占比较高



资料来源：Wind，德邦研究所

注：22.75%是 20H1 百威亚太的固定资产占比

图 41：中国啤酒厂数量锐减



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

重庆啤酒过去关厂提效利润释放明显，理想状态下仍有一定优化空间。从国内酒企关厂进度来看，重庆啤酒于 2015 年关闭 5 家工厂，2016~2018 年每年关闭 1 家工厂，基本实现了关厂当年承担大额一次性资产减值损失，并于次年享受

到关厂带来的降费提效红利，但从产能最优利用率来看，重啤仍有优化空间，以重庆为例，重庆当地有 7~8 家啤酒厂，最理想状态下 1~2 家即可满足需求。华润啤酒是关厂最多的啤酒企业，工厂总数从 2016 年的 96 家减少至 2019 年的 71 家，未来平均每年将要关厂 3 家，长期目标是维持在 60 多家左右。青岛啤酒 2018 年关掉 2 家工厂，2019 年关掉 2 家工厂，此外还计划 5 年关闭 10 家工厂，目前已经关闭 4 家，按计划未来 3 年每年还会关闭 2 家工厂。2020 年由于新冠肺炎疫情的冲击，青岛啤酒基于“六稳六保”暂缓关厂进度，预计未来随着疫情逐步好转，关厂将重提日程。

表 3：国内啤酒企业近年来关厂情况

公司	时间	关厂情况
重庆啤酒	2015	关闭重庆家酿啤酒綦江分公司、柳州山城啤酒有限公司、重庆啤酒安徽九华山分公司、永川分公司、黔江分公司、重庆啤酒六盘水啤酒有限公司
	2016	关闭重庆啤酒亳州有限公司，转让佳辰公司 100% 股权，转让重庆啤酒宁波大梁山有限公司 70% 股权
	2017	关闭甘肃金山啤酒公司
	2018	关闭湖南常德酒厂
华润啤酒	2017	关闭四川、黑龙江、山西、河南、浙江各 1 家酒厂，安徽 2 家
	2018	关闭内蒙古、安徽、浙江、北京、广东、吉林各 1 家酒厂，四川、湖北 2 家，辽宁 3 家
	2019	关闭内蒙古、四川、贵州、黑龙江、天津各 1 家酒厂，湖北 2 家
	未来三年	平均每年关闭 3-5 家，维持在 60 多家
青岛啤酒	2017	取消收购河北嘉禾
	2018	关闭芜湖、杨浦分公司
	2019	关闭包括台州公司在内的 2 家子公司
	未来 3-5 年	计划关闭 10 家酒厂

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

重庆啤酒资产使用效率远高于百威亚太，相较国内其他啤酒仍有一定优化空间。我们根据 2020 年各公司年报，按照固定资产测算，预计啤酒行业每万千升啤酒产能需要资本开支约 1500 万元，折旧摊销比例在 14% 左右，报表端每万千升啤酒产能带来 220 万元折旧摊销。因此，预计啤酒企业每关闭 10 万千升落后产能能节约 2200 万元左右的折旧摊销。横向对比来看，重庆啤酒产品结构和百威亚太较为相似，高端啤酒生产设备等投资占比相对较高，固投和折旧摊销高于国内其他啤酒企业。

表 4：啤酒行业减产对折旧摊销的影响

	百威亚太	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	行业
固定资产 (亿元)	245.00	151.00	103.03	32.33	531.36
折旧摊销 (亿元)	42.22	17.46	11.23	4.14	75.04
折旧摊销/固定资产	17.2%	11.6%	10.9%	12.8%	14.1%
固定资产/产能 (百万/万千升)	26.64	11.50	11.03	15.32	15.73
折旧摊销/产能 (百万/万千升)	4.59	1.33	1.20	1.96	2.22

资料来源：公开资料整理测算，德邦研究所

注：财务数据主要参考各公司 2020 年的年报，产能是指实际产能

高景气度下，重庆啤酒产能利用饱满，厂效仍有一定提升空间。啤酒消费存在明显的季节性，叠加定期停机检修等，理想状态下产能利用率约 70%。未来啤酒行业有望通过改造小厂、集约大厂以及机器设备的更新换代，提升啤酒行业的产能利用率。由于数据可获得性的限制，本文作出以下假设：1) 百威亚太维持 70% 的产能利用率 (实际产能/设计产能)，维持 90% 的产销率，维持 61.7% 的实际产

量/设计产能；2) 华润啤酒维持 70% 的产能利用率（实际产能/设计产能），维持 90% 的产销率。从实际产量/设计产能来看，2020 年重庆啤酒的产能利用率最高，高达 81.4%，远高于华润啤酒(65.8%)、青岛啤酒(55%)以及百威亚太(61.7%)，主要受益于重庆啤酒高端动销持续超预期，乌苏疆外市场开拓良好。从厂效来看，百威亚太的厂均产量达到 17.33 万千升，远高于华润啤酒（15.86 万千升）、青岛啤酒（12.37 万千升）以及重庆啤酒（9.02 万千升）。重庆啤酒厂效相对较低，主要产能分布相对失衡，例如重庆当地有 7~8 家啤酒厂，最理想状态下 1~2 家即可满足当地需求。从人效来看，重庆啤酒的人均产量基本能与百威亚太持平，主要得益于嘉士伯入主之后对公司运营效率的不断改进。人力成本方面，重庆啤酒百万千升人力成本达 5.6 万元，略高于百威亚太，未来仍有一定的提升空间。

表 5：2020 年各啤酒企业厂效&人效对比

	百威亚太	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
厂效测算				
设计产能（万千升）	1314*	1875	1349	277
实际产能（万千升）	920*	1313*	934	211
实际产能/设计产能	70.0%*	70.0%*	69.2%	76.2%
实际产量（万千升）	901	1233	742	226
工厂数	52	70	60	25
厂均产量（万千升）	17.33	15.86	12.37	9.02
实际产量/设计产能	61.7%*	65.8%	55.0%	81.4%
人效测算				
营业收入（亿元）	364.61	314.48	277.60	109.42
员工成本（亿元）	47.57	56.07	50.42	12.64
员工成本/营收	13.05%	17.83%	18.16%	11.55%
员工人数	26489	27000	35678	6676
厂均人数	509	386	595	267
员工平均薪资（万元）	17.96	20.77	14.13	18.93
人均产量（百万千升）	3.40	4.57	2.08	3.38
人力成本(万元/百万千升)	5.28	4.55	6.80	5.60

资料来源：Wind，德邦研究所

注：由于数据可获得性的限制，*的数据均是基于假设而来。

理想状态下，重庆啤酒产能分布仍存在 7 家优化空间，主要集中在重庆地区。重庆啤酒在完成和嘉士伯的资产重组后，在全国 9 个省市自治区拥有 25 家工厂，能覆盖绝大部分销售市场。我们对重庆啤酒 25 个工厂的设计产能/产能利用率/产品/地区等指标进行梳理，发现重庆啤酒 2020 年实际产能利用率在 60% 左右，部分地区的产能仍存在一定的优化空间。上文已经论述 10 万千升是啤酒厂的生命线，以及完美状态下的产能利用率在 70% 左右，我们根据以下指标来判断该厂是否存在优化空间：1) 产能利用率是否低于 50%；2) 产能是否低于 10 万千升；3) 该厂 300KM 范围内是否存在其他啤酒厂。我们分区域来进行产能拆解，重庆地区存在 8 家啤酒厂，其中 4 家啤酒厂存在优化空间，即九厂、万州分公司、涪陵分公司（产能低于 10 万千升），以及石柱厂（产能利用率低于 50%）。四川地区存在 1 家优化空间，攀枝花厂和西昌厂单厂产能低于 10 万千升，可以选择进行合并。湖南地区不存在优化空间，湖南国人（永州）产能利用率较低，但是周边没有产能选择替代，因此不存在优化空间。新疆地区存在 2 家优化空间，伊宁啤酒和阿克苏啤酒产能利用率较高，均达到满产状态，但是单厂产能均低于 10 万千升，因此可以通过合并来降低生产成本。

图 42: 重庆啤酒 25 个工厂产能及产品情况

工厂		设计产能 (万千升)	产品	人员	地址	实际产能 (万千升)	产能利用率	备注
母公司资产	新区分公司	18	重庆、山城、嘉士伯、乐堡、K1664	1005	重庆九龙坡	10	56%	2020年
	北部新区分公司	35	重庆、山城、嘉士伯、乐堡、K1664		重庆北部新区			
	六厂	18	重庆、山城、乐堡	170	重庆合川			
	九厂	7	重庆、山城	143	重庆梁平			
	万州分公司	4	重庆、山城	109	重庆万州			
	涪陵分公司	5	重庆、山城	79	重庆涪陵			
	合计	87						
重庆嘉酿	湖南国人（澧县）	12	重庆、乐堡、乌苏、嘉士伯	400	湖南澧县	6.76	56%	2019年
	湖南国人（永州）	6			湖南永州	0.72	12%	2019年
	石柱	10	山城、重庆国宾	70	重庆石柱	2.07	21%	2019年
	攀枝花	6	山城、重庆、乐堡	127	四川攀枝花	2.19	37%	2019年
	西昌	5	重庆	117	四川西昌	3.1	62%	2019年
	勃克	10	山城、乐堡		四川成都	6.65	67%	2019年
	宜宾	20	重庆、嘉士伯、乐堡、红乌苏	150	四川宜宾	11	55%	2020年
A包资产	嘉士伯工贸	50		2595	云南大理	32	64%	2020年
	嘉士伯重庆							
	天目湖	26	嘉士伯、乐堡、乌苏、天目湖、山城	204	江苏溧阳	20	77%	2020年
	嘉士伯安徽	15	K1664、乐堡、乌苏、天目湖、EAothers	152	安徽天长	11	73%	2020年
	嘉士伯广东	12	K1664、嘉士伯、乐堡、怡乐仙地	186	广东惠州	11.09	92%	2019年
	昆明华狮	25	嘉士伯、乐堡、大理、凤花雪月	243	云南昆明	24	96%	2020年
B包资产	新疆啤酒100%			750				
	新疆啤酒	20	乌苏、新疆、乐堡	231	新疆乌鲁木齐	19.57	98%	2019年
	乌苏啤酒	12	乌苏、新疆、乐堡	176	新疆塔城乌苏市	11.43	95%	2019年
	伊宁啤酒	5	乌苏、新疆、乐堡	124	新疆伊犁州伊宁	5.08	102%	2019年
	阿克苏啤酒	5	乌苏、新疆、乐堡	112	新疆阿克苏地区	5.3	106%	2019年
	库尔勒啤酒	10	乌苏、新疆、乐堡	107	新疆巴州库尔勒	4.89	49%	2019年
	西夏啤酒70%	30	西夏、嘉士伯、1664	450	宁夏银川	27	90%	2020年
联营企业	重庆嘉威	23	重庆、山城、乐堡	400	重庆大渡口区	13	57%	2019年

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：在理想状态下，背景灰色着色表明该厂存在优化空间。

图 43: 重庆啤酒 25 个厂产能空间布局



资料来源：Wind，德邦研究所

图 44: 重庆啤酒在重庆市产能空间布局



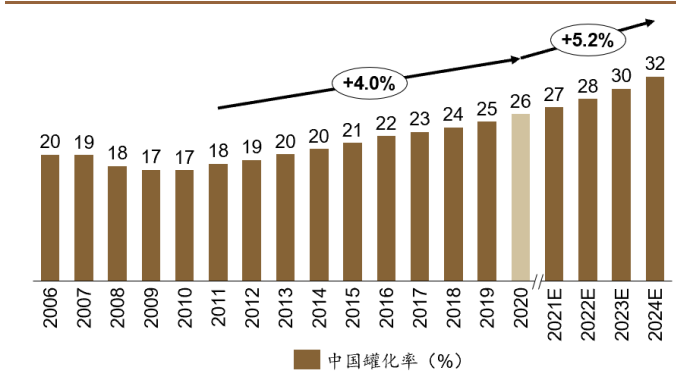
资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 降本：啤酒罐装比例提升

中国罐化率水平相对较低，仍有较大提升空间。我国啤酒市场早期基本以瓶装为主，主要源于当时啤酒的消费场景大多以餐饮等即饮渠道为主。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年我国啤酒罐化率仅为 25.7%，远低于日本(88.6%)、

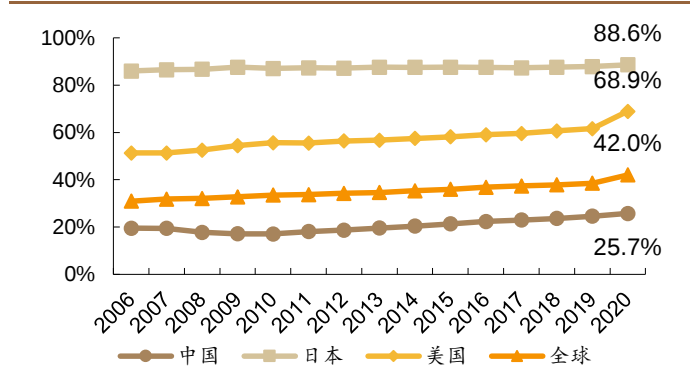
美国 (68.9%) 等成熟市场, 相较世界 (42%) 平均水平仍有一定差距, **横向对比来看有较大的提升空间**。根据重庆啤酒 2020 年报显示, 啤酒的主要成本包括酿酒原材料 (麦芽、碎米、玉米淀粉等)、包材 (铝罐、玻瓶、纸箱)、人工成本及制造费用。其中, 直接材料在成本中占比约 65%, 原材料中玻瓶占比约 50%, 进而玻瓶约占啤酒吨成本的 32.5%。

图 45: 中国罐化率水平相对较低



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 46: 全球罐化率水平横向对比



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

罐装和瓶装的对比

罐装和瓶装多维度来看各有优势: 罐装啤酒的优势主要集中在吨成本的下降以及运输半径的扩大, 但是用户体验感相对较差。瓶装啤酒大多应用中高端及以上价位段, 用户体验感相对较好。同时, 中低端价位段啤酒可以通过回瓶的方式来降低包材成本。

表 6: 罐装和瓶装相对优势对比

类型	相对优势
罐装	1) 易拉罐的成本相对较低, 易拉罐的采购成本在 0.45 元/套, 玻瓶 (新) 采购成本约 0.85 元/只, 玻瓶 (旧) 约 0.43 元/只。 2) 玻瓶回收成本相对较高, 二次回瓶处理 3) 回瓶存在 3~4% 的破损率, 影响二次销售, 提高回瓶的成本。 4) 玻瓶的费投相对较高, 一般的消费场景都是在餐饮等即饮渠道, 罐装啤酒的主要消费场景是在流通等非即饮渠道。 5) 对于经销商存在押金成本, 运输成本相对较高, 经销商对玻瓶有更高的毛利率要求。
瓶装	1) 高端及超高端啤酒基本采取瓶装, 毛利率水平更高。用户体验感相对较好, 消费者对价格的敏感性相对较低。 2) 瓶装啤酒包括含瓶销售 and 不含瓶销售, 330ml 及以下的小瓶行业基本不回收, 因为高端啤酒对外观存在较高的要求, 因此一般回瓶的都是大众和主流价位段。玻瓶的生命周期大概在 2 年 (国家的防爆要求), 按照每年回瓶 6~8 次, 两年回收 15 次左右, 大大地摊薄了玻瓶成本。 3) 玻瓶的消费者体验更强, 大多集中在高毛利的餐饮、夜场、娱乐等渠道, 一定程度上提升高端化的进程。

资料来源: 公开资料整理, 德邦研究所

罐化率提升的驱动: 从需求侧来看, 1) 首先啤酒罐化率提升的底层逻辑是消费者偏好的改变, 啤酒消费主力军转向 Z 世代, 消费者更加注重个性的表达, 更加青睐外观更加新潮的罐装啤酒。2) 其次是消费场景的变迁, 2020 年新冠疫情下“宅经济”兴起, 啤酒的非即饮渠道占比显著提升, 进一步加大培育消费者对罐装啤酒的需求。根据 Euromonitor 数据显示, 按销量计, 2020 年我国啤酒非即饮占比提升 2.8pcts 至 51.4%。**从供给侧来看,** 1) 电商等新零售渠道的快速发展,

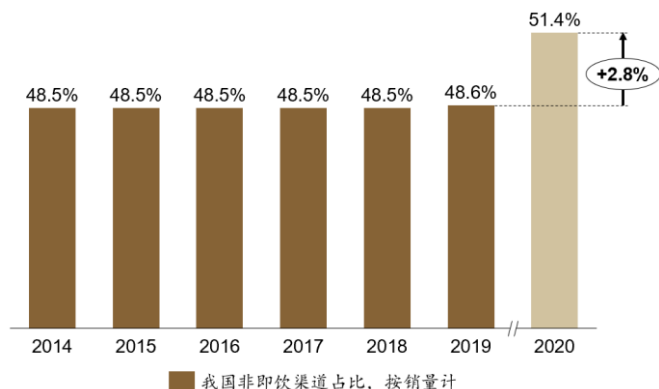
直接带动啤酒罐化率提升。2) 啤酒企业产能优化下运输半径增加, 推动了罐装啤酒的渗透率, 主要归因于罐装啤酒具有方便运输、不易碎等优势。3) 罐装啤酒相较玻瓶在成本端更具优势。首先铝罐成本约 0.45 元/个, 远低于玻瓶(0.85 元/个); 其次, 铝罐的重量远低于玻瓶, 在运输成本方面有较大的优化空间; 再之, 玻瓶新国标的实施与环保要求趋严, 无形中增加了玻瓶回收的成本。

图 47: 铝罐啤酒表面更加凸显个性表达



资料来源: 公开资料, 德邦研究所

图 48: 啤酒非即饮占比提升至 51.4%



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

重庆啤酒中档及以下仍有较大罐化率提升空间, 整体优化在 10%左右。销售渠道来看, 重庆啤酒的销售渠道大多集中在即饮渠道(约占 70%), 高端化产品销量占比较高(约 20%), 因此罐化率水平相对较低, 约在 18%左右。回瓶来看, 重庆啤酒 80%的瓶装选择回收, 其中销量最大(并购前)的重庆国宾每年能回瓶 8~10 次, 按照 2 年回瓶 15 次, 单瓶成本进一步摊薄至 0.06 元。回收成本来看, 重庆啤酒采取的是不含瓶销售(押金制), 回收成本相对较低。罐装产能来看, 重庆啤酒在云南大理、四川宜宾新投两条易拉罐产线。云南大理产线主要是满足本地需求, 四川宜宾产线主要是为了分担重庆压力, 预计宜宾 15 万千升拉罐产线, 将于 2021 年 6 月达产, 主要生产 330ml、500ml 易拉罐。罐化率空间来看, 重庆啤酒中档及低端产品罐化率提升空间相对较大, 预计未来五年整体仍有 10%左右的提升空间。

未来五年罐化率提升下预计毛利率优化 2pcts。从成本端来看, 啤酒罐化率提升预计能一定程度上优化毛利率水平。中性条件下, 我们作出以下假设: 1) 不考虑玻瓶回瓶的影响。2) 玻瓶成本在 0.85 元, 易拉罐成本在 0.45 元, 玻瓶/易拉罐销量比例约 3/1。3) 玻瓶/铝罐成本占原材成本的 60%, 原料成本占营业成本的 65%。4) 未来五年重庆啤酒罐化率水平由 25%提升至 35%。经过测算, 中性假设下, 预计吨成本优化 5.3%, 带动重庆啤酒整体毛利率提升 2.08pcts。

表 7: 未来五年罐化率提升下, 重庆啤酒毛利率优化空间在 2%左右

	悲观	中性	乐观
未来罐化率水平	33%	28%	33%
吨成本优化幅度	2.67%	5.33%	8.00%
毛利率优化空间	1.04%	2.08%	3.12%
重庆啤酒毛利率水平	52.94%	53.98%	55.02%

资料来源: 公开资料整理测算, 2020 年报, 德邦研究所

3. 重庆啤酒：关厂提效先行者，高端化破浪前行

3.1. 历史复盘：西部啤酒龙头，开启全国化进程

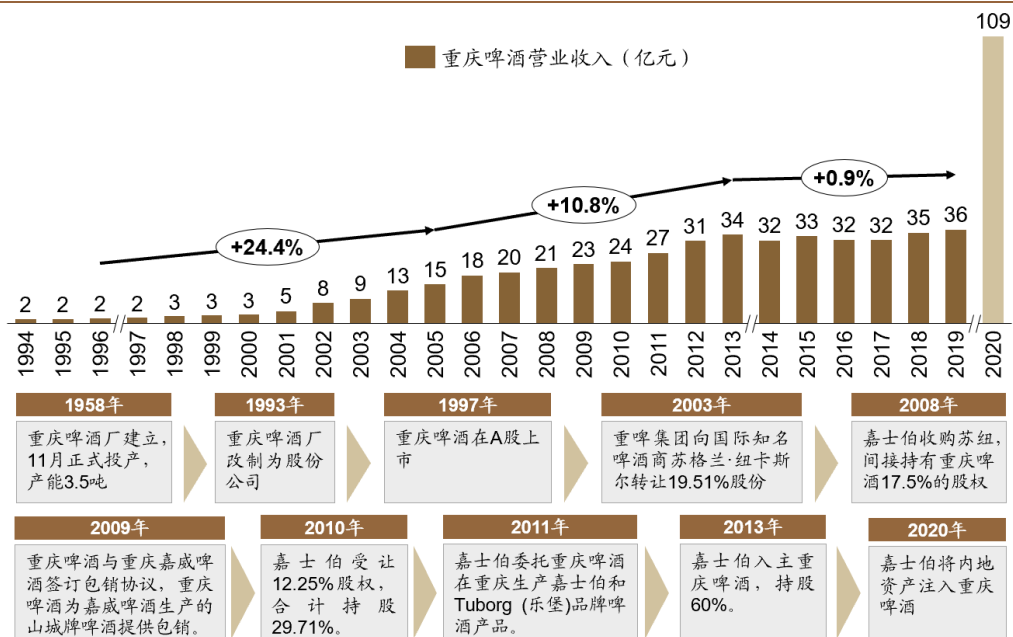
重庆啤酒成立于 1958 年，从事啤酒生产 60 余年，至 2020 年底共拥有 25 家参控股酒厂，是啤酒行业西部区域性龙头。重庆啤酒在嘉士伯资产注入之前，核心市场位于重庆、四川和湖南等地。公司拥有“重庆”和“山城”等两大地本地知名品牌，在 2013 年底嘉士伯控股后，又获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。

1997~2012 年，重庆啤酒上市后过度多元化，错过啤酒行业黄金发展期。1997 年，重庆啤酒成功在上交所挂牌上市。公司在巩固重庆啤酒市场的龙头地位后，开始逐步向省外市场延伸，成功进入四川、湖南、浙江等地。然后，重庆啤酒上市一年后跨界进入疫苗行业，过度多元化错过了啤酒黄金发展期。

2013~2019 年，嘉士伯入主重庆啤酒，聚焦啤酒主业，推进高端化战略。2013 年，嘉士伯斥资 29.13 亿元收购重啤 1.46 亿股，合计持有公司 60% 股权。嘉士伯入主之后，开始大刀阔斧改革，聚焦啤酒主业，聚焦优势区域，聚焦高端产品。市场布局上，重庆啤酒战略性收缩，放弃全国化扩张策略，战略性退出广西、安徽、浙江等弱势区域，仅聚焦重庆、四川、湖南三大强势优势市场。业务规划上，重庆啤酒砍掉其他类和啤酒不相关的资产，低价甩卖业绩不佳的子公司，至 2017 年正式退出所有其他业务，聚焦啤酒主业。产能规划上，2015-2018 年期间，重庆啤酒先后关停或转让了柳州、九华山、大梁山等 10 家工厂，淘汰了大量落后产能，享受到关厂带来的降费提效红利。产品矩阵上，嘉士伯大力推进重庆啤酒的产品结构升级。一方面，2015 年嘉士伯凭借重啤在重庆地区的绝对垄断地位，将山城经典、山城国宾强制换装升级为重庆经典、重庆国宾，中档价格段形成了重庆为主、山城为辅的布局。另一方面，嘉士伯通过委托加工和品牌授权的方式，推动重庆啤酒生产嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等高端品牌。

2020 年至今，嘉士伯核心资产注入，开启高端啤酒全国化的新征程。2020 年，大股东嘉士伯为履行 2013 年做出的同业竞争相关承诺，将旗下优质的啤酒资产注入到上市公司体系内。从品牌矩阵来看，嘉士伯注入资产广泛分布于新疆、宁夏、云南、广东、华东等地，涉及啤酒品牌包括嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际高端/超高端品牌，也包括乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等本地强势品牌。预计重组完成后，重庆啤酒原有 3+2 品牌矩阵（3 个国际品牌嘉士伯、乐堡、凯旋 1664，2 个本土品牌重庆、山城），进一步升级为“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，满足国内消费者多价位带的啤酒消费需求。从市场布局来看，重庆啤酒的核心市场也将在重庆、四川、湖南的基础上，扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等市场，并在嘉士伯“扬帆 22”战略的指引下，进一步深化大城市计划，实现由西部向全国市场进军。

图 49：重庆啤酒发展历程

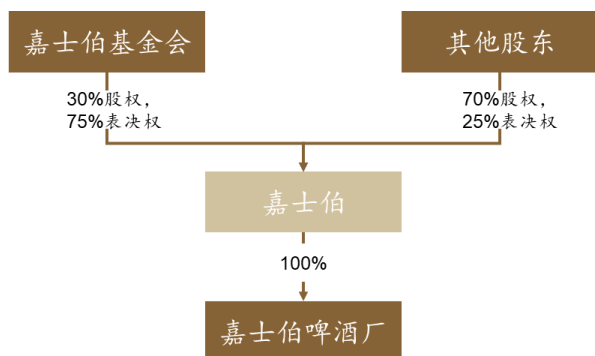


资料来源：公开资料整理，德邦研究所

3.2. 股权结构：嘉士伯绝对控股，资产重组平稳过渡

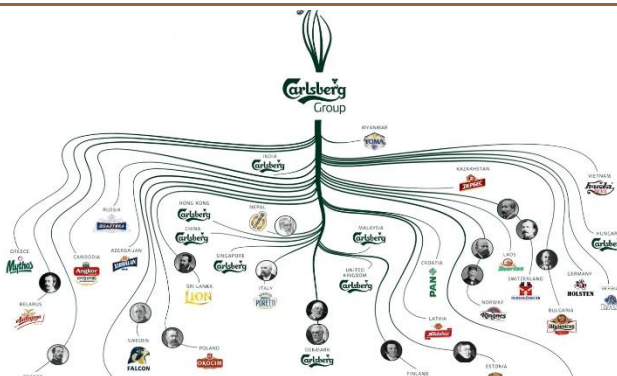
嘉士伯是全球第四大啤酒企业，西进东拓撬动中国啤酒市场。嘉士伯 (Carlsberg) 创立于 1847 年，是世界第四大啤酒企业，旗下拥有超过 140 个啤酒品牌。1883 年，嘉士伯首次分离出人工培养酵母，不但让啤酒的口味更加甘醇，还实现了啤酒产出的稳定性，带来啤酒行业发酵技术的飞跃。1978 年，嘉士伯进军中国市场，在上海扩张受挫后，“**西进**”将重心调整至西部地区，相继收购了云南华狮啤酒厂、大理啤酒厂、乌苏啤酒、新疆啤酒、重庆啤酒等，成为啤酒行业名副其实的西部王。目前，嘉士伯在新疆、云南、宁夏的市占率高达 75%、50%、80% 以上，在完成夯实西部市场的基础上开始着手“**东进**”。

图 50：嘉士伯集团股权结构



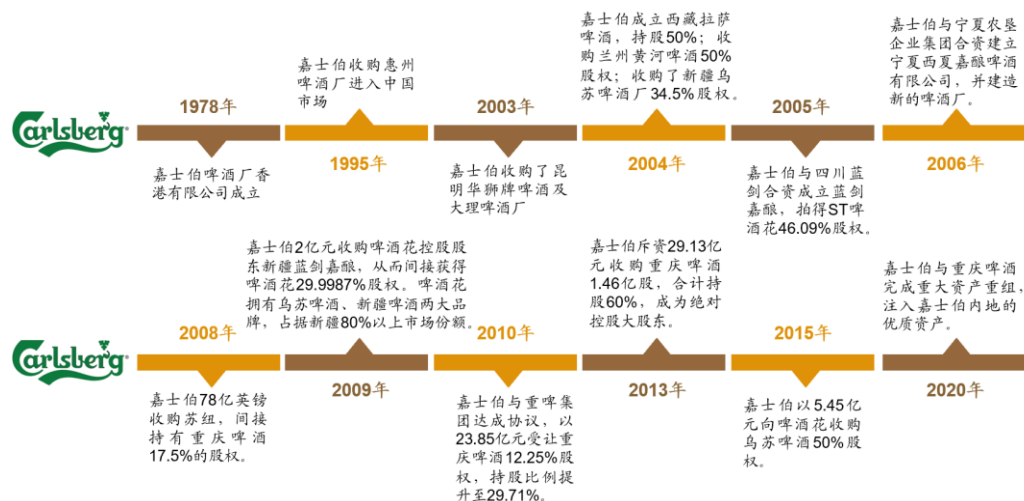
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 51：嘉士伯旗下拥有超过 140 个啤酒品牌



资料来源：Wind，德邦研究所

图 52：嘉士伯国内并购史



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

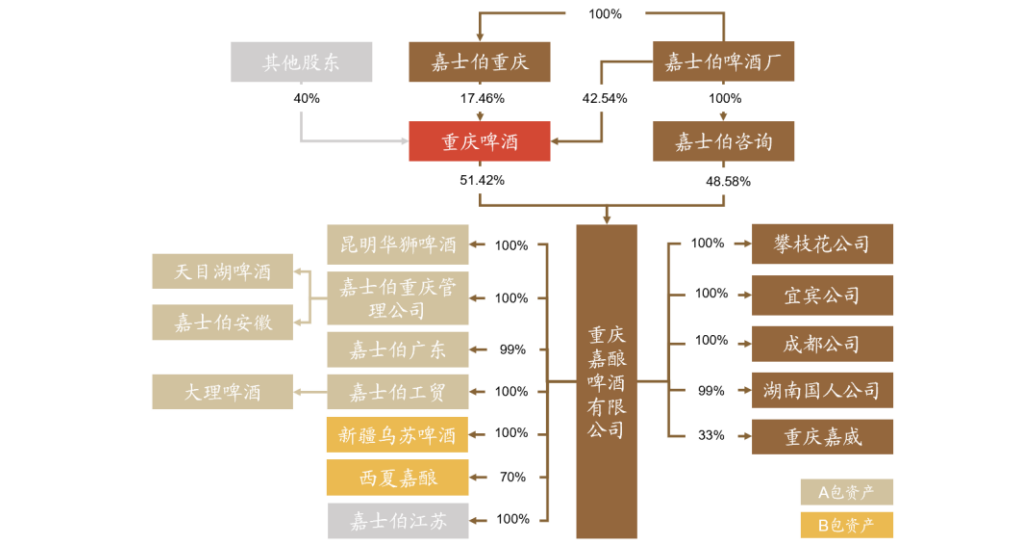
嘉士伯绝对控股重庆啤酒，注入优质资产解决同业竞争。2008年，嘉士伯78亿英镑收购苏纽，间接持有重庆啤酒17.5%的股权。随后，嘉士伯于2010年和2013年通过受让和要约收购的方式，两次增持重庆啤酒，至2013年合计持股高达60%，实现对重庆啤酒的绝对控股，并承诺在4~7年内将国内的啤酒资产注入上市公司体内，解决同业竞争问题。2020年，嘉士伯通过以下三个步骤，将国内的资产整合到上市公司平台，并实现维持60%的控股权不变。

1) 重庆嘉酿股权转让，重庆啤酒现金购买嘉士伯香港持有的重庆嘉酿48.58%股权，对价6.43亿元。购买完成后，重庆啤酒持有重庆嘉酿100%股权。

2) 重庆嘉酿增资，重庆啤酒将持有的啤酒资产注入重庆嘉酿，对价43.65亿元；嘉士伯咨询将A包资产注入重庆嘉酿，对价53.76亿元。增资完成后，重庆啤酒持有重庆嘉酿51.42%的股权，嘉士伯咨询持有48.58%的股权，维持原有持股比例不变。

3) 重庆嘉酿购买B包资产，重庆嘉酿现金购买嘉士伯啤酒厂持有的B包资产，对价17.94亿元。交易完成后，重庆啤酒和嘉士伯均将国内优质的啤酒资产注入重庆嘉酿。重庆嘉酿将成为中国地区业务平台，重庆啤酒就成为控股公司，实现上市公司和嘉士伯中国的业务整合，解决同业竞争问题，增强上市公司的持续盈利能力。

图 53：重庆啤酒股权结构，嘉士伯绝对控股



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 截止至 2021 年 4 月 25 日

公司管理层平稳过渡，业务整合激活协同效应。管理层方面，资产整合后的业务继续由嘉士伯中国区的管理层来接手，上市公司层面的管理层同时兼管重庆嘉酿。例如重庆啤酒的总裁李志刚和财务副总裁陈伟豪，同时也是重庆嘉酿的 CEO 和 CFO。公司中层方面，继续维持原有的人员架构，由于重组前双边资产属于同一控股股东下，因此中层方面不存在整合的困难。组织架构上，嘉士伯中国业务及重庆啤酒原有业务将重新划分为重庆 BU、新疆 BU、宁夏 BU、云南 BU 和国际 BU 五大事业部。其中，重庆 BU 承接资产重组前重庆啤酒在重庆、四川和湖南的业务，新疆 BU 和国际 BU 共同负责乌苏啤酒业务，同时内部引入一定的竞争机制。过去，嘉士伯中国区各块业务之间由于同业竞争和管理交易的限制，存在销售、采购等业务上的阻碍。嘉士伯将各块业务进行整合，设立事业部制，强化内部的协同效应，其中供应链管理方面尤为典型。

图 54：公司管理层及业务架构

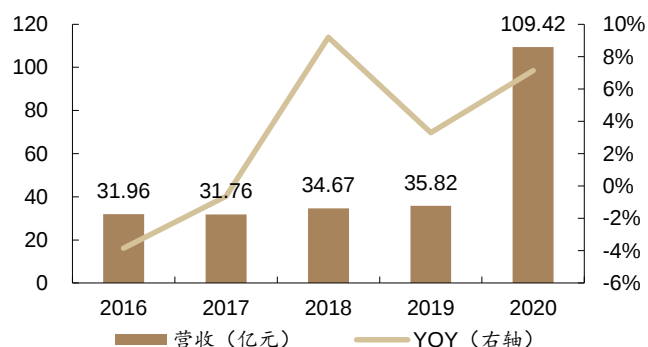
姓名	职务	个人简历	嘉士伯中国业务				
罗磊	董事长	现任嘉士伯亚洲财务副总裁	重庆 BU	新疆 BU	宁夏 BU	云南 BU	国际 BU
吕彦东	董事	现任嘉士伯中国区生产运营副总裁					
陈伟豪	董事，副总裁	现任嘉士伯中国财务副总裁					
李志刚	董事，总裁	现任嘉士伯中国董事总经理，总裁					
Philip A. Hodges	董事	现任嘉士伯集团供应链执行副总裁					
Ulrik Andersen	董事	嘉士伯集团总法律顾问					

资料来源: Wind, 公司官网, 德邦研究所

3.3. 营收情况：产品结构持续升级，盈利能力大幅改善

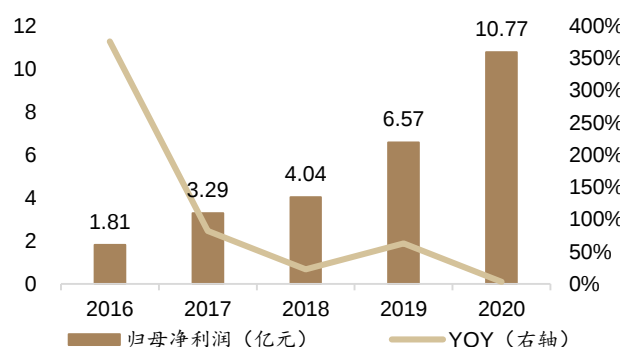
重庆啤酒营收结构大幅改善，归母净利润持续高增。营收端来看，2016~2019 年，重庆啤酒营收维持在 35 亿元左右，整体增幅相对有限，主要是营收结构方面的调整。2020 年，重庆啤酒由于嘉士伯资产注入，营收跃升至 109.42 亿元，同增约 7.1%（追溯调整后），保持相对稳健的增长。利润端来看，2016~2019 年，重庆啤酒的盈利能力大幅改善，归母净利润由 1.81 亿元增长至 2019 年的 6.57 亿元，GAGR 高达 54%。2020 年，公司由于嘉士伯资产的注入，追溯调整后，归母净利润 10.77 亿元，同增 3.3%，主要 20H1 受到新冠疫情扰动影响，啤酒消费场景缺失。

图 55：重庆啤酒营收情况



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 2020 年营收同比是追溯后的数据

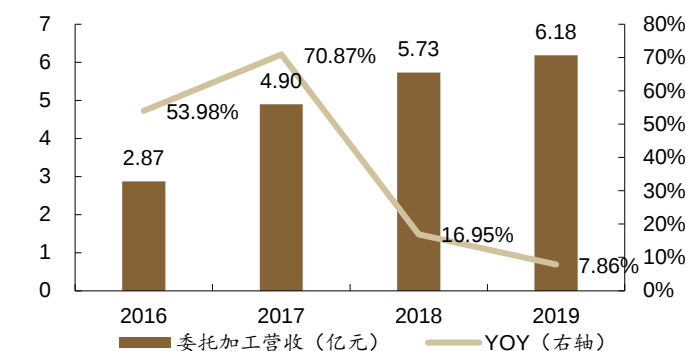
图 56：重庆啤酒归母净利润情况



资料来源: Wind, 德邦研究所
注: 2020 年归母净利润同比是追溯后的数据

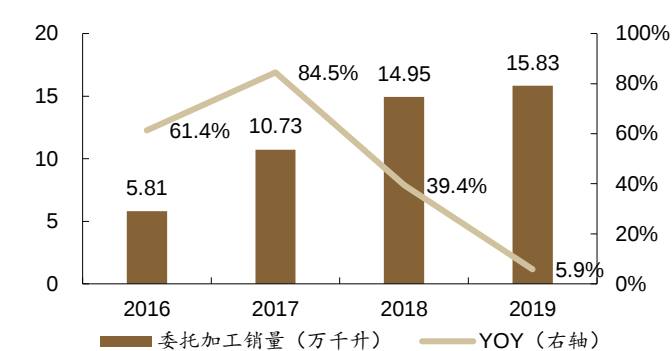
关联交易额度限制即将破除，打破区域业绩增长瓶颈。重庆啤酒与嘉士伯签署委托加工协议，委托加工嘉士伯、乐堡、1664、乌苏等高端啤酒品牌，销售额由 2016 年的 2.87 亿元，增长至 2020 年 6.18 亿元，强化公司内部产能协同效应。定价方面，重庆啤酒采取加工成本+加工利润为定价方式，按照 **11% 的加点** 来确定开票价格。近年来，嘉士伯旗下的中高端啤酒品牌销量保持高增，但由于关联交易额度的限制，重庆啤酒委托加工的销量维持在 15 万千升左右。预计，随着嘉士伯资产的成功注入，公司原有资产将打破关联交易额度限制，实现内部委托代工业务的高增。

图 57：重庆啤酒委托加工销售额



资料来源：Wind，德邦研究所

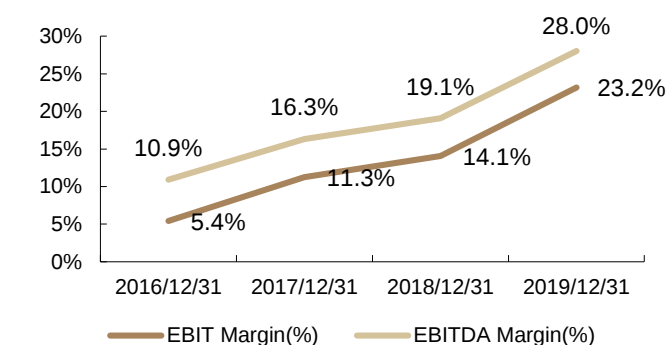
图 58：重庆啤酒委托加工销量



资料来源：Wind，德邦研究所

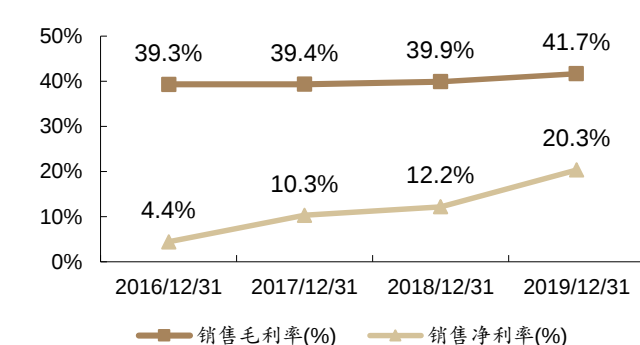
关厂提效叠加高端化推进，公司盈利能力大幅改善。关厂提效方面，重庆啤酒自 2015 年起陆续关停了黔江分公司、安徽九华山公司和亳州公司、六盘水公司、柳州公司等 8 家子公司工厂，对辐射能力弱、可替代性强、运行效率低的工厂实施产能优化，公司销售由 2016 年的 88.81 万千升(剔除委托加工)直接下滑至 78.52 万千升左右。公司关厂提效带动折旧费用和人员工资的削减，进而推升公司的 EBIT Margin 大幅改善，由 2016 年的 11% 增长至 2019 年的 28%，成为国内首家享受关厂红利的啤酒企业。随着 2015~2016 年，关厂带来的资产减值的逐步摘除，净利率水平大幅改善，由 2016 年的 4.4% 提升至 2019 年的 20% 左右。**高端化方面**，重庆啤酒推进自身产品结构的升级，毛利率水平提升至 41.7%。2016~2019 年，重庆啤酒吨价(剔除委托加工)维持 5% 左右增速，快于行业 2-3% 增速。

图 59：重庆啤酒盈利能力不断改善



资料来源：Wind，德邦研究所

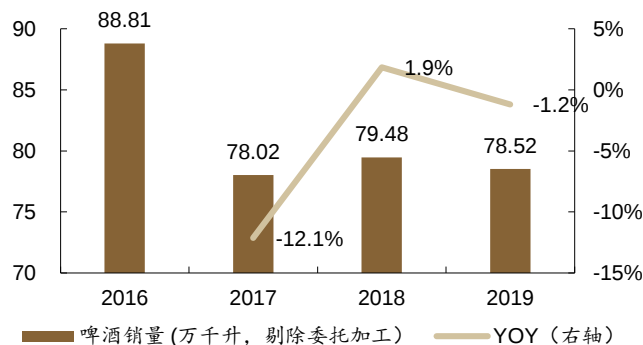
图 60：重庆啤酒毛利率和净利率



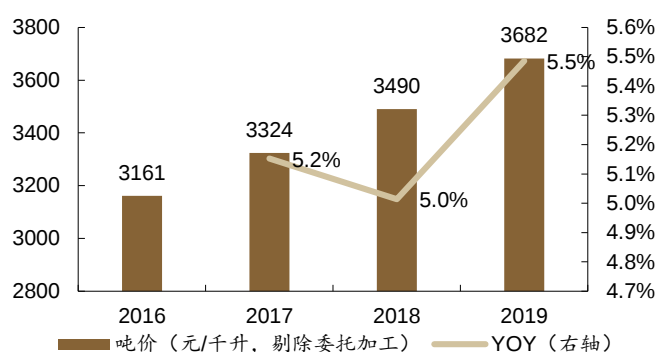
资料来源：Wind，德邦研究所

图 61：重庆啤酒销量（剔除委托代工）

图 62：重庆啤酒吨价维持 5% 左右的增速（剔除委托代工）



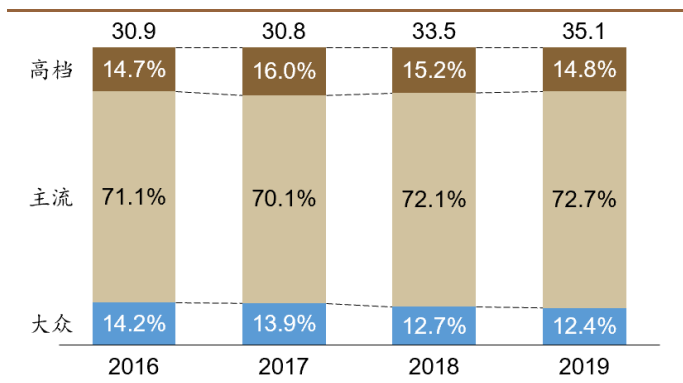
资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

产品结构升级明显，主流及以上价位段占比不断提升。重庆啤酒 2013 年底成为嘉士伯集团成员后，实施以“产品升级、优化产地、提升效率、规范组织”为核心的发展战略。一方面，进行战略收缩，不断关停酒厂，连续出售亏损子公司。另一方面，在强势地区通过强制置换和搭售的方式，实现产品高端化的替换。例如，在重庆地区，主流产品逐步由“山城啤酒”置换至“重庆国宾啤酒”，再升级为更高价位的“乐堡啤酒”。营收占比来看，重庆啤酒 4 元以下的大众啤酒收缩至 12.4%。销量来看，大众价位的啤酒销售占比由 2016 年的 24.5% 收缩至 2019 年的 17.6%，高端化趋势显著。

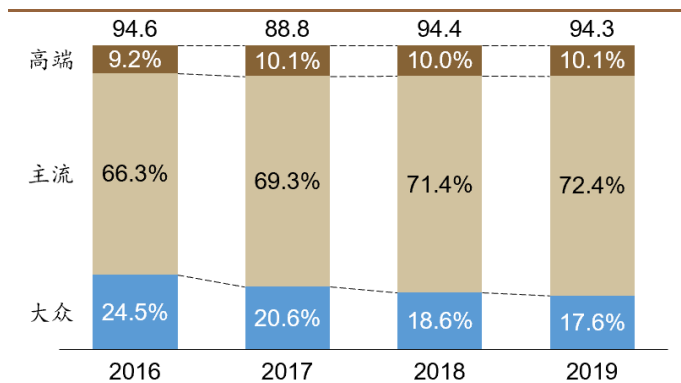
图 63: 重庆啤酒各价位段营收占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 高档 (8 元以上), 主流 (4-8 元), 大众 (4 元以下)

图 64: 重庆啤酒各价位段销量占比



资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 高档 (8 元以上), 主流 (4-8 元), 大众 (4 元以下)

3.4. 产品情况: 6+6 产品矩阵, 高端产品线布局完备

嘉士伯优质资产注入，打造“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。2020 年，嘉士伯将中国的啤酒资产注入重庆啤酒，重庆啤酒由一家区域型啤酒公司成长为全国性啤酒企业，拓展至 25 家酒厂，核心销售市场从重庆、四川和湖南延伸至新疆、宁夏、云南、广东和华东各省。同时，重庆啤酒打造了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，国际高端品牌涵盖嘉士伯、乐堡、凯旋 1664、格林堡、布鲁克林等，本地强势品牌有重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等。

图 65：重庆啤酒“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合



资料来源：德邦研究所

重庆啤酒产品矩阵完备，1664 等高端产品储备突出竞争优势。产品组合来看，重庆啤酒在国际品牌有嘉士伯、乐堡、1664，精酿有布鲁克林；地方强势品牌有乌苏、重庆啤酒等，相较国内华润啤酒和青岛啤酒，高端产品梯队更加完善。价格带来看，重庆啤酒实现啤酒全价格带覆盖，4 元以下大众价位主要是重庆 33 和老山城系列，以及新纳入的地产啤酒品牌；4~8 元主流价位段主要是乐堡和重庆国宾系列；8 元以上高档价位段主要是嘉士伯系列、乐堡纯生、1664、重庆纯生、乌苏等系列。重庆啤酒在 6 元、8 元、10 元、12 元以及 14 元各个价格带都有相应的产品组合，通过产品换代升级的方式实现产品结构升级。例如，在重庆地区，嘉士伯入主之后 6 元的重庆国宾升级了 4 元的山城，2018 年推出醇麦系列；在四川和湖南地区推出 10 元价位段的乐堡纯生，来拉动产品结构升级。

表 8：重庆啤酒各价格带主要产品

定位	价格带	产品
超高档	高于 13 元	1664，格林堡，布鲁克林，Somersby，风花雪月、京 A 等
高档	9-13 元	嘉士伯，乌苏，重庆小麦白等
中高档	7-9 元	乐堡，大理，重庆国宾、重庆纯生等
主流	4-7 元	西夏，重庆 33 等
低档	低于 4 元	天目湖，山城等

资料来源：公司公告，德邦研究所

高端啤酒品牌针对消费者定位更加精细化。国际高端品牌方面，通过 1664、布鲁克林等超高端品牌来拉升整体品牌高度，实现高端乐堡和嘉士伯的快速起量。嘉士伯中国精耕高端精酿啤酒，针对不同客群推出不同的啤酒品牌，例如 1664 针对都市女性，格林堡定位高端商务阶层，布鲁克林主打嘻哈重金属等，通过线上线下引领潮流文化，抢占消费者心智。相较百威和喜力等高端竞品，嘉士伯产品定位更加精准，消费者的品牌归属感更强。

图 66：重庆啤酒国际高端品牌

品牌	产品	类型	酒精度	淘宝价格(元/件)	规格(ml)	包装	原麦汁浓度(°P)	保质期(月)
嘉士伯	嘉士伯	淡色拉格啤酒	4.00%	6.58	330	玻璃瓶	10.1	9
	嘉士伯皇冠铝瓶	淡色拉格啤酒	3.20%	13.17	355	铝瓶	8.0	12
	特醇嘉士伯	拉格啤酒	3.20%	6.60	330	玻璃瓶	8.0	9
乐堡	乐堡	皮尔森啤酒	3.10%	3.92	330	玻璃瓶	8.0	9
	乐堡白啤	比利时白啤	3.60%	9.86	500	罐装	9.2	9
	乐堡纯生	拉格啤酒	3.10%	6.50	495	玻璃瓶	8.0	9
1664	1664百香果风味		4.50%	13.92	330	玻璃瓶	13.0	9
	凯旋1664白啤	比利时白啤	4.80%	9.33	330	玻璃瓶	11.8	12
	凯旋1664黄啤	淡色拉格啤酒	5.00%	4.38	250	玻璃瓶	11.2	12
	凯旋1664桃红啤酒	法国小麦白啤	3.30%	10.83	330	玻璃瓶	9.6	9
布鲁克林	布鲁克林贝莱尔酸啤	Sour	5.80%		355	玻璃瓶	13.0	12
	布鲁克林捍卫者IPA	IPA	6.70%	13.00	330	玻璃瓶	12.4	12
	布鲁克林黑巧克力世涛	世涛, 季节限量啤酒	10.00%		355	玻璃瓶	24.5	36
	布鲁克林拉格啤酒	美式深色拉格啤酒	5.20%	13.00	330	玻璃瓶	12.4	12
	布鲁克林南瓜艾尔啤酒	艾尔啤酒	5.00%		355	玻璃瓶	13.5	12
	格林堡白啤	比利时白啤	6.00%	18.17	330	玻璃瓶	13.4	
格林堡	格林堡红啤	艾尔啤酒	6.00%	18.17	330	玻璃瓶	15.1	
	格林堡金啤	艾尔啤酒	6.70%	18.17	330	玻璃瓶	14.9	

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

乌苏等强势当地品牌作为导流产品助推全国化进程。重庆本地品牌，公司在传统重庆 33 和老山城的基础上，补强中高档次产品组合，推出重庆国宾醇麦、重庆小麦白、重庆黑啤等。嘉士伯注入的乌苏、大理、西夏、天目湖等当地强势品牌，一方面扩展了公司的销售半径，另一方面乌苏等强势品牌能充当全国化的导流产品，带动其他品类在区域性的扩展。

图 67：重庆啤酒本地强势品牌

品牌	产品	类型	酒精度	淘宝价格(元/件)	规格(ml)	包装	原麦汁浓度(°P)	保质期(月)
乌苏	绿乌苏	拉格啤酒	3.30%	7.49	620	玻璃瓶	9.0	6
	红乌苏	拉格啤酒	4.00%	8.25	620	玻璃瓶	11.0	9
重庆	重庆1958醇麦	拉格啤酒	2.50%	9.00	465	玻璃瓶	9.0	9
	重庆国宾	拉格啤酒	3.30%	5.67	500	罐装	8.0	12
	重庆纯生	拉格啤酒	3.30%	7.49	500	罐装	9.0	12
	重庆国宾醇麦	拉格啤酒	3.30%	6.58	500	罐装	9.5	12
	重庆黑啤	黑啤	3.30%	12.08	486	玻璃瓶	10.0	12
	重庆无醇	无醇啤酒	0.50%	8.83	455	玻璃瓶	5.0	9
	重庆小麦白	小麦白	3.60%	9.58	465	玻璃瓶	9.2	9
	重庆一品醇麦	拉格啤酒	2.50%					
	重庆渝越	Mild Lager	3.30%	10.67	465	玻璃瓶	9.0	9
大理	大理V8	拉格啤酒	2.50%	3.65	500	罐装	8.0	12
	大理醇爽麦	拉格啤酒	2.50%	4.98	465	玻璃瓶	8.0	9
	大理小麦白	小麦白	3.60%		308	玻璃瓶	9.8	6
西夏	西夏X2	拉格啤酒	3.30%		600	玻璃瓶	9.0	6
	西夏X5	拉格啤酒	3.30%	7.83	600	玻璃瓶	9.0	6
	西夏X3	拉格啤酒	3.30%	7.67	600	玻璃瓶	9.0	6
	西夏小麦白	小麦白	3.60%	10.75	465	玻璃瓶	9.8	6
天目湖	天目湖3	拉格啤酒	2.50%		518	玻璃瓶	8.0	6
	天目湖6	拉格啤酒	2.50%		518	玻璃瓶	8.0	6
	天目湖9	拉格啤酒	2.50%		518	玻璃瓶	8.0	6
	天目湖醇爽麦	拉格啤酒	2.50%		518	玻璃瓶	8.0	6
风花雪月	风花雪月	拉格啤酒	2.50%	13.17	325	玻璃瓶	10.3	9

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

3.5. 产能情况：落后产能实现出清，继续加码高端产能

重庆啤酒全国实际产能约 211 万千升，东部高端化进程加快建厂速度。重庆啤酒 2019 年底原有设计产能约 180 万千升，14 家啤酒厂（1 家参股），实际产能约 120 万千升。2020 年嘉士伯注入 11 家啤酒厂，截止 2020 年 4 月，实际产能约 180 万千升。预计重组后重庆啤酒在全国 9 个省份拥有 25 家啤酒厂，设计产能合计高达 277 万千

升。重组后，重庆啤酒继续实施产销分离，国际品牌嘉士伯、乐堡和 1664 主要是在新疆、重庆（委托生产）、天目湖以及贵州啤酒厂，当地啤酒品牌主要是以当地酒厂生产为主，其中 1664 主要是广东惠州、重庆和江苏天目湖三家工厂生产。目前，重庆啤酒工厂基本处于满负荷生产状态，2020 年在江苏盐城新增啤酒生产线，主要用于生产乌苏，未来重庆啤酒在东部的产能配置主要依赖高端化进程。重庆啤酒由 2016 年对啤酒厂的关停并转，到 2020 年的新建产能，主要受益于高端化进程的加速。

表 9：2020 年重组后重庆啤酒产能情况（万千升）

主要工厂名称	设计产能	实际产能	产能利用率
嘉士伯（中国）啤酒工贸有限公司	50	32	64%
重庆嘉酿啤酒有限公司	40	35	88%
宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	30	27	90%
重庆嘉酿啤酒有限公司九龙坡分公司	28	18	64%
新疆乌苏啤酒有限责任公司	25	23	92%
昆明华狮啤酒有限公司	25	24	96%
嘉士伯天目湖啤酒（江苏）有限公司	26	20	77%
重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	11	55%
重庆嘉酿啤酒有限公司合川分公司	18	10	56%
嘉士伯啤酒（安徽）有限公司	15	11	73%
合计	277	211	76%

资料来源：Wind，德邦研究所

图 68：重组前重庆啤酒和嘉士伯产能情况（万千升）

重庆啤酒原有业务实际产能	2019年	嘉士伯注入资产实际产能	2020年4月
重庆啤酒新区分公司	18	嘉士伯广东	13
重庆啤酒北部新区分公司	35	天目湖啤酒	19.6
重庆啤酒六厂	10	嘉士伯安徽	11.13
重庆啤酒九厂	7	新疆啤酒	23.45
重庆嘉威啤酒	16	乌苏啤酒	14.2
重庆嘉酿啤酒石柱分公司	4	库尔勒啤酒	9.12
重庆啤酒成都勃克啤酒有限公司	9	阿克苏啤酒	5.65
重庆啤酒宜宾有限责任公司	11	伊宁啤酒	5.72
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	10	昆明华狮（大理）	27.37
		昆明华狮（昆明）	24.49
		宁夏西夏嘉酿	27.79
合计	120	合计	181.52

资料来源：Wind，德邦研究所

4. 嘉士伯优质资产如期注入，尽享啤酒高端化红利

4.1. 嘉士伯品牌赋能，本地品牌+国际品牌双轮驱动

公司打造“本地强势品牌+国际高端品牌”的 6+6 品牌组合，高端产品定位清晰。2020 年嘉士伯资产注入后，国际高端品牌有嘉士伯、乐堡、凯旋 1664、格林堡、布鲁克林、夏日纷等，本地强势品牌有重庆、乌苏、西夏、大理、风花雪月、京 A 等，能够满足消费者在不同场景和价位段的消费需求。

本地品牌方面：乌苏啤酒在疆外市场成为现象级网红大单品，2020 年走出新疆，成为全国性啤酒品牌。乌苏啤酒通过聘请 UFC 冠军张伟丽代言，结合乌苏巴扎等推广活动。相较国内的淡啤，乌苏着力打造硬核的啤酒形象。重庆啤酒继续通过国宾醇麦、重庆纯生推进高端化，并推出重庆无醇啤酒，切入新的品类和饮用场景。山城啤酒则推出经典包装罐，在易拉罐上复刻上上世纪的经典山城瓶标，在重庆区域实现销量增长。此外，重庆本土强势品牌未来将更多与火锅结合，尤其是推出“渝越啤酒”。

国际品牌方面：乐堡啤酒继续定位音乐及潮流，深耕年轻消费者，引入音乐圈层的代言人——吴亦凡、Gai 周延、Henry 刘宪华以及新裤子乐队等，集中发力全国现代渠道和娱乐渠道。2020 年，顺势推出乐堡纯生和乐堡全新电光铝瓶包装，通过产品结构升级来推动高端化。嘉士伯啤酒通过“绿光破晓”、利物浦 30 年英超首冠纪念罐等活动，继续通过与代言人 Mads Mikkelsen 的全球传播计划，进一步强化嘉士伯高端、现代的品牌形象。1664 啤酒继续主打法式风情，主打庆祝和社交送礼场景。1664 百香果口味也在 2020 年上市，通过扩品类为品牌提供了新的增长点。

图 69：本地强势品牌+国际高端品牌



资料来源：德邦研究所

重庆啤酒在高端化布局方面，相较国内的华润啤酒、青岛啤酒等有以下几方面优势。

1) 高端产品组合方面：重庆啤酒高端品牌储备完善，1664、嘉士伯、格林堡等大多为国际性大品牌。华润通过收购喜力切入高端赛道，首先其用雪花这一品牌做高中低全价位段，消费者认知度不高，无法通过产品迭代的方式拉伸品牌高

度；其次，华润高端化主推喜力品牌，更多地是依靠传统买店等渠道费投方式，通过渠道推力来做高端化，但是在消费者培育方面略显不足。青岛啤酒在高端化方面通过内部品牌孵化的方式，打造国潮文化，推出奥古特等高端品牌。啤酒作为舶来品，奥古特等国内产品品牌拉力相对不足，消费者认知尚需培育。因此，青岛啤酒在高端化方面进展相对迟缓。

2) 高端产品定位方面：重庆啤酒各个高端品牌的定位更加精细化，啤酒高端化不单单等同于价格昂贵。1664 定位是都市白领女性，签约迪丽热巴、倪妮做代言人，同时在线下针对性开展“傲娇女王节”等。乐堡定位音乐、街头潮玩等，签约歌手吴亦凡担当代言人，赞助系列说唱节目，同时在华南地区组织线下滑板赛等街头活动，深度绑定年轻消费群体。百威在高端化方面产品矩阵完善，但是在细分的高端及超高端领域，目标客群和品牌的辨识度相对较低。华润啤酒收购了喜力中国，在高端及超高端方面其他细分品牌相对匮乏，高端化品牌暂时没有进一步细分营销。

图 70：重庆啤酒高端产品的定位及故事线

品牌	定位	品牌推广举措	2020年销量
乌苏	硬核	UFC冠军张伟丽代言，绑定烧烤渠道，主打高酒精度	62万吨
乐堡	音乐	吴亦凡代言，新裤子乐队、GAI、刘宪华等	50万吨
1664	法式精致生活	迪丽热巴、倪妮代言，举行大量线下活动	4万吨
嘉士伯	体育	赞助足球等体育赛事，例如利物浦30年，欧洲锦标赛、欧洲杯等	
风花雪月	爱情	依托云南的地方特色，有望成为下一个乌苏	1-2万吨
布鲁克林	美国嘻哈文化		
格林堡	商务精酿		

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

重庆啤酒高端价位产品线布局完善，营收占比高达 30% 以上。重庆啤酒在高端化方面产品布局较为完善，一是持续扩大高档产品组合，例如高端品牌 1664 和夏日纷均引进了更多新口味；二是在主流档次里布局更高价格带的产品，例如重庆品牌下推出单瓶售价 8 元的纯麦。从吨价来看，2020 年重庆啤酒吨价约在 4384 元/千升，略低于百威亚太（4495 元/千升），显著高于青岛啤酒（3496 元/千升）和华润啤酒（2806 元/千升）等国产啤酒品牌，主要受益于产品矩阵布局完善。从产品结构来看，2020 年重庆啤酒重组后，10 元以上高端产品销量占比约 19.4%，远高于全国 13% 的平均水平；营收占比高达 30.4%，相较主流和经济价位段贡献更多毛利。8 元以上产品销量占比高达 32%~33%，同样远高于行业的 24%~25%。重庆啤酒高端价位段营收占比持续提升，主要受益于乌苏的全国化。重庆啤酒是三年来高端化进展最好的啤酒企业，具备持续打造高端啤酒的基因。

图 71：2020 年重庆啤酒吨价处于行业前列

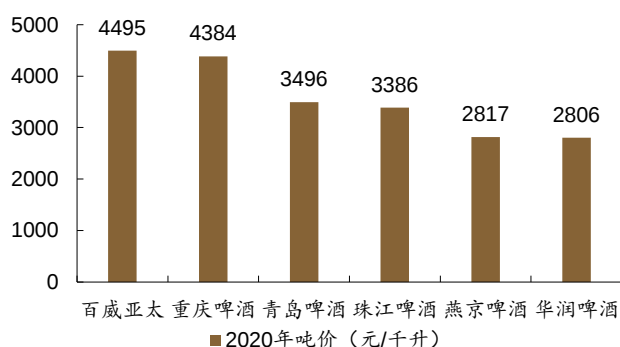
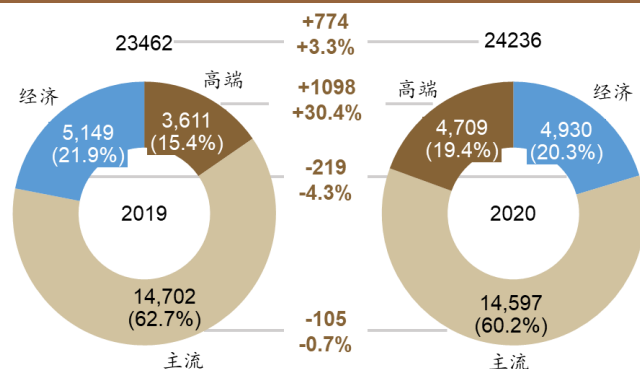


图 72：2020 年重庆啤酒各价位段营收占比（千百升）



资料来源: Wind, 德邦研究所

资料来源: Wind, 德邦研究所

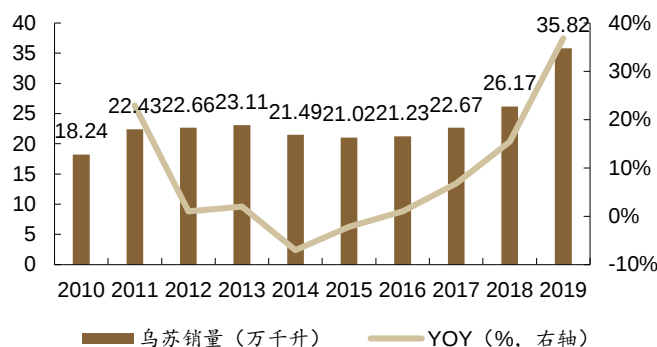
注: 高档 (10 元以上) 包括乌苏, 嘉士伯, 1664; 主流 (6-9 元) 包括乐堡, 重庆, 大理; 经济 (6 元以下) 包括山城, 天目湖。

4.2. 乌苏网红大单品, 全国化扩张贡献主要业绩增量

网红乌苏爆红的背后, 是 30 余年来啤酒工艺的坚守。乌苏啤酒成立于 1986 年, 最初年产量仅 5000 吨, 坐落在新疆乌苏市, 是世界三大啤酒花产地之一。乌苏受天山雪水灌溉, 同时拥有和德国慕尼黑相似的纬度和光照, 因此盛产最适宜酿造啤酒的天然原料——啤酒花。2018 年, 乌苏啤酒凭借“两高一大”迅速爆红, 即酒精度高、麦芽度高、容量大。随后, 2018 年乌苏啤酒在北京、上海、广东、西安等市场取得突破。2019 年乌苏又在安徽、福建等市场实现爆发式增长, 销量逾百万箱, 全年销量逆势高增 45%。2020 年, 乌苏啤酒全年销量突破 60 万千升。其中, 2020 年 1~4 月疫情期间, 乌苏销量同比上涨 7.4%, 疆外市场同比增长 96%。

2017 年至今乌苏迎来爆发式增长, 2019 年增速高达 37%。根据 Euromonitor 数据显示, 乌苏自 2017 年至今销量得到快速发展, 年销量由 2016 年的 21 万千升跃升至 2019 年的近 36 万千升, GAGR 高达 19%, 其中 2019 年销量增速进一步加快至 37%。吨价来看, 乌苏 2016 年至今维持在 2% 的增速左右, 跟随 CPI 增速。

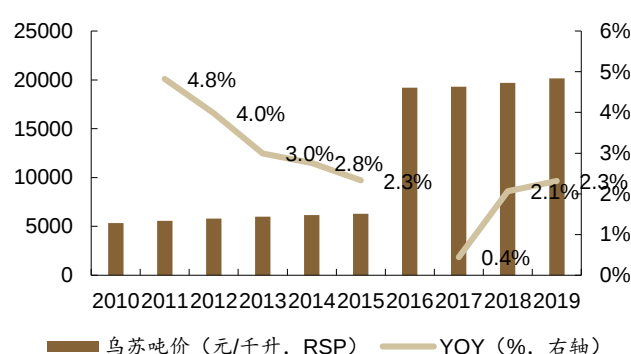
图 73: 近三年来乌苏销量持续高增



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

注: 欧睿数据来自调研和专家访谈, 与实际数据存在一定差异

图 74: 乌苏吨价保持相对稳定



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

注: 欧睿数据来自调研和专家访谈, 与实际数据存在一定差异

沿用旧地图, 注定发现不了新大陆, 乌苏的迅速爆红主要得益于: 1) 独特的产品特质; 2) 丰厚的渠道利润; 3) Z 世代下的口碑营销。

产品端: 乌苏打上容量大、酒劲足、三瓶倒、新疆特色等标签。乌苏作为网红产品进入内地市场后, 借助酒精度 $\geq 4\%vol$ 、麦芽汁浓度 $\geq 11^\circ P$, 加上 620ml 的大瓶容量等特质。国内主流啤酒大多主打清爽口味, 酒精度多在 2.5%vol 左右, 麦芽度多为 8%vol 左右。而乌苏在中国啤酒的过去逐步低度化大潮里, 始终保留着 20 年前啤酒的本色, 酒精度为 4%vol, 麦芽度为 11%vol, 在品质上同其他啤酒形成了一定的反差。易醉、量大的产品特性有效塑造了乌苏的差异化竞争, 满足当下年轻人比拼酒量的心理。同时, 很多年轻消费者习惯了乌苏的高浓度之后, 不再选择清淡口味, 带来复购率的提升。其次, 乌苏来自新疆, 消费者基于新疆神秘而独特的地域文化, 基于猎奇心理选择尝试。此外, 产能端来看, 从疆内到疆外较高的物流成本, 一定程度上制约乌苏啤酒发展。2018 年起, 乌苏啤酒借助大股东嘉士伯的帮助下, 先后在全国 30 个省建立了销售网络。2019 年, 重庆啤酒与

乌苏啤酒签订《委托加工生产协议》，成功在宁夏、云南、安徽、四川、湖南等地的工厂实现了红乌苏的生产，大幅扩大了乌苏啤酒的销售半径。

渠道端：乌苏渠道价格体系相对不透明，渠道利润丰厚加快全国化进程。渠道操作来看，乌苏的渠道操作和百威、华润等存在较大的差异，主要采取区域总代的模式。大商模式下，乌苏通过借助经销商资源能快速实现铺货，提高市场的渗透率。**渠道利润来看**，疆外红乌苏的出厂价在 6000 元/千升，折合每箱约 45 元（每箱 12 瓶），二批商的拿货价在 55 元左右（其中包含 5 元的机动化费用），终端的供货价在 75-85 元左右（根据销量和点位采取一店一策）。其中，二批商毛利水平在 20 元一箱，包含 10 元的净利和 10 元的渠道费投部分。因此，乌苏啤酒的经销商利润通常能达到 10 元/箱，终端利润更是高达 40 元/箱以上。其他主流啤酒的经销商利润通常为 6 元/箱，终端利润为 20 元/箱左右。乌苏的主要**消费场景**始于街边烧烤等餐饮渠道，乌苏的渠道结构还是偏传统的经销代理分销，消费人群主要偏年轻化。在疆外市场，乌苏啤酒以其他啤酒企业难于覆盖的烧烤店为突破口，在疆外 30 个大中城市覆盖了 2.6 万个烧烤店，形成独特的新渠道力量。乌苏初期在烧烤等即饮渠道的成功，沉淀了第一批忠实的消费者，随后凭借口碑营销和互联网传播逐步爆红。

营销端：乌苏差异化定位，私域流量爆破下迅速走红。基于抖音、快手、B 站短视频的爆发推动了乌苏啤酒的爆红，大量以乌苏啤酒为内容的原创视频、民谣频繁出现，让消费者迅速地接受乌苏，享受新式传媒的流量红利。乌苏由于酒精度高、易醉，被成为“夺命大乌苏”。同时，乌苏“WUSU”的拼写也被网友反写成“NSNM”，戏称是“弄死你们”的缩写，进一步加快其品牌传播。

图 75：乌苏广宣主打新疆独特口感，发轫于烧烤消费场景



资料来源：百度，德邦研究所

乌苏是嘉士伯第一个定义为全国性的品牌，疆外市场铺货空间巨大。2020 年，乌苏无论是从销量上还是营收上都是重庆啤酒最大的品牌。未来乌苏将积极拓展疆外市场，优化分销网络，积极进行乌苏品牌内部组合升级，如**推出黑、白装乌苏**，推进高端化战略。**分区域来看**，绿乌苏主要是疆内市场，疆外市场主要是红乌苏，2020 年两者销量上基本实现对半开，疆内略高一点。我们根据美团平台抽样统计了省会城市乌苏终端便利店的流通价格，疆内市场绿乌苏的终端零售价基本在 6~8 元，疆外零售价在 10~12 元左右，餐饮端有 30~50%左右的加价率。从吨价来看，绿乌苏在疆内市场的吨价约 4000 元/千升左右，折合每瓶出厂价在 2.48 元左右；红乌苏在疆外市场出厂吨价约在 6000 元/千升左右，折合每瓶的出厂价约在 3.72 元左右，巨大的渠道红利加快了疆外市场的渗透。**从市场布局来看**，乌苏

的疆外市场主要集中在河南、江苏、华东和华南等地区，未来 2~3 年预计仍是乌苏的全国化的铺货期。同时，重庆啤酒将乌苏定义为导流产品，通过捆绑销售的方式加快嘉士伯、乐堡等产品组合的全国化推广。从渠道费投来看，重庆啤酒在中高端啤酒板块继续高举高打策略，渠道推广费用主要还是集中在乌苏/乐堡/1664 等产品。渠道费投的失序将会带来乱价，乌苏的渠道费用更多的是集中在广告上，旨在提高产品增益和品牌曝光度，例如乌苏签约 UFC 冠军张伟丽，打造“硬核凭实力”的品牌定位。同时，啤酒在即饮渠道的动销更多地依靠渠道推力，乌苏将渠道费用更多地聚焦餐饮店投放，实现对优质终端的深度绑定。

图 76：乌苏产品矩阵



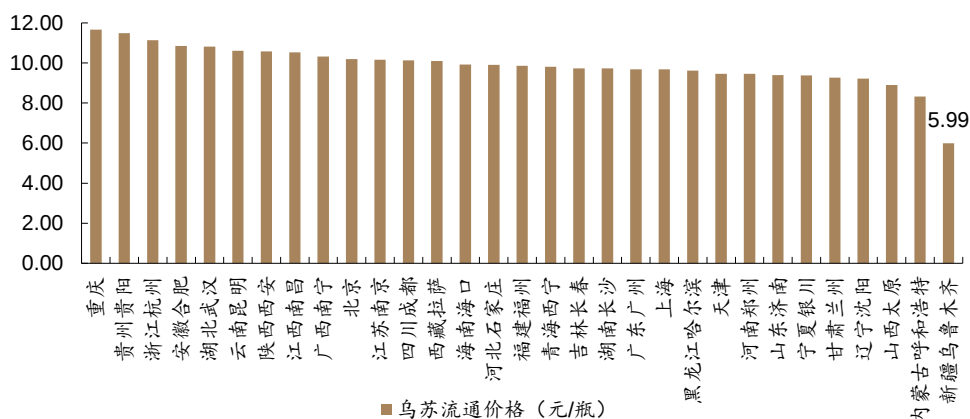
资料来源：Wind，德邦研究所

图 77：乌苏代言人 UFC 冠军张伟丽



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 78：乌苏疆外流通价格在 10~12 元，疆内流通价格在 6~8 元



资料来源：美团，德邦研究所

预计未来三年，乌苏销量整体增速在 30%左右，疆外市场增速在 50%左右。乌苏 2020 年整体销售大致在 62 万千升左右，疆外市场占比约 50%，销售约 30 万千升左右，实现同比高增 50%~60%。2021 年五一假期，我们草根调研了浙江台州和湖北武汉两地烧烤店等餐饮渠道的啤酒动销情况，发现乌苏在两地烧烤等餐饮端铺货率和堆头相对较高，消费者主动点单乌苏的频次相对较高。乌苏啤酒的快速增长，显著受益于重庆啤酒“大城市”扩张计划，其中涵盖 **20 个乌苏的大城市计划**。同时，公司持续发展“种子城市”计划，预计将复制成功城市的成功案例，我们预计乌苏全国化的渠道红利将维持 3~5 年。下面我们从量价和疆内疆外两个维度来测算未来三年乌苏的销售额：1) 从吨价来看，乌苏原瓶直接提价可能性相对较少，预计整体吨价上维持 2%左右的增速温和上涨，销量贡献主要业绩增长。2) 从销量来看，预计疆外市场目前处于快速成长期，未来三年有望实现 50%

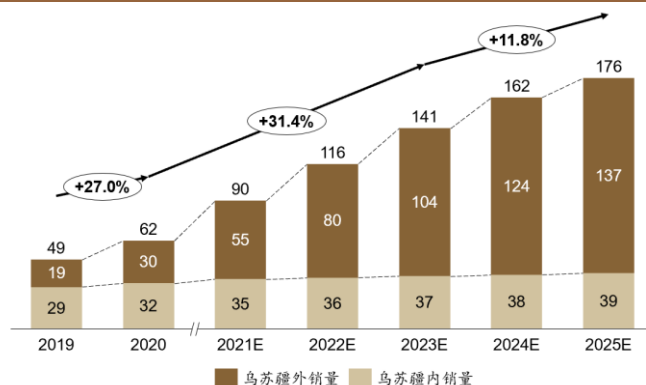
的复合增速，将持续贡献主要增量。疆内市场市占率 70%+ 较为成熟，主要以稳量为主。3) 整体来看，预计未来三年乌苏销量实现 30% 左右的复合增长，吨价受益于疆外占比提升，整体吨价维持 5% 复合增速，销售额维持 38% 左右增速。预计乌苏至 2023 年整体销量达到 140 万千升，疆外销量达到 100 万千升左右，疆外销量占比由 50% 提升至 74% 左右，GAGR 高达 50% 左右。

图 79：乌苏在疆外市场铺货进展较好



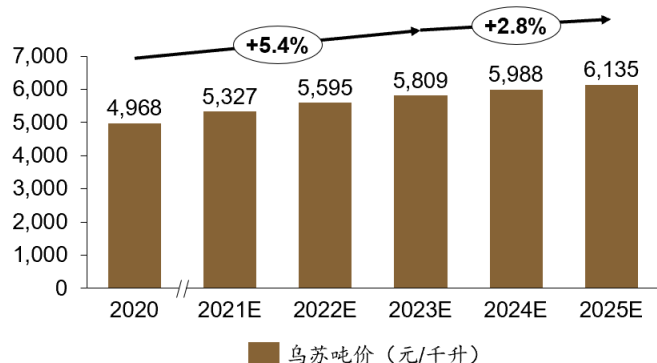
资料来源：德邦研究所

图 80：预计未来三年乌苏销量维持 30% 增速（万千升）



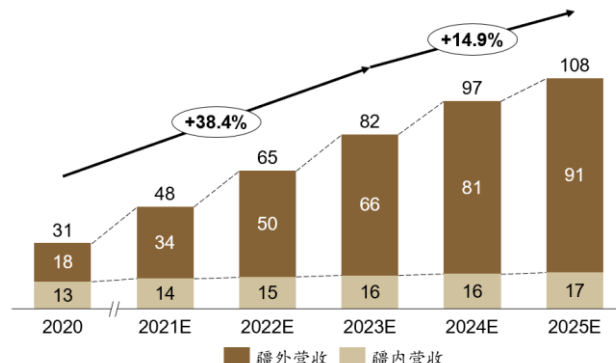
资料来源：德邦研究所

图 81：未来三年乌苏吨价维持 5% 左右增速（元/千升）



资料来源：德邦研究所

图 82：预计未来三年乌苏营收维持 38% 增速（亿元）



资料来源：德邦研究所

4.3. 大城市计划加速，实现利润洼地向利润高地进军

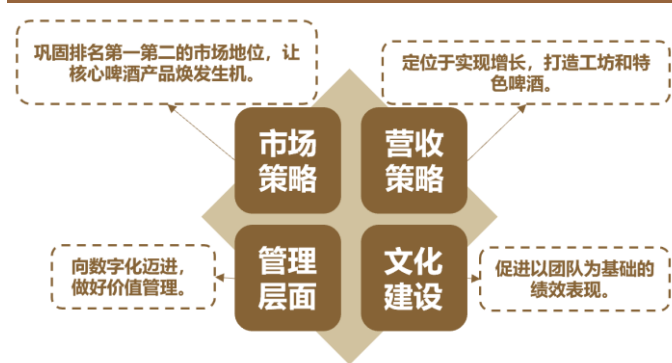
嘉士伯制定了“扬帆 22”和“资”援新征程，来改善利润、资本回报和现金流状况。“扬帆 22”的关键战略是通过“强化核心品牌”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”，旨在为股东提升价值。“资”援新征程项目于 2015 年开始实施，目的是要确保紧紧聚焦于利润，并致力于利润的达成。

“扬帆 22”战略聚焦市场打造，定位实现持续增长。2018 年重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，正式开启“扬帆 22”战略，加大资源投入，聚焦区域扩张，并将收入列为与高端化同等重要的高管考核目标。“扬帆 22”战略于 2016 年启动，面向 2022 年，主要有以下四大战略重点：1) 巩固排名第一第二的市场地位，让核心啤酒产品焕发生机；2) 定位于实现增长，打造工坊和特色啤酒；3) 执行出色，推动品牌和品牌组合发展，向数字化迈进；4) 构建必赢文化，促进以团队为基础的绩效表现。“扬帆 22”目的是强化嘉士伯核心业务——通过精简品牌组合，巩固细分市场占有率，并利用当地强势品牌和国际品牌，将投资集中在带来核心利

润的现有品牌和潜力品牌上。

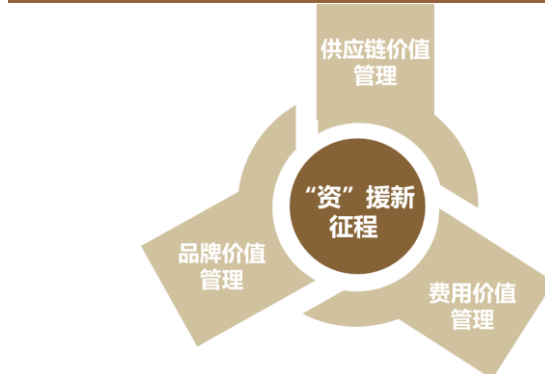
“资”援新征程紧紧聚焦于利润，并致力于利润达成。“资”援新征程于 2015 年开始实施，内含有**三大价值管理**：1) 供应链价值管理，强化供应链管理，降低采购成本。2) 品牌价值管理，聚焦产品结构升级。3) 费用价值管理，强化费用的有效性考核等。**公司管理层 KPI 考核方面**，管理层 3 年作为一个考核期，减少短期适应性政策来降低长期增长，主要的考核指标有 EBIT（息税前利润）、Margin（扣除运费后毛利率）、Working Capital（运营资金）。**供应链管理层面**，公司每年 10 月份旺季结束后，会进行全年供应链的规划和再调整。过去供应链团队降费提效集中在关厂、减值准备以及裁员等方面，目前主要集中在供应链的成本节省、生产供应链的效率改善以及消费者营销费用优化。供应链 KPI 考核方面，包括酒厂能耗、成本节约、运费考核等诸多指标。**经销商管理层面**，公司通过数字化对经销商进行管理，主要的考核指标包括 MIX，即高端化的占比；另一个指标是每一层级经销商的费投以及对公司毛利的贡献程度。

图 83：嘉士伯“扬帆 22”战略



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 84：嘉士伯“资”援新征程



资料来源：公司公告，德邦研究所

重庆啤酒实施大城市计划，实现由点及面的渠道渗透。2020 年，重庆啤酒的大城市计划从 0 达到 38 个城市，主要聚焦在核心城市做中高端产品的推广。其中 38 个大城市计划，8 个在重庆啤酒原有区域，30 个在东部以及中部地区。主要竞争策略，大城市计划依靠乌苏、1664 等突破带动产品组合，进而由大城市扩张到薄弱市场渠道。在城市选择上，重庆啤酒的遴选标准主要是 1) 具有一定的经济基础，有机会发展中高端；2) 竞品在当地中高端价位段市占率相对较低，有望在当地市场份额达到前两名，例如部分二三线城市以及旅游城市。在大城市实现市场份额的极大占有，随后迅速向附近乡镇市场辐射，获得增量市场。2021 年，大城市计划将扩张到 **41 个城市**，另外新增 **20 个乌苏的大城市计划**。同时，公司持续发展“种子城市”，复制成功省市的成功案例，推动销量迅猛发展。乌苏团队 2021 年新增的 20 个大城市计划都是之前的空白城市，通过乌苏来撬动具有增长潜力的二三线城市。**在市场布局方面**，并购重组后，重庆啤酒由区域型啤酒企业成长为全国性啤酒企业，核心市场从重庆、四川和湖南，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北各省，并进而覆盖全国各地。

图 85：重庆啤酒核心销售区域由重庆、四川和湖南向全国扩张



资料来源：公司公告，德邦研究所

“利润高地+发展市场”将成为重庆啤酒营收增量的主要区域。我们根据人均啤酒消费量与人均可支配收入两个维度，将中国大陆 31 个省市划分为 ABCD 4 类地区，我们进一步将 AB 地区定义为“利润高地”，将 CD 地区定义为“利润洼地”。在各个市场，我们根据啤酒企业在当地的市占率，将高市占市场定义为“基地市场”，将中度市占市场定义为“发展市场”，将低度市占市场定义为“非基地市场”。从竞争策略来看，“利润高地+基地市场”的组合方式贡献主要利润，是啤酒企业净利提升的核心驱动力。“利润高地+发展市场”是啤酒厂商未来可进一步重点拓展份额的地区；“利润洼地+非基地市场”的组合方式应当重点关注成本管控。

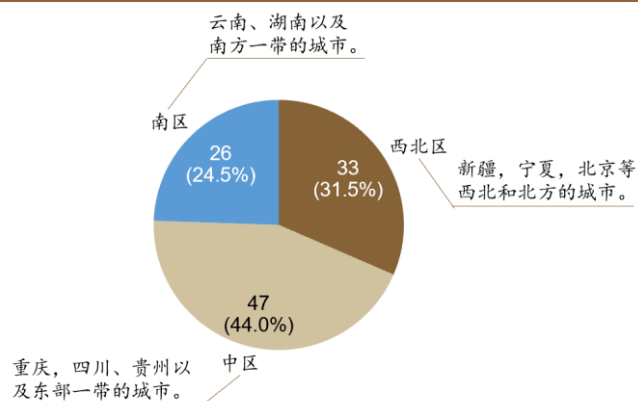
未来重庆啤酒由西向东，实现利润洼地向利润高地进军。重庆啤酒在嘉士伯入主后，利润有序释放，一方面受益于培育出一批硬通货的网红啤酒，例如乌苏、1664、乐堡等；另外一方面，主要得益于较快的关厂提效。从地区来看，2020 年重庆啤酒 44% 的营收集集中在重庆、四川、贵州等中区，31.5% 营收集集中在新疆、宁夏等西北地区，24.5% 营收集集中在云南、华南等南部地区。整体来看，重庆啤酒的营收绝大部分集中在 CD 地区，在“贫瘠”的土壤上开出绚丽之花。重庆啤酒是行业内产品结构升级、降本增效先行者，经营效率业内领先，未来在大城市战略引领下，有望实现由西向东的突破，AB 地区渗透率的提升有望带动利润上行。

图 86：重庆啤酒强势区域主要位于 C、D 类区域

地区	人均啤酒消费量	人均可支配收入	代表地区
A类地区	高	高	北京、山东、浙江、辽宁、福建、广东
B类地区	低	高	上海、江苏、天津
C类地区	高	低	黑龙江、吉林、河南、广西、宁夏、西藏、 四川、重庆
D类地区	低	低	内蒙古、山西、河北、安徽、江西、湖北、湖南、海南、甘肃、 新疆 、青海、 山西、贵州、云南

资料来源：Wind，德邦研究所

图 87：重庆啤酒 2020 年各地区营收占比



资料来源：Wind，德邦研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设：乌苏疆外市场开拓进展良好，开启全国化进程

根据重庆啤酒战略规划，在扬帆 22 战略和大城市计划的指引下，预计未来三年乌苏啤酒全国化将成为公司业绩主要增量。乌苏啤酒凭借差异化的产品属性，在口碑营销和线上营销的催化下迅速爆红，预计未来三年实现销量年复合增长 30% 左右。产品结构方面，乌苏销量大幅增长将进一步优化公司产品结构，高端啤酒营收占比提升，带动公司整体吨价上行。市场布局方面，大城市计划由 0 增长至 41 个，2021 年将新增 20 个乌苏大城市计划，从西部扩张到东部大城市，推动公司延续强劲的增长势头。品牌储备方面，重庆啤酒拥有“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，在超高端及高端板块拥有 1664、格林堡、布鲁克林、风花雪月等品牌，其中云南的风花雪月有望接棒乌苏成为下一个网红大单品。

高端啤酒板块（10 元以上）：重庆啤酒高端酒板块可以拆分成疆外红乌苏、疆内红乌苏和国际品牌（剔除乐堡）三块。销量上，预计乌苏随着全国化铺货的顺利推进，将继续延续高增势头，带动高端酒板块未来三年实现销量增长 57%/36%/25%。吨价上，乌苏在疆外市场已于 2020 年 1 月提价，考虑到整体 CPI 通胀水平以及提价效应，预计高端酒未来三年实现吨价增长 3.0%/2.0%/2.0%。营收上，2020 年由于疫情影响，烧烤、夜店等消费场景缺失，以及 2021 年将迎来恢复式增长，未来三年营收实现同比增长 62%/39%/28%。高端酒板块主要是乌苏的全国化逻辑，未来三年主要关注乌苏疆外的招商情况、地推情况以及销量能否实现持续的突破。

主流啤酒板块（6~9 元）：销量上，重庆啤酒重组后乐堡及地方强势品牌重庆、大理等将在渠道推广等方面进一步协同，同时乌苏作为全国化的导流产品，通过输出乐堡等产品组合，带动主流价位段的销量同比增长 4.0%/3.0%/2.0%。吨价上，主流价位段竞争相对白热化，主动提价的空间相对有限，更多是跟随 CPI 通胀水平，预计未来三年实现同比增长 2.0%。营收上，各个市场主流价位段的市场份额相对稳固，通过吃份额来拉动增长的机会相对有限，更多是依靠经济价位段上移来进行产品结构升级，预计未来三年同比增长 6.1%/5.1%/4.0%。主流价位段更多地关注中长期产品结构升级的进展，各个啤酒企业能否在基地市场顺利地实现经济价位段向主流价位段的跃迁。

经济啤酒板块（6 元以下）：销量上，6 元以下的价位段各个市场份额相对稳固，不再是各大啤酒企业的高地。另一方面，啤酒企业积极引导经济价位段向主流价位段迁移，因此我们预计 6 元以下啤将持续维持收缩状态，未来三年销量同比下滑 2.0%/2.0%/2.0%。吨价上，经济酒板块预计跟随 CPI 通胀水平，未来三年维持 2% 的增长。营收上，预计经济价位段将维持 0 增长。经济价位段未来将持续维持收缩态势，未来的关注点在于结构优化。

预计 2021~2023 年重庆啤酒主营业务收入 130.13/153.72/176.67 亿元，同比增长 22.5%/18.1%/14.9%。

图 88：重庆啤酒主营业务拆分及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
高档（10元以上）				
销量（万千升）	47.09	74.14	100.74	126.10
YOY	30.4%	57.4%	35.9%	25.2%
吨价（元/千升）	6929	7137	7280	7425
YOY	-4.1%	3.0%	2.0%	2.0%
营收（亿元）	32.63	52.92	73.34	93.63
YOY	26.3%	62.2%	38.6%	27.7%
主流（6~9元）				
销量（万千升）	145.97	151.81	156.36	159.49
YOY	-0.7%	4.0%	3.0%	2.0%
吨价（元/千升）	4050	4131	4214	4298
YOY	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%
营收（亿元）	59.12	62.72	65.89	68.55
YOY	0.7%	6.1%	5.1%	4.0%
经济（6元以下）				
销量（万千升）	49.30	48.31	47.34	46.40
YOY	-4.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
吨价（元/千升）	2942	3001	3061	3122
YOY	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
营收（亿元）	14.50	14.50	14.49	14.49
YOY	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
合计				
销量（万千升）	242.36	274.26	304.45	331.99
YOY	3.3%	13.2%	11.0%	9.0%
吨价（元/千升）	4384.21	4744.70	5049.09	5321.59
YOY	3.6%	8.2%	6.4%	5.4%
营收（亿元）	106.25	130.13	153.72	176.67
YOY	6.9%	22.5%	18.1%	14.9%

资料来源：Wind，德邦研究所

5.2. 相对估值

重庆啤酒作为国内关厂提效&高端化龙头，未来三年在乌苏全国化推进的过程中有望继续实现高增长。从 EV/EBITDA 估值来看，2022 年国内啤酒企业的估值中枢在 20 倍左右，考虑到重庆啤酒高成长的确定性，给予 2022 年 25X EV/EBITDA，对应目标价 190 元。

图 89：国内啤酒企业估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率			EV/EBITDA		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600600.SH	青岛啤酒	1,149	101.81	73.21	50.23	41.47	32.01	25.99	21.38
002461.SZ	珠江啤酒	272	12.28	47.56	39.64	33.41	25.67	22.05	19.46
000729.SZ	燕京啤酒	214	7.61	104.51	62.07	50.87	14.80	12.80	12.30
中位数					50.23	41.47	25.67	22.05	19.46
均值					50.65	41.92	24.16	20.28	17.72

资料来源：Wind，德邦研究所

5.3. 投资建议

综合来看,我们预计重庆啤酒 2021~2023 年实现营收 133.3/156.9/179.8 亿元,实现归母净利润 11.6/14.4/17.2 亿元,对应 EPS 2.39/2.97/3.56 元。结合相对估值结果,考虑到乌苏业绩全国化扩张带来高增长以及重啤高端化成果显著,我们给予重庆啤酒 2022 年 25 倍 EV/EBITDA,对应目标价 190 元,给予“增持”评级。

6. 风险提示

乌苏全国化推进不及预期;资产整合不及预期;高端啤酒竞争加剧;疫情反复。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.23	2.39	2.97	3.56
每股净资产	1.21	2.02	2.92	3.90
每股经营现金流	7.62	4.73	8.34	8.08
每股股利	0.00	2.15	2.67	3.20
价值评估(倍)				
P/E	53.48	71.83	57.89	48.21
P/B	98.39	85.09	58.74	44.01
P/S	7.59	6.23	5.30	4.62
EV/EBITDA	26.70	28.54	22.52	18.57
股息率%	0.0%	1.3%	1.6%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.6%	53.3%	55.1%	56.4%
净利润率	9.8%	8.7%	9.1%	9.6%
净资产收益率	184.0%	118.5%	101.5%	91.3%
资产回报率	11.2%	10.4%	10.1%	10.2%
投资回报率	56.9%	50.4%	43.6%	38.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.1%	21.8%	17.7%	14.6%
EBIT 增长率	9.1%	41.9%	26.0%	19.6%
净利润增长率	3.3%	7.4%	24.1%	20.1%
偿债能力指标				
资产负债率	83.7%	72.5%	65.8%	58.9%
流动比率	0.5	0.7	1.0	1.3
速动比率	0.3	0.5	0.8	1.0
现金比率	0.3	0.5	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.8	3.0	3.4	3.2
存货周转天数	95.9	95.9	95.9	95.9
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1
固定资产周转率	3.4	4.2	5.1	6.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,077	1,156	1,435	1,723
少数股东损益	675	1,093	1,356	1,628
非现金支出	472	414	414	414
非经营收益	-343	-181	-186	-248
营运资金变动	1,809	-192	1,017	395
经营活动现金流	3,690	2,291	4,036	3,912
资产	-519	-189	-38	-14
投资	-2,335	-5	-5	-5
其他	50	199	204	266
投资活动现金流	-2,805	5	161	247
债权募资	890	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,478	-1,059	-1,310	-1,569
融资活动现金流	-588	-1,059	-1,310	-1,569
现金净流量	297	1,237	2,888	2,590

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 21 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,942	13,329	15,688	17,983
营业成本	5,404	6,221	7,043	7,833
毛利率%	50.6%	53.3%	55.1%	56.4%
营业税金及附加	762	933	1,098	1,259
营业税金率%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
营业费用	2,304	3,066	3,687	4,316
营业费用率%	21.1%	23.0%	23.5%	24.0%
管理费用	684	600	706	809
管理费用率%	6.3%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	84	93	110	126
研发费用率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	1,703	2,416	3,045	3,640
财务费用	6	18	18	18
财务费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-70	0	0	0
投资收益	180	199	204	266
营业利润	1,964	2,735	3,394	4,075
营业外收支	167	0	0	0
利润总额	2,131	2,735	3,394	4,075
EBITDA	2,117	2,830	3,459	4,054
所得税	378	486	603	724
有效所得税率%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
少数股东损益	675	1,093	1,356	1,628
归属母公司所有者净利润	1,077	1,156	1,435	1,723

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,956	3,193	6,081	8,671
应收账款及应收票据	115	108	146	156
存货	1,421	1,635	1,851	2,059
其它流动资产	167	153	188	193
流动资产合计	3,658	5,089	8,265	11,079
长期股权投资	197	202	207	212
固定资产	3,233	3,138	3,063	2,994
在建工程	362	551	589	602
无形资产	588	544	500	456
非流动资产合计	5,938	5,993	5,916	5,822
资产总计	9,595	11,082	14,181	16,901
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,940	2,233	2,528	2,811
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,972	4,682	5,692	6,027
流动负债合计	6,912	6,915	8,220	8,839
长期借款	365	365	365	365
其它长期负债	750	750	750	750
非流动负债合计	1,115	1,115	1,115	1,115
负债总计	8,027	8,030	9,335	9,953
实收资本	484	484	484	484
普通股股东权益	585	976	1,414	1,888
少数股东权益	984	2,076	3,432	5,060
负债和所有者权益合计	9,595	11,082	14,181	16,901

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。