

# 重庆啤酒 (600132.SH)

## 峥嵘之路，厚积薄发

重庆啤酒自2016年至今股价涨幅超过十倍，领跑啤酒板块。嘉士伯进驻后输入先进管理经验，先通过关厂整合、刮骨疗伤止住出血点，再进一步巩固产品和市场优势。公司厚积薄发，在“扬帆22”计划引领下，本土强势品牌+国际品牌组合逐步释放能量，盈利能力逐年提升。本文试图复盘公司发展路径、展望未来成长驱动力。

**变革重生，打牢基础。**重庆啤酒自2013年成为嘉士伯集团成员后，进入改革快车道。公司2013-15年通过“勇者之路”计划，建立强大品牌组合，优化产品结构。本土品牌通过换包升级，国际品牌成功打造乐堡大单品，聚焦核心产品。2015-18年通过“资援新征程”计划，供应链优化、提高运营效率，先后关闭9家工厂，盈利能力改善。

**“扬帆22”，加速高端化。**自2017年以来，嘉士伯中国区量价齐升，吨酒价加速提升，“扬帆22”效果显著。嘉士伯在公司发展不同阶段匹配合适管理团队，2019年新管理团队出身市场，在快消品领域具备丰富经验。2020年完成嘉士伯中国资产注入，构建“6+6”品牌组合，把握本土强势品牌、国际高端品牌组合带来的动能。

**突出重围：乌苏打开空白市场。**2019年是乌苏啤酒在疆外市场发展的元年，乌苏品牌特性鲜明、营销传播性强、渠道推力强；同时公司快速反应将其品牌地位提高至全国性品牌，利用乌苏打开空白市场。我们认为在高端啤酒行业扩容背景下，乌苏具备强品牌拉力、渠道推力双重驱动力，有望在高端啤酒市场突围，成长为200万吨级别大单品。

**群星闪耀：1664、夏日纷乘低度酒之风。**伴随女性、Z时代用户成为酒类新增增长点，低度酒市场崛起，叠加新零售、新渠道兴起渠道效率提速，1664、夏日纷有望乘风而起，贡献利润增量。

**拆解公司高ROE：**“高盈利能力\*高周转\*高权益乘数”体现基地及管理优势。公司ROE水平自2015年不断提升，主要驱动因素为盈利能力持续改善。此外由于公司供应链效率高、上下游话语权强以及分红率较高。

**盈利预测：**高端化是公司增长核心逻辑，乌苏、1664等高端品牌持续放量。我们预计公司2021/22/23年实现收入140.7/169.0/193.1亿元，分别同比+28.6%/20.1%/14.3%；实现归母净利润11.8/15.6/19.4亿元，对应PE分别为71.4/53.8/43.3倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响动销；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,582	10,942	14,070	16,903	19,314
增长率 yoy (%)	3.3	205.5	28.6	20.1	14.3
归母净利润(百万元)	657	1,077	1,180	1,564	1,944
增长率 yoy (%)	62.6	63.9	9.6	32.6	24.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.36	2.23	2.44	3.23	4.02
净资产收益率 (%)	48.2	111.7	59.4	46.5	37.9
P/E (倍)	128.2	78.2	71.4	53.8	43.3
P/B (倍)	59.4	143.9	47.7	28.4	18.5

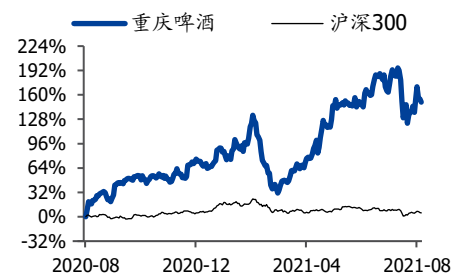
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月13日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月13日收盘价(元)	174.00
总市值(百万元)	84,210.99
总股本(百万股)	483.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.93

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 《重庆啤酒 (600132.SH): 高端化加速, 2021 “极速共赢”》2021-04-29
- 《重庆啤酒 (600132.SH): 高端化推动量价齐升, 盈利能力改善》2021-02-06
- 《重庆啤酒 (600132.SH): 资产注入完成, 高端化推动盈利能力改善》2021-01-30

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1717	3658	5961	8789	12116
现金	1254	1956	4282	7082	10362
应收票据及应收账款	58	115	111	131	136
其他应收款	21	79	122	119	157
预付账款	12	23	68	38	76
存货	364	1421	1313	1355	1320
其他流动资产	7	65	65	65	65
<b>非流动资产</b>	1797	5938	6128	6150	6091
长期投资	246	197	247	297	347
固定资产	1152	3233	3538	3658	3640
无形资产	246	588	555	523	490
其他非流动资产	153	1919	1788	1672	1614
<b>资产总计</b>	3514	9595	12089	14939	18207
<b>流动负债</b>	1510	6912	7184	7427	7344
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	448	1940	1840	2126	1886
其他流动负债	1063	4972	5344	5301	5458
<b>非流动负债</b>	493	1115	1042	969	896
长期借款	0	365	292	219	146
其他非流动负债	493	750	750	750	750
<b>负债合计</b>	2003	8027	8226	8396	8240
少数股东权益	93	984	2098	3576	5413
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	952	116	346	650	1028
归属母公司股东权益	1419	585	1765	2967	4553
<b>负债和股东权益</b>	3514	9595	12089	14939	18207

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	706	3690	3188	3377	3707
净利润	729	1752	2295	3042	3780
折旧摊销	174	414	259	288	309
财务费用	9	6	-41	-94	-178
投资损失	-79	-180	-70	-70	-70
营运资金变动	-132	1809	750	215	-129
其他经营现金流	5	-111	-5	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-22	-2805	-375	-235	-175
资本支出	129	560	141	-29	-109
长期投资	18	8	-50	0	-50
其他投资现金流	126	-2236	-284	-263	-334
<b>筹资活动现金流</b>	-398	-588	-487	-342	-252
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	365	-73	-73	-73
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-398	-953	-414	-269	-179
<b>现金净增加额</b>	285	297	2326	2800	3281

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3582	10942	14070	16903	19314
营业成本	2089	5404	6425	7337	8025
营业税金及附加	270	762	985	1183	1352
营业费用	492	2304	3011	3651	4210
管理费用	162	684	746	896	1004
研发费用	0	84	98	118	135
财务费用	9	6	-41	-94	-178
资产减值损失	-22	-70	42	51	58
其他收益	28	114	60	60	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	79	180	70	70	70
资产处置收益	14	32	5	5	5
<b>营业利润</b>	658	1964	2938	3896	4842
营业外收入	171	199	6	6	6
营业外支出	1	33	2	2	2
<b>利润总额</b>	827	2131	2942	3900	4846
所得税	99	378	647	858	1066
<b>净利润</b>	729	1752	2295	3042	3780
少数股东损益	72	675	1115	1478	1836
<b>归属母公司净利润</b>	657	1077	1180	1564	1944
EBITDA	964	2510	3119	4027	4900
EPS (元)	1.36	2.23	2.44	3.23	4.02

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.3	205.5	28.6	20.1	14.3
营业利润(%)	36.9	198.6	49.6	32.6	24.3
归属于母公司净利润(%)	62.6	63.9	9.6	32.6	24.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.7	50.6	54.3	56.6	58.4
净利率(%)	18.3	9.8	8.4	9.3	10.1
ROE(%)	48.2	111.7	59.4	46.5	37.9
ROIC(%)	36.5	79.9	79.4	74.0	65.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.0	83.7	68.0	56.2	45.3
净负债比率(%)	-50.7	-24.4	-83.8	-93.4	-95.0
流动比率	1.1	0.5	0.8	1.2	1.6
速动比率	0.9	0.3	0.6	1.0	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.7	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	57.2	126.7	125.0	140.0	145.0
应付账款周转率	4.8	4.5	3.4	3.7	4.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.36	2.23	2.44	3.23	4.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	7.62	6.59	6.98	7.66
每股净资产(最新摊薄)	2.93	1.21	3.65	6.13	9.41
<b>估值比率</b>					
P/E	128.2	78.2	71.4	53.8	43.3
P/B	59.4	143.9	47.7	28.4	18.5
EV/EBITDA	86.7	33.8	26.6	20.3	16.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021年8月13日收盘价

## 内容目录

一、变革重生，打牢基础.....	4
二、“扬帆 22”，加速高端化.....	6
三、突出重围：乌苏打开空白市场.....	8
3.1 复盘乌苏成长之路.....	8
3.2 如何看乌苏成长空间？.....	9
四、群星闪耀：1664、夏日纷.....	10
五、重庆啤酒高 ROE 拆解.....	11
六、盈利预测.....	13
风险提示.....	13

## 图表目录

图表 1: 重庆啤酒产品结构变化(万吨).....	4
图表 2: 2015 年之后“山城”商标减值(万元).....	4
图表 3: 公司产品结构.....	5
图表 4: 公司吨酒价持续增长.....	5
图表 5: 公司主要一次性减值资产减值损失(百万元).....	5
图表 6: 重庆啤酒资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元).....	6
图表 7: 重庆啤酒关厂后 EBITDA margin 回升.....	6
图表 8: 2017-19 年嘉士伯中国区吨酒价提升加速.....	6
图表 9: 2020 年高档啤酒实现快速增长(万吨).....	6
图表 10: 重庆啤酒历任管理层变化.....	7
图表 11: 资产注入后品牌组合“6+6”.....	7
图表 12: 乌苏和同价位带产品比较.....	8
图表 13: 乌苏定位硬核形象.....	8
图表 14: 乌苏啤酒自 2019 年快速增长.....	9
图表 15: “乌苏巴扎”在乌苏大城市计划推广.....	9
图表 16: 我国高端及超高端啤酒市场容量及增速.....	9
图表 17: 美国啤酒销量结构.....	9
图表 18: 我国高端及超高端啤酒市场竞争格局(2018 年).....	10
图表 19: 高端啤酒市场主要大单品体量(万吨).....	10
图表 20: 1664 与其他同类啤酒比较.....	10
图表 21: 1664 国内销量增长快.....	10
图表 22: 夏日纷苹果味酒.....	11
图表 23: 我国苹果酒/梨酒市场规模(千升).....	11
图表 24: 主流啤酒企业经调整 ROE 拆分比较.....	11
图表 25: 嘉士伯中国产能利用率领先(2020 年).....	12
图表 26: 主要啤酒企业员工数量及人均产出(2020 年).....	12
图表 27: 重庆啤酒资产周转率.....	12
图表 28: 重庆啤酒资产负债结构(亿元).....	12
图表 29: 公司主要财务指标.....	13

重庆啤酒自 2016 年至今股价涨幅超过十倍，领跑啤酒板块。嘉士伯进驻后输入先进管理经验，先通过关厂整合、刮骨疗伤止住出血点，再进一步巩固产品和市场优势。公司厚积薄发，在“扬帆 22”计划引领下，本土强势品牌+国际品牌组合逐步释放能量，盈利能力逐年提升。本文试图复盘公司发展路径、展望未来成长驱动力。

## 一、变革重生，打牢基础

重庆啤酒自 2013 年成为嘉士伯集团成员后，进入改革快车道。嘉士伯集团从产品结构、运营效率等多方面着手，逐步改善公司盈利能力；基础打牢后通过“扬帆 22”计划进一步在中国啤酒市场高端化浪潮中获取更多份额。

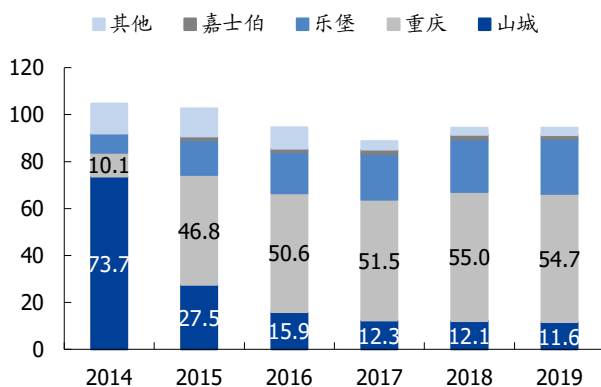
### ➤ 产品结构优化：本土品牌升级、丰富品牌组合

**2013-15 年“勇者之路”计划：建立强大品牌组合，优化产品结构。**“勇者之路”计划主要包括两个方面：一是玻瓶调整计划；二是淘汰并替换利润低、前景差的产品。

**1) 削减瓶型，在全国范围内计划使用 4 种玻瓶。**根据 2014 年 10 月公司公告，公司通过玻瓶调整计划，将停止购买使用当时占比约 70%的“非未来瓶型”，让它们在今后年度自然淘汰，并最晚在 2020 年完全强制淘汰这些瓶型。2014 年度计提包装物叠加准备 1.5 亿元。

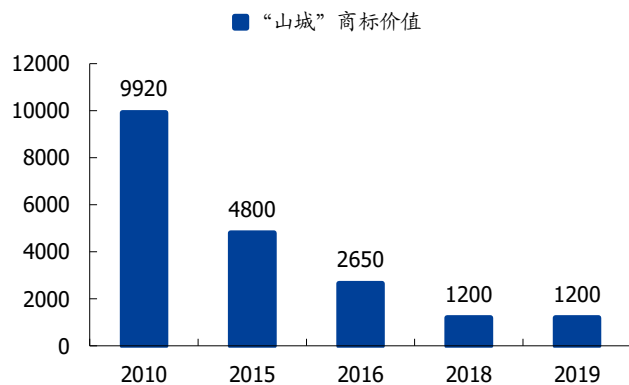
**2) 本土品牌优化升级，引入国际品牌丰富产品组合。**重庆啤酒换装升级，“重庆国宾”替换低价“山城”。2014 年山城啤酒销量达到 73.7 万吨，公司 2014 年确认“重庆”为未来发展方向，并巧妙借“换装投票”让消费者接受新品牌。自 2015 年开始公司对“山城”商标计提减值。

图表 1: 重庆啤酒产品结构变化(万吨)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2: 2015 年之后“山城”商标减值(万元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 引入国际品牌，成功打造乐堡大单品；同时本土品牌持续升级，提升价格带。

国际品牌方面，公司自 2014 年逐步引入嘉士伯旗下高端品牌丰富产品线，成功在 8-10 元价格带打造了乐堡大单品。此外 2014 年公司引进了受年轻人欢迎的 1664；2015 年引进苹果汽酒 Somersby；2016 年补充引进 1664·ROSE，并在惠州实现地产；2017 年引进比利时修道院啤酒格林堡。

本土品牌方面，持续产品升级提升价格带。2019 年公司推出 8 元“醇麦国宾”替换 6 元老国宾，截至 2020 年已经替换近 90% 老国宾；2021 年推出定价 10 元的“重庆渝越”，定位火锅麻辣佐餐场景。

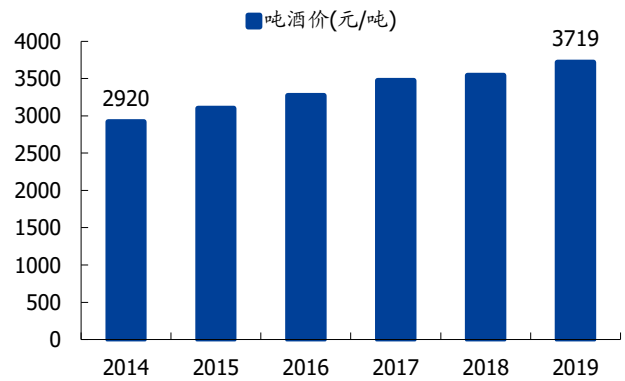
随着公司搭建了针对不同价格带的“本土+国际”品牌组合，吨酒价自 2014 年 2920 元/吨提升至 2019 年 3719 元/吨，增长 CAGR 为 5.0%。

图表3: 公司产品结构

本土品牌		国际品牌	
超高档 (12元以上)	重庆黑啤(金樽)	1664 格林堡等	
高档 (10-12元)	重庆纯生 重庆小麦白	嘉士伯 乐堡野	
中高档 (8元)	重庆国宾醇麦	山城1958	乐堡
主流高 (6元)	重庆国宾	金山城	
主流 (4-6元)	重庆66系列	山城冰爽	
低档 (4元以下)	重庆33系列	老山城	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 公司吨酒价持续增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 关厂提效: 供应链效率提升

**2015-18年“资援新征程”计划: 供应链优化、提高运营效率。**根据嘉士伯2015年年报, 该项目计划利用2年左右时间提升15-20亿丹麦克朗的利润, 改善盈利能力, 并投入下一阶段“扬帆22”计划; 重组、减值约100亿丹麦克朗, 逐步改善公司低利润池、低增长势头、相对高成本的局面; 同时植入价值管理和效率改善的工具。重庆啤酒2015-16年分别关停6家工厂、3家工厂等其他亏损子公司, 2018年关闭湖南常德工厂。

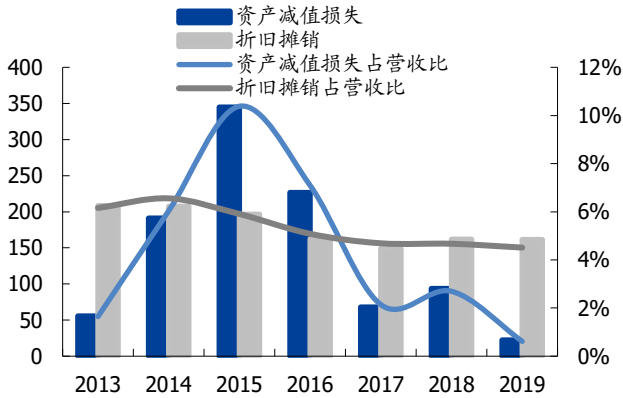
图表5: 公司主要一次性减值资产减值损失(百万元)

年份	存货跌价损失 (包装物减值)	固定资产减值损失 (关停公司、亏损酒厂减值)	无形资产减值损失 (“山城牌”商标减值)	坏账损失
2014	155.8	25.4	--	10.2
2015	78.7	189.4	52.8	24.2
2016	52.8	151.1	21.5	1.4
2017	39.3	26.1	--	2.6
2018	24.5	39.3	14.5	-3.2
2019	17.3	2.2	--	--

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

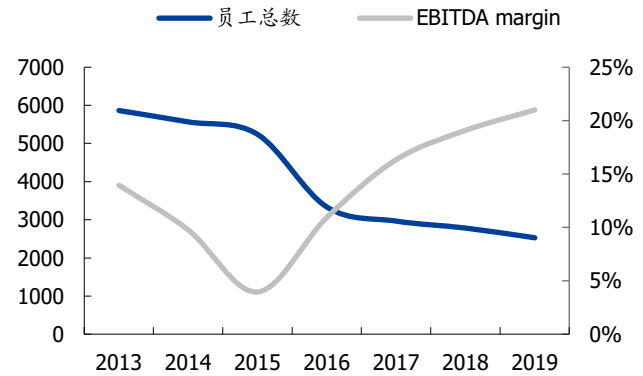
**供应链优化后, 盈利能力加速改善。**2014-16年时公司供应链优化高峰时期, 资产减值占营收比分别达到6.0%/10.4%/7.1%, 2019年降低至0.6%的水平。关闭落后产能后, 公司折旧摊销占营收比逐年下降, 自2014年的6.2%下降至2019年的4.5%。此外公司员工人数也逐年精简, 自2013年的5861人减少至2533人。产能利用率提升、折旧减少、人员效率的提升推动公司EBITDA margin自2014年9.8%上升至2018年21.0%, 显著高于改革之前的水平。

图表6: 重庆啤酒资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 重庆啤酒关厂后 EBITDA margin 回升



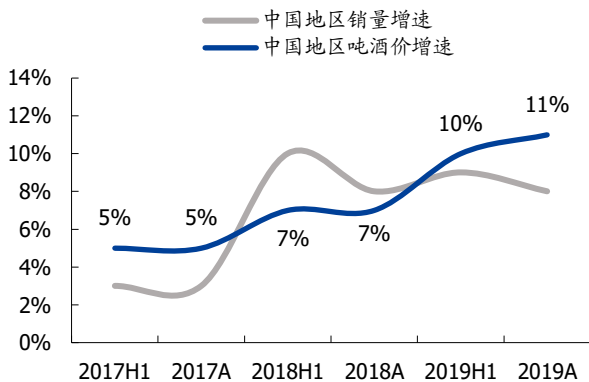
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 二、“扬帆 22”，加速高端化

2016年3月份嘉士伯提出“扬帆 22 计划”：关键战略包括“强化核心优势”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”。在“资源新征程”基础之上，公司继续优化产品及渠道组合，巩固核心产品及市场。公司通过“大城市”计划拓展优势区域实现增长，利用自身在中高端啤酒品牌优势进行切入，战略效果显著。

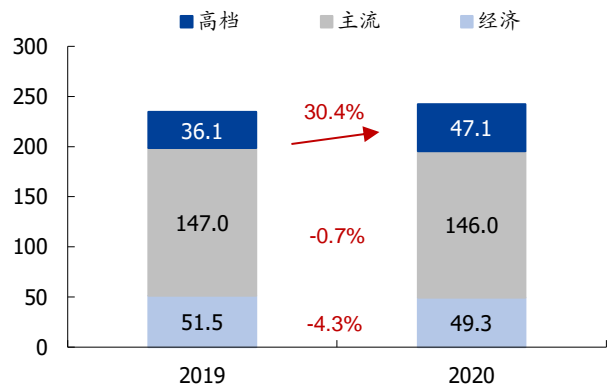
自 2017 年以来，嘉士伯中国区量价齐升，吨酒价加速提升。2017 年中国已经成为嘉士伯销量最大的市场，销量恢复正增长同比+3%，国际高端品牌组合销量同比+12%，产品结构优化带动吨酒价同比+5%。2018 年嘉士伯在 20 多个大城市开展活动，2020 年大城市数量已经达到 38 个。品牌和渠道双重拉力下，2018-19 年嘉士伯中国区量价齐升，2018/19 年国际高端品牌组合销量增速分别为 13%/7%，吨酒价增幅为 7%/11%。2020 年疫情影响下，嘉士伯中国高档啤酒销量同比+30.4%，抵消中档及主流下滑。

图表8: 2017-19 年嘉士伯中国区吨酒价提升加速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2020 年高档啤酒实现快速增长(万吨)



资料来源: 嘉士伯年报, 国盛证券研究所

历任管理层匹配公司发展阶段，新一届管理层市场出身。嘉士伯作为外资企业，经历过海外啤酒市场发展的各阶段具备丰富经验，同时管理团队市场化招聘。从公司历年管理

层变化可以发现，嘉士伯在重庆啤酒发展的不同阶段选择匹配合适的人主导。2014年公司控股重庆啤酒后，任命时任嘉士伯中国区首席财务官的黎总为董事长，负责重组后整合。这一阶段也是嘉士伯“资源新征程”时期，关厂和聚焦成为关键词。黎总曾深度参与百威收购哈啤及百威在中国成长壮大历程，深谙外资、内资协同经营之道。进入“扬帆22”阶段，Roland和CK分别成为公司董事长、总裁，在快消品领域具备丰富市场运作和管理经验，为嘉士伯注入新的活力。

图表 10: 重庆啤酒历任管理层变化

姓名	职位	任期	介绍
王克勤	董事、董事长	2009-2014 任董事; 2013-14 任董事长	历任嘉士伯啤酒厂香港有限公司商务总监、业务发展总监，中国区副总裁、总裁。
黎启基	董事长	2014-2017	中国香港。于 2011 年起加入嘉士伯啤酒厂香港有限公司，担任嘉士伯中国区首席财务官。 <u>曾深度参与百威收购哈啤及百威在中国的成长壮大历程，深谙外资、内资协同经营之道。</u>
柯俊财	董事长	2017-2018	中国香港。历任屈臣氏斯柏克林饮用水有限公司总经理，亨氏中国总裁和亨氏龙凤公司董事总经理。自 2014 年 8 月起担任嘉士伯中国区首席执行官。
Roland (罗磊)	董事长	2019 年至今	澳大利亚国籍，现任嘉士伯亚洲财务副总裁。2008 年至 2011 年担任沃尔玛(中国)高级副总裁和首席财务官。2008 年之前主要在澳大利亚就职于 Coles Myer 集团,任 Coles Group 集团财务部总经理和 Coles Supermarkets 财务部总经理。
LEE Chee Kong	总裁	2019 年至今	马来西亚国籍，现任嘉士伯中国董事总经理。曾任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理；亨氏中国董事总经理；并且在高露洁棕榄中国及亚太地区长时间从事管理工作。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**2020 年完成嘉士伯中国资产注入，构建“6+6”品牌组合。**2020 年嘉士伯中国完成资产注入后，重庆啤酒从一家区域型啤酒企业升级为全国性啤酒企业。公司继续实施“扬帆 22 战略”，把握本土强势品牌、国际高端品牌组合带来的动能，构建“6+6”组合以满足消费者在不同价格档次、消费场景的需求。

图表 11: 资产注入后品牌组合“6+6”



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 三、突出重围：乌苏打开空白市场

### 3.1 复盘乌苏成长之路

本土品牌焕发活力，从区域走向全国。嘉士伯在早期收购国内啤酒品牌的过程中没有选择一刀切，保留本土品牌特色，反而成就且迎合了当前消费者追求多元化、个性化、国潮风的趋势。2019年是乌苏啤酒在疆外市场发展的元年，开始凭借“夺命大乌苏”、“硬核”品牌形象在社交软件快速传播，成为网红爆款产品，疆外市场销量快速增长。嘉士伯中国也迅速将乌苏品牌地位提高至全国性品牌，在各个区域推广销售乌苏，并迅速在供应链层面实现多地工厂生产保障供应。根据嘉士伯 2019 年年报，受益于中国大城市计划、电商渠道、社交媒体以及口碑相传，2019 年嘉士伯中国地区乌苏啤酒整体销量同比+45%。

- ✓ **品牌特性：**乌苏啤酒容量大，620ml/瓶；酒精度( $\geq 4.0\%$ vol)、麦芽浓度(11° P)高，区别于市面上流行的淡啤，以容易上头的特点被消费者记忆。此外“乌苏”品牌本身具备特色西域文化，带给消费者神秘性。
- ✓ **营销传播性强：**2019 年下半年恰逢短视频内容平台爆发，公司及时抓住乌苏向上势头，在快手、抖音等短视频社交平台推出多条原生内容。借助民间“夺命大乌苏”外号、《夺命大乌苏》民谣等有趣内容，广为传播并成为网红爆品，消费者在终端主动点单。
- ✓ **渠道利润高、推力强。**乌苏在疆外市场处于铺货率低、快速成长的初期阶段，因而渠道利润丰厚。根据渠道调研经销商反馈，部分乌苏经销毛利率在 15-18%，相比于行业平均经销商毛利率 10%高；从餐饮终端角度看，乌苏能卖到 12-18 元，餐饮终端利润空间也高于其他品牌。在消费者主动点单、渠道推力强的双重驱动下，乌苏啤酒快速渗透进以烧烤为代表的 BC 类餐饮小店。

图表 12：乌苏和同价位带产品比较

产品外观				
产品	乌苏	青岛纯生	雪花纯生	百威经典
电商零售价 (元/瓶)	8.25	6.25	6	5.8
容量 (ml)	620	500	500	460
麦芽浓度 (° P)	11	8	8	9.7
酒精度 (%vol)	$\geq 4$	$\geq 4$	$\geq 2.5$	$\geq 3.6$
原材料	水、麦芽、大米、啤酒花及制品	水、麦芽、大米、啤酒花及制品	水、麦芽、大米、啤酒花制品、酒花浸膏	水、麦芽、大米、啤酒花、酵母

资料来源：京东，国盛证券研究所

图表 13：乌苏定位硬核形象



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

利用强品牌拉力补渠道短板，打开空白市场。2020 年嘉士伯集团快速反应将乌苏提升为全国品牌定位后，在各地扩招业务员、经销商，扩展空白市场及渠道。2020 年乌苏啤酒在疆外市场大幅增长，带动公司高档产品销量实现同比 30% 的大幅增长，抵消主流、经济品类销量下滑。2021 年公司新增 20 个乌苏“大城市计划”，主要针对乌苏空白市场，利用乌苏实现空白市场的突破，进而带动公司其他中高端品牌进入该市场。“巴扎”是新疆特色集市、也是新疆特色民俗生活的写照，乌苏与新疆旅游、地域文化融合加强与消费者互动。2020 年第一届“乌苏巴扎”在内蒙古呼和浩特成功举办，公司 2021 年将在全国 27 个城市逐步开启。



图表 14: 乌苏啤酒自 2019 年快速增长



**+45%**  
**WUSU VOLUME GROWTH**

Celebrating Wusu's 30th anniversary in 2016, we relaunched the brand with a new range of beers, new packaging and new communication. In 2017, we took the brand to the next level with a range of premium innovations, such as wheat and pure draft. For many Chinese consumers, Wusu is considered a masculine brand with a rich taste. This image has successfully driven the growth of the brand, supported by our big city expansion in China, e-commerce and, not least, social media and word-of-mouth. Double the price of mainstream beer, sales of the premium Wusu Red supported our strong price/mix in China.

SAIL '22 GROW IN ASIA

资料来源: 嘉士伯年报, 国盛证券研究所

图表 15: “乌苏巴扎”在乌苏大城市计划推广

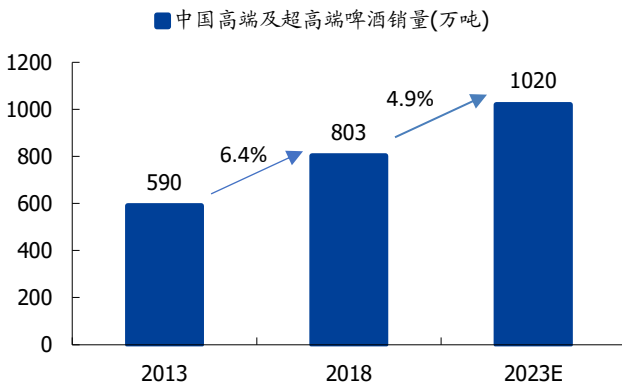


资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

### 3.2 如何看乌苏成长空间?

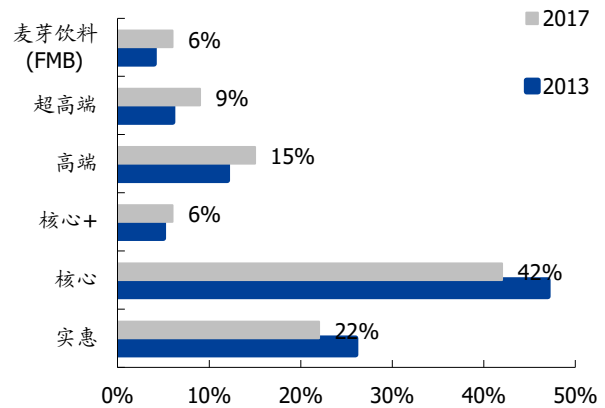
**10 元及以上高端啤酒价格带扩容, 疆外乌苏处于增量市场。2018 年我国高端啤酒市场 (终端零售价 10 元及以上) 容量约为 803 万吨, 预计到 2023 年高端啤酒市场扩容至 1020 万吨。我国啤酒销量结构中, 10 元及以上的高端啤酒占比约为 17%, 参考美国成熟啤酒市场, 高端及超高端占比达到 24%, 高端啤酒市场持续扩容。**

图表 16: 我国高端及超高端啤酒市场容量及增速



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

图表 17: 美国啤酒销量结构

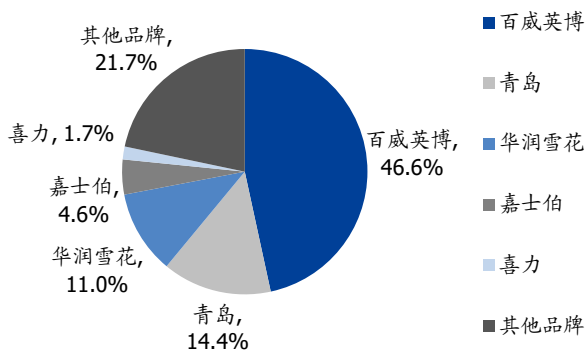


资料来源: 百威英博公告, 国盛证券研究所

**对标百威经典, 乌苏有望成长为 200 万吨以上大单品。2018 年我国高端及超高端市场中百威亚太市占率领先, 其最大单品百威经典销量也在 2017-18 年达到高峰 220 万吨左右。此后百威经典由于渠道饱和、管理不善及竞争加剧等原因导致渠道利润下滑, 销量开始回落。百威经典自 2004 年左右进入国内市场布局高端, 彼时国内啤酒企业正进行跑马圈地无暇与百威在高端市场竞争。但 2018 年之后百威经典自身出现问题, 叠加国内啤酒品牌加快高端啤酒产品布局, 迎来了在高端啤酒市场突围的窗口期。对比国内品牌在高端及超高端啤酒市场主要大单品, 除百威经典达到 200 万吨体量级, 雪花纯生、青岛纯生均在 70-100 万吨。**

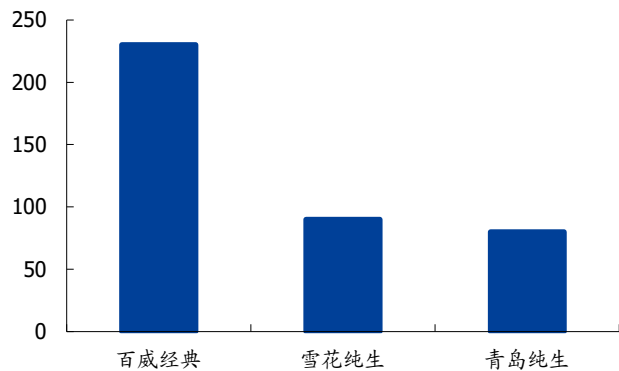
我们认为在高端啤酒行业扩容背景下, 乌苏具备强品牌拉力、渠道推力双重驱动力, 有望在高端啤酒市场突围, 成长为 200 万吨级别大单品。

图表 18: 我国高端及超高端啤酒市场竞争格局(2018年)



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

图表 19: 高端啤酒市场主要大单品体量(万吨)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 四、群星闪耀: 1664、夏日纷

乘低度酒之风, 1664、夏日纷绽放光芒。根据京东发布的《2021 酒类线上消费白皮书》, 我国 95、00 后 Z 世代活跃用户规模已经达到 3.2 亿, 线上中高消费能力占比 74.5%。女性用户和 Z 世代用户成为酒类市场新的增长点, 带动果味酒、起泡酒等低度酒市场崛起。

1664 是小麦酿造法式白啤, 果香爽口且口味品种丰富, 目前在国内上市的仅原味、ROSE、百香果 3 种口味。1664 定位法式生活, 消费场景以休闲独自小酌、好友聚会、精致配餐为主, 主要销售渠道为夜场、KA、电商, 餐饮端零售价通常在 15-25 元, 电商零售价单瓶 10.8 元。与百威旗下科罗娜、福佳白相比, 1664 酒精度、麦芽浓度较低, 且口味更丰富。

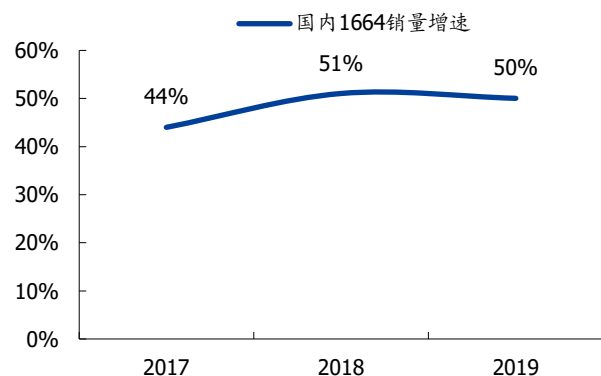
1664 是嘉士伯精酿&特色品类种销量最大、增长最快的品牌。2019 年 1664 Blanc 在中国地区销量同比增长 50% 以上; 2020 年疫情期间 1664 销量也实现同比增长 11%。渠道调研 1664 国内体量仍小, 约中单个位数万吨, 对标科罗娜在国内约 20 万吨体量, 我们认为 1664 仍有较大增量空间。

图表 20: 1664 与其他同类啤酒比较

产品外观	1664 白啤	科罗娜	福佳白
产品			
电商零售价 (元/瓶)	10.8	8.7	9.8
容量 (ml)	330	330	330
麦芽浓度 (°P)	9.6	11.3	11.7
酒精度 (%vol)	≥ 3.3	≥ 4.5	≥ 4.5

资料来源: 京东, 国盛证券研究所

图表 21: 1664 国内销量增长快



资料来源: 嘉士伯年报, 国盛证券研究所

夏日纷迎合市场趋势重新推广上市。苹果酒是仅次于葡萄酒的第二大果酒, 酸甜口味、低酒精受到年轻消费者喜欢, 尚处于蓬勃发展初期阶段, 2015-20 年我国苹果酒/梨酒市

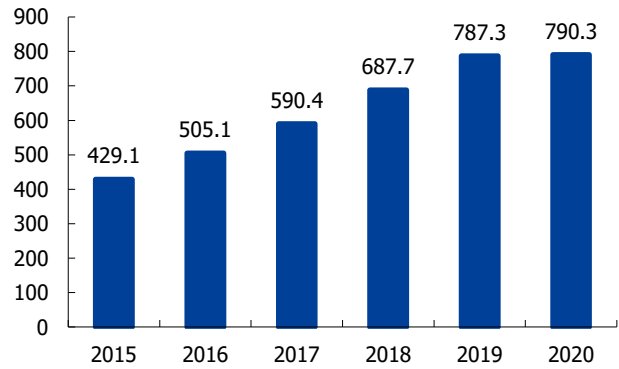
场规模复合增速为13%。夏日纷于2008年上市，起初面向丹麦市场，当前已在超过46个市场推出，包括欧洲、以色列、尼泊尔、澳大利亚、新西兰、马来西亚等。新加坡苹果酒/梨酒市场规模分别为1576吨，somersby在新加坡市占率35.5%，位列第一。夏日纷2015-16年曾尝试在国内推广，但近年来随着果味低度酒风潮兴起，新零售、新渠道发展非现饮渠道效率提升，公司在2021年重新推向更多市场并取得良好市场反馈。

图表 22: 夏日纷苹果味酒



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 我国苹果酒/梨酒市场规模(千升)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 五、重庆啤酒高 ROE 拆解

公司 ROE 水平领先行业，“高盈利能力\*高周转\*高权益乘数”体现基地市场优势。公司 ROE 水平自 2015 年不断提升，主要驱动因素为经调整盈利能力持续改善。此外由于公司供应链效率高、基地市场话语权强以及分红率较高，与同行业公司相比，公司资产周转率、权益乘数也处于较高水平。

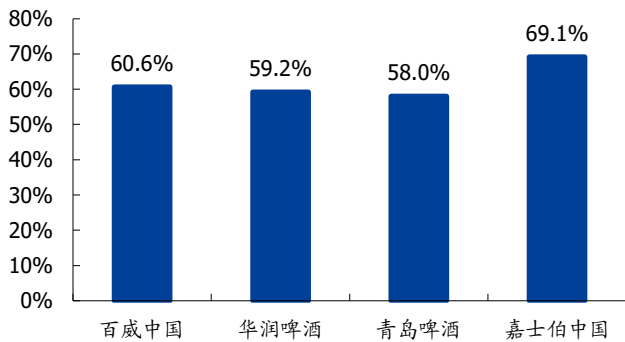
图表 24: 主流啤酒企业经调整 ROE 拆分比较

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>重庆啤酒</b>						
经调整 ROE	15.0%	28.6%	31.0%	40.8%	42.5%	164.9%
经调整净利润率	5.5%	10.6%	11.7%	13.6%	15.2%	15.1%
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.7
权益乘数	3.2	3.0	2.9	2.9	2.7	6.5
<b>华润啤酒</b>						
经调整 ROE	3.2%	7.0%	10.7%	13.1%	14.5%	15.4%
经调整净利润率	2.8%	3.4%	6.4%	7.5%	8.2%	9.7%
资产周转率	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
权益乘数	3.8	3.1	2.3	2.1	2.1	2.1
<b>青岛啤酒</b>						
经调整 ROE	10.8%	6.4%	7.6%	8.6%	12.1%	12.1%
经调整净利润率	6.2%	4.0%	4.8%	5.9%	8.1%	8.7%
资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
权益乘数	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

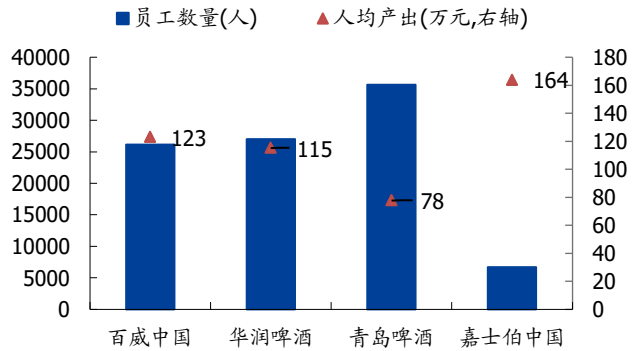
**嘉士伯公司考核注重财务指标，效率领先。**嘉士伯集团实行以财务导向的管理模式，通过“金三角”对三项核心指标进行平衡考核：市场份额(内生销量增长)、扣除运费后毛利率、息税前利润。在三项指标的引领下，公司在开源方面提升产品结构以促进销量内生增长以及毛利率提升；节流方面通过削减瓶型、关停落后工厂以提高公司运营效率，促进EBIT利润率改善。从财务数据来看，嘉士伯中国产能利用率69.1%，人均产出164万元/年，高于国内其他啤酒企业。

图表 25: 嘉士伯中国产能利用率领先(2020年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 主要啤酒企业员工数量及人均产出(2020年)



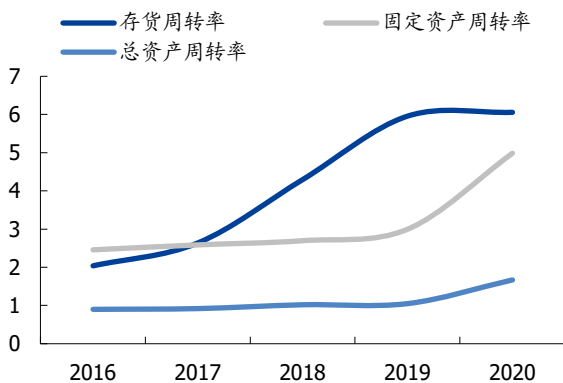
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**基地市场优势下，盈利能力、资产周转效率领先。**公司在重庆地区市占率85%以上，品牌和渠道优势根深蒂固，消费者忠诚度高。公司在重庆地区具备高端化市场基础，产品结构升级顺利，目前主城区基本以8元价格带为主。此外公司在基地市场销售费用投入费效比高，销售费用率约为13-14%，低于同行业青啤、润啤18-20%的水平，盈利能力较强。

公司在“资源新征程”计划驱动下，玻璃瓶减值、关停效率低下工厂后，存货、固定资产周转率逐年提升，资产周转率领先同行业平均水平。渠道调研了解，公司在重庆基地市场销售的回瓶率较高，且通常玻璃瓶一年能够周转8-10次，高于其他啤酒企业。

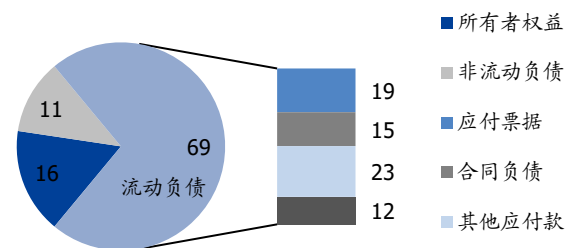
公司权益乘数高，但基本以经营负债为主。应付票据、合同负债合及约34亿元，其他应付款为经销商玻璃瓶押金，体现公司对上下游具有较强话语权。

图表 27: 重庆啤酒资产周转率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 重庆啤酒资产负债结构(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 六、盈利预测

**高端化是公司增长核心逻辑。**2021年是乌苏在疆外放量第3年，经过2019年品宣发酵、2020年渠道组织建设，当前仍处于依靠品牌拉力、渠道推力双重驱动快速成长阶段，我们预计2021年乌苏品牌有望加速达到整体90-100万吨体量，未来2-3年销量保持25-30%增速。1664经过多年市场培育叠加低度果味酒风潮增长提速，我们预计2021年1664能够达到7-8万吨体量，未来2-3年保持30%左右增速。夏日纷处于市场投放初期，预计2-3年后突破万吨。公司今年在国际品牌中加大对乐堡品牌投放力度，本土品牌中重庆、大理、西夏持续进行产品结构升级，预计整体中档啤酒保持个位数平稳增长。

综上所述我们预计公司2021/22/23年销量分别达到283.8/320.8/348.8万吨，同比+17.1%/13.0%/8.7%；高端化驱动下吨价分别同比+10.4%/6.6%/5.3%。预计2021/22/23年实现收入140.7/169.0/193.1亿元，分别同比+28.6%/20.1%/14.3%；实现归母净利润11.8/15.6/19.4亿元，对应PE分别为71.4/53.8/43.3倍，维持“买入”评级。

图表 29: 公司主要财务指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,582	10,942	14,070	16,903	19,314
增长率 YoY(%)	3.3	205.5	28.6	20.1	14.3
归母净利润(百万元)	657	1,077	1,180	1,564	1,944
增长率 YoY(%)	62.6	63.9	9.6	32.6	24.3
EPS(元)	1.36	2.23	2.44	3.23	4.02
净资产收益率(%)	48.2	111.7	59.4	46.5	37.9
P/E(倍)	126.2	77.0	71.4	53.8	43.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 风险提示

**疫情反复影响动销。**餐饮、夜场渠道是啤酒消费重要渠道，如果疫情反复有可能会对消费者聚餐、娱乐活动产生影响，啤酒消费受到抑制，啤酒行业短期出现销量和利润下滑。

**新品推广不及预期。**公司近几年在高端市场推出较多新产品，如果新产品推广不及预期，公司的收入、利润端将受到不利影响。

**行业竞争加剧。**随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，将进一步加剧国内中高端产品市场的竞争态势，由于公司产品面向中高端产品市场比重较大，可能影响公司短期的销量和收入增长。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com