

重庆啤酒 (600132)

报告日期: 2021年08月19日

嘉士伯赋能西部龙头, “网红”乌苏迈向“长红”  
——重庆啤酒深度报告

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001  
✉ [zhangxiaoqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaoqian@stocke.com.cn)

报告导读

公司是嘉士伯在中国经营啤酒资产的唯一平台, 旗下拥有“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合, 核心市场覆盖重庆、四川、湖南、新疆、宁夏、云南等西部城市。自 2013 年嘉士伯入主重啤后, 重啤逐步转为全国性啤酒企业, 营收体量破百亿, 盈利能力领跑行业。我们认为乌苏从“网红”能走向“长红”源于内外因共振, 同时, 乌苏的放量亦将带动公司整体高端矩阵产品实现加速全国化, 盈利能力有望持续提升。

投资要点

□ 西南啤酒龙头企业, 嘉士伯入主全方位赋能重啤

创建于 1958 年的重啤目前为嘉士伯集团成员, 2013 年嘉士伯入主后, 从管理、产品组合、产能等多维度赋能公司, 另外, 2020 年公司完成重大资产重组, 优质资产的注入极大提升公司实力。受益于嘉士伯赋能, 重庆啤酒逐步从地方性啤酒企业转变为全国性啤酒企业, 营收体量过百亿: 1) 收入利润端——结构升级推动盈利能力提升: 目前公司已实现产品的全价格带覆盖, 高价位产品及国际品牌占比提升推动吨价上移, 2021H1 公司整体吨价约为 4519 元/千升, 领跑行业; 2) 成本端——关厂提效推动降本控费效果显著: 2015 年公司率先进行关厂提效, 淘汰落后产能、注入嘉士伯优质产能、多措并举缓冲原料价格上行使得公司盈利能力、产能利用率均达到行业领先水平, 受益于强盈利能力+运营效率提升, 公司 21H1ROE 达 69%, 位居行业前列。

□ 啤酒步入存量竞争阶段, 结构升级为未来发展方向

1) 量: 自 13 年销量见顶后, 受主流消费人群数量下降叠加产品同质化严重等因素影响, 总产量进入下行通道, 预计未来 4 年啤酒销量将保持稳态。2) 价: 随着消费升级进程加速, 经济型产品主导时代落幕, 高端化为大趋势, 高端化能力为当前酒企主要竞争点。3) 市场格局: 我国啤酒行业 CR5 达 73%, 处于寡头竞争存量争夺阶段, 在寡头竞争的存量争夺阶段中, 酒企仍有差异化突围机会。

□ 内外因共振, “网红”乌苏发展势头迅猛

2019 年下半年开始, 乌苏开始从疆内走向疆外, 年销量突破 60 万吨, 一炮而红, 成为公司第一大单品, 乌苏的成功有必然性也有偶然性, 有内因也有外因, 具体来看: 1) 外因: 伴随着消费水平提升, 新消费呈现个性化及小众化特征, 场景化营销更能激发消费者购买欲望; 2) 内因: 第一, 乌苏具备产品独特性: “酒精度高、麦芽汁浓度高、容量大”的差异化特性及硬核调性打造了“国民/夺命”大乌苏的产品基础; 第二, 公司把握新媒体营销红利, 通过精准营销打造“网红”品牌, 凭借建立差异化品牌及绑定固定消费场景(烧烤)占领消费者心智; 第三, 乌苏通过烧烤细分场景进行推广, 而高渠道利润拉动+严渠道管控助力公司实现全国空白市场的快速扩张、控制了窜货乱价现象, 疆外销量突破 30 万吨; 第四, 目前乌苏疆内年产能 50 万吨以上, 今年 7 月产能 13 万吨的盐城啤酒厂已经投产, 缓解东西部产能不均情况, 为单品发展打下坚实基础。

□ 超预期: 高端品全国化速度或超预期推升盈利能力上行

我们认为乌苏全国化适度或超预期的效益不仅仅体现在乌苏这一单品类上, 亦将加速产品矩阵中其他高端酒全国化进程。乌苏方面: 未来乌苏有望依托差异化产

评级

买入

上次评级 首次评级  
当前价格 155.87

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.44
4Q/2020	1.27
1Q/2021	0.61
2Q/2021	0.68



公司简介

重庆啤酒创建于 1958 年, 是“中国十大啤酒集团”之一, 也是嘉士伯集团成员, 2020 年完成与嘉士伯的重大资产重组, 旗下拥有“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。

相关报告

品特性及独特调性、新媒体营销、大城市扩张计划实现全国化的超预期扩张，预计乌苏啤酒今年销量或冲击 80-100 万吨，未来有望成为达 200 万吨大单品。其他高端品方面：乌苏放量不仅仅会带动整体品牌矩阵规模扩张，亦将对乐堡、1664 等品牌的扩张起到协同作用。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为重庆啤酒将受益于乌苏啤酒表现强劲、全国化拓展加速、多品牌协同发力，同时考虑到公司具备打造爆品品牌的能力，预计 2021-2023 年收入增速分别为 21.7%、17.1%、16.1%；归母净利润增速分别为 5.8%、26.8%、24.7%；EPS 分别为 2.3/3.0/3.7 元/股；PE 分别为 67/53/42 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ 催化剂：消费升级持续、乌苏全国化开拓顺利；

风险提示：国内疫情再次爆发，影响啤酒整体动销；乌苏动销情况不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	10941.6	13313.0	15594.6	18104.1
(+/-)	205.5%	21.7%	17.1%	16.1%
净利润	1065.2	1127.0	1429.3	1782.9
(+/-)	61.7%	5.8%	26.8%	24.7%
每股收益 (元)	2.2	2.3	3.0	3.7
P/E	70.8	66.9	52.8	42.3

## 正文目录

<b>1. 西南啤酒龙头企业，嘉士伯入主赋能重啤</b>	<b>6</b>
1.1. 历史复盘：曾错失整合良机，后聚焦主业再启东进征程	6
1.2. 嘉士伯赋能重啤：优质资产注入，实现多维度赋能	7
1.2.1 举措：产品、产能、管理多维度赋能	7
1.2.2 效果1：收入利润端——结构升级推动盈利能力大幅提升	10
1.2.3 效果2：成本端——关厂提效领跑行业，降本控费显著增厚利润	12
1.3. 财务方面：盈利能力强+运营效率提升，重啤 ROE 领跑行业	15
<b>2. 啤酒步入存量竞争阶段，结构升级为未来发展方向</b>	<b>16</b>
2.1. 量价趋势：量减价增趋势未变，高端化结构升级正当时	16
2.1.1 量：啤酒行业总产量下降趋势明显，销量整体表现稳定	16
2.1.2 价：经济型啤酒主导的时代已落幕，高端化登上历史舞台	18
2.2. 啤酒行业进入存量竞争阶段，寡头竞争格局稳定	19
<b>3. 观“网红”乌苏成名之路，探“长红”原因</b>	<b>21</b>
3.1. 独特的产品调性+差异化产品特性=“国民/夺命大乌苏”	22
3.2. 个性化小众化消费崛起+新营销模式=“网红乌苏”	23
3.2.1 消费方式发生变化为“乌苏”成为“网红”的社会背景	23
3.2.2 网络新媒体营销抢占流量，成功塑造“网红”品牌	25
3.2.3 差异化品牌打造占领消费者心智，从而打下“长红”基础	26
3.3. 高渠道利润+疆外市场广阔=乌苏走上高速全国化之路	28
3.3.1 渠道方面：高渠道利润赋予公司较强渠道推力	28
3.3.2 市场方面：走差异化烧烤渠道，全国化扩张速度或超预期	28
3.4. 产能扩张进行时，产能+品牌拉力+渠道推力为“长红”关键	31
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>32</b>
4.1 盈利预测	32
4.2 估值分析	32
4.3 盈利预测	33
<b>风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：重庆啤酒发展历程	6
图 2：重庆啤酒历史营收情况	7
图 3：重庆啤酒历史归母净利润情况	7
图 4：嘉士伯中国发展历程	7
图 5：重庆啤酒人效持续提升	8
图 6：重庆啤酒吨价持续提升	8
图 7：公司股权结构	9
图 8：2021H1 重庆啤酒分档次产品结构情况	10
图 9：重庆啤酒高档+主流产品份额呈持续提升趋势	10
图 10：重啤吨价相比百威英博有较大提升空间（万元/千升）	10
图 11：重庆啤酒各分类吨价均呈持续提升趋势	10
图 12：重啤旗下不同品牌对应不同消费场景	12
图 13：2018 年以来重庆啤酒产能利用率稳步提升	13
图 14：重庆啤酒产能利用率为行业领先水平	13
图 15：2020 年重庆啤酒成本结构以原料成本为主	14
图 16：啤酒原料成本以玻璃瓶、纸箱、易拉罐、麦芽为主	14
图 17：2019 年以来中国玻璃价格大幅上涨	14
图 18：2021 年以来瓦楞纸价格显著上涨	14
图 19：2020 年以来铝材价格显著上涨	14
图 20：2020 年末以来进口大麦平均单价持续提升	14
图 21：重庆啤酒 ROE 显著较高	16
图 22：21Q1 重庆啤酒毛利率水平位居行业首位	16
图 23：重庆啤酒销售净利率高于同业	16
图 24：重庆啤酒总资产周转率高于同业	16
图 25：重庆啤酒权益乘数较高	16
图 26：重庆啤酒资产负债率较高	16
图 27：中国啤酒行业产量自 2014 年以来逐年下滑	17
图 28：中国啤酒行业销量 2016 年后总体保持稳定	17
图 29：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP	17
图 30：高端和超高端啤酒销售金额占比不断提升	18
图 31：中国高端及超高端销量占比低于主要亚太国家	18
图 32：中国高端和超高端啤酒消费量持续提升	19
图 33：中国实惠及主流啤酒消费量略有下滑	19
图 34：中国啤酒 CR5 持续稳定在 70%+	19
图 35：2018 年中国高端及超高端产品 CR5 达到 78.4%	19
图 36：我国啤酒市场历经收购扩张、品牌整合、国际巨头入局等阶段	20
图 37：我国各省啤酒龙头市占率情况	20
图 38：乌苏啤酒发展历程	22
图 39：乌苏啤酒近年来销量增速迅猛	22
图 40：新疆省啤酒市占率情况	22
图 41：乌苏啤酒目标人群为 20-29 岁青年	23

图 42: 乌苏啤酒目标消费人群以男性为主 .....	23
图 43: 中国基尼系数仍然处于高位 .....	23
图 44: 2018 年中国 Z 世代消费占比显著高于全球水平 .....	23
图 45: 消费者追求个性化消费 .....	24
图 46: 潮嗨经济下消费者更追求个性化表达 .....	24
图 47: 社会化营销的重点在于 KOL 推广 .....	25
图 48: 消费者更信任品牌官方和头部主播 .....	25
图 49: 乌苏啤酒充分利用短视频和直播平台的 KOL 进行营销 .....	25
图 50: 乌苏啤酒利用“乌苏巴扎”活动充分展现西域特色 .....	26
图 51: 乌苏啤酒强调硬核气质 .....	27
图 52: 乌苏啤酒瞄准烧烤细分赛道 .....	27
图 53: 夺命大乌苏的搜索热度维持在较高水平 .....	27
图 54: 乌苏啤酒渠道利润高于主流啤酒 .....	28
图 55: 2020 年乌苏啤酒疆内疆外销量大约各占一半 .....	28
图 56: 乌苏啤酒近一年百度搜索区域分布集中于华南和华东 .....	29
图 57: 重庆啤酒在重庆、新疆、云南、宁夏等西部省份市占率均稳居第一 .....	30
图 58: 主要啤酒企业估值情况 .....	33
图 59: 重庆啤酒和青岛啤酒估值差 .....	33
表 1: 重庆啤酒管理层均具备较高的专业素养和丰富的快消品工作经验 .....	9
表 2: 公司产品结构 .....	11
表 3: 重庆啤酒率先进行关厂提效 .....	12
表 4: 关厂提效显著降低折旧摊销费用 .....	13
表 5: 2020 年重庆啤酒产能利用率显著提升 .....	13
表 6: 成本上涨对公司利润端影响 .....	15
表 7: 啤酒企业提价情况 .....	15
表 8: 我国各省啤酒产量及主要酒企市占率一览 .....	21
表 9: 乌苏啤酒“硬核”气质的品牌定位独具一格 .....	27
表 10: 乌苏全国化扩张量价测算 .....	31
表 11: 重庆啤酒业务拆分表 .....	32
表 12: 重庆啤酒 PEG 在同业中仍具性价比 .....	33
表 13: 可比上市公司盈利预测及估值表 .....	33

## 1. 西南啤酒龙头企业，嘉士伯入主赋能重啤

重庆啤酒是全球第三大啤酒公司、丹麦嘉士伯集团成员，也是嘉士伯在中国经营啤酒资产的唯一平台。重庆啤酒创建于1958年，于1997年上市，于2020年完成与嘉士伯的重大资产重组。目前，公司旗下拥有“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，形成了“6+6”的品牌矩阵，共有26家酒厂，核心市场覆盖重庆、四川、湖南、新疆、宁夏、云南等西部城市，是中国啤酒行业的“西部之王”。

图1：重庆啤酒发展历程



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

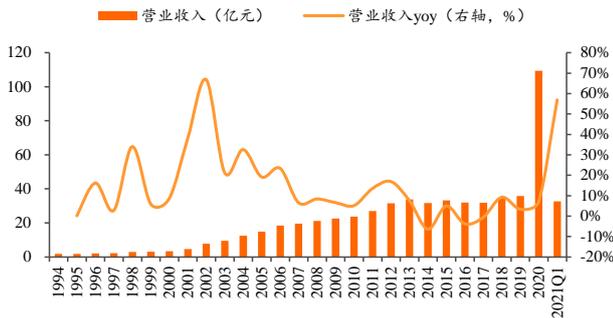
### 1.1. 历史复盘：曾错失整合良机，后聚焦主业再启东进征程

**1) 布局西南，进军全国，着眼国际，多元化憾失整合窗口期（1997-2012年）：**重庆啤酒在上世纪末和本世纪初完成了发展的重要三步：第一步，公司于20世纪90年代通过整合周边市场完成了对西南地区的市场布局，奠定了基地市场的基础；第二步，公司于2001年开始提出“走出夔门，进军全国市场”的发展战略，完成了对华东区域的战略布局，并在全国进行战略布点；第三步，着眼国际，2004年苏格兰·纽卡斯尔啤酒公司收购重啤19.51%的股份，开展国际化战略。通过“布局西南，进军全国，着眼国际”的三步走战略，公司1997-2006年营收、利润的CAGR分别达26.92%、12.33%。但是公司在1998年多元化涉足疫苗行业，憾失20世纪初我国啤酒行业的大规模收购整合良机。

**2) 嘉士伯入主聚焦啤酒主业，关厂提效增厚利润（2013-2015年）：**嘉士伯于2013年完成对重啤的控股，此后对重啤进行业务、产能等全方位改革。2014年后公司通过对产能进行优化、瓶形调整、人员调整、市场化改革等举措，成为在产量下降后，国内率先实现改革的头排兵，虽然刚开始因资产减值等因素业绩波动较大，但后续改革红利逐步释放。

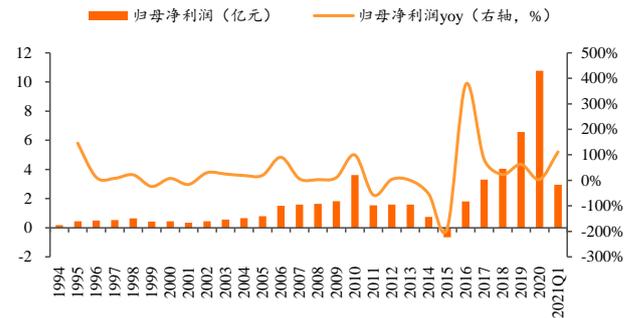
**3) “扬帆22”计划起航，嘉士伯资产重组（2016-至今）：**自2013年嘉士伯成为公司控股股东后，历经7年完成重大资产重组解决同业竞争问题。2016年3月嘉士伯发布“扬帆22”计划，依托嘉士伯智囊团及管理团队，对重啤的品牌、团队、组织均进行了调整；2020年12月中旬，嘉士伯正式通过资产重组将旗下的中国优质啤酒资产注入公司，公司的品牌结构、SKU数量、渠道等方面均实现改善，10元以上高档产品收入占比大幅提升至30.7%，2020年整体吨价同比提升18.92%至4515元/千升。另外，重庆啤酒正式从地方性啤酒企业成为全国性啤酒企业，营收体量迈过百亿大关。

图 2：重庆啤酒历史营收情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：重庆啤酒历史归母净利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 嘉士伯赋能重啤：优质资产注入，实现多维度赋能

### 1.2.1 举措：产品、产能、管理多维度赋能

嘉士伯重点布局西部，打造啤酒西部之王。嘉士伯是世界第四大酿酒集团，早在 1876 年便开始对中国出口啤酒，20 世纪末通过收购惠州酒厂正式布局中国，21 世纪以来嘉士伯避开竞争激烈的东部地区，分别收购了大理啤酒和昆明啤酒、合资设立西藏拉萨啤酒、合资布局甘肃市场、整合西夏啤酒、控股重庆啤酒、全资收购新疆乌苏啤酒，完成了在中国西部地区的布局，覆盖了云南、重庆、宁夏、新疆、甘肃、西藏等主要西部省份，打造啤酒行业西部之王。

图 4：嘉士伯中国发展历程



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

嘉士伯控股重啤，全方位对公司赋能。嘉士伯于 2008 年通过收购苏格拉·纽卡斯尔获得重庆啤酒 17.46% 股权，后于 2010 年、2013 年两次增持，目前共持有重庆啤酒 60% 的股份，是公司的控股股东。嘉士伯控股重啤后，从产品、产能、管理等全方位对公司赋能，具体来看：

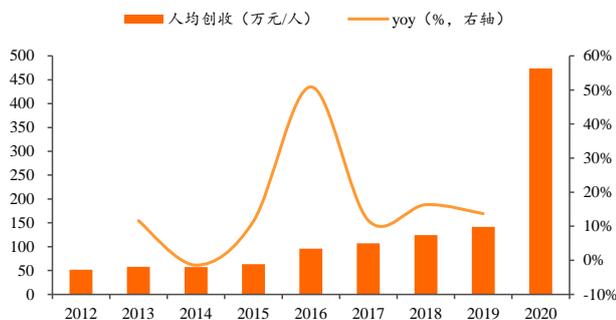
1) 管理方面：引入先进管理经验和模式，员工效率大幅提升。重啤通过上线“龙腾计划”和 E-sales 移动销售系统提高销售团队精细化管理水平和专业化操作能力、实施“虎跃行动”打造优秀的基层管理团队；推进 ERP 项目提高财务管理水平；组织结构优化及薪酬体系标准化提高人工效率。2013-2019 年公司员工人均创收由 57.79 万元/人提升

至 141.41 万元/人, CAGR 达 16.09%, 2013-2019 年公司员工人均创利由 2.71 万元/人提升至 25.93 万元/人, CAGR 达 45.70%, 员工效率提升显著。

2) 产品结构: 完善品牌组合, 打造本土强势+国际化高端品牌组合。一方面引入嘉士伯、乐堡、1664 等高端国际品牌, 一方面整合淘汰中低端 SKU (比如用“重庆”替代“山城”), 同时推进原有品牌的高端化升级进程, 构建了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合, 2013-2020 年公司产品均价由 2818 元/千升提升至 4515 元/千升, CAGR 达 6.97%。

3) 产能方面: 提高生产效率, 提升盈利能力。公司于 4 年间关停 8 家产能利用率低的工厂, 并对持续亏损的酒厂进行减值; 推行“LeanTPM”管理, 优化生产物流工序、提高人均生产率, 各项消耗指标大幅下降; 通过集中采购的规模化优势降低采购成本, 加强存货管理降低运行成本。通过降本控费, 公司的盈利能力大幅提升, 2015-2020 年毛利率水平提升 13.68pcts 至 50.61%, 净利率水平提升 20.63pcts 至 16.02%。

图 5: 重庆啤酒人效持续提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

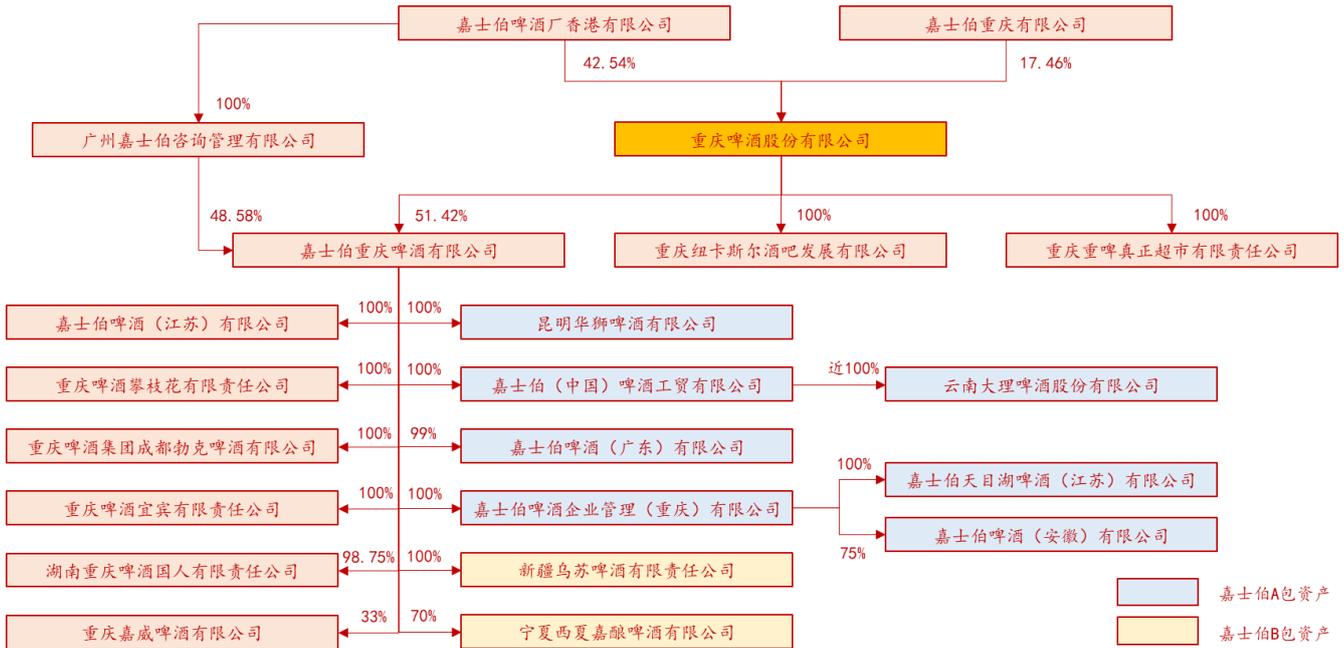
图 6: 重庆啤酒吨价持续提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

通过重大资产重组注入优质资产, 打造百亿重啤。2020 年嘉士伯履行承诺, 将旗下优质资产注入重庆啤酒上市公司体内, 其中主要包括: 1) 重庆嘉酿股权转让: 上市公司出资 6.43 亿元收购嘉士伯香港旗下 48.58% 的重庆嘉酿股权; 2) 重庆嘉酿增资: 重庆啤酒以重啤拟注入业务 (对价 43.65 亿元)、嘉士伯咨询以 A 包资产 (对价 53.76 亿元) 认购一定比例重庆嘉酿新增注册资本, 完成后重庆啤酒、嘉士伯咨询分别持有重庆嘉酿 51.42%、48.58% 的股权, 重庆啤酒实现控股; 3) 购买 B 包资产: 重庆嘉酿现金收购嘉士伯啤酒厂的 B 包资产, 2020 年首期付款 9.15 亿元, 2021 年第二期付款 8.79 亿元。此次重组完成后, 重庆啤酒通过重庆嘉酿 (现更名为嘉士伯重庆啤酒有限公司) 获得原嘉士伯 A 包资产 (昆明华狮、嘉士伯 (中国) 啤酒工贸、嘉士伯啤酒 (广东)、天目湖啤酒、嘉士伯啤酒 (安徽)) 和 B 包资产 (新疆乌苏啤酒、宁夏西夏嘉酿啤酒), 重庆啤酒资产总额自 36.39 亿元增加至 108.98 亿元, 2020 年重庆啤酒营业收入自 2019 年的 35.82 亿元增长至 109.42 亿元。

图 7: 公司股权结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 嘉士伯重庆啤酒有限公司为原重庆嘉酿啤酒公司 (2021年4月27日变更名称)

**重啤管理层资历卓越, 具备丰富的快消品工作经验。**公司现任董事长为罗磊先生, 另外四位董事分别为吕彦东先生、陈伟豪先生、李志刚先生、Ulrik Andersen先生, 董事会秘书为邓炜先生。公司高管具备丰富的快消品行业工作管理经验: 罗磊先生先后在科尔斯·迈尔(澳大利亚最大的零售企业)、沃尔玛、嘉士伯担任高管, 吕彦东先生先后在宝洁、百事饮料、嘉士伯担任技术及管理工作, 陈伟豪先生先后于阿尔斯通电力亚太(马来西亚)、武汉锅炉股份有限公司、任通电源互联业务亚洲担任财务总监, 李志刚先生先后于亨氏、高露洁、嘉士伯担任高管, Ulrik Andersen先生于2001年被任命为嘉士伯集团总法律顾问。管理层专业素养较高、快消品行业经验丰富, 有利于公司长期稳定发展。

表 1: 重庆啤酒管理层均具备较高的专业素养和丰富的快消品工作经验

姓名	职务	个人履历
Roland Arthur Lawrence (罗磊)	董事长	现任嘉士伯亚洲财务副总裁, 同时担任嘉士伯啤酒厂香港有限公司和Carlsberg India Pvt. Ltd., GorkhaBrewery (P) Ltd等公司董事。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。拥有澳大利亚注册执业会计师(FCPA)资格, 拥有墨尔本大学企业学硕士学位, 澳大利亚迪肯大学商业研究生文凭, 新加坡国立大学教育学研究生文凭和荣誉文学学士学位。
吕彦东	董事	现任嘉士伯中国区生产运营副总裁。历任嘉士伯公司惠州供应链总监, 本公司副总经理。更早前, 曾先后在哈尔滨电机股份有限公司, 广州宝洁公司和百事饮料有限公司担任技术及管理工作。拥有哈尔滨工业大学机械电子工程硕士学位。
Chin Wee Hua (陈伟豪)	董事	现任嘉士伯中国财务副总裁。2001年至2008年任阿尔斯通电力亚太(马来西亚)有限公司财务总监。2009-2014年任武汉锅炉股份有限公司财务总监。2015-2016年任通电源互联业务亚洲财务总监。毕业于澳洲西澳大学, 商业学位, 主修会计及财务经济, 注册于澳洲会计师协会的会计师。另外毕业于英国莱切斯特大学, 工商管理硕士。
LEE Chee Kong	董事	现任嘉士伯中国董事总经理, 毕业于马来西亚北方大学工商管理专业。在任职于嘉士伯前, 李志刚先生曾任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理。更早前, 他曾担任亨氏中国董事总经理职位, 并且在高露洁棕榄中国及亚太地区长时间从事管理工作。
Ulrik Andersen	董事	1990年获得哥本哈根大学法律硕士学位, 1998年获得英国布里斯托大学法律硕士学位, 于1992年获得丹麦法律职业资格, 是丹麦执业律师。他于1998年加入嘉士伯集团, 并于2001年被任命为嘉士伯集团总法律顾问。在加入嘉士伯之前, Ulrik Andersen先生在伦敦和哥本哈根的国际律师事务所从事律师职业。
邓炜	董事会秘书	本公司董事会秘书。1997年至2000年曾就职于中国平安重庆分公司寿险营销部。2001年至2006年担任本公司证券事务代表。2006年至今担任本公司董事会秘书。拥有重庆大学工商管理学院MBA学位。

资料来源: 公开资料, 浙商证券研究所

### 1.2.2 效果 1：收入利润端——结构升级推动盈利能力大幅提升

品牌组合全价格带覆盖，“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合互为补充，涉及各类消费场景，实现全人群触达。

1) 产品组合方面：目前公司已经实现了高档、主流、经济全价格带的覆盖，其中高档（10元以上）啤酒品牌主要包括1664、格林堡、布鲁克林、乌苏、嘉士伯等，主流（6-9元）啤酒品牌主要包括乐堡、重庆、大理啤酒等品牌，经济（6元以下）啤酒品牌主要包括天目湖、山城等品牌。就价位段来看，高价位产品占比提升推升吨价水平，吨价领跑行业。2021H1 公司高档（10元以上）、主流（6-9元）、经济（6元以下）产品占比分别为36.3%、51.4%、12.3%，高档产品占比较2019年提升了21.5pcts/2020年公司的高档、主流、经济产品的吨价分别为6929、4050、2942元/千升，吨价水平领跑行业（国际高端啤酒巨头百威英博2017-2020年整体吨价水平基本维持在6000元上下，重庆啤酒在产品结构升级的进程中仍有较大提升空间）；就品牌结构来看，国际品牌占比提升推升公司盈利能力。2020年国际品牌收入占比为34.90%。国际品牌和本土品牌的毛利率水平分别为57.08%、49.10%，更偏高端的国际品牌的收入占比提升有利于拉高公司整体盈利能力。另外，公司针对不同的品牌设立独立的运作团队，针对性运作各自的消费场景和消费渠道，打造差异化、特色化、细分化的品牌矩阵，实现品牌的全场景、全渠道、全人群触达。

图 8：2021H1 重庆啤酒分档次产品结构情况



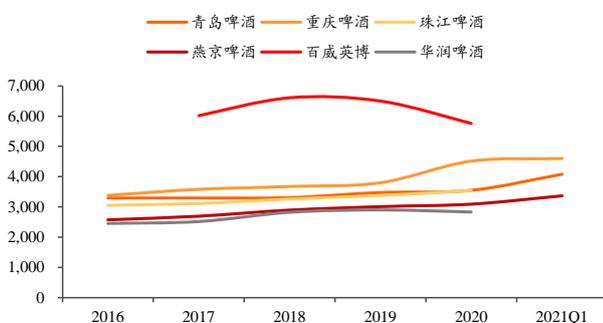
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：重庆啤酒高档+主流产品份额呈持续提升趋势



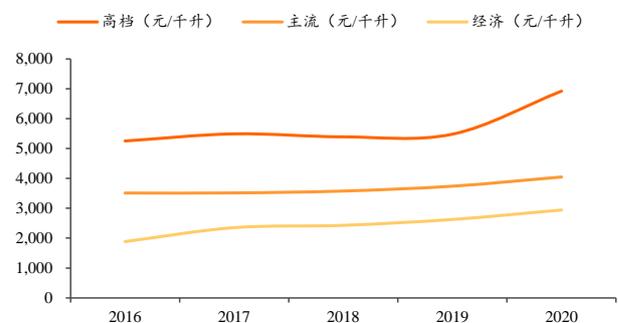
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：重啤吨价相比百威英博有较大提升空间（万元/千升）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：重庆啤酒各分类吨价均呈持续提升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：公司产品结构

品牌	产品	价格	浓度 (%VOL)	规格 (ml)	图片	主要场景	品牌	产品	价格	浓度 (%VOL)	规格 (ml)	图片	主要场景
1664	柑橘果味	10.8	≥4.8	500		法式新生活	西夏啤酒	x5夺命大红瓶	10	≥3.3	600		烧烤
	桃红果味 (瓶装)	10.8	≥3.3	330		法式新生活		X5易拉罐	8.7	≥3.3	500		烧烤
格林堡	金色艾尔	14	6.3	330		正餐、下午茶		X3玻璃瓶装	7.5	≥3.3	600		烧烤
布鲁克林	精酿啤酒	14	≥4.6	330		派对、聚会		重庆国宾	4.8	≥2.5	500		火锅
风花雪月	特酿啤酒	11.5	≥4	325		国风爱情	重庆啤酒	重庆纯生	7.5	≥3.3	500		火锅
	红乌苏	8.3	≥4	620		烧烤		66	5	≥2.5	500		火锅
	大乌苏黑啤	10	≥4	620		烧烤		33	4	≥2.5	500		火锅
乌苏啤酒	大乌苏小麦白	10	≥3.6	500		烧烤	山城啤酒	山城冰霜	2.9	≥2.5	330		火锅
	绿乌苏	5.4	≥3.3	500		烧烤		山城冰霜	4.3	≥2.5	500		火锅
嘉士伯	特醇嘉士伯	6	≥3.2	500		精致西餐		山城菠萝C	2.4	0	330		聚会
	嘉士伯啤酒醇滑	6.2	≥4	330		精致西餐	天目湖啤酒	原浆特醇精酿 金麦芽黄	4	≥2.5	500		朋友聚会
乐堡	明星同款 (瓶装)	7	3.1	330		酒吧夜店			精酿原浆清啤	2.5	≥2.5	330	
	明星同款 (罐装)	4.5	3.1	500		酒吧夜店	大理啤酒	大理啤酒V8	2.5	≥2.5	330		酒吧KTV

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

2) 区域方面：目前公司拥有高端全国性品牌如 1664、嘉士伯等，拥有强势地方性品牌如重庆、大理、山城、天目湖、西夏啤酒等，此外新疆大乌苏正逐步从疆内走向疆外，公司的核心优势市场包括重庆、新疆、云南、宁夏等西部省份，正快速向东部市场扩张。公司在市场开拓方面主要制定了两大战略：1) 扬帆 22 计划巩固核心市场：嘉士伯于 2016 年启动“扬帆 22”计划，具体为巩固排名第一第二的市场地位、实现增长、执行出色、构建必赢文化，特别强调巩固核心市场，让核心啤酒品牌焕发生机。2) 大城市计划开拓空白市场：公司于 2020 年提出 38 个大城市计划，2021 年进一步扩展为 41 个大城市计划和专属于乌苏的 20 个大城市计划（集中于华东和华南区域），大城市计划针对竞品开发进度较慢的中高端发展城市，公司计划通过 3-5 年培育占到当地市场的中高端价格带第一第二的市场地位，截止 2021H1 公司已完成对 41 个大城市的开拓。

3) 消费场景方面：公司针对不同的区域、不同的渠道投放不同的品牌组合，并针对不同的品牌设计对应的细分消费场景，从而实现全场景、全人群的触达，且契合当代年轻人群碎片化、跳跃式的消费习惯。具体而言：1) 凯旋 1664 对应法式精致生活，对应渠道和人群为娱乐渠道、高收入白领，消费场景主要为音乐餐吧；2) 格林堡来自比利时，对应商务氛围，对应场景为海鲜日料、下午茶甜点；3) 布鲁克林来自美国，对应美国的嘻哈文化，对应场景为派对、聚会、畅饮；4) 嘉士伯对应场景为精致西餐；5) 乐堡对应场景为酒吧夜店；6) 风花雪月对应场景为国风爱情；7) 乌苏、西夏啤酒对应场景为烧烤；8) 重庆、山城啤酒对应场景为火锅。细分化、多元化的消费场景正对应当前个性化、小众化的消费特征，在有效的场景化营销方式下，公司有望将乌苏出色的品牌打造能力复制至其他品牌，发展空间广阔。

图 12：重啤旗下不同品牌对应不同消费场景



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.2.3 效果 2：成本端——关厂提效领跑行业，降本控费显著增厚利润

近年啤酒企业巨头纷纷进行关厂提效，公司为业内先行者。我国主要酒企从 2015 年开始相继关闭工厂，淘汰落后产能，重庆啤酒则是几大啤酒巨头中关厂提效的先行者，在 2015 年便针对辐射能力弱、可替代性强、生产效率低的工厂实施优化，同年关闭了綦江、柳州、九华山、永川、黔江和六盘水等酒厂的生产性业务，15-18 年 4 年间关闭 8 家家工厂。其他啤酒巨头百威英博、嘉士伯、华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒也纷纷在 2016 年后进行关厂提效，百威亚太于 16-17 年关停 8 家工厂，嘉士伯于 2017 年关闭 17 家工厂，青岛啤酒于 2019 年提出未来 3-5 年关闭整合 10 家工厂的计划。

表 3：重庆啤酒率先进行关厂提效

公司	时间	举措
重庆啤酒	2015年	关闭永川分公司、綦江工厂、柳州山城啤酒有限公司、安徽九华山有限公司
	2016年	关闭黔江分公司、六盘水啤酒有限责任公司、安徽亳州有限责任公司、宁波大梁山有限责任公司
	2017年	转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益
	2018年	关闭湖南常德工厂
百威英博	2016年	关闭浙江舟山工厂河南新乡亚洲啤酒厂
珠江啤酒	2017年	关闭汕头工厂
华润啤酒	2017年	关停 5 间工厂
	2018年	关停 13 间工厂
	2019年	关停 7 间工厂
青岛啤酒	2018年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司
	2019年	关闭 2 间工厂

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

淘汰落后产能有利于降低成本费用，增强盈利能力。公司于 2015 年开始进行关厂提效，成效显著，公司折旧与摊销费用在 2014-2017 年间下降了 28%，同时每单位固定资产所能生产的产量在 2014-2020 年间提升了 30%，为生产每单位啤酒产量所耗费的折旧

摊销在 2014-2020 年间下降了 24%，生产运营效率显著提升。同时，2018 年公司管理费用率较 2014 年下降 10.08 个百分点至 4.44%，2018 年销售净利率较 2014 年提升 13.14 个百分点至 12.15%，关厂提效使得公司盈利能力显著提升。

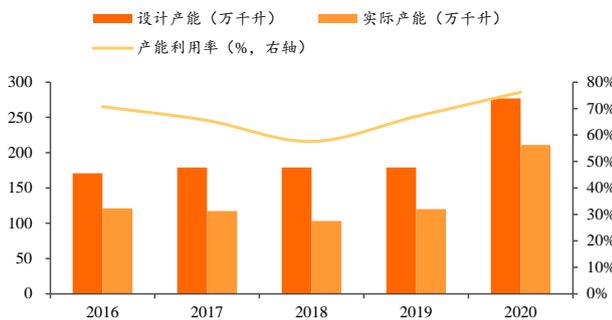
表 4：关厂提效显著降低折旧摊销费用

重庆啤酒	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
固定资产 (亿元)	17.47	14.79	11.15	13.33	12.35	11.52	32.33
折旧摊销 (亿元)	2.26	2.10	1.76	1.62	1.74	1.74	4.14
折旧摊销/固定资产 (%)	12.93%	14.20%	15.80%	12.12%	14.06%	15.11%	12.80%
产量 (万千升)	94	89	80	76	82	82	226
产量/固定资产 (万千升/亿元)	5.38	6.02	7.18	5.70	6.64	7.12	6.99
折旧摊销/产量 (百万元/万千升)	2.40	2.36	2.20	2.13	2.12	2.12	1.83

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

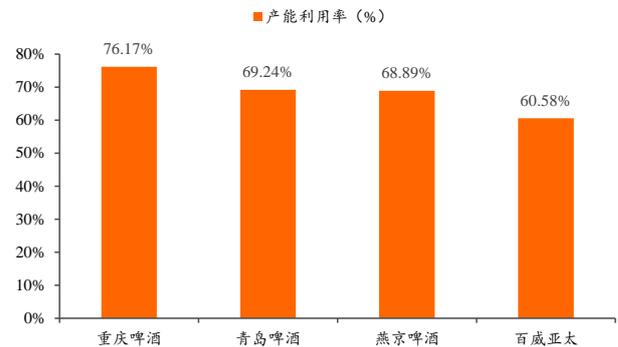
注入优质嘉士伯产能，目前重啤产能利用率达到行业领先水平。2020 年嘉士伯通过重大资产重组将其新疆、宁夏、云南、江苏、广东、安徽的优质产能注入重庆啤酒体内，2020 年公司整体产能利用率同比提升 9.1 个百分点至 76.2%，目前主要工厂产能利用率均高于 55%，新疆乌苏、昆明华狮、宁夏西夏嘉酿等工厂产能利用率高达 90% 以上。得益于重庆啤酒较早地实施关厂提效方案，淘汰落后的低效产能，目前重庆啤酒的产能利用率位于行业领先水平，2020 年青岛啤酒、燕京啤酒的产能利用率分别为 69.2%、68.9%，重庆啤酒具有较大领先优势。

图 13：2018 年以来重庆啤酒产能利用率稳步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：重庆啤酒产能利用率为行业领先水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒为 2020 年数据，百威亚太为 2018 年数据

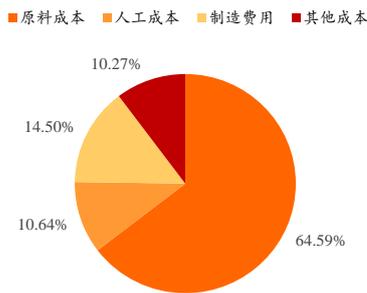
表 5：2020 年重庆啤酒产能利用率显著提升

2019 年重庆啤酒主要工厂名称	设计产能 (万千升)	实际产能 (万千升)	产能利用率	2020 年重庆啤酒主要工厂名称	设计产能 (万千升)	实际产能 (万千升)	产能利用率
重庆啤酒股份有限公司新区分公司	28	18	64.3%	嘉士伯 (中国) 啤酒工贸有限公司	50	32	64.0%
重庆啤酒股份有限公司北部新区分公司	40	35	87.5%	重庆嘉酿啤酒有限公司	40	35	87.5%
重庆啤酒股份有限公司六厂	18	10	55.6%	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	30	27	90.0%
重庆啤酒股份有限公司九厂	18	7	38.9%	重庆嘉酿啤酒有限公司九龙坡分公司	28	18	64.3%
重庆嘉威啤酒有限公司	23	16	69.6%	新疆乌苏啤酒有限责任公司	25	23	92.0%
重庆嘉酿啤酒有限公司石柱分公司	10	4	40.0%	昆明华狮啤酒有限公司	25	24	96.0%
重庆啤酒集团成都勃克啤酒有限公司	10	9	90.0%	嘉士伯天目湖啤酒 (江苏) 有限公司	26	20	76.9%
重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	11	55.0%	重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	11	55.0%
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	12	10	83.3%	重庆嘉酿啤酒有限公司合川分公司	18	10	55.6%
				嘉士伯啤酒 (安徽) 有限公司	15	11	73.3%
合计	179	120	67.0%	合计	277	211	76.2%

资料来源：公开资料，浙商证券研究所

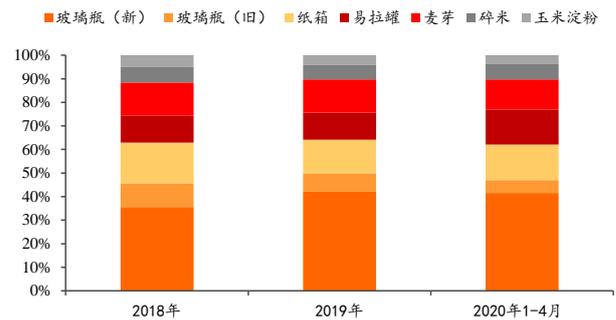
主要原材料价格呈上涨趋势，公司多措并举应对成本提升。公司原料成本中玻璃瓶、纸箱、易拉罐、麦芽占比约为 46.98%、15.08%、14.80%、12.86%，玻璃、瓦楞纸价格年初至今涨幅接近 10%，铝材、进口大麦价格年初至今涨幅达 20%左右，预计下半年乃至明年原材料成本仍将呈上升趋势。针对原料成本持续攀升的情况，公司多措并举：1) 通过全球采购、错峰采购、优化供应链、择机合理储备降低原料成本上涨的不利影响，我们测算今年成本上涨对利润端的影响为 1 个点左右；2) 公司主要通过产品结构升级、销量增长分摊固定成本，对冲原材料成本上涨的影响；3) 随着同业纷纷提价，公司也计划于今年下半年针对不同区域、不同产品采用提高零售价/缩减折扣费用应对成本上涨。

图 15：2020 年重庆啤酒成本结构以原料成本为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：啤酒原料成本以玻璃瓶、纸箱、易拉罐、麦芽为主



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：2019 年以来中国玻璃价格大幅上涨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：2021 年以来瓦楞纸价格显著上涨



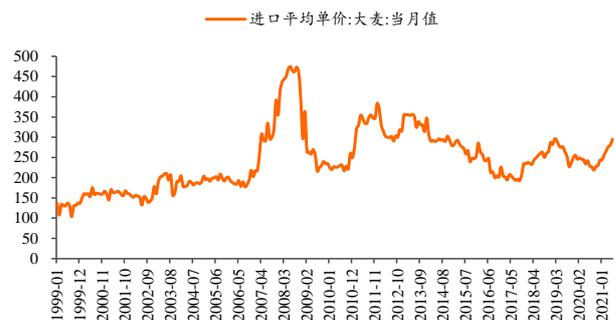
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2020 年以来铝材价格显著上涨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2020 年末以来进口大麦平均单价持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 6：成本上涨对公司利润端影响**

分类	2020年金额（亿元）	变化幅度			2020年静态测算成本（亿元）		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
啤酒收入	106.25	106.25	106.25	106.25	106.25	106.25	106.25
啤酒成本							
玻璃瓶	15.51	1%	2%	3%	15.67	15.82	15.98
纸箱	4.98	1%	2%	3%	5.03	5.08	5.13
易拉罐	4.89	3%	7%	10%	5.03	5.23	5.38
麦芽	4.25	3%	7%	10%	4.38	4.55	4.67
碎米	2.16	-1%	0%	1%	2.14	2.16	2.18
玉米淀粉	1.23	1%	2%	3%	1.25	1.26	1.27
人工成本	5.44	-	-	-	5.44	5.44	5.44
制造费用	7.41	-	-	-	7.41	7.41	7.41
其他成本	5.25	-	-	-	5.25	5.25	5.25
总成本	51.13				51.60	52.20	52.72
啤酒毛利	55.12	-0.47	-1.07	-1.59	54.65	54.05	53.53
啤酒毛利率	51.88%	-0.44%	-1.01%	-1.49%	51.44%	50.87%	50.39%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：玻璃瓶、纸箱等原材料成本依据资产重组时的占比进行测算

**表 7：啤酒企业提价情况**

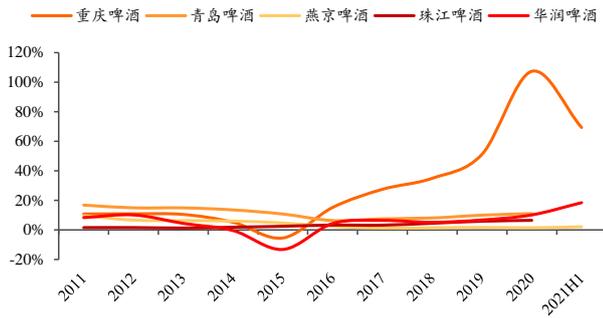
日期	公司	提价情况
2017年12月	燕京啤酒	12月1日对460ml本生啤酒(纸1×12)终端进货结算价格顺涨3元/箱，单瓶零售价格顺涨1元/瓶。
2018年1月	华润啤酒	1月1日起，华润雪花对包括雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的9款产品进店价格进行上调，幅度在2到10元每件不等，多数提升幅度在4~7元，提价产品的规格均为500ml。
2018年1月	青岛啤酒	拟对部分区域的部分产品进行价格上调，平均涨价幅度不超过5%。
2018年3月	百威啤酒	年后批价由57元/件提至85元/件，涨幅近50%，3月10日起执行。
2018年3月	燕京啤酒	3月16日起低端产品率先涨价5%左右，4月1日起中端系列产品也将涨价，高端产品暂时不涨价。
2018年4月	哈尔滨啤酒	哈尔滨啤酒计划4月提价
2018年5月	青岛啤酒	青岛优质啤酒产品提价，单款单箱全国提价2元
2021年5月	百威啤酒	涨价品牌包括百威以及全国范围内的核心和实惠品牌，不同品牌的具体涨幅不同。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3. 财务方面：盈利能力强+运营效率提升，重啤 ROE 领跑行业

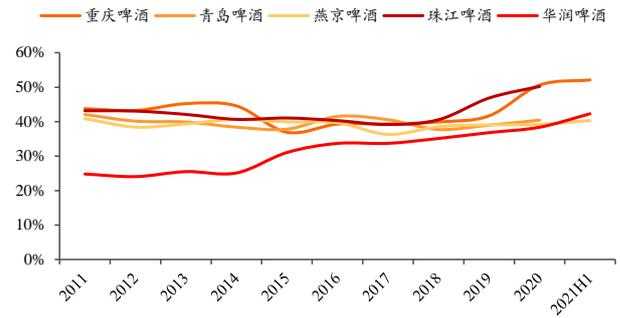
公司 ROE 水平显著较高，主要得益于公司拥有较强盈利能力及不断改善的运营效率。2019 年、21H1（由于 2020 年重大资产重组导致资产负债率大幅攀升，造成 ROE 达到 107%，暂不考虑）公司的 ROE 分别为 51.25%、69.41%，显著高于其他同业公司，自 2016 年归母净利润实现扭亏为盈以来，公司的 ROE 始终高于 15%，并逐年提升，主要得益于销售净利率和总资产周转率较高，而这背后的原因为公司拥有较强的基地市场优势（在重庆地区话语权强）、盈利能力强的乌苏发展强势+管理效率不断提升。

图 21: 重庆啤酒 ROE 显著较高



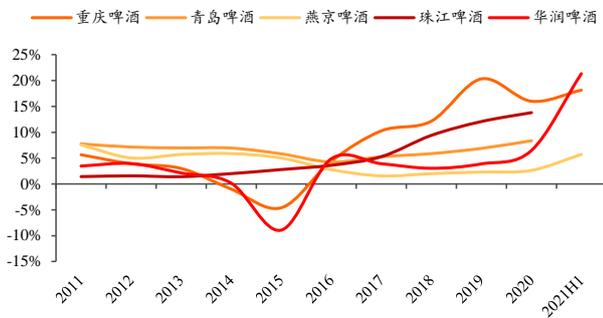
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 21Q1 重庆啤酒毛利率水平位居行业首位



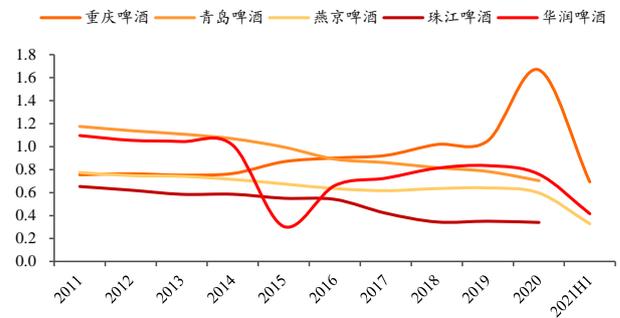
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 23: 重庆啤酒销售净利率高于同业



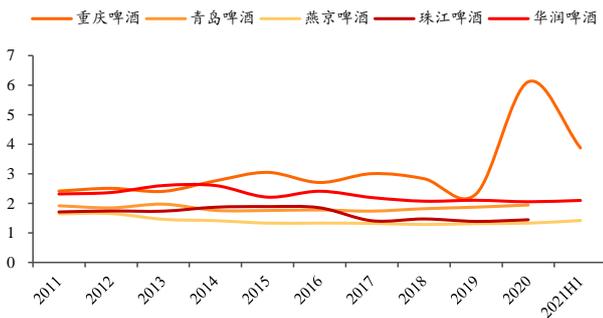
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 24: 重庆啤酒总资产周转率高于同业



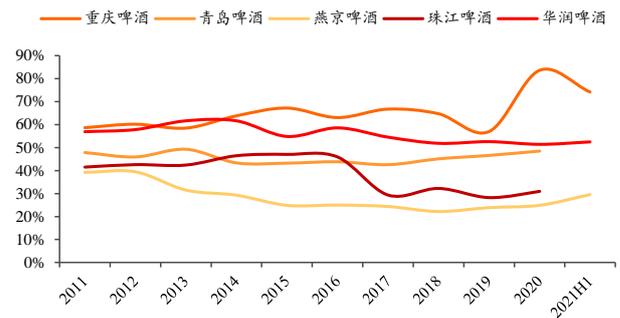
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 25: 重庆啤酒权益乘数较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 26: 重庆啤酒资产负债率较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2. 啤酒步入存量竞争阶段, 结构升级为未来发展方向

### 2.1. 量价趋势: 量减价增趋势未变, 高端化结构升级正当时

#### 2.1.1 量: 啤酒行业总产量下降趋势明显, 销量整体表现稳定

2013 年我国啤酒行业产销量见顶, 后受主流消费人群数量下降叠加产品同质化严重等因素影响, 逐步回落至稳定状态。我国啤酒行业自 2005 年起总产量及销量均呈上行态

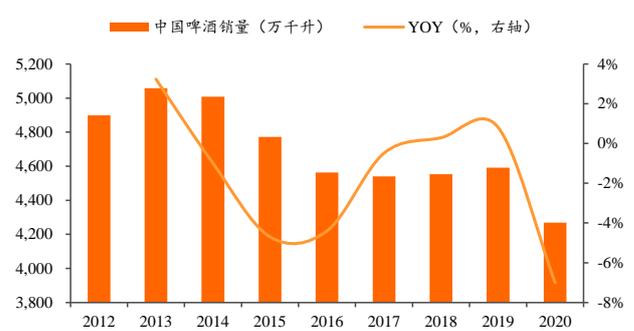
势，2013年总产量及销量突破5000万千升，达到顶峰，但由于主流消费人群（20-50岁）数量下降、产品同质化日益严重，啤酒产量及销量自2013年后开始逐步回落，13-20年啤酒产量及销量CAGR分别为-5.27%、-2.39%，2020年啤酒产量及销量较峰值分别下降31.54%、15.59%，2020年产量及销量分别为3411、4269万千升（产量为中国酒业协会数据，销量来自欧睿数据库）。据Euromonitor预测显示，我国啤酒销量在未来4年内将保持相对平稳状态。

图 27：中国啤酒行业产量自 2014 年以来逐年下滑



资料来源：中国酒业协会啤酒分会，浙商证券研究所

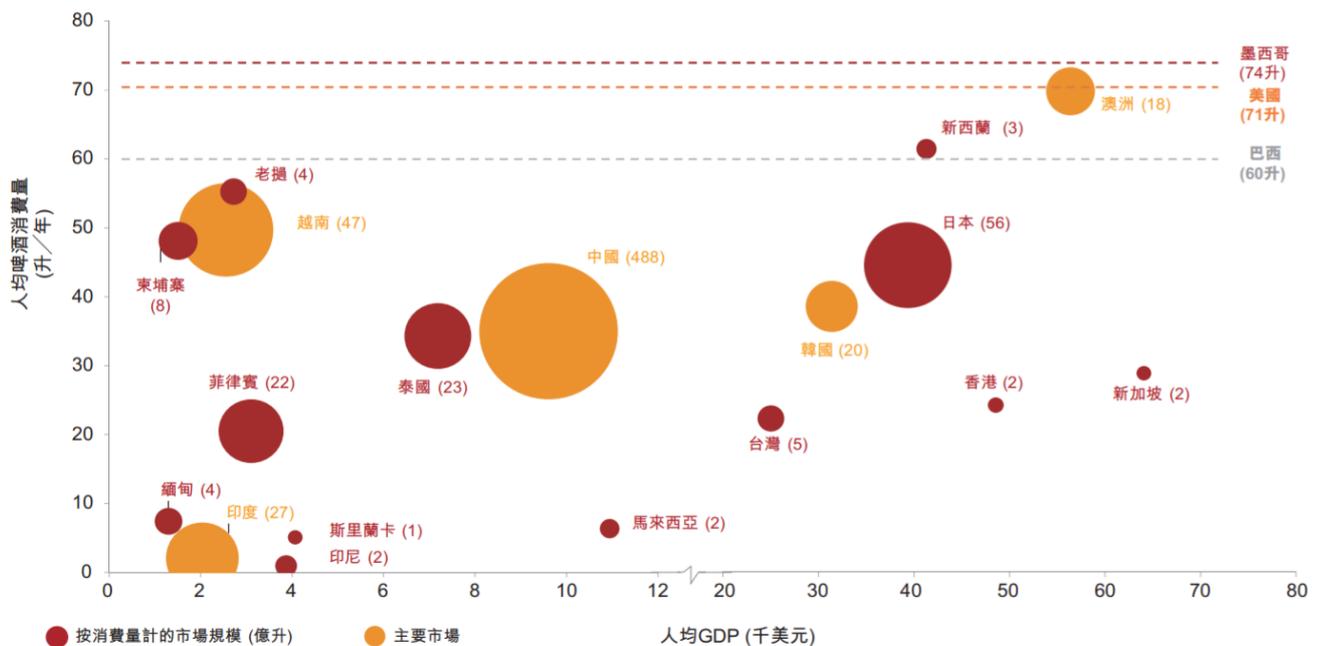
图 28：中国啤酒行业销量 2016 年后总体保持稳定



资料来源：欧睿数据库，浙商证券研究所

我国啤酒总销量位居全球第一，但人均销量仍有较大提升空间。总量角度来看，据Euromonitor数据显示，自2013年起我国啤酒销量已稳居世界第一，其中2019年销量占全球总量的23%；人均消费量角度来看，据GlobalData统计，2018年亚太地区啤酒人均消费量约为20升，其中中国人均啤酒消费量约40升左右，显著低于韩国、日本、越南、澳洲，美洲地区的墨西哥、美国、巴西人均啤酒消费量高达74、71、60升，我国人均啤酒消费量仍有较大挖掘潜力。

图 29：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP



资料来源：GlobalData、IMF、百威亚太招股说明书，浙商证券研究所

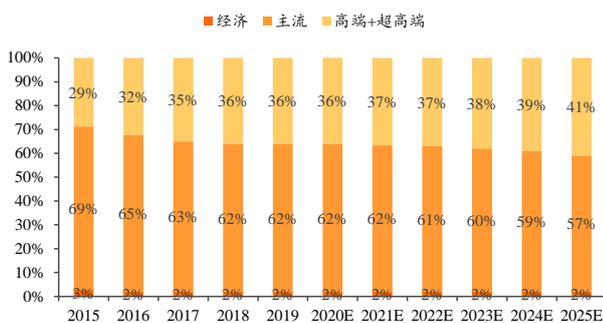
### 2.1.2 价：经济型啤酒主导的时代已落幕，高端化登上历史舞台

消费升级趋势下，高端化为行业大势所趋。从宏观层面来看，随着我国消费升级进程不断加速、人均收入不断提升、品牌化意识不断增强，消费品整体高端化趋势明显，其中亦包括啤酒行业。从销售额数据来看，据中国酒业协会啤酒分会统计，2014-2019年在销量总体下降的态势下，我国啤酒行业销售收入仅在2016年下滑1.3%；据GlobalData统计，2015-2019年我国高端+超高端啤酒产品销售额占比从29%提升至36%，2025年有望进一步提升至41%；据Euromonitor数据显示，2014-2019年我国经济型啤酒销量CAGR为-5.3%，而高端啤酒CAGR达13%。我们可以从以上几组数据中看出，高端化、品牌化为啤酒行业未来发展的大趋势。

经济型啤酒主导的时代已落幕，高端化能力为当下酒企主要竞争点。具体到微观层面，当前啤酒行业的主要竞争点除了控成本（关厂提效等），主要在于提利润（即产品结构升级），酒企产品结构重点也从原来的低端同质化产品逐步转移至品类多样的中高端产品，其中不乏百威、嘉士伯、喜力等具备成熟高端化品牌运作经验的外资，也不乏品牌力及口碑均较强的青岛啤酒、华润雪花等国产品牌。由于啤酒企业多在基地其余拥有较强竞争力，因此本土品牌在高端化过程中更具优势，收购国内本土品牌为外资企业短时间内进军国内市场的重要手段，同时可通过本土渠道强大的铺货功能，来实现国际知名产品的铺设，经济型啤酒主导的时代已落幕，高端化登上历史舞台。

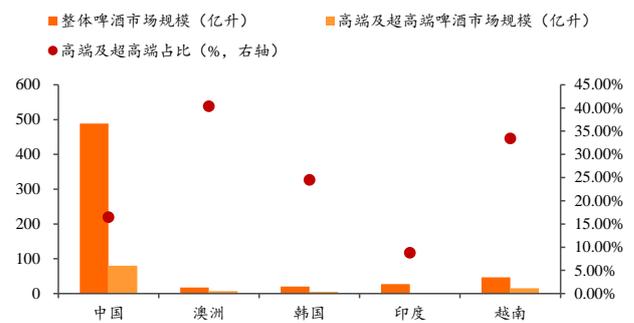
高端啤酒渗透率较海外有较大提升空间。从高端啤酒渗透率方面来看，目前我国高端及超高端啤酒销量占比仅16.44%，同为亚太国家的澳洲、越南、韩国的高端及超高端啤酒占比分别为40.34%、33.40%、24.50%，随着我国人均消费水平的进一步提升，我国高端及超高端啤酒销量占比有望向澳洲、越南、韩国靠拢。

图 30：高端和超高端啤酒销售金额占比不断提升



资料来源：GlobalData，浙商证券研究所

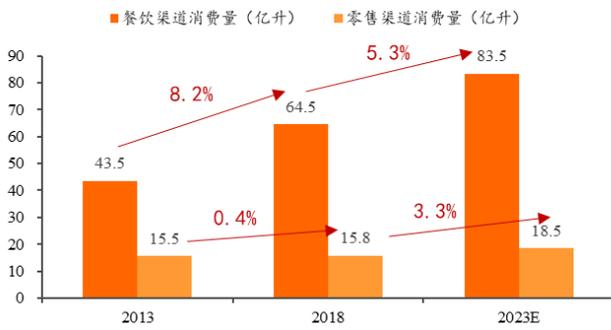
图 31：中国高端及超高端销量占比低于主要亚太国家



资料来源：GlobalData，浙商证券研究所

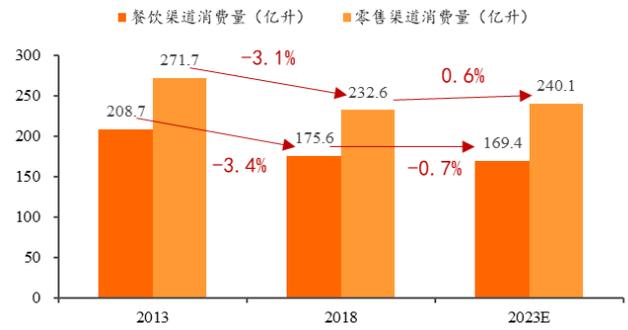
2018-2023E 高端啤酒消费量 CAGR 或达 4.9%，主流啤酒消费量或将企稳。据GlobalData统计，高端啤酒的消费渠道主要集中于餐饮渠道，2018年餐饮渠道的高端啤酒消费占比达80%，而主流及实惠啤酒在零售渠道的占比为57%。伴随消费升级的趋势延续，我国高端啤酒的消费量仍将持续提升，预计2018-2023年我国高端及超高端啤酒在餐饮和零售渠道的CAGR分别为5.3%、3.3%，而主流及实惠啤酒的消费量有望企稳，预计2018-2023年我国主流及实惠啤酒在餐饮和零售渠道的CAGR分别为-0.7%、0.6%。

图 32：中国高端和超高端啤酒消费量持续提升



资料来源：GlobalData，浙商证券研究所

图 33：中国惠及主流啤酒消费量略有下滑

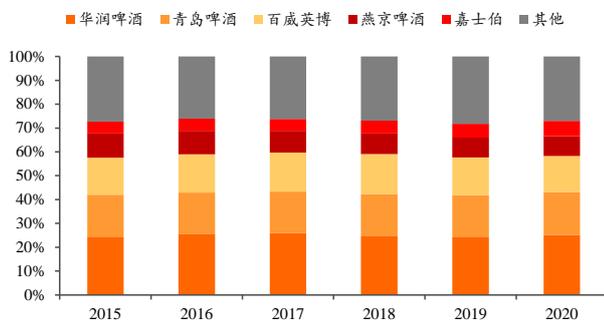


资料来源：GlobalData，浙商证券研究所

## 2.2. 啤酒行业进入存量竞争阶段，寡头竞争格局稳定

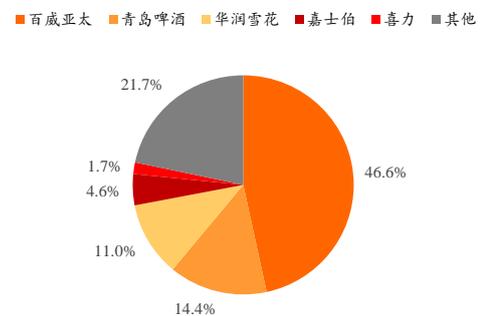
集中度来看：我国啤酒行业 CR5 为 73%，已经进入寡头竞争的存量争夺阶段。中国啤酒行业集中度以嘉士伯于 2013 年控股重啤为分界点，自 2013 年后中国啤酒行业 CR5 始终位于 70% 以上的水平，当前我国啤酒行业 CR5 为 73%、高端及超高端啤酒 CR5 为 78.4%，已经进入寡头竞争的存量争夺阶段。对比海外来看，澳洲、韩国、印度、越南的当前 CR5 分别为 91.9%、89.3%、88.6%、93.1%，我国啤酒行业集中度仍有提升空间。

图 34：中国啤酒 CR5 持续稳定在 70%+



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：2018 年中国高端及超高端产品 CR5 达到 78.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

竞争格局来看：中外五大巨头寡头竞争为主，在区域层面仍竞争激烈。中国啤酒经历了收购扩张、品牌整合、国际巨头入局等阶段，当前以中外五大巨头寡头竞争为主。近年来纵观我国各省啤酒市场，五大龙头各自具备基地市场：1) 华润啤酒牢牢占据东三省、华东的江苏和安徽、四川、遵义等重要省份；2) 青岛啤酒在沿黄一线的山东、河北、山西、陕西具有统治性的优势；3) 百威啤酒发力华中、华南，在湖北、江西、福建市占率领先；4) 重庆啤酒（嘉士伯）则立足西部，在重庆、新疆、宁夏、云南均稳居鳌头；5) 燕京啤酒在北京、内蒙古、广西具有领先优势。此外，部分地方性品牌仍具备顽强的生命力，金星啤酒在年产量 193 万千升的河南省占率高达 40%，此外西藏的拉萨啤酒、青海的黄河啤酒、海南的力加啤酒仍具备一定体量。

图 36：我国啤酒市场历经收购扩张、品牌整合、国际巨头入局等阶段



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 37：我国各省啤酒龙头市占率情况



酒企想要赢得当前的高端化战争，可通过走差异化市场战略实现：

1) **发力战况仍胶着的重点大省**：当前存在部分重点省份处于多方混战的格局，如年产量 357 万千升的广东目前华润、百威、青啤三足鼎立，年产量 260 万千升的浙江目前华润和百威二分天下，年产量 193 万千升的河南尚无酒企取得绝对优势，酒企可通过发力尚处于战国时期的市场实现市占率的快速提升。以重庆啤酒为例，乌苏啤酒的二十个大城市计划便集中于华东和华南区域，发力有中高端发展潜力且竞品无领先优势的城市，有利于乌苏啤酒在疆外市场的快速扩张；

2) **发力特定细分渠道以实现产品的全国化推进**：以重庆啤酒为例，公司主攻烧烤场景以推广乌苏啤酒，由于乌苏的“大容量、酒精度高、麦芽汁浓度高、高性价比”、“大乌苏”等特点契合餐饮消费人群需求，从而实现销量在全国范围内的爆发式增长——2020 年在疫情的影响下仍然年销量超 10 亿瓶，全年销量超 60 万吨。

表 8：我国各省啤酒产量及主要酒企市占率一览

排序	省份	产量 (万千升)			市占率					
		2019	2020	2020年增速	华润雪花	百威英博	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	其他
1	山东	484	458	-5%	15%		78%			
2	广东	385	357	-7%	25%	25%	29%			
3	浙江	227	260	14%	31%	31%	21%			
4	四川	229	218	-5%	79%	8%		6%		
5	河南	253	193	-24%	18%	22%				40%
6	河北	181	178	-1%	28%		43%	23%		
7	江苏	182	174	-4%	54%	8%		38%		
8	辽宁	207	171	-17%	67%	15%				
9	福建	158	157	-1%		58%	21%		15%	
10	黑龙江	202	129	-36%	49%	46%	5%			
11	广西	118	112	-5%	3%		5%		92%	
12	贵州	111	101	-10%	85%				11%	
13	湖北	128	98	-24%	28%	58%	7%			
14	北京	91	79	-13%	7%		18%	73%		
15	安徽	79	76	-4%	72%		17%		11%	
16	吉林	91	72	-20%	52%	39%	10%			
17	江西	71	70	-2%	5%	80%			11%	
18	云南	82	70	-15%	12%			38%	40%	
19	陕西	71	67	-5%	20%		80%			
20	湖南	62	67	7%	23%		10%	25%		
21	重庆	67	66	-2%	14%				81%	
22	内蒙古	64	59	-9%	42%		7%	51%		
23	新疆	53	46	-13%				5%	80%	
24	甘肃	42	35	-17%	32%		39%			
25	上海	44	29	-35%	20%		71%			
26	宁夏	21	20	-5%					80%	
27	山西	18	18	-2%	30%		55%			
28	天津	27	16	-39%	46%	17%	24%			
29	西藏	13	13	-5%	30%					70%
30	海南	2	3	61%			53%	21%		27%
31	青海	2	1	-35%	49%		10%			41%

资料来源：公开资料，浙商证券研究所，注：河南省其他为金星啤酒，西藏自治区其他为拉萨啤酒，海南省其他为力加啤酒，青海省其他为黄河啤酒

### 3. 观“网红”乌苏成名之路，探“长红”原因

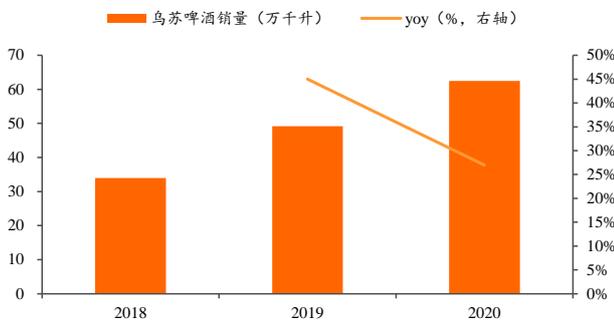
2019 年下半年开始，乌苏开始从疆内走向疆外，并迅速在全国范围内爆红，这其中**有必然原因大于偶然原因**，我们认为背后主要原因分别为：**① 产品独特性**——产品表观特性：“酒精度高、麦芽汁浓度高、大容量”赋予其“酒劲大、味道醇厚、性价比极高”等印象，同时全新升级的包装充分体现其热情、硬核、进取的品牌调性；产品组合特点：以红乌苏为代表，产品矩阵满足不同消费群体需求；**② 差异化的品牌策略**——新媒体营销放大品牌调性，口号朗朗上口迅速占领消费者，精神符号深入人心，网红属性突出；**③ 渠道利润高**——高渠道利润赋予其强大市场推力；疆内市占率高，疆外为主要增量市场，以餐饮渠道为切入点，东进战略市场潜力巨大；**④ 产能充足**——嘉士伯支持下，产能扩张奠定全国化基础。未来乌苏将凭借强大的品牌拉力+差异化渠道推力（烧烤店差异化渠道+高渠道利润）实现“长红”。

图 38：乌苏啤酒发展历程



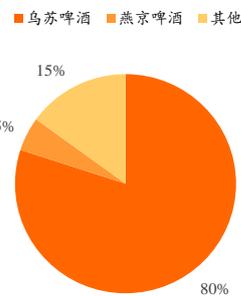
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 39：乌苏啤酒近年来销量增速迅猛



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：新疆省啤酒市占率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

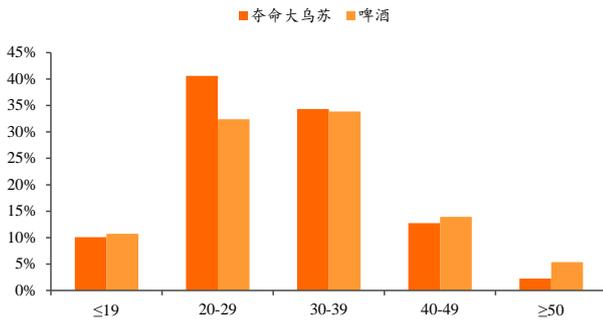
### 3.1. 独特的产品调性+差异化产品特性=“国民/夺命大乌苏”

“酒精度高、麦芽汁浓度高、容量大”，定位中高端。乌苏啤酒另有别称“夺命大乌苏”，主因其较高的酒精度(酒精度和麦芽浓度分别为 4 度和 11 度，而国内主流啤酒的酒精度和麦芽浓度分别为 3-3.5 度、6-8 度)及较大容量(单瓶容量 620ml，高于主流 500ml 的容量)赋予其高性价比特点。另外，由于乌苏地区为世界三大啤酒花产地之一，其啤酒味更为醇厚。另外，公司于 2020 年 5 月对乌苏就行升级换代——火花新标及全新包装彰显乌苏热情、硬核、进取精神，更好的诠释了乌苏品牌调性。

**产品结构丰富，满足多样性需求。**乌苏主要产品为红乌苏，另外还有在疆内更为常见的绿乌苏（性价比较红乌苏更高，酒精度为 3.3%vol，较红乌苏略低）、小麦白（口味清爽雅致）、乌苏纯生、乌苏黑啤等产品。推广市场方面，疆外主要推广吨价约为 6000 元左右的红乌苏，疆内主要推广吨价约为 4000 元的绿乌苏。乌苏啤酒于 2020 年注入公司体内，目前为公司第一大单品，对公司整体产品结构有显著的拉升作用。

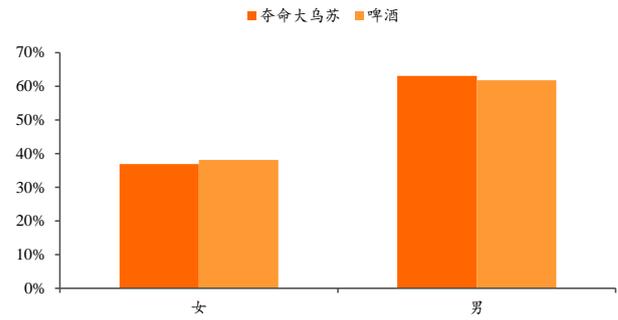
**乌苏啤酒主要人群集中于青年，以男性为主，社交营销、硬核气质与目标人群契合。**由于乌苏啤酒的容量大，酒精度和麦芽度均较高，因此消费人群主要为 20-29 岁年轻群体，20-29 岁、30-39 岁的消费群体对于夺命大乌苏的搜索关注度分别占比 40.63%、34.32%，年轻消费人群的占比高于以“啤酒”作为关键词的搜索占比，且对于“夺命大乌苏”搜索的男性占比为 63.08%，相对较高。由于乌苏啤酒的主要消费人群为年轻人和男性，主要消费场景为烧烤，因此乌苏采取的社交营销方式、“硬核”的气质打造具有针对性和契合性。

图 41: 乌苏啤酒目标人群为 20-29 岁青年



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 42: 乌苏啤酒目标消费人群以男性为主



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 3.2. 个性化小众化消费崛起+新营销模式=“网红乌苏”

### 3.2.1 消费方式发生变化为“乌苏”成为“网红”的社会背景

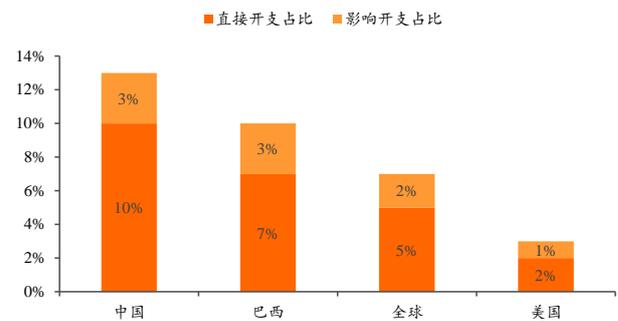
快消品行业新的变革已经出现，消费人群具有分层化和年轻化的趋势。伴随我国经济的迅猛发展，我国基尼系数一直维持在较高水平，尽管 2008 年以来基尼系数呈下降趋势，但 2019 年仍然维持在 0.465 的较高水平，相较而言，欧洲国家由于福利建设和社会保障制度基尼系数大致位于 0.24-0.40 之间，因此我国的消费结构出现分层化的特征。此外，随着 Z 世代成为消费的主力人群，新消费还伴随年轻化的趋势。Z 世代主要指 1995-2009 年出生的人群，中国的 Z 世代人群约 2.6 亿，其直接开支占比约 10%，影响开支占比约 3%，整体消费水平增速较快，是不可忽视的消费新兴力量。

图 43: 中国基尼系数仍然处于高位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 44: 2018 年中国 Z 世代消费占比显著高于全球水平



资料来源:《中国创新经济报告 2021》，浙商证券研究所

消费人群分层化和年轻化趋势之下，新消费呈现个性化和小众化的特征。在分层化的市场环境下，不同收入水平的消费群体的消费理念、消费诉求、消费方式均有较大差异，因此新消费特征由大众化转变为小众化。而在年轻化的趋势下，由于 Z 世代的成长环境具备信息化、多元化的特征，Z 世代崇尚个性的表达。根据《2021 年中国消费趋势报告》，目前消费更强调与自身的契合和匹配，90.8%的消费者认为钱要花在刀刃上，87.2%的消费者更在乎个人工作/生活空间的品味，50%的消费者特别关心品牌是否匹配自身个性，淡化对品牌知名度的关注，此外在潮嗨经济下 40.7%的消费者追求个性的表达。在个性化和小众化的消费特征下，产品和品牌需要满足细分群体和个性表达的需求，

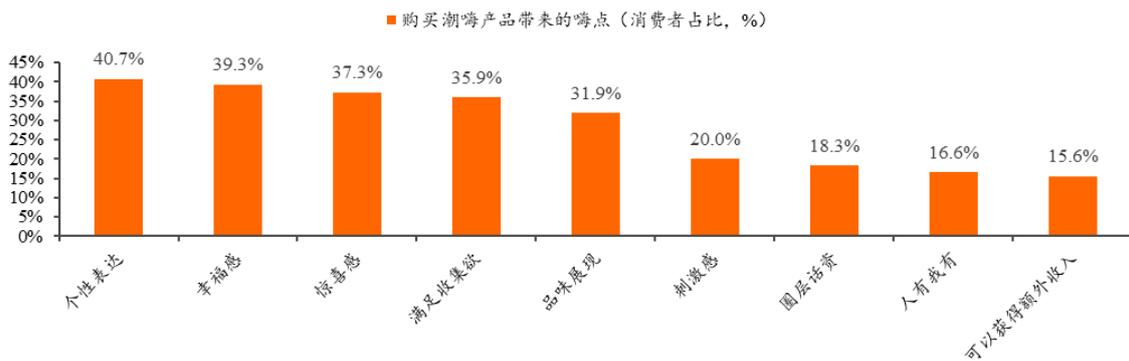
其中场景化营销可以有效地赋予产品新的价值功能、激发用户新的消费需求，从而激发用户的购买欲望。

图 45：消费者追求个性化消费



资料来源：《2021 年中国消费趋势报告》，浙商证券研究所

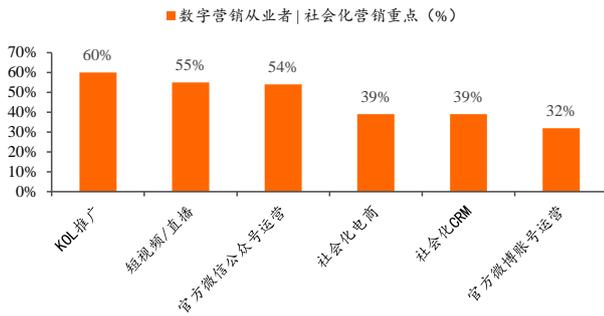
图 46：潮嗨经济下消费者更追求个性化表达



资料来源：《2021 年中国消费趋势报告》，浙商证券研究所

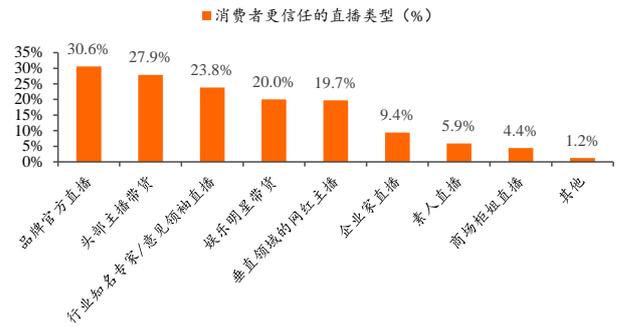
针对个性化和小众化的消费特征，内容营销、直播营销等新营销方式更为重要。对于品牌营销而言，获取用户始终为营销的核心，在短视频、电商蓬勃发展的当下，获取用户一般可以通过技术、内容、社群三大方式实现，技术手段主要包括小程序、APP 等接口端的触达，内容手段主要包括短视频、直播、公众号等内容的分享，社群手段则包括微信、QQ、贴吧及各类细分社群。其中，内容手段的营销方式不仅可以有效触达消费者，还可以进行品牌的宣传，是目前比较重要的营销方式。在内容营销方面，60%、55%、54%的数字营销从业者分别认为 KOL 推广、短视频/直播、官方微信公众号运营是社会化营销的重点，30.6%、27.9%的消费者更信任品牌官方直播和头部主播带货。因此，在个性化和小众化的消费特征之下，快消品公司利用 KOL 以及短视频/直播等营销方式进行营销显得尤为重要。

图 47: 社会化营销的重点在于 KOL 推广



资料来源: AdMaster, 浙商证券研究所

图 48: 消费者更信任品牌官方和头部主播



资料来源: 《2021年中国消费趋势报告》, 浙商证券研究所

### 3.2.2 网络新媒体营销抢占流量, 成功塑造“网红”品牌

乌苏啤酒全方位使用 KOL 营销、内容营销、直播营销等网络新媒体/社交媒体渠道, 通过精准营销打造“网红”。传统的啤酒行业对于社交营销、内容营销使用较少, 而乌苏啤酒则在短视频/直播爆火的时代, 合理利用流量将最有效地对品牌进行宣传打造, 将“乌苏”打造成“网红”, 网红属性突出:

线上精准定位营销, 网红属性突出。在互联网蓬勃发展的当下, 品牌营销的手段更多元化, 公司具备领先行业的线上品牌营销能力, 通过三大步骤成功将乌苏啤酒打造为网红爆品: 1) 第一步, 称号出圈, 进入大众视野: “夺命大乌苏”另类称呼由来已久, 2017年乌苏啤酒抓住流量风口, 通过两个热门词语“夺命大乌苏”、“NSNM”实现破圈, 成功进入大众视野; 2) 第二步, 借力 KOL, 引爆宣传热度: 2018年与 B 站百大 up 主敬汉卿合作, 乌苏啤酒体验视频播放量超 50 万, 通过 KOL 的意见领袖的带动作用使得品尝体验乌苏成为潮流, 带动乌苏搜索热度大幅攀升; 3) 第三步, 多元化营销维持热度, 短视频助力成为现象级网红产品: 2018年抖音、快手等短视频 APP 火爆全网, 乌苏啤酒通过与手工耿、李佳琦、薇娅等 KOL 合作、举办“硬核酒局”等多元化方式维持乌苏啤酒在互联网上的热度, 使得群众自发地在短视频 APP 上利用乌苏啤酒进行视频创作, 形成了品牌的全网扩散, 成为现象级网红产品。

图 49: 乌苏啤酒充分利用短视频和直播平台的 KOL 进行营销



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

线下推广“乌苏巴扎”特色集市，展现西域特色和硬核特质，注重消费者体验。乌苏啤酒除了注重线上品牌营销外，创新推出2020年度活动IP“乌苏巴扎”。“乌苏”指代乌苏啤酒，“巴扎”则是指维吾尔语中的集市、农贸市场，活动内容包括品尝新疆美食、欣赏新疆歌舞，具备鲜明的西域特色。此外，乌苏啤酒通过推出5升装的大桶啤酒，推出“西北硬汉喝酒-兄弟连连看”、“豪横挑战英雄杯”等花式玩法，与消费者进行体验互动，同时彰显乌苏啤酒的霸气硬核特质。

图 50：乌苏啤酒利用“乌苏巴扎”活动充分展现西域特色



品尝5升装乌苏啤酒  
和新疆美食



欣赏新疆歌舞



消费者体验互动  
“西北硬汉喝酒”

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

### 3.2.3 差异化品牌打造占领消费者心智，从而打下“长红”基础

乌苏凭借差异化品牌调性/产品个性+重啤支持，有为品牌长红打下基础：

1) 品牌调性：异域、硬核、年轻是乌苏啤酒独特的精神符号。乌苏啤酒与生俱来的“异域”调性与“硬核”品牌内涵已成为乌苏的精神符号，乌苏通过广告语为“硬核凭实力”，邀请 MMA 世界冠军张伟丽担任代言人，发起《乌苏硬核酒局》直播，举办“乌苏十大硬核宣言”活动等方式立体式赋予品牌硬核的形象，彰显品牌个性，并与其他系列产品形成差异化（乐堡定位音乐、1664 定位法式生活等）。另外，乌苏 70% 的消费来自餐饮渠道，其中主要为烧烤渠道，烧烤的火辣特征与乌苏的硬核气质完美匹配，进一步巩固品牌形象。

2) 产品个性：推出大容量、高度数产品，巩固消费者对于乌苏啤酒的硬核认知。乌苏与主流啤酒不同，设计 620ml 的大容量、4.0 的酒精度数、11.0 的麦芽浓度，2020 年进一步推出 5 升装的桶啤，与硬核的气质相匹配，形成差异化的特征；

因此，乌苏在品牌打造、产品设计、渠道定位方面三位一体，成功凸显了乌苏硬核气质的个性化、差异化的形象特征，维持巩固了乌苏独特的品牌调性和品牌底蕴，从而占领消费者心智，形成品牌粘性。

图 51：乌苏啤酒强调硬核气质



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 52：乌苏啤酒瞄准烧烤细分赛道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 9：乌苏啤酒“硬核”气质的品牌定位独具一格

品牌	广告语	特征
乌苏啤酒	乌苏啤酒，硬核凭实力！ 够兄弟，够懂你！ 激情一灌到底！	硬核，兄弟
青岛啤酒	激情祝福，青岛啤酒！ 青岛纯生，激活美味！ 百年酵母，传世麦香！	激情，新鲜
华润雪花	勇闯天涯，雪花啤酒助你激荡青春，成就梦想！ 青春有限，勇闯无限。 清爽激情，无限活力	激情，青春
燕京啤酒	燕京本生，为青春喝彩！ 精酿本生，雅致生活。 燕京精酿本生，激情一罐到底。 就是这股新鲜味！	激情，青春
百威啤酒	欢庆一刻，百威一刻。 皇者风范，百威啤酒。	欢庆

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 53：夺命大乌苏的搜索热度维持在较高水平



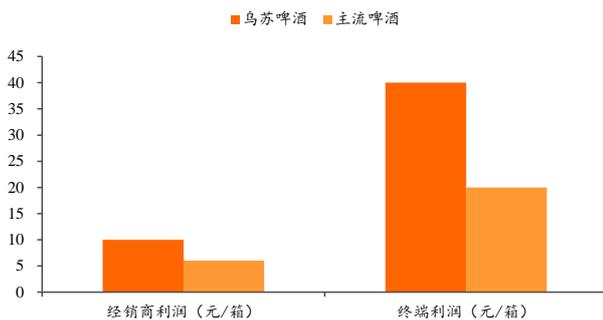
资料来源：百度指数，浙商证券研究所

### 3.3. 高渠道利润+疆外市场广阔=乌苏走上高速全国化之路

#### 3.3.1 渠道方面：高渠道利润赋予公司较强渠道推力

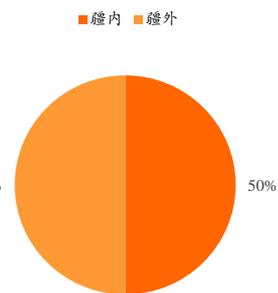
初期强力渠道利润拉动，后期消费者品牌粘性推动，助力乌苏从“占领心智”到“占领渠道”。销售模式方面，目前乌苏以经销商分销为主，在区域拓展初期采取区域总代模式，即借助实力较强的大商实现区域市场的快速铺货，而大商铺货的动力则来源于较高的渠道利润——疆外红乌苏经销商利润可达 10 元/箱，高于行业平均水平；随着渠道开拓的深入，公司会增加经销商数量，与更多有能力的经销商合作做透市场。销售渠道方面，乌苏餐饮渠道占比超 70%，由于餐饮渠道溢价更高（一般 KA 及流通店溢价在 10-30%左右，而餐饮店溢价在 40%以上），因此乌苏在终端销售中亦拥有较高溢价率。乌苏在进行渠道推广时，采用让利策略，当主流啤酒的经销商利润和终端利润为 10 元/箱、6 元/箱时，乌苏的经销商利润和终端利润高达 40 元/箱、20 元/箱，经销商推广动力足，帮助乌苏实现了 2019 年销量同比增长 45%，2020 年上半年疫情影响下逆势增长 7% 的快速扩张。后期当竞争对手采用更高渠道费用投入策略时，乌苏没有参与恶性的费用竞争，而是依托强劲的消费者品牌粘性仍然保持高增速，着眼于全国空白市场。未来乌苏啤酒“疆外”拓展将继续加速市场精耕，开发空白渠道及销售网点，拓展市场份额。

图 54：乌苏啤酒渠道利润高于主流啤酒



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 55：2020 年乌苏啤酒疆内疆外销量大约各占一半



资料来源：Wind，浙商证券研究所

多措并举进行渠道管控，窜货乱价现象显著改善。乌苏啤酒从疆内向疆外扩张阶段曾出现窜货乱价的现象，扰乱了市场的秩序，但公司及时采取多项措施进行渠道管控：**1) 部分区域采用平台商模式：**为解决北京地区窜货问题，公司支持搭建设计平台商模式，将区域一级商和重要经销商吸纳为平台运营公司股东，牵头进行区域渠道和价盘管理，杜绝了窜货和乱价现象。**2) 加大处罚力度：**对于窜货现象不仅对渠道和经销商进行惩处，销售团队和管理层也有连带处罚，从而使得厂商一心，齐抓窜货。**3) 解决疆内外不均衡问题：**疆内疆外在产能、产品方面均存在不均衡现象，公司通过在盐城建设 13 万千升的产能缓解东西部产能不均问题，通过疆内、疆外产品规格统一为 12 瓶/箱解决单件产品价差过大问题，从根本上对窜货乱价现象进行控制。

#### 3.3.2 市场方面：走差异化烧烤渠道，全国化扩张速度或超预期

乌苏啤酒疆内市场占有率绝对领先，疆外市场为未来重要增量。2020 年乌苏啤酒整体销量约 63 万吨，疆内疆外销量各占一半，2021H1 乌苏啤酒疆外增长 89%。目前乌苏

在新疆省内市占率达到 80%以上，在乌苏市达到 95%以上，在疆内具有绝对的优势。未来乌苏主要的增长点来自于疆外的全国化扩张，乌苏将重点利用餐饮渠道开拓疆外市场，目前乌苏啤酒的餐饮、流通、线上渠道占比分别为 70%、28%、2%左右，餐饮渠道中烧烤场景为重中之重，乌苏在烧烤场景的消费约占整体餐饮渠道的 70%，火锅川菜等场景约占餐饮渠道 30%，乌苏啤酒的餐饮占比显著高于同业，烧烤渠道则为乌苏的重点消费场景。

**疆外发展瞄准细分烧烤渠道，契合新疆特色和硬核气质。**乌苏啤酒将从疆内向疆外的突破口定位为烧烤店，通过覆盖 30 个城市中 2.6 万个烧烤店构建了独特的渠道壁垒，同时新疆烧烤场景的深入人心、“大口撸串、大口喝酒”的用餐习惯均与乌苏啤酒的“硬核”特质相契合。因此，即使目前部分竞争对手采用更高的费用投入等方式进行渠道封锁，但是乌苏凭借强劲品牌力带来的消费者粘性仍然可以以较低的费用投入吸引渠道商的进入。目前疆外主要渠道为餐饮和 KA，随着白啤、黑啤、纯生等细分高端产品的推出，未来公司或有望进行全渠道开拓。

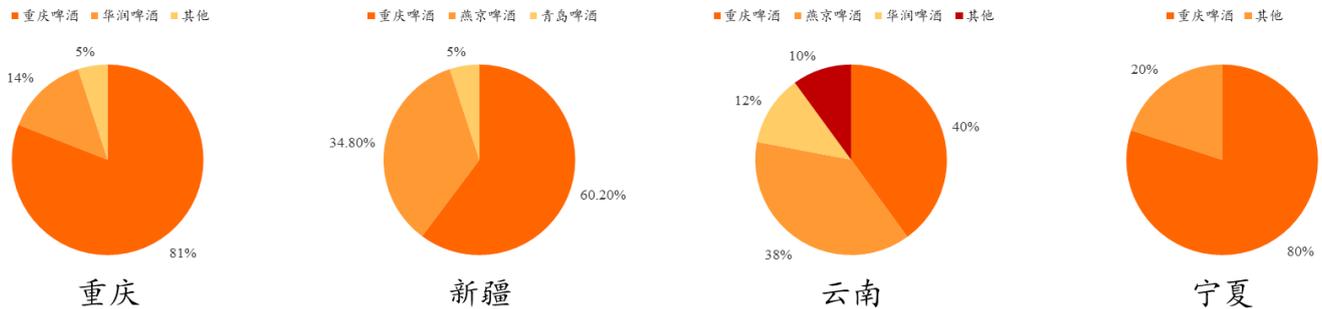
**乌苏依托 20 个大城市计划全国化扩张，多品牌组合跟进，实现“东进”。**重庆啤酒目前在西部的重庆、新疆、云南、宁夏四省的市占率分别为 81%、60%、40%、80%，具有较为稳固的基地市场。2020 年重庆啤酒提出 38 个大城市计划，2021 年进一步提出 41 个大城市计划+专属乌苏的 20 个大城市计划，截止 2021 年一季度乌苏 20 个大城市布局中已有 14 个大城市达到预期。全国化的扩张主要依托：**1) 高端化、细分化产品组合：**公司目前形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，可以针对不同的区域、不同的消费场景投放不同的组合；**2) 渠道开拓：**继续通过丰富的产品组合、完善分销网络布局，来加速与深化大城市全渠道拓展，开发空白渠道及销售网点，并持续加强经销商能力建设，推进营运效率和效益。**3) 产能布局：**在嘉士伯资产注入后，公司的产能分布在西南、西北、华东、华南、华中，基本实现全国覆盖。

图 56：乌苏啤酒近一年百度搜索区域分布集中于华南和华东



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 57：重庆啤酒在重庆、新疆、云南、宁夏等西部省份市占率均稳居第一



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**乌苏疆外市场空间广阔，今年销量或冲击 80-100 万吨，未来有望达 200 万吨大单品：**

**疆内：**1) **销量空间测算：**考虑到疆内 2019、2020 年啤酒产量为 53、46 万吨，我们假设新疆省未来的啤酒市场容量为 50 万吨，并认为乌苏在乐观、中性、悲观假设下市占率分别为 90%、85%、80%，对应销量分别为 45、42.5、40 万吨；2) **吨价空间测算：**参考公司 2020 年高档酒、中档酒的吨价分别为 6929、4050 元/千升以及新疆的消费水平，假设乌苏疆内吨价未来介于二者之间，认为乌苏在乐观、中性、悲观假设下疆内吨价分别为 5500、5250、5000 元/千升；3) **销售额空间测算：**基于销量和吨价空间测算，中性预测下未来乌苏疆内销售额仍有 50% 以上空间。

**疆外：**1) **销量空间测算：**考虑到疆外主要市场目前已被几大巨头瓜分完毕，且乌苏全国化市场开拓主要针对空白市场，因此我们特别考虑目前尚无绝对巨头的省份广东、浙江、河南、江西，2020 年这四个省份的总产量为 877 万吨，我们认为乌苏在乐观、中性、悲观假设下市占率分别为 10%、12%、14%，另外考虑乌苏在剩余省份（除新疆）的乐观、中性、悲观假设下市占率分别为 1%、2%、3%，预计乌苏疆外销量在乐观、中性、悲观假设下分别为 113、155、197 万吨/千升；2) **吨价空间测算：**参考公司 2020 年高档酒的吨价分别为 6929 元/千升，并考虑未来消费升级，假设乌苏疆外在乐观、中性、悲观假设下吨价分别为 8000、7750、7500 元/千升；3) **销售额空间测算：**基于销量和吨价空间测算，中性预测下未来乌苏疆外销售额有 500% 以上空间。

综合来看，在中性预测下未来乌苏全国销量有望冲击 200 万吨，成为高端啤酒大单品，整体销售额有 300% 以上空间，破百亿希望较大。

**表 10：乌苏全国化扩张量价测算**

分类	2020年	2021年			未来空间			
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	
疆内市场	销售额 (亿元)	14.18	20.84	19.16	17.52	24.75	22.31	20.00
	yoy		47.0%	35.2%	23.6%	74.6%	57.4%	41.1%
	销量 (万千升)	31.50	44.10	40.95	37.80	45.00	42.50	40.00
	yoy		40.0%	30.0%	20.0%	42.9%	34.9%	27.0%
疆外市场	吨价 (元/千升)	4500	4725	4680	4635	5500	5250	5000
	yoy		5.0%	4.0%	3.0%	22.2%	16.7%	11.1%
	销售额 (亿元)	18.90	33.74	31.45	29.20	157.93	120.12	84.43
	yoy		78.5%	66.4%	54.5%	735.6%	535.6%	346.7%
合计销量	销量 (万千升)	31.50	53.55	50.40	47.25	197.41	155.00	112.58
	yoy		70.0%	60.0%	50.0%	526.7%	392.1%	257.4%
	吨价 (元/千升)	6000	6300	6240	6180	8000	7750	7500
	yoy		5.0%	4.0%	3.0%	33.3%	29.2%	25.0%
合计销售额	合计销量	63.00	97.65	91.35	85.05	242.41	197.50	152.58
	yoy		55.0%	45.0%	35.0%	284.8%	213.5%	142.2%
合计销售额	合计销售额	33.08	54.57	50.61	46.72	182.68	142.43	104.43
	yoy		65.0%	53.0%	41.3%	452.3%	330.6%	215.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.4. 产能扩张进行时，产能+品牌拉力+渠道推力为“长红”关键

我们认为乌苏能实现“长红”离不开以下三大要素——产能充足、品牌力强、渠道力强：

- 1) 充足的产能。**产能扩张正当时，布局盐城工厂奠定全国化发展基础。目前，乌苏啤酒产能主要集中在新疆省内，在乌苏、乌鲁木齐、伊宁、阿克苏、库尔勒等地共有 5 家酒厂，年产能 50 万吨以上。同时，乌苏啤酒借助嘉士伯的供应链，在华东、华南、安徽、四川、湖南等地均可生产红乌苏，2021 年 7 月年产能 13 万吨的江苏盐城乌苏啤酒厂已经投产，产能进一步扩张，并缓解东西部产能不均情况，预计每年将节省运费 3000 余万，且有利于乌苏啤酒 20 个大城市计划的全国性扩张。
- 2) 独特的品牌调性。**在消费者更看重品牌、更注重生活品质的当下，酒类企业均已进入品牌为王时代，此时较强的品牌力不仅可以有效增强消费者消费粘性，亦可助推酒企产品结构实现顺利向上提升，拥有更强的上下游议价能力。而酒企品牌力的打造则离不开出身背景（起到奠定品牌基调作用，并决定了是否有早一批的忠实消费群体，利于后期品牌文化打造）、强大的营销力（包括精准的线上线下营销）、正确的产品体系（合理的产品体系可培育出高端化大单品，从而进一步支撑品牌力向上）、强有力的渠道力，我们认为乌苏当前具备打造强品牌的基础，早期的线上营销已将“夺命大乌苏”等独特形象深深的植入消费者心中，后期进一步利用“硬核”的品牌调性占领消费者心智，后续公司需继续在其擅长的营销领域发力。
- 3) 强而有力的渠道力。**乌苏能实现全国化的重要原因为省外市场对其接受度高+渠道愿意将产品推向公众——对于公众来说，乌苏精神符号已深入人心，烧烤场景已和乌苏深度绑定，因此乌苏在全国拥有较强群众基础；对于渠道来说，公司较竞品高的渠道利润赋予其强大的渠道推力。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

假设:

- 销量端:** 公司目前构建了“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌组合, 其中重点推广定位高端的大单品乌苏啤酒, 未来乌苏有望依托差异化产品特性及独特调性、新媒体营销、大城市扩张计划实现全国化的超预期扩张, 对乐堡、1664等品牌的扩张亦起到协同作用, 从而带动整体高档啤酒销量增长。我们预计2021-2023年高档酒销量增速为49.24%、30.00%、24.41%; 主流酒销量增速为9.36%、6.79%、5.97%; 经济酒销量增速为-10%、-5%、0%。
- 均价端:** 考虑到目前中国啤酒高端化进程尚处于起步阶段, 公司整体吨价与国际巨头百威英博仍有较大差距, 因此在消费升级趋势延续背景下, 随着对消费者培育的深入, 公司产品结构将呈持续上升趋势, 具体体现为以1664、乌苏、嘉士伯为代表的高端酒有望开拓市场, 主流酒的价格带有望从6元提升至纯生系的8-10元, 经济酒的价格带也有望进一步提升。我们预计2021-2023年高档酒吨价增速为2%、2%、2%; 主流酒吨价增速为3%、3%、3%; 经济酒吨价增速为5%、5%、5%。

**表 11: 重庆啤酒业务拆分表**

	2016	2017	2018	2019	2019 (重述)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	32	32	35	36	102	109	133	156	181
YoY		-0.6%	9.2%	3.3%		7.1%	21.7%	17.1%	16.1%
<b>销售额(亿元)</b>									
高档	5	5	5	5	26	33	50	66	84
yoy		8.4%	3.0%	2.4%		26.3%	52.2%	32.6%	26.9%
主流	22	22	24	26	59	59	67	73	80
yoy		-1.8%	11.6%	5.9%		0.7%	12.6%	10.0%	9.1%
经济	4	4	4	4	15	15	14	14	14
yoy		-2.1%	-0.6%	2.1%		-2.6%	-5.5%	-0.2%	5.0%
<b>销量(万千升)</b>									
高档	9	9	9	9	36	47	70	91	114
yoy		3.7%	4.9%	0.7%		30.4%	49.2%	30.0%	24.4%
主流	63	62	67	68	147	146	160	170	181
yoy		-1.9%	9.6%	1.2%		-0.7%	9.4%	6.8%	6.0%
经济	23	18	18	17	51	49	44	42	42
yoy		-21.4%	-3.8%	-5.5%		-4.3%	-10.0%	-5.0%	0.0%
<b>均价(元/千升)</b>									
高档	5,254	5,493	5,392	5,482	7,155	6,929	7,068	7,209	7,353
yoy		4.5%	-1.8%	1.7%		-3.2%	2.0%	2.0%	2.0%
主流	3,508	3,512	3,576	3,739	3,993	4,050	4,172	4,297	4,426
yoy		0.1%	1.8%	4.6%		1.4%	3.0%	3.0%	3.0%
经济	1,887	2,352	2,429	2,626	2,891	2,942	3,089	3,244	3,406
yoy		24.6%	3.3%	8.1%		1.8%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 公司业务中除了啤酒业务, 还有其他业务

### 4.2 估值分析

纵向来看, 截至2021年8月19日收盘, 重庆啤酒市盈率为51.9倍, 估值水平位于啤酒行业较高位置。横向来看, 2021年及2022年重庆啤酒市盈率分别为67倍和53倍, 较其他啤酒企业略高, 但考虑到重庆啤酒乌苏啤酒表现强劲、全国化拓展加速、多品牌协同发力, 公司长期业绩成长性强, 估值有望逐步消化, 重庆啤酒当前估值水平与公司未来高成长性特性相匹配。另外, 我们通过计算PEG把股票当前的价值和未来的成长进

行关联 (辅助参考指标), 发现重庆啤酒 PEG 在可比公司中与均值接近, 考虑其业绩成长性, 具备一定性价比。

图 58: 主要啤酒企业估值情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 59: 重庆啤酒和青岛啤酒估值差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 12: 重庆啤酒 PEG 在同业中仍具性价比

日期	2021/8/19	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	PE			PEG		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E
600600.SH	青岛啤酒	90.3	1,232.1	2.0	45.9	44.5	36.7	30.9	2.2	1.8	1.6
000729.SZ	燕京啤酒	6.3	178.7	0.1	82.7	55.7	45.2	38.1	2.7	2.2	1.8
002461.SZ	珠江啤酒	9.3	206.3	0.3	33.3	29.8	25.1	22.6	2.0	1.7	1.5
600573.SH	惠泉啤酒	8.8	21.9	0.1	69.8	54.8	44.7	39.8	3.2	2.6	2.3
平均值									<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>
<b>600132</b>	<b>重庆啤酒</b>	<b>155.9</b>	<b>754.4</b>	<b>3.0</b>	<b>51.9</b>	<b>66.9</b>	<b>52.8</b>	<b>42.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 选取 2021E-2023E 的利润复合增速作为 G 计算 PEG 指标

表 13: 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/8/19	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						21E	22E	23E	21E	22E	23E
600600.SH	青岛啤酒	90.3	1,232.1	2.0	45.9	2.0	2.5	2.9	44.5	36.7	30.9
000729.SZ	燕京啤酒	6.3	178.7	0.1	82.7	0.1	0.1	0.2	55.7	45.2	38.1
002461.SZ	珠江啤酒	9.3	206.3	0.3	33.3	0.3	0.4	0.4	29.8	25.1	22.6
600573.SH	惠泉啤酒	8.8	21.9	0.1	69.8	0.2	0.2	0.2	54.8	44.7	39.8
平均值									<b>46.2</b>	<b>37.9</b>	<b>32.9</b>
<b>600132</b>	<b>重庆啤酒</b>	<b>155.9</b>	<b>754.4</b>	<b>3.0</b>	<b>51.9</b>	<b>2.3</b>	<b>3.0</b>	<b>3.7</b>	<b>66.9</b>	<b>52.8</b>	<b>42.3</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 4.3 盈利预测

我们预计乌苏啤酒今年销量或冲击 80-100 万吨, 未来有望成为达 200 万吨大单品。同时乌苏放量不仅仅会带动整体品牌矩阵规模扩张, 亦将对乐堡、1664 等品牌的扩张起到协同作用。我们认为重庆啤酒将受益于乌苏啤酒表现强劲、全国化拓展加速、多品牌协同发力, 同时考虑到公司具备打造爆品品牌的能力, 预计 2021-2023 年收入增速分别为 21.7%、17.1%、16.1%; 归母净利润增速分别为 5.8%、26.8%、24.7%; EPS 分别为 2.3/3.0/3.7 元/股; PE 分别为 67/53/42 倍。长期看业绩成长性强, 当前估值具有性价比, 首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

国内疫情二次爆发，影响啤酒整体动销；

乌苏啤酒动销情况不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3658	4139	6631	9909	<b>营业收入</b>	10942	13313	15595	18104
现金	1956	2173	4405	7397	营业成本	5404	6216	6977	7838
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	762	927	1086	1260
应收账款	115	141	195	242	营业费用	2304	3129	3587	4164
其它应收款	29	55	66	67	管理费用	684	675	791	918
预付账款	23	32	36	38	研发费用	84	102	120	139
存货	1421	1634	1834	2060	财务费用	6	(26)	9	(30)
其他	115	104	95	105	资产减值损失	(70)	64	(40)	(25)
<b>非流动资产</b>	5938	6358	7459	8662	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	180	110	123	138
长期投资	197	210	218	208	其他经营收益	146	86	99	112
固定资产	3233	3793	4570	5579	<b>营业利润</b>	1952	2497	3207	4039
无形资产	588	661	779	944	营业外收支	167	172	177	182
在建工程	362	609	728	662	<b>利润总额</b>	2119	2668	3384	4221
其他	1557	1085	1165	1269	所得税	378	477	604	754
<b>资产总计</b>	9595	10497	14090	18570	<b>净利润</b>	1741	2192	2780	3467
<b>流动负债</b>	6912	6042	7073	8365	少数股东损益	675	1065	1350	1684
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1065	1127	1429	1783
应付款项	1940	1611	1936	2340	EBITDA	2525.5	2938.7	3694.3	4568.9
预收账款	0	222	219	185	EPS (最新摊薄)	2.2	2.3	3.0	3.7
其他	4972	4210	4917	5840	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	1115	911	961	996		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	365	365	365	365	<b>成长能力</b>				
其他	750	546	596	631	营业收入	205.5%	21.7%	17.1%	16.1%
<b>负债合计</b>	8027	6954	8034	9361	营业利润	196.0%	27.9%	28.5%	25.9%
少数股东权益	984	2048	3399	5083	归属母公司净利润	61.7%	5.8%	26.8%	24.7%
归属母公司股东权益	585	1495	2658	4126	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9595	10497	14090	18570	毛利率	50.6%	53.3%	55.3%	56.7%
					净利率	15.9%	16.5%	17.8%	19.2%
					ROE	69.2%	44.1%	29.8%	23.4%
					ROIC	91.5%	89.7%	76.1%	65.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	83.7%	66.2%	57.0%	50.4%
					净负债比率	11.1%	9.0%	7.8%	7.6%
					流动比率	0.5	0.7	0.9	1.2
					速动比率	0.3	0.4	0.7	0.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.7	1.3	1.3	1.1
					应收帐款周转率	126.7	83.5	73.7	78.8
					应付帐款周转率	4.5	3.5	3.9	3.7
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.2	2.3	3.0	3.7
					每股经营现金	7.6	2.5	7.8	9.6
					每股净资产	1.2	3.1	5.5	8.5
					<b>估值比率</b>				
					P/E	70.8	66.9	52.8	42.3
					P/B	128.9	50.5	28.4	18.3
					EV/EBITDA	22.9	26.0	20.4	16.2

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3690	1232	3775	4646
净利润	1741	2192	2780	3467
折旧摊销	414	248	306	382
财务费用	6	(26)	9	(30)
投资损失	(180)	(110)	(123)	(138)
营运资金变动	4971	(824)	987	1221
其它	(3262)	(246)	(183)	(257)
<b>投资活动现金流</b>	(2805)	(554)	(1273)	(1457)
资本支出	(2429)	(1033)	(1177)	(1297)
长期投资	49	(13)	(8)	9
其他	(425)	493	(88)	(169)
<b>筹资活动现金流</b>	(588)	(462)	(270)	(197)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	365	0	0	0
其他	(953)	(462)	(270)	(197)
<b>现金净增加额</b>	297	217	2232	2993

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>