

# 食品饮料

## 高端化提速，盈利改善兑现——2021 中报总结啤酒篇

量价：Q2 销量略降，高端化加速

**高基数+疫情及天气影响，啤酒行业 2021 二季度产量同比下滑。**2021Q2 国内啤酒产量 1071.1 万吨，同比-8.7%；较 2019 年同期同比-2.3%。单 Q2 主流啤酒企业销量出现个位数下滑，青啤/珠江/百威亚太销量分别同比-7.1%/-1.0%/-3.3%；重庆啤酒由于乌苏仍保持较高增长，单 Q2 销量仍同比+4.7%。与 2019 年同期相比，主流啤酒企业基本已恢复至 2019 年同期水平，好于行业平均。

**产品结构来看，高端啤酒增长加速，吨酒价提升明显。**头部啤酒企业中高端啤酒增长加速，印证行业高端化加速逻辑。我们认为一方面 2020 年疫情影响餐饮、夜场渠道，高端啤酒销售渠道受到压制，2021 年上半年渠道恢复后高端啤酒销量回补；另一方面高端啤酒市场扩容，龙头百威面临调整，给予国内啤酒企业突围高端窗口期。青岛啤酒 2021 上半年高端啤酒销量 137 万吨，同比+41.4%；华润啤酒 2021 上半年次高端及以上达到 100 万吨，同比+50.9%。2021 上半年青啤、重啤、华润啤酒、百威亚太吨酒价分别同比增长 7.0%、4.0%、7.5%、7.6%。

**高端化覆盖成本&费用上行，盈利改善**

**Q2 包材价格上行、社保减免政策取消，成本压力体现。**2021 上半年青啤、重啤、珠江、华润、百威亚太吨成本分别同比 2020 上半年增长 2.9%、0.2%、1.3%、4.0%、8.2%。从上半年整体来看，由于 Q1 销量快速恢复带来规模效应显著，且上半年高端产品增长加速覆盖成本上涨幅度，因而毛利率仍有提升。

**上半年费用投放力度加大，收入增长较快费用率保持平稳。**Q2 主流啤酒企业增加费用投放，一方面啤酒企业 2020 年受到疫情影响高端化受阻，今年重点发力；另一方面今年是体育大年（奥运会+欧洲杯），啤酒企业加大渠道活动费用投放。由于吨酒价增幅明显收入增长，上半年啤酒企业销售费用率水平保持平稳。2021 上半年青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、百威亚太销售费用率分别同比持平、+1.4%、-0.4%、-0.1%、-4.0pct。

**上半年啤酒板块归母净利润增幅 30%+，盈利能力改善。**高端化驱动盈利能力改善，上半年从可比口径看扣非归母净利润角度，青啤、重啤、珠江分别同比+33.0%、37.8%、43.8%；华润、百威亚太调整后 EBITDA 分别同比+43%、53%。

**全年展望：关注高端化节奏，忽略短期销量扰动**

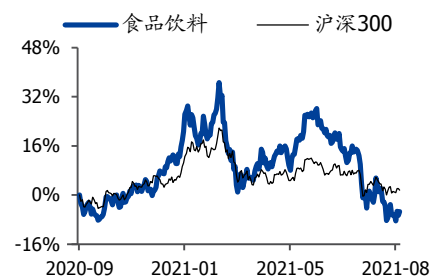
**旺季虽受疫情、天气扰动，高端化加速趋势不变。**啤酒行业进行三季度旺季，虽部分地区受疫情、天气影响销量略有下滑，但高端化趋势不变。三季度旺季通常是终端促销活动、啤酒节投入高峰期，有望促进高端啤酒销量增长。

**成本压力或催化行业提价，加快行业价格带提升进程。**考虑今年啤酒行业普遍受到成本压力，有望催化行业性提价。我们预计啤酒企业对于低毛利产品，或将采取直接提价方式；对于高毛利产品，或将通过换包升级、缩量方式间接提价。

**风险提示：**疫情反复影响动销；原材料成本波动；行业竞争加剧。

增持（维持）

### 行业走势



### 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

- 1、《食品饮料：酒类行业研究笔记》2021-08-23
- 2、《食品饮料：消费升级明显，静待淡季切换—安徽白酒草根调研反馈》2021-08-07
- 3、《食品饮料：渠道库存清理中，促销力度加大——安徽调味品草根调研反馈》2021-08-07



## 内容目录

1.1 量价：Q2 销量略降，高端化加速.....	3
1.2 高端化覆盖成本&费用上行.....	4
1.3 全年展望：关注高端化节奏，忽略短期销量扰动.....	6
风险提示.....	7

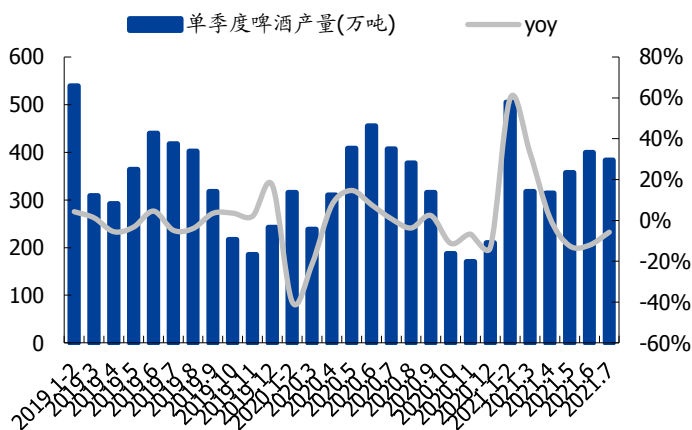
## 图表目录

图表 1: 啤酒行业单月产量及增速(万吨).....	3
图表 2: 啤酒行业累计产量及增速(万吨).....	3
图表 3: 主要啤酒公司销量变化情况(单位: 万吨).....	3
图表 4: 青啤高端产品增长加快(万吨).....	4
图表 5: 华润啤酒次高及以上增速(万吨).....	4
图表 6: 主要啤酒公司吨酒价变化情况(单位: 元/吨).....	4
图表 7: 主要啤酒公司吨成本变化情况(单位: 元/吨).....	5
图表 8: 中国玻璃价格指数.....	5
图表 9: 瓦楞纸价格走势(元/吨).....	5
图表 10: 主要啤酒公司毛利率变化情况.....	5
图表 11: 主要啤酒公司销售费用率变化情况.....	6
图表 12: 主要啤酒公司归母净利润变化情况(单位: 百万元).....	6
图表 13: 雪花勇闯天涯 9 月换新包装.....	7
图表 14: 乌苏巴扎 8-10 月在各地开启.....	7

## 1.1 量价：Q2 销量略降，高端化加速

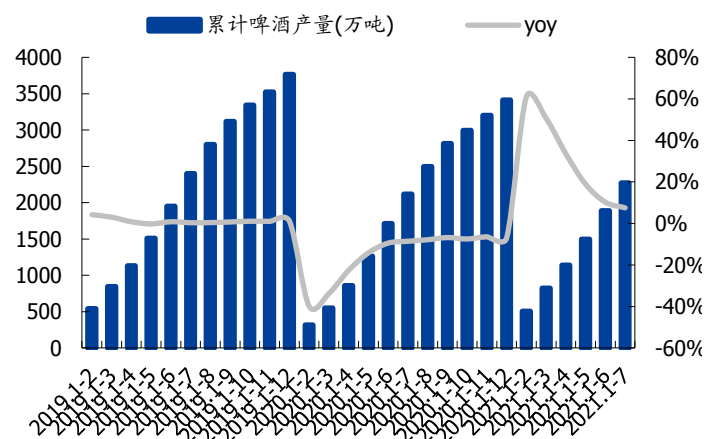
高基数+疫情及天气影响，啤酒行业 2021 二季度产量同比下滑。2020Q2 渠道补库存导致高基数，2021Q2 国内啤酒产量 1071.1 万吨，同比-8.7%；较 2019 年同期同比-2.3%。除补库存影响，Q2 部分区域疫情反复、雨水天气较多，也对啤酒产量产生不利影响。从 2021 上半年整体看，啤酒行业产量较 2020 上半年同比+10.3%，较 2019 上半年同比-3.1%。

图表 1: 啤酒行业单月产量及增速(万吨)



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 2: 啤酒行业累计产量及增速(万吨)



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

啤酒企业销量单 Q2 高基数销量略下滑，基本恢复至 2019 年同期水平。单 Q2 主流啤酒企业销量出现个位数下滑，青啤/珠江/百威亚太销量分别同比-7.1%/-1.0%/-3.3%；重庆啤酒由于乌苏仍保持较高增长，单 Q2 销量仍同比+4.7%。与 2019 年同期相比，主流啤酒企业基本已恢复至 2019 年同期水平，好于行业平均。

图表 3: 主要啤酒公司销量变化情况(单位: 万吨)

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	277.6	257.9	-7.1%	0.6%	440.6	477	8.2%	0.8%
重庆啤酒	80.1	83.9	4.7%	--	126.4	155	22.6%	--
珠江啤酒	41.2	40.8	-1.0%	3.7%	56.6	62.3	10.1%	1.6%
华润啤酒	--	--	--	--	603.9	633.7	4.9%	-0.6%
百威亚太	259.6	250.9	-3.3%	-10.7%	387.3	458.8	18.5%	-8.7%

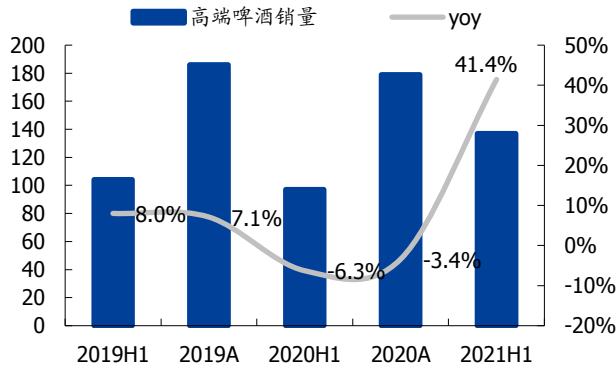
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

高端啤酒增长加速，吨酒价提升明显。2021 年上半年明显可以看到头部啤酒企业中高端啤酒增长加速，印证行业高端化加速逻辑。我们认为一方面 2020 年疫情影响餐饮、夜场渠道，高端啤酒销售渠道受到压制，2021 年上半年渠道恢复后高端啤酒销量回补；另一方面高端啤酒市场扩容，龙头百威面临调整，给予国内啤酒企业突围高端窗口期。青岛啤酒 2021 年上半年高端啤酒销量 137 万吨，同比 2020 上半年+41.4%，较 2019 上半年同比+31.7%；华润啤酒受益于超级勇闯、喜力和纯生快速增长，2021 上半年次高端

及以上达到 100 万吨，同比 2020 上半年+50.9%。

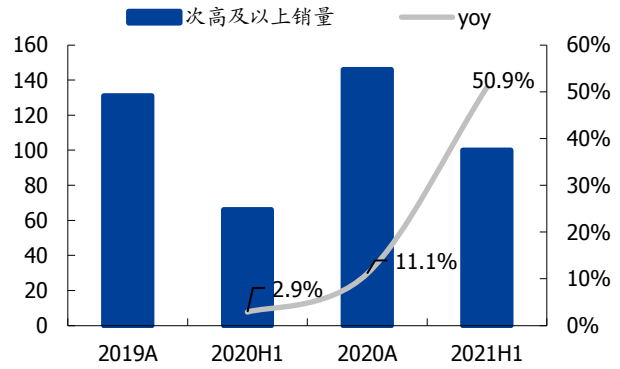
**结构升级推动吨酒价增长提速。**单 Q2 青啤、重啤、百威亚太吨酒价分别较 20Q2 同比 +7.4%、5.1%、8.1%；珠江啤酒由于 Q2 加大餐饮渠道拓展给经销商出货折扣增加，因而吨酒价增幅不明显。2021 上半年青啤、重啤、华润啤酒、百威亚太吨酒价较 2020 上半年分别同比增长 7.0%、4.0%、7.5%、7.6%。

图表 4: 青啤高端产品增长加快(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 华润啤酒次高及以上增速(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 主要啤酒公司吨酒价变化情况(单位: 元/吨)

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	3381.1	3630.6	7.4%	8.3%	3533.7	3780.9	7.0%	9.0%
重庆啤酒	4386.7	4609.4	5.1%	--	4428.1	4605.9	4.0%	--
珠江啤酒	3527.4	3542.2	0.4%	2.6%	3413.5	3354.2	-1.7%	1.6%
华润啤酒	--	--	--	--	2882.6	3098.3	7.5%	4.9%
百威亚太	623.6	737.6	8.1%	-1.1%	664.8	757.8	7.6%	4.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 百威亚太单位为美元/吨)

## 1.2 高端化覆盖成本&费用上行

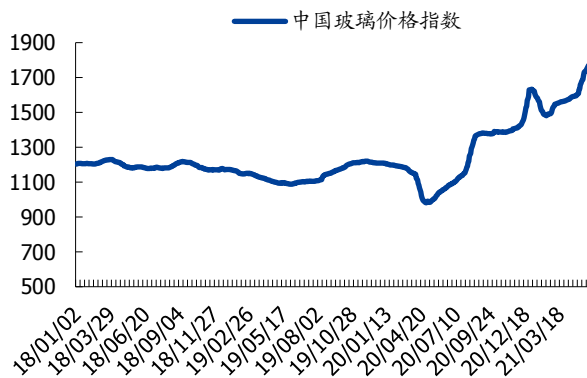
**Q2 包材价格上行、社保减免政策取消，成本压力体现。**2021 上半年以来包材价格上行较快，截至 2021 年 5 月底，中国玻璃价格指数同比+70%左右；截至 2021 年 6 月底，瓦楞纸价格同比+15%左右。除包材成本上涨以外，2020 年疫情期间享受的社保减免优惠政策取消，今年员工成本也有一定幅度提升，尤其啤酒企业生产员工较多。Q2 主流啤酒企业吨成本均有不同幅度上涨，单 Q2 青啤、重啤、珠江、百威亚太分别较 2020Q2 增长 5.9%、6.0%、3.3%、20.4%。2021 上半年青啤、重啤、珠江、华润、百威亚太吨成本分别同比 2020 上半年增长 2.9%、0.2%、1.3%、4.0%、8.2%。

图表 7: 主要啤酒公司吨成本变化情况(单位: 元/吨)

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	1930.7	2044.1	5.9%	2.5%	2072.5	2132.6	2.9%	1.8%
重庆啤酒	2040.5	2162.8	6.0%	--	2200.0	2205.0	0.2%	--
珠江啤酒	1699.5	1755.3	3.3%	-4.8%	1840.0	1863.7	1.3%	-4.6%
华润啤酒	--	--	--	--	1718.5	1787.8	4.0%	-2.6%
百威亚太	275.4	331.6	20.4%	8.8%	322.2	348.5	8.2%	7.2%

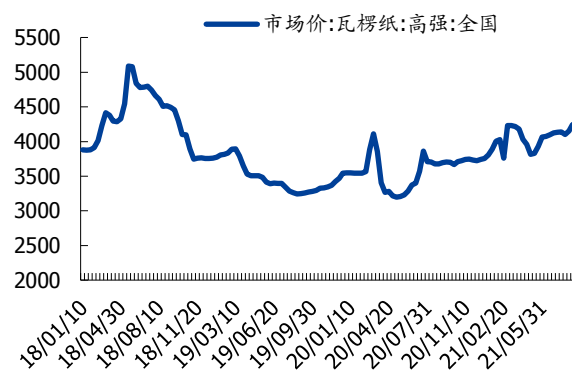
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 百威亚太单位为美元/吨)

图表 8: 中国玻璃价格指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 瓦楞纸价格走势(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**Q2 毛利率持平微降, 上半年整体毛利率改善。**21Q2 吨成本涨幅较大, 因而主流啤酒企业毛利率小幅下滑, 青啤、重啤、珠江、百威亚太分别同比+0.8、-0.4、-1.4、-0.8pct。但从上半年整体来看, 由于 Q1 销量快速恢复带来规模效应显著, 且上半年高端产品增长加速覆盖成本上涨幅度, 因而毛利率仍有提升。

图表 10: 主要啤酒公司毛利率变化情况

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	42.9%	43.7%	0.8 pct	3.2 pct	41.8%	44.4%	2.6 pct	4.3 pct
重庆啤酒	53.5%	53.1%	-0.4 pct	--	50.3%	52.1%	1.8 pct	--
珠江啤酒	51.8%	50.4%	-1.4 pct	3.9 pct	48.1%	47.6%	-0.5 pct	4.4 pct
华润啤酒	--	--	--	--	40.4%	42.3%	1.9 pct	4.5 pct
百威亚太	55.8%	55.1%	-0.8 pct	-0.2 pct	51.5%	54.0%	2.5 pct	0.4 pct

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**上半年费用投放力度加大, 收入增长较快费用率保持平稳。**Q2 主流啤酒企业增加费用投放, 一方面啤酒企业 2020 年受到疫情影响高端化受阻, 今年重点发力, 例如上半年华润啤酒 SuperX、马尔斯绿、黑狮均邀请新代言人; 嘉士伯 1664、乐堡、乌苏也均邀请新代言人, 同时增加与消费者互动。另一方面今年是体育大年(奥运会+欧洲杯), 啤酒企业加大渠道活动费用投放。但由于吨酒价增幅明显收入增长, 上半年啤酒企业销售费用率水平保持平稳。2021 上半年青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、华润啤酒、百威亚太销售费用率分别同比持平、+1.4、-0.4、-0.1、-4.0pct。

图表 11: 主要啤酒公司销售费用率变化情况

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	16.2%	14.5%	-1.7 pct	-4.1 pct	18.3%	18.3%	0.0 pct	0.2 pct
重庆啤酒	17.2%	19.8%	2.6 pct	--	16.8%	18.2%	1.4 pct	--
珠江啤酒	16.8%	16.9%	0.1 pct	0.5 pct	17.7%	17.2%	-0.4 pct	0.1 pct
华润啤酒	--	--	--	--	16.8%	16.8%	-0.1 pct	1.3 pct
百威亚太	--	--	--	--	30.7%	26.6%	-4.0 pct	1.6 pct

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上半年啤酒板块归母净利润增幅 **30%+**, 盈利能力改善。单 Q2 高基数导致啤酒板块净利润增幅放缓, 但结构改善推动吨酒价增长可以覆盖成本及费用投放增加, 利润保持正增长。单 Q2 青岛啤酒、珠江啤酒、百威亚太归母净利润同比+5.7%、6.7%、19.5%; 重啤扣非备考归母净利润同比-5.9%。高端化驱动盈利能力改善, 上半年从可比口径看扣非归母净利润角度, 青啤、重啤、珠江分别同比+33.0%、37.8%、43.8%; 华润、百威亚太调整后 EBITDA 分别同比+43%、53%。

图表 12: 主要啤酒公司归母净利润变化情况(单位: 百万元)

	2020Q2	2021Q2	YOY 20Q2	YOY 19Q2	2020H	2021H	YOY 20H	YOY 19H
青岛啤酒	1317.8	1393.5	5.7%	69.3%	1855.0	2415.5	30.2%	48.1%
重庆啤酒	408.6	326.9	-20.0%	--	531.1	622.2	17.2%	--
珠江啤酒	225.5	240.5	6.7%	31.9%	245.9	310.5	26.3%	46.5%
华润啤酒	--	--	--	--	2079.0	4291.0	106.4%	129.3%
百威亚太	226	270	19.5%	-26.2%	185.0	503.0	171.9%	-17.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3 全年展望: 关注高端化节奏, 忽略短期销量扰动

旺季虽受疫情、天气扰动, 高端化加速趋势不变。自 2021 上半年啤酒板块中报情况, 我们看到国内啤酒品牌高端化呈现加速态势。啤酒行业进行三季度动销旺季, 虽部分地区受疫情、天气影响销量略有下滑, 但高端化趋势不变。从产品组合看, 华润啤酒打造“4+4”产品矩阵发力中高端市场, Super X 上半年增长加速体现出对老勇闯替换升级, 配合 8 月份冠名“这就是街舞”节目热播, 年轻消费者接受度高。青啤在基地市场聚焦“崂山+青岛”, 非基地市场聚焦听装小瓶高端化, 纯生、白啤均取得较快增长。嘉士伯中国依靠乌苏和 1664 两大战略单品, 销量增长强劲。从渠道营销看, 三季度旺季通常是终端促销活动、啤酒节投入高峰期, 有望促进高端啤酒销量增长。例如华润啤酒 9 月份对老勇闯进行换包升级, 包装形象更加年轻化; 嘉士伯乌苏在全国 27 城开启“乌苏巴扎”。

成本压力或催化行业提价, 加快行业价格带提升进程。Q2 后包材成本压力已经体现, 但啤酒高端化贡献吨价增长能够覆盖啤酒板块成本端涨幅, Q2 毛利率基本持平。考虑今年啤酒行业普遍受到成本压力, 有望催化行业性提价。我们预计对于面临成本压力较大的低毛利产品, 啤酒企业或将采取直接提价方式; 对于高毛利产品, 啤酒企业或将通过换包升级、缩量方式间接提价。

图表 13: 雪花勇闯天涯9月换新包装



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

图表 14: 乌苏巴扎8-10月在各地开启



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

## 风险提示

疫情反复影响动销; 原材料成本波动; 行业竞争加剧。

### 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