

# 乌苏硬核出圈 开启全国征程

——重庆啤酒（600132）深度报告之二

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021年09月29日

食品饮料——啤酒

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhzq.com

评级：

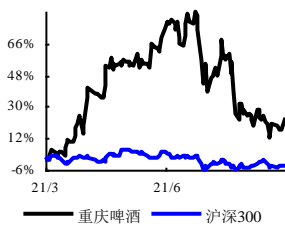
增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：131.00

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《西部龙头 扬帆起航——重庆啤酒（600132）深度报告之一》2021/6/29

## 投资要点：

### ● 承诺如期兑现 优质资产注入

2020年，嘉士伯通过近9个月的持续推进，切实履行解决潜在同业竞争问题承诺，于12月中旬完成了重庆啤酒重大资产重组项目，把嘉士伯在中国控制的优质啤酒资产注入重庆啤酒。从2021年起，公司已成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，同时成为中国五大啤酒公司之一。通过重组，公司在中国啤酒市场的竞争力得到了全面增强，有利于进一步提升盈利能力，把握持续高端化带来的市场机遇，实现可持续高质量发展。

### ● 乌苏啤酒硬核出圈 特色品牌储备丰富

乌苏啤酒的成功存在必然性。相较竞品，红乌苏也因为酒精度及麦芽浓度高于其他品牌主流产品，从而贴上了易醉的产品标签，“夺命大乌苏”也由此而来。产品特色及源自新疆的地域属性赋予了乌苏啤酒“硬核”的产品概念，同时根据新疆饮食习惯精准定位了乌苏啤酒的消费场景。围绕产品特性，公司借助社交平台、数字营销，提升社交媒体的活跃度，与年轻消费者进行互动分享，是品牌获得成功的核心。除乌苏品牌外，公司拥有强大的“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌组合，不同品牌目标市场、产品调性各不相同，使得公司产品矩阵更加完善，公司发展更加稳固，同时也为公司加速占领高端啤酒市场带来更多可能。

### ● 行业升级大势所趋 乌苏扩大高端份额

基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。从实际情况看，我国啤酒产品结构升级仍以拉格啤酒为主，经济型拉格啤酒价格带向上延伸至中高端。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临成本压力，这一问题使得企业提升产品结构诉求更为强烈。我们认为乌苏啤酒有望凭借强大的产品力快速抢占各大城市高端啤酒市场，打破区域渠道壁垒，在本轮啤酒结构升级的大趋势下有所收益。

### ● 投资建议

公司资产注入之后，产品结构更加丰富，销售渠道更加完善，整体质量效益明显提升。公司将继续开拓乌苏啤酒的销售，提升现有产品销量。将“大城市”计划作为重要增长引擎，加速与深化大城市渠道拓展，加速市场精耕，开发空白渠道及销售网点，拓展市场份额，提升现有产品销量。我们看好公司充分受益于行业整体结构化升级所带来的发展契机，看好乌苏啤酒的全国化进程，预计公司2021-2023年分别实现每股收益2.23/2.62/3.21元，给予公司“增持”的投资评级。

## ● 风险提示

宏观经济下行，消费能力减弱，疫情出现反复，食品安全问题。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10,212	10,942	12,452	14,120	16,182
(+/-)%	194.5%	7.1%	13.8%	13.4%	14.6%
经营利润 (EBIT)	1,561	1,703	2,213	2,518	3,044
(+/-)%	215.0%	9.1%	29.9%	13.8%	20.9%
归母净利润	1,043	1,077	1,078	1,268	1,553
(+/-)%	158.2%	3.3%	0.1%	17.6%	22.5%
每股收益 (元)	2.15	2.23	2.23	2.62	3.21

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,254	1,956	3,619	7,550	11,456	营业收入	10,212	10,942	12,452	14,120	16,182
应收账款及票据	58	115	111	133	149	营业成本	5,016	5,404	5,852	6,636	7,444
预付账款	12	23	21	26	28	营业税金及附加	729	762	874	989	1,134
其他应收款	21	79	68	85	95	销售费用	2,284	2,304	2,677	3,015	3,463
存货	364	1,421	1,167	1,464	1,590	管理费用	524	684	732	848	965
其他流动资产	7	65	65	65	65	研发费用	99	84	104	115	133
流动资产合计	1,717	3,658	5,051	9,323	13,384	财务费用	36	6	-53	-123	-221
长期股权投资	246	197	197	197	197	资产减值损失	-44	-70	-48	-34	-38
固定资产合计	1,152	3,233	3,042	2,857	2,670	信用减值损失	0	12	0	0	0
无形资产	246	588	405	215	10	其他收益	50	114	107	129	145
商誉	0	699	699	699	699	投资收益	79	180	169	205	229
长期待摊费用	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	5	5	5	5	资产处置收益	17	32	31	37	42
资产总计	3,514	9,595	10,614	14,511	18,180	营业利润	1,627	1,964	2,523	2,978	3,643
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	168	167	0	0	0
应付票据及账款	448	1,940	1,574	1,984	2,151	利润总额	1,795	2,131	2,523	2,978	3,643
预收账款	92	0	37	28	38	所得税费用	272	378	426	512	622
应付职工薪酬	117	419	348	435	473	净利润	1,523	1,752	2,097	2,466	3,021
应交税费	48	234	197	250	276	归属于母公司所有者的净利润	1,043	1,077	1,078	1,268	1,553
其他流动负债	0	32	32	32	32	少数股东损益	480	675	1,019	1,198	1,467
长期借款	0	397	397	397	397	基本每股收益	2.15	2.23	2.23	2.62	3.21
预计负债	0	33	33	33	33	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,003	8,027	6,858	8,198	8,756	营收增长率	194.5%	7.1%	13.8%	13.4%	14.6%
股东权益	1,511	1,569	3,756	6,313	9,424	EBIT 增长率	215.0%	9.1%	29.9%	13.8%	20.9%
<b>现金流量表</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润增长率	158.2%	3.3%	0.1%	17.6%	22.5%
净利润	1,523	1,752	2,097	2,466	3,021	销售毛利率	50.9%	50.6%	53.0%	53.0%	54.0%
折旧与摊销	174	414	467	481	494	销售净利率	14.9%	16.0%	16.8%	17.5%	18.7%
经营活动现金流净额	706	3,690	1,530	3,756	3,702	ROE	73.5%	184.0%	61.5%	40.7%	32.7%
投资活动现金流净额	-22	-2,805	150	192	221	ROIC	87.4%	56.9%	39.6%	28.9%	24.5%
筹资活动现金流净额	-398	-588	-17	-17	-17	资产负债率	57.0%	83.7%	64.6%	56.5%	48.2%
现金净变动	285	297	1,663	3,931	3,907	PE	24.11	53.48	87.40	74.30	60.67
期初现金余额	967	1,469	1,956	3,619	7,550	PB	17.73	98.39	53.73	30.27	19.81
期末现金余额	1,252	1,766	3,619	7,550	11,456	EV/EBITDA	13.78	26.70	34.15	29.20	23.65

## 目 录

1.承诺如期兑现 优质资产注入.....	7
1.1 营收规模迅速扩大 品牌组合更加完善.....	7
1.2 补强现有营销渠道 提高供应网络效率.....	9
2.乌苏啤酒硬核出圈 特色品牌储备丰富.....	10
2.1 乌苏产品定位清晰 打造硬核品牌形象.....	10
2.2 线上借新媒体营销 线下开展特色活动.....	11
2.3 品牌组合储备丰富 产品调性各不相同.....	12
3. 行业升级大势所趋 乌苏扩大高端份额.....	13
3.1 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大.....	13
3.2 成本上涨压力较大 加速产品结构升级.....	16
3.3 存量竞争格局 高端化或打破渠道壁垒.....	18
4.投资建议 .....	21
5.风险提示 .....	21

## 图 目 录

图 1: 公司资产注入品牌 .....	7
图 1: 注入资产 vs.重庆啤酒营业收入 (单位: 亿元) .....	7
图 2: 注入资产 vs.重庆啤酒产品销量 (单位: 万千升) .....	7
图 4: 公司资产注入品牌营收占比预测 .....	8
图 5: 注入资产 2019 年销售收入地区分布 .....	9
图 6: 重庆啤酒 2019 年销售收入地区分布 .....	9
图 7: 乌苏啤酒产品定位 .....	11
图 8: 乌苏啤酒新品“楼兰精酿” .....	11
图 9: 联手笑果文化直播 519《硬核酒局》 .....	11
图 10: 携手哔哩哔哩组跨次元酒局 .....	11
图 11: 乐堡啤酒品牌代言广告 .....	12
图 12: 啤酒行业发展历程 .....	14
图 13: 拉格啤酒 vs.艾尔啤酒制作工艺区别 .....	14
图 14: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家 .....	14
图 15: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型 .....	15
图 16: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比 .....	15
图 17: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升) .....	15
图 18: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元) .....	15
图 19: 未来五年经济型拉格啤酒的销量及其增速 .....	16
图 20: 未来五年中高端及超高端拉格啤酒的销量及其增速 .....	16
图 21: 青岛啤酒成本构成 .....	16
图 22: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨) .....	17
图 23: 中国玻璃价格指数 .....	17
图 24: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨) .....	17
图 25: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨) .....	17
图 26: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨) .....	18
图 27: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨) .....	18
图 28: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升) .....	18
图 29: 2013 年我国啤酒市场市占率 .....	19
图 30: 2018 年我国啤酒市场市占率 .....	19
图 31: 2016-2020 年我国啤酒行业 CR5 市占率 .....	19
图 32: 2020 年我国啤酒品牌销量市占率前二十 .....	20
图 33: 五大品牌各省市市占率 .....	20
图 34: 各省市间啤酒行业竞争情况一览 .....	20

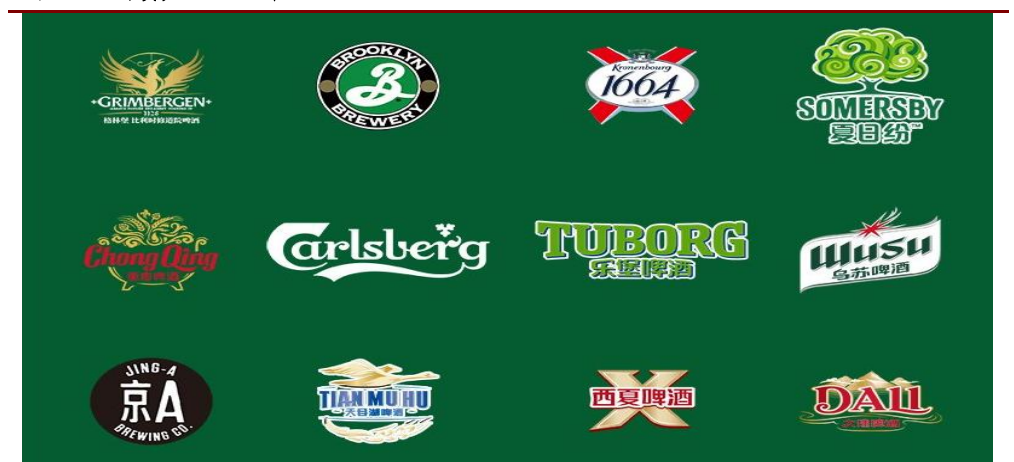
## 表 目 录

表 1: 资产注入主要啤酒品牌 .....	8
表 2: 注入资产各生产工厂的实际产能 (单位: 万千升) .....	9
表 3: 乌苏啤酒及其竞品产品一览 .....	10
表 4: 啤酒产品全分类 .....	13

## 1. 承诺如期兑现 优质资产注入

重庆啤酒是丹麦嘉士伯集团成员。2020 年，嘉士伯通过近 9 个月的持续推进，切实履行解决潜在同业竞争问题承诺，于 12 月中旬完成了重庆啤酒重大资产重组项目，把嘉士伯在中国控制的优质啤酒资产注入重庆啤酒。从 2021 年起，公司已成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，同时成为中国五大啤酒公司之一。通过重组，公司在中国啤酒市场的竞争力得到了全面增强，有利于进一步提升盈利能力，把握持续高端化带来的市场机遇，实现可持续高质量发展。

图 1：公司资产注入品牌

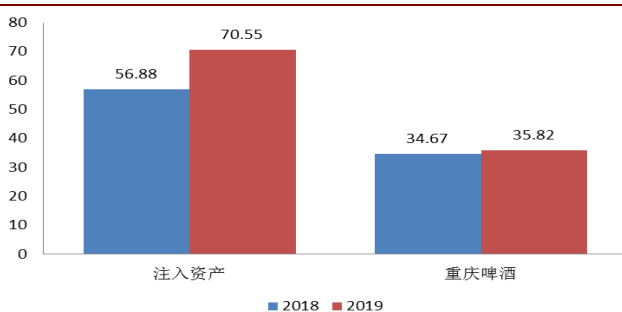


资料来源：公司官网，渤海证券

### 1.1 营收规模迅速扩大 品牌组合更加完善

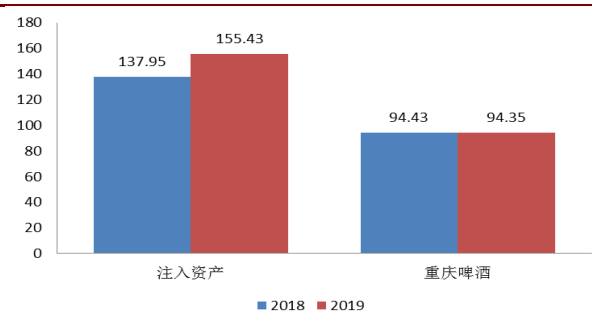
本次交易嘉士伯拟注入资产共涉及 6 家标的公司，旗下管理 11 家控股啤酒厂，广泛分布于新疆、宁夏、云南、广东及华东地区，注入资产主要从事啤酒及相关产品的生产、销售业务。重组完成之后，公司产品销量、营业收入均实现近 3 倍增长，2020 年资产/营收规模均达百亿级别。

图 1：注入资产 vs. 重庆啤酒营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，渤海证券

图 2：注入资产 vs. 重庆啤酒产品销量（单位：万千升）



资料来源：公司公告，渤海证券

品牌组合方面，公司拥有了更为强大的“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，满足消费者在不同消费场景和价格区间的消费需求。国际高端品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林等。乐堡啤酒 1880 年源自丹麦，是多个国家年轻消费者所喜爱的啤酒品牌。凯旋 1664 诞生于 1664 年，是享誉全球的法国小麦啤酒。在其他国际品牌中，格林堡为经认证的比利时修道院啤酒，布鲁克林为美国出口第一的精酿啤酒，Somersby 是嘉士伯集团推出的苹果汽酒品牌。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。乌苏啤酒自 1986 年诞生于新疆，是享誉新疆并实现全国化的啤酒品牌。在其他本土品牌中，大理、风花雪月、西夏、天目湖分别为云南、宁夏及华东地区领先的啤酒品牌，在区域市场中有着较高的认知度和市场占有率。

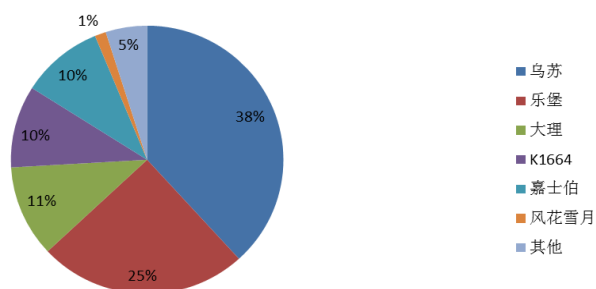
表 1: 资产注入主要啤酒品牌

国际品牌	主要产品系列	价格定位
嘉士伯	特醇嘉士伯 醇滑嘉士伯 特醇嘉士伯铝瓶 嘉士伯桶啤	高档
乐堡	乐堡纯生 乐堡野 乐堡 乐堡白啤	中高档
凯旋 1664	1664 白啤 1664 桃红啤 1664 黄啤 1664 百香果	超高档
其他高端啤酒品牌	格林堡 布鲁克林 Somersby	超高档
本土品牌	主要产品系列	价格定位
乌苏	乌苏纯生 乌苏小麦白 红乌苏 乌苏黑啤 绿乌苏 乌苏菠萝 C	主流至高档
大理	大理醇麦 大理小麦白 大理 V8 大理 V6 大理 V5	主流至中高档
风花雪月	风花雪月	高档
西夏	西夏醇麦 西夏纯生 西夏小麦白 西夏 X5 西夏 X3 西夏 X2 西夏菠萝 C	低档至高档
天目湖	天目湖全麦芽 天目湖 9 天目湖 6 天目湖 3	低档至主流

资料来源：公司公告，渤海证券

在上述啤酒品牌中，嘉士伯、大理、K1664、乐堡、风花雪月及乌苏为主销品牌。根据公司所给出的 2021 年主营业务收入预测，主销品牌营业收入占比达 95.08%，其中乌苏占比最高达 38.23%，其次为乐堡及大理。资产注入完成之后，主销品牌的发展将成为公司重中之重。

图 4: 公司资产注入品牌营收占比预测



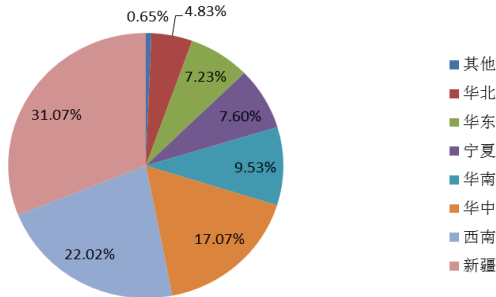
资料来源：公司公告，渤海证券



## 1.2 补强现有营销渠道 提高供应网络效率

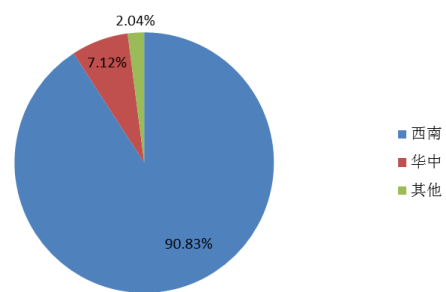
市场渠道方面，公司从一家区域型啤酒企业成长为全国性啤酒企业，核心市场从重庆、四川和湖南，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北各省，并且覆盖全国各地。各个优势市场区域均拥有优质的客户资源，较强的品牌优势以及稳定的销售渠道。注入资产营业收入地区分布相较重庆啤酒更加均衡，未来上市公司和嘉士伯将加强渠道销售和客户资源整合，提高客户需求响应速度。基于产品以及品牌的差异化，原嘉士伯分销网络将补强上市公司现有的分销渠道，有利于双方的品牌拓展扩大市场份额。

图 5：注入资产 2019 年销售收入地区分布



资料来源：公司公告，渤海证券

图 6：重庆啤酒 2019 年销售收入地区分布



资料来源：公司公告，渤海证券

供应网络方面，公司经营酒厂数量从 14 家增加到 26 家（含参股的重庆嘉威以及新构建的盐城酒厂），能够在采购、生产、物流等环节，在更广阔的区域内实现联动形成合力，提高运营效率，进一步提高产能利用率。营销推广方面，公司通过整体运营以及品牌互补，可实现更加丰富的营销方式和更为清晰的品牌形象，提升营销推广效率。同时，在行业高端化、营销数字化的发展趋势之下，上市公司通过整合营销人员、售后服务系统、营销数据分析，获得更专业的商业技能、更深入的市场洞察以及更丰富的营销资源基础，有利于巩固并提高品牌价值，提高市场地位。

表 2：注入资产各生产工厂的实际产能（单位：万千升）

工厂名称	2020 年 4 月	2019 年度	2018 年度	工厂名称	2020 年 4 月	2019 年度	2018 年度
嘉士伯广东	13.00	13.00	12.11	阿克苏啤酒	5.65	5.65	5.72
天目湖啤酒	19.60	19.60	16.27	伊宁啤酒	5.72	5.72	4.89
嘉士伯安徽	11.13	11.13	7.08	昆明华狮（大理）	27.37	27.37	26.21
新疆啤酒	23.45	23.45	20.21	昆明华狮（昆明）	24.49	24.49	22.04
乌苏啤酒	14.20	14.20	13.65	宁夏西夏佳酿	27.79	27.79	23.43
库尔勒啤酒	9.12	5.54	5.54				

资料来源：公司公告，渤海证券

## 2. 乌苏啤酒硬核出圈 特色品牌储备丰富

乌苏啤酒自 1986 年诞生于新疆，源自天山北麓的乌苏市。2004 年，乌苏啤酒牵手嘉士伯啤酒厂。2016 年，乌苏啤酒成为嘉士伯集团旗下全资子公司，并开启了中西方啤酒文化节交融的全新时代。经过多年发展，乌苏啤酒已经开启其全国化进程，受到疆外消费者的欢迎以及认可，并且成为嘉士伯中国的主力产品。

### 2.1 乌苏产品定位清晰 打造硬核品牌形象

乌苏啤酒的成功存在必然性。从产品品类上来说，乌苏品牌旗下产品包括红乌苏、绿乌苏、小麦白及乌苏黑啤，其中以红乌苏作为主打，整体产品结构简单重点突出。红乌苏以酒精度高、麦芽浓度高以及容量大火速出圈。相较竞品，红乌苏也因为酒精度及麦芽浓度高于其他品牌主流产品，从而贴上了易醉的产品标签，“夺命大乌苏”也从此而来。

表 3: 乌苏啤酒及其竞品产品一览

乌苏啤酒产品结构					
产品	乌苏	红乌苏	绿乌苏	小麦白	乌苏黑啤
产品	 <ol style="list-style-type: none"> <li>浓郁酒香 新疆原产大麦</li> <li>口感甘醇 天山融雪水</li> <li>精选啤酒花 酒味芳香浓郁</li> </ol>	 <ol style="list-style-type: none"> <li>浓郁酒香 新疆原产大麦</li> <li>口感甘醇 天山融雪水</li> <li>精选啤酒花 酒味芳香浓郁</li> </ol>		 <ol style="list-style-type: none"> <li>浓郁酒香 新疆原产大麦</li> <li>口感甘醇 天山融雪水</li> <li>精选啤酒花 酒味芳香浓郁</li> </ol>	 <ol style="list-style-type: none"> <li>浓郁酒香 新疆原产大麦</li> <li>口感甘醇 天山融雪水</li> <li>精选啤酒花 酒味芳香浓郁</li> </ol>
产品规格	620ML	500ML	500ML	465ML	520ML
酒精度	4.0%vol	4.0%vol	3.3%vol	3.6%vol	4.0%vol
麦芽浓度	11.0° P	11.0° P	9.0° P	9.8° P	11.0° P
口感	劳劲大	劳劲大	清爽顺滑	麦香浓郁	焦香醇厚
主力产品及其竞品					
产品	红乌苏	百威经典	雪花 SuperX	青岛纯生	燕京 U8
表格表字					
产品规格 (箱)	620ml*12	600ml*12	500ml*12	500ml*12	500ml*12
酒精度	4.0%vol	3.6%vol	2.5%vol	3.1%vol	2.5%vol
麦芽浓度	11.0° P	9.7° P	8.0° P	8.0° P	8° P
价格 (箱)	99 元	84 元	79 元	93.4 元	79 元

资料来源: 京东, 渤海证券

产品特色及源自新疆的地域属性赋予了乌苏啤酒“硬核”的产品概念，同时根据新疆饮食习惯精准定位了乌苏啤酒的消费场景。随着产品全国化布局的不断拓展，消费场景也在不断丰富。此外，公司推出酒精度达 6.8%vol 的新品楼兰秘酿，更加突出硬核精神。

图 7：乌苏啤酒产品定位



资料来源：天猫，渤海证券

图 8：乌苏啤酒新品“楼兰秘酿”



资料来源：天猫，渤海证券

## 2.2 线上借新媒体营销 线下开展特色活动

围绕产品特性，公司借助社交平台、数字营销，提升社交媒体的活跃度，与年轻消费者进行互动分享，是品牌获得成功的核心。2020 年中，公司联手笑果文化同步直播平台直播《硬核酒局》，带来超然炫酷体验。2021 年初，公司携手哔哩哔哩，集结四大高能 UP 主，硬核联动组跨次元酒局。此外，乌苏品牌聘请 MMA 世界冠军作为品牌代言人，打造品牌“硬核”形象。

图 9：联手笑果文化直播 519《硬核酒局》



资料来源：公开资料，渤海证券

图 10：携手哔哩哔哩组跨次元酒局



资料来源：公开资料，渤海证券

除了线上品牌营销推广，公司也会通过开展品牌特色线下活动，带给消费者不同的产品体验。“乌苏巴扎”作为最具代表性的推广活动，已经走出新疆，吸引疆外消费者的参与。维吾尔语“巴扎”意味农贸市场，是新疆特色民俗生活的真实写照。乌苏品牌结合新疆巴扎特色，让消费者进一步了解品牌背后的文化。

### 2.3 品牌组合储备丰富 产品调性各不相同

除乌苏品牌外，公司拥有强大的“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌组合，不同品牌目标市场、产品调性各不相同，使得公司品牌矩阵更加完善，公司发展更加稳固，同时也为公司加速占领高端啤酒市场带来更多可能。

本地品牌方面，重庆品牌、大理品牌以及西夏品牌推出全新主题广告，提升品牌喜爱度以及忠诚度。重庆品牌延续友情定位，大理品牌“开启惬意时刻”，“西北豪汉喝西夏”体现西夏啤酒的豪放特性。

国际品牌方面，乐堡啤酒延续打造年轻音乐品牌策略，邀请三组不同音乐圈层的代言人，Gai 周延、Henry 刘宪华以及新裤子乐队，联合国际知名艺人 The Chainsmokers 推出“乐堡全球音乐计划”。通过数字化营销提高品牌知名度，加快品牌全国扩张步伐。1664 啤酒则继续以“尽享法式风情”的品牌理念，倡导高品质的生活态度以及方式。1664 启动了新的全球品牌定位——“玩味新法式”，进一步加强超高端的品牌形象。

图 11：乐堡啤酒品牌代言广告



资料来源：公开资料，渤海证券

### 3. 行业升级大势所趋 乌苏扩大高端份额

基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。从实际情况看，我国啤酒产品结构升级仍以拉格啤酒为主，经济型拉格啤酒价格带向上延伸至中高端。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临成本压力，这一问题使得企业提升产品结构诉求更为强烈。我们认为乌苏啤酒有望凭借强大的产品力快速抢占各大城市高端啤酒市场，打破区域渠道壁垒，在本轮啤酒结构升级的大趋势下有所收益。

#### 3.1 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大

啤酒是以麦芽、啤酒花和水为主要原料，经酵母发酵作用酿制而成的富含二氧化碳的低酒精饮料。啤酒根据麦汁浓度、生产方式、色泽等可分为多个种类，根据所采用的酵母不同，又可分为拉格啤酒（也即工业啤酒）以及艾尔啤酒（也即精酿啤酒），而精酿啤酒又因为酿造方法的差异而分为多个种类（包括波特、世涛、酸艾尔、拉比克等等）。

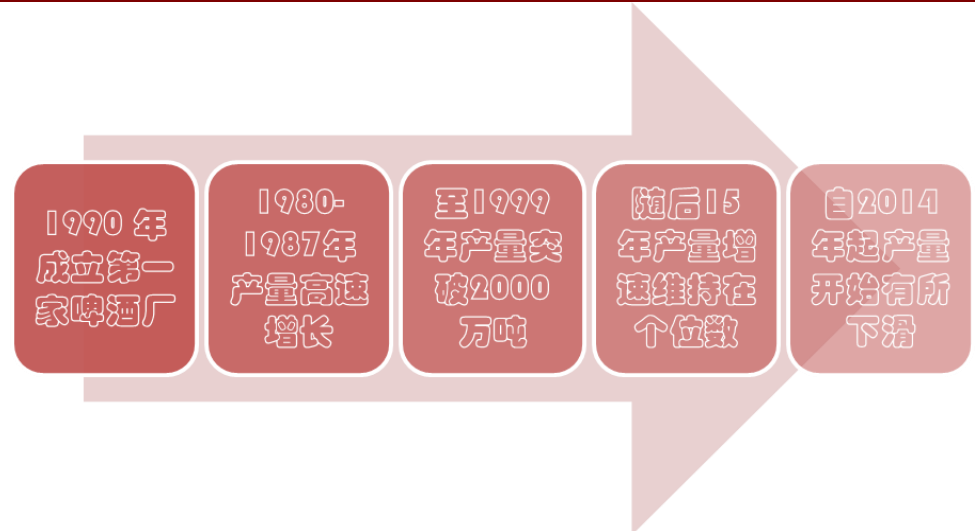
表 4: 啤酒产品全分类

分类依据	具体分类	释义
按照是否杀菌分类	鲜啤酒	不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的新鲜啤酒，存放时间较短
	熟啤酒	经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒，口味稍差，保质期长
	纯生啤酒	采用物理方法进行无菌过滤，产品稳定性好，保质期可长达半年以上
按照酵母不同分类	艾尔啤酒（精酿啤酒）	采用“上面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁顶端进行发酵，发酵时间较长
	拉格啤酒（工业啤酒）	采用“下面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁低端进行发酵，发酵时间较短
按照麦汁浓度分类	低浓度	原麦芽汁浓度为 6-8°P，酒精含量为 2%左右
	中浓度	原麦芽汁浓度为 10-12°P，酒精含量为 3.5%左右
	高浓度	原麦芽汁浓度为 14-20°P，酒精含量为 4.9%-5.6%左右
按照颜色分类	淡色啤酒	淡黄、金黄或棕黄色，淡黄清透明亮、金黄香气突出、棕黄略带焦香
	浓色啤酒	红棕或红褐色，麦芽香味突出，口味醇厚
	黑色啤酒	深红褐色或黑褐色，口味浓醇，泡沫细腻
根据包装容器分类	瓶装啤酒	材料多为玻璃，多数为熟啤酒
	罐装啤酒	材料多为铝合金或者马口铁，多数为熟啤酒，罐装啤酒体轻、携带方便
	桶装啤酒	木桶、铝桶、塑料桶等多种类型，有时也称“扎啤”，多为不杀菌或瞬时杀菌的生啤酒

资料来源：公开资料，渤海证券

众所周知，啤酒是一种舶来品，是由外国传入我国的酒饮料。我国第一家啤酒厂是俄国人 1900 年在哈尔滨建立的，随后的几十年增长缓慢。1980-87 年我国啤酒产量步入了高速增长期，增速达到 35%以上，随后的十几年增速降至 10%左右，至 1999 年全国产量突破 2000 万吨。在步入 21 世纪之后，增速降至个位，2013 年达到产销高峰，啤酒市场达到了阶段性饱和，随后开始小幅下滑

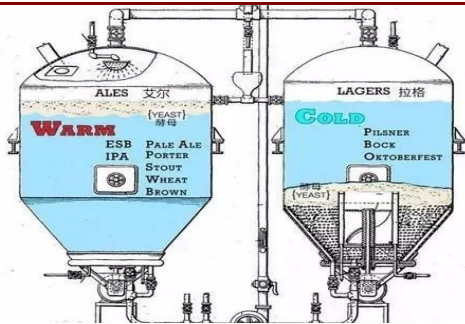
图 12: 啤酒行业发展历程



资料来源: 公开资料, 渤海证券

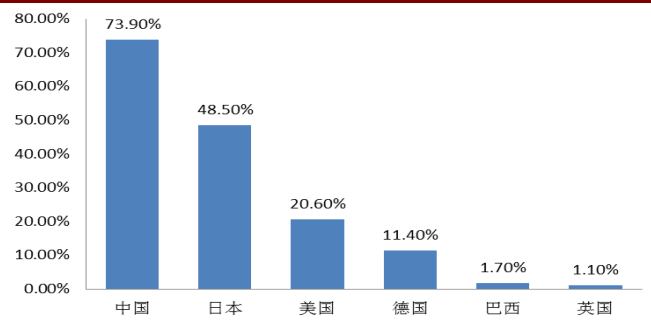
啤酒在我国长期以来形成了低价消费品的属性以及基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 13: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源: 公开资料, 渤海证券

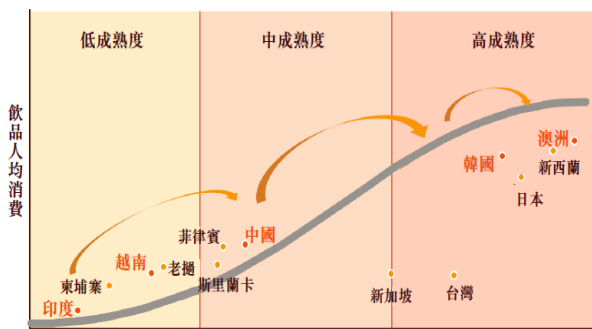
图 14: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

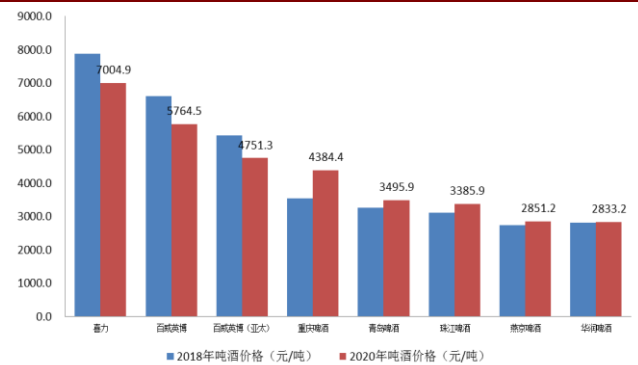
据百威英博（亚太）最新招股说明书显示，在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中，中国位于中档偏低水平，距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。从吨酒价格看，我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。但是对比 2018 年以及 2020 年吨酒价格，我国啤酒吨酒价格均有不同程度上涨，国际品牌吨酒价格受到疫情影响均有不同程度下降，我国啤酒结构化的升级趋势已经悄然开启。

图 15: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源：百威英博（亚太）招股说明书，渤海证券

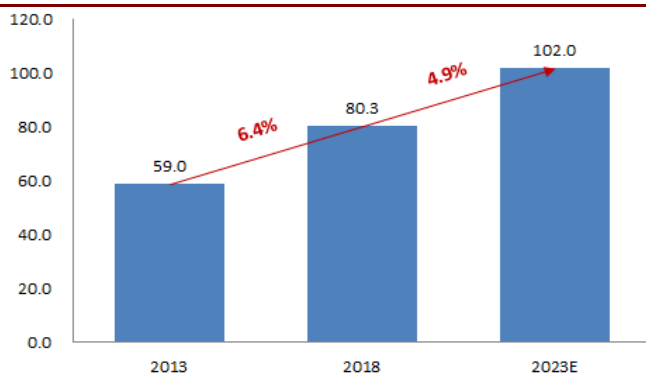
图 16: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比



资料来源：公开资料，渤海证券

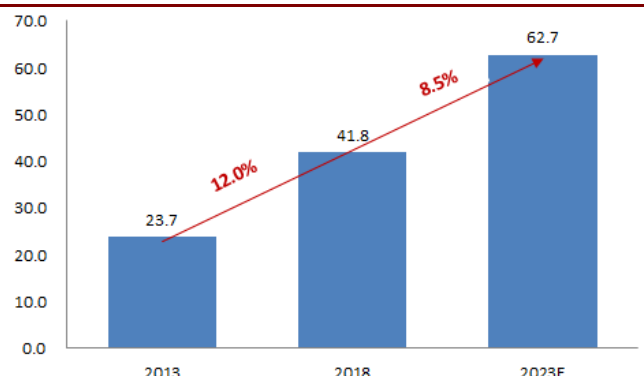
基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示，中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%，且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲，但高端及超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场（美国该比例达到 42.1%），表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大（注：高端及超高端根据 GlobalData 自建指标体系定义）。

图 17: 中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：亿升）



资料来源：GlobalData，渤海证券

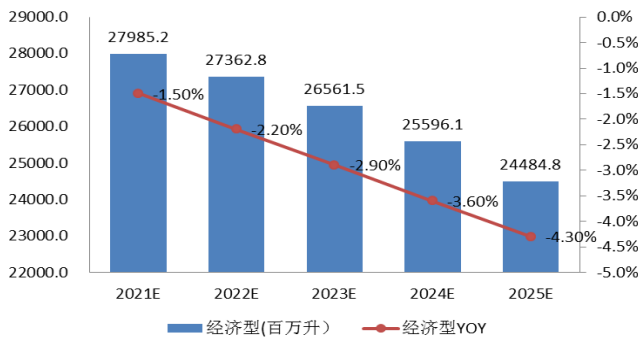
图 18: 中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：十亿美元）



资料来源：GlobalData，渤海证券

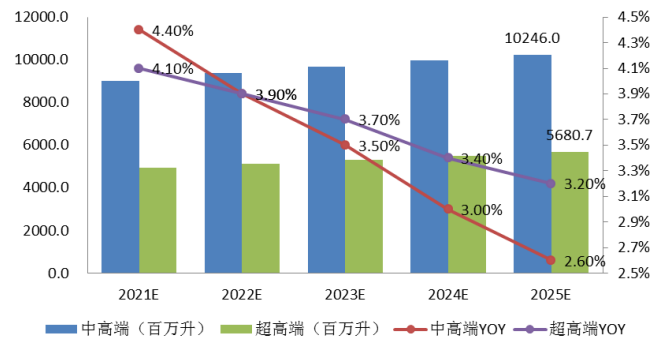
从实际情况看，我国啤酒产品结构升级仍以拉格啤酒为主，经济型拉格啤酒价格带向上延伸至中高端。根据欧睿分类，经济型拉格啤酒价格在 7 元以下，中高端拉格价格在 7 至 14 元之间，超高端定义为 14 元以上。欧睿预计，未来五年经济型拉格啤酒的销量将由 279.85 亿升降至 244.85 亿升，取而代之的则是中高端及超高端拉格啤酒市场销量。精酿啤酒也极具成长性，但是由于基数较小，品类仍属小众。

图 19: 未来五年经济型拉格啤酒的销量及其增速



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

图 20: 未来五年中高端及超高端拉格啤酒的销量及其增速

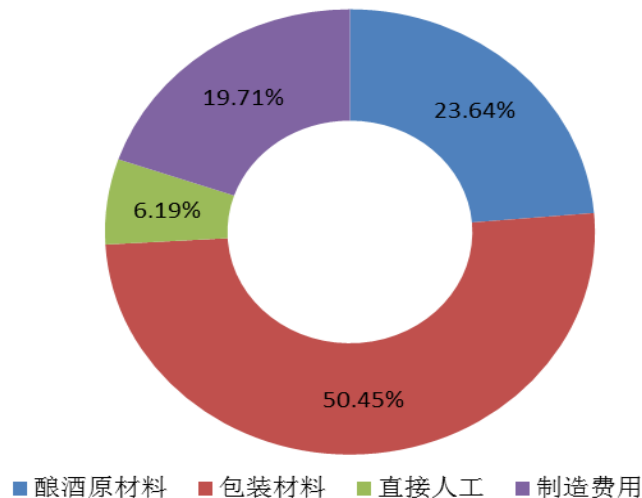


资料来源: Euromonitor, 渤海证券

### 3.2 成本上涨压力较大 加速产品结构升级

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料（大麦麦芽、酵母、水）、包装材料（铝罐、玻璃瓶、纸箱）、直接人工及制造费用。其中，原料（包括酿酒原材料及包装材料）是啤酒生产的最主要成本。以青岛啤酒为例，成本占比最高的为包装材料，约占总成本的 50%，其次为酿酒原材料，约占总成本的 24%。

图 21: 青岛啤酒成本构成



资料来源: 公司公告, 渤海证券



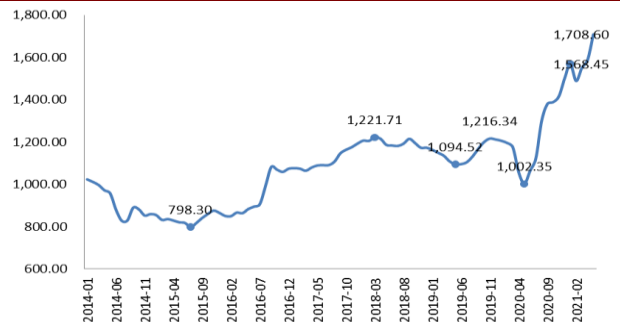
由于原料占啤酒生产成本的比重较高，因此原料价格波动会直接影响企业的经营业绩。通常原料价格会受到产量、监管、市场需求及政治环境等不可控因素影响，倘若原料成本的增加长期影响啤酒生产企业的经营业绩，龙头企业一般会将成本转嫁给消费者。啤酒生产企业大多采取总部和区域集中采购及生产企业自采相结合的综合采购模式，其中大麦的采购来源主要是进口，包装材料国内采购，因此包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临一定成本压力。

图 22: 瓦楞纸（高强）全国市场价（单位：元/吨）



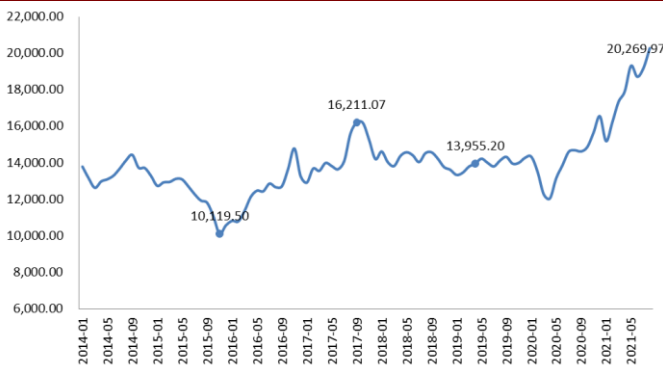
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 中国玻璃价格指数



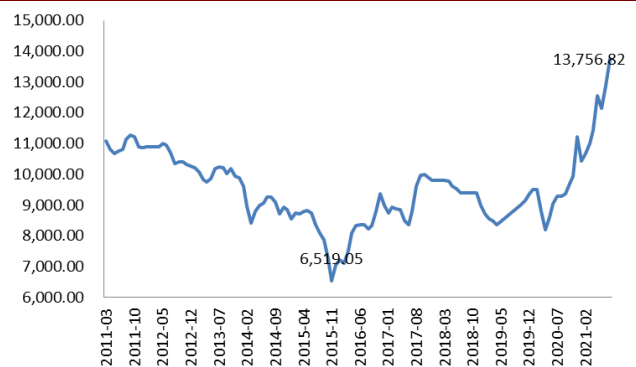
资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 铝锭（A00）全国市场价（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

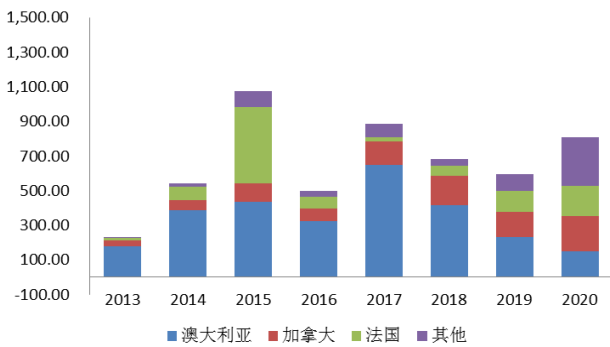
图 25: 打包易拉罐（上海）平均价（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

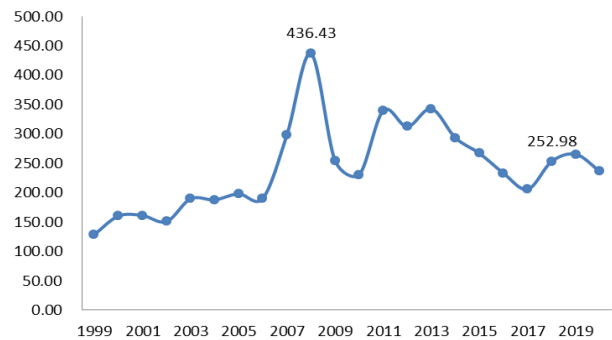
而在酿酒原材料中，由于龙头企业通常选取进口大麦，因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚，其次为加拿大。但近几年随着对澳进口政策有所改变，对澳进口数量逐年递减。澳大利亚作为大麦最主要出口国，近年由于不可控因素的影响导致大麦减产，造成了大麦价格的小幅上涨，但上涨幅度仍在可控范围内。此外，大麦价格也受到疫情后周期全球经济通胀影响有所走高，截至今年 8 月进口大麦平均价 278.35 美元/吨，同比上涨 16.54%。

图 26: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)

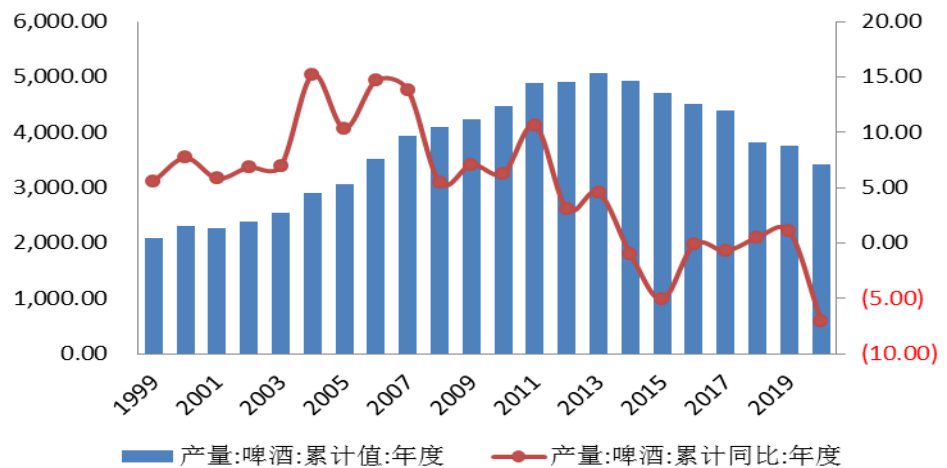


资料来源: Wind, 渤海证券

### 3.3 存量竞争格局 高端化或打破渠道壁垒

啤酒产量方面,我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次出现负增长,一方面与当年经济环境、气候环境有关,另一方面也与行业发展规律密切联系。2014 年开始啤酒产量连续下滑,去年受到疫情影响使得产量减少更加明显。今年 1-8 月我国啤酒产量达到 2625.2 万千升,相较 2019 年仍有小幅下滑,但是整体来看疫情影响因素基本消除。目前,我国啤酒市场已经进入存量竞争格局。

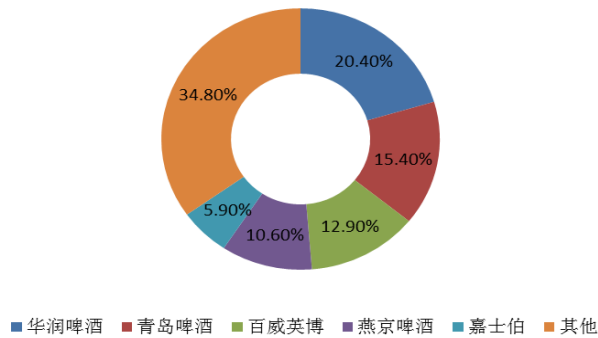
图 28: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

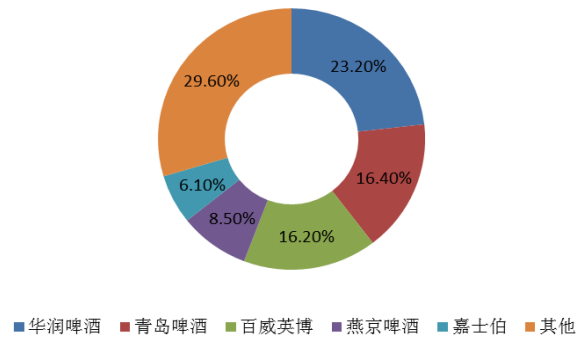
在啤酒产业结束高速发展期之后,中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合,市场格局开始日益清晰。GolbalData 数据显示,2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高,则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现,同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

图 29: 2013 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

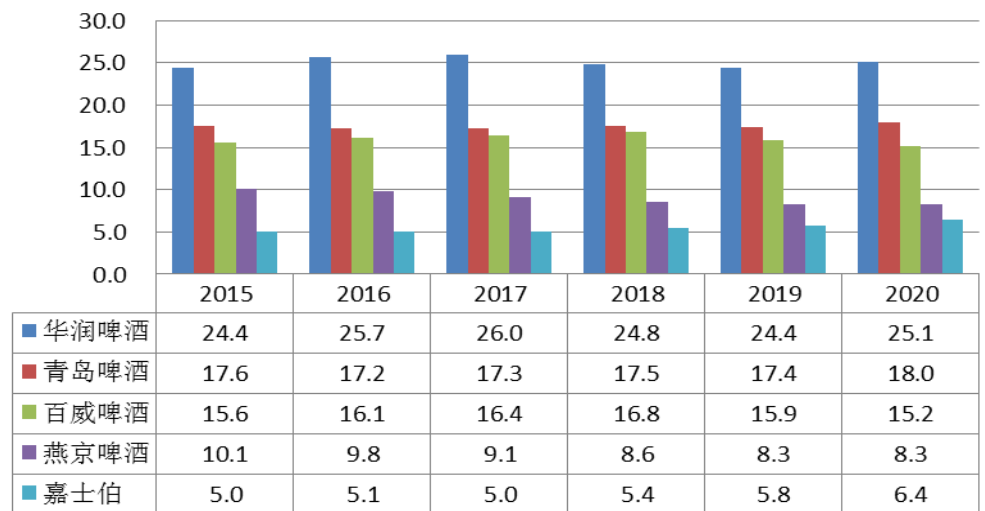
图 30: 2018 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

而根据欧睿的统计, 前五大龙头啤酒企业依然是华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒及嘉士伯。2016 至 2020 年, CR5 市占率整体份额维持稳定, 尚未出现市场集中度继续上升的趋势, 但不同企业间市场份额小幅波动, 其中百威英博、燕京啤酒市场份额小幅下滑, 百润啤酒、青岛啤酒及嘉士伯稳中有升。

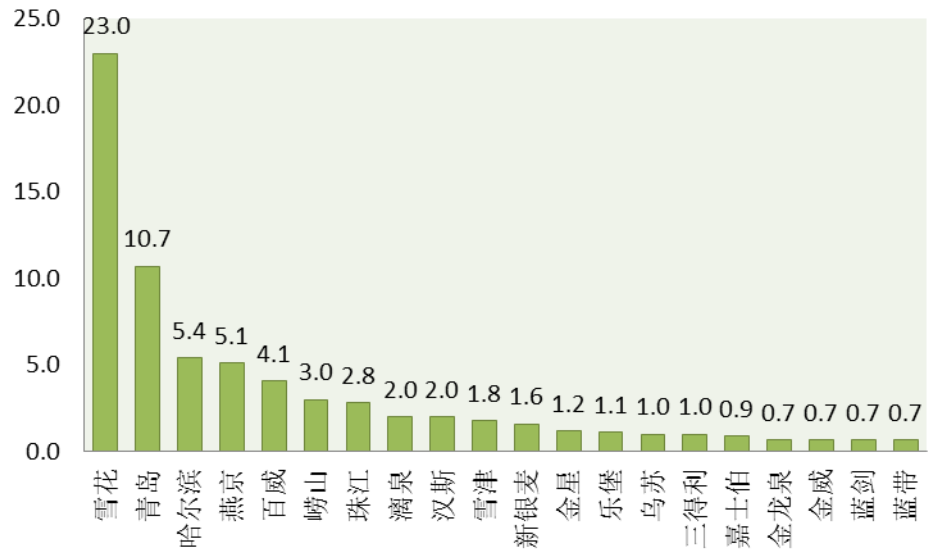
图 31: 2016-2020 年我国啤酒行业 CR5 市占率



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

此前, 由于我国啤酒多以玻璃瓶低端产品为主, 毛利较低因此运输半径受到一定限制, 产生了明显的地域特征, 造成五大品牌各省市间市场占有率有明显差异, 部分龙头企业已经拥有绝对优势地区, 短期难以撼动。从各品牌市占率看, Top20 当中很多品牌具有明显的地域性。

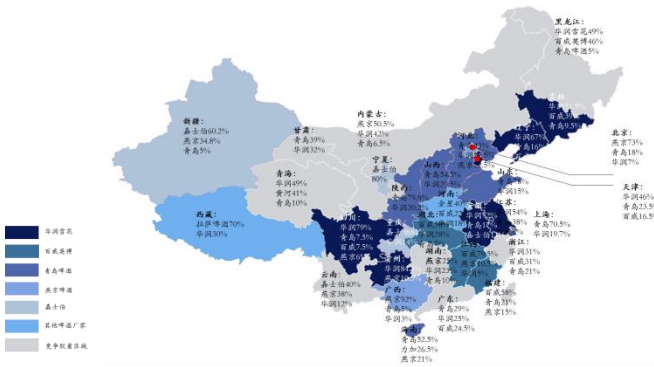
图 32: 2020 年我国啤酒品牌销量市占率前二十



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

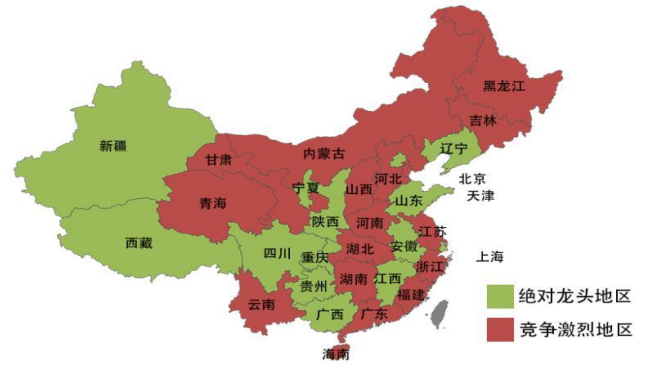
尽管目前我国啤酒行业前五大企业市占率已经超过七成,但由于行业特殊性,龙头企业对于各省市间市场份额互相制衡,市占率最高的品牌华润雪花也仅仅有 25.1%,青岛啤酒次之,二者之和达到 43.1%,绝对龙头尚未出现。仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势,其余各省仍然悬而未决。在长期胶着的市场竞争之后,头部企业转而开始谋求高质量的发展,整体竞争趋缓。

图 33: 五大品牌各省市市占率



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 34: 各省市间啤酒行业竞争情况一览



资料来源: 公开资料, 渤海证券

在目前的市场环境当中,低价产品一旦提价恐将影响市场份额。而当我国居民消费水平达到一定程度之后,中高端啤酒产品迎来了发展契机。龙头企业更倾向于通过调整产品结构提高吨酒价格,最终促进企业质量效益。随着啤酒产品价格带的上移,毛利得到明显改善,运输半径随之扩大,地域性的问题或将得到突破,强产品力产品或将打破地域以及渠道壁垒脱颖而出。我们认为乌苏啤酒有望凭借强大的产品力快速抢占各大城市高端啤酒市场,在本轮啤酒结构升级的大趋势下有所收益。

## 4.投资建议

公司资产注入之后，产品结构更加丰富，销售渠道更加完善，整体质量效益明显提升。公司将继续开拓乌苏啤酒的销售，提升现有产品销量。将“大城市”计划作为重要增长引擎，加速与深化大城市渠道拓展，加速市场精耕，开发空白渠道及销售网点，拓展市场份额，提升现有产品销量。我们看好公司充分受益于行业整体结构化升级所带来的发展契机，看好乌苏啤酒的全国化进程，预计公司2021-2023年分别实现每股收益2.23/2.62/3.21元，给予公司“增持”的投资评级。

## 5.风险提示

宏观经济下行，消费能力减弱，疫情出现反复，食品安全问题。

**投资评级说明:**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**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并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取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的联系。

**免责声明:**

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**渤海证券研究所机构销售团队:**
**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

**天津:**

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

**高级销售经理: 王文君**

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

**北京:**

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)