

啤酒：多重因素催化，重视Q3板块的投资价值

国金食品饮料：

刘宸倩 S1130519110005

李本媛 libenyuan@gjzq.com.cn

DATE：

我们认为，食品饮料板块中，啤酒的复苏具备更强确定性。今年Q3的优势在于：低基数+疫情政策放缓+天气热于往年。

- 1) 低基数下，有望实现恢复性增长。受疫情、暴雨天气、接种疫苗影响，去年Q3啤酒行业基数偏低。21年6/7/8/9月全国规模以上啤酒企业产量对比19年同口径变动-8%/-6%/-10%/-4%；青啤销量对比19年变动-6%/-8%/-8%/+1%，合计下滑约中大个位数。假设青啤今年7-8月能恢复至19年的水平，对应单月销量增速均在大个位数。

图表1：青岛啤酒2021年单月销量及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：全国啤酒2021年单月产量及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- 2) 疫情政策边际放宽，场景有望陆续放开。近期防疫政策放宽的趋势已经确立，餐饮、夜场等消费场景将逐步回暖，啤酒作为经济相关性弱、场景相关性强的产品有望率先复苏。以20年为例，疫情好转后，4/5/6月全国啤酒产量同比+7.5%/+14.6%/+7.6%，20Q2青啤销量同比+8.3%（增长21万吨）。考虑仍有疫情反复，今年不一定能重现20年单月量增双位数的盛况，但我们认为环比改善的趋势不变。

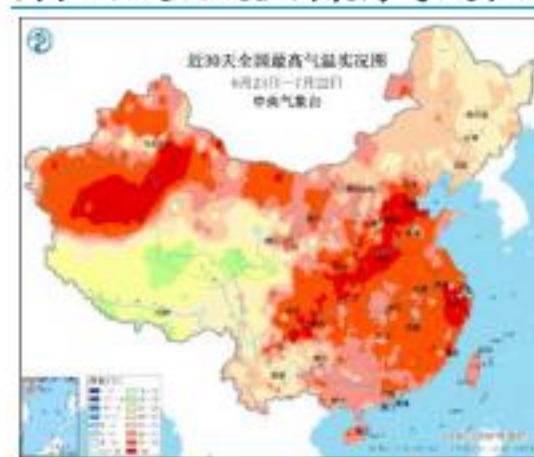
图表3：近期防疫政策已有放松

时间	政策
5月31日	文旅部颁发《关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》，将跨省团队旅游“熔断”区域进一步精准到县（区）域
6月3日	高校学生在符合防疫条件基础上，不再集中隔离
6月5日	国务院联防联控机制强调疫情防控“九不准”，坚决防止简单化、一刀切和层层加码等现象
6月28日	第九版新冠肺炎防控方案将入境人员隔离管控从“14+7”调整为“7+3”；缩短隔离观察和健康监测时间；统一封控管控区和中高风险区划定标准；优化区域核酸检测策略
6月29日	通信行程卡“星号”标记取消
7月8号	通信行程卡查询结果覆盖时间范围由14天调整为7天

来源：新华网，国金证券研究所

- 3) 天气热于往年，多地已突破历史极值。由于大气环流异常，6月中旬以来，我国北方高温热浪频发，河南、陕西、甘肃、山西、山东等地突破历史气温；7月上旬起南方气温异军突起，江浙沪和川渝成为高温中心。高温事件已持续超30天，截止7月17日，71个国家气象站日最高气温突破历史极值；238个气象站突破月极值，今年高温事件的影响范围、单站最高气温或超2003年、2013年。国家气候中心预计，7月31日至8月15日大部地区气温将高于常年同期，特别是黄淮、江淮、长江中下游等地，为啤酒消费营造良好氛围。

图表4：近30天全国最高气温实况图

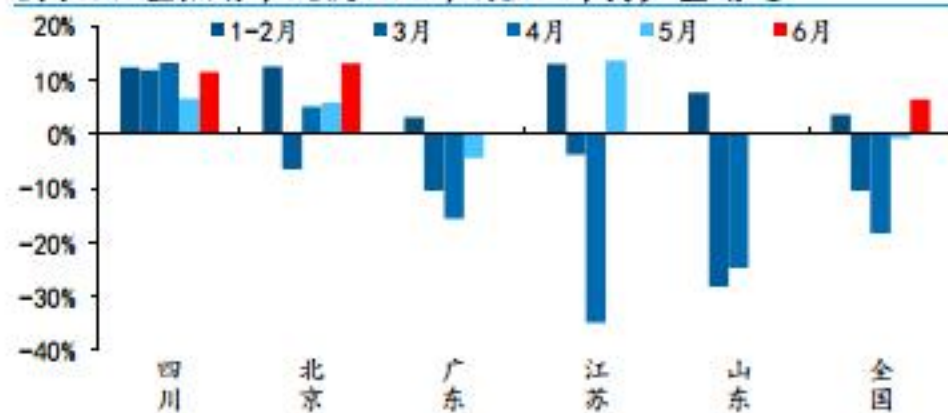


来源：Wind，国金证券研究所

复盘5-6月的复苏进度，全国5-6月啤酒产量同比-0.7%/+6.4%

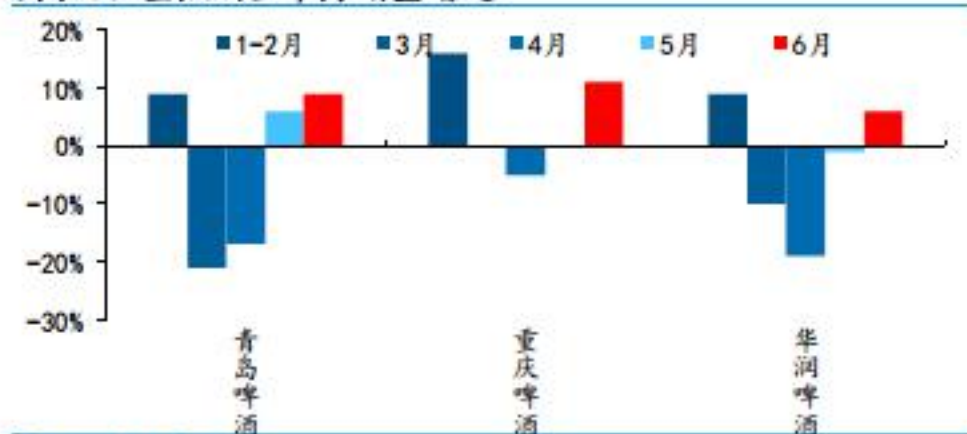
- **分区域看**，华东、华北等前期受疫情影响重（单月下滑幅度在20-30%），当前需求已有明显改善（北京、江苏单月啤酒产量增速均在小双位数）；华南因疫情反复、暴雨天气影响仍有损伤，但环比向好；四川、湖南等地本身疫情扰动小、防疫响应快，今年以来一直保持优异增速。
- **分公司看**，单月销量增速5月青啤（6%）>重啤（持平）>华润（小幅下滑）；6月重啤（接近小双位数）>青啤（大个位数）>华润（中个位数左右）。龙头5、6月增速普遍加快，我们认为，青啤5-6月表现持续跑赢行业、持续好于预期，主要系：1）前期主市场山东受损重，3-4月下滑幅度青啤（接近20%）>华润（中双位数）>重啤（小个位数），H1销量增速青啤与华润接近；2）青啤核心市场位于北方，今年河南、山东、河北等地气温高于往年，南方仍受制于多雨天气；3）青啤流通占比高，精准防控使得流通渠道最先复苏，餐饮、夜场复苏偏慢（流通占比60-70%的珠江Q2同样表现不错，量增1.4%）；4）公司自5月起开展夏日风暴促销，6月底加大对经典的费用投放，渠道旺季备货积极（6月底库存增加1周左右），驱动整体出货量攀升。

图表5：重点省市规模以上啤酒企业单月产量增速



来源：各地统计局，国金证券研究所

图表6：重点酒企单月销量增速



来源：国金证券研究所

展望7-8月，我们认为，行业延续低基数+疫情政策放缓+天气热于往年，龙头自身积极开展活动营造氛围（青啤的夏日风暴、华润的销售会战、重啤的乌苏巴扎），需求复苏态势将更明确。**7月到20号青啤实现高个位数量增，预估华润7月增速环比加快**。部分投资者担忧餐饮需求恢复不到往年，是否会导致啤酒复苏的天花板降低？我们复盘了海伦司、九毛九、海底捞的同店收入，发现就算在今年1-2月啤酒高景气度时期（剔除库存因素，龙头动销增长约中个位数），大型连锁餐企的同店仍未完全恢复。我们认为主要系：

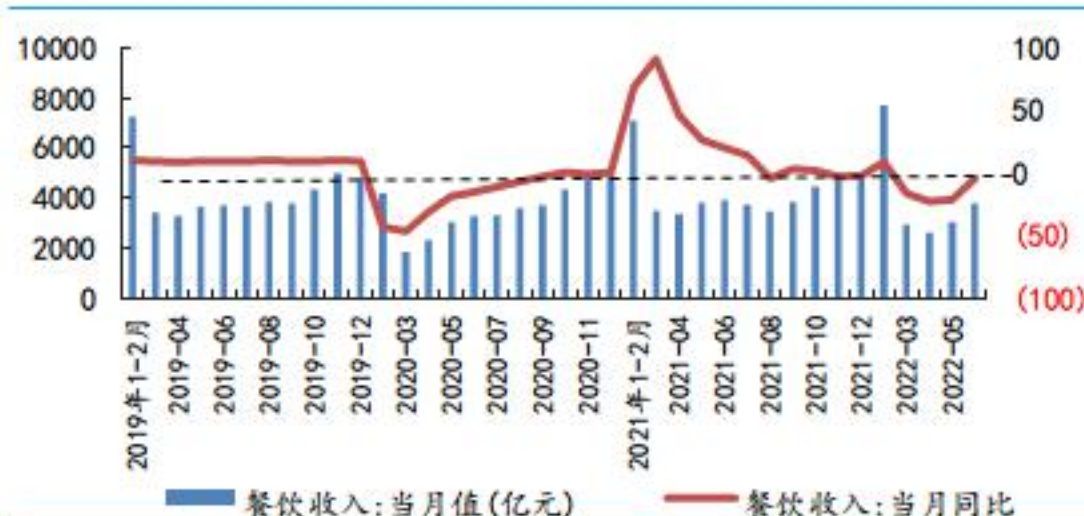
- 1) 啤酒仍有部分非现饮消费；
- 2) AB类餐饮因多处商圈，复苏难度更大；CD类餐饮复苏速度更快、进度更好。**故监测大型连锁餐饮店的同店指标，并不一定能真实反应啤酒的需求。**

图表7：海伦司/九毛九/海底捞对比21年的复苏进度

	海伦司	太二	海底捞(可比门店翻台率)	九毛九
1月	80%	88%	100%	97%
2月	90%	85%	95%	85%
3月	66%	60%	70%以上	80%
4月	60%	52%	—	74%
5月	62%	61%	90%	81%
6月	77%	90%	高于120%	140%

来源：国金证券研究所

图表8：社零餐饮收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

4-5月铝材、玻璃、纸箱等价格环比下行，**当前成本的增幅或好于3月时的预期**。从采购周期看，

- 1) 大麦：重啤、华润年初均已全年锁价（且已考虑汇率变动因素），预计大麦涨价风险或推迟至来年体现。
- 2) 铝材：重啤3月底锁价，锁到年底，预计同比上涨25%；华润4月锁价，预计同比上涨10-20%，多锁一部分，但并未锁完全年。
- 3) 玻璃、纸箱：整体压力并不大，采购时期约1-2个季度。
- 当前，华润已将全年直接材料增加额的指引从15-16亿下调至12-13亿，青啤包材压力缓解，重啤H2或将延续成本压力（考虑粮食、运费涨价）。我们认为，全年成本上涨压力可被直接提价+结构升级提升覆盖，毛利率Q2或阶段性承压，22H2乃至23H1改善将更明显。

成本：包材环比回落，利润弹性有望加快显现

图表9：国内大麦市场均价（元/吨）



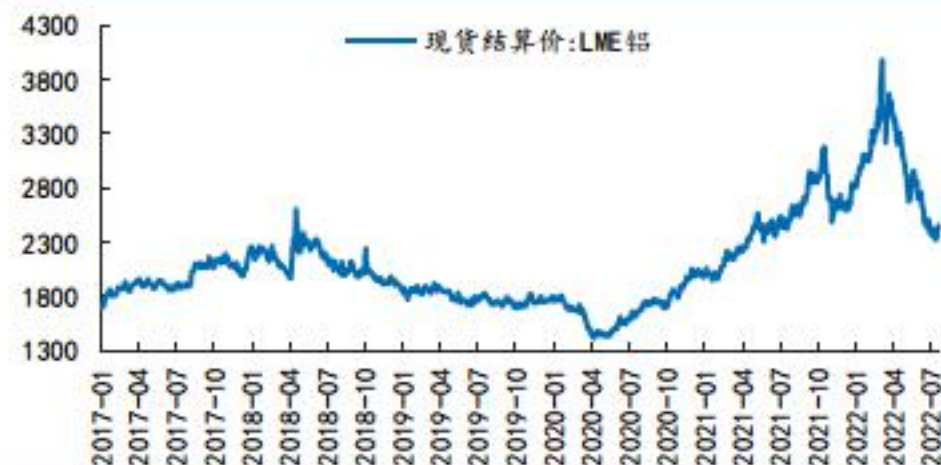
来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至22年7月22日）

图表11：市场价：浮法平板玻璃：4.8/5mm：全国（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至22年7月10日）

图表10：现货结算价：LME铝（美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至22年7月22日）

图表12：出厂价：包装纸：瓦楞纸（元/吨）

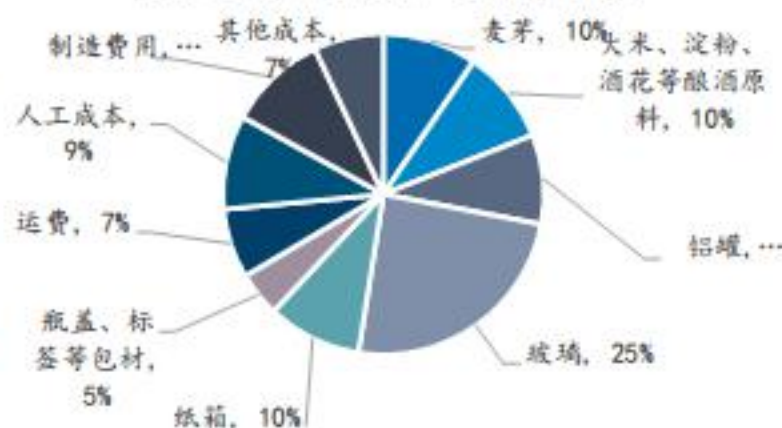


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据更新至22年7月22日）

成本：包材环比回落，利润弹性有望加快显现

- **重啤：**21年吨成本中，酿酒原料占比20%左右（麦芽占比10%，其余为大米、淀粉、酒花等），包材占比近50%（铝材7%、铝罐工艺2%、玻璃25%上下、纸箱近10%，其余为瓶盖、标签等），运输费用占比7-8%。目前22年大麦、小麦芽锁价完成，大米由于南方的三季稻采购时间更为灵活，包材全年锁价尚未完成。公司21年年底预算，农产品价格涨幅为中个位数，铝材涨幅为两位数。但俄乌冲突后，农产品成本剧烈波动，且石油价格飙升，单吨运费压力或有加重。

图：重庆啤酒21年吨成本拆分



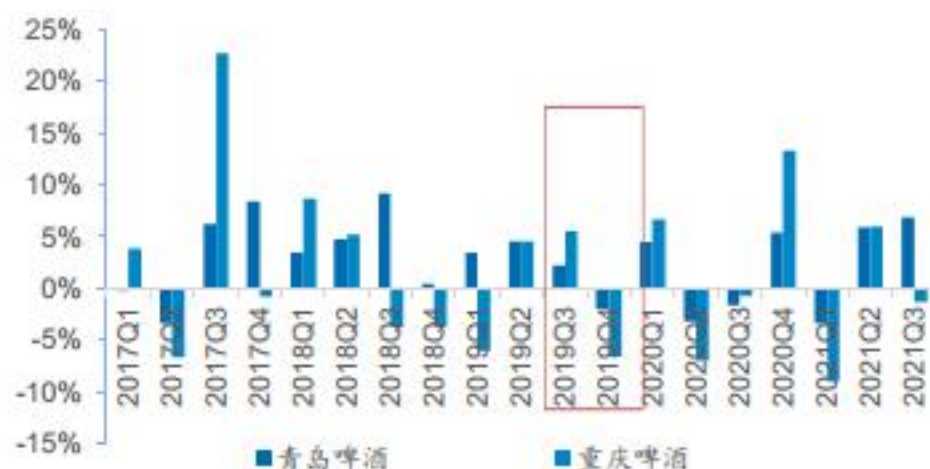
- **华润：**吨成本中，酿酒原料占比20-25%（其中大麦占比10%多，接近铝材），包材占比40-45%（铝材15-20%、玻璃大个位数、纸箱10%左右）。目前22年大麦锁价完成（锁价价格同比上涨两位数），玻璃、纸箱等包材采购周期4-6个月。玻璃成本因回瓶而摊薄，且价格波动不大；但纸箱、铝材上涨较大。公司预计22年直接材料成本对比21年增加12-13亿（假设销量微增0-1个点，预计吨成本变动约6%；H1吨成本提升大个位数，预计H2增速为2-3%）。

图：华润啤酒21年吨成本拆分



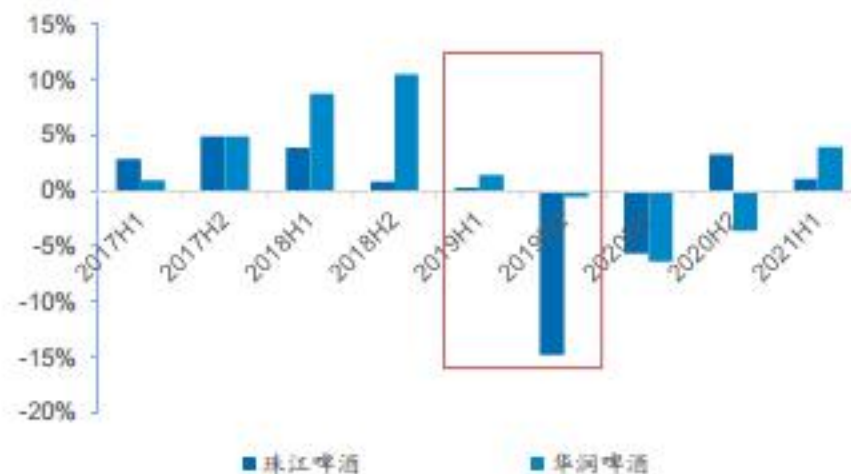
来源：国金证券研究所

图表 啤酒龙头单季度吨成本同比增速



数据来源：公司公告，国金证券研究所

图表 啤酒龙头半年度吨成本同比增速



数据来源：公司公告，国金证券研究所

- **我们认为，由于疫情扰动，今年Q2啤酒板块无论从业绩还是相对收益率的兑现程度均弱于往年**（预计Q2销量青啤微增、重啤小个位数增长、华润略有下滑，毛利率普遍承压，业绩预期不高）。今年Q3的催化：在于低基数+防疫政策放松+天气热+包材降价改善毛利率，或仍有相对超额收益。
- **中长期看，啤酒高端化具备韧性，无惧短期消费力波动**（H1华润次高及以上增速10%左右、重啤高端产品占比提升、青啤经典放量）。核心原因在于：1）啤酒高端化尚处于起步阶段，高端化的空间足够大、价格带仍较低；2）高端化是各家共识，各家都在共同推进。当前市场对啤酒高端化的逻辑认可程度要优于20年（特别对比部分大众品），下半年面临估值切换，预计未来几年利润复合增速有望达20%+。推荐华润（23年28X、25年18X）、青啤（A股23年33X，H股23年22X），关注重啤、燕京。

图表13: 啤酒龙头单Q2/Q3业绩表现

	2019Q2	2019Q3	2020Q2	2020Q3	2021Q2	2021Q3
青岛啤酒	29.6%	19.8%	60.1%	17.6%	5.7%	6.4%
重庆啤酒	14.0%	103.2%	38.5%	-39.5%	-20.0%	33.4%
燕京啤酒	0.2%	21.8%	13.6%	67.3%	-22.9%	29.5%
珠江啤酒	32.1%	50.6%	23.7%	17.0%	6.7%	9.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 啤酒龙头Q2/Q3股价涨跌幅

	2019Q2	2019Q3	2020Q2	2020Q3	2021Q2	2021Q3	2022Q2
青岛啤酒	15.7%	-1.8%	67.2%	4.4%	38.0%	-29.9%	30.6%
重庆啤酒	35.9%	-13.0%	57.3%	49.4%	77.2%	-33.9%	41.3%
燕京啤酒	3.6%	-12.2%	14.4%	25.0%	-3.3%	-9.6%	33.1%
珠江啤酒	0.7%	4.7%	48.6%	4.0%	8.2%	-8.6%	11.8%
华润啤酒	12.4%	12.4%	24.8%	10.6%	13.9%	-8.1%	20.7%
沪深300	-1.2%	-0.3%	13.3%	11.6%	2.5%	-6.2%	5.4%
食品饮料(中信)	13.0%	3.6%	34.9%	20.8%	7.3%	-12.7%	20.3%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 啤酒龙头估值表

公司名称	收入 (亿元)				收入增速			归母净利 (亿元)				归母净利增速			估值水平	
	20A	21A	22E	23E	21	22E	23E	20A	21A	22E	23E	21A	22E	23E	22E	23E
青岛啤酒	278	302	326	349	9%	8%	7%	22	27	32	39	43%	16%	23%	41	33
青岛啤酒股份	278	302	326	349	9%	8%	7%	22	27	32	39	43%	16%	23%	28	22
华润啤酒	314	334	364	393	6%	9%	8%	27	36	42	52	35%	17%	25%	36	28
重庆啤酒	109	131	151	173	20%	15%	15%	8	12	13.6	16.9	39%	17%	24%	44	35

来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 青啤不考虑土地补偿收益, 华润为不考虑土地补偿款的还原利润, 汇率为1RMB=1.1625HKD, 股价截止至2022年7月24日