

## 硬核战略，还看“乌苏”

### ——重庆啤酒(600132)首次覆盖报告

## 买入|首次评级

#### 报告要点:

##### ● 投资建议

公司是全国领先啤酒企业，成功打造差异化战略大单品“乌苏”，通过大城市计划，加速进军东部市场，布局全国。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为14.17/17.54/20.99亿元，增速21.48%/23.79%/19.69%，对应8月12日PE分别为40/33/27X（市值571亿元），给予“买入”评级。

##### ● 全国领先啤酒企业，加速全国布局

公司是全国领先啤酒企业，依托乌苏等高势能战略大单品，加速全国化布局。经过2020年大股东嘉士伯的资产注入，公司拥有乌苏、嘉士伯、1664、乐堡、重庆等大单品，2021年实现啤酒销量279万千升，同比+15%。2021年，公司实现收入131.19亿元，同比+19.90%，归母净利润11.66亿元，同比+8.30%；22Q1，公司收入38.33亿元，同比+17.12%，归母净利润3.41亿元，同比+15.33%。

##### ● 差异化大单品“乌苏”，支撑全国战略

“乌苏”具有浓郁的新疆色彩，酒精度达到4度以上，口感浓醇，契合烧烤、户外等消费场景，成功树立差异化的“硬核”品牌形象，有力支撑公司大力进军东部市场，同时带动嘉士伯/1664/乐堡/重庆等大单品加速增长。

##### ● 大城市计划进军东部市场，“疫情改善+高温”催化动销

1) 大城市计划进军东部市场：2022年，公司大城市计划拓展至76个城市，重点拓展华东和华南区域，同时，公司专门针对乌苏制定了20个潜力城市和地区的进入计划，进军东部区域中心城市，实施势能释放策略。

2) “疫情改善+高温”催化动销：6-7月以来，疫情改善后消费场景恢复，全国气温偏高增加啤酒现饮消费需求，有望共同驱动公司动销改善。

##### ● 啤酒行业：消费升级逐渐成为主旋律，原料价迎来向下拐点

1) 啤酒消费升级逐渐成为主旋律：根据中国酒业协会数据，2021年啤酒行业产量3562.43万千升（规上），同比+5.60%，近5年CAGR为-0.18%；啤酒行业收入1584.80亿元，同比+7.91%，近5年CAGR为3.07%，消费升级逐渐成为主旋律。2021年，啤酒行业出厂端CR5为84.02%，百威/华润/青啤/重啤/燕京的市占率分别为27.5%/21.7%/19.0%/8.3%/7.6%。

2) 原料价迎来向下拐点：啤酒行业原材料中，玻璃/铝锭/瓦楞纸的价格分别在21.07/21.11/22.04迎来向下拐点，啤酒行业有望进入利润释放阶段。

##### ● 风险提示

疫情反复风险，大单品销售不及预期风险，系统性风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10941.63	13119.31	15260.35	17741.83	20302.00
收入同比(%)	7.14	19.90	16.32	16.26	14.43
归母净利润(百万元)	1076.84	1166.24	1416.76	1753.74	2098.98
归母净利润同比(%)	3.26	8.30	21.48	23.79	19.69
ROE(%)	183.98	66.47	64.34	63.72	65.90
每股收益(元)	2.23	2.41	2.93	3.62	4.34
市盈率(P/E)	53.00	48.94	40.29	32.54	27.19

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 187.83 / 100.55

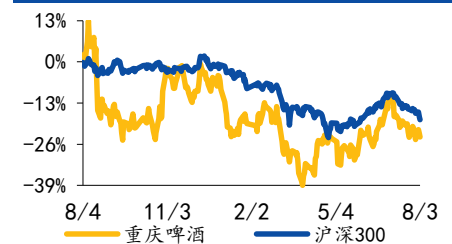
A股流通股(百万股): 483.97

A股总股本(百万股): 483.97

流通市值(百万元): 57,074.72

总市值(百万元): 57,074.72

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind、Iifind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

联系人 袁帆

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

## 目 录

1.全国啤酒领先企业，大单品逆势带动量增.....	4
1.1 历史回顾：全国啤酒领先企业，重组迈上发展新台阶.....	4
1.2 股权结构：大股东高持股比例，连续2年超额完成承诺.....	9
1.3 估值分析：重组后 PE 上台阶.....	11
2.啤酒行业：挤压式增长，产品高端化趋势持续.....	12
2.1 啤酒行业：高端化趋势成龙头共识.....	12
2.2 同业对比：高端化进展顺利，重啤成长性、盈利性较好.....	14
3.成长驱动：大单品+结构升级.....	19
3.1 高温+疫情好转，有望促进动销改善.....	19
3.2 原料价下降，有望提升毛利率水平.....	19
3.3 中高端大单品仍具量增空间，高端化释放提价空间.....	20
3.4 稳固西部优势地位，大力拓展东部市场.....	22
3.5 加大非现饮市场布局，拥抱渠道多元化.....	23
4.盈利预测及投资建议.....	24
4.1 盈利预测.....	24
4.2 投资建议.....	26
5.风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：公司历年收入、归母净利润及增速（亿元，%）.....	4
图 2：重组后公司核心竞争力大幅提升.....	4
图 3：公司历年产能及增速.....	5
图 4：公司历年销量、单价及增速.....	5
图 5：嘉士伯入主，大刀阔斧改革提效.....	5
图 6：公司历年毛利率及净利率（%）.....	8
图 7：公司资产减值损失及收入占比（亿元，%）.....	8
图 8：公司历年销售、管理+研发、财务费用率.....	8
图 9：公司政府补助及其收入占比（亿元，%）.....	8
图 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图.....	9
图 11：重庆啤酒 PE BAND（前复权）（元）.....	11
图 12：全国规模以上啤酒企业酿酒总产量及增速（万千升，%）.....	12
图 13：中国啤酒 CR5（%）.....	13
图 14：中国前五大啤酒厂商市占率（%）.....	13
图 15：中国 36 大中城市啤酒平均价格（元）.....	13
图 16：中国啤酒进口平均单价（美元/千升）.....	13
图 17：啤酒行业线上渠道销售额增速（%）.....	14
图 18：线下仍为啤酒销售主流渠道，线上占比快速提升（%）.....	14
图 19：中国高端啤酒销售主要以餐饮渠道为主（万千升）.....	14

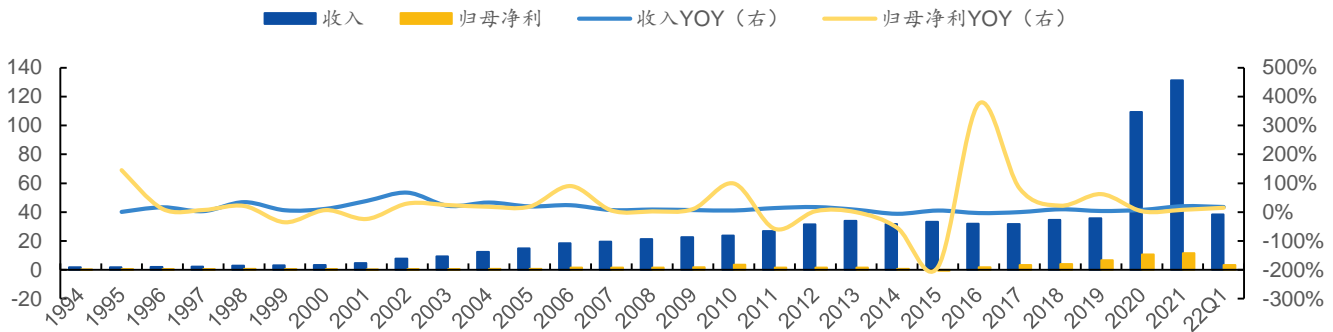
图 20: 中国实惠及主流啤酒销售主要是零售渠道 (万千升) .....	14
图 21: 啤酒同业收入及增速对比 (亿元, %) .....	15
图 22: 啤酒同业归母净利及增速对比 (亿元, %) .....	15
图 23: 啤酒同业销量及增速对比 (万千升, %) .....	16
图 24: 啤酒同业单价及增速对比 (元/升, %) .....	16
图 25: 啤酒同业毛利率对比 (%) .....	17
图 26: 啤酒同业净利率对比 (%) .....	17
图 27: 核心省会城市 7 月“日最高气温”月平均值 (°C) .....	19
图 28: 2022 年 6 月中国零售店铺销售额均环比改善.....	19
图 29: 公司营业成本结构 (%) .....	20
图 30: 啤酒生产企业的原材料、包材价格变动 (%) .....	20
图 31: 重点中高端大单品情况 .....	21
图 32: 公司各价位啤酒收入占比变动 (%) .....	22
图 33: 公司各价位啤酒单价及毛利率 (元/升, %) .....	22
图 34: 公司分地区收入占比 (%) .....	22
图 35: 公司分地区收入及增速 (亿元, %) .....	22
图 36: 2020 年中国啤酒行业消费渠道占比 (%) .....	23
图 37: 中国酒类新零售用户规模及增速 (亿人, %) .....	23
表 1: 嘉士伯啤酒厂、嘉士伯咨询承诺业绩 (亿元, %) .....	6
表 2: 嘉士伯注入资产介绍 .....	6
表 3: 公司大事记.....	7
表 4: 公司股权结构 (截至 22/3/31) .....	9
表 5: 公司现任管理层介绍 .....	10
表 6: 啤酒行业公司指标对比 .....	15
表 7: 重啤高端系列领先增长 .....	16
表 8: 啤酒行业公司的各价位产品占比、毛利率 .....	17
表 9: 啤酒同业 2021 年费用率拆分 .....	18
表 10: 重庆啤酒盈利预测拆分 .....	25
表 11: 啤酒行业可比公司估值情况 .....	26

## 1.全国啤酒领先企业，大单品逆势带动量增

### 1.1 历史回顾：全国啤酒领先企业，重组迈上发展新台阶

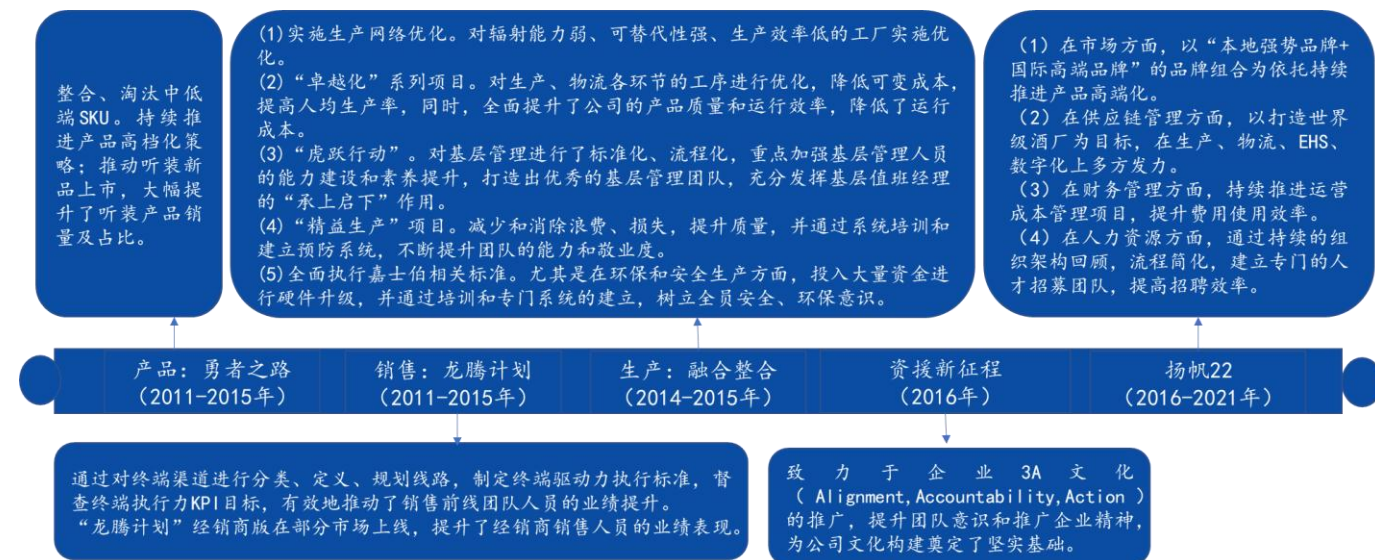
重庆啤酒前身为重庆啤酒厂，创建于1958年，经过60多年发展以及和大股东嘉士伯中国啤酒资产的整合重组，2021年公司收入/归母净利达131.19/11.66亿元，成为全国收入规模第四大的啤酒企业。2020年整合完成后，公司品牌组合进一步丰富，旗下拥有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林、夏日纷等国际高端品牌线以及乌苏、重庆、山城、西夏、大理、风花雪月、天目湖、京A等本地强势品牌线；2021年公司啤酒的年销量达278.94万千升，在重庆、四川、湖南、新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北等地区占据领先地位，覆盖全国市场。

图1：公司历年收入、归母净利及增速（亿元，%）



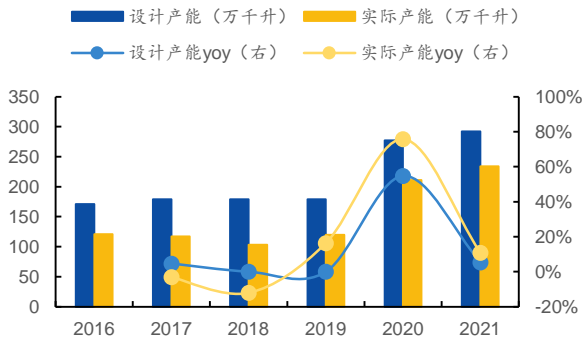
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图2：重组后公司核心竞争力大幅提升



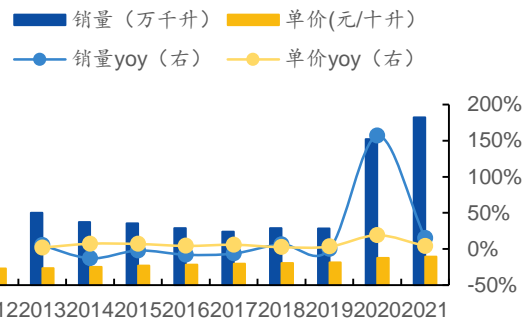
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 3：公司历年产能及增速



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 4：公司历年销量、单价及增速



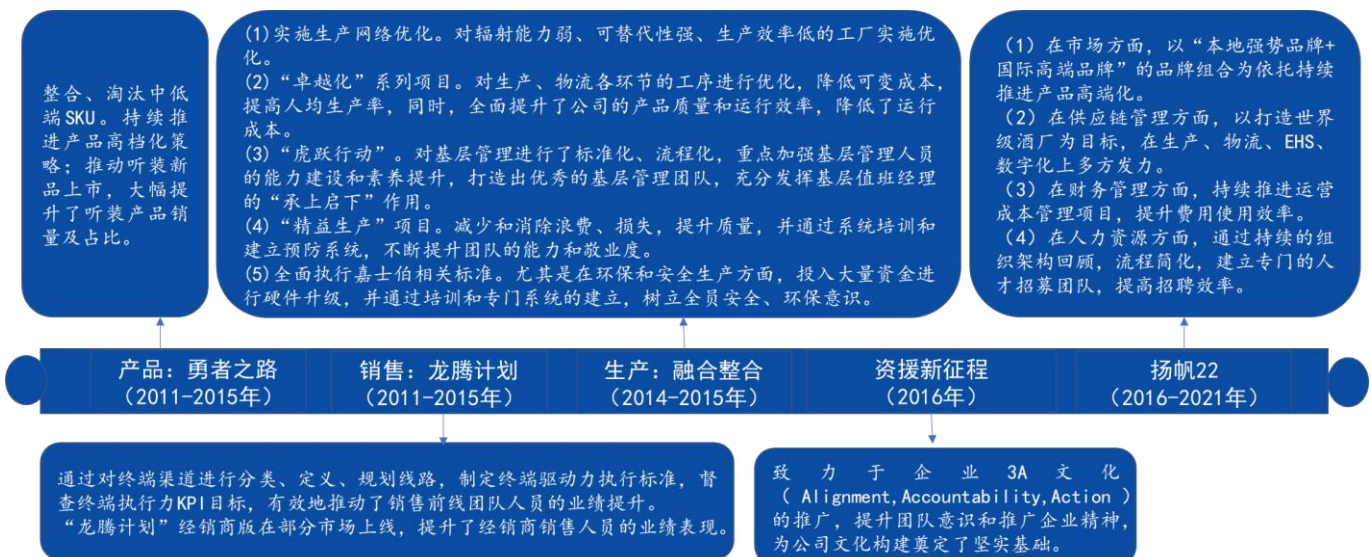
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

回顾公司发展历程，可以分为 3 个阶段：

(1) 披荆斩棘，公司成为西南啤酒龙头企业（1958-2013 年）：重庆啤酒创建于 1958 年，在上世纪 80-90 年代啤酒厂商的激烈竞争中脱颖而出，通过整合周边市场、成功在西南地区（重庆、四川）占据领先市场份额。1997 年成功登陆上交所后，公司加快发展步伐，相继战略布局湖南、浙江、安徽等市场，1994-2013 年间公司收入/归母净利润年复合增速分别达 17%/12%。

(2) 嘉士伯入主，大刀阔斧改革提效（2014-2019 年）：2010 年嘉士伯接手重啤集团成为重庆啤酒控股股东，2013 年通过部分要约收购的方式实现绝对控股、持股比例达 60%，同年 4 月正式入主重庆啤酒经营管理、陆续推出系列改革措施提升生产管理效率。在啤酒市场进入挤压式增长的背景下，2013-2019 年公司收入/扣非归母净利润仍分别实现 1%/18% 的年复合增速；同时公司收入结构大幅改善，高、中端啤酒占比持续提升，从 2015 年的 13%、65% 分别提升至 2019 年的 15%、71%。

图 5：嘉士伯入主，大刀阔斧改革提效



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

(3) 大股东注入优质资产，重啤迈上发展新台阶（2020 年至今）：2020 年，公司和大股东嘉士伯完成资产重组，吸收合并嘉士伯在中国的优质啤酒资产，将优势地区从西南（重庆、四川等）拓展至新疆、宁夏、云南、广东等地。同时，嘉士伯啤酒厂、嘉士伯咨询承诺 2020-2022 年 A+B 包资产实现净利不低于 5.65/7.68/8.09 亿元，嘉士伯香港承诺 2020-2022 年重庆嘉酿净利不低于 0.49/0.59/0.62 亿元，2020 及 2021 年均超额完成承诺业绩。

**表 1：嘉士伯啤酒厂、嘉士伯咨询承诺业绩（亿元，%）**

资产项目	指标	2020 年	2021 年	2022 年
A 包+B 包	承诺扣非净利	5.65	7.68	8.09
	实际扣非净利	8.06	14.59	-
	完成率	142%	190%	-
重庆嘉酿	承诺扣非净利	0.49	0.59	0.62
	实际扣非净利	0.87	1.65	-
	完成率	178%	280%	-

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**表 2：嘉士伯注入资产介绍**

注入资产包	注入资产	注入资产介绍
A 包	嘉士伯工贸 100%股权	公司为嘉士伯中国产销分离的销售实施主体，2019 年收入/净利分别为 66.37/4.12 亿元。2019 年公司拥有 50 万千升设计产能，主要生产嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际品牌产品，以及乌苏、大理、风花雪月、天目湖等本土品牌产品，2019 年产能利用率约为 43%，产能位于大理。
	嘉士伯重庆管理公司 100%股权	公司为投资管理平台，旗下拥有嘉士伯天目湖（拥有 20 万千升产能）及嘉士伯安徽（拥有 15 万千升产能），2019 年收入/净利分别为 6.54/0.97 亿元。
	嘉士伯广东 99%股权	公司主要生产 K1664、嘉士伯、乐堡、怡乐仙地等品牌啤酒。2019 年公司实现收入/净利分别为 14.15/0.61 亿元，设计产能为 12 万千升、2019 年产能利用率约为 92%。
	昆明华狮 100%股权	公司主要生产嘉士伯、大理、乐堡、风花雪月等品牌啤酒。2019 年公司实现收入/净利分别为 6.00/0.37 亿元，设计产能为 20 万千升、2019 年产能利用率约为 110%。
B 包	宁夏西夏嘉酿 70%股权	公司主要生产嘉士伯、乐堡、K1664、乌苏、西夏等品牌啤酒，其中 2019 年嘉士伯/西夏品牌收入占比分别为 65%/18%。2019 年公司实现收入/归母净利分别为 7.68/0.82 亿元，设计产能为 30 万吨、2019 年产能利用率约为 70%，产能均位于银川。
	新疆啤酒 100%股权	公司主要生产乌苏、新疆、乐堡 3 个品牌的 20 余个产品品种，其中 2019 年乌苏品牌收入占比为 86%。2019 年公司实现收入/净利分别为 13.87/0.67 亿元，设计产能为 52 万千升、2019 年产能利用率约为 89%，产能均位于疆内。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**表 3：公司大事记**

时间	事件
1997 年	公司在上交所上市，募集资金 2.216 亿元。
1998 年	公司出资 1435 万元收购佳辰生物 52% 股权，进入乙肝疫苗项目研发领域。
1999 年	公司配股募集资金 1.11 亿元。
2001 年	公司提出“走出夔门，进军全国市场”的发展战略，完成在华东的战略布局。 公司增持佳辰生物股权比例至 93.15%。
2004 年	世界第六大啤酒酿造和经销商苏纽（Scottish and Newcastle）入股重庆啤酒，成为重庆啤酒第二大股东。
2008 年	嘉士伯联手喜力收购苏纽，嘉士伯接手苏纽，持有重庆啤酒 17.46% 股权。
2010 年	重啤集团公开出让上市公司 12.25% 股权；嘉士伯香港中标、总持股比例达 29.71%，成为上市公司控股股东。
2011 年	公司“治疗用（合成肽）乙型肝炎疫苗”项目结果推迟公布（2016 年出售）。
2012 年	公司增资控股嘉酿，持股比例达 51.42%。
2013 年	嘉士伯部分要约收购重庆啤酒 30.29% 股权，并承诺 4-7 年间解决同业竞争问题。 公司成为全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团成员，获得乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。
2014 年	公司优化供应链，简化玻瓶包装，最终在全国范围内只使用 4 种玻瓶。
2015 年	公司执行产品高端化战略，山城品牌产销量大幅下降；同年公司推进生产网络优化，关闭低效酒厂。
2016 年	公司启动扬帆 22 战略。在产品上，公司持续推动高端化路线、优化产品销售结构；在营销上，举办系列活动、焕新重庆品牌的年轻化形象；在供应链上，持续实施优化项目、关停低效工厂。 公司出售重庆佳辰生物工程，聚焦啤酒主业。
2020 年	大股东嘉士伯将其在中国控制的优质啤酒资产注入重庆啤酒，公司成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台。
2022 年	扬帆 22 收官，启动扬帆 27 战略。

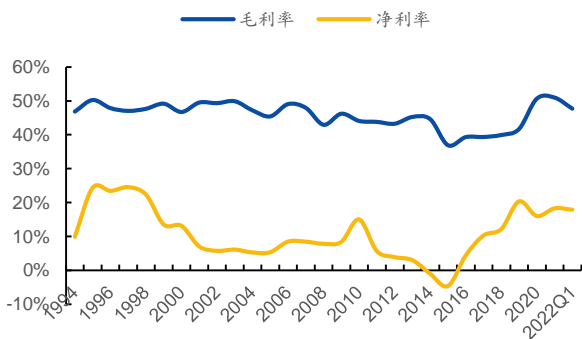
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**公司毛利率在 37-50% 间波动。**公司毛利率主要受产品结构（2015 年至今毛利率提升主要来自高端产品占比提升）、原材料价格波动（2008 年原材料涨价导致毛利率下降 5 个百分点）、及会计准则变动影响（2015 年会计准则变动使得供应链费用纳入成本核算）。

公司归母净利率经历了 5 个阶段：

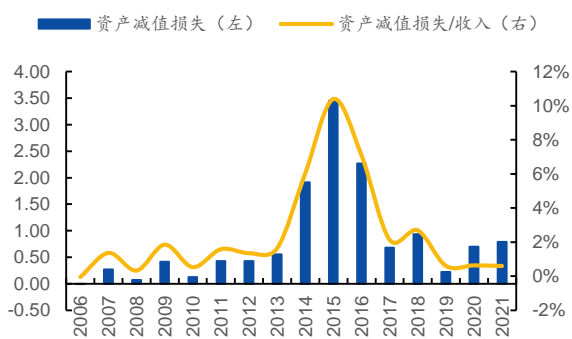
- 1) 上市后公司销售/管理费用率大幅提升, 公司归母净利率中枢从 20%+ 降低至 10%+。
- 2) 2001-2013 年受财务费用率等影响, 公司归母净利率中枢进一步降低至中高个位数。
- 3) 2014 年嘉士伯开启改革, 简化玻璃瓶包装、优化关闭低效酒厂、减少低端酒占比, 导致 2014-2016 年间共计提减值 7.63 亿元, 2015 年出现上市后的首年亏损。
- 4) 2017-2019 年, 由于公司改革提效以及非经贡献, 归母净利率提升至双位数。
- 5) 2020 年重组完成后, 公司产品结构及经营效率得到提升、带动盈利能力改善、净利率中枢也提升至 16-18% (剔除少数股东权益, 归母净利率中枢在 10% 左右)。

图 6：公司历年毛利率及净利率 (%)



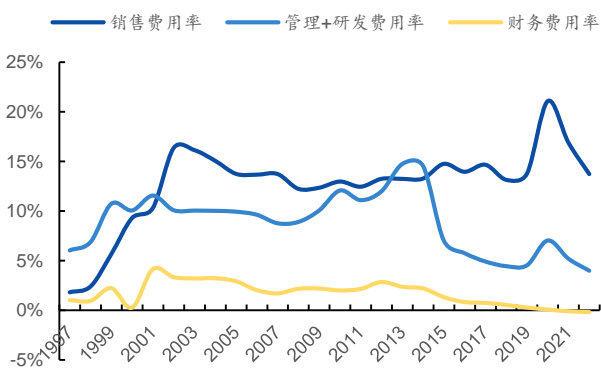
资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

图 7：公司资产减值损失及收入占比 (亿元, %)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

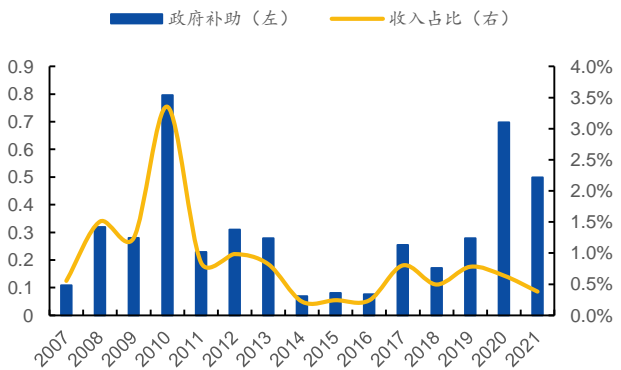
图 8：公司历年销售、管理+研发、财务费用率



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：2015 年会计准则变更，将供应链费用从管理费用纳入成本核算，毛利率相应下降。2021 年会计准则变更，将运输费用自销售费用调整到营业成本。

图 9：公司政府补助及其收入占比 (亿元, %)

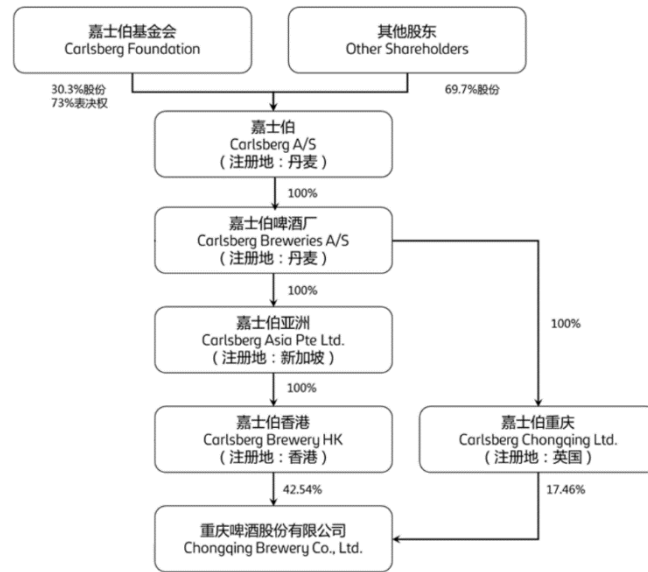


资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 1.2 股权结构：大股东高持股比例，连续 2 年超额完成承诺

公司实际控制人为嘉士伯基金会、共控制公司 60% 股权。从控制关系来看，嘉士伯基金会控制嘉士伯啤酒厂，并通过嘉士伯啤酒厂香港和嘉士伯重庆分别持有上市公司 42.54%、17.46% 股权。嘉士伯最初于 2009 年进入上市公司，通过嘉士伯重庆持有公司 17.46% 股份，成为公司第二大股东。2010 年 12 月嘉士伯通过嘉士伯香港向重庆啤酒集团收购公司 12.25% 股权，总持股比例达 29.71%、超过重庆啤酒集团成为公司第一大股东。2013 年嘉士伯再次通过嘉士伯香港以部分要约收购的方式收购上市公司 30.29% 的股份、总持股比例达 60%。原控股股东重庆啤酒集团也于 2015 年减持完上市公司全部股份。

图 10：公司与实际控制人之间的产权及控制关系方框图（截至 21/12/31）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 4：公司股权结构（截至 22/3/31）

	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	嘉士伯啤酒厂香港有限公司	2.06	42.54%
2	嘉士伯重庆有限公司	0.85	17.46%
3	香港中央结算有限公司	0.46	9.60%
4	银华富裕主题混合型证券投资基金	0.13	2.71%
5	汇添富消费行业混合型证券投资基金	0.05	1.03%
6	工银瑞信文体产业股票型证券投资基金	0.03	0.53%
7	中信证券股份有限公司	0.03	0.52%
8	澳门金融管理局	0.02	0.47%
9	泓德睿泽混合型证券投资基金	0.02	0.42%
10	汇添富消费精选两年持有期股票型证券投资基金	0.02	0.41%
11	合计	3.66	75.69%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司管理层经验丰富。2020 年底重组后，公司管理层发生调整，陆续聘任 Lee Chee Kong 为公司总裁（2021 年出任至今）、Leonard Cornelis Jorden Evers 为公司董事长（2022 年 6 月已离任）。总裁 Lee Chee Kong 曾在希丁安、亨氏、高露洁担任中国或亚太区的管理职位，深耕中国及亚太区消费领域管理工作。

**表 5：公司现任管理层介绍**

序号	姓名	职位	介绍
1	Gavin Brockett	代董事长	1991 年，他加入 SABMiller，先后在南非和欧洲担任多个高级财务领导职务，包括在 PlzenskyPradroj（捷克共和国）和 BirraPeroni（意大利）担任首席财务官。2010 年至 2012 年，他出任嘉士伯亚洲财务副总裁，随后在 AccoladeWines 任首席财务官，2014 年他重返嘉士伯任中国区首席运营官。2016 年至 2017 年他加入 LeviStrauss&Co 担任亚洲区首席财务官，此后在美国担任高级副总裁兼全球财务总监。2022 年 1 月，Brockett 先生重新加入嘉士伯出任亚洲财务副总裁。
2	Gavin Stuart Brockett	董事	1991 年，加入 SABMiller（啤酒公司），先后在南非和欧洲担任多个高级财务领导职务，包括在 Plzensky Pradroj（捷克共和国）和 Birra Peroni（意大利）担任首席财务官。2010 年至 2012 年，出任嘉士伯亚洲财务副总裁，随后在 Accolade Wines 任首席财务官，2014 年重返嘉士伯任中国区首席运营官。2016 年至 2017 年加入 Levi Strauss & Co 担任亚洲区首席财务官，此后在美国担任高级副总裁兼全球财务总监。2022 年 1 月，重新加入嘉士伯出任亚洲财务副总裁。
3	Lee Chee Kong	总裁	在任职于嘉士伯前，曾任希丁安（床垫品牌）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（食品集团）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。
4	Chin Wee Hua	副总裁，分管财务工作	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 至 2014 年任武汉锅炉股份有限公司财务总监。2015 至 2016 年任通电能互联业务亚洲财务总监。
5	Ulrik Andersen	总法律顾问	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。
6	吕彦东	供应链副总裁	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。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 1.3 估值分析：重组后 PE 上台阶

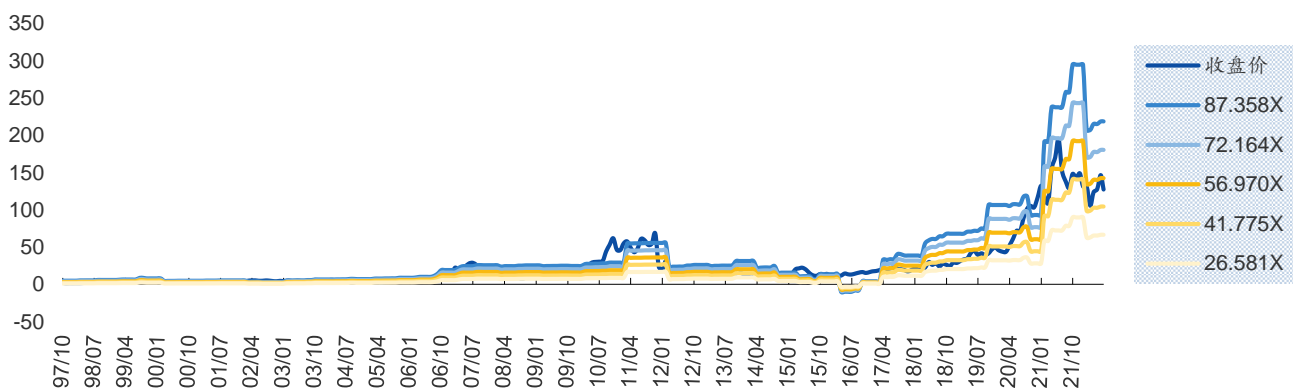
1997 年上市至今（截至 2022 年 8 月 12 日），公司股价上涨 11844%、大幅跑赢大盘指数。截至 2022 年 8 月 12 日收盘，公司总市值为 571 亿元、对应 22 年 PE 为 40X。上市至今公司累计募集资金 2.18 亿元，累计分红 40.18 亿元、累计分红率为 65.5%。回顾公司资本市场变动，可以分为 3 个阶段：

(1) 上市至 2011 年，股价挂钩乙肝疫苗进展，股价最高达 69.97 元（2011 年 11 月 25 日）、对应 11 年 PE 达 220X。1998 年公司收购佳辰生物、进入乙肝疫苗研发领域；1999 年 4 月公司公告配股资金将用于对佳辰生物增资，受此刺激股价大幅上涨、最高涨幅超 150%；2005 年 6 月公司公告乙肝疫苗 II、III 期临床试验申请获批，股价应声大幅上涨，叠加 2007 年牛市因素影响，股价最高涨幅超 10 倍。2007 年下半年受主业增速放缓及股市泡沫破灭影响，股价回落，而随着 2009-2011 年疫苗研发进入白热化，股价又迎来大幅上涨，直至 2011 年末疫苗研发不及预期，股价波动较大。

(2) 2012 年至 2019 年，嘉士伯入主，大力改革提效，PE 从 27X 提升至 42X。2013 年 4 月嘉士伯入主重庆啤酒管理层，嘉士伯香港的大中华区董事长王克勤先生和嘉士伯中国区中西部总监赵泽凯先生分别出任重庆啤酒的董事长和总经理。嘉士伯进入后对重庆啤酒生产、销售、品牌等多方面进行革新，计提大额减值、导致 2015 年出现上市后的首年亏损，受此影响公司股价最低跌至 9.94 元（2016 年 2 月 1 日）、对应 16 年 PE 仅 27X。2016-2019 年随着业绩好转，公司股价稳步上升，2019 年股价最高达 56.37 元（2019 年 12 月 13 日）、对应 19 年 PE 为 42X。

(3) 2020 年至今，重组焕新活力，公司股价、估值新上台阶。2020 年 3 月底公司公告重大资产重组（为嘉士伯在中国的优质啤酒资产），随着重组完成，公司收入、利润大幅增厚，带动股价最高涨至 206.65 元（2021 年 7 月 22 日）、对应 21 年 PE 为 86X。

图 11：重庆啤酒 PE BAND（前复权）（元）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 2. 啤酒行业：挤压式增长，产品高端化趋势持续

### 2.1 啤酒行业：高端化趋势成龙头共识

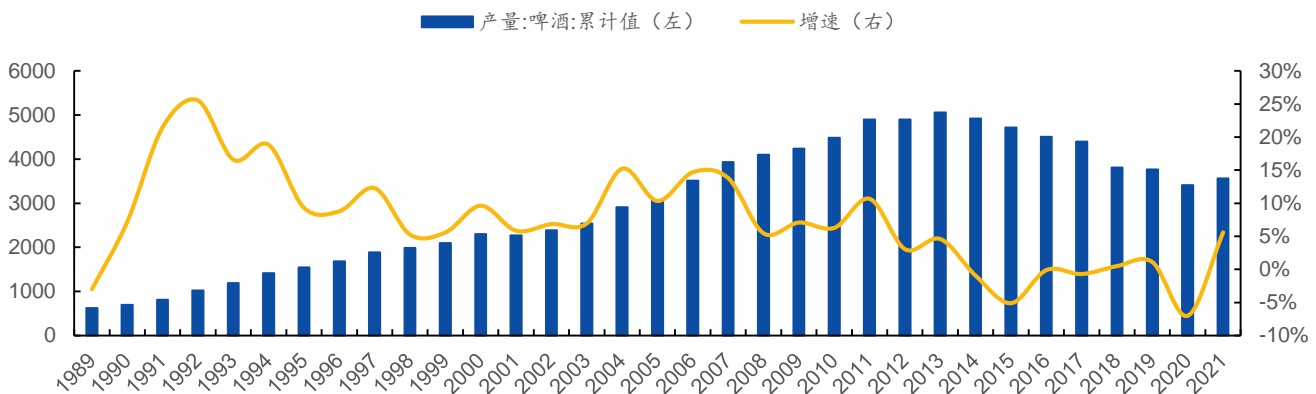
中国是全球最大的啤酒生产地，根据中国酒业协会数据，2021 年我国啤酒产量为 3562 万千升，约占世界啤酒产量的 20%。追溯我国啤酒发展历史，可以大致分为 3 个阶段：

(1) 快速成长期（1978-1989 年 CAGR=28%）：我国啤酒的高速发展期可以追溯到 20 世纪 80 年代，改革开放后我国啤酒工业随其他行业一样进入快速发展期。全国快速新建中小啤酒厂，1989 年我国啤酒产量已达 624 万千升、较 1978 年的 40 万千升大幅增长（CAGR 达 28%）。

(2) 发展成熟期（1990-2013CAGR=9%）：20 世纪 90 年代初期，我国啤酒厂数量已接近 1000 家，随着行业增速放缓及小企业竞争者众多，行业进入兼并整合阶段，行业集中度快速提升，2013 年啤酒行业 CR5 已超过 70%。但受啤酒运输距离的限制（运输成本、旧瓶回收及鲜啤酒保质期导致啤酒运输距离受限），各大啤酒巨头呈现割据态势，在各自的核心优势地区占据领先地位。

(3) 挤压式增长阶段（2014 年至今）：随着人口老龄化带来啤酒消费群体缩减以及酒类消费多元化带来的分流，2014 年我国啤酒产量出现首年负增长，啤酒行业进入挤压式增长阶段，各大啤酒厂商纷纷致力于提高中高端系列占比获取价增。根据国家发改委数据显示，我国 36 大中城市瓶装 630ml 啤酒平均价格从 2013 年的 3.99 元提升至 2022 年的 4.84 元、涨幅超过 20%。

图 12：全国规模以上啤酒企业酿酒总产量及增速（万千升，%）



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

图 13: 中国啤酒 CR5 (%)

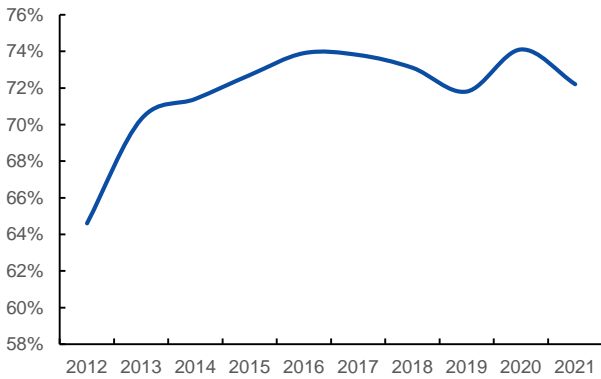
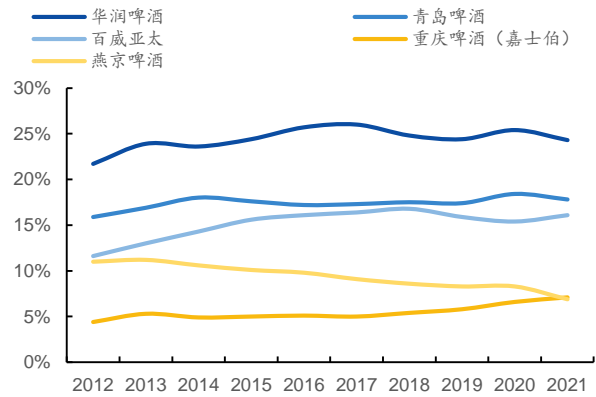


图 14: 中国前五大啤酒厂商市占率 (%)



资料来源: 欧睿数据库、国元证券研究所整理

资料来源: 欧睿数据库、国元证券研究所整理

图 15: 中国 36 大中城市啤酒平均价格 (元)

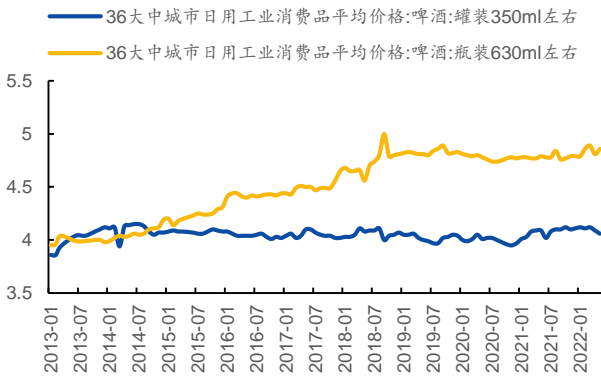
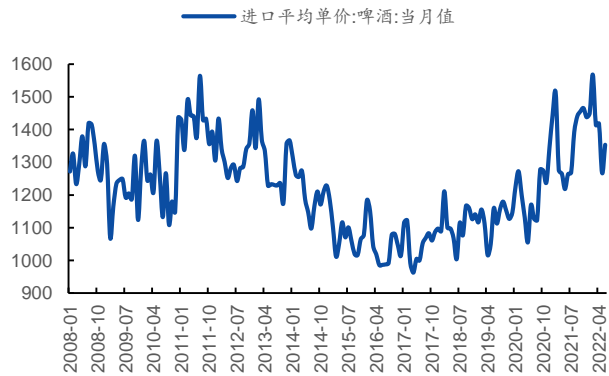


图 16: 中国啤酒进口平均单价 (美元/千升)



资料来源: 国家发改委、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源: 海关总署、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

现饮、非现饮渠道各约占 50%，高端产品约 80%通过现饮渠道销售。根据欧睿数据库显示，2020 年线下渠道占比约为 88.9%、仍为啤酒销售主流渠道，进一步细分来看，线下渠道可分为非现饮渠道（商超零售渠道，包括 KA 渠道、传统渠道等）和现饮渠道（餐饮及娱乐渠道），二者各约占 50%，其中高端及超高端啤酒主要通过现饮渠道（餐饮及娱乐渠道）进行销售。

线上渠道快速崛起、2015-2020 年 CAGR 接近 27%。近些年，随着电商快速增长，线上渠道占比逐步提升，根据欧睿数据，2015-2020 年啤酒线上渠道销售额年复合增速接近 27%、远快于线下渠道增速。

图 17: 啤酒行业线上渠道销售额增速 (%)

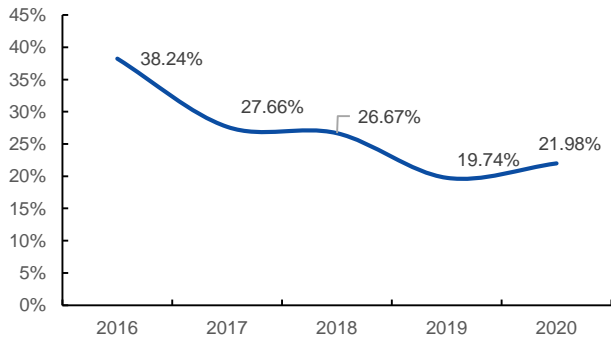
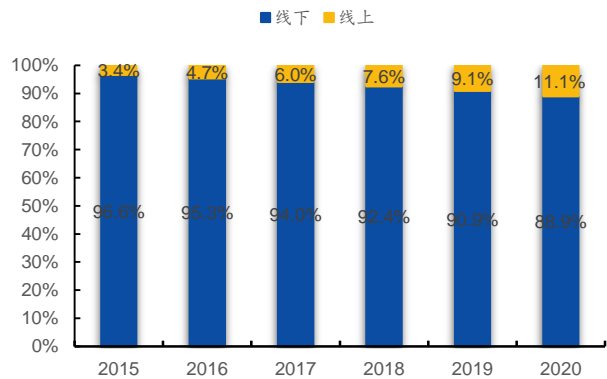


图 18: 线下仍为啤酒销售主流渠道, 线上占比快速提升 (%)



资料来源: 欧睿数据库、国元证券研究所整理

资料来源: 欧睿数据库、国元证券研究所整理

图 19: 中国高端啤酒销售主要以餐饮渠道为主 (万千升)

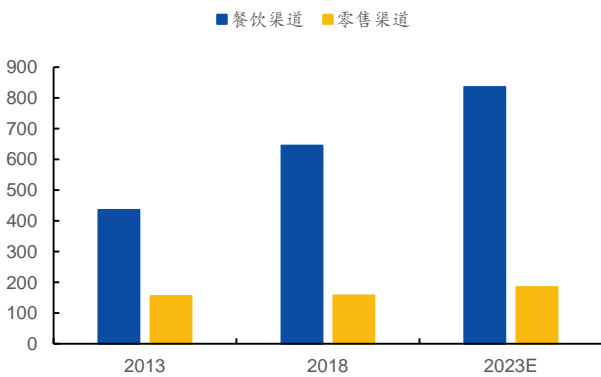
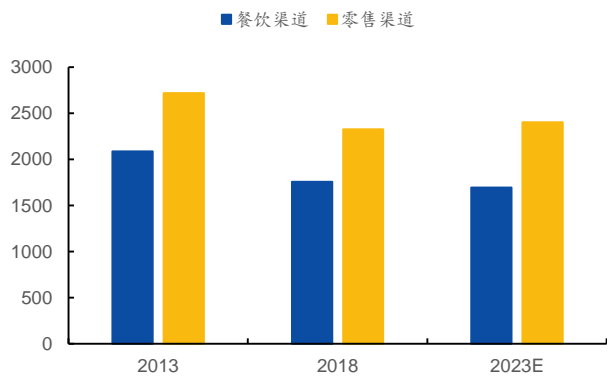


图 20: 中国实惠及主流啤酒销售主要是零售渠道 (万千升)



资料来源: GlobalData、中商产业研究院、国元证券研究所整理

资料来源: GlobalData、中商产业研究院、国元证券研究所整理

## 2.2 同业对比: 高端化进展顺利, 重啤成长性、盈利性较好

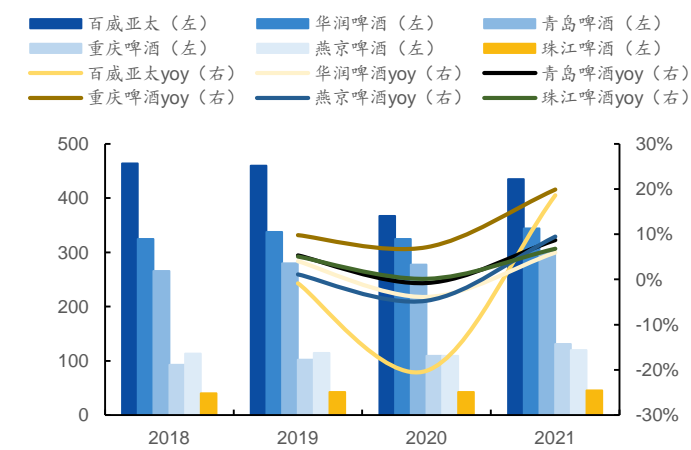
**重啤高端线仍具量增空间。**从收入规模来看, 重庆啤酒为中国第四大酒企, 2021 年收入规模达 131 亿元, 仅次于百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒。从收入增速来看, 重庆啤酒近 2 年增速领先同行, 2019-2021 年收入年复合增速达 13%, 其中量/价各增长 9%/4%。从品牌上看, 收入增长快于同业主要得益于乌苏、凯旋 1664、特醇嘉士伯以及乐堡等高档产品带动, 2019-2021 年高档系列收入增速分别达 35%/26%/43%; 从渠道上看, 公司近些年加速拓展新市场, “大城市计划”的城市数量从 2017 年的 9 个城市已发展到 2021 年 41 个城市, 带动公司收入快速增长。

表 6：啤酒行业公司指标对比

序号	酒企	优势地区	21年 收入/ 亿元	19-21 年收入 CAGR	21年 销量/ 万千升	19-21 年销量 CAGR	21年 单价 元/升	19-21 年单价 CAGR	毛利率	净利率
1	百威 亚太	江西、湖北、福建	435.1	-3%	878.78	-3%	4.95	0%	53.87%	14.38%
2	华润 啤酒	贵州、四川、安徽、辽宁	343.93	1%	1105.6	-2%	3.11	3%	39.16%	13.35%
3	青岛 啤酒	山东、陕西、上海	301.67	4%	793.00	-1%	3.80	5%	36.71%	10.79%
4	重庆 啤酒	重庆、宁夏、新疆、西藏	131.19	13%	278.94	9%	4.70	4%	50.94%	18.29%
5	燕京 啤酒	广西、北京	119.61	2%	362.00	-3%	3.30	5%	38.44%	2.45%
6	珠江 啤酒	广东	45.38	3%	127.63	1%	3.56	3%	44.95%	13.83%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

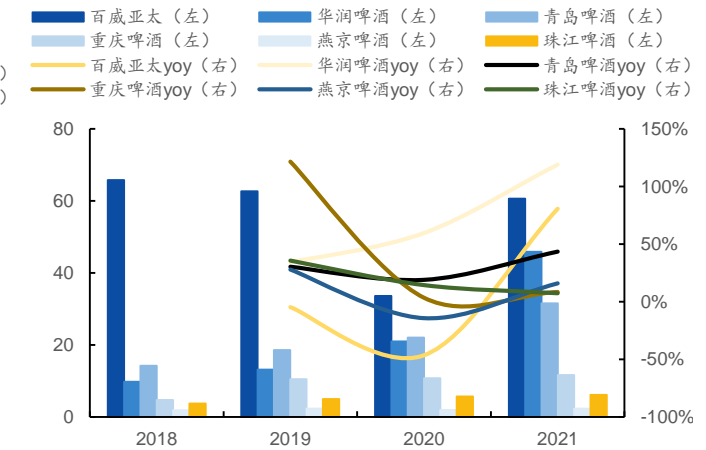
图 21：啤酒同业收入及增速对比（亿元，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：重庆啤酒 2018 年收入为加上注入资产 2018 年数据计算所得。

图 22：啤酒同业归母净利及增速对比（亿元，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：重庆啤酒 2018 年归母净利润为加上注入资产 2018 年数据计算所得。

图 23: 啤酒同业销量及增速对比 (万千升, %)

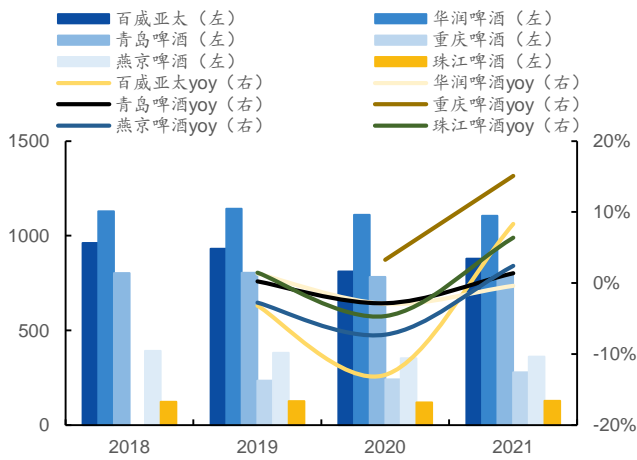
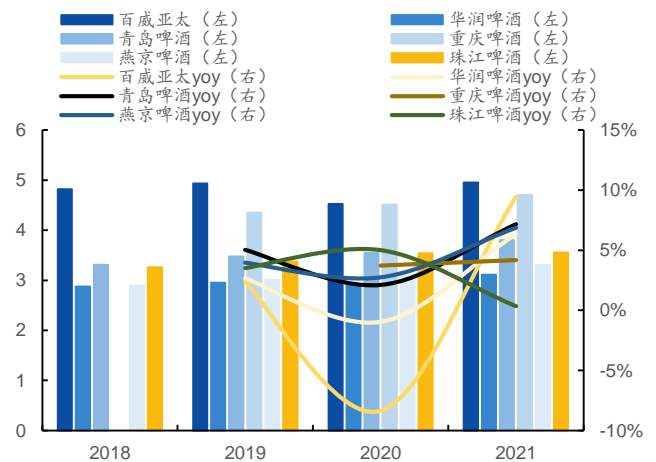


图 24: 啤酒同业单价及增速对比 (元/升, %)



资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理。

资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理。

重啤高端系列为增长主动力，经济产品增长来自提价。2021 年重啤高档/主流/经济系列产品收入分别为 46.82/65.49/16.05 亿元、占比分别为 36%/50%/12%，将 19 年数据调整为同口径后(含嘉士伯注入资产)，2019-2021 年 CAGR 分别为 35%/6%/4%，高档系列产品引领增长。进一步拆分量价来看，高档产品增长均来自量增，主流产品量/价各增 5%/1%，经济产品增长均来自价格提升贡献。

表 7: 重啤高端系列领先增长

分类	品牌	收入规模 (亿元, 2021 年)	19-21 年 收入年复 合增速	毛利率 (2021 年)	销量(万 千升, 2021 年)	19-21 年 销量年复 合增速	单价(元/ 升)
高档(终端 售价 10+ 元)	乌苏, 嘉 士伯, 1664	46.82	35%	61.74%	66.15	35%	7.08
主流(终端 售价 6-9 元)	乐堡, 重 庆, 大理	65.49	6%	46.20%	161.45	5%	4.06
经济(终端 售价 6 元以 下)	山城, 天 目湖	16.05	4%	42.08%	51.34	0%	3.13

资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

注: 计算年复合增速所使用的 19 年数据包含重组注入资产。

重庆啤酒高端化进程进展顺利，单价及毛利率仅次于百威亚太。从盈利能力来看，2021 年重庆啤酒毛利率为 50.9%、仅次于百威亚太的 53.9%；从各公司啤酒平均单价来看，2021 年重庆啤酒单价已达 4.7 元/升、仅低于百威亚太的 4.95 元/升。

图 25：啤酒同业毛利率对比 (%)

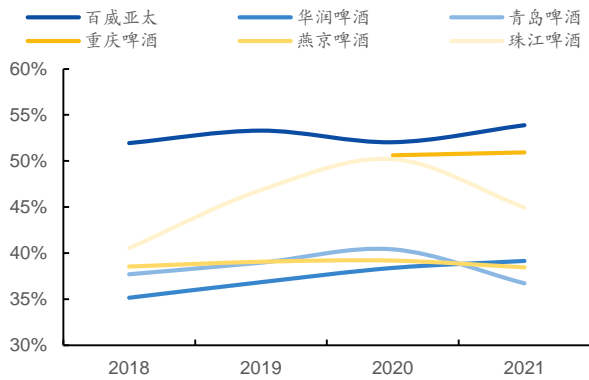
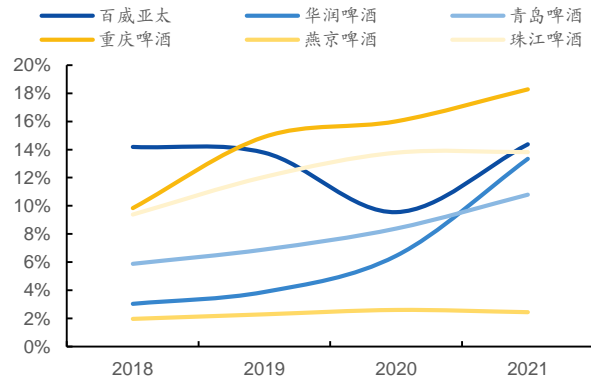


图 26：啤酒同业净利率对比 (%)



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：重庆啤酒 2018 年净利率为加上注入资产 2018 年数据计算所得。

表 8：啤酒行业公司的各价位产品占比、毛利率

公司	高端产品收入占比	中端产品收入占比	低端产品收入占比	高端毛利率	中端毛利率	低端毛利率
青岛啤酒	66.71%		33.29%	43.75%		22.65%
重庆啤酒	36.48%	51.02%	12.5%	61.74%	46.20%	42.08%
燕京啤酒	60.17%		39.83%	45.45%		26.05%
珠江啤酒	58.56%	35.20%	6.24%	49.67%	37.27%	26.28%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：青岛啤酒中的中高端产品指青岛啤酒系列，低端指崂山啤酒；重庆啤酒高端指终端价格 10 元+，中端指终端价格 6-9 元，低端指终端价格 6 元以下；珠江啤酒中的高端产品主要为雪堡啤酒及纯生啤酒，中端产品主要为零度啤酒，低端产品主要为传统啤酒等。

精益管理见效，费用率低于同业。从净利率来看，重庆啤酒高于同业，2021 年净利率达 18%：净利率较高主要由于重啤毛利率高、销售及管理费用率低。

**表 9：啤酒同业 2021 年费用率拆分**

序号	项目	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	青岛啤酒	百威亚太	华润啤酒
1	毛利率	51%	38%	45%	37%	54%	39%
2	税金及附加费率	7%	9%	9%	8%	-	-
3	销售费用率	17%	13%	15%	14%	28%	20%
4	管理费用率	4%	12%	8%	6%	7%	11%
5	研发费用率	1%	2%	3%	0%	-	-
6	财务费用率	0%	-1%	-5%	-1%	0%	0%
7	减值损失占比	-1%	-1%	-1%	-1%	-	-
8	信用减值损失占比	0%	0%	0%	0%	-	-
9	公允价值变动占比	0%	0%	0%	1%	0%	0%
10	其他收益占比	1%	1%	3%	4%	2%	11%
11	净营业外收入占比	0%	0%	0%	0%	-1%	-
12	所得税率	4%	1%	2%	4%	6%	5%
13	净利率	18%	2%	14%	11%	14%	14%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

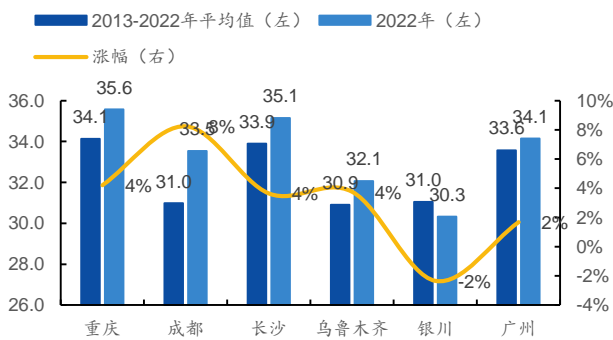
注：“-”主要为港股和 A 股披露口径的差异所致。

### 3.成长驱动：大单品+结构升级

#### 3.1 高温+疫情好转，有望促进动销改善

短期来看，22年7月以来全国气温偏高，有望带动啤酒销售超预期。根据“德国啤酒指数”的测算（夏季气温每上升1摄氏度，德国有望新增230万瓶的啤酒销量），夏季高温利好啤酒销售。根据国家气象局数据统计，重庆、成都、长沙、乌鲁木齐等重庆啤酒核心市场的省会城市7月“日最高气温”的月平均值均超过30摄氏度、部分地区最高气温超40摄氏度，有望带动啤酒消费提升。

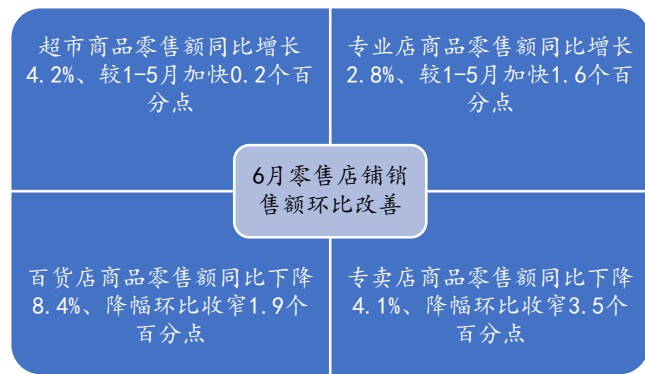
图 27：核心省会城市 7 月“日最高气温”月平均值（℃）



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：截取重庆啤酒部分核心市场省会城市7月日气温最高值的月平均值计算所得。

图 28：2022 年 6 月中国零售店铺销售额均环比改善



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

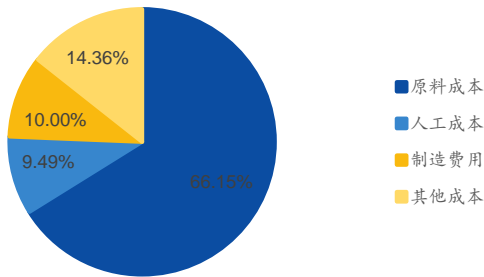
随着6月以来疫情逐步好转，零售、餐饮等商贸行业市场复苏，居民外出购物、就餐等活动逐步恢复，利好啤酒线下渠道动销复苏。根据国家统计局数据，22年6月餐饮收入同比下降4%、降幅环比大幅收窄17.1个百分点，超市、专业店等线下店铺销售额增速均环比改善。

#### 3.2 原料价下降，有望提升毛利率水平

啤酒企业原料成本在总成本中的占比超60%。2021年公司原料成本/人工成本/制造费用/其他成本占总成本的比例分别为66%/9%/10%/14%。其中，啤酒企业的原料分为酿造原材料及包装材料，酿造原材料包括大麦、酵母、啤酒花等，包装材料包括玻璃瓶、铝罐、纸箱等。进一步拆分来看，酿造原材料/总成本约为20%，包装材料/总成本接近50%。

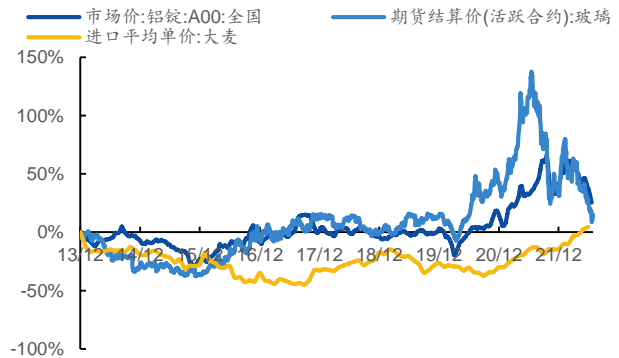
原料价格回落有望提升毛利率水平。2020年下半年，随着疫情后工业复苏以及全球经济放水刺激，原材料价格大幅上涨，玻璃/铝锭/瓦楞纸/大麦最高涨幅达106%/157%/57%/66%。在原料上涨背景下，公司借助产品结构优化和成本管控仍实现毛利率提升。2021年下半年，随着各国开始缩表加息，大宗商品价格见顶回落。玻璃/瓦楞纸/铝锭价格分别在2021年7月/2021年11月/2022年4月迎来向下拐点，随着原料价格下降，公司盈利能力有望持续提升。

图 29：公司营业成本结构（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 30：啤酒生产企业的原材料、包材价格变动（%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

### 3.3 中高端大单品仍具量增空间，高端化释放提价空间

**优质大单品仍具量增空间。**2013 年中国啤酒产量见顶，进入挤压式增长时代，而重啤依靠乌苏、凯旋 1664 等优质大单品逆势实现销量快速增长，2021 年高档产品销量达 66 万千升、2019-2021 年销量年复合增速达 35%。

**我们认为，乌苏啤酒快速增长主要得益于：**(1) 产品差异化：一方面乌苏啤酒具有浓郁的新疆地域色彩、满足疆外消费者对新疆的好奇，另一方面，乌苏通过浓醇口感打出“硬核”品牌形象，度数达到 4 度以上，打出差异化口感；(2) 营销多元化：善用社交平台，2022 年 4 月乌苏啤酒官方在抖音发起“乌苏硬核实力干不倒”挑战赛，增强与消费者的互动，4 月至今话题阅读量已高达 9 亿次。根据公告，2019 年乌苏啤酒销量已超 47 万千升，且随着 2019 年下半年与重庆啤酒签署代工协议，疆外产能逐步释放，2020 年 1-4 月疆外收入同比增长 130%至约 3.8 亿元。我们估计，未来 3 年乌苏有望实现 30%+年复合增速。

**国际高端品牌凯旋 1664 得益于强产品迭代能力快速增长。**2020 年 1-4 月凯旋 1664 收入逆势增长约 18%至约 2.2 亿元。凯旋 1664 定位法式风情，味道上使用柑橘和芫荽香料、具有独特的清甜果香，包装上使用优雅湛蓝瓶身，仪式感十足，抓住了以“精致女人”为主的消费群体。

图 31：重点中高端大单品情况

乌苏

凯旋 1664

大单品



淘宝单价

6.24 元/500ml, 9.08 元/620ml

12-15 元 (330ml, 500ml)

原料

水、大麦麦芽、大米、啤酒花等

水、麦芽、啤酒花

特点

高麦度 (11 度+), 高容量, 高度数 (酒精浓度 ≥4 度)

法式风情, 精致女生喜爱

代言人

吴京

迪丽热巴

品牌形象

“硬核”

“法式风情, 精致女性”

规模

2019 年收入超 14 亿元, 销量超 47 万千升

未披露

营销

- 1、携手 MMA 世界冠军张伟丽, 传递“硬核”品牌形象;
- 2、在疆内市占率已达 70%, 通过自驾游饮品、回民的烧烤店宣传等方式增加疆外曝光度;
- 3、新型社交平台推广, 例如 22 年在抖音发起硬核挑战话题, 增长消费者互动, 迎合年轻消费者需求, 快速打开疆外市场

主要通过口碑及体验推广, 如上海艺墅活动; 产品定位优雅的法式风情, 树立超高端品牌形象; 签约迪丽热巴, 吸引更多消费者

优势

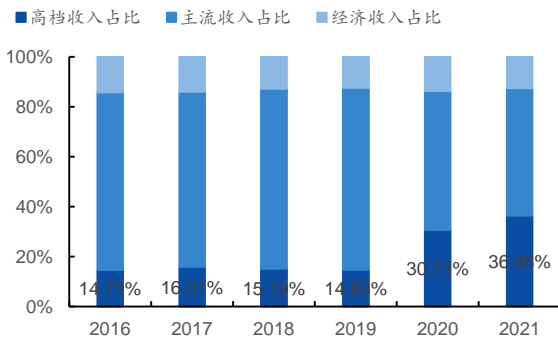
- 1、独具浓郁新疆地方色彩, 搭配新疆美食, 满足消费者对新疆的好奇
- 2、新疆产啤酒花, 具成本优势
- 3、2015 年聚焦发展精酿和特色啤酒计划, 口感浓醇、量大、后劲足, 打出差异化

高产品迭代速度, 扩大产品组合, 在 2012 年进入新疆市场后不断推出新口味创新产品

资料来源：公司公告、淘宝、国元证券研究所整理

注：淘宝单价来自淘宝官方旗舰店（2022 年 7 月 29 日）。

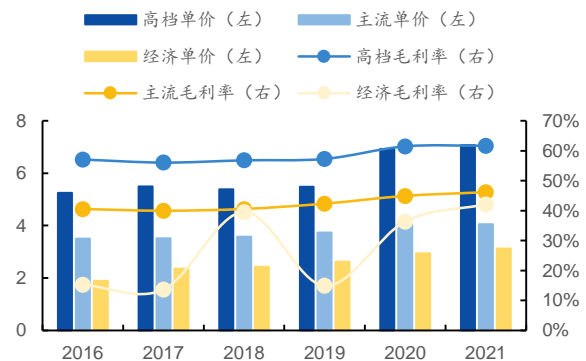
图 32：公司各价位啤酒收入占比变动 (%)



资料来源：公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：2019年及以前划分方式为高档（8元以上），中档（4-8元），低档（4元以下）；  
2019年以后划分方式为高档（10元以上），主流（6-9元），经济（6元以下）。

图 33：公司各价位啤酒单价及毛利率 (元/升, %)



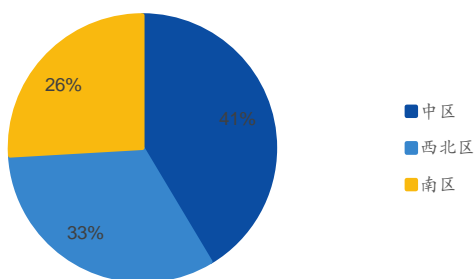
资料来源：公司公告、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**公司持续推进高端化进程：**(1) 通过中高端以及以上的产品单品组合，不断拉动品牌高端化，提高 K1664、DM 等特色与精酿产品的渗透率及动销率。(2) 产品形象升级上市，2020 年重庆黑啤升级上市，进一步拓展本地品牌价格带边界。(3) 提高非现饮渠道品项组合铺市执行标准，推动非现饮渠道产品高端化，听装铺市率大幅提高使得消费者在更多地点有更好的选择。此外，重组后公司整合高成长品牌乌苏等中高端系列，有望加速高端化进程，带动量价齐升。

### 3.4 稳固西部优势地位，大力拓展东部市场

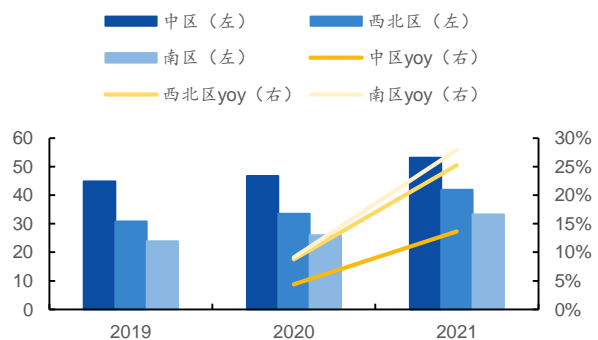
**西部具有优势地位。**2021 年公司在中区、西北区、南区的收入分别为 53.16/41.93/33.26 亿元、占比分别为 41%/33%/26%。从市占率来看，公司核心地区主要位于重庆、四川、湖南、新疆、宁夏、云南等西部城市。重庆、四川、湖南为原重啤优势地区，根据公司公告，2018 年公司在重庆的市占率达 83% 左右，在四川、湖南的市占率达 10% 左右。新疆、宁夏、云南等地为嘉士伯优势地区，2015 年嘉士伯已占据新疆 60% 以上的市场份额。而目前东部地区具有较大空间，主要由于公司 2014 年开始优化供应链、关闭东部低效工厂。

图 34：公司分地区收入占比 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 35：公司分地区收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**优势地区增长主要来自消费升级。**以重庆为例，目前重庆地区 8 元以下产品占比 80% 左右（其中 4 元左右/6 元左右占比分别为 10+%/50+%），未来有望向 8-10 元升级，价增空间达 36%（目前价格中位数约为 6.6 元=4\*10%+6\*50%+7\*20%+9\*20%，未来目标价格中位数约为 9 元）。

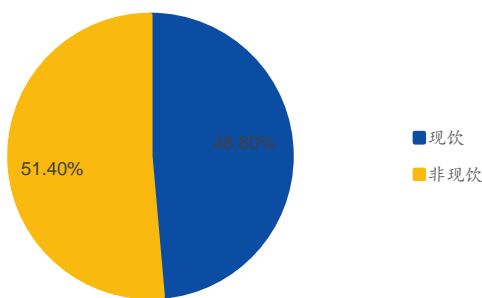
**大城市计划力拓东部地区，乌苏大单品做先锋先行渗透。**公司继续施行“大城市计划”战略，2022 年计划拓展至 76 个城市，主要集中在华东和华南区域。在大城市计划拓展上，公司将持续坚持高端化策略，选择存在中高端发展潜力、且友商尚未布局或进展较慢的城市，以乌苏大单品作为先锋快速渗透。2022 年公司专门针对乌苏制定 20 个潜力城市和地区进入计划，未来通过乌苏形成经销商网络，再带动其他产品进入、丰富产品结构。

### 3.5 加大非现饮市场布局，拥抱渠道多元化

**加大非现饮市场布局。**根据华经产业研究院数据，目前啤酒行业通过现饮和非现饮渠道的销售各占约一半，而 2020 年公司 70% 的啤酒通过现饮渠道销售，非现饮渠道销售仅占 30%，未来公司在巩固、提升现饮渠道的同时，也将加大非现饮市场布局。在产品上，公司通过产品矩阵丰富、新品迭代快的优势进行各档次、多品牌、多产品的组合铺市，并针对非现饮渠道的家庭消费场景，推出无酒精啤酒、气泡酒、果啤等新品种；在包装上，公司加大罐装占比、利用罐装产品加大非现饮市场渗透率，21 年公司罐装率仅 18-19%、低于行业平均水平，未来随着罐装率提升、非现饮市场加速渗透有望贡献收入增量。

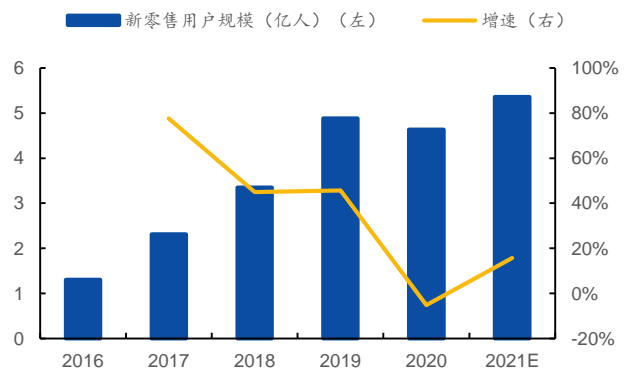
**销售渠道多元化，拥抱新零售。**近些年，啤酒在电商、新零售渠道的占比快速提升，（1）在电商上，公司利用平台大数据开发新口味、新包装，加速产品创新迭代，显著提升电商特供产品的占比；（2）在线下新渠道上，公司积极推动 EB2B 及社区团购渠道深耕，并认证部分优质经销商共同运营，有效补充线下覆盖。

图 36：2020 年中国啤酒行业消费渠道占比（%）



资料来源：华经产业研究院、国元证券研究所整理

图 37：中国酒类新零售用户规模及增速（亿人，%）



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

我们假设：（1）在乌苏、凯旋 1664 等带动下，高档啤酒仍有望保持增长，我们预计高档啤酒 2022-2024 年销量分别为 90.10/118.55/148.21 万千升、同比增长 36.21%/31.57%/25.02%；主流啤酒 2022-2024 年销量分别为 162.92/163.11/163.15 万千升、同比增长 0.91%/0.12%/0.02%；经济啤酒 2022-2024 年销量分别为 48.61/48.50/48.34 万千升、同比增长-5.32%/-0.22%/-0.34%；从而计算得到公司 2022-2024 年总销量分别为 301.63/330.16/359.69 万千升、同比增长 8.13%/9.46%/8.94%。

（2）考虑到公司持续推进结构升级、产品单价有望逐步提升，我们预计 2022-2024 年高档啤酒单价分别为 7.23/7.35/7.45 元/升、同比增长 2.12%/1.66%/1.36%，主流啤酒单价分别为 4.21/4.33/4.43 元/升、同比增长 3.70%/2.85%/2.31%，经济啤酒单价分别为 3.29/3.43/3.55 元/升、同比增长 5.12%/4.26%/3.50%，从而计算得到 2022-2024 年整体平均单价分别为 5.06/5.37/5.64 元/升、同比增长 7.57%/6.21%/5.04%。

（3）原材料价格下降及产品升级有望带动毛利率提升，我们预计 2022-2024 年高档啤酒毛利率分别为 63.52%/64.87%/65.02%，主流毛利率分别为 46.01%/46.88%/46.98%，经济毛利率分别为 42.03%/43.77%/44.01%，从而计算得到 2022-2024 年整体毛利率分别为 52.17%/54.60%/55.78%。

**表 10: 重庆啤酒盈利预测拆分**

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	102.12	109.42	131.19	152.60	177.42	203.02
增速	-	7.14%	19.90%	16.32%	16.26%	14.43%
毛利率	50.88%	50.61%	50.94%	52.17%	54.60%	55.78%
总销量 (万千升)	234.62	242.36	278.94	301.63	330.16	359.69
增速	-	3.30%	15.09%	8.13%	9.46%	8.94%
单价 (元/升)	4.35	4.51	4.70	5.06	5.37	5.64
增速	-	3.72%	4.18%	7.57%	6.21%	5.04%
归母净利润 (亿元)	10.43	10.77	11.66	14.17	17.54	20.99
增速	-	3.26%	8.30%	21.46%	23.80%	19.72%
归母净利率	10.21%	9.84%	8.89%	9.28%	9.88%	10.34%
<b>高档啤酒</b>						
营业收入 (亿元)	25.84	32.63	46.82	65.13	87.11	110.38
增速	-	26.28%	43.47%	39.10%	33.75%	26.72%
销量 (万千升)	36.11	47.09	66.15	90.10	118.55	148.21
增速	-	30.40%	40.47%	36.21%	31.57%	25.02%
单价 (元/升)	7.16	6.93	7.08	7.23	7.35	7.45
增速	-	-3.16%	2.15%	2.12%	1.66%	1.36%
毛利率	-	61.53%	61.74%	63.52%	64.87%	65.02%
<b>主流啤酒</b>						
营业收入 (亿元)	58.70	59.12	65.49	68.53	70.57	72.21
增速	-	0.72%	10.78%	4.64%	2.98%	2.33%
销量 (万千升)	147.01	145.97	161.45	162.92	163.11	163.15
增速	-	-0.71%	10.60%	0.91%	0.12%	0.02%
单价 (元/升)	3.74	4.05	4.06	4.21	4.33	4.43
增速	-	8.31%	0.15%	3.70%	2.85%	2.31%
毛利率	-	44.94%	46.20%	46.01%	46.88%	46.98%
<b>经济啤酒</b>						
营业收入 (亿元)	14.89	14.50	16.05	15.97	16.62	17.14
增速	-	-2.58%	10.64%	-0.47%	4.03%	3.15%
销量 (万千升)	51.49	49.30	51.34	48.61	48.50	48.34
增速	-	-4.26%	4.15%	-5.32%	-0.22%	-0.34%
单价 (元/升)	2.63	2.94	3.13	3.29	3.43	3.55
增速	-	12.04%	6.26%	5.12%	4.26%	3.50%
毛利率	-	36.37%	42.08%	42.03%	43.77%	44.01%

资料来源: Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 4.2 投资建议

公司是全国领先啤酒企业，成功打造差异化战略大单品“乌苏”，通过大城市计划，加速进军东部市场，布局全国。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.17/17.54/20.99 亿元，增速 21.48%/23.79%/19.69%，对应 8 月 12 日 PE 分别为 40/33/27X（市值 571 亿元），给予“买入”评级。

表 11：啤酒行业可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元) (2022.8.12)	归母净利润 (亿元)			PE			22-24 年归母净利 CAGR
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600132.SH	重庆啤酒	571	14.17	17.54	20.99	40	33	27	22%
1876.HK	百威亚太	2,579	73.1	83.9	93.9	35	31	28	13%
0291.HK	华润啤酒	1,541	41.1	51.9	63.3	37	30	24	24%
600600.SH	青岛啤酒	1,178	33.8	40.6	47.7	35	29	25	19%
000729.SZ	燕京啤酒	239	3.3	4.5	5.9	71	54	41	33%
002461.SZ	珠江啤酒	168	6.9	7.8	8.8	24	22	19	13%

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

疫情反复风险，大单品销售不及预期风险，系统性风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3657.73	4992.68	7164.75	9345.94	12069.56
现金	1955.98	2355.19	2614.82	3159.42	3979.86
应收账款	114.51	109.24	144.19	188.14	237.78
其他应收款	78.59	11.83	61.84	91.66	128.35
预付账款	23.01	45.12	56.52	59.87	70.81
存货	1420.57	1886.75	2013.68	2191.72	2516.42
其他流动资产	65.07	584.54	2273.69	3655.14	5136.33
<b>非流动资产</b>	5937.64	6540.13	6449.94	6561.60	6694.23
长期投资	197.02	240.32	227.86	221.73	229.97
固定资产	3233.36	3705.08	3841.18	3931.60	4029.56
无形资产	588.27	615.08	695.57	695.33	716.18
其他非流动资产	1918.99	1979.64	1685.33	1712.93	1718.52
<b>资产总计</b>	9595.37	11532.81	13614.69	15907.54	18763.79
<b>流动负债</b>	6911.70	7882.37	7887.56	8038.04	8478.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1939.78	2212.69	2341.62	2694.40	2989.80
其他流动负债	4971.92	5669.68	5545.94	5343.64	5488.52
<b>非流动负债</b>	1114.84	522.14	796.78	695.24	671.38
长期借款	365.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	749.84	522.14	796.78	695.24	671.38
<b>负债合计</b>	8026.54	8404.51	8684.34	8733.28	9149.70
少数股东权益	983.55	1373.75	2728.33	4422.17	6429.01
股本	483.97	483.97	483.97	483.97	483.97
资本公积	0.00	2.08	2.08	2.08	2.08
留存收益	116.09	1282.34	1731.16	2280.65	2713.57
归属母公司股东权益	585.29	1754.55	2202.02	2752.10	3185.08
<b>负债和股东权益</b>	9595.37	11532.81	13614.69	15907.54	18763.79

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3689.73	3564.79	3359.73	2434.28	4424.04
净利润	1752.32	2399.16	2771.34	3447.58	4105.82
折旧摊销	413.79	427.90	620.56	669.65	726.98
财务费用	6.22	-15.88	-101.13	-117.78	-146.04
投资损失	-179.97	-58.10	-58.50	-58.50	-59.67
营运资金变动	1808.56	874.05	-375.08	-1453.07	-167.51
其他经营现金流	-111.20	-62.34	502.55	-53.60	-35.54
<b>投资活动现金流</b>	-2804.89	-1151.75	-2398.88	-861.07	-1989.81
资本支出	560.22	725.34	636.27	678.09	762.64
长期投资	-8.43	485.60	-13.38	-5.84	8.35
其他投资现金流	-2253.10	59.19	-1775.99	-188.82	-1218.82
<b>筹资活动现金流</b>	-587.63	-2013.68	-701.22	-1028.62	-1613.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	365.00	-365.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-1145.48	2.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	192.86	-1650.76	-701.22	-1028.62	-1613.78
现金净增加额	297.22	399.36	259.63	544.59	820.45

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10941.63	13119.31	15260.35	17741.83	20302.00
营业成本	5724.58	6436.36	7299.17	8055.50	8977.78
营业税金及附加	761.71	892.06	1068.22	1241.93	1421.14
营业费用	1984.11	2212.89	2995.61	3637.07	4222.82
管理费用	684.10	516.88	610.41	691.93	791.78
研发费用	84.21	163.15	80.00	86.22	88.81
财务费用	6.22	-15.88	-101.13	-117.78	-146.04
资产减值损失	-69.86	-79.26	-50.70	-45.63	-43.80
公允价值变动收益	0.00	1.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	179.97	58.10	58.50	58.50	59.67
<b>营业利润</b>	1964.04	2947.54	3406.88	4258.53	5044.28
营业外收入	199.42	8.50	8.50	8.50	8.50
营业外支出	32.67	14.96	14.96	14.96	14.96
<b>利润总额</b>	2130.78	2941.08	3400.42	4252.07	5037.82
所得税	378.47	541.92	629.08	804.49	932.00
<b>净利润</b>	1752.32	2399.16	2771.34	3447.58	4105.82
少数股东损益	675.48	1232.91	1354.58	1693.84	2006.85
<b>归属母公司净利润</b>	1076.84	1166.24	1416.76	1753.74	2098.98
EBITDA	2384.05	3359.56	3926.30	4810.40	5625.22
EPS (元)	2.23	2.41	2.93	3.62	4.34

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.14	19.90	16.32	16.26	14.43
营业利润(%)	20.73	50.08	15.58	25.00	18.45
归属母公司净利润(%)	3.26	8.30	21.48	23.79	19.69
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	47.68	50.94	52.17	54.60	55.78
净利率(%)	9.84	8.89	9.28	9.88	10.34
ROE(%)	183.98	66.47	64.34	63.72	65.90
ROIC(%)	87.78	84.86	71.63	70.81	70.72
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	83.65	72.87	63.79	54.90	48.76
净负债比率(%)	11.13	0.27	2.18	2.82	1.67
流动比率	0.53	0.63	0.91	1.16	1.42
速动比率	0.24	0.33	0.57	0.80	1.03
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.07	1.24	1.21	1.20	1.17
应收账款周转率	95.41	112.80	117.92	102.93	92.54
应付账款周转率	3.42	3.10	3.21	3.20	3.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.41	2.93	3.62	4.34
每股经营现金流(最新摊薄)	7.62	7.37	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	1.21	3.63	4.55	5.69	6.58
<b>估值比率</b>					
P/E	53.00	48.94	40.29	32.54	27.19
P/B	97.52	32.53	25.92	20.74	17.92
EV/EBITDA	23.22	16.48	14.10	11.51	9.84

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188