

# 重庆啤酒 (600132. SH)

嘉士伯掌舵、乌苏引领，西部啤酒龙头扬帆起航

买入

## 核心观点

**高端化是我国啤酒行业发展的主旋律，对比国外，我国高端啤酒占比仍有翻倍以上提升空间。**随着我国啤酒行业总量见顶、竞争格局改善以及消费水平提升，未来高端化是驱动行业增长的最主要动力。根据欧睿数据，目前中国高端啤酒销售量占比为 12%-15%，而饮食习惯相近的日本、韩国接近 30%（欧洲、美国更高），仍有翻倍以上空间。

**背靠嘉士伯，乌苏引领重啤逐渐从西部啤酒龙头走向全国。**公司 1958 年成立，1997 年上市，2013 年被嘉士伯收购后，整合嘉士伯多个资产（新疆乌苏、昆明华狮啤酒、天目湖啤酒、大理啤酒、西夏嘉酿等），成为我国西部啤酒龙头，在重庆、新疆、宁夏等多个省份地区拥有绝对龙头地位。近年来，新疆乌苏爆红并成功从新疆走向了全国，引领公司逐渐从西部走向全国化和高端化。

**增长点 1：乌苏全国化势能已起，下沉空间仍广阔。**乌苏背靠新疆西域文化和鲜明的品牌形象已在消费者心目中形成深刻烙印，逐渐从爆红品牌走向长红品牌。经过多种方法估算，我们认为随着渠道下沉，乌苏未来销量仍有翻倍以上提升空间（从 100 万吨提升到约 200 万吨）。

**增长点 2：乌苏已逐渐建立起全国渠道优势，未来有望给嘉士伯 6+6 品牌矩阵赋能，效果值得期待。**啤酒行业的特点是区域强势品牌对渠道把控力较强，可以用排他的方式使得新品牌较难切入。然而，乌苏凭借着强大的品牌影响力带来的高自点率和渠道高利润率使其能打破渠道封锁、快速建立起全国销售网络，同时保持较强渠道话语权，从而为嘉士伯旗下的其他品牌的全国化打下基础。目前公司已开始将嘉士伯其余品牌产品导入各大城市的乌苏渠道中，未来效果值得期待。

**增长点 3：消费升级有望推动公司绝对优势市场（新疆、重庆、宁夏等）高端啤酒占比进一步提升。**公司在多个优势省份市场份额超过 50%，优势明显；未来随着消费升级，这些区域的啤酒高端化进程亦有望加速，推动公司的吨价继续提升。

**风险提示：**需求恢复不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

**盈利预测与投资建议：**公司背靠嘉士伯，在西部多个省份龙头优势稳固，未来将充分享受当地的消费升级，且乌苏势能已起、空间仍大，与其他品牌的协同效应亦值得期待；我们认为公司是啤酒行业中地位稳固（前五）、质地优秀、稳健成长的优秀投资标的，预计 22-24 年收入为 142/164/189 亿元（+9%/15%/15%），归母净利润为 13.0/16.2/19.1 亿元（+11%/25%/18%），对应 PE 为 45/36/31 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,270	16,419	18,923
(+/-%)	205.5%	19.9%	8.8%	15.1%	15.3%
净利润(百万元)	1077	1166	1295	1613	1902
(+/-%)	63.9%	8.3%	11.1%	24.6%	17.9%
每股收益(元)	2.23	2.41	2.68	3.33	3.93
EBIT Margin	15.6%	22.1%	22.2%	24.0%	24.4%
净资产收益率(ROE)	184.0%	66.5%	60.4%	61.4%	59.5%
市盈率(PE)	54.6	50.4	45.4	36.4	30.9
EV/EBITDA	31.6	20.2	18.9	15.5	13.4
市净率(PB)	100.40	33.49	27.42	22.37	18.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 食品饮料·非白酒

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

126.03 元

S0980521010001

联系人：李文华

021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

130.00 - 135.00 元

收盘价

126.03 元

总市值/流通市值

60995/60995 百万元

52 周最高价/最低价

166.50/85.03 元

近 3 个月日均成交额

496.40 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《重庆啤酒 (600132.SH) - 高端化与全国化节奏短期放缓，盈利水平保持平稳》——2022-10-28

《重庆啤酒 (600132.SH) - 动销短期承压，控费降税维持盈利水平》——2022-08-19

《重庆啤酒-600132-2021 年三季报点评：高端放量叠加成本管控得当，盈利能力持续向好》——2021-10-31

《重庆啤酒-600132-2021 年中报点评：高端增长有力，盈利水平持续优化》——2021-08-19

《重庆啤酒-600132-重大事件快评：实现高质量注入，扬帆新征程》——2020-09-16

# 内容目录

<b>1. 行业分析：高端化成为我国啤酒行业发展的主旋律</b> .....	<b>6</b>
1. 1 供给端：销量见顶、跑马圈地完成，高端化成为啤酒企业提升盈利的核心手段 .....	6
1. 2 需求端：消费加速升级驱动我国啤酒行业高端化进入提速阶段 .....	10
1. 3 对比国外，中国啤酒高端化仍有翻倍以上空间 .....	12
<b>2. 公司简介：嘉士伯中国唯一平台，乌苏引领从西部龙头逐渐走向全国</b> .....	<b>13</b>
2. 1 公司概况：背靠嘉士伯、乌苏引领的中国高端啤酒行业排头兵 .....	13
2. 2 股权结构：从重庆地方啤酒龙头到嘉士伯绝对控股的中国啤酒业务唯一平台 .....	14
2. 3 历史沿革：资产注入完成，乌苏引领、公司全国化或进入提速阶段 .....	15
<b>3. 核心竞争力：品牌力突出、产品力领先、行业地位稳固</b> .....	<b>16</b>
3. 1 品牌：产品矩阵多元，品牌认知高构筑护城河 .....	16
3. 2 产品：嘉士伯先进的生产工艺背书，公司产品力领先 .....	21
3. 3 产能：率先完成产能梳理效率领先，产能布局完善支撑全国扩张 .....	23
<b>4. 增长点 1：乌苏全国下沉空间仍广阔</b> .....	<b>25</b>
4. 1 成长历程：地方品牌，新疆名片，文化承载 .....	25
4. 2 乌苏已渐从网红品牌成长为长红品牌 .....	27
4. 3 未来空间测算：乌苏未来销量有望实现翻倍增长 .....	30
<b>5. 增长点 2：乌苏引领嘉士伯 6+6 品牌矩阵加速全国化，进展值得期待</b> .....	<b>31</b>
5. 1 强品牌力使得乌苏快速打破渠道壁垒建立全国化的渠道网络 .....	31
5. 2 嘉士伯已开始将其他品牌逐渐导入乌苏渠道中，效果值得期待 .....	32
<b>6. 增长点 3：重啤西部优势市场升级空间仍大</b> .....	<b>32</b>
6. 1 重庆：品牌、渠道占据绝对优势，结构升级推进顺利 .....	33
6. 2 云南与西夏：借鉴重庆啤酒品牌升级路径，丰富高端产品线 .....	33
6. 3 新疆：乌苏起源地，通过增添产品多样性推动结构升级 .....	34
<b>7. 财务分析：ROE 显著领先同行的啤酒行业高端化标兵</b> .....	<b>34</b>
7. 1 成长能力分析：乌苏的成功全国化驱动公司快速增长 .....	34
7. 2 盈利能力分析：费率管控得当，运营效率高 .....	36
7. 3 高端化占比、运营能力领先行业决定重啤 ROE 显著高于行业平均 .....	37
<b>8. 盈利预测：地位稳固、稳健成长的中国啤酒龙头之一</b> .....	<b>39</b>
8. 1 假设前提：乌苏全国化持续推进、全国啤酒高端化趋势持续 .....	40
8. 2 未来 3 年业绩预测：收入复合增速 15%+, 利润复合增速 20%+ .....	41
8. 3 盈利预测的敏感性分析：业绩稳健成长确定性较强 .....	41
<b>9. 估值与投资建议：啤酒行业优质龙头，维持“买入”评级</b> .....	<b>42</b>
9. 1 绝对估值：合理估值区间为 120-130 元 .....	42
9. 2 相对估值：合理估值区间为 117-134 元 .....	43
9. 3 投资建议：质地优秀、业绩确定性强的啤酒行业龙头之一，维持“买入”评级 .....	44

风险提示 .....	44
财务预测与估值 .....	46

# 图表目录

图1: 啤酒产量于 2013 年见顶, 随后开始缓慢下降 .....	7
图2: 核心啤酒消费人群 (15-65 岁) 占比下滑 (%) .....	7
图3: 我国啤酒市场集中度 CR5 已超 90% .....	8
图4: 各品牌均已形成自己的基地市场 .....	9
图5: 2016 年起经营活动净收益开始攀升 .....	10
图6: 各家毛销差在 2018 年前后开始扩大 .....	10
图7: 进口啤酒量在 2010 年前后呈现高速增长, 自 2018 年起出现回落 .....	11
图8: 取悦女性的啤酒产品开始推出市场 .....	12
图9: Z 世代用户消费关注点用户活跃度占比 .....	12
图10: 我国啤酒行业发展仍处于中低成熟度 .....	13
图11: 嘉士伯在中国市场发展的核心脉络 .....	14
图12: 嘉士伯集团已实现对重庆啤酒的绝对控股 .....	15
图13: 资产整合后控股情况 .....	15
图14: 产品矩阵本身的多元化亦是高端化的象征 .....	17
图15: B 站平台关于乌苏的自媒体视频点击率居高不下 .....	18
图16: 公司结合乌苏品牌属性邀请代言人进一步强化消费者认知 .....	18
图17: 京 A 与风花雪月为公司在精酿啤酒方向的本土品牌布局 .....	19
图18: 通过明星代言与举办法式风情小镇的活动对品牌进行空中拉动 .....	19
图19: 乐堡通过举办音乐节, 并邀请音乐人代言, 赋予品牌以音乐元素 .....	20
图20: 夏日纷邀请白敬亭作为品牌代言人 .....	20
图21: 公司追求可持续发展: 零碳足迹、零水浪费、零事故文化以及零非理性饮酒 .....	22
图22: 先进的生产工艺赋能, 公司产品端不断推陈出新 .....	22
图23: 公司旗下 11 款产品在中国国际挑战赛中获奖, 连续 2 年成为获奖数最多的公司 .....	23
图24: 乌苏啤酒发展历程 .....	25
图25: 2014-2021 年新疆累计接待国内外游客数量统计 .....	26
图26: 乌苏重点与新疆饮食场景进行捆绑宣传 .....	27
图27: 乌苏的网络热度迅速提升并维持高位 .....	27
图28: 百威淡啤包装经历数次更替, 逐渐开始注重围绕体育赛事展开 .....	29
图29: 韩国啤酒市场高端占比比例至 2023 年预计升至 40% .....	31
图30: 美国前四大啤酒企业销量/收入口径的集中度情况 .....	31
图31: 重庆啤酒品牌结构升级路径明确 .....	33
图32: 大理与西夏均推出更高端的新产品推行结构升级 .....	34
图33: 乌苏品牌下产品口味趋向多元化, 加快品牌在疆外市场的变现节奏 .....	34
图34: 公司营收保持快速增长态势 .....	35
图35: 高档产品的占比持续提升 .....	35
图36: 2021 年收入数据来看, 三区收入占比相对均衡 .....	36
图37: 公司毛利率水平高于行业平均水平 .....	36

图38: 销售费率已得到有效管控回落至正常区间 .....	36
图39: 管理费率管控得当较青啤与燕京更低 .....	36
图40: 应收账款周转率处于行业平均水平 .....	37
图41: 存货周转率处于行业平均水平 .....	37
图42: 重庆啤酒 ROE 较行业平均显著更高 .....	37
图43: 重庆啤酒销售净利率较行业水平更高 .....	37
图44: 重庆啤酒 ROE 较行业平均显著更高 .....	38
图45: 重庆啤酒销售净利率较行业水平更高 .....	38
图46: 重啤获嘉士伯入主后资产周转率显著提升 .....	38
图47: 重啤获资产注入后权益乘数迅速增长 .....	38
图48: 重啤高毛利率、低销售费率带来较高毛销差 .....	39
图49: 重啤销售净利率处于行业领先地位 .....	39
图50: 重啤非流动负债权益比率自高位有所回落 .....	39
图51: 重啤先款后货支付方式带来高流动负债权益比率 .....	39
图52: 重啤率先关厂增效后固定资产周转率显著提高 .....	39
图53: 重啤流动资产的高营运能力带来高周转率 .....	39
表1: 公司早在 2015 年前后开始关厂提效，现在已基本完成了冗余产能的出清 .....	24
表2: 公司主要工厂产能利用率稳步攀升 .....	24
表3: 公司近期新建产能规划 .....	25
表4: 公司未来三年各档次啤酒销量及吨价假设 .....	41
表5: 未来 3 年盈利预测表 .....	41
表6: 情景分析（乐观、中性、悲观） .....	42
表7: 公司盈利预测假设条件（%） .....	42
表8: 资本成本假设 .....	43
表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	43
表10: 可比公司估值表 .....	43

# 1. 行业分析：高端化成为我国啤酒行业发展的主旋律

## 1.1 供给端：销量见顶、跑马圈地完成，高端化成为啤酒企业提升盈利的核心手段

回顾我国啤酒行业发展历史，经历了高速发展期的产能快速扩张，以及稳定发展期的行业加速整合期，我国啤酒行业跑马圈地已经完成，目前已进入了高端化驱动的量稳价涨的提质发展阶段：①啤酒产量已于 2013 年见顶，我们判断未来啤酒行业销量将维持稳定。②跑马圈地已经完成，CR5 达到 90%以上，垄断竞争格局已初步形成；对厂商而言，低价抢市场的策略收效甚微，而通过高端化成为提升盈利能力的核心手段。

- ✓ **1980 年-2007 年：经济增长驱动行业需求快速增长，行业处于高速发展期——产能快速扩张，同时产业整合，行业集中度快速提升。**啤酒作为海外舶来品，具有口感新奇、含酒精等属性，进入我国市场伊始便受到广泛欢迎。由于啤酒越新鲜口感越好且啤酒运输费用相对较高，啤酒企业大多采取销地产的运营模式。随着经济的快速发展，各地需求的迅速增长推动地方啤酒厂如雨后春笋般涌现。同时，部分品牌凭借包含资本力量在内的综合优势，不断通过新建工厂或并购地方酒厂的方式扩大版图，市场集中度开始提升。
- ✓ **2007 年-2013 年：需求增速放缓，行业竞争加剧，龙头加速并购，行业集中度快速提升。**随着人均啤酒消费量趋于饱和，饮酒人口数量逐步见顶，啤酒行业增速有所放缓，年化增长率维持在个位数，2013 年我国啤酒行业产量拐点出现。同时，由于早期的大举收并购带来的产能过剩以及产品同质化下的价格战，众多小品牌、小工厂在行业产量见顶、竞争加剧的情况下被出清，市场格局逐步稳定。
- ✓ **2014 年至今：竞争格局基本稳定，行业进入存量竞争阶段。**根据 Euromonitor 数据，2019 年中国啤酒产量已回落至 4500 万千升附近；随后 2020 年与 21 年由于受到疫情影响，啤酒产量出现下滑。据 Euromonitor 预测，中国啤酒总产量至 2025 年都将保持缓慢下行的趋势，预计将回落至年产量 4200 万千升左右（未考虑疫情对销量的影响）。发展至今，行业竞争格局已基本趋于稳定，CR5 自 2014 年的 75%左右升至 2021 年超 90%的水平。

### 1.1.1 我国啤酒产量已于 2013 年见顶，适龄饮酒人口下降和人均啤酒饮用量稳定决定我国啤酒行业销量见顶。

- ✓ **我国人均啤酒饮用量提升空间相对有限，将维持稳定。**从 Euromonitor 人均啤酒饮用量的数据来看，2020 年中国 15 岁以上人均每年啤酒消费量为 36.8 升，略微超过全球平均水平，与美国同口径下的 84.2 升相比仍存在较大差距，与饮食习惯更为相似的日本来 44.4 升相比，相差约 20%。我们分析和欧美等国家人均啤酒消费量的差距主要与生活习惯、饮食文化等差异有关，与日本等国家差异并不是很大；同时观察近年来我国人均啤酒消费量数据来看，已经维持较为平稳水平；综合来看我们判断未来我国人均啤酒消费量提升空间已不大，或维持较稳定水平。
- ✓ **适龄饮酒人口下降或是中国啤酒产量见顶的主因。**通过观察美国、日本两国啤酒产量见顶的时点发现，人口结构的改变，或者说适龄饮酒人口基数减少导致的核心/潜在消费者数量的减少，或许是预示啤酒产销量出现拐点的信

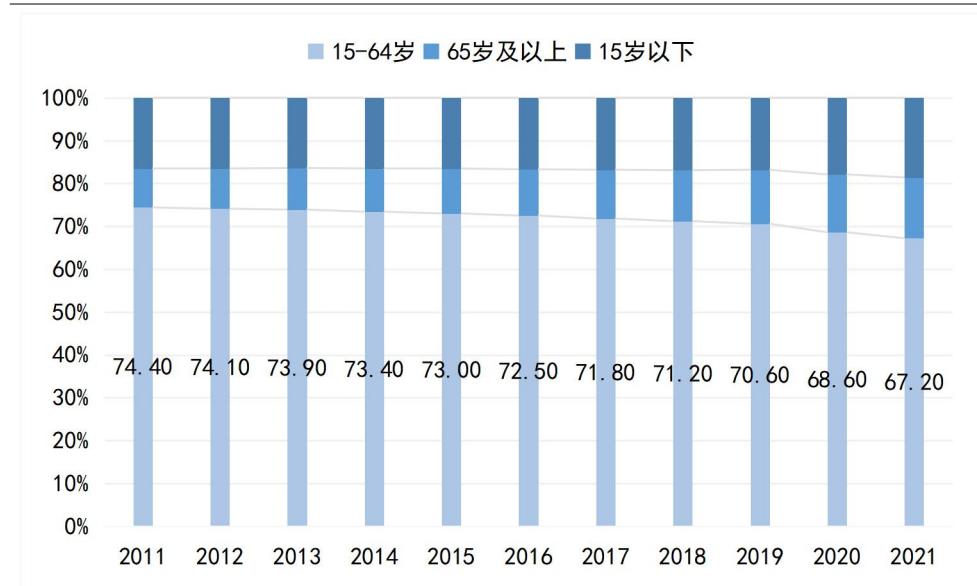
号。根据对美国、日本啤酒市场自身啤酒销量变化的回顾，我们观察到美国在20世纪80年代啤酒消费人数开始下滑，对应同期美国啤酒产量逐步进入下降区间；日本在1990-2000年附近亦出现适龄饮酒人口基数开始下降后产销量见顶的情况。从国家统计局数据来看，中国人口结构中，15-65岁人口占比自2011年起开始出现下滑，自74.4%逐步降低至67.2%，与此对应中国啤酒产量自2013年见顶，因此我们预计未来啤酒总产量仍将维持下行态势。

图1：啤酒产量于2013年见顶，随后开始缓慢下降



资料来源：Wind，国家数据统计局，国信证券经济研究所整理

图2：核心啤酒消费人群（15-65岁）占比下滑（%）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

1.1.2 啤酒行业龙头企业跑马圈地已经完成，低价抢市场的策略收效甚微，高端化成为提升盈利能力的核心手段。

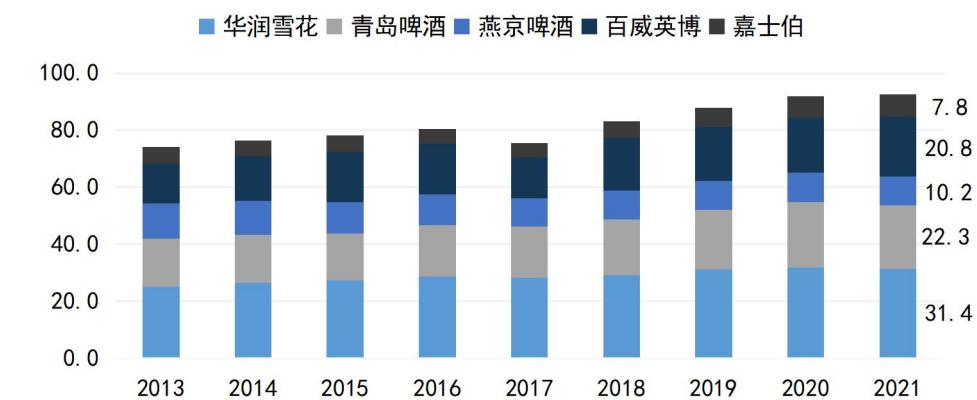
2021年国内啤酒集中度CR5超90%，继续通过费用投放打价格战来抢夺市场份额

**额收效甚微。** 经过国内啤酒行业数轮的并购整合，现已形成百威亚太、青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、嘉士伯五大厂商的垄断格局。根据中国酒业协会的市占率数据显示，CR5 已由 2013 年的 74.1% 提升至 2021 年的 93% 左右。与美国、亚太等成熟市场市占率相比，国内 CR5 进一步提升的空间已经有限。

**头部五家啤酒龙头企业各自占据基地市场，竞争格局开始固化。** 以百威亚太、华润雪花、嘉士伯（重庆啤酒）、青岛啤酒、燕京啤酒为主的头部品牌已经完成跑马圈地，形成各自的优势区域。龙头凭借多年对渠道的把控以及品牌忠诚度的培育，优势得到不断强化，各地区市场的竞争格局未来也很难出现转变。

- ✓ 华润啤酒 2021 年市占率超 30%，在四川、贵州、安徽市场市占率超 70%，另外在东北三省黑吉辽地区亦为主流啤酒品牌，市场份额占比近 50%。
- ✓ 青岛啤酒 2021 年市占率超 22%，公司聚焦于“一纵两横一圈”区域，在山东、陕西、山西、黄河地区的市场占有率超 50%，华北黄河一带亦多为公司基地市场。
- ✓ 百威啤酒 2021 年市占率亦超 20%，在福建、江西和湖北地区市占率均超 50%。
- ✓ 燕京啤酒 2021 年市占率约 10%，在北京及周边地区，广西市场及内蒙古拥有较高的市场占有率。
- ✓ 重庆啤酒 2021 年市占率约 8% 左右，在新疆、重庆、宁夏和云南占据市场份额的绝对优势。

图3：我国啤酒市场集中度 CR5 已超 90%



资料来源：中国酒业协会分享，国信证券经济研究所整理

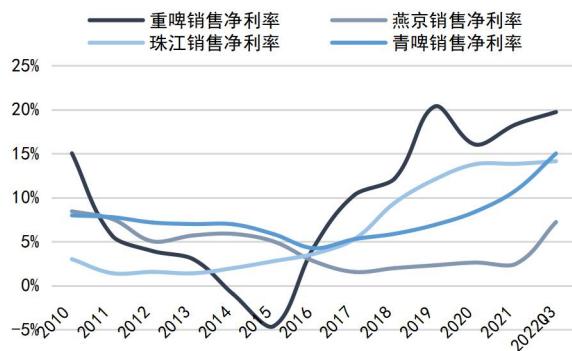
图4: 各品牌均已形成自己的基地市场



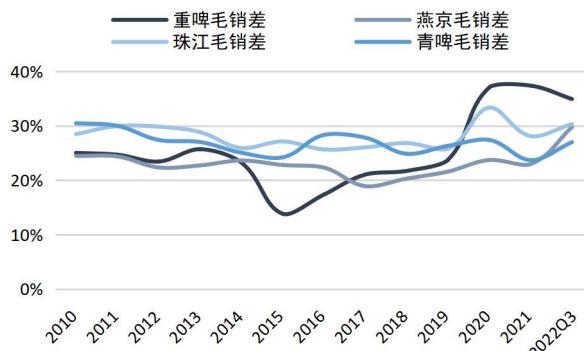
资料来源: Wind, 嘉士伯集团公告, 国信证券经济研究所整理

而对比国外我国啤酒行业高端化空间仍很大(详见1.3分析),因此高端化成为啤酒企业提升盈利的核心手段。自2016年起,啤酒行业高端化的方向逐步形成一致共识,主要动作包括产品结构升级、提价,以及提升罐化率等。

- ✓ **产品结构升级:** 我国啤酒龙头企业中、高端产品占比的提升空间仍大。目前中国啤酒市场在结构上仍以经济型(4-6元)产品为主,相比与相同饮酒文化圈的日韩两国,高档、中端类啤酒占比提升空间大。2016年起,借助结构升级带来的毛利率提升,华润、青啤、重啤、珠啤的实际吨均营业利润(将资产减值损失加回)增速大部分已转正。
- ✓ **提价:** 直接提价亦是高端化的主要手段,尤其是在成本压力较大时。2018年前后面对成本上涨压力,啤酒行业性提价预期逐步升温。以华润啤酒为首的龙头在18年年初宣布为应对生产成本增加带来的压力,对旗下产品进行提价;同时在经营策略上缩减销售费用投放,将考核导向从收入/销量部分转为利润。高端化被进一步明确为未来战略发展方向,节奏开始提速。2021年,同样为应对成本压力,啤酒行业迎来新一轮涨价潮。截止2022年,我们在终端观测到产品涨价已基本传导落地,销量与结构升级的节奏并没有受到影响,意味着啤酒行业的高端化进一步加速,也标示着人均饮用金额未来仍有提升空间。
- ✓ **提升罐化率:** 罐装产品毛利率一般较同类型的瓶装产品更高,罐化率提升有助于提升企业盈利能力。

**图5: 2016 年起经营活动净收益开始攀升**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

**图6: 各家毛销差在 2018 年前后开始扩大**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

## 1.2 需求端：消费加速升级驱动我国啤酒行业高端化进入提速阶段

进口啤酒一度填补了高端啤酒产品空白，加速消费者对啤酒认知的转变。在中国消费者心中啤酒带有舶来品属性，进口啤酒品牌凭借其背后的渊源历史、酿造文化等独特要素，相对国产啤酒品牌具有更高的品牌势能优势，因此消费者对进口啤酒的定位更加高端。

在 2010 年前后，国内啤酒品牌仍处于通过费用投放抢夺市场份额的阶段，啤酒价格在促销活动下均价较低，且产品以淡啤为主同质化严重，因此相比于白酒、葡萄酒而言，啤酒品类在消费者认知中定位偏向低端。进口啤酒品牌凭借品牌、口味上的差异，填补了啤酒高端产品的空白，亦迎合了消费者开始追求高端生活品质的诉求。据海关数据显示，2008 年至 2018 年期间，进口啤酒量由 2.8 万千升跃升至 82.1 万千升，10 年 CAGR 达到 40%，规模保持快速增长。

尽管进口啤酒整体的体量相较中国啤酒市场销量仍小，但由于进口啤酒集中在一线城市曝光，高端属性更为显著，受消费者认可度较高。我们认为进口啤酒在不同细分品类，多元化口味上对消费者进行了培育之余，更是拉升了啤酒在消费者心中的产品定位和价格认知。啤酒形象由原来的廉价、口味淡、各品牌同质化的产物，逐步被接受成为多价格带，品类多样、适配多种消费场景的产品。

图7: 进口啤酒量在 2010 年前后呈现高速增长, 自 2018 年起出现回落



资料来源: Wind, 国家数据统计局, 国信证券经济研究所整理

随着国产品牌逐渐开始加大高端啤酒布局, 构建起多样化的产品矩阵后, 高端市场进口啤酒的份额逐步被国产高端啤酒所替代。尽管进口啤酒得益于品牌的高端定位, 终端售价较高, 可以很好消化长途运输产生的费用; 但由于运输时间较长影响了啤酒的新鲜口感, 且经销渠道体系根基不深, 费用投放有限, 难以与国产高端品牌竞争。啤酒进口量自 2018 年开始见顶回落, 但高端啤酒整体的销量开始呈现快速增长。我们认为进口啤酒加速了消费者对啤酒认知的转变, 影响深远。

**市场正迎来以“Z 世代”为首的新兴消费群体, 消费观念亦随着新消费群体的崛起而改变。**“Z 世代”泛指 1995 年至 2010 年出生的人群, 正逐步接棒成为啤酒的消费主力。据苏宁研究院报告显示, “Z 世代”消费者更愿意为兴趣、原创、文化、内容、颜值等产品附加价值消费。相对于上一代消费者在物资和商品选择上的匮乏, 新一代消费者出生在互联网时代, 信息量充沛、物资丰盈, 因此更加追求商品的差异化特色。

与此同时, 女性消费群体的崛起亦在不断推升产品的多元化, 偏向女性饮用习惯的啤酒细分品牌同样开始受到市场追捧。

对于年轻一代而言, 啤酒的社交属性也发生细微变化。随着健康饮酒的观念深入人心, 买醉已不再成为喝酒的目的, 啤酒更多用来营造欢快愉悦、微醺放松的社交气氛; 啤酒品牌、产品的选择一定程度上亦代表着饮用者的品味与生活格调, 品牌调性以及产品差异度逐渐成为消费者选择啤酒品牌时的重点考虑因素。

图8: 取悦女性的啤酒产品开始推出市场



资料来源：淘宝、国信证券经济研究所整理

图9: Z世代用户消费关注点用户活跃度占比



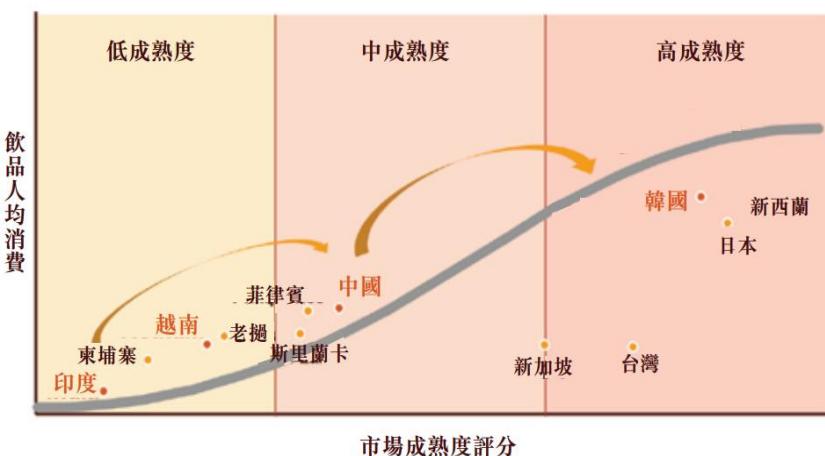
资料来源：CBNDATA，国信证券经济研究所整理

### 1.3 对比国外，中国啤酒高端化仍有翻倍以上空间

在啤酒消费总量见顶的大背景下，我们判断未来市场规模的增长将主要来自于高端化，也就是啤酒吨价的提升。根据 Global Data 的啤酒市场成熟度评分来看，中国当前人均啤酒消费水平仍处于中低成熟度水平。如上文所述，我国人居啤酒销量提升空间已不大，人均啤酒消费水平的差异仍来自于啤酒吨价的差异。**我们判断未来我国啤酒吨价仍有翻倍以上的提升空间。**

- ✓ 参照生活节奏与饮食习惯与我们更加近似的韩国举例：2019 年中国啤酒人均花费 61 美元，而韩国人均花费 293 美元；即使扣除两地人均饮用量差距的影响，根据欧睿数据，中国市场中每升啤酒消费者平均支付 2.18 美金，韩国为 7.51 美金，单位啤酒销售金额的差距依然明显，仍有超两倍的增长空间。随着我国居民消费理念的升级，消费意愿与能力的提升，啤酒吨价有望向发达国家的水平靠拢。
- ✓ 经济型低档啤酒长期在中国啤酒市场占据主导地位，2020-2021 年中国高端啤酒销售量市场占比仅为 12%-15%。相比饮食文化更加接近的日本、韩国看，和他们接近 30% 的高端啤酒市场占有率有着明显差距；如对比欧洲的啤酒发源地及美国等成熟市场，高端啤酒占比差距近 3-4 倍，提升空间仍大。

图10：我国啤酒行业发展仍处于中低成熟度



资料来源：百威亚太招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 2. 公司简介：嘉士伯中国唯一平台，乌苏引领从西部龙头逐渐走向全国

### 2.1 公司概况：背靠嘉士伯、乌苏引领的中国高端啤酒行业排头兵

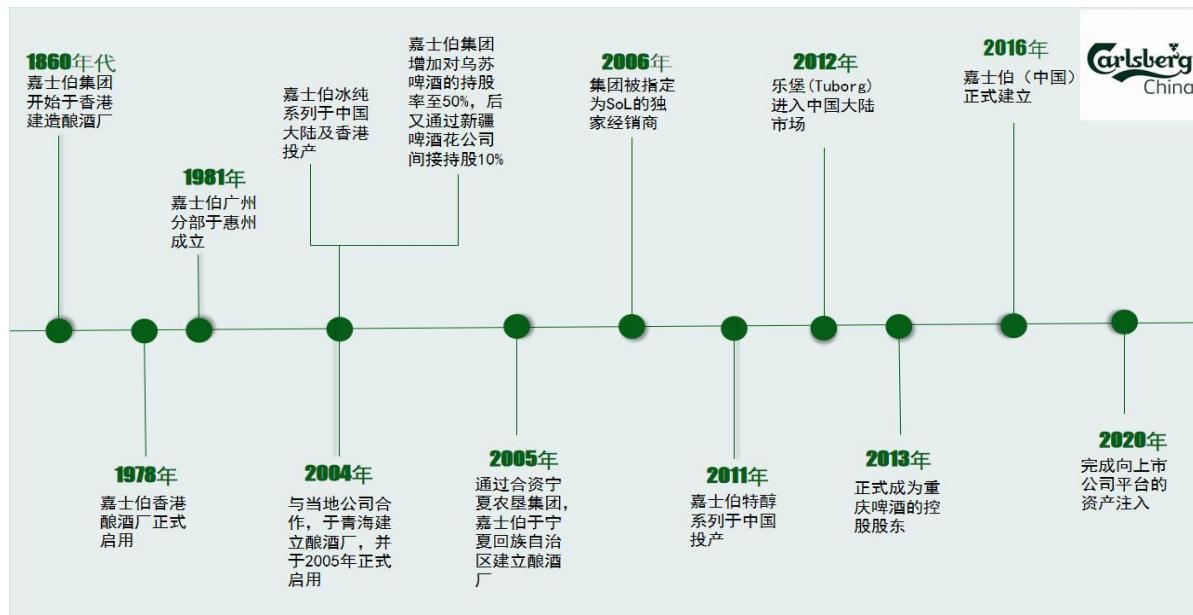
公司是嘉士伯在中国啤酒业务的唯一平台，主营啤酒的制造与销售。公司前身为重庆啤酒厂，成立于1958年；1997年公司在上交所上市，为其时中国啤酒行业四家上市公司之一。多年品牌运作使得公司在其传统基地市场川渝湘地区已建立起良好的口碑与品牌忠诚度。2013年，嘉士伯入主重庆啤酒后，原重庆啤酒集团退出了公司的经营管理，公司正式成为嘉士伯集团控股的外资企业。获嘉士伯在中国的核心资产注入后，公司核心市场进一步扩展到新疆、宁夏、云南等地区，自西部开启全国化征程。

嘉士伯于1847年创立于丹麦哥本哈根，初始工艺源自创始人雅各布森于巴伐利亚、德国慕尼黑的酿酒学习经历，是全球前四大啤酒企业，拥有超过140个啤酒品牌。

- ✓ 1883年，公司旗下实验室发明出保持啤酒品控的酵母酿造方式，公司将之公之于世，至今该配方仍为世界上大多数的淡味啤酒生产商所用；
- ✓ 1909年，该实验室又研发出PH值酿造法。公司持续不断为20世纪啤酒酿造产业做出卓越贡献；
- ✓ 1978年，嘉士伯于香港开设了中国第一家啤酒厂，标志着集团正式进入中国市场；
- ✓ 2000年后，嘉士伯响应国家西部大开发战略，先后收购大理啤酒、乌苏啤酒、西夏啤酒等地方优势啤酒品牌；
- ✓ 2008年，取得重庆啤酒17.5%的股权；

- ✓ 2013 年，嘉士伯进一步在中国布局，持有重庆啤酒股权比例上升至 60%，成为重庆啤酒的控股股东。

图11：嘉士伯在中国市场发展的核心脉络



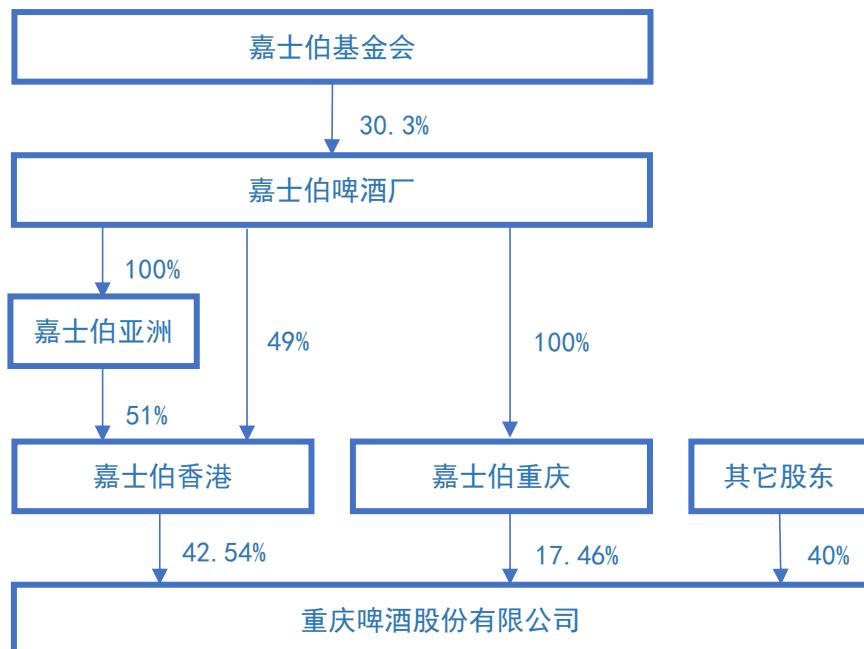
资料来源：嘉士伯官网，国信证券经济研究所整理

## 2.2 股权结构：从重庆地方啤酒龙头到嘉士伯绝对控股的中国啤酒业务唯一平台

2013 年起，嘉士伯通过受让和邀约收购的方式，直接和间接持股重庆啤酒 60%，实现对重庆啤酒的绝对控股。重庆啤酒与嘉士伯根据 2020 年第一次临时股东大会审议通过的《关于公司重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易方案的议案》，将同时向重庆啤酒控股子公司重庆嘉酿啤酒有限公司注入资产，使重庆啤酒成为嘉士伯在中国经营啤酒资产的唯一平台。

- ✓ 嘉士伯香港向重庆啤酒转让 48.58% 的重庆嘉酿股权，转让价款以现金的方式支付，交易对价 6.43 亿元；股权转让完成后，重庆啤酒 100% 持有重庆嘉酿股份；
- ✓ A 包资产注入：广州嘉士伯咨询管理有限公司（以下称嘉士伯咨询）将持有的资产作价 53.76 亿元，认购重庆嘉酿新增注册资本；交易完成后，重庆嘉酿股权占比为嘉士伯咨询 48.58%，重庆啤酒 51.42%；
- ✓ B 包资产注入：嘉士伯啤酒厂向重庆嘉酿转让 B 包资产，以现金的交易方式兑付；交易对价 17.94 亿元；双方对重庆嘉酿的持股比例不变。

图12：嘉士伯集团已实现对重庆啤酒的绝对控股



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：资产整合后控股情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.3 历史沿革：资产注入完成，乌苏引领、公司全国化或进入提速阶段

公司早在 1997 年于上交所上市，资本雄厚后开始转向业务多元化发展；啤酒主业未能抓住行业蓬勃发展的机会完成全国化扩张。其后嘉士伯入主，公司重新聚焦啤酒主业，着力向全国化发展。随着嘉士伯在中国的优质资产注入在 2020 年

底完成后，公司收入体量站上新台阶；在核心大单品的引领下，全国化或进入提速阶段。

**1997-2012年：快速发展为区域龙头后业务转向多元化，错失啤酒主业跑马圈地良机。**公司于1997年成功在上交所上市，是中国西南地区第一家上市的啤酒企业。公司在湖南、浙江等中部、东部地区均有产能布局，稳步扩张：2002年成立湖南国人啤酒厂，同年设立宁波大梁山啤酒厂，业务拓土开疆，从公司传统业务高地重庆，四川拓展至湖南，浙江等东部地区。

与此同时公司在上市后借助资本力量发展战略向多元化发展，开始涉足养殖业、饮料业及生物医药与疫苗研制方向，亦因此错过行业跑马圈地，实行全国化扩张的重要时间节点。在此期间，华润啤酒、青岛啤酒等其它同时期大型啤酒品牌通过对地区性啤酒厂的收购并购，迅速成长为全国性的啤酒品牌。

**2013-2019年：嘉士伯入主，战略调整，重新聚焦啤酒主业。**公司于2010年起，开始向嘉士伯啤酒进行股权转让。截至2013年12月11日通过要约收购等方式向嘉士伯啤酒厂香港有限公司合计转让42.54%公司股份；嘉士伯另外通过嘉士伯重庆有限公司间接持有公司17.46%股份，合计持有60%的公司股份，成为公司实际控制人，自此公司发展开启新篇章。

- ✓ **大刀阔斧，聚焦啤酒主业。**公司砍掉与主营业务不相关的其它业务板块，全盘出售或关闭与主营业务不相关的资产或子公司，业务层面暂时性放缓全国化扩张，发挥公司在基地市场的品牌优势，围绕西部、川渝优势市场进行精耕细作，巩固品牌忠诚度并加强渠道把控，建立起基地市场的绝对优势。
- ✓ **关厂提效应对新市场环境。**面对行业销量开始负增长的变化，公司2015年前后开始进行关厂提效。通过关停、整合生产效率低的工厂，重新布局产能，有效提升生产效率与资金利用率，带动公司厂效人效指标远超行业平均水平，为后续的高端化、全国化战略打下坚实基础。

**2020年至今：优质资产注入完成，助力高端化、全国化发展。**2020年嘉士伯完成向上市公司平台的优质资产注入，至此重庆啤酒融合了重庆本土品牌、嘉士伯此前在中国收购的区域性本土品牌以及嘉士伯的国际品牌。不同品牌各具特色，丰富了公司的高端产品线，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的“6+6”产品矩阵。资产重组的成功，使得公司作为嘉士伯国内唯一生产销售平台，避免了内部竞争带来的损耗，提升了效率。2021年起公司的销售量、营业收入等指标站上新的台阶，收入质量、资产收益率等关键指标均高于行业平均水平。

### 3. 核心竞争力：品牌力突出、产品力领先、行业地位稳固

#### 3.1 品牌：产品矩阵多元，品牌认知高构筑护城河

公司挑选旗下强势品牌，搭建起“6+6”的本土品牌+国际品牌的产品矩阵。矩阵内品牌背景多元，且涵盖高中低不同档次，帮助公司以品牌力构筑核心优势。①本土品牌矩阵中包含多款地方优势品牌，在各自基地市场牢牢占据主导地位；②国际品牌定位更加高端，在海外市场已获广泛认可，品牌力将逐步渗透至国内。③公司核心单品乌苏与1664已构筑起品牌的认知壁垒，打开全国知名度；乌苏的成功推广同时亦侧面印证出公司品牌打造的能力，公司目前在其他品牌上亦沿用乌苏的推广模式，将品牌与消费场景进行捆绑，品牌力得到持续强化。

图14: 产品矩阵本身的多元化亦是高端化的象征

“6+6” 国际品牌 + 本土品牌												
						品牌	京 A	风花雪月	乌苏	重庆	西夏	大理
格林堡	布鲁克林	1664	嘉士伯	乐堡	夏日纷	终端价格	20+	12-14	10-15	6-12	5-10	5-10
精酿、 比利时 修道院 认证	美国街 头文化	法式风 情、高品 质生活	体育、 艺术	音乐、 年轻	气泡果 酒、休 闲、居家	品牌属性	精酿、文 化融合	精酿、 浪漫、 茉莉花 香	硬核、易 醉	区域优 势品牌	区域优 势品牌	区域优 势品牌
商务、 高档餐 饮	年轻聚 会、西 餐酒吧	酒吧、餐 吧、女性 聚会	体育赛 事、艺 展	音 乐 节	居家、自 饮微醺	消费场景	餐吧、酒 馆	女性聚 会、谈 情说爱	新疆餐 厅、烧 烤、拼酒	火锅、 串串	休闲	休闲

资料来源：嘉士伯官网，京东，天猫，国信证券经济研究所整理

### 3.1.1 本土品牌：在各自区域市场优势显著，其中乌苏已打开全国知名度

**本土品牌之乌苏：硬核属性深入人心，全国知名度已打开。**乌苏啤酒借势豪爽好客的新疆文化，由于其容量大，易醉的特点，与普通淡啤的差异化明显。产品最早被自媒体博主当做特色鲜明，带有西域风情的地方品牌进行宣传，引起了广泛的关注与话题度，品牌影响力从新疆逐渐向疆外扩散。

公司围绕产品特点，针对性开展强化宣传活动，与自媒体平台的自传播相互呼应，品牌属性得到不断自我强化，迅速占领消费者心智。

- ✓ 在各地举办新疆巴扎（即新疆集市）的系列活动，并在各地捆绑新疆餐厅，羊肉串烧烤场景宣传，强调品牌的西域文化背景；
- ✓ 2019 年邀请《中国新说唱》年度总冠军，新疆说唱歌手艾热拍摄广告片并登上包装品；随后艾热发布硬核单曲《兄弟》，乌苏品牌得以打破圈层在年轻一代消费群体间快速传播；
- ✓ 2020 年邀请张伟丽成为品牌代言人。张伟丽在 UFC248 站女子草量级卫冕战上成功卫冕，掀起了较高的网络热度，且与乌苏产品的硬核属性契合度高，得以有效延续品牌热度并强化品牌的硬核属性；
- ✓ 2022 年邀请硬汉形象深入人心的吴京进行代言，借助吴京主演电影的曝光率与其正面、硬核的形象进一步加深产品特性。

图15: B 站平台关于乌苏的自媒体视频点击率居高不下



资料来源: Bilibili, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司结合乌苏品牌属性邀请代言人进一步强化消费者认知



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

**本土品牌之重庆、大理与西夏: 区域性优势品牌, 深耕基地市场。**重庆啤酒品牌深耕川渝湘地区, 大理啤酒为云南区域优势品牌, 西夏啤酒在宁夏地区深受当地消费者喜爱。经过多年的品牌运作与消费者培育, 这类本土品牌在各自区域市场已积累起较高的品牌认可度, 市占率均超 50%。

**本土品牌之风花雪月与京 A: 精酿啤酒方向上的本土品牌布局, 定位中、高端。**风花雪月基于其花香口味, 和浪漫、引人遐想的云南产地, 搭配清新的包装主打女性聚会及谈情说爱的场景, 在云南市场具有一定的市场占有率。京 A 为本土手工精酿啤酒品牌, 于 2019 年获嘉士伯入股, 作为集团在高端手工精酿领域押注布局的啤酒品牌, 主打高端餐吧针对口味挑剔的啤酒深度爱好者, 具有良好的口碑。

图17：京 A 与风花雪月为公司在精酿啤酒方向的本土品牌布局



资料来源：京 A 官网，天猫，国信证券经济研究所整理

### 3.1.2 国际品牌：进口品牌具有更高势能，定位高端

**国际品牌之 1664：进口白啤品牌，具有良好的消费者口碑。**1664 的全称为 Kronenbourg 1664 或凯旋 1664，创始于 1664 年的法国而得名，历史悠久。早在 1952 年，1664 啤酒成为英女王伊丽莎白二世登基加冕的指定用酒，进一步奠定了品牌的贵族属性。蓝色钴玻璃瓶的包装亦和大众档次的绿玻璃瓶形成了区隔，传递出法式贵族的浪漫风情。公司先后邀请了倪妮和迪丽热巴为 1664 进行代言，温婉优雅的气质与品牌形象相互叠加，强化消费者的品牌认知；并于多地举办法式风情小镇的宣传活动，空中拉动品牌势能。

图18：通过明星代言与举办法式风情小镇的活动对品牌进行空中拉动



资料来源：环球网新闻，国信证券经济研究所整理

**国际品牌之嘉士伯品牌：首批出口中国市场的国际品牌，品牌力已有多年积累。**嘉士伯最早在 1876 年出口中国市场；后于 1978 年成立了嘉士伯啤酒香港有限公司，负责嘉士伯啤酒及旗下各品牌在中国的生产销售及市场推广。1995 年嘉士伯购入惠州啤酒有限公司，加强覆盖以华南为支点辐射全国的市场。在当时激烈的市场竞争下，嘉士伯尽管未能实现市场份额的快速提升，但品牌经多年运作已被国人所熟知，定位高端，底蕴深厚。

**国际品牌之乐堡：丹麦首款淡味啤酒，畅销全球超 80 个国家。**进入中国市场后在品牌打造以及包装设计更侧重年轻人审美，与音乐元素进行捆绑，持续焕新品牌力，已有一定的品牌曝光度。

- ✓ 采用瓶装搭配易拉环瓶盖的包装，无需开瓶器即可打开畅饮，迎合年轻人自由无拘束的饮用习惯，品牌影响力持续提升；
- ✓ 通过举办乐堡音乐节，引入音乐圈层代言人，强调品牌的年轻属性，将品牌形象和音乐元素进行捆绑，在喜爱音乐的年轻人消费群体中知名度高。

**国际品牌之格林堡与布鲁克林：**获比利时修道院认证的精酿啤酒和代表美国街头文化的高端啤酒，为公司产品矩阵增添多元化属性。

**国际品牌之夏日纷：**2008 年嘉士伯在丹麦推出的果酒品牌，畅销于西班牙、马来西亚、新加坡、韩国等 60 多个国家和地区，在亚洲的部分市场更是排名第一的果酒品牌，同样具备较强的产品力与品牌力。

图19：乐堡通过举办音乐节，并邀请音乐人代言，赋予品牌以音乐元素



资料来源：澎湃新闻，腾讯网，国信证券经济研究所整理

图20：夏日纷邀请白敬亭作为品牌代言人

@Somersby夏日纷 ✅  
☀️SOMERSBY品牌代言人@白敬亭 全新阳光Vlog大片正式上线！☀️

听说小白和SOMERSBY同时出现，就有神奇朋友出没？你能找出TA是谁吗？  
打开就有阳光，一键触发小白与SOMERSBY的故事！

#打开就有阳光，喝杯SOMERSBY# #SOMERSBY夏日纷# □ Somersby夏日纷的微博视频



资料来源：夏日纷官方微博，国信证券经济研究所整理

### 3.1.3 公司的品牌打造能力得到印证，品牌优势不断夯实

啤酒的产品特点及品牌属性均将影响消费者对于该产品的认知，成为影响消费者购买决策的关键要素。一旦产品或者品牌形成受消费者认可的差异度，并通过与品牌特性相匹配的细分饮用场景落地，即可从同质化严重的品牌竞争中脱颖而出。公司针对矩阵中不同的产品，结合其特有的产品属性，打磨出不同的品牌特征，并且尝试与不同的消费场景进行绑定。乌苏的成功已从侧面印证了公司的品牌打造能力，后续公司亦将持续通过品牌与渠道的绑定来打造品牌差异化，从而提高品牌影响力。

- ✓ **乌苏啤酒**得益于品牌起源新疆的西域背景，与新疆餐厅、羊肉串烧烤场景进行强关联；
- ✓ **重庆啤酒**为重庆本地品牌，在当地市占率及消费者认可度同样较高。参照乌苏的成功模式，试图借助绑定重庆火锅的品类进行全国化推广；
- ✓ **风花雪月**基于其花香口味，和浪漫、引人遐想的云南产地，搭配清新的包装主打女性聚会及谈情说爱的场景；
- ✓ **1664** 品牌具备欧式、小资情调，作为知名进口啤酒品牌本身在国内已有簇拥，未来将绑定高端餐饮、夜场和居家饮用场景，并借助自身果味特点探索女性饮酒市场；
- ✓ **乐堡**品牌在品牌打造以及包装设计均侧重年轻人审美，通过赞助音乐节，引入音乐圈层代言人，将品牌与音乐相关的场景进行捆绑；
- ✓ **夏日纷**具备果酒易入口的特点，可以适配年龄范围更广的消费群体，主打家庭聚会野餐、居家饮用场景。

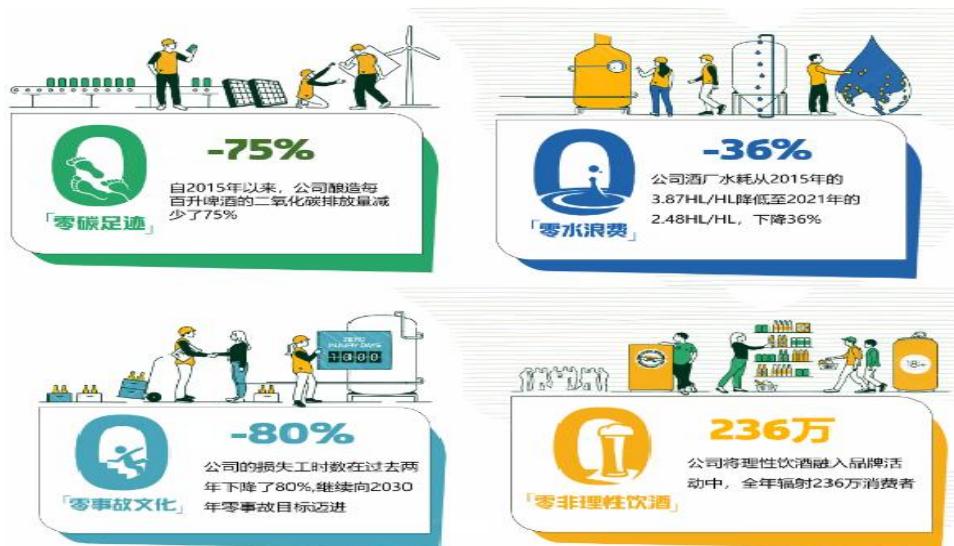
### **3. 2 产品：嘉士伯先进的生产工艺背书，公司产品力领先**

#### **3. 2. 1 嘉士伯为首个分离出啤酒酵母的品牌，生产工艺全球领先**

起源丹麦的嘉士伯酒厂在 1857 年建立了全世界最早的酵母生物学实验室。实验室于 1883 年首次分离出了酿酒酵母的纯种菌株，并将之命名为“嘉士伯酵母”。在此之前酿酒师仅能依靠野生酵母进行啤酒酿造，纯种酵母的出现有助于提高酿造啤酒品质的稳定性，使得规模化、标准化酿造啤酒成为可能。“嘉士伯酵母”后被嘉士伯的创始人 JC · 雅各布森先生无偿分享给啤酒业界，至今该配方仍为世界上大多数的淡味啤酒生产商所用。

出于对产品质量的重视，嘉士伯在啤酒生产工艺上不断改良，始终保持着领先地位。入主重庆啤酒后通过优化生产效率，改良生产工艺，有效实现人效指标在行业内的领先。在满足各项产品生产标准之余，公司同时注重可持续发展，即追求酿酒时二氧化碳排放量的减少，水资源的节约，生产零事故与理性饮酒的消费者教育。

图21：公司追求可持续发展：零碳足迹、零水浪费、零事故文化以及零非理性饮酒



资料来源：公司业绩发布会，国信证券经济研究所整理

### 3. 2.2 不断推陈出新，产品矩阵趋向多元，产品力优势突显

在先进的生产工艺赋能下，公司得以在现有产品矩阵的基础上，结合消费者需求变化与行业发展趋势，不断推陈出新，打造出更具特色的新产品：

- ✓ **浓厚口味**：公司针对重度啤酒饮用者对酒精浓度、麦芽浓度耐受度有所提高的情况，在乌苏品牌下进一步推出酒精浓度与麦芽浓度比红乌苏更高的楼兰秘酿、赤焱等产品，迎合消费者对口味浓厚啤酒的诉求。
- ✓ **低醇啤酒**：在重庆啤酒品牌与风花雪月品牌下，公司针对健康意识更强、酒精不耐受的消费者，推出了重庆无醇啤酒和风花雪月柠檬味低醇啤酒，酒精度数分别为0°与1.5°，以低酒精度数突破传统酒精饮料饮用场景的限制，满足消费者的社交与自在饮用的需求。
- ✓ **气泡酒**：针对年轻群体，女性消费者居家、佐餐等饮酒场景，公司在乐堡品牌下推出苏打气泡酒产品，主打低糖低卡的产品特色，为年轻且注重热量摄入的消费群体提供更多选择。

图22：先进的生产工艺赋能，公司产品端不断推陈出新



资料来源：天猫，京东，美酒招商网，国信证券经济研究所整理

### 3.2.3 啤酒品质赛事中连续2年获奖产品数量最多，产品力获权威认可

在2022年的中国国际挑战赛中，重庆啤酒旗下共有11款产品获奖，连续2年成为获奖数最多的公司，且与2021年公司6款产品获奖的数量相比亦取得长足进步。中国国际啤酒挑战赛是在中国酒业协会指导下，由中国国际啤酒挑战赛组委会主办的专业啤酒赛事，是业界公认的啤酒品质试金石。自2018年该赛事首次举办以来，公司已有多款产品受到专业人士认可，体现出公司产品力具核心竞争力。

2022年11款获奖产品包括特醇嘉士伯、乐堡啤酒、重庆纯生、重庆国宾醇麦、重庆0.0%无醇啤酒、乌苏白啤等，公司旗下本土品牌与国际品牌均有所斩获。

图23：公司旗下11款产品在中国国际挑战赛中获奖，连续2年成为获奖数最多的公司



资料来源：CBC 中国国际啤酒挑战赛，国信证券经济研究所整理

### 3.3 产能：率先完成产能梳理效率领先，产能布局完善支撑全国扩张

#### 3.3.1 公司率先完成产能梳理，生产效率领先行业

由于产品重量大单价低的特性所致，啤酒不适宜长途运输，运输半径一般不超过500KM，因此啤酒企业大多采取销地产的模式进行经营运作。产能的合理布局将更加有效地支撑市场销售活动与运营，并有效节约运输成本。

在产能过剩，行业产能出现大量冗余的背景下，公司自2015年起，针对已有的冗余产能进行梳理与重新规划。通过关闭生产设备老化，产能利用率低下的工厂，完成了全国范围内的产能优化，轻装上阵。留存下来的工厂经过对生产工艺的打磨优化，效率稳步攀升。

**表1：公司早在 2015 年前后开始关厂提效，现在已基本完成了冗余产能的出清**

关厂家数	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
华润啤酒	0	1	7	13	7	4	5
青岛啤酒	0	0	0	2	2	0	2
燕京啤酒	0	6	0	0	0	0	0
重庆啤酒	4	3	0	1	0	0	0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表2：公司主要工厂产能利用率稳步攀升**

2019	设计产能	实际产能	产能利用率	2020	设计产能	实际产能	产能利用率	2021	设计产能	实际产能	产能利用率
				嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司				嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司			
重庆啤酒股份有限公司新区分公司	28	18	64%	嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司	50	32	64%	嘉士伯(中国)啤酒工贸有限公司	50	32	64%
重庆啤酒股份有限公司北部新区分公司	40	35	88%	重庆嘉酿啤酒有限公司	40	35	88%	嘉士伯重庆啤酒有限公司	40	35	88%
重庆啤酒股份有限公司六厂	18	10	56%	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	30	27	90%	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	30	27	90%
重庆啤酒股份有限公司九厂	18	7	39%	重庆嘉酿啤酒有限公司九龙坡分公司	28	18	64%	嘉士伯重庆啤酒有限公司九龙坡分公司	28	18	64%
重庆嘉威啤酒有限公司	23	16	70%	新疆乌苏啤酒有限责任公司	25	23	92%	新疆乌苏啤酒有限责任公司	25	23	92%
重庆嘉酿啤酒有限公司石柱分公司	10	4	40%	昆明华狮啤酒有限公司	25	24	96%	昆明华狮啤酒有限公司	25	24	96%
重庆啤酒集团成都勃克啤酒有限公司	10	9	90%	嘉士伯天目湖啤酒(江苏)有限公司	26	20	77%	嘉士伯天目湖啤酒(江苏)有限公司	26	20	77%
重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	11	55%	重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	11	55%	重庆啤酒宜宾有限责任公司	35	32	91%
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	12	10	83%	重庆嘉酿啤酒有限公司合川分公司	18	10	56%	嘉士伯重庆啤酒有限公司合川分公司	18	10	56%
				嘉士伯啤酒(安徽)有限公司	15	11	73%	嘉士伯啤酒(安徽)有限公司	15	13	87%
<b>合计</b>	<b>179</b>	<b>120</b>	<b>67%</b>	<b>合计</b>	<b>277</b>	<b>211</b>	<b>76%</b>	<b>合计</b>	<b>292</b>	<b>234</b>	<b>80%</b>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3.3.2 不断优化产能布局，为全国化提供有力支撑

随着公司全国化的快速发展以及销量的快速提升，公司陆续针对现有产能进行技术改造、扩产，并针对重点销售地区新增产能布局。其中，大理、盐城、宜宾的技改、新建产能项目已于 2021 年起投产正式运营；西昌技改项目预计将于 2022 年 10 月前后投产。同时为更好支撑华南地区的市场扩展，公司在广东佛山拟建新厂，设计产能 50 万吨，预计 2024 年投产，建成以后将成为公司产能最大的工厂。广东地区经济发展水平高、啤酒饮用习惯好，同时从竞争格局来看尚未呈现某家啤酒企业一家独大的情况，渠道格局相对尚未固化，为公司未来计划重点拓展的市场之一。

随着新增产能的陆续投产，产能布局得到进一步优化，为公司全国化扩展提供充足产能支撑，并有利于节约运输费用，提升运输效率。

**表3：公司近期新建产能规划**

在建产能	所在地区	目标产能	投产时间
大理高速拉罐线投产	大理	15 万千升	2021. 06 投产
盐城酒厂进入商业化生产	盐城	13 万千升	2021. 07 投产
宜宾高速拉罐线投产	宜宾	15 万千升	2021. 09 投产
西昌技改扩能项目	西昌	11 万千升	2022. 10 投产
嘉士伯佛山生产基地项目	广东佛山	50 万千升	预计 2024 投产

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 4. 增长点 1：乌苏全国下沉空间仍广阔

乌苏为重庆啤酒最为核心的大单品，凭借极致差异化的品牌、产品属性，通过自媒体广泛传播，赢得消费者青睐，越过其他品牌在传统经销商渠道层面的封堵实现快速的横向扩张，预计截止 2022 年将发展为超百万吨体量的大单品。乌苏现已成为重庆啤酒敲开空白市场大门，构建渠道体系，并带动其他产品提高渗透的关键产品，因此乌苏未来的增长将对公司发展起到关键的引领作用。

### 4.1 成长历程：地方品牌，新疆名片，文化承载

新疆地区由于气候、纬度等因素，是世界三大啤酒花产地之一，亦是我国啤酒产业上游原材料啤酒花的主要产地，孕育出一批具区位优势的啤酒品牌。乌苏啤酒最早起源于新疆乌苏市，由地方品牌逐步走上全国化道路。

- ✓ 乌苏啤酒自 1986 年开始投产，以天山雪莲和特殊字体的乌苏作为 logo；于 1999 年完成国企改制，逐步发展成为乌苏的“**城市名片**”。
- ✓ 2000 年通过并购正式落户新疆首府，投产以来经历近二十年发展于 2005 年借助资本力量并吞了新疆其时的龙头品牌新疆啤酒，一举跃升成为新疆地区的第一啤酒品牌，成为“**新疆符号**”。
- ✓ 乌苏结合地方文旅，体育赛事，夜间经济等活动，开始向全国范围进行宣传。随着 2020 年品牌火爆出圈，乌苏啤酒在全国范围快速放量，逐步发展成为“**国民乌苏**”，成为西域文化的传播载体，引领公司产品矩阵面向全国进行推广。

图24：乌苏啤酒发展历程



资料来源：公司调研，国信证券经济研究所整理

#### 4.1.1 乌苏出圈：借势西域文化，捆绑消费场景，构筑品牌强认知

高浓度与大容量的产品属性使得乌苏啤酒相对易醉。乌苏啤酒的产品属性与其时市面上常见口味偏淡的啤酒相比形成较大差异。我国啤酒结构中仍以中低档/经济型啤酒为主，这类产品大多主打清爽口感，口味清淡。乌苏的酒精度数与麦芽浓度更高，味道更加浓郁，且单瓶啤酒的量更大，导致消费者按瓶数计数饮用时，在单位时间内摄入酒精浓度较其他常见啤酒更高，因此相对易醉。

成为新疆名片为乌苏赋予了更多品牌内涵。单论产品属性，市面上亦有其他酒精度数/麦芽浓度与乌苏相近似的产品，但产品和品牌传递给消费者的感受却有较大差别。乌苏啤酒作为新疆本土品牌经过多年市场培育，已经成功占领当地消费者心智，市占率超 80%；乌苏在新疆地区极高的市占率和认可度反过来也为品牌渲染上新疆文化烙印。

随着新疆旅游业在 2015 年前后开始的蓬勃发展，新疆文化开始逐步向我国东南传播。文化的较大差异给西域蒙上新奇、神秘的面纱，带有浓烈新疆属性的品牌、产品亦引发出更多的讨论与关注。因此乌苏容量大、口味浓、酒精度数高易醉的特点，与人们对新疆人民饮食豪迈，硬核男子汉气概，热情好客的气质形成强关联，看到乌苏即能联想到大口吃肉，大口喝酒的豪情，使得乌苏品牌具有更加鲜明的品牌特征，与其他啤酒形成有效区隔，逐步构建起极致差异化的品牌、产品属性。

图25：2014-2021 年新疆累计接待国内外游客数量统计



资料来源：新疆统计局，智研咨询，国信证券经济研究所整理

#### 4.1.2 乌苏借助自媒体火爆全网的背后存在必然因素

承接热门话题，绑定关键餐饮场景，成功制造讨论及品牌曝光。年轻人张扬个性的诉求，具现为对小众品牌的兴趣与偏爱，即通过挖掘与众不同，且背后有故事支撑的小众品牌来彰显自身的品味与个性。带有易醉特性的乌苏背靠新疆的饮酒文化，以正面的形象、丰富的品牌内涵，以“夺命大乌苏”的姿态在自媒体上形成热门话题，并演变成裂变传播迅速出圈。

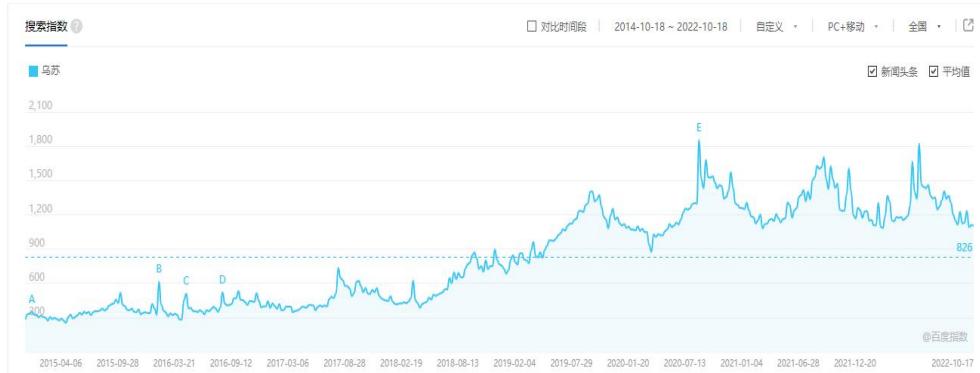
公司抓住契机，在宣传上着重突出产品特点，强化极致差异化的“硬核”属性。同时以新疆饮食为桥梁，巧妙地把乌苏和羊肉串建立起联系，把乌苏和烧烤场景进行了深度绑定。羊肉串为我国大众餐饮中的一个重要单品，而烧烤场景的受众极为宽泛，成为孕育乌苏落地成长的绝佳土壤。

图26：乌苏重点与新疆饮食场景进行捆绑宣传



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图27：乌苏的网络热度迅速提升并维持高位



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

**产品差异化特性与品牌针对性营销，是乌苏脱颖而出的关键因素。**除乌苏外，市面上亦有许多口味重、度数高的啤酒，但公司借势新疆文化的特性，针对乌苏较为突出的产品特性进行协同营销，相辅相成打造出了品牌具有极致差异化的属性，迎合了消费者在消费升级过程中追求特异性产品的诉求，最终才能借助自媒体平台实现爆红出圈。因此，在传播初期乌苏被自媒体博主推荐更多只是基于其高度易醉的特性；但随着乌苏的极致差异化属性被不断强化后，在消费升级追求个性化产品的背景下脱颖而出，存在其必然性。

## 4.2 乌苏已渐从网红品牌成长为长红品牌

### 4.2.1 市场关注点一：口味趋势浓淡之辩

啤酒高端化趋势已确立，市场试图通过预测高端化下啤酒口味浓淡的发展趋势，来研判乌苏（作为口味浓厚啤酒的代表之一）未来能否延续高速增长的势头，以及各家高端产品矩阵配置的优劣和未来在高端啤酒市场的竞争力。我们认为啤酒在高端化趋势下，未来口味将朝着多元化发展，乌苏作为浓厚口味啤酒的代表产品同样会受益于多元化的发展趋势。

啤酒产品的属性包括酿造工艺（拉格、艾尔）、麦芽浓度（颜色深口味偏重、浅色口感清爽）、酒精浓度（含酒精、无醇）以及其他添加成分（果味、其他口味）等，不同的排列组合将会形成不同的啤酒风味。但即使是相似口味的啤酒，在不

同的品牌塑造策略下也可以打造出不一样的品牌属性，对应截然不同的饮用场景。

- ✓ **乌苏与喜力：**两款啤酒的麦芽浓度分别为 11 度与 11.4 度，同为麦芽浓度较高，口味浓厚且酒精度数较高的产品（ $\geq 4^\circ$ ）；但乌苏与新疆餐厅，烧烤场景的捆绑度更高，喜力则与夜场、高端西式餐饮以及足球赛事更加适配，对应着不同的场景。
- ✓ **哈尔滨冰纯与百威昕蓝：**两款啤酒口感均偏清淡，但对应档次则有明显高低之分。冰纯为中低档产品，主打冰爽口感；百威昕蓝为海外销量排名前列的单品，主打居家观看体育赛事时饮用的消费场景，引入国内后定位偏高端。

**随着高端化趋势的愈演愈烈，品牌的多元化，差异性将赋予啤酒更深层次的内涵，满足消费者更加细分、个性化的需求。**近年来我国精酿啤酒的兴起与国外无醇啤酒受到追捧，亦是需求差异化的体现。精酿啤酒利用与工业啤酒不一样的酿造工艺、丰富的口味，与普通啤酒形成明显区隔；无醇啤酒则在酒精浓度上走向极致引发产品属性的质变，应对更多的需求场景。乌苏在麦芽浓度、酒精浓度和单瓶容量上本身具备差异度，经宣传后借势品牌起源于西域的文化底蕴，进一步放大了和其他品牌的差异化，支撑起乌苏终端 10-12（高端定位）的定价。

#### 4. 2.2 市场关注点二：品牌网红长红之争

乌苏借助自媒体传播爆火出圈后，凭借话题性吸引了大批消费者购买尝试，实现销量的快速增长。那么如果品牌的话题性消失，网红热度消退后，动销增长会不会难以为继成为市场关注的第二大要点。我们认为乌苏品牌即品类，将由网红向长红品牌蜕变。

乌苏在经过近几年各式线上线下活动宣传的烘托下，凭借新疆名片的身份与烧烤摊羊肉串的饮食场景高度适配，“夺命”属性被消费者所认可成为衡量酒量的标准之一，所建立起的极致硬核属性已经深入人心。尽管其他品牌亦推出了一些口感相近的产品试图切入市场，但竞品品牌在文化底蕴以及消费者认知上有明显差距，无论在产品“夺命”属性的打造上还是与新疆烤串场景的适配度都无法形成有效替代。消费习惯养成就后乌苏品牌在烧烤及豪饮拼酒场景形成有效卡位，配合终端陈列的持续曝光将完成从网红向长红的转变。

**借鉴海外成功品牌，绑定特定场景为占领心智形成品牌认知的关键。**米勒（Miller）啤酒于 1970 年推出的淡啤迅速占领了美国市场，巅峰期市场占有率达到 20% 以上。百威观察到消费者在消费习惯上的变化趋势，消费场景由酒吧逐渐迁移至家中，居家观看体育赛事演变成为消费者的高频饮酒场景；于是作为后进入淡啤市场的挑战者，百威开始大举赞助体育赛事，包括美国橄榄球联盟、职业棒球联盟、NBA 等，一方面加大品牌曝光率，另一方面在心智上进行卡位，将品牌和观看体育赛事场景进行绑定，实现了销量的后来居上。绑定观看体育赛事场景的做法延续至今，帮助百威淡啤坐稳美国销量第一的位置。

图28: 百威淡啤包装经历数次更替, 逐渐开始注重围绕体育赛事展开



资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

#### 4.2.3 市场关注点三: 横向扩张的路径

**公司大城市计划自 2015 年启动, 为公司开启横向扩张布局全国的核心规划。**在项目启动初期, 公司率先在西部地区市场针对目标“大城市”进行产品推广; 随着品牌知名度的持续攀升, 后续在全国范围开始推行大城市计划, 迈开全国化步伐。计划中所设定的目标“大城市”并非单指超一线、一线城市, 而是瞄准居民可支配收入较高, 消费场景丰富, 且市场格局未出现一家独大的城市, 如知名旅游城市、工业城市等。这类城市消费者的啤酒消费能力与意愿更强, 且渠道格局仍未固化, 更易实现突破。

- ✓ 2015 年, 针对西部省区中的 8 个大城市进行重点推广;
- ✓ 2017 年, 在五年计划扬帆 22 的指导下开始全国化扩张, 扩张方向主要集中中部、东部地区, 大城市目标市场逐步拓展至 41 个;
- ✓ 2021 年, 借助乌苏品牌的强劲全国化势能, 专为乌苏产品选择了 20 个新空白大城市进行突破, 至此全国共计 61 个大城市目标市场;
- ✓ 2022 年, 集团及公司迎来新旧五年计划的交替时点, 大城市计划亦在新的五年计划里被赋予更深层次的意义, 除新增 15 个大城市至 76 个大城市以外, 开始着力于加大其他产品在渠道中的纵向渗透。

公司借助乌苏在全国范围快速扩张的势头, 以乌苏作为切入目标大城市的核心单品, 凭借其高自点率和具有竞争力的渠道利润, 自下而上打通终端和渠道, 大城市计划得以快速推进, 渗透率快速增长。

在乌苏品牌得到消费者广泛认可后, 公司在乌苏品牌下进一步推出细分品类, 包括酒精浓度与麦芽浓度更高, 进一步拉开产品属性差异化的楼兰秘酿, 以及乌苏纯生、黑啤、白啤等多元化口味的产品。产品经疆内市场试点后开始向疆外市场进行推广, 扩展乌苏品牌可适配的消费场景, 增加乌苏品牌的曝光度; 同时充分利用乌苏品牌的影响力, 加速销量的变现。

#### 4.3 未来空间测算：乌苏未来销量有望实现翻倍增长

未来我国高端啤酒销量占比有望看齐韩国，达到 25%-30%的水平。我们观察到亚洲啤酒发展成熟度较高的啤酒市场韩国啤酒市场中，高端啤酒的占比均已超过 30%。根据 Global Data 预测，韩国高端啤酒占比在 2023 年将进一步提升至 39%。由于生活习惯、消费能力相近，我们判断我国啤酒行业未来有望向韩国的啤酒发展成熟度看齐，未来有望达到 25%-30%的高端啤酒销量占比。我国啤酒总销量已经于 2013 年见顶，我们判断未来销量将维持高位，因此未来高端啤酒销量可达到 1125 至 1350 万千升（即按总销量 4500 万千升的 25%-30%）。根据 Global Data 数据预测，中国高端啤酒销量总和在 2018 年为 803 万千升，并预计将在 2023 年实现 1020 万千升，侧面支撑了我们对未来高端啤酒市场规模预估的合理性。

**美国啤酒的格局印证了，主流品牌均有机会在高端啤酒的竞争中争得一席之地。**参考美国成熟市场，在已形成双寡头垄断的竞争格局下，我们看到龙三龙四仍有 10%左右的市场份额，且收入口径的市场份额较销量口径的市场份额明显更高，啤酒结构更偏向高端。因此我们判断龙头企业通过低端啤酒销量建立的优势在高端啤酒竞争中不能完全复用，啤酒其余主流品牌在面对双寡头的相对竞争优势压制下，在高端啤酒市场中仍能寻求有效突破，高端市占率高于整体销量的市场份额。

相比美国成熟市场格局来看，中国啤酒市场竞争格局相对更加分散，我国啤酒龙头企业相较于美国啤酒双寡头来说在行业内的相对优势更不明显，因此在我国高端啤酒市场竞争中，其他主流品牌有更大的发展空间。我们判断龙头企业凭借对渠道、优势区域的封锁运营，已建立起竞争壁垒，未来前五大龙头企业的市场占有率为在排名上可能难以发生颠覆性变化。但参照美国情况来看，高端啤酒无论在消费场景还是消费目标人群上都与中低档啤酒存在区隔，领军品牌凭借中低档啤酒销量实现的身位优势无法在高档啤酒上形成绝对的卡位。

**重庆啤酒处在加速全国化的进程中，市场份额仍有进一步提升的空间。**目前啤酒龙头企业已完成了跑马圈地，市场份额基本稳固，根据中国酒业协会数据显示，目前嘉士伯市场份额占比约 8%。自重庆啤酒嘉士伯资产注入后，补全了公司高端啤酒线的空缺，现正大步迈开全国化的扩张步伐。

重庆啤酒背靠嘉士伯的品牌势能与产品力，高端啤酒占自身销量比例较行业平均水平明显更高，在大单品乌苏的引领下正在加速全国化推进，且未来仍有望保持快速增长的态势，因此重啤在高端啤酒的市场份额将远超公司目前在行业内的整体市占率水平（8%左右），在高端啤酒市场中占据更大的份额。综合上述情况，我们判断在未来高端啤酒市场（前文预估为 1200 万千升左右）中，重啤有望占据 15-20%的比例，对应销量为 180-240 万千升。

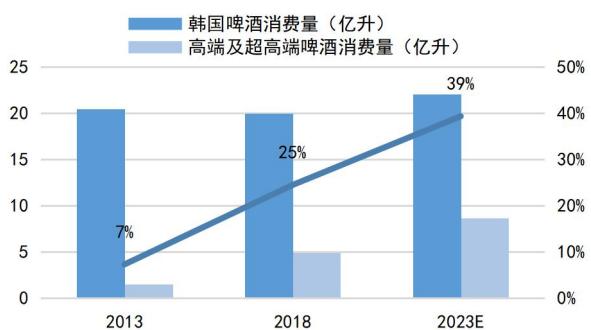
高端啤酒依赖品牌宣传与费用投放来打造品牌势能，支撑终端高价位，因此在发展初期，啤酒企业大多选择集中资源打造 1 至 2 款全国化高端产品。在重庆啤酒高端啤酒产品线中，目前主要以乌苏销量占比最高，2021 年乌苏占高端销量比例约 80%；且作为打通空白市场渠道、引领公司全国化的核心单品，乌苏始终保持着较高增速，因此我们判断未来乌苏为公司高端啤酒销量的主要贡献来源。假设未来乌苏占高端销量比例仍能维持 70%，则对应约 130-170 万千升体量。由于新疆地区乌苏售价相对较低（4-6 元为主），其 30 万千升销量未计入高档销量，因此乐观来看，乌苏未来空间可看 200 万千升。相较于 2022 年底预估新疆以外地区约 70 万千升销量水平来看，增长空间仍然广阔。我们通过其他角度测算对乌苏未来体量进行印证：

- ✓ 自下而上看，公司推行大城市计划时，在目标大城市的选择上必然会考虑乌

苏产品的导入难度及未来空间体量。我们假设第一批大城市计划中 20 个大城市未来乌苏体量平均可达 3 万千升, 第二批 41 个大城市未来乌苏体量平均可达 2 万千升, 第三批 15 个大城市未来乌苏体量可达 1 万千升, 在不考虑未来新增大城市数量的情况下, 疆外乌苏总销量规模合计已超 155 万千升。未来随着目标大城市的增加, 叠加渠道下沉, 乌苏空间将进一步打开。

- ✓ **类比高端龙头百威看,** 百威品牌定位高端, 根据百威亚太招股书数据 2019 年百威高端销量占我国高端市场约 50%, 被视为我国本土高端啤酒品牌的中期发展目标。百威啤酒品牌在我国销量最高时已超 200 万千升, 印证我国高端啤酒市场可以孕育出 200 万千升体量高端单品。尽管国产啤酒品牌开始共同发力高端, 产品集中度可能将趋于分散, 但随着高端市场的持续扩容, 现阶段疆外销量 70 万千升的乌苏未来增长空间仍大。

图29: 韩国啤酒市场高端占比比例至 2023 年预计升至 40%



资料来源: Global Data, 国信证券经济研究所整理

图30: 美国前四大啤酒企业销量/收入口径的集中度情况



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

注: 内圈为销量口径市场份额, 外圈为收入口径市场份额

## 5. 增长点 2: 乌苏引领嘉士伯 6+6 品牌矩阵加速全国化, 进展值得期待

### 5.1 强品牌力使得乌苏快速打破渠道壁垒建立全国化的渠道网络

啤酒行业的特点是区域强势品牌对渠道把控力较强, 现有优势品牌在渠道和终端品牌曝光上对新进入啤酒品牌进行封锁, 新品牌较难切入。啤酒行业集中度高, 竞争格局稳固, 因此普通地方品牌想要启动全国化发展将受到较大阻碍。龙头品牌在渠道层面有更强的话语权, 除利用费用支持等方式对经销商进行深度绑定外, 针对部分有实力的经销商还签有排他协议, 限制经销商代理其他啤酒品牌。同样在餐饮终端层面, 品牌地推人员多以额外的销售返利与销售宣传物料支持等方式, 赢得终端门店对单一品牌的支持, 一方面最大程度上加大品牌曝光, 同时也完成了对竞品品牌的打压。因此龙头在各自优势市场中对渠道的掌控力更强, 地方品牌想要进行全国化推广难度较大。

**乌苏的高自点率与渠道利润有效打破渠道封锁, 并为公司赢得更强的渠道话语权, 为未来加大产品矩阵渗透打下坚实基础。**大乌苏在自媒体平台传播起势后, 借助与新疆餐厅、烧烤场景高契合度的品牌特性, 品牌影响力得以在线下餐饮店落地, 自疆内向疆外快速传播。乌苏的品牌力支撑起产品的高自点率与高终端定价, 旺盛的终端需求与高渠道利润帮助公司打破渠道封锁的同时, 建立起较强的

渠道话语权，有效推动公司产品渗透率稳步提升。

### 5.1.1 关键要素一：消费者自点率高，打破渠道与品牌曝光的封锁

乌苏的高自点率，是公司建立经销商网络的基础，亦是公司产品矩阵突破渠道封锁并由此逐步扩大曝光度的关键要素。随着消费观念的转变，消费者需求开始朝着多元化、个性化发展。单一品牌、单一口味的产品无法满足消费者在不同场景下的饮用需求；甚至在同一场景下，不同的消费者亦会存在不同的诉求。同时，随着消费者自我维权意识的增强，餐厅不允许消费者外带酒水的隐性规定被打破。当餐饮店试图推广单一品牌、限制消费者选择时，越来越多消费者倾向于向店家反馈自身对特定品牌的需求甚至自带酒水。消费者的实际需求与意愿得到重视，成为品牌试图扩张空白市场时，自下而上突破渠道封锁的关键点。

随着乌苏凭借高自点率顺利突破封锁，公司产品矩阵的其他产品在渠道、终端的曝光率亦获有效提升，得以与当地的强势品牌站在同一起跑线，进行品牌力、产品力的竞争。

### 5.1.2 关键要素二：渠道利润丰厚，建立更强渠道话语权，有利于产品矩阵加大渗透

乌苏的高渠道利润，是公司渠道话语权的有力支撑，也是公司产品矩阵提高渗透率的关键要素。乌苏的差异化属性赋予品牌更加丰富的内涵，因此消费者也愿意为乌苏支付更高的价格，使得乌苏产品得以在终端稳定在 10-12 元的高定价，打开了渠道的利润空间。公司乌苏与 1664 两大核心单品的渠道利润率较竞品更高，对经销商来说亦具有更高吸引力，利益驱动下渠道及终端对乌苏和 1664 为首的公司产品接受度大幅提升。

## 5.2 嘉士伯已开始将其他品牌逐渐导入乌苏渠道中，效果值得期待

公司从产品矩阵中选取适配当地啤酒市场与饮用文化的产品形成组合，逐步加大产品矩阵在全国范围内的渗透。公司在推行主张横向扩张的大城市计划过程中，在 2021 年曾单独设立 20 个目标城市为“乌苏大城市”，即仅导入乌苏产品进入当地空白市场，实现了渠道、终端的快速突破。随着乌苏的顺利导入，公司已开始向含 20 个乌苏大城市在内的所有目标城市推行全产品矩阵的导入。在乌苏的引领下，产品矩阵其他产品有望加速完成空白市场从 0 到 1 的突破，随着铺设率的提升，品牌影响力与口碑亦能提升、建立，全国化稳步推进。

根据我们观察，在乌苏已进驻的现饮终端里，有部分终端类型与其他准备导入的品牌产品调性不尽匹配，并非所有乌苏进驻的现饮终端都适合导入产品矩阵的所有品牌产品，例如一些新疆、西北餐厅，兰州拉面馆与 1664 的品牌调性、价格定位均有较大的出入。但随着各品牌影响力的逐步提升，公司将受益于不同品牌调性的差异度，更好地实现对不同类型终端场景的产品覆盖，并在品牌推广、渠道导入时形成更强的互补与协同效应。

## 6. 增长点 3：重啤西部优势市场升级空间仍大

高端化的本质在于吨酒价格的提升，而非单纯依靠零售价 10 元以上高端产品销量的快速增长。中、低档啤酒的销量占比高，价格提升幅度更大（4 元提至 6 元的提价幅度达 50%，相较 6 元提至 8 元更大），在高端化进程同样占据重要地位。公司旗下众多本土品牌定位以中档为主，但在各自的基地市场均占据着绝对

优势，普遍都具有提价、结构优化的基础，也是公司高端化的重要推手之一。

### 6.1 重庆：品牌、渠道占据绝对优势，结构升级推进顺利

重庆啤酒品牌经过超 60 年的发展与品牌培育，在重庆地区已形成绝对的品牌与渠道的优势，在推动产品结构升级时，面对渠道及消费者拥有更强的话语权。另外，重庆经济发展迅速，消费者消费能力高，且在吃喝玩乐上花钱的意愿较强，因此重庆啤酒品牌的高端化得以顺利推进。

公司的重庆啤酒品牌由于在重庆地区已经实现极高的市占率，反而开始刻意减少乌苏、乐堡等外来品牌在重庆地区的投放，以减少其他品牌对其重庆品牌曝光度的稀释，牢牢占据消费者心智，从而更好维护品牌力的护城河，抵御其他如雪花、青岛品牌的进入；同时有意识地在渠道发货、终端铺设、品牌宣传等环节引导渠道及终端消费者，由中低端产品向中高端产品进行升级。

- ✓ 山城作为低档啤酒代表将逐步退出市场；
- ✓ 国宾曾为重庆啤酒主力品牌，未来将逐步降低销量考核比重，为更高端产品让位；
- ✓ 醇麦为 19 年推出的新品，计划接棒国宾成为主流产品向市面进行推广；
- ✓ 纯生本身具有口味和品类的细微差异化，定位高端，同样为公司为推动结构升级主推的产品。

图31：重庆啤酒品牌结构升级路径明确



资料来源：京东，wind，国信证券经济研究所整理

### 6.2 云南与西夏：借鉴重庆啤酒品牌升级路径，丰富高端产品线

云南与西夏亦是嘉士伯旗下两个重要的基地市场，经多年的市场耕耘已积累起良好的口碑，品牌受当地消费者认可度较高，市占率超 50%，已打上地方啤酒代表品牌的烙印。由于云南与西夏的旅游业较为发达，外地消费者在旅游中选择啤酒品牌时，一般优先选择喝最为“地道”的本地啤酒。因此在这类市场，啤酒品牌一旦占据了市占率的领先地位，品牌优势将会得到不断强化。

借鉴重庆啤酒品牌的升级模式，大理啤酒与西夏啤酒同样推出了高端新品，进行产品结构的优化升级。但受制于当地气候与饮用习惯，以及考虑到经济发展水

平的限制，产品结构升级速度相比重庆市场略慢一些。

图32：大理与西夏均推出更高端的新产品推行结构升级



资料来源：美酒招商网，京东，国信证券经济研究所整理

### 6.3 新疆：乌苏起源地，通过增添产品多样性推动结构升级

新疆为乌苏品牌大本营，公司市占率超 80%。除了推进终端零售价 4 元的绿乌苏向 6 元的红乌苏升级外，公司推出了多元化的产品满足消费者个性化的需求，包括小啤气、乌苏黑啤、乌苏小麦白等；同时借助本地生产的区位优势，推出子弹瓶装的乌苏鲜啤，供应当地餐饮端市场，结构升级节奏平稳。

图33：乌苏品牌下产品口味趋向多元化，加快品牌在疆外市场的变现节奏



资料来源：百度、京东、国信证券经济研究所整理

## 7. 财务分析：ROE 显著领先同行的啤酒行业高端化标兵

### 7.1 成长能力分析：乌苏的成功全国化驱动公司快速增长

营收持续增长，资产注入后体量站上新台阶。公司自 2013 年底嘉士伯入主成为实际控制人后注重内功修炼，经历约三年的内部调整后，于 2016 年起推出五年计划“扬帆 22”，重回收入增长通道；其中 2020 年资产注入后统计口径发生变化，

公司收入、体量再上台阶。

公司 2021 年营收为 131 亿元，从收入规模来看，重啤已成长为目前我国啤酒市场第四大酒企，仅次于百威亚太、华润啤酒以及青岛啤酒。从增速角度看，2019–2021 年收入 CAGR 达 13%，其中量/价各增长 9%/4%，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 高档系列收入增速分别达 35%/26%/43%，公司产品结构持续提升，毛利率较其他龙头品牌更高。

图34: 公司营收保持快速增长态势

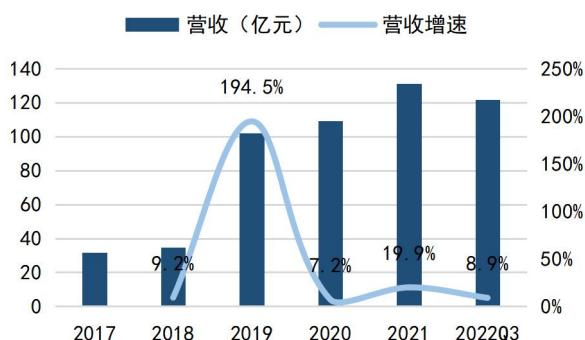
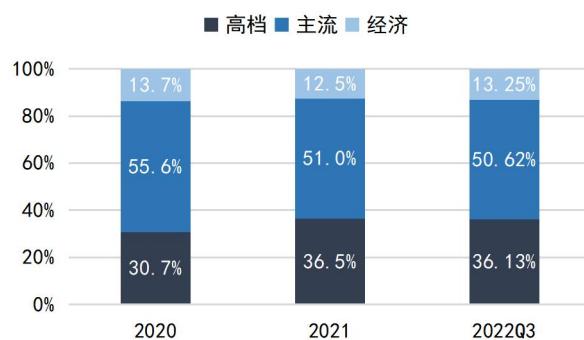


图35: 高档产品的占比持续提升



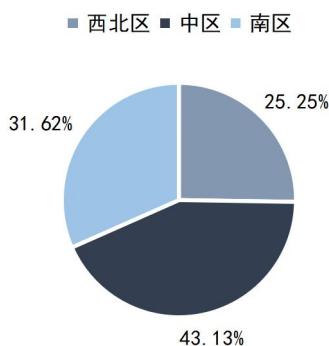
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：其中 2019 年营收为 2020 年资产注入后的可比基数口径

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

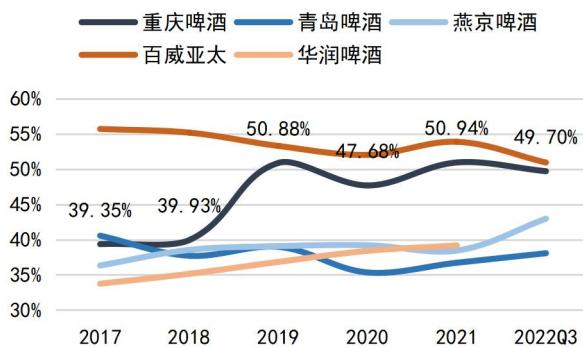
- ✓ 分区域看，中部地区营收占比居首位，资产重组推动全国化扩张。公司在重庆地区扎根 60 余年，是重庆地区的绝对龙头，且影响力持续向周边地区辐射，2021 年中区（包含川、湘、渝等地区）收入占比超 40%。嘉士伯收购的西北地区区域领军品牌被注入公司后，西北亦为公司优势市场，收入占公司比例约三分之一，品牌在各自优势地区受认可度高，同比增速较快。
- ✓ 分档次看，中档、高档产品占比比例高，公司毛利率在行业中处于领先地位。公司 2021 年，高档、主流、经济三档啤酒的销量占比分别为 23.7%/57.9%/18.4%，其中高档啤酒销量同比增长 40.5%，带动高档啤酒占公司销量比例提升 4.3pcts；主流啤酒的销量增速达 10.6%，亦比经济档次啤酒 4.1% 的增速更快，结构持续优化。公司 2021 年啤酒平均吨价达 4601 元/千升，相比国内其他啤酒品牌来看已经拉开差距。

图36: 2021年收入数据来看,三区收入占比相对均衡



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 公司毛利率水平高于行业平均水平



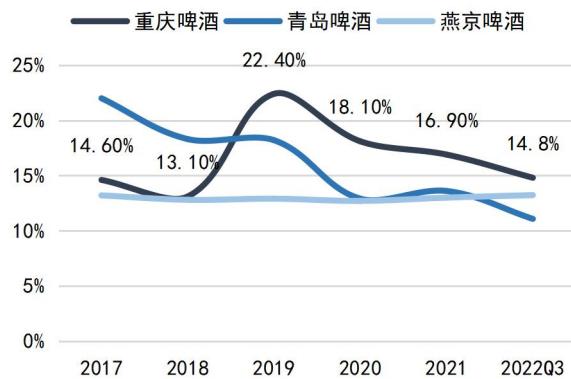
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 7.2 盈利能力分析: 费率管控得当, 运营效率高

**销售与管理费率控制良好。**公司费率整体管控得当: ①销售费率方面, 公司获资产注入后销售费用增长较快, 但随后获有效管控, 费率快速下降至正常水平, 由于公司目前正处在全国化扩张的进程中, 因此在销售费用的投放力度上目前略高于青啤与华润。②管理费率方面, 同样受资产注入事件影响, 管理费率于2020年有小幅波动, 随后2021年回落至行业较低水平, 较青啤与燕京均更低。

**营运能力较为稳定。**应收账款周转率以及存货周转率在行业中持续处于中上、中游水平, 其资金周转情况好、存货管理效率未见明显问题。

图38: 销售费率已得到有效管控回落至正常区间

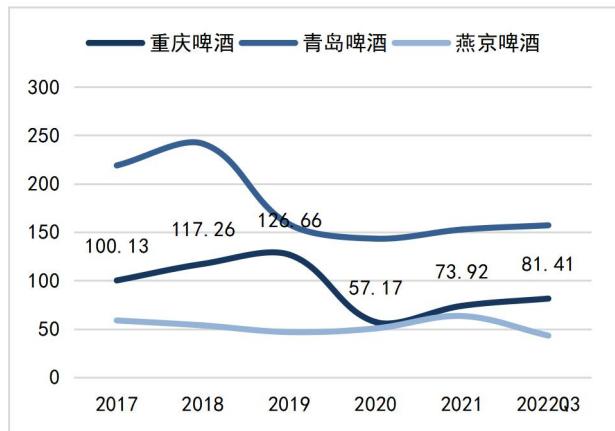


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图39: 管理费率管控得当较青啤与燕京更低



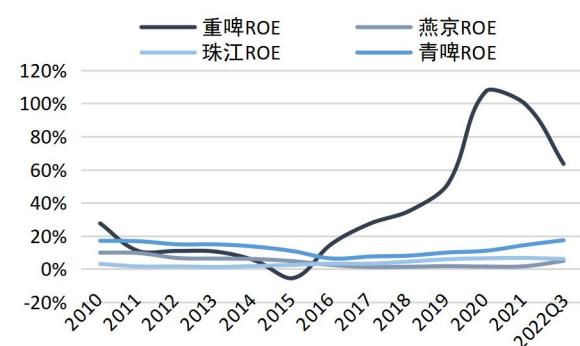
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图40: 应收账款周转率处于行业平均水平**


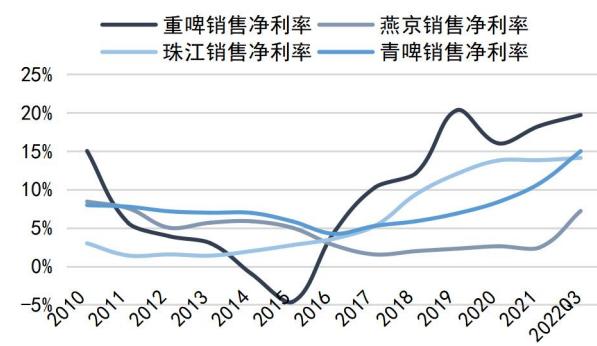
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图41: 存货周转率处于行业平均水平**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图42: 重庆啤酒 ROE 较行业平均显著更高**


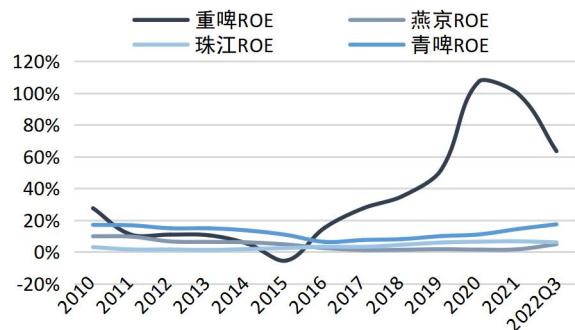
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图43: 重庆啤酒销售净利率较行业水平更高**


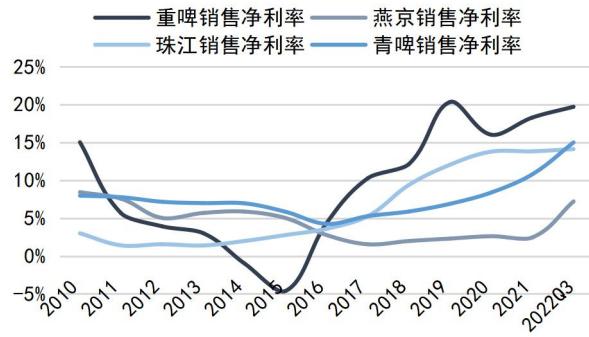
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 7.3 高端化占比、运营能力领先行业决定重啤 ROE 显著高于行业平均

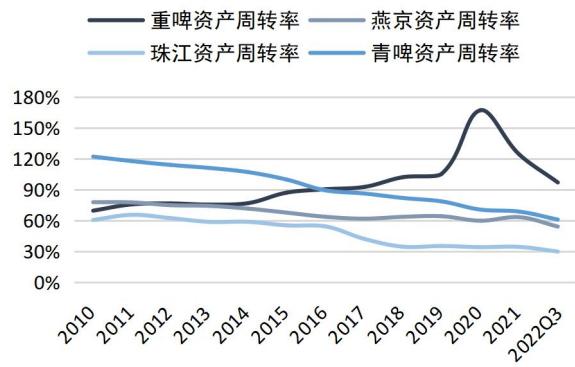
**重啤 ROE 处于行业领先水平。**公司 ROE 于 2015 年降至低点，随后开始快速上升，从 2015 年的 -5% 持续上升到 2019 年的 51%，再到重组后 2020 年的 108% 与 2021 年的 100%。从杜邦分析的角度来看，2015-2019 年的 ROE 的稳步提升主要是由于其产品的结构化升级以及关厂增效带来的销售净利率的提高（-5% 提升至 20%）和资产周转率的提高（0.87 提升至 1.05）。2020 年重组后公司的所有者权益减少，且负债率原本就处于高位，使得权益乘数大幅超过行业水平，因此公司 ROE 在 2020 年与 2021 年分别高达 107.5% 与 99.7%，远超竞品。

**图44: 重庆啤酒 ROE 较行业平均显著更高**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图45: 重庆啤酒销售净利率较行业水平更高**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图46: 重啤获嘉士伯入主后资产周转率显著提升**


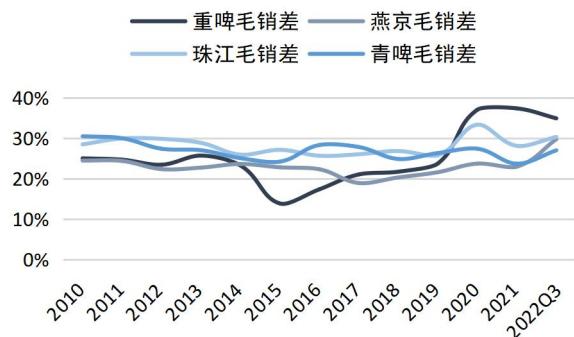
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图47: 重啤获资产注入后权益乘数迅速增长**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**逐项拆分来看，相比于竞争对手，重啤的高 ROE 主要来自三个因素：**

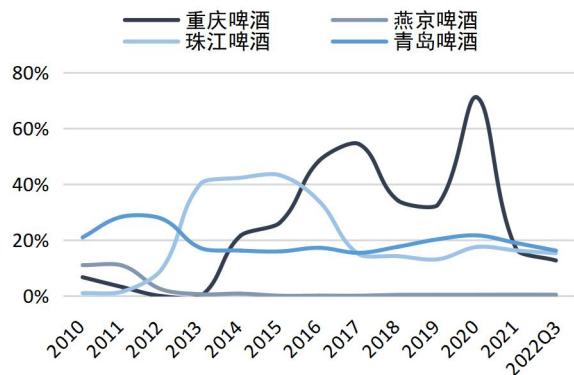
- ①高毛利率，低销售费率带来高毛销差，并延伸推高净利润率：重啤旗下品牌普遍拥有较强的品牌力与影响力，公司产品结构升级配合产能持续优化为公司带来了较高的毛利率；又由于公司的经销商体系完善与消费者忠诚度高，品牌与产品的推广对销售费用的依赖较低，帮助公司得以对销售费用进行有效管控。在高毛利率与低销售费率的共同作用下，公司的毛销差位居行业前列，为高净利润率水平提供良好基础。
- ②率先完成关厂提效，资产周转率高：公司 2015 年关闭 5 家工厂，是行业内启动关厂减员增效的首家公司，因此也更早享受到产能优化带来的红利，其 2021 至 2022 年的固定资产周转率也明显高于青啤、燕京、珠江，同时公司的流动资产的营运能力较强，流动资产周转率明显高于行业水平，因此公司的资产周转率较高。
- ③高流动负债权益比率带来高权益乘数：公司负债率较高，但偿债风险相对较小，主因负债中主要以应收票据、应付账款和合同负债等短期负债为主，由于公司采取先款后货的支付方式，因此公司对上下游的资金占用能力较强，使得流动负债权益比率较高，权益乘数也因此较高。

**图48: 重啤高毛利率、低销售费率带来较高毛销差**


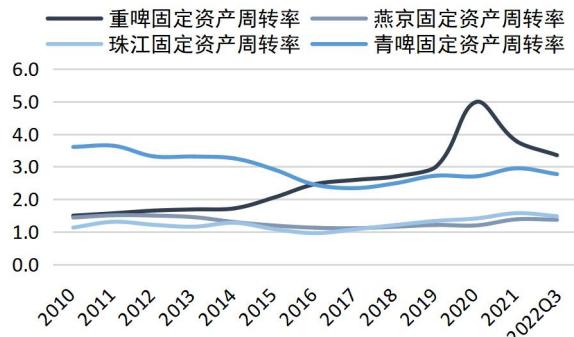
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图49: 重啤销售净利率处于行业领先地位**

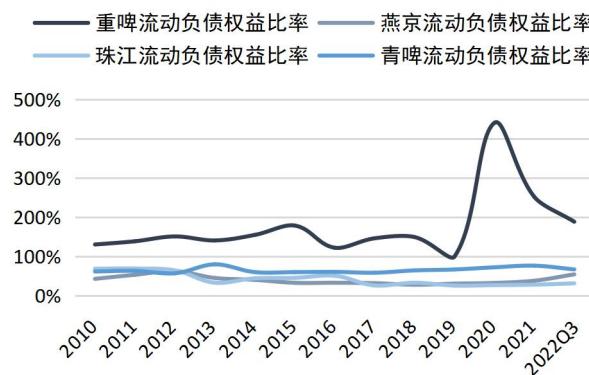

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图50: 重啤非流动负债权益比率自高位有所回落**


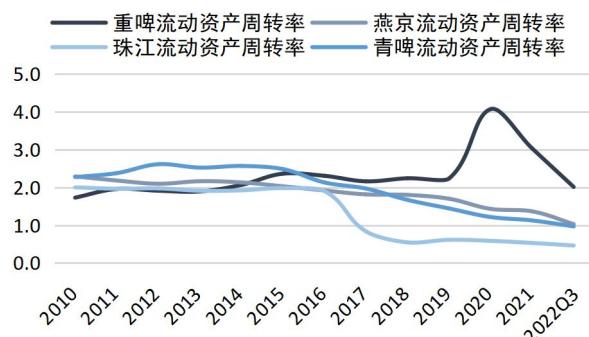
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图52: 重啤率先关厂增效后固定资产周转率显著提高**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图51: 重啤先款后货支付方式带来高流动负债权益比率**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图53: 重啤流动资产的高营运能力带来高周转率**


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 8. 盈利预测: 地位稳固、稳健成长的中国啤酒

## 龙头之一

### 8.1 假设前提：乌苏全国化持续推进、全国啤酒高端化趋势持续

**收入预测：**站在中期维度，我们判断公司啤酒总销量由核心单品乌苏、1664 引领，高端啤酒销量有望快速增长；主流产品逐步加大全国市场渗透率，销量稳步增长；经济产品量减价增，结构优化明显。

①**高端啤酒**预计未来将呈现量价齐升的快速增长态势，预计 2022-2024 年收入增速为 9%/29%/25%；

②**主流档啤酒**纵向在优势市场推动结构升级，横向稳步推进市场扩张，未来将保持平稳增长，预计 2022-2024 年收入增速为：9%/9%/9%；

③**经济档啤酒**随着结构升级的推进，量减价增，未来收入有望在吨价提升的带动下实现微增，预计 2022-2024 年收入增速为 8%/6%/5%。

**成本及费用预测：**公司在 2022 年仍面临一定的成本价格压力，且由于原油价格高企叠加公司推动全国化导致运输距离增加，使得运输费用增加压制毛利率水平；公司外企背景较为重视费效比，对销售费用与管理费用的把控有力且高效，未来我们判断费率将保持基本稳定。

①**在毛利率上**，公司通过原材料锁价等方式对成本进行了平滑管控，结构升级以及产品提价有效缓解了成本上涨与运输费用增加带来的毛利率压力，毛利率水平基本企稳未出现明显下降；随着原材料成本价格，以及运输费用的回落，预计未来三年毛利率有望呈现稳中有升的态势，预计 2022-2024 年毛利率为 51%/52%/53%。

②**在销售费用的支出上**，公司目前正处于全国化扩张的关键节点，未来随着品牌的全国推广，销售费用预计将会稳步提升。但我们判断公司已经过了品牌发展初期、销量增长依赖销售费用投放带动的阶段，因此未来预计销售费用增长速度相对于收入增速将持平或略低，对应销售费率保持平稳微降的态势。

③**在管理费用支出上**，公司已初步完成关厂提效，未来将针对性地在公司目标市场进行产能布局，且公司股东嘉士伯集团对厂效、人效等指标高度重视，未来预计管理费用亦将伴随收入同步增长，管理费率预计将保持不变。

**表4: 公司未来三年各档次啤酒销量及吨价假设**

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总量</b>	收入总量 (百万元)	10,941.6	12,839.8	13,940.6	16,134.9	18,576.7
	YoY	7.14%	7.14%	17.35%	8.57%	15.74%
	销量 (万千升)	242.4	242.4	278.5	294.1	324.9
	YoY	3.31%	3.31%	14.91%	5.61%	10.45%
	吨酒价格 (元/吨)	4,514.6	4,514.6	4,610.5	4,739.8	4,966.6
	YoY	3.71%	3.71%	2.13%	2.80%	4.79%
<b>高端</b>	收入总量 (百万元)	3165.83	4663.74	5072.75	6534.59	8187.53
	YoY	26.28%	47.31%	8.77%	28.82%	25.30%
	% of Sales	28.93%	36.32%	36.39%	40.50%	44.07%
	销量 (万千升)	47.09	65.58	68.96	86.57	109.35
	YoY	30.40%	39.26%	5.15%	25.54%	26.32%
	% of Vol	19.43%	23.55%	23.45%	26.65%	30.23%
<b>主流</b>	吨酒价格	6722.82	7111.77	7356.53	7548.44	7487.13
	YoY	-3.16%	5.79%	3.44%	2.61%	-0.81%
	收入总量	5912.08	6541.84	7109.69	7736.52	8428.63
	YoY	0.72%	10.65%	8.68%	8.82%	8.95%
	% of Sales	54.03%	50.95%	51.00%	47.95%	45.37%
	销量 (万千升)	145.67	161.04	171.21	182.22	194.13
<b>经济</b>	YoY	0.00%	10.55%	6.32%	6.43%	6.54%
	% of Vol	60.10%	57.83%	58.21%	56.09%	53.67%
	吨酒价格	4058.57	4062.33	4152.60	4245.75	4341.65
	YoY	0.72%	0.09%	2.22%	2.24%	2.26%
	收入总量	1352.16	1634.23	1758.12	1863.74	1960.52
	YoY	-2.58%	20.86%	7.58%	6.01%	5.19%
<b>经济</b>	% of Sales	12.36%	12.73%	12.61%	11.55%	10.55%
	销量 (万千升)	49.68	51.87	53.95	56.08	58.26
	YoY	0.00%	4.41%	4.00%	3.94%	3.88%
	% of Vol	20.50%	18.63%	18.34%	17.26%	16.10%
	吨酒价格	2721.64	3150.41	3258.81	3323.49	3365.38
	YoY	-2.58%	15.75%	3.44%	1.98%	1.26%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 8.2 未来3年业绩预测：收入复合增速15%+，利润复合增速20%+

**表5: 未来3年盈利预测表**

	2021	2022	2023	2024
<b>营业收入</b>	13119	14270	16419	18923
<b>营业成本</b>	6436	6992	7881	8989
<b>销售费用</b>	2213	2426	2627	3028
<b>管理费用</b>	517	595	681	782
<b>财务费用</b>	(16)	(72)	(98)	(128)
<b>营业利润</b>	2948	3235	4032	4753
<b>利润总额</b>	2941	3235	4032	4753
<b>归属于母公司净利润</b>	1166	1296	1616	1905
<b>EPS</b>	2.41	2.68	3.34	3.94
<b>ROE</b>	66.47%	60%	61%	60%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预测公司2022-2024年收入分别为142/164/189亿元，归属母公司净利润12.9/16.2/19.1亿元，利润年增速分别为11%/25%/18%。每股收益22-24年分别为2.68/3.34/3.94元。

## 8.3 盈利预测的敏感性分析：业绩稳健成长确定性较强

**表6: 情景分析（乐观、中性、悲观）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,305	16,524	19,119
(+/-%)	205.5%	19.9%	9.0%	15.5%	15.7%
净利润(百万元)	1077	1166	1452	1800	2126
(+/-%)	63.9%	8.3%	24.5%	24.0%	18.1%
摊薄 EPS	2.23	2.41	3.00	3.72	4.39
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,270	16,419	18,923
(+/-%)	205.5%	19.9%	8.8%	15.1%	15.3%
净利润(百万元)	1077	1166	1296	1616	1905
(+/-%)	63.9%	8.3%	11.2%	24.6%	17.9%
摊薄 EPS(元)	2.23	2.41	2.68	3.34	3.94
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,235	16,315	18,729
(+/-%)	205.5%	19.9%	8.5%	14.6%	14.8%
净利润(百万元)	1077	1166	1145	1438	1692
(+/-%)	63.9%	8.3%	-1.8%	25.6%	17.7%
摊薄 EPS	2.23	2.41	2.37	2.97	3.50
总股本(百万股)	484	484	484	484	484

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 9. 估值与投资建议：啤酒行业优质龙头，维持“买入”评级

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 9.1 绝对估值：合理估值区间为 120–130 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

**表7: 公司盈利预测假设条件 (%)**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入增长率</b>	205.47%	19.90%	8.77%	15.06%	15.25%	10.00%	10.00%	8.00%
<b>营业成本/营业收入</b>	49.39%	49.06%	49.00%	48.00%	47.50%	47.50%	47.50%	47.00%
<b>管理费用/营业收入</b>	5.89%	3.60%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
<b>研发费用/营业收入</b>	0.77%	1.24%	0.67%	0.89%	0.94%	0.83%	0.89%	0.89%
<b>销售费用/销售收入</b>	21.06%	16.87%	17.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>营业税及附加/营业收入</b>	6.96%	6.80%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
<b>所得税税率</b>	17.76%	18.43%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>股利分配比率</b>	127.53%	73.47%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	60.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

**表8: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	1. 20	T	18. 00%
无风险利率	2. 50%	Ka	10. 90%
股票风险溢价	7. 00%	有杠杆 Beta	1. 20
公司股价 (元)	94. 68	Ke	10. 91%
发行在外股数 (百万)	484	E / (D+E)	99. 85%
股票市值 (E, 百万元)	45822	D / (D+E)	0. 15%
债务总额 (D, 百万元)	270	WACC	10. 90%
Kd	5. 30%	永续增长率 (10 年后)	2. 00%

资料来源：国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 120–130 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

**表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		9. 5%	9. 7%	9. 94%	10. 1%	10. 3%
永续增长率变化	2. 4%	134. 77	131. 17	127. 75	124. 48	121. 37
	2. 2%	132. 90	129. 42	126. 10	122. 93	119. 91
	<b>2. 0%</b>	<b>131. 12</b>	<b>127. 74</b>	<b>124. 53</b>	<b>121. 46</b>	<b>118. 52</b>
	1. 8%	129. 42	126. 15	123. 02	120. 04	117. 19
	1. 6%	127. 79	124. 62	121. 59	118. 68	115. 91

资料来源：国信证券经济研究所分析

## 9. 2 相对估值：合理估值区间为 117–134 元

公司为嘉士伯啤酒业务在中国市场的唯一平台，产品结构中高端产品的占比具行业领先。在核心单品乌苏的引领下，公司全国化推进顺利，高端产品增长势头迅猛，结构持续优化，在行业销量见底的背景下仍能维持高增势头。我们选取青岛啤酒、华润啤酒和珠江啤酒进行比较，考虑到公司品牌力、产品力优势显著，高端产品占比大且未来成长势头仍强，给与一定的估值溢价。参考青岛啤酒与华润啤酒 2022 年估值 35–40 倍的估值水平，我们给与公司 2023 年 35–40 倍估值水平，对应目标价 117–134 元。

**表10: 可比公司估值表**

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
600600.SH	青岛啤酒	33. 4	1274	2. 31	2. 57	3. 08	42. 8	34. 2	28. 5	4. 89
0291.HK	华润啤酒	25. 7	1442	1. 41	1. 30	1. 64	35. 8	30. 8	2. 4	4. 83
002461.SZ	珠江啤酒	26. 3	154	0. 28	0. 28	0. 33	33. 0	24. 0	20. 3	1. 61
	平均	28. 5	956. 67	1. 33	1. 38	1. 68	37. 2	29. 7	17. 1	3. 78
600132.SH	重庆啤酒	<b>37. 32</b>	<b>487</b>	<b>2. 41</b>	<b>2. 67</b>	<b>3. 35</b>	<b>39. 3</b>	<b>35. 4</b>	<b>28. 2</b>	<b>24. 71</b>

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所整理、预测

### **9.3 投资建议：质地优秀、业绩确定性强的啤酒行业龙头之一，维持“买入”评级**

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 130–135 元之间，今年动态市盈率 47–51 倍，且随着疫情管控放松节奏的超预期推进，消费场景的快速复苏有望带动终端动销的进一步回暖，带动业绩预测上修推高公司合理估值区间。考虑公司龙头地位和较好的成长性，维持“买入”评级。

## **风险提示**

### **估值的风险**

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 125–135 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 35–40 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### **盈利预测的风险**

- 1、**高端产品销量增速不及预期。**公司高端化推进较为依赖餐饮端消费场景，如果消费场景受到外界环境影响不能正常开展，将对高端产品销量增速产生较大影响。
- 2、**原材料成本价格超预期上涨。**包材、大小麦等成本价格如果出现超预期的上涨，将会给公司毛利率水平带来压力。

### **经营风险**

- 1、**管理效率的下降带来公司运营低效。**随着公司全国化的快速扩张，组织架构的扩张可能会带来管理效率的下降，公司运营效率可能受到影响。
- 2、**销售费用支出超出预期。**公司如果为拓展新市场渠道，推广新品，大幅提升营销费用的支出，将会对公司利润水平产生较大影响。

### **内控风险**

- 1、**实际控制人控制不当的风险。**如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

### **市场风险**

- 1、**高端啤酒竞争超预期加剧，使得销量增速不及预期。**各家啤酒企业均将高端化作为主要发展战略目标，未来如果高端啤酒市场的竞争超预期加剧，将会对公司盈利水平产生较大影响。
- 2、**市场整体消费意愿下降，动销下降。**出于对未来收入预期等担忧，消费者对于啤酒的消费意愿下降导致啤酒行业层面整体动销出现明显下降。
- 3、**原材料价格进一步超预期上涨。**如包材、大麦等原材料价格进一步上涨，会给公司带来显著成本压力，给毛利率水平乃至盈利水平带来较大不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1956	2355	3727	4644	5980	营业收入	10942	13119	14270	16419	18923
应收款项	143	121	156	180	207	营业成本	5404	6436	6992	7881	8989
存货净额	1421	1887	2080	2356	2698	营业税金及附加	762	892	999	1149	1325
其他流动资产	138	630	285	328	378	销售费用	2304	2213	2426	2627	3028
<b>流动资产合计</b>	<b>3658</b>	<b>4993</b>	<b>6249</b>	<b>7507</b>	<b>9264</b>	管理费用	684	517	595	681	782
固定资产	3595	3867	3965	4031	4066	研发费用	84	163	96	147	177
无形资产及其他	588	615	591	568	544	财务费用	6	(16)	(69)	(91)	(122)
投资性房地产	1557	1818	1818	1818	1818	投资收益	180	58	1	1	1
长期股权投资	197	240	240	240	240	资产减值及公允价值变动	(70)	(78)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9595</b>	<b>11533</b>	<b>12863</b>	<b>14165</b>	<b>15932</b>	其他收入	73	(109)	(96)	(147)	(177)
短期借款及交易性金融负债	528	22	300	300	200	营业利润	1964	2948	3232	4025	4746
应付款项	1940	2213	2288	2356	2698	营业外净收支	167	(6)	0	0	0
其他流动负债	4444	5647	5824	6060	6408	<b>利润总额</b>	<b>2131</b>	<b>2941</b>	<b>3232</b>	<b>4025</b>	<b>4746</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6912</b>	<b>7882</b>	<b>8413</b>	<b>8715</b>	<b>9306</b>	所得税费用	378	542	582	725	854
长期借款及应付债券	365	0	0	0	0	少数股东损益	675	1233	1355	1687	1990
其他长期负债	750	522	527	536	545	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1077</b>	<b>1166</b>	<b>1295</b>	<b>1613</b>	<b>1902</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1115</b>	<b>522</b>	<b>527</b>	<b>536</b>	<b>545</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8027</b>	<b>8405</b>	<b>8940</b>	<b>9251</b>	<b>9851</b>	<b>净利润</b>	<b>1077</b>	<b>1166</b>	<b>1295</b>	<b>1613</b>	<b>1902</b>
少数股东权益	984	1374	1780	2286	2883	资产减值准备	36	20	4	1	0
股东权益	585	1755	2143	2627	3198	折旧摊销	414	428	423	458	489
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9595</b>	<b>11533</b>	<b>12863</b>	<b>14165</b>	<b>15932</b>	公允价值变动损失	70	78	0	0	0
						财务费用	6	(16)	(69)	(91)	(122)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	2513	73	377	(30)	280
每股收益	2.23	2.41	2.68	3.33	3.93	其它	(222)	307	402	506	596
每股红利	2.84	1.77	1.87	2.33	2.75	<b>经营活动现金流</b>	<b>3887</b>	<b>2072</b>	<b>2501</b>	<b>2547</b>	<b>3268</b>
每股净资产	1.21	3.63	4.43	5.43	6.61	资本开支	0	(597)	(501)	(501)	(501)
ROIC	80.82%	93.26%	94%	109%	114%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	183.98%	66.47%	60%	61%	59%	<b>投资活动现金流</b>	<b>49</b>	<b>(641)</b>	<b>(501)</b>	<b>(501)</b>	<b>(501)</b>
毛利率	51%	51%	51%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	22%	22%	24%	24%	负债净变化	365	(365)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	25%	25%	27%	27%	支付股利、利息	(1373)	(857)	(907)	(1129)	(1332)
收入增长	205%	20%	9%	15%	15%	其它融资现金流	(1218)	1412	278	0	(100)
净利润增长率	64%	8%	11%	25%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3234)</b>	<b>(1032)</b>	<b>(629)</b>	<b>(1129)</b>	<b>(1432)</b>
资产负债率	94%	85%	83%	81%	80%	<b>现金净变动</b>	<b>702</b>	<b>399</b>	<b>1371</b>	<b>917</b>	<b>1336</b>
股息率	2.3%	1.5%	1.5%	1.9%	2.3%	货币资金的期初余额	1254	1956	2355	3727	4644
P/E	54.6	50.4	45.4	36.4	30.9	货币资金的期末余额	1956	2355	3727	4644	5980
P/B	100.4	33.5	27.4	22.4	18.4	企业自由现金流	0	2267	2891	3152	4060
EV/EBITDA	31.6	20.2	18.9	15.5	13.4	权益自由现金流	0	3314	3225	3227	4059

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测  
单击此处输入文字。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032