



中国啤酒行业：高端化驱动 2023 年收入加速增长，但爆发尚待时日

- 高端化依然是行业增长的主要驱动力：**毋庸置疑，疫情在 2022 年大幅拖累了中国啤酒行业高端化的进程。这种影响主要来自于以下方面：**1)** 现饮渠道受到防疫措施的影响；**2)** 疫情带来的不确定性使消费意愿下降；**3)** 经济下行导致消费力不足。据我们观察，疫情期间，高线城市消费升级依然持续，而中低线城市的消费偏好则开始转向高性价比的产品。这也解释了为什么 2022 年一些超高端啤酒产品（比如喜力）仍维持高速增长，而次高端价格带的产品（如青岛纯生，华润 Super X）增长相对而言则明显乏力。随着后期餐饮渠道逐渐恢复和消费力逐渐回升，我们相信，次高端与高端价格带产品将在 2023 年加速增长，中国啤酒市场的高端化进程将重回正轨。这也将带动各大啤酒玩家销售单价和毛利率的同比提升。
- 原材料压力有望同比改善：**2022 年初俄乌战争的爆发使啤酒行业主要原材料价格大幅攀升，也为各大啤酒玩家的生产成本与利润率带来较大压力。展望 2023 年，我们认为，在较高的基数下，尽管 2023 年成本依然将同比上涨，但涨幅有限。主要由于虽然大麦成本（约占啤酒成本 10-12%）同比攀升的幅度可能高于 2022 年（主要由于 2022 年大麦锁价期限结束，各大啤酒企业需要在 2023 年初重新制定采购价格），但其他原材料价格（包括铝、玻璃、包装纸等）都将有所回落。另一方面，各大啤酒企业从 2022 年末就开始调整部分产品价格，来抵消原材料价格带来的压力。考虑到 2023 年啤酒玩家高端化有望重启，产品结构有望进一步升级，我们预计，原材料压力对各啤酒企业毛利率的影响比较有限。
- 啤酒行业整体显著反弹尚待时日：**由于全国现饮渠道（包括餐饮与夜场）尚未完全重开，而消费力尚待修复，因此整体啤酒行业尚未看到显著好转的信号。根据我们渠道调研，尽管今年有春节提早和返乡过年的帮助，但各大啤酒玩家 1 月销量同比仅微增，并未大幅好于市场预期。另一方面，啤酒行业目前依然处于动销淡季，通常从 5 月才开始逐渐迈入旺季。因此，目前市场对啤酒行业的投资热度仍相对较低。在现饮渠道恢复的基础上，我们预计啤酒行业有望从 5 月开始拉开反弹序幕，而市场情绪和投资热情有望在 4 月开始逐渐升温。
- 华润与重啤依然是我们啤酒行业首选：**鉴于高端化将在 2023 年重新驱动行业的增长，那么我们判断行业潜在赢家的主要标准仍然是 **1)** 强大的高端及以上啤酒品牌/产品矩阵；及 **2)** 对高端与超高端渠道与终端（尤其是现饮渠道）的掌控。在疫情的巨大挑战下，华润啤酒旗下的喜力仍在 2022 年取得高速增长，足以说明其在中国高端啤酒市场的巨大增长潜力。我们预期喜力在 2023 年仍将维持较高的增长趋势。而重啤在低基数的基础上，销量、单价、利润率有望在 2023 年下半年表现出较大的弹性。因此，我们重申，**华润（291.HK，目标价 HK\$75.6；买入）与重啤（600132.CH，目标价 RMB 159.6；买入）**是我们在中国啤酒行业中的**首选**。

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠，CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 2 月 8 日



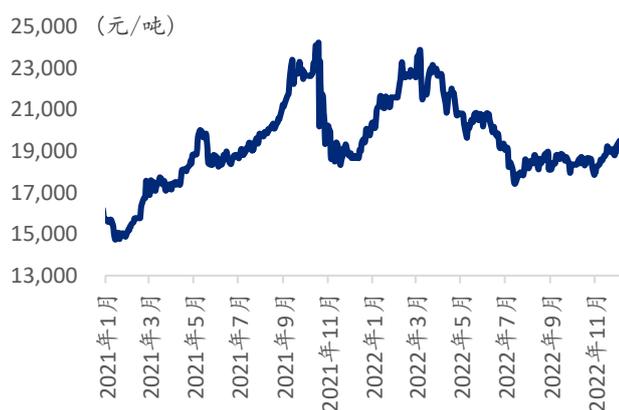
扫码关注浦银国际研究

图表 1: 各啤酒企业 2021 年至今涨价情况汇总

公司	日期	提价产品及幅度
青岛啤酒	2021 年 8 月	纯生终端箱价提 4 元左右, 涨幅约为 5%
	2021 年 12 月	各地陆续对经典、纯生、白啤等主力产品出厂价、终端价提升 8-10%
	2022 年 12 月	经典提价 5%, 1903 提价 8%
华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯新包装涨幅约为 10%
	2022 年 11 月	非现饮渠道勇闯提价 6-7%, 减少餐饮渠道纯生的费用
	2023 年	除喜力外, 主要产品均将考虑提价, 提价幅度未定
重庆啤酒	2021 年 10 月	330ml 小罐乌苏酒液升级, 换包装提价
	2021 年四季度	疆内大乌苏出厂价每瓶提 8 毛, 绿乌苏出厂价涨 2 元
	2022 年 12 月	疆外乌苏提价 3-4%
百威亚太	2021 年 4 月	百威等多个品牌提价 0.6-1.8%
	2021 年三季度	科罗娜、蓝妹福佳提价 3-5%
	2021 年 3-4 季度	核心+产品提价 3-10%
	2021 年 12 月	百威品牌提价 CPI 相近水平
	2022 年 4 月	核心、实惠产品提价中单位数
	2022 年 11 月	高端及超高端产品提价 CPI 相近水平

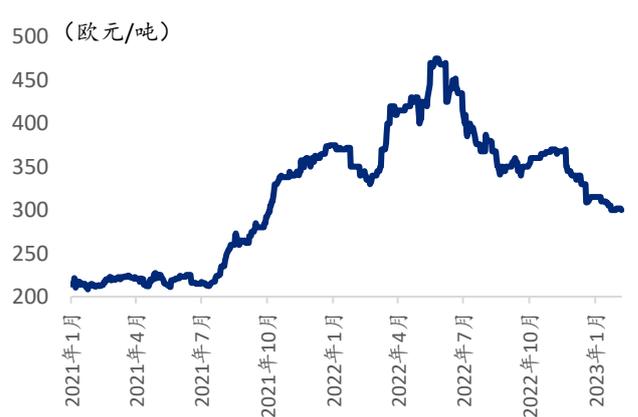
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 2: 中国长江铝价



注: 截至 2023 年 2 月 8 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 法国大麦期货价格



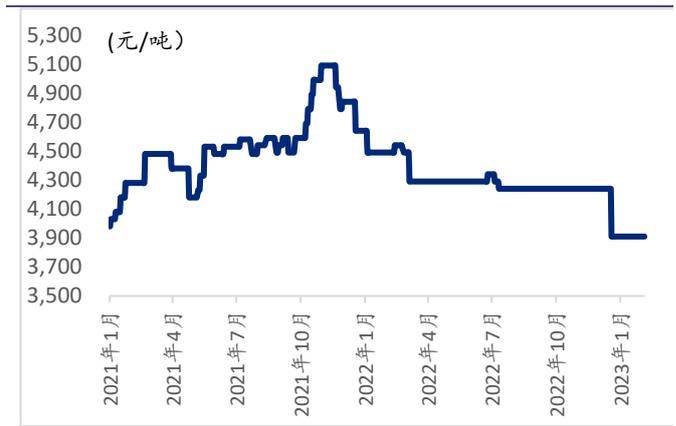
注: 截至 2023 年 2 月 8 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 中国玻璃价格



注: 截至 2023 年 2 月 8 日。资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 中国瓦楞纸价格



注: 截至 2023 年 2 月 8 日。资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	73.3	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	113.5	买入	131.0	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.3	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.2	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	57.0	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	120.0	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.5	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.2	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.7	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.3	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	37.9	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.1	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.8	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 8 日收盘价。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

