



Research and
Development Center

成本拆解看盈利弹性

—啤酒行业专题报告 1

2023 年 2 月 27 日

马铮食品饮料首席分析师
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

专题报告

食品饮料

投资评级 看好

上次评级 看好

成本拆解看盈利弹性

2023年2月27日

本期内容提要：

◆**投资建议：成本环比改善释放盈利弹性。**2023年华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒毛利率改善的幅度皆有望在1.0pct以上，主因包材成本水平环比改善。在高端化浪潮下，区别于市场对成本改善后费用增投的担忧，我们认为目前竞争环境趋于缓和，品牌商针对低端产品销量的投放逐渐转向占比尚小的高端产品，费用投放趋于理性，2023年重点标的华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的销售费用率有望持平，净利率有望同步改善1.0pct以上，高端化或更加凸显成本改善的盈利弹性。

◆**包材和粮食价格是啤酒成本研究的核心变量，2023年啤酒行业成本增幅有望小于2022年，毛利率有望同比改善。**从行业平均水平来说，1) 大麦占比10%-15%左右，我们预计其成本上涨20%-30%：一方面，2022年法国夏季高温干旱、大麦减产，2022年11月进口大麦均价同比+33%，而啤酒品牌商通常年底、第二年年初完成第二年大麦的锁价，因此我们预计啤酒成本中大麦部分双位数增长。2) 包材占比45%-55%左右，我们预计成本持平甚至转跌：玻璃行业处于高库存且地产短期难以释放需求、价格有望保持低位运行，铝材价格同比增幅有望控制在个位数，而瓦楞纸价格跌幅或将扩大。

◆**敏感性分析测算毛利率改善空间。**从2022年底成本价格走势来看，我们假设大麦价格2023年同比+20%，同时包材价格同比-10%。根据我们测算，华润啤酒毛利率有望改善1.2-1.8pct，青岛啤酒毛利率有望改善1.5pct，重庆啤酒毛利率有望改善1.2pct，可以看出来改善幅度是华润啤酒>青岛啤酒>重庆啤酒，主要原因在于成本结构的差异。

◆重点公司以及盈利预测

华润啤酒：高端制胜，卓越发展。在2023-2025年中，SuperX、纯生、喜力将是公司高端化主力产品，同时加大喜力在大客户中推广力度，我们预计公司次高端及以上产品保持双位数增长，在成本环比改善的红利下，预计2022-2024年归母净利润CAGR为29.3%，营收CAGR为6.4%，持续看好产品结构改善后净利率改善的长期趋势。我们预计华润啤酒2022-2024年EPS分别1.29元、1.65元、2.15元，对应2023年2月24日收盘价（56.8港币/股、48.28元/股）市盈率37、29、22倍，维持“买入”评级。

青岛啤酒：高端化势头正盛，利润加速释放。啤酒行业格局清晰，且高端化逻辑得到业绩兑现，我们认为青岛啤酒山东省内和华北市场的产品结构升级速度+2023年成本边际改善释放的利润弹性有望超出市场预期，预计2022-2024年归母净利润CAGR为22.7%，营收CAGR为7.0%，净利率改善趋势确定性较高。我们预计青岛啤酒2022-2024年EPS分别2.48元、2.95元、3.73元，对应2023年2月24日收盘价（103.31元/股）市盈率42、35、28倍，维持“买入”评级。

重庆啤酒：困境反转，弹性标的。从公司的发展阶段来看，2022年处于困境反转期。一方面，2021年底公司的组织架构开始调整，明确新疆BU和CIB BU管理范围，2022年仍旧处于团队整合的磨合阵痛期；另一方面，多多买菜、美团优选等社区团购渠道对乌苏线下价格体系有一定的冲击，

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2

邮编：100031

叠加疫情客观原因，乌苏增长不及市场预期。公司短期遭遇增长瓶颈，但是长期我们看好重庆啤酒对旗下产品品牌调性的提炼。消费者对于品牌调性的认知是文化和精神层面，而不是物质层面，因此品牌调性的提炼是较难的事情、但是提炼出来后也会是较难替代的。受疫情影响比较大的乌苏和 1664，2022 年都是自身的业绩洼地，看向 2023 年，我们认为公司若 2022 年年底到 2023 年年初窗口期内部理顺后，乌苏和 1664 有望恢复较好的增长。我们预计 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 28.0%，营收 CAGR 为 16.1%，持续看好产品结构改善后净利率改善的长期趋势。我们预计重庆啤酒 2022-2024 年 EPS 分别 2.59 元、3.40 元、4.23 元，对应 2023 年 2 月 24 日收盘价（132.12 元/股）市盈率 51、39、31 倍，维持“买入”评级。

◆**股价催化剂：包材价格改善超出市场预期**

◆**风险因素：旺季新冠疫情反复或多雨天气影响短期销量、包材价格等成本端波动、费用投放节奏加快**

目录

1 啤酒成本研究的核心变量：包材和粮食价格.....	5
2 竞争环境改善，成本改善释放盈利弹性.....	14
3 盈利弹性测算以及投资建议.....	19
4 风险提示.....	23

表目录

表 1：华润啤酒和重庆啤酒单一变量下利润弹性测算.....	20
表 2：重点公司盈利预测以及估值对比.....	22

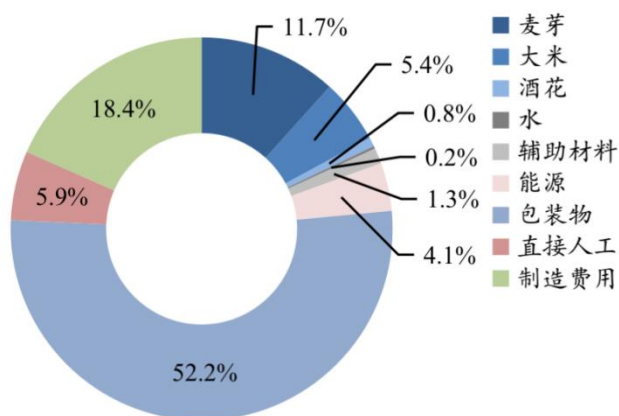
图目录

图 1：青岛啤酒股份公司啤酒成本拆分一（2021 年数据）.....	5
图 2：青岛啤酒股份公司啤酒成本拆分二（2021 年数据）.....	5
图 3：我国大麦进口依存度处于高位.....	6
图 4：我国大麦进口主要国家发生变化.....	6
图 5：全球大麦消费量趋于稳定.....	6
图 6：欧盟、澳大利亚、俄罗斯是主要大麦出口国.....	6
图 7：大麦主产国产量（单位：万吨）.....	7
图 8：大麦主产国出口量（单位：万吨）.....	7
图 9：我国进口大麦平均单价走势.....	8
图 10：易拉罐价格仍处高位，与电解铝价格整体走势趋于一致.....	8
图 11：电解铝产量趋于稳定.....	8
图 12：2021 年海外需求占比电解铝需求高达 40%.....	9
图 13：我国电解铝产量稳居世界第一.....	9
图 14：电力是电解铝的主要成本.....	9
图 15：2022 年 5 月我国铝材出口创历史新高.....	9
图 17：国内电解铝库存处于低位.....	10
图 18：2016-2017 年电解铝产能增速放缓.....	10
图 19：2016 年年初煤炭价格开始急剧上升.....	10
图 20：2020Q2 开始电解铝和铝材价格持续走高.....	11
图 21：目前电解铝国内外库存较低.....	11
图 22：2020 年-至今电解铝和铝材价格走势.....	11
图 23：2020 年-至今电解铝库国内外库存变化情况.....	11
图 24：玻璃下游需求较为单一.....	12
图 25：平板玻璃毛利存在明显的周期性.....	12
图 26：平板玻璃的工厂总库存仍然处于高位.....	12
图 27：地产行业下行趋势有所遏制.....	12
图 28：浮法平板玻璃价格走势.....	13
图 29：2020 年 A 股中饮品毛利率对比.....	14
图 30：2008-2009 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况.....	15
图 31：2009 年成本改善后青岛啤酒加大费用投放.....	15
图 32：2011-2013 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况.....	16
图 33：2013 年成本改善后青岛啤酒加大销售费用投放.....	16
图 34：2018-2020 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况.....	17
图 35：2020 年成本改善后青岛啤酒收缩销售费用投放.....	17
图 36：2021-2022Q3 青岛啤酒成本对毛利率的影响情况.....	18
图 37：2021 年青岛啤酒销售费用率持续改善.....	18
图 38：2021 年华润啤酒毛利率弹性测算.....	20
图 39：2021 年青岛啤酒毛利率弹性测算.....	20
图 40：2021 年重庆啤酒毛利率弹性测算.....	20

1 啤酒成本研究的核心变量：包材和粮食价格

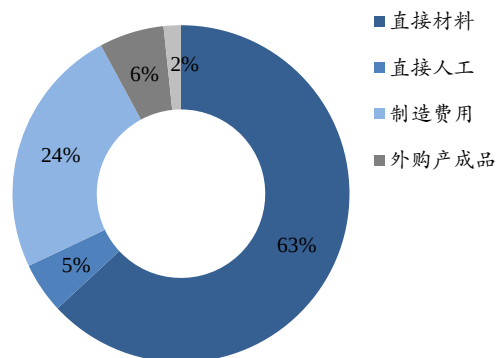
包材和粮食价格是啤酒成本研究的核心变量。以青岛啤酒 2021 年披露过成本构成项目来看，直接材料占比 63.09%，直接人工占比 4.87%，制造费用及其他占比 25.82%，外购产成品占比 6.22%。具体来看，2021 年青岛啤酒制造成本中占比最高的为包装物，包括玻璃瓶、铝罐、瓦楞纸等，占比 52.23%；其次为制造费用，占比 18.42%；麦芽占比 11.70%；大米占比 5.43%；直接人工占比 5.85%，能源占比 4.07%，其余成本占比在 1% 左右。因此，从上游原料价格变动对公司业务影响的角度来说，包材和粮食价格是产业内对啤酒成本研究的重点。

图 1：青岛啤酒股份公司啤酒成本拆分一（2021 年数据）



数据来源：青岛啤酒股份公司公告，信达证券研发中心

图 2：青岛啤酒股份公司啤酒成本拆分二（2021 年数据）



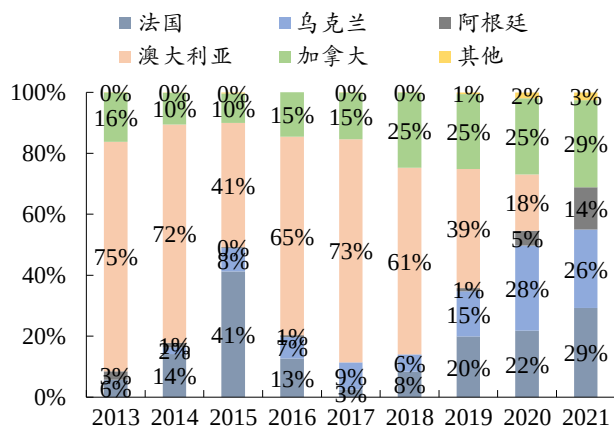
数据来源：青岛啤酒股份公司公告，信达证券研发中心

1.1 大麦篇

我国啤酒大麦对外依存度高，主要进口国家有所变化。大麦是国内食品行业和饲料行业的重要原料以及农牧区畜禽水产养殖主要饲草料，一般分为啤酒大麦和饲料大麦。我国大麦以农户小规模种植为主，种植经济效益较低，和进口啤酒大麦相比，国产啤酒大麦质量以及成本竞争力较弱，因此国内主要啤酒品牌商华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的酿酒原料以进口大麦为主。在啤酒大麦和饲料大麦两大需求下，我国大麦对外依存度不断提升，从 2001 年的 43% 一直提升到 2020 年的 93%。从进口国家来看，2018 年以前，我国大麦进口国以法国、加拿大和澳大利亚为主，进口比例常年维持在总进口的 90% 以上，其中澳麦 2017 年占比高达 70%。2018 年，我国开始对澳大利亚进口进行双反调查，2020 年，我国正式对澳大利亚征收反补贴税和反倾销税，国内啤酒品牌商基本放弃澳麦，进口国家开始转向阿根廷、加拿大、法国等国。

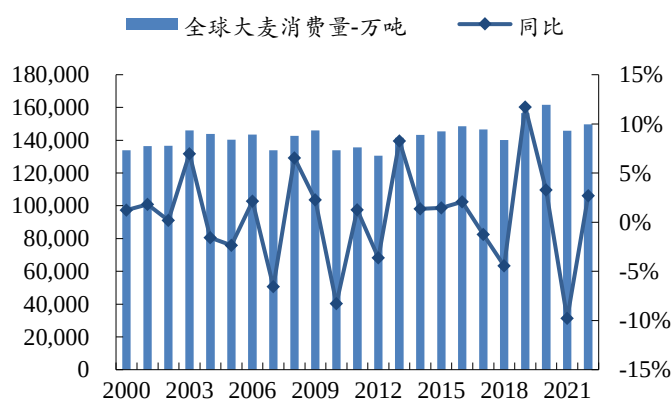
图 3：我国大麦进口依存度处于高位


数据来源：Wind，信达证券研发中心

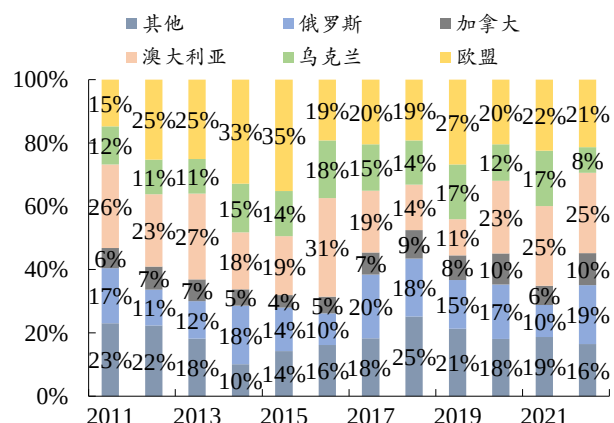
图 4：我国大麦进口主要国家发生变化


数据来源：Wind，信达证券研发中心

全球大麦消费量趋于稳定，进口大麦价格主要受欧盟、加拿大等国家供给影响。从需求端来看，全球大麦消费量基本稳定，2015-2020 年在 1.4 亿吨上下波动。从供给端来看，大麦出口国家和地区主要包括欧盟、加拿大、澳大利亚、俄罗斯等，大麦数量常年占据世界大麦出口量的 80% 以上。

图 5：全球大麦消费量趋于稳定


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：欧盟、澳大利亚、俄罗斯是主要大麦出口国


数据来源：Wind，信达证券研发中心

我国进口大麦价格主要受全球大麦供给影响，包括天气对主产国产量的影响、油价上升导致的运输成本增加、全球宏观环境等，具体来看历史上进口大麦价格的五个周期，

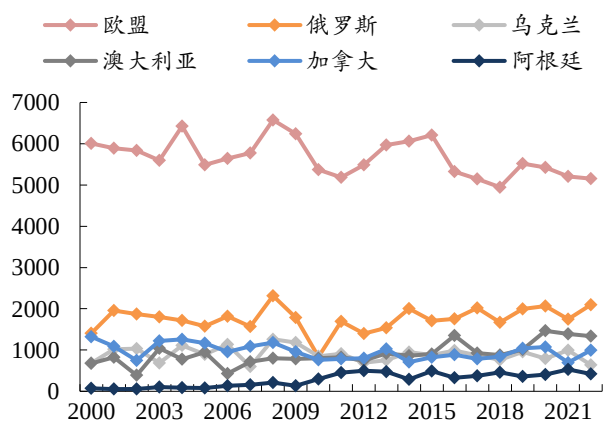
2006-2008 年：干旱天气致使澳麦减产，国际油价上升增加运输成本。我国进口大麦平均单价自 2006 年 10 月的 194 美元/吨上涨至 2008 年 9 月的 473 美元/吨，涨幅+144%。根据《2006 年全球重大天气气候事件概述》，2006 年 1 月上旬，澳大利亚东部大部分地区日最高气温超过 40℃，其中极端最高温度高达 47℃，创历史纪录。在澳大利亚极端干旱天气下，根据 USDA，2006-2007 年全球大麦出口量分别同比-16%、+0.5%，其中澳大利亚大麦出口量分别同比-65%、+83%。作为国内啤酒大麦的主要进口国，澳麦减产导致大麦进口价格上涨。另一方面，国际油价的上涨导致国际运输成本的上升也是我国进口大麦价格大幅上涨的重要原因。根据国际货币基金组织，布伦特原油现货价格从 2007 年 1 月的 53 美元/桶大幅上涨至 2008 年 7 月的 136 美元/桶，总涨幅+157%。自 2008 年四季度起，国内大麦进口平均单价大幅回落，除在 2009 年 1 月份略有反弹外，总体大麦价格处于下行空间，直到 2009 年三季度大麦价格趋于稳定，维持在 230 美元/吨的价格水平上下波动，总体来看略高于此轮涨价前的大麦均衡价格。

2010-2013 年：美元贬值+大麦减产+国际油价上升。我国进口大麦平均单价从 2010 年 10 月的 221 美元/吨上涨到 2012 年 1 月的 370 美元/吨，涨幅达+67%，随后价格有所回落；2012 年 10 月至 2013 年 12 月，进口大麦平均单价略有反弹，从 300 美元/吨上涨到 348 美元/吨，总涨幅达 16%。影响该时期进口大麦价格上涨的主要因素有二：1) 美元贬值导致国际市场以美元计价的大麦价格上涨，2) 2010 年底、2011 年初澳大利亚受到了蝗灾和洪灾的影响，澳麦质量下降，同时欧盟、加拿大等地大麦减产，引起了进口大麦价格上涨。此外，国际油价上涨带来的运输成本上升也是引起我国进口大麦平均单价走高的重要因素，布伦特原油现货价格从 2010 年 7 月的 75 美元/桶逐步涨到 2011 年 4 月的 123 美元/桶，涨幅达 64%，在之后的两年多的时间内除 2012 年 6 月份外布伦特原油现货价格均保持在 100 美元/桶以上。2014 年初大麦进口平均单价略有下滑，自 348 美元/吨高价降至 290 美元/吨后全年价格维持在 290 美元/吨徘徊；从 2015 年起到 2016 年，除年初大麦进口平均单价有所上涨外全年大麦价格均处于下行区间，直到 2016 年大麦价格降到 201 美元/吨后进口大麦平均单价维持在 200 美元/吨上下波动，总体来看回到了 2006 年之前的价格水平。

2017-2019 年：澳大利亚减产导致我国大麦进口价格上涨。我国进口大麦平均单价自 2017 年 10 月的 206 美元/吨上涨到 2019 年 6 月的 276 美元/吨，涨幅 34%，主要系澳大利亚由于干旱导致本国大麦减产，出口量跌幅较大。根据 USDA，2017 年和 2018 年澳大利亚大麦产量分别为 925 万吨和 882 万吨，分别同比-31%和-5%，大麦出口量分别为 566 万吨和 369 万吨，分别同比-38%和-35%。自 2019 年 2 季度起到 2020 年，除在 2019 年年底到 2020 年年初期间有所反弹外，整体进口大麦平均单价处于下行区间，在 2020 年 9 月达到最低价 219 美元/吨。

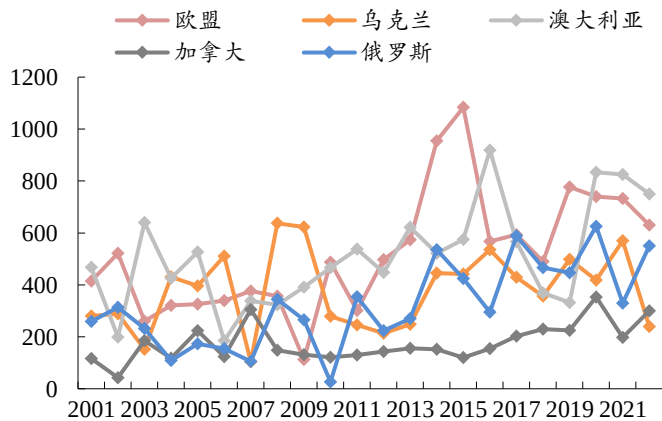
2021-至今：双反政策落地，进口国家发生变化。国内进口大麦平均单价从 2021 年 1 月的 256 美元/吨上涨到 2022 年 11 月的 393 美元/吨。从国际市场大麦价格走势来看，2020 年新冠疫情爆发后，美联储较为宽松的货币政策导致全球通胀，大宗商品价格上行，叠加 2022 年 3 月俄乌冲突加剧国际粮食危机，国际市场大麦价格从 2020 年 6 月 102 元底部上涨至 2022 年 6 月的 259 元，涨幅 155%。值得注意的是，由于 2020 年 5 月我国正式对澳大利亚大麦征收反补贴税和反倾销税，国内啤酒品牌商基本放弃澳麦，进口国家开始转向法国、阿根廷、加拿大等国，澳麦对国内进口大麦均价影响明显减弱。2022 年夏季，大麦主产国法国遭受高温干旱极端天气，我们认为法国大麦减产也是导致 2022 年年底进口大麦平均单价继续上涨的另一原因。

图 7：大麦主产国产量（单位：万吨）



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：大麦主产国出口量（单位：万吨）



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：我国进口大麦平均单价走势



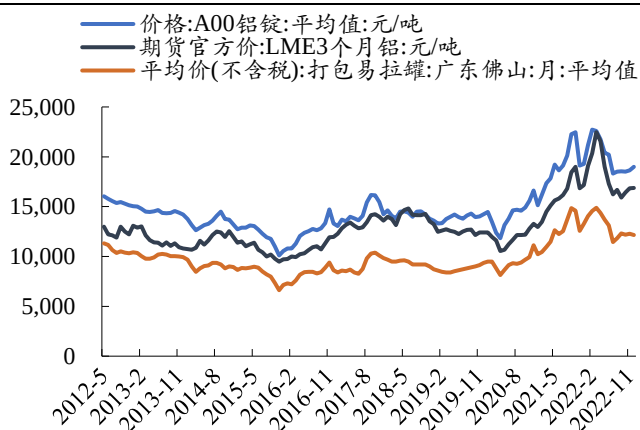
数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 易拉罐篇

易拉罐价格主要受上游供应端电解铝价格的影响。从包装来看，啤酒、碳酸饮料等含气饮品的易拉罐是铝制二片罐，在整个铝产业链中，下游各类铝的加工制造主要源于通过熔盐电解工艺生产出的电解铝，因此长周期里下游易拉罐价格与上游电解铝价格高度相关。

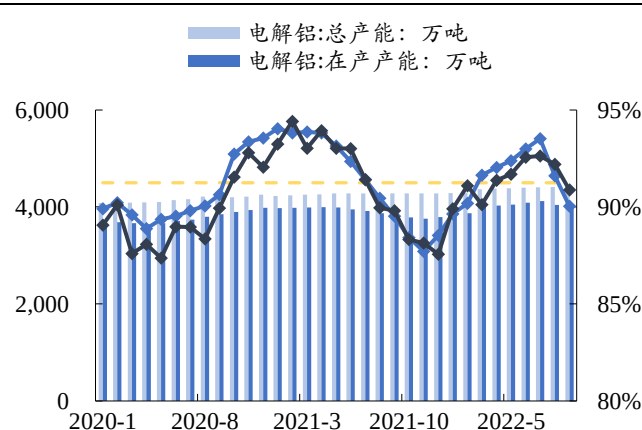
从供给端来看，电解铝产能即将到达天花板。电解铝属于高污染、高能耗行业，在“碳达峰、碳中和”的远景目标下，我国加强对铝行业的供给侧结构性改革，严格控制电解铝新增产能，严格执行产能置换，推动铝冶炼行业的高质量发展，电解铝行业 4500 万吨的产能天花板较为明确。我国电解铝总产能在 2018 年底经过供给侧结构性改革淘汰一批落后产能后处于稳步上升的态势，但已经逐渐逼近 4500 万吨的产能天花板。截止 2022 年 9 月，我国电解铝总产能为 4417 万吨，距离 4500 万吨的产能天花板仅有 83 万吨差距。在 4500 万吨产能天花板下，我们认为国内电解铝新增供给有限。

图 10：易拉罐价格仍处高位，与电解铝价格整体走势趋于一致



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：电解铝产量趋于稳定



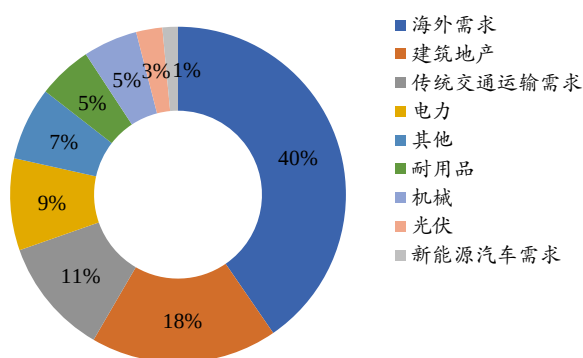
数据来源：Wind，信达证券研发中心

从需求端看，海外铝企仍存减产预期。从电解铝的需求来看，海外需求占比高达 40%，其次为建筑地产、占比 18%，传统交通运输需求、占比 11%。自 2015 年以来，我国电解铝产量就已超过全世界产量的一半，截至 2021 年底，我国电解铝产量 3900 万吨，占世界总产量的 57%，稳居世界第一。俄罗斯的煤炭、石油、天然气一直是欧洲各国重要的供给来源，俄乌

冲突以后,欧洲各国对俄罗斯的化石能源采取禁运措施。欧洲大多数国家能源价格快速上涨,电力成本的提升,对于高度依赖电力的电解铝行业造成了严重的冲击,欧洲各铝企纷纷通过减少产能或者停产等方式进行应对。目前而言,俄乌冲突仍未见缓和,海外铝企的减产或者停产或仍将持续。截至 2022 年 11 月,我国未锻轧铝及铝材出口量已经超过 2021 年前所有年度全年出口量,达到了 613.27 万吨,同比+21.27%,创下历史新高。

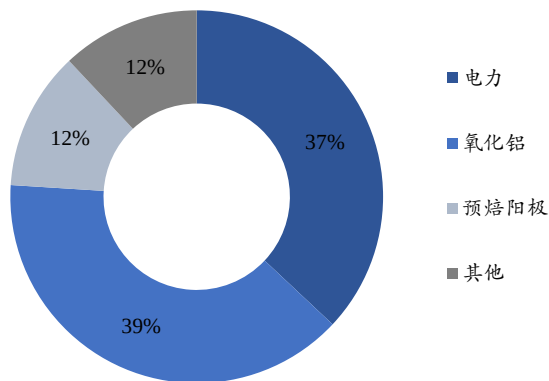
我们预计 2023 年易拉罐价格高位震荡。国外电解铝产能受到欧洲能源危机的影响或仍存在减产预期,国内电解铝库存处于较低水平,2022 年 12 月国内电解铝库存 45.00 万吨, LME 铝库存量 45.03 万吨。考虑到目前库存较低难以弥补电解铝海外需求的缺口,我们认为 2023 年铝价下降幅度有限,预计仍将高位震荡,传递到易拉罐价格端则是同比增长幅度有望控制在高个位数范围内,因此易拉罐价格对啤酒行业的压力有望小于 2022 年整体水平。

图 12: 2021 年海外需求占比电解铝需求高达 40%



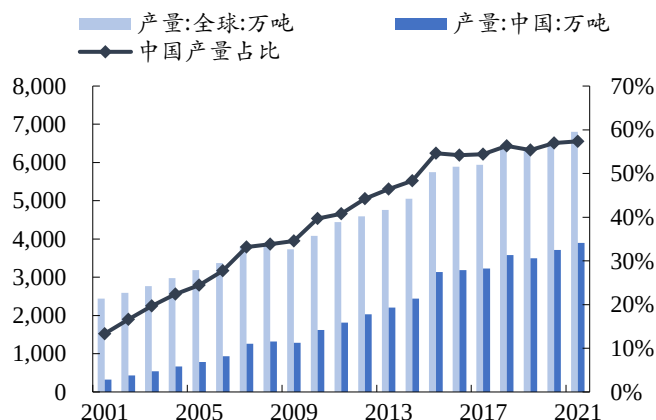
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 电力是电解铝的主要成本



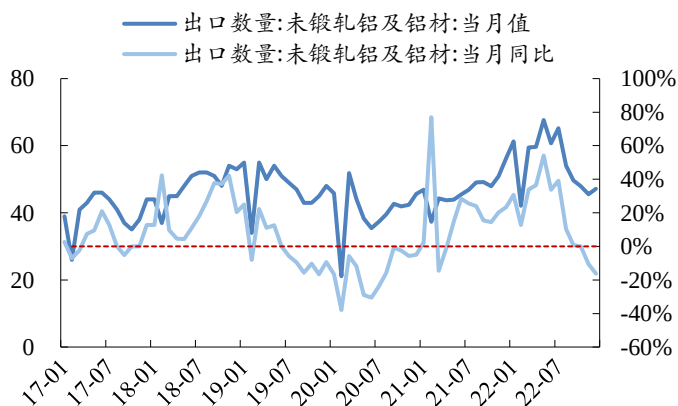
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 我国电解铝产量稳居世界第一



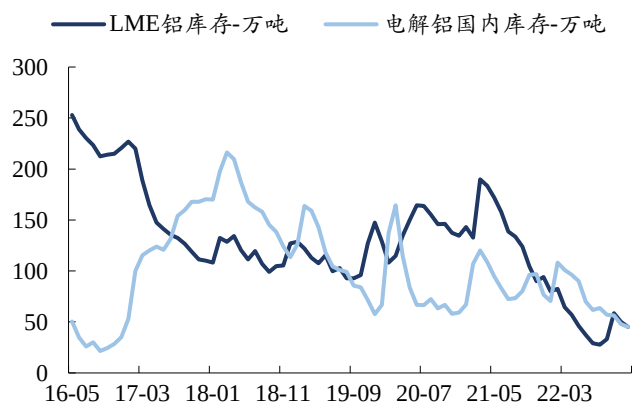
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2022 年 5 月我国铝材出口创历史新高



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：国内电解铝库存处于低位

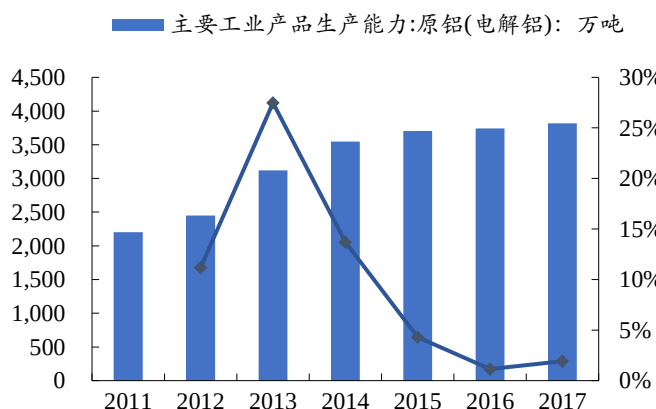


数据来源：Wind，信达证券研发中心

具体复盘 2012 年以来易拉罐价格走势，

2016-2017 年：供给侧改革+煤炭价格上涨，推动铝价上涨，铝材价格平稳。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议在研究经济结构性改革和城市工作时，提出推进供给侧结构性改革并将之作为经济工作的主线。在供给侧结构性改革的推动下，电解铝行业产能增速抑制明显，据国家统计局数据，2016 年、2017 年电解铝产能分别为 3744.39 万吨和 3816.58 万吨，分别同比+1.15%和+1.93%，相比之下 2011 年-2015 年期间电解铝行业产能 CAGR 为 +13.86%，产能增速明显下滑。国内煤价结束了自 2012 年以来的降价趋势，全国煤炭价格指数从 2016 年 8 月的 128 点迅速上涨至 2016 年 11 月的 160 点，涨幅+25.44%，并在随后的几年时间内维持高位，助推了以火电为主要电力来源的电解铝行业成本上涨，推动铝价上升。国内铝锭价格从 2016 年初的 10797.5 元/吨涨到 2017 年 9 月的 16172.8 元/吨，总涨幅+49.78%，易拉罐价格随之上涨，从 7315 元/吨涨到 10300 元/吨，总涨幅+40.80%。2018-2019 年年底，国内地产调控政策出台、宏观去杠杆、中美贸易战三大影响下，铝锭价格从高位逐渐回落到 14000 元/吨的价格水平上下波动，并一直持续到 2019 年底，易拉罐价格在此期间维持在 9000 元/吨左右波动。

图 17：2016-2017 年电解铝产能增速放缓



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 18：2016 年年初煤炭价格开始急剧上升



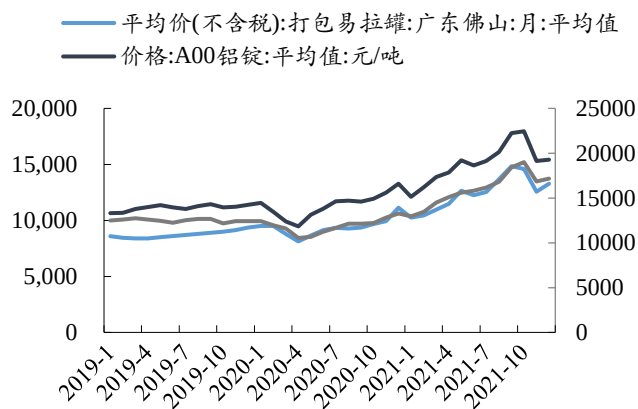
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2020-2021 年：疫情影响需求波动，美联储量化宽松导致大宗商品价格上涨。2020 年初，由于受到疫情影响，导致国内需求走弱，但是电解铝供应仍保持正常水平，引起了铝价下跌和库存增高，国内铝锭平均价从年初的 14463.17 元/吨下跌到 4 月份的 11834.88 元/吨，国

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

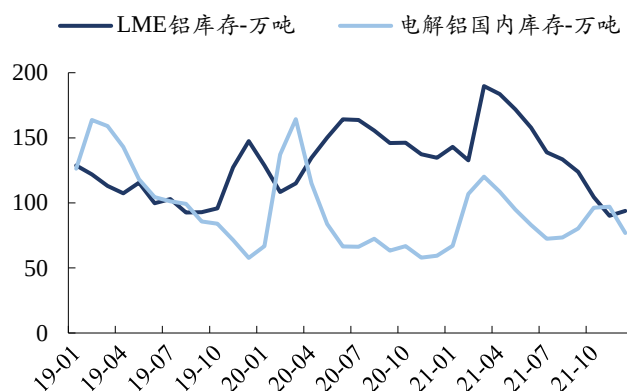
内电解铝库存也从 2020/01 的 66.80 万吨上升到 2020/03 的 164.3 万吨,易拉罐价格也从 9500 元/吨下降到 4 月份的 8123.81 元/吨。随着国内快速控制住疫情,逐渐恢复正常生产秩序,用铝需求上升,国内电解铝库存下降。叠加美联储宣布使用量化宽松政策,流动性释放,国际大宗商品价格上涨,国内外铝价一路上涨,2021 年 10 月国内外铝价达到历史最高值,国内铝锭价格 22446.5 元/吨, LME 铝 3 个月期货价格 19003.05 元/吨,易拉罐价格达 14600 元/吨,2021Q4 易拉罐价格与上游铝价均略有回落。

图 19: 2020Q2 开始电解铝和铝材价格持续走高



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

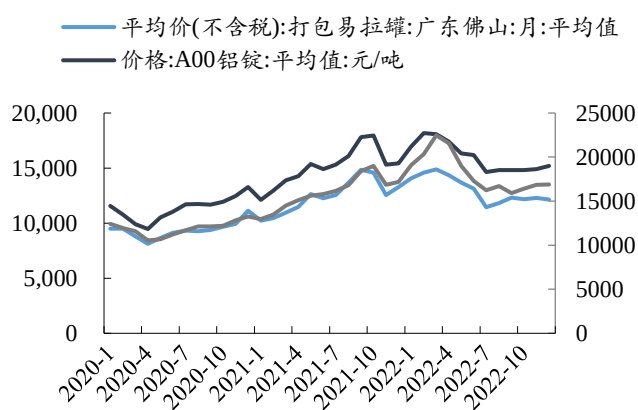
图 20: 目前电解铝国内外库存较低



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

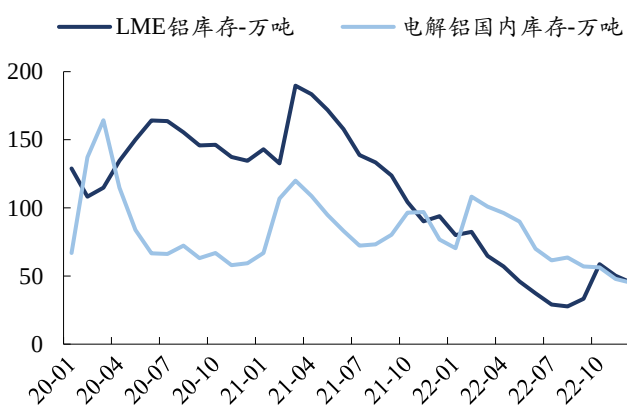
2022 年-至今: 欧洲能源危机引起海外铝企减产, 铝价高位震荡, 铝材成本上涨。2022 年 3 月,俄乌冲突爆发后,欧洲各国开始对俄罗斯化石能源实施禁运等制裁政策,欧洲各国陷入能源危机,能源价格上涨。欧洲铝企纷纷选择减产或停产等方式来应对能源价格上涨带来的成本增加,国际电解铝供给不足预期加强,引发国际铝价的再次上涨, LME 铝 3 个月期货价格在 2022 年 3 月份再次涨达 22465.62 元/吨。铝出口需求增强,同时川渝及云南地区先后受供电短缺影响,带动国内铝价上升,国内铝锭价格在 2022 年 3 月份超过 2021 年十月份的最高价再创新高,达到了 22596.5 元/吨。上游电解铝价格上涨传导至下游,易拉罐价格达到 14884.78 元/吨的历史高位。

图 21: 2020 年-至今电解铝和铝材价格走势



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 2020 年-至今电解铝库国内外库存变化情况



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 玻璃篇

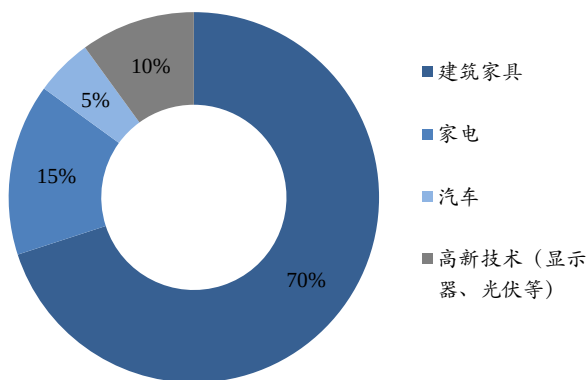
玻璃价格与上游原料玻璃相关性较大。玻璃一般是用多种无机矿物(如石英砂、石灰石、长石、纯碱等)为主要原料,另外加入少量辅助原料制成的。玻璃按照生产分类,主要分为平板玻璃和深加工玻璃。制瓶企业往往采用成本定价法,因此啤酒行业中的玻璃价格与上游原料

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

料玻璃价格相关性较大，我们选用浮法平板玻璃指数近似模拟玻璃价格走势。

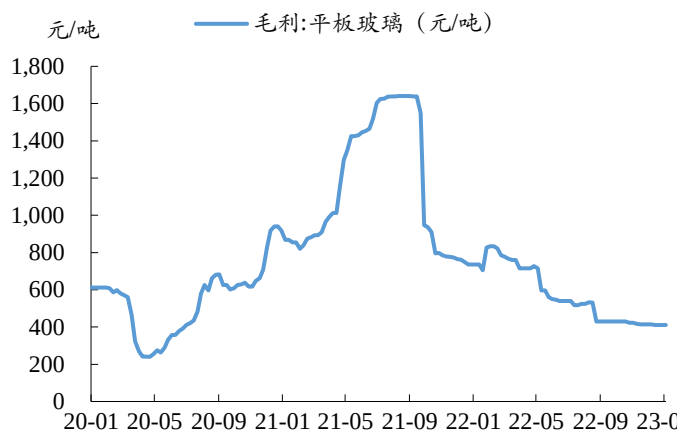
玻璃价格存在明显的周期性，需求是玻璃价格的关键。一方面，玻璃下游需求较为单一，依赖地产行业走势。2022 年，70%的玻璃应用于建筑家具行业，家电、汽车、高新技术行业需求占比分别为 15%、5%、10%。另一方面，普通平板玻璃对下游的定价权较弱。从供给端来看，普通平板玻璃的生产工艺较为成熟，产品同质化严重，玻璃企业对下游议价能力不高。因此，我们发现，在玻璃价格的周期中，当下游需求复苏时，玻璃企业的议价能力提升，玻璃价格上涨，玻璃企业盈利能力随之改善，产能扩张较快；而随着行业的供需格局发生变化，产能过剩或者需求走弱时，玻璃价格下跌，玻璃企业业绩低迷，行业进入去产能周期；而随着新一轮需求的复苏，玻璃行业又会迎来新一轮的景气度周期。

图 23：玻璃下游需求较为单一



数据来源：华商情报网，信达证券研发中心

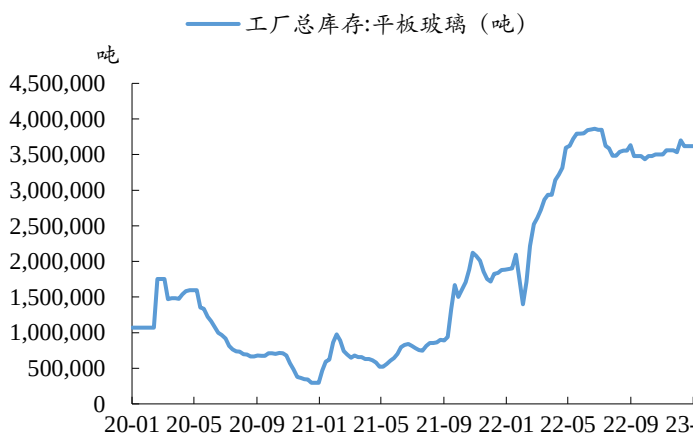
图 24：平板玻璃毛利存在明显的周期性



数据来源：Wind，信达证券研发中心

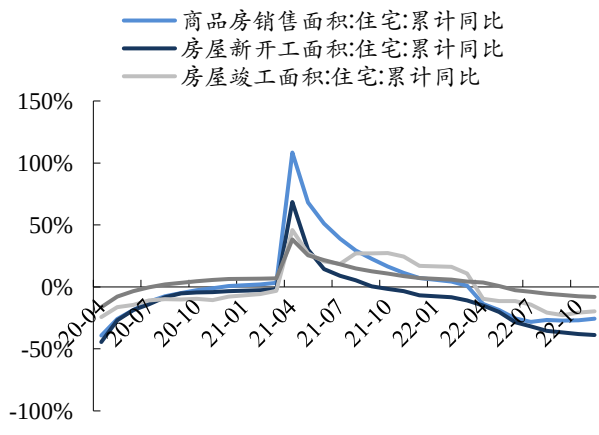
库存仍然处于高位，地产企稳释放存量需求，我们预计 2023 年玻璃价格仍将低位运行。2022 年年底以来，受到“金融十六条”、信贷、债券、股权融资三支箭等地产行业利好政策的影响，房企逐渐获得金融支持，地产行业下行趋势有所遏制。虽然房地产销售面积、销售额、竣工面积等指标今年以来持续下滑，但下滑趋势出现明显遏制。考虑到短期内政策传递存在时间滞后性、地产难以释放大量需求消化玻璃行业高库存，我们预计短期内玻璃价格低位运行。

图 25：平板玻璃的工厂总库存仍然处于高位



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：地产行业下行趋势有所遏制



数据来源：Wind，信达证券研发中心

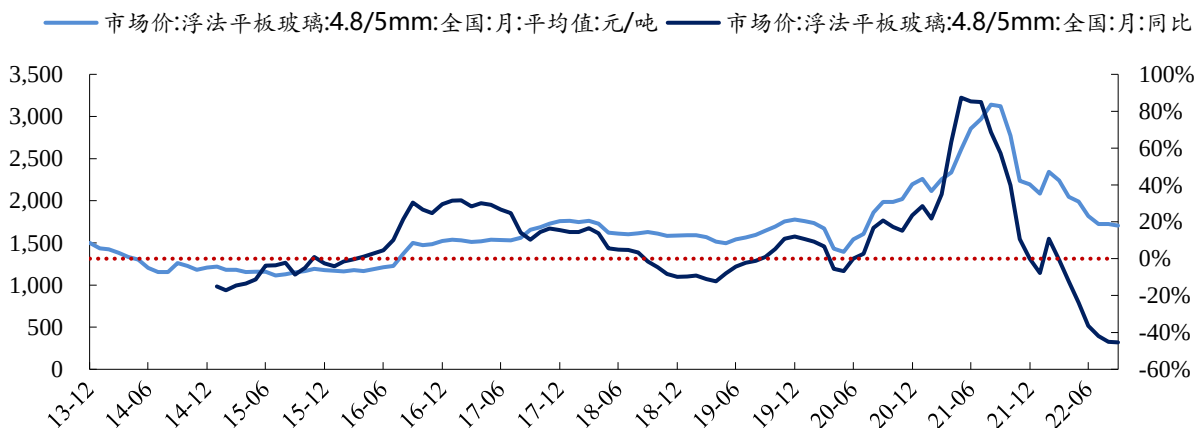
具体复盘 2014 年后玻璃价格的两次周期：

2016-2018：供给侧改革，产能收缩严重。我国玻璃行业供给侧的结构性问题突出，平板玻璃

行业产能严重过剩。2016 年 5 月，国务院办公厅印发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，《意见》中指出目标任务是到 2020 年，通过严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目、淘汰落后产能、推进联合重组等手段再压减一批平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。随后 2016 年 12 月国务院印发《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》、2017 年 2 月工业和信息化部、安全监管总局印发《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》。在供给侧改革背景下，2016-2017 年玻璃供给侧产量大幅压缩，叠加 2015Q2 后楼市进一步升温，玻璃价格走高。而需求端看，2015Q2 后楼市进一步升温，带动玻璃价格 2016/03-2018/03 持续走高。2018 年因地产降温玻璃需求不及预期，玻璃价格从 Q2 开始回落，一直到 2019 年年中。

2020Q3-2021Q2：地产竣工需求拉动玻璃需求。由于 2020 年上半年新冠疫情影响地产施工进度，因此随着下半年疫情得到控制，2020 年下半年开始竣工面积累计同比增幅转正，2021 年上半年继续演绎地产行业赶工交付拉动玻璃的需求的行情，玻璃价格持续走高，平均同比涨幅高达 42%。2021 年三季度起玻璃价格逐步回落，在 2022 年 3 月左右价格略有反弹，但难以改变玻璃价格下行趋势；从整体来看，玻璃价格下降趋势已趋于平缓。

图 27：浮法平板玻璃价格走势

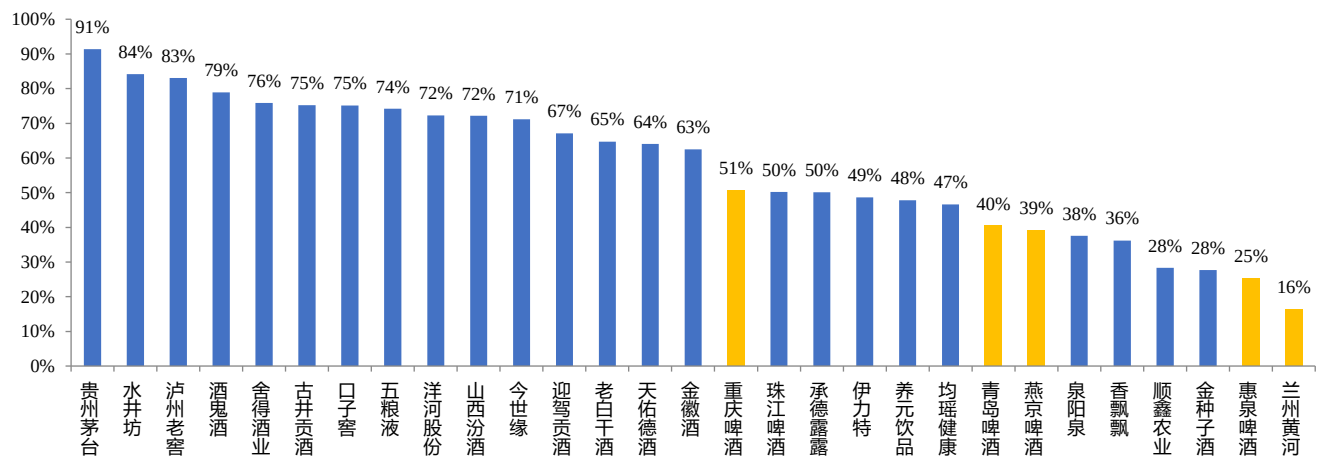


数据来源：Wind，信达证券研发中心

2 竞争环境改善，成本改善释放盈利弹性

成本波动对啤酒品牌商利润影响较大。考虑到 A 股啤酒标的 2021 年在新收入准则下将运输费用计为成本，因此我们选用 2020 年行业数据对比。啤酒行业整体毛利率偏低，2020 年啤酒龙头华润啤酒毛利率为 39.16%，青岛啤酒毛利率为 40.42%，而大部分白酒企业的毛利率皆在 60% 以上，因此成本上涨时对低毛利率的企业来说压力相对较大、下跌时毛利率弹性又较为明显。而从上游价格波动和上市公司报表端的关系来看，由于进口大麦通常是年度采购，因此当年 Q4 大麦的价格一般兑现到第二年财务报表；而包材通常是季度或者半年度采购，因此包材价格的上涨和下跌兑现到报表端要 1-2 个季度。

图 28：2020 年 A 股饮品上市公司中饮品毛利率对比



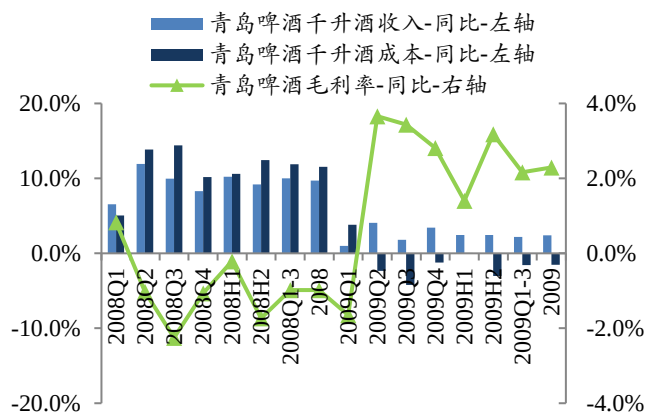
数据来源：Wind，信达证券研发中心

我们认为成本改善后能否释放利润弹性取决于行业发展阶段、企业是否有动机在成本改善后增加费用投放，因此报表端我们选取毛销差作为主要判断指标。

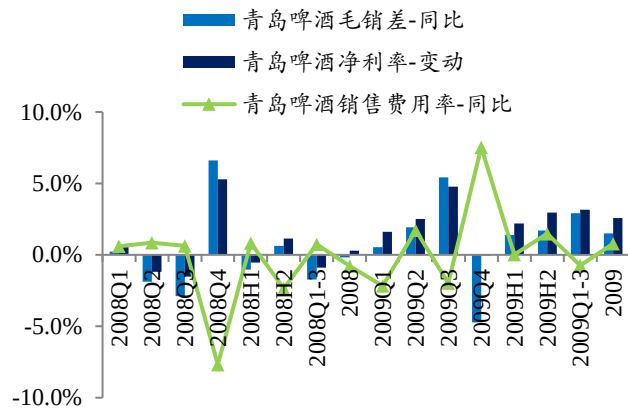
逻辑一：在行业处于增量时代下，啤酒品牌商跑马圈地，成本上涨后品牌商倾向于集体节省销售费用的投放，而在成本改善后、费用的投放或将重新以销量增长为导向。因此，我们会发现，在啤酒行业 2018 年进入高端化阶段以前，成本改善后，毛销差改善较少。

2008 年-2009 年：2006 年-2007 年澳洲干旱导致大麦减产，啤酒原材料成本上涨。

从原料价格看，进口大麦平均单价从 2006Q3 到 2008Q4 处于上升区间，其中 2007 年年底大麦价格同比增幅高达 60% 以上。以青岛啤酒为例，对应到报表端则是 2008Q2-2009Q1 千升酒成本分别同比+13.9%、+14.4%、+10.2%、+3.8%，但是产品结构升级和提价并没有完全消化成本压力，毛利率基本有 1-2 个点的下降。叠加 2008 年奥运会营销费用投放较多，2008 年前三季度销售费用率同比+0.7pct，毛销差同比-1.7pct，归母净利率同比-0.9pct。2008 年 8 月进口大麦单价高位回落，同比降幅平均 30%，2009Q2、Q3 青岛啤酒千升酒成本同比-2.3%、-4.2%，毛利率分别同比+3.7pct、3.4pct。进口大麦价格下跌后，青岛啤酒在 2009Q2 加大销售费用的投放，销售费用率同比+1.7pct，毛销差同比+1.9pct，净利率同比-0.7pct。

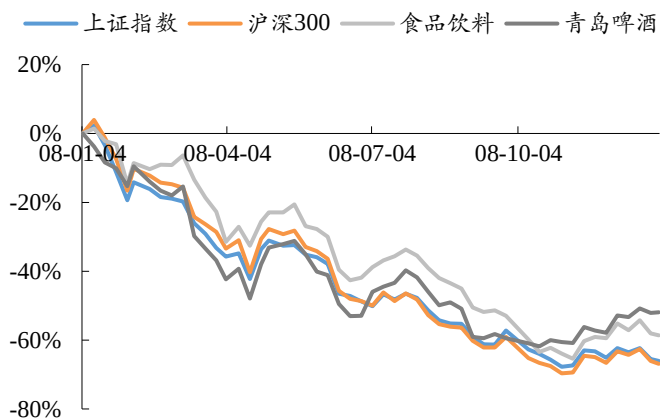
图 29：2008-2009 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

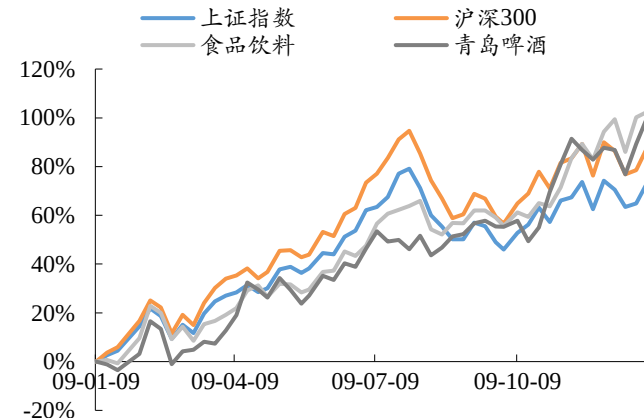
图 30：2009 年成本改善后青岛啤酒加大费用投放


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

股价复盘：从 2008 年行情来看，2008 年金融危机爆发，大盘、食品饮料行业持续下跌，上证指数累计下跌 66.0%，食品饮料累计下跌 58.7%，而青岛啤酒受到宏观环境、原料价格大幅上涨、奥运会费用投放等多重压力下，2008 年累计下跌 51.9%。2008 年 11 月 5 日，国内推出“四万亿”计划，市场预期经济企稳回升，2009 年上证指数累计上涨 72.0%，食品饮料累计上涨 100.2%，而青岛啤酒尽管 2009 年成本下降后增投费用、盈利能力并未边际好转，2009 年累计上涨 98.5%。

图 31：2008 年青岛啤酒股价走势


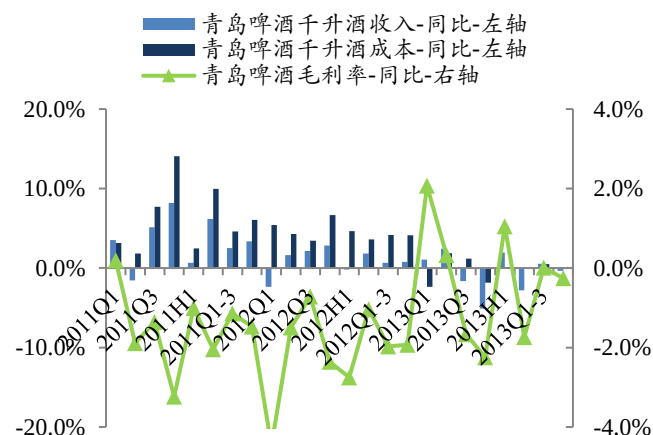
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 32：2009 年青岛啤酒股价走势


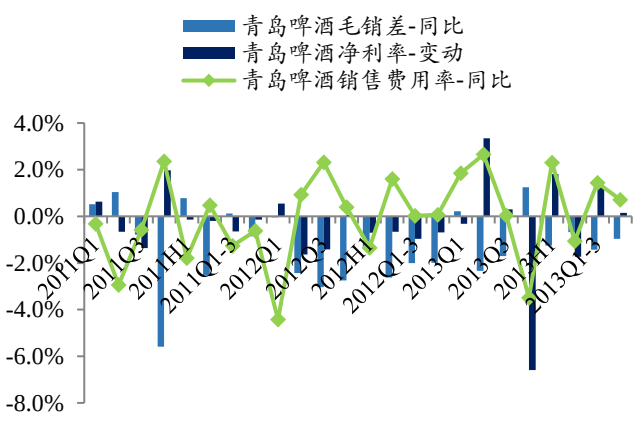
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

2011 年-2012 年：美元贬值+大麦减产+国际油价上升带动大麦成本上涨。

从原料价格看，进口大麦平均单价从 2010Q4 到 2012Q1 处于上升区间，同比涨幅平均 42%，对应到青岛啤酒报表端则是 2011Q3、2012Q1 千升酒成本分别同比+7.7%、同比+5.4%，千升酒收入分别同比+5.1%、-2.3%，毛利率同比下降 1.4pct、下降 4.5pct。2011Q4 大麦进口平均单价达到峰值 384 美元/吨后逐渐回落；2012 年全年维持在 300 美元/吨左右，年底大麦价格略上涨到了 315 美元/吨，2013 年 Q1-Q3 青啤千升酒成本分别同比-2.4%、+1.9%、+1.2%，毛利率同比+2.1pct、0.3pct、-1.7pct，但是销售费用率同比+1.9pct、+2.7pct、0.0pct，毛销差同比+0.2pct、-2.3pct、-1.7pct。可以看出，成本下跌后，在胶着的竞争环境下，青岛啤酒相应加大了销售费用的投放，因此成本下降的红利并未在利润端兑现。

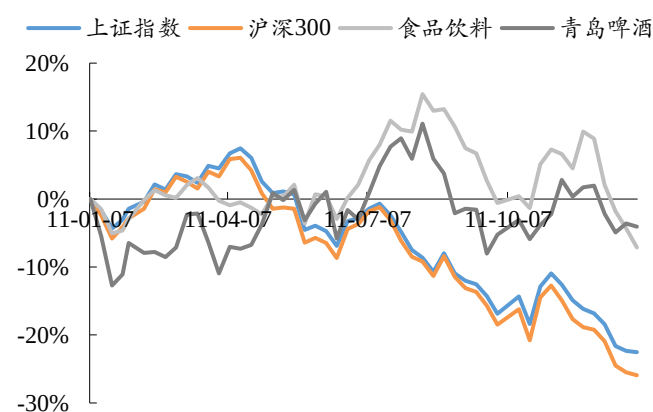
图 33：2011-2013 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

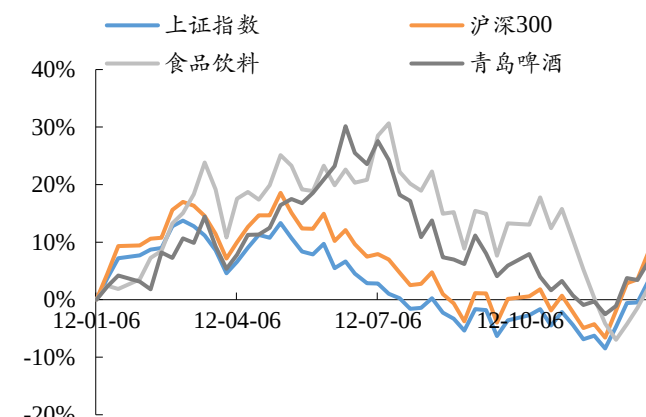
图 34：2013 年成本改善后青岛啤酒加大销售费用投放


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

股价复盘：2011 年美元贬值，大盘呈下跌趋势，上证指数累计下跌 22.5%，沪深 300 累计下跌 25.9%，由于大麦减产，进口平均单价在 2011Q4 达到峰值后回落，食品饮料行业、青岛啤酒股价波动但整体跌幅较小，分别累计下跌 7.1%、6.7%。2012H1 大盘、食品饮料呈上涨态势且食品饮料涨幅更高，上证指数累计上涨 2.8%，食品饮料累计上涨 22.2%，而青岛啤酒由于 2012 年竞争胶着、增投费用，成本下降的红利并未在利润段兑现，2012 年累计上涨 6.7%。

图 35：2011 年青岛啤酒股价走势


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 36：2012 年青岛啤酒股价走势


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

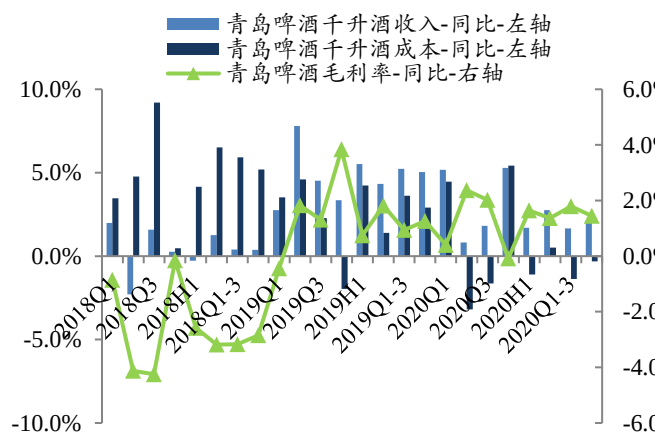
逻辑二：2014 年后啤酒行业进入存量时代，行业经过 2-3 年博弈过渡期，2018 年前后行业达成高端化共识，2017 年年底华润啤酒提出“3+3+3”发展战略，青岛啤酒提出振兴沿海、提速沿黄、解放沿江的策略。行业竞争环境趋于缓和，品牌商针对低端产品销量的投放逐渐转向占比尚小的高端产品，整体费效比改善明显。在竞争环境发生变化的大背景下，我们发现成本改善后、啤酒品牌商的费用投放趋于理性，整体对毛销差和净利率的改善也更为明显。

2018 年-2020 年：供给侧改革和澳洲干旱使啤酒成本端再次承压。

原料价格看，进口大麦平均单价从 2017Q3 到 2019Q2 处于上升区间，同比涨幅平均+18%，同时供给侧改革下包材中玻璃和纸箱上游原材料价格皆有 20-30% 的上涨。对应到青岛啤酒报表端则是 2018Q1-Q3 千升酒成本分别同比+3.5%、+4.8%、+9.2%，千升酒收入分别同比+2.0%、-2.3%、1.6%，毛利率同比-0.9pct、-4.1pct、-4.2pct，费用投放，销售费用率分别同比-0.1pct、-4.8pct、-5.0pct，毛销差同比-0.7pct、+0.7pct、+0.8pct，净利率同比+1.0pct、+0.9pct、+0.7pct。

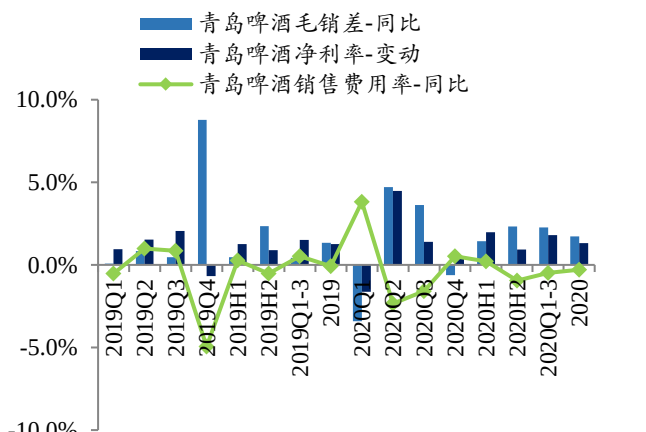
2019Q2 后，进口大麦平均单价从高位 296 美元/吨下降到 9 月份的 227 美元/吨，瓦楞纸价格自 2018 年 5 月-2019 年 8 月累计降幅 32%，青岛啤酒千升酒成本上的压力明显改善，2019 年前三季度分别同比+3.5%、+4.6%、+2.3%。2020 年以来，Q1 疫情影响下青岛啤酒销量下滑严重，Q1 千升酒成本同比+4.5%，但是进口大麦平均单价呈现下降趋势，同时二季度瓦楞纸、玻璃瓶各种包材价格都处于小低谷内，很大程度上缓解了青岛啤酒千升酒成本上升的压力。2020Q2、Q3 青啤千升酒成本分别同比-3.2%、-1.6%，毛利率同比+2.4pct、2.0pct，销售费用率持续下降，同比-2.3pct、-1.6pct，毛销差同比+4.7pct、3.6pct，净利率同比+4.5pct、1.4pct。对比 2011-2012 年成本下降后青岛啤酒的利润改善情况，我们发现 2018-2020 年成本下降后，青岛啤酒的利润端改善明显。

图 37：2018-2020 年青岛啤酒成本对毛利率的影响情况



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

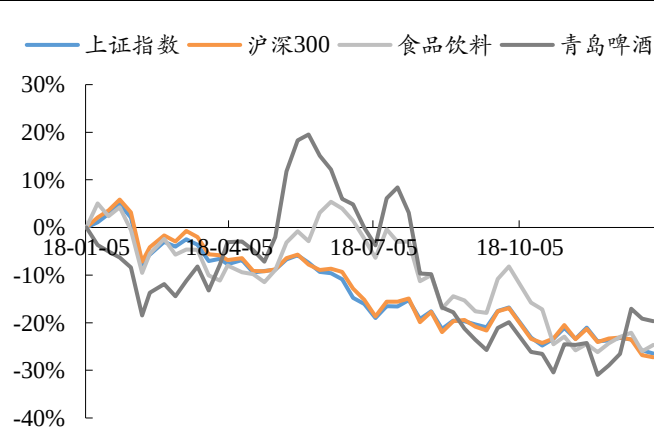
图 38：2020 年成本改善后青岛啤酒收缩销售费用投放



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

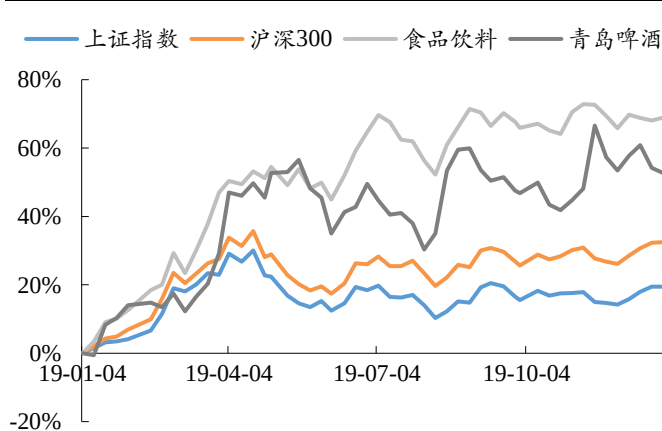
股价复盘：2018 年大盘不断下跌，上证指数累计下跌 26.5%，进口大麦原材料与上游原材料价格上涨，青岛啤酒累计下跌 19.69%。2019 年大盘、食品饮料行业回暖，上证指数累计上涨 19.49%，食品饮料累计上涨 68.87%，而青岛啤酒由于原料大麦、瓦楞纸价格均有所下降，缓解了成本压力，累计上涨 52.73%。受疫情影响，2022Q1 大盘与食品饮料行业均有一定程度下跌，2020 全年大盘涨幅较小。而青岛啤酒原料成本下降的红利兑现到利润端，2022 年累计上涨 92.68%。

图 39：2018 年青岛啤酒股价走势



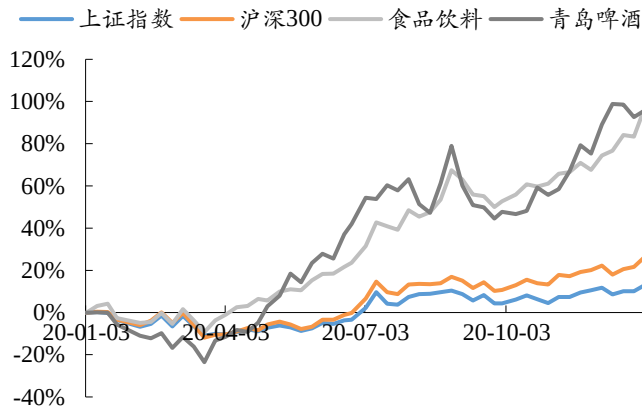
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 40：2019 年青岛啤酒股价走势



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 41：2020 年青岛啤酒股价走势



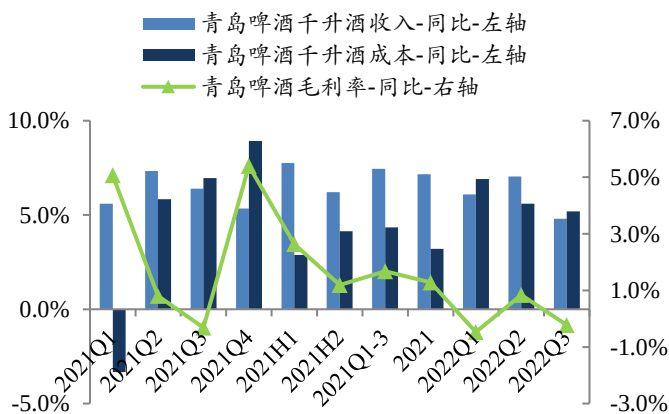
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

2021 年-2022Q3：美联储降息+俄乌冲突，全球大宗商品价格上涨。

在新冠疫情的冲击下，美联储 2021 年 3 月开启量化宽松政策，全球大宗商品价格大幅上涨，进口大麦平均单价从 2021Q1 到 2022Q4 处于上升区间，同比涨幅平均 24%，2020Q3-2022Q1 瓦楞纸同比涨幅平均 19%。而玻璃价格方面，叠加地产赶工交付拉动玻璃需求，2020Q3-2021Q4 平板玻璃同比涨幅平均 40%。对应到报表端，青岛啤酒 2021Q2、Q3 千升酒成本分别同比+5.8%、+7.0%，毛利率同比+0.8pct、-0.3pct，继 2020 年费效比改善、2021 年旺季销售费用率分别同比-1.7pct、-0.8pct，毛销差分别同比+2.5pct、0.5pct。

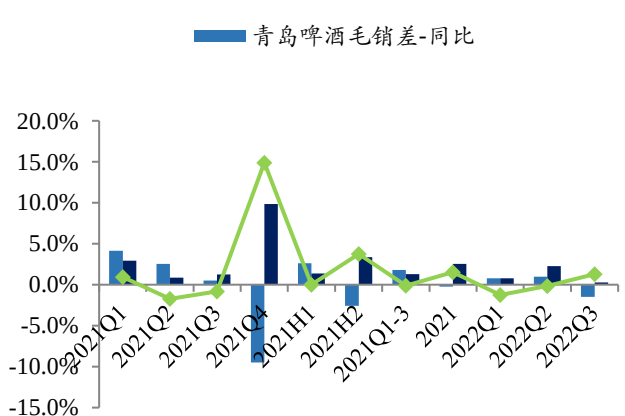
进入到 2022 年，上游原料价格走势出现分化，进口大麦平均单价同比涨幅均在 20%以上，铝材价格同比涨幅 5 月以后控制在 10%以内，而瓦楞纸和玻璃价格从 2022 年 3 月开始转跌。对应到啤酒企业报表端，2022Q1-Q3 青岛啤酒千升酒成本分别同比+6.9%、+5.6%、+5.2%，毛利率同比-0.5pct、+0.8pct、-0.2pct，由于 3 月底新冠疫情反复、公司调整季度间费用投放节奏，销售费用率同比-1.2pct、-0.2pct、+1.3pct，毛销差同比+0.8pct、+1.0pct、-1.5pct。全年看，我们预计青岛啤酒千升酒收入同比+5.3%，千升酒成本同+5.3%，毛利率持平，销售费用率同比-0.8pct，毛销差同比+0.9pct。

图 42：2021-2022Q3 青岛啤酒成本对毛利率的影响情况



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

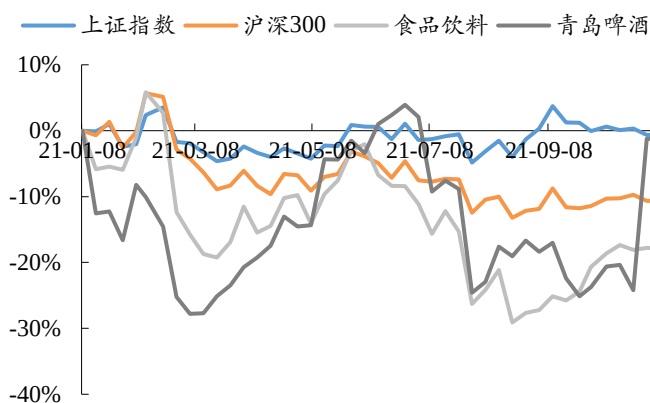
图 43：2021 年青岛啤酒销售费用率持续改善



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

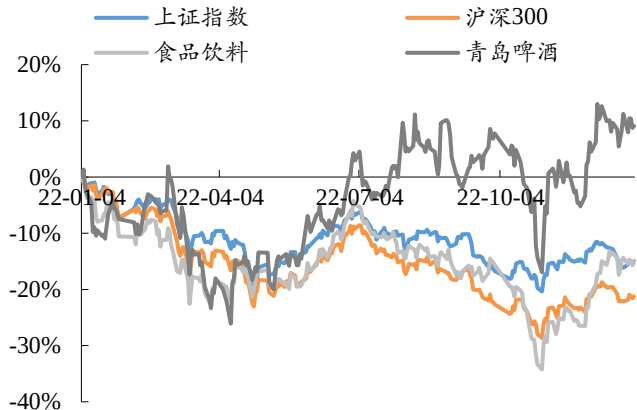
股价复盘：2021 年疫情冲击叠加美联储降息，大盘波动下跌，沪深 300 累计下跌 10.68%，由于全球大宗商品价格上升，进口大麦、瓦楞纸、玻璃等原料价格上升，拉升了食品饮料行业成本，全年波动幅度较大，Q1 食品饮料、青啤下跌曾达 19.24%、27.79%，经 Q2、Q3 回暖，Q4 波动加剧，2021 年食品饮料累计下跌 17.8%，青岛啤酒累计下跌 1.24%。从 2022 年行情来看，整体大盘与食品饮料行业均呈下跌趋势，上证指数、食品饮料均累计下跌 15%，3 月新冠疫情反复，青岛啤酒同样下跌，之后原料价格走势分化，瓦楞纸和玻璃价格开始转跌，青岛啤酒股价上涨，最终实现 2022 年累计上涨 9%。

图 44：2021 年青岛啤酒股价走势



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 45：2022 年青岛啤酒股价走势



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

3 盈利弹性测算以及投资建议

3.1 盈利弹性测算

2023 年啤酒行业成本增幅有望小于 2022 年，毛利率有望同比改善。从行业平均水平来说，1) 大麦占比 10%-15%左右，我们预计成本上涨 20%-30%：一方面，2022 年法国夏季高温干旱、大麦减产，2022 年 11 月进口大麦均价同比+33%，而啤酒品牌商通常年底、第二年年初完成第二年大麦的锁价，因此我们预计啤酒成本中大麦部分双位数增长。2) 包材占比 45%-55%左右，我们预计成本持平甚至转跌：玻璃行业处于高库存且地产短期难以释放需求、价格有望保持低位运行，铝材价格同比增幅有望控制在个位数，而瓦楞纸价格跌幅或将扩大。

我们选取华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒为行业内重点公司，通过敏感性分析测算成本环比改善后利润率改善空间。

维度一：单一变量测算。在 2021 年基础上，假设易拉罐价格同比-10%，华润啤酒毛利率有望改善 0.9pct-1.2pct，重庆啤酒毛利率有望改善 0.7pct。假设玻璃瓶价格同比-10%，华润啤酒毛利率有望改善 0.3-0.6pct，重庆啤酒毛利率有望改善 0.9pct。假设瓦楞纸价格同比-10%，华润啤酒毛利率有望改善 0.3pct-0.6pct，重庆啤酒毛利率有望改善 0.5pct。假设大麦价格同比-10%，华润啤酒毛利率有望改善 0.6pct-0.9pct，重庆啤酒毛利率有望改善 0.5pct。因此我们可以看到，如果单一变量中易拉罐价格、玻璃价格、大麦价格下降，华润啤酒的毛利率改善空间更大，而如果瓦楞纸价格下降，重庆啤酒的毛利率改善空间更大。

表 1：华润啤酒和重庆啤酒单一变量下利润弹性测算

假设	成本占比		毛利率改善空间	
	华润啤酒	重庆啤酒	华润啤酒	重庆啤酒
易拉罐价格同比-10%	15%-20%	14%	0.9-1.2pct	0.7pct
玻璃价格同比-10%	5%-10%	18%	0.3-0.6pct	0.9pct
瓦楞纸价格同比-10%	5%-10%	11%	0.3-0.6pct	0.5pct
大麦价格同比-10%	10%-15%	12%	0.6-0.9pct	0.5pct

数据来源：信达证券研发中心测算

维度二：双变量测算。从 2022 年底成本价格走势来看，我们认为双变量测算更加符合实际情况，因此假设大麦价格同比+20%，同时包材价格同比-10%。根据我们测算，华润啤酒毛利率有望改善 1.2-1.8pct，青岛啤酒毛利率有望改善 1.5pct，重庆啤酒毛利率有望改善 1.2pct，可以看出改善幅度是华润啤酒>青岛啤酒>重庆啤酒，主要原因还是在于成本结构的差异。

图 38：2021 年华润啤酒毛利率弹性测算

华润啤酒包材成本同比变动										
大麦	毛利率同比变动	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	-20%	6.1%	4.9%	3.7%	2.4%	1.2%	0.0%	-1.2%	-2.4%	-3.7%
	-15%	5.8%	4.6%	3.3%	2.1%	0.9%	-0.3%	-1.5%	-2.7%	-4.0%
	-10%	5.5%	4.3%	3.0%	1.8%	0.6%	-0.6%	-1.8%	-3.0%	-4.3%
	-5%	5.2%	4.0%	2.7%	1.5%	0.3%	-0.9%	-2.1%	-3.3%	-4.6%
	0%	4.9%	3.7%	2.4%	1.2%	0.0%	-1.2%	-2.4%	-3.7%	-4.9%
	5%	4.6%	3.3%	2.1%	0.9%	-0.3%	-1.5%	-2.7%	-4.0%	-5.2%
	10%	4.3%	3.0%	1.8%	0.6%	-0.6%	-1.8%	-3.0%	-4.3%	-5.5%
	15%	4.0%	2.7%	1.5%	0.3%	-0.9%	-2.1%	-3.3%	-4.6%	-5.8%

数据来源：信达证券研发中心测算

图 39：2021 年青岛啤酒毛利率弹性测算

青岛啤酒包材成本同比变动										
大麦	毛利率同比变动	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	-20%	6.8%	5.4%	4.0%	2.6%	1.3%	-0.1%	-1.5%	-2.9%	-4.2%
	-15%	6.5%	5.1%	3.7%	2.3%	1.0%	-0.4%	-1.8%	-3.2%	-4.6%
	-10%	6.1%	4.8%	3.4%	2.0%	0.6%	-0.7%	-2.1%	-3.5%	-4.9%
	-5%	5.8%	4.4%	3.1%	1.7%	0.3%	-1.1%	-2.4%	-3.8%	-5.2%
	0%	5.5%	4.1%	2.8%	1.4%	0.0%	-1.4%	-2.8%	-4.1%	-5.5%
	5%	5.2%	3.8%	2.4%	1.1%	-0.3%	-1.7%	-3.1%	-4.4%	-5.8%
	10%	4.9%	3.5%	2.1%	0.7%	-0.6%	-2.0%	-3.4%	-4.8%	-6.1%
	15%	4.6%	3.2%	1.8%	0.4%	-1.0%	-2.3%	-3.7%	-5.1%	-6.5%
	20%	4.2%	2.9%	1.5%	0.1%	-1.3%	-2.6%	-4.0%	-5.4%	-6.8%

数据来源：信达证券研发中心测算

图 40：2021 年重庆啤酒毛利率弹性测算

重庆啤酒包材成本同比变动										
大麦	毛利率同比变动	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	-20%	5.4%	4.3%	3.2%	2.1%	1.0%	-0.1%	-1.2%	-2.3%	-3.4%
	-15%	5.1%	4.0%	2.9%	1.8%	0.7%	-0.4%	-1.5%	-2.6%	-3.6%
	-10%	4.9%	3.8%	2.7%	1.6%	0.5%	-0.6%	-1.7%	-2.8%	-3.9%
	-5%	4.6%	3.5%	2.4%	1.3%	0.2%	-0.9%	-1.9%	-3.0%	-4.1%
	0%	4.4%	3.3%	2.2%	1.1%	0.0%	-1.1%	-2.2%	-3.3%	-4.4%
	5%	4.1%	3.0%	1.9%	0.9%	-0.2%	-1.3%	-2.4%	-3.5%	-4.6%
	10%	3.9%	2.8%	1.7%	0.6%	-0.5%	-1.6%	-2.7%	-3.8%	-4.9%
	15%	3.6%	2.6%	1.5%	0.4%	-0.7%	-1.8%	-2.9%	-4.0%	-5.1%
	20%	3.4%	2.3%	1.2%	0.1%	-1.0%	-2.1%	-3.2%	-4.3%	-5.4%

数据来源：信达证券研发中心测算

3.2 投资建议以及盈利预测

从板块的角度来说，三家公司毛利率改善的幅度有望皆在 1.0pct 以上，而在高端化浪潮下，区别于市场对成本改善后费用增投的担忧，我们认为 2023 年重点标的华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的销售费用率有望持平，净利率有望同步改善 1.0pct 以上，高端化或更加凸显成本改善的盈利弹性。

华润啤酒：高端制胜，卓越发展。公司高端化空间广阔，2021 年次高端及以上的销量仅有 187 万千升，占总量 17%，对标相近价格带的青岛啤酒主品牌销量占比 55%、重庆啤酒中端+高端销量占比 82%。今年尽管疫情反复，但是公司高端化韧性较强，我们预计次高端及以上全年销量同比+20%左右，其中喜力实现双位数增长，若剔除 2021 年出售土地一次性收益 17.55 亿元、2022 年归母净利润预计同比+30%。公司高端化逻辑在业绩端持续兑现，第二个三年发展“决战高端、质量发展”有望顺利收官。展望明年，2023 年将开启公司最后一个三年发展战略“高端制胜，卓越发展”，依靠 2017-2022 年积累的品牌力+产品力+渠道力实现高端市场占有率名列前茅、对标国际一流公司、成为世界一流的公司三个赢高端的战略目标。在 2023-2025 年中，SuperX、纯生、喜力将是公司高端化主力产品，同时加大喜力在大客户中推广力度，我们预计公司次高端及以上产品保持双位数增长，在成本环比改善的红利下，预计 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 29.3%，营收 CAGR 为 6.4%，持续看好产品结构改善后净利率改善的长期趋势。我们预计华润啤酒 2022-2024 年 EPS 分别 1.29 元、1.65 元、2.15 元，对应 2023 年 2 月 24 日收盘价（56.8 港币/股、48.28 元/股）市盈率 37、29、22 倍，维持“买入”评级。

青岛啤酒：高端化势头正盛，利润加速释放。作为国内啤酒酿造历史长达百年的企业，公司品牌底蕴深厚，其品牌价值为中国酒业第三、啤酒行业第一，消费者对其品牌认可度较高。在以前价格战渠道战中，青岛啤酒优势并不突出，但是在行业高端化红利下，有望凭借经典、纯生、白啤三大单品在业绩端大放异彩。展望未来的产品结构升级进程，公司将继续执行“提速沿黄、振兴沿海、解放沿江”的区域市场策略：1) 沿黄战略带目标稳定市占率，优化产品结构，其中黑吉辽、内蒙和河南打造成 5 个新基地市场，快速放量；2) 沿江战略带因地制宜，收缩和聚焦；3) 沿海战略带扭亏为盈。啤酒行业格局清晰，且高端化逻辑得到业绩兑现，我们认为青岛啤酒山东省内和华北市场的产品结构升级速度+明年成本边际改善释放的利润弹性有望超出市场预期，预计 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 22.7%，营收 CAGR 为 7.0%，净利率改善趋势确定性较高。我们预计青岛啤酒 2022-2024 年 EPS 分别 2.48 元、2.95 元、3.73 元，对应 2023 年 2 月 24 日收盘价（103.31 元/股）市盈率 42、35、28 倍，维持“买入”评级。

重庆啤酒：困境反转，乌苏有望重获增长动力。从公司的发展阶段来看，今年处于困境反 转

期。一方面，2021 年底公司的组织架构开始调整，明确新疆 BU 和 CIB BU 管理范围，今年仍旧处于团队整合的磨合阵痛期；另一方面，多多买菜、美团优选等社区团购渠道对乌苏线下价格体系有一定的冲击，叠加疫情客观原因，乌苏增长不及市场预期。但是拉长时间看电商渠道是嘉士伯做大乌苏品牌力弯道超车的机会，有望将乌苏以前只能以中式餐饮为主的消费场景扩展到个人消费和家庭消费场景上，从而触达到更多的消费者。在扬帆 27 战略中国区的规划中，公司强调组织在新零售渠道的销售能力，我们认为公司不会因为线上对线下的伤害而放弃电商渠道，反而会通过产品和价格的区隔让线上和线下渠道实现共赢。公司年底将继续深化组织架构调整，若顺利完成，将基本实现区域化管理、各 BU 之间全品项全渠道运作，区域窜货问题得以解决。公司短期遭遇增长瓶颈，但是长期我们看好重庆啤酒对旗下产品品牌调性的提炼。消费者对于品牌调性的认知是文化和精神层面，而不是物质层面，因此品牌调性的提炼是最难的事情、但是提炼出来后也会是较难替代的。受疫情影响比较大的乌苏和 1664，今年都是自身的业绩洼地，看向 2023 年旺季，我们认为公司若 2022 年年底到 2023 年年初窗口期内部理顺后，叠加疫情的边际好转，乌苏和 1664 有望恢复较好的增长。我们预计 2022-2024 年归母净利润 CAGR 为 28.0%，营收 CAGR 为 16.1%，持续看好产品结构改善后净利率改善的长期趋势。我们预计重庆啤酒 2022-2024 年 EPS 分别 2.59 元、3.40 元、4.23 元，对应 2023 年 2 月 24 日收盘价（132.12 元/股）市盈率 51、39、31 倍，维持“买入”评级。

表 2：重点公司盈利预测以及估值对比

2023/02/06	总市值 (亿元)	营业收入-百万元			营业收入-yoy			归母净利润-百万元			归母净利润-yoy			PE		
		21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
		A 股														
青岛啤酒	1409.39	30167	32341	34648	8.7%	7.2%	7.1%	3155	3383	4030	43.3%	7.2%	19.1%	44.67	41.66	34.97
重庆啤酒	639.42	13119	14039	16467	19.9%	7.0%	17.3%	1166	1251	1647	8.3%	7.3%	31.6%	62.79	51.10	38.82
H 股																
华润啤酒	1566.29	33387	35907	38253	6.2%	7.6%	6.5%	4587	4180	5362	119.0%	-8.9%	28.3%	38.38	37.47	29.21

数据来源：Wind，信达证券研发中心

4 风险提示

新冠疫情反复

若旺季新冠疫情反复，感染率上升后抑制居民消费需求，影响公司短期销量

大麦和包材等成本端波动风险

2023 年如果出现黑天鹅事件、包材价格上涨超出市场预期，公司成本管控能力不到位或者提价不畅，毛利率受损。



研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（深度研究安琪酵母，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深度研究东鹏饮料）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒）。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料（深度研究农夫山泉）行业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。