

# 中国啤酒行业：俄乌战争导致原材料价格上涨对行业成本影响的分析

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

2022年3月9日

- 市场对原材料价格上涨反应过度：**由于乌克兰是重要的农作物出口国，俄乌战争不仅导致原油及原油制品价格上涨，同时也造成了农作物（包括小麦、大麦、玉米等）价格的大幅攀升。2月中至今，啤酒行业主要原材料中大麦价格上涨 23%。另一方面，铝的价格自2月中以来也上涨了 16%。这也再次引起了市场对啤酒行业成本压力的担忧。疲弱的市场情绪，结合行业潜在利润率下行的风险，导致过去两天中国啤酒行业股价大幅下跌。然而，考虑到啤酒公司锁价及延长采购周期等策略，我们认为，此次原材料价格上涨短期内对于华润啤酒（291 HK）、重庆啤酒（600132 CH）与百威亚太（1876 HK）的影响有限，市场明显反应过激。长期来看，我们相信华润、重啤与百威有着更大的高端化空间，因此原材料价格上涨对它们的影响要远小于青岛啤酒（168 HK/600600 CH）与燕京啤酒（000729 CH）。我们通过以下分析来验证我们的观点。
- 短期：通过锁价与延长采购周期抵御成本上涨：**据我们与管理层沟通，华润、重啤、百威亚太都已完全锁定了大麦 2022 年全年的采购价格。因此，农作物价格的上涨不会影响它们 2022 年的生产成本与利润率。相对的，青啤至今未能 100% 锁定大麦采购成本，因此大麦价格上涨有可能对其 2022 年毛利率造成一定的压力。燕京未有透露这一方面的数据。另一方面，尽管对于铝的采购价格无法提前锁定，但是主要啤酒企业对于铝都拥有较高的库存水平。华润对铝的库存在 1-2 个季度之间，公司将通过延长对铝的采购周期来减小铝价上涨短期内对公司生产成本的影响。
- 长期：通过产品高端化与涨价来抵消成本压力：**正如我们在[中国啤酒行业深度报告](#)中所强调的，中国啤酒行业在整体消费领域里具有较大的高端化空间。另外，在过去 5 年里，中国啤酒玩家们共同通过提价来抵御成本上涨带来的压力，已经成为行业的常态与共识。假设在最坏的情况下，战争导致原材料价格长期居高不下，中国啤酒企业将加快产品高端化的步伐，同时通过提价来抵消原材料价格上涨对利润率带来的压力。考虑到华润、重啤与百威亚太相比青啤与燕京，在高端及以上价格带具有更强的产品组合、品牌矩阵与渠道布局，从而能够更好地迎合消费者消费升级的趋势，我们相信，他们在面对原材料价格大幅上涨的情况下，将更容易通过高端化与提价将成本向消费者传递。
- 净利润率水平决定原材料价格变化的影响：**我们估计，大麦作为啤酒生产的主要原材料，占中国啤酒企业生产成本的 9-14%，而铝作为啤酒产品主要包材之一，占生产成本 8-13%（取决于各啤酒企业罐装率的不同）。不考虑价格调整的影响，假设所有的原材料上涨影响完全传递到净利润，则净利润率越低的啤酒企业的盈利能力对原材料价格上涨更为敏感，影响也就更大。根据我们的原材料敏感度分析（图表 1），燕京与青啤的净利润受原材料价格上涨的影响要高于华润、重啤与百威。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

行业点评

中国啤酒行业：俄乌战争导致原材料价格上涨对行业成本影响的分析

**如何挑选中国啤酒行业的强者？**我们认为中国啤酒行业具有竞争力的玩家必须具备以下五个条件：(1) 足够强大的品牌矩阵来迎合消费者日益高端化的消费需求；(2) 对高端与超高端渠道与终端（尤其是现饮渠道）的掌控；(3) 足够强大的资本运作能力为企业带来外延性增长以及更大的高端化潜力；(4) 较早的产能优化进程帮助公司无后顾之忧，能够轻装上阵；(5) 优秀的财务数据与强大的基本面支撑公司在行业低迷期依然能够持续高端化的策略。我们重申，在中国啤酒行业中，我们更看好华润、重啤与百威高端化的能力与空间。华润与重啤是我们中国啤酒行业的首推。

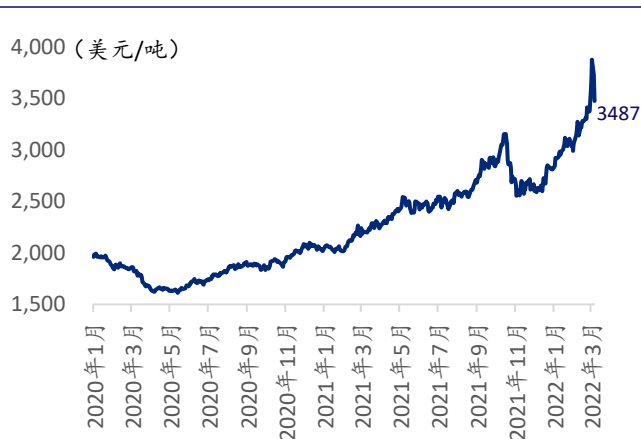
**图表 1：敏感度分析：原材料价格上涨对各啤酒企业净利润的影响**

股份代号	公司	2022E 核心净利润率 (少数股东前)	大麦占 成本比例	大麦价格涨 1%对 净利润的影响	铝占 成本比例	铝价格涨 1%对净利 润的影响
291 HK	华润啤酒	13.4%	12%	-0.4%	10%	-0.3%
600132 CH	重庆啤酒	18.1%	10%	-0.2%	8%	-0.2%
1876 HK	百威亚太	15.4%	11%	-0.2%	12%	-0.2%
168 HK/ 600600 CH	青岛啤酒	10.3%	12%	-0.5%	13%	-0.6%
000729 CH	燕京啤酒	3.6%	12%	-1.3%	9%	-0.9%

注：E=浦银国际预测

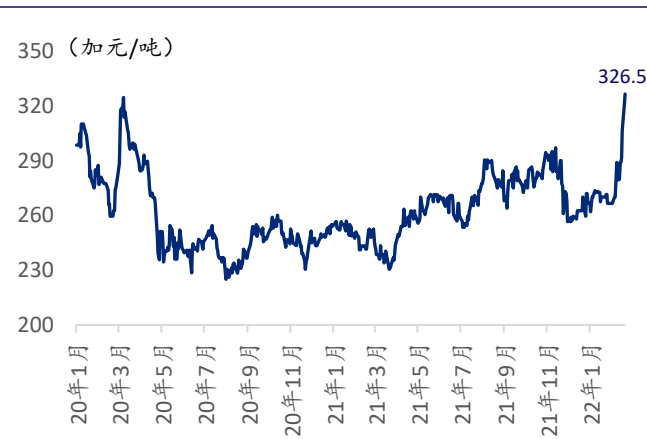
资料来源：浦银国际预测与估算

**图表 2：LME 铝期货价格**



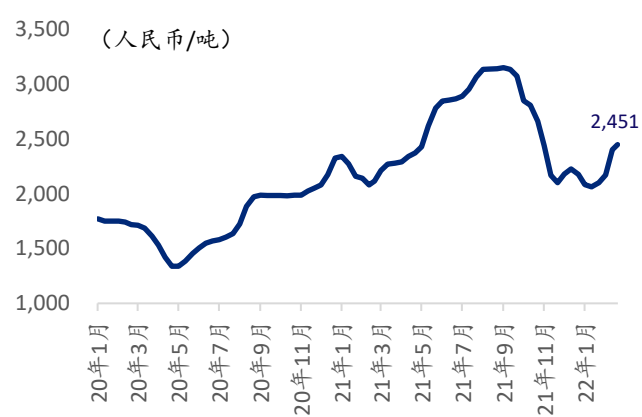
资料来源：Bloomberg, 浦银国际

**图表 3：加拿大大麦期货价格**



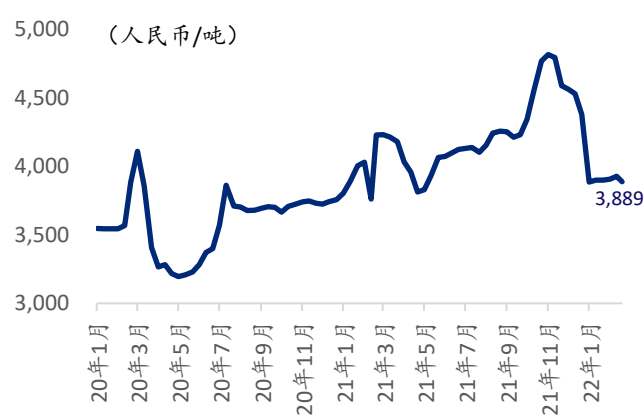
资料来源：Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 中国玻璃价格



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 中国瓦楞纸价格



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 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291 HK Equity	华润啤酒	53.95	买入	80.9	2022年1月26日	啤酒
600132 CH Equity	重庆啤酒	118.5	买入	180.6	2022年1月26日	啤酒
1876 HK Equity	百威亚太	23.05	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
168 HK Equity	青岛啤酒	68.90	持有	86.0	2022年1月26日	啤酒
600600 CH Equity	青岛啤酒	90.51	持有	95.0	2022年1月26日	啤酒
000729 CH Equity	燕京啤酒	7.55	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	67.85	买入	116.8	2021年7月6日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	104.6	买入	173.5	2021年10月19日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.01	持有	1.2	2021年11月12日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.09	买入	10.7	2022年2月17日	运动服饰零售
2150 HK Equity	奈雪的茶	4.89	持有	10.1	2021年11月1日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg, 浦银国际。截至 2022 年 3 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经授权的行为。

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人士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人士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

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

