



中国啤酒行业：产品结构加速提升，成本压力持续降低

中国啤酒行业近期股价表现疲软，主要归咎于在去年同期较低的基数下，各大啤酒玩家4月销量增长弱于市场预期。这导致在整体较弱的市场情绪下，主要中国啤酒玩家的估值水平都出现不同程度的下滑。在我们看来，市场对于短期的销量数据反应过度。啤酒单月的销量增长波动性较大，尤其容易受基数、天气、发货节奏等一次性因素的影响。与其纠结短期销量表现，我们认为市场应将更聚焦于中国啤酒行业确定性更高的两大趋势：1) 产品结构高端化的恢复；2) 原材料压力同比减小。这两大趋势才是驱动中国啤酒行业2023年收入和利润增长的主要动力。

- **产品结构高端化趋势开始显现：**2023年啤酒行业的高端化，主要是现饮渠道恢复带来渠道结构改善，从而推动了产品结构提升。回看1-2月，由于消费力和现饮渠道仍待恢复，这一趋势尚不明显。但随着基数逐渐降低以及消费情绪逐渐回暖，3-4月产品结构提升逐渐显现。以青啤为例，尽管4月总销量仅增长10.9%，但经典以上产品4月销量同比增长42%，远高于公司总体销量增长。三大主力产品都录得可观的销量增速（纯生+55%，白啤+47%，经典+40%）。华润方面，喜力1Q23销量同比增长达50%以上，相较2022年（30%+）进一步提速。Super X与纯生在1Q23也录得双位数增长，一起带动整体次高及以上产品销量增长20%。考虑4-5月较低的基数，这一趋势有望在2Q23持续。产品结构提升和提价将共同助力公司2023年平均单价大幅提升及毛利率同比扩张。
- **生产成本的压力持续减小：**展望2023年各啤酒玩家的成本，大麦的采购成本在重新锁价以后，同比将出现不同程度的涨幅（取决于采购量、产地等因素）。但包材价格持续下滑，将很大程度上抵消大麦采购价格上涨所带来的成本压力。根据我们近期和管理层的沟通，华润与青啤都下调了2023年的成本预算：华润管理层预测2023年成本同比仅增长小几亿元（此前：5亿元以内），而青啤管理层预测单吨成本仅增长1%（之前：增长2%）。另外，澳麦税收潜在放松，未来有望进一步降低大麦的采购价格，利好2024年的成本预期。
- **啤酒行业股价短期有望出现反弹：**尽管4月销量增速低于市场预期，以及近期天气状况较为不利，令市场对中国啤酒行业表现出较为低落的投资情绪。然而，据我们渠道调研，经销商备货的积极性仍保持高涨，主要玩家的基本面依然稳健。随着旺季到来以及天气逐渐转暖，同时考虑到估值已经历较为明显的回调，我们预测主要中国啤酒玩家5-6月股价的上行动能大于下行势能。我们预期，华润（291.HK）与青啤（0168.HK/600600.CH）股价表现有望在一个月内所有回升，而重啤（600132.CH）股价或将在下半年逐步反弹。考虑品牌/产品矩阵、高端化的空间、对渠道与终端（尤其是现饮）的掌控力等因素，华润啤酒（129.HK；目标价HK\$80.4/买入）依然是我们在啤酒行业中的首选。

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5月9日



扫码关注浦银国际研究

主要中国啤酒玩家近况更新

● 华润啤酒 (291.HK)

华润啤酒 1Q23 收入增长 10%以上，其中销量增长了单位数，单价增长中单以上（好于同业）。4 月销量同比增长高单位数（接近 10%）。其中，喜力 1Q23 销量同比增长 50%以上（2022 年：增长 30%以上）；同时，Super X 与 纯生 1Q23 也录得双位数销量增长。考虑到 4-5 月较低的基数，这一销量增长趋势有望在 2Q23 延续。

管理层目标 2023 年喜力销量增速高于 2022 年，Super X 与纯生分别录得双位数增长，从而带动次高端及以上销量增长超 20%。管理层预计，全年原材料成本增长可能不会超过 5 亿人民币。而通过高端化+区域提价的结合，公司有足够能力消化材料成本压力，甚至带来不错的毛利率改善。2023 年 1-4 月，毛利率同比明显改善，费用率同比进一步下降。

● 青岛啤酒 (0168.HK/600600.CH)

青啤 4 月整体销量同比增长 10.9%。值得欣慰的是，经典以上 产品录得 42% 的销量增长，大幅好于整体的销量表现。纯生、经典、白啤等产品 4 月录得高速增长，也使我们对于青啤 2Q23 产品结构提升有了更大的信心，有望帮助公司平均销售单价以及毛利率得到较大幅度的提升。

管理层表示，未来将聚焦 1（经典）+1（纯生）+1（白啤）+2（1 升原浆、纯生）+N（超高端）的主品牌战略，从而持续提升公司的产品结构。同时，管理层表示，2023 年成本压力在进一步减小，并预期全年单吨成本同比仅增长 1%。

● 重庆啤酒 (600132.CH)

重啤 4 月整体销量同比增长 10%左右。乌苏疆内 4 月销量在较高的基数下依然实现正增长，但疆外销量短期继续承压。1664 在 4 月实现了超 20% 的销量增长。我们认为，重啤 2Q23 的产品结构环比 1Q23 将有所改善。

进入下半年，在低基数下，重啤的销量与结构有望释放较大弹性。然而，2023 年重啤成本压力大于竞品，管理层预期全年单吨成本同比增长近 3%，主要因大麦成本同比去年有大幅的上升（增长 28%左右）。这也给重啤全年毛利率扩张带来一定的压力。

● 百威亚太 (1876.HK)

中国市场 1Q23 收入同比增长 10.7%。高端与超高端产品 1Q23 的收入同比增长双位数，且销量占比继续上升。进入 2Q23，更低的基数下，中国市场销量在有望进一步反弹。同时，在现饮渠道完全放开的基础上，产品结构有望进一步恢复，而今年 3 月对核心与价值产品提价的效果也将在平均销售单价和 EBITDA 利润率上有所体现。

然而亚太东市场（主要为韩国）的利润率在激烈的竞争下连续三个季度同比收窄，且这一趋势有可能在未来两个季度持续。

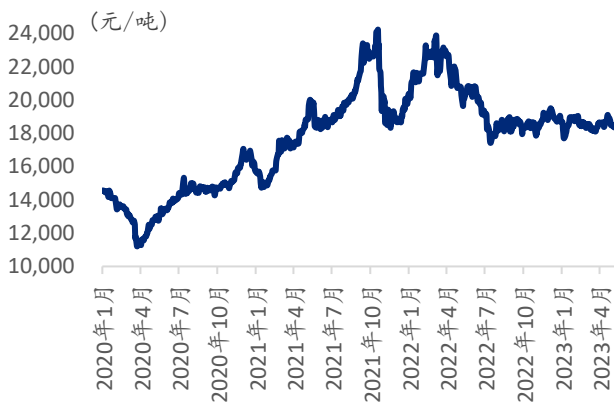
管理层预期 2023 年单吨成本的同比涨幅不及 2022 年同比涨幅（2.7%）的一半，且上半年的成本压力将高于下半年。

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 (0168.HK/ 600600.CH)	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 4 月	山东省内纯生提价 6-7%
	2022 年 12 月	经典提价 5%，1903 提价 8%
华润啤酒 (291.HK)	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 (600132.CH)	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%
	2022 年 2 月	部分产品提价
百威亚太 (1876.HK)	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
	2023 年 3 月	核心+价值产品以高于 CPI 的涨幅进行提价

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 2: 中国长江铝价



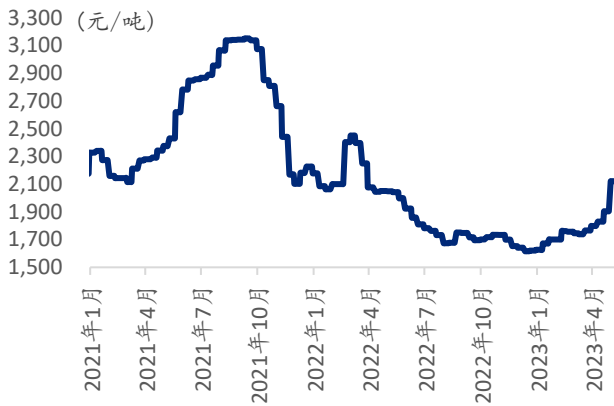
注: 截至 2023 年 5 月 8 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 法国大麦期货价格



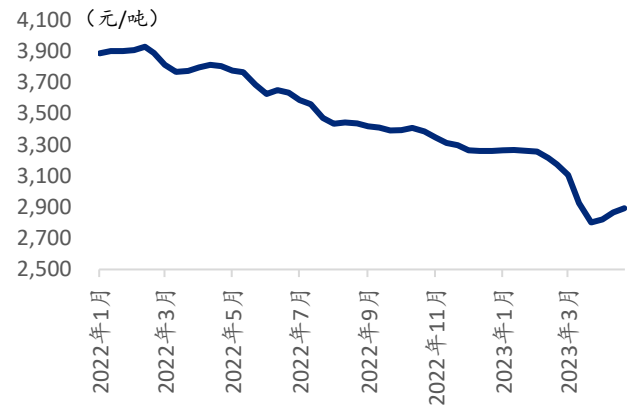
注: 截至 2023 年 5 月 8 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 中国玻璃价格



注: 截至 2023 年 5 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 4 月 30 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	52.8	买入	75.1	2023年3月20日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	91.9	买入	134	2023年4月13日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023年3月16日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	9.5	2023年3月29日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.0	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	55.1	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	100.1	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	21.9	持有	26.2	2023年5月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	76.4	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	107.3	持有	121.0	2023年4月26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	29.9	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	32.7	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.1	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.2	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	25.5	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	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 5 月 9 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

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

