



啤酒板块 2021 年三季报回顾 暨最新投资策略：高端逆势增 长 提价接连落地



Q3 疫情雨水影响多数酒企销量，重啤、喜力全国放量逆势增长。根据国家统计局数据显示，2021 年前三季度我国啤酒行业产量为 2924.1 万千升，同增 4.1%，单 Q3 产量为 1035 万千升，同降 5.8%，主要系局部雨水、洪水、疫情反复，叠加 20Q3 基数较高所致。但各龙头高端化趋势不改，高端产品增速远超行业：乌苏 Q3 销量同增 54%，1664 前三季度销量同增 39%，喜力系列产品 Q3 同增 30%以上，百威超高端产品维持双位数增长。分公司来看，2021Q3 青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒分别实现销量 231.3、258.6、86.7 万千升；短期因素影响下，青啤、百威中国分别同比下滑 8.8%、7.1%；而重庆啤酒和喜力中国分别受益于乌苏与喜力星银放量拉动，销量同比高增 11.3%、33%+。

Q3 成本上行压力持续，高端化拉动毛利率小幅提升。根据 Wind 数据测算，玻璃/瓦楞纸/铝的价格单 Q3 分别同增 51.9%/13.3%/55.4%，原材料大麦的价格单 Q3 同增 19.6%。21Q3 啤酒行业成本压力持续显现，青岛啤酒/百威亚太吨成本分别同比增 6.9%/3.3%至 2124/2119 元/千升，主要系原材料与包材成本大幅上涨所致；而重啤通过供应链及成本优化、套期保值等方式降低成本实现吨成本 2098 元/千升，同降 1.3%。毛利率方面，青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒受益于高端化及成本控制，分别实现毛利率 42.1%/55.1%/55.1%/45.4%/34.5%，同比-0.3/+0.6/+11.1/+3.0/+2.8pcts。珠江啤酒和兰州黄河受成本或疫情影响较大，分别实现毛利率 51.4%/21.3%，同比下滑 4.8/5.3pcts。

多数公司费用控制良好，重啤规模效应显现，盈利能力稳步提升。销售费用方面，大多数公司费用控制良好，青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒销售费用率分别同比 -0.83/-0.54/-0.89pct 至 13.7%/14.1%/16.8%；重庆啤酒因全国化推广规模效应显现，销售费用率同降 1.95pcts 至 19.63%；惠泉啤酒因疫情及竞争加剧收入大幅下滑，规模效应减弱，销售费用率同增 0.53pct 至 3.1%。管理费用方面，青岛啤酒因股权激励同增 0.53pct 至 4.96%、惠泉啤酒人员薪酬增加导致管理费用率微增 0.9pct 至 3.97%，重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒的管理费用率均同降 0.89/0.70/1.06pcts 至 4.1%/11.4%/6.3%。综上，21Q3 百威亚太/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒分别实现扣非归母净利率 18.7%/12.5%/10.2%/6.8%/15.4%/13.3%，同比 +1.2/+0.4/+3.7/+1.9/-1.6/+2.0pcts，龙头盈利能力稳步提升。

现金流整体较为健康，三季度 ROE 基本持平。现金流方面，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 21Q1-Q3 实现经营活动现金流量净额分别为 61.6/38.4/27.9/9.3/1.4 亿元，同比 +4.2%/-8.8%/+17.6%/-6.9%/-15.9%，主要系各公司加大市场投入、提高人员薪酬与激励等。但现金流与净利润之比均超 100%，整体较为健康。ROE 指标方面，单 Q3 青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/惠泉啤酒 ROE 分别为 5.2%/2.0%/3.1%/2.5%，同比-0.2/+0.4/+0.1/-0.05pcts，高端化消化成本压力及疫情雨水影响后基本持平。

投资建议：高端逆势增长，提价接连落地，首推华润、青啤，其次重啤。三季度短期因素影响下行业总体销量下滑明显，但高端增速依旧亮眼，并逆势拉动企业盈利能力提升。该结果再次验证我们的观点：当下啤酒总销量已非重点，青啤、喜力、乌苏高增说明高端化大势不改，增长潜力仍处于兑现初期。未来 3-5 年，啤酒行业依靠结构升级与提价拉动毛利率、提升销售净利率与 ROE 的逻辑在传统消费板块中最为确定。成本传导方面，过去几年主要啤酒企业持续小幅高频提价，今年勇闯天涯、乌苏等产品均已提价且传导顺畅。展望 Q4 及明年，我们预计成本压力下其他产品后续提价确定性较高，有望进一步催化啤酒板块。中长期来看，啤酒供需两侧高端化逻辑清晰、确定性强，且当下市场对销量的短期担忧过度反映，建议把握啤酒板块性机会，首推华润、青啤，其次推荐重啤。

风险提示：高端啤酒消费波动，疫情反复，成本大幅上涨等。

关键词：疫情 股权激励

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28607

