



啤酒板块 2021 年中报回顾暨 最新投资策略：高端超预期 盈 利稳提升



H1 龙头公司销量基本恢复疫情前水平，Q2 高基数下多数酒企销量下滑。21H1 啤酒行业产量为 1889.07 万千升，同增 10.2%，比 2019 年同降 3.1%。华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒实现销量分别比 19H1 同比-0.6%、+0.8%、+1.7%、-17.3%、+3.0%，龙头公司销量基本恢复疫情前水平。单二季度看，啤酒行业产量 1067.01 万千升，同降 8.4%，比 2019 年同降 4.6%，青岛啤酒、重庆啤酒、百威亚太、燕京啤酒、惠泉啤酒销量同比-7.1%、4.7%、-4.5%、-12.5%、-11.5%，同比多下滑主要系去年同期补 Q1 损失带来的高基数所致，但重庆啤酒依靠乌苏疆外放量仍然实现近 5%增长。

H1 高端化进展超预期，结构升级推动毛利提升，Q2 成本上行影响开始显现。

华润啤酒次高端及以上产品销量同增 50.9%至 100 万千升，销量占比提升 4.8pcts 至 15.8%，青岛啤酒高端产品销量同增 41.4%至约 135 万千升，销量占比提升 6.6pcts 至 28.3%，重庆啤酒高档产品收入同增 62.3%至 25.4 亿元，高端收入占比同比提升 7.6pcts 至 36.3%，高端增速大幅好于行业整体销量增速及公司整体销量增速。受益于结构升级，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒 21H1 毛利率分别同比+1.9、+2.6、1.8、-0.4、-0.3、+1.0pcts。单 Q2 成本上行压力开始显现，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒吨成本分别同增 5.9%/6.0%/20%/3.5% (H1 吨成本分别同增 2.9%/0.2%/15.0%/1.5%)，

包装材料玻璃、瓦楞纸、铝的价格单 Q2 分别同增 57.3%/22.0%/60.4% (H1 包装材料价格分别同增 42.7%/15.7%/40.8%)，原材料大麦的价格单 Q2 同增 17.4% (H1 同增 19.5%)。

重啤费用投放恢复常态，其他龙头费用控制良好，盈利能力稳步提升。重庆啤酒因进行全国化推广及同期低基数，21H1 及单 Q2 销售费用率恢复至 19%左右，其他公司销售费用控制良好。管理费用方面，除青岛啤酒因股权激励及同期因疫情影响政府减免社保费用、燕京啤酒及惠泉啤酒人员薪酬增加导致管理费用率微增，其他公司管理费用率均降低。龙头公司 21H1 盈利能力稳步提升，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒 21H1 实现还原后扣非归母净利率分别同比 +2.8/+1.5/+0.6/+3.2/-0.8/+0.1pcts。

现金流整体较为健康，人效持续提升，ROE 稳步上行。现金流指标来看，青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒 21H1 经营活动现金流量净额分别同比 +1.2%/-4.0%/-1.2%/-14.1%/-9.1%，主要系各公司加大市场投入、提高人员薪酬、进行人员激励等所致。但现金流与净利润比值均超 100%，现金流较为健康。华润啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/惠泉啤酒 21H1 人均销量分别比 19H1 分别同比 +10.5%/+7.9%/+5.1%/-10.9%/+6.7%，各公司效率持续提升。

ROE 指标方面，华润啤酒（还原后）、青岛啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒、惠泉啤酒 21H1ROE 分别同增 1.8/1.8/0.6/0.2/0.2pcts，盈利能力稳

中有升，受益于销售净利率提升。

投资建议：H1 看结构加速提升，H2 看成本推动提价，继续推荐华润、青啤、重啤，关注珠啤。上半年主要酒企业绩表现验证了我们此前对行业供需两端高端化加速及盈利加速的判断，主要酒企中报业绩亦符合我们前瞻判断，但二季度成本压力显现，疫情反复及部分酒企费用投放加大后，影响了短期盈利表现。

我们认为，上半年高端化节奏反应了需求端的景气，短期疫情雨水仅是对供给端的扰动，待疫情等因素消失后高端节奏大概率恢复正常。展望 Q3，对于部分酒企来说，一方面原材料包材成本持续提升导致公司吨成本继续上行，另一方面疫情、雨水对整体销量及高端销量拖累，影响吨价表现，三季度毛利率表现或有压力，但酒企有望提价及换包升级平抑成本压力，近期华润啤酒旗下最大单品勇闯天涯提价落地（终端价从 6 元提升至 7 元），其他酒企提价值得关注。中长期来看，啤酒长期高端化逻辑清晰且不受短期外部环境因素影响，当下市值已是加配良机，标的上我们继续推荐华润、青啤、重啤，关注珠啤。

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_34965

