导语：随着乌苏大单品的放缓，重庆啤酒高端化的故事还能否继续讲下去？

李平 | 作者 砺石财经 | 出品

如同啤酒中的泡沫一样，二级市场对重庆啤酒的故事似乎总是有着过高的期许。前一次是乙肝疫苗，这一次是“高端化转型”。

1

毛利率走低，市值腰斩

8月17日，重庆啤酒公布2022年中报。数据显示，2022年上半年，公司实现营业收入79.4亿元，同比增长11.16%；净利润7.3亿元，同比增长16.9%；扣非净利润7.16亿元，同比增长17.14%。

从产品结构上看，重庆啤酒10元及以上的高档产品销售收入为28.8亿元，同比增长13.33%；6-9元的主流产品实现营收39.29亿元，同比增长9.09%；6元以下的经济产品实现营收9.6亿元，同比增长11.55%。

对比而言，重庆啤酒的高端产品增速最快。但相比往年，这一增速仍不及预期。数据显示，2021年，重庆啤酒以乌苏、嘉士伯
、1664为主的高档品牌啤酒实现销售收入46.82亿元，同比增加43.47%；销量同比增加40.48%至66.15万千升，高档啤酒占公司营收比例达到35.69%。

在重庆啤酒高端化战略中，乌苏品牌的快速成长居功至伟。在乌苏品牌这一大单品的带动下，重庆啤酒高档产品占比持续提高。2019-2021年，重庆啤酒高档产品收入占比分别为14.8%、30.7%、36.5%，高档产品占比持续提升。

高端意味着高价，高价则意味着高毛利率。2021年，重庆啤酒高档、主流、经济产品的毛利率分别为61.74%、46.20%、42.08%，高档产品的毛利率比经济产品高出近20%。

高端产品占比的持续提升让重庆啤酒盈利能力得到了显著提升。2019-2021年，重庆啤酒毛利率由41.69%大
幅提升至50.94%。对比来看，青岛啤酒2021年毛利率仅为36.71%。

不过，今年上半年乌苏啤酒
营收增长却出现了明显放缓。根据信达证券
研报数据，今年一季度疆外乌苏销量增速为19%，二季度同比增速仅为6.3%，低于市场预期。

此外，从成本构成上看，大麦、包装材料在啤酒生产成本中的占比超过60%，行业盈利能力对原材料价格较为敏感。自2021年以来，大麦、玻璃和铝材价格均出现了较大幅度的上涨。

此前，由于收入结构的优化，重庆啤酒很好地应对了成本压力，毛利率保持了增长势头。今年上半年，由于高端产品增速的放缓，重庆啤酒毛利率下滑至48.67%，较2021年全年（50.94%）下滑超过2个百分点。

但随着高端产品营收增速的放缓以及毛利率的走低，二级市场对重庆啤酒未来的成长性产生了分歧。进入2022年以来，重庆啤酒市值缩水已经超过四分之一。截至8月24日，重庆啤酒股价收于105.89元，相距去年高点（207.99元）接近腰斩。

过去五年，重庆啤酒平均市盈率达到52倍，远高于啤酒板块平均水平。如同啤酒中的泡沫一样，二级市场对重庆啤酒的故事似乎总是有着过高的期许。前一次是乙肝疫苗，这一次则是“高端化转型”。

2

从关灯吃面到千亿市值

对于二级市场的投资者来说，重庆啤酒简直就是一个困境重生并完成惊天大逆转的神话故事。

重庆啤酒最早成立于1958年，是继青岛啤酒之后第二家中国啤酒厂，1997年10月正式在上交所挂牌上市。

很长一段时间内，重庆啤酒都属于一家偏安西南的二线啤酒品牌。但在二级市场上，重庆啤酒却因为乙肝疫苗的研发成为众多投资者关注的焦点，2011年11月25日，重庆啤酒总市值达到360亿元，和青岛啤酒400亿元的市值相差无几。

然而，2011年12月7日，重庆啤酒披露乙肝疫苗二期临床试验结果。应答率对比数据显示，重庆啤酒乙肝疫苗“几乎无效”。此后，重庆啤酒上演了“股价连续9个

跌停”的惨案。一位网友在重庆啤酒吧发表了一篇题为《一边吃，一边哭》的帖子，这也成了“关灯吃面”梗的出处。

2011年12月15日晚间，重庆啤酒发布公告称，鉴于乙型肝炎疫苗项目的所有研究已经终止，决定将乙肝疫苗项目以100万元的价格转让给孟德尔基因。数据显示，自2018年正式涉足乙肝疫苗项目以来，重庆啤酒累计投入的研发费用过亿。

失去了乙肝疫苗的光环，重庆啤酒又变回了一家普通的地方性啤酒生产企业。并且，由于青岛啤酒、华润雪花相继攻入重庆啤酒赖以生存的西南大本营，重庆啤酒主业经营已经大不如前。2011年，重庆啤酒实现净利润1.54亿元，同比下滑57.55%。此后，公司净利润连续两年维持在1.6亿元上下，重庆啤酒股价也因为业绩不佳而持续低迷。

此时，已经连续两次购入重庆啤酒的嘉士伯看到了机会。2013年，嘉士伯宣布收购重庆啤酒30.29%的股份。在此之前，嘉士伯分别在2009年、2010年先后收购重庆啤酒17.46%、12.25%的股份。自此，嘉士伯对重庆啤酒的持股比例超过60%，成为了绝对控股股东。

作为世界五大啤酒酿造集团之一，嘉士伯对中国的啤酒市场觊觎已久。拿下重庆啤酒控股权之后，嘉士伯宣布将重庆啤酒作为其在中国运营啤酒资产的唯一平台。2020年12月，重庆啤酒大股东嘉士伯将其在中国控制的啤酒资产全部注入重庆啤酒。

自此，重庆啤酒形成了6+6的“本地强势品牌+国际高端品牌”组合，包括重庆、乌苏、西夏、风花雪月、大理、京A等本地强势品牌，和嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林、夏日纷等国际高端品牌。

与此同时，重庆啤酒核心销售市场从重庆、四川和湖南三省，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东多个区域，实现了从一家区域性啤酒企业向全国性啤酒公司的跃进。

2021年，重庆啤酒实现营业收入131.19亿元，比上年同期增长19.9%；扣非净利润11.43亿元，同比增长141.30%；销量方面，重庆啤酒实现啤酒销量278.94万千升，同比增长15.10%。对比来看，2021年全国规模以上啤酒企业总产量为3562.43万千升，同比增长5.60%。重庆啤酒实现近3倍于市场平均水平的增速。

由于高端产品占比持续提升，重庆啤酒毛利率得到大幅提升。在国内五大啤酒企业中，重庆啤酒单价及毛利率仅

次于百威亚太，远高于华润啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒。

另外，百威亚太销售区域覆盖日本、韩国等，费用率相对更高。因此，重庆啤酒在吨酒价格不及百威亚太的情况下，销售净利润仍超出后者近5个百分点。无论从销售净利率还是净资产收益率
指标上看，重庆啤酒都在国内五大啤酒企业中位居第一。

凭借着高端市场的快速增长以及良好的毛利率表现，重庆啤酒自2018年以来持续上涨。其中，2021年7月21日，重庆啤酒股价突破200元，总市值达到982亿元，距离千亿市值仅一步之遥。如果那位“关灯吃面”的网友没有选择卖出重庆啤酒，至此将获得超过10倍的涨幅。

3

夺命大乌苏的荣光与隐忧

控股股东嘉士伯优质资产的注入让重庆啤酒基本面发生了脱胎换骨的改变。这其中，乌苏啤酒实力最为雄厚。尤其是这两年，乌苏啤酒已经成为重庆啤酒大单品战略及全国化布局的急先锋。

乌苏啤酒创立于1986年，公司位于号称世界三大啤酒花产地之一的新疆乌苏，2016年被嘉士伯全资收购。相比市面上大多味道寡淡的低价啤酒，乌苏啤酒具有更高的酒精度和麦芽
浓度，饮用之后后劲较大，容易上头，因而有许多人称之为“夺命大乌苏”。

从产品定价上，乌苏啤酒定位高端，疆内售价8元，东部沿海城市售价高达12元。在销售渠道上，乌苏深度绑定烧烤、夜市等餐饮场景，并口碑营销成功出圈，成为年销量超过10亿瓶的爆款网红产品。

自2019年开始走入疆外以来，乌苏啤酒全国销量迎来了爆发式增长。2020年，乌苏啤酒全国销量增长27%达62万吨，其中疆内外销量各占一半。2021年，乌苏啤酒销量达到80万吨以上，同比增长34%。

早在2021年年初，重庆啤酒总裁李志刚曾公开表示，无论从销量还是收入上，乌苏都已经成为重庆啤酒最大的品牌。开源证券

认为，长期看乌苏有望成为继百威经典、纯生
系列之后又一百万吨级别以上的高端单品。

不过，过高的期望往往会带来现实的落差。相比前两年近30%的增长速度，2022年上半年乌苏品牌增长明显放缓。尤其在高端啤酒市场竞争不断加剧的背景下，乌苏品牌发展前景将面临一系列不确定性。

据国家统计局
数据，2021年全国规模以上啤酒企业总产量3562.43万千升，同比增长5.60%，这也是啤酒行业连续8年负增长后首次实现正增长。随着20-45岁主力消费群体的不断萎缩，国内啤酒行业总需求已经见顶。

在此背景下，2020年以来，华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒都已经推出多款高端品牌，发力高端市场已经成为啤酒行业的共识，尤其是乌苏啤酒的成功更是引来竞争对手们的刻意模仿。

今年1月，青岛啤酒在青岛
再次上市了曾风靡于八九十年代的“老青岛”产品，容量为640ml/瓶，麦汁浓度12度；另一方面，雪花啤酒
也推出了12度沈阳老雪花（640ml）啤酒产品，售价10元/瓶。

管理学大师德鲁克在其经典著作《创新与企业家精神
》中系统地论述了创新的七个来源，其中第一项就是“意外的成功”。在德鲁克看来，意外的成功往往会跳出我们正常的思维模式，以及在我们所确定不疑的事情中发掘出新的商机。而这种意外创新所带来的创新机遇风险最小，是其它任何来源无法比拟的。

从某种意义上看，乌苏啤酒的走红在于“无意”中开创了高度啤酒这一新的啤酒品类，符合管理学大师德鲁克所说的“意外的成功”。但从本质上看，乌苏啤酒的成功并没有实质性的壁垒，其啤酒度数高（4%）、酒劲大（麦汁浓度11度）、容量大（620ml/瓶）等特点都容易被对手模仿。

作为一种舶来品，国内消费者目前对啤酒品牌的信赖度还远不如白酒，更多是基于渠道便利性和消费习惯进行选择。因此，随着各大啤酒企业推出高端品牌，甚至像素级模仿乌苏啤酒的产品的出现，乌苏啤酒继续攻城略地的难度自然大大增加。

在啤酒行业消费升级、高端化转型这个叙事逻辑中，重庆啤酒成了最好的注解。但随着乌苏大单品的放缓，重庆啤酒高端化的故事还能否继续讲下去?

— END —