

价格提升驱动行业增长，成本压力可控 企业盈利增强



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **上半年啤酒行业产量微增，长期看量稳价增结构改善将成为常态。**根据国家统计局数据，18年1-7月啤酒行业累计产量2512.1万千升，累计同增0.5%。从上市公司中报披露数据看，18H1华润、青啤、燕京、重啤销量增速分别为-1.5%、0.9%、-4.9%、5.0%。受益于年初提价效果逐渐显现和产品结构不断改善，上半年四家公司啤酒吨价分别提升13%、4%、5.9%、3.7%。具体看，华润吨价改善超出预期，全线产品提价，高端新品SuperX销售良好，18H1中高端产品占比从去年底的39%提升至43%；青啤产品结构持续改善，主品牌高端系列上半年销量增长6.7%，占比同比提升1.1pct至21%。公司提价策略相对保守，但下半年不排除再度提价可能，目前低端副品牌（崂山等）占比51.4%，中高端产品占比仍有较大提升空间；燕京受益于年初清爽产品大幅提价，上半年吨价增长抵消销量下滑的不利影响；重啤呈现量价齐升态势，高档、中档产品增速明显快于低端产品。我们认为受制于供给侧产能过剩和五强胶着的竞争格局，行业集体提价的频率不会太高，但消费升级和厂商引导有望持续推动中高端市场扩容，加速出清低端产能，吨价提升将成为长期趋势贡献收入增量。
- **成本上涨压力可控，盈利能力逐渐增强。**上半年纸箱、玻璃瓶、铝罐等包材价格上涨明显，包材在啤酒成本中占比近50%，华润、青啤、燕京、重啤吨均成本分别提升8.8%、4.2%、5.3%、3.2%。除青啤外，其他三家厂商价格增长可完全覆盖成本涨幅，华润毛利率大幅提升2.5pct，燕京、重啤提升约0.3pct，青啤毛利率小幅下滑0.1pct。从费用端看，世界杯期间青啤、重啤加大了营销力度，广告及市场费用同比分别大幅提升57%、45%，但提价后厂商并未大幅增加促销费，华润、青啤、燕京、重啤H1销售费用率分别变动-1.4pct、0.8pct、-0.5pct、0.4pct，管理费用率分别变动2.6pct、0.1pct、0.3pct、-0.7pct。我们判断随着行业逐渐达成放弃价格战共识，剔除事件营销等短期扰动因素，长期看企业销售费用率有望下降。若未来厂商对下游议价权增强或成本增速放缓，毛利率提升将带动行业整体盈利能力稳步增强。
- **行业竞争格局影响定价权，看好行业长期成长机会。**我们认为价格是影响啤酒行业收入增速和盈利能力的核心因素，目前行业集中度较高，CR5已达75%，属典型的寡头垄断型市场。与调味品、乳制品等大众消费品相比，啤酒龙头华润市占率在前五大厂商中占比并不高，其提价决策会受竞品定价策略影响，因此短期内行业盈利水平难见实质性变化。但长期看，随着经销商加码推广中高端产品、厂商关厂去产能推进和行业集中度提升，我们看好啤酒行业的成长空间。对标已率先走出困境的重啤，行业净利率有望逐渐回升。

投资建议与投资标的

- 上半年啤酒行业产销量微增，成本上涨基本被吨价提升消化，企业盈利能力逐渐改善，消费升级背景下我们看好行业长期增长空间。建议关注市占率领先、定位中高端、下半年具备提价预期的青岛啤酒(600600，未评级)；产品结构持续升级，清理亏损落后产能轻装运作的重庆啤酒(600132，未评级)；结构改善、率先提价、区域拓展稳步推进的燕京啤酒(000729，未评级)。

风险提示

- 需求增长不及预期风险，成本大幅上涨风险，结构升级速度放缓风险

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

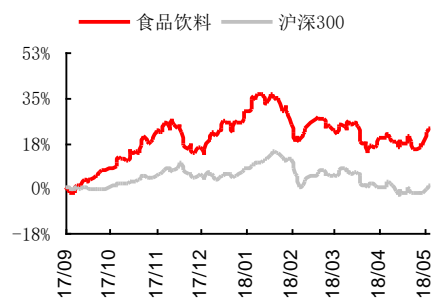
行业

食品饮料

报告发布日期

2018年09月04日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

肖婵

021-63325888*6078

xiaochan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512070002

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

联系人

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

华润喜力战略合作靴子落地，中高端化进程有望加速 2018-08-06

啤酒底部回转供需逐渐改善，成本上行行业存在持续提价预期 2018-05-16

啤酒结构升级价格提升驱动增长，区域割据竞争激烈期待格局改善 2018-01-25

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有青岛啤酒(600600)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有重庆啤酒(600132)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有燕京啤酒(000729)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

