

饮料制造

 行业业绩加速释放，重申买入
 -2018年啤酒行业中报总结

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

联系人：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	88,998
行业流通市值(百万元)	62,537

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《重庆啤酒（600132）_中报点评：产品升级+区域扩张推升公司业绩持续改善》2018.08.25
- 2 《啤酒行业深度：终极一战之份额之争》2018.05.27
- 3 《2018Q1 啤酒行业总结：啤酒行业新一轮成长周期已开启》2018.04.30

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
青岛啤酒	34.0	0.77	0.93	1.32	1.74	44	37	26	20	0.62	买入
重庆啤酒	25.9	0.37	0.68	0.90	0.99	70	38	29	26	0.89	买入
华润啤酒	28.5	0.22	0.36	0.58	0.79	130	79	49	36	0.81	买入

备注：股价为2018年9月5日收盘价。

投资要点

- **行业产量恢复正增长，主要企业销量环比提速。**啤酒行业经历2014-2017年连续四年产量下滑后，2018H产量同比增长1.2%。2018H华润啤酒销量同比-1.5%，青岛啤酒销量同比+0.9%，重庆啤酒销量同比+4.98%，燕京啤酒销量同比-4.87%，珠江啤酒销量同比+6.63%，百威英博中国市场销量同比+2.4%。除华润啤酒外，其他五家企业2018H销量增长环比2017年销量增长均有提速。受益多年产能优化，行业的量有望趋于平稳，龙头企业销量有望实现增长。
- **利润提升明显，拐点持续验证。**2018H啤酒企业收入均实现正增长，其中华润啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒收入增速达到10%左右，青岛啤酒（可比口径）和百威英博中国市场收入增速在5%左右。而2017年时仅珠江啤酒收入增长超过5%，其他企业增长缓慢甚至出现下滑，2018H收入端增速环比2017年改善。利润端表现更加亮眼，重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒的扣非后归母净利润均实现25%以上大幅增长。受益于提价效果显现，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒Q2利润加速增长，且2018H2仍将受益提价红利。
- **结构升级叠加提价，盈利能力渐好转。**随产能优化，行业逐渐从价格战转向消费升级，头部企业中高端产品增长更快。青岛啤酒2018H销量增长仅0.9%，但主品牌增长4.9%，高端产品更是增长6.8%。重庆啤酒2018H高档产品收入增长13.43%，中档收入增长8.97%，低档收入仅增长3.52%。受益产品结构升级叠加提价，在瓦楞纸和玻璃等原材料价格处于高位的情况下，2018H部分啤酒企业毛利率反而上升。若后期原材料价格从高位跌落，利润将加速增长。2018H啤酒企业销售费用率保持稳定，部分企业小幅下降。综合来看，上半年啤酒企业净利率均有显著提升。未来若格局进一步优化，龙头转向寻求利润，费用率下降有望释放更大的利润弹性。
- **投资建议：**啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5有望逐步向CR4甚至是CR3变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。
- **风险提示：**因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

内容目录

行业产量恢复正增长，主要企业销量环比提速	- 3 -
利润提升明显，拐点持续验证	- 4 -
结构升级叠加提价，盈利能力渐好转	- 4 -
投资建议	- 6 -
风险提示	- 7 -

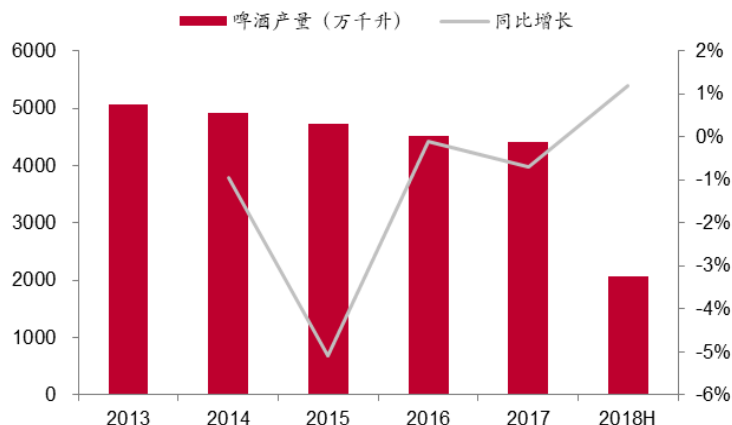
图表目录

图表 1: 2018H 啤酒行业产量同比增长 1.2%	- 3 -
图表 2: 主要啤酒企业（华润除外）2018H 销量增速快于 2017 年（万千升）	- 3 -
图表 3: 大部分啤酒企业 2018Q1 和 Q2 均实现销量增长（万千升）	- 3 -
图表 4: 2018H 啤酒企业利润大幅增长	- 4 -
图表 5: 大部分啤酒企业二季度利润加速增长	- 4 -
图表 6: 2018H 青岛啤酒高端产品销量增长最快	- 5 -
图表 7: 2018H 重庆啤酒高档产品收入增长最快	- 5 -
图表 8: 2018H 啤酒企业吨酒价上升	- 5 -
图表 9: 2018H 华润和燕京毛利率同比提升	- 5 -
图表 10: 大部分啤酒企业 Q2 毛利率好转	- 5 -
图表 11: 瓦楞纸价格走势	- 6 -
图表 12: 玻璃价格走势	- 6 -
图表 13: 啤酒企业销售费用率相对稳定	- 6 -
图表 14: 啤酒企业净利率提升	- 6 -

行业产量恢复正增长，主要企业销量环比提速

- **2018H 啤酒行业规模以上企业产量恢复正增长。**2014-2017 年，啤酒行业产量连续四年下滑。2018H 啤酒规模以上企业产量为 2064.2 万千升，同比增长 1.2%。在经历多年去产能后，行业产量停止下滑。

图表 1: 2018H 啤酒行业产量同比增长 1.2%



来源：国家统计局、中泰证券研究所（统计口径为规模以上企业）

- **根据中报披露情况，主要啤酒企业 2018H 销量增速环比 2017 年上升。**受益世界杯影响，除华润啤酒外，其他主要啤酒企业 2018H 的销量增速环比 2017 年均实现上升。其中重庆啤酒、珠江啤酒、百威英博增速环比提升明显，青岛啤酒增速环比小幅上升，燕京啤酒销量下滑幅度收窄。仅华润啤酒因东北市场容量下滑、竞争影响以及局部市场涨价造成销量减少导致 2018H 销量同比下降 1.5%。分季度看，百威英博和重庆啤酒 Q2 环比 Q1 加速，青岛啤酒基本持平，燕京啤酒 Q2 下滑幅度扩大。

图表 2: 主要啤酒企业 (华润除外) 2018H 销量增速快于 2017 年 (万千升)

	2018H	2017H	2018H 同比	2017	2016	2017 同比
华润啤酒	621.30	630.60	-1.50%	1181.90	1171.50	0.90%
青岛啤酒	457.00	453.00	0.90%	797.00	792.00	0.60%
重庆啤酒	47.20	44.96	4.98%	88.75	94.62	-6.20%
燕京啤酒	259.57	272.86	-4.87%	416.02	450.36	-7.63%
珠江啤酒	61.37	57.55	6.63%	120.99	116.20	4.06%
百威英博	-	-	2.40%	-	-	1.10%

来源：公司公告、中国国际啤酒网、中泰证券研究所（百威英博为中国市场口径）

图表 3: 大部分啤酒企业 2018Q1 和 Q2 均实现销量增长 (万千升)

	2018Q2	2017Q2	2018Q2 同比	2018Q1	2017Q1	2018Q1 同比
青岛啤酒	254.00	252.00	0.79%	203.00	201.00	1.30%
重庆啤酒	25.79	24.24	6.39%	21.41	20.72	3.33%
燕京啤酒	145.30	155.23	-6.40%	114.27	117.63	-2.86%
百威英博	-	-	3.00%	-	-	1.60%

来源：公司公告、中国国际啤酒网、中泰证券研究所（百威英博为中国市场口径）

利润提升明显，拐点持续验证

- 收入均实现正增长，利润大幅增加。2018H 华润啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒收入均实现 10%左右增长，青岛啤酒会计准则调整，若按可比口径收入同增 4.93%，百威英博中国市场上半年收入增长 5.7%。上半年啤酒企业扣非后归母净利润表现亮眼，重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒均实现 25%以上大幅增长，青岛啤酒增长 7.2%略低于预期。

图表 4: 2018H 啤酒企业利润大幅增长

公司名称	收入(亿元)			扣非后归母净利润(亿元)		
	2017H1	2018H1	同比	2017H1	2018H1	同比
青岛啤酒	150.63	151.54	0.60%	10.32	11.06	7.20%
重庆啤酒	15.90	17.64	10.91%	1.54	1.95	26.53%
燕京啤酒	63.38	63.75	0.57%	3.72	4.88	30.98%
珠江啤酒	18.31	19.99	9.15%	0.33	0.75	125.29%
华润啤酒	161.40	179.01	10.91%	11.70	15.08	28.89%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 二季度利润加速增长，提价红利开始释放。从收入端看，重庆啤酒、珠江啤酒、百威英博 Q2 收入增长环比 Q1 加速。青岛啤酒按可比口径计算，Q2 收入增长 6.61%，同样呈现加速趋势。利润端受益于提价效果开始显现，青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒 Q2 的扣非后归母净利润增速对比 Q1 均有明显提升，且提价红利将延续至 2018H2。

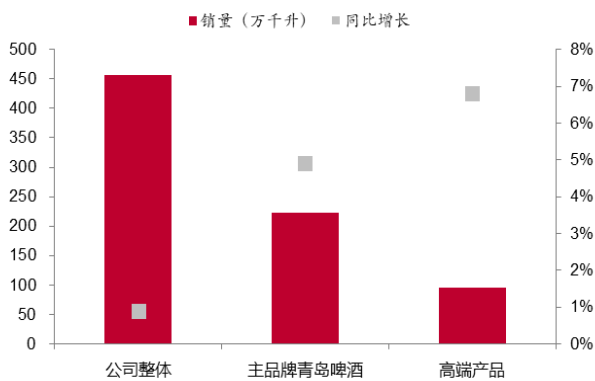
图表 5: 大部分啤酒企业二季度利润加速增长

公司名称	收入			扣非后归母净利润		
	18Q1 同比	18Q2 同比	18H1 同比	18Q1 同比	18Q2 同比	18H1 同比
青岛啤酒	3.01%	-1.51%	0.60%	4.00%	10.77%	7.20%
重庆啤酒	10.37%	11.38%	10.91%	6.51%	34.69%	26.53%
燕京啤酒	3.35%	-2.22%	0.57%	43.90%	29.69%	30.98%
珠江啤酒	7.80%	9.92%	9.15%	-1041.68%	176.75%	125.29%
百威英博	4.40%	6.80%	5.70%	-	-	-

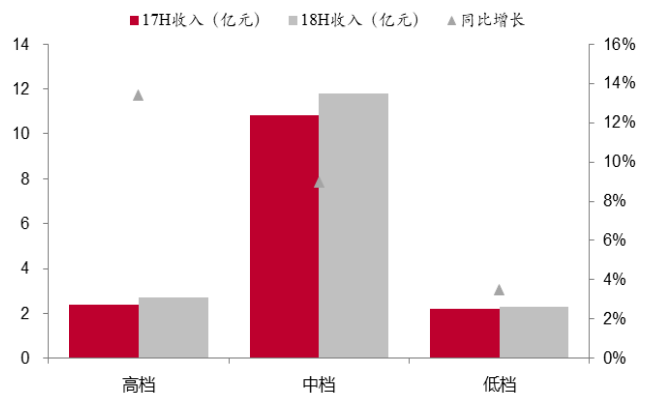
来源：公司公告、中国国际啤酒网、中泰证券研究所（百威英博为中国市场口径）

结构升级叠加提价，盈利能力渐好转

- 中高端增长迅速，产品结构快速升级。啤酒行业过去以中低端价格战为主，目前行业转向消费升级，头部企业中高端产品增长更快。根据中报披露，华润啤酒中高档销量占比保持增长。2018H 青岛啤酒整体销量仅增长 0.9%，但主品牌销量增长 4.9%，高端产品（奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒）销量增长 6.8%。重庆啤酒上半年高档（零售价 8 元以上）收入增长 13.43%，中档（4-8 元）收入增长 8.97%，低档（4 元以下）收入增长 3.52%。从吨酒价看，受益产品结构升级叠加提价，2018H 华润啤酒吨价大幅提升 13%，其他企业吨价也呈现个位数增长。

图表 6: 2018H 青岛啤酒高端产品销量增长最快


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2018H 重庆啤酒高档产品收入增长最快


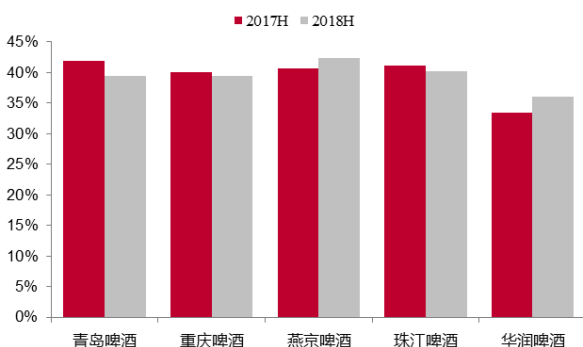
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 2018H 啤酒企业吨酒价上升

公司名称	啤酒收入增长	啤酒销量增长	啤酒吨价提升
华润啤酒	11.4%	-1.5%	13.0%
青岛啤酒	4.9%	0.9%	4.0%
重庆啤酒	8.9%	5.0%	3.7%
燕京啤酒	0.7%	-4.9%	5.9%
珠江啤酒	8.5%	6.6%	1.8%
百威英博	5.7%	2.4%	3.3%

来源: 公司公告、中国国际啤酒网、中泰证券研究所 (百威英博为中国市场口径, 青岛啤酒收入增速采用可比口径)

- **结构升级叠加提价因素消除成本端压力, Q2 毛利率同比改善。**2018H 瓦楞纸和玻璃价格处于高位, 啤酒企业成本端承压。但受益产品结构升级和提价的影响, 啤酒企业毛利率未出现明显下滑。2018H 华润啤酒和燕京啤酒毛利率同比提升 2.5 和 1.8 个 pct, 重庆啤酒和珠江啤酒毛利率下滑不到 1 个 pct, 青岛啤酒将原计入销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入, 若按可比口径毛利率为 41.88% 同比基本持平。
- 由于提价效果显现, 在 Q1 毛利率普遍下降的情况下, 啤酒企业 Q2 毛利率同比提升。青岛啤酒按可比口径 Q2 毛利率为 43.38%, 同比去年的 42.83% 小幅上升。燕京啤酒和珠江啤酒 Q2 毛利率也出现上升。

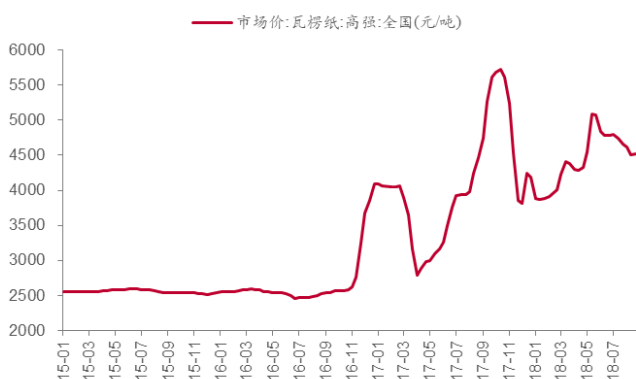
图表 9: 2018H 华润和燕京毛利率同比提升


来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 大部分啤酒企业 Q2 毛利率好转

公司名称	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
2017Q1	40.95%	36.17%	32.61%	37.28%
2018Q1	40.10%	35.04%	32.17%	33.26%
Q1 同比	-0.85%	-1.13%	-0.44%	-4.02%
2017Q2	42.83%	43.42%	48.69%	43.27%
2018Q2	38.71%	43.14%	53.29%	44.05%
Q2 同比	-4.12%	-0.28%	4.60%	0.78%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 瓦楞纸价格走势


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 玻璃价格走势


来源: wind、中泰证券研究所

- **部分企业销售费用率下降。**2018H 青岛啤酒（可比口径销售费用率为 21.19%）和重庆啤酒销售费用率小幅上升，燕京啤酒、珠江啤酒、华润啤酒销售费用率下降。Q2 由于世界杯赛事加大投入，青岛啤酒（可比口径销售费用率为 23.87%）和重庆啤酒销售费用率上升。燕京啤酒和珠江啤酒在 Q1 销售费用率上升后，Q2 迎来下降。

图表 13: 啤酒企业销售费用率相对稳定

	2017H	2018H	同比	2017Q1	2018Q1	同比	2017Q2	2018Q2	同比
青岛啤酒	20.41%	17.79%	-2.62%	18.16%	18.02%	-0.14%	22.38%	17.59%	-4.79%
重庆啤酒	13.12%	13.52%	0.40%	12.30%	10.72%	-1.58%	13.83%	15.92%	2.09%
燕京啤酒	10.68%	10.24%	-0.44%	9.55%	9.64%	0.09%	11.82%	10.87%	-0.95%
珠江啤酒	18.37%	17.63%	-0.74%	15.24%	17.81%	2.57%	20.16%	17.53%	-2.63%
华润啤酒	15.74%	14.32%	-1.42%	-	-	-	-	-	-

来源: wind、中泰证券研究所

- **净利率提升明显，盈利能力改善。**2018H 啤酒企业净利率同比均实现提升（青岛啤酒可比口径净利率为 8.83%），其中重庆啤酒、珠江啤酒和华润啤酒提升超过 1 个 pct。在产品结构升级叠加提价的正向影响下，销售费用率保持稳定，若后期原材料价格从高位跌落，利润弹性有望加速释放。

图表 14: 啤酒企业净利率提升

	2017H	2018H	同比	2017Q1	2018Q1	同比	2017Q2	2018Q2	同比
青岛啤酒	8.13%	9.21%	1.08%	8.61%	9.71%	1.10%	7.72%	8.76%	1.04%
重庆啤酒	10.82%	13.28%	2.46%	6.35%	10.58%	4.23%	14.67%	15.59%	0.92%
燕京啤酒	8.34%	8.76%	0.42%	1.99%	1.96%	-0.03%	14.71%	15.97%	1.26%
珠江啤酒	4.83%	8.14%	3.31%	2.09%	2.91%	0.82%	6.39%	11.07%	4.68%
华润啤酒	7.30%	8.46%	1.16%	-	-	-	-	-	-

来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- 啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四

家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。

风险提示

- 因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。