

数说中报之啤酒篇：复苏态势未改

——2018年中报点评

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎️ : 021-80106029 李晓璐
✉️ : lixiaolu@stocke.com.cn

行业评级

食品饮料 看好

报告导读

Q2 提价效应初显，啤酒行业复苏态势不改，Q3 营收和净利增速均有望继续加快。

投资要点

□ 提价效应初显

Q2 进入啤酒消费旺季，整个啤酒板块 Q2 营收增 5%，对比 Q1 同比增 4% 的速度，略有加快。这其中吨价上涨的贡献大，这在龙头公司身上表现更为明显。吨价上涨一方面来自于上半年龙头公司接连提价，另一方面是产品结构升级使得高中低档啤酒增速出现分层：低中高档啤酒增速逐级加快。Q2 毛利率增长的同时销售费用率也略有增加，但我们分析销售费用率提高更多的来自于世界杯期间龙头公司适当加大了品牌宣传带来的支出增加，而非提价后增加促销。综合来看，Q2 啤酒上市公司盈利能力小幅提升，Q2 归母净利润同比增 14%。

□ 产能进入收缩期

从经营效率看，我们认为啤酒 2018 年上半年存货周转良性，对经销商回款控制良好，相对于上游的产业链地位可能有所提升，变现能力强，货币现金充沛。啤酒公司整体已经进入产能收缩期。

□ 产业格局新变化

今年 8 月华润啤酒与喜力的联姻对产业格局或产生较大的影响，原因在于华润啤酒过往依靠低价渗透策略占据了国内市场啤酒销量份额第一的位置，未来若双方合作顺利，有望借助喜力这一高端品牌实现产品高端化战略布局。如若华润在高端啤酒市场占有一席之地，将对目前国内高端啤酒市场格局带来冲击：目前高端市场以进口品牌百威英博和国产品牌青岛啤酒为主。

相关报告

报告撰写人：张海涛

数据支持人：李晓璐

正文目录

| | |
|--------------------------|----------|
| 1. 吨价上涨对营收贡献大 | 3 |
| 1.1. 2018Q1、Q2 营收端增速逐季加快 | 3 |
| 2. 竞争趋缓 | 3 |
| 2.1. 提价效应初显 | 3 |
| 2.2. 盈利能力小幅抬升 | 5 |
| 2.3. 经营稳定，进入产能收缩期 | 5 |
| 3. 估值 | 7 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图 1: 啤酒上市公司营收自 2017Q1 开始有缓慢恢复的迹象 | 3 |
| 图 2: 啤酒板块平均毛利率走势 | 4 |
| 图 3: 五家公司分季度毛利率水平对比及走势 | 4 |
| 图 4: 啤酒板块平均销售费用率分季度走势 | 4 |
| 图 5: 啤酒板块平均管理费用率分季度走势 | 4 |
| 图 6: 啤酒板块平均三项费用率分季度走势 | 4 |
| 图 7: 啤酒板块平均税金及附加费率分季度走势 | 4 |
| 图 8: 啤酒板块平均营业利润率分季度走势 | 5 |
| 图 9: 啤酒板块平均净利润率分季度走势 | 5 |
| 图 10: 啤酒上市公司分季度归母净利润走势图 | 5 |
| 图 11: 啤酒板块平均存货周转天数 | 5 |
| 图 12: 啤酒板块库存细分占比 | 5 |
| 图 13: 啤酒板块平均应收账款周转天数 | 6 |
| 图 14: 啤酒板块平均应付账款周转天数 | 6 |
| 图 15: 啤酒上市公司合计货币现金 | 6 |
| 图 16: 啤酒上市公司收到的现金占营收的比重 | 6 |
| 图 17: 啤酒板块经营性现金流季节性波动大 | 6 |
| 图 18: 啤酒上市公司进入产能收缩期 | 6 |
| 图 19: 燕京啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图 | 7 |
| 图 20: 珠江啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图 | 7 |
| 图 21: 青岛啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图 | 7 |
| 图 22: 重庆啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图 | 7 |
| 表 1: 三大公司分季度量价拆分数据 | 3 |
| 表 2: 四家公司估值指标 | 7 |

1. 吨价上涨对营收贡献大

本报告中，我们选取五家 A 股啤酒上市公司作为本报告的研究标的池，分别是燕京啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒以及惠泉啤酒。由于青岛啤酒 2Q 开始按最新的会计准则将市场助销费用冲抵营收，造成报表口径的营收和销售费用与同期不可比，部分指标失真，因此以下数据均为还原后的可比口径数据。

1.1. 2018Q1、Q2 营收端增速逐季加快

由于青岛啤酒自 2018 年 Q2 开始按照最新会计准则调整报表统计口径，客观上造成 Q2 营收数额减少。因此，若按同口径计算，2018Q2 啤酒上市公司实现总营收约 141 亿元，同比增 5%，对比 Q1 同比增长 4% 的数据，略有加速，从趋势上看保持了 2017Q1 以来营收端缓慢恢复的态势。Q2 增速加快一方面源自啤酒企业自年初开始提价，另一方面则源自产品结构升级，数据显示三大公司吨价上涨对营收增速的贡献大，并且龙头公司低中高三档啤酒的增速（营收、销量）均呈现逐季加快的趋势，跟我们年中对啤酒行业发展趋势的判断一致。

从分季度营收可以看出，啤酒有很明显的消费季节消费属性，因此营收端 Q2 和 Q3 是生产和销售的旺季，Q1 和 Q4 是淡季。从分季度数据看今年年初以来企业主动提价顺利，我们推测 Q3 营收端增速会继续加快。

图 1：啤酒上市公司营收自 2017Q1 开始有缓慢恢复的迹象



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：三大公司分季度量价拆分数据

| 量价拆分 | 青岛啤酒 | | | 燕京啤酒 | | | 重庆啤酒 | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 营收 YOY | 吨价 YOY | 销量 YOY | 营收 YOY | 吨价 YOY | 销量 YOY | 营收 YOY | 吨价 YOY | 销量 YOY |
| 2018Q1 | 3% | 1.70% | 1.30% | 3.35% | 6.21% | -2.86% | 10.37% | 7.07% | 3.30% |
| 2018Q2 | 6.6% | 6.02% | 0.58% | -2.2% | 4.18% | -6.40% | 11.0% | 4.61% | 6.39% |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 竞争趋缓

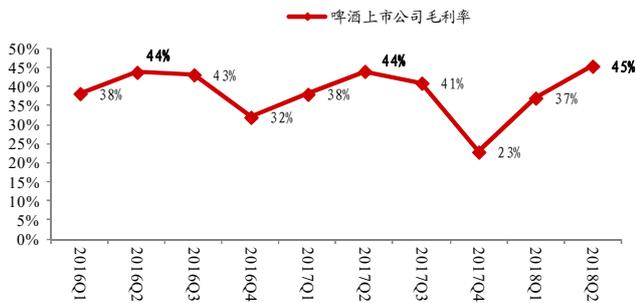
2.1. 提价效应初显

2018Q2 啤酒上市公司平均毛利率 45.4%，同比增加约 1.4 个百分点，提价效应初显。过去几年受全行业销量增速下降以及成本上涨久未大规模直接提价的影响，啤酒板块的毛利率缓慢走低，由于部分费用和成本支出具有刚性的特征，啤酒板块毛利率的季节波动性加大。但是今年年初啤酒龙头企业接连发声表示将分区域分阶段分产品提价，在成本上涨的背景下实现毛利率略有提高，从侧面印证了提价顺利，可以覆盖成本。2018Q2 啤酒上市公司平均销售费用率 20%，同比增加约 1 个百分点，我们分析这主要源自世界杯开赛期间啤酒公司增加了世界杯主题宣传以促进销量和

固品牌知名度所致，因草根调研显示实际的促销并未随着提价而增加。近十余年来啤酒产业集中度不断提升，但由于市占率没有彻底拉开，没有出现绝对的领头羊，市场对行业的竞争格局普遍担忧，我们认为，从提价后企业实际运营数据看，上市公司营收缓慢增长同时行业毛利率缓慢回升，期间费用率基本平稳，表明竞争趋缓。

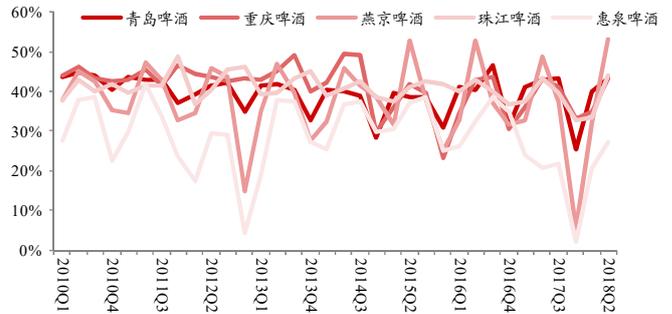
目前啤酒消费税按照价格计征，按 3000 元/吨的标准划分为两档征收，从实际情况看，啤酒板块的平均税金及附加税率大约 10%，较为稳定。对比该比率和行业毛利率水平，若未来消费税大幅调整，会对啤酒板块盈利产生较大的影响。

图 2:啤酒板块平均毛利率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 五家公司分季度毛利率水平对比及走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 4:啤酒板块平均销售费用率分季度走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所,

图 5: 啤酒板块平均管理费用率分季度走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6:啤酒板块平均三项费用率分季度走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 啤酒板块平均税金及附加费率分季度走势

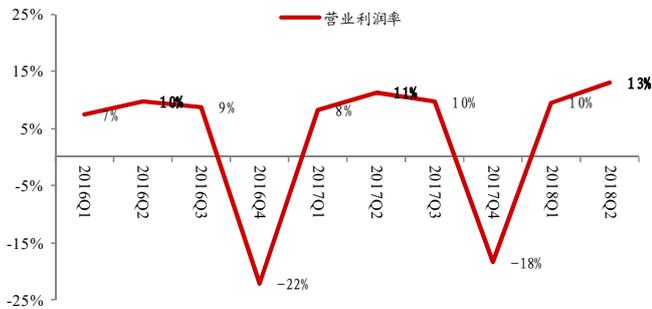


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2. 盈利能力小幅抬升

受营收增长和毛利率提升以及费用平稳的共同带动,2018Q2 啤酒上市公司营业利润率同比增加 2 个百分点到 13%, 同期净利润率提升 1 个点到 11%。2018Q2 啤酒上市公司总计实现归母净利润 13.73 亿元, 同比增 14%。由于啤酒消费的季节性很强, 自 2012 年行业增速放缓之后每年的 Q4 均报亏损, 我们预计今年也不例外, 但应减亏。

图 8:啤酒板块平均营业利润率分季度走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 啤酒板块平均净利润率分季度走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 啤酒上市公司分季度归母净利润走势图



资料来源: 浙商证券研究所

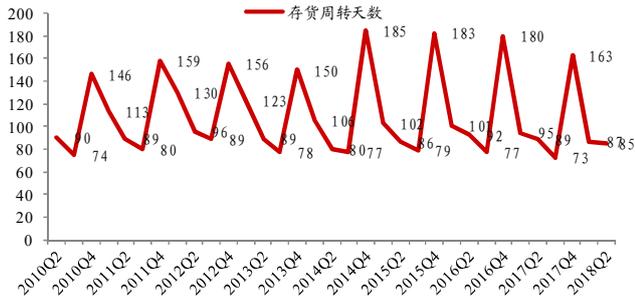
2.3. 经营稳定, 进入产能收缩期

2018Q2 啤酒行业存货周转天数 85 天, 同比增加 12 天, 我们认为主要的原因是原材料金额占比相较同比有较大幅度的提高。从存货周转趋势上看, 我们认为 2018 年上半年存货周转良性。2018Q2 啤酒公司应收账款周转天数为 4 天, 同比持平, 并且延续下降趋势, 对经销商回款控制良好。2018Q2 啤酒公司应付账款周转天数为 35 天, 同比持平, 趋势微上升, 可能说明啤酒公司相对于上游的产业链地位有所提升, 因为结合现金情况看啤酒公司现金充裕, 故意拖欠采购款的可能性小。

从现金收入比看, 啤酒公司变现能力强。经营性现金流虽有季节性波动但契合淡旺季明显的行业特征。此外, 从购置固定资产等支出指标看, 啤酒公司整体已经进入产能收缩期。

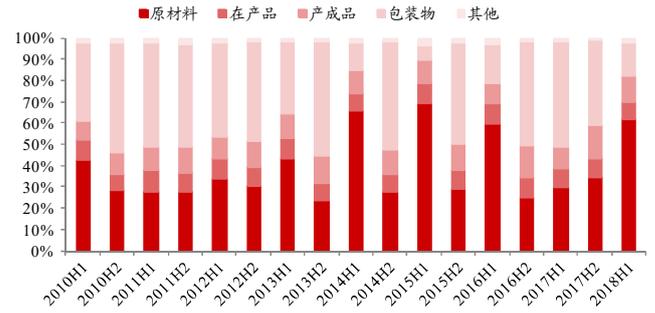
图 11: 啤酒板块平均存货周转天数

图 12: 啤酒板块库存细分占比



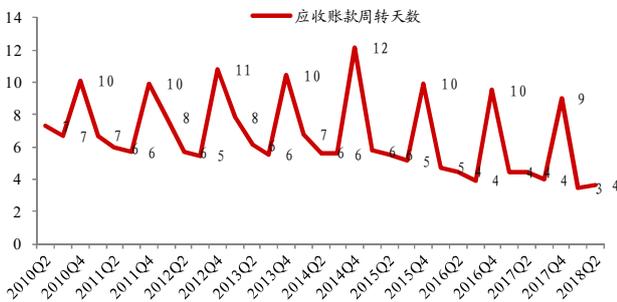
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 啤酒板块平均应收账款周转天数



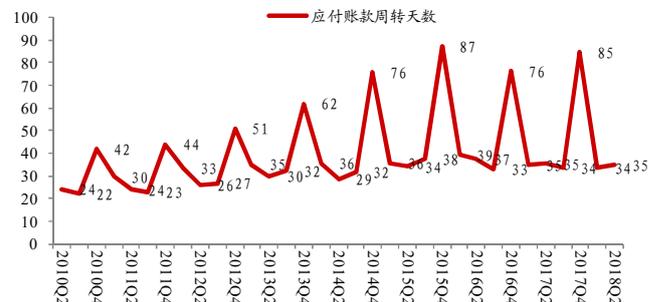
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 14: 啤酒板块平均应付账款周转天数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 啤酒上市公司合计货币现金



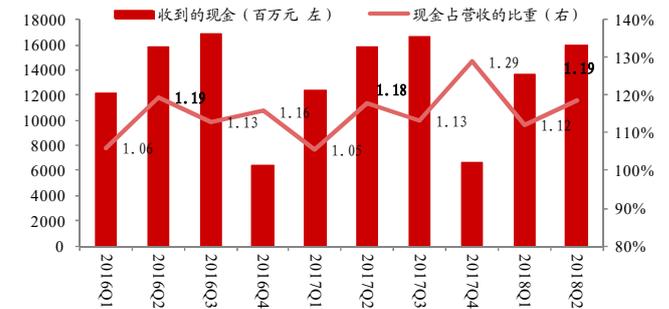
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 啤酒上市公司收到的现金占营收的比重



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 啤酒板块经营性现金流季节性波动大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 18: 啤酒上市公司进入产能收缩期



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 估值

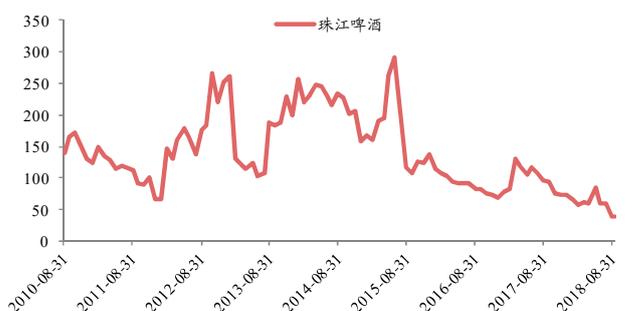
从历史动态市盈率的走势看,各家 PE 水平和走势差异大,珠江啤酒和重庆啤酒两家公司的动态市盈率接近八年来底部位置。

图 19: 燕京啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 20: 珠江啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图



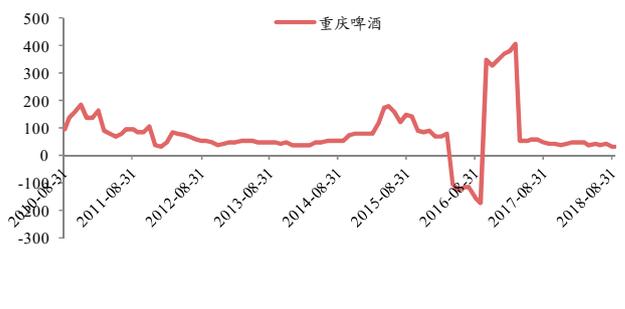
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 21: 青岛啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 22: 重庆啤酒历史动态市盈率 (TTM) 走势图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 2: 四家公司估值指标

| 代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 2018PE | 2019PE | 2020PE |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 6.11 | 44 | 35 | 35 |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 4.45 | 34 | 28 | 24 |

| | | | | | |
|-----------|------|-------|----|----|----|
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 25.72 | 30 | 25 | 21 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 31.90 | 28 | 23 | 20 |

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所。以 09 月 12 日股价为准，惠泉啤酒无预测数据。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>