

食品饮料

啤酒板块表现抢眼，周期底部向上动能明显

-中泰食品饮料周报(第50周)

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.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

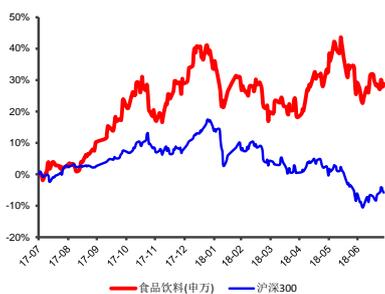
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比

相关报告

《啤酒行业深度分析：提价滞后效应&成本要素驱动板块业绩加速释放-2019年啤酒行业展望》2018.12.12

《山西汾酒：股权激励落地，改革红利加速释放》2018.12.14

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		
贵州茅台	593	13.31	21.56	26.30	29.54	42.2	27.9	22.9	20.4	0.71	买入
洋河股份	101.1	3.87	4.40	5.38	6.73	24.5	23.5	19.2	15.4	0.76	买入
口子窖	36.45	1.31	1.86	2.26	2.61	24.6	20.3	16.7	14.4	0.47	买入
中炬高新	28.6	0.45	0.57	0.77	0.95	31.0	49.6	36.7	29.8	1.00	买入
汤臣倍健	29.82	0.36	0.52	0.68	0.89	32.8	28.8	29.4	22.5	0.83	买入
元祖股份	17.85	0.52	0.85	1.02	1.22	34.0	20.4	17.0	14.2	0.83	买入

备注：股价为2018年12月14日收盘价。

投资要点

- 2019年啤酒行业展望：提价滞后效应叠加成本要素驱动板块业绩加速释放。**本周申万啤酒指数周涨跌幅为8.4%，领先于上证综指(-0.5%)、申万调味发酵品(4.1%)、申万乳品(0.8%)、申万白酒(0.5%)、申万肉制品(-1.2%)。从个股看，青岛啤酒(12.9%)、重庆啤酒(9.8%)、燕京啤酒(5.6%)、华润啤酒(5.1%)、珠江啤酒(4.7%)表现均好于上证综指(-0.5%)和贵州茅台(1.0%)。本周啤酒板块表现抢眼，具备突出的相对收益。目前大多数行业处于周期顶部，而啤酒处于周期底部，我们再次强调本轮啤酒板块机会：**(1) 提价滞后效应。**今年啤酒行业集体提价，但利润释放不多。我们认为提价反应到报表端存在滞后，利润将在明年加速释放。近期渠道调研反馈，青岛啤酒经典提价2元/箱，行业仍具备潜在的提价机会。**(2) 包材成本下行。**在全球流动性收缩以及国内支持民营经济的背景下，工业品需求收缩而供应增加，包材价格有望下行。**(3) 减税。**增值税率下调对于利润率偏低的啤酒贡献的弹性较大。我们认为啤酒板块利润有望在2019年加速释放，推荐华润啤酒，其次是青岛啤酒和重庆啤酒。
- 燕京漓泉1-10月增长良好，百威英博单三季度吨价提升4.3%。**根据啤酒板报道，2018年1-10月燕京啤酒(桂林漓泉)公司实现工业总产值46.44亿元，同比增长19.63%。2018H1燕京啤酒整体收入增长仅0.57%，但广西地区收入增长10.87%，贡献公司主要增量。啤酒行业格局定价，燕京漓泉在广西市占率达到85%，且定位中高档，符合消费升级趋势，同时采用深度分销，对广西终端掌控力度较强。百威英博2018年单三季度收入有机增长4.5%，全球销量有机增长0.2%，吨酒价格提升4.3%。其中三大主力品牌百威、时代、科罗娜收入分别增长6.4%、5.7%、10.6%，增长较快占比持续提升。
- 11社零数据点评：烟酒类增速下行较快，大众品增速相对平稳。**从11月食品饮料行业社零数据来看，11月粮油、食品类增速10.6%，环比提升2.9pct，饮料类增速7.9%，环比不变，烟酒类增速3.1%，环比提升1.9pct，11月增速低迷一方面受制于宏观经济波动导致需求回落，另一方面与“双11”电商交易额增速放缓有关，但相对而言粮油食品类增速出现明显回升，反映出大众品需求仍较为稳健。
- 白酒：茅台四大品牌齐推猪年生肖酒，相比往年力度更大时间更前。**本周茅台一批价约为1720-1740元，普五一批价约为805-810元，淡季价格相对平稳。本周茅台发布猪年生肖酒推出日期，茅台、茅台王子、

贵州大曲、赖茅等四大品牌将于 12 月 21 日同台发布，其中茅台猪年生肖酒定价 1699 元（500ML），与狗年生肖酒价格持平。与往年不同的是，今年生肖酒推出时间大大提前，一方面抓住了普飞供应偏紧的缺口，另一方面为春节旺季做好准备。至此茅台“十二生肖计划”已执行过半，此前推出的生肖酒面市后均取得显著增值，在茅台逐渐对生肖酒放量的环境下猪茅价格有望保持合理区间。

- **山西汾酒：股权激励落地，改革红利加速释放。**公司拟向公司高管、中层管理人员及核心技术（业务）人员等 397 人授予不超过 650 万股限制性股票，授予价格为每股 19.28 元。我们认为股权激励落地将进一步激发核心员工经营活力，利于公司中长期发展。从业绩考核目标来看，核心点是以 2017 年业绩为基数，2019-2021 年营业收入增长率分别不低于 90%、120%、150%。根据我们今年收入预测，预计 2019-2021 年收入同比增速目标分别约 27%、16%、14%，股权激励产生的管理费用对未来净利润影响不大，预计最终对应利润增速将与收入基本同步。我们认为汾酒品牌优势在持续放大，次高端酒青花瓷快速增长是有效体现，省外市场加速增长；在华润入股和内部股权激励等机制改善下，来年改革红利有望加速释放，完成业绩考核目标值得期待。
- **投资策略：**总量来看，资产性收入增量不明显，基尼系数下行，消费增速有望换挡；可选消费（核心是中高端）部分企业在 16-17 年实现了快速增长，必选消费底盘更稳。即使增速下行，运营能力强的企业仍具较好的竞争力和业绩的确定性。白酒短期有反复但中长期看好洋河股份、口子窖、贵州茅台、顺鑫农业、泸州老窖等；啤酒行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒；食品重点推荐绝味食品、海天味业、伊利股份、中炬高新、元祖股份，保健品行业建议关注汤臣倍健、H&H，烘焙面包行业建议关注桃李面包、广州酒家，肉制品行业积极关注龙头双汇发展。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、消费升级进程放缓、食品安全。

内容目录

市场回顾与盈利预测	- 4 -
每周市场回顾: 板块领先上证综指 1.49%, 子板块啤酒涨幅居前	- 4 -
2018 年 12 月投资组合: 中炬、汤臣、元祖、茅台、洋河、口子窖	- 4 -
最新重点报告观点 (第 50 周)	- 6 -
山西汾酒: 股权激励落地, 改革红利加速释放	- 6 -
啤酒深度分析: 提价滞后效应&成本要素推动板块业绩加速释放-2019 年啤酒行业展望	- 7 -

图表目录

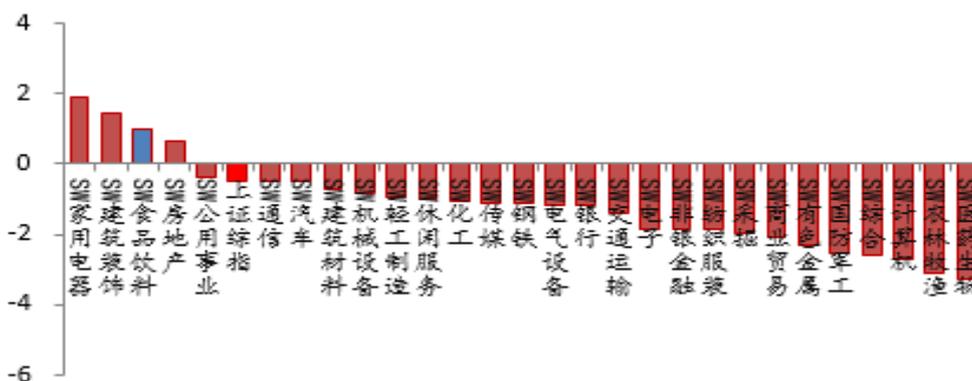
图表 1: 食品饮料行业周涨幅为 1.02%, 领先上证综指 1.49%	- 4 -
图表 2: 子板块啤酒居前	- 4 -
图表 3: 周涨跌幅前五个股一览	- 4 -
图表 4: 12 月组合收益率为 3.30%	- 5 -
图表 5: 重点公司盈利预测表	- 5 -

市场回顾与盈利预测

每周市场回顾：板块领先上证综指 1.49%，子板块啤酒涨幅居前

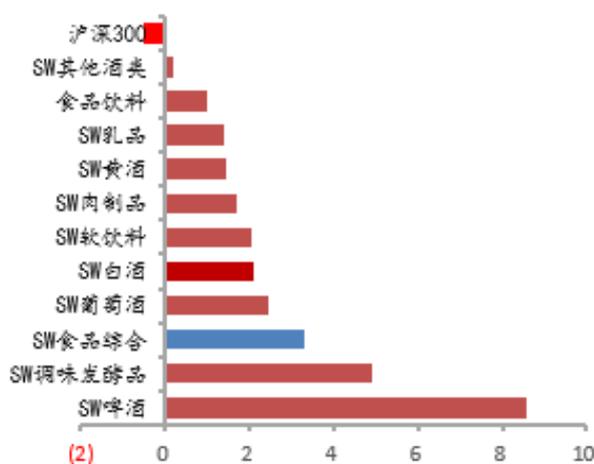
- 市场回顾：**本周上证综指下跌 0.47%，食品饮料板块上涨 1.02%，领先上证综指 1.49 个百分点。子板块方面，啤酒、调味发酵品、食品综合、葡萄酒、白酒、软饮料、肉制品、黄酒、乳品、其他酒类分别上涨 8.56%，4.91%，3.31%，2.46%，2.09%，2.02%，1.68%，1.46%，1.38%，0.21%。个股方面，青岛啤酒（12.89%）领涨板块。

图表 1：食品饮料行业周涨幅为 1.02%，领先上证综指 1.49%



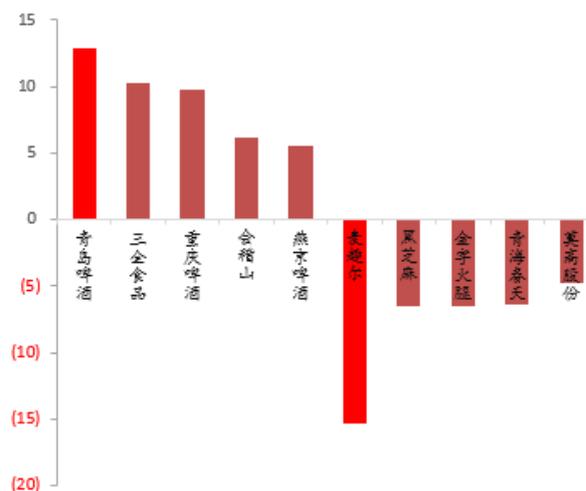
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：子板块啤酒涨幅居前



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3：周涨跌幅前五个股一览



来源：wind、中泰证券研究所

2018 年 12 月投资组合：中炬、汤臣、元祖、茅台、洋河、口子窖

- 12 月推荐组合：**中炬高新、汤臣倍健、元祖股份、贵州茅台、洋河股份、口子窖。当月内五者涨跌幅分别为中炬高新（5.48%）、汤臣倍健（4.90%）、元祖股份（3.06%）、贵州茅台（4.95%），洋河股份（0.92%）、口子窖（0.58%）、组合收益率为 3.30%，同期上证综指上升-0.47%，组合领

先上证综指 3.77%。

图表 4: 12 月组合收益率为 3.30%

公司名称	权重	12月区间涨跌幅	核心推荐逻辑	组合收益率
中炬高新	16%	5.48%	定位高鲜进军全国，机制改善释放活力	3.30%
汤臣倍健	17%	4.90%	健力多强势增长，收入利润表现靓丽	
贵州茅台	17%	4.95%	增速放缓，稳健前行	
洋河股份	17%	0.92%	梦之蓝持续高增，明年业绩稳健增长可待	
口子窖	17%	0.58%	业绩增速放缓，长期受益稳健风格	
元祖股份	16%	3.06%	现金流强劲，旺季值得期待	

来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
贵州茅台	592.96	7447.6	21.56	26.30	29.54	27.5	22.5	20.1
五粮液	52.99	2011.5	2.55	3.32	3.71	20.8	16.0	14.3
泸州老窖	43.20	605.7	1.80	2.03	2.58	24.0	21.3	16.7
洋河股份	101.10	1523.6	4.40	5.38	6.73	23.0	18.8	15.0
古井贡酒	58.92	297.0	2.28	3.26	3.82	25.8	18.1	15.4
山西汾酒	39.03	338.0	1.09	1.72	2.10	35.8	22.7	18.6
口子窖	36.45	218.7	1.86	2.26	2.61	19.6	16.1	14.0
水井坊	32.60	159.4	0.69	1.22	1.59	47.2	26.7	20.5
沱牌舍得	24.60	82.9	0.43	0.93	1.33	57.2	26.5	18.5
顺鑫农业	35.52	202.8	0.77	1.35	2.03	46.1	26.3	17.5
伊力特	14.12	62.3	0.80	1.07	1.34	17.7	13.2	10.5
老白干酒	14.34	62.8	0.37	0.73	1.04	38.8	19.6	13.8
迎驾贡酒	14.90	119.2	0.83	0.93	1.03	18.0	16.0	14.5
伊利股份	23.29	1427.4	0.99	1.03	1.24	23.5	22.6	18.8
绝味食品	35.24	144.5	1.26	1.58	1.95	28.0	22.3	18.1
元祖股份	17.85	42.8	0.85	1.02	1.22	21.0	17.5	14.6
青岛啤酒	35.99	485.9	0.94	1.05	1.21	38.3	34.3	29.7
重庆啤酒	29.69	143.7	0.68	0.90	0.99	43.7	33.0	30.0
中炬高新	29.82	237.7	0.57	0.77	0.95	52.3	38.7	31.4
海天味业	69.58	1882.8	1.31	1.58	1.92	53.1	44.0	36.2
西王食品	7.15	55.1	0.45	0.59	0.66	15.9	12.1	10.8
安琪酵母	24.72	81.6	1.03	1.17	1.41	24.0	21.1	17.5
双汇发展	22.50	742.5	1.31	1.49	1.65	17.2	15.1	13.6
恒顺醋业	10.35	62.4	0.47	0.43	0.44	22.0	24.1	23.5
金禾实业	16.28	92.5	1.81	2.05	2.42	9.0	7.9	6.7
光明乳业	8.03	98.3	0.50	0.59	0.68	16.1	13.6	11.8

来源：wind、中泰证券研究所

最新重点报告观点（第 50 周）

山西汾酒：股权激励落地，改革红利加速释放

- **事件：申万山西汾酒发布 2018 年限制性股票激励计划（草案）公告，**本计划拟向激励对象授予不超过 650 万股限制性股票，约占本计划提交股东大会审议之前公司股本总额的 0.75%，授予价格为每股 19.28 元。其中，首次授予 590 万股，占授予总量的 90.77%，约占本计划提交股东大会审议之前公司股本总额的 0.68%；预留 60 万股，占授予总量的 9.23%，约占本计划提交股东大会审议之前公司股本总额的 0.07%。
- **股权激励落地，改革迎来实质性进展。**本次股权激励计划首次授予的激励对象为 397 人，主要包括公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员，我们认为这意味着汾酒作为山西国改标兵，迈出了实质性改革步伐，股权激励落地将进一步激发核心员工经营活力，利于公司中长期发展。从业绩考核目标来看，本次方案要求 2019-2021 年每年公司净资产收益率不低于 22%，且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；营业收入增长率不低于同行业对标企业 75 分位值水平；主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%；以 2017 年业绩为基数，2019-2021 年营业收入增长率分别不低于 90%、120%、150%。根据公告显示，授予的限制性股票总成本约为 11292.6 万元，该成本将在本计划限售期、解除限售期内进行摊销，2019-2021 年管理费用分别为 4234.7、4234.7、1976.2、847.0 万元，该费用对利润整体影响不大。根据我们今年收入预测，预计 2019-2021 年收入同比增速目标分别约 27%、16%、14%，对应利润增速将基本同步。
- **全年目标将顺利实现，来年发展势头有望相对积极。**公司提出“三年目标两年实现”规划，根据渠道反馈情况，我们认为全年目标规划有望顺利完成，主要增长点已转向省外市场。按照股权激励考核目标，明年收入增速约 27%，好于市场预期，我们认为汾酒品牌优势在持续放大，次高端酒青花瓷快速增长是有效体现，省外市场加速增长，未来发展潜力仍旧充足，空白市场有待进一步开发；在华润入股和内部股权激励等机制改善下，来年改革红利有望加速释放，完成业绩考核目标值得期待。
- **费用率具备下降空间，减税进一步增厚利润。**目前啤酒企业销售费用率仍处于较高水平，未来随着行业从低价竞争转向高端品牌竞争，促销费用有望下降，啤酒企业销售费用率可降低。受益制造业增值税税率从 17%降至 16%，以 2017 年财报数据为准，燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的净利润将增长 31.3%、11.4%、8.6%、7.9%、4.6%。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 90.43/108.81/126.59 亿元，同比增长 49.78%/20.33%/16.34%；净利润分别为 14.87/18.17/21.67 亿元，同比增长 57.54%/22.17%/19.25%，

对应 EPS 分别为 1.72/2.10/2.50 元。

- **风险提示：**三公消费限制力度加大；次高端酒竞争加剧；食品品质事故。

啤酒深度分析：提价滞后效应&成本要素推动板块业绩加速释放-2019 年啤酒行业展望

- **推荐回顾：拐点已现，逐步验证。**1) 供应方面在做减法。嘉士伯 2016 年在中国关闭 17 家工厂，16 年底仅剩 15 家酒厂分布于重庆、四川、湖南（重庆 8 家、四川 4 家、湖南 3 家），关厂减产工作基本完成；华润啤酒也在 15 年关停 3 家，16 年关停 2 家，17 年预计关停 3 家，18 年预计要将四川的 5 家工厂（成都、遂宁、达州、内江、西昌）合并。
2) 需求在做加法。量：结束下滑。价：2017 年吨酒价格提升 2.8%，18 年仍然保持较好的势头，其中华润提价 13%、青岛提价 4%、百威提价近 6%。根据欧睿，2003-2017 年我国高档啤酒（零售价高于 14 元/升）销量占比从 1.8%提升至 9.2%，销售额从 7.8%提升至 29.2%。根据美国酿酒商协会，2015 年精酿、进口、超高端等单价最高的啤酒销量占比达到 35.1%。对比美国我国啤酒产品结构仍有较大提升空间。
2018Q1-3 啤酒上市公司收入加速增长，龙头华润啤酒 2018H1 收入增长 10.9%，对比 2016-2017 年明显加速，主要由吨酒价格提升贡献。从扣非后归母净利润看，2018 年初行业迎来集体提价，但由于包材价格大幅上升对冲了提价红利。需要说明一下，青岛啤酒 2018Q1-3 公司实现营业收入 236.41 亿元，同比增长 1.09%，可比口径收入 246.10 亿元，同比增长 5.24%（公司将促销费用冲减了收入）；需要说明一下，青岛啤酒 2018Q1-3 公司实现营业收入 236.41 亿元，同比增长 1.09%，可比口径收入 246.10 亿元，同比增长 5.24%（公司将促销费用冲减了收入）；
- **19 年有望超预期：提价滞后效应+成本下降+减税。**1) 提价滞后效应。行业竞争格局有望持续向好。行业龙头华润将 2018-2020 年定位为品牌重塑关键的三年，19 年夯实 18 年提价的基础（18 年提价提了 13%）；加大力度占领 8-9 元的价格带，superX2020 年努力实现 100 万吨的销售；收购喜力，喜力在 12 月份提价 3.6%；百威英博重点考核利润，国内继续关厂，针对听装产品（24*4 元/瓶）今年提价提了 2 次，分别提价 4 元、5 元/箱，累计提价幅度近 8%。龙头企业提价、布局中高端产品以及关厂行为，折射出公司做大做强中高端的诉求，板块有望受益。2008 年啤酒行业进行集体性提价，推动吨酒价格上涨 10%左右，超过正常年份吨酒价格涨幅。2018 年由于原材料价格上涨、企业生产成本增加，啤酒行业终于迎来涨价窗口期。年初至今，华润、百威、青啤、燕京对部分产品相继提价，幅度基本在 5-10%的水平。对 2008 年啤酒行业提价复盘，行业集体提价发生在上半年。2007 年成本压力较大，啤酒企业开始集体提价。2007 年底燕京啤酒提高其主流产品 10 度清爽型的出厂价，青岛啤酒 2008Q1 在市场密度较高区域提价。对 2008 年啤酒行业提价复盘，提价第二年（2009 年）是盈利能力提升最快的时间点。

从吨酒价格看，快消品提价通常不是一步到位，而是逐步执行，且非 1 月 1 日的提价在第二年仍存在同比影响，因此啤酒提价在第二年对吨酒价格仍有提振作用。从吨酒成本看，2009 年成本在经历 2008 年大幅上升后保持稳定甚至有所回落。对 2008 年啤酒行业提价复盘，提价**第二年（2009 年）是盈利能力提升最快的时间点**。从盈利能力看，2008 年成本上升的影响对冲甚至超过了提价的影响，导致青岛啤酒、燕京啤酒和重庆啤酒在提价当年毛利率出现下滑。2009 年受益提价红利的延续以及吨成本的回落，青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒的毛利率大幅提升了 2.4、3.0、3.2 个 pct。啤酒行业盈利能力偏低，吨酒价格提升带来的盈利弹性明显。以青岛啤酒作为样板公司，参考 2017 年的年报数据，吨酒价格提升 2%、4%、6%、8%、10% 可分别带动毛利率上升 1.15、2.26、3.33、4.36、5.35 个 pct，带动净利率上升 0.74、1.45、2.13、2.79、3.42 个 pct。

2) 成本下降。2017 年开始啤酒上市公司吨成本出现上升趋势，并延续到 2018H1。2018H1 华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒吨成本同比上升 8.8%、6.8%、5.3%、4.4%、4.2%。青岛啤酒 2017 年吨成本上升 1.7%，其中占比 65% 的吨直接材料增长 5.2%，逐年加速。2017 年吨直接材料上升，主要系纸箱、玻璃瓶等包材由于环保限产价格大幅上涨，2018H2 包材价格回落。通常啤酒企业为保证正常生产经营，会提前签订采购合同，因此包材价格下降反应到报表端会滞后于市场价格的变化。瓦楞纸价格高点滞后 3-6 个月的时间为 2018Q3-Q4；玻璃期货价格高点滞后 3-6 个月的时间为 2018Q4-2019Q1。从需求端看，房地产是玻璃下游最主要的构成部分，玻璃的量与房屋新开工面积相关性高。2018 年 5 月 100 大中城市成交土地规划建筑面积累计同比增速见顶，至 10 月同比增幅回落至 4.8%，**预计明年玻璃需求端总体向下**。从供给端看，随环保限产政策放宽，2019 年玻璃供给具备提升空间。纸箱下游需求较为分散，与宏观经济景气度关联性较高。明年 GDP 增速中枢预计进一步下滑，纸箱需求边际减少。从供给看，2017 年供给缺口较大导致价格大幅上升，今年由于 2016-2017 年大型企业新增产能弥补中小企业退出缺口及环保监管放松，**供给上升价格大幅回落**。啤酒包装物占成本约 50%，预计玻璃瓶占总成本的 25%，纸箱占 15%。以青岛啤酒作为样板公司，参考 2017 年的年报数据，玻璃瓶和纸箱价格同时下降 5%、10%、15%、20% 可带动毛利率上升 1.17、2.35、3.52、4.70 个 pct，带动净利率上升 0.77、1.54、2.31、3.08 个 pct。

3) 减税。2018 年 5 月 1 日起制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，减税对于利润率偏低的啤酒行业贡献的利润弹性十分显著。通过测算，减税可大幅增厚盈利能力较弱的啤酒企业的业绩。以 2017 年财报数据为准，当增值税下调 1 个 pct 时，燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的净利润将增长 31.3%、11.4%、8.6%、7.9%、4.6%。

- **估值与探讨。**1) **华润啤酒。**参考 2016-2017 年估值水平，目前华润啤酒估值处于相对低位。预计公司 2018-2020 年收入分别为 328.92、350.31、370.14 亿元，归母净利润分别为 18.79、26.06、31.13 亿元，EPS 分别为 0.58、0.80、0.96 元，对应 PE 为 42 倍、31 倍、26 倍。2) **青岛啤酒。**青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头，有望受益格局改变后的集

中度提升。此外，复兴作为财务投资者入主青岛啤酒，有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。小幅调整盈利预测，预计公司 2018-2020 年收入分别为 265.32、278.80、288.62 亿元，归母净利润分别为 14.19、17.84、21.86 亿元，EPS 分别为 1.05、1.32、1.62 元，对应 PE 为 30 倍、24 倍、20 倍，维持“买入”评级。

3) 重庆啤酒。公司拥有较好的大本营市场，率先通过关闭低效产能、优化产品结构等实现了利润率的提升，公司的发展进入良性循环，量价有望持续超预期。预计公司 2018-2020 年收入分别为 34.51、36.90、39.37 亿元，归母净利润分别为 4.14、4.94、5.92 亿元，EPS 分别为 0.86、1.02、1.22 元，对应 PE 为 32 倍、26 倍、22 倍，维持“买入”评级。

4) 投资建议。短期来看，2019 年受益吨酒价格上升+包材成本下降+减税三重因素影响，啤酒板块净利润有望实现高速增长。中长期看，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。啤酒格局定价，重庆啤酒是先行指标，我们认为率先受益的是重庆啤酒和华润啤酒，其次是青岛啤酒。

- **风险提示：因不可抗要素带来销量的下滑：**人口老龄化加速，餐饮行业增速放缓，均会对啤酒消费量造成负面影响。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动：**随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，可能会进一步加剧市场的竞争态势。而由于市场竞争压力，啤酒企业为提高产能利用率加大促销力度，使广告、促销等市场费用持续增长。

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。