

啤酒行业深度研究

啤酒江湖：借美日之鉴，探破局之路 增持（首次）

2019年04月07日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

投资要点

- **引言：**我国啤酒长期陷于盈利水平低、厂商相互制衡的囚徒困境，本篇报告通过复盘主流啤酒消费大国盈利提升路径，提出竞争格局和结构升级将是两大中长期净利率提升主因，短期增值税率下调亦将贡献弹性。
- **借美日之鉴：**对标美日 30 年结构升级和格局衍变历史，我们测算中国啤酒行业未来 5 年收入 CAGR ≈ 4.5%，净利润 CAGR ≈ 19%。**1) 结构升级打开毛利率提升通道：**美、英、德等人均啤酒消费在 1980 年前后已见顶，此后行业增量主要依靠结构升级；**从美国、日本啤酒巨头成长史看，百威、麒麟通过结构升级均实现 30 年毛利率提升约 25pct，年化提升接近 1pct/年。****2) 格局决定盈利：**全球各国 TOP1 啤酒企业的领先优势大小与盈利性显著正相关。成熟啤酒市场中，以巴西为代表的单寡头市场中头部公司百威 EBITDA 率可达 50%，双寡头市场美国 TOP1、2 份额差约为 17%，双寡头日本 TOP1、2 份额差约为 7% 导致头部公司 EBITDA 率 ≈ 15%；格局不同将带来 SG&A 率分化，**进一步复盘美、日，30 年间美日两国头部公司百威、麒麟的 SG&A 率分别增长 10pct、18pct，由此带来盈利分化。****3) 反观中国：**结构升级驱动毛利率提升+竞争格局优化关厂加速下 S, G&A 率改善，我们预测中性假设下，啤酒行业未来 5 年收入 CAGR ≈ 4.5%，净利润 CAGR ≈ 19%。**结构升级带来行业红利，而竞争格局决定的是红利何时、何地、由谁瓜分。**
- **中国啤酒江湖：**结构升级对行业毛利率贡献~1pct/年；格局整合完成后龙头净利率有 2~3pct 提升空间。**1) 结构提升初期。**预计到 2025 年，结构升级对行业毛利率贡献 ≈ 1pct/年（与乐观假设下国际对比的假设一致）。我们认为高端产品增速自 2013 年起持续领跑，伴随华润联姻喜力等龙头继续加码高端，中长期内行业结构有望从低：中：高 ≈ 5.5:3.5:1 转变为类似美国的 2：4：4 格局。**2) 竞争格局优化。**预计国内龙头企业华润/青岛净利率仍有 2~3pct 提升空间。目前虽然行业 CR5 > 75%，但分区域华东区和华南区仍是整合末期需重点关注市场；由于厂商弱势区域净利率低于基地市场 8pct+，弱势区关厂后公司利润提升将是行业格局整合进程中重要看点。**2018 年华润关厂 13 家，青啤关厂 2 家，均彰显整合末期龙头趋于理性，格局整合可期。**
- **探破局之路：**结构升级+关厂+增值税下调，行业盈利性拐点已来。思考一：直接提价预计难成盈利提升的主要贡献因素，而结构升级预计持续贡献毛利率增长。思考二：对标重啤，预计关厂对华润/青啤/燕京净利率有 2~3pct/3~5pct/3pct 贡献。思考三：增值税率下降 3pct 后，上下游议价能力强的龙头和净利率水平较低的公司预计边际利润弹性 20%+。
- **投资建议：**建议关注华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒。
- **风险提示：**行业竞争加剧；成本波动；结构升级、产能优化不及预期。

行业走势



相关研究

内容目录

1. 引言：啤酒是门什么样的生意？	5
2. 借美日之鉴：中国啤酒行业未来 5 年收入 CAGR≈4.5%，净利润 CAGR≈19%	7
2.1. 比全球：量已见顶，竞争格局是决定盈利水平关键因素	7
2.2. 比美日：结构升级驱动毛利回升，竞争格局影响销售费用	8
2.3. 反观中国：结构升级初期+格局优化期	12
3. 探破局之路：结构升级+格局优化	13
3.1. 啤酒江湖，破局之路	13
3.2. 结构升级预计行业毛利率贡献 1pct/年	15
3.2.1. 看行业：需求已至，结构升级进行时	15
3.2.2. 比公司：升级速度——百威>嘉士伯>华润&青啤&燕京，核心看品牌力和产品价格带	16
3.2.3. 看未来：产品结构升级有望持续改善行业毛利率	17
3.3. 竞争格局：整合末期，龙头企业净利率有较大提升空间	18
3.3.1. 看全国：集中度提高进行中，17 年 CR5 超过 75%	18
3.3.2. 分省域：华东华南是整合关键	19
3.3.3. 析微观：弱势市场净利率与基地市场差距 10pct 以上，区域市场聚焦有望拉动龙头企业净利率改善 5pct 左右	20
3.4. 重庆啤酒的启示：结构升级+产能优化，5 年净利率提升 6pct	22
4. 看当下：直接提价+关厂进行时+增值税率下调，能否成为行业利润提升拐点？	23
4.1. 思考一：直接提价能否明显提利润？	23
4.2. 思考二：产能优化多大程度改善利润？	25
4.3. 思考三：增值税率下降 3pct，啤酒企业利好几何？	27
5. 投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 啤酒企业发展阶段图	6
图 2: 主要国家/地区啤酒消费总量见顶后缓慢下降	7
图 3: 全球 TOP7 (除德国外) 啤酒市场竞争格局与盈利能力差异	8
图 4: 美日主流啤酒企业 EBITDA 率对比	9
图 5: 百威 1970s-2007 年 EBITDA 率变化: 产品结构升级+逐渐优化的竞争格局	10
图 6: 麒麟 1987-2017 年 EBITDA 率变化: 产品结构升级+行业竞争激烈	10
图 7: 美国啤酒业产品结构、均价演变: 1960-1980 二十年高端&超高端销量 CAGR≈10%, 整体均价 CAGR≈4%	11
图 8: 啤酒行业主要驱动因素拆分	12
图 9: 啤酒当前阶段研究框架图	14
图 10: 产品结构: 不同价格带产品净利/毛利差距	14
图 11: 竞争格局: 青啤不同市场净利率/销售费用率差距	14
图 12: 啤酒行业研究框架	15
图 13: 12-16 年不同价格带产品增速: 高端>>中低端	16
图 14: 中国进口啤酒 (主要为高端) 量、价变化趋势	16
图 15: TOP5 厂商 2013-2017 年吨价变化	17
图 16: 百威/青岛/华润 2013-2017 年 EBITDA 率变化	17
图 17: TOP5 企业不同价格带产品类型、上市时间、整体吨价及增速对比	17
图 18: 国内啤酒行业产量趋势	18
图 19: 国内啤酒行业均价及毛利预测	18
图 20: 2013-2017 年行业格局变化图: 华润稳居 TOP1, 百威青岛份额胶着, CR5 > 75% ...	18
图 21: 不同产能啤酒厂占比: 生产规模化	18
图 22: 大中小型啤酒企业销量占比趋势	18
图 23: 不同市场集中度、消费水平和市场规模市场对比	19
图 24: 我国主要啤酒企业分省占有率	20
图 25: 青岛啤酒 2013-2018 年分区域营收增速及区域占比图	21
图 26: 青岛啤酒分区域销售费用率	21
图 27: 青岛啤酒分区域净利润率	21
图 28: 华润啤酒分区域 EBIT 率 (%)	22
图 29: 华润啤酒分区域营业额 (百万) 及增速 (%)	22
图 30: 啤酒成本之一: 原料大麦价格走势图	23
图 31: 啤酒成本之一: 包装物玻璃的价格走势图	23
图 32: 青岛啤酒 2017 年制造成本构成	23
图 33: 啤酒成本之一: 包装物易拉罐的价格走势图	23
图 34: 青岛啤酒吨酒收入及成本走势图	24
图 35: 燕京啤酒吨酒收入及成本走势图	24
图 36: 青岛及燕京啤酒历史毛利率走势图	24
图 37: 青岛及燕京啤酒历史净利率走势图	24
图 38: 重庆/青岛/燕京啤酒利润拆分	26
图 39: 青啤销售费用中助销费和广宣费结构变化	27
图 40: 青岛/重啤/燕京人均营收对比 (万元/人)	27
图 41: 增值税下调的业绩弹性分析 (假设含税收入不变、含税成本不变)	29

表 1: 白酒与啤酒行业特点分析	5
表 2: 乳制品与啤酒行业特点分析	6
表 3: 假设参考表: 对标美日——美国 TOP2 及日本 TOP3 公司啤酒单价、毛利率、费用率提升空间	13
表 4: 啤酒行业收入利润情景测试	13
表 5: 重庆啤酒盈利能力提升变化表	22
表 6: 三轮周期主要企业提价区域、产品及提价幅度	24
表 7: 17 年青啤/重庆/燕京销售费率细项拆分及费率优化空间估算	26
表 8: 增值税下调对青岛啤酒影响 (单位: 亿元)	28
表 9: 增值税变动后业绩弹性的情景分析	29

1. 引言：啤酒是门什么样的生意？

啤酒 VS 白酒：差异化白酒品牌为王，同质化啤酒格局制胜。同为酒精饮品，产品特征决定两类行业发展路线不同。**从产品看：**白酒香型多、度数高、文化底蕴深，同时兼具酒桌文化属性的特点决定了高端化路线易被消费者接受；啤酒作为舶来品，度数低口味差异小且多豪饮，因此高端化难行（从行业初期众多国际啤酒企业纷纷败北可知），企业发展只能先走横向扩张路线。**从竞争格局看：**高端化白酒维持品牌形象为关键，大肆扩张意愿低，因此不同品牌、价格带的酒企可以长期百花齐放；但同质化啤酒扩大规模为关键，因此企业需快速扩张竞争激烈，最终剩者为王。**从价格策略看：**白酒消费者价格敏感度低，直接提价容易，行业毛利率和净利率较高；啤酒消费者价格敏感度相对较高，为维持市场份额不会贸然提价，行业毛利率和净利率相对较低。

表 1：白酒与啤酒行业特点分析

行业	产品特点	消费场景	发展路径	成长逻辑	企业生态	价格策略
产品特点+消费场景→行业发展路径→企业生态与成长逻辑						
白酒	口味差异大；分酱香/浓香/清香多香型	酒桌文化，情感润滑剂，单次饮用量小，消费者对价格不敏感	高端路线求价高	品牌为王	企业维持高端不会大肆扩张，不同品牌/口味/价格的酒企百花齐放	直接提价容易，毛利率和净利率高
啤酒	口味同质化高	场景较多，多为豪饮，单次饮用量大，消费者对价格敏感	横向扩张求量增	格局为王	提价难行，维持业绩成长必须持续扩张，行业最终剩者为王	成本覆盖式定价，直接提价困难，毛利率和净利率低

数据来源：东吴证券研究所整理

注：这里的分析是指行业的主要特点，当然白酒行业也有价格低廉的大众酒，啤酒行业也有高端化的精酿，但不是行业主流。同时，行业的特点也处在动态变化过程，如随着消费者收入提高对啤酒价格敏感度降低，中高端啤酒未来也可能成为主流产品。

啤酒 VS 乳制品：全国化乳品易攻难守，区域化啤酒易守难攻。同为同质化程度高的大众消费品，市场份额扩张是企业成长主旋律：**从行业发展路线看**，行业均经历了先量增（乳制品全国化产品爆发+渠道渗透 VS 啤酒区域化并购建厂）后价升（当前龙头企业均发力高端系列，促进产品结构升级）的过程。但产品销售半径差异决定了两个行业扩张模式不同。**从行业扩张特点看：**啤酒主要产品销售半径小（保质期短+回瓶运输成本高所致），产品主要为地产地销，因此扩张一直伴随着区域性并购建厂，企业成长主要是关注在各区域市场地位和份额提升能力；乳制品主要产品销售半径大，扩张呈全国性特点，企业成长主要靠企业内生增长（单品做大爆发+渠道不断渗透）。**从企业竞争格局**

看: 区域性特点使啤酒行业整合速度慢, 产品增长难以像乳制品行业短时间大规模放量, 但区域性的高集中度也是限制新进入者快速成长的壁垒; 相比之下, 乳制品行业产品更易全国性爆发, 但低门槛的特点也使行业内企业易受新进入者威胁。

表 2: 乳制品与啤酒行业特点分析

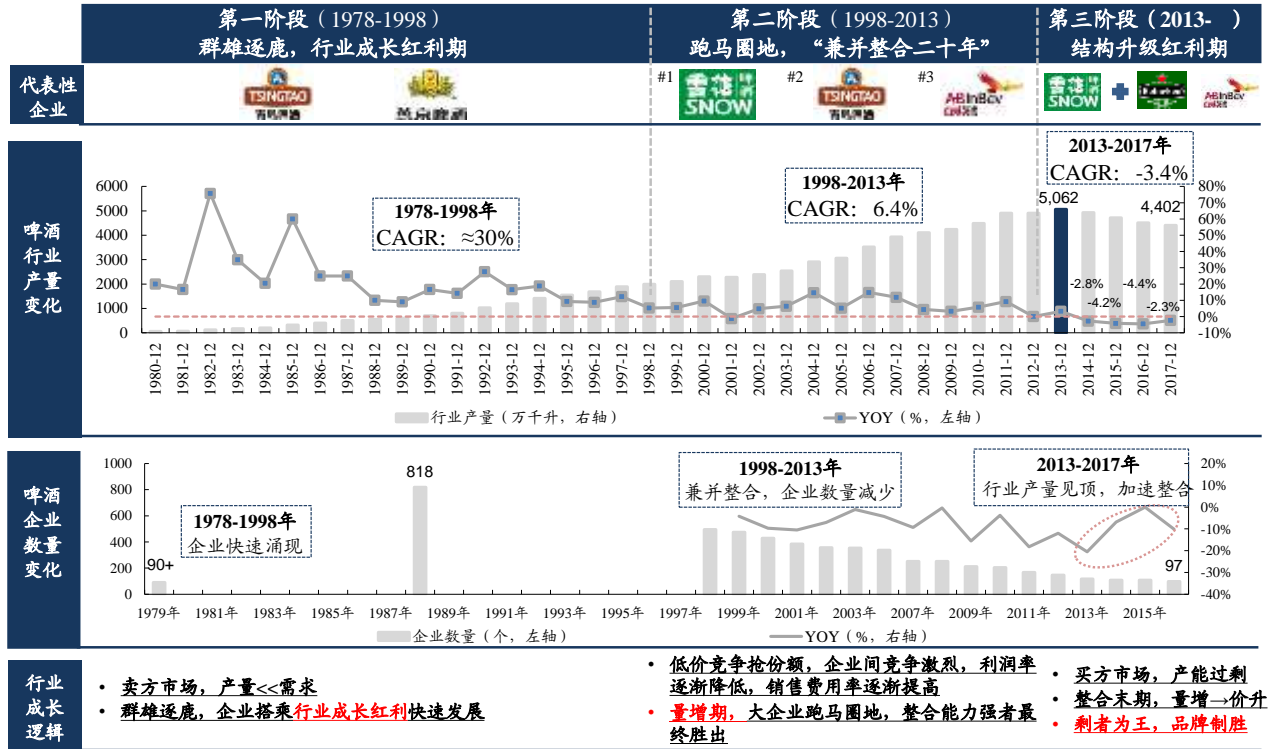
行业	产品结构	销售半径	扩张路径	扩张方式	行业壁垒
乳制品	常温 (约占 60% 以上), 低温, 奶粉, 冷饮	常温为主要品类, 销售半径大, 可全国性扩张; 低温占比小, 销售半径小	全国化扩张	内生增长驱动; 产品端: 不同子类诞生数十亿级大单品; 渠道端: 渠道下沉渗透率提高	全国化特征, 产品易爆发式成长, 行业整合快, 但易受新进入者冲击。
啤酒	按包装分玻璃瓶装&易拉罐装; 按品类分鲜啤、生啤、纯生、熟啤等	按包装分: 易拉罐装重量轻, 销售半径大; 瓶装重量大运输成本高, 销售半径小; 按类型分: 普通生啤扎啤保质期 7 天~2 个月, 销售半径小; 纯生和熟啤保质期长, 销售半径大。目前瓶装短保仍为消费主流, 区域化销售特点。	区域化扩张	外延并购驱动; 区域性收购/建厂→区域龙头→全国性龙头, 关注各区域龙头地位和份额提升能力	区域化特点, 行业整合慢, 但新进入者成长难

数据来源: 东吴证券研究所整理

啤酒江湖史: 群雄逐鹿→跑马圈地→结构升级。 中国啤酒行业兴起于改革开放, 经历了行业红利期、兼并整合期, 目前处于结构升级期, 未来看点在于区域集中度高的龙头收割份额红利和消费升级背景下产品结构的持续升级。具体来看:

- **群雄逐鹿期 (1978-1998)** 特点是行业规模小、增速快, 企业间竞争并不激烈, 企业搭乘行业红利快速增长, 10 年 CAGR ≈ 30%;
- **跑马圈地期 (1998-2013)** 行业增速逐渐放缓, 行业竞争加剧, 因产品同质化, 企业多以价格战和增加广告营销等方式抢占市场份额, 企业利润率不断降低、销售费用率持续走高, 16 年间 CAGR ≈ 6.4%;
- **结构升级期 (2013-至今)** 行业规模见顶、增速更加缓慢甚至负增长, 企业靠扩张拉动增长方式失效, 而具有品牌优势的企业迎合消费者需求, 迎来发展红利期。同时行业整合接近尾声, 具有垄断优势的龙头企业费率降利率升。

图 1: 啤酒企业发展阶段图



数据来源：国家统计局，中国酿酒协会啤酒分会，东吴证券研究所

2. 借美日之鉴：中国啤酒行业未来 5 年收入 CAGR ≈ 4.5%，净利润 CAGR ≈ 19%

2.1. 比全球：量已见顶，竞争格局是决定盈利水平关键因素

看产量：成熟行业产量已见顶，长期缓慢下降。啤酒是典型的成熟型传统行业，全球主要发达国家啤酒消费量均已见顶。啤酒消费量逐渐下滑主要受目标人群减少（人口老龄化，啤酒核心 18-45 岁消费人群占比逐渐下降）、消费需求变化（饮用量更少，质量更高）、其他类别酒饮料替代（鸡尾酒预调酒等个性化酒饮料的兴起）等因素影响。但整体来看，啤酒总产量下降是一个长期而缓慢的过程。

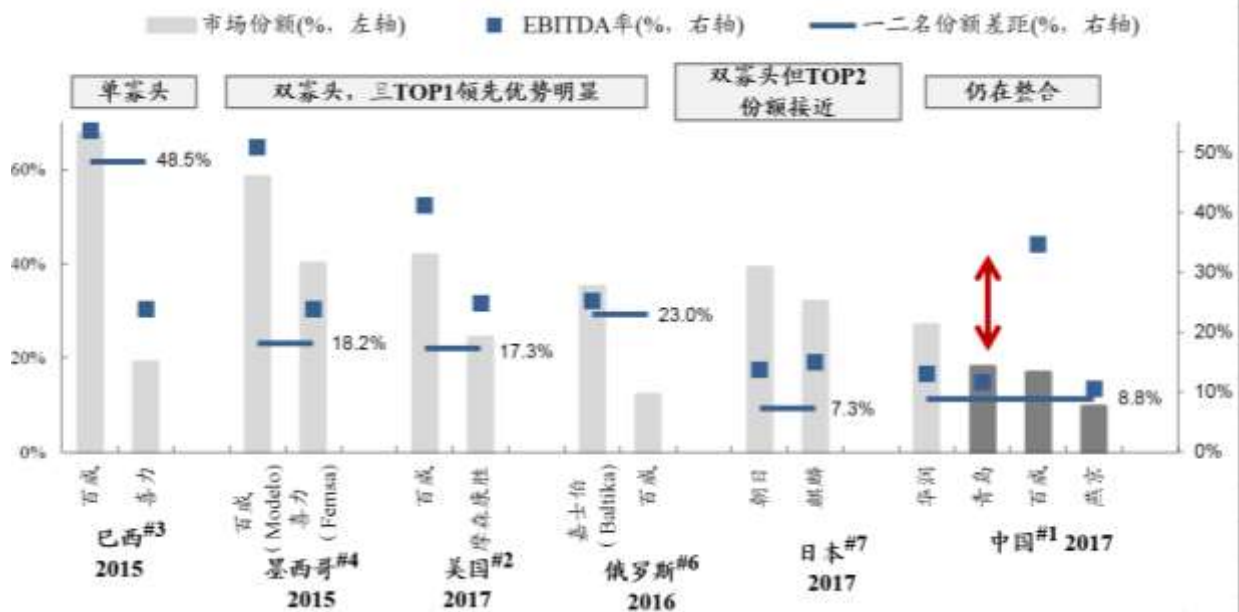
图 2：主要国家/地区啤酒消费总量见顶后缓慢下降



数据来源：国家统计局，中国酿酒协会啤酒分会，东吴证券研究所

看盈利：竞争格局是影响行业盈利水平的重要因素。横向对比国际前七大（除中国外）啤酒消费国的行业盈利水平，除德国外各市场均呈现高集中度（CR3 ≥ 70%）特点，但竞争格局的显著不同导致了各国啤酒行业盈利能力的较大差异：巴西为典型单寡头格局（第一名百威市占率 67.5%），TOP2 企业 17 年的 EBITDA¹率分别为 53.6%和 23.8%；美国是双寡头格局且一二名份额相差 17%差距较大，TOP2 企业 17 年 EBITDA 率分别为 41.2%和 24%；而日本双寡头间份额之差仅有 7%，企业间竞争激烈，TOP2 企业 17 年的 EBITDA 率为 13.7%和 15%。

图 3：全球 TOP7（除德国外）啤酒市场竞争格局与盈利能力差异



数据来源：Barth Report, ABInBev, Carlsberg, WRDS, 东吴证券研究所整理

注：喜力在巴西和墨西哥 EBITDA 率用其在中南美洲整体 EBITDA 率代替，百威英博和摩森康胜在美国 EBITDA 率专指美国地区。由于麒麟和朝日日本地区业务分别占总业务 68%和 84.5%，因此用公司整体 EBITDA 率近似代替日本地区 EBITDA 率。

2.2. 比美日：结构升级驱动毛利回升，竞争格局影响销售费用

我们对美日两国啤酒行业的代表性企业百威和麒麟²的 EBITDA 率进一步拆解，以分析影响行业盈利水平的具体驱动因素和对 EBITDA 率影响程度大小。如下图所示，影响 EBITDA 率的主要因素有毛利率、销售管理费用率（S,G&A 率）和折旧摊销率。由于折旧摊销率变化较小且不同企业间摊销方式有差异，因此我们主要聚焦销售、管理费用率和毛利率两个因素。

¹ 我们使用 EBITDA 率作为不同国家啤酒企业盈利水平高低的衡量指标，主因重资产型啤酒行业折旧摊销额占总营收比例较大，而各国会计准则的不同导致了不同企业间折旧摊销方式差异性大，使用 EBITDA 率可以有效消除折旧摊销方式的不同对盈利的影响。

² 日本啤酒行业前两名为朝日（份额 39.1%）和麒麟（份额 31.8%），两国近三十年毛利率、费用率等走势相似，因此选择麒麟作为日本啤酒行业代表。

图 4: 美日主流啤酒企业 EBITDA 率对比



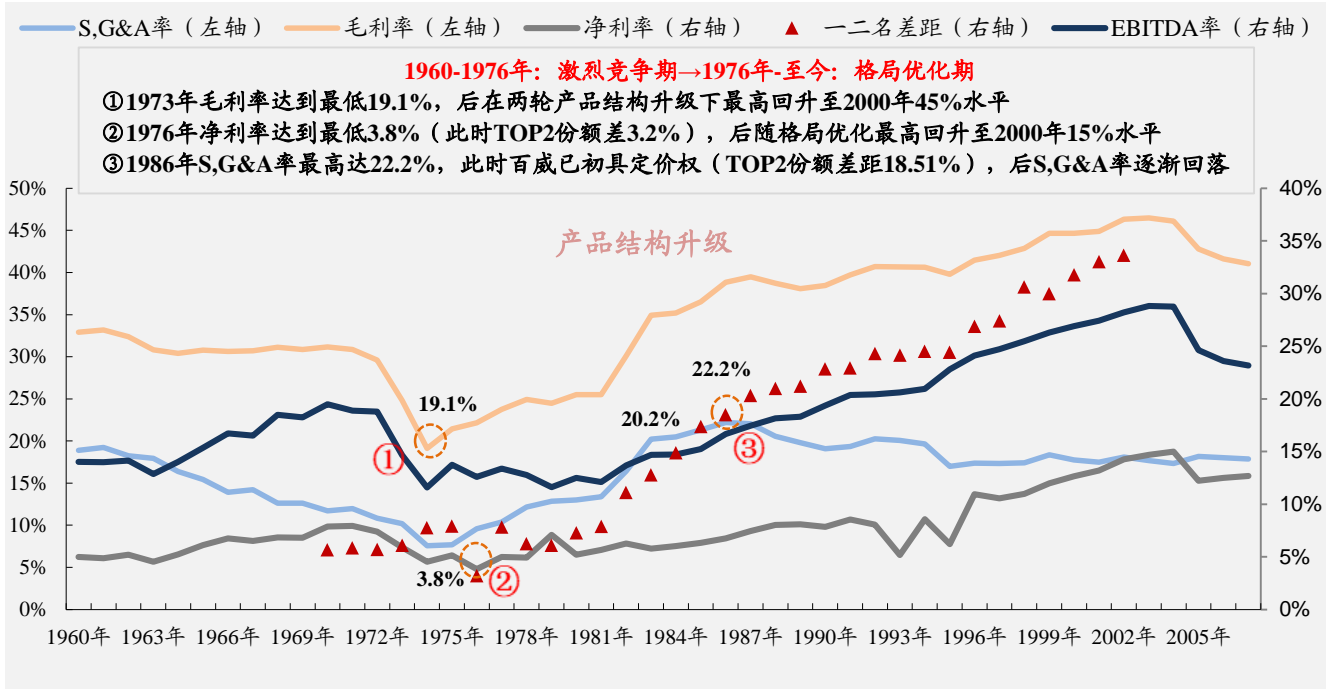
数据来源: WRDS, 东吴证券研究所

注: 这里选取 1974-2004 年百威 EBITDA 率变化, 1974 年为百威 EBITDA 率最低一年 (选做起点), 而 2005 年行业二三名 Coors 与 Miller 的合并后竞争格局变化对百威盈利水平造成了较大冲击 (选做终点), 我们认为 1974-2004 能较好的反映非重大并购事件下, 百威盈利水平的变化。选取 1987-2017 年麒麟 EBITDA 率变化, 主因 WRDS 全球数据库起始年份为 1987 年。

比美日: 行业竞争格局影响销售管理费用率高低, 进而导致美日啤酒行业盈利水平的显著差异。 纵观百威与麒麟 EBITDA 率、毛利率及费用率的变化, 相同点是毛利率均有显著提高, 30 年毛利率提升约 25pct; 但两国竞争格局 (用龙头企业市场份额领先程度衡量) 的不同导致了百威与麒麟销售管理费用率不同的变化趋势: **百威**—与第二名市场份额差距由 1976 年最低 3.2% 逐步提升至 1986 年 18.5%, 并继续提升至 2002 年的 33.6%³; 与此同时销售管理费用率由 1974 年 7.5% 增加至 1986 年 22.2% 后 (议价权初步形成), 便缓慢回落至 2002 年 18% 并趋于稳定; **麒麟**—与第二名市场份额差由 1987 年 38.4% 逐步缩小, 2001 年市场份额被朝日反超后份额差缓慢扩大至 2015 年 4.8%, 17 年进一步扩大至 7.3%; 与此同时麒麟销售管理费用率由 1987 年的 14.1% 持续增长至 2015 年 36.5%, 后回落至 17 年 31.7%。如果拿日本 2017 年 TOP2 企业市场份额差 7.3% 对标美国, 对应百威 1980 年 EBITDA 率 12.5%, 接近麒麟 15% 和朝日 13.7% 水平。

³ 2005 年美国啤酒行业二三名 Miller 和 Coors 合资成立 MillerCoors, 削弱了百威的垄断优势。

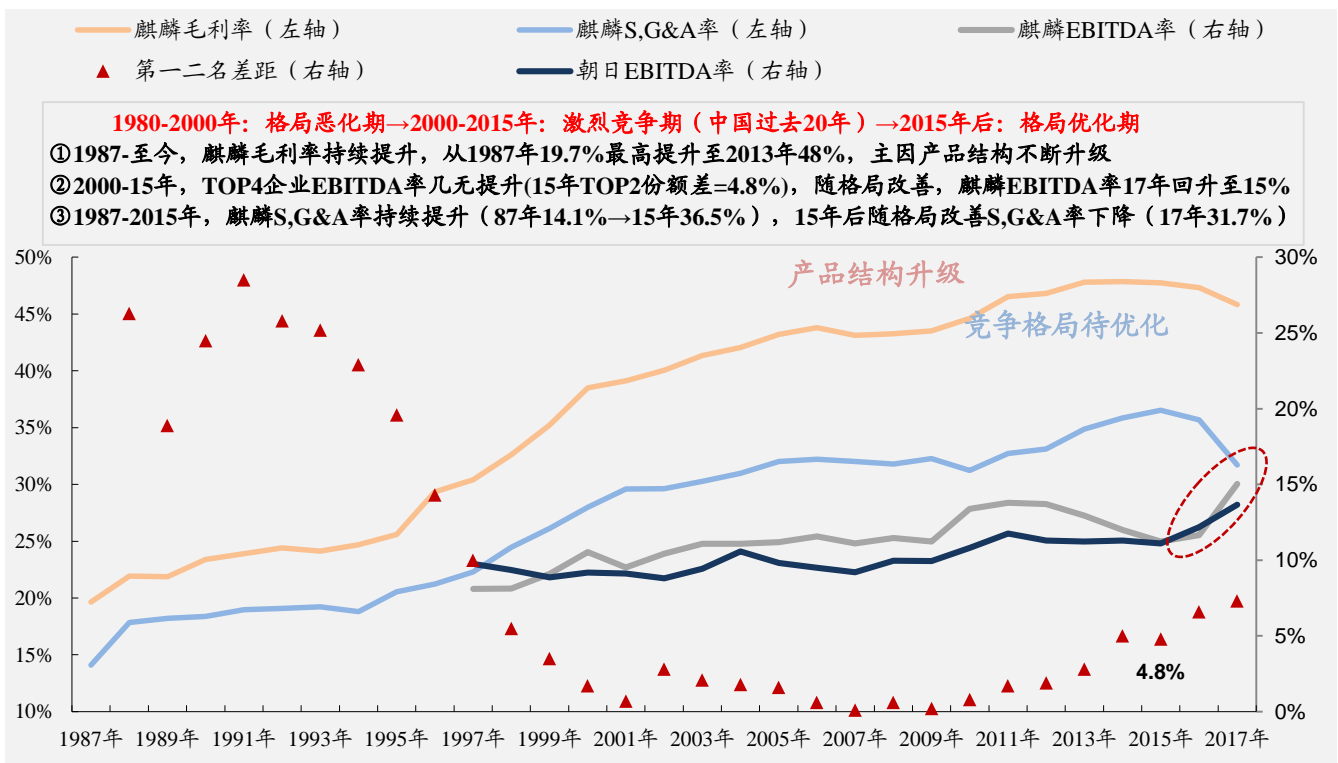
图 5: 百威 1970s-2007 年 EBITDA 率变化: 产品结构升级+逐渐优化的竞争格局



数据来源: WRDS, 东吴证券研究所整理

注: 这里选取 1960-2007 年百威 EBITDA 率变化趋势, 主因 2007 年后百威与英博合并, 07 年后 EBITDA 率的提升可能受并购整合因素影响; 同时, 2005 年行业第二三名 Coors 与 Miller 成立合资公司, 因此百威 2005 年 EBITDA 率有所下滑。

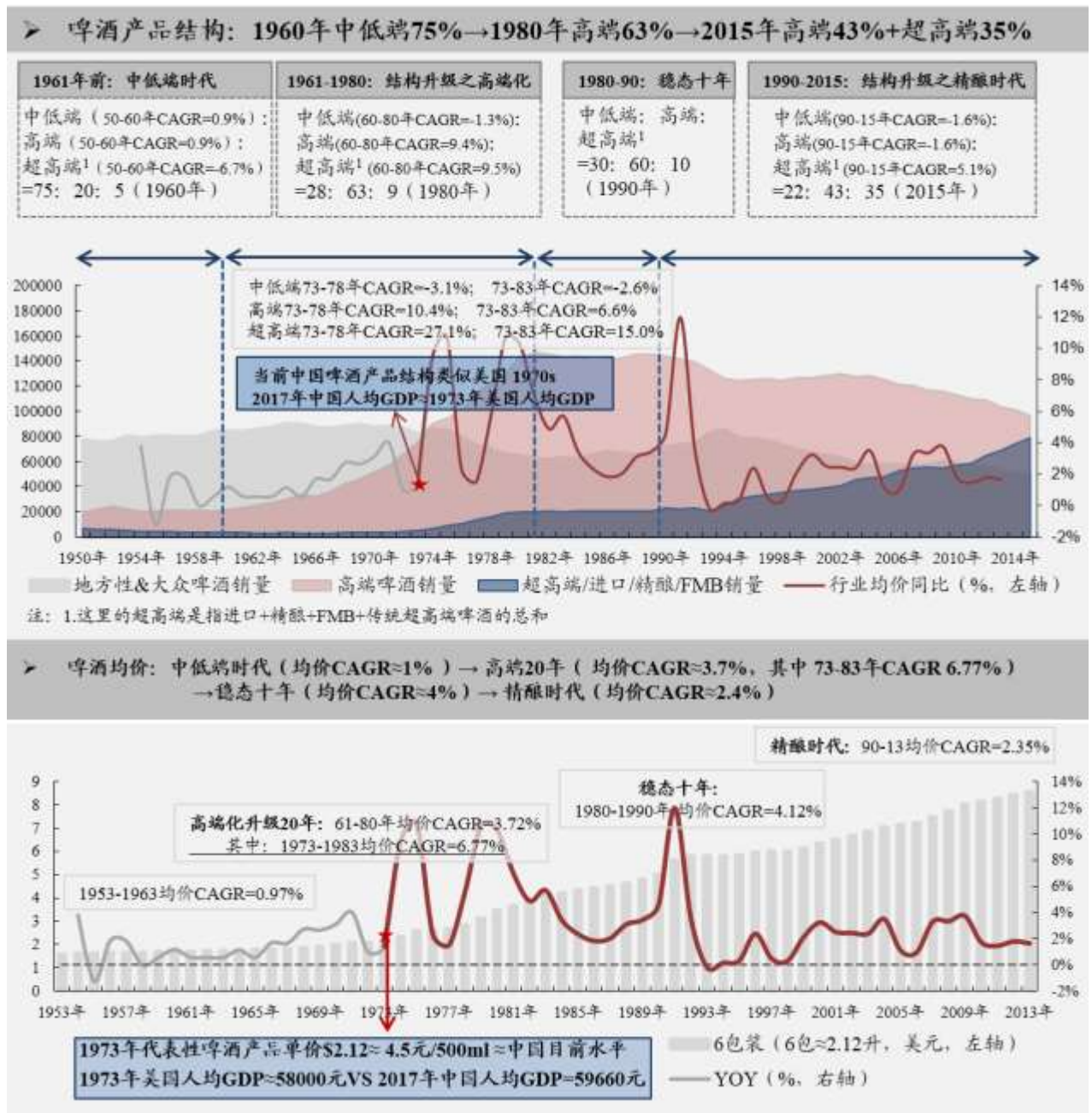
图 6: 麒麟 1987-2017 年 EBITDA 率变化: 产品结构升级+行业竞争激烈



数据来源: WRDS, 朝日年报, 东吴证券研究所整理

比美国：1960-1980 年为美国第一次产品结构升级时代，高端占比由 20%→63%，20 年均价 CAGR ≈ 4%。根据百威、麒麟 EBITDA 率对比分析，两企业毛利率均实现了 30 年约 25pct 提升，毛利率提升主因啤酒行业产品结构升级，而核心则是可居民支配收入提高背景下消费需求的不断升级。我们具体以美国为例分析产品结构升级驱动毛利率提高的过程。从 1960s 起，美国啤酒行业共经历了两次“高端化”过程：1960-1980 年高端啤酒时代（高端啤酒占比由 20%→63%）及 1990 年-至今的超高端时代（超高端类啤酒占比由 10%→35%），两个阶段对应的啤酒均价 CAGR 分别为 3.7%和 2.4%。

图 7：美国啤酒业产品结构、均价演变：1960-1980 二十年高端&超高端销量 CAGR ≈ 10%，整体均价 CAGR ≈ 4%



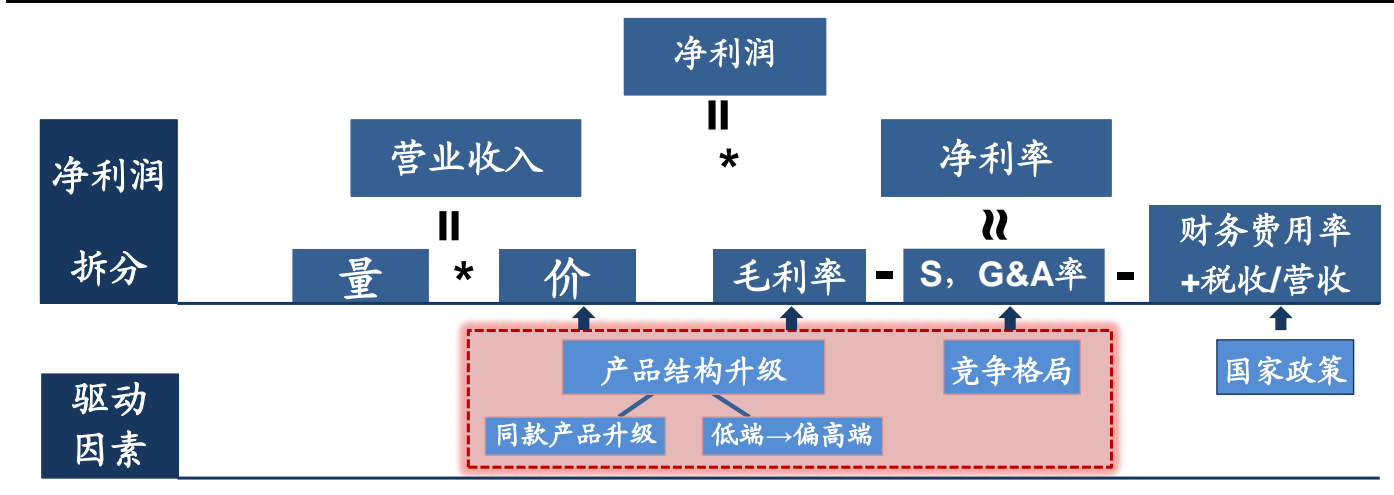
数据来源：国家统计局，BCG，Brewers Association，东吴证券研究所

⁴ 这里超高端指进口+精酿+FMB（调味啤酒饮料）+传统超高端啤酒的总和

2.3. 反观中国：结构升级初期+格局优化期

根据美日对比分析，我们对中国啤酒行业未来收入和利润空间做出初步粗略测算。如下图所示，未来啤酒行业产品结构升级的快慢和竞争格局的演变是影响行业利润的主要驱动因素。

图 8：啤酒行业主要驱动因素拆分



数据来源：东吴证券研究所

对于产品结构升级：我们认为中国当前所处阶段与美国 1973 年左右类似，主要原因有：1) 消费能力：美国 1973 年人均 GDP ≈ 中国 2017 年人均 GDP；2) 啤酒均价：美国 1973 年代表性 6 包装产品均价为 4.5 元/500ml ≈ 中国当前啤酒均价；3) 产品结构：美国 1970 年中低端：高端：超高端=61:36:3 ≈ 中国当前产品结构。

对于行业竞争格局：我们认为未来费用率大概率会逐渐降低，所处阶段对标日本 2015 年和美国 1986 年，主要原因有：1) 企业盈利能力差且有缩费能力：日本 2015 年朝日/麒麟 EBITDA 率降至 11.1%/11.2%低位后，16-17 年 S,G&A 率分别由 36.5%/31.6% 大幅缩减至 2017 年 31.7%/26.1%，中国 2017 年华润/青岛 EBITDA 率为 13%/11.6%与日本 2015 年接近，但竞争格局好于日本（国内 TOP2 在 17 年份额差 8.7% > 日本 15 年 4.8%）；2) 企业有缩费需求：目前中国大部分区域格局已定，叠加行业产销量连续四年下滑+17 年末成本大涨，企业放弃利润抢占份额已不再是理性行为；3.对标美国：尽管百威在 1986 年（与第二名份额差=18.5%）前费用率持续提高，但 86 年美国啤酒行业已完成第一轮产品结构升级（中低端：高端：超高端=30:61:9），企业有较大利润空间（百威净利率 6.7%）增费用抢份额，与中国当前不可同比。虽不排除企业在部分竞争胶着市场继续维持高费率，但通过基地市场降费带动企业整体费率下降已成趋势。

表 3: 假设参考表: 对标美日——美国 TOP2 及日本 TOP3 公司啤酒单价、毛利率、费用率提升空间

	单价 CAGR (%) : 对标美国 1973 年后			平均每年毛利率提升(pct): 对标美国 1973 年后			平均每年费用率提升(pct): 对标美国 1986 年后&日本 2015 年后		
	1973-1978 五年	1973-1983 十年	1973-2000 长期	1973-1978 五年	1973-1983 十年	1973-2000 长期	1981-1986 五年	1986-1991 五年	1986-2000 长期
美国									
行业	5.9%	6.8%	4.2%						
百威	5.9%	9.5%	4.2%	0.0%	1.0%	0.7%	1.8%	-0.6%	-0.3%
Coors	--	7.9%	3.5%	--	0.7%	0.3%	1.2%	0.1%	0.2%
日本			1987-2017			1987-2017		2015-2017	
麒麟	--	--	3.3%			0.9%		-2.4%	
朝日	--	--	1.0%			0.5%		-2.8%	
札幌	--	--	2.4%			0.8%		0.3%	

数据来源: WRDS, 巴特哈斯集团, Brewers Association, 东吴证券研究所整理

根据上述分析, 我们分三种情景测算中国啤酒行业未来收入/利润空间。根据美日行业演变过程中价格、毛利率、S,G&A 率变化的短/中/长期趋势做出假设, 我们预测中国啤酒行业未来 5 年整体收入 CAGR \approx 4.5%, 净利润 CAGR \approx 19%。

表 4: 啤酒行业收入利润情景测试

变化程度	收入 5 年 CAGR	利润 5 年 CAGR	利润率(%)	量 5 年 CAGR	价 5 年 CAGR	毛利率(平均 每年提升 pct)	S,G&A 率(平均 每年提升 pct)
当前	--	--	4.5%	--	--	--	--
较好情景	7.0%	31.3%	12.5%	0.0%	7.0%	1.0%	-0.6%
中性情景	4.5%	18.6%	8.5%	-0.5%	5.0%	0.5%	-0.3%
最差情景	2.0%	-6.0%	3.0%	-1.0%	3.0%	0.0%	0.3%

数据来源: 东吴证券研究所测算

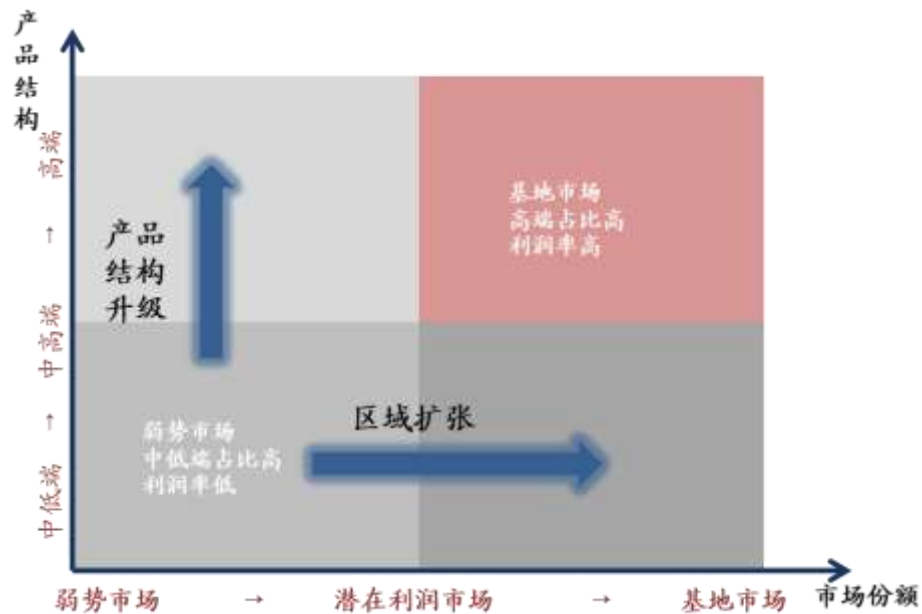
注: 5%的行业平均利润率水平是我们对行业内 TOP5 与剩余企业利润率(部分企业估算)加权平均后估算得出。

3. 探破局之路: 结构升级+格局优化

3.1. 啤酒江湖, 破局之路

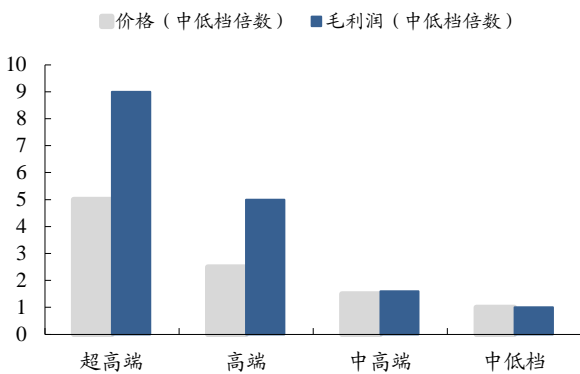
根据中国啤酒行业自身特性和借鉴美日经验, 我们提出当前啤酒行业发展阶段的分析框架。我们认为啤酒行业利润率提升为未来主要看点, 而驱动啤酒企业利润率提升的两个关键维度是**竞争格局改善**和**产品结构升级**: 竞争格局(各企业在区域市场份额大小)决定企业在区域内的主导权和对下游渠道商的议价能力, 这需要管理层长期战略和企业整合能力; 产品结构升级直接改善产品吨价和毛利率, 这需要企业有定位清晰的产品价格带和强品牌影响力。

图 9: 啤酒当前阶段研究框架图



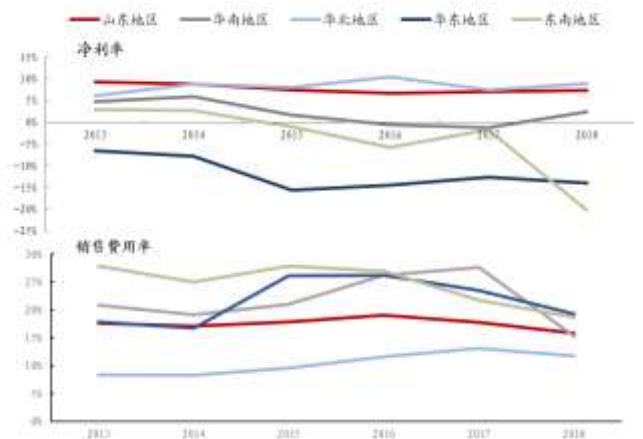
数据来源: 东吴证券研究所归纳整理

图 10: 产品结构: 不同价格带产品净利/毛利差距



数据来源: BCG, 东吴证券研究所

图 11: 竞争格局: 青啤不同市场净利率/销售费用率差距



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

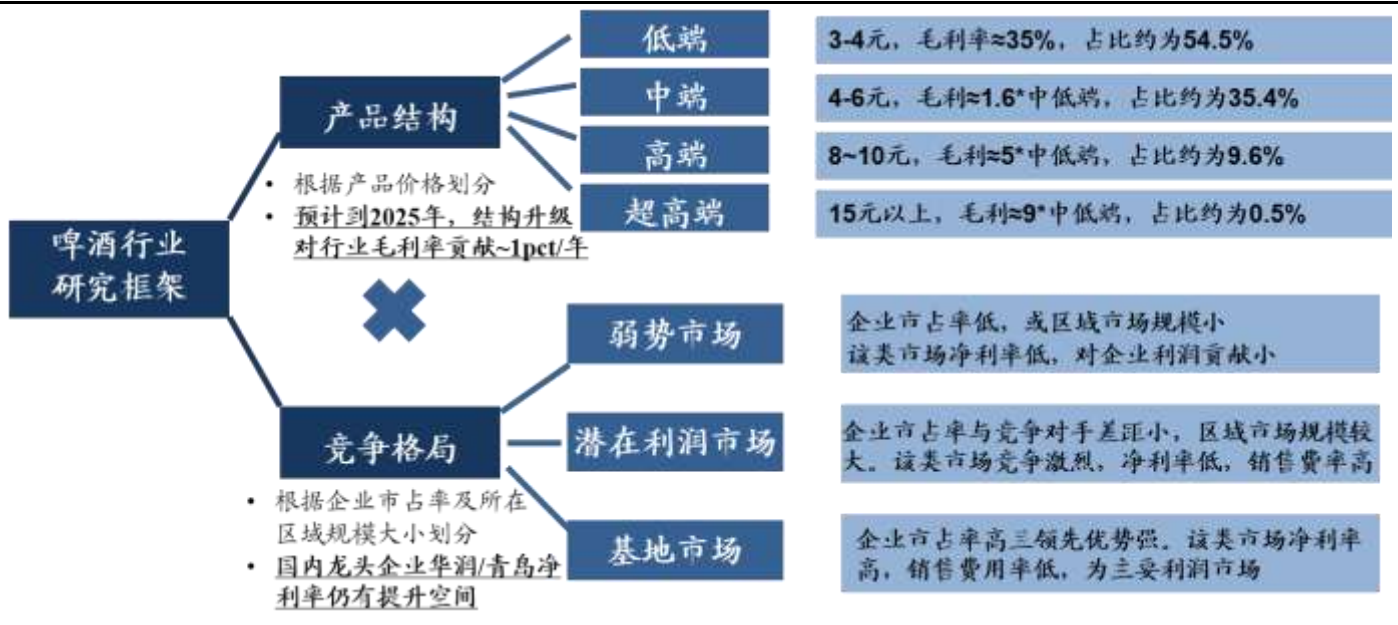
具体来讲:

1) 对于产品结构, 模型根据价格不同将产品分为中低端(多为地产啤酒)、中高端、高端和超高端, 高端啤酒价格升幅大而成本升幅小, 盈利能力更强。根据 BCG 研究, 超高端/高端/中高端啤酒单位销量产生的毛利润分别为中低档啤酒的 9 倍/5 倍/1.6 倍。

2) 对于竞争格局, 模型以省为单位, 按照企业在省级市场竞争格局优劣及各省市场规模大小将市场分为以下三类:

- **基地市场:** 企业市占率具有绝对领先优势的市场, 如华润四川区、青岛山东区, 特点是毛利高、销售费用率低、净利率高;
- **潜在利润市场:** 市场规模大且企业市占率与竞争对手间差距小的市场, 如华润/百威在浙江区、青岛/华润在广东区, 特点是收入规模大、毛利与销售费用率均较高、净利率低。该类市场未来有望成为企业重要利润池, 因此企业即使亏损也可能会继续加大投入;
- **弱势市场:** 企业市占率低且提升难度大、或市场本身规模小, 如华润在青海区, 特点是收入规模小、盈利水平低, 未来企业对此类市场的重视程度会逐渐降低, 可能会减少投入甚至关厂以节约成本。

图 12: 啤酒行业研究框架



数据来源: BCG, 东吴证券研究所估算

3.2. 结构升级预计行业毛利率贡献 1pct/年

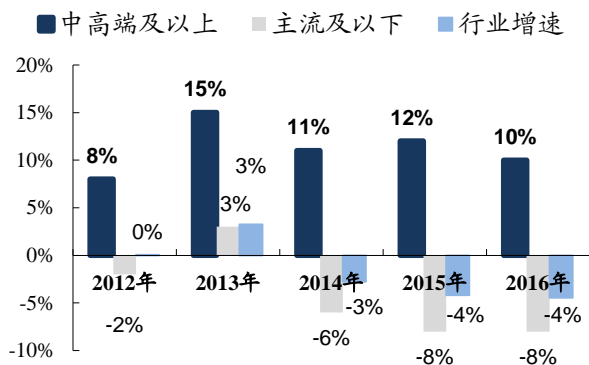
3.2.1. 看行业: 需求已至, 结构升级进行时

溯历史: 产品结构由“主流品牌替代地方品牌”阶段到“高端品类替代低端品类”阶段。啤酒行业产品结构随行业发展而变迁, 大致可分以 2013 年为界, 分为前后两个阶段: 1) 2013 年前, 行业处于量增时期, 主要厂商通过收购整合地方啤酒厂不断并购扩张, 相对应的产品策略为“核心品牌主动替代地方品牌”(百威: 雪津+哈啤+百威组合; 华润: 单一雪花品牌; 青啤: 1+N→1+3→1+1; 燕京: 1+3), 核心品牌占比不断提高; 2) 2013 年前后, 主流品牌替代地方品牌逐渐完成, 同时随着消费者收入水平提高和消费偏好的变化, 行业逐步进入“高端替代低端”阶段, 并一直延续至今。

看行业: 需求已至, 结构升级进行时。 产品结构升级核心取决于收入水平提高背景下消费者需求偏好的升级, 体现在行业层面是偏高端品类增速和占比的提高。根据嘉士

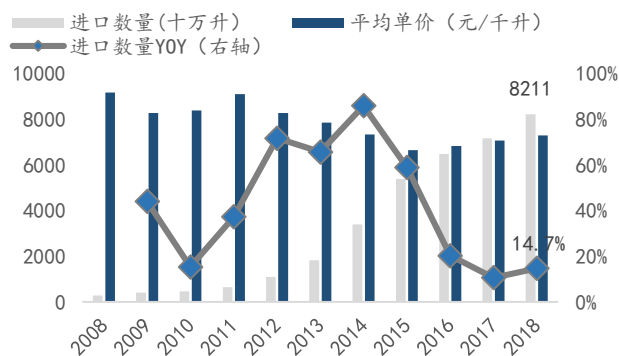
伯公告数据，12-16年中高端产品增速始终在10%以上（超高端>高端>中高端），而主流及低端自14年来增速持续下滑（直接导致14年后行业总产量下滑）；根据海关总署数据，进口啤酒（超高端，价格≥15元/500ml）13-18年销量CAGR=35%，远超行业整体（CAGR=-5.5%）。

图 13: 12-16 年不同价格带产品增速：高端>>中低端



数据来源：嘉士伯官网，东吴证券研究所

图 14: 中国进口啤酒（主要为高端）量、价变化趋势



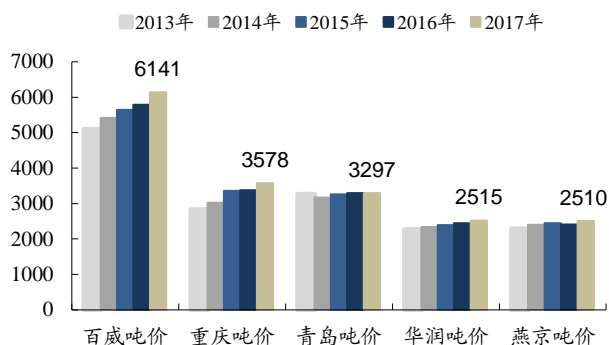
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

3.2.2. 比公司：升级速度——百威>嘉士伯>华润&青啤&燕京，核心看品牌力和产品价格带

品牌力和价格带定位影响结构升级效果，进而影响企业啤酒吨价和盈利水平。在行业销量 TOP5 企业中，结构升级较成功的是百威英博和嘉士伯，其中百威和乐堡分别为高端市场销量 TOP2 品牌。2017 年百威、重啤的啤酒吨价分别为 6141 元、3578 元，位列行业一二名，两企业结构成功升级的关键在于两个因素：1) 国际品牌力背书+成功的品牌营销：百威和乐堡均通过赞助音乐节塑造品牌形象和知名度；2) 高端品类先发优势：百威/时代/科罗娜分别为 2010 年前/11 年/14 年上市，嘉士伯/乐堡分别为 2010 年前/12 年上市，远早于国内品牌于 15-18 年陆续上市的一系列高端产品。

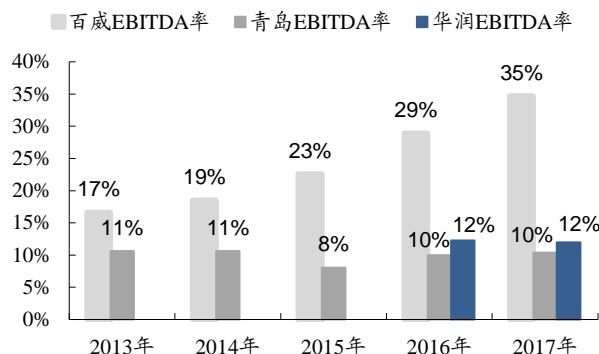
强品牌力+产品组合促成企业产品结构成功升级，13-17 年百威和重啤的啤酒吨价 CAGR 分别为 4.8%/6.2%，高于青岛/华润/燕京的 0.3%/2.7%/2.5%。同时，结构升级也是盈利水平提升的重要因素，百威 13-17 年 EBITDA 率（亚太区）由 17%提升至 35%，而同期青岛始终维持在 11%左右。

图 15: TOP5 厂商 2013-2017 年吨价变化



数据来源: 百威官网, 公司公告, 东吴证券研究所

图 16: 百威/青岛/华润 2013-2017 年 EBITDA 率变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 17: TOP5 企业不同价格带产品类型、上市时间、整体吨价及增速对比

	百威	嘉士伯	青岛	华润	燕京
18H1 吨价及增速	6141元 (17年水平) +3.3%	3736元 (重啤吨价) +5.6%	3458元 +4.0%	2827元 +13%	2455元 +5.7%
超高端 15元以上	时代 (2011), 科罗娜 (2014), 百威金樽 (2013)	凯旋1664 (2010)	鸿运当头 (2015)	脸谱: (2016), 概念: (2017)	
高端 8-10元	百威 (2010年前), 百威铝罐 (2011)	乐堡 (2012)	奥古特 (2010), 1903 (2014), 黑啤 (2015), 皮尔森 (2015), 小棕金 (2015)	纯生 (2015), 黑啤 (2015), SuperX (2018)	原麦白啤 (2015)
中端 5-6元	哈尔滨冰纯 (2005)	乐堡 (2012), 新冰纯 (2013), 特醇 (2009)	全麦白啤 (2015)		
低端 3-4元		Wusu (2010), 白啤 (2010), 白啤 (2010), 白啤 (2010)			

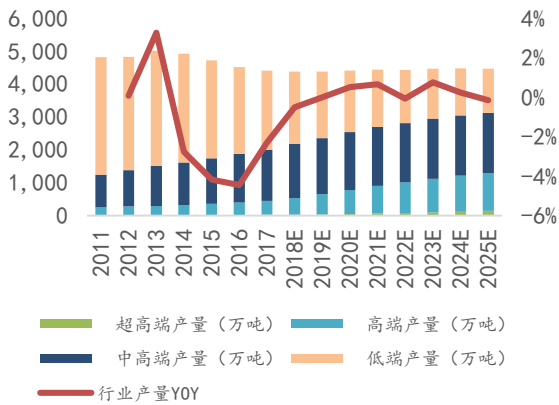
注: 括号内为上市时间, 超高端/高端/中端/低端价格指500ml产品单价。

数据来源: 天猫, 京东, 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.3. 看未来: 产品结构升级有望持续改善行业毛利率

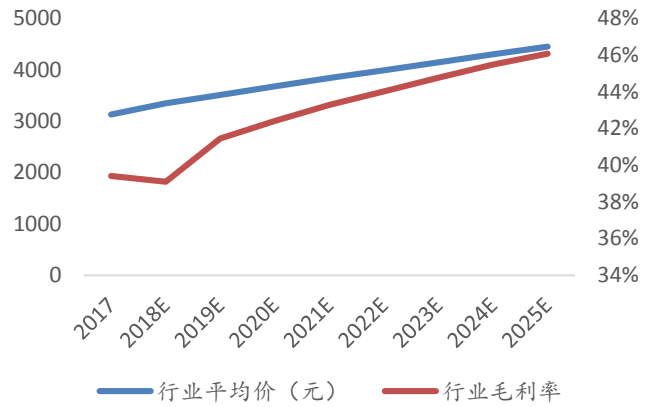
国内龙头品牌高端化布局稍晚, 但力度不减。以龙头华润为例, 一方面, 16-18 年相继上市脸谱/概念/SuperX 系列产品, 同时重金投入广宣费 (SuperX 代言人王嘉尔、赞助《热血街舞团》《明日之子》综艺) 塑造中高端品牌年轻化形象; 另一方面, 23.55 亿港元拟收购喜力中国, 丰富公司高端产品组合。龙头公司加速高端布局是行业产品结构升级的重要催化剂, 行业产品结构升级有望持续改善毛利率。

图 18: 国内啤酒行业产量趋势



数据来源: BCG, 东吴证券研究所

图 19: 国内啤酒行业均价及毛利预测



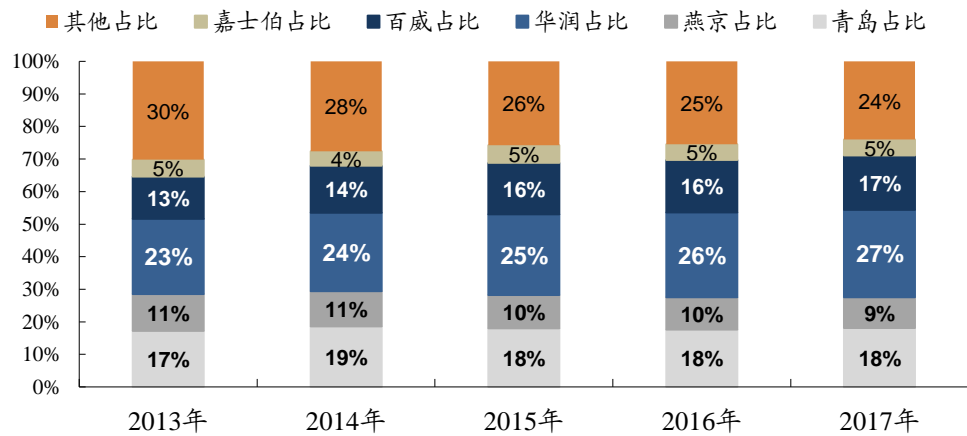
数据来源: BCG, 东吴证券研究所

3.3. 竞争格局: 整合末期, 龙头企业净利率有较大提升空间

3.3.1. 看全国: 集中度提高进行中, 17 年 CR5 超过 75%

集中度提升二十年, CR5 由 1999 年 18%→2017 年 76%。经过过去二十年行业的兼并整合, 目前行业 CR5 已超过 75%, TOP2 份额差 $\approx 8\%$, 与全球主要啤酒市场相比仍有一定差距 ($CR3 \geq 70\%$)。全球啤酒市场较常见的格局是双寡头式, 但目前行业前三名华润/青岛/百威份额分别为 27%/18%/17% 仍未拉开明显差距, 我们认为未来几年会是行业格局加速定型的关键几年。纵观行业过去整合二十年, 行业内整合已由过去的大吃小演变为大吃大 (13 年华润 53 亿收购金威, 嘉士伯控股重啤; 14 年百威分别以 38 亿元和 16 亿收购吉林金士百和江苏大富豪), 目前产能 20 万吨以上的较大型酒企还有河南金星/杭州千岛湖/云南澜沧江/河北蓝贝。

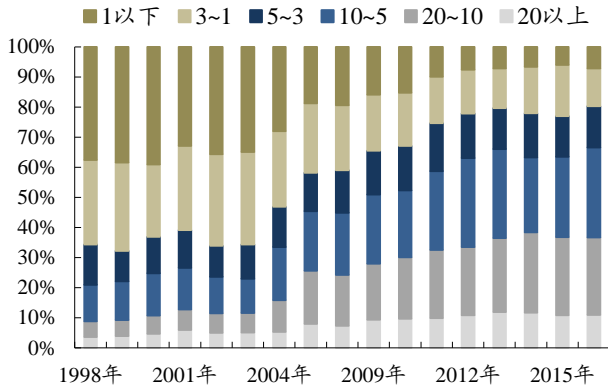
图 20: 2013-2017 年行业格局变化图: 华润稳居 TOP1, 百威青岛份额胶着, CR5 > 75%



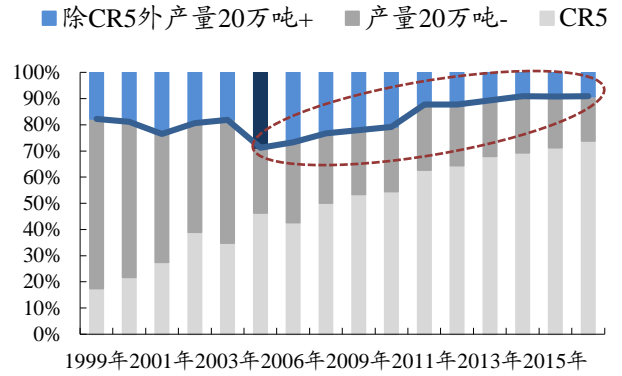
数据来源: 啤酒科技, 东吴证券研究所

图 21: 不同产能啤酒厂占比: 生产规模化

图 22: 大中小型啤酒企业销量占比趋势



数据来源：啤酒科技，东吴证券研究所



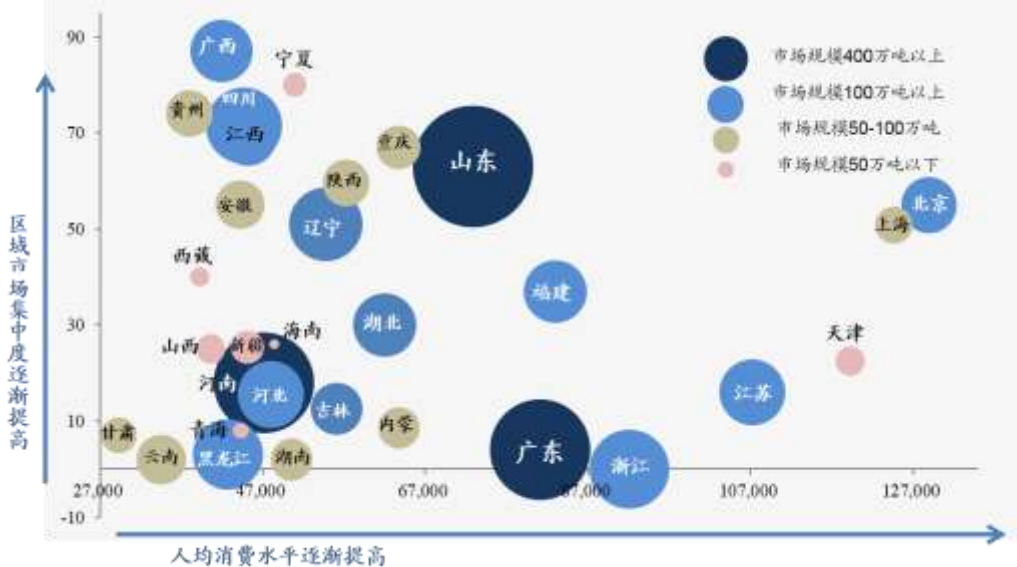
数据来源：啤酒科技，东吴证券研究所

3.3.2. 分省域：华东华南是整合关键

由于啤酒相对低廉的产品价值和较高的运输成本，不同区域市场间天然形成壁垒，我们以省为单位进一步细分市场，探究各龙头企业的战略布局和核心优势市场等因素。

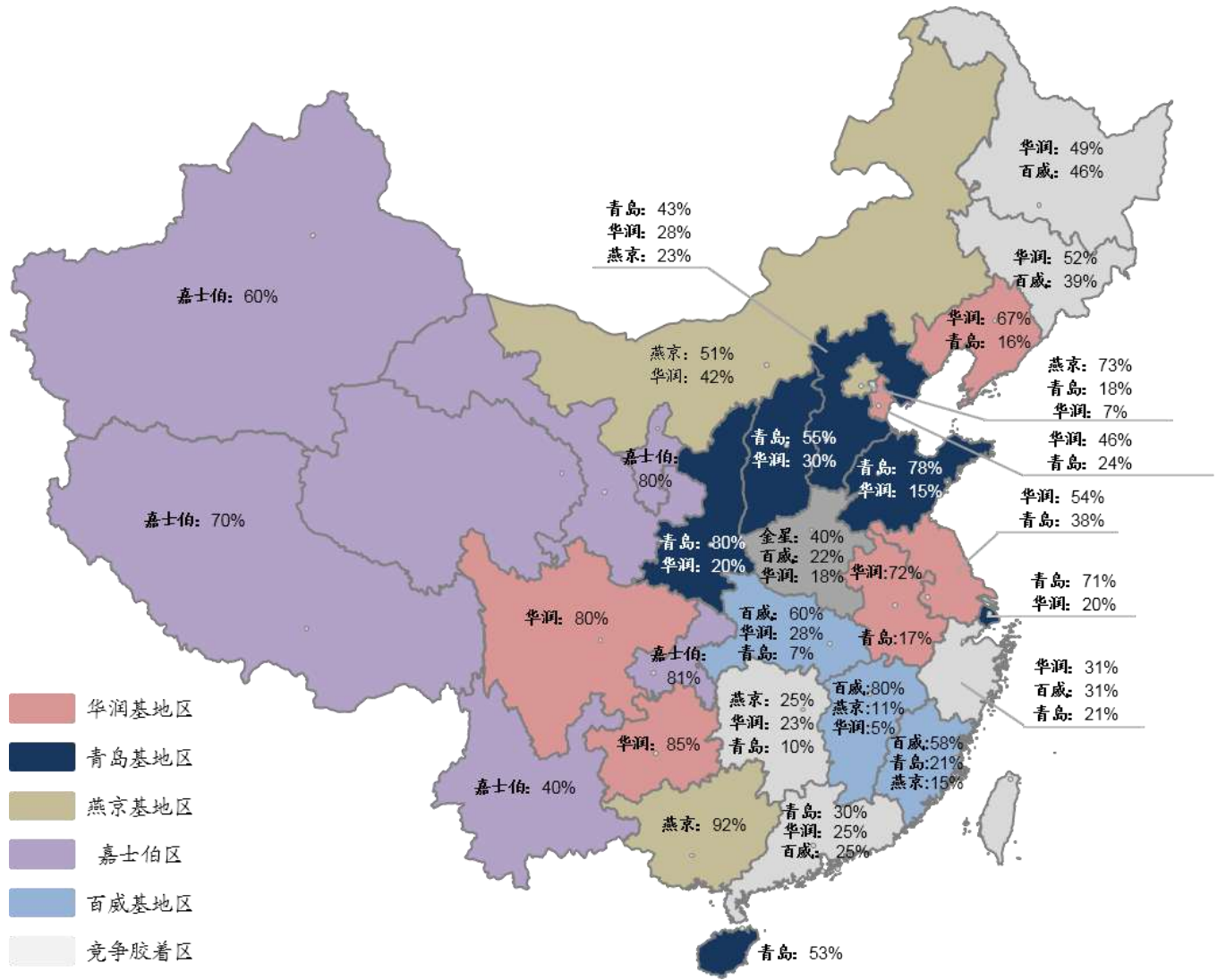
从龙头企业分省市占率看，31个省份大部分已形成单寡头垄断地位，其中：华润为全国化龙头，不仅有四川、辽宁等五家基地市场，而且在全国共25地区均占有一席之地；青岛为全国份额第二，强势区域是山东及华北（山西河北等地），其他区域虽有布局但份额较少；百威为高端龙头，收购哈尔滨啤酒从东北起家后，战略布局主要遵从大城市路线，且布局相对集中，目前已形成福建、江西、湖北三处基地市场区；燕京目前份额主要集中在北京广西和内蒙；嘉士伯起步于西部，目前份额集中在重庆，高端品牌布局走大城市路线。未来行业份额的演变应重点关注竞争相对胶着区域的份额变化，如：华东地区：华润 VS 青岛。

图 23：不同市场集中度、消费水平和市场规模市场对比



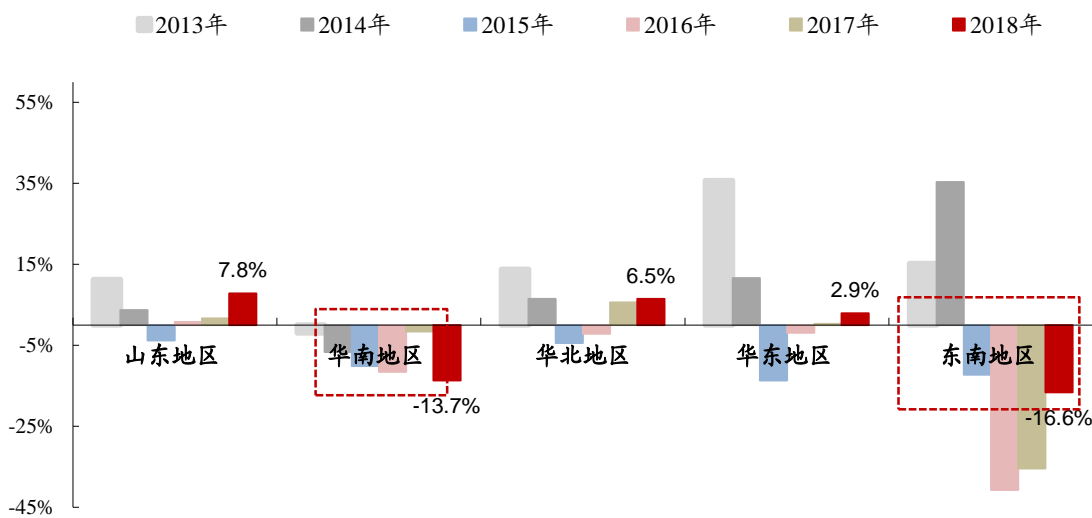
数据来源：中国酒业协会啤酒分会，国家统计局，东吴证券研究所

图 24: 我国主要啤酒企业分省占有率



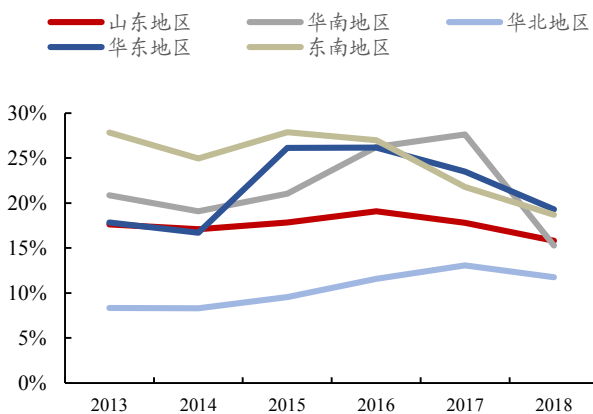
/江苏等) 尽管亏损最大(18年净利率-14%), 仍是企业重点投入对象。看华润: 最为弱势的中区自18H1 盈利能力有大幅提高; 东区仍是企业重点战略市场, 份额仍会是重要考核目标。从青啤和重啤的区域布局变化看, 龙头公司也在逐渐缩减弱势市场的费用投放, 更聚焦已有优势市场和较大概率成为未来利润池的市场, 这一过程将会改善企业费率和利率水平, 以青岛为例, 格局稳定后, 若对标山东市场净利率有2pct 改善空间, 对标华北将有近5pct 提升空间。以华润为例, 格局稳定后, 若对标南区市场 EBIT 率仍有6pct 提升空间(南区17年 EBIT 率=12.8%, 公司 EBIT 率=6.3%)。

图 25: 青岛啤酒 2013-2018 年分区域营收增速及区域占比图



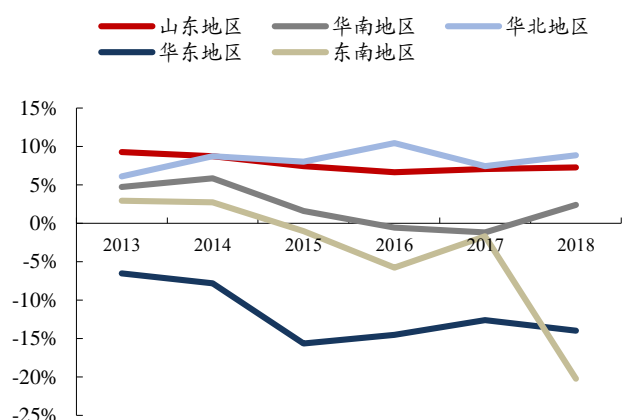
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 26: 青岛啤酒分区域销售费用率



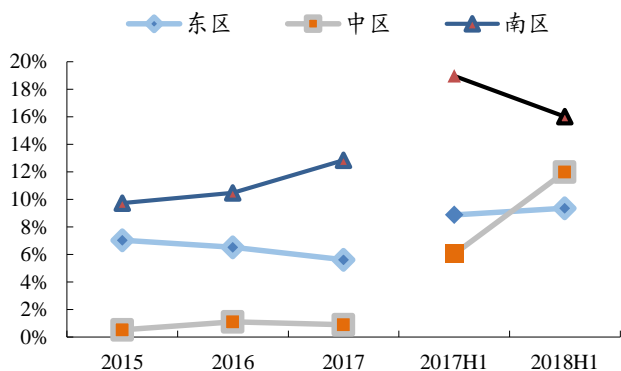
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 27: 青岛啤酒分区域净利率率



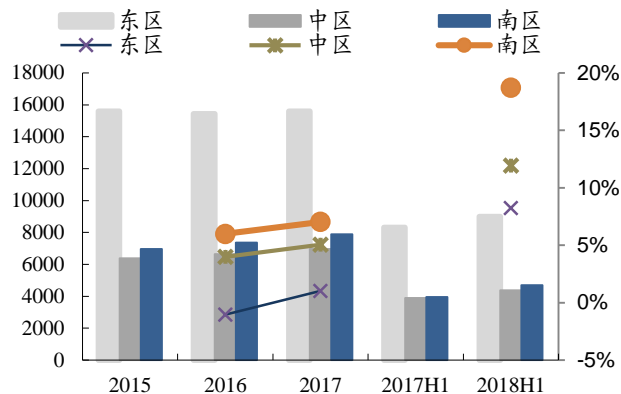
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 28: 华润啤酒分区域 EBIT 率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 29: 华润啤酒分区域营业额 (百万) 及增速 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 重庆啤酒的启示: 结构升级+产能优化, 5 年净利率提升 6pct

自 2013 年嘉士伯成为重庆啤酒实际控制人后, 重啤便开启了结构升级+产能优化周期。1) **五年产品结构升级之路为营收贡献 6%复合增长**。重庆啤酒经历了低端山城→中端重庆→高端国际品牌的结构升级过程。14-17 年山城啤酒占比由 70%+下降至当前仅 20%左右, 国际高端品类销量、营收占比分别为 10%/16%, 平均啤酒吨价五年 CAGR6.2%。在高端化的行业趋势下, 18 年前三季度重啤高端品类增速超 10%, 结构升级持续进行中。2) **五年管理费用率下降 10pct, 助力净利率提升**。15-16 年, 重啤共关闭 7 家公司, 业务从华东+华中+西北+西南四大区重新聚焦到重庆+四川/湖南(主要推广高端品类)三大地区, 关厂虽短期产生了一次性、大额资产减值损失, 但长期减少了员工薪酬、折旧摊销、运输费等固定费用, 从而降低营业费率, 释放利润。

表 5: 重庆啤酒盈利能力提升变化表

时间	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	备注
营业收入(亿元)	33.9	31.7	33.2	32.0	31.8	13-17 年 CAGR=-1.6%
量(万吨)	120.2	104.8	99.0	94.6	88.8	13-17 年 CAGR=-7.3%
价(元/吨)	2,818	3,025	3,359	3,378	3,578	13-17 年 CAGR=6.2%
毛利率	45.2%	44.6%	36.9%	39.3%	39.3%	毛利率下降主因代工比例增加
销售费用率	13.2%	13.3%	14.7%	13.9%	14.7%	
管理费用率	14.7%	14.5%	7.0%	5.7%	4.9%	主因关闭多余产能, 进而减少员工开支/折旧摊销/运输费
其中: 工资薪酬率	5.5%	6.2%	4.1%	2.4%	2.1%	五年下降 3.4pct
其中: 折旧费率	1.2%	1.2%	0.6%	0.4%	0.4%	五年下降 0.8pct
财务费用率	2.4%	2.2%	1.3%	0.8%	0.7%	五年下降 1.7pct
资产减值损失率	1.6%	6.0%	10.4%	7.1%	2.1%	15-16 年减值损失主因关厂
归母净利率	4.7%	2.3%	-2.0%	5.7%	10.4%	五年提升 5.7pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 看当下：直接提价+关厂进行时+增值税率下调，能否成为行业利润提升拐点？

4.1. 思考一：直接提价能否明显提利润？

整体来看，啤酒行业吨价提升主要两种因素驱动：1) 直接提价；2) 结构升级。第一种方式最为直接，但需关注提价向下传导的顺畅度；产品结构升级是偏长期价格带的持续上移，结构升级的核心是消费者需求的升级，而前两种因素对利润的成功改善都需要依托良好的行业竞争格局。我们判断，直接提价中长期难以改善公司净利率，结构升级是驱动盈利回升的主动能。

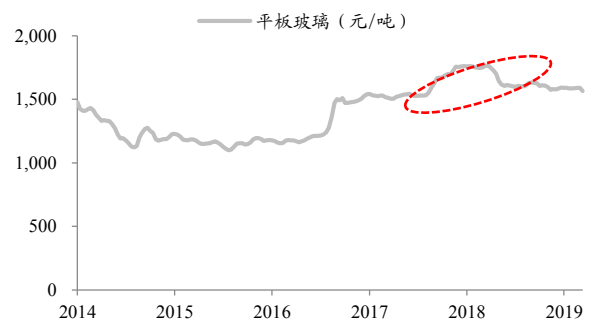
直接提价主因成本大幅上涨。回顾历史，国内啤酒行业主要经历了三次的较大规模的提价周期，分别是2007年末-2008年初；2011年；2017年末-2018年初，三次提价主要原因均为成本大幅上涨。根据青岛啤酒2017年年报，啤酒企业原料成本的两大部分为包装物（占比约50%）和麦芽（占比约12%），2007-2008年和2011年的提价主要系进口大麦单价提升和人工成本上涨，而本轮提价主要原因系啤酒包装材料价格的大幅提升。

图 30：啤酒成本之一：原料大麦价格走势图



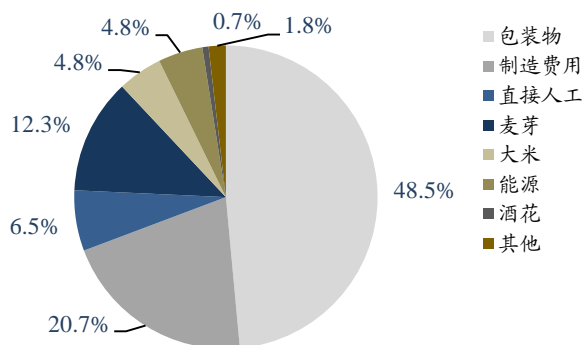
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图 31：啤酒成本之一：包装物玻璃的价格走势图



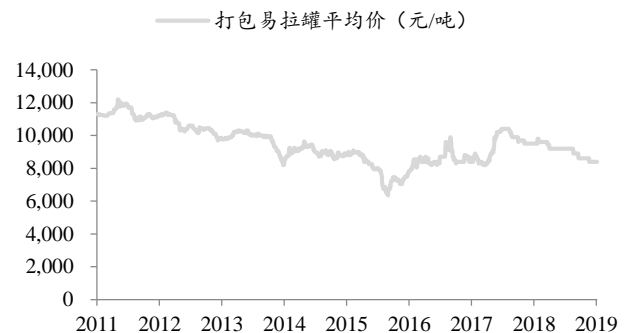
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 32：青岛啤酒 2017 年制造成本构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

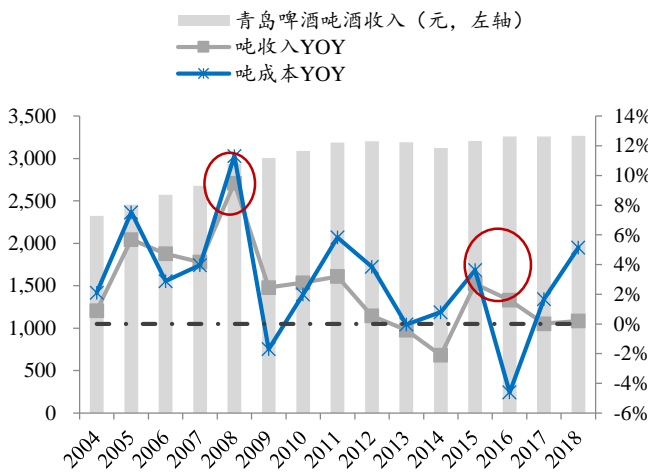
图 33：啤酒成本之一：包装物易拉罐的价格走势图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

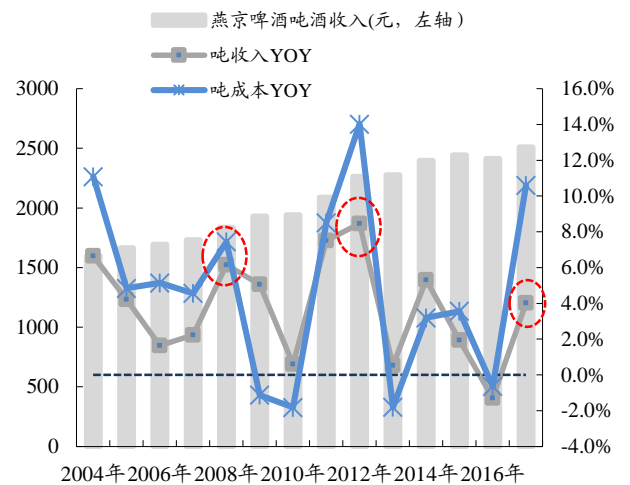
直接提价难成中长期盈利改善的重要驱动。看历史：以青岛和燕京啤酒为例分析，两者吨酒收入均在 2007-2008 年以及 2011-2012 年有较大增长，但同期吨酒成本上涨水平比吨酒收入更高，因此直接涨价长期并未对企业盈利有明显改善，反而是在 2009-2010 制造成本大幅降低的两年间毛利率和净利率有较大提升。根本上，还是由当时行业的竞争格局决定的：行业仍在激烈整合期，各企业重视区域市场份额，直接提价对份额影响较大，因此不到成本压力过大时，企业不会贸然提价。**观未来：**我们认为直接提价难成未来行业利润改善的主要驱动力，主因为：1) 纵观过去和本轮啤酒企业的提价策略，提价区域多在企业基地市场，产品多为中低端，季节多从淡季开始，且提价的传导过程较慢，中间涉及渠道商利益，因此企业对直接提价比较谨慎，难以大面积、全品类、多频次涨价。2) 从消费者角度看，相比推出较高价的新品，已有主流产品的直接提价会让消费者更难接受。

图 34: 青岛啤酒吨酒收入及成本走势图



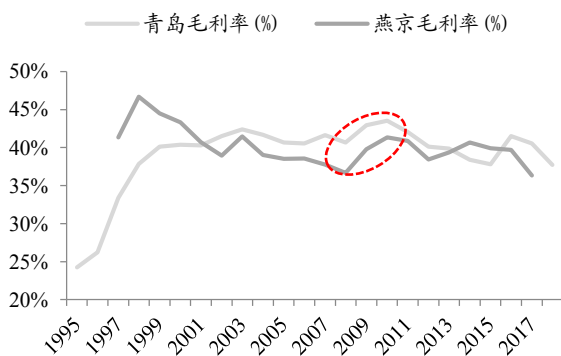
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35: 燕京啤酒吨酒收入及成本走势图



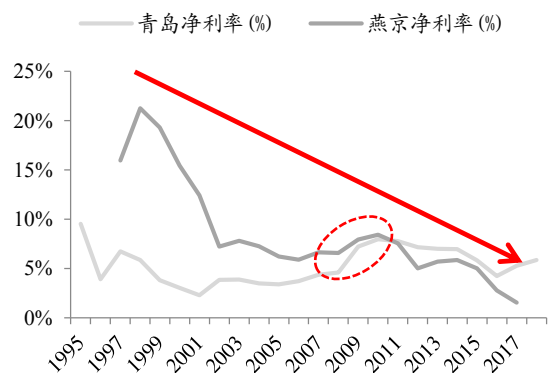
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 36: 青岛及燕京啤酒历史毛利率走势图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 37: 青岛及燕京啤酒历史净利率走势图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6: 三轮周期主要企业提价区域、产品及提价幅度

周期	生产企业	时间	提价区域	提价产品	提价幅度
2007~2008年	燕京啤酒	2007年12月	北京(基地市场)	整体市场	提价12%
				低端产品	提价7%
			其他市场	大部分啤酒产品	提价5%
	青岛啤酒	2008.3	北京(基地市场)	易拉罐产品	5%以上
2011年前后	燕京啤酒	2010.1.20	北京(基地市场)	10度清爽(销售占比12%)	提价10%
				10度燕京清爽、本生	平均出厂价提高约16%
	华润啤酒	2010年底	沈阳(基地市场)	瓶装雪花	提价约14%
			安徽、四川、辽宁(基地市场)	听装雪花	提价20%
	百威英博	2011年底	上海	部分产品	平均提价在10%+
	2017~2018年	青岛啤酒	2018.1.5	山东(基地市场)	崂山、汉斯、青啤
2018.5.7					
华润啤酒		2018.1.8	浙江(优势市场)	纯生、勇闯天涯	单件进店价提升2-10元
燕京啤酒		2018年1月	北京、浙江	清爽、本生	清爽终端价涨1元; 本生单瓶终端价涨1元
百威啤酒	2018.3.1	--	--	百威500ml瓶装	单箱终端价涨近50%

数据来源: 京华时报, 食品招商网, 凤凰网, 第一财经, 东吴证券研究所整理

4.2. 思考二: 产能优化多大程度改善利润?

主要厂商15年前大幅扩产+14年后行业需求持续萎缩造成行业低产能利用率, 拖累企业盈利水平。以行业龙头华润啤酒为例, 即使是几大优势市场, 产能利用率也不足75%, 产能过剩问题严重。在行业需求端缓慢下降的背景下, 空置产能折旧、员工薪酬支出等固定费用摊薄效益, 亟待解决。

关厂提效进行时, 长期看费率有望缩减。在国内啤酒企业中, 重啤是产能优化先行者, 目前关厂已基本完成, 5年产能优化带动净利率提升6pct; 华润17年也开启了关厂进程, 总计关厂7家(在黑龙江/河南/浙江/山西/四川各1家, 安徽2家), 18年共13家, 关厂进程加速。华润的关厂短期内通过增加资产减值损失(18年13.01亿减值, 同比+5.62亿)部分影响了公司管理费用率(资产减值计入管理费用率, 18年员工补偿安置费4.83亿元, 18年管理费用率同比+2.45pct), 长期将类似重啤关厂效果: 通过减少员工薪酬支出和折旧费率降低营业费用率, 改善利润(由于公司没有披露营业费率具体分项, 不好预测费率下降空间); 青岛啤酒18年关闭杨浦和芜湖公司, 关厂等因素产生资产减值损失1.47亿元, 当年产生员工安置成本4759万元; 燕京由于国企体制限制, 目前还没有明确的关厂计划, 但在供大于求的背景下, 产能优化是必然。

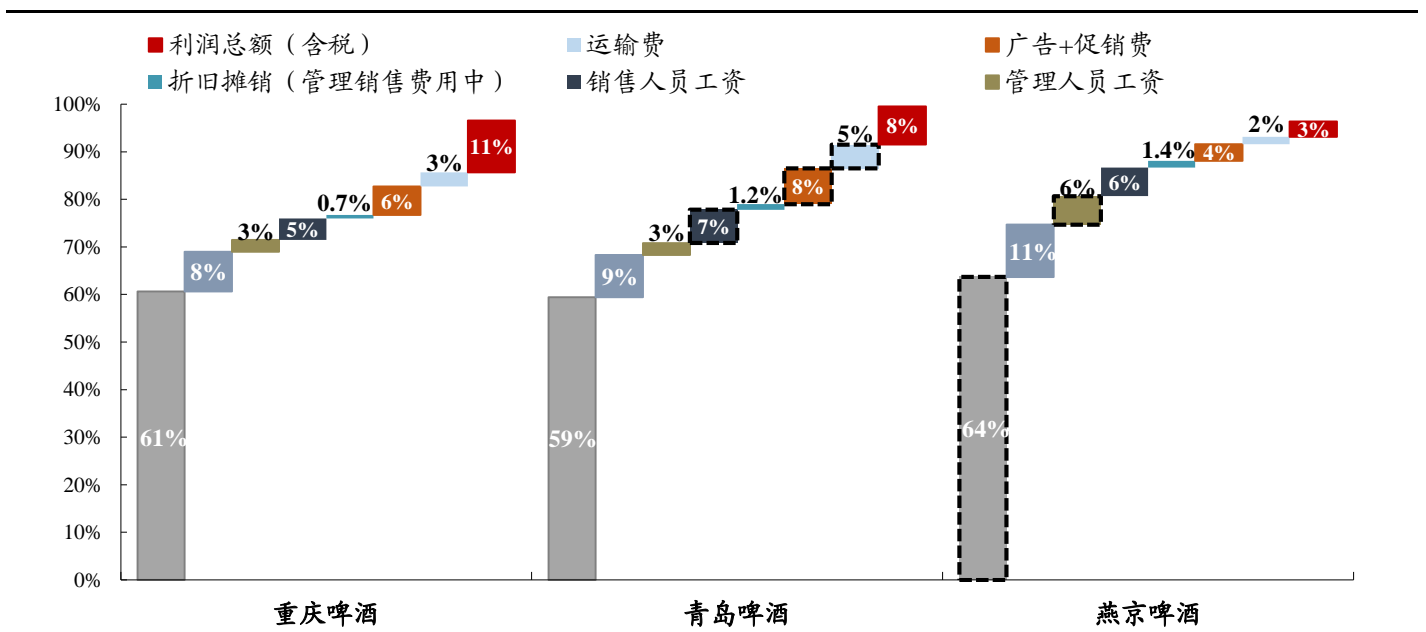
青啤和燕京的销售/管理费率分别约有 4pct/3pct 改善空间。从营收拆分角度，青岛和燕京费率高的主要问题分别是销售费用和管理费用高昂。青啤销售费率高（主要是运费率和市场助销费率高），这与青岛分散但优势不足的全国化布局直接相关。从青啤近几年分区域业绩看，近两年战略布局更聚焦优势市场，同时 17 年和 18H1 助销费率持续下降，未来销售费率改善空间大，对标重啤，保守估计运费率和助销费率均有 2pct 下降空间（但随着议价权从渠道转向消费者，销售费用从渠道助销费转向广宣费，以加强公司品牌建设和高端产品推广，因此整体销售费用率改善可能会偏低一点）。燕京高昂管理费率主因员工数量冗余，对标重啤和青岛，燕京管理费用率有 3pct 下降空间，需要靠管理层持续改革实现。

表 7: 17 年青啤/重庆/燕京销售费率细项拆分及费率优化空间估算

公司	青岛啤酒			重庆啤酒			燕京啤酒		
	2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年	2017 年	2016 年	2015 年
占营收比									
职工薪酬率	7.1%	7.0%	6.7%	4.4%	4.7%	4.1%	6.2%	5.8%	5.2%
装卸及运费率	5.1%	4.6%	4.4%	2.6%	2.5%	2.8%	1.6%	1.6%	1.6%
广告及市场费率	7.7%	9.5%	8.3%	6.1%	5.0%	6.0%	3.4%	4.1%	4.4%
其中：市场助销	4.9%	6.7%	6.0%	--	--	--	1.5%	1.7%	1.5%
其中：广宣费	2.8%	2.8%	2.3%	--	--	--	1.9%	2.4%	2.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

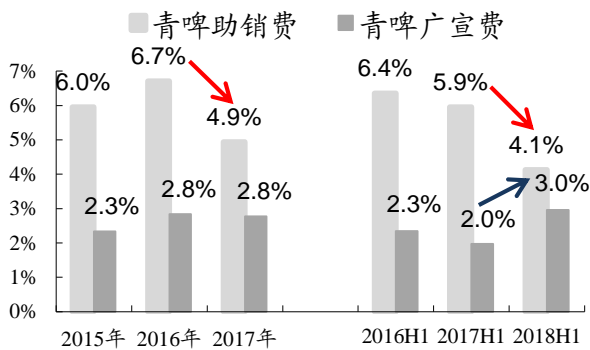
图 38: 重庆/青岛/燕京啤酒利润拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

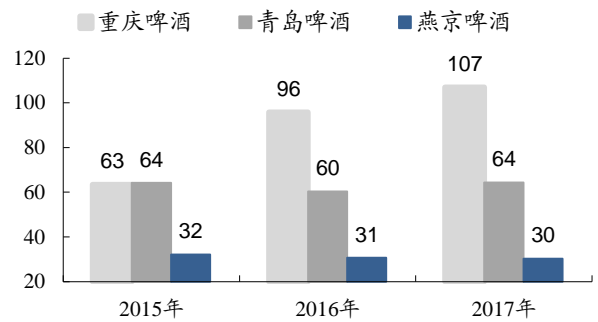
注：图中黑色虚线框住部分为青岛/燕京未来可改善部分。

图 39: 青啤销售费用中助销费和广宣费结构变化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 40: 青岛/重啤/燕京人均营收对比 (万元/人)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 思考三: 增值税率下降 3pct, 啤酒企业利好几何?

2019 年 3 月 5 日, 政府工作报告提出, 深化增值税改革, 将制造业等行业现行 16% 的增值税率降至 13%。考虑头部啤酒公司在核心区域竞争力强、对下游议价能力强, 我们假设公司上游采购含税单价、下游销售含税单价不变, 对增值税率变动前后啤酒企业的业绩弹性做出以下测算:

1. 以青岛啤酒 18 年年报数据为例测算, 假定制造业税率由 16% 调整为 13%, 农产品增值税率不变。将经营成本中的直接材料拆解为农产品和其他材料 (其他公司, 若年报中未披露相应比例则采用行业平均值代替), 根据各自对应税率变动计算出调整前后的增值税率, 青岛啤酒调整前后直接材料税率分别为 14.10%、12.05%。将直接材料、直接人工、制造费用等税率加权后, 得出青岛啤酒调整前后营业成本增值税率分别为 13.97%、11.75%。

2. 毛利润增加额: 假设企业含税售价和采购材料标价不变, 下调后含税营业收入等于下调前含税收入 (=原报表收入 * (1+16%)), 然后将其除以 1.13 得到下调后报表营业收入 (不含税); 同理可得, 下调后含税营业成本 = 下调前含税营业成本 / (1+11.75%)。计算得到下调前后的报表毛利润差即为毛利润增加值。

3. 附加税减少额: 增值税率变动前后缴纳增值税额下降导致附加税税基减少 3.78 亿元, 由此得到: 附加税减少额为 0.45 亿元 (=增值税减少额 * 附加税税率)。

4. 净利润增加额 = (毛利润增加额 + 附加税减少额) * (1-25%), 经计算, 增值税率下调可增厚青岛啤酒净利润 3.17 亿元, 净利率提高 1.2pct。计算业绩弹性 = 净利润增加额 / 原报表净利润, 降税给青岛啤酒带来业绩弹性为 22%。

表 8: 增值税下调对青岛啤酒影响 (单位: 亿元)

核心假设: 零售价不变、进货价不变; 制造业、农产品增值税率调整前分别为16%、10%, 对应调整后分别为13%、10%; 增值税主要发生在生产采购及销售环节。

测算思路: 分项拆分主营成本中料工费增值税率, 将原材料中农产品以外项目原税率设为16%

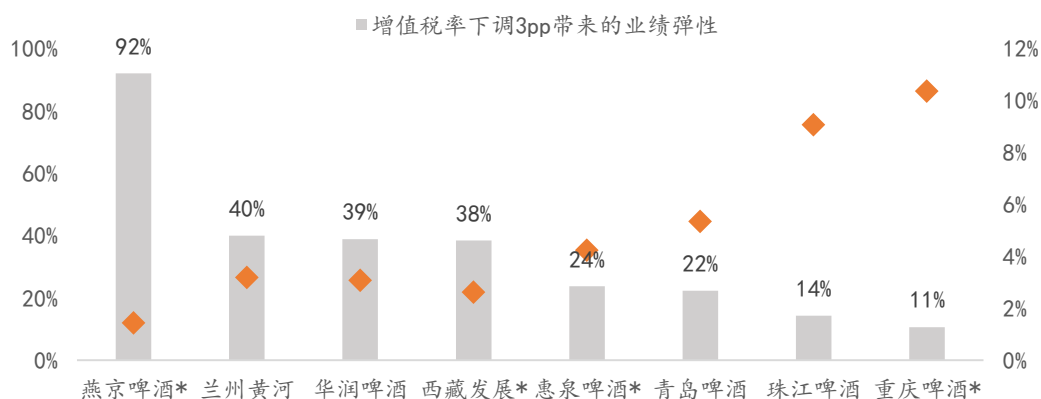
提示: 该测算包含假设, 具体降税后业绩兑现需结合公司实际缴纳增值税额和对上下游的议价能力等综合考虑。

Part1: 成本结构测算					
酒类成本结构测算	本期金额(亿元)	本期占总成本比例(%)	调整后		
			调整前	调整后	
青岛啤酒 (2018)					
直接材料	112.23	68.67%	14.10%	12.05%	
其中: 农产品		21.70%	10%	10%	
其他		46.97%	16%	13%	
直接人工	9.38	5.7%	0%	0%	
制造费用	29.86	18.3%	16%	13%	
外购成本	11.96435	7.3%	16%	13%	
其他	1.90	1.2%	16%	13%	
合计	163.43	100.0%	13.97%	11.75%	
Part2: 毛利润的增加					
下调前:	数值(亿元)	计算方法	下调后:	数值(亿元)	计算方法
报表营业收入	265.75		报表营业收入	272.81	含税营业收入/(1+13%)
含税营业收入	308.27	报表营业收入*(1+16%)	含税营业收入	308.27	同左(核心假设为零售价不变)
报表营业成本	165.56		报表营业成本	168.83	含税营业成本/(1+11.75%)
含税营业成本	188.68	报表营业成本*(1+13.97%)	含税营业成本	188.68	同左(核心假设为零售价不变)
报表毛利润	100.19		报表毛利润	103.97	
毛利润增加值	3.78				
Part3: 附加税的减少		综合影响			
科目	数值(亿元)	科目	数值(亿元)		
原来缴纳增值税	19.40	合计增加税前利润	4.23		
下调后缴纳增值税	15.62	合计增加净利润	3.17		
附加税税基减少额	3.78	原有报表净利润	14.22		
附加税税率	12%	业绩弹性	22%		
附加税税额减少额	0.45				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

综合来看, 降税效果受公司上下游议价能力和降税前净利率影响较大。1) 从净利率上来看, 含税收入、含税成本不变的假设下, 净利率较低的公司, 受降税带来的边际弹性较大, 燕京啤酒、华润啤酒净利率水平分别为 1%、3%, 降税后业绩弹性分别为 92%、39%。2) 从公司议价能力看, 对上下游议价能力强的公司, 降税带来的利好更为显著, 以青岛啤酒为例, 如果降税可保持下游售价不变, 上游成本降低, 则降税的利好效应完全释放, 业绩弹性可达到 39%, 较差情况为缴税后成本和收入不变, 只享受税基变动带来的附加税降低的利好和资金运用效率提高, 考虑到公司的市占率水平, 收入成本双降的最差情景出现概率较小。总体来看, 啤酒行业效益因降税有所提高, 但具体业绩弹性应视公司本身经营能力和上下游议价能力而定。

图 41: 增值税下调的业绩弹性分析 (假设含税收入不变、含税成本不变)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 此处采用 18 年报表披露数据测算, 带*号为年报尚未披露, 则用 17 年年报数据替代计算

表 9: 增值税变动后业绩弹性的情景分析

	调整前净利率	情景一	情景二	情景三	情景四
		含税收入不变、 含税成本下降	含税收入不变、 含税成本不变	含税收入下降、 含税成本下降	含税收入下降、 含税成本不变
燕京啤酒*	1%	147%	92%	11%	-44%
兰州黄河	3%	66%	40%	5%	-21%
华润啤酒	3%	68%	39%	5%	-24%
西藏发展*	3%	79%	38%	5%	-36%
惠泉啤酒*	4%	49%	24%	3%	-22%
青岛啤酒	5%	39%	22%	3%	-14%
珠江啤酒	9%	23%	14%	2%	-7%
重庆啤酒*	10%	20%	11%	1%	-8%
特点	整体来看, 降 税给净利率较 低的公司带来 的业绩弹性较 高	公司上下游议价 能力都比较强, 效益增厚显著	公司对上游议价 能力稍弱; 下游 市场集中度较 高, 议价能力强	上下游议价能力 较弱, 降税影响 不明显。但可提 高资金运用效率	对上下游议价能 力差, 降税后受 上下游挤压, 业 绩下滑

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 业绩弹性 = 降税后新增净利润 / 原净利润

此处采用 18 年报表披露数据测算, 带*号为年报尚未披露, 用 2017 年年报数据替代计算。

5. 投资建议

对比美日, 未来五年啤酒行业效益提升可期。我们分三种情景测算中国啤酒行业未来收入/利润空间, 根据美日行业演变过程中价格、毛利率、S,G&A 率变化的短/中/长期趋势做出假设, 在中性假设下, 我们认为中国啤酒行业未来 5 年整体收入 CAGR≈4.5%, 净利润 CAGR≈19%。对比国际啤酒行业发展进程, 我国目前处于结构升级初期; 观国内

竞争格局变动，行业已经步入格局整合后期。

行业集中度提升二十年，CR5 由 1999 年 18% 提升至 2017 年 76%。从龙头企业分省市占率看，31 个省份大部分已形成单寡头垄断地位。弱势市场净利率与基地市场差距 10pct 以上，区域市场聚焦有望拉动龙头企业净利率改善 5pct 左右。各区域啤酒龙头调整竞争战略，关闭部分弱势区域工厂，提质增效，华润啤酒 17 年开启关厂进程，两年累计关厂 20 家，青岛 18 年启动关厂，关闭杨浦和芜湖公司。我们预计伴随竞争格局优化，公司通过在基地市场降费、弱势市场适当收缩，预计企业整体费率下降已成趋势。

结构升级进行时。12-16 年我国中高端产品增速始终在 10% 以上（其中，超高端 > 高端 > 中高端），而主流及低端自 14 年来增速持续下滑。/ 高端 / 中高端啤酒单位销量产生的毛利润分别为中低档啤酒的 9 倍 / 5 倍 / 1.6 倍，产品结构升级是偏长期价格带的持续上移。我们认为伴随消费升级持续，叠加产品创新升级，未来啤酒行业毛利润仍有较大改善空间。

建议关注：华润啤酒（国内龙头地位稳固，整合期低基数，后期效益提升空间大）、**青岛啤酒**（关厂进程启动，费用率下行可控）、**重庆啤酒**（提质增效，改革先行者）、**燕京啤酒**（增值税下调预计边际利润改善显著）。

6. 风险提示

行业竞争加剧。啤酒行业竞争加剧带来费用率增大，过高的费用率削弱整个行业的盈利能力。

成本大幅波动。啤酒行业成本受包装物和麦芽价格影响较大，若原材料成本大幅上涨且提价难以覆盖成本上涨带来的损失，盈利能力将承受压力。

结构升级不及预期。啤酒行业消费升级缓慢，中高端啤酒销量增速不达预期，行业增速放缓。

产能优化速度不及预期。主要厂商盲目扩产，产能利用率低，行业产能过剩，产生较大费用，若去产能不达预期或盲目扩产将影响公司效益。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>