

关注企业利润弹性及中高端布局

—— 啤酒行业投资价值报告

行业深度

本篇报告旨在阐述我国啤酒行业特征,主要企业竞争优势及利润率扩张路径。

◆ 我国啤酒行业呈现寡头垄断下的存量博弈局面,整体盈利能力较弱。

我国人均啤酒消费量已达较高水平,主力人群消费出现萎缩迹象,行业全国渗透率基本饱和,整体市场消费量基本见顶。历经二十多年的演变,行业呈现寡头垄断的竞争格局。全国性的一线品牌主导行业整合,地方性强势品牌勉强固守基本盘,同时尾部企业则加速淘汰。我们认为短期内全国竞争格局剧变可能性较小。

我国啤酒行业的盈利能力在全球同业中处于中等偏下水平。主要原因一方面产品结构以经济型拉格为主,导致吨价普遍偏低且同质化严重;而另一方面持续多年的竞争态势令行业费用投放维持高位。

◆ 啤酒企业利润率改善主要有两条路径:中高端化+关厂增效。

1) 直接提价条件相对苛刻,过去数轮提价行为主要旨在缓冲成本上涨压力,对利润端贡献有限;2) 产品结构升级是破局根本方法,本土品牌当前主攻方向以中档为主,高端市场通常采用与海外品牌联姻的方式进行渗透,这一过程将经历2-3年以上的投放期;3) 资产整合是行业中长期利润率提升最有效的路径。尽管关厂行为短期会带来一次性费用及减值损失,但中长期对盈利能力提升作用明显,是行业各主要企业正在积极兑现的利润池。

◆ 推荐标的: 华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒。

行业再度呈现较为积极的发展前景,竞争态势不再恶化。企业开启高端化进程,愈发强调利润转化。我们认为当前股价估值处于合理区间,首次覆盖,给予行业“增持”评级。

我们推荐华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒。华润啤酒作为行业龙头,拥有强大并购实力及整合经验,业务团队战斗力强,喜力的加盟令其高端化进程具备看点。青岛啤酒正在发生令人惊喜的内部变化,其利润率弹性优势明显。重庆啤酒是行业利润率提升的标杆企业,在嘉士伯掌权下其处于高端市场拓展的有利位置。同时建议关注燕京啤酒、珠江啤酒。

◆ 风险因素: 市场竞争恶化; 原材料成本上升; 不利天气因素

证券代码	公司名称	股价	PE (x)		EV/EBITDA (x)		投资评级
			19E	20E	19E	20E	
0291.HK	华润啤酒	33.20	47	30	18.9	15.8	买入
0168.HK	青岛啤酒 H	48.75	34	28	16.0	13.9	买入
600132.SH	重庆啤酒	41.49	42	35	30.4	25.8	买入
600600.SH	青岛啤酒 A	51.65	41	34	16.0	13.9	买入
000729.SZ	燕京啤酒	7.29	90	77	21.1	18.9	增持
002461.SZ	珠江啤酒	6.76	37	33	27.3	24.6	增持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年05月21日;

注: 港股上市公司股价为港币, A股上市公司股价为人民币

啤酒: 增持(首次)

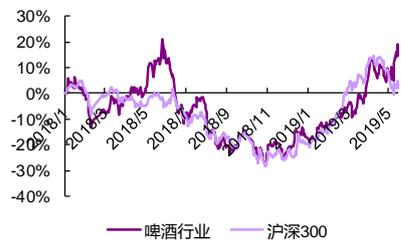
分析师

周翔 (执业证书编号: S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebscn.com

行业与上证指数对比



资料来源: Wind

投资聚焦

研究背景

我国啤酒行业自 20 世纪 90 年代起步，经历激烈竞争及快速整合，自 13 年左右进入成熟期。行业消费量见顶，竞争格局呈现寡头垄断下的存量博弈。当前，行业再度呈现较为积极的发展前景，竞争态势不再恶化。由全国性品牌主导的行业整合继续进行，各品牌企业关注点由市占率向利润率倾斜；渠道改造，品牌升级，产能整合，内生增长成为主题。

我们区别于市场的观点

我们对行业格局及企业过往经营情况进行分析，认为当前我国本土啤酒企业利润率改善主要有两条思路：

1) 产品结构升级，提高销售吨价：直接提价条件相对苛刻，过去数轮提价行为主要旨在缓冲成本上涨压力，对利润端贡献有限；产品结构升级是破局根本方法，本土品牌当前主攻方向以中档为主，高端市场通常采用与海外品牌联姻的方式进行渗透，这一过程将经历 2-3 年以上的投放期；

2) 关闭冗余产能，控制费用开支：资产整合是行业中长期利润率提升最有效的路径。尽管关厂行为短期会带来一次性费用及减值损失，但中长期对盈利能力提升作用明显，是行业各主要企业正在积极兑现的利润池。

投资观点

当前时点，我们认为市场估值处于合理区间。头部啤酒企业开启高端化进程，同时陆续通过关厂优化供应端的方式提升盈利能力、修复利润水平。推荐华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒，同时建议关注燕京啤酒、珠江啤酒：

华润啤酒：公司的综合竞争力突出，体制机制完善，团队战斗力强。与喜力的联姻将有效补充公司在中高端市场的竞争砝码，将受益于中高端市场高景气度的行业趋势。基于 DCF 模型给予目标价 41.30 港元，对应 19 年 58x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

青岛啤酒：公司内部正发生积极变化，且品牌势能较强，预计将显著受益于行业中高端快速发展趋势。基于 DCF 模型得到公司 A 股目标价 65.38 元/H 股目标价 69.98 港币，分别对应 19 年 52x PE/48x PE。A/H 股首次覆盖，均给予“买入”评级。

重庆啤酒：公司在嘉士伯加持下，中高档产品竞争力强，且内部整合进程行业领先，在当前竞争环境处于有利地位。基于 DCF 模型给予目标价 51.63 元，对应 19 年 52x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

燕京啤酒：公司的利润弹性存在较大提升空间，有望显著受益于行业资产整合风潮。基于 DCF 模型给予目标价 8.26 元，对应 19 年 102x PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

珠江啤酒：公司基地市场稳固，同时外埠市场积极争取利润，叠加多业务条线发展，未来利润端表现值得期待。基于 DCF 模型给予目标价 7.80 元，对应 19 年 43x PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

目 录

1、 我国啤酒行业基本特征：寡头垄断下的存量博弈.....	9
1.1、 消费量见顶，观测期内难有突破.....	9
1.2、 寡头垄断格局突破概率较低.....	14
1.3、 企业盈利空间受到产品结构和竞争态势压制.....	17
2、 本土厂商利润率提升路径的分析.....	22
2.1、 提价的利润贡献较为有限.....	22
2.2、 产品结构升级是破局的根本方法.....	25
2.3、 费用改善是利润率扩张最短路径.....	29
2.4、 各路径对利润率提升的影响测算.....	34
3、 投资建议.....	37
3.1、 华润啤酒 (0291.HK)：行业龙头，业绩提升潜力最大.....	37
3.2、 青岛啤酒 (600600.SH/0168.HK)：业绩改善具备超预期潜力.....	47
3.3、 重庆啤酒 (600132.SH)：行业利润率标杆企业.....	52
3.4、 燕京啤酒 (000729.SZ)：运营效率蕴涵较大提升空间.....	59
3.5、 珠江啤酒 (002461.SZ)：精耕基地市场.....	63
4、 风险分析.....	69

图目录

图 1：中国啤酒行业产量增长疲弱.....	9
图 2：中国年人均啤酒消费量处于较高水平（公升）.....	10
图 3：美国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化.....	10
图 4：日本人均 GDP 与人均啤酒消费量变化.....	10
图 5：中国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化.....	11
图 6：韩国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化.....	11
图 7：我国 20-39 岁年龄段人数逐年减少.....	11
图 8：我国农民工人数增速自 2010 年持续下降.....	11
图 9：2001 年以来累计新增产能持续攀升（万吨/年）.....	12
图 10：中国各省市啤酒产量不同时期年复合增速比较.....	13
图 11：中国葡萄酒消费量逐年增加（百万升）.....	13
图 12：中国预调酒消费需求快速发展（千升）.....	13
图 13：中国拉格啤酒消费量有所下降.....	14
图 14：中国啤酒进口量上升.....	14
图 15：中国白啤消费量快速增加.....	14
图 16：中国黑啤消费量快速增加.....	14
图 17：2007-2016 年各品牌市场占有率变化（%）.....	15
图 18：中国啤酒行业一线品牌领先区域分布图（2016 年）.....	16
图 19：各品牌国内销售吨价及其可支持的平均运输半径拟合（2018）.....	17
图 20：我国经济型拉格啤酒销量占比远超世界主要啤酒市场（2016 年）.....	18
图 21：2018 年行业主要公司吨价及国际比较（人民币/吨）.....	18
图 22：行业主要公司毛利率及国际比较（2018 年）.....	19
图 23：主要本土企业 SG&A 费用率增长维持高位.....	19
图 25：行业主要公司 SG&A Margin 及国际比较（2018 年）.....	20
图 26：行业主要公司 EBIT Margin 及国际比较（2018 年）.....	21
图 27：我国啤酒企业制造成本构成（2018 年）.....	23
图 28：澳大利亚进口大麦当月单价（美元/吨）.....	23
图 29：大米（10%）国际当日现货价（美元/吨）.....	23
图 30：全国高强瓦楞纸市场价（元/吨）.....	24
图 31：全国铝 A00 现货价（元/吨）.....	24
图 32：青岛啤酒与燕京啤酒过去十年毛利率表现.....	25
图 33：中国拉格啤酒市场不同价格段位销量分布.....	25
图 34：不同价格段位拉格啤酒 2011-2016 年量&价 CAGR.....	26
图 35：中国高端拉格啤酒市场企业市占率情况（2016 年，%）.....	26
图 36：高档拉格啤酒市场 TOP3 2012-2016 市场占有率变化情况（%）.....	27
图 37：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格.....	28

图 38 : 本土啤酒厂商出厂吨价变化近年有所提速 (元/吨)	28
图 39 : 全球啤酒行业主要领导品牌区域市占率与利润率相关性 (2016 年)	29
图 40 : 华润雪花和青岛啤酒分地区营业利润率比较 (2016 年)	30
图 41 : 各国啤酒市场集中度比较 (% , 2016 年)	30
图 42 : 我国啤酒产业产能利用率位于历史低位	31
图 43 : 青岛啤酒与燕京啤酒固定资产折旧占营业利润比例变化	32
图 44 : 重庆啤酒 2007-2017 年净利率及净资产收益率变动情况	33
图 45 : 各国啤酒即饮渠道消费量占比比较	34
图 46 : 华润啤酒股权结构变化	38
图 51 : 华润雪花占领安徽市场过程	43
图 52 : 华润深度分销模式改造过程 (以浙江市场为例)	44
图 53 : 青岛啤酒股权架构图	47
图 54 : 青岛啤酒收入及增速 (百万元人民币)	47
图 55 : 青岛啤酒销量及 ASP	47
图 56 : 青岛啤酒产能及利用率	48
图 57 : 青岛啤酒利润率趋势	48
图 58 : 青岛啤酒区域市场销售量占比	49
图 59 : 青岛啤酒区域市场经营利润率趋势	49
图 60 : 青岛啤酒区域市场销售费用率	49
图 61 : 青岛啤酒销售人员占比处于同业高位	49
图 62 : 青岛啤酒高端系列产品销量	50
图 63 : 青岛啤酒分品牌毛利贡献及毛利率	50
图 64 : 重庆啤酒股权架构图	52
图 65 : 重庆啤酒收入及增速 (百万元人民币)	52
图 66 : 重庆啤酒销量及吨价	52
图 67 : 重庆啤酒 07-17 年资产减值损失及职工薪酬	54
图 68 : 重庆啤酒 07-17 年净利率及净资产收益率变动	54
图 69 : 重庆啤酒经销商数量 (个)	54
图 70 : 重庆啤酒分区域销售额占比	54
图 71 : 重庆啤酒费用率趋势	55
图 72 : 同业利润率比较	55
图 73 : 重庆啤酒分品牌销量占比	56
图 74 : 重庆啤酒各档产品销量占比及 ASP (元/升)	56
图 75 : 燕京啤酒股权架构图	59
图 76 : 燕京啤酒销售收入及净利率 (百万元人民币)	59
图 77 : 燕京啤酒销量及吨价	59
图 78 : 燕京啤酒区域市场销售额占比	60
图 79 : 燕京啤酒经营费用率趋势	60

图 80：燕京主品牌销量及占比	60
图 81：惠泉啤酒销量及 ASP	60
图 82：珠江啤酒股权结构	63
图 83：珠江啤酒收入及增速（百万元人民币）	63
图 84：珠江啤酒归母净利润（百万元人民币）	63
图 85：珠江啤酒主要品类销量（千吨）	64
图 86：珠江啤酒销量及 ASP	64
图 87：珠江啤酒分区域收入占比	65
图 88：珠江啤酒销售费用趋势（百万元人民币）	66
图 89：珠江啤酒营运周转天数	66
图 90：珠江啤酒租赁餐饮服务收入（百万元人民币）	66
图 91：珠江啤酒租赁餐饮服务毛利率	66

表目录

表 1：啤酒表观消费量测算（万千升）	9
表 2：中国啤酒行业市占率排名 TOP10（按销售量，%）	15
表 3：过去十年啤酒行业历次提价情况示例（元）	24
表 4：我国啤酒市场主要产品条线（价格，元）	27
表 5：主要啤酒厂商处置冗余产能情况	32
表 6：关停酒厂各阶段对财务报表的影响	33
表 7：各啤酒公司 EBIT 弹性测算——基于产能优化	35
表 8：各啤酒公司 EBIT 弹性测算——基于吨价提升	36
表 9：重点公司估值	37
表 10：华润啤酒厂房分布（2018 年）	39
表 11：华润雪花核心管理团队（2016 年 4 月委任）	40
表 12：华润啤酒主要战略及内容	40
表 13：华润啤酒并购价格同业比较	41
表 14：国际啤酒市场重要并购事件	42
表 15：华润啤酒收入拆分及盈利预测	45
表 16：华润啤酒模型假设	46
表 17：华润啤酒 FCFF 估值	46
表 18：华润啤酒业绩预测和估值指标	46
表 19：青岛啤酒关停及出售酒厂情况	48
表 20：青岛啤酒收入拆分及盈利预测	50
表 21：青岛啤酒 A/H 股 FCFF 估值	51
表 22：青岛啤酒业绩预测和估值指标	51
表 23：2018 年重庆啤酒自有产能布局（万千升）	53
表 24：重庆啤酒关停及出售酒厂情况	53
表 25：重庆啤酒收入拆分及盈利预测	56
表 26：重庆啤酒模型假设	57
表 27：重庆啤酒 FCFF 估值	57
表 28：重庆啤酒业绩预测和估值指标	58
表 29：燕京啤酒收入拆分及盈利预测	61
表 30：燕京啤酒模型假设	62
表 31：燕京啤酒 FCFF 估值	62
表 32：燕京啤酒业绩预测和估值指标	62
表 33：珠江啤酒产能布局	64
表 34：珠江啤酒部分产品线上售价	65
表 35：珠江啤酒收入拆分及盈利预测	67
表 36：珠江啤酒模型假设	68

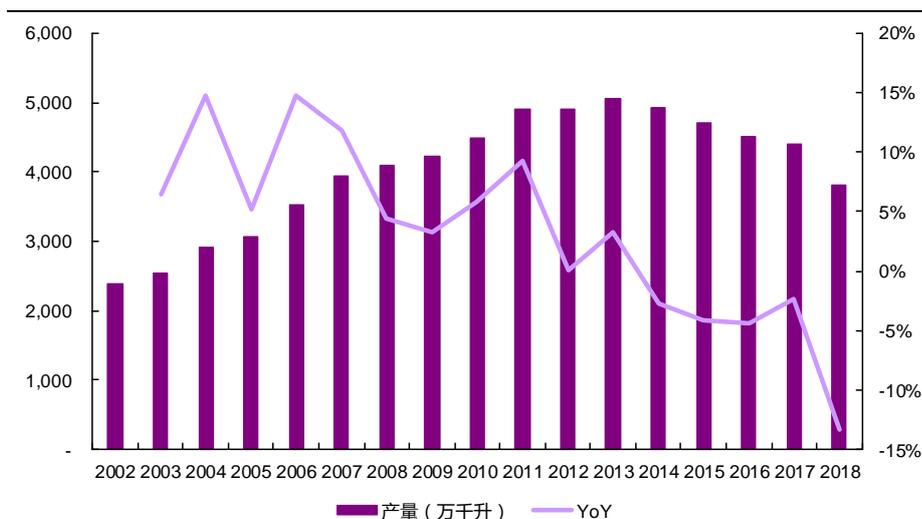
表 37：珠江啤酒 FCFF 估值	68
表 38：珠江啤酒业绩预测和估值指标	68

1、我国啤酒行业基本特征：寡头垄断下的存量博弈

1.1、消费量见顶，观测期内难有突破

中国啤酒行业产量在 2013 年左右见顶，突破 5000 万千升，随后逐年下滑。2017 年，受益于上一年不利天气因素带来的低基数，1-10 月累计产量得以维持同比正增长。但于全年收官时累计产量仅为 4401 万千升，同比下降 -0.7%。显示整体市场消费量依然疲弱。

图 1：中国啤酒行业产量增长疲弱



资料来源：国家统计局

之所以以行业产量来推演消费量的变化，原因在于两者强相关。我们可以从历史数据中得出啤酒行业产销率一般在 98% 以上。此外，尽管啤酒进口量近年来增速较快，但体量依然较小。简单测算下，表观消费量与产量基本一致。

表 1：啤酒表观消费量测算（万千升）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	4,483	4,899	4,902	5,062	4,922	4,716	4,506	4,402	3,812
进口量	5	6	11	18	34	54	65	72	82
出口量	19	22	23	25	26	27	29	36	39
表观消费量	4,468	4,883	4,890	5,055	4,930	4,743	4,542	4,437	3,856

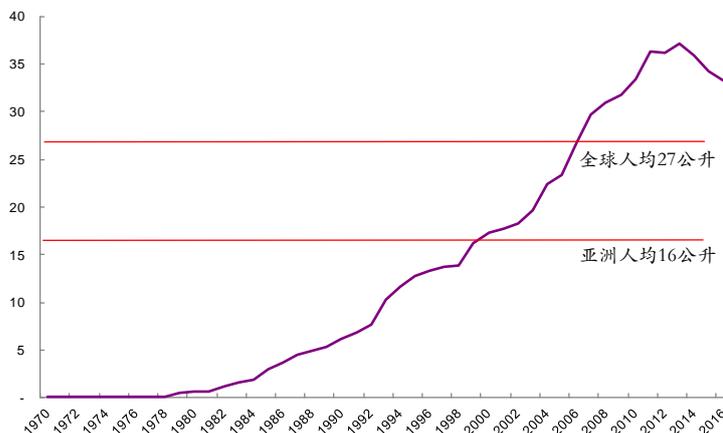
资料来源：国家统计局，海关总署，光大证券研究所

我们认为我国啤酒市场一定时期内消费量难有大幅增长，主要基于以下几点原因。

1.1.1、我国人均年啤酒消费量已达较高水平

我国人均年啤酒消费量水平目前在 33 公升左右（2016 年），已经超过了亚洲平均水平（16 公升）和世界人均水平（27 公升），与泰国、韩国等国家相若。我们认为考虑具体国情，该等消费量已属不低。

图 2：中国年人均啤酒消费量处于较高水平（公升）

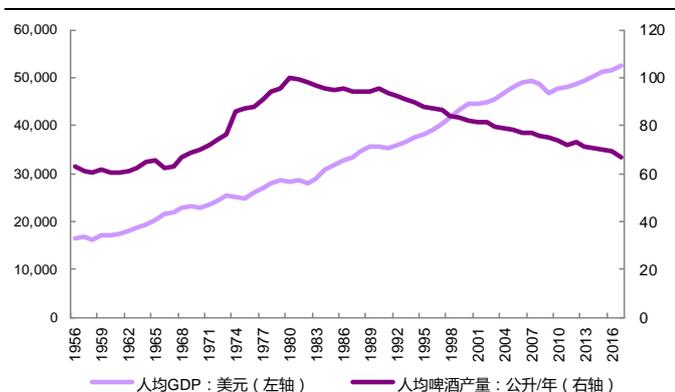


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们对于经济增长能够持续推动啤酒消费量增长的论调持保守态度。对比观察中美日韩等国家的发展情形，人均 GDP 与人均啤酒消费量呈现剪刀差的情况普遍存在。

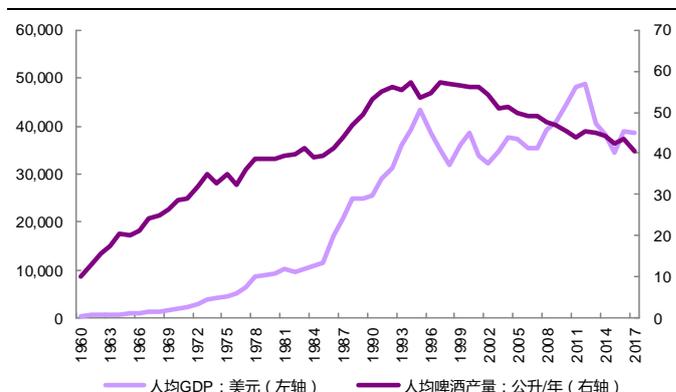
- 各对比国家啤酒消费量下降的主要原因包括人口结构变化、年轻消费者消费行为变化、替代酒精饮料发展迅速等，这些原因在我国同样存在；
- 我国不存在与欧美、日本、越南等国相同的啤酒文化，啤酒进入中国主流餐饮文化时间不过百年，文化依赖路径薄弱，甚至整体弱于韩国。

图 3：美国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化



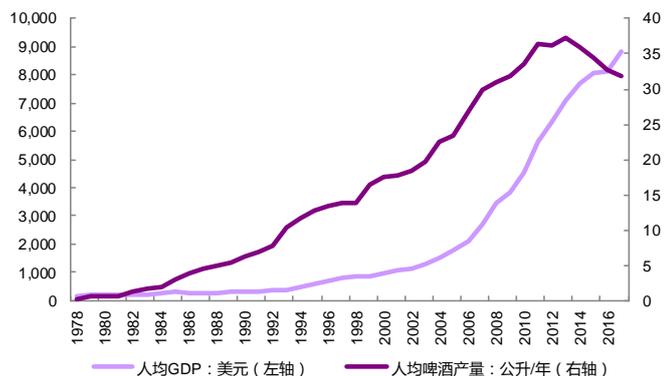
资料来源：美国经济分析局，光大证券研究所

图 4：日本人均 GDP 与人均啤酒消费量变化



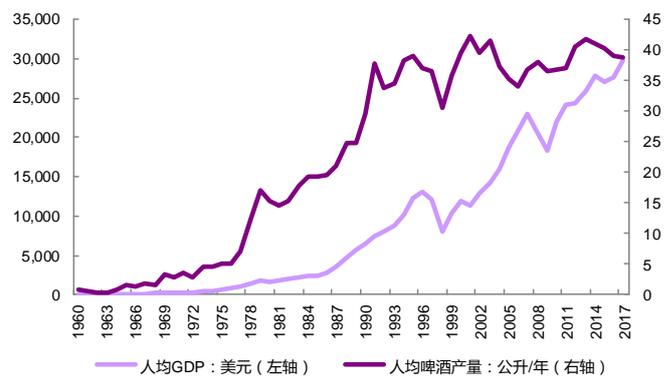
资料来源：世界银行，光大证券研究所

图 5：中国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化



资料来源：世界银行，光大证券研究所

图 6：韩国人均 GDP 与人均啤酒消费量变化



资料来源：世界银行，光大证券研究所

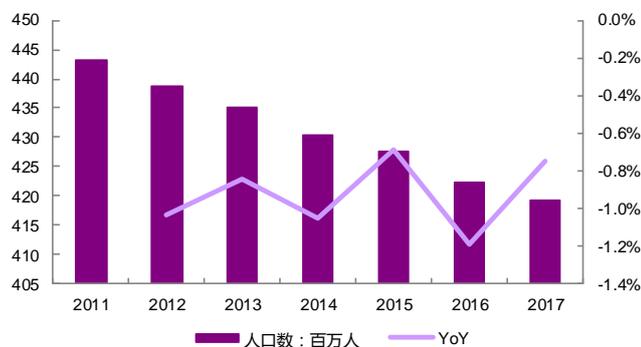
1.1.2、消费主力人群出现萎缩迹象

我国啤酒消费主力人群主要以 20-39 岁的青壮年群体为主。根据京东数据研究院发布的《2016 中国酒类线上消费白皮书》显示，20-39 岁人群贡献了 60%左右的啤酒消费比例。

这一群体的数量在 2011 年左右达到峰值，与上世纪 80、90 年代“第三次婴儿潮”人口高峰情况匹配。而 2011-2016 年则群体数量开始下降 (CAGR: ~-1%)，到 2016 年该人群数量较 2011 年已减少了约 2100 万人。展望未来，该人群数量预计将持续下降。

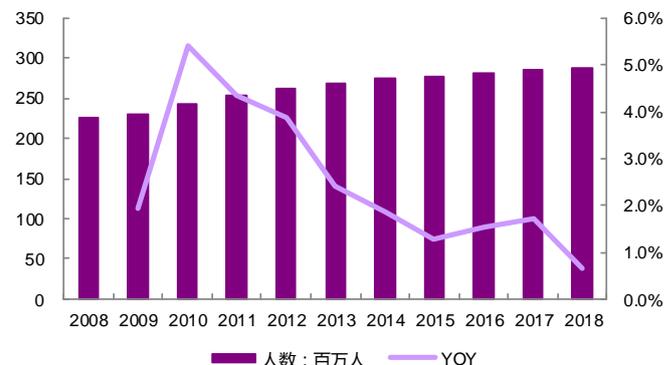
从另一维度来看，我国啤酒消费人群主力之一为城市劳动力群体。该群体数量自 2010 年后增速出现持续下降，近 4 年每年增速不足 2%。考虑到我国经济结构调整及人口回流之趋势，该等群体规模亦将不复大幅增长。

图 7：我国 20-39 岁年龄段人数逐年减少



资料来源：国家统计局

图 8：我国农民工人数增速自 2010 年持续下降



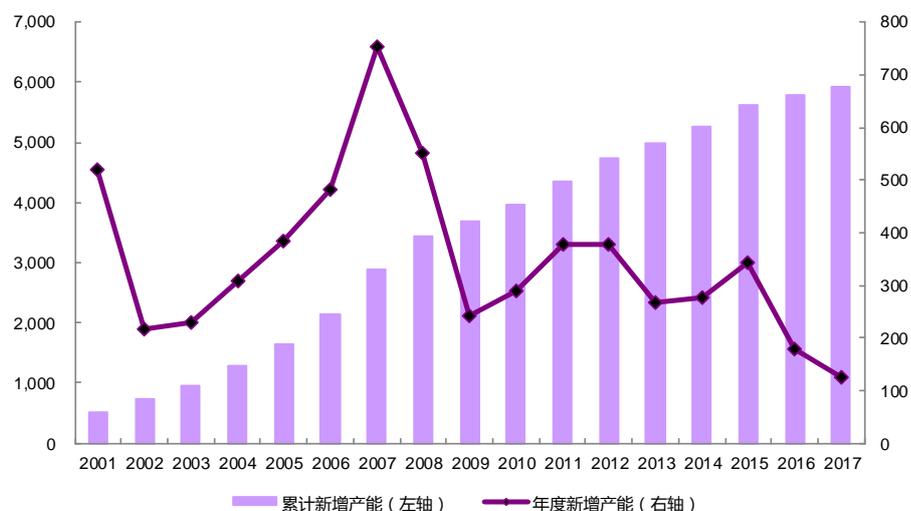
资料来源：国家统计局

1.1.3、渗透率已经饱和

过去二十年，在资本引导下，行业产能和渠道双重扩张成为全国性现象，市场规模伴随渗透率提升而快速增长。

渗透率的提升以产能扩张为前提。由于我国啤酒产品包装一直以来主要以瓶装为主，因此存在 200-300km 的运输半径，而这个范围也是啤酒制造商能够进行有效渠道渗透的范围。可以看到 2017 年，我国啤酒行业累计新增产能 5917 万吨/年，早已超过市场消费所需。本土企业通过多年的全国性产能布局，实现了运输半径的突破。

图 9：2001 年以来累计新增产能持续攀升（万吨/年）

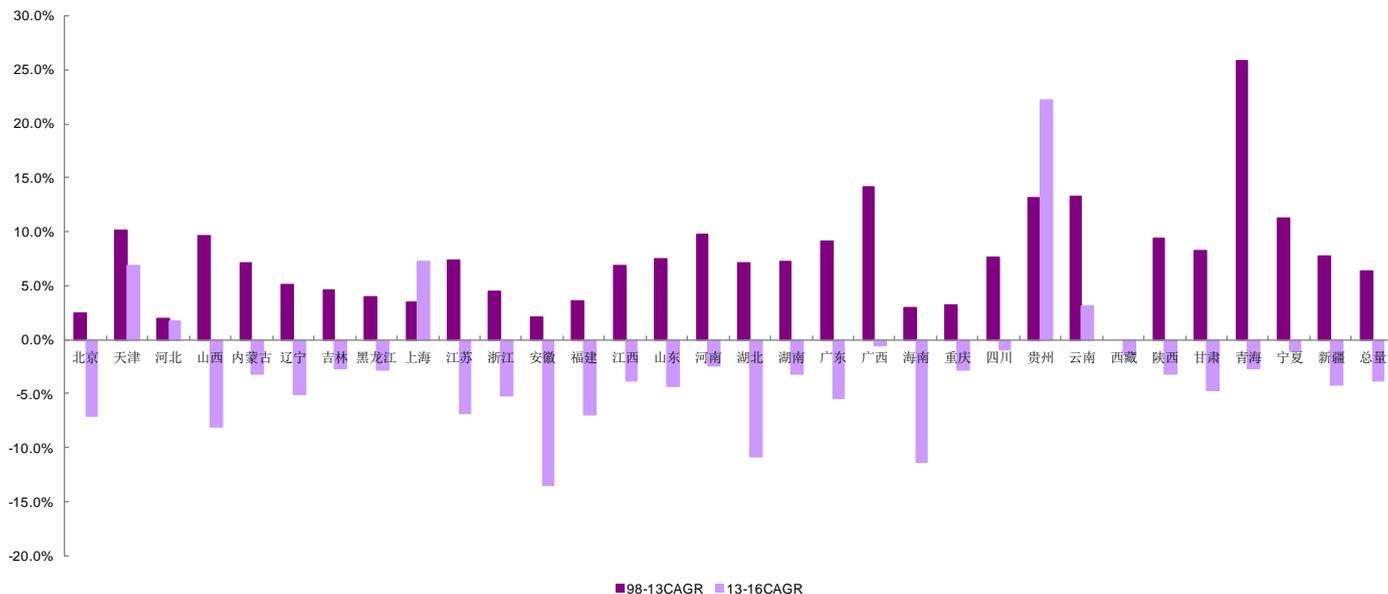


资料来源：国家统计局

产能布局的同时，全国性渠道网络也已建成。啤酒厂商通过即饮、非即饮在餐饮、传统、现代、电商及夜店等五大渠道基本实现主流人群消费场景全覆盖。

我们认为，13 年前市场规模增长的主要驱动力在于渗透率的提升，这可由这一时期内产能高速增长进行佐证。产能保障下的渠道扩张充分吸收了市场消费能力。可以看到，98-13 年全国所有省市啤酒产量年复合增长都为正，而 13-16 年大部分省市年复合增速为负，显示各市场渗透率普遍已经饱和，消费量挖掘充分。

图 10：中国各省市啤酒产量不同时期年复合增速比较

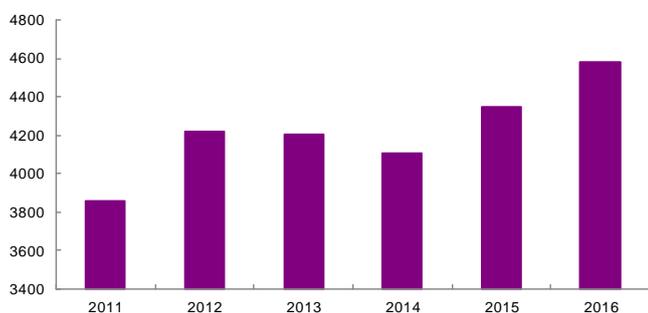


资料来源：国家统计局

1.1.4、年轻群体消费习惯变化，酒精饮料替代品加速渗透

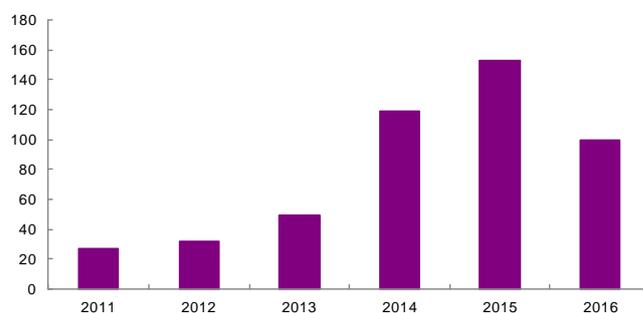
- 年轻群体消费观念发生变化，崇尚健康时尚。根据《中国青年报》社会调查中心 2013 年所做调查（样本量：~11 万）数据显示，约 84% 的年轻人反感酒桌文化；
- 葡萄酒、预调酒等品类渗透加速，品类质感满足个性化消费需求，替代效应明显。Euromonitor 数据显示，葡萄酒与预调酒 2011-2016 年消费量 CAGR 分别为 3.4% 和 3.0%；

图 11：中国葡萄酒消费量逐年增加（百万升）



资料来源：Euromonitor

图 12：中国预调酒消费需求快速发展（千升）



资料来源：Euromonitor

- 随着国内客群对于啤酒品类了解度逐渐成熟，开始追求啤酒质量。工业拉格啤酒的口感将无法这一部分消费者的需求。

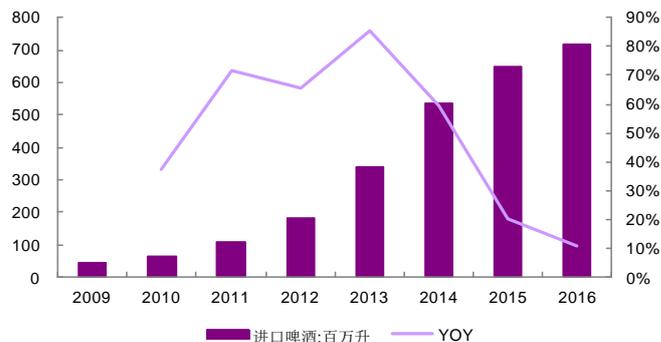
伴随拉格啤酒量下降的是精酿啤酒、进口啤酒的增速加快。由于精酿啤酒、进口啤酒单价高纯度高，能够替代数倍于拉格啤酒的消费量。

图 13: 中国拉格啤酒消费量有所下降



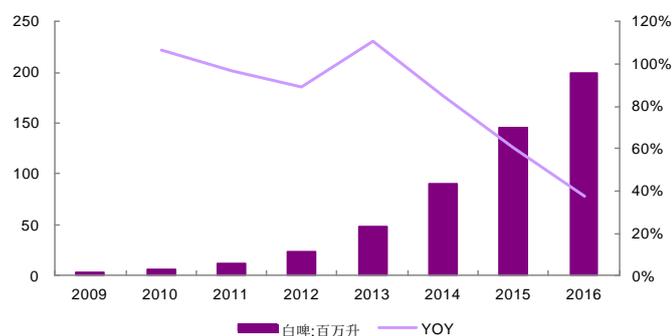
资料来源: Euromonitor

图 14: 中国啤酒进口量上升



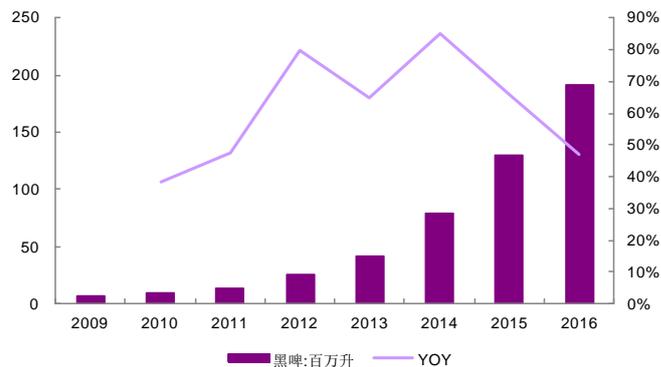
资料来源: Euromonitor

图 15: 中国白啤消费量快速增加



资料来源: Euromonitor

图 16: 中国黑啤消费量快速增加



资料来源: Euromonitor

1.2、寡头垄断格局突破概率较低

我国啤酒行业目前呈现明显的寡头垄断格局。CR3 达 59%, CR5 达 73% (2016 年)。

行业主要企业可分为三档:

- 全国性一线品牌: 行业整合主导者, “三超两强”, 三超: 华润雪花、青岛啤酒、百威英博; 两强: 燕京啤酒和嘉士伯;
- 地方性强势品牌: 区域优势明显, 地方上具备较高知名度和消费者忠诚度, 金星啤酒、珠江啤酒等;
- 地方性小品牌: 产能小, 亏损边缘, 加速淘汰。

表 2：中国啤酒行业市占率排名 TOP10（按销售量，%）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华润雪花	17.9	17.8	19.4	20.4	21.4	21.7	23.9	23.6	24.4	25.6
青岛啤酒	12.9	13.0	13.6	13.8	14.9	15.9	16.9	18.0	17.6	17.2
百威英博	12.3	12.3	11.4	11.0	11.7	11.6	13.0	14.3	15.6	16.2
燕京啤酒	10.4	10.4	10.8	11.1	11.5	11.0	11.2	10.6	10.1	9.3
嘉士伯	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	5.3	5.0	5.1	5.0
河南金星	4.6	4.6	4.4	4.3	3.8	3.3	2.9	2.5	2.7	2.8
广州珠江	3.5	2.9	2.6	2.7	2.7	2.4	2.2	2.3	2.4	2.5
三得利	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.1
蓝带啤酒	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
喜力	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5

资料来源：Euromonitor

1.2.1、竞争格局的形成

形成目前的竞争格局，我国啤酒行业大致经历了三个阶段。

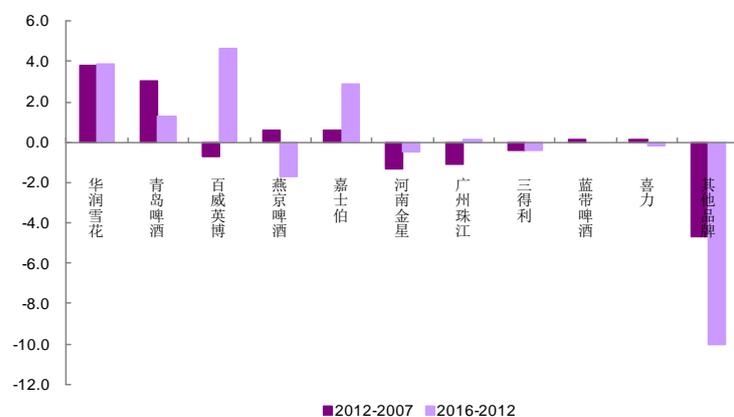
- 1996 年之前，市场起步期：市场自由化开始起步，行业企业主要以各地方国营啤酒厂为主；高度零散，竞争情势宽松；领先企业开始进行跨区域经营
- 1996 年-2013 年，市场整合期：优秀企业凭借资本、管理、品牌和市场开发等方面的优势，开始对市场进行加速整合；市场集中度快速提升，各区域市场竞争氛围开始升温。

以 2013 年华润雪花收购金威啤酒为标志，经过近 20 年的整合进程，各区域市场争夺基本尘埃落定，具备收购价值的标的所剩无几，寡头竞争格局形成；

- 2013 年至今，市场成熟期：啤酒市场规模出现萎缩，各品牌企业 KPI 由市占率向利润率倾斜；渠道改造，品牌升级，产能整合，内生增长成为主题。

我国啤酒行业目前整合进程继续，12-16 年间中小品牌的市占率加速流失。地方强势品牌勉强守住基本盘。一线品牌表现同样出现分化，百威英博、华润雪花、嘉士伯和青岛啤酒攻势凌厉，而燕京啤酒开始出现颓势。

图 17：2007-2016 年各品牌市场占有率变化（%）



资料来源：Euromonitor

1.2.2、区域割据，微观竞争态势复杂

1996-2013 年这近 20 年间，各品牌企业对于市占率的争夺呈现白热化。一线品牌全国化网络在这一阶段逐渐形成，但各品牌优势市场犬牙交错，相互掣肘。该种复杂局面的形成在于领先企业全国扩张时期两方面的考虑：一方面对空白市场的占据，另一方面对竞争对手的牵制。

图 18：中国啤酒行业一线品牌领先区域分布图（2016 年）



资料来源：各公司调研资料，光大证券研究所整理 注：区域领先指市占率为区域第一且超过 40%

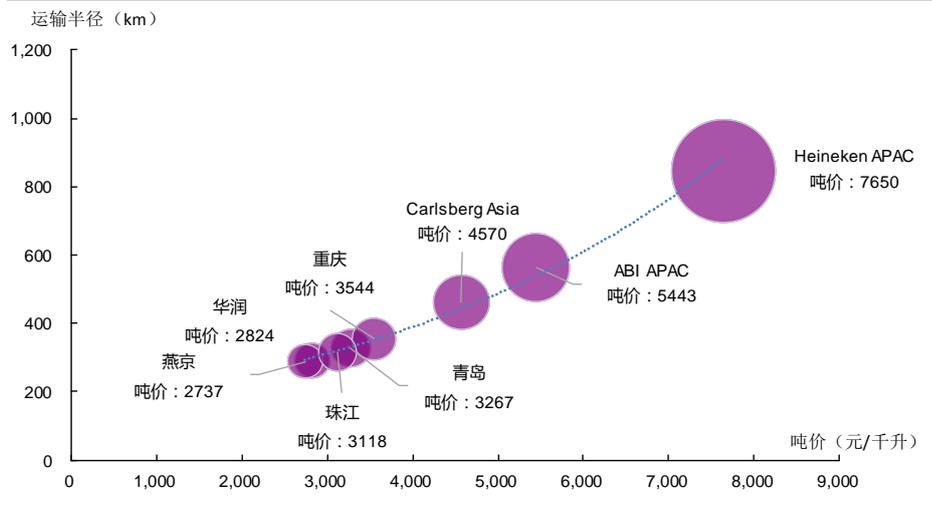
1.2.3、短期内全国竞争格局剧变并不可见

2017 年 12 月青岛啤酒公告，朝日集团将所持青岛啤酒股份分别出售予复星国际（17.99%）及青岛国资委旗下全资子公司鑫海盛（1.99%）。我们认为该事件预示着市场预期的行业格局剧变短期内基本无法发生。

当前全国大部分主要区域市场争夺不再升温，进入战略相持阶段。领先品牌综合市占率相差不大，在地方市场互为掣肘，精耕基地市场，不断增强市场进入成本。在此情况下，通过市场经营手段进行快速整合的可能性大幅降低。

造成这一现象主因之一是国内啤酒销售半径受吨价压制。由于啤酒产品重量大且有新鲜度要求，远距离销售将大幅提升单位运输成本，而低吨价则无法支持高昂的运输费用，反而导致规模不经济。根据调研数据，吨价 3500 元能够支撑发货半径约 350-400km，同一地区吨价若提升至 4000 元，可支持运输半径扩张约 50km。而在当地建厂则需要考量市场容量及当地优势对手市占率的挤压。鉴于短期内国内市场平均吨价提升缓慢，区域产能仍具备天然市场壁垒。

图 19：各品牌国内销售吨价及其可支持的平均运输半径拟合（2018）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所测算

突破这一困局的根本解决方案是整体产品吨价的提升，但本土品牌缺乏对应的品牌形象，同时多年价格战造成的消费者教育为啤酒留下了廉价饮品的深刻印象，因而这一解决方案短期内并无法出现。

另一种能够使得竞争格局发生剧变的催化剂需由公司控股股东层面产生。但考虑到青岛国资委在上述事件中所体现出的较低的行业整合意愿（朝日与青岛啤酒合作协议中明确指出朝日不可将股权售予任何一家中国啤酒企业），我们认为当前市场剧烈整合的可能性不大。但不排除未来受到国企改革进程的催化。

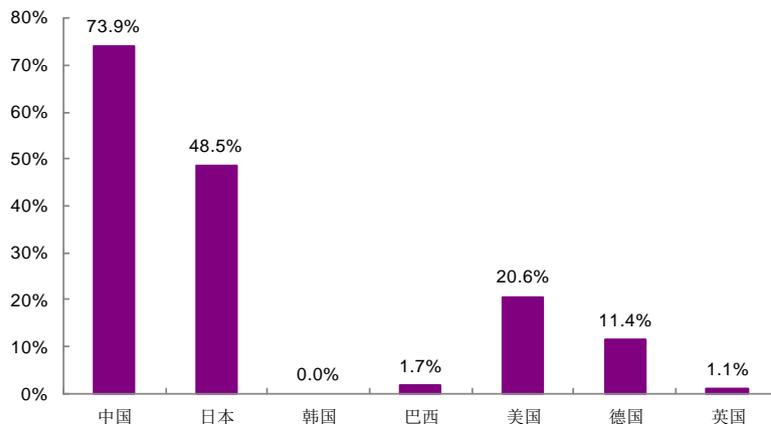
1.3、企业盈利空间受到产品结构和竞争态势压制

1.3.1、产品结构以经济型拉格为主，吨价与毛利率较低

根据 Euromonitor 数据，2016 年我国啤酒总销量为 4563 万千升，拉格啤酒占据 4518 万千升，占比 99%。而其中经济型工业拉格啤酒 3372 万千升，占总销量的 73.9%。（根据 Euromonitor 标准，吨价 7000 元人民币以下为经济型档位，7000-14000 为中档，14000 以上为高档。）

横向比较来看，我国经济型拉格啤酒市场占比水平远超世界主要啤酒市场，显示整体产品结构较为低端。该结构形成原因主要在于我国啤酒行业传统目标客群为大众市场，啤酒消费者教育匮乏，中高端产品认知较低。

图 20：我国经济型拉格啤酒销量占比远超世界主要啤酒市场（2016 年）

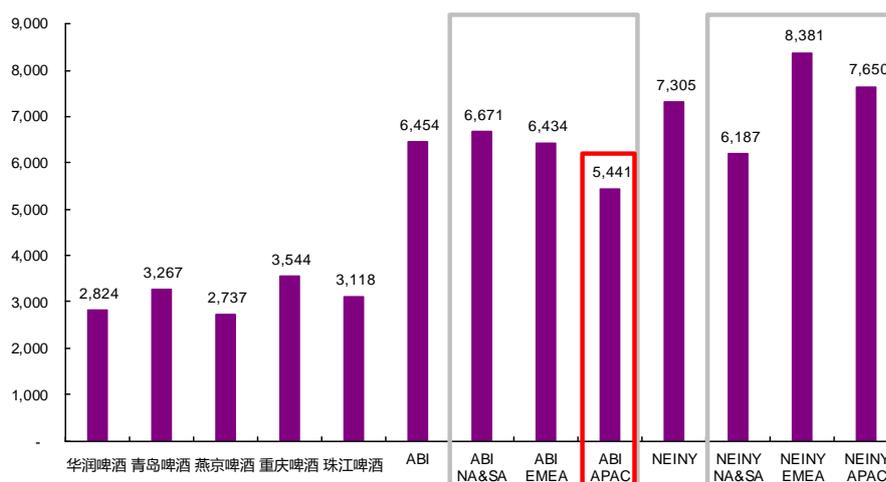


资料来源：Euromonitor

以经济型拉格为主的市场结构也决定了我国啤酒企业销售吨价较低。本土厂商吨价水平在 2500-3500 元人民币左右。存在较大的提升空间。

我们选取百威英博（ABI）及喜力（HEINY）作为国际比较的参考系。两者在世界主要市场均为领导品牌，代表了所在市场的主流厂商的出厂价格区间水平。结果显示百威英博 6454 元（2018 年）和喜力 7305 元（2018 年）远高于国内厂商吨价水平。值得注意的是，百威英博亚太区出厂吨价在集团各分部中排名垫底（5441 元），百威在该区域 85% 的销量发生在中国，这亦佐证了我国啤酒行业吨价处于较低水平。（注：喜力亚太区强势市场集中在东南亚国家。）

图 21：2018 年行业主要公司吨价及国际比较（人民币/吨）

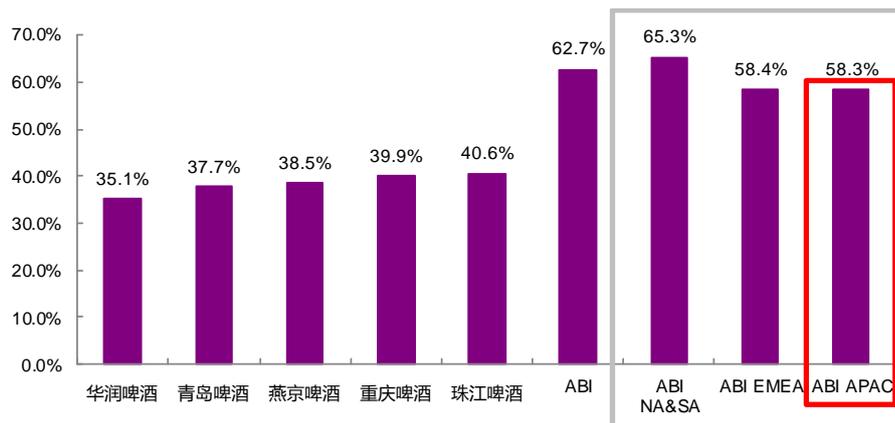


资料来源：相关公司公告，光大证券研究所

产品结构集中于经济型拉格也导致行业产品同质化程度较高，行业价格战频发。激烈竞争中企业所使用的货抵、返利等多重折扣手段同样影响了毛利率的成长。

我国啤酒行业企业毛利率集中于 30-40% 一线，参照国际同业属于较低水平。百威英博全球集团毛利率为 62.7%，其中亚太区分部同样受到中国市场因素排名垫底，毛利率为 58.3%。

图 22：行业主要公司毛利率及国际比较（2018 年）

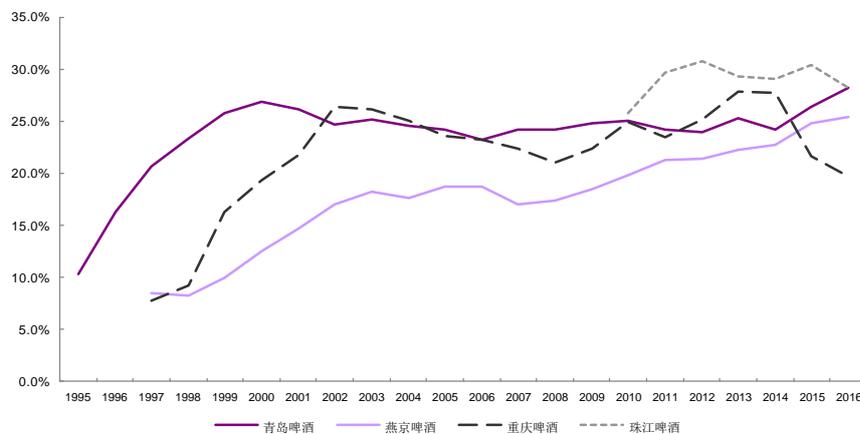


资料来源：相关公司公告，光大证券研究所

1.3.2、高度竞争状态下费用率高企

在市场启动整合后，行业整体费用率快速攀升，至今维持高位。主流厂商费用率基本在 20% 以上。

图 23：主要本土企业 SG&A 费用率增长维持高位

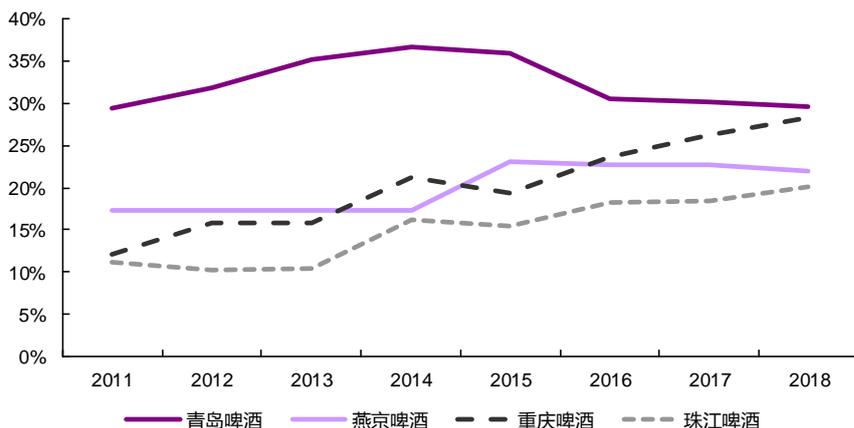


资料来源：相关公司公告

我们认为费用率的高位压制将在中短期内维持。尽管大部分市场胜负已定，但暗中角逐持续不断。对于本土品牌而言，维持销售推广投放力度在这一时期同样不可或缺，一方面固守已有势力，加大渠道直控；另一方面通过渗透中高端餐饮渠道配合产品结构升级。

本土企业销售人员占比始终维持高位，部分企业提升明显。可佐证终端投入依然激烈。

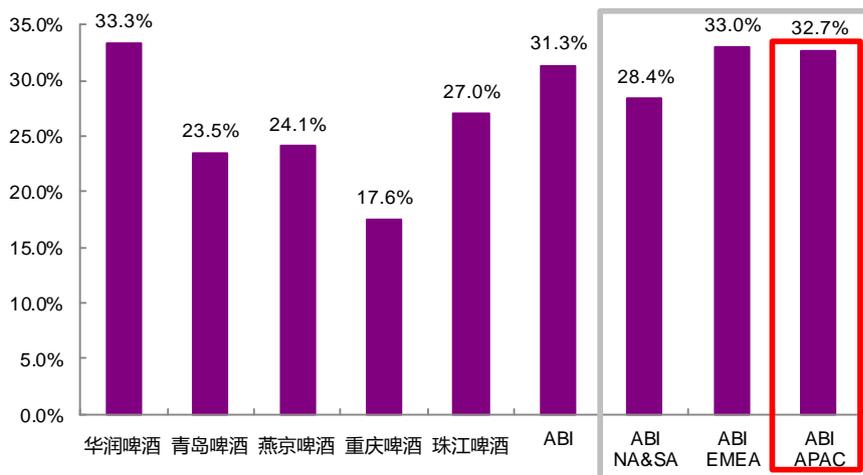
图 24：主要本土企业销售人员占员工人数比重仍然较高



资料来源：相关公司公告，光大证券研究所

就国际品牌而言，所采用战略为“高举高打”，即高毛利率下使用高费用率以维持品牌及产品定位优势。而比较百威英博分部情况，中国区为主的亚太分部费用率在内部排名居前，亦显示其在中国啤酒行业品牌推广所受到的压力。

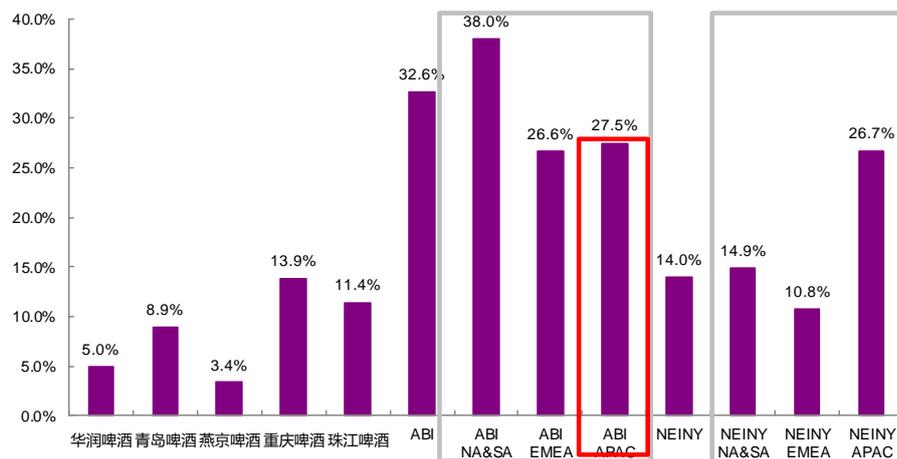
图 25：行业主要公司 SG&A Margin 及国际比较 (2018 年)



资料来源：相关公司公告，光大证券研究所

整体来看，我国啤酒行业的盈利能力在全球行业中属于中等偏下水平。在包括了政府补贴等主营业务外收入后，主流本土厂商 EBIT 率依旧在 10% 上下。国际厂商中国区盈利水平也显著低于其他市场。主要原因即在于特定的产品结构和激烈的竞争态势，在收入端和费用端对盈利空间形成双重挤压。

图 26：行业主要公司 EBIT Margin 及国际比较（2018 年）



资料来源：相关公司公告，光大证券研究所

2、本土厂商利润率提升路径的分析

目前来看，就我国本土啤酒企业而言，利润率改善的思路主要两条：

1. 产品结构升级，提高销售吨价；
2. 关闭冗余产能，控制费用开支。

收入端的提升主要依靠产品结构升级完成，提价是为辅助动作。费用成本端的主要改善机会为资产整合，关闭冗余产能。

我们认为尽管提价对于收入端的改善看上去更为直接，但产品结构升级的成功才能给利润端带来质变。而资产整合带来的费用优化是行业中长期利润率提升最有效的路径。

2.1、提价的利润贡献较为有限

2017 年末开始，我国啤酒行业主要企业均出现不同程度的提价动作，引起市场广泛关注。我们认为本次提价主要出于对冲成本上升的考量，且影响范围受限，对提价动作带来的利润率改善程度应持谨慎态度。

2.1.1、提价条件较为苛刻，经销商补贴加大对冲正面效益

啤酒区域提价条件主要满足以下三条：

- 区域形成绝对垄断或与竞品诉求达成一致

若区域形成绝对垄断，竞品替代能力差，则提价动作只需考量自身因素；若区域份额相对领先，则需要取得竞争对手的默契同步；若区域份额落后，则无提价权利，需观察领先者动作后发而动。

- 原产品定价处于所属价格带低段

防止提价后进入自身或竞品高段位价格带，丧失性价比优势。

- 渠道控制力强，整体渠道链条梳理一致

渠道利润较薄，一批、二批及终端，不同等级即饮、非即饮需协同行动，保证各方利益不受摊薄。同时需有较强渠道监管能力，防止窜货、流货事件。

提价前提条件综合来看较为苛刻，我们认为不存在推而广之的基础。我们认为提价动作主要将适用于各品牌优势地区的主力产品，各啤酒厂商出厂吨价的平均提升幅度在 5% 左右。

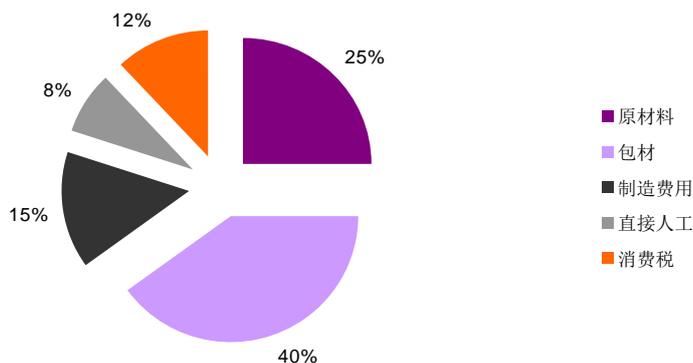
而考虑到各公司为了平滑提价对经销商带来的冲击，往往会有增加货抵、返利力度的情况，我们预计对于啤酒厂商 ASP 的整体提升幅度在 3% 左右。

2.1.2、成本上升压制毛利率改善可能

通常我国啤酒企业制造成本大致构成如下：原材料占 20-25%，包材占 40%左右，制造费用及啤酒消费税分别占高双位数/低双位数，直接人工成本占高单位数。

我们对于未来 1-2 年成本展望整体偏负面。

图 27：我国啤酒企业制造成本构成（2018 年）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

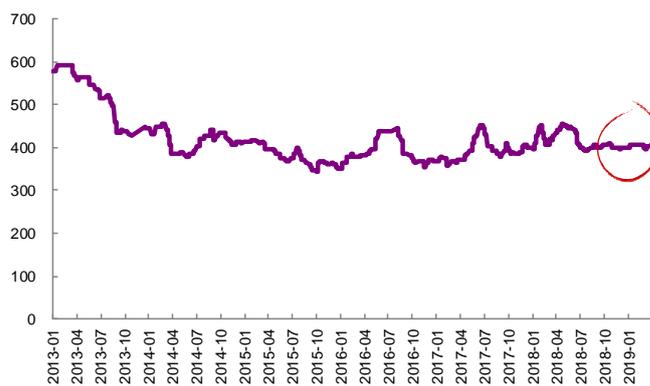
我国企业啤酒制造原材料主要为啤酒麦和大米。其中啤酒麦（成本占比约为 15%）主要依赖进口（约占 70%左右），而国际啤酒麦价格受到主要生产区澳洲及欧盟（全球出口份额约 45%）极端天气影响依然处于上升通道，价格同比增幅在 20%以上。另一主要的大宗原材料大米（成本占比约为 10%）则价格表现较为平稳。考虑到啤酒企业大宗采购的定价能力，我们预计原材料采购成本 2019 年上升幅度在中低单位数左右。

图 28：澳大利亚进口大麦当月单价（美元/吨）



资料来源：海关总署

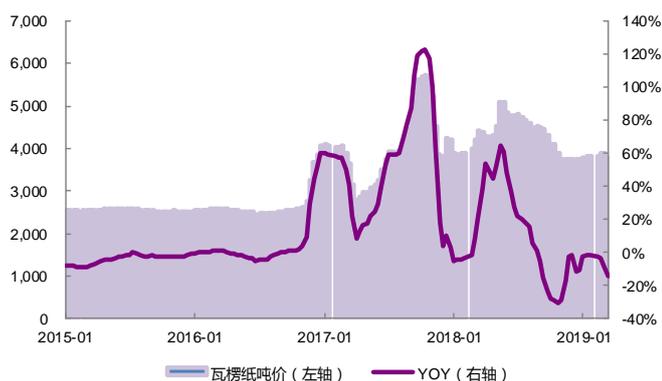
图 29：大米（10%）国际当日现货价（美元/吨）



资料来源：农业部

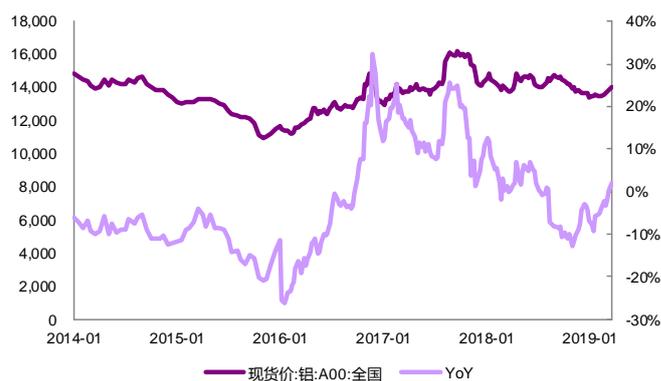
包材主要由纸箱、铝、玻璃等构成。2017-2018 年环保政策高压令包材成本大幅上涨，主要由瓦楞纸驱动（成本占比约 15%），这一压力在 2019 年由于行业新增产能投放将有所释放，市场价格同比有所下降。但与此同时铝罐及玻璃瓶（整体成本占比约为 25%）的价格则略有提升。2019 年我们预计整体包材采购成本将持平。

图 30: 全国高强瓦楞纸市场价 (元/吨)



资料来源: 国家统计局

图 31: 全国铝 A00 现货价 (元/吨)



资料来源: 商务部

与此同时, 啤酒企业还面临人工成本上涨, 消费税因产品结构升级提档等压力。我们认为 2018 及 2019 年成本上涨幅度将在中低单位数左右, 将对冲本轮提价带来的大部分利润贡献。

2.1.3、行业过去提价后效果并不正面

事实上过去十年中, 每隔 3-5 年行业便经历一次涨价潮。在 2007-2008、2010-2011 这两次行业普遍的涨价潮背后, 驱动因素在于成本的上涨, 而非竞争态势的缓解, 与本次提价一致。

表 3: 过去十年啤酒行业历次提价情况示例 (元)

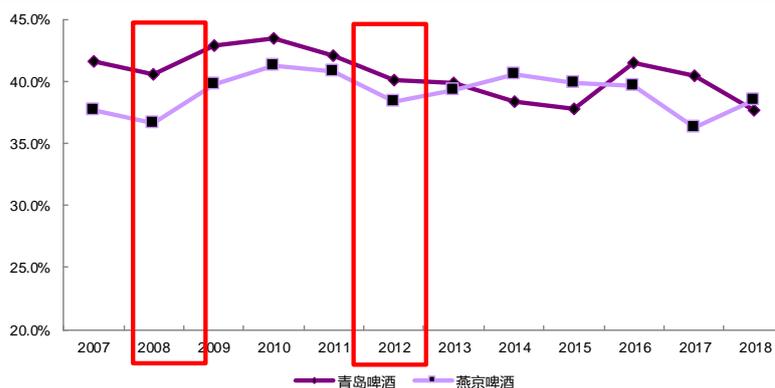
品牌	系列	规格	提价地区	口径	调整前	调整后	调价幅度
2007-2008							
青岛		355ml 罐	广州	零售价	3.5	3.8	8.6%
青岛		600ml 瓶	广州	零售价	3.8	4.2	10.5%
青岛	纯生	600ml 瓶	广州	零售价	5.5	6.2	12.7%
青岛		600ml 瓶	青岛	零售价	2.0	2.2	10.0%
青岛	崂山	600ml 瓶	青岛	零售价	3.2	3.5	9.4%
燕京	清爽	箱	北京	出厂价	32.0	34.0	6.3%
2010-2011							
青岛	崂山	箱	山东	出厂价	25.0	31.0	24.0%
青岛		箱	山东	出厂价	40.0	43.0	7.5%
燕京	清爽	瓶	北京	出厂价	1.42	1.62	14%
燕京	清爽	箱	北京	批发价	42.00	45	7.1%
雪花		500ml 瓶	沈阳		3.50	4	14.3%
雪花		330ml 箱	沈阳		2.00	2.4	20.0%
2013-2014							
燕京	鲜啤	瓶	北京	批发价	3.5	4	14.3%
燕京	纯生	瓶	北京	批发价	6.5	7	7.7%

资料来源: 光大证券研究所根据新闻整理

我们从过去几次提价动作的积极参与者表现来观察, 同样无法得出提价能够带来利润端改善的结论。在激烈的竞争环境下, 相关公司仅在优势地区对于主流产品进行谨慎的提价调整。而该等幅度的改善在面对 2008、2011 年期间的成本上涨时, 只是起到了缓冲作用。

我们认为如今的竞争环境并无太多改变, 对于本次提价带来的利润贡献同样不宜过于乐观。

图 32：青岛啤酒与燕京啤酒过去十年毛利率表现



资料来源：相关公司公告

2.2、产品结构升级是破局的根本方法

提价属于收入端事件性改善，而产品结构调整则属于持续性努力。产品结构升级将从收入端和费用端给予企业利润以根本性的变化。一方面高端产品可以带来毛利率的显著提高，另一方面吨酒价格的提振将有效突破产能半径，给予企业以进一步整合资产，缩减费用的可能，商业模式也得以进化。

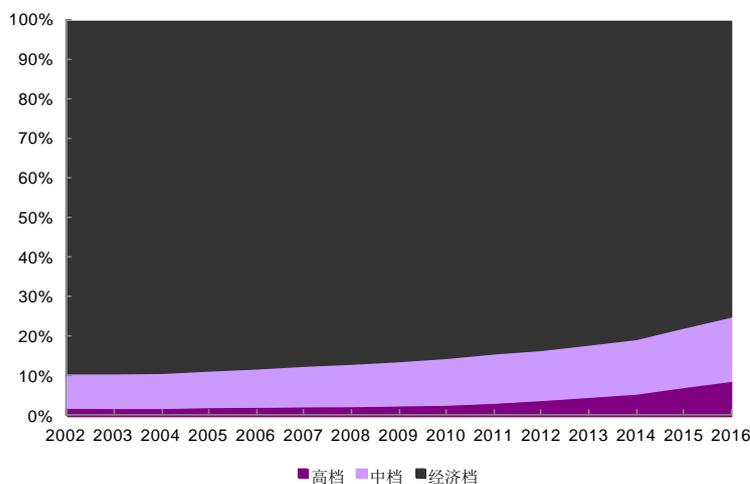
当前本土啤酒企业同样始终致力于产品线条升级，但在高端市场并不占据上风。在海外品牌的狙击下，本土品牌产品升级主攻方向以中档为主，而高端市场通常采用与海外品牌联姻的方式进行渗透。

随着行业在高端化方向上达成一致，中高端市场争夺显然日益加剧。短期内市场将经历 2-3 年左右的投放期。如能在高端市场上幸存，本土企业将收获利润端的明显改善。

2.2.1、高端市场快速增长但本土品牌目前缺位

而随着消费群体结构、消费观念和消费能力的转变，中国啤酒市场结构也在发生着快速变化。中高档品类占比由 2002 年的 11% 上升至 2016 年的 25%。（经济、中、高档区分标准参考 1.3.1 中相关论述）

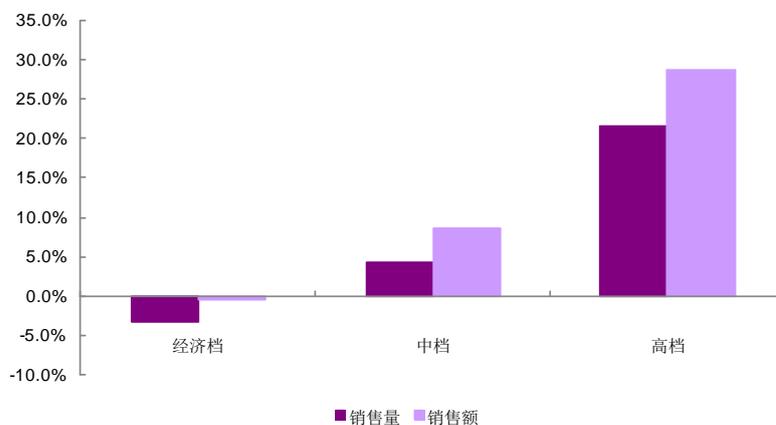
图 33：中国拉格啤酒市场不同价格段位销量分布



资料来源：Euromonitor

2011-2016 年，经济、中、高档拉格啤酒销量 CAGR 分别为 -3.4%/4.2%/21.5%。意味着在总销量并无增量的情况下，各啤酒厂商正积极使用中高档产品替代经济档。

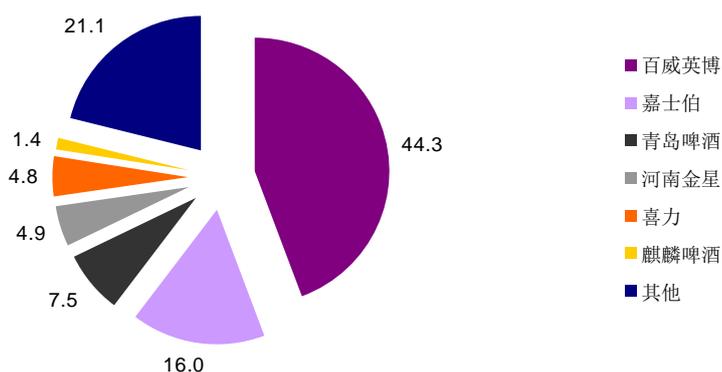
图 34：不同价格段位拉格啤酒 2011-2016 年量&价 CAGR



资料来源：Euromonitor

尽管当前本土品牌占据我国啤酒市场大部份额，但在成长最为迅速，利润最为丰厚的高端市场处于显著落后地位。2016 年，海外品牌在高端拉格市场占有率超过 70%，其中百威英博与嘉士伯分别占据 44.3%及 16.0%的市场份额。本土品牌中青岛一支独秀（市占率 7.5%）。

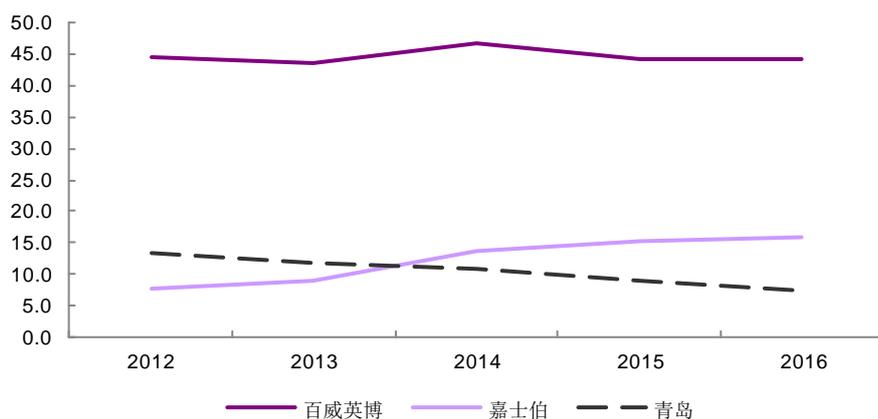
图 35：中国高端拉格啤酒市场企业市占率情况（2016 年，%）



资料来源：Euromonitor

近几年中，高端拉格啤酒市场海外品牌的优势仍在扩大。2012-16 年，在该等市场 TOP3 的比较中，百威持续领跑，嘉士伯市占率提升了 8.2 个百分点，而本土高端的代表青岛啤酒则下跌了 6 个百分点。

图 36: 高档拉格啤酒市场 TOP3 2012-2016 市场占有率变化情况 (%)



资料来源: Euromonitor

2.2.2、本土企业产品升级努力带来吨价的稳步提升

通过梳理各主要品牌的产品条线,我们能够清楚地看到在各个价格档位品牌厂商所采取的产品战略。海外厂商(百威英博、嘉士伯等)通常拥有较高的品牌声誉,故而将自身品牌定位高端市场,将本土品牌狙击在高端线以下。再通过旗下的本土品牌(哈尔滨啤酒、重庆啤酒等)与本土厂商在经济档(Core)和中档市场(Mid)鏖战。

本土品牌由于存在品牌影响力和产品差异化方面的劣势,薄弱的利润空间也不允许进行相对激进的品牌塑造动作,因此与海外品牌在高端产品线附近进行肉搏并非良策。故而将主攻方向放在贴近经济档的中档市场(例如华润雪花勇闯天涯)。这一档位的成长与终端消费者消费升级趋势契合且步伐一致,本土品牌的渠道优势依然能够发挥功效。而对于高端市场的渗透,本土企业则退而求其次,主要采用嫁接海外品牌的方式进行操作。

表 4: 我国啤酒市场主要产品条线 (价格, 元)

价格档位	雪花	青岛	百威	嘉士伯
Core	冰酷 330ml*6 罐 10.9 330ml*24 罐 39.6 清爽 500ml*4 罐 11.6 330ml*6 罐 12.5 330ml*24 罐 50.0	清醇 330ml*6 罐 13.8 330ml*24 罐 47.2 崂山清爽 330ml*6 罐 14.0	哈啤冰爽 330ml*6 罐 10.9 500ml*4 罐 15.0 330ml*24 罐 43.6 哈啤清爽 330ml*6 罐 13.8	重啤 33500ml*12 罐 34.5 系列 330ml*24 罐 45.0 重啤清爽 330ml*24 罐 54.0 重啤冰爽 500ml*12 罐 39.9 重啤 66500ml*12 罐 45.0 系列
Mid	勇闯天涯 500ml 罐 5.5 330ml*6 罐 18.3 500ml*4 罐 22.0 精制 9 度 330ml*6 罐 19.5	冰醇 330ml*6 罐 16.6 经典 500ml*3 罐 18.0 330ml*6 罐 22.6 330ml*24 罐 100.0	哈啤冰纯 500ml*3 罐 14.8 330ml*6 罐 22.5 哈啤小麦 500 罐 3.9 王 500ml*3 罐 10.5 330ml*6 罐 15.8 330ml*24 罐 51.6 罐	乐堡 500ml*3 罐 15.9 重啤纯生 500ml*12 罐 74.9
Premium	纯生 8 度 500ml 罐 7.8 330ml*6 罐 35.8	纯生 500ml 罐 6.5 600ml*3 罐 16.8 330ml*6 罐 41.0	哈啤冰纯 500ml 罐 6.5 白啤 百威啤酒 500ml 罐 8.0	嘉士伯啤 500ml*3 罐 27.0 酒 330ml*6 罐 46.0

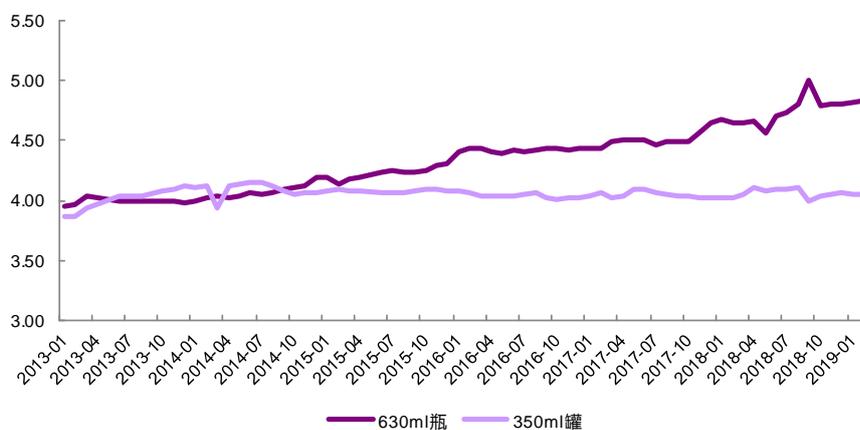
		1903 330ml*6 罐 29.8	500ml*3 罐 22.9 330ml*6 罐 39.9 百威纯生 330ml*6 罐 42.6 330ml*24 罐 129.0	
Super Premium	黑啤 500ml 罐 10.8 脸谱花旦500ml 罐 15.2 花脸	全麦白啤 500ml 罐 8.2 奥古特 500ml 罐 9.8 500ml*4 罐 36.8 青岛黑啤 500ml 罐 12.8	科罗娜特330ml 瓶 8.5 级 福佳白啤500ml 罐 11.6 酒	特醇 8 度 500ml 罐 8.0 1664 白啤330ml 瓶 12.0 500ml 罐 15.5

资料来源：光大证券研究所调研

注：调研渠道为华东地区 KA 渠道，不同地区不同渠道定价存在差异

而以中档产品为主的产品升级每年给吨价带来中单位数的增速。国家发改委跟踪的 36 个大中城市啤酒平均价格中，标准罐装产品价格在过去 4 年中基本不变，而标准瓶装啤酒价格 5 年（2013-2018）CAGR 为 4%。

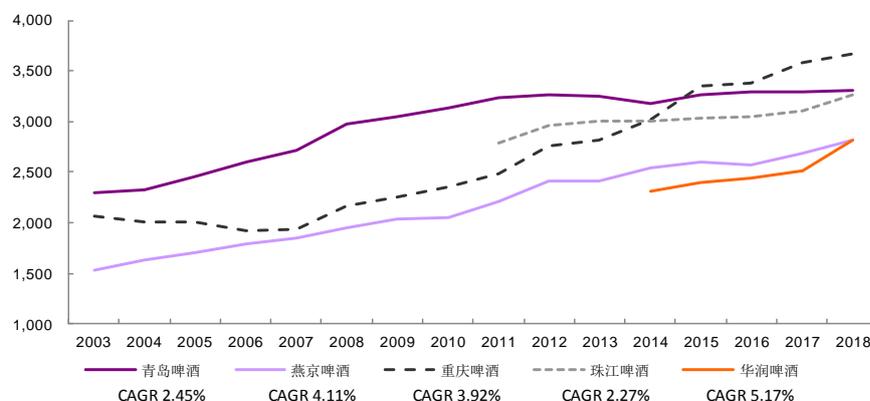
图 37：中国 36 个大中城市啤酒平均销售价格



资料来源：中国国家发改委

与之呼应的则是本土啤酒厂商所公布的出厂吨价变化。在可追踪的时期内，主要本土品牌的吨价变化 CAGR 基本在 4% 左右，但值得注意的是增速在近年来有所提速。

图 38：本土啤酒厂商出厂吨价变化近年有所提速（元/吨）



资料来源：相关公司公告

我们观察到行业各企业已将产品的高端化努力作为重要战略来执行，华润、重啤等通过与海外品牌联姻的方式已经在高端市场品牌上有所储备，将会显著受益于整体啤酒消费市场的升级趋势。

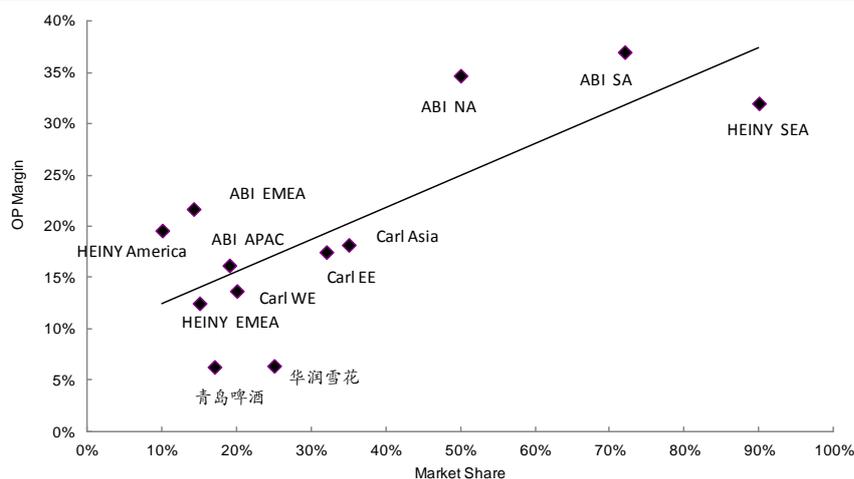
2.3、费用改善是利润率扩张最短路径

我们认为，对于本土啤酒厂商而言，费用改善才是正在积极兑现的利润池。这背后最为重要的推动力来自于行业企业“聚焦优势市场，优化产能布局”的战略选择。营销推广费用和制造运营费用是两大利润池。其中销售推广费用的精简主要来自于更多局部垄断区域的形成和培育，但短期内难以规模化兑现。而产能优化策略将有效提升位于历史低位的产能利用率，在经历一次性费用影响后将将对利润端带来直接效果。

2.3.1、区域集中度与利润率有直接相关性

从全球范围内来看，啤酒领导品牌在不同区域的盈利能力与其所在区域的市占率呈现较为明显的相关性。

图 39：全球啤酒行业主要领导品牌区域市占率与利润率相关性（2016 年）



资料来源：相关公司公告，Euromonitor

这一点同样能够在中国市场得到印证。以本土领导品牌华润雪花和青岛啤酒为例，雪花在南区（指东南和西南）以及青岛在山东和华北的营业利润率皆分别大幅高于公司整体水平，而这些区域正是其各自的绝对优势市场。

我们认为啤酒厂商区域垄断地位与利润率之间的传导主要通过成本领先策略达成。市场整合后的费用压缩成为关键因素。我们认为在高端市场由海外品牌把控的情况下，本土品牌各区域存在一定程度的产品结构不同无法充分解释分区之间巨大的利润率差异。一个重要的佐证是青岛啤酒华南和华北分区，在销售体量和毛利率相若的情况下，营业利润率差距斐然。

图 40：华润雪花和青岛啤酒分地区营业利润率比较（2016 年）



资料来源：相关公司公告

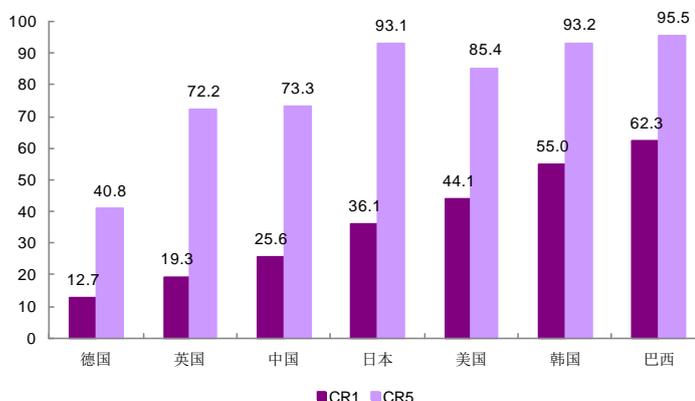
销售推广费用是费用控制的重心。其重要的组成部分是渠道费用、销售人员薪酬、运输费用、广告宣传等。其中渠道费用中 1) 货抵及其他随量折扣将直接反应在收入端，2) 地推陈列、排他买断等非随量费用将反应在报表的费用端。

取得区域的绝对垄断地位后，销售推广费用的改善主要来自于以下路径：

- 对于渠道议价能力提升，渠道费用的压缩。同时也有助于提价动作的实施；
- 销售队伍架构的重塑，精简相关员工薪酬支出；
- 区域分公司 KPI 的重新设定，利润率优先级回归，低效支出将受到限制；
- 产品结构调整面临的渠道阻力和相关投放将减少，消费者的路径依赖将使其更容易接受新品和价格不敏感。

就中国啤酒市场整体而言，尚未出现具有全国范围内垄断能力的领导者。横向比较可以发现，中国啤酒行业的集中度仍存在不小的提升空间，特别在领导品牌的市占率方面明显落后。（德国、英国具有特殊的啤酒文化历史，仅作参考）

图 41：各国啤酒市场集中度比较（%，2016 年）



资料来源：Euromonitor

但费用改善可以通过垄断区域数量的增加来逐渐达成。当前，中国啤酒市场若以省来划分，存在区域领先品牌的省份大致有 20 个。

其中华润雪花占据 7 个（辽宁、贵州、四川、浙江、安徽、天津和山西），青岛啤酒 2 个（山东和陕西），燕京啤酒 3 个（北京、内蒙古和广西），百威英博 3 个（黑龙江、湖北和福建），嘉士伯 6 个（西北 5 省和重庆）。

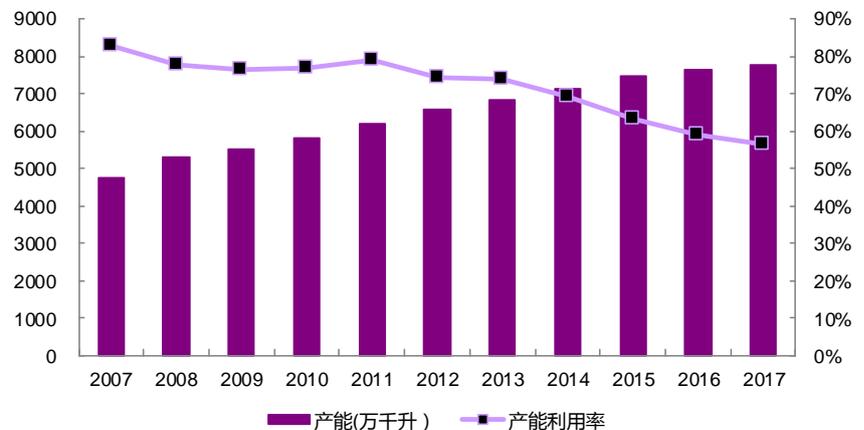
这些省份的区域整合处于不同阶段，从区域领先到区域垄断仍需要时间进化。此外仍有十多个省份的争夺尚未结束，其中不乏广东、河南等消费大省。

我们认为局部市场垄断能够带来渠道费用精简，所能释放的盈利空间相当可观。以领导品牌成熟市场的利润率来做基准比较，整体利润率提升潜力将在一倍以上（由中单位数至低双位数）。但同时我们也看到短期内出现质变的可能性较小，一方面在于市场梳理本身需要时间，另一方面产品高端化的行业一致性趋势意味着市场投放的强度不会大幅降低。

2.3.2、产能梳理推升利用率

上一轮行业跑马圈地的时期，各厂商通常以产能作为据点进行市场份额的争夺。持续的自建及扩建产能增量远远超过市场的消化能力，非良性的行业竞争带来整体产能利用率的下降。2007 年我国啤酒产业产能利用率尚维持在 80% 以上，到了 2017 年持续下跌至历史低位，拖累了整体盈利能力。

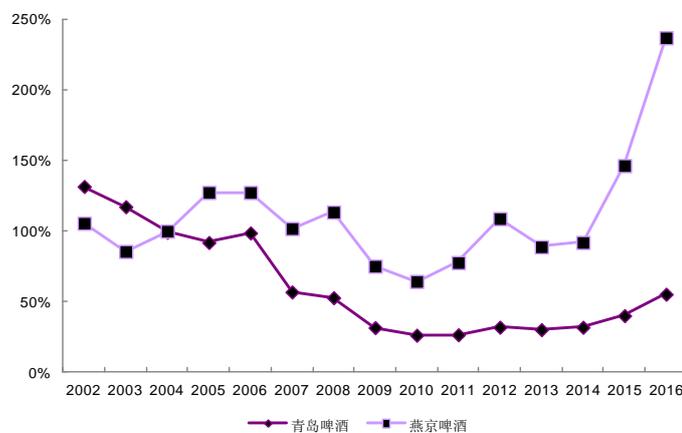
图 42：我国啤酒产业产能利用率位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

近期行业消费量见顶的情况更是加速了冗余产能对于企业利润的侵蚀速度。

图 43: 青岛啤酒与燕京啤酒固定资产折旧占营业利润比例变化



资料来源: 相关公司公告

因此关闭冗余产能, 优化生产布局成为行业领导企业的提质增效重要途径。尽管关闭工厂需要与诸多相关方斡旋, 颇费心力, 但可以看到自 2016 年以来主要生产企业正积极实施产能整合策略。“关小厂开大厂”正逐渐成为行业主流选择。

表 5: 主要啤酒厂商处置冗余产能情况

啤酒厂商	时间	动作或官方表态
华润啤酒	2018 年	晋中市华润雪花啤酒厂实施关停, 生产计划并入运城分公司 华润雪花啤酒(四川)有限责任公司拟吸收合并成都、遂宁、达州、内江和西昌 5 家公司 安徽和河南各有一间工厂始终处于停产状态
燕京啤酒	2017 年	2017 年 7 月 11 日投资者关系活动记录: 对个别不再存在价值的企业, 经过权衡之后, 可能会与地方政府协商后关厂
百威英博	2016 年	关闭浙江舟山工厂 关闭河南新乡亚洲啤酒厂
珠江啤酒	2017 年	关闭汕头工厂
重庆啤酒	2017 年	转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益 关闭六盘水啤酒有限责任公司
	2016 年	关闭黔江分公司 关闭安徽亳州有限责任公司 关闭宁波大梁山有限责任公司 关闭綦江工厂
	2015 年	关闭柳州山城啤酒有限公司 关闭安徽九华山有限公司 关闭永川分公司
青岛啤酒	2018 年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司 关闭青岛啤酒芜湖有限公司

资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

短期来看，关停酒厂导致业绩急剧下滑，这来源于两方面，一是关停酒厂当年支出的大额员工安置费用使管理费用激增；二是固定资产与无形资产大额计提减值准备，导致资产减值损失大幅提高。虽然出售子公司股权与债权带来一定的投资收益，但该部分利得仍无法弥补损失。

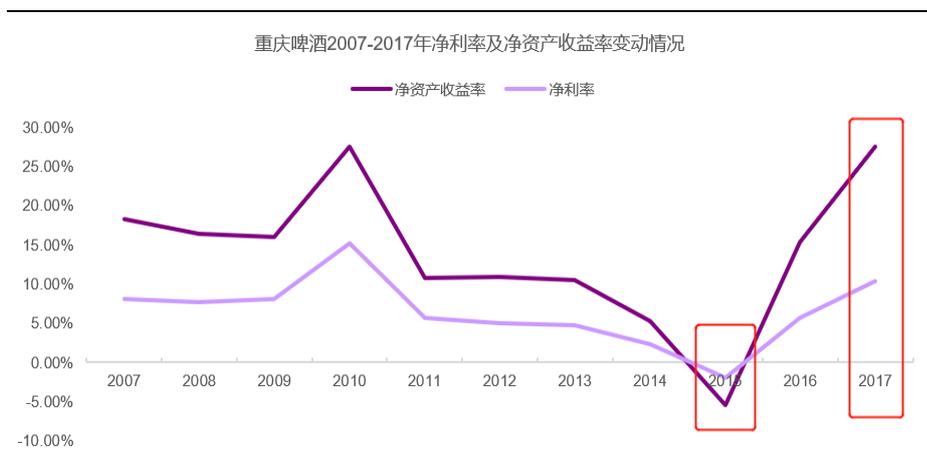
表 6：关停酒厂各阶段对财务报表的影响

	分公司	子公司
关停但尚未决定出售		
资产负债表	资产减少，负债增加：固定资产、无形资产、递延收益的账面价值减少，其他非流动资产增加；尚未支付完毕的员工安置费用导致应付职工薪酬增加	与关停分公司的影响相一致；针对子公司的长期股权投资与子公司的权益相抵消
利润表	费用增加：酒厂停止生产活动导致收入、成本及费用减少；员工安置费用导致管理费用大幅增加；资产减值损失大幅增加	与关停分公司的影响相一致
关停后待售		
资产负债表	不具有法人资格，不涉及出售	子公司账面的其他非流动资产和负债减少、持有待售资产及负债相应增加；计提持有待售资产减值准备
利润表	不具有法人资格，不涉及出售	资产减值损失
出售酒厂		
资产负债表	出售固定资产，现金增加，固定资产减少	处置所得现金及其等价物增加；持有待售资产、持有待售负债减少
利润表	非流动资产处置损失大于利得，营业外支出增加	处置长期股权投资产生的投资收益增加

资料来源：光大证券研究所

长期来看，关停酒厂带来的亏损减少，职工薪酬减少，固定资产折旧、无形资产摊销减少，费用率及毛利率提升。关停酒厂有利于公司重新布局产能、优化供应链、提升生产效率和盈利能力。重庆啤酒作为行业内产能优化的标杆，2015 年首次关厂致使当年净利率为-1.98%，净资产收益率仅-5.43%；而 2017 年净利率达到 10.38%，净资产收益率达到 27.53%。

图 44：重庆啤酒 2007-2017 年净利率及净资产收益率变动情况

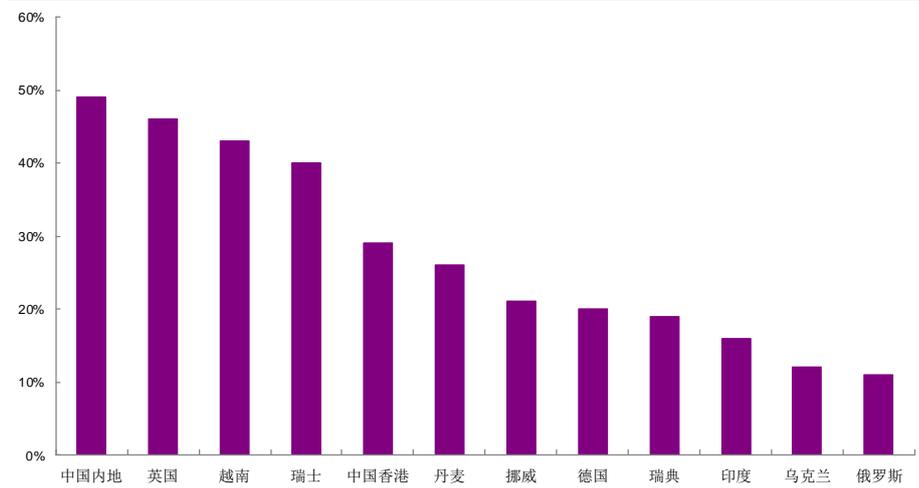


资料来源：Wind，光大证券研究所

此外，各啤酒厂商始终致力于精益生产以提振产能效率，持续优化生产工艺，控制能耗支出。而由瓶装为主的产品结构转向瓶装、罐装平衡的行业趋势亦成为重要催化因素。

当前罐装啤酒在我国的产品占比在 10%-20% 区间，而欧美国家占比均在 50% 左右。这主要与我国啤酒消费场景以餐馆即饮场景为主的背景相关。

图 45：各国啤酒即饮渠道消费量占比比较



资料来源：嘉士伯 2016 年年报

事实上，瓶装生产较罐装生产需要更多人力、能耗和管理耗用，即单位生产成本更高。此外，在运输方面，瓶装损耗率更高，其包材消耗也更大，对于产能的区域覆盖半径限制更加明显。

随着罐装产品的渗透率提升，单位产品的生产成本和包材成本将有下降潜力，工厂人力队伍和管理架构也将精简。工厂的覆盖半径也将扩大。这都将对产能效率做出正面贡献。

2.4、各路径对利润率提升的影响测算

为量化利润率提升空间，基于本土公司 2018 年经营数据，我们对吨价提升及关厂后费用改善能给啤酒公司带来的利润率弹性进行测算。

我们的测算基于以下假设：

- 1) 理想的产能利用率为设计产能的 70-80%，此处设定为 75%；
- 2) 现实中关厂是以生产线为单位，此处简化以单位产能为单位；
- 3) 假设产能涉及的主要固定资产投资为自用楼宇和机械设备，测算中简化处理以单位产能所需固定资产投资计算，并假设折旧率不变；
- 4) 对于没有明确披露销售成本中员工费用的公司，假设生产性员工薪酬为公司平均薪酬的 46%；
- 5) 调整后 EBIT 主要剔除一次性影响，如资产减值、投资收益及营业外收入支出，但仍包括政府补助。

通过测算可得，理想产能情况下各公司 EBIT 率较当前状态下 EBIT 率至少有 2-3 个点的提升。基于理想产能利用率 (~75%) 的情况下，费用节省对于公司 EBIT 提升主要通过： $EBIT \text{ 提升量} = \text{产能优化量} \times (\text{单位产能固定资产折旧} + \text{单位产能员工费用})$ 。观察近年关厂动作频繁的重庆啤酒，2014 年及 2018 年 EBIT 率分别为 3.0%、14.2%。因而闲置产能高、对固定资产和人员占用多的公司仍具备较高提升潜力。青岛啤酒自 2018 年加速产能梳理，经历产能出清后利润率提升可期。

表 7：各啤酒公司 EBIT 弹性测算——基于产能优化

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
产能情况 (千吨)					
设计产能	21,000	14,080	1,790	8,000	2,200
实际产量 (以销量替代)	11,285	8,030	944	3,920	1,240
产能利用率	53.7%	57.0%	52.8%	49.0%	56.3%
理想产能	15,047	10,707	1,259	5,227	1,653
产能优化空间	5,953	3,373	531	2,773	547
固定资产 (百万元)					
自用楼宇	9,706	7,087	1,043	8,434	1,983
自用楼宇/千吨产能	0.46	0.50	0.58	1.05	0.90
折旧率	4.0%	2.7%	3.8%	2.7%	2.9%
机械设备	19,789	10,807	1,743	11,148	2,603
机械设备/千吨产能	0.94	0.77	0.97	1.39	1.18
折旧率	5.7%	5.6%	5.9%	4.9%	6.5%
固定资产折旧/千吨产能	0.07	0.06	0.08	0.10	0.10
员工费用 (百万元)					
生产员工人数	20,000	16,991	1,068	18,340	2,419
生产员工人数/千吨产能	0.95	1.21	0.60	2.29	1.10
生产员工平均薪酬	0.06	0.06	0.09	0.06	0.06
员工费用/千吨产能	0.05	0.07	0.05	0.14	0.07
2018 年 EBIT (百万元)					
调整前 EBIT	1,580	758	494	394	479
调整后 EBIT	3,387	944	593	460	433
理想状态下 EBIT	4,141	1,360	664	1,124	525
较调整前 EBIT 提高	162.1%	79.4%	34.5%	185.2%	9.7%
较调整后 EBIT 提高	22.3%	44.0%	12.0%	144.3%	21.3%
EBIT margin					
调整前 EBIT margin	5.0%	2.9%	14.2%	3.5%	11.8%
调整后 EBIT margin	10.6%	3.6%	17.1%	4.1%	10.7%
理想状态下 EBIT margin	13.0%	5.1%	19.2%	9.9%	13.0%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所测算

另一方面，可以认为吨价提升对利润率的影响最为直接且显著。根据测算，吨价每提升 1%，对公司 EBIT 率提升可达 1 个百分点左右。参照行业过去约 4% 的出厂价 CAGR，吨价提升相比产能优化下的费用节约，对提振利润率效果更为明显。同时，我们认为由产品结构优化带来的吨价提升对成本及

费用的压力较为有限，且基于前述讨论，由此带来的运输半径扩大亦可带来潜在规模效应，进一步提升公司利润率。

表 8：各啤酒公司 EBIT 弹性测算——基于吨价提升

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
EBIT/千吨产能（百万元）	0.14	0.09	0.52	0.10	0.39
吨价 1%增幅的 EBIT 率	+0.9ppt	+1.0ppt	+0.8ppt	+1.2ppt	+1.4ppt
吨价增幅（元）					
50	35.7%	53.0%	9.6%	49.7%	13.0%
100	71.4%	106.0%	19.1%	99.5%	25.9%
150	107.1%	158.9%	28.7%	149.2%	38.9%
200	142.8%	211.9%	38.2%	199.0%	51.8%
250	178.6%	264.9%	47.8%	248.7%	64.8%

资料来源：光大证券研究所测算；注：各公司 EBIT 基于 2018 年数据

3、投资建议

行业再度呈现较为积极的发展前景，竞争态势不再恶化。企业开启高端化进程，愈发强调利润转化。我们认为当前股价估值处于合理区间，首次覆盖，给予行业“增持”评级。重点推荐：拥有强大并购实力及整合经验，业务团队战斗力强，且得喜力加盟的行业龙头**华润啤酒**；公司内部经营变化喜人，利润率弹性优势明显的**青岛啤酒**；嘉士伯掌权下加速高端市场拓展的行业利润率标杆企业**重庆啤酒**。同时建议关注**燕京啤酒**、**珠江啤酒**。

表 9：重点公司估值

证券代码	公司名称	股价	PE (x)		EV/EBITDA (x)		投资评级
			19E	20E	19E	20E	
0291.HK	华润啤酒	33.20	47	30	18.9	15.8	买入
0168.HK	青岛啤酒 H	48.75	34	28	16.0	13.9	买入
600600.SH	青岛啤酒 A	51.65	41	34	16.0	13.9	买入
600132.SH	重庆啤酒	41.49	42	35	30.4	25.8	买入
000729.SZ	燕京啤酒	7.29	90	77	21.1	18.9	增持
002461.SZ	珠江啤酒	6.76	37	33	27.3	24.6	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 21 日；

注：港股上市公司股价为港币，A 股上市公司股价为人民币

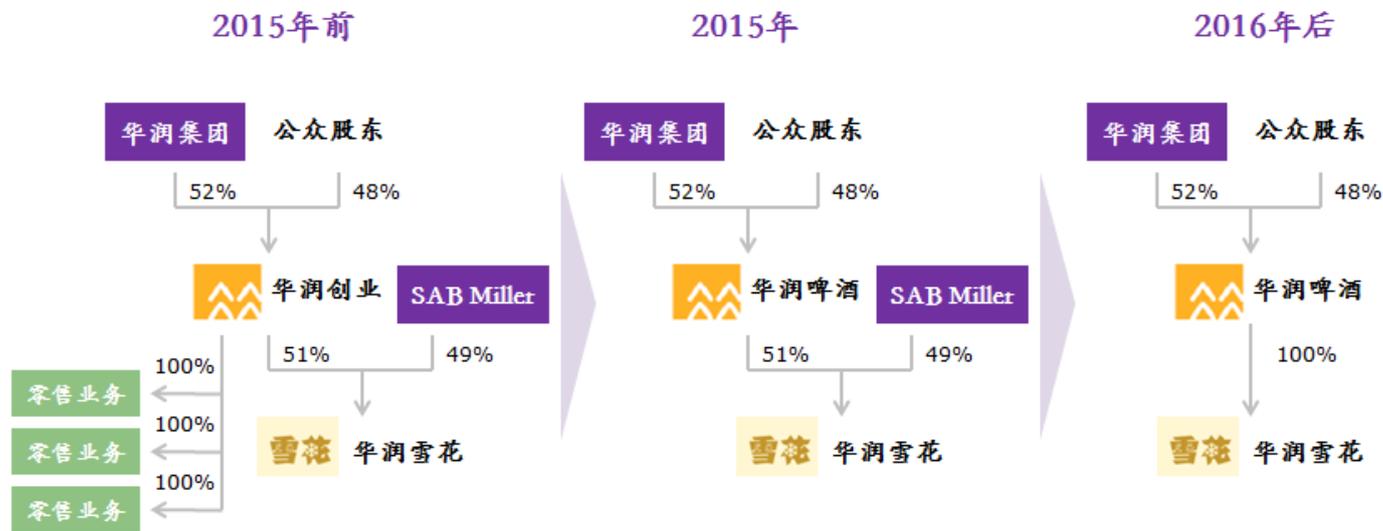
3.1、华润啤酒（0291.HK）：行业龙头，业绩提升潜力最大

3.1.1、中国啤酒行业领导品牌

公司前身为与沈阳啤酒厂合资成立的沈阳华润雪花啤酒有限公司，通过多年发展已经成为我国啤酒行业的旗帜性品牌。2006 年公司即已成为市占率第一并保持至今，旗下“雪花”啤酒自 2008 年始成为全球销量第一的啤酒单品。

控股股东为华润集团，是实力雄厚的多元化经营央企。2015 年 8 月，公司股东特别大会决定以 300 亿港币出售全部非啤酒业务予母集团，10 月公司更名为“华润啤酒”（前称为“华润创业”）。2016 年，公司宣布以 16 亿美元价格收购 SAB Miller 持有的华润雪花 49% 股权。至此，华润雪花成为公司全资子公司。

图 46：华润啤酒股权结构变化

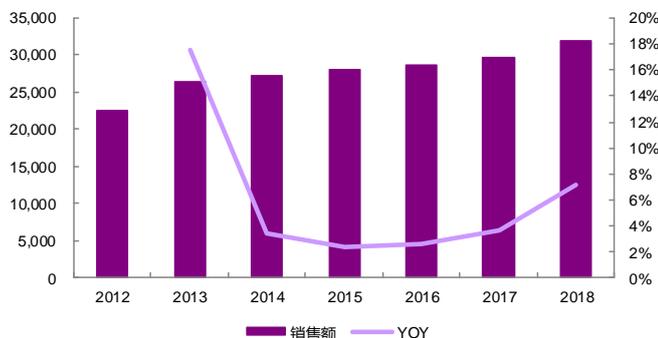


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2018 年公司营收 318.7 亿元(7.2%yoy), 净利润 9.9 亿元(-16.9%yoy), 净利润率 3.1%, EBITDA 率 15.8%, 年销量 11.3 百万千升。公司 ASP 尽管持续攀升 (2018:2824 元/吨), 但仍然处于行业低位, 主要缘由产品以经济型拉格啤酒为主 (其中雪花啤酒占比超过 90%)。但中高档增长迅速, 2018 年增速达 20%, 目前销售占比逾 50%。

公司在业务扩张时期施行较为激进的自建和并购策略, 近年加速产能优化清理, 目前产能分布在 24 个省市 78 家工厂中, 年产能 21 百万千升。2018 年产能利用率约 54%, 在自身发展历史和同业比较中均处于较低水平。

图 47：华润啤酒销售额 (百万人民币)



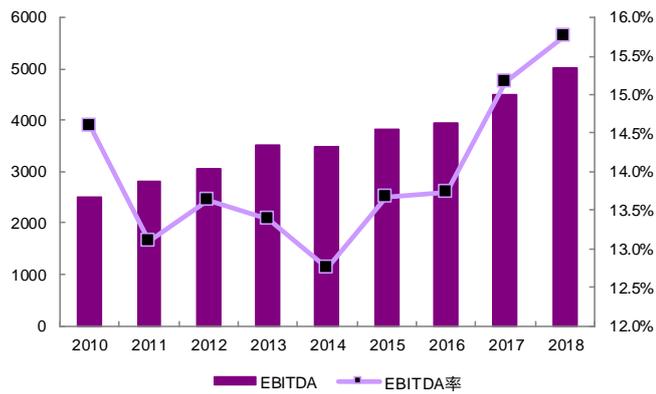
资料来源：公司公告

图 48：华润啤酒销量及 ASP



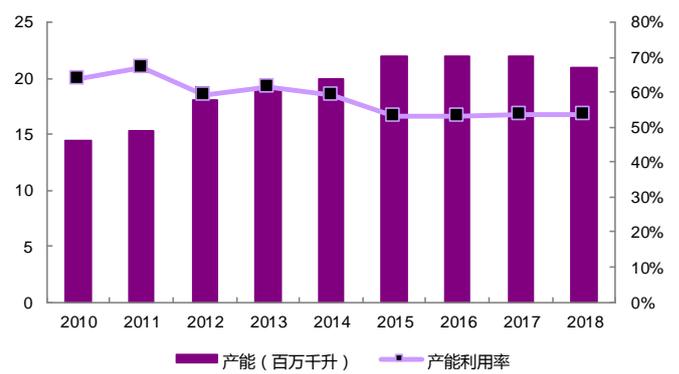
资料来源：公司公告

图 49：华润啤酒 EBITDA (百万人民币)



资料来源：公司公告

图 50：华润啤酒产能利用率



资料来源：公司公告

表 10：华润啤酒厂房分布 (2018 年)

No.	省/市	厂房数目	No.	省/市	厂房数目
1	黑龙江	4	13	浙江	5
2	吉林	2	14	福建	1
3	辽宁	9	15	广东	4
4	天津	2	16	湖南	1
5	河北	2	17	贵州	4
6	山西	2	18	四川	10
7	山东	3	19	西藏	1
8	江苏	5	20	甘肃	1
9	上海	1	21	内蒙	3
10	安徽	7	22	宁夏	1
11	河南	3	23	陕西	1
12	湖北	5	24	广西	1

资料来源：公司公告

3.1.2、管理层能力突出，战略清晰

杰出而稳定的管理团队是华润啤酒最为核心的竞争力。公司最新一届管理层已于2016年4月任命。新的管理团队以侯孝海先生为核心，年富力强。皆出身于一线团队，实战经验丰富，同时在华润多年，对于行业和公司本身具备较为深刻的洞察力。

表 11：华润雪花核心管理团队（2016 年 4 月委任）

职务	姓名	年龄	经历
总经理	侯孝海	49 岁	2016 年 3 月总经理； 2007 年 12 月-2010 年 12 月销售发展总监及市场总监； 2009 年 1 月-2016 年 2 月贵州分公司总经理及总经理助理兼总部营销中心总经理、四川分公司总经理； 2001 年加入华润集团
常务副总经理	于舒天		曾任辽宁区域公司总经理
副总经理	徐辉		曾任安徽大区公司总经理
副总经理	李季		曾任甘肃区域公司总经理

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

我们整理了公司主要管理层的内部谈话内容。其所发布的战略清晰且一脉相承，同时令一线员工容易理解及记忆。而成体系的方法论客观详实，可操作性强。这能够反映出管理层较为成熟卓越的管理水平。

表 12：华润啤酒主要战略及内容

定位和愿景	雪花啤酒应成为行业领袖，引领行业发展； 建设成为国际一流的啤酒公司
管理主题	有质量增长、转型升级、创新发展
“大决战”蓝图	<ul style="list-style-type: none"> “品牌群、品牌力”是决战制胜的首要战场 “高档及以上细分的份额和地位”将决定未来的阵地在谁手中 建设“有独特竞争力的渠道”是竞争的关键 更多“有质量的根据地”是决胜的基础 富有产能集中的“大工厂布局 and 全球领先的生产效率”，是行业群雄逐鹿的有力武器 拥抱互联网和信息化，建立“互联网营销模式和高水平信息化平台”，为企业发展插上腾飞的翅膀 强大的“企业文化和团队建设”，是战胜一切的根本力量
2018 安徽六安策略会主题	过坎补短
三增	高档增长、中心城市和洼地份额增长、华东市场增长
两减	提质增效、减值增利
一优	优化产能
六补	品牌建设、渠道改造、运营效率、精益销售、互联网营销和信息化水平、企业文化
品牌重塑	
三个能力提升	组织能力提升、品牌管理能力提升、人员能力提升
人才建设	三三二二
三个一把手	区域总经理、营销总经理和大区经理
三个驱动轮	营销中心：销售财务、销售运营和销售管理

两个助推器	销售市场和销售人力资源
两只队伍	雪花业务队伍和经销商队伍
渠道建设	CDDS
C 渠道模式	五化：专营化、片区化、扁平化、专业化、优质化
D 分销模式	渠道分销模式、辅助管理模式、拓展分销模式、深度分销模式
D 渠道经营模式	车销、业务拜访、电话汇货等模式的运用和考核
S 业务人员工作模式	业务人员的角色定位、能力培养和考核指导

资料来源：行业资料，光大证券研究所整理

3.1.3、市场整合实力之出色已被证明

3.1.3.1 全球啤酒行业最具实力的并购者之一

在行业整合期，公司抓住市场机遇，通过并购迅速壮大了自身实力。通过梳理公司和行业的并购事件，可以发现 1) 公司始终具备旺盛的并购欲望；2) 公司在产业核心资产的争夺中获胜概率高；3) 公司往往能够实现较为合理的交易对价。

展望未来，公司的并购实力依然能够带来诸多正面影响：

- 公司拥有优秀的并购操盘团队和积极的并购欲望，仍将是中国啤酒行业未来并购整合的主要领导者和最大受益者之一；
- 扎实深厚的控股股东背景（华润集团）将为公司的潜在并购带来资源和财务支持，将为公司运营效率带来提升可能；
- 合理的并购价格为当前公司资产优化打下良好基础。

表 13：华润啤酒并购价格同业比较

时间	收购方	被收购方	被收购方产能 (万千升/年)	交易价格	单位产能价格 (万元/万千升)
2001 年 10 月	华润啤酒	蓝剑啤酒 62%	90	500mnHKD	714
2004 年 3 月	华润啤酒	浙江钱啤集团 70%	49	35mnUSD	844
2004 年 5 月	华润啤酒	龙津啤酒	28	280mnRMB	1,000
2004 年 9 月	华润啤酒	澳洲狮王啤酒	52	71mnUSD	1,120
2005 年 4 月	华润啤酒	阜阳雪帝啤酒	14	125mnRMB	893
2006 年 2 月	华润啤酒	泉州清源啤酒	10	72mnRMB	720
2006 年 7 月	华润啤酒	浙江银燕	19	338mnRMB	1,779
2006 年 7 月	华润啤酒	安徽淮北项王啤酒	9	81mnRMB	900
2006 年 12 月	华润啤酒	山西月山啤酒	15	159mnRMB	1,060
2006 年 12 月	华润啤酒	内蒙古蒙原啤酒	5	37mnRMB	740
2009 年 2 月	华润啤酒	安徽天柱啤酒、辽宁松林啤酒	38	749mnRMB	1,971
2009 年 3 月	华润啤酒	琥珀啤酒 90%	27	285mnRMB	1,188
2010 年 11 月	华润啤酒	西湖啤酒 45%	51	268mnRMB	1,165
2011 年 1 月	华润啤酒	奥克啤酒	29	300mnRMB	1,034
2011 年 2 月	华润啤酒	西湖啤酒 55%	51	300mnRMB	1,071
2011 年 7 月	华润啤酒	商丘蓝牌啤酒	15	27mnRMB	180
2013 年 5 月	华润啤酒	金威啤酒	145	6643mnHKD	3,665
2016 年 3 月	华润啤酒	雪花啤酒 49%	2200	12440mnHKD	452

2008年11月	青岛啤酒	烟台啤酒 39%	31	214mnRMB	1,783
2009年1月	朝日啤酒	青岛啤酒 19.99%	700	667mnUSD	3,240
2010年6月	嘉士伯	重庆啤酒 12.25%	131	2385mnRMB	14,906
2010年8月	燕京啤酒	河南月山啤酒	40	227mnRMB	568
2010年12月	青岛啤酒	山东新银麦啤酒	55	1873mnRMB	3,405
2011年3月	百威英博	河南维雪啤酒	50	500mnRMB	1,000
2013年3月	嘉士伯	重庆啤酒 30.29%	396	2932mnRMB	2,443
2013年8月	百威英博	吉林金士百	50	3800mnRMB	7,600
2017年12月	复星国际	青岛啤酒 18%	1200	6614mnHKD	2,511

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理

表 14： 国际啤酒市场重要并购事件

时间	收购方	被收购方	交易价格 (mnUSD)	EV/EBITDA
2011年4月	麒麟集团	巴西 Schincariol	2600	17.8x
2014年1月	百威英博	韩国 Oriental 啤酒	5800	11.6x
2015年4月	麒麟集团	缅甸啤酒	600	15.0x
2015年10月	百威英博	SABMiller	104400	15.4x
2015年11月	Molson Coors	Miller Coors 58%	12000	9.2x
2016年3月	华润啤酒	华润雪花 49%	1600	5.7x
2016年12月	朝日集团	SABMiller 中东欧啤酒品牌	7800	15.0x

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

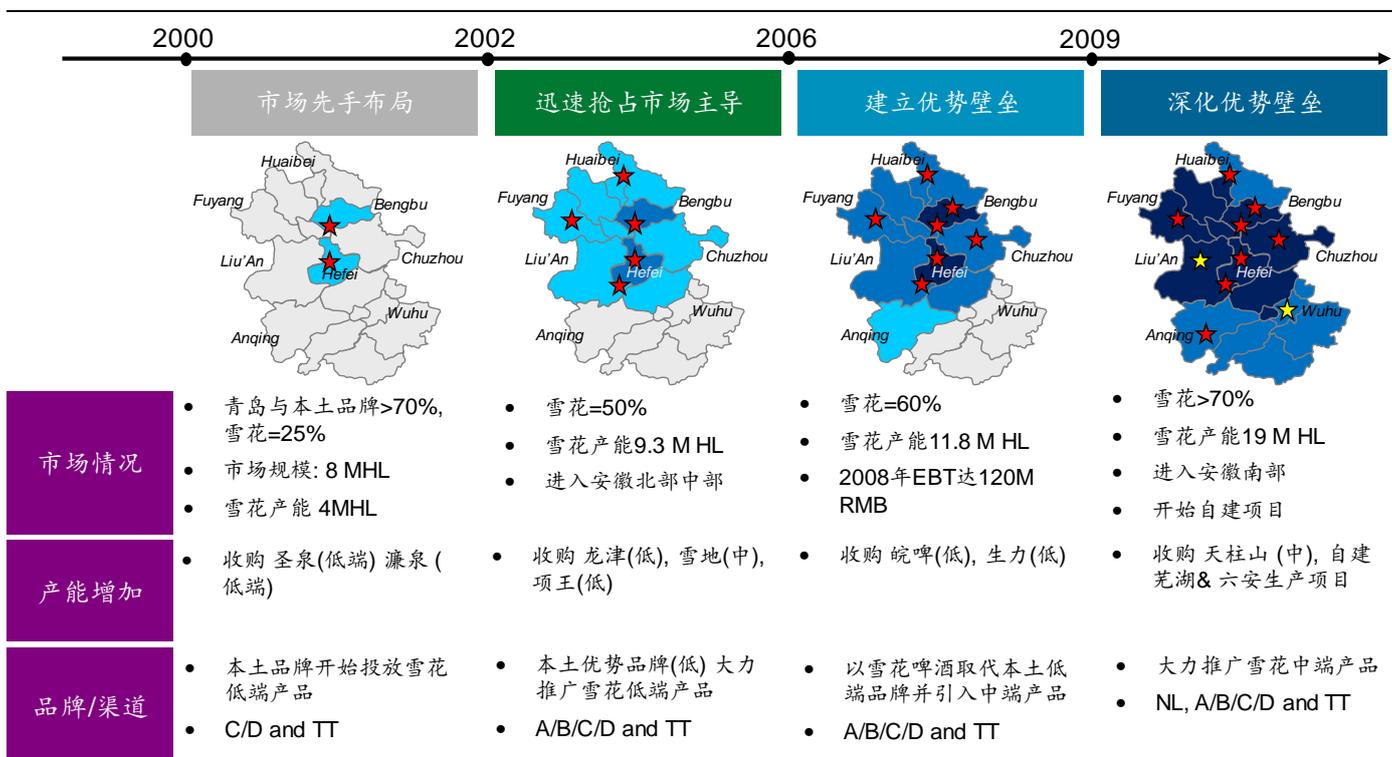
2018年8月，公司与喜力集团达成长期战略合作，拥有喜力品牌在中国地区的独家许可权。今年4月底公司正式完成收购喜力中国地区（大陆、港澳）的全部业务，对价约23.5亿港元。喜力定位中高端，旗下品牌包括主品牌喜力、高端啤酒虎牌、精酿啤酒埃弗亨等，目前在中国拥有广东、海南、浙江三家工厂，产能合计约40万吨。该合作再次佐证公司的并购实力，两者在产品和渠道优势上将进行交叉互补，有效补强公司中高端产品空白。

3.1.3.2 富有战斗力的市场份额争夺者

经过多年经营，公司从一方诸侯迅速成长为全国市场份额第一的领导者，市占率从2005年的13.0%扩大至2016年的25.6%，且仍在不断成长。目前华润啤酒拥有行业厂商中数量最多（7个省份）和销量最大（约10亿千万千升）的优势市场，同时在其余市场皆拥有不俗的市占率地位，存在优势市场继续增长的较大概率。

华润啤酒的进攻风格富有特色，资本实力和运营能力优势叠加给予防守者极大压力。我们以安徽市场为例，华润啤酒通过10年经营完成了空白市场到优势市场的地位转变。

图 51：华润雪花占领安徽市场过程

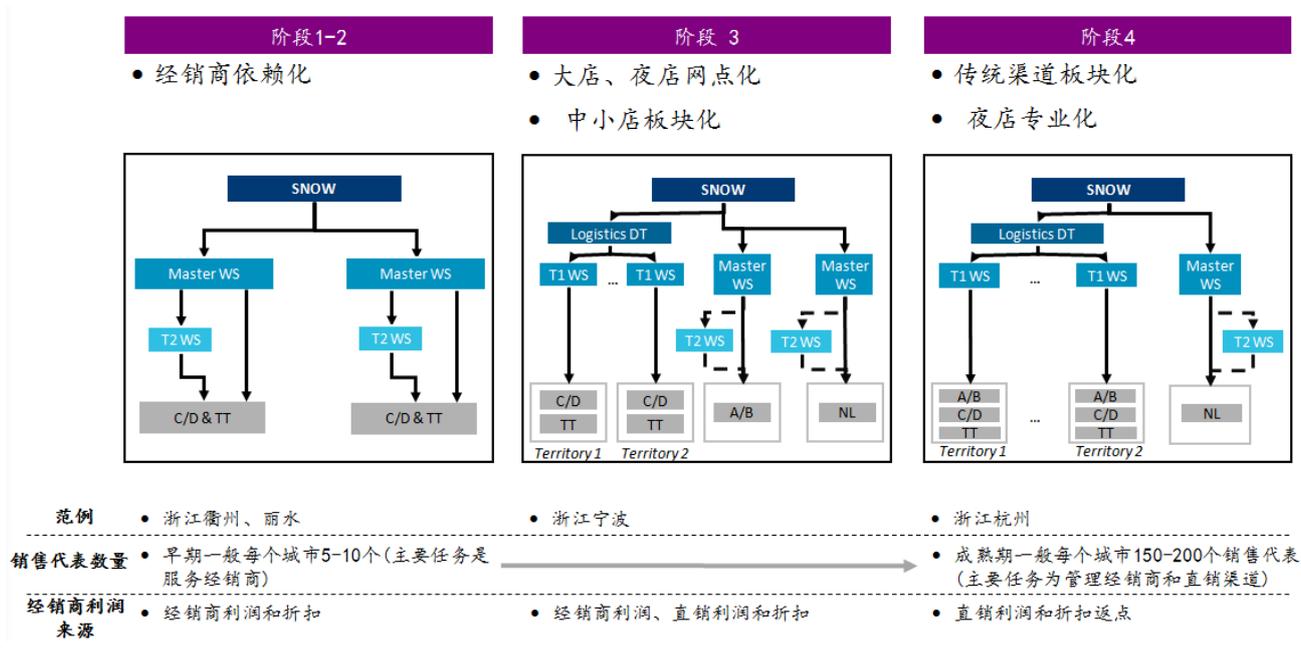


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

- 先手布局：通过并购中小啤酒厂商完成先手。依靠本地品牌影响力和渠道资源开始投放雪花产品，努力在低线渠道站稳脚跟；
- 迅速发展：摸清市场情况后，迅速收购具备较大影响力的本地厂商并自建产能，并投放销售团队扩大主流渠道渗透，在短时间内完成对区域市场的控盘；
- 建筑壁垒：凭借优势形成对剩余对抗力量的围剿，以较高的议价能力收购优质本地资产，并通过本地渠道投放雪花产品扩大雪花品牌在当地的影响力；
- 深化优势：主要依靠自建完成区域产能的整体布局，精耕渠道网络增强控制力和排他性，大力推广雪花品牌并提升产品结构，逐渐清除地方品牌产品。

华润啤酒渠道策略采取深度分销模式,其渠道建设以 CDDS(参考表 11)完成 5 化改造,即专营化、片区化、扁平化、专业化、优质化。我们以浙江市场为例简要描述了其改造过程。

图 52：华润深度分销模式改造过程（以浙江市场为例）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

改造后的渠道网络能够大幅提升华润啤酒在区域市场的垄断能力。

- 逆转品牌和渠道议价能力，有效精简市场投放费用；
- 经销商利润依然丰厚，品牌在地方影响力的提升亦提高了经销商的参与意愿，保证了渠道的忠诚度；
- 渠道的排他性和统治力有利于提价动作的开展和产品结构升级；

我们认为，华润啤酒运营团队的战斗力依然能够为公司带来市占率的不断提升，同时对竞争对手的优势市场形成持续威胁。这意味着华润啤酒拥有行业中市场整合，费用缩减的最大成功可能。

3.1.4、投资建议

关键假设：公司围绕高端化战略，自有品牌升级放量，叠加喜力旗下中高档品牌矩阵，将有效促进公司量价齐升。我们预计 2019-2021 年华润啤酒销售额整体增速分别为 9.0%、7.8%、6.7%，其中中高档产品销售额增速分别为 17.6%、13.4%、10.3%，而主流产品销售额增速分别为-1.3%、-0.1%、0.9%。19 年原材料成本预计温和上涨，而公司作为行业龙头，具备一定提价能力，在产品整体吨价持续提升的情况下，我们认为原材料成本压力可控，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 36.4%、37.4%、38.5%。

表 15：华润啤酒收入拆分及盈利预测

(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售额	29,732	31,867	34,725	37,440	39,942
YOY	3.6%	7.2%	9.0%	7.8%	6.7%
中高档	14,365	17,313	20,360	23,088	25,455
YOY	11.5%	20.5%	17.6%	13.4%	10.3%
主流	15,490	14,554	14,365	14,352	14,487
YOY	-2.0%	-6.0%	-1.3%	-0.1%	0.9%
销售量/千吨	11,819	11,285	11,151	11,232	11,227
YOY	0.9%	-4.5%	-1.2%	0.7%	0.0%
中高档	4,713	4,939	5,186	5,446	5,718
YOY	11.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
主流	7,338	6,346	5,965	5,786	5,670
YOY	-2.0%	-13.5%	-6.0%	-3.0%	-2.0%
ASP/L	2.516	2.824	3.11	3.33	3.56
YOY	2.7%	12.3%	10.3%	7.0%	6.7%
中高档	3,048	3,505	3,926	4,240	4,452
YOY	0.0%	15.0%	12.0%	8.0%	5.0%
主流	2,111	2,294	2,408	2,481	2,555
YOY	0.0%	8.7%	5.0%	3.0%	3.0%
销售额占比					
中高档	48.3%	54.3%	58.6%	61.7%	63.7%
主流	51.7%	45.7%	41.4%	38.3%	36.3%
销售量占比					
中高档	39.9%	43.8%	46.5%	48.5%	50.9%
主流	60.1%	56.2%	53.5%	51.5%	49.1%
生产成本	-19,680	-20,697	-22,095	-23,444	-24,564
毛利率	33.8%	35.1%	36.4%	37.4%	38.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据营收拆分和假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润为 20/31/39 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.62/0.96/1.21 元人民币。华润啤酒的综合竞争力突出，体制机制完善，团队战斗力强，始终是市场份额的有力争夺者。与喜力的联姻将有效补充公司在中高端市场的竞争砝码，将受益于中高端市场高景气度的行业趋势。我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=8.80\%$) 给予目标价 41.30 港元，对应 19 年 58x PE/22.7x EV/EBITDA。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：市场竞争恶化；原材料成本上升；业务整合逊于预期

表 16: 华润啤酒模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.30%
Rm-Rf	8.00%
β (β levered)	0.70
Ke(levered)	8.90%
税率	25.00%
Kd	6.00%
Ve	-
Vd	713
目标资本结构 D/D+E	3.41%
WACC	8.80%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 华润啤酒 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	13,274	11.49%
第二阶段	34,954	30.26%
第三阶段 (终值)	67,295	58.25%
企业价值 AEV	115,524	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1,826	1.58%
减: 少数股东权益 (市值)	62	-0.05%
减: 债务价值	713	-0.62%
总股本价值	116,575	100.91%
流通股本 (百万股)	3,244	
每股价值 (元)	35.93	
每股价值 (港元)	41.30	
PE (2019E)	58	

资料来源: 光大证券研究所预测, 港币对人民币汇率取 0.87

表 18: 华润啤酒业绩预测和估值指标

(人民币 百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,732	31,867	34,725	37,440	39,942
营业收入增长率	3.6%	7.2%	9.0%	7.8%	6.7%
净利润	1,175	977	2,001	3,122	3,911
净利润率	4.0%	3.1%	5.8%	8.3%	9.8%
EPS (元人民币)	0.36	0.30	0.62	0.96	1.21
ROE	6.4%	5.2%	9.6%	13.0%	14.0%
EV/EBITDA	25.2	22.4	18.9	15.8	13.3
P/E	80	96	47	30	24
P/B	5.1	5.0	4.5	3.9	3.4

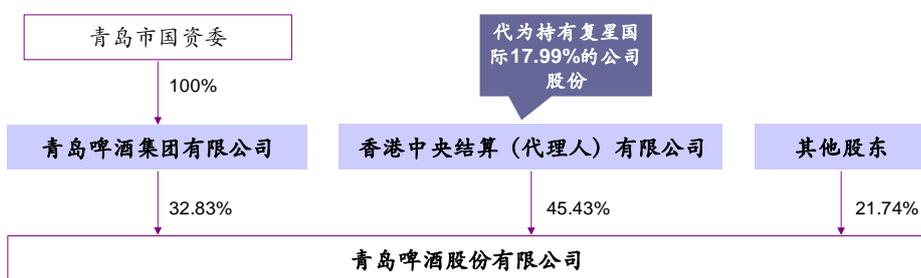
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 05 月 21 日

3.2、青岛啤酒（600600.SH/0168.HK）：业绩改善具备超预期潜力

青岛啤酒成立于 1993 年并于同年先后在港交所和上交所上市。公司主营啤酒制造及销售，经验丰富、品牌力强，其最早历史可追溯至 1903 年。2017 年，公司产品在国内市占率约 18%（按销量计），排名稳居第二。

公司控股股东为青岛啤酒集团有限公司，截至 2018 年底持有公司股份 32.83%，实际控制人为青岛市国资委。2017 年底，公司彼时第二大股东朝日集团将其所持有的 19.99% 公司 H 股股份转让予复星国际（17.99%）及青啤集团子公司鑫海盛（1.99%），作价每股 27.22 港元。2018 年 3 月股权转让交易完成，复星国际成为公司第二大股东。

图 53：青岛啤酒股权架构图

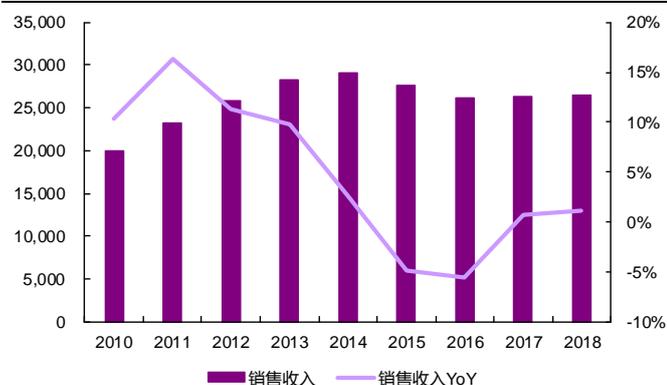


资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2018 年底）

2018 年，公司实现收入约 265.8 亿元（1.1%YoY，调整市场助销投入后可比口径 5.2%YoY），其中啤酒业务收入达 262.3 亿元（1.0%YoY），全年啤酒销量 803 万千升（0.8%YoY），吨价约 3267 元/千升，与上一年基本持平，考虑市场助销费用冲减营收，年内吨价约有低单位数涨幅。18 年公司实现归母净利润 14.2 亿元（12.6%YoY）。2019 年一季度，公司业绩进一步提升，实现收入 79.5 亿元（11.4%YoY），归母净利润 8.1 亿元（21.0%YoY）。

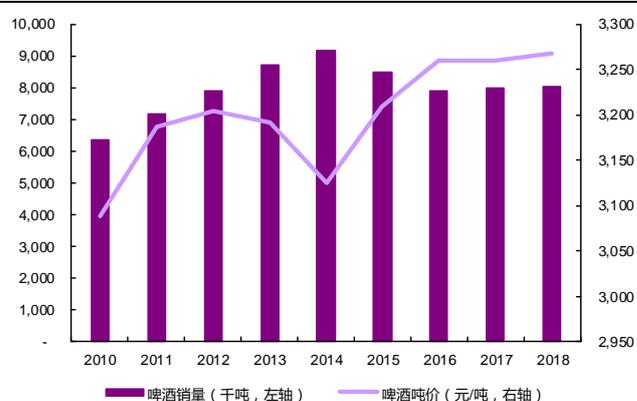
截至 2018 年底，公司在国内拥有 62 家全资和控股的啤酒生产企业，设计产能 1408 万千升，实际产能 987 万千升，产能利用率 77.7%。

图 54：青岛啤酒收入及增速（百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 55：青岛啤酒销量及 ASP



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.1、开启产能梳理，费用优化及规模效益可期

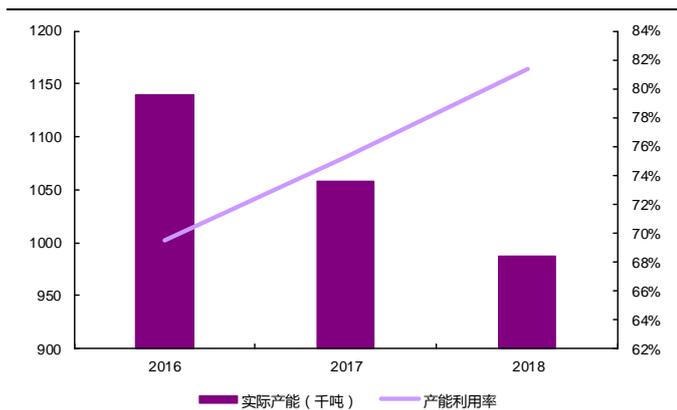
过往公司通过并购组建庞大生产网络，受累于冗余产能造成的利用率低下，公司 18 年起开始关厂动作，年内关闭上海杨浦、安徽芜湖 2 家工厂，计提固定资产减值损失约 1.5 亿元、产生职工安置费用约 0.5 亿元，拖累公司整体利润率约 0.7ppt。截至 18 年底，公司设计产能/实际产能分别为 1408/987 万千升，较 17 年缩减 5.0%/6.7%，实际产能利用率提升至 77.7%（2017 年 71.5%）。18 年公司实现毛利 100.2 亿元（-6.0%YoY），毛利率约 37.7%（-2.9ppt），可比口径下降幅缩窄至 0.5ppt，经营利润率由 17 年的 7.6% 提升至 8.9%。配合产品的高端化趋势和效率提升，公司将把握降税良机，在未来 5 年内持续清理产能，长期可释放更多利润空间。

表 19：青岛啤酒关停及出售酒厂情况

年份	出售年份	酒厂位置	分/子公司名称	取得方式	持股比例
2018	未定	上海杨浦	青岛啤酒上海杨浦有限公司	设立或投资	直接持股 17.42%，间接持股 82.58%。
	未定	芜湖	青岛啤酒芜湖有限公司	设立或投资	直接持股 89.04%，间接持股 10.96%。

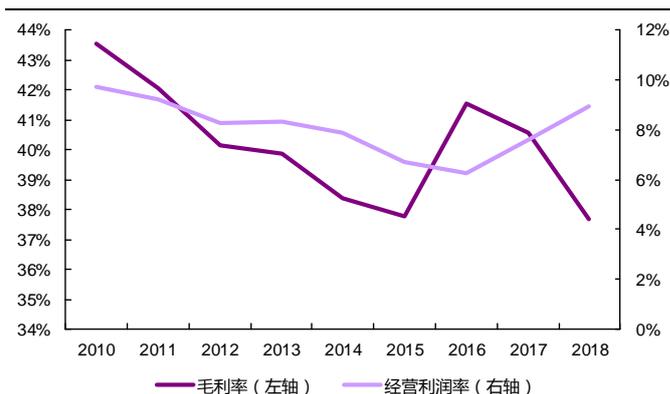
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 56：青岛啤酒产能及利用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 57：青岛啤酒利润率趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.2、优势区域持续渗透，潜力市场因地制宜进行扩展

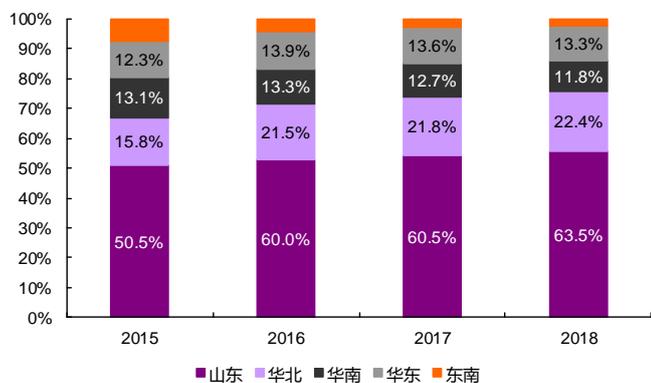
山东地区为公司最主要销售市场，2018 年贡献收入约 57% 且占比逐年提升；华北市场作为第二大收入贡献区域，18 年占比约 20%。公司在该等地区营收稳步增长，且毛利率可观，18 年山东/华北销售量价齐升，其中销售吨价分别达 3319/3293 元/千升。

另一方面，公司在华南区域受大区管理层变动及激烈竞争影响，18 年区域市场整体销售同比降幅达 13.7% 且涨价乏力；此外，相对割据的市场环境导致南部及华东区域的销售费用率高企、经营利润率仍偏低。未来通过优化区域市场产品结构、理性规划费用投放等控费手段，该等市场的利润率有望提升。

公司目前营销模式仍然采用“大客户+微观运营”，在加强公司自身对区域市场的渗透力同时亦关注经销商的终端资源。可以看到，微观运营模式

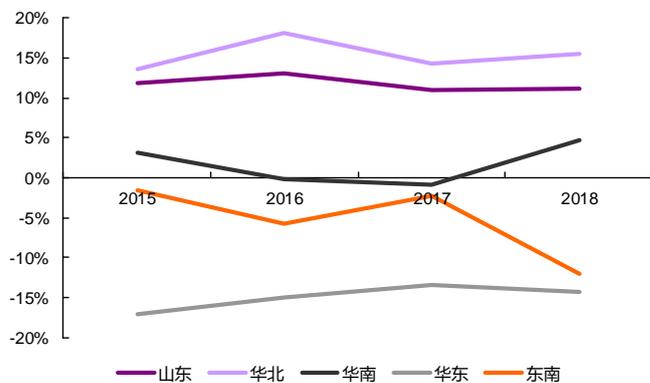
下公司拥有较多一线业务人员，18年其销售人员人数占比达29.6%，仍处于行业高位。这一定程度上保证了公司对终端的把控和推进，但也使得提质控费的进展相对缓慢。我们认为公司在持续探索和优化其营销模式上积累经验，其成效有待后续观察。

图 58：青岛啤酒区域市场销售量占比



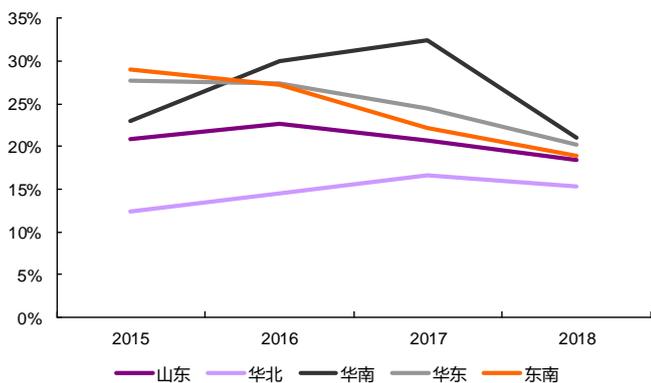
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 59：青岛啤酒区域市场经营利润率趋势



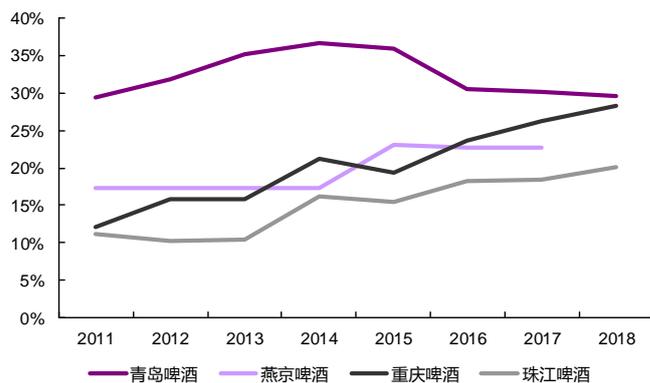
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 60：青岛啤酒区域市场销售费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 61：青岛啤酒销售人员占比处于同业高位

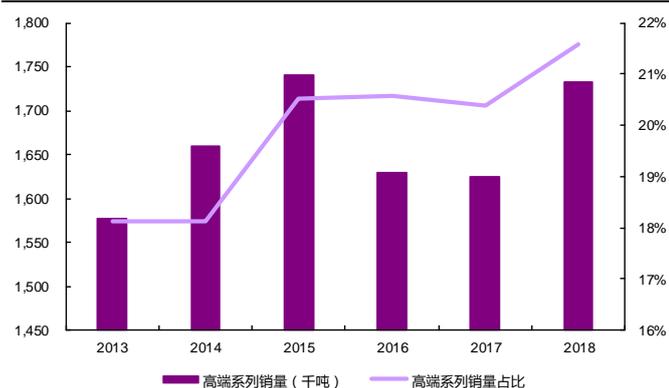


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.3、品牌力强劲，高端化趋势持续

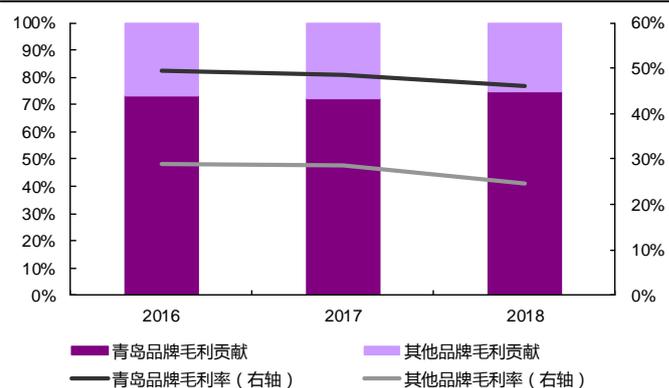
具体来说，品牌上维持“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”战略，产品上推出系列高端新品，包装上亦加快向罐装转型。公司的中高端系列主要由青岛啤酒品牌及特色品类（经典 1903、全麦白啤、原浆、皮尔森、青岛啤酒 IPA）组成，其中青岛啤酒 18 年实现销量 391.4 万千升（4.0%YoY），占比达 48.7%，吨价达 4122 元/千升，19 年一季度销量占比进一步提升至 54.2%；18 年高端产品实现销量 173.3 万千升（6.0%YoY）；而以崂山啤酒品牌为主的其他产品则针对大众市场，18 年吨价约为 2455 元/千升。未来高端产品占比的持续提升将进一步提高公司盈利水平。

图 62：青岛啤酒高端系列产品销量



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 63：青岛啤酒分品牌毛利贡献及毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2.4、投资建议

关键假设：我们认为公司将持续提升主品牌销量占比、加速新产品布局，同时战略性缩减低端品牌销售贡献，有效推升整体吨价及利润率。预计 2019-2021 年公司啤酒业务收入增速分别为 4.2%、4.4%、4.8%，毛利率分别为 38.4%、39.1%、39.9%。其中青岛品牌收入增速分别为 7.1%、7.6%、8.2%，毛利率分别为 46.5%、47.0%、47.5%。

表 20：青岛啤酒收入拆分及盈利预测

(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	26,277	26,575	27,669	28,884	30,247
啤酒业务	25,985	26,234	27,327	28,542	29,906
青岛品牌	15,699	16,119	17,263	18,579	20,094
其他品牌	10,286	10,115	10,064	9,963	9,813
其他业务	292	341	358	376	395
同比	0.7%	1.1%	4.2%	4.4%	4.8%
啤酒业务	0.6%	1.0%	4.2%	4.4%	4.8%
青岛品牌	-0.9%	2.7%	7.1%	7.6%	8.2%
其他品牌	3.1%	-1.7%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
其他业务	1.3%	16.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	40.5%	37.7%	38.4%	39.1%	39.9%
啤酒业务	40.6%	37.7%	38.4%	39.1%	40.0%
青岛品牌	48.5%	46.0%	46.5%	47.0%	47.5%
其他品牌	28.7%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
其他业务毛利率	32.9%	37.7%	37.7%	37.7%	37.7%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

根据营收拆分和假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 17/21/24 亿元，对应 EPS 分别为 1.26/1.53/1.76 元人民币。

青岛啤酒公司内部正发生积极变化，且品牌势能较强，预计将显著受益于行业中高端快速发展趋势。由于 A/H 市场差异性，我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=10.59\%$) 得到公司 A 股目标价 65.38 元，对应 19 年 52x PE/18.8x EV/EBITDA。A 股首次覆盖，给予“买入”评级。

我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=11.16\%$) 得到公司 H 股目标价 69.98 港币，对应 19 年 48x PE/19.5x EV/EBITDA。H 股首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上升

表 21：青岛啤酒 A/H 股 FCFF 估值

H 股关键假设		A 股关键假设	
WACC	11.16%	WACC	10.59%
长期增长率	2.00%	长期增长率	2.00%
FCFF 估值 (人民币百万)		FCFF 估值 (人民币百万)	
第一阶段	9,272	第一阶段	9,400
第二阶段	23,753	第二阶段	24,906
第三阶段 (终值)	35,158	第三阶段 (终值)	39,963
企业价值 AEV	68,183	企业价值 AEV	74,268
加：非经营性净资产价值	15,864	加：非经营性净资产价值	15,864
减：少数股东权益	1,511	减：少数股东权益	1,511
减：债务价值	290	减：债务价值	290
总股本价值	82,246	总股本价值	88,331
股本 (百万股)	1,351	股本 (百万股)	1,351
每股价值 (港币)	69.98	每股价值 (人民币)	65.38

资料来源：光大证券研究所预测，港币对人民币汇率为 0.87

表 22：青岛啤酒业绩预测和估值指标

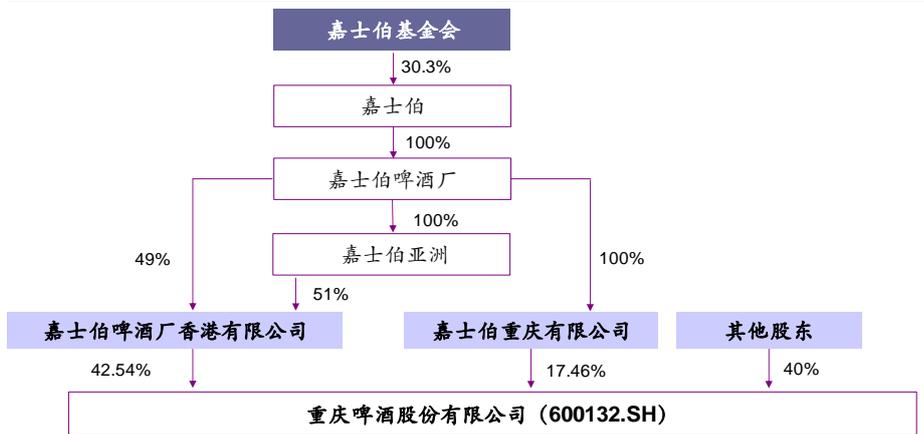
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	26,277	26,575	27,686	28,918	30,301
营业收入增长率	0.65%	1.13%	4.18%	4.45%	4.78%
净利润 (百万元)	1,263	1,422	1,705	2,067	2,373
净利润增长率	21.04%	12.60%	19.86%	21.26%	14.81%
EPS (元)	0.93	1.05	1.26	1.53	1.76
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.37%	7.91%	9.05%	10.30%	11.07%
P/E (A 股)	55	49	41	34	29
P/E (H 股)	45	40	34	28	24
EV/EBITDA	20.1	18.0	16.0	13.9	12.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 21 日，港币对人民币汇率为 0.87

3.3、重庆啤酒（600132.SH）：行业利润率标杆企业

公司创建于1958年，前身为重庆啤酒厂，经过多年发展现为中国领先啤酒产销企业。2013年，丹麦嘉士伯集团经过多年增持，以60%的持股比例成为公司第一大股东，公司由此正式成为嘉士伯集团成员。

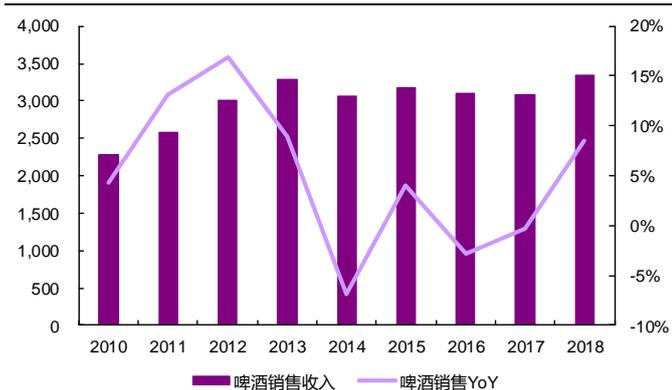
图 64：重庆啤酒股权架构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至2018年年报）

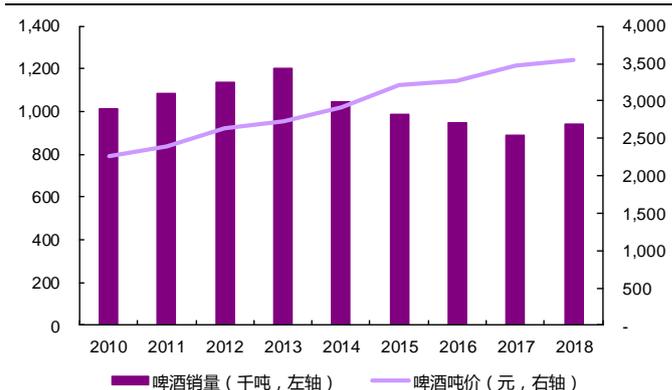
2018年公司实现总收入34.7亿元(9.2%YoY)，其中啤酒业务收入33.5亿元(8.5%YoY)，贡献营收96.5%，实现啤酒销量94.4万千升，吨价3544元/千升。2018年营业利润4.8亿元(43.7%YoY)，营业利润率13.9%，全年归母净利润达4.0亿元(22.6%YoY)，净利润率12.1%。19年一季度公司收入8.3亿元(2.5%YoY)，实现归母净利润8,568.1万元(13.4YoY)；一季度啤酒销量达22.5万千升(5.0%YoY)。

图 65：重庆啤酒收入及增速（百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 66：重庆啤酒销量及吨价



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司销售市场覆盖西南、华中、华北、西北等区域，其中西南市场为公司优势市场，2018年重庆/四川分别贡献啤酒业务收入的75.6%/16.8%。公司目前有15个生产基地，分布于重庆、四川、湖南等地，2018年实际产能达103.1万千升，产能利用率79.1%。

表 23：2018 年重庆啤酒自有产能布局（万千升）

主要工厂名称	设计产能	实际产能
重庆啤酒股份有限公司新区分公司	28	17.0
重庆啤酒股份有限公司北部新区分公司	40	31.0
重庆啤酒股份有限公司六厂	18	10.0
重庆啤酒股份有限公司九厂	18	6.0
重庆嘉威啤酒有限公司	23	13.1
重庆嘉酿啤酒有限公司石柱分公司	10	4.0
重庆啤酒集团成都勃克啤酒有限公司	10	8.0
重庆啤酒宜宾有限责任公司	20	8.0
湖南重庆啤酒国人有限责任公司	12	6.0
总产能	179	103.1
重庆	137	81.1
四川	30	16.0
湖南	12	6.0
产量 (2018)		81.5
产能利用率		79.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3.1、嘉士伯全面掌权，推进高端化发展策略

2013 年底收购案完成后，2014 年起公司由嘉士伯全面掌权，带来一系列变革：组织架构职业经理人化，考核指标以利润为导向，且嘉士伯承诺于 2020 年底导入其部分资产。在产品方面，公司策略明确为稳定基地市场，并发力高端组合渗透空白区域。

➤ 利润导向评估公司生产及渠道运营情况，具体表现为关闭冗余产能，对经销商考核以毛利润为主：

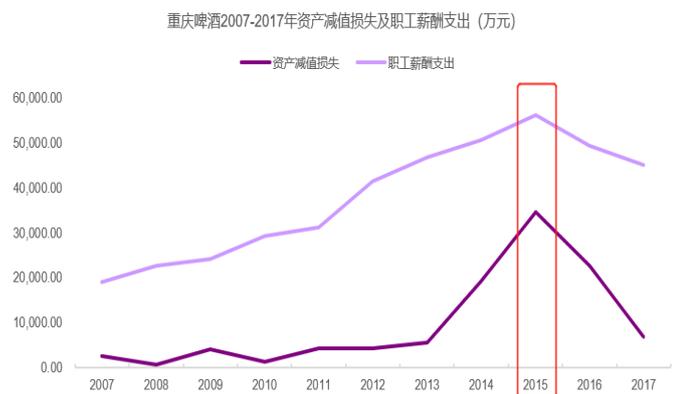
2015 年，面对行业增长放缓、产能过剩情况，公司决定通过关停冗余厂房优化产能布局，并清理非啤酒业务聚焦主业。2015/16 年，公司分别计提年度资产减值损失 3.5 亿元/2.3 亿元；于 15 年关停嘉酿碁江、柳州山城、安徽九华山、永川等多家分子公司、出售子公司重庆佳辰生物工程，于 16 年关停黔江、六盘水、亳州等分子公司，17 年注销子公司真正超市。目前公司资产减值高峰已过，对业绩影响逐渐平缓。

表 24：重庆啤酒关停及出售酒厂情况

关停年份	出售年份	酒厂位置	分/子公司名称	取得方式	持股比例
2015	未知	碁江	重庆嘉酿啤酒有限公司碁江分公司	非同一控制下企业合并	控股子公司重庆佳酿 51.42%
	2018	柳州	柳州山城啤酒有限责任公司	非同一控制下企业合并	重庆佳酿持股 100%
	2017	九华山	重庆啤酒安徽九华山有限公司	出资设立	100%
	不涉及出售	永川	永川分公司		
2016	不涉及出售	黔江	黔江分公司		
	2016	六盘水	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	非同一控制下企业合并	重庆佳酿持股 100%
	2017	亳州	重庆啤酒安徽亳州有限责任公司	出资设立	100%
2019	未定	常德	湖南重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司	出资设立	控股子公司国人啤酒 10.26%

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 67：重庆啤酒 07-17 年资产减值损失及职工薪酬



资料来源：Wind，光大证券研究所

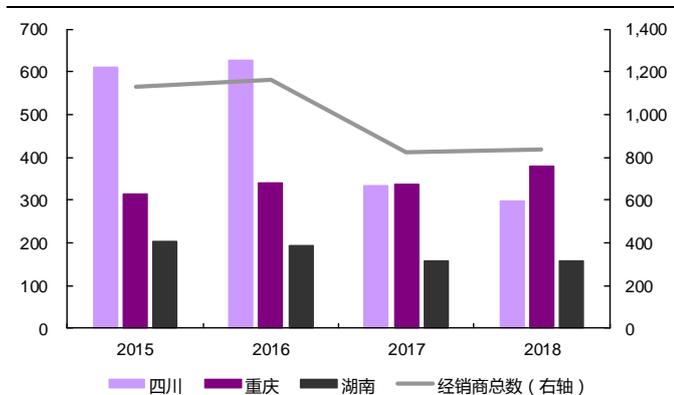
图 68：重庆啤酒 07-17 年净利率及净资产收益率变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

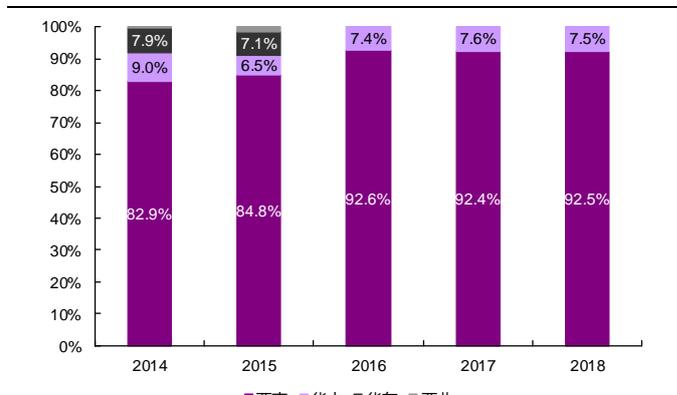
配合产能优化布局，公司进一步梳理经销商网络，将销售重点集中在重庆、四川、湖南三个区域。截至 2018 年底，公司共有经销商 835 家，年在重庆/四川/湖南区域的经销商数量分别净增加 43/37/2 家，经销网络清理亦逐渐步入平稳阶段。2018 年公司区域啤酒销售中，西南地区占比达 92.5%，其余来自华中地区。

图 69：重庆啤酒经销商数量 (个)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 70：重庆啤酒分区域销售额占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

➢ 积极推进高端化渗透，推广“乐堡+嘉士伯”组合，对经销商考核加入高端化产品配比：

公司以自有品牌“山城”及“重庆”，与母公司品牌组成完善的产品矩阵，针对全市场渗透力强。具体来说，公司目前拥有母公司旗下嘉士伯 (Carlsberg)、乐堡(Tuborg)、凯旋 1664 (Kronenbourg 1664) 等商标的生产和销售许可。公司的高端产品主要代表品牌包括嘉士伯系列、乐堡纯生及重庆纯生。2018 年，公司进一步理清产品组合，重点投资、打造中高档产品系列，针对盈利能力较弱的主流和低档产品进行缩减和升级。在经销商方

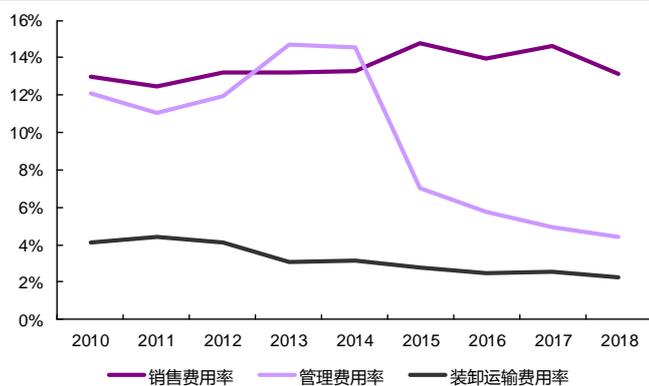
面，通过在 KPI 指标中加入中高端配售比，给予一定激励政策，从渠道上推动高端化产品的渗透。

此外，嘉士伯承诺在要约收购完成后的 4-7 年内，将其与公司存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入公司。目前嘉士伯在华相关资产包括嘉士伯啤酒（广东）、云南大理啤酒、昆明华狮啤酒及新疆乌苏啤酒等，年产能约 180 万吨。现距 2020 年底的承诺期限不足两年，预计嘉士伯将加快其资产梳理进度，期待未来可能的整合对公司业务的协同效应。

3.3.2、产能销售高度匹配，中高端占比提升，利润率行业领先

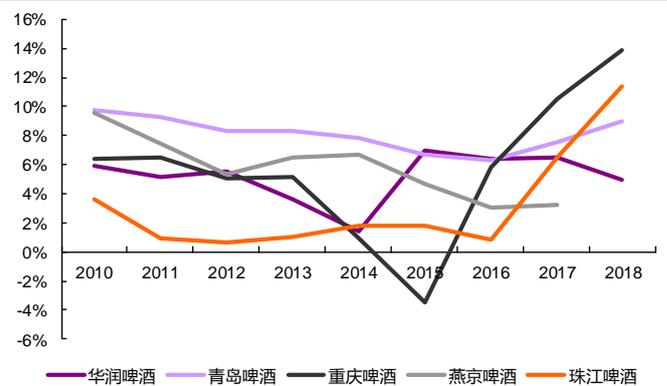
公司于重庆/四川/湖南地区的产能分别占到约 83%/12%/5%，相应的地区销售额占比为 78%/14%/8%，匹配情况较好。在精简产能后，公司仍将三地市场作为发展重心，以重庆区域作为样板市场。公司产品于重庆市占率超 80%，处于绝对优势。该等品牌地位能够减轻公司在宣传促销等费用投放上的压力，产能与销售的高度匹配也能缩减运输开支成本。可以看到，公司 18 年的营业利润率较 15 年低位显著提升约 20ppt，目前处于行业领先。

图 71：重庆啤酒费用率趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

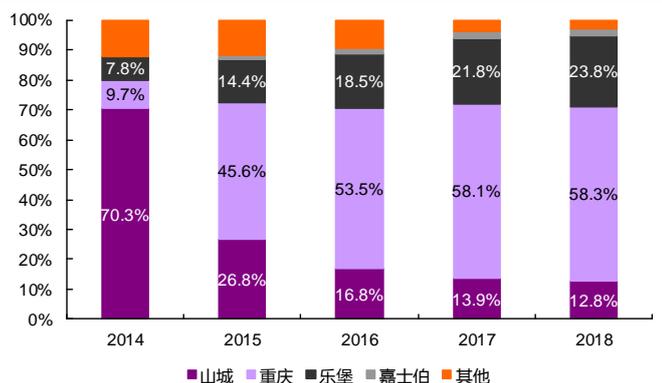
图 72：同业利润率比较



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

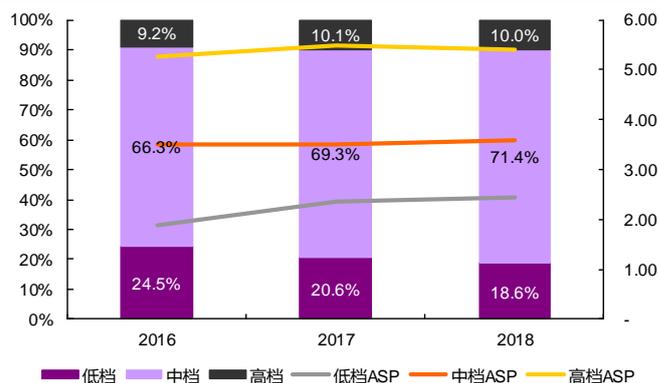
结构优化高效且成功，利润率仍有提升空间。2015 年前，公司产品结构以低端品牌“山城”为主，公司在年内快速提升中端品牌“重庆”系列的销售比重，实现产品结构优化，当年平均吨价达 3217 元/千升 (10.2%YoY)，充分展现公司在基地市场的绝对优势及高度执行力。同时，公司在高端品牌布局上由母集团产品加持，乐堡及嘉士伯销量占比持续提升。截至 2018 年底，公司高端产品销售额占比达到 15.2%。我们认为母公司在高端产品的形象优势和运营经验将继续助力产品渗透，为收入结构优化提供更多空间。

图 73：重庆啤酒分品牌销量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 74：重庆啤酒各档产品销量占比及 ASP (元/升)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

除了把握优势市场的领先地位，公司亦因地制宜，采取个性化策略筛选及发展区域市场。具体来说：在四川市场，公司结合当地旅游娱乐资源，针对重点城市进行突破。而湖南市场目前对手较多、竞争激烈，公司在现有市场范围内调整结构。针对环境较为恶劣的区域市场如安徽，当地吨酒价格较低，重庆啤酒不具备竞争优势，于是选择性调整产能关闭工厂。我们认为公司在拓展外地市场时的审慎态度和务实做法能够一定程度上保证拓展质量。

3.3.3、投资建议

关键假设：在公司深耕优势市场、梳理经销商网络的基础上，聚焦产品结构升级的努力将持续兑现。我们认为嘉士伯集团中高端产品线已积累相当认知度，而主品牌 19 年亦上市高端新品，有望进一步提升整体量价。我们预计 2019-2021 年公司啤酒销售收入增速分别为 6.6%、7.6%、7.6%，其中销量增速约 2.5%、2.0%、2.0%，吨价增速约 4.0%、5.5%、5.5%；得益于单价提升及成本管控，预计 2019-2021 年毛利率分别为 39.8%、40.0%、40.0%。

表 25：重庆啤酒收入拆分及盈利预测

(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,176	3,467	3,683	3,971	4,283
啤酒销售	3,083	3,346	3,567	3,839	4,131
其他业务	92.28	100	115	132	152
营收增速	-0.6%	9.2%	6.2%	7.8%	7.9%
啤酒销售	-0.3%	8.5%	6.6%	7.6%	7.6%
其他业务	-0.3%	8.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	39.3%	39.9%	40.4%	40.7%	40.7%
啤酒销售	38.9%	39.6%	39.8%	40.0%	40.0%
其他业务	55.6%	59.9%	59.9%	59.9%	59.9%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据营收拆分和假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 4.8/5.8/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.99/1.19/1.31 元人民币。重庆啤酒在嘉士伯加持下，中高档产品竞争力强，且内部整合进程行业领先，在当前竞争环境处于有利地位。我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=8.63\%$) 给予目标价 51.63 元，对应 19 年 52x PE/37.8x EV/EBITDA。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：市场竞争恶化，中高端产品竞争加剧；原材料成本上升；资产注入不达预期

表 26：重庆啤酒模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	0.70
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.63%
税率	12.65%
Kd	0.00%
Ve	21425.26
Vd	0
目标资本结构	0.00%
WACC	8.63%

资料来源：光大证券研究所预测

表 27：重庆啤酒 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2753.80	11.46%
第二阶段	6817.27	28.36%
第三阶段 (终值)	14467.78	60.19%
企业价值 AEV	24038.84	100.00%
加：非经营性净资产价值	980.27	4.08%
减：少数股东权益 (市值)	33.74	-0.14%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	24985.37	103.94%
股本 (百万股)	483.97	
每股价值 (元)	51.63	
PE (2019E)	52	

资料来源：光大证券研究所预测

表 28：重庆啤酒业绩预测和估值指标

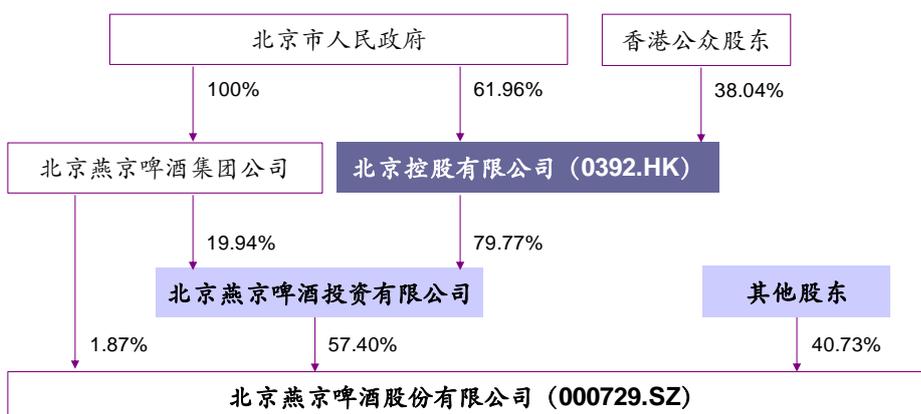
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,176	3,467	3,683	3,971	4,283
营业收入增长率	-0.64%	9.19%	6.21%	7.84%	7.86%
净利润（百万元）	329	404	478	575	634
净利润增长率	82.03%	22.62%	18.20%	20.47%	10.18%
EPS（元）	0.68	0.83	0.99	1.19	1.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.31%	35.28%	38.65%	36.60%	33.04%
P/E	61	50	42	35	32
P/B	17.3	17.5	16.3	12.8	10.5
EV/EBITDA	43.9	34.9	30.4	25.8	23.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 21 日

3.4、燕京啤酒（000729.SZ）：运营效率蕴涵较大提升空间

公司成立于1997年，主营啤酒制造销售，同时开展茶饮、矿泉水等其他业务。公司具有国资委背景，截至2018年底，控股股东北京燕京啤酒投资有限公司持有公司57.4%的股权；实际控制人北京控股有限公司（0392.HK）于1997年在香港联交所上市，意味公司具有A/H股双重融资通道。顺应国企混改趋势，公司于17年公开选聘总经理，静待更多市场化机制引入对公司经营的积极影响。

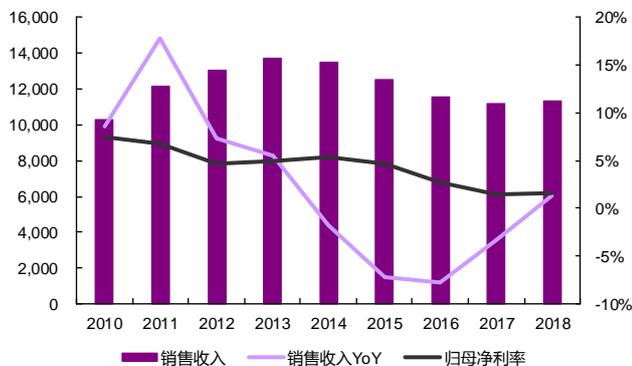
图 75：燕京啤酒股权架构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至2018年年报）

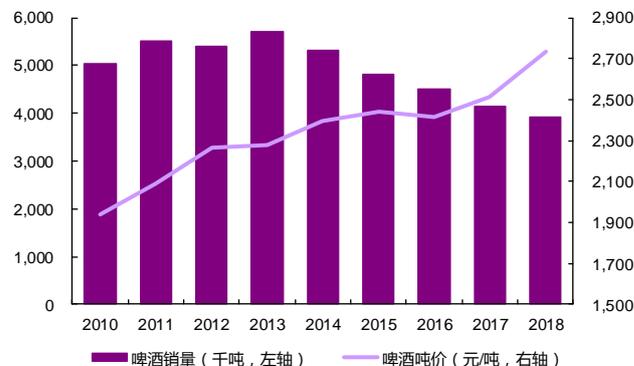
2018年公司收入113.4亿元（1.3%YoY），归母净利润1.8亿元（11.5%YoY），收入、利润端同步增长。其中啤酒业务收入达10.7亿元（2.7%YoY），年内啤酒销量392万千升（-5.8%YoY），而整体吨价约2,737元（9.0%YoY），价格带动作用显著。19年一季度公司收入达34.5亿元（5.1%YoY），归母净利润约0.6亿元（8.7%YoY）。期内公司实现啤酒销量118万千升（3.3%YoY），销量、吨价均实现正增长。

图 76：燕京啤酒销售收入及净利率（百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

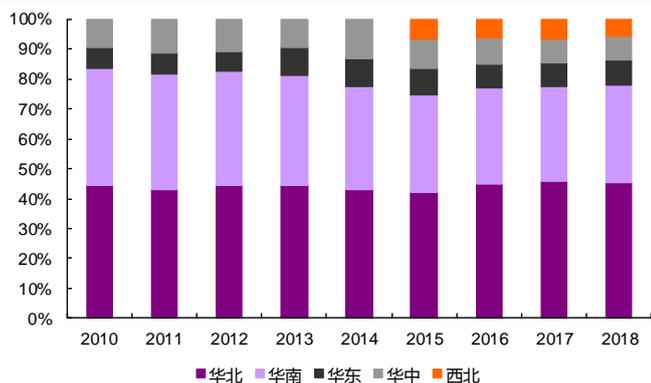
图 77：燕京啤酒销量及吨价



资料来源：公司公告，光大证券研究所

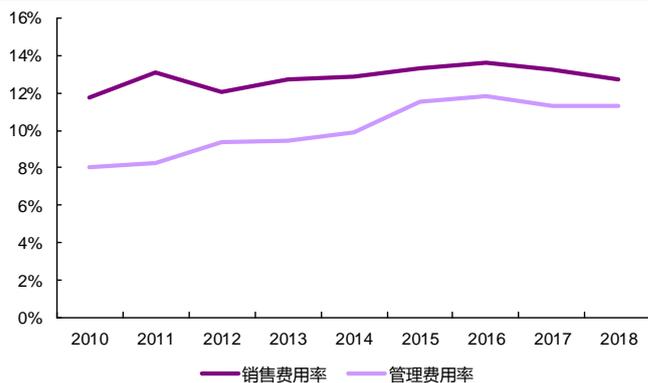
公司基地市场市占率处于优势低位，新兴市场稳定拓展。2018年，公司在主要市场华北/华南的销售占比达到45.5%/32.4%，市场贡献持续提升。公司品牌市占率在基地市场（北京、广西、内蒙古）均超过70%，使其在销售和渠道投放费用上获得一定规模效应，为产品提价和高端化升级奠定基础。针对其他薄弱市场（华中/华东），公司则进一步加强市场维护，效益和份额并重。

图 78：燕京啤酒区域市场销售额占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

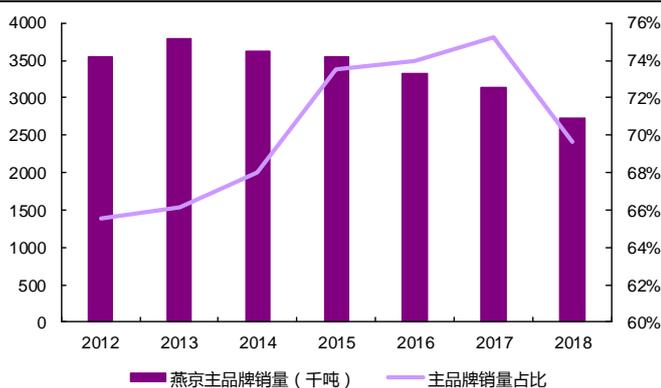
图 79：燕京啤酒经营费用率趋势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

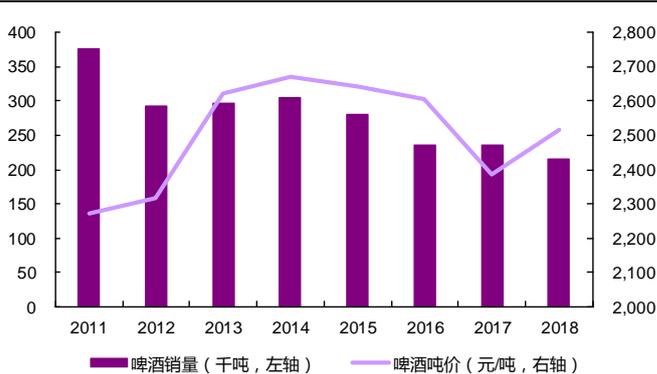
公司执行“1+3”品牌策略，主品牌“燕京”贡献销量约70%，三大子品牌（“惠泉”、“漓泉”、“雪鹿”）分别在区域市场渗透。其中主品牌燕京啤酒针对细分市场亦形成清晰的高中低产品线。2018年主品牌销量273万千升（-12.8%YoY），“1+3”品牌销量365万千升（-4.7%YoY），三大副品牌销量持续回升，对主品牌下滑的弥补效应进一步增强。

图 80：燕京主品牌销量及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 81：惠泉啤酒销量及 ASP



资料来源：惠泉啤酒公告，光大证券研究所

公司目前产品结构中中低端品类仍贡献主要销量，高端条线尚未出现高竞争力大单品，导致平均吨价位于同业低位。鉴于公司在基地市场（北京、

广西、内蒙古)的高市占率,我们认为在当地推进高端品类的快速渗透有相当优势,对利润率提升带来较大弹性。

关键假设:公司着手完善品牌及产品组合架构,中高端产品线已有一定储备,未来产品陆续推出将提升整体价格带;此外,公司聚焦基地市场和餐饮渠道,预计进一步减缓销量下降态势。我们预测 2019-2021 年公司啤酒销售收入增速分别为 2.8%、1.9%、2.3%,其中销量同比降幅进一步缩窄至 -3.0%、-3.0%、-3.0%,而吨价提升幅度分别为 6.0%、5.0%、5.5%;基于公司吨酒价格提升及减亏提效措施,预计 2019-2021 年毛利率分别为 39.7%、40.0%、40.1%。

表 29: 燕京啤酒收入拆分及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,196	11,344	11,613	11,793	12,038
啤酒业务	10,443	10,728	11,031	11,235	11,497
茶饮料	92	85	83	83	82
矿泉水	54	51	50	49	49
饲料	24	28	28	28	28
其他主营业务	298	219	230	241	253
其他业务	283	233	191	156	128
营收增速	-3.3%	1.3%	2.4%	1.5%	2.1%
啤酒业务	-3.9%	2.7%	2.8%	1.9%	2.3%
茶饮料	58.2%	-7.9%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
矿泉水	-8.2%	-5.7%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
饲料	-5.3%	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他主营业务	18.5%	-26.6%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	-8.7%	-18.0%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
毛利率	36.3%	38.5%	38.6%	39.0%	39.1%
啤酒业务	38.0%	39.4%	39.7%	40.0%	40.1%
茶饮料	21.5%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
矿泉水	35.2%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
饲料	19.8%	60.1%	36.6%	36.6%	36.6%
其他主营业务	20.4%	23.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	-2.5%	14.6%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

投资建议:根据营收拆分和假设,我们预计 2019-2021 年净利润分别为 2.3/2.7/3.1 亿元,对应 EPS 分别为 0.08/0.09/0.11 元人民币。公司的利润弹性存在较大提升空间,有望显著受益于行业资产整合风潮。我们基于 DCF 模型($g=2.0%$, $WACC=8.62%$)给予目标价 8.26 元,对应 19 年 102x PE/23.9x EV/EBITDA。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险分析:市场竞争恶化;原材料成本上升;结构升级进程缓慢

表 30: 燕京啤酒模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β ($\beta_{levered}$)	0.70
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	8.64%
税率	45.00%
Kd	2.37%
Ve	22506.03
Vd	55
目标资本结构	0.24%
WACC	8.62%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 31: 燕京啤酒 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	476.70	2.01%
第二阶段	10363.64	43.72%
第三阶段 (终值)	12866.83	54.27%
企业价值 AEV	23707.17	100.00%
加: 非经营性净资产价值	1201.92	5.07%
减: 少数股东权益 (市值)	1578.25	-6.66%
减: 债务价值	55.00	-0.23%
总股本价值	23275.85	98.18%
股本 (百万股)	2818.54	
每股价值 (元)	8.26	
PE (2019E)	102	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 32: 燕京啤酒业绩预测和估值指标

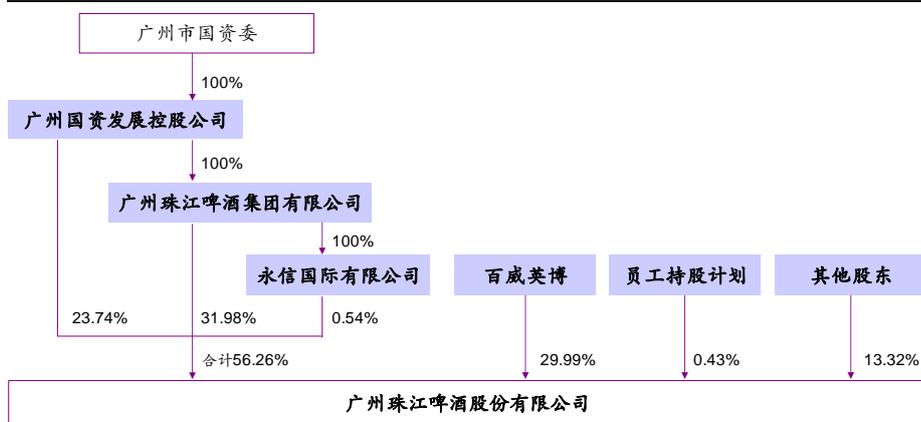
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,196	11,344	11,613	11,793	12,038
营业收入增长率	-3.26%	1.32%	2.37%	1.55%	2.08%
净利润 (百万元)	161	180	229	265	312
净利润增长率	-48.30%	11.47%	27.27%	15.85%	17.79%
EPS (元)	0.06	0.06	0.08	0.09	0.11
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.26%	1.39%	1.74%	1.99%	2.30%
P/E	127	114	90	77	66
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	22.1	15.9	21.1	18.9	17.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 05 月 21 日

3.5、珠江啤酒 (002461.SZ)：精耕基地市场

公司于 2002 年注册成立，前身为广州珠江啤酒厂。控股股东为广州珠江啤酒集团有限公司，截至 18 年底持股比例达 31.98%。2017 年 3 月，公司以每股 10.11 元价格进行非公开定增以支持多项建设，募资总额约 43.1 亿元。定增后，广州珠江啤酒集团有限公司、广州国资发展有限公司、永信国际有限公司作为一致行动人合计持有公司 56.26% 的股份，公司实际控制人为广州市国资委。百威英博亦出资 15.9 亿元参与公司增发，截至 18 年底持股比例达 29.99%，为公司第二大股东。此外，公司员工持股计划通过参与定增持有公司 0.43% 股份。

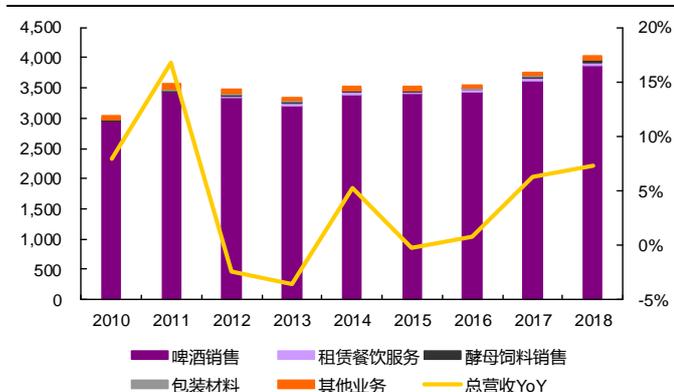
图 82：珠江啤酒股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（截至 2018 年报）

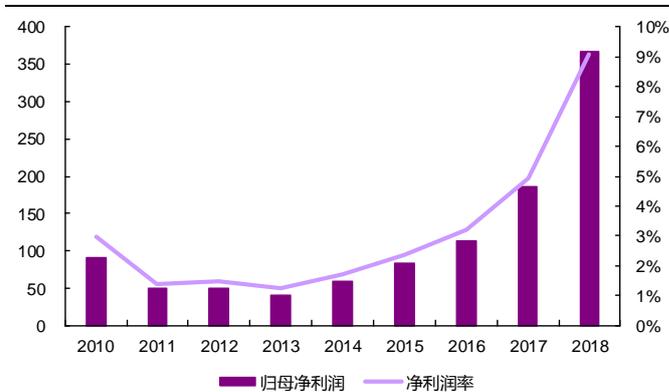
18 年公司实现总收入 40.4 亿元 (7.3%YoY)，其中主营业务啤酒生产贡献收入 95.7%，全年啤酒销量达 124.0 万吨，吨价约 3118 元 (2017 年 2992 元)；全年录得毛利 16.4 亿元 (11.2%YoY)，受益于定增资金理财收入，全年营业利润达 4.6 亿元 (87.8%YoY)，归母净利润 3.7 亿元 (97.68%YoY)。19 年一季度公司实现收入 7.5 亿元 (4.7%YoY)，归母净利润 2960.4 万元 (65.8%YoY)。

图 83：珠江啤酒收入及增速 (百万元人民币)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 84：珠江啤酒归母净利润 (百万元人民币)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至 2018 年底，公司啤酒酿造产能达 220 万千升/年，在建项目预计 2020 年底全部完工，将进一步提升公司高端啤酒生产能力。

表 33：珠江啤酒产能布局

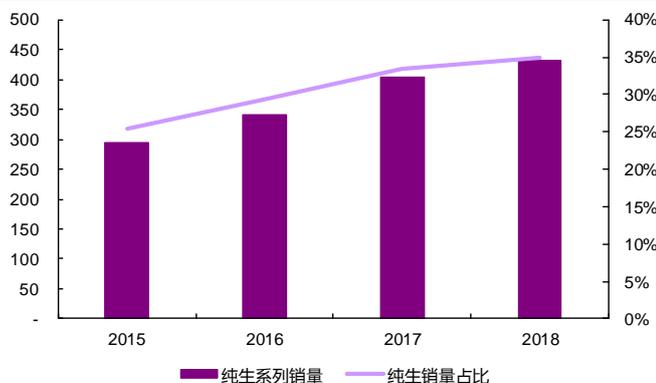
厂区	酿造产能 (万千升)
现有产能总计	220
南沙珠啤首期	130
湛江珠啤	20
阳江珠啤	
新丰珠啤	
海丰珠啤	
梅州珠啤	20
汕头珠啤	
从化珠啤	
东莞珠啤	
中山珠啤	
河北珠啤	10
湖南珠啤	20
广西珠啤	20
在建产能	
南沙珠啤二期 (产能搬迁项目)	100
东莞珠啤 (新增产能)	30
湛江珠啤 (新增产能)	20
精酿啤酒生产线及体验门店项目	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们认为公司未来业绩提升的主要动力来自：

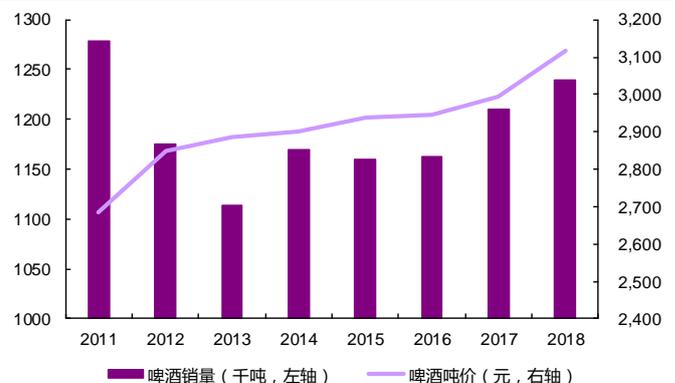
- 产品结构持续优化带来的吨价提升。公司目前产品高中低端均有布局，以纯生系列作为利润增长点，进一步发展雪堡系列、原浆、精酿等高端品类。18 年纯生销量 43.2 万吨（占比 35%，6.7%YoY），珠江 0 度销量 60 万吨（占比 48%，1.1%YoY）。参考天猫渠道数据，公司中高端产品价格差距不多，中端产品可视为主要规模贡献，且高端品类丰富度有待提升。

图 85：珠江啤酒主要品类销量 (千吨)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 86：珠江啤酒销量及 ASP



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 34：珠江啤酒部分产品线上售价

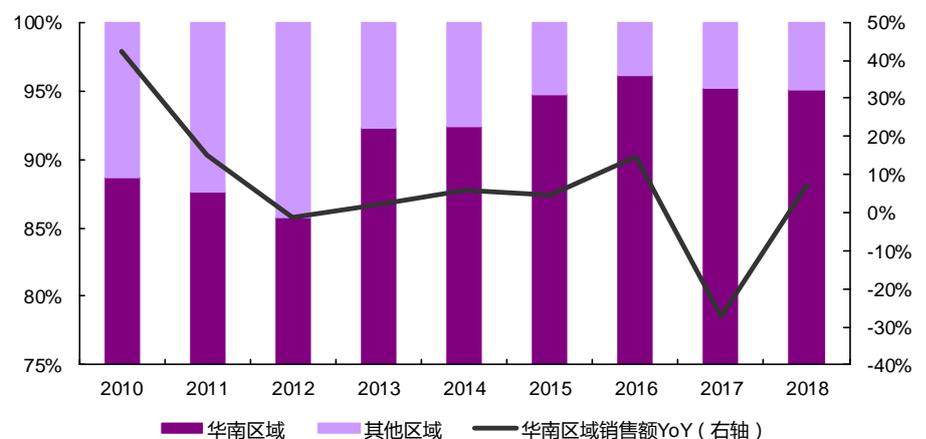
产品	规格	原价 (元)
珠江零度 (罐装)	330ml*24	160
珠江经典啤酒	NA	NA
珠江特制小麦啤酒	NA	NA
老珠江啤酒	NA	NA
珠江无醇啤酒	NA	NA
雪堡白啤 (罐装)	500ml*12	260
雪堡生啤	NA	NA
珠江纯生	NA	NA
珠江特制纯生 (罐装)	500ml*12	120
珠江精制纯生	NA	NA
珠江纯生 (罐装)	330ml*24	160
珠江精品纯生 (罐装)	NA	NA
菠萝啤	330ml*24	120
金麦穗	330ml*24	150
小脾气果汁酒	330ml*12	100

资料来源：天猫旗舰店，公司官网，光大证券研究所

公司持续加码中高端产能建设。定向增发募资额中约 2.25 亿元将被用于建造精酿啤酒生产线及体验门店项目，包括位于广西/东莞/湛江/湖南四地的生产线项目。在建产能顺应高端化趋势多点布局，有利于公司在优势市场的产品推广及形象提升。

- 基地市场持续深耕，支持控费提效优化运营情况。作为区域啤酒龙头，公司主要市场为华南区域，2018 年贡献总收入 95.0%。18 年公司在广东/珠三角区域市占率达 31.6%/36.7%，其中优势地区如佛山/东莞市占率 53.5%/43.9% (+3.8/3.6ppt)。我们认为公司在基地市场具有相当集中度，但相比同业如重啤及燕京在主要市场逾 70% 的占有率，仍有进一步提升空间。

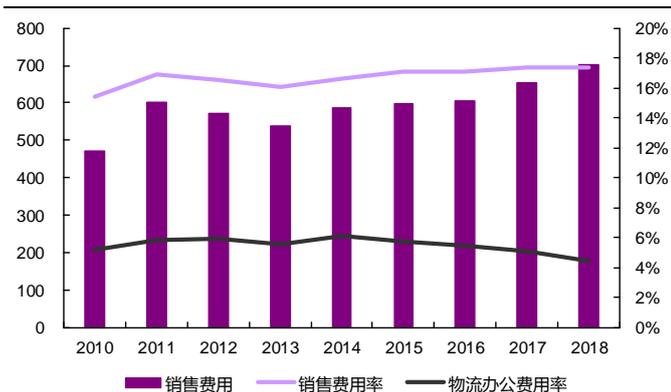
图 87：珠江啤酒分区域收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

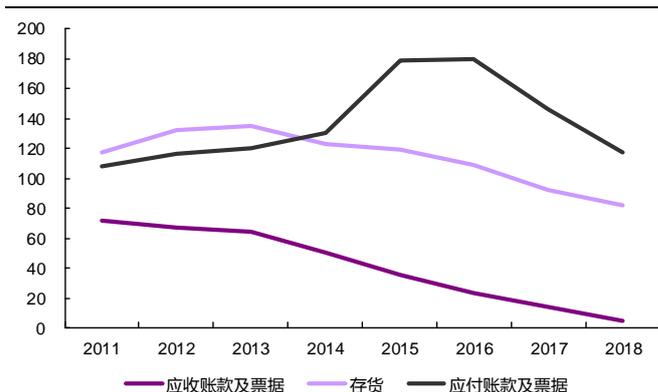
基地市场的优势地位为公司树立经营壁垒，使其在物流仓储、费用率把控及针对上下游议价方面均具有一定优势。诚如前文提及，受制于啤酒运输半径，区域公司在本地市场能够实现相对经济的运输费用率。2018年，公司产生销售费用7.0亿元，销售费用率约17.4%，与上年持平；其中物流办公费同比缩减6.0%至1.8亿元，费用率进一步降至4.4%，公司在提升物流效率上的成果日益凸显。与此同时，2018年公司的存货/应收账款及票据/应付账款及票据平均周转天数分别降至约82/5/117天，显示其对经销商话语权的提升及全渠道动销情况的好转。

图 88：珠江啤酒销售费用趋势（百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

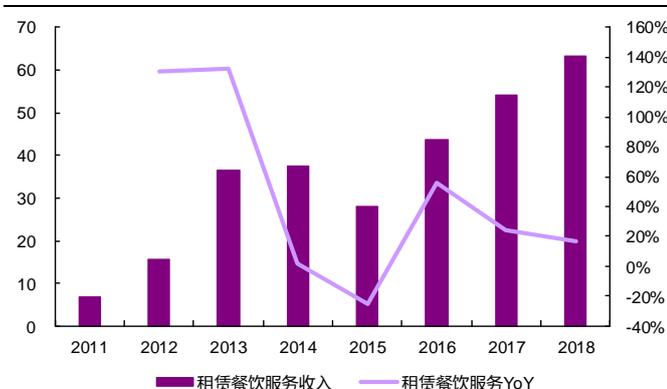
图 89：珠江啤酒营运周转天数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

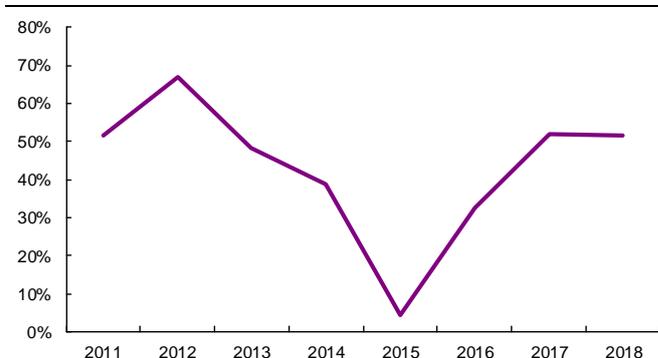
- 积极开发文化产业项目带来的多业务条线机会，增厚利润率。公司将旧厂区改造的琶醍文化创意园区近年发展良好（记入租赁餐饮服务），该板块于18年录得收入约0.6亿元（16.6%YoY），毛利率达51.6%。公司定向增发募资额中约14亿元用来投资园区改造升级项目，依托啤酒产品，进一步实现业务多元化发展，有助于提升品牌形象吸引年轻年龄段消费者，与主营业务形成良好协同。

图 90：珠江啤酒租赁餐饮服务收入（百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 91：珠江啤酒租赁餐饮服务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

关键假设：公司持续加码中高端产品研发及推广，纯生将成为量价主要贡献点。我们预测 2019-2021 年公司啤酒销售收入增速分别为 8.7%、7.6%、6.6%，其中销量同比增速为 1.0%、2.5%、2.0%，吨价同比提升 3.0%、5.0%、4.5%。公司将继续拓展文化产业项目为导流、探索新发展模式，预计 2019-2021 年租赁餐饮服务保持 15.0%、10.0%、10.0% 的较高收入增速。受益于产品结构优化及高毛利业务的增长，预计 2019-2021 年公司整体毛利率分别为 41.5%、42.2%、42.8%。

表 35：珠江啤酒收入拆分及盈利预测

(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,764	4,039	4,332	4,662	4,970
啤酒销售	3,620	3,865	4,202	4,522	4,821
租赁餐饮服务	54	63	73	80	88
酵母饲料销售	23	26	28	30	32
包装材料	4	2	2	2	2
其他业务	63	84	75	85	93
营收增速	6.2%	7.3%	7.2%	7.6%	6.6%
啤酒销售	5.7%	6.8%	8.7%	7.6%	6.6%
租赁餐饮服务	24.4%	16.6%	15.0%	10.0%	10.0%
酵母饲料销售	5.1%	14.4%	7.2%	7.6%	6.6%
包装材料	51.5%	-53.6%	7.2%	7.6%	6.6%
其他业务	23.8%	33.5%	-10.9%	13.7%	9.6%
毛利率	39.2%	40.6%	41.5%	42.2%	42.8%
啤酒销售	38.0%	39.0%	40.0%	40.5%	41.0%
租赁餐饮服务	51.9%	51.6%	51.6%	51.6%	51.6%
酵母饲料销售	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
包装材料	26.5%	19.3%	18.0%	18.0%	18.0%
其他业务	74.1%	86.5%	70.3%	77.0%	77.9%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

投资建议：根据营收拆分和假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润分别为 4.0/4.5/5.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.20/0.22 元人民币。珠江啤酒基地市场稳固，同时外埠市场积极争取利润，叠加多业务条线发展，未来利润端表现值得期待。我们基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=10.77\%$) 给予目标价 7.80 元，对应 19 年 43x PE/31.5x EV/EBITDA。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险分析：市场竞争恶化，基地市场份额丢失；原材料成本上升；产品高端化推广不及预期

表 36: 珠江啤酒模型假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
β (levered)	1.06
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	11.32%
税率	18.42%
Kd	3.51%
Ve	12768.49
Vd	960.01496
目标资本结构	6.99%
WACC	10.77%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 37: 珠江啤酒 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	495.85	2.76%
第二阶段	9317.39	51.92%
第三阶段 (终值)	8132.29	45.32%
企业价值 AEV	17945.53	100.00%
加: 非经营性净资产价值	379.77	2.12%
减: 少数股东权益 (市值)	92.00	-0.51%
减: 债务价值	960.01	-5.35%
总股本价值	17273.28	96.25%
股本 (百万股)	2213.33	
每股价值 (元)	7.80	
PE (2019E)	43	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 38: 珠江啤酒业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,764	4,039	4,332	4,662	4,970
营业收入增长率	6.23%	7.33%	7.25%	7.63%	6.59%
净利润 (百万元)	185	366	403	449	496
净利润增长率	62.75%	97.68%	9.91%	11.49%	10.38%
EPS (元)	0.08	0.17	0.18	0.20	0.22
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.33%	4.46%	4.79%	5.20%	5.56%
P/E	81	41	37	33	30
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	28.6	37.0	27.3	24.6	23.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 05 月 21 日

4、风险分析

➤ 市场竞争恶化

多年激烈的市场竞争令全国市场呈现区域割据的竞争态势，尽管整体表面上局面得以维持，但局部市场依然竞争激烈。一旦竞争态势升温，将对企业费用呈现压力，同时拖累高端化进程。

➤ 原材料成本上升

啤酒企业的原材料主要组成为包材及原料。其中包材占比较大，在环保压力下成本价格前景具备不确定性。同时啤酒行业普遍提价能力较弱且频次较低，无法有效及时转嫁成本压力。

➤ 不利天气因素

啤酒的消费即饮场景占据 50%左右，该部分消费与天气因素相关。同时较低的气温则会降低消费者摄入饮料的欲望，带来消费量的萎缩。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼