

## 饮料制造

## 2019年啤酒板块有望进入业绩快速释放期

## -复盘2009年啤酒业绩高速增长之谜

**评级：增持（维持）**

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

研究助理：熊欣慰

Email: xiongxw@r.qizq.com.cn

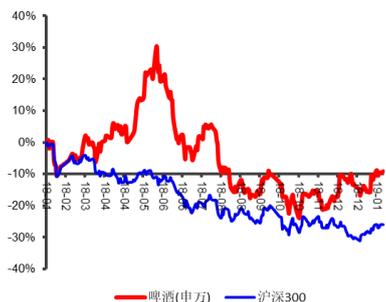
分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	97,676
行业流通市值(百万元)	67,417

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 《提价滞后效应&amp;成本要素驱动板块业绩加速释放》2018.12.12

2 《周期底部，业绩有望加速释放》2018.12.06

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
青岛啤酒	36.9	0.93	1.05	1.32	1.62	40	35	28	23	1.09	买入
重庆啤酒	31.3	0.68	0.83	0.99	1.18	46	38	32	27	1.64	买入
华润啤酒	23.2	0.36	0.58	0.80	0.96	65	40	29	24	0.77	买入

备注

**投资要点**

- 核心观点：啤酒经历了产量下滑+费用率上升+成本上行多重周期，目前行业面临拐点。2017年年底以来我们发布6篇重磅深度推荐啤酒板块，本篇报告我们对2009年啤酒业绩的高速增长进行复盘，发现持续的产品结构升级+2009年成本回落共同推动了2009年啤酒业绩的高增长。我们认为2019年啤酒板块有望受益于2018年提价滞后效应+产品结构升级+包材价格回落进入业绩快速释放阶段。**
- 复盘2009年：提价与成本下行周期叠加，2009年啤酒业绩大幅增长。**啤酒行业在2007年底和2008年初集体提价，但利润释放延后到2009年。利润释放路径：（1）2008年进口大麦及包材价格上涨，行业集体提价覆盖部分成本压力，但大部分企业毛利率仍出现下滑；（2）2009年啤酒企业依靠产品结构升级继续提升吨酒价格，同时原材料和包材价格回落带动吨酒成本下滑或持平，毛利率上升利润弹性释放。其中2009年产品结构优化推动吨酒价格提升是业绩释放的主要原因。2018年啤酒成本大幅上升，行业再次迎来集体提价，我们认为本轮提价有望复制2008年提价，利润将在2019年释放。
- 2019年价格预期：受益提价滞后效应及结构升级，2019年吨酒价格持续提升。**（1）2018年啤酒行业再迎集体提价，集中在2018Q1啤酒消费淡季。部分提价存在滞后效应，如执行延后、短期加大渠道支持力度等，因此2019年仍可受益。从2018年啤酒企业单季度的价格涨幅看，青岛啤酒2018Q1吨酒价格涨幅不到2%，Q2-Q3涨幅均超过5%；燕京啤酒2018Q1-Q2吨酒价格涨幅在5%左右，单三季度涨幅超过15%。同时2018年底部分企业出现补提，2019年不排除补提预期。（2）1960s美国啤酒开启消费升级，期间啤酒价格保持约3%的CAGR。我国啤酒行业也呈现出结构升级趋势，2003-2017年高档啤酒（零售价高于14元/升）销量占比从1.8%提升至9.2%，销售额占比从7.8%提升至29.2%。行业先行指标重庆啤酒在2014-2017年使用重庆（6元）和乐堡（8元）品牌大幅替换了山城（4元）品牌，青岛啤酒2018年前三季度主品牌（4.5%）和高端品牌（6.5%）增速远快于总销量增速（0.8%）。
- 2019年成本预期：2019年包材价格有望下降，澳麦上涨影响有限。**（1）玻璃瓶：2018年啤酒瓶价格涨幅较大，才府玻璃2018H1啤酒瓶均价比2017年高9.5%。在环保限产放松的环境下，日用玻璃制品产量单月增速逐步回升，滞后平板玻璃约半年时间，我们预计玻璃瓶价格有望在2019Q2回落。（2）纸箱：2018年前11个月箱板纸产量增速回升至6.1%，2018Q3箱板纸价格同比进入下降通道。若2019年全年价格保持在目前水平，同比仍呈下降趋势。（3）大麦：2017-18产季澳麦减产

导致价格大幅上升，但其他出口国大麦及国产大麦存在替代效应。参考 2007 和 2008 年进口大麦价格上涨 50%+，青岛啤酒 2007 年吨酒麦芽成本稳定，2008 年上升 16%；燕京啤酒 2008 年吨酒主要原料（不含包装材料）上升 17%，远低于进口大麦价格涨幅。我们预计 2018-2019 年进口大麦价格上涨幅度在 20%-30%，对啤酒企业吨酒麦芽成本的影响在 10%以内。

- **啤酒需求相对刚性，行业从价格战转向高端竞争。**（1）2018 年啤酒行业产量同比增长 0.5%，连续四年下滑后恢复正增长。2011-2014 年经济不景气时期，酱油、啤酒、乳制品、软饮料、白酒的增速平均每年下滑 2.2、4.0、5.1、5.9、9.4 个 pct，啤酒下滑程度仅次于酱油。（2）市场担心啤酒企业在提价或成本下降后，将释放的利润空间重新投入价格战。我们认为本轮提价系行业联合提价，公司之间已形成默契。更重要的是，从行业成长性与竞争格局的角度看啤酒与乳业差异较大，与方便面行业相似。龙头企业提价、布局中高端产品以及关厂行为，将带动行业从价格战转向高端竞争，板块有望受益。
- **投资建议：**短期来看，2019 年受益吨酒价格上升+包材成本下降，啤酒板块净利润有望实现高速增长。中长期看，啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。啤酒格局定价，重庆啤酒是先行指标。我们推荐青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒。
- **风险提示：**因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

## 内容目录

提价与成本下行周期叠加，2009 年啤酒业绩大幅增长.....	- 6 -
2007-2008 大麦及包材成本上升，2009 年进入下行通道 .....	- 6 -
2008 年初行业集体提价，2009 年结构升级叠加成本回落推动利润释放....	- 8 -
受益提价滞后效应及结构升级，2019 年吨酒价格持续提升 .....	- 12 -
2018 年行业集体提价，部分提价存在滞后效应 .....	- 12 -
消费升级推动产品结构优化，持续带动吨酒价格上升 .....	- 13 -
吨酒价格上升对盈利能力的敏感性测算.....	- 14 -
2019 年包材价格有望下降，澳麦上涨影响有限 .....	- 16 -
玻璃瓶价格有望回落，纸箱价格预计维持低位.....	- 16 -
澳麦减产影响有限，预计吨酒麦芽成本上涨不超过 10% .....	- 19 -
玻璃、纸箱、大麦价格变动对盈利能力的敏感性测算.....	- 22 -
啤酒需求相对刚性，行业从价格战转向高端竞争.....	- 24 -
2018 年啤酒产量增速转正，需求受经济影响较小 .....	- 24 -
2018 年行业联合提价，竞争格局有望持续向好 .....	- 25 -
投资建议.....	- 27 -
青岛啤酒 .....	- 27 -
华润啤酒 .....	- 27 -
重庆啤酒 .....	- 27 -
风险提示.....	- 29 -

## 图表目录

图表 1: 啤酒成本构成.....	- 6 -
图表 2: 2006-07 产季澳麦出口量减少 41% (千吨) .....	- 6 -
图表 3: 2007 年中国大麦进口量减少 57% (千吨) .....	- 6 -
图表 4: 进口大麦均价 2007-2008 年上涨，2009 年开始下降.....	- 7 -
图表 5: 2007-2008 平板玻璃价格上升 (%) .....	- 7 -
图表 6: 2008 年包装纸价格上升.....	- 7 -
图表 7: 2008 年青岛啤酒优化产品结构.....	- 8 -
图表 8: 2008 年青岛啤酒吨酒价格提升 9.5%.....	- 8 -
图表 9: 2008 年青岛啤酒吨麦芽成本上升 16.1% .....	- 8 -
图表 10: 2008 年青啤吨包装物成本上升 10.2%.....	- 8 -
图表 11: 2005-2010 年青岛啤酒吨酒成本走势.....	- 9 -
图表 12: 2009 年青岛啤酒毛利率提升 2.4 个 pct.....	- 9 -
图表 13: 2009 年青啤净利率提升 2.6 个 pct (%) .....	- 9 -
图表 14: 燕京啤酒主品牌占比提升.....	- 10 -

图表 15: 2008-2009 年燕京啤酒吨酒价格上升明显.....	- 10 -
图表 16: 2008 年燕啤吨酒原料和包材成本上升.....	- 10 -
图表 17: 2008 燕京啤酒吨酒成本大幅上升.....	- 10 -
图表 18: 2009 年燕京啤酒毛利率上升明显.....	- 11 -
图表 19: 2009 年燕京啤酒净利率快速提升 (%).....	- 11 -
图表 20: 2009 年重庆啤酒毛利率上升明显.....	- 11 -
图表 21: 2009 年重庆啤酒净利率快速提升 (%).....	- 11 -
图表 22: 2017 年起啤酒企业吨酒成本面临上升.....	- 12 -
图表 23: 2018H1 啤酒企业吨酒价格上升明显.....	- 12 -
图表 24: 2018 年啤酒企业集体提价.....	- 12 -
图表 25: 啤酒企业 2018 年单季度吨酒价格变化.....	- 13 -
图表 26: 2018H1 啤酒企业吨价与扣非后利润变化.....	- 13 -
图表 27: 1960s 美国啤酒行业开始消费升级.....	- 13 -
图表 28: 1960s 以来美国啤酒价格持续上升.....	- 13 -
图表 29: 中国中高端啤酒销量占比上升.....	- 14 -
图表 30: 中国中高端啤酒零售额占比上升.....	- 14 -
图表 31: 2014 年以来重庆啤酒产品结构升级明显.....	- 14 -
图表 32: 2018 年青岛啤酒产品结构提升明显.....	- 14 -
图表 33: 啤酒行业毛利率对价格变动的敏感性分析.....	- 15 -
图表 34: 青啤利润率对价格变动的敏感性分析.....	- 15 -
图表 35: 2017 年玻璃包装容器产量下滑.....	- 16 -
图表 36: 2016 年底以来纯碱价格上涨.....	- 16 -
图表 37: 2017 年开始石英砂价格上升.....	- 16 -
图表 38: 2018 年碎玻璃采购价格上升明显.....	- 16 -
图表 39: 2018 年才府玻璃啤酒瓶单价大幅上升.....	- 17 -
图表 40: 2018H2 非金属矿物制品企业数量回升.....	- 17 -
图表 41: 2018Q4 浮法平板玻璃价格同比回落.....	- 17 -
图表 42: 日用玻璃制品产量回升滞后于平板玻璃约 6 个月.....	- 18 -
图表 43: 造纸及纸制品企业数量回升.....	- 18 -
图表 44: 2018 年箱板纸产量增速回升.....	- 18 -
图表 45: 箱板纸价格回落.....	- 19 -
图表 46: 澳大利亚大麦产量.....	- 19 -
图表 47: 澳大利亚大麦单位产值.....	- 19 -
图表 48: 澳大利亚大麦出口量.....	- 20 -
图表 49: 澳大利亚大麦出口单位产值.....	- 20 -

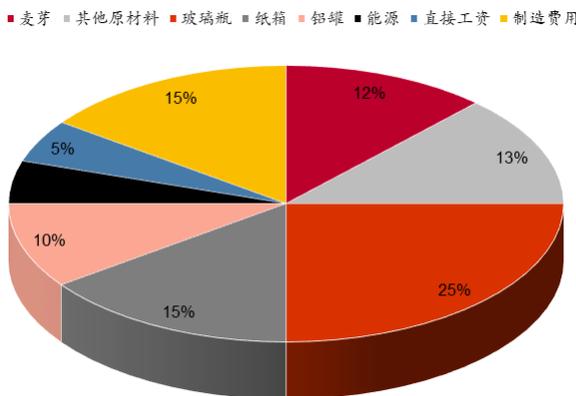
图表 50: 中国进口澳麦月度单价.....	- 20 -
图表 51: 中国进口澳麦累计单价.....	- 20 -
图表 52: 2018 年澳麦进口量占比降低.....	- 21 -
图表 53: 2018 年进口大麦均价上升 21%.....	- 21 -
图表 54: 2007-08 年进口大麦价格涨幅超过 50%.....	- 21 -
图表 55: 2008 年青岛啤酒吨酒麦芽成本上涨 16%.....	- 21 -
图表 56: 2008 年燕京啤酒吨酒主要原料上涨 17%.....	- 22 -
图表 57: 2018 年进口大麦数量减少 23%.....	- 22 -
图表 58: 啤酒行业毛利率对成本变动的敏感性分析.....	- 23 -
图表 59: 啤酒单月产量及同比 .....	- 24 -
图表 60: 啤酒年产量及同比 .....	- 24 -
图表 61: 食品饮料产量增速 (%) .....	- 24 -
图表 62: 食品饮料产量增速变动 (pct) .....	- 24 -
图表 63: 2018 年乳制品行业产量增长 4.4%.....	- 25 -
图表 64: 乳制品行业市占率 (%) .....	- 25 -
图表 65: 2014-2015 年原奶价格下降 .....	- 25 -
图表 66: 2014-2016 年伊利和蒙牛销售费用率提升.....	- 25 -
图表 67: 方便面行业经历下滑 .....	- 26 -
图表 68: 方便面行业市占率 .....	- 26 -
图表 69: 2015 年起统一方便面业务利润率提升 .....	- 26 -
图表 70: 啤酒行业市场份额 .....	- 26 -
图表 71: 青岛啤酒盈利预测 .....	- 27 -
图表 72: 华润啤酒盈利预测 .....	- 27 -
图表 73: 重庆啤酒盈利预测 .....	- 28 -
图表 74: 国际龙头吨酒市值远高于国内企业.....	- 28 -

## 提价与成本下行周期叠加，2009 年啤酒业绩大幅增长

### 2007-2008 大麦及包材成本上升，2009 年进入下行通道

- **玻璃瓶、纸箱、大麦合计占啤酒成本约 50%。**根据青岛啤酒年报，啤酒成本中约 50%为包材，25%为原材料，15%为制造费用，5%为能源，5%为人工。青岛啤酒成本中包材占比较高，与公司回瓶率较低有关。在大部分啤酒企业中，玻璃瓶约占成本的 20%-25%，纸箱占 10%-15%，大麦（麦芽）占 10%-15%，以上三项占据了啤酒 50%左右的成本。

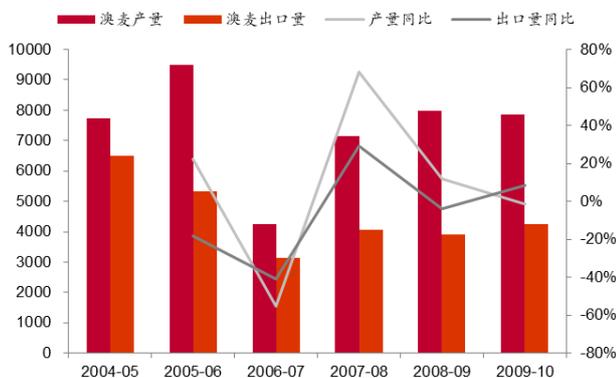
图表 1: 啤酒成本构成



来源：青岛啤酒年报、中泰证券研究所

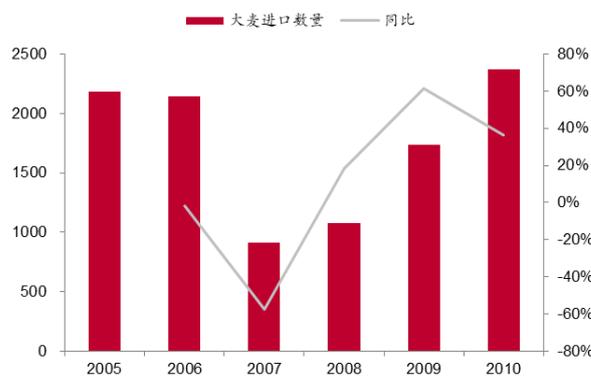
- **大麦：澳麦减产导致 2007-2008 年进口大麦价格大幅上升，2009 年开始回落。**我国进口大麦主要来自于澳洲，啤酒酿造主要采用澳麦。2006-07 产季由于亩产大幅减少，澳麦产量和出口量分别下降 55%和 41%。2007-08 产季澳麦产量有所恢复，但出口量恢复幅度较小。澳麦减产直接导致 2007 年我国大麦进口量大幅下降 57%，2008 年进口量仍未明显恢复。供给减少导致 2007-2008 年进口大麦价格大幅上升，吨价从 200 美元一度上涨到超过 470 美元。随着 2009 年进口量大幅回升，进口大麦均价同比进行下降通道。

图表 2: 2006-07 产季澳麦出口量减少 41% (千吨)



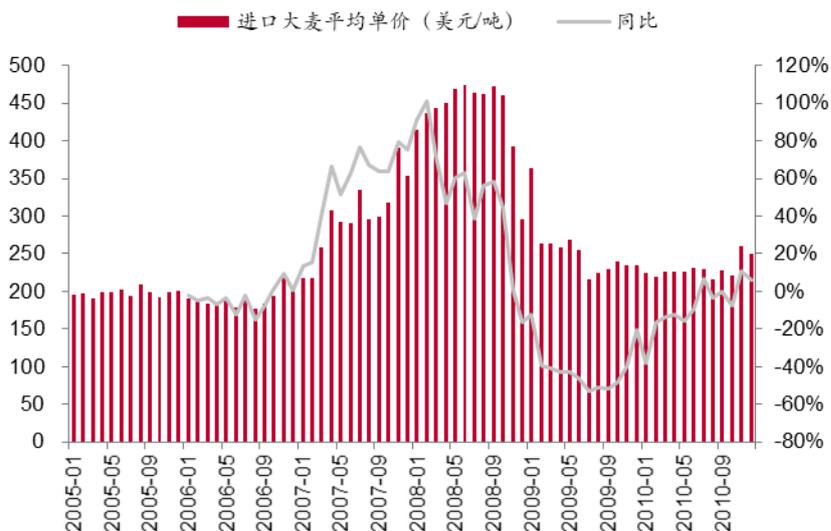
来源：ABARES、中泰证券研究所

图表 3: 2007 年中国大麦进口量减少 57% (千吨)



来源：wind、中泰证券研究所

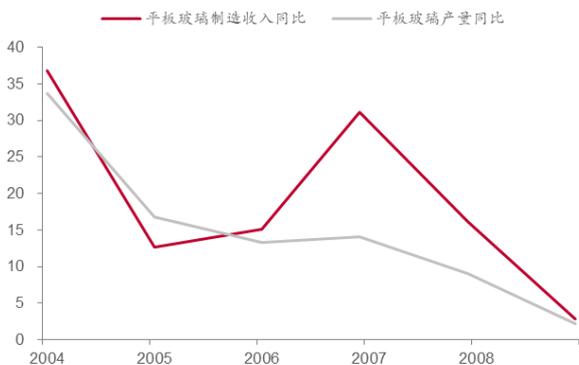
**图表 4: 进口大麦均价 2007-2008 年上涨, 2009 年开始下降**



来源: wind、中泰证券研究所

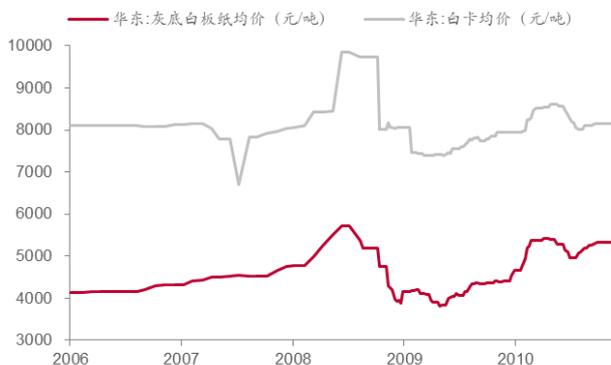
- **玻璃瓶: 2007-2008 年玻璃价格上升, 2009 年保持稳定。**啤酒用玻璃瓶属于玻璃包装容器, 由于相关数据统计缺失, 我们采用平板玻璃数据分析啤酒瓶 2007-2009 年价格走势。2007 和 2008 年平板玻璃制造业收入增长为 31.12%和 16.13%, 产量增长为 14.10%和 9%, 收入明显快于产量, 表明玻璃价格上升。而 2009 年收入增速 2.86%与产量增速 2.2%接近, 玻璃价格相对稳定。

**图表 5: 2007-2008 平板玻璃价格上升 (%)**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 6: 2008 年包装纸价格上升**

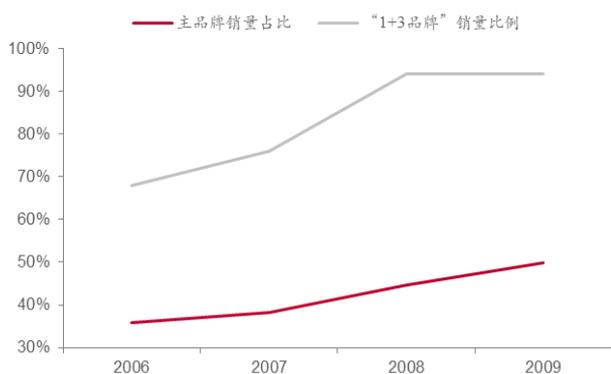


来源: wind、中泰证券研究所

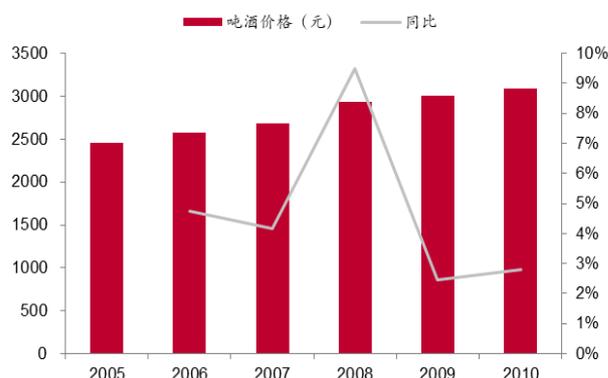
- **纸箱: 2008 年包装纸价格上升, 2009 年回落。**由于箱板瓦楞纸相关数据统计缺失, 我们采用同属于包装纸灰底白板纸和白卡分析 2007-2009 年纸箱的价格。2008 年中, 灰底白板纸价格从 4500 元/吨一度上升至超过 5700 元/吨, 白卡价格从 8000 元/吨一吨上升至超过 9700 元/吨。但 2008 年底包装纸价格快速回落, 2009 年已回落至上涨前水平。
- **综合来看, 大麦、玻璃瓶、纸箱三项占啤酒成本较大的直接材料在 2007-2008 年均经历了价格上升, 期间啤酒行业成本端面临较大压力。2009 年大麦、纸箱等价格大幅回落, 玻璃价格保持稳定。**

**2008 年初行业集体提价，2009 年结构升级叠加成本回落推动利润释放**

- (1) 青岛啤酒
- **2008 年青岛啤酒通过提价和产品结构优化，吨酒价格提升 9.5%。**由于大麦及包材价格上涨，2008 年初青岛啤酒对部分产品进行提价，同时大幅优化产品结构。2007-2008 年，青岛啤酒主品牌销量占比从 38% 上升至 45%，“1+3”品牌销量从 76% 大幅提升至 94%。2008 年青啤吨酒价格达到 2933 元，同比大幅增长 9.5%。2009-2010 年公司虽未进行大面积提价，但依靠持续的产品结构优化，吨酒价格仍保持了 2.4% 和 2.8% 的提升。

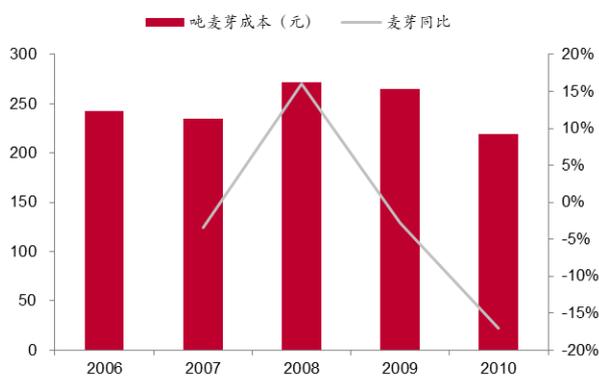
**图表 7：2008 年青岛啤酒优化产品结构**


来源：公司年报、中泰证券研究所

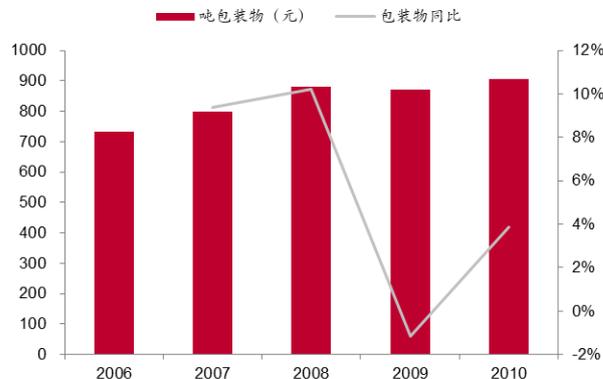
**图表 8：2008 年青岛啤酒吨酒价格提升 9.5%**


来源：公司年报、中泰证券研究所

- **2008 年青岛啤酒吨酒成本大幅上升 11.3%，2009 年小幅回落 1.7%。**受进口大麦价格及玻璃瓶和纸箱价格大涨的影响，2008 年青岛啤酒吨酒成本大幅上升 11.3%，其中吨酒的麦芽成本上升 16.1%，吨酒的包装物成本上升 10.2%，而麦芽+包装物占据青岛啤酒成本的 65% 左右。2009 年受益大麦价格回落及包材价格企稳，吨酒的麦芽成本和包装物成本分别下降 2.8% 和 1.1%，吨酒成本下降了 1.7%。

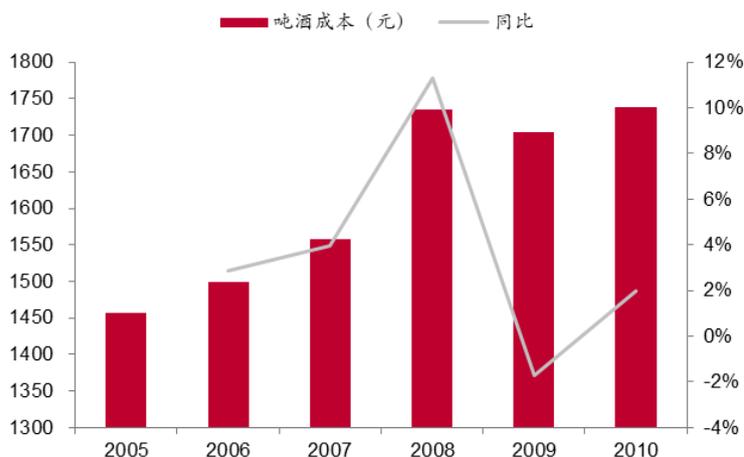
**图表 9：2008 年青岛啤酒吨麦芽成本上升 16.1%**


来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 10：2008 年青啤吨包装物成本上升 10.2%**


来源：公司年报、中泰证券研究所

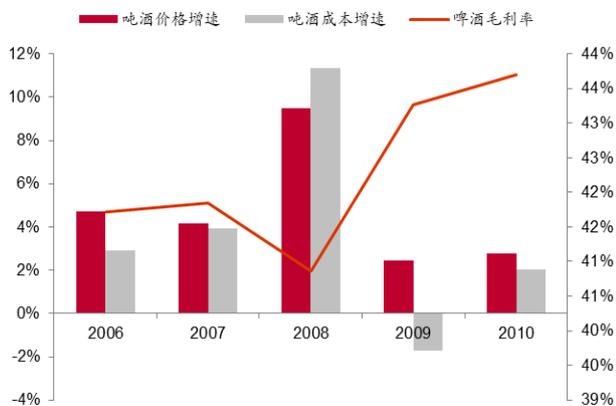
**图表 11: 2005-2010 年青岛啤酒吨酒成本走势**



来源: 公司年报、中泰证券研究所

- **2008 年提价缓解成本压力, 2009 年结构升级+成本回落推动利润爆发。** 2008 年公司通过提价+产品结构升级缓解成本端压力, 啤酒吨价和吨成本分别上升 9.5%和 11.3%, 毛利率下降控制在 1 个 pct。2009 年公司依靠产品结构优化仍保持 2.5%的吨酒价格增长, 同时进口大麦价格回落叠加包材价格地位运行推动吨酒成本下降 1.7%, 毛利率提升 2.4 个 pct。2009 年青啤净利率提升 2.6 个 pct, 扣非后归母净利润大幅增长 87%。

**图表 12: 2009 年青啤啤酒毛利率提升 2.4 个 pct**



来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 13: 2009 年青啤净利率提升 2.6 个 pct (%)**

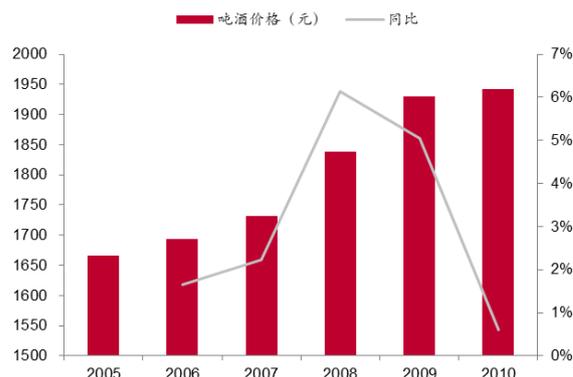


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- **(2) 燕京啤酒**
- **2008 年燕京啤酒提价, 2009 年加强产品结构升级带来吨价连续的大幅提升。** 2007 年进口大麦等原材料价格大幅上涨, 燕京啤酒在 2008 年通过提高普通酒价格, 提高中高档酒比例, 增加燕京品牌比例推动吨酒价格上升以缓解成本压力。2009 年公司加大产品结构优化力度, 使吨酒价格延续了较快增长。2008-2009 年公司吨酒价格均保持 5%左右的增长。

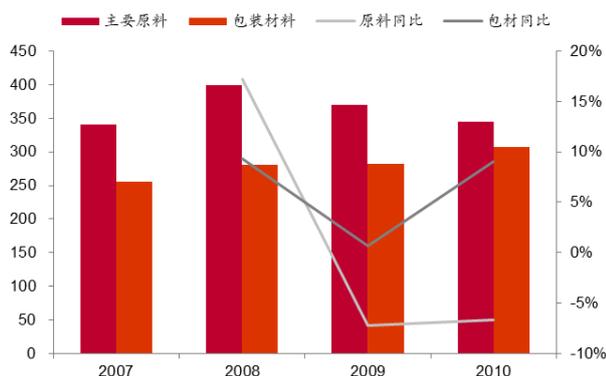
**图表 14: 燕京啤酒主品牌占比提升**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

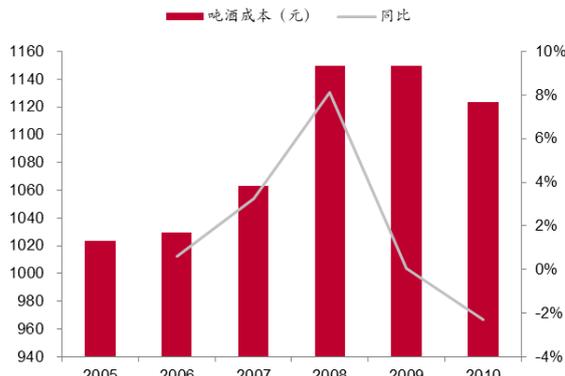
**图表 15: 2008-2009 年燕京啤酒吨酒价格上升明显**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 2008 年燕京啤酒吨酒成本大幅上升, 2009 年同比持平。**2008 年燕京啤酒的吨酒原料成本和吨酒包材成本同比增长 17%和 9%, 同时占比较低的能源及人力成本上升, 使公司 2008 年成本大幅上升 8%。2009 年一方面大麦价格迅速下降, 另一方面包材价格保持稳定, 使公司吨酒成本持平。

**图表 16: 2008 年燕啤吨酒原料和包材成本上升**


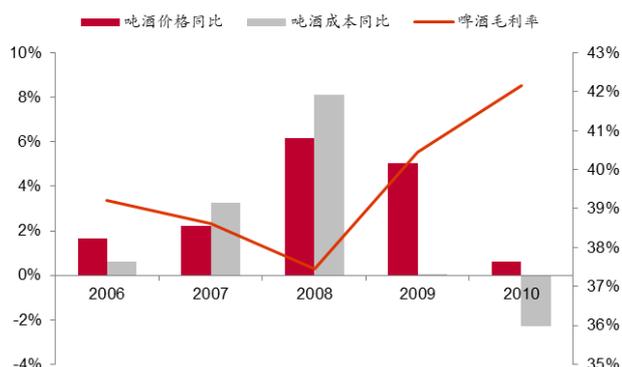
来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 17: 2008 燕京啤酒吨酒成本大幅上升**


来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 2009 年强化产品结构升级叠加成本企稳, 燕京啤酒利润大幅增长。**2009 年由于公司加强产品结构升级推动吨价上升, 同时吨成本企稳, 啤酒毛利率同比提升 3 个 pct。推动燕京啤酒整体净利率提升 1.4 个 pct, 扣非后归母净利润增长 63%。

**图表 18: 2009 年燕京啤酒毛利率上升明显**



来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 19: 2009 年燕京啤酒净利率快速提升 (%)**

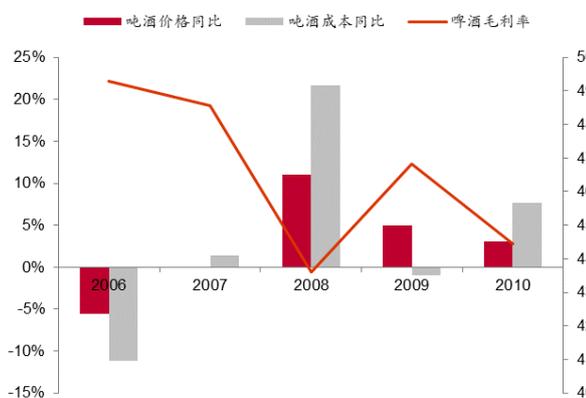


来源：公司年报、中泰证券研究所

■ (3) 重庆啤酒

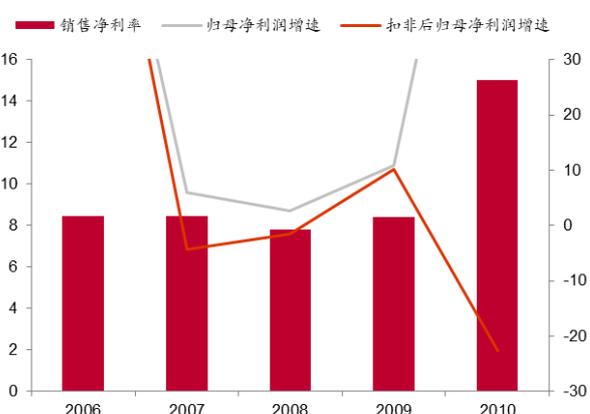
- 2009 年啤酒业务毛利率提升明显。2008 年原材料价格大幅上涨导致吨酒成本大幅上升 22%，重庆啤酒对基础核心市场进行价格调整以缓解部分成本压力，当年吨酒价格提升 11%。2009 年公司通过梳理产品结构、精简产品线，吨价提升了 5%，叠加吨酒成本下降 1%使毛利率上升 3.2 个 pct。扣非后归母净利润增速回升至 10%。

**图表 20: 2009 年重庆啤酒毛利率上升明显**



来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 21: 2009 年重庆啤酒净利率快速提升 (%)**



来源：公司年报、中泰证券研究所

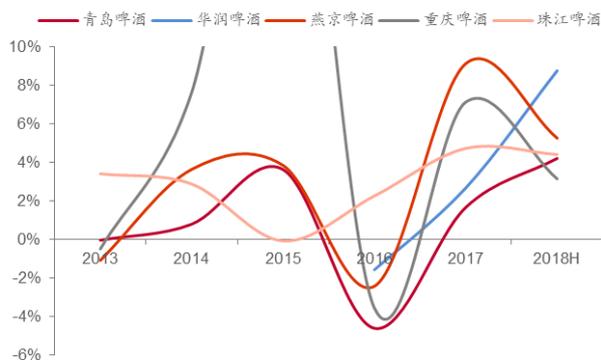
- 啤酒行业在 2007 年底和 2008 年初集体提价，但利润释放延后到 2009 年。我们对 2009 年啤酒行业利润释放路径进行总结：
- 1、2008 年原材料及包材价格上涨，使啤酒企业吨酒成本大幅上升，行业集体提价覆盖部分成本压力，但大部分企业毛利率同比仍出现下滑；
- 2、2009 年啤酒企业依靠产品结构升级（青岛啤酒升级力度正常，燕京啤酒和重庆啤酒升级力度较大）继续提升吨酒价格，同时成本回落带动吨酒成本下滑或持平，毛利率上升利润弹性释放。其中青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒 2009 年吨酒价格分别+2.5%、+5.1%、+5.0%，吨酒成本分别-1.7%、+0%、-1.0%，价格上升是主要原因。
- 2018 年啤酒成本大幅上升，行业再次迎来集体提价，我们认为本轮提价有望复制 2008 年提价，利润将在 2019 年释放。

## 受益提价滞后效应及结构升级，2019 年吨酒价格持续提升

### 2018 年行业集体提价，部分提价存在滞后效应

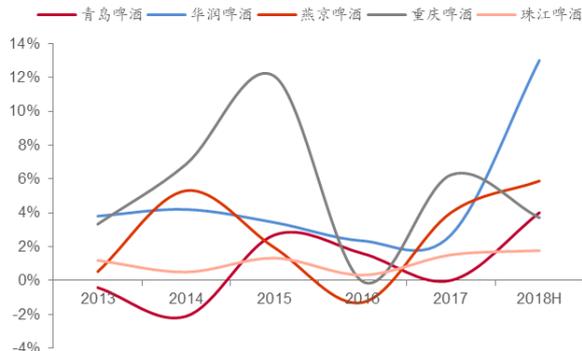
- 2018 年啤酒行业再迎集体提价。**2017 年由于环保限产原因，啤酒企业包材成本开始面临压力，2017 年燕京、重啤、珠江吨酒成本上升，2018H1 龙头华润和青啤成本也出现明显上涨。2018 年在时隔十年后行业迎来再一次集体提价，主要集中在 2018Q1 啤酒消费淡季，2018H1 啤酒企业吨酒价格显著提升，尤其是华润和青啤吨酒价格上升趋势明显。

图表 22：2017 年起啤酒企业吨酒成本面临上升



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23：2018H1 啤酒企业吨酒价格上升明显



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 24：2018 年啤酒企业集体提价

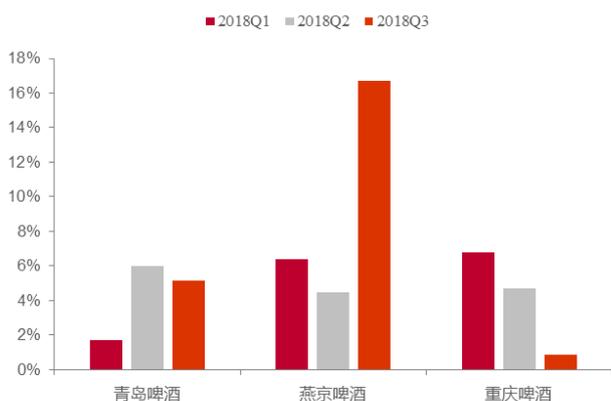
公司	时间	提价情况
燕京啤酒	2017 年 12 月	对旗下本生啤酒（460ml，纸 1*12）的终端进货结算价格提高 3 元/箱，单瓶零售价上涨 1 元。
	2018 年 3 月	低端产品涨价 5% 左右。
华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低端产品价格，包括雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件，提价产品规格均为 500ml。
青岛啤酒	2018 年 1 月	拟对部分区域的部分产品进行价格上涨，拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过 5%。
	2018 年 5 月	岛啤酒旗下青岛优质品牌将提价，单款单箱全国提价 2 元。
百威英博	2018 年 3 月	百威啤酒年前已提价，年后批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%。

来源：公司公告、酒业家、中泰证券研究所

- 部分提价存在滞后效应，2019 年仍可受益。**啤酒企业提价时会出现执行延后、短期加大渠道支持力度等情况，因此直接提价需要一段时间才能完全反映。从 2018 年啤酒企业单季度的价格涨幅看，青岛啤酒 2018Q1 吨酒价格涨幅不到 2%，Q2-Q3 涨幅均超过 5%；燕京啤酒 2018Q1-Q2 的吨酒价格涨幅在 5% 左右，单三季度涨幅超过 15%。从提价后的结果看，青岛啤酒 2018 年上半年吨酒价格提升 4%，与燕京啤酒和重庆啤酒涨幅相近，但扣非后归母净利润增长远低于其他两家。直接提价对利润的贡献存在一定的滞后效应，2018 年初提价对 2019 年业绩仍有部分贡

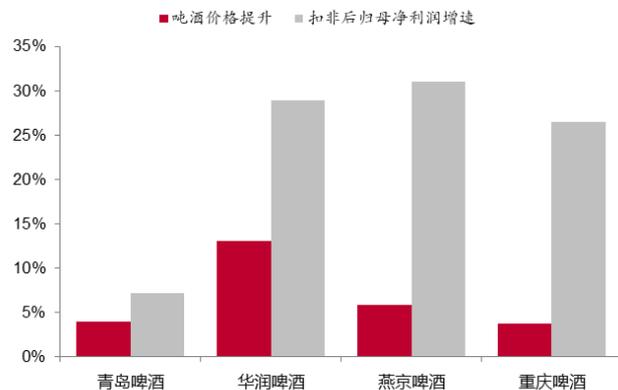
献。同时 2018 年底部分企业出现补提，2019 年仍不排除补提预期。

**图表 25: 啤酒企业 2018 年单季度吨酒价格变化**



来源：公司公告、中泰证券研究所（由于季报不单独披露啤酒业务收入，采用公司收入计算）

**图表 26: 2018H1 啤酒企业吨价与扣非后利润变化**

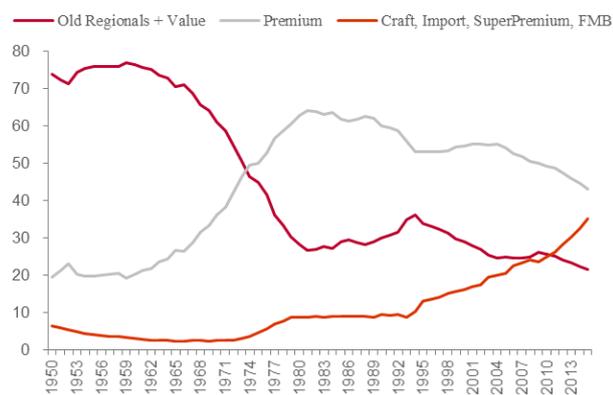


来源：公司公告、中泰证券研究所

**消费升级推动产品结构优化，持续带动吨酒价格上升**

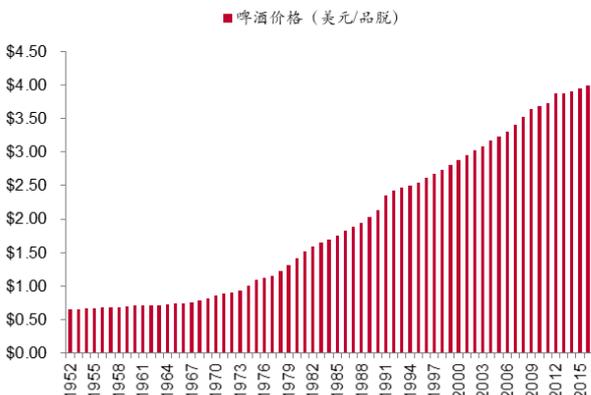
- **1960s 美国啤酒开启消费升级，推动价格保持 3%左右的 CAGR。** 1960s 以前，美国啤酒行业主要以中低端产品为主，占据了 75%左右的市场份额，1952-1960 年美国啤酒价格的 CAGR 仅 1.1%。1960-1980 年美国啤酒行业开始向高端产品消费升级，高端酒的市场份额从 20%左右快速提升至约 60%，20 年间美国啤酒价格的 CAGR 达到 3.5%。1980 年至今美国啤酒开启新一轮消费升级，精酿、进口、超高端啤酒崛起，带动 1980-2016 年啤酒价格保持 2.9%的 CAGR。

**图表 27: 1960s 美国啤酒行业开始消费升级**



来源：美国酿酒商协会、中泰证券研究所

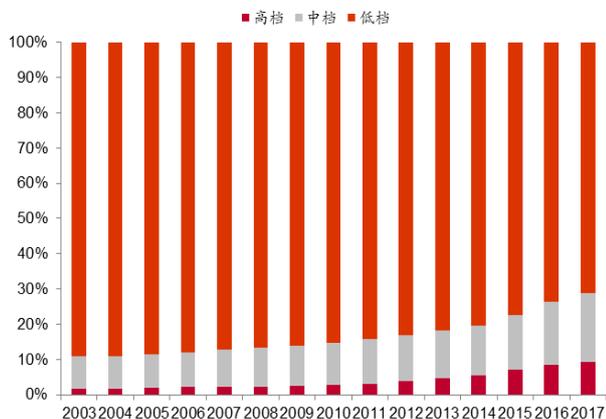
**图表 28: 1960s 以来美国啤酒价格持续上升**



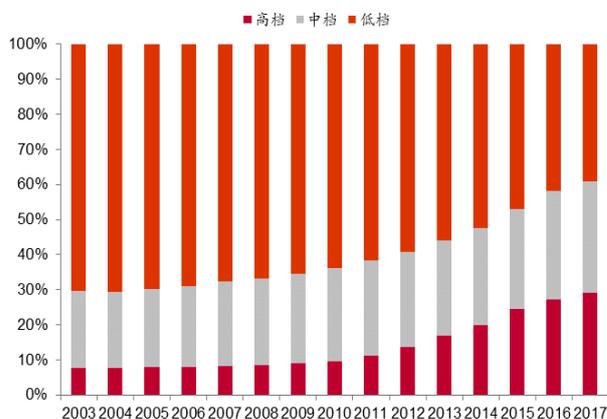
来源：Bureau of Labor Statistics、中泰证券研究所

- **中国中高端啤酒占比持续上升。** 根据欧睿，2003-2017 年我国高档啤酒（零售价高于 14 元/升）销量占比从 1.8%提升至 9.2%，销售额从 7.8%提升至 29.2%；中档啤酒（零售价介于 7-14 元/升）销量占比从 9.1%提升至 19.6%，销售额从 21.9%提升至 31.7%；低档啤酒（零售价低于 7

元/升)销量占比从 89.2%下降至 71.2%，销售额从 70.3%下降至 39.1%。近年我国主要啤酒龙头均推出定位 7-8 元甚至更高的产品，如华润雪花的 superX、青岛啤酒的 1903、重庆啤酒的乐堡等以承接主流价格带的上移。

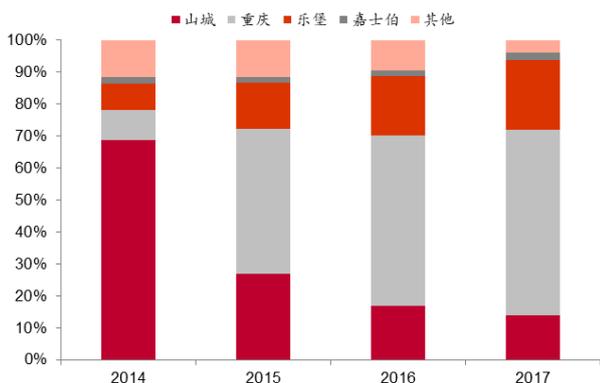
**图表 29：中国中高端啤酒销量占比上升**


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

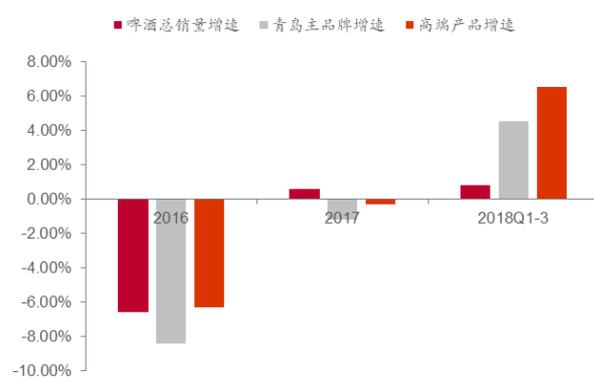
**图表 30：中国中高端啤酒零售额占比上升**


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

- 啤酒公司加快产品结构升级，中高档占比提升。**重庆啤酒是啤酒行业的先行指标，率先在强势的重庆市场开启产品结构升级。2014-2017 年低档山城啤酒（主要定位 4 元）销量占比从 70%左右下降到 14%，重庆啤酒（主要定位 6 元）占比从 10%左右大幅提升至 58%，乐堡（主要定位 8 元）占比从 8%左右提升至 22%，其他副品牌占比从 12%下降至 4%。青岛啤酒 2018 年产品结构出现明显提升，前三季度青岛主品牌和高端产品的增速分别达 4.5%和 6.5%，远高于整体 0.8%的销量增速。我们认为华润、青岛等啤酒龙头未来可率先在强势市场迅速复制重庆啤酒的消费升级路径。

**图表 31：2014 年以来重庆啤酒产品结构升级明显**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 32：2018 年青岛啤酒产品结构提升明显**


来源：公司公告、中泰证券研究所

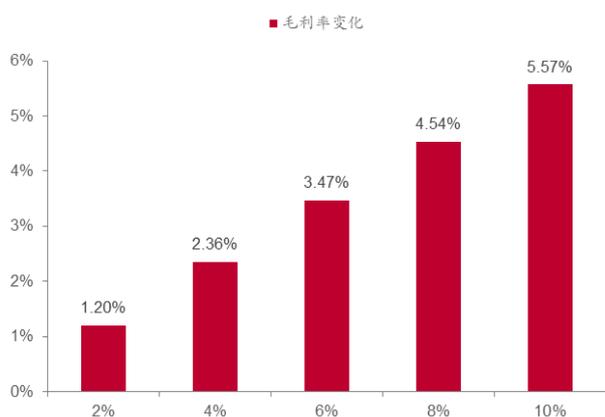
### 吨酒价格上升对盈利能力的敏感性测算

- 啤酒行业盈利能力偏低，吨酒价格提升带来的盈利弹性明显。**啤酒行业

毛利率普遍在 35-40%的水平，对比白酒行业及调味品行业处于较低水平。我们测算了啤酒行业毛利率对吨酒价格提升的敏感性，行业毛利率参考 2017 年啤酒（申万）38.77%的水平。啤酒吨价提升对毛利率的提振较为明显，吨酒价格提升 2%、4%、6%、8%、10%可分别带动毛利率上升 1.20、2.36、3.47、4.54、5.57 个 pct。

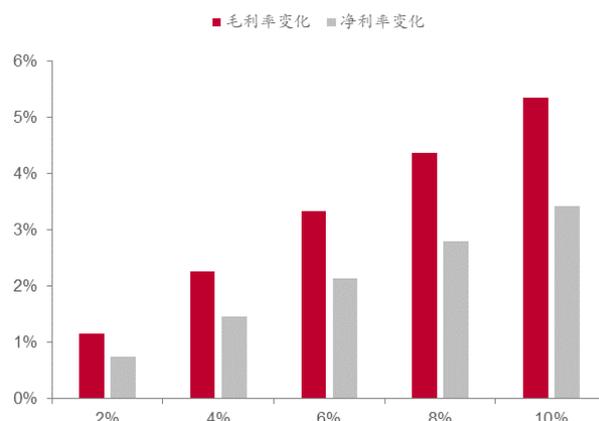
- 以青岛啤酒作为样板公司，提价对净利率的提振较为明显。参考青岛啤酒 2017 年的年报数据，我们测算其吨酒价格提升 2%、4%、6%、8%、10%可分别带动毛利率上升 1.15、2.26、3.33、4.36、5.35 个 pct，带动净利率上升 0.74、1.45、2.13、2.79、3.42 个 pct。

图表 33: 啤酒行业毛利率对价格变动的敏感性分析



来源: wind、中泰证券研究所

图表 34: 青啤利润率对价格变动的敏感性分析



来源: wind、中泰证券研究所

## 2019 年包材价格有望下降，澳麦上涨影响有限

玻璃瓶价格有望回落，纸箱价格预计维持低位

### ■ (1) 玻璃瓶：预计 2019Q2 价格回落

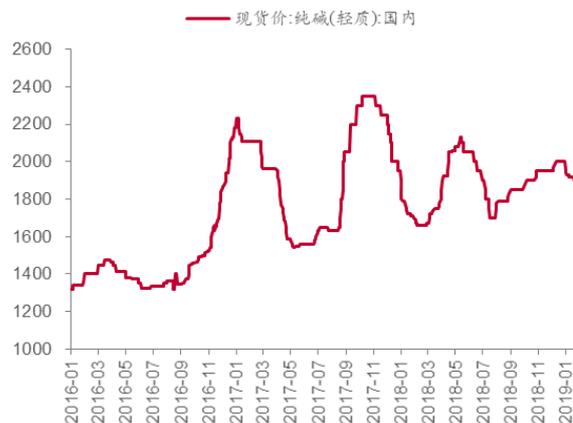
■ **环保限产叠加原材料价格上升，推动玻璃瓶价格上涨。**由于环保限产政策的推行，2017 年玻璃包装容器产量连续多年来首次出现下滑，从 2016 年的 2064 万吨减少至 1828 万吨。在下游需求相对稳定的情况下，减产约 10% 推动玻璃包装容器行业价格上升。同时从生产企业的角度看，玻璃瓶制造企业的三大原材料纯碱、石英砂、碎玻璃价格也在上升。根据 wind，纯碱价格自 2017 年初以来震荡上行；根据才府玻璃招股说明书，由于环保整治原因，石英矿的开采量和市场供应下降较大，2017 和 2018H1 其石英砂采购价同比增长 10% 和 11%；随着环保政策在 2018 上半年趋严，2018H1 才府玻璃的碎玻璃采购价格大幅上升 16%。

图表 35：2017 年玻璃包装容器产量下滑



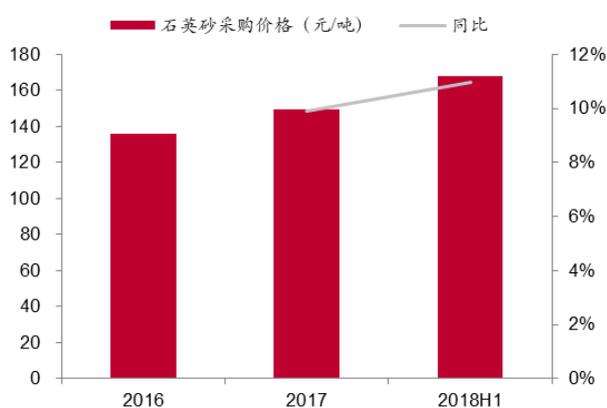
来源：中国包装联合会、中泰证券研究所

图表 36：2016 年底以来纯碱价格上涨



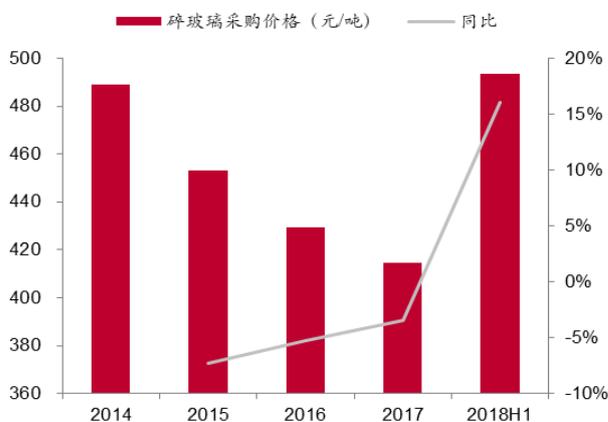
来源：wind、中泰证券研究所

图表 37：2017 年开始石英砂价格上升



来源：才府玻璃招股说明书、中泰证券研究所

图表 38：2018 年碎玻璃采购价格上升明显

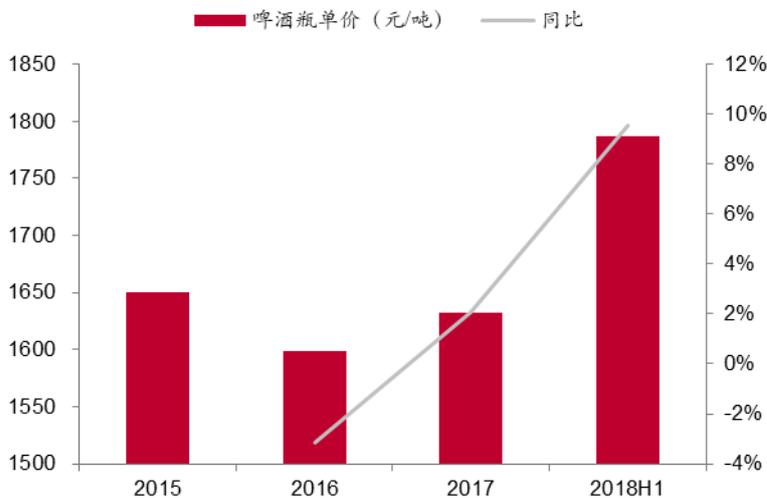


来源：才府玻璃招股说明书、中泰证券研究所

■ **2018 年啤酒瓶价格处于高位。**才府玻璃生产销售啤酒瓶，客户包括华润雪花、百威英博、千岛湖啤酒等。2017 年由于环保限产原因，才府玻璃啤酒瓶单价同比上涨 2.1% 达到 1632 元/吨；2018H1 由于环保限产趋严，

啤酒瓶单价大幅上涨到 1787 元/吨，比 2017 年每吨增长 156 元，增幅达到 9.5%。

**图表 39: 2018 年才府玻璃啤酒瓶单价大幅上升**



来源：才府玻璃招股说明书、中泰证券研究所

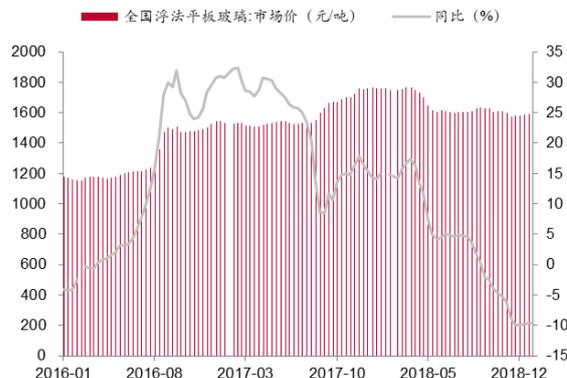
- **经济承压环保限产放松，2019 年玻璃瓶价格有望回落。**由于宏观经济景气度下行，国内环保限产氛围放松，支持民营中小企业的政策出台，前期由于环保限产原因减产的行业产量有望回升。2018 年下半年非金属矿物制品业（包含玻璃及玻璃制品）企业数量回升，部分企业复产及小企业开工有利于供给增加。
- 平板玻璃经历单月产量同比下滑后，2018Q2 单月产量已基本持平，Q3-Q4 单月产量增速快速上升。受益于供给回升，平板玻璃价格在 2018Q4 出现同比下降。
- 玻璃包装容器制品企业与日用玻璃制品企业通常为同一类。根据 wind，日用玻璃制品产量单月增速在 2018Q2 见底，随后回升。至 2018 年 11 月单月增速回升至持平，整体的产量恢复趋势滞后于平板玻璃半年左右的时间。因此我们认为随着供给侧回暖，2019 年玻璃瓶价格有望回落。按产量增速恢复滞后平板玻璃半年的时间，我们预计玻璃瓶价格有望在 2019Q2 回落。

**图表 40: 2018H2 非金属矿物制品业企业数量回升**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 41: 2018Q4 浮法平板玻璃价格同比回落**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 42: 日用玻璃制品产量回升滞后于平板玻璃约 6 个月**



来源: wind、中泰证券研究所

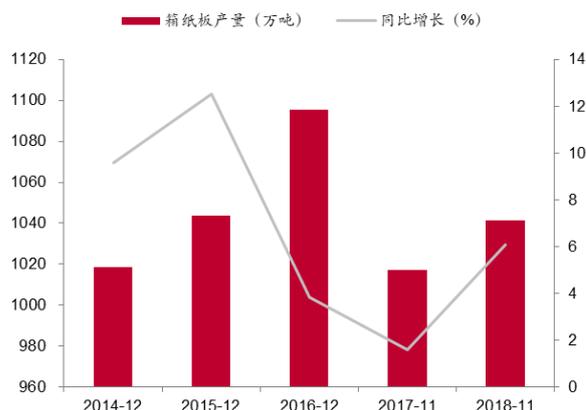
- (2) 纸箱: 预计 2019 年价格维持低位
- 箱板纸供给已回暖, 预计 2019 年价格维持低位。2018Q2 造纸及纸制品企业数量开始回升, 从 4 月 6631 家的低点回升至 11 月的 6716 家。2017 年由于环保限产原因, 箱板纸产量同比增长仅 1.6%, 增速下滑明显; 2018 年受益环保政策放松后中小企业复产, 前 11 个月箱板纸产量增速回升至 6.1%。2018Q3 开始箱板纸价格同比进入下降通道, 目前价格稳定在 4400 元/吨的水平。假设 2019 年价格保持在目前 4400 元/吨的水平, 由于 2018Q1-Q3 的箱板纸价格中枢在 5000 元/吨附近, 同比仍呈下降趋势。

**图表 43: 造纸及纸制品企业数量回升**



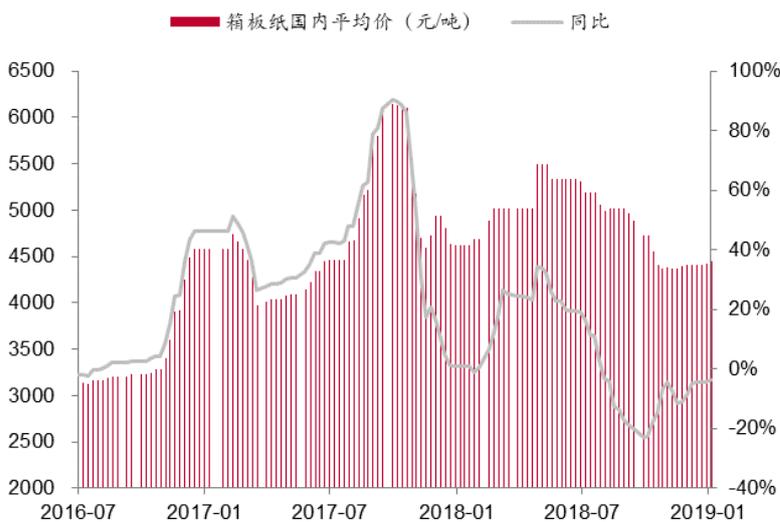
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 44: 2018 年箱板纸产量增速回升**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 45: 箱板纸价格回落**

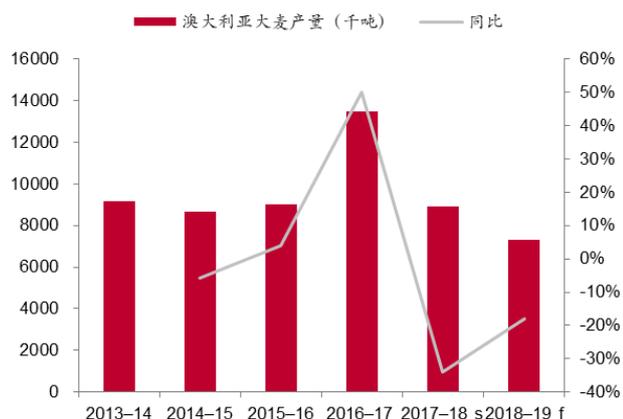


来源: wind、中泰证券研究所

澳麦减产影响有限, 预计吨酒麦芽成本上涨不超过 10%

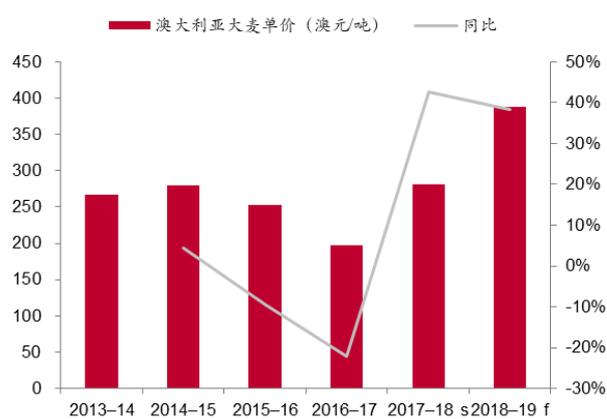
- (1) 2017-18 产季澳麦减产导致价格上涨
- 2017-18 产季澳麦减产, 澳大利亚国内大麦价格大幅上升。根据 ABARES, 2017-18 产季澳大利亚由于干旱原因大麦产量从 13506 千吨下降到 8928 千吨, 减产 34%。预计 2018-19 产季产量延续下滑趋势, 减少 18% 至 7312 千吨。澳大利亚 2017-18 产季大麦单价大幅上涨 43%, 预计 2018-19 产季的大麦价格继续维持 38% 的大幅上涨趋势。

**图表 46: 澳大利亚大麦产量**



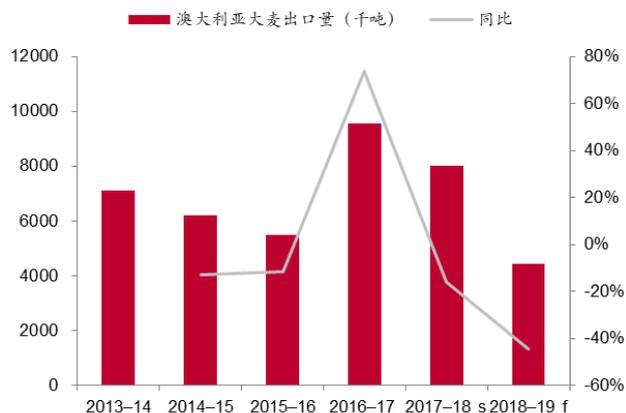
来源: ABARES、中泰证券研究所

**图表 47: 澳大利亚大麦单位产值**

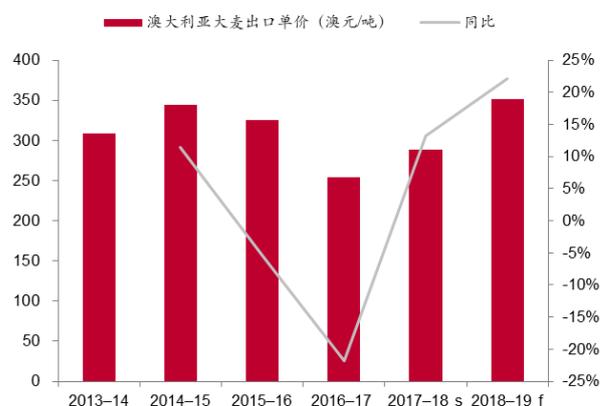


来源: ABARES、中泰证券研究所

- 澳麦出口价格波动小于其国内价格波动。澳大利亚 2017-18 产季大麦出口量下降 16% 至 7997 千吨, 预计 2018-19 产季继续下滑 45%。由于出口价格受国际大麦市场供需关系影响, 澳麦减产可由其他主要出口国弥补, 2017-18 产季澳麦出口单价上升 13%, 预计 2018-19 产季上升 22%, 小于其国内大麦价格波动。

**图表 48: 澳大利亚大麦出口量**


来源: ABARES、中泰证券研究所

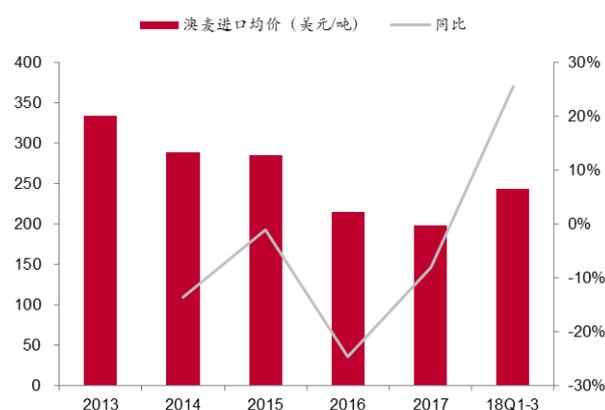
**图表 49: 澳大利亚大麦出口单位产值**


来源: ABARES、中泰证券研究所

- (2) 中国进口大麦价格上涨 20%左右
- 中国进口澳麦价格涨幅位于澳大利亚国内涨幅及其平均出口涨幅之间。我国大麦进口主要来自于澳大利亚, 2013 年以来澳麦均占据了 60%以上的进口量(仅 2015 年占 40%)。由于我国对澳麦依赖性较强, 因此中国进口澳麦的价格涨幅高于其平均出口价格涨幅; 但仍存在其他大麦出口国的替代, 中国进口澳麦价格涨幅低于澳大利亚国内大麦涨幅。
- 从月度数据看, 2017 年年底以来中国进口澳麦价格同比由负转正。2018 年 1-9 月澳麦进口单价同比上升 26%, 位于澳大利亚国内涨幅(43%)与其平均出口涨幅(13%)之间。同理, 我们预计 2019 年中国的澳麦进口价格涨幅将位于 22%-38%之间。

**图表 50: 中国进口澳麦月度单价**


来源: wind、中泰证券研究所

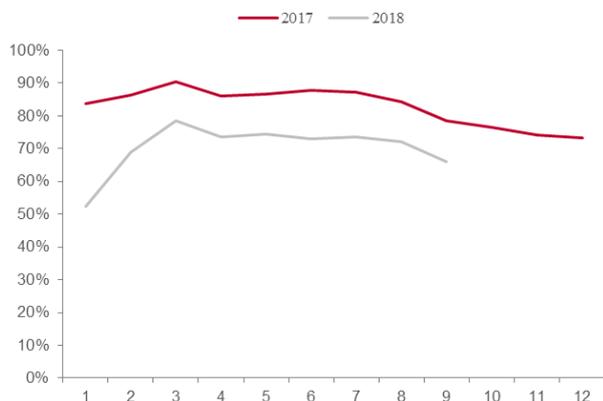
**图表 51: 中国进口澳麦累计单价**


来源: wind、中泰证券研究所

- 2018 年澳麦进口量占比下降, 平均进口单价同增 21%。澳麦进口价格持续上升, 2018 年 8 月已超过中国大麦进口均价, 其他国家较便宜的大麦对澳麦形成替代。2018 年澳麦占总进口量的比例比 2017 年同期下降 10 个 pct 以上。2018 年中国进口大麦均价为 248 美元/吨, 同比上升 21%, 低于进口澳麦涨幅。
- 啤酒酿酒用进口大麦采购周期较长, 2019 年麦芽成本主要由 2018 年进

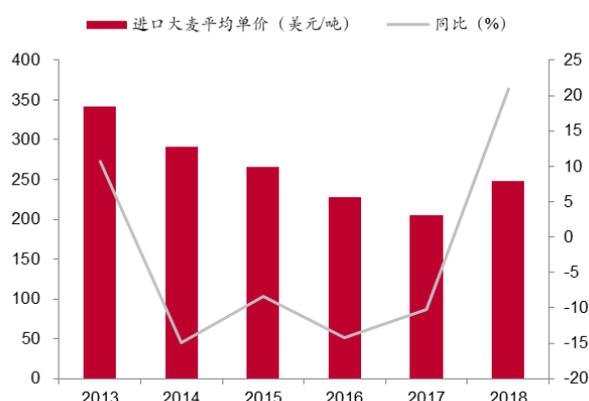
口价格决定，少部分由 2019 年进口价格决定。我们对 2019 年进口澳麦价格涨幅的判断在 22%-38%，澳麦价格进一步上涨替代效果将更加明显，预计 2019 年中国进口大麦涨幅在 20%-30%之间。则 2019 年啤酒生产企业使用进口大麦的成本上涨幅度预计在 20%-25%。

**图表 52: 2018 年澳麦进口量占比降低**



来源: wind、中泰证券研究所

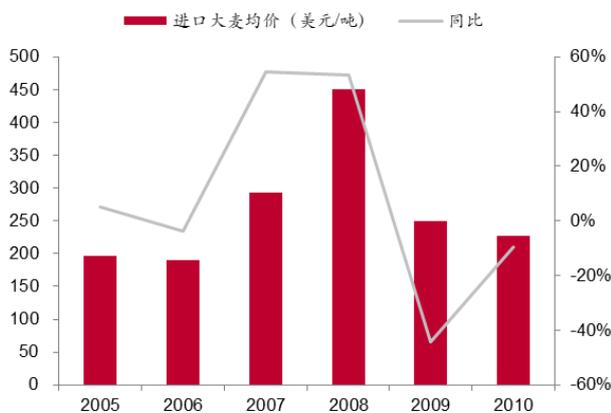
**图表 53: 2018 年进口大麦均价上升 21%**



来源: wind、泰证券研究所

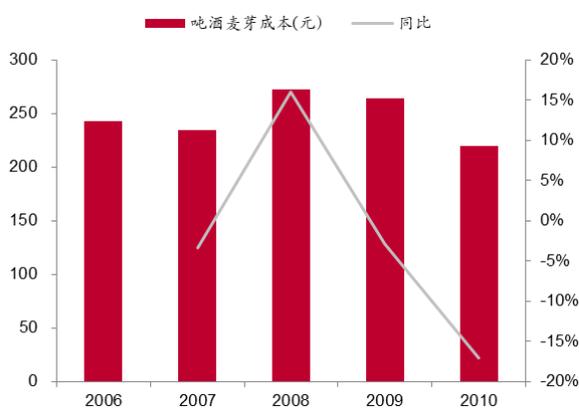
- (3) 啤酒企业吨酒麦芽成本涨幅有限
- 进口大麦价格上涨对啤酒企业成本影响有限。2007 和 2008 年进口大麦价格上涨幅度均超过 50%，进口量从 2000 千吨下滑到 1000 千吨的水平。进口大麦价格高涨，国内啤酒企业可更多使用较便宜的国产大麦缓解成本压力。从啤酒企业的成本来看，青岛啤酒 2007 年吨酒麦芽成本并未出现上升，2008 年上升 16%；燕京啤酒 2008 年吨酒主要原料（不含包装材料）上升 17%，影响均远低于进口大麦超过 50%的价格上涨幅度。因此，即使 2018-2019 年进口大麦价格上涨幅度在 20%-30%，我们预计对啤酒企业吨酒麦芽成本的影响在 10%以内。

**图表 54: 2007-08 年进口大麦价格涨幅超过 50%**

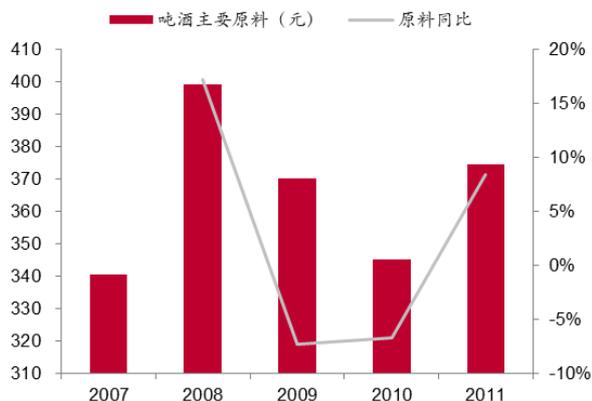


来源: wind、中泰证券研究所

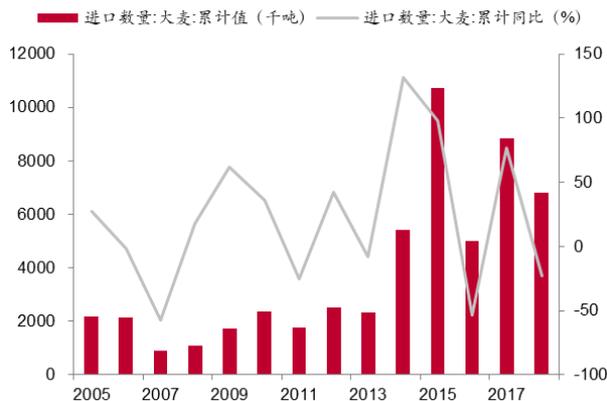
**图表 55: 2008 年青岛啤酒吨酒麦芽成本上涨 16%**



来源: 公司年报、泰证券研究所

**图表 56: 2008 年燕京啤酒吨酒主要原料上涨 17%**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 57: 2018 年进口大麦数量减少 23%**


来源: wind、泰证券研究所

### 玻璃、纸箱、大麦价格变动对盈利能力的敏感性测算

- 根据青岛啤酒年报, 我们假设啤酒成本中玻璃瓶占 25%, 纸箱占 15%, 大麦占 12%。参考 2017 年啤酒 (申万) 38.77% 的毛利率水平, 我们测算啤酒行业毛利率对玻璃瓶、纸箱、大麦价格的敏感性。根据我们预测, 2019 年吨酒麦芽成本预计上涨 10% 以内; 箱板纸 2018 年均价约为 4900 元/吨, 若 2019 年维持目前 4400 元/吨的位置, 同比下降 10% 左右; 玻璃瓶方面, 2018Q4 浮法平板玻璃价格同比下降 10%, 日用玻璃滞后 6 个月, 预计 2019 年全年玻璃瓶价格下降 10%。基于以上分析, 我们预计 2019 年啤酒行业受益成本下降, 毛利率有望提升 1.7 个 pct。
- 以青岛啤酒作为样板公司, 参考青岛啤酒 2017 年的年报数据, 大麦/纸箱/玻璃瓶成本变动 +10%/-10%/-10% 可带动毛利率上升 1.64 个 pct, 净利率上升 1.08 个 pct。

图表 58: 啤酒行业毛利率对成本变动的敏感性分析

大麦价格变化	纸箱价格变化		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
	玻璃瓶价格变化										
0%	玻璃瓶价格变化	纸箱价格变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
		-20%	4.9%	4.4%	4.0%	3.5%	3.1%	2.6%	2.1%	1.7%	1.2%
		-15%	4.1%	3.7%	3.2%	2.8%	2.3%	1.8%	1.4%	0.9%	0.5%
		-10%	3.4%	2.9%	2.4%	2.0%	1.5%	1.1%	0.6%	0.2%	-0.3%
		-5%	2.6%	2.1%	1.7%	1.2%	0.8%	0.3%	-0.2%	-0.6%	-1.1%
		0%	1.8%	1.4%	0.9%	0.5%	0.0%	-0.5%	-0.9%	-1.4%	-1.8%
		5%	1.1%	0.6%	0.2%	-0.3%	-0.8%	-1.2%	-1.7%	-2.1%	-2.6%
		10%	0.3%	-0.2%	-0.6%	-1.1%	-1.5%	-2.0%	-2.4%	-2.9%	-3.4%
15%	-0.5%	-0.9%	-1.4%	-1.8%	-2.3%	-2.8%	-3.2%	-3.7%	-4.1%		
20%	-1.2%	-1.7%	-2.1%	-2.6%	-3.1%	-3.5%	-4.0%	-4.4%	-4.9%		
5%	玻璃瓶价格变化	纸箱价格变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
		-20%	4.5%	4.1%	3.6%	3.2%	2.7%	2.2%	1.8%	1.3%	0.9%
		-15%	3.8%	3.3%	2.8%	2.4%	1.9%	1.5%	1.0%	0.6%	0.1%
		-10%	3.0%	2.5%	2.1%	1.6%	1.2%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.7%
		-5%	2.2%	1.8%	1.3%	0.9%	0.4%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	-1.4%
		0%	1.5%	1.0%	0.6%	0.1%	-0.4%	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-2.2%
		5%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.7%	-1.1%	-1.6%	-2.1%	-2.5%	-3.0%
		10%	-0.1%	-0.5%	-1.0%	-1.4%	-1.9%	-2.4%	-2.8%	-3.3%	-3.7%
15%	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-2.2%	-2.7%	-3.1%	-3.6%	-4.0%	-4.5%		
20%	-1.6%	-2.1%	-2.5%	-3.0%	-3.4%	-3.9%	-4.3%	-4.8%	-5.3%		
10%	玻璃瓶价格变化	纸箱价格变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
		-20%	4.2%	3.7%	3.2%	2.8%	2.3%	1.9%	1.4%	0.9%	0.5%
		-15%	3.4%	2.9%	2.5%	2.0%	1.6%	1.1%	0.6%	0.2%	-0.3%
		-10%	2.6%	2.2%	1.7%	1.3%	0.8%	0.3%	-0.1%	-0.6%	-1.0%
		-5%	1.9%	1.4%	0.9%	0.5%	0.0%	-0.4%	-0.9%	-1.3%	-1.8%
		0%	1.1%	0.6%	0.2%	-0.3%	-0.7%	-1.2%	-1.7%	-2.1%	-2.6%
		5%	0.3%	-0.1%	-0.6%	-1.0%	-1.5%	-2.0%	-2.4%	-2.9%	-3.3%
		10%	-0.4%	-0.9%	-1.3%	-1.8%	-2.3%	-2.7%	-3.2%	-3.6%	-4.1%
15%	-1.2%	-1.7%	-2.1%	-2.6%	-3.0%	-3.5%	-3.9%	-4.4%	-4.9%		
20%	-2.0%	-2.4%	-2.9%	-3.3%	-3.8%	-4.3%	-4.7%	-5.2%	-5.6%		
15%	玻璃瓶价格变化	纸箱价格变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
		-20%	3.8%	3.3%	2.9%	2.4%	2.0%	1.5%	1.0%	0.6%	0.1%
		-15%	3.0%	2.6%	2.1%	1.7%	1.2%	0.7%	0.3%	-0.2%	-0.6%
		-10%	2.3%	1.8%	1.3%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.5%	-0.9%	-1.4%
		-5%	1.5%	1.0%	0.6%	0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-2.2%
		0%	0.7%	0.3%	-0.2%	-0.6%	-1.1%	-1.6%	-2.0%	-2.5%	-2.9%
		5%	0.0%	-0.5%	-0.9%	-1.4%	-1.9%	-2.3%	-2.8%	-3.2%	-3.7%
		10%	-0.8%	-1.3%	-1.7%	-2.2%	-2.6%	-3.1%	-3.6%	-4.0%	-4.5%
15%	-1.6%	-2.0%	-2.5%	-2.9%	-3.4%	-3.9%	-4.3%	-4.8%	-5.2%		
20%	-2.3%	-2.8%	-3.2%	-3.7%	-4.2%	-4.6%	-5.1%	-5.5%	-6.0%		
20%	玻璃瓶价格变化	纸箱价格变化	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
		-20%	3.4%	3.0%	2.5%	2.1%	1.6%	1.1%	0.7%	0.2%	-0.2%
		-15%	2.7%	2.2%	1.7%	1.3%	0.8%	0.4%	-0.1%	-0.6%	-1.0%
		-10%	1.9%	1.4%	1.0%	0.5%	0.1%	-0.4%	-0.9%	-1.3%	-1.8%
		-5%	1.1%	0.7%	0.2%	-0.2%	-0.7%	-1.2%	-1.6%	-2.1%	-2.5%
		0%	0.4%	-0.1%	-0.6%	-1.0%	-1.5%	-1.9%	-2.4%	-2.8%	-3.3%
		5%	-0.4%	-0.9%	-1.3%	-1.8%	-2.2%	-2.7%	-3.2%	-3.6%	-4.1%
		10%	-1.2%	-1.6%	-2.1%	-2.5%	-3.0%	-3.5%	-3.9%	-4.4%	-4.8%
15%	-1.9%	-2.4%	-2.8%	-3.3%	-3.8%	-4.2%	-4.7%	-5.1%	-5.6%		
20%	-2.7%	-3.2%	-3.6%	-4.1%	-4.5%	-5.0%	-5.4%	-5.9%	-6.4%		

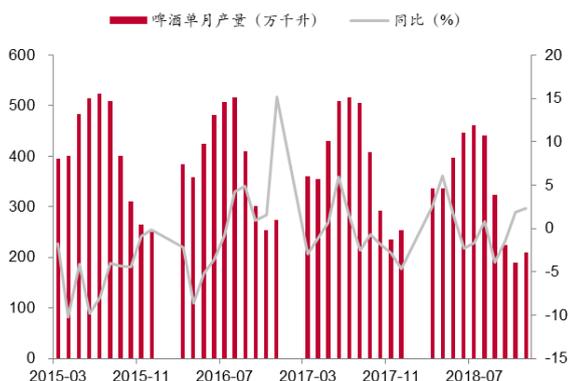
来源: 中泰证券研究所, wind

## 啤酒需求相对刚性，行业从价格战转向高端竞争

2018 年啤酒产量增速转正，需求受经济影响较小

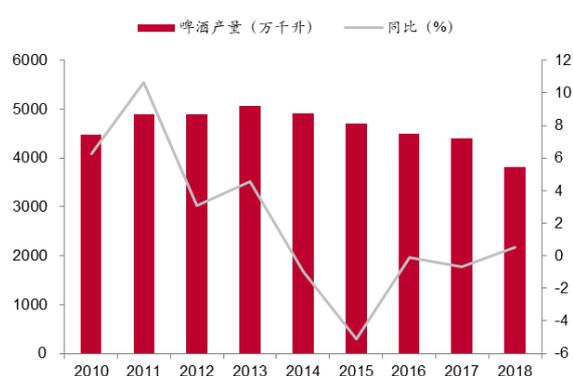
- **2018 年啤酒行业产量同比增长 0.5%，预计未来保持相对稳定。**2014 年啤酒行业产量首次出现下滑，2014-2017 年四年产量增速分别为 -0.96%、-5.1%、-0.1%、-0.7%。伴随啤酒行业产能去化，产量逐渐回归到真实的需求水平，2018 年啤酒行业产量为 3812 万吨（统计局口径调整），同比增长 0.5%。

图表 59：啤酒单月产量及同比



来源：wind、中泰证券研究所

图表 60：啤酒年产量及同比



来源：wind、泰证券研究所（统计局口径调整）

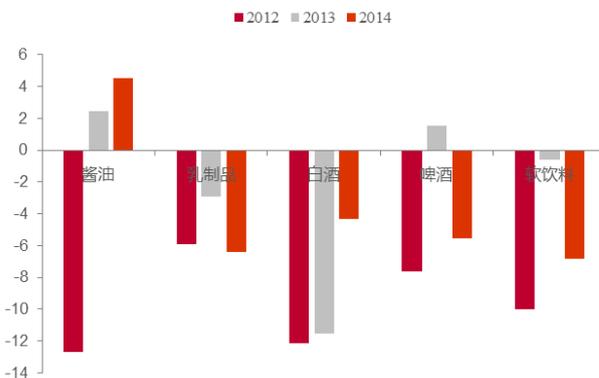
- **啤酒需求相对刚性，受经济影响较小。**市场担心 2019 年宏观经济景气度下行导致啤酒销量明显下滑。啤酒属于酒精饮料，具备一定的消费者黏性，同时价格对比白酒等相对低廉，因此具备一定的刚性。我们对酱油、乳制品、白酒、啤酒、软饮料五个品类的产量进行分析。2010-2011 年产量均加速增长，2011-2014 年由于经济增速下行导致产量增速整体向下，2015 年经济好转大部分品类增速加速。在 2011-2014 年三年间酱油、啤酒、乳制品、软饮料、白酒的增速平均每年下滑 2.2、4.0、5.1、5.9、9.4 个 pct，啤酒下滑程度仅次于酱油（调味品），表现出较强的需求刚性。因此我们认为 2019 年啤酒需求不会出现大幅度下滑。

图表 61：食品饮料产量增速 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

图表 62：食品饮料产量增速变动 (pct)

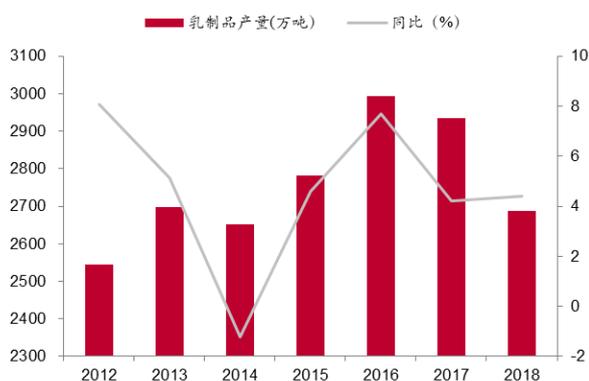


来源：wind、泰证券研究所

**2018 年行业联合提价，竞争格局有望持续向好**

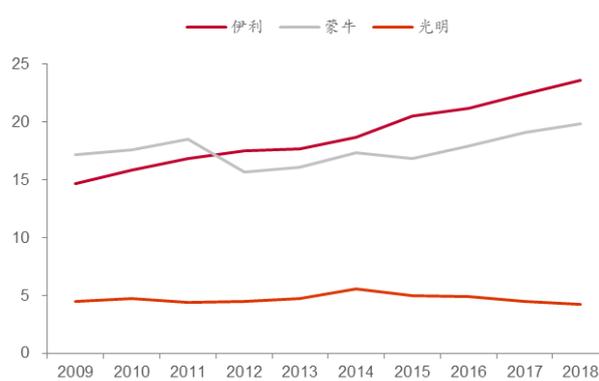
- 市场担心啤酒企业在提价或成本下降后，将释放的利润空间重新投入价格战，类似于乳制品行业。我们认为本轮提价系行业联合提价，表明公司之间已形成默契。更重要的是，行业成长性与竞争格局的差异使啤酒企业重复乳制品企业价格战的可能性较小。
- 乳制品行业仍具备成长空间，龙头通过价格战持续提升市场份额。根据 wind，乳制品行业产量一直保持 4% 以上增长，叠加产品结构升级市场规模增长更快。目前我国一线城市人均乳制品消费量相对饱和，但广大低线城市仍具备较大的拓展空间。根据 Euromonitor，乳业两强伊利和蒙牛市占率均在 20% 左右，而第三的光明市占率不到 5%。伊利和蒙牛通过价格战可以持续挤压中小企业市场份额，不断提高自身市占率。因此在 2014-2015 年原奶价格下降期间，伊利和蒙牛均加大市场投入力度，销售费用率明显上升。

**图表 63: 2018 年乳制品行业产量增长 4.4%**



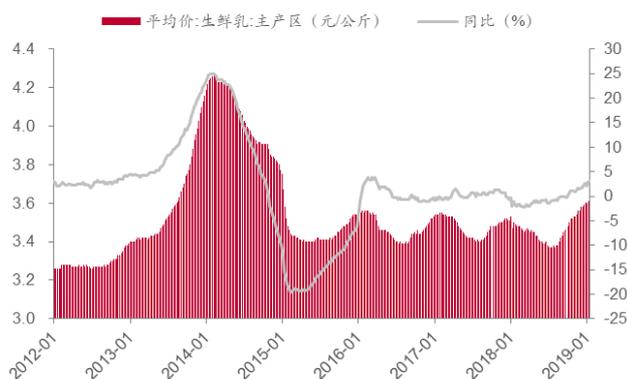
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 64: 乳制品行业市占率 (%)**



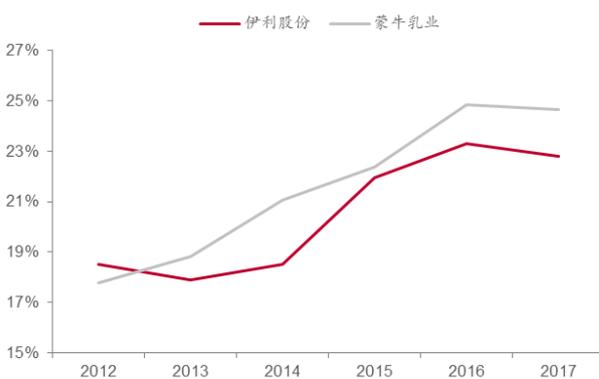
来源: Euromonitor、泰证券研究所

**图表 65: 2014-2015 年原奶价格下降**



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 66: 2014-2016 年伊利和蒙牛销售费用率提升**



来源: 公司公告、泰证券研究所

- 2015 年方便面行业升级提价落实到利润提升。从行业成长性及竞争格局看，啤酒行业与方便面行业更相似。根据尼尔森，2013-2016 年方便面行业经历了连续四年销量下滑，2017 年基本持平。其中康师傅和统一两家占据了 65% 左右的市场份额，通过价格战持续提升市占率的空间较小。

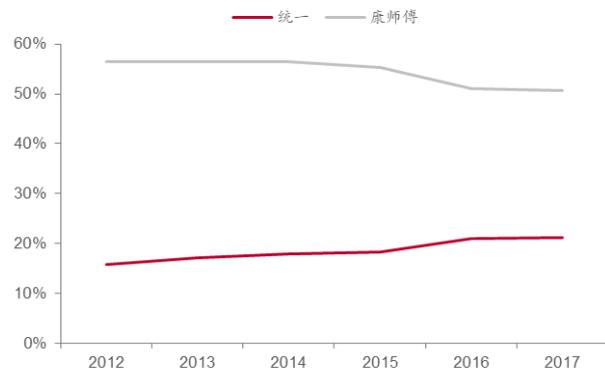
因此在 2015 年行业升级提价及成本下降后，利润并未被价格战侵蚀。统一方便面业务的利润率从 2015 年开始转正并保持快速提升。

**图表 67: 方便面行业经历下滑**



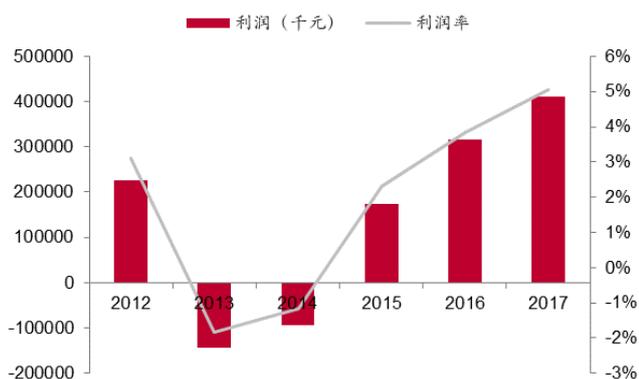
来源：尼尔森、中泰证券研究所

**图表 68: 方便面行业市占率**



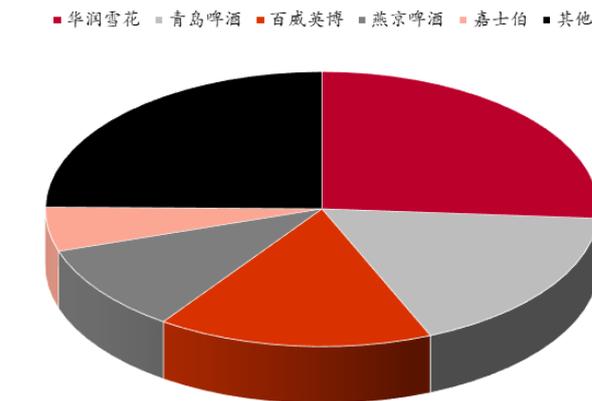
来源：尼尔森、泰证券研究所

**图表 69: 2015 年起统一方便面业务利润率提升**



来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 70: 啤酒行业市场份额**



来源：Euromonitor、泰证券研究所

- 从行业成长性看，2014-2017 年啤酒行业产量连续四年下滑，2018 年基本持平，与方便面相似；从竞争格局看，啤酒 CR5 接近 80%，中小品牌基本被消灭，大企业再通过价格战提升市占率的难度较大，也与方便面相似。因此我们认为啤酒行业提价或成本下降释放的利润空间不会类似乳业被价格战侵蚀。目前啤酒两大龙头中，华润将 2018-2020 年定位为品牌重塑关键的三年，百威英博将重点考核利润。龙头企业提价、布局中高端产品以及关厂行为，将带动行业从价格战转向高端竞争，板块有望受益。

## 投资建议

## 青岛啤酒

- 青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头，有望受益格局改变后的集中度提升。此外，复兴作为财务投资者入主青岛啤酒，有望推进公司内部机制改革，释放企业经营活力。预计公司 2018-2020 年收入分别为 265.32、278.80、288.62 亿元，归母净利润分别为 14.19、17.84、21.86 亿元，EPS 分别为 1.05、1.32、1.62 元，对应 PE 为 35 倍、28 倍、23 倍，维持“买入”评级。

图表 71: 青岛啤酒盈利预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	26,106	26,277	26,532	27,880	28,862
增长率yoy%	-5.53%	0.65%	0.97%	5.08%	3.52%
净利润	1,043	1,263	1,419	1,784	2,186
增长率yoy%	-39.09%	21.04%	12.33%	25.77%	22.51%
每股收益(元)	0.77	0.93	1.05	1.32	1.62
每股现金流量	2.20	1.65	1.60	1.88	2.88
净资产收益率	6.40%	7.37%	7.89%	9.27%	10.52%
P/E	47.85	39.53	35.19	27.98	22.84
PEG	2.29	1.97	-28.35	1.34	1.14
P/B	3.06	2.91	2.78	2.60	2.40

来源: wind, 中泰证券研究所

## 华润啤酒

- 预计公司 2018-2020 年收入分别为 328.92、350.31、370.14 亿元，归母净利润分别为 18.79、26.06、31.13 亿元，EPS 分别为 0.58、0.80、0.96 元，对应 PE 为 40 倍、29 倍、24 倍。

图表 72: 华润啤酒盈利预测

12月31日年结(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	29,172	28,694	29,732	32,892	35,031	37,014
毛利	9,064	9,673	10,030	12,060	12,952	14,138
銷售費用	4,749	5,033	5,012	5,051	5,255	5,552
管理費用	3,133	3,535	3,976	5,241	4,904	5,182
EBITDA	5,728	3,549	3,649	4,299	5,129	5,789
折舊	3,691	1,721	1,706	1,643	1,460	1,460
EBIT	9,419	5,270	5,355	5,942	6,589	7,250
財務收入(費用)	-238	-89	-128	-43	-44	0
聯營公司	0	0	0	0	0	1
非經常性項目	0	0	0	0	0	0
稅前利潤	1,799	1,739	1,816	2,613	3,624	4,330
稅項	-411	-320	-630	-719	-997	-1,191
非控股權益	690	790	11	16	22	26
淨利潤	698	629	1,175	1,879	2,606	3,113

来源: wind, 中泰证券研究所

## 重庆啤酒

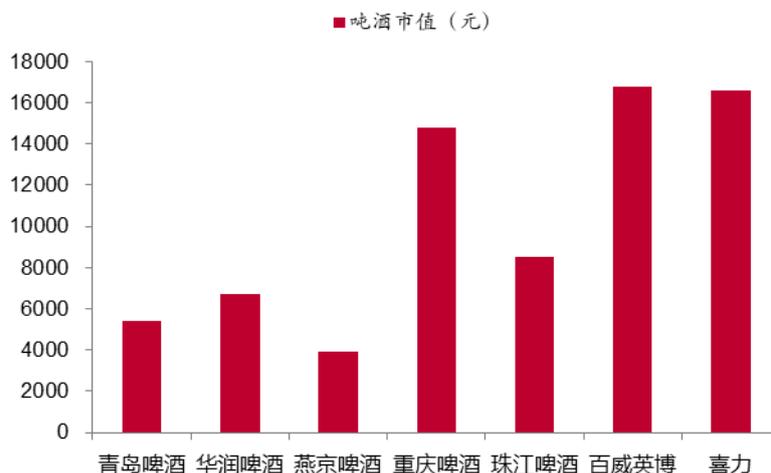
- 公司拥有较好的大本营市场，率先通过关闭低效产能、优化产品结构等实现了利润率的提升，我们认为公司的发展进入良性循环，量价有望持续超预期。预计公司 2018-2020 年收入分别为 34.50、36.85、39.12 亿元，归母净利润分别为 3.99、4.80、5.70 亿元，EPS 分别为 0.83、0.99、1.18 元，对应 PE 为 38 倍、32 倍、27 倍，维持“买入”评级。

**图表 73: 重庆啤酒盈利预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,196	3,176	3,450	3,685	3,912
增长率yoy%	-3.85%	-0.64%	8.64%	6.81%	6.17%
净利润	181	329	399	480	570
增长率yoy%	-375.57%	82.03%	21.21%	20.13%	18.73%
每股收益(元)	0.37	0.68	0.83	0.99	1.18
每股现金流量	1.18	1.69	1.69	2.03	2.29
净资产收益率	14.72%	28.31%	28.62%	29.34%	29.67%
P/E	83.91	46.10	38.03	31.66	26.66
PEG	1.64	2.22	-0.16	0.62	1.28
P/B	12.35	13.05	10.89	9.29	7.91

来源: wind, 中泰证券研究所

- 中长期可采用吨酒市值估值。国际龙头百威英博和喜力的吨酒市值均超过 16000 元，国内企业中重庆啤酒最高接近 15000 元，其余国内啤酒企业吨酒市值较低，还有较大提升空间。未来随行业格局优化，我们认为国内龙头企业吨酒市值有望向国际龙头和重庆啤酒靠拢。

**图表 74: 国际龙头吨酒市值远高于国内企业**


来源: wind, Bloomberg, 中泰证券研究所

- 短期来看，2019 年受益吨酒价格上升+包材成本下降，啤酒板块净利润有望实现高速增长。中长期看，啤酒行业人均销量变化不大，而消费升级、吨价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力，格局优的标的有望持续受益。国内啤酒行业正在进入新阶段，CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善

后竞争趋缓费用存在下降的可能，盈利能力存在较大的提升空间。啤酒格局定价，重庆啤酒是先行指标。我们推荐青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒。

## 风险提示

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

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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

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