

饮料制造

 春节超预期奠定一季报基础，全年成长空间仍足
-2019Q1 啤酒行业前瞻

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: xiongxiw@r.qizq.com.cn

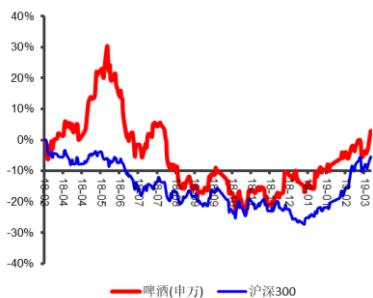
分析师：龚小乐

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)	109,271
行业流通市值(百万元)	75,236

行业-市场走势对比

相关报告

- 《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》2019.01.29
- 《提价滞后效应&成本要素驱动板块业绩加速释放》2018.12.12
- 《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	40.9	0.93	1.05	1.35	1.65	44	39	30	25	1.06	买入
重庆啤酒	33.7	0.68	0.83	1.00	1.17	50	41	34	29	1.64	买入
华润啤酒	27.6	0.36	0.48	0.68	0.86	76	58	41	32	0.99	买入

备注

投资要点

- 2019年1-2月行业量增长超预期。**2019年1-2月啤酒行业累计产量为539万千升，同比增长4.2%。自2018年9月以来，啤酒行业单月的产量增速环比持续加快。2019年1-2月餐饮业收入同比增长9.7%，环比2018年12月的9%加速（2018年全年增速为9.5%）；限上餐饮收入增长8.1%，环比2018年12月的5.5%加速明显（2018年全年增速为6.4%）。餐饮业的增速回升推动了啤酒行业量的增长，而限上餐饮更强的复苏趋势有利于啤酒行业的消费升级。零售端（非即饮渠道），2019年1-2月烟酒类零售额同比增长4.6%，环比2018年12月增速高点的8.4%明显放缓，主要因今年春节提前。同时，2019年1-2月全国平均最高温度呈上升趋势，济南和广州作为前两大啤酒生产省的省会，最高温度同比上升明显。
- 提价滞后效应及结构升级将推动吨酒价格上升。**啤酒企业提价时会出现执行滞后、短期加大渠道支持力度再逐步取消，直接提价需要一段时间才能完全反映。2018年初行业集体提价，但青岛啤酒提价从2018Q2才开始反应到报表端，燕京啤酒提价效果到2018Q3才大幅显现，因此2019Q1上市公司业绩仍将受益提价而增厚。消费升级将持续推动啤酒价格上升，2019年1月36大中城市瓶装啤酒的均价同比上升3%，罐装均价同比上升0.5%，进口啤酒的平均单价1月份同比增长2.4%。
- 2019Q1成本仍处于高位，玻璃瓶价格后续有望回落。**2018Q3箱板纸价格同比进入下降通道，2019Q1用料为2018Q3-Q4采购，价格下降10%-20%。进口大麦价格2018H2上升20%-30%，参考2007-08年进口大麦价格上涨，预计本次大麦涨价传导至吨酒麦芽成本的上升幅度在10%左右。啤酒成本中箱板纸与大麦占比接近，预计2019Q1两者波动相互抵消。草根调研反馈2018Q4啤酒企业玻璃瓶供应商报价处于高位，2019Q1玻璃瓶成本仍存在一定压力。目前玻璃期货价格同比进入下行通道，日用玻璃制品单月产量同比增速回升至持平水平，预计玻璃瓶产量恢复后价格有望回落。
- 2019年销售费用率有望下降。**啤酒行业低价竞争趋缓，龙头企业诉求从份额转向利润。以青岛啤酒为例，我们预计2019年销售费用率整体下行：（1）低价竞争趋缓，促销相关费用率下行；（2）裁员节约费用；（3）油价回落推动装卸及运输费用率下降；（4）今年无重大赛事，广告及业务费用率有望下降。草根调研反馈华润啤酒和百威英博同样通过裁员、缩减市场费用等方式追求利润，销售费用率呈下行趋势。
- 增值税率下降将显著增厚啤酒企业利润。**2019年4月1日起制造业等行业增值税税率从16%降至13%，减税对于利润率偏低的啤酒行业贡

献的利润弹性十分显著。以 2017 年财报数据为准，当增值税下调 3 个 pct 时，燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的净利润理论上将增长 104.3%、38.8%、28.7%、26.3%、15.5%。

- **啤酒上市公司 2019 年一季报及年报前瞻:** (1) 我们预计 2019Q1 青岛啤酒收入增长 7%，扣非后归母净利润增长 15%；2019 年收入增长 5%，扣非后归母净利润增长 30%。公司吨酒价格受益提价滞后及结构升级一季度仍有明显上升，澳麦价格上涨但公司锁价较早，预计今年麦芽成本无压力。(2) 我们预计 2019Q1 华润啤酒收入增长 6%，扣非后归母净利润增长 15%；2019 年收入增长 5%，扣非后归母净利润增长 35%。公司持续升级产品结构，整合喜力效果值得期待。2018 年公司开始加大关厂力度，过剩产能和低端产品有望收缩，提升中长期盈利能力。(3) 我们预计 2019Q1 重庆啤酒收入增长 6%，扣非后归母净利润增长 13%；2019 年收入增长 7%，扣非后归母净利润增长 20%。公司具备直接提价空间但更倾向于结构升级，一方面在实现重庆和乐堡品牌对山城品牌的替换后将继续提升主力产品价格带，另一方面有望加大高端产品 1664 的推广。
- **风险提示:** 因不可抗要素带来销量下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

内容目录

2019 年 1-2 月行业量增长超预期.....	- 5 -
提价滞后效应及结构升级将推动吨酒价格上升	- 7 -
2019Q1 成本仍处于高位，玻瓶价格后续有望回落.....	- 8 -
2019 年销售费用率有望下降.....	- 9 -
增值税率下降将显著增厚啤酒企业利润	- 10 -
啤酒上市公司 2019 年一季报及年报前瞻.....	- 11 -
风险提示.....	- 11 -

图表目录

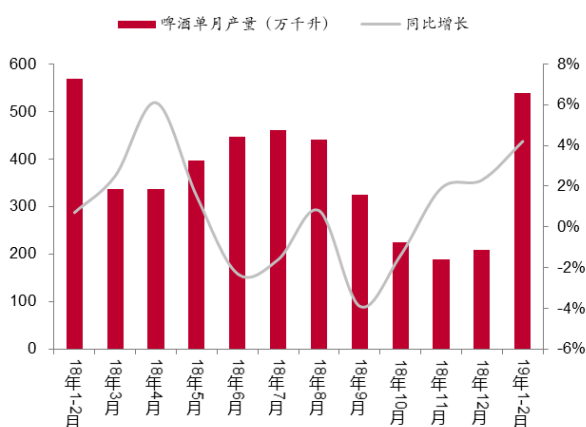
图表 1: 2019 年 1-2 月啤酒行业产量增长 4.2%.....	- 5 -
图表 2: 2018 年啤酒行业产量增速转正	- 5 -
图表 3: 即饮消费占据 51%的销量和 67%的销售额.....	- 5 -
图表 4: 2019 年 1-2 月餐饮收入环比加速.....	- 5 -
图表 5: 2019 年 1-2 月限上餐饮收入环比加速	- 6 -
图表 6: 2019 年 1-2 月烟酒类商品零售额环比放缓	- 6 -
图表 7: 2019 年 1-2 月全国平均最高温度上升 (℃)	- 6 -
图表 8: 2018 年主要啤酒生产省份产量的占比	- 6 -
图表 9: 2019 年 1-2 月济南最高温度同比变化 (℃)	- 6 -
图表 10: 2019 年 1-2 月广州最高温度同比变化 (℃)	- 6 -
图表 11: 啤酒企业 2018 年单季度吨酒价格变化.....	- 7 -
图表 12: 2019 年 1 月啤酒平均零售价同比上升.....	- 7 -
图表 13: 2019 年 1 月进口啤酒平均单价同比上升	- 7 -
图表 14: 箱板纸价格回落.....	- 8 -
图表 15: 进口大麦价格上升	- 8 -
图表 16: 玻璃期货价格走势.....	- 8 -
图表 17: 日用玻璃制品产量单月同比增速.....	- 8 -
图表 18: 2018H 青岛啤酒销售费用构成.....	- 9 -
图表 19: 青岛啤酒销售费用细项占收入比.....	- 9 -
图表 20: 青岛啤酒销售人员减少.....	- 9 -
图表 21: 2019 年汽油价格回落.....	- 9 -
图表 22: 华润啤酒销售费用率下降.....	- 10 -
图表 23: 百威英博销售费用率下降.....	- 10 -

图表 24: 百威英博亚太区职工人数减少..... - 10 -

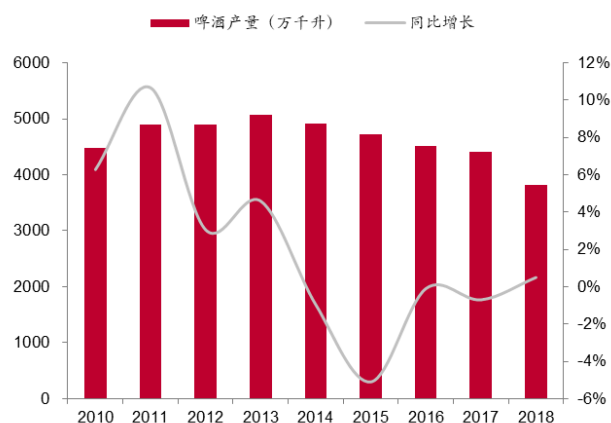
图表 25: 增值税从 16% 下调至 13% 将显著增厚啤酒企业利润 (百万元) - 11 -

2019年1-2月行业量增长超预期

- 2019年1-2月啤酒行业产量增长4.2%超预期。**根据国家统计局数据，2019年1-2月啤酒行业累计产量为539万千升，同比增长4.2%。自2018年9月以来，啤酒行业单月的产量增速环比持续加快。2018年啤酒行业产量同比增长0.5%，经历四年下滑后止跌，预计未来产量将保持平稳趋势。我们认为在量无明显增长的情况下，随着行业产能出清，竞争将从市场份额的争夺转向产品结构升级。

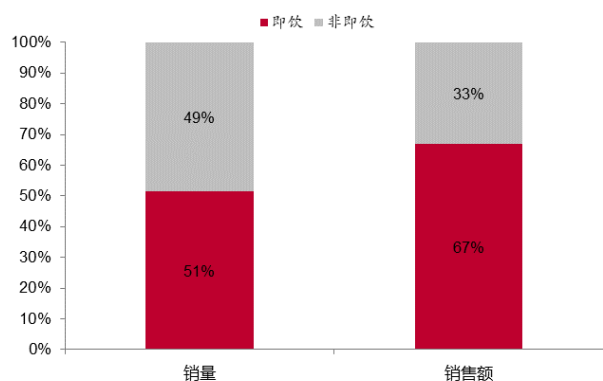
图表1：2019年1-2月啤酒行业产量增长4.2%


来源：wind、中泰证券研究所

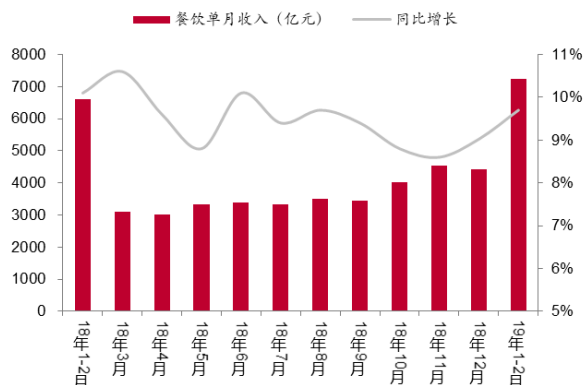
图表2：2018年啤酒行业产量增速转正


来源：wind、中泰证券研究所

- 餐饮渠道复苏带动销量增长，零售渠道受春节错位影响增速环比放缓。**根据 Euromonitor，即饮消费渠道占据了我国51%的啤酒消费量和67%的啤酒销售额，非即饮占据49%的消费量和33%的销售额。2019年1-2月我国餐饮业收入同比增长9.7%，环比2018年12月的9%加速(2018年全年增速为9.5%)。尤其是限上餐饮收入在2019年1-2月增长8.1%，环比2018年12月的5.5%加速明显(2018年全年增速为6.4%)。我们认为餐饮业的增速回升推动了啤酒行业量的增长，而限上餐饮更强的复苏趋势有利于啤酒行业的消费升级。在商品零售端(非即饮渠道)，2019年1-2月烟酒类零售额同比增长4.6%，环比2018年12月增速高点的8.4%明显放缓，主要因为今年春节错位部分出货提前至12月。

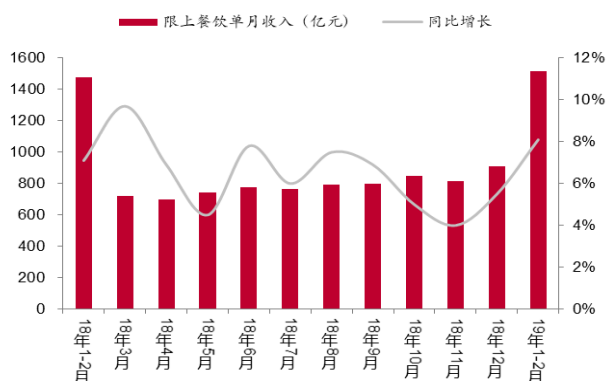
图表3：即饮消费占据51%的销量和67%的销售额


来源：Euromonitor、中泰证券研究所

图表4：2019年1-2月餐饮收入环比加速


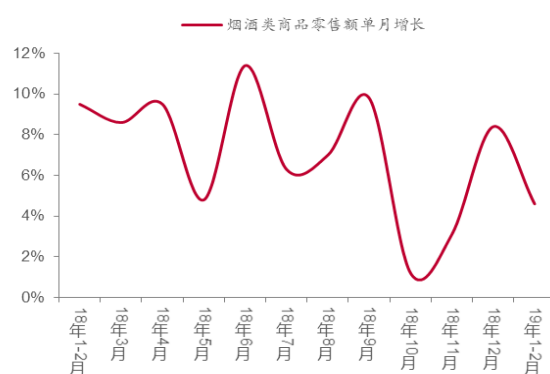
来源：wind、中泰证券研究所

图表 5: 2019 年 1-2 月限上餐饮收入环比加速



来源: wind、中泰证券研究所

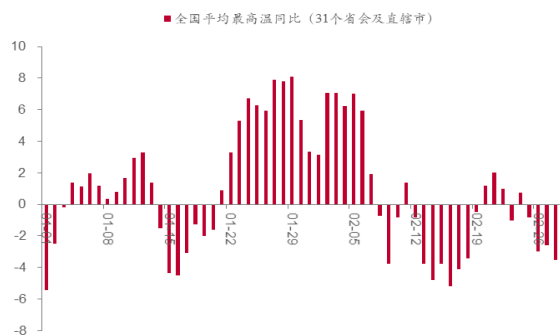
图表 6: 2019 年 1-2 月烟酒类商品零售额环比放缓



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

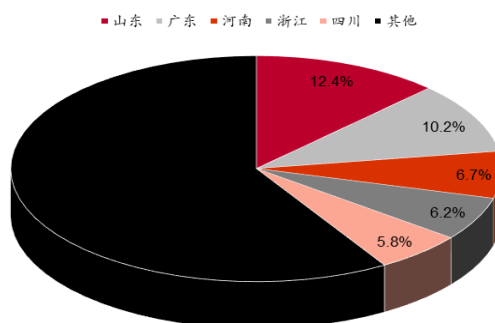
■ **2019 年 1-2 月全国气温同比上升推动啤酒消费量增长。**我们统计了全国 31 个省会及直辖市在 2019 年 1-2 月每日最高温度的均值，并计算了同比的变化。2019 年 1-2 月全国平均最高温度同比上升的天数多于下降的天数，且同比上升的幅度（最大为 8 度）也大于同比下降的幅度（最大为 5 度）。分地区看，2018 年山东和广东两个啤酒生产大省占据了全国 23% 的产量，远领先于第三名河南省的产量。2019 年 1-2 月济南和广州作为前两大啤酒生产省的省会，从天数和幅度看气温均有明显提升。

图表 7: 2019 年 1-2 月全国平均最高温度上升(℃)



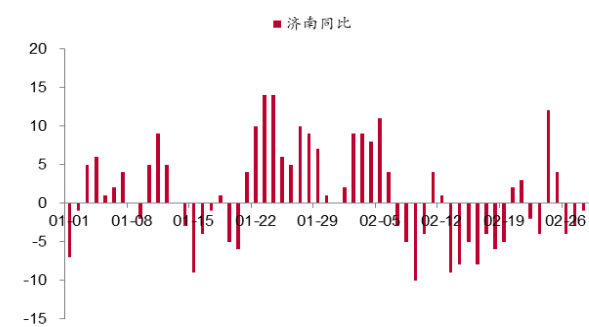
来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 2018 年主要啤酒生产省份产量的占比



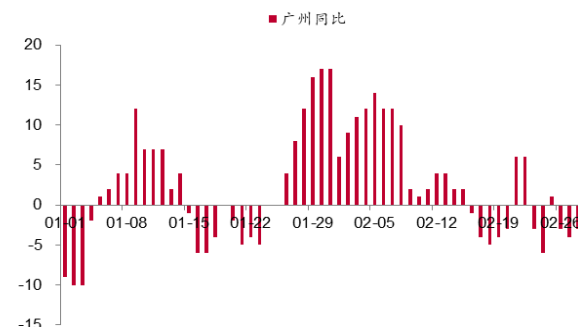
来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 2019 年 1-2 月济南最高温度同比变化(℃)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 2019 年 1-2 月广州最高温度同比变化(℃)

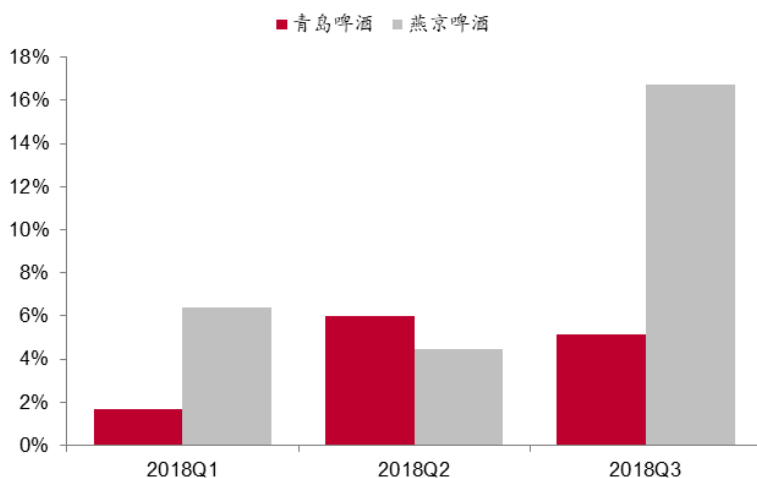


来源: wind、中泰证券研究所

提价滞后效应及结构升级将推动吨酒价格上升

- **2018年初提价存在滞后效应，2019Q1仍将受益。**啤酒企业提价时会出现执行延后、短期加大渠道支持力度再逐步取消等情况，因此直接提价需要一段时间才能完全反映。2018年初行业集体提价，但青岛啤酒2018Q1吨酒价格涨幅不到2%，Q2-Q3涨幅均超过5%，提价从2018Q2才开始反应到报表端；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%，提价效果直到2018Q3才大幅显现。因为提价滞后效应，2019Q1上市公司业绩仍将受益提价而增厚。

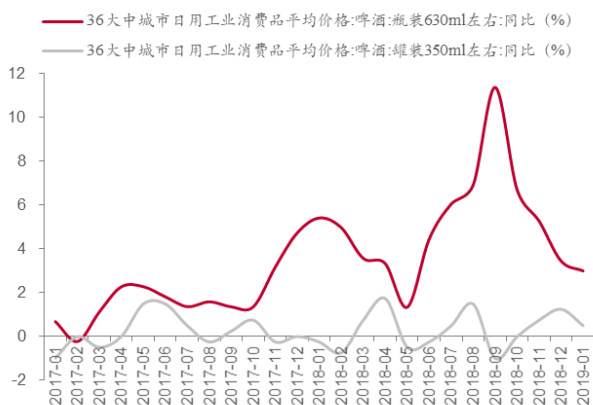
图表 11: 啤酒企业 2018 年单季度吨酒价格变化



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）

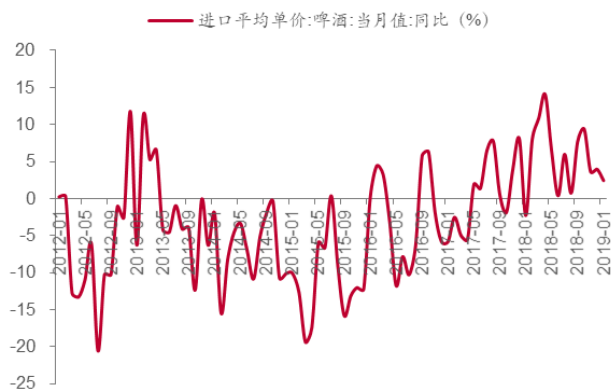
- **啤酒行业消费升级将持续推动价格上升。**在行业新增产能减少及现有产能去化的背景下，啤酒行业开启消费升级。2019年1月36大中城市瓶装啤酒的均价同比上升3%，罐装均价同比上升0.5%。进口啤酒的平均单价在1月份同比增长了2.4%，进口均价从2017H2开始保持上升趋势，也反映了啤酒行业的结构升级。

图表 12: 2019 年 1 月啤酒平均零售价同比上升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 13: 2019 年 1 月进口啤酒平均单价同比上升

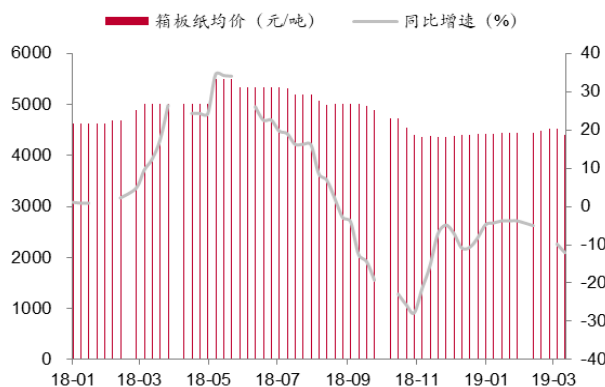


来源：wind、中泰证券研究所

2019Q1 成本仍处于高位，玻璃瓶价格后续有望回落

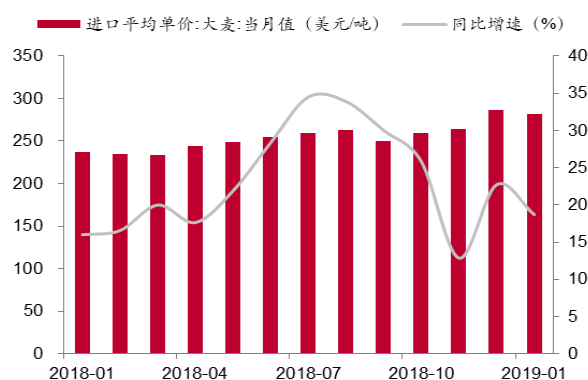
- 箱板纸价格回落，进口大麦价格上升。**受益环保限产政策放宽，2018Q3 箱板纸价格同比进入下降通道。通常采购周期 3-6 个月，则 2019Q1 用料为 2018Q3-Q4 采购，箱板纸价格同比下降 10%-20%。进口大麦价格由于澳麦歉收价格上升，通常为一年或半年定价，2018H2 价格上升 20%-30%。由于存在国产大麦的替代，参考 2007-08 年连续两年进口大麦价格上涨幅度均超过 50%，但青岛啤酒 2007 年吨酒麦芽成本并未出现上升，仅 2008 年上升 16%，燕京啤酒 2008 年吨酒主要原料（不含包装材料）上升 17%。我们认为 2018 年进口大麦价格上涨传导至厂家的吨酒麦芽成本的上升幅度在 10%左右。啤酒成本中箱板纸与大麦占比接近，预计 2019Q1 两者波动相互抵消。

图表 14: 箱板纸价格回落



来源: wind、中泰证券研究所

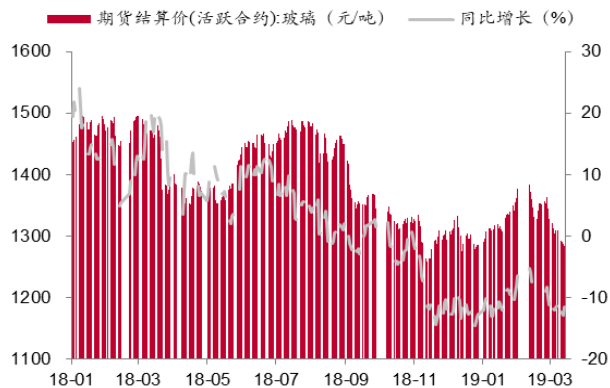
图表 15: 进口大麦价格上升



来源: wind、中泰证券研究所

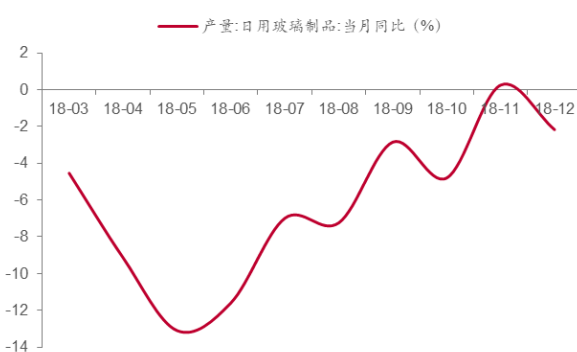
- 玻璃瓶价格仍处高位，后续有望回落。**草根调研反馈 2018Q4 啤酒企业玻璃瓶供应商报价仍处于高位，预计 2019Q1 玻璃瓶成本仍存在一定压力。目前玻璃期货价格同比已进入下行通道，日用玻璃制品单月产量同比增速回升至持平水平。预计随环保限产放宽，玻璃瓶产量恢复，价格有望回落。

图表 16: 玻璃期货价格走势



来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 日用玻璃制品产量单月同比增速



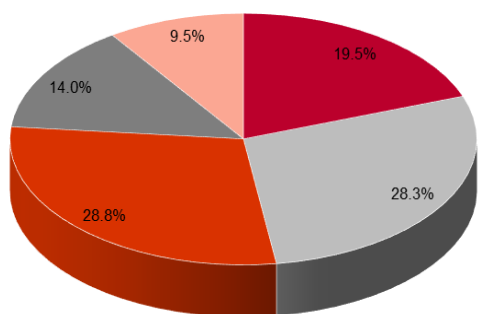
来源: wind、中泰证券研究所

2019 年销售费用率有望下降

- 低价竞争趋缓，龙头企业诉求从份额转向利润，2019 年销售费用率有望下降。**以青岛啤酒 2018H 销售费用为例，主要包括促销相关费用、职工薪酬、装卸及运输费用、广告及业务费用。由于汽油价格上涨及 2018 年世界杯宣传，2018H 装卸及运输费用率和广告及业务费用率分别上升 1.2 和 1 个 pct，导致销售费用率整体上升 0.8 个 pct（为报表还原后口径）。我们预计 2019 年销售费用率整体下行：（1）低价竞争趋缓，行业转向结构升级，促销相关费用率自 2014H 下行，2019 年仍将保持该趋势；（2）青岛啤酒销售人员从 2014 年的 16152 人减少至 2017 年的 12343 人，草根调研反馈 2019 年将继续裁员节约费用；（3）汽油价格从 2017H2 开始上升导致 2018H 装卸及运输费用率上升，2018 年底油价回落，目前价格略低于去年同期；（4）2018 年由于世界杯广告及业务费用率上升，今年无重大赛事费用率同比有望下降。

图表 18: 2018H 青岛啤酒销售费用构成

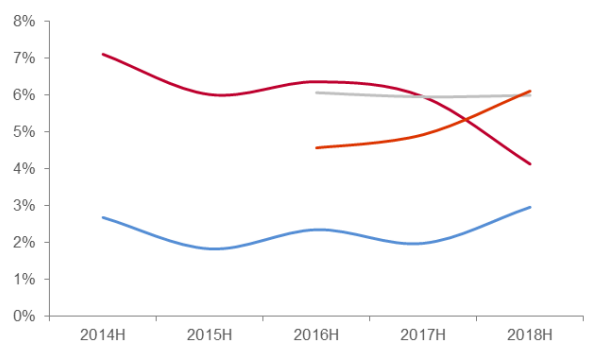
■ 促销相关费用 ■ 职工薪酬 ■ 装卸及运输费用 ■ 广告及业务宣传费用 ■ 其他



来源：公司公告、中泰证券研究所（还原到会计准则调整前）

图表 19: 青岛啤酒销售费用细项占收入比

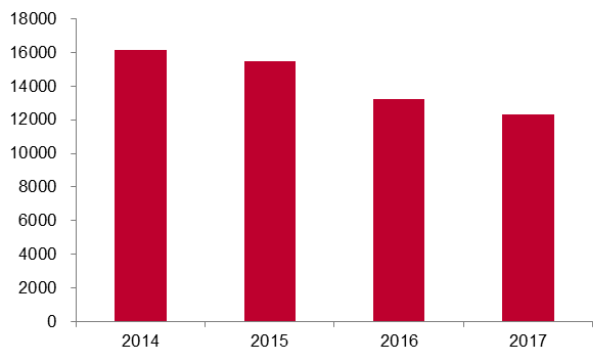
— 促销相关费用 — 职工薪酬 — 装卸及运输费用 — 广告及业务宣传费用



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 青岛啤酒销售人员减少

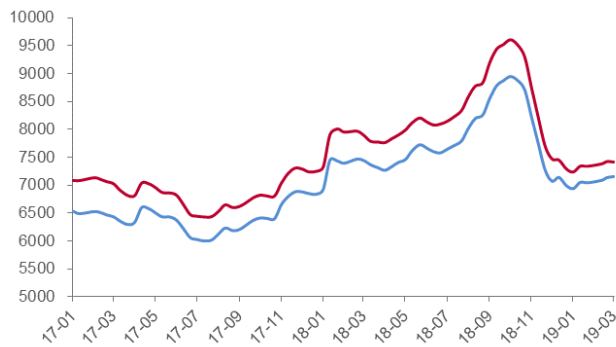
■ 销售人员



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 2019 年汽油价格回落

— 市场价:汽油(97#):全国 (元/吨) — 市场价:汽油(93#):全国 (元/吨)

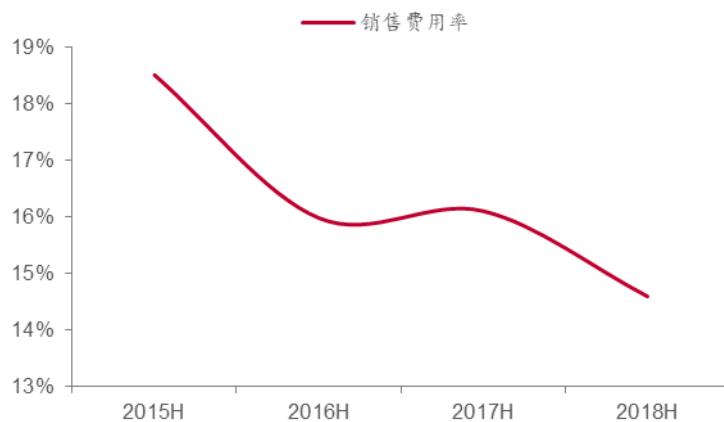


来源：wind、中泰证券研究所

- 华润啤酒和百威英博销售费用率下行，企业追求利润。**作为市占率第一和第三的另外两家啤酒巨头，草根调研反馈华润啤酒和百威英博同样通过裁员、缩减市场费用等方式追求利润。华润啤酒销售费用率自 2015H 以来呈下降趋势，2018H 销售费用率同比下降 1.5 个 pct；百威英博收购 SAB 后债务压力较大，2017 和 2018 年全球销售费用率下降，亚太

区 2017 和 2018 年大幅缩减人员节约费用。

图表 22: 华润啤酒销售费用率下降



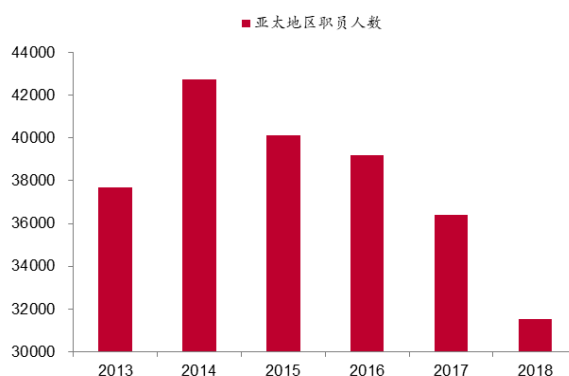
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 百威英博销售费用率下降



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

图表 24: 百威英博亚太区职工人数减少



来源：Bloomberg、中泰证券研究所

增值税率下降将显著增厚啤酒企业利润

- **增值税调减有利啤酒企业，2019Q2 利润弹性有望加速释放。**2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%，减税对于利润率偏低的啤酒行业贡献的利润弹性十分显著。通过测算，减税可大幅增厚盈利能力较弱的啤酒企业的业绩。以 2017 年财报数据为准，当增值税下调 3 个 pct 时，燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的净利润理论上将增长 104.3%、38.8%、28.7%、26.3%、15.5%。

图表 25: 增值税从 16% 下调至 13% 将显著增厚啤酒企业利润 (百万元)

公司	收入	成本	原辅材料占比	增值税节省值	节省增值税所降低的税费附加	所得税	净利润增加值	净利润	净利润同比
	A	B	C	$D=(A-B*C)*(16\%-13\%)$	$E=D*11\%$	$F=(D+E)*25\%$	$G=D+E-F$	H	$I=G/H$
华润啤酒	30,235	19,703	60%	552	61	153	460	1,186	38.8%
青岛啤酒	26,277	15,622	75%	437	48	121	364	1,382	26.3%
燕京啤酒	11,196	7,129	56%	216	24	60	180	173	104.3%
重庆啤酒	3,176	1,926	60%	61	7	17	50	326	15.5%
珠江啤酒	3,764	2,290	65%	68	8	19	57	198	28.7%

来源: 中泰证券研究所, wind

啤酒上市公司 2019 年一季报及年报前瞻

- (1) 青岛啤酒
 - 我们预计 2019Q1 青岛啤酒收入增长 7%, 扣非后归母净利润增长 15%; 2019 年收入增长 5%, 扣非后归母净利润增长 30%。公司吨酒价格受益提价滞后及结构升级一季度仍有明显上升, 产品结构升级是今年重点, 公司用 1903 逐步替代大单品经典。成本方面澳麦价格上涨, 但青岛啤酒锁价较早且购入量足以满足 2019 年需求, 预计今年麦芽成本无压力。一季度纸箱价格已经回落, 玻璃瓶价格存在一定压力。
- (2) 华润啤酒
 - 我们预计 2019Q1 华润啤酒收入增长 6%, 扣非后归母净利润增长 15%; 2019 年收入增长 5%, 扣非后归母净利润增长 35%。公司持续升级产品结构, 整合喜力效果值得期待。2018 年公司开始加大关厂力度, 过剩产能和低端产品有望收缩, 提升中长期盈利能力。
- (3) 重庆啤酒
 - 我们预计 2019Q1 重庆啤酒收入增长 6%, 扣非后归母净利润增长 13%; 2019 年收入增长 7%, 扣非后归母净利润增长 20%。公司具备直接提价空间但更倾向于结构升级, 一方面在实现重庆和乐堡品牌对山城品牌的替换后将继续提升主力产品价格带, 另一方面有望加大高端产品 1664 的推广。

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。