

证券研究报告—深度报告

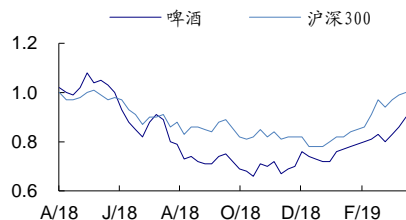
啤酒

行业深度报告

超配

2019年04月03日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《行业深度报告: 提价延伸品质为根, 跟踪猜想价值为王》——2018-04-11
《行业跟踪快评: 收购讯息再掀波澜, 强强联手顺应时势》——2018-03-13
《行业跟踪快评: 稳量增利新思路, 提价不止一小步》——2018-01-09
《啤酒行业系列研究之一: 啤酒行业破局在即》——2017-04-10

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

证券分析师: 郭尉

电话: 15210587234
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

量稳价增利好频现, 空间广阔向阳而生

● 概况: 估值处上行通道, 业绩逐步回升

啤酒板块去年涨幅前高后低、近期反弹, 估值经 2019 年有所回升, 目前仅相当于 2016H1 估值水平, 历史纵比估值仍有上升势能。板块 18 年业绩明显改善, 展望 2019, 我们认为持续性的产品结构升级带动吨价上行, 叠加提价滞后影响及成本高位回稳带来剪刀差带来利润弹性, 费用管控和增值率下行利好业绩改善。

● 详解: 量平价增, 成本及费用影响趋缓

2019 年前 2 月啤酒产量同增 4.2%, 较去年加速回升, 临旺季销量预计平稳积极, 综合考虑前期提价时点、产品结构占比以及区域竞争力因素, 重点公司综合提价幅度约在 4~8%, 结合各家持续推进的高端新品推广和产品结构升级的确定性表现, 对 2019 年均价上行的持续性保持乐观。成本端, 纸价下行抵消大麦涨价影响, 玻瓶高位趋稳, 整体压力趋缓, 提价滞后影响带来利润剪刀差有望显现。企业利润诉求增强, 行业竞争方式改变, 2019 年销售费用率有望持续下降, 品牌投入倾向增强, 另 4 月 1 日增值率调低利好低利润率的啤酒行业, 预计利润弹性有望加速释放。未来啤酒均价提升进入常态, 主流产品价格带有望从 4-5 元上升到 6-8 元价格带。国内啤酒厂商与海外企业均价、利润率、吨酒市值相比仍有较大差距, 毛利率较外企低 15-20pcts, EBITDA 利润率、吨酒市值均有成倍提升空间, 未来长期均价、净利率回归下仍有较大投资机会。

● 前瞻: 对标海外, 向阳而生

从美国及日本历史发展来看, 行业内产品高端化加速拉升均价弥补量能缺陷, 同时内部品牌整合推动市场集中度提升趋势向好; 核心龙头对外通过并购、海外扩张等形式获取更广袤的市场容量和区域竞争优势, 同时对内控制费用节约成本, 迈出了业绩及市值双击路径。借鉴对比, 未来国内啤酒龙头通过多类产品升级、提质提价、关厂提效控本等方式提升盈利能力, 并且通过合作收购的方式集中优质资源发展, 改善区域竞争格局减缓费用投入, 将有效提升业绩。

投资建议: 重点推荐: 重庆啤酒: 产品升级、区域深耕持续受益, 提前完成产能梳理后 ROE 高质成长独树一帜, 未来有资产整合预期, 区域龙头未来品牌价值往外延伸、定价权逐渐强化趋势明显; **青岛啤酒:** 品牌力支撑下中高端产品表现积极, 均价上行仍有空间, 关厂加速虽短期带来一定减值压力但长期利于经营效率提升, 受益竞争格局清晰化、费用管控带来业绩弹性; **建议关注: 燕京啤酒:** 关注弱势区域经营优化减亏效果, 产品均价基数低, 改善空间较大; **华润啤酒:** 龙头规模优势明显, 产能优化目标明确, 短期或存关厂减值和员工遣散费用压力, 但未来推出高端新品同时结合喜力品牌逐步进攻中高端市场, 有望拉升价格体系, 此外提价控费等常规动作也将利好经营性利润上升。

风险因素: 结构升级不及预期; 成本大幅波动; 产能优化减缓

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600132	重庆啤酒	买入	36.70	178	0.84	1.01	43.7	36.3
600600	青岛啤酒	买入	46.15	623	1.05	1.26	43.9	36.6
000729	燕京啤酒	增持	6.63	187	0.12	0.15	55.3	44.2
0291.HK	华润啤酒	增持	32.85	1060	0.35	0.55	93.9	59.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测, 港股单位为港元

内容目录

概况：估值处上行通道，业绩逐步回升	5
啤酒板块 18 年涨幅前高后低、19 年以来涨幅偏小	5
啤酒板块估值仍有修复空间	5
业绩逐年改善，基本面趋好	6
详解：量平价增，成本及费用影响趋缓	8
吨均价：直接提价+结构升级叠加影响	9
吨成本：包材高位回落、原材料合理管控，增幅望回落	12
长期愿景：国内啤酒公司盈利与市值仍有较大想象空间	15
前瞻：对标海外，向阳而生	17
美国市场：集中度提升，精酿快速发展拉动均价	17
日本市场：销量低迷，产品改良创新争市场	20
借鉴海外：国内市场潜力十足，龙头企业向阳而生	22
投资建议	26
推荐啤酒板块，短期业绩有弹性，中长期产品升级盈利稳增	26
分析师承诺	28
风险提示	28
证券投资咨询业务的说明	28

图表目录

图 1: 食品饮料子版块涨跌幅表现	5
图 2: 食品饮料子版块历史估值变化	5
图 3: 啤酒板块营业收入增长回正	6
图 4: 啤酒板块归母净利润逐渐回升	6
图 5: 36 大中城市瓶装啤酒平均价逐年上升	6
图 6: 2017 年各国啤酒平均零售价格 (美元/升)	7
图 7: 啤酒行业产能利用率低, 龙头产能利用率仅能维持在 70%	8
图 8: 2019 年啤酒产量同比增长进一步提升	9
图 9: 啤酒行业重点公司产品结构比较 (按吨价划分)	9
图 10: 啤酒行业分省竞争格局及区域龙头 (2017)	10
图 11: 重点啤酒公司均推出中高端新品	11
图 12: 啤酒行业重点公司吨价变化趋势 (2013~2017)	12
图 13: 青岛啤酒原材料成本占比	12
图 14: 青岛啤酒包材成本占比	12
图 15: 原材料价格增速与重点公司吨均成本增速走势 (2013~2017)	13
图 16: 公司吨均成本变化与对比	13
图 17: 瓦楞纸价格走势 (2014.01~2018.12)	14
图 18: 铝板价格走势 (2010.10~2018.12)	14
图 19: 玻璃指数走势 (2010.01~2018.12)	14
图 20: 进口大麦均价走势 (2013.03~2018.12) (美元)	14
图 21: 百威英博市值变化 (亿美元) (2008~2018)	16
图 22: 海外啤酒公司市值变化 (亿美元) (2008~2018)	16
图 23: PE 估值倍数 (按公司, 2008-2017)	16
图 24: 国际啤酒分年份 PE 最大值最小值及上下四分位统计 (2008~2017)	16
图 25: 国际啤酒分企业 PE 最大值最小值及上下四分位统计 (2008~2017)	16
图 27: 百威英博盈利能力变化 (2003~2017)	19
图 28: 百威英博每公升收入变化 (2011~2017)	20
图 29: 百威英博 SG&A 占收入比重变化 (2003~2017)	20
图 30: 百威英博销售费率及管理费率变化 (2003~2017)	20
图 31: 日本啤酒销量变化 (百万箱) (1990~2015)	21
图 33: 朝日啤酒重大海外并购及市值变化 (百万日元) (2008~2017)	22
图 34: 中国市场啤酒销量变化 (2002-2017)	23
图 35: 中国淡啤市场产品结构 (2011-2016)	23
图 36: 美国淡啤市场产品结构 (2011-2016)	23
图 37: 国内外主要啤酒公司 SG&A 占收入比重变化 (2008-2017)	24
图 38: 啤酒行业集中度上升, CR5 接近 75%	24
图 39: 国内外主要啤酒公司毛利率 (2008~2017)	25
图 40: 国内外主要啤酒公司 EBITDA 利润率 (2008~2017)	25
图 41: 海外龙头与国内品牌吨酒市值存在明显差距	25
图 42: 国内外主要啤酒公司 PE 估值倍数 (2008-2017)	26
表 1: 五大啤酒龙头企业产品分类	7
表 2: 2018 年部分公司分区域提价幅度测算结果	11
表 3: 增值税自 16% 调降至 13% 的利润增厚影响	15
表 4: 估算重点公司中长期盈利及市值空间	17
表 5: 美国啤酒酿造业市场份额前十名 (1950/2005)	18
表 6: 中国啤酒市场产品结构变化 (2011-2016)	23

投资摘要

在上一篇啤酒报告中我们围绕啤酒行业 2018 年初以来的提价情况和渠道反馈进行研究，据此判断国内啤酒提价减压为战术，根本上是以中高端产品升级、改善产能效率、强化营销提升品牌溢价力为中长期策略，战略上显现的是各家龙头从价格战到价值战、从低端到高端的竞争转型。

自 2018 年中青岛啤酒再次传出提价动作、8 月初华润啤酒联姻喜力啤酒剑指高端、11 月喜力啤酒及百威啤酒中国区先后提价，我们前期猜想不断被市场印证，站在当前时点上，市场关注点主要包括：一. 结构升级及提价对啤酒公司业绩影响效果；二. 中长期啤酒公司的业绩和估值提升空间；三. 海外相似发展阶段下成熟企业的经验借鉴。

经过分析和总结，我们认为啤酒行业具备拐点性投资机会，尽管由于产品价格提升后短期匹配折扣加大以及关厂减值影响，报表端业绩未完全反应均价提升利好，但随着提价滞后影响+成本趋稳下剪刀差逐步显现、旺季来临销量回升以及增值税率下调等利好因素，2019 年啤酒龙头业绩弹性有望放大，当前估值仍在上行通道；中长期视角看国内啤酒企业产品高端化升级以及产能提效优化的发展路径确定性强，对标海外市场和龙头企业发展经验，国内随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善将引导利润率回升，国内啤酒行业及重点龙头企业仍存较大投资配置机会。

核心假设或逻辑

- 第一，国内啤酒产品结构升级和关厂提效确定性强，中长期空间明确
- 第二，当前成本价格回稳，提价滞后影响叠加税率下行利好，业绩有望改善。
- 第三，当前估值仅相当于 2016H1 估值水平，仍有上升势能。

股价变化的催化因素

- 第一，中高端新品销售积极以及提价动作拉动均价提升。
- 第二，成本价格回稳及税率优化带来业绩弹性。

核心逻辑主要风险

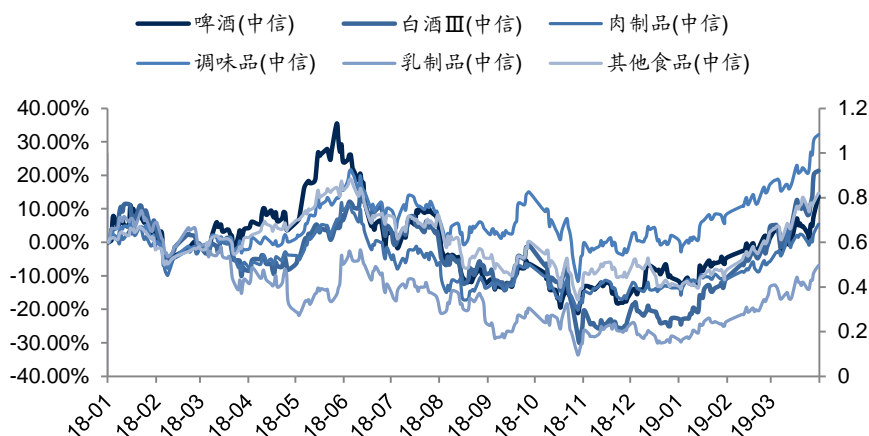
- 第一，消费升级低于预期，啤酒终端价格提升不畅。
- 第二，成本大幅波动，幅度大于提价幅度影响业绩。
- 第三，产能调整节奏放缓，产能利用率提升效果趋弱。

概况：估值处上行通道，业绩逐步回升

啤酒板块 18 年涨幅前高后低、19 年以来涨幅偏小

啤酒受益去年初提价带动曾在 2018 年 5、6 月份有明显超额收益，后续有所回落；相对变动低于其他几大子版块（白酒、调味品、乳制品、小食品等），2019 年以来随整体板块回升，但整体涨幅低于白酒、调味品等，上涨势能未充分释放。

图 1：食品饮料子版块涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

啤酒板块估值仍有修复空间

纵向看历史，啤酒板块估值经过 2018 年中超过 60 倍高点大幅回落至目前 40 倍左右。从 2015 年以来估值水平看，目前按整体法算的 TTM 估值仅相当于 2016H1 上升期的估值水平，纵比历史估值修复仍有空间，考虑到夏季旺季销售来临前新品结构升级、增值税下降、提价效能释放等催化因素，仍有估值修复空间。

图 2：食品饮料子板块历史估值变化

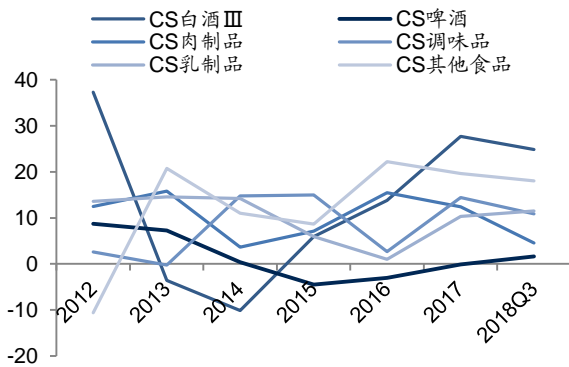


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

业绩逐年改善，基本面趋好

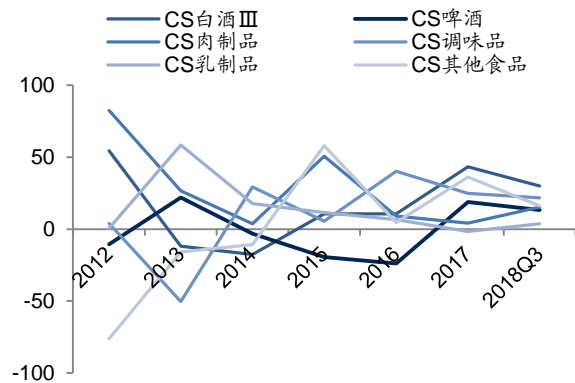
从业绩上看，中信啤酒板块收入 2015-2017 年同比下滑，但幅度逐年收窄，2018Q3 同增归正实现同比 1.6% 的增长。利润端，啤酒 2013-2016 年归母净利润增速逐渐下滑，但 2017 年后增速回正，2018Q3 实现归母净利润同增 13.2%。我们认为业绩改善一方面源于啤酒企业产品均价提升以及直接提价行为的增厚，另一方面也源于企业经营理念从要份额到要利润的转型，产能利用率改善、控制费用支出提升业绩。

图 3：啤酒板块营业收入增长回正



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：啤酒板块归母净利润逐渐回升

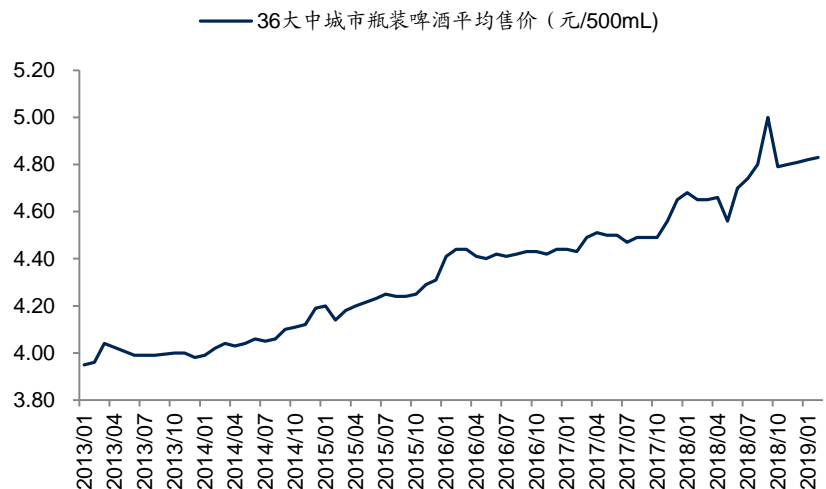


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

展望 2019，我们认为持续性的产品结构升级带动吨价上行，叠加成本高位回稳对于业绩压力的降低，有望推动啤酒板块业绩加速修复。

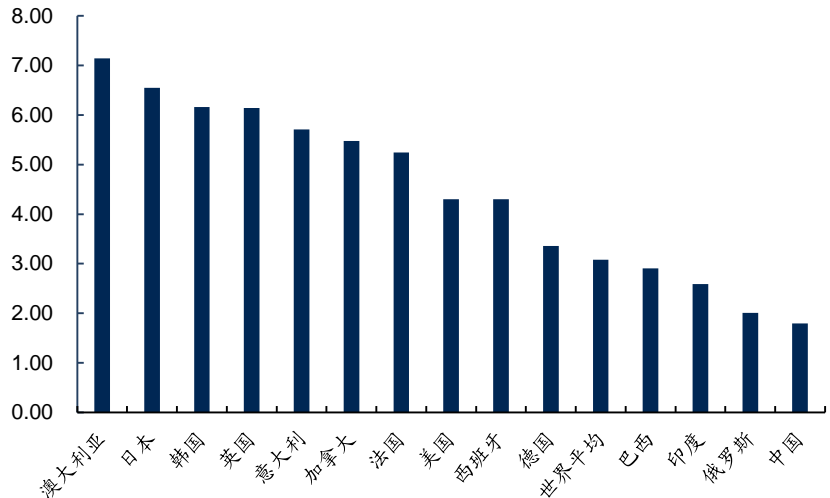
业绩修复动能一：啤酒消费价值回归，新品层出提结构。目前我国人均啤酒消费量达 36.2L/年，与消费习惯相近的日本（43.8L/年）和韩国（37.2L/年）差异已经不大，从量的角度而言提升空间相对有限。与消费数量不匹配的是中国啤酒消费金额较低，Euromonitor 数据显示中国啤酒消费金额比全球平均水平低 32%。2017 年中国啤酒零售价格约为 1.8 美元/升，相当于 5.4 元/500ml，中国啤酒零售价格不足日韩的 1/3，也仅占世界平均水平的 3/5。目前中国啤酒零售价格处于低位，价格提升动能充足，从统计局数据亦显示国内瓶装啤酒平均售价逐年提升。

图 5：36 大中城市瓶装啤酒平均价逐年上升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2017 年各国啤酒平均零售价格 (美元/升)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

消费价格敏感度降低, 国内啤酒品牌加码布局高端。随着消费升级推动, 消费者愿意为喝好啤酒支付溢价, 中高端产品将提升品牌价值增长空间。伴随消费需求结构性升级带来的提价环境改善, 国内啤酒企业纷纷以内功或外力 (如重啤借助嘉士伯、华润借助喜力) 打造中高端产品, 优化产品种类和品种结构, 啤酒结构性提价长期将成为必然。以龙头品牌华润为例, 华润啤酒将在 2019 年 5 月份推出一款新产品“马尔斯绿”, 该新产品价格定位在“匠心营造”15 元之下, 在 SuperX 的 8 元之上, 终端价格定位为 12 元, 借此形成酒四大主力产品: Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱, 分别对应 8-9 元, 12 元, 15 元, 20 元四个终端价位段。其中 Super X 针对年轻群体, 马尔斯绿针对潮流时尚阶层, 匠心营造主打餐饮终端美食主题, 脸谱以中国文化为根陆续改造换包装设计实现出口。通过不同高端产品针对不同的群体将实现中高端群体啤酒消费需求最大化的满足。其余龙头企业也在中高端品类上持续推新, 重啤新品基本处于 10 元以上价位, 而青啤则着力打造 1903、奥古特、纯生等核心产品。

表 1: 五大啤酒龙头企业产品分类

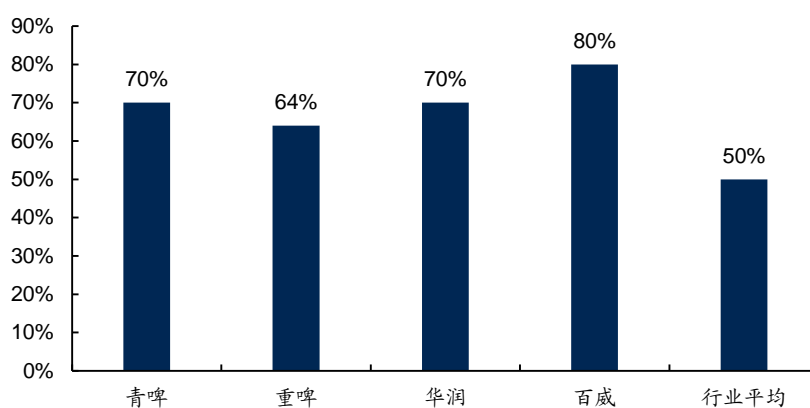
企业	高端啤酒 (>10 元/500ml)	中档啤酒 (6-10 元/500ml)	经济啤酒 (<6 元/550ml)
华润雪花	雪花脸谱、雪花黑啤、匠心营造	雪花纯生、SuperX	勇闯天涯、冰酷、清爽
青岛啤酒	精酿 1903、青岛黑啤、皮尔森全麦	奥古特、全麦白啤、青岛纯生	淡爽欢动、崂山
百威英博	科罗娜、福佳、时代啤酒、乐飞啤酒	百威啤酒	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
燕京啤酒	燕京白啤	燕京黑啤、燕京纯生、帝道	鲜啤、燕京无醇系列、燕京特色系列
重庆啤酒 (嘉士伯)	重庆纯生、克伦堡 1664 大师嘉选系列、自然泡苹果汽水	嘉士伯、怡乐仙地、重庆国宾系列、乐堡	山城

资料来源: 京东商城、国信证券经济研究所整理

业绩修复动能二: 前期提价效应逐渐体现, 剪刀差下盈利回升。前期包材成本上涨、近期原材料大麦成本上涨拉动啤酒成本上行, 但龙头企业通过 2018 初以来直接提价动作逐渐缓解成本上升压力, 后期一方面提价滞后影响逐渐体现, 另一方面成本压力趋缓, 剪刀差下盈利能力有望提升, 后文将重点讨论。

业绩修复动能三：关闭低效工厂，提升产能利用率。当前啤酒行业整体产能利用率低，国内龙头产能利用率也仅能维持在 60-70%左右。关闭盈利能力低下的工厂，短期可以减少费用开支，提升利润；长期可以减少公司折旧，提升产能利用率，轻装上阵利润率加速回归。从企业厂能动态来看，外资关厂更坚决，而国企由于在扩张建厂时获得政府税收、土地等政策、资源优惠，实际关厂比建厂难度还大，处理关厂带来的遗留问题更是需要漫长周期。而几家龙头企业的关厂策略更坚决，除了前几年已基本完成产能调整的重庆啤酒外，从已经披露的 2018 年报可以看到，华润啤酒持续推动优化产能布局，去除低效产能，2018 年内已停止营运 13 间啤酒厂，预计 2019 年还将进一步落实关厂策略。截至 2018 年年底，华润啤酒在国内共营运 78 间啤酒厂，年产能约 2100 万千升；青岛啤酒 2018 年加速关厂，关闭了上海、芜湖 2 家工厂。尽管关厂短期带来减值压力，但长期有望提升产能效率、减少无效支出，从而拉升利润率。

图 7：啤酒行业产能利用率低，龙头产能利用率仅能维持在 70%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

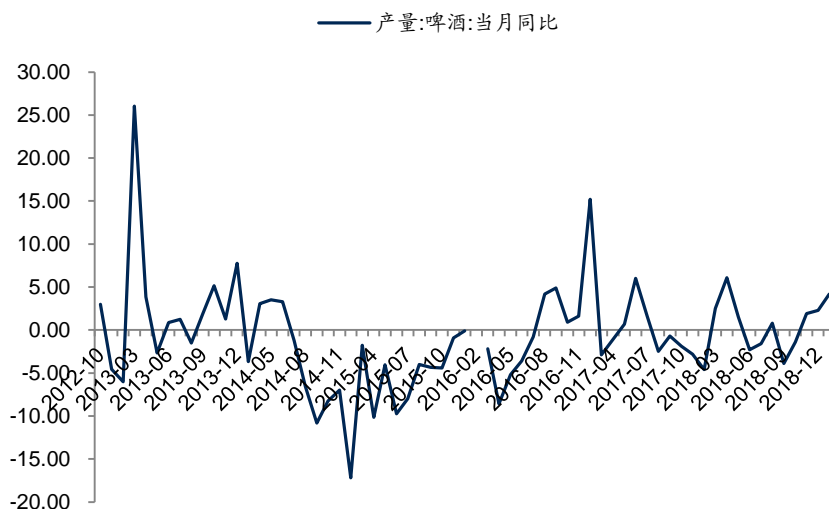
业绩修复动能四：理性竞争，企业经营重心向利润倾斜。五大龙头企业在近几年都经历了不同程度的业务重组收购，管理层更迭，高层经营思路发生转变，利润指标也纳入了对管理层业绩的考核中。总体而言，各家都意识到在过去抢低端市场份额中恶性投费用、扩产能带来的非健康增长难以持续，未来龙头利润优先战略都更坚定。2018 年 1 月华润雪花 CEO 侯孝海提出在 2018 年公司将拉开行业竞争“大决战”的序幕，表示将用三到五年时间，实现“双翻番”的目标：利润翻番、市值翻番，意味着公司在坐稳中国啤酒老大的地位上转向更高质量、高价值的稳定发展，有赖于品牌形象、盈利能力、行业地位等护城河的全面构筑，随后 8 月份华润收购喜力中国业务，已表明其切入高端市场的利润诉求。

详解：量平价增，成本及费用影响趋缓

销量：18 年产量企稳增长，19 年环比上行

在 2013 年国内产销量达到最高点之后，2014 年 7 月-2016 年 8 月国产啤酒的产量出现长达 25 个月的下滑，但 2017 年降幅继续缩窄到 -0.7%。2018 年作为世界杯年份，且世界杯观赛时点普遍位于晚间 20 点至次日凌晨 2 点，有利于啤酒消费，从统计局数据显示 2018 年 1-12 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 3812 万千升，同比增长 0.5%。2019 年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业累计产量 539 万千升，同比增长 4.2%，近期销量的积极表现预计与气候升温及餐饮景气恢复相关，而调研显示，行业中几大龙头青啤、华润以及重啤销量增长均表现优于行业平均水平，我们预测 2019 年销量表现平稳，大幅下降的概率较低。

图 8: 2019 年啤酒产量同比增长进一步提升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

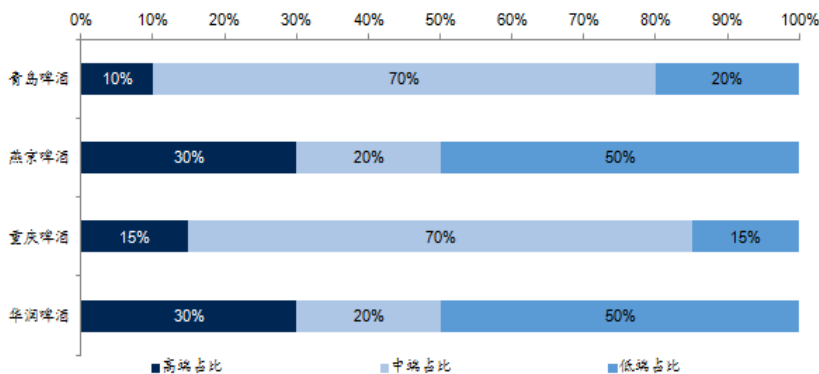
吨均价: 直接提价+结构升级叠加影响

受 2017 年以来瓦楞纸、玻璃等国内原材料价格大幅上涨、水电动力及环保成本等因素影响, 17 年底到 18 年中啤酒行业掀起集体提价浪潮, 普遍提价幅度在 5%-15%, 提价通过带动吨酒价格提升有效覆盖成本和费用的压力从而传导到公司利润率层面。我们根据不同公司的提价时点、产品结构占比以及区域竞争力等三方面的差异, 对各公司吨均价提升幅度进行权重测算。

直接提价因素: 考虑分区域及产品提价差异

由于经营情况、产品结构和强势区域的差异, 各家企业提价措施有所不同, 根据公司公告、渠道调研验证, 2017 年年末及 2018 年年初, 青岛啤酒对旗下中、高端产品提价约 5%, 低端产品提价约 10%; 燕京啤酒针对重点地区低端产品提价约 30%; 重庆啤酒提价约 3%; 华润啤酒对中、高端产品提价 10%, 低端产品提价 5%。2018 年 5 月, 青岛啤酒对中端产品再次提价约 4%。综合考虑均价基础与统计口径区别, 各品牌产品按吨均价结构划分占比情况如下图, 青岛及重啤的高低端划分吨价为 4000 及 3000 元, 华润及燕京的高低端划分吨价为 3000 及 2500 元。在不考虑区域竞争程度对提价带来的折扣影响下, 结果显示既有直接提价措施为青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒带来的吨价增幅分别为 8.2%/15.0%/3.0%/7.5%。

图 9: 啤酒行业重点公司产品结构比较 (按吨价划分)

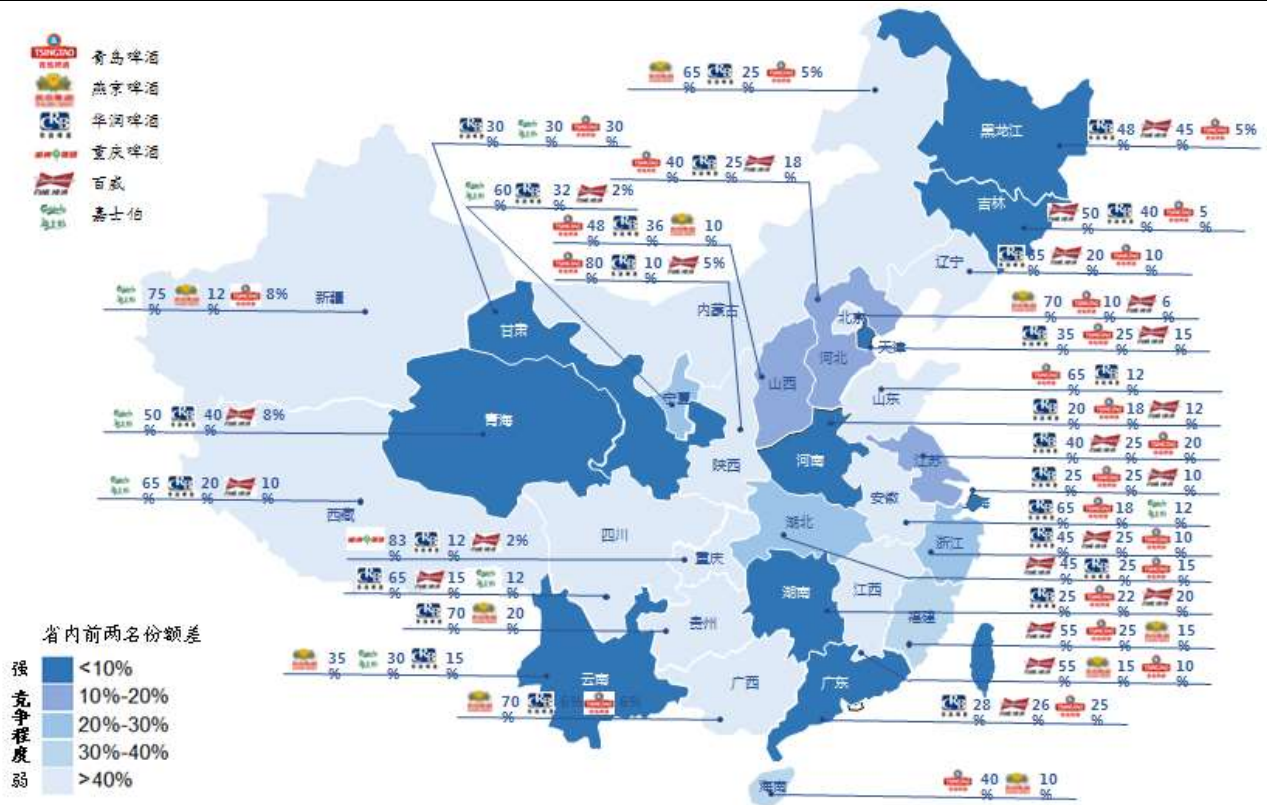


资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

注：产品结构按调研信息划分，各公司划分口径非完全一致

区域竞争因素：参考啤酒行业区域竞争强度对提价实效赋予折算系数。各区域竞争强度和地位对于品牌在当地的实施策略是重要的参考依据，调研显示当前提价更多发生在品牌各自的强势市场或基地市场，在偏弱市场多采用跟随策略，因此不同公司在不同区域所面临的竞争强度差异导致其在当地的提价策略实施存在先后性，需要进行折减，因此，我们根据各省啤酒行业竞争格局赋予各公司对应的市场竞争折算系数（如公司在某区域的市场竞争系数为 0.5，则调整后的提价幅度为 $0.5 \times 100\% = 50\%$ ），进而测算公司在不同区域的提价幅度。

图 10：啤酒行业分省竞争格局及区域龙头（2017）



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

叠加区域竞争影响，重点公司均价涨幅 4~8%。预计均价提升幅度通过对不同公司在各个省份的市占率进行排名，按排名由高到低赋予不同的市场竞争系数，并按各省份啤酒产量数据加权计算出区域的市场竞争系数，据此计算各公司在各区域的提价幅度及吨均价。综合考虑结构差异及区域竞争强度影响下重点公司全年综合提价幅度约在 4~8%。

表 2: 2018 年部分公司分区域提价幅度测算结果

重点公司	地区	市场竞争系数	吨价 (元/吨)	吨价涨幅 (%)
青岛啤酒	山东	1.00	3712	13.8
	华北	0.61	3534	8.4
	华南	0.01	3265	0.1
	华东	0.52	3496	7.2
	东南	0.50	3486	6.9
燕京啤酒	华北	0.50	2735	9.0
	华南	0.31	2649	5.6
	华东	0.04	2526	0.7
	华中	0.00	2509	0.0
	西北	0.10	2554	1.8
华润啤酒	华东	0.59	2719	8.1
	华南	0.68	2752	9.4
	华中	0.56	2707	7.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

结构升级因素: 高端新品层出, 升级节奏加快

回顾 2013~2017 年各公司吨价提升情况, 我们认为吨价提升主要来源为以产品结构升级为主趋势性变化, 近两年, 国内外啤酒企业纷纷布局高端。其中, 嘉士伯在 2018 年初宣布将花费约 5.2 亿元人民币在中国推广乐堡、嘉士伯以及凯旋 1664 等高端品牌, 重庆啤酒受益嘉士伯助力产品升级效果显著; 而百威英博则于 2017 年 8 月就与帝亚吉欧签下五年合约, 拿下高端黑啤品牌健力士在中国内地的独家运营权。中国本土品牌青岛啤酒加速高端啤酒战略推进, 2018 年旗下高端产品奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品共实现销量 173 万千升, 同比增长 6%。此外华润啤酒推出 SuperX、匠心营造以及即将于 19 年 5 月推出的马尔斯绿新品、燕京推帝道、重啤小麦白等等新品动作均反映了啤酒企业在中高端市场的加速布局。

图 11: 重点啤酒公司均推出中高端新品

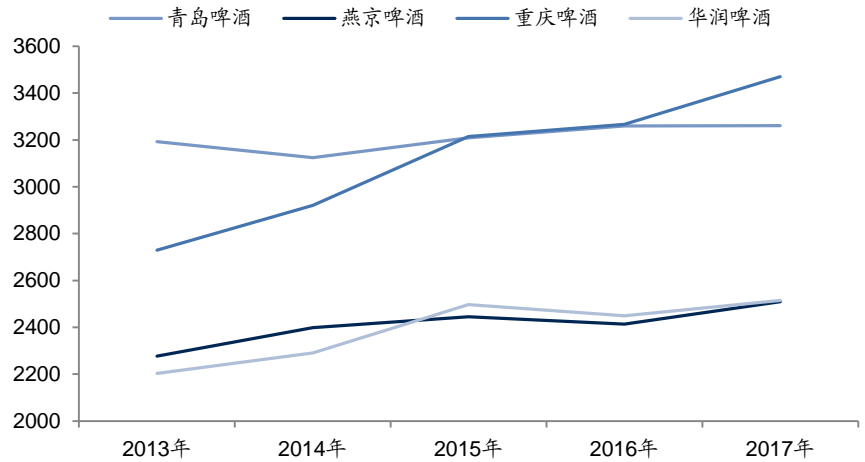


资料来源: 公司调研、京东商城、国信证券经济研究所整理

具体数据看, 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒吨价提升 4 年 CAGR 分别为 0.5%/2.5%/6.2%/3.4%。叠加 2018 年各公司存在的新品升级影响 (华润啤酒 SuperX, 燕京帝道, 青岛啤酒 IPA, 重啤小麦白), 我们对 2018 年青岛啤酒

/燕京啤酒/重庆啤酒/华润啤酒产品结构升级带来的价增效应整体保持乐观。

图 12: 啤酒行业重点公司吨价变化趋势 (2013~2017)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

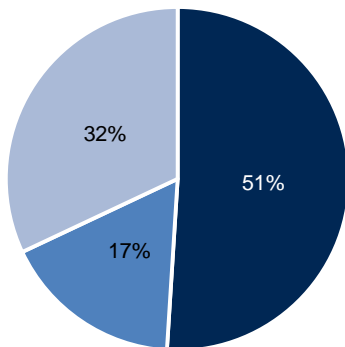
从已经披露的年报来看, 2018 年华润啤酒的中高端啤酒销售增长 4.8%, 产品结构进一步上移, 加上部分产品提价影响, 整体推动华润啤酒产品销售价格上升 12.3%, 推动毛利上升 11.7%, 预计提价因素占 8%, 结构上升因素占 4%。青岛啤酒 2018 年高端产品实现销量 173 万吨同增 6%, 全年在同口径下均价同比提升约 4.5%, 预计其中提价因素占 3.5%, 结构因素占 1.5%。整体与测算结果较为匹配。

吨成本: 包材高位回落、原材料合理管控, 增幅望回落
行业提价覆盖成本上涨, 原材料存高位回落趋势

成本提升源于原材料、运输和人工成本以及动力环保开支上升。17 年起原材料中的包材价格涨幅明显, 是此轮提价主因。从成本构成结构来看, 包装材料成本占比最高约 51%, 原料 (进口大麦、啤酒花、酵母等) 约占 17%。而在包材成本中, 玻璃瓶/易拉罐/纸箱的占比分别约为 73% / 23% / 4%。受供给侧改革影响, 相关行业供给减产, 外加环保限产等因素, 2017 年下半年开始, 国内纸价多次上扬, 至 17 年底纸箱成本上涨 30%-40%。玻璃瓶价格亦受上游煤炭、原油涨价影响, 价格指数上涨近 20%。而且 2017 年以来, 受原材料成本剧烈波动影响, 同时销量趋于稳定, 吨均成本增速与原材料价格变化方向趋同。

图 13: 青岛啤酒原材料成本占比

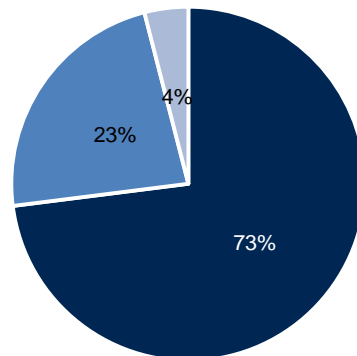
■ 包装 (纸箱、玻璃瓶、易拉罐) ■ 大麦 ■ 其他



资料来源: 公司调研, 国信证券经济研究所整理

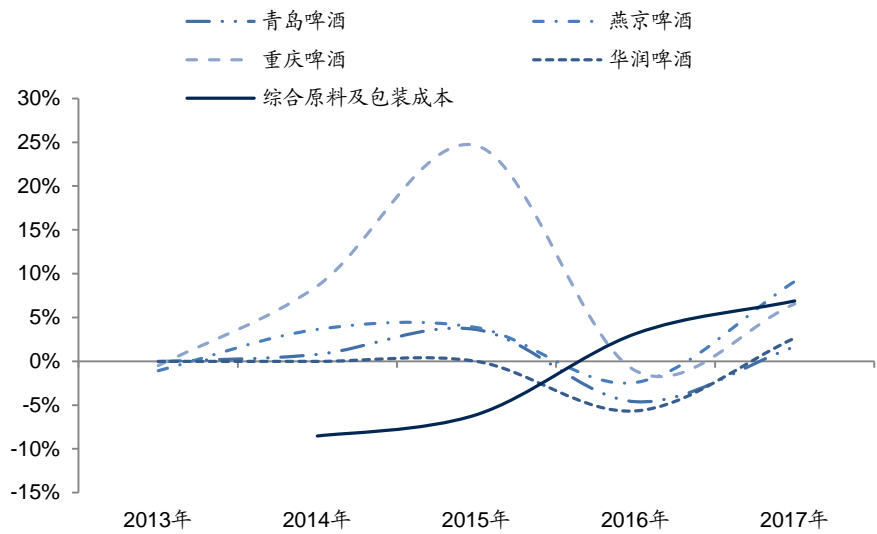
图 14: 青岛啤酒包材成本占比

■ 玻璃瓶 ■ 易拉罐 ■ 纸箱



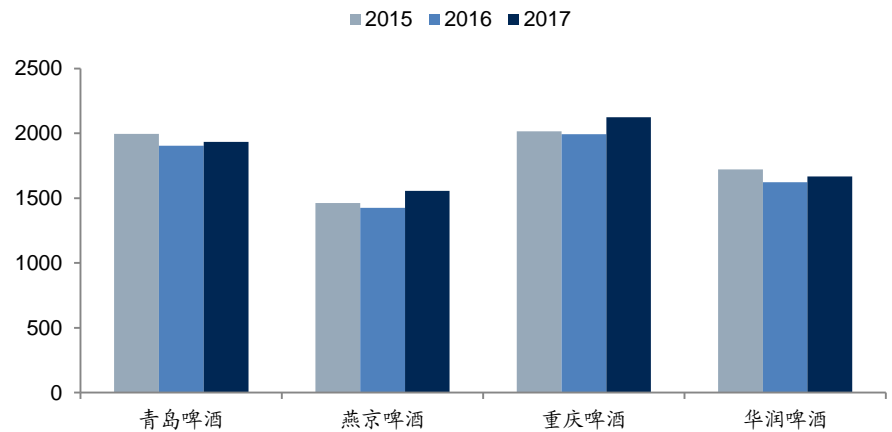
资料来源: 公司调研, 国信证券经济研究所整理

图 15: 原材料价格增速与重点公司吨均成本增速走势 (2013~2017)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

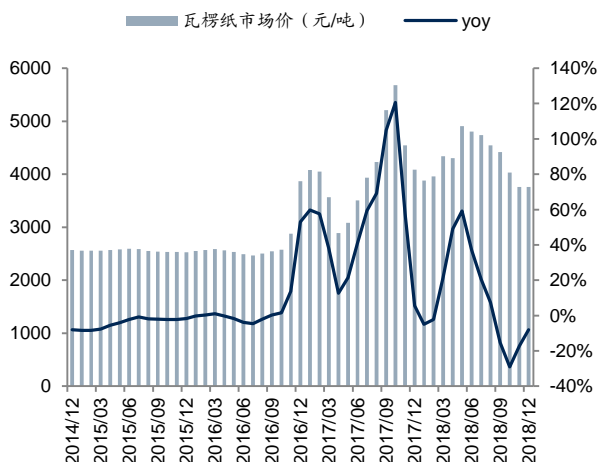
图 16: 公司吨均成本变化与对比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

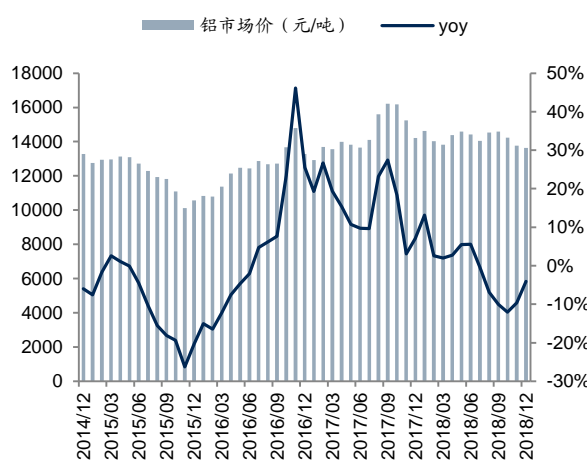
2018 年原材料价格走势分化，公司后续成本端压力有望减轻。2018 年以来瓦楞纸、铝板、玻璃等包装材料价格增速大幅趋缓，平衡全年包材端成本压力；进口大麦中澳麦价格走高、加麦降幅缩窄带动进口大麦成本显著回升，但龙头公司通过大宗采购提前锁价和替代性采购策略避免原材料的剧烈波动，综合考虑下 2018 年各原材料价格涨势整体趋缓。展望 2019 年，考虑到采购周期通常为 1-2 季度，大麦等农产品由于进口价格上涨 20-30% 预计将对公司成本端带来一定压力，包材中纸价、铝价同比回落 10-15%，玻璃价格高位降幅尚不明显预计 19 年 H1 影响持平，后续环保限产放松下产量回升预计价格趋降，故啤酒行业 2019 年成本上行压力整体与 2018 年持平或略有回落。

图 17: 瓦楞纸价格走势 (2014.01~2018.12)



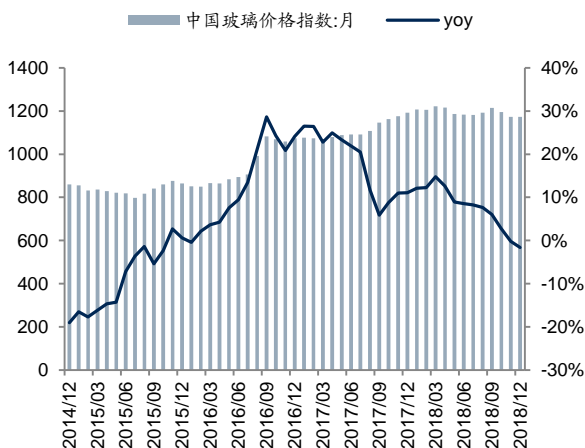
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 18: 铝板价格走势 (2010.10~2018.12)



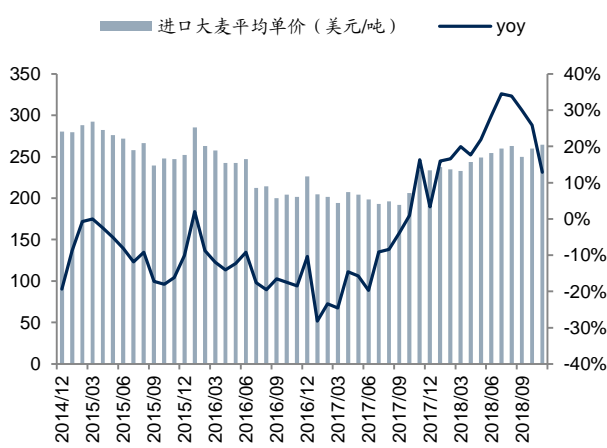
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 玻璃指数走势 (2010.01~2018.12)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 进口大麦均价走势 (2013.03~2018.12) (美元)



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

综合上述均价与均成本变动的研究及判断, 我们认为啤酒重点公司 2018 年价格提升幅度一定程度抵消了成本上升的影响, 但由于提价伴随的折扣力度加大以及滞后的影响, 因此对于盈利能力短期提升不明显。以青啤为例, 其 2018Q1 吨价同增约 1.8%, 但毛利率同减 0.9%, 由于部分产品提价在 2、3 月份执行, 而且提价后短期结合渠道折扣支持推动提价落地, 导致提价效果在一季度仅部分显现, 但 Q2 单季吨价同增 6%, Q3 吨价同增 5.2%, 全年吨价同增达 4.5%, 吨价在后三季度的加快提升也反映提价存在一定的之后影响效应。类似的, 燕京啤酒提价效应在 Q1 毛利率上并无明显体现, Q2 单季度毛利率提升 4.6pcts, 前三季度吨价涨幅接近 8%。从三季报及已经披露的年报来看, 龙头企业盈利仍有一定积极表现, 考虑到提价滞后影响, 预计 2019 上市公司将逐渐受益前期提价带来的业绩增长。

费用率: 转向利润诉求未来倾向品牌投入, 增值税率下降利好

从费用率层面, 尽管在伴随提价措施引导渠道利润再分配的过程中, 以华润为代表的部分企业在部分区域也通过一定的促销让利手段引导经销商将提价传递到终端, 但随着调研显示提价已逐步落地且消费者普遍对当前提价接受度较高, 未来促销买赠等费用支出有望缩减。且龙头企业亦多次强调要将经营重心转向

利润层面，调研显示，尤其在品牌偏强势地区降费获利已在进行。从 2018 年情况来看，重点啤酒企业销售费用率并未出现大幅波动，青岛啤酒、重庆啤酒同比有所下降，其中青岛啤酒 2018 年销售费用率 21.4%同降 0.5pct。广告及业务宣传费同比增长 19%，表明公司未来将更加注重品牌建设，与之类似，龙头华润啤酒未来会聚焦在主力产品上，增加投入建设品牌投入，而在渠道上讲求精益销售，以降低终端费用、节约促销费用。重庆啤酒 2018 前三季销售费用率 14%，同比下降 0.6pct，表现较强的费用掌控力。随着龙头对利润诉求增强，行业竞争方式改变，2019 年销售费用率有望持续下降。此外，2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税率将从 16%降至 13%，利好低利润率的啤酒行业，预计 2019 利润弹性有望加速释放。

表 3：增值税自 16%调降至 13%的利润增厚影响

A 股啤企 (财年)	教育费 附加	消费 税	教育费附 加税率	增值税	增值税节税影响(税费 附加比例 1.1)	利润总 额	利润总额增 厚空间	考虑所得税后 节税影响	净利 润	净利润增厚 空间
单位 百万元	A	B	C	$D=(A/C)-$ B	$E1=D*(3/16)*1.1$	F1	$G1=E1/F1$	$E2=E1*(1-25%)$	F2	$G2=E2/F2$
青岛啤酒 (2018)	186	1734	5%	1980	408	2380	17.2%	306	1561	19.6%
燕京啤酒 (2017)	91	924	4%	1354	279	358	78.0%	209	161.3	129.8%
重庆啤酒 (2017)	22	189	3%	545	112	345	32.6%	84	326	25.8%
珠江啤酒 (2018)	30	295	3%	715	148	465	31.7%	111	379	29.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

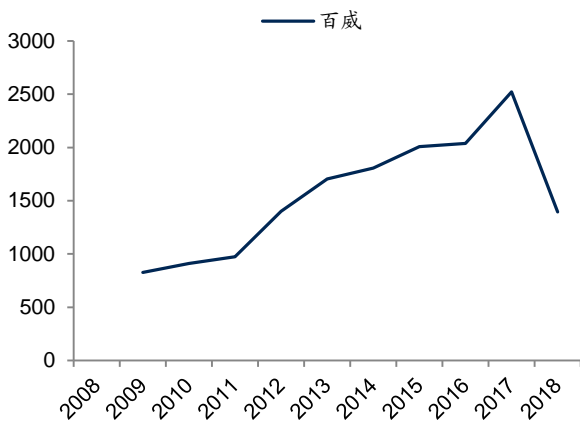
长期愿景：国内啤酒公司盈利与市值仍有较大想象空间

对标国际啤酒企业，中国啤酒行业上市公司的总体估值偏高，估值中位数都在 30xPE 以上。但考虑到国内啤酒市场逐渐走向成熟，重点企业可以通过产品升级提价、关厂提效控费等方式提升盈利能力，亦不排除未来通过同业内兼并收购改善区域竞争格局，均有利于中长期提升业绩消化高估值，实现稳健发展。

从市值来看，全球啤酒行业公司市值总体较高。截至 2018 年 12 月，百威英博（BUD）市值最高，市值约 1342 亿美元；喜力（HEIN）市值次之，约 499 亿美元；星座集团（STZ）市值处于第三位，约 322 亿美元；其余公司市值在 100 亿-200 亿美元之间。回顾过去十年间，全球啤酒行业公司市值总体呈上升趋势，近期虽有回落，但仍处于较高位置。百威英博市值最高曾达到 2500 亿美元；摩森康胜（TAP）公司市值最高达到 210 亿美元增长约 1.5 倍；喜力（HEIN）市值最高翻了约 5 倍，2017 年创新高，目前市值趋于平稳；星座集团（STZ）市值增长了 14 倍，增速最快。

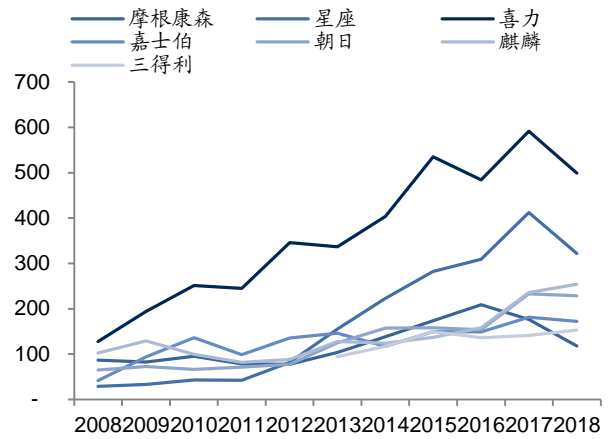
从 PE 估值来看，国际啤酒公司的 PE 倍数较为稳定。国际啤酒行业龙头 PE 估值倍数中位数处于 25x-30x 区间；2014 和 2015 年估值倍数整体处于高位，中位数分别为 26x 和 28x；2016 年和 2017 年估值倍数有所回落，中位数约为 21x 和 22x。PE 倍数最大值波动较大，最高达到 109x（百威英博，FY2016）；最小值波动较少，最低为 8x（嘉士伯，FY2008）。从公司层面来看，近年来所选欧美公司的 PE 倍数中位值在 25x-28x 区间，处于稳定水平，日本企业（朝日、麒麟、三得利）PE 倍数在 15x-20x 区间，历史上有较大波动。百威英博 PE 倍数下跌后回升，最低为 2013 年 12x，最高为 2016 年 109x，主要由于巴西市场销量下降导致利润大幅下降。嘉士伯 PE 倍数一直比较稳定，2017 年提升至 29x。

图 21: 百威英博市值变化 (亿美元) (2008~2018)



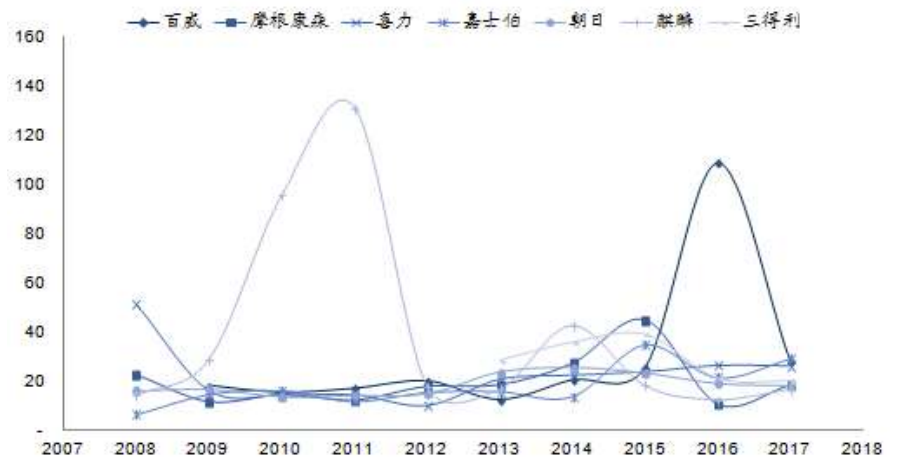
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 22: 海外啤酒公司市值变化 (亿美元) (2008~2018)



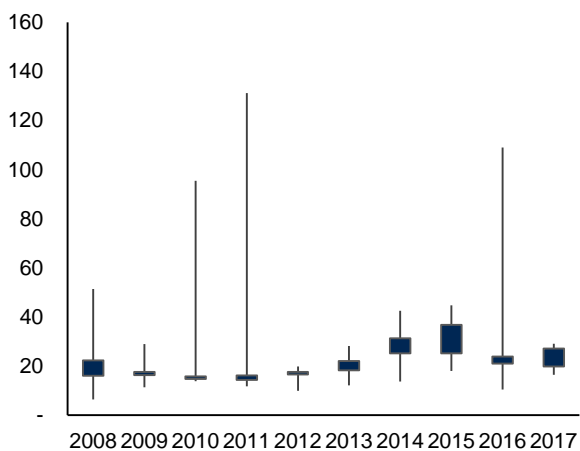
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 23: PE 估值倍数 (按公司, 2008-2017)



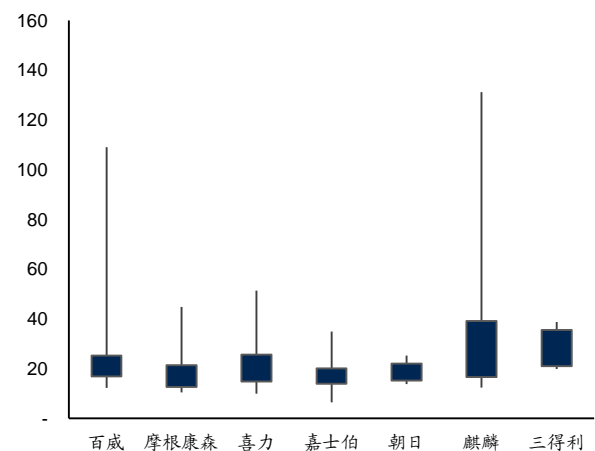
资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 国际啤酒分年份 PE 最大值最小值及上下四分位统计 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 25: 国际啤酒分企业 PE 最大值最小值及上下四分位统计 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

长期均价、净利率回归下市值具想象空间。我们预计在未来的 3~4 年间，随着

国内消费者的中高端啤酒需求量加大，啤酒产品均价提升将进入常态，未来主流啤酒价格带有望从当前 4-5 元上升到未来 6-8 元价格带，主流高价位段渗透进入 8 元-12 元水平，12 元以上高端啤酒占比快速提升。照此推算，若产品结构升级及提价进展顺利，在高低档品牌格局未出现明显改变的情况下，假设燕京啤酒、华润啤酒吨价提升至 3500 元价位段，青岛啤酒、重庆啤酒吨价提升至 4500 元，同时假设销量未来三年稳中略有提升，净利率随着均价提升、费用缩减、产能优化提效等因素影响净利率有望明显提升，其中重啤受益嘉士伯品牌助力、先进管理经验以及 3 年内同业竞争问题解决承诺仍将有提升空间，而华润、青岛及燕京等龙头新品加速推广、内部改革提效净利率有望回升至约 8-10%，对标国际龙头 15-20%净利率水平仍有空间。推算下，华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒经营性利润规模将达到 40/30/10/8.5 亿元，参考国际啤酒行业估值中位数 30xPE 计算，对应市值为 1200/900/300/255 亿元，对应的市值空间为 32%/44%/60%/43%。

表 4: 估算重点公司中长期盈利及市值空间

	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒
目标净利率	18%	10%	10%	8%
目标净利润 (亿元)	8.5	30	40	10
目标市值 (30xPE, 亿元)	255	900	1200	300
当前市值 (亿元)	178	623	910	187
市值空间	43%	44%	32%	60%

资料来源:国信证券经济研究所预测

前瞻：对标海外，向阳而生

中国作为啤酒消费大国，过去行业里一味拼低价降品质、强促销争市场的景况与当前消费者和企业的双向诉求存在巨大反差，消费者对于高端啤酒消费意识的觉醒以及企业策略的趋利性转向有望共同推动行业长期发展。我们通过借鉴海外市场及重点公司在相似历史发展阶段下的经验，阐明国内企业未来的发展方向，尤其是国内企业在盈利能力、吨酒价值及估值层面与海外龙头的对标空间，也为前文对长期假设及空间判断予以数据支撑。

美国市场：集中度提升，精酿快速发展拉动均价

美国市场啤酒产量经历 20 世纪 60、70 年代的快速增长后，80 年代起产量增长放缓，目前年产量稳定在 240 百万升区间，而根据 Euromonitor 预测，美国市场 2021 年销量约为 240 百万升，增长缓慢。人均消费方面，2016 年美国人均啤酒消费量约 94 升。自 80 年代起，美国市场啤酒人均消费量逐步下跌。市场竞争主要为存量竞争。美国市场发展呈现两个明显变化趋势：市场集中度提高，巨头市场地位越发巩固；同时又存在大量小型精酿啤酒厂，啤酒市场整体平均价格阶段性提高。

集中度提升，巨头市场地位巩固。20 世纪 50 年代起，美国啤酒市场集中度不断提高。1950 年 CR5 约为 25%；2005 年 CR5 已达到 83.5%。行业集中度快速提高，主要由于消费者口味改变和趋同，以及酿造技术进步和同质化，大厂商通过大幅增加市场营销费用稳固市场地位，使小厂商难以为继，因而出现并购热潮。并购热潮一直在持续。2015 年，巨头百威英博收购行业市场率第二的萨博米勒，收购完成后，百威英博在美国市场占有率遥遥领先于对手。2016 年，美国市场市占率 CR3 超过 80%，其中百威英博市占率超过 44%。

表 5: 美国啤酒酿造业市场份额前十名 (1950/2005)

1950 年		2005 年	
厂商	市场份额	厂商	市场份额
Jos.Schitz Brewing	6.08%	Anheuser-Busch	49.5%
Anheuser-Busch	5.83%	Miller Brewing	18.7%
Ballantine,Inc.	5.22%	Molson-Coors Co.	11.1%
Pabst Brewing Co.	4.90%	Pabst Brewing	3.4%
Schaefer Brewing	3.16%	Yuengling & Son	0.8%
Liebmann Bros.	2.73%	Boston Beer	0.7%
Falstaff Brewing	2.51%	City Brewery	0.5%
Miller Brewing	1.26%	Latrobe Brewing	0.5%
Blatz Brewing	0.81%	High Falls Brewing	0.3%
Pfeiffer Brewing	0.80%	Sierra Nevada	0.3%

资料来源:《Beer History》, 国信证券经济研究所整理

精酿啤酒发展与啤酒均价提升。自 80 年代起, 美国市场啤酒产量增长缓慢, 人均消费量逐步下降。当时美国市场由大厂商生产的工业啤酒占据, 产品单一, 消费者选择很少。随着美国民众对健康关注度增强、对产品品质要求提高, 生活方式和消费偏好的改变为精酿啤酒进入市场提供了好时机, 推动了以小型、独立以及采用传统或者创新工艺的精酿啤酒发展。相对于工业啤酒, 精酿啤酒以独特的原料配方、独立的酿造工艺和多样化和个性化的口感深受消费者追捧, 价格高于一般工业啤酒。根据美国啤酒协会定义, 精酿啤酒厂商是指酿造传统工艺啤酒、独立的 (非精酿厂商持股比例小于 25%), 以及规模相对较小 (年产量小于两百万桶) 的啤酒厂商。从数量来看, 美国精酿啤酒厂商从 1994 年的 537 家逐步增长到 2015 年达到 4225 家, 占美国啤酒销量的 12.2%; 从销售额来看, 2015 年精酿啤酒销售额达到 223 亿美元, 占美国啤酒销售额的 21.1%。从价格来看, 2017 年精酿啤酒平均价格为 7.91 美元, 高于所有种类平均价格 85%。自 60 年代起, 美国市场啤酒平均价格呈现不断上升趋势。在产量趋于饱和的情况下, 价格提升是推动增长的关键因素。

美国龙头一百威: 积极并购, 高端路线, 节约控费

在美国市场销量进入平稳期后, 百威英博通过并购协同效应、高端化战略和成本控制, 提高收入和削减成本, 有效提升盈利能力, 公司业绩水平保持行业领先, 市场巨头地位稳固。

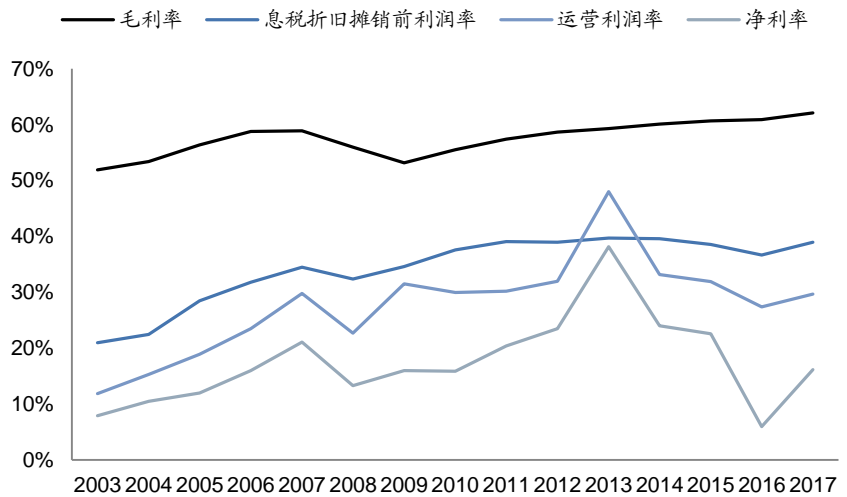
积极贯彻并购策略, 提升收入和盈利能力。百威英博通过并购成为全球行业巨头: 2004 年, 英特布鲁 (Interbrew) 收购安贝夫 (Ambev) 集团; 2008 年, 英博集团并购了世界第三大啤酒集团安海斯-布希公司 (Anheuser-Busch) 后, 百威英博迅速提升了北美市场份额, 并超过当时以美国为主要市场的全球第二大啤酒集团南非米勒; 2012 年, 百威英博集团收购墨西哥啤酒酿造厂商莫德洛集团股权; 2016 年, 百威英博收购全球第二大啤酒厂商南非米勒。并购也令百威英博的收入与市场份额得到快速提升。历次并购后, 主营业务收入都有大幅提升, 2004 年和 2008 年并购后收入增长最为强劲。历次重大并购完成后翌年, 集团 EBITDA Margin、营业利润率和净利率都有明显提升。百威英博市场份额多年保持第一, 2010-2015 年保持在 20% 左右, 2016 年并购萨博米勒后, 市场份额快速增长至 28%, 进一步巩固市场第一地位。

图 26: 百威英博历史重大并购及市值 (百万美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 27: 百威英博盈利能力变化 (2003~2017)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

产品结构完整，覆盖多层次市场；实施高端化战略，提升品牌溢价。百威英博拥有超过 500 个啤酒品牌，覆盖大部分啤酒种类，具有不同定价水平。产品结构完整，能够满足不同消费者需求。同时，百威英博实施高端化战略，提升公司产品形象，获得较高的品牌溢价。

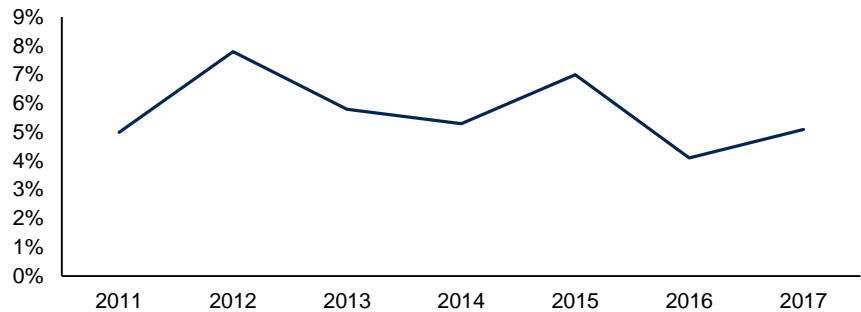
(1) **提升核心品牌形象。**集团旗下有多个高端品牌，核心品牌包括全球品牌 (Global Brands) 百威和科罗娜，国际品牌 (Multi-country Brands) Leffe 和 Hoegaarde 等。百威通过多种策略提升核心品牌形象，包括提供独特包装、赞助体育赛事、音乐节和社区活动、在音乐、文化和夜生活等消费场景植入品牌等。

(2) **推出限定高端产品。**百威采用更独特的高品质原料酿造限定产品。2016 年，百威推出了 Leffe Royale 品牌的限定产品 Leffe Royale Spring 和 Leffe Royale Mapuche。

(3) **扩大精酿品牌组合。**百威英博在 22 个国家设立了专门的高端业务部门，管理分布在全球的高端和精酿啤酒品牌，将高端化产品销售至更多国家和地区。2016 年，百威在美国、欧洲和中国成功收购多家精酿啤酒厂商。2017 年，百威继续收购步伐，新增四个精酿啤酒品牌：中国的拳击猫，美国的 Wicked Weed

以及澳大利亚的 4 Pines 和 Pirate Life。精酿产品组合进一步得到丰富。受益于高端化战略，百威英博每百公升收入逐年增加，自 2011 年以来增长率都在 4% 以上。整体毛利率逐步上升，由 2003 年的 52% 提高至 2014 年的超过 60%，此后一直保持在 60% 以上。

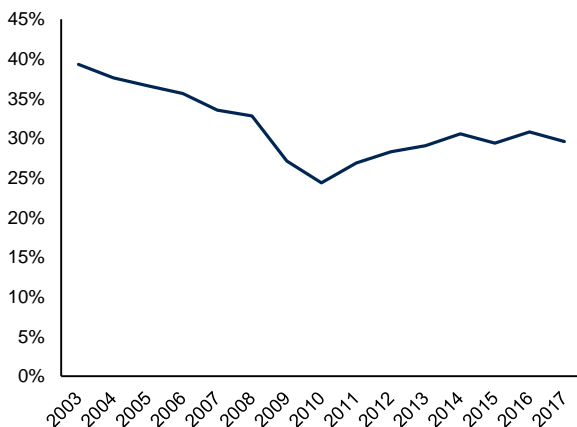
图 28: 百威英博每公升收入变化 (2011~2017)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

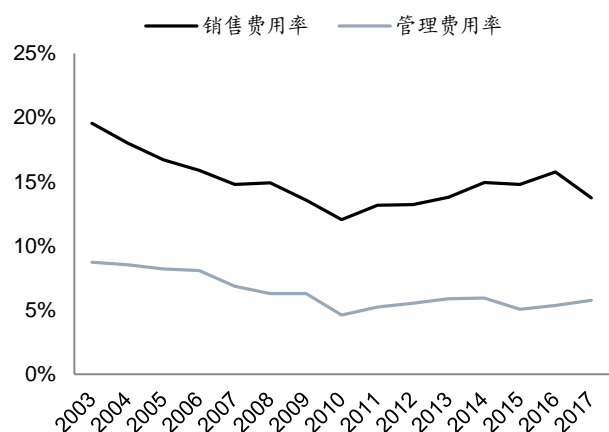
强化成本节约与费用控制。自 2015 年来，百威英博费用率呈下降趋势，从 2003 年的 40% 降低至 2010 年 25%，之后有所回升并稳定在 30%。企业并购的协同效应和公司成本控制措施都对费用率的下降有所贡献。百威英博并购协同效应除了作用于高端化策略，在降低公司费用率方面也有所体现。公司还通过实施多项成本控制措施，削减成本费用，实现费用结构优化。主要措施包括出售非主营业务资产、节约生产成本和裁员等。历次完成重大并购后，百威英博公司总体费用率均出现下降（2004、2009 和 2017 年）。销售和市场营销费用降幅显著，在收购完成翌年均下降约 2%。百威英博通过大幅裁减销售员工人数，降低销售相关人工成本并提升效率。此外，运输费用是啤酒行业的费用的重要组成部分，通过并购获得不同地区的啤酒资产，有助于减少运输距离。2008 年收购完成后，运输费用率占比下降 5 个百分点，成本节约效应显著。

图 29: 百威英博 SG&A 占收入比重变化 (2003~2017)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 30: 百威英博销售费率及管理费率变化 (2003~2017)

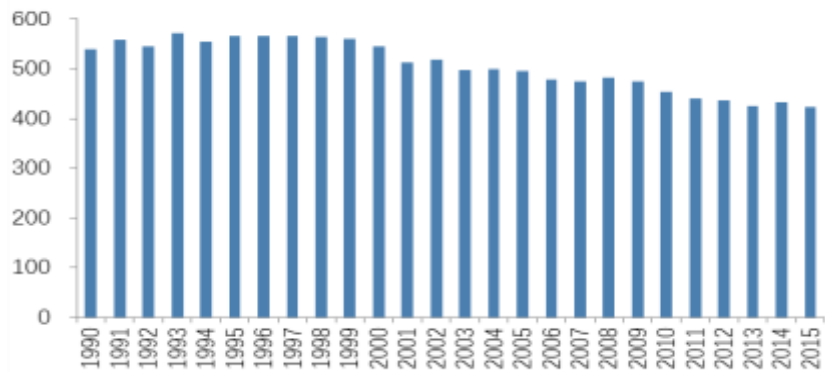


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

日本市场: 销量低迷, 产品改良创新争市场

自 90 年代中期起，日本市场啤酒销量持续下降。总体来看，受到宏观经济、人口结构和消费偏好改变的影响，啤酒行业销售量逐年下降，尽管平均价格保持一定增长，但未能完全弥补销量下降影响。

图 31: 日本啤酒销量变化 (百万箱) (1990-2015)

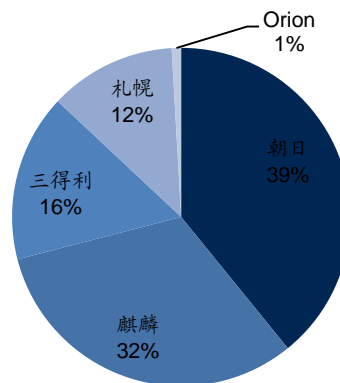


资料来源: 日本酒业协会、国信证券经济研究所整理

人均啤酒消费量呈下降趋势。 日本人均啤酒消费量逐年下降。2004 年, 日本国内人均啤酒消费量 51.3 升, 2017 年, 人均消费量已下降至 41.7 升, 降幅超过 18%。人均消费量下降原因包括经济衰退、人口结构老龄化、健康意识提高、年轻人消费习惯和口味变化等。 日本人均啤酒消费支出 2013 年起略有回升, 但目前仍低于 2010 年水平。

日本啤酒市场高度集中, 厂商通过产品改良和创新争夺市场份额。 日本啤酒市场高度集中, 2017 年 CR3 为 87%, 呈现寡头形态。2017 年, 朝日啤酒以 39.1% 市占率连续第 8 年保持首位。麒麟啤酒以 31.8% 排名第二。三得利和札幌啤酒的市场份额分别为 16.0% 和 12.1%, Orion 啤酒为 0.9%。1949 年-2017 年, 日本主要啤酒厂商未发生明显变化, 显示日本市场没有发生大型并购交易, 但各啤酒厂商市占率已发生巨大变化。在日本啤酒市场产量趋于饱和的情况下, 各大啤酒厂商采用多种经营策略扩大国内市场份额, 包括改良传统啤酒和推出创新啤酒产品。八十年代起, 日本啤酒市场每年推出新产品数量开始上升, 并在 1989 年达到顶峰。

图 32: 日本啤酒行业竞争格局 (2017)



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

日本龙头一朝日: 改弦更新, 海外拓张

创新产品, 挽回市占率下滑颓势。 朝日啤酒曾深陷市占率下滑困扰, 从二战后约 40% 下跌至 80 年代仅 10%。1987 年, 朝日推出迎合消费者偏好的啤酒品牌 Super Dry, 该产品口味清淡, 区别于传统啤酒苦涩口味。Super Dry 的推出大获成功。朝日啤酒借此产品不断抢占市场份额, 公司市占率触底反弹, 逐步攀升至接近 40%, 并于 2001 年取代麒麟成为新的市场第一。2014 年, 朝日通过

节日限定的营销方式，推出了 Super Dry 高端版，随后投入正常量产化。

海外扩张提升业务多区域发展。日本国内市场空间有限，朝日啤酒已将竞争延伸到海外，2009 年来，已相继完成多宗海外啤酒品牌并购。2011 年进入东南亚市场，2012 年年收购澳洲公司 Independent Liquor Group，2016 年收购萨博米勒的欧洲品牌，市值也不断提升。

图 33: 朝日啤酒重大海外并购及市值变化 (百万日元) (2008-2017)



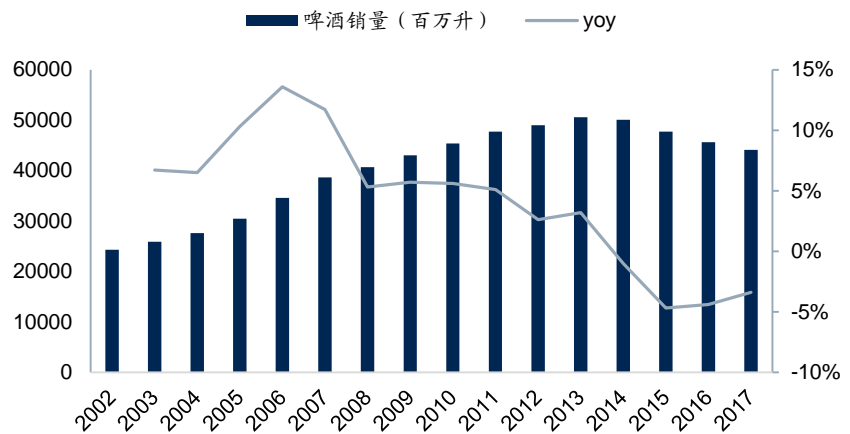
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

朝日进入海外市场后，逐步站稳脚跟。澳洲市场 Super Dry 表现提升，欧洲市场或成为重要收入来源并提高盈利能力。**澳洲市场：**朝日收购 Independent Liquor 后，Super Dry 在当地市场的销量和市场份额不断提升，销量由 2012 年不足 50 万箱，快速上升至 2016 年超过 120 万箱，增幅 1.4 倍；品牌市场份额也从 2.7% 增加至 5.7%，并成为当地进口高端啤酒市场第四大厂商。**欧洲市场：**2016 年，朝日收购萨博米勒在欧洲的多个品牌。从收入规模来看，2017 年，欧洲地区啤酒业务收入接近 40 亿美元 (3736 亿日元)，日本地区啤酒业务收入约合 68 亿美元 (7460 亿日元)，欧洲地区啤酒收入约为日本地区的 60%，成为朝日最新的重要收入来源，朝日总体收入达到 190 亿美元，同比增长 22%。从盈利能力来看，收购策略前朝日集团整体营业利润率 6%，净利率 4%；收购完成后，欧洲地区啤酒业务营业利润率约为 14%，朝日集团整体营业利润率 9%，净利率 5.1%，收购欧洲啤酒资产有效提高了朝日整体盈利能力。

借鉴海外：国内市场潜力十足，龙头企业向阳而生

从美日历史发展来看，当啤酒销量增长趋稳甚至下滑后，行业内产品高端化加速拉动均价弥补量能不足，同时行业内部品牌整合推动市场集中度提升的趋势不断显现。核心龙头企业对外通过并购、海外拓张等形式获取更广袤的市场容量和区域竞争优势，同时对内也在积极升级产品结构、控制费用支出节约成本，迈出了业绩及市值双击的发展路径。在目前中国市场销量趋于稳定的情况下，企业盈利能力的提高将成为提升业绩的关键。盈利能力提升主要可以通过产品结构升级、成本控制、产能整合优化等措施实现。

图 34: 中国市场啤酒销量变化 (2002-2017)



资料来源: 汤森路透、国信证券经济研究所整理

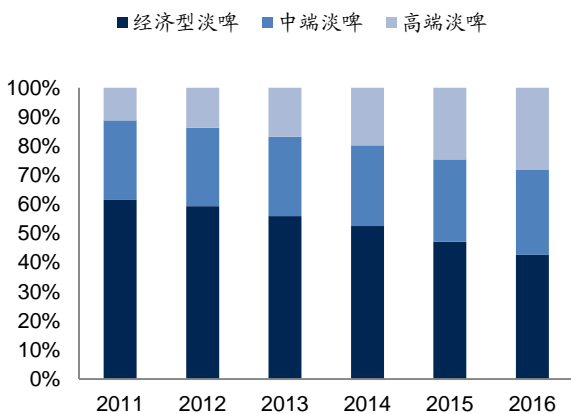
产品结构升级加快。品类上,我国啤酒市场主要产品是淡啤,销量占比维持在 94% 以上,但黑啤的占比今年来快速提升。价格上,我国啤酒市场 7 元以上中高端产品销售占比逐步上升,从 2011 年的 38% 提高到 2016 年的 57%,销量占比仅约 22%。根据 Euromonitor 预测,到 2020 年中国中高端以上的啤酒销量占比将达到 32% 以上(高端占比 14%,中高端占比 18%),销售额占比将接近 70% 以上(高端占比 45%,中高端占比 25%)。与成熟海外市场相比,如美国市场中高端产品占比达到 77%。我国啤酒市场中高端产品比例仍有提升空间。企业通过提升中高端产品比例,打造品牌形象,获得品牌溢价,有助于提高产品毛利率和整体毛利率。

表 6: 中国啤酒市场产品结构变化 (2011-2016)

品名	2011	2012	2013	2014	2015	2016
黑啤	0.2%	0.4%	0.7%	1.3%	2.1%	2.8%
低度/无酒精啤酒	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
烈性黑啤	0.2%	0.4%	0.6%	1.1%	1.7%	2.5%
淡啤	99.4%	99.1%	98.5%	97.5%	96.1%	94.6%

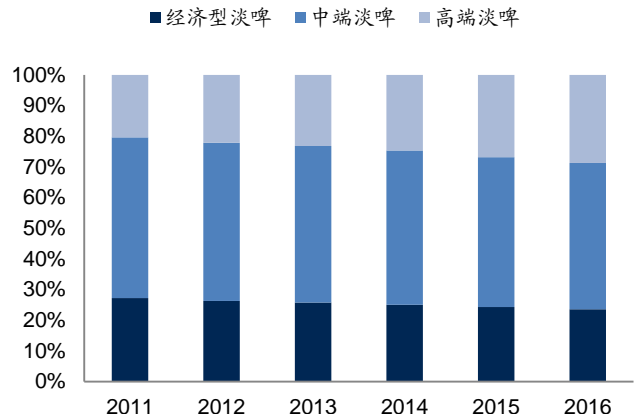
资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 35: 中国淡啤市场产品结构 (2011-2016)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

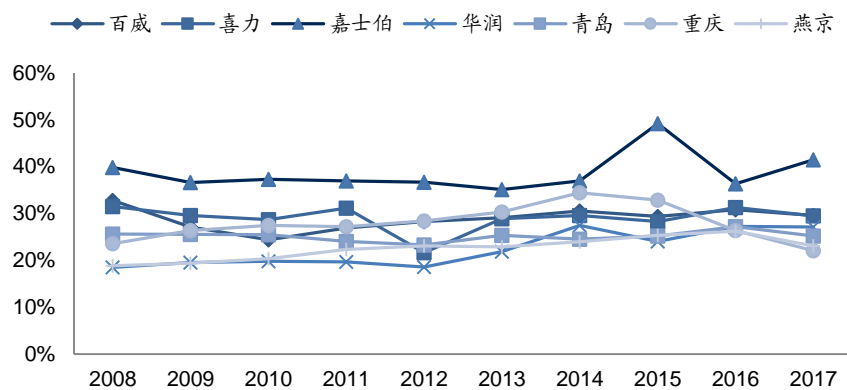
图 36: 美国淡啤市场产品结构 (2011-2016)



资料来源: Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

积极的成本控制，区域及产品费用投入聚焦。啤酒企业 SG&A 费用占收入比例约为 20%-30%，销售和分销费用占收入比例在 18%至 25%区间。国内企业的费用率与外企费用率相当。由于控制产能、企业考核策略由销量导向转为利润导向等原因，预期国内企业费用率增长进入平台期，将趋于稳定。当区域市场竞争格局趋于稳定、竞争程度稍缓时，企业的促销费用等支出将有望减少。尽管目前市场竞争仍较激烈，各品牌无论是价格提升或费用调整都存在相互间的投鼠忌器及跟随策略。但从终端调研来看，以区域强势品牌为首的龙头企业已经率先做出策略转向，主动对费用进行管控和削减，尤其降低低端啤酒产品的市场投入，而把费用投到中高端品牌或新品推广。此外，由于受到啤酒运输半径限制，啤酒行业的区域特性较强，国内企业在强势区域与其他区域表现差异较大，在超过 50%以上市场份额占比的强势区域逐渐降低费用、获取利润已经成为品牌主动选择的结果。

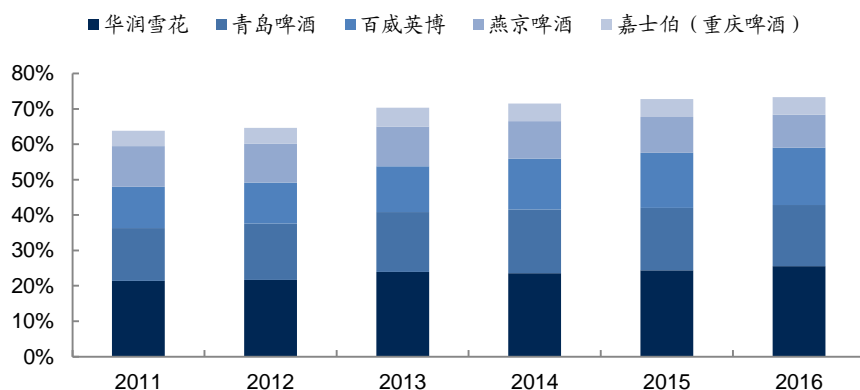
图 37: 国内外主要啤酒公司 SG&A 占收入比重变化 (2008-2017)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

通过区域整合提高市场份额。中国啤酒市场虽然已趋于成熟，但行业集中度仍低于发达国家市场。美国市场 CR3 超过 80%，日本市场 CR3 达到 87%，而中国市场 CR3 为 59%，CR5 为 73%。对比海外成熟市场，我国市场集中度还有进一步提升的空间。目前中国啤酒市场区域竞争仍然激烈。从整体来看，尚未出现一家企业市场份额超过 30%，第二和第三名厂商的市场份额差距不大，竞争格局还未稳定，未来不排除排名前列的啤酒厂商通过整合并购等模式与其他品牌进行合作提高市场份额，从而增加市场集中度，推动中国啤酒市场格局日渐清晰化。

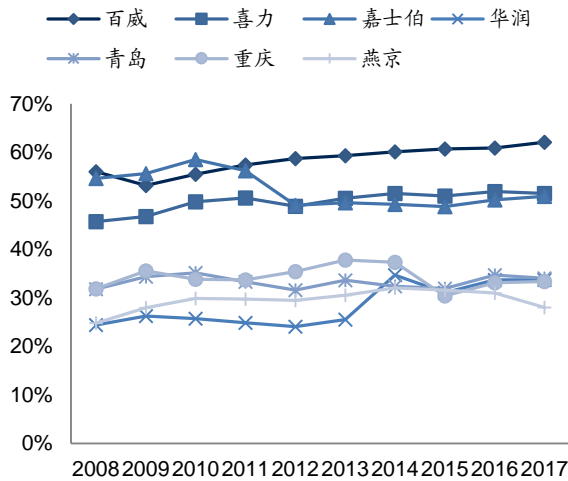
图 38: 啤酒行业集中度上升，CR5 接近 75%



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

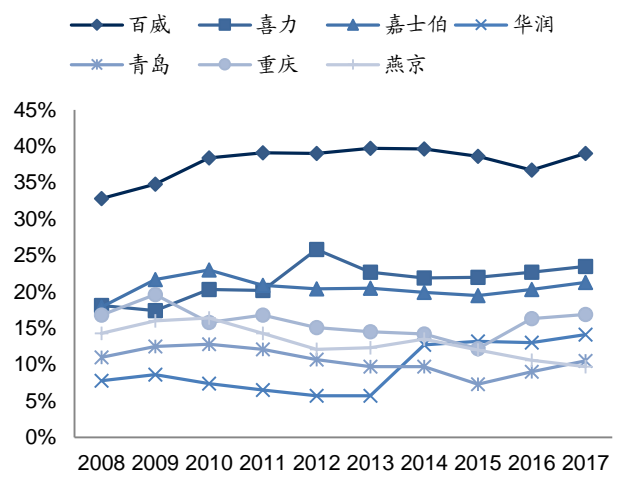
国内啤酒企业盈利增长空间巨大。国内啤酒企业盈利能力远低于国际啤酒巨头。行业龙头百威英博毛利率超过 60%，喜力和嘉士伯毛利率都达到 50%，国内啤酒企业毛利率仅为约 35-40%，远低于国际啤酒企业。百威英博 EBITDA 利润率接近 40%，喜力和嘉士伯 EBITDA 利润率均超过 20%，但国内几家啤酒企业数据为 10%-17%。从净利率来看，百威净利率达到 15-20%，摩森康胜和喜力也约 10%，而国内净利率最高的重啤仅 10%，华润、青啤、燕京均不到 5%的净利率。对标海外企业，中国啤酒行业上市公司的盈利能力还有很大提升空间。

图 39: 国内外主要啤酒公司毛利率 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

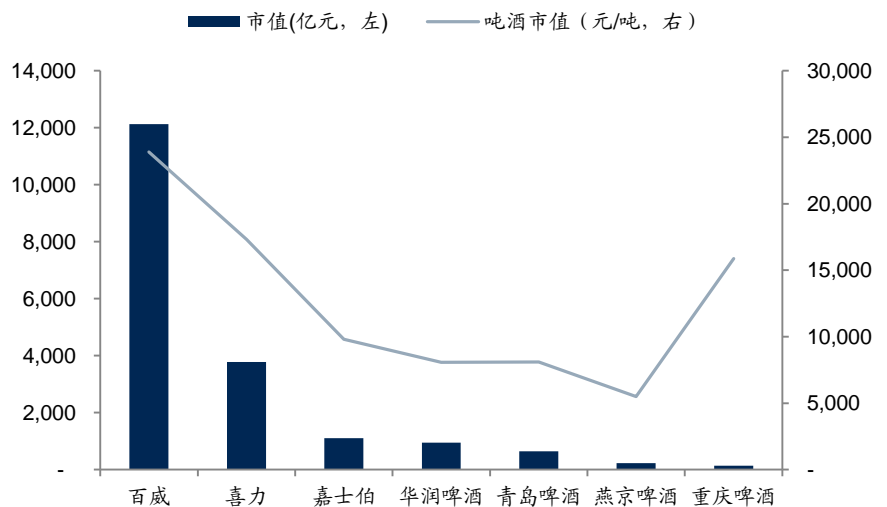
图 40: 国内外主要啤酒公司 EBITDA 利润率 (2008~2017)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

燕京、青啤、华润的吨酒市值仍有成倍提升空间。从吨酒市值来看，百威最新市值对应 2017 年啤酒销量得到吨酒市值近 2.4 万元，喜力、嘉士伯分别的吨酒市值为 1.7 及 1 万元，海外龙头品牌吨酒市值平均 1.7 万元较华润、青岛约 8000 元水平仍有近翻倍空间，较国内最低的燕京啤酒有 3 倍空间，结合当前国内啤酒较高估值，未来均价及利润率仍有较大的提升空间，吨酒价值面临重估的可能。

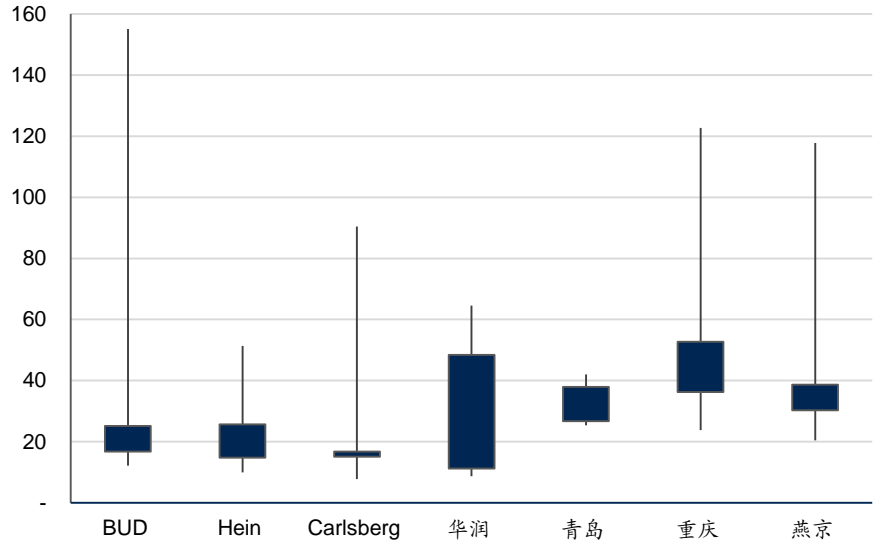
图 41: 海外龙头与国内品牌吨酒市值存在明显差距



资料来源: Euromonitor, 国信证券经济研究所整理

盈利提升估值有望回归。全球成熟啤酒企业估值倍数中位数约为 25-30x PE。对比对标企业，中国啤酒行业上市公司的总体估值偏高，估值倍数中位数都在 30x PE 以上。随着中国啤酒市场逐渐走向成熟，企业可以通过产品升级、提价、关厂提效控本等方式提升盈利能力，消化高估值，实现长期发展。

图 42: 国内外主要啤酒公司 PE 估值倍数 (2008-2017)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

投资建议

推荐啤酒板块，短期业绩有弹性，中长期产品升级盈利稳增

短期看，啤酒重点公司 2018 年价格提升幅度一定程度覆盖成本上升的影响，成本趋稳，剪刀差下毛利上行，近期行业数据显示啤酒产量增速表现积极，重点啤酒企业 2018 销售费用率并未出现大幅波动，全年维持平稳的费用投放节奏，对销量及费用无需过度悲观，结构升级、提价滞后效应以及控费减税效应有望带来 19 年利润弹性。

中长期看，我们认为啤酒行业面临确定的拐点性投资机会，部分企业已经提前完成或正在践行新品高端化、消费群年轻化以及产能提效优化，其中很多措施已经得到业绩和市场的印证，随着啤酒消费均价提升以及企业经营改良、区域竞争格局边际改善引导利润率回归良性，国内啤酒行业仍存较大投资配置机会。尽管当前国内啤酒行业整体估值偏高，但与海外均价、利润率、吨酒市值相比仍有较大空间，毛利率低 15-20pcts，EBITDA 利润率有成倍差距，燕京、青啤及华润吨酒市值较海外平均 1.7 万元亦有成倍提升空间，未来国内啤酒企业可以通过多类产品升级、提质提价、关厂提效控本等方式提升盈利能力，并且通过合作收购的方式集中优质资源发展，改善区域竞争格局减缓费用投入，打开中长期业绩成长空间。

重点推荐: **1. 重庆啤酒:** 看好其在嘉士伯指引下在产品升级、区域深耕过程中表现的持续活力，已提前完成产能梳理后高 ROE 稳健成长独树一帜，未来有资产整合预期，区域龙头未来品牌价值往外延伸、定价权逐渐强化趋势明显；**2. 青岛啤酒:** 品牌力支撑下中高端产品表现积极，均价上行仍有空间，关厂加速虽短期带来一定减值压力但长期利于经营效率提升，受益竞争格局清晰化、费用管控带来业绩弹性；**3. 燕京啤酒:** 立足北京、广西、内蒙三大核心市场区域逻辑较强，关注其他区域通过经营优化的减亏效果、均价基数低提升空间大，业

绩具备较大弹性；**4. 华润啤酒：**龙头规模优势明显，执行力强，当前对于产能梳理优化目标明确，短期或存关厂减值和员工遣散费用压力，但未来推出高端新品同时结合喜力品牌逐步进攻中高端市场，有望拉升价格体系，此外提价控费等常规动作也将利好经营性利润上升。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	4月1日 收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600132	重庆啤酒	买入	36.70	178	0.84	1.01	43.7	36.3
600600	青岛啤酒	买入	46.15	623	1.05	1.26	43.9	36.6
000729	燕京啤酒	增持	6.63	187	0.12	0.15	55.3	44.2
0291.HK	华润啤酒	增持	32.85	1060	0.35	0.55	93.9	59.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，港股单位为港元

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 \pm 10%之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032