

食品饮料行业

2019年5月20日

证券研究报告

信达卓越推

推荐公司精选

王见鹿 行业分析师

执业编号: S1500517100001

联系电话: +86 21 61678591

邮箱: wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

◆ 本周行业观点: 从百威亚太上市, 看我国啤酒行业的竞争格局

1、百威亚太拟分拆上市, 估值取巧。

作为全球最大的啤酒生产企业,百威英博拟分拆百威亚太控股(Buweiser Brewing Company APAC Ltd.)在中国香港上市,并于5月10日在港交所上载初步招股文件,融资至少50亿美元,对应估值区间为400-500亿美元。

招股书显示,百威亚太2017年、2018年收入分别为77.9亿美元及84.59亿美元;毛利分别43.39亿美元及46.67亿美元;毛利率分别为55.7%及55.2%;期内盈利分别为10.77亿美元及14.09亿美元,2018年净利润对应PE区间为28x-35x。

假设百威亚太最终上市时估值为450亿美元,则公司与行业内企业的估值对比情况如表1所示:

表1 百威亚太与行业竞争对手的估值对比情况(百万元人民币,倍)

排名	证券简称	代码	最新收盘价(元)	总市值(百万元)	净利润(百万元)			市盈率PE			EV/EBITDA		市净率PB	CAGR3	LTM-FY(%)	PEG	
					LTM	2019	2020 LTM	2019	2020 LTM	2019	2020						
3	百威亚太			311,100	9,725	11,183.75	12,302	32.0	27.8	25.3	16.1	14.4	13.1	2.7	10.0	-15.6	2.8
	最大值		911.19	392,946	15,821	22,298	23,071	113.0	61.3	51.4	39.1	28.1	24.0	16.7	81.7	22.7	3.5
	中位值		41.39	78,174	1,268	1,817	2,362	37.5	28.7	24.5	18.1	14.4	13.4	2.8	16.5	-0.7	1.6
	平均值		214.32	119,874	4,390	5,400	5,834	50.7	29.8	25.1	21.7	14.8	13.0	4.3	31.1	1.0	1.6
13	重庆啤酒	SHSE:600	41.39	20,032	411	502	588	49.9	39.9	34.1	29.5	28.1	24.0	16.7	21.0	-0.2	1.9
10	青岛啤酒	sehk:168	42.83	57,862	1,563	1,644	1,784	36.8	35.2	32.4	19.5	16.9	15.4	3.1	12.0	-2.5	2.9
8	华润啤酒	SEHK:291	30.36	98,486	973	1,990	2,941	104.4	49.5	33.5	24.3	20.4	16.3	5.4	73.8	22.7	0.7
4	珠江啤酒	SZSE:002	6.56	14,519	388	-	-	38.1	-	-	39.1	-	-	1.8	-	11.2	-
12	燕京啤酒	SZSE:000	7.25	20,434	186	333	398	113.0	61.3	51.4	16.7	11.2	13.7	1.6	48.5	-3.4	1.3
14	百润股份	SZSE:002	15.66	8,124	123	275	342	68.8	29.5	23.7	37.9	19.8	16.3	4.5	81.7	5.5	0.4
2	百威英博	ENXTBR:A	573.64	392,946	15,821	22,298	23,071	24.2	17.6	17.0	12.7	11.9	11.4	2.5	50.2	-1.2	0.4
6	嘉士伯	CPSE:CAF	911.19	137,836	5,537	6,105	6,669	25.4	22.6	20.7	11.6	10.8	10.3	3.0	9.7	0.8	2.3
7	朝日啤酒	TSE:2502	299.95	137,402	9,177	9,669	10,247	14.3	14.2	13.4	9.9	-	9.3	1.9	4.0	-7.0	3.5
11	Royal Unib	CPSE:rBR	511.94	25,469	1,052	1,125	1,183	23.6	22.6	21.5	16.0	15.7	15.4	8.2	4.6	-2.9	4.9
9	莫森酷儿	NYSE:TAF	405.79	87,778	6,634	6,990	7,235	12.8	12.6	12.1	9.6	9.6	9.4	0.9	-2.8	14.3	-4.4
5	星座酒业	NYSE:STZ	1,416.68	269,452	22,358	11,258	12,378	11.7	23.9	21.8	10.4	17.7	17.4	3.1	-25.6	8.5	-0.9
4	绿山彭泉	NYSE:KDF	202.41	284,731	5,431	11,845	13,623	50.9	24.0	20.9	21.9	16.9	15.6	1.8	63.0	-79.8	0.4
1	喜力啤酒	ENXTAM:A	751.84	515,008	18,004	23,962	25,902	29.2	21.5	19.9	13.7	12.3	11.8	3.9	19.9	1.6	1.1

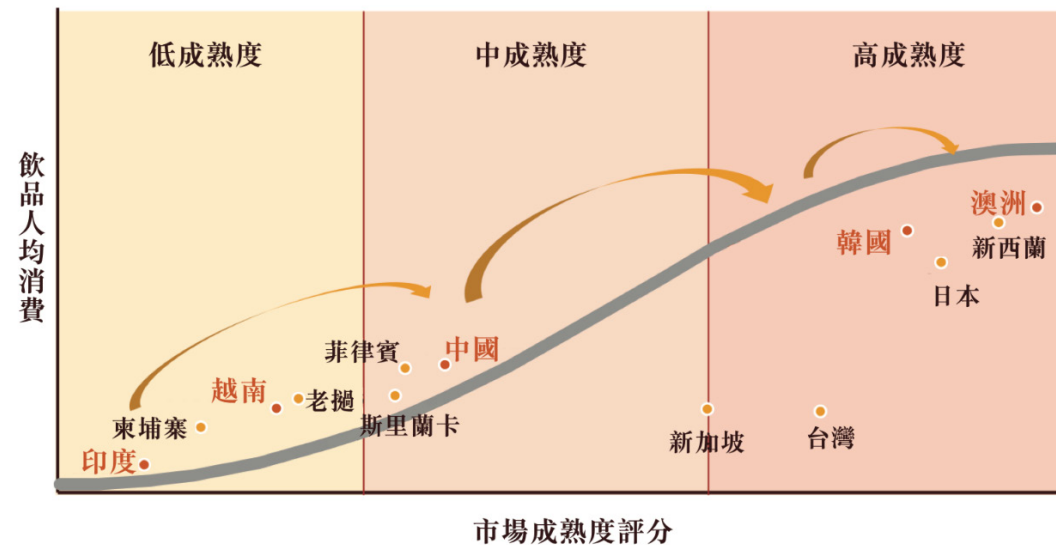
资料来源: Capital IQ, 公司招股说明书, 信达证券研发中心;注: 取2019-05-17收盘价

总体来看,啤酒及其他酒类的海外企业估值倍数显著低于A股及港股上市企业,原因一方面在于境内酒企此前的净利润率普遍较薄(见表2,仅重庆啤酒和百润股份的近十二个月净利润率水平高于行业平均),市场预期2019年4月制造业增值税税率从16%降到13%,将明显提振境内企业的盈利能力,故给予净利润增速溢价;另一方面,中国乃至亚洲拥有全世界最大的发展中经济体规模,不论中国、印度还是越南,人均啤酒消费额远未达到全球平均水平,因此投资者看好该区域每千升啤酒的持续提价能力(见图1)。

表 2 百威亚太与行业竞争对手的盈利能力对比情况 (百万元人民币, %)

排名	证券简称	代码	最新收盘价(元)	总市值	营业收入(百万)	LTM净利润率(%)	LTM毛利率(%)	资本支出(CAPEX)	LTM EBIT (%)	LTM ROE (%)	LTM ROA (%)	LTM ROIC (%)	现金周转周期
3	百威亚太			311,100	58,518	16.6	55.2	-3,797	23.2	8.3	7.9	-	-
	最大值		1,417	515,008	375,653	42.3	54.9	-144	39.5	34.7	424.7	29.7	173.6
	中位值		251	93,132	41,525	8.9	39.6	-1,439	20.0	8.1	3.7	6.3	27.5
	平均值		373	147,863	72,659	11.0	41.6	-5,327	20.4	13.5	36.7	9.3	39.4
13	重庆啤酒	SHSE:600132	41.39	20,032	3,467	11.9	39.7	-143.7	19.0	34.7	8.6	20.0	-9.7
10	青岛啤酒	sehk:168	42.83	57,862	26,575	5.7	37.8	-761.8	9.1	8.9	2.6	4.6	-19.4
8	华润啤酒	SEHK:291	30.36	98,486	31,867	3.1	35.1	-1,641.0	13.0	5.3	3.9	7.5	69.2
4	珠江啤酒	SZSE:002461	6.56	14,519	4,039	9.3	40.3	-191.6	8.5	4.8	0.4	0.6	-21.8
12	燕京啤酒	SZSE:000729	7.25	20,434	11,344	1.6	38.5	-636.5	10.5	1.7	1.3	1.6	149.1
14	百润股份	SZSE:002568	15.66	8,124	1,230	11.1	35.0	-169.8	16.7	7.3	3.6	4.2	120.0
2	百威英博	ENXTBR:ABI	573.64	392,946	375,653	12.8	30.4	-34,980.0	39.5	-	-	5.8	152.0
6	嘉士伯	CPSE:CARL E	911.19	137,836	65,934	8.5	49.9	-4,248.0	21.1	12.6	4.9	7.8	-93.3
7	朝日啤酒	TSE:2502	299.95	137,402	132,915	7.2	38.6	-4,945.4	15.4	29.7	424.7	29.7	54.9
11	Royal Un	CPSE:rBREW	511.94	25,469	7,699	14.3	52.5	-338.5	23.2	29.7	48.9	29.7	54.9
9	莫森酷儿	NYSE:TAP	405.79	87,778	74,070	9.2	39.9	-4,482.2	22.4	7.3	3.3	4.0	-71.3
5	星座酒业	NYSE:STZ	1,416.68	269,452	54,299	42.3	50.5	-5,929.7	36.4	33.2	6.6	7.4	173.6
4	绿山澎泉	NYSE:KDP	202.41	284,731	51,184	8.1	54.9	-1,238.0	29.0	-	-	-	-
1	喜力啤酒	ENXTAM:HEI	751.84	515,008	176,951	8.5	39.5	-14,867.3	21.3	13.9	5.0	6.9	-6.8

资料来源: Capital IQ, 公司招股说明书, 信达证券研发中心;注: 取 2019-05-17 收盘价, 取过去十二个月 (LTM) 数值

图 1 百威亚太地区市场成熟度模型和人均饮品消费量 (升/年/人)


资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

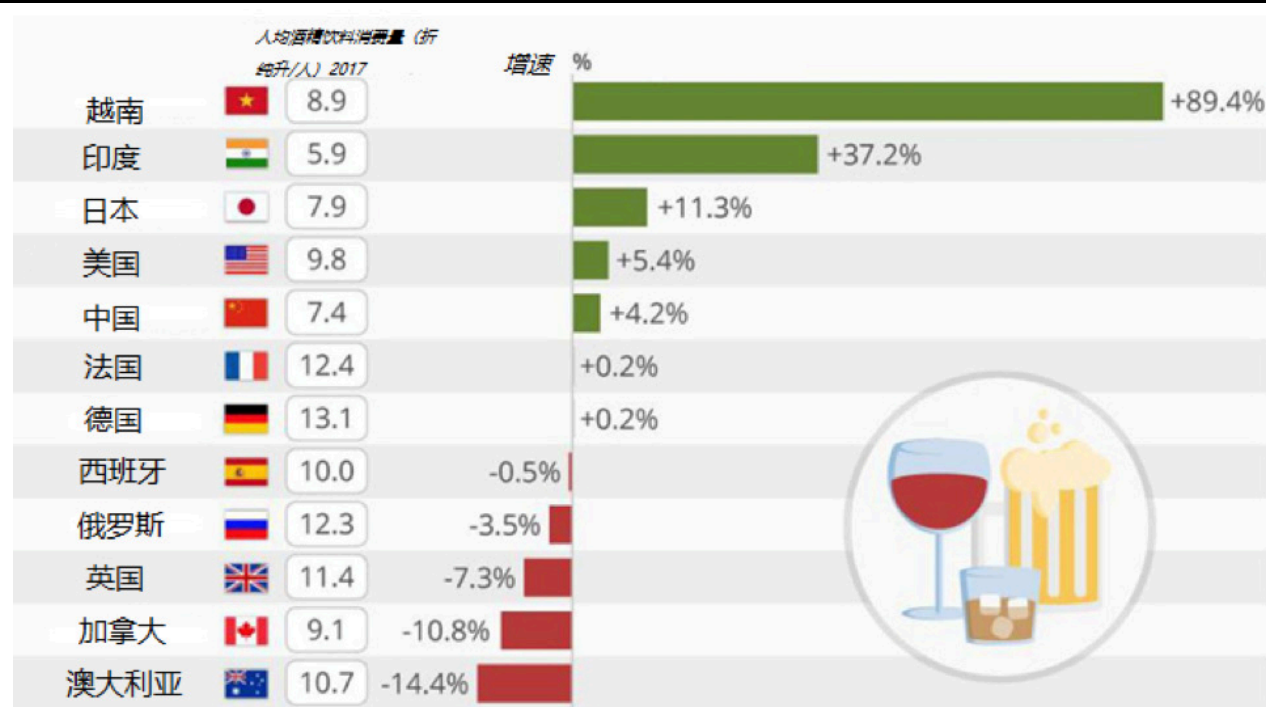
上述同业对比情况显示，百威亚太此番选择在中国香港上市，将获得相较其他发达市场同行更有利的估值。同时，公司的盈利能力显著高于大部分国内市场同业，其估值优势仍十分明显。

2、我国啤酒行业的市场空间来自于产品高端化。

根据 GlobalData，我国 2018 年的酒精饮品消费总量约为 681 亿升，其中啤酒消费量 488 亿升（统计局规模以上企业总消费量为 381 亿升），占比超过 70%。根据联合国卫生组织（WHO），我国是全球最大的市场，占全球消费总量的 25%。

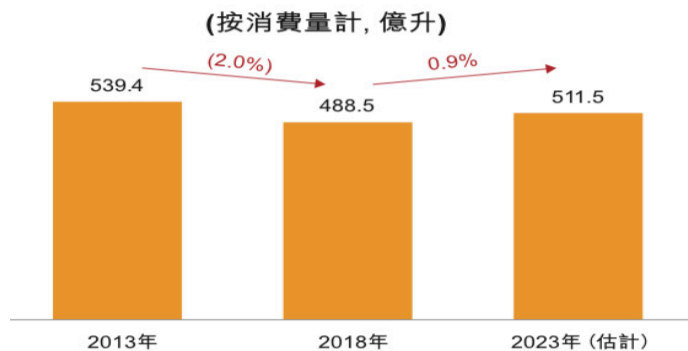
尽管市场规模庞大，且我国折纯酒精消费量已略超国际平均水平，但我国的低度酒消费量水平和女性饮酒水平均低于其他基准市场。

图 2 2017 年全球主要国家人均酒精饮品消费量

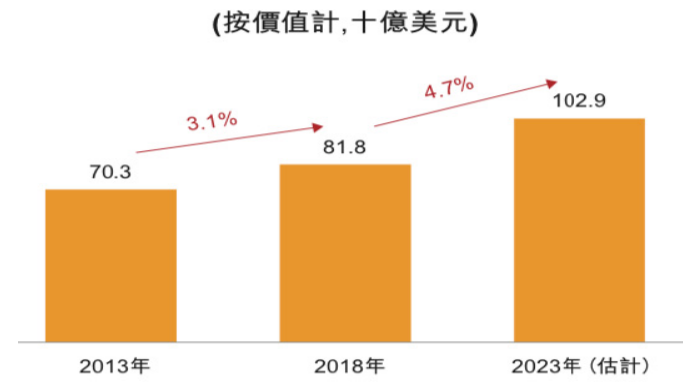


资料来源：柳叶刀，Statist，信达证券研发中心

根据百威亚太招股说明书，中国人均啤酒消费量水平至 2018 年仅为 35 升，而美国、巴西和墨西哥分别为 71 升、60 升和 74 升，可见我国啤酒消费量潜力巨大。柳叶刀的数据也显示，截止 2017 年，中国女性平均饮酒水平为 3 升，男性则为 11 升，两者间的差异也有望通过低度酒消费来缩小。

图 3 我国整体啤酒市场销量规模 (亿升)


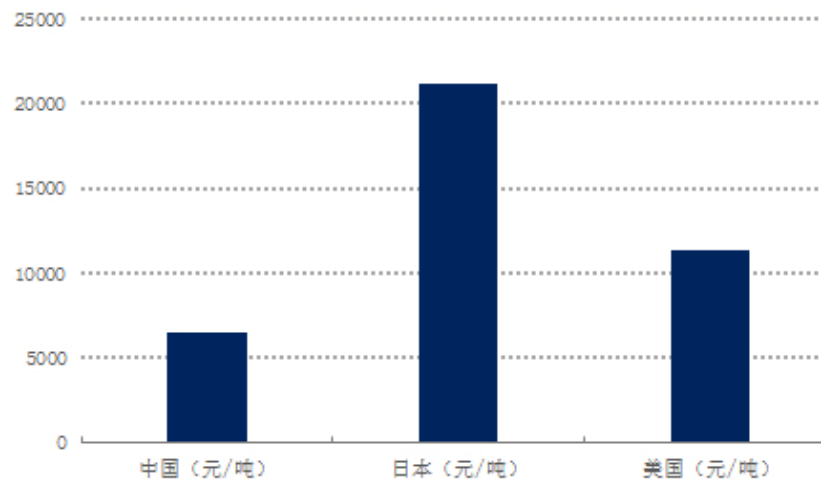
资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

图 4 我国整体啤酒市场收入规模 (十亿美元)


资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

根据 GlobalData, 我国的每升啤酒均价自 2013 年以来保持快速增长, 至 2018 年上升了近 28.5%; GlobalData 预计未来 5 年仍有合计约 20.4% 的增速。

参照美日发达市场的平均水平, 我国啤酒的出厂单价与二者还存在一定的差距。原因可能有两点: 一是我国啤酒产品整体位于中低端档次, 本身成本偏低从而无法进行大幅度提价; 二是我国啤酒行业前期竞争激烈, 大部分厂商采取牺牲利润抢占市场份额的长远战略, 导致啤酒吨价被进一步压缩。

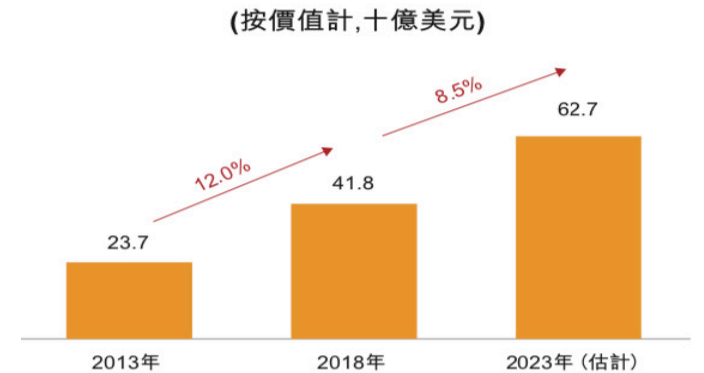
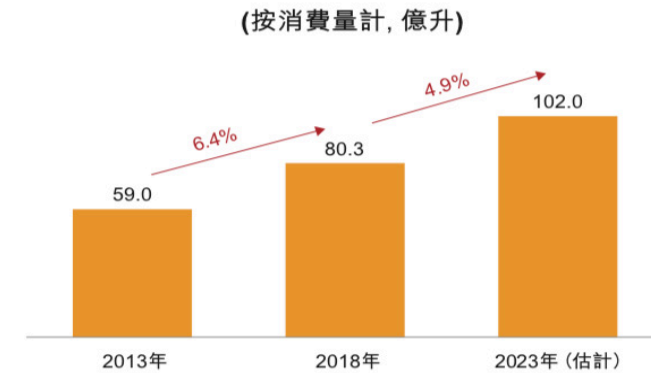
图 5 中日美啤酒单价对照 (元/吨)


资料来源: 百威亚太招股说明书, Capital IQ, 信达证券研发中心

百威亚太认为，中国啤酒市场的高端化趋势体现为高端及超高端类别的消费量占比于 2013 年的 10.9% 上升至 2018 年的 16.4%，且该趋势到 2023 年将占比 20%。侧面印证了消费者在啤酒领域的消费偏好由经济型消费转变为品质型消费。相较于成熟啤酒市场高端及超高端占比达到约 42.1%，我国的啤酒高端化趋势仍将带动啤酒板块的收入及盈利能力改善进程。

图 6 我国高端啤酒市场销量规模 (亿升)

图 7 我国高端啤酒市场收入规模 (十亿美元)



资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

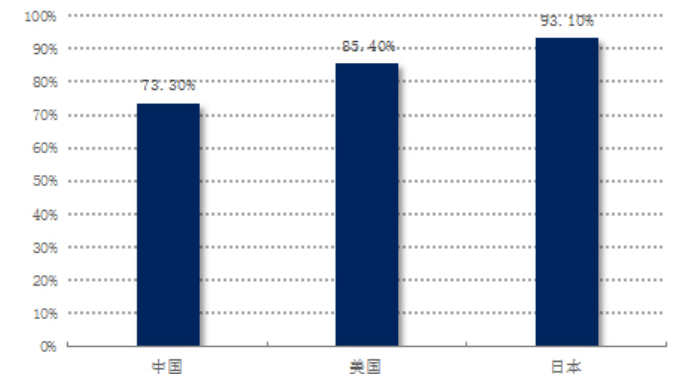
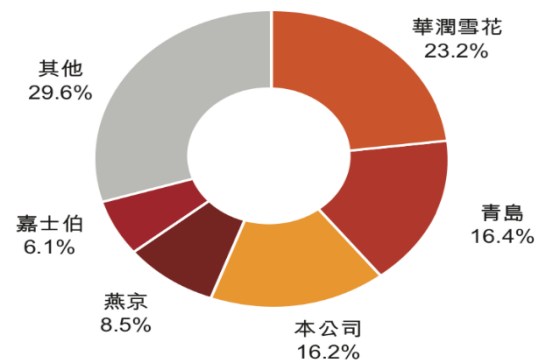
资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

3、行业竞争格局已较稳定，行业恶性竞争概率极低。

2018 年我国啤酒行业集中度进一步提升，CR3 达 55.8%（较 2013 年同期 48.7% 提升 7.1 个百分点），CR5 达 73.3（较 2013 年提高 5.2 个百分点）。中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对稳定的市场格局，行业的竞争模式由全面价格战向多品类、差异化转变。

图 8 2018 中国啤酒行业 CR5 销量占比对比 (%)

图 9 2018 中日美啤酒行业 CR5 对比



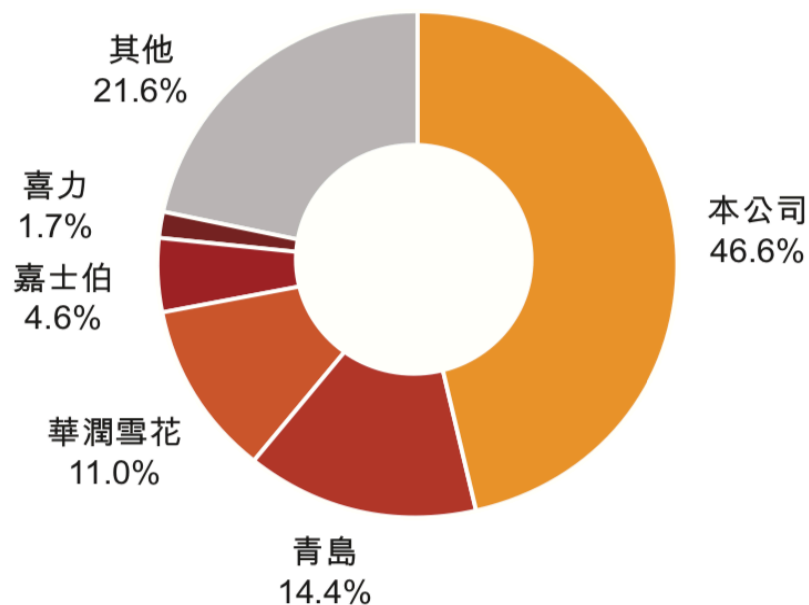
资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

但对比发达国家，美国前三大品牌占比达 78.4%，前五大品牌占比达 85.4%；日本啤酒行业 CR3 和 CR5 分别为 81.6% 和 93.1%。相比于美日发达市场，我国啤酒行业集中度或许有进一步提升的可能。集中度提升助推行业提价，长期来看仍会使龙头企业受益。

目前，百威亚太生产、进口、分销及出售超过 50 个啤酒品牌，包括全球品牌百威、时代及科罗娜及多个地方品牌。在中国啤酒市场，百威通过一系列收购目前已经拥有了哈尔滨、雪津两个全国子品牌，此外还拥有数十个地方子品牌。自 2013 年以来，象征高端的百威、科罗纳（特许经营）、时代和福佳白等标志性品牌组合帮助公司在高端及超高端领域获得超过 6% 的市场份额增长，使其在高端和超高端子版块中享有了约 46.6% 的市场份额

图 10 2018 中国啤酒行业高端及超高端子版块 CR5 销量占比对比 (%)



總消費量 (2018年): 80億升

资料来源: 百威亚太招股说明书, 信达证券研发中心

4、小结

总体来看，随着我国啤酒龙头企业市场份额的逐渐稳固，板块已走出低价无序竞争期，而将逐渐步入差异化竞争时代。对于产品布局高端的百威亚太，其拥有较明显的品牌组合优势；而国内企业仍需要在提升产品品质、降低单位折旧成本以及拓展分销渠道方面有所突破，才能真正享受啤酒行业升级带来的行业红利。

5、风险提示：市场扩张不及预期；资金不足的风险；细分需求判断失误的风险；宏观经济下行的风险。

❖ 本期【卓越推】：中炬高新（600872）。

中炬高新（600872）

（2019-05-20 收盘价 35.95 元）

➤ 核心推荐理由：

1、**公司产能将迎来密集投放期，定位差异化竞争，知名度不断提升。**1) 公司酱油产能已进入密集投放期，随着阳西美味鲜项目投产，其他调味品产能也将从 2020 年开始增长，符合公司平台化发展的策略；2) 公司定位精准差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年，且公司酱油出厂吨价最高，产品结构符合消费升级逻辑；3) 公司是品牌化战略的先行者，塑造了“品牌可信赖，无食品安全隐患”的企业形象。随着公司近年来销售规模、市场份额和营销网络的不断扩大，厨邦、美味鲜品牌知名度有望进一步提升。

2、**实控人变更落地，后续发展目标清晰。**2019 年 3 月 22 日，公司公告称其实际控制人由中山火炬高技术产业开发区管理委员会正式变更为姚振华先生。此次变更，姚振华先生和宝能投资对于中炬高新的控制权进一步加强，公司治理结构有望持续改善，为发展增添新动力。公司在年报中披露了中期目标，即实现五年“双百”目标——从 2019 年到 2023 年，公司用五年的时间，按照三步走发展战略，以内生式发展为主，发展壮大调味品主业，以外延式发展为辅，开展兼并收购，通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标。产量方面，2018 年公司调味品整体生产量约 54 万吨，根据公司的阳西基地二期建设计划，我们判断 100 万吨的产量目标是较易实现的；收入目标方面，公司在未来 5 年需要实现 21% 的年均复合增速，其主营业务的长期成长性可期。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计中炬高新 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 7.49、9.69 和 11.38 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.94、1.22 和 1.43 元。维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**1) 原材料、价格波动风险；2) 渠道拓展进度不及预期的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，竞争力降低的风险；5) 食品安全问题；6) 房地产业务受宏观政策调整而低于预期的风险；7) 跨行业经营的风险。

➤ **相关研究：**《20180111 中炬高新（600872）关注中炬高新小包装化进程》，《20180426 中炬高新（600872）成本控制逻辑被验证，渠道拓展体现做强决心》，《20180517 中炬高新（600872）阳西基地先进产能带来利润空间想象力》，《20180823 中炬高新（600872）看好调味品业务盈利能力持续提升》，《20181030 中炬高新（600872）提价影响减弱，调味品业务增速放缓；大股东变更为公司发展增添新动力》《20190401 中炬高新（600872）调味品板块 4Q 收入增速反弹；实控人变更落地助力公司发展》《20190430 中炬高新（600872）调味品业务盈利能力显著提升，品类扩张步伐加快》。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。