

饮料制造

 结构升级叠加产能优化，啤酒龙头演绎戴维斯双击
 -对标美国啤酒龙头及中国啤酒先行指标

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

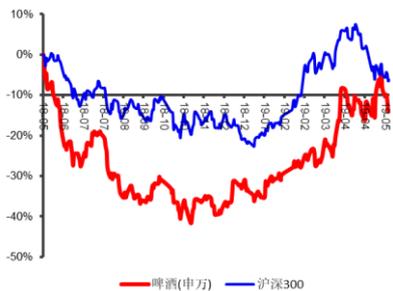
分析师：龚小乐

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)	126,194
行业流通市值(百万元)	86,095

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《青岛啤酒：降本增效红利渐显，结构升级推动业绩释放》2019.04.03
- 2 《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
- 3 《提价滞后效应&成本要素驱动板块业绩加速释放》2018.12.12
- 4 《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
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
青岛啤酒	1.05	1.37	1.76	2.11	47	36	28	23	0.99	1.05	买入
重庆啤酒	0.83	1.05	1.23	1.44	51	40	34	29	1.99	0.83	买入
华润啤酒	0.30	0.45	0.84	1.17	96	64	35	25	0.40	0.30	买入

投资要点

- **核心观点：2018年12月以来我们持续发布多篇报告推荐啤酒板块，强调行业竞争格局从价格战转向结构升级，应积极关注ASP提升。同时行业内企业积极优化产能、提高产能利用率、降本增效。此外，期待未来格局优化后费用率进入下行周期。本文从对比视角出发，借鉴美国啤酒龙头安海斯-布希及中国啤酒先行指标重庆啤酒的经验，我们认为中国啤酒龙头华润啤酒和青岛啤酒将演绎戴维斯双击。**
- **美国：消费升级+格局优化，龙头盈利能力与估值双击。**
- **（1）结构升级带动均价上升，推升企业毛利率。**1960-1980年美国高端啤酒的市场份额从20.2%提升至62.9%，期间价格的CAGR为3.5%；1980年至今精酿、进口、超高端占比从8.7%提升至35.1%，价格的CAGR为2.9%。安海斯-布希的毛利率从1987年的35.6%提升至2003年的40.3%；并购后的百威英博北美2009-2018年的吨酒收入从1150提升至1400美元/千升，毛利率从51.4%提升至62.7%。
- **（2）格局优化费用率下行，精酿冲击后龙头费用率上升。**1947-1981年美国前五大啤酒厂的市场份额从19%提升至75.9%，2000年前三大已占据约80%的份额，其中安海斯-布希的市占率接近50%。1987-1994年随行业集中度提升，安海斯-布希龙头地位持续加固，公司营业开支/收入从21.9%下降至16.8%。2010年精酿啤酒厂快速扩张侵蚀了传统的工业啤酒巨头的份额，2010-2018年安海斯-布希的份额从50%下降至42%，米勒-康胜的份额从30%下降至24%，导致2012年后百威英博北美地区营业开支/收入从约20%提升至28%。
- **（3）英博收购安海斯-布希后迅速进行产能优化节约成本。**2009-2014年百威英博北美单位销量的折旧摊销从72.3下降至62.1美元/千升。2008年北美员工数为21871人，2014年下降至15348人。
- **（4）盈利能力提升推动安海斯-布希估值中枢上移。**1987-2004年安海斯-布希的EBITDA利润率从17.6%提升至28.8%，净利率从7.4%提升至15.0%，EV/EBITDA从7倍上升至12倍。
- **中国：重庆啤酒率先升级+优化供应链，实现盈利能力提升。**
- **（1）中高档啤酒占比上升，吨酒收入持续上行。**2013-2018年，我国高端及超高端消费量占比从10.9%提升至16.4%，但对比美国的42.1%提升空间大，预计2023年占比将提升至19.9%。重庆啤酒率先升级，2015-2018年高中低档销量的CAGR分别为2.5%、2.1%、-16.9%。2014-2018年山城（定位4元）销量从74万吨下降到仅12万吨，重

- 庆（定位 6 元）和乐堡（定位 8 元）销量上升。2013-2018 年重庆啤酒吨酒收入从 2731 提升至 3544 元/千升，CAGR 为 5.4%，剔除委托加工后啤酒业务的毛利率从 2015 年的 39% 上升至 2018 年的 46%。
- **（2）优化供应链降本增效，节约吨酒人工和制造费用。**重庆啤酒 2014 年率先关厂优化产能，工厂数从 23 减少到 14 家，同时生产人员从 3272 人减少到 1068 人。剔除包销嘉威的部分，2015-2018 年公司吨酒人工成本从 169 下降至 120 元/千升，吨酒制造费用从 596 下降至 477 元/千升，产能优化大幅节约了生产成本。
 - **（3）结构升级和产能优化推动盈利能力提升。**2015-2018 年重庆啤酒 EBITDA 利润率提升 15.1 个 pct，剔除销售费用、管理费用、资产减值损失的影响，结构升级对利润率的提升约 3.3 个 pct。2014-2018 年关厂对利润率的提升贡献约 2.1 个 pct。2016 年随公司盈利能力转正并持续提升，重庆啤酒 PS 从 1.7 倍上升至 4.4 倍以上。
 - **中国啤酒龙头有望实现盈利能力和估值双击。**2017 年以来青岛啤酒和华润啤酒开始升级产品结构并优化产能。2018 年华润中档及以上销量增长 4.8%，整体销量下降 4.5%；青啤高端、主品牌、整体销量分别增长 5.98%、3.97%、0.76%。2018 年华润和青啤吨酒收入分别增长 12.2% 和 4.2%。产能优化方面，华润 2017 和 2018 分别关闭 5 家和 13 家工厂，青岛啤酒 2018 年关闭 2 家。参考重庆啤酒，我们估算青岛啤酒和华润啤酒的净利率分别能达到 12% 和 12.4%，而 2018 年两者的净利率仅 5.9% 和 3.0%。同时根据安海斯-布希及重庆啤酒的经验，青啤和雪花利润率上升将伴随着估值中枢的上移。若仅考虑 ASP 的提升，按 4-5% 的中性 ASP 提升速度测算，三年后青岛啤酒和华润啤酒的 PE 估值在 25 倍左右。
 - **投资建议：**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。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，其余企业跟进，通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。
 - **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

美国：消费升级+格局优化，龙头盈利能力与估值双击	- 5 -
结构升级带动均价上移，推动上市公司毛利率提升	- 5 -
格局优化费用率下行，精酿冲击后龙头费用率上升	- 8 -
英博收购安海斯-布希后迅速进行产能优化节约成本	- 10 -
盈利能力提升推动安海斯-布希估值中枢上移	- 10 -
中国：重庆啤酒率先升级+优化供应链，实现盈利能力提升	- 12 -
中高档啤酒占比上升，吨酒收入持续上行	- 12 -
优化供应链降本增效，节约吨酒人工和制造费用	- 14 -
结构升级和产能优化推动盈利能力提升	- 16 -
中国啤酒龙头有望实现盈利能力和估值双击	- 18 -
投资建议	- 21 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：美国啤酒行业产量及人均消费量	- 5 -
图表 2：美国人口结构变化	- 6 -
图表 3：美国啤酒行业经历两次消费升级	- 6 -
图表 4：1960s 以来美国啤酒价格持续上升	- 6 -
图表 5：安海斯-布希毛利率上升	- 7 -
图表 6：国际铝价走势	- 7 -
图表 7：百威英博北美地区主要由美国构成（2014）	- 7 -
图表 8：百威英博北美地区的销量	- 7 -
图表 9：百威英博北美地区的吨酒收入及增速	- 8 -
图表 10：百威英博北美地区的毛利率	- 8 -
图表 11：美国啤酒厂数量	- 8 -
图表 12：1947-1981 年行业集中度提升	- 9 -
图表 13：2011 年起精酿啤酒冲击龙头市场份额	- 9 -
图表 14：安海斯-布希营业开支/收入	- 9 -
图表 15：百威英博北美地区营业开支/收入	- 9 -
图表 16：百威英博北美单位销量的折旧摊销	- 10 -
图表 17：百威英博北美员工数量	- 10 -
图表 18：安海斯-布希毛利率与 EBITDA 利润率	- 10 -
图表 19：安海斯-布希净利率	- 10 -
图表 20：安海斯-布希估值中枢上移	- 11 -

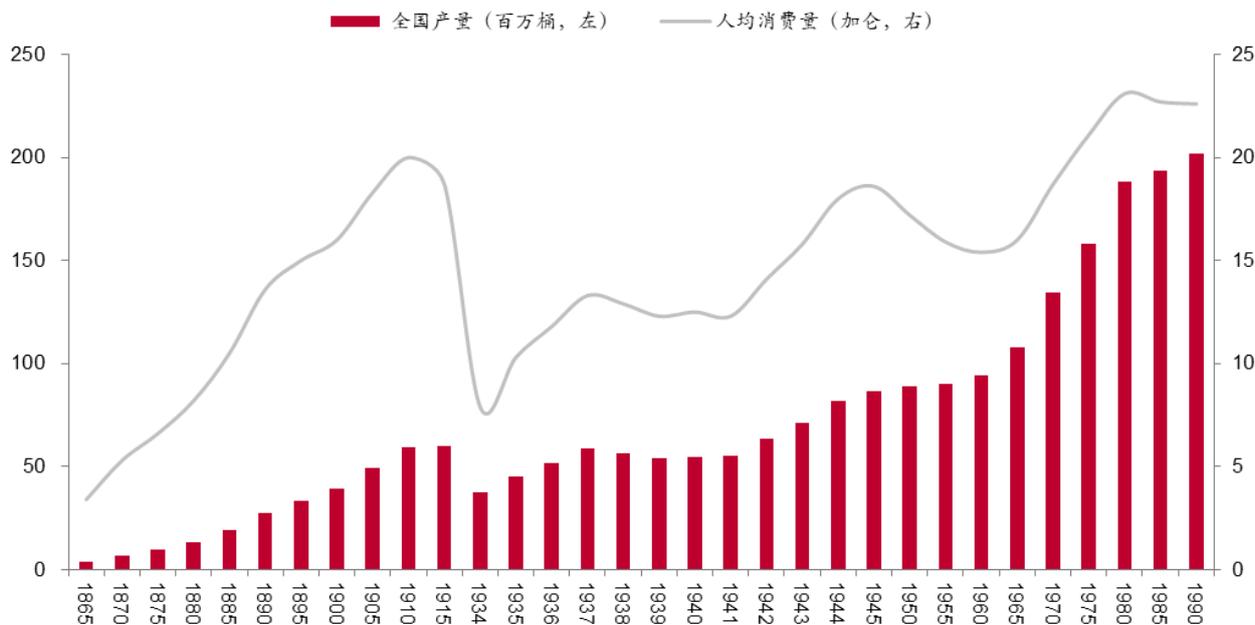
图表 21: 2015 年啤酒行业产量大幅下滑.....	- 12 -
图表 22: 中国啤酒市场消费量 (亿升)	- 13 -
图表 23: 中国啤酒市场销售额 (十亿美元)	- 13 -
图表 24: 重庆啤酒分档次销量 (万千升)	- 13 -
图表 25: 重庆啤酒分档次销售额 (百万元)	- 13 -
图表 26: 重庆啤酒分品牌销量 (万千升)	- 14 -
图表 27: 重庆啤酒吨酒收入持续提升.....	- 14 -
图表 28: 重庆啤酒啤酒业务毛利率提升.....	- 14 -
图表 29: 重庆啤酒关厂情况	- 15 -
图表 30: 重庆啤酒实际产能利用率	- 15 -
图表 31: 关厂优化生产人员	- 15 -
图表 32: 关厂减少折旧成本	- 15 -
图表 33: 吨酒人工成本下降 (元/千升)	- 16 -
图表 34: 吨酒制造费用下降 (元/千升)	- 16 -
图表 35: 重庆啤酒销售费用率 (%)	- 16 -
图表 36: 结构升级推动重啤利润率上升.....	- 17 -
图表 37: 关厂推动重啤利润率上升约 2pct.....	- 17 -
图表 38: 盈利能力提升后重庆啤酒估值中枢上移	- 17 -
图表 39: 2018 年龙头结构升级明显	- 18 -
图表 40: 2018 年龙头吨酒收入加速提升.....	- 18 -
图表 41: 啤酒龙头毛利率变动	- 18 -
图表 42: 啤酒龙头开始关厂优化产能.....	- 18 -
图表 43: 参考重啤, 青啤和华润盈利能力提升.....	- 19 -
图表 44: 青岛啤酒估值上移	- 19 -
图表 45: 华润啤酒估值上移	- 19 -
图表 46: 青岛啤酒不同 ASP 增速假设下对应三年后的估值.....	- 20 -
图表 47: 华润啤酒不同 ASP 增速假设下对应三年后的估值.....	- 20 -

美国：消费升级+格局优化，龙头盈利能力与估值双击

结构升级带动均价上移，推动上市公司毛利率提升

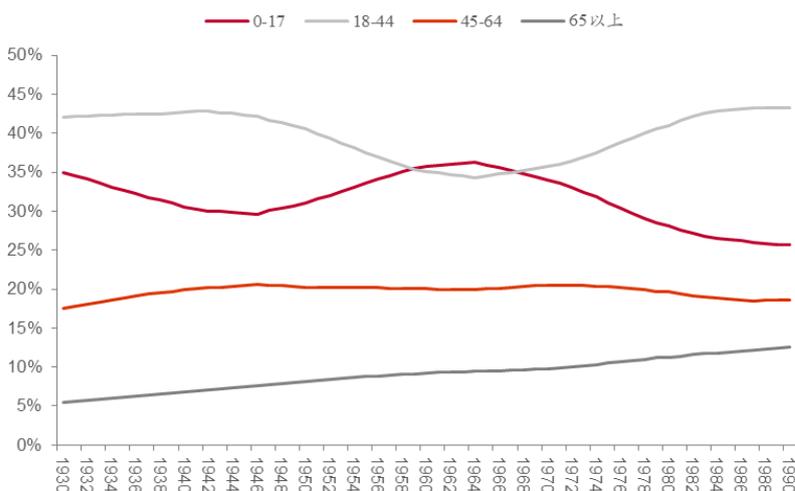
- 从产销量看，美国啤酒行业的发展可分为五个阶段，消费升级出现在人均消费量下滑或趋于饱和时。
- **第一阶段（1866-1920）：啤酒酿造产业快速发展。**受益美国的工业化和城市化、人均收入提高及酿造技术的发展，1865-1915年美国啤酒产量从370万桶增长至5980万桶，人均消费量从3.4加仑增长至18.7加仑。
- **第二阶段（1920-1933）：禁酒令时期。**禁酒令出台，大量啤酒企业退出，部分原啤酒生产商转向生产麦芽饮料。
- **第三阶段（1933-1945）：禁酒令废除后啤酒行业复苏。**啤酒行业快速恢复，1934-1945年行业产量从3770万桶增长至8660万桶，人均消费量从7.9加仑回升至18.6加仑，接近1915年的水平。
- **第四阶段（1945-1980）：人口结构变化导致人均消费量出现波动，1960年人均消费量降至谷底，行业开启消费升级。**1945-1980年美国啤酒产量保持上升趋势。1945-1960年由于18-44岁的人口占比从42%下降至35%，人均消费量从18.6加仑下降至15.4加仑，1960年前后美国啤酒行业开启了第一轮消费升级；1965-1980婴儿潮人口成年，18-44岁的占比从35%回升至41%，人均消费量从16加仑上升至23.1加仑。
- **第五阶段（1980-1990）：人均消费量趋于饱和，行业开始第二轮升级。**1980-1990年人均消费量趋于饱和略有下滑，保持在22-23加仑的区间，美国啤酒行业开启第二轮升级。

图表 1：美国啤酒行业产量及人均消费量



来源：中泰证券研究所，USBA

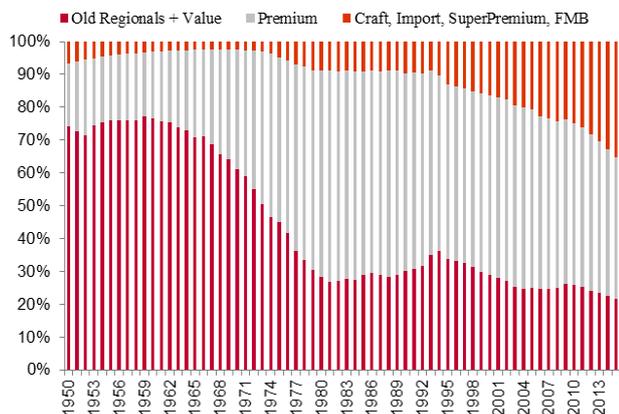
图表 2: 美国人口结构变化



来源: wind、中泰证券研究所

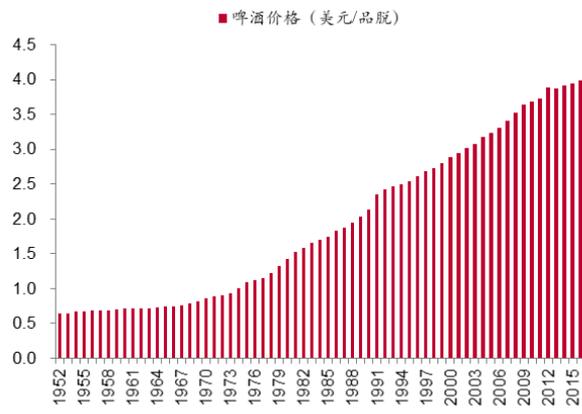
- 1960s 美国啤酒开启消费升级，价格保持 3%左右的 CAGR。** 1960s 以前，美国啤酒行业主要以中低端产品为主，占据了 75%左右的市场份额，1952-1960 年美国啤酒价格的 CAGR 仅 1.1%。1960-1980 年美国啤酒行业开始向高端产品升级，高端酒的市场份额从 20.2%快速提升至 62.9%，期间美国啤酒价格的 CAGR 达到 3.5%。1980 年至今美国啤酒开启第二轮消费升级，精酿、进口、超高端啤酒迅速发展，占比从 8.7%提升至 35.1%，带动 1980-2016 年啤酒价格保持 2.9%的 CAGR。

图表 3: 美国啤酒行业经历两次消费升级



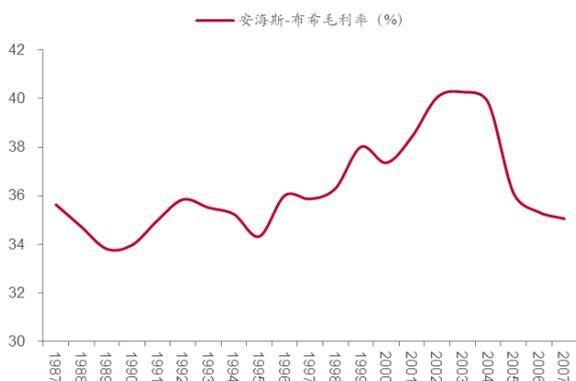
来源: USBA、中泰证券研究所

图表 4: 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

- 安海斯-布希受益结构升级毛利率呈上升趋势。** 安海斯-布希是美国啤酒龙头，1957 年以来啤酒产量一直居美国第一，占据接近 50%的市场份额。随着美国啤酒行业结构升级推动均价上升，安海斯-布希的毛利率从 1987 年的 35.6%提升至 2003 年的 40.3%。1989、1995 和 2005 年前后公司毛利率出现波动，主要系作为原材料的铝价格大幅上升，其余时间公司毛利率均保持上升趋势。

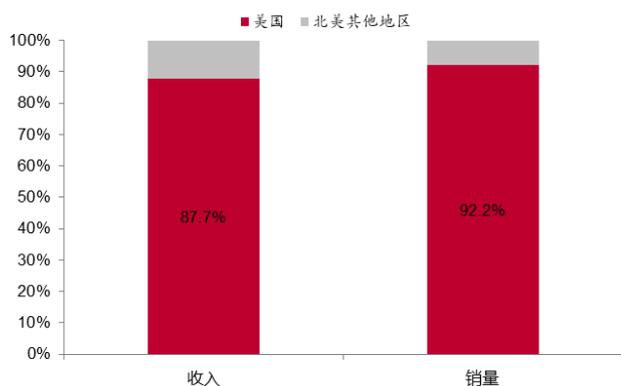
图表 5: 安海斯-布希毛利率上升


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 6: 国际铝价走势


来源: wind、中泰证券研究所

- 2009-2018 年，并购后的百威英博在北美市场的吨酒收入年复合增速为 2.2%，毛利率提升了 11.3 个 pct。** 2008 年英博收购百威后成为全球最大的啤酒生产商，2009 年百威英博整合完成，原安海斯-布希在北美的销量并入新公司的报表。百威英博在北美的业务主要集中在美国，2014 年美国占据北美 87.7% 的收入和 92.2% 的销量。持续受益美国啤酒行业的消费升级，2009-2018 年公司在北美的吨酒收入从 1150 提升至 1400 美元/千升，CAGR 为 2.2%；毛利率从 51.4% 提升至 62.7%。

图表 7: 百威英博北美地区主要由美国构成 (2014)


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 8: 百威英博北美地区的销量


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 9: 百威英博北美地区的吨酒收入及增速



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 10: 百威英博北美地区的毛利率

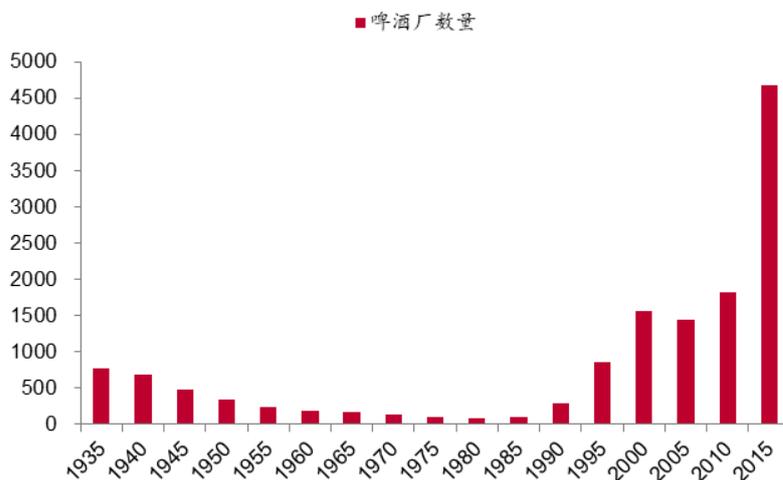


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

格局优化费用率下行，精酿冲击后龙头费用率上升

- 从美国啤酒厂数量看，可分为传统大厂集中度提升和精酿小厂快速扩张两个阶段。禁酒令废除后，1935-1980年美国啤酒厂数量从766家下降到92家，传统的啤酒工厂随行业向成熟发展，集中度不断提升。1980年后精酿啤酒出现，小型的精酿啤酒厂快速扩张，带动行业的工厂数量从1980年的92家增长至2015年的4672家。尤其是2010年后精酿啤酒发展迅速，2018年美国啤酒厂数量为7450家，是2010年的4倍。

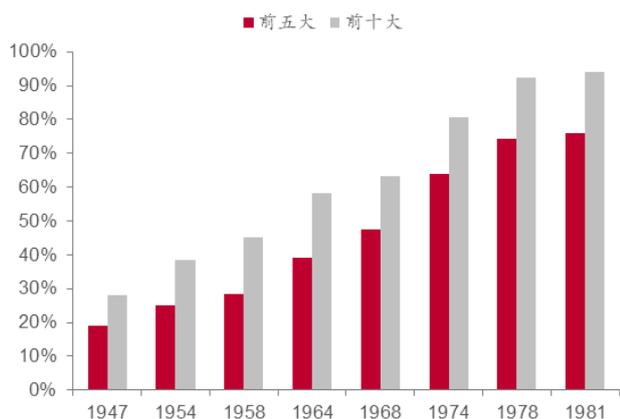
图表 11: 美国啤酒厂数量



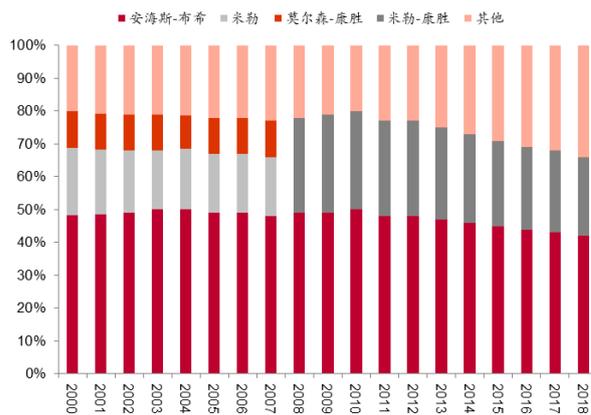
来源: USBA、中泰证券研究所

- 2000年前，美国啤酒行业处于集中度提升阶段，龙头在高市占率的情况下份额继续提升，格局持续优化。1947-1981年，美国前五大啤酒厂的市场份额从19%提升至75.9%，前十大的份额从28.2%提升至93.9%。至2000年前三大安海斯-布希、米勒、莫尔森-康胜已占据约80%的份额，其中安海斯-布希一家的市占率接近50%。

- **2000-2010 年市场份额保持稳定。**安海斯-布希的市场份额一直保持在接近 50%；2000-2007 年米勒加上莫尔森-康胜的市场份额在 30%左右，2008 年两家合资成立了米勒-康胜，新成立的米勒-康胜在 2008-2010 年市占率也维持在 30%左右。而其他啤酒厂的份额维持在 20%左右。
- **2010 年后精酿啤酒冲击了龙头企业市场份额。**2010 年精酿啤酒厂开始快速扩张，侵蚀了传统工业啤酒巨头的市场份额。2010-2018 年安海斯-布希的份额从 50%下降至 42%，米勒-康胜的份额从 30%下降至 24%，其他啤酒厂份额从 20%提升至 34%。

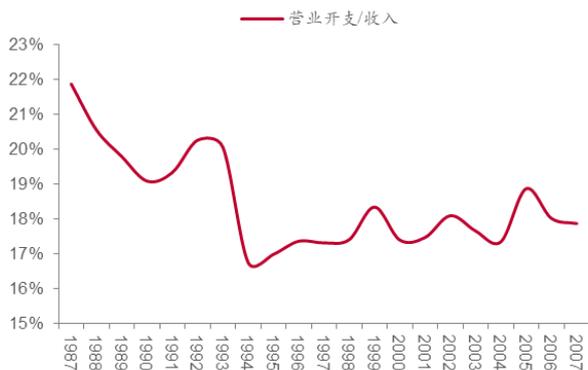
图表 12: 1947-1981 年行业集中度提升


来源: USBA、中泰证券研究所

图表 13: 2011 年起精酿啤酒冲击龙头市场份额


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

- **行业格局优化阶段龙头费用率下行，精酿冲击后龙头费用率上升。**由于未披露销售费用数据，我们以营业开支（营业利润-毛利）来衡量费用的投放力度。1987-1994 年，随行业集中度提升，安海斯-布希龙头地位持续加固，格局向好营业开支/收入保持下降趋势，从 21.9%下降至 16.8%。1995-2010 年市场份额保持稳定，因此龙头营业开支/收入也保持稳定。1995-2007 年安海斯-布希的营业开支/收入在 18%左右，2009-2011 年百威英博北美地区的营业开支/收入在 19%-20%。2012 年开始由于精酿啤酒对传统工业啤酒的冲击，龙头市场份额出现下滑，营业开支/收入从 20%左右提升至 2018 年的 28%。

图表 14: 安海斯-布希营业开支/收入


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 15: 百威英博北美地区营业开支/收入

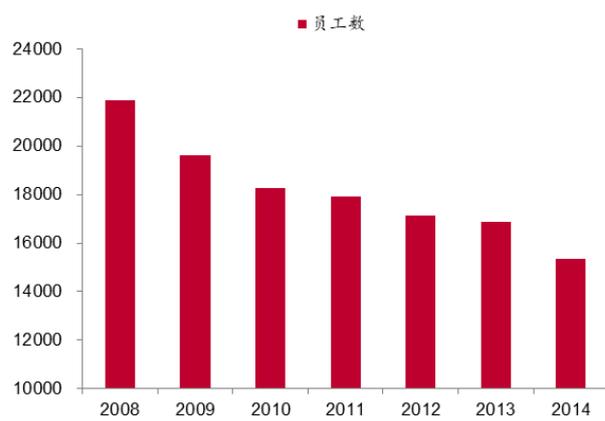

来源: Bloomberg、中泰证券研究所

英博收购安海斯-布希后迅速进行产能优化节约成本

- 百威英博并购完成后迅速进行降本增效。**英博收购安海斯-布希后对生产端进行整合以节约成本，2009-2014年百威英博北美地区的折旧摊销从974下降至752百万美元，单位销量对应的折旧摊销从72.3下降至62.1美元/千升。人员方面，2008年并表后北美员工数从之前的5662上升至21871人，此后持续精简岗位，2014年员工数下降至15348人。

图表 16: 百威英博北美单位销量的折旧摊销

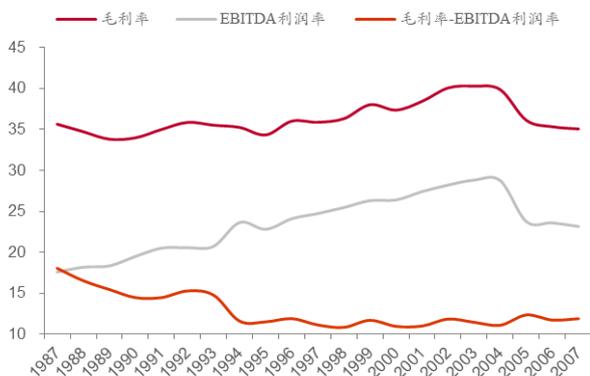

来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 17: 百威英博北美员工数量


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

盈利能力提升推动安海斯-布希估值中枢上移

- 受益结构升级+格局优化，1987-2005年安海斯-布希净利率保持上升趋势，估值中枢上移。**除部分年份成本波动对毛利率会有一定影响，结构升级推动了公司毛利率持续提升，同时格局优化也带来了费用率的下降。1987-2004年，安海斯-布希毛利率从35.6%提升至39.9%，EBITDA利润率从17.6%提升至28.8%，净利率从7.4%提升至15.0%。从估值来看，伴随盈利能力提升，公司的EV/EBITDA从7倍上升至12倍。

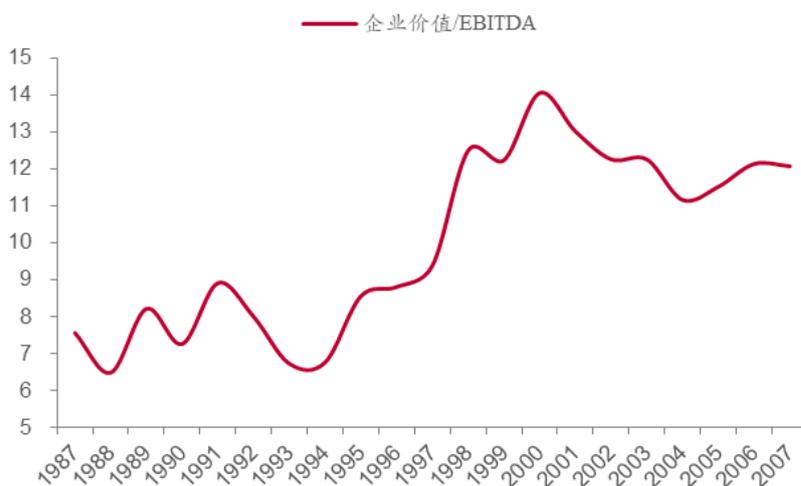
图表 18: 安海斯-布希毛利率与 EBITDA 利润率


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 19: 安海斯-布希净利率


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

图表 20: 安海斯-布希估值中枢上移



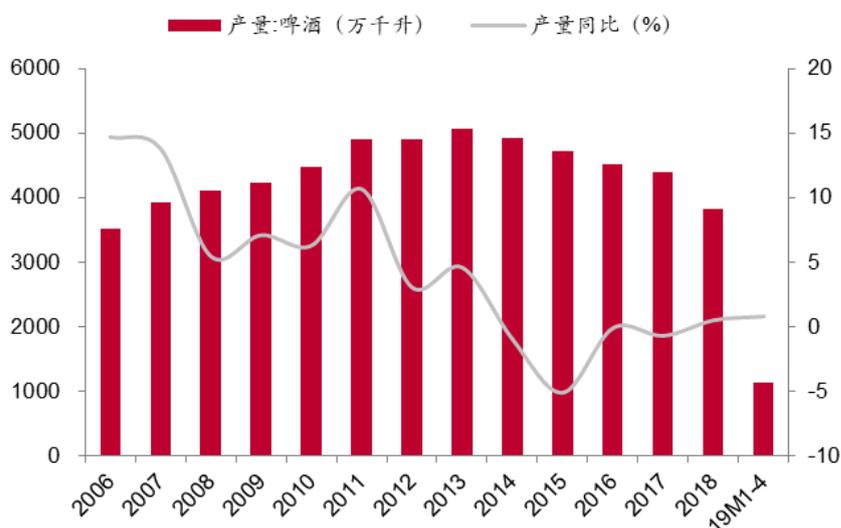
来源: Bloomberg、中泰证券研究所

中国：重庆啤酒率先升级+优化供应链，实现盈利能力提升

中高档啤酒占比上升，吨酒收入持续上行

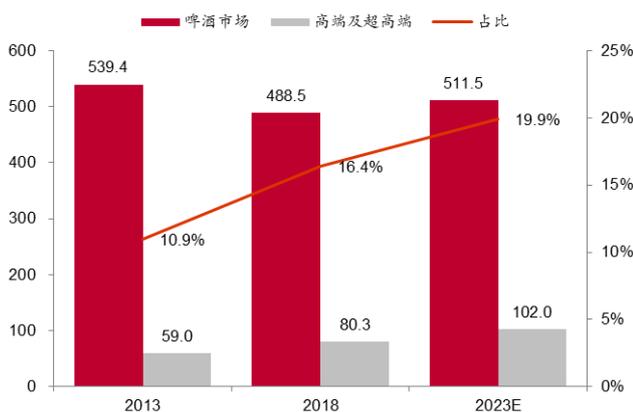
- **2015年啤酒行业产量增速下滑，2018年企稳。**2011年前我国啤酒行业产量一直保持高个位数增长，2014年首次出现下滑，2015年下滑幅度扩大到5.1%，此后仍经历了2016-2017年的小幅下滑，直到2018年行业产量才实现企稳微增。参考美国经验，人均消费量趋于饱和或下滑后行业开启消费升级，我国人口总量近年保持稳定，人均消费量变动与行业产量基本一致。随着量增停止，我国啤酒进入消费升级阶段，价格提升成为行业增长的主要驱动力。

图表 21: 2015 年啤酒行业产量大幅下滑

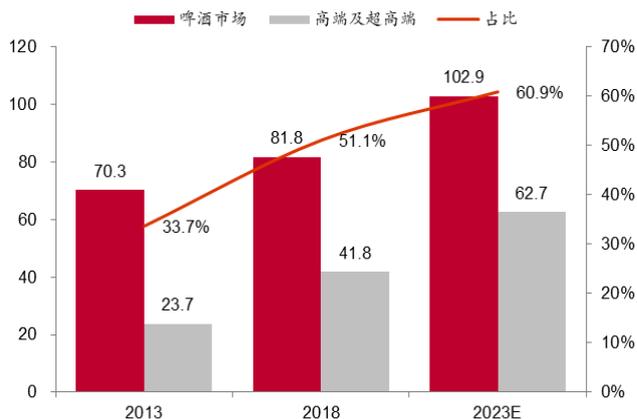


来源：wind、中泰证券研究所

- **啤酒行业开启消费升级，高端及超高端占比提升。**2013-2018年，我国啤酒消费量从539.4下降到488.5亿升，CAGR为-2.0%；高端及超高端消费量从59上升至80.3亿升，CAGR为6.4%；高端及超高端消费量占比从10.9%提升至16.4%，但对比美国的42.1%还有很大的提升空间。预计2018-2023年啤酒消费量从488.5上升到511.5亿升，CAGR为0.9%；高端及超高端消费量从80.3上升至102亿升，CAGR为4.9%；高端及超高端消费量占比从16.4%提升至19.9%。
- **从销售额看，2013-2018年我国啤酒销售额从70.3上升到81.8十亿美元，CAGR为3.1%；**高端及超高端销售额从23.7上升至41.8十亿美元，CAGR为12.0%；高端及超高端销售额占比从33.7%提升至51.5%。预计2018-2023年啤酒销售额从81.8上升到102.9十亿美元，CAGR为4.7%；高端及超高端销售额从41.8上升至62.7十亿美元，CAGR为8.5%；高端及超高端销售额占比从51.1%提升至60.9%。

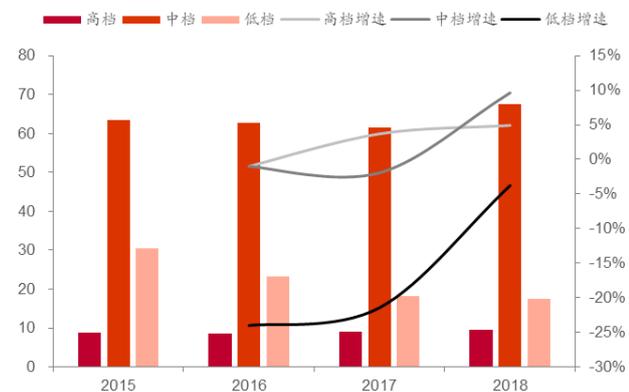
图表 22: 中国啤酒市场消费量 (亿升)


来源: GlobalData、中泰证券研究所

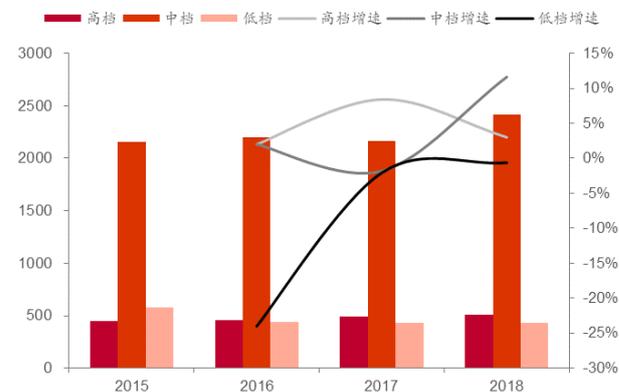
图表 23: 中国啤酒市场销售额 (十亿美元)


来源: GlobalData、中泰证券研究所

- 重庆啤酒率先开始结构升级, 中档及高档增长更快。**2013 年嘉士伯入主重啤后开始大力推动产品结构升级, 发力中档和高档, 削减低档产品。公司产品按照零售价区间分为三个档次: 高档 (8 元以上), 中档 (4-8 元), 低档 (4 元以下)。2015-2018 年公司高档产品销量从 8.8 上升至 9.4 万千升, CAGR 为 2.5%; 中档产品销量从 63.4 上升至 67.4 万千升, CAGR 为 2.1%; 低档产品销量从 30.6 下降至 17.6 万千升, CAGR 为 -16.9%。从收入看, 2015-2018 年高档产品收入从 4.5 亿增长到 5.1 亿, CAGR 为 4.4%; 中档收入从 21.6 亿增长到 24.1 亿, CAGR 为 3.8%; 低档收入从 5.8 亿下降到 4.3 亿, CAGR 为 -9.6%。

图表 24: 重庆啤酒分档次销量 (万千升)


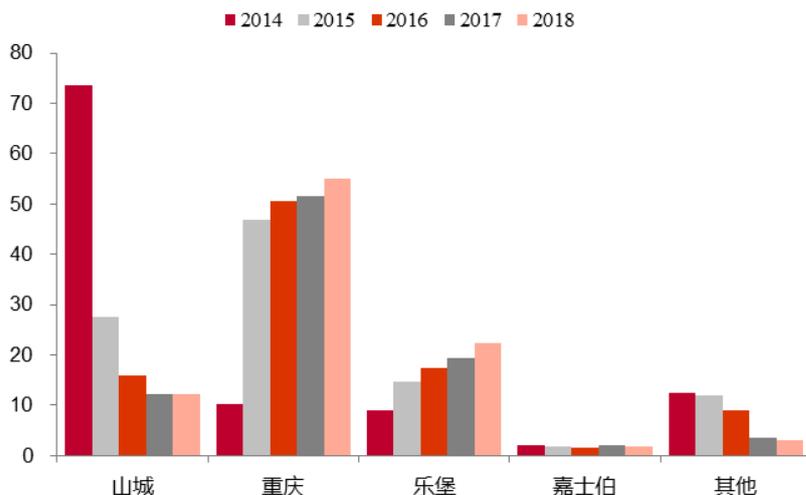
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 重庆啤酒分档次销售额 (百万元)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 重庆和乐堡作为中高档品牌快速增长, 低档山城品牌下滑。**山城 (主要定位 4 元) 作为公司低档品牌, 销量从 2014 年的 74 万吨下降到 2015 年的 28 万吨, 此后仍逐年收缩, 2018 年销量仅 12 万吨。重庆 (主要定位 6 元) 和乐堡 (主要定位 8 元) 是公司的中高档品牌, 销量保持上升, 尤其是 2015 年公司用重庆品牌大规模替换了山城品牌开启了第一轮从 4 元到 6 元的消费升级。2019 年公司推出国宾醇麦新品, 并加大对乐堡和嘉士伯的推广, 开始将主流价格带从 6 元向 8 元升级。

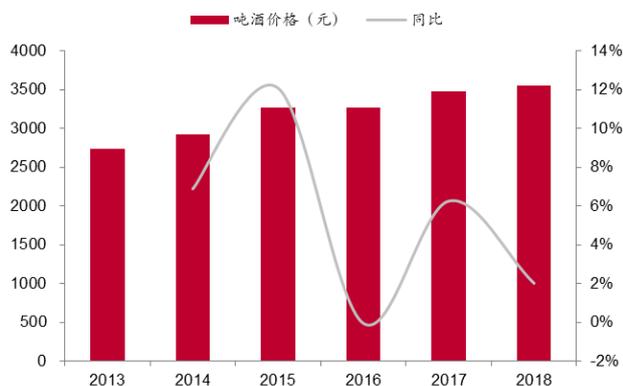
图表 26: 重庆啤酒分品牌销量 (万千升)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

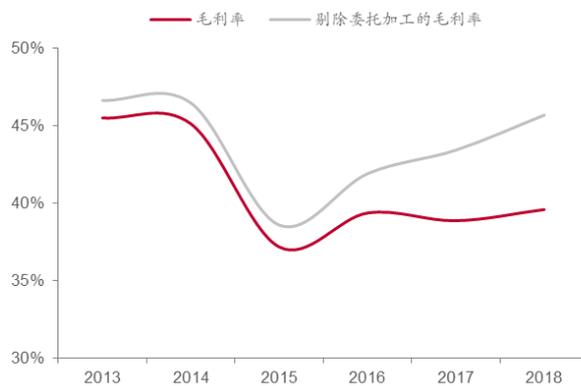
- **结构升级推动重庆啤酒吨酒收入和啤酒业务毛利率提升。**重庆啤酒吨酒收入从 2013 年的 2731 元/千升提升至 2018 年的 3544 元/千升, CAGR 为 5.4%。2013-2018 年重庆啤酒的委托加工量从 2 万千升增长到 15 万千升, 由于委托加工采用成本加成法, 拉低了啤酒业务毛利率。我们以成本加成率 11% 进行估算, 剔除委托加工后啤酒业务的毛利率从 2015 年的 39% 上升至 2018 年的 46%。2015 年毛利率大幅下降主要系公司将归属于供应链的费用从管理费用转入成本核算。

图表 27: 重庆啤酒吨酒收入持续提升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

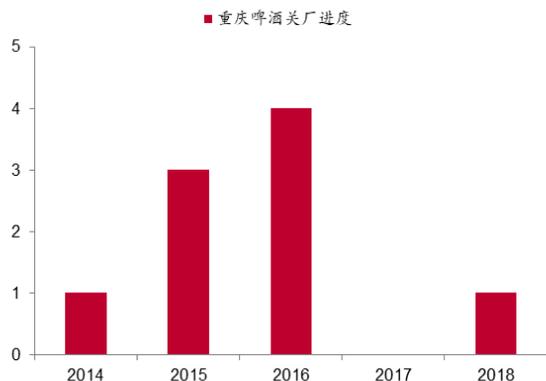
图表 28: 重庆啤酒啤酒业务毛利率提升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

优化供应链降本增效, 节约吨酒人工和制造费用

- **重庆啤酒率先关厂, 产能利用率提升。**重庆啤酒于 2014 年先于行业进行关厂优化产能, 2014、2015、2016 年分别关闭了 1、3、4 家工厂, 2018 年底再关闭一家, 工厂数从 23 家减少到 14 家, 关闭的主要是落后且规模偏小的产能。2016-2017 年公司实际产能利用率保持在 65% 左右, 2018 年进一步上升至 79%。

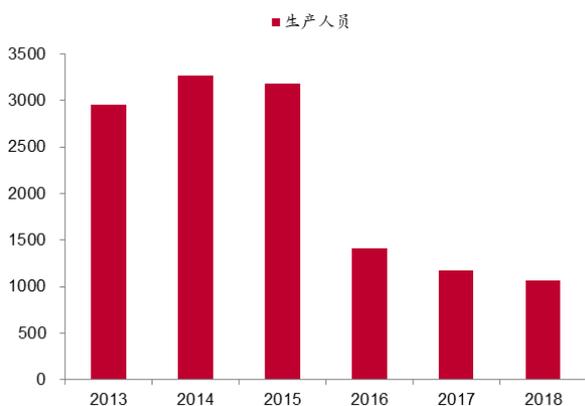
图表 29: 重庆啤酒关厂情况


来源：公司公告、中泰证券研究所

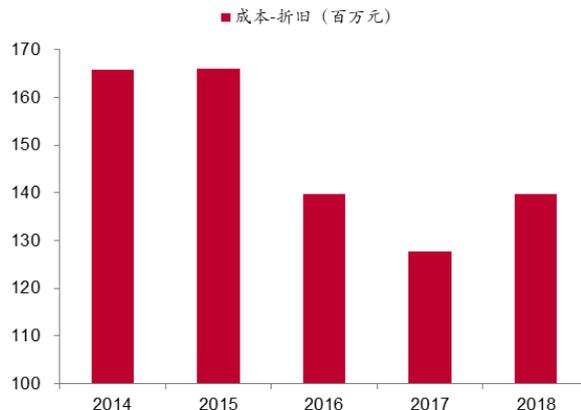
图表 30: 重庆啤酒实际产能利用率


来源：公司公告、中泰证券研究所

- **关厂节约了人员成本和折旧。**受益于关厂优化产能，重庆啤酒生产人员从 2014 年的 3272 人减少到 2018 年的 1068 人，尤其是 2016 年生产人员减少超过 50%。同时过剩产能的关闭也节约了折旧，重庆啤酒生产成本中的折旧从 2014 年的 166 百万元下降至 2017 年的 128 百万元。

图表 31: 关厂优化生产人员


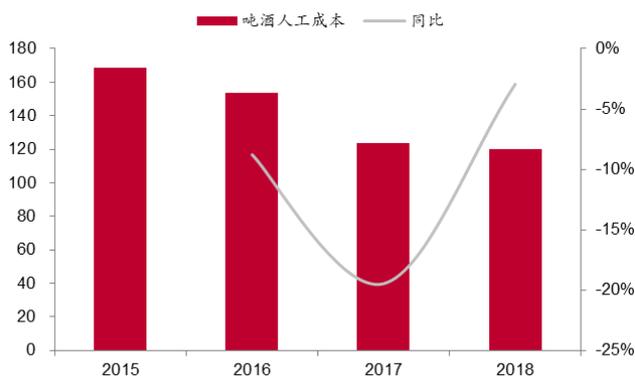
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 关厂减少折旧成本


来源：公司公告、中泰证券研究所

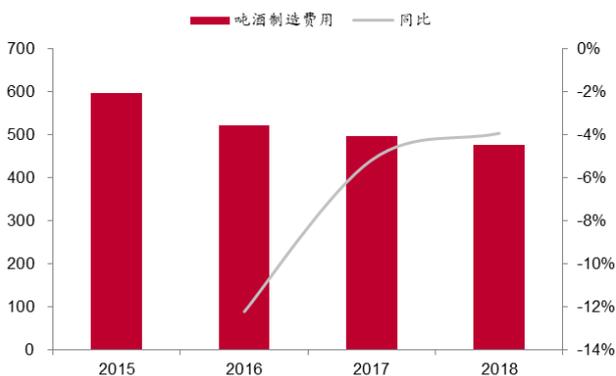
- **产能利用率提升后，吨酒的人工成本和制造费用大幅下降。**公司啤酒业务成本包含原材料、人工成本、制造费用、其他成本四块，其中其他成本为包销嘉威啤酒的成本。我们从每年销量中剔除包销嘉威的部分以更准确的分析自产部分成本的变动。2015-2018 年，公司吨酒人工成本从 169 下降至 120 元/千升，下降幅度达 29%；吨酒制造费用从 596 下降至 477 元/千升，下降幅度达 20%。产能优化极大节约了生产成本。

图表 33: 吨酒人工成本下降 (元/千升)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 34: 吨酒制造费用下降 (元/千升)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

结构升级和产能优化推动盈利能力提升

- **重庆啤酒销售费用率保持稳定。**近年来重庆啤酒销售费用率保持在 14% 左右, 并未出现明显下降, 我们认为主要系公司在重庆市场市占率维持在 85% 以上, 难以实现格局上的进一步优化。

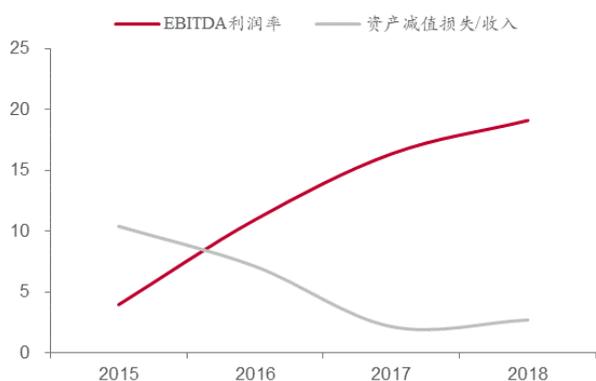
图表 35: 重庆啤酒销售费用率 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

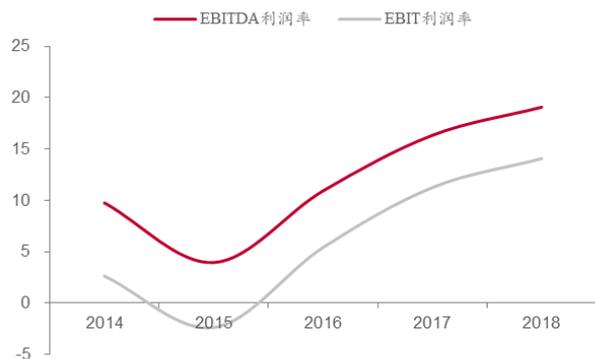
- **结构升级推动利润率上升约 3.3 个 pct, 关厂提效带动利润率上升约 2.1 个 pct。**2015-2018 年重庆啤酒 EBITDA 利润率从 4% 上升至 19.1%, 提升 15.1 个 pct。销售费用率下降 1.6 个 pct, 管理费用率下降 2.6 个 pct, 因关厂带来的减值损失变动较大, 资产减值损失/收入从 10.4% 下降至 2.7%。剔除销售费用、管理费用、资产减值损失的影响, 结构升级对利润率的提升约 3.3 个 pct。公司关厂从 2014 年开始, 2014-2018 年 EBITDA 利润率-EBIT 利润率从 7.1% 下降至 5.0%, 关厂对利润率的提升贡献约 2.1 个 pct。

图表 36: 结构升级推动重啤利润率上升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 37: 关厂推动重啤利润率上升约 2pct



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **重庆啤酒估值中枢上移。**由于重庆啤酒在关厂优化产能阶段出现亏损，因此我们分析公司的 PS。2016 年随公司盈利能力转正并持续提升，重庆啤酒 PS 从 1.7 倍上升至 4.4 倍以上。

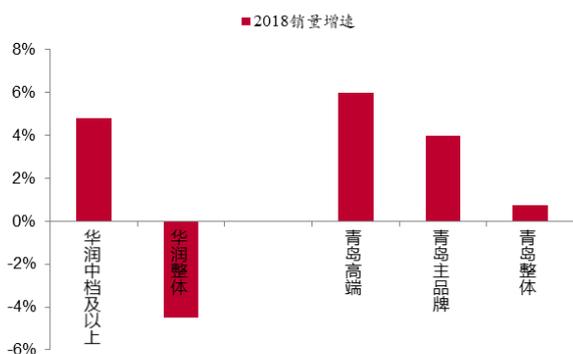
图表 38: 盈利能力提升后重庆啤酒估值中枢上移



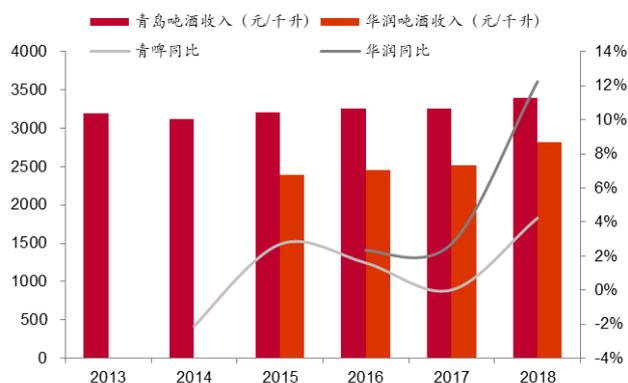
来源: 中泰证券研究所, wind

中国啤酒龙头有望实现盈利能力和估值双击

- 青岛啤酒和华润啤酒推进结构升级和优化产能。**重庆啤酒由于外资控股机制较灵活，且市场集中在重庆并占据垄断地位，因此在行业中率先进行结构升级和优化产能。2017年以来龙头青岛啤酒和华润啤酒也开始升级产品结构并优化产能。2018年华润中档及以上销量增长4.8%，整体销量下降4.5%；青啤高端、主品牌、整体销量增长分别为5.98%、3.97%、0.76%。2018年受益结构升级+提价，华润和青啤的吨酒收入分别增长12.2%和4.2%，华润毛利率上升1.4个pct，青啤由于成本压力较大毛利率小幅下滑。同时两大龙头开始关厂，华润2017和2018分别关闭5家和13家工厂，青岛啤酒作为地方国企，2018年也关闭了2家。

图表 39：2018 年龙头结构升级明显


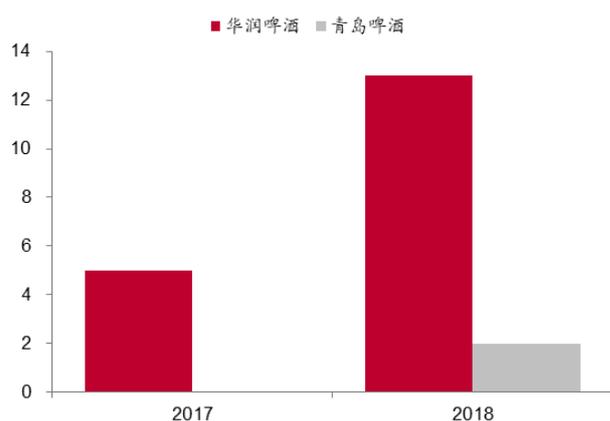
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 40：2018 年龙头吨酒收入加速提升


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 41：啤酒龙头毛利率变动


来源：公司公告、中泰证券研究所（青啤2018年毛利率为可比口径）

图表 42：啤酒龙头开始关厂优化产能


来源：公司公告、中泰证券研究所

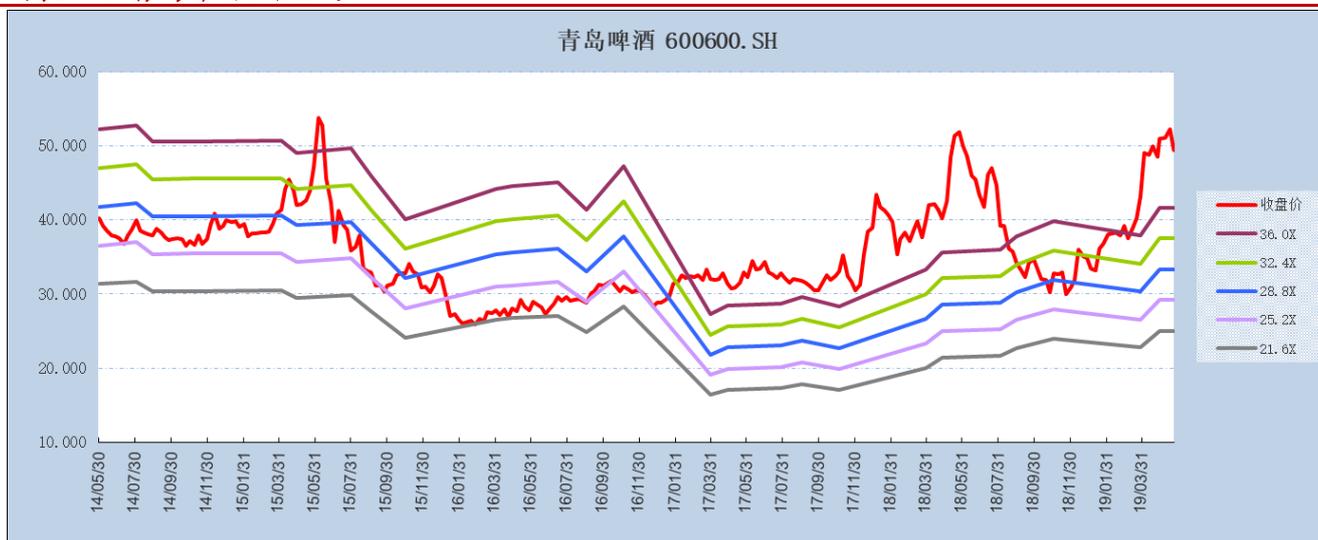
- 参考先行指标重庆啤酒，青岛啤酒和华润啤酒净利率有望大幅提升。**重庆啤酒第一阶段通过结构升级带动利润率提升3.3个pct，关厂带动利润率提升2.1个pct。我们估算出按照重庆啤酒的利润提升路径，青岛啤酒和华润啤酒的净利率分别能达到12%和12.4%，而2018年两者的净利率仅5.9%和3.0%。同时根据安海斯-布希及重庆啤酒的经验，青啤和华润啤酒利润率上升将伴随着估值中枢的上移。

图表 43: 参考重啤, 青啤和华润盈利能力提升

	青岛啤酒	华润啤酒
2018 年毛利率	37.7%	35.1%
结构升级带动毛利率提升 (1)	3.3%	3.3%
结构升级后毛利率	41.0%	38.4%
2018 年关厂等影响的利润额/收入 (2)	0.7%	4.0%
2018 年 EBITDA 利润率	11.3%	10.0%
产能优化带动 EBITDA 利润率上升 (3)	2.1%	2.1%
2018 年净利率	5.9%	3.0%
净利率变动= (1) + (2) + (3)	6.1%	9.4%
参考重啤后的净利率	12.0%	12.4%

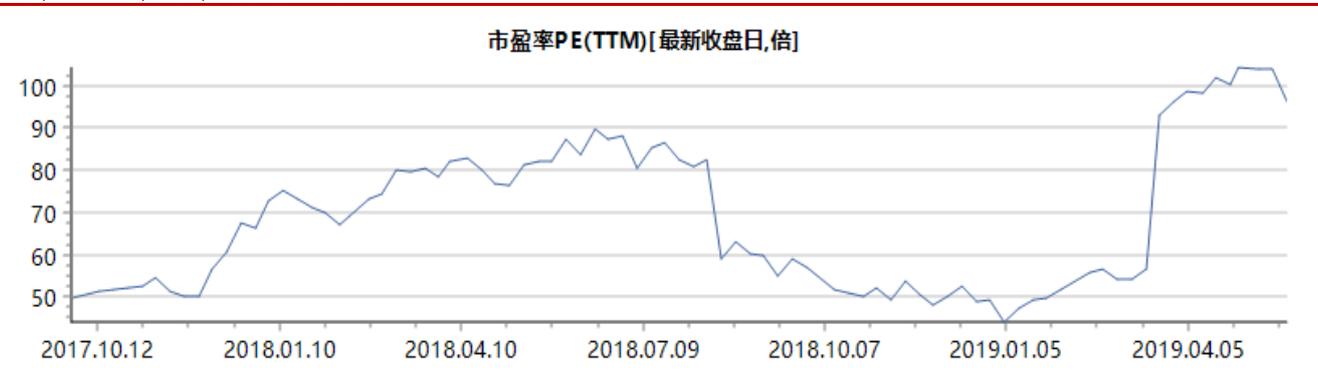
来源: wind、中泰证券研究所

图表 44: 青岛啤酒估值上移



来源: 中泰证券研究所, wind

图表 45: 华润啤酒估值上移



来源: 中泰证券研究所, wind

- 按 4-5% 的中性 ASP 提升速度测算，三年后青岛啤酒和华润啤酒的 PE 估值在 25 倍左右。未来啤酒行业发展的核心驱动因素是结构升级推动 ASP 持续提升，因此我们假设其他条件不变，仅考虑 ASP 提升的情况下，龙头三年后对应的业绩及估值水平。
- (1) 青岛啤酒。悲观情况下，假设每年 ASP 提升 2-3%，青岛啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 28-32 倍；中性情况下，假设每年 ASP 提升 4-5%，青岛啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 22-24 倍；乐观情况下，假设每年 ASP 提升 6-7%，青岛啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 18-19 倍。

图表 46: 青岛啤酒不同 ASP 增速假设下对应三年后的估值

青岛啤酒	总市值 (百万元)	ASP 每年提升幅度						
		假设幅度	2%	3%	4%	5%	6%	7%
	66739	三年后净利润 (百万元)	2072	2406	2747	3094	3448	3809
		PE	32.2	27.7	24.3	21.6	19.4	17.5

来源: 中泰证券研究所, wind

- (2) 华润啤酒。在考虑三年后的净利润时我们加回了 2018 年关厂等对利润造成的非持续性影响。悲观情况下，假设每年 ASP 提升 2-3%，华润啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 31-36 倍；中性情况下，假设每年 ASP 提升 4-5%，华润啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 24-27 倍；乐观情况下，假设每年 ASP 提升 6-7%，华润啤酒现在股价对应三年后净利润的 PE 在 19-21 倍。

图表 47: 华润啤酒不同 ASP 增速假设下对应三年后的估值

华润啤酒	总市值 (百万元)	ASP 每年提升幅度						
		假设幅度	2%	3%	4%	5%	6%	7%
	93851	三年后净利润 (百万元)	2616	3044	3479	3923	4376	4837
		PE	35.9	30.8	27.0	23.9	21.4	19.4

来源: 中泰证券研究所, wind

投资建议

- 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。同时以重啤为代表的公司已率先完成产能优化，其余企业跟进，通过提升产能利用率节约成本。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）等。

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。