

# 高端白酒仍为首选 关注啤酒板块机会

## —— 食品饮料行业半年度投资策略

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年06月14日

### 证券分析师

刘瑀  
022-23861670  
liuyu@bhzq.com

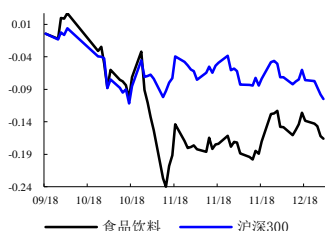
### 子行业评级

白酒	看好
其他饮料	看好
食品	中性

### 重点品种推荐

五粮液	增持
口子窖	增持
青岛啤酒	增持
伊利股份	增持

### 最近一季度行业相对走势



### 相关研究报告

### 投资要点:

#### ● 白酒淡季量少价挺，高端白酒仍为首选

从板块整体看，目前估值在 30 倍这一中位水平，估值属于合理水平。二季度北上资金一度大幅净流出，导致板块有所回调，但六月初资金又有明显流入，标志着阶段性回调结束。从配置上看来，高端白酒的确定性和性价比更好，因此仍为首选。目前处于行业淡季，白酒企业大多选择淡季调整价格、梳理渠道，从实际情况看目前量少价挺，国庆、中秋前后或会有预期差出现。高端白酒方面，茅台近期发生较多变革，但实际目的都是为品牌发展保驾护航，这是茅台真实的护城河所在。五粮液则坚守品牌高度，在保证产品价格的大前提下尽力确保销量，后期公司营销工作逐步推进将有望推动公司进一步发展。泸州老窖则通过控制出货量保证价格，短期增速预期不高。整体来看，高端白酒仍然稳健，具有长期配置价值。次高端白酒前期存在过于乐观的问题，导致库存较高，价格下滑过快。短期需要观测次高端在提价后的市场需求是否能够企稳。次高端中，我们更看好业绩提速确定性较高的区域性白酒品牌。

#### ● 啤酒旺季来临，关注业绩释放

在大众品方面，我们认为调味板块由于市场空间大、品牌优势强及周期性较弱等的特点，在各细分领域中的优势最为明显。但目前积累的涨幅过高，短期维持中性看法。啤酒子板块中，综合生产成本目前有下行的趋势，叠加增值税下调及去年产品提价，叠加三季度业绩披露和消费旺季来临，啤酒板块或存在超预期可能。长期来看，啤酒利润结构调整、高端进程加速以及产能优化将使得该板块存在长期投资机会。乳液龙头企业仍然在进一步进行渠道下沉、优化产品结构，耐心等待必将有所收获。而休闲食品则需要关注品牌的进一步发展、渠道扩张及新品单品的上市效果。

#### ● 投资建议

今年以来（截至到 2019 年 6 月 13 日），食品饮料板块整体上涨 49.03%，沪深 300 指数上涨 22.41%，行业跑赢沪深 300 指数 26.62 个百分点，位列中信 29 个一级行业第 2 位。子板块中，白酒上涨 62.18%，其他饮料上涨 24.29%，食品上涨 34.42%。截至 6 月 13 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 30.10/5.77，相对沪深 300 估值溢价率为 2.53/4.04，板块近 10 年平均 PE 为 31.03，平均 PB5.38，目前板块整体估值接近历史均值。长期来看，白酒尤其高端白酒目前仍然是食品饮料行业乃至全行业当中确定性较强的板块，在风险偏好相对较低的风格影响下仍建议逢低配置确定性较高的高端类白酒。在大众品方面，仍然建议长期关注基础消费品品牌化机遇，寻找各细分领域的成长龙头，此外建议关注啤酒板块受益于结构化调整、增值税下调带

来的业绩释放。综上，我们仍给予行业“看好”的投资评级，继续推荐五粮液（000858）、口子窖（603589）、青岛啤酒（600600）、以及伊利股份（600887）。

● 风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

## 目 录

1. 高端白酒仍为首选，关注啤酒板块机会 .....	6
1.1 高端白酒仍为首选 .....	6
1.2 关注啤酒板块机会 .....	6
2. 酒类价格稳定，成本环境良好 .....	7
2.1 白酒 .....	7
2.2 啤酒&葡萄酒 .....	8
2.3 乳制品 .....	10
2.4 肉制品 .....	11
2.5 成本环境 .....	12
3. 年初至今涨幅居于中位，估值仍有向上空间 .....	14
3.1 行情回顾 .....	14
3.2 估值 .....	15
3.3 北向资金跟踪 .....	15
4. 季度专题研究——啤酒产业 .....	17
4.4 相关公司——青岛啤酒（600600） .....	23
5. 风险提示 .....	23

## 图 目 录

图 1: 飞天茅台 (53 度) 出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	7
图 2: 五粮液(52 度)出厂价及零售价 (单位: 元/瓶)	7
图 3: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	7
图 4: 二线白酒价格走势 (单位: 元/瓶)	7
图 5: 白酒 (折 65 度) 产量及其增速 (单位: 万千升)	8
图 6: 白酒 (折 65 度) 销量及产销率 (单位: 万千升)	8
图 7: 啤酒产量及其增速 (单位: 万千升)	8
图 8: 啤酒进口数量及其增速 (单位: 万千升)	8
图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)	9
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)	9
图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)	9
图 12: 我国葡萄酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)	9
图 13: Liv-ex100 红酒指数	9
图 14: Liv-ex50 红酒指数	9
图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	10
图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)	10
图 17: 主产区生鲜乳平均价	10
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势	10
图 19: 牛奶及酸奶零售价走势	11
图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势	11
图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	11
图 22: 22 省市猪粮比	11
图 23: 生猪存栏变动趋势	12
图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势 (单位: 万吨)	12
图 25: 全国豆粕价格走势 (单位: 元/公斤)	12
图 26: 全国玉米价格走势 (元/公斤)	12
图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)	13
图 28: 玻璃价格指数	13
图 29: 行业年初至今涨跌排行	14
图 30: 食品饮料板块估值走势	15
图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价	15
图 32: 北向资金净流入情况 (单位: 亿元)	15
图 33: 5 月份北向资金对于 MSCI 成分股持股数量变动情况	15
图 34: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别	18
图 35: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家	18
图 36: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型	18
图 37: 2018 年我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比	18
图 38: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)	19
图 39: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)	19
图 40: 青岛啤酒成本构成	19
图 41: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)	20

图 42: 中国玻璃价格指数 .....	20
图 43: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨) .....	20
图 44: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨) .....	20
图 45: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨) .....	20
图 46: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨) .....	20
图 47: 中国酒精饮品市场结构 .....	21
图 48: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升) .....	21
图 49: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升) .....	21
图 50: 2013 年我国啤酒市场市占率 .....	22
图 51: 2018 年我国啤酒市场市占率 .....	22
图 52: 五大品牌各省市市占率 .....	22

## 表 目 录

表 1: cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅 (截至 3 月 13 日) .....	14
表 2: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况 .....	16
表 3: 啤酒分类 .....	17

## 1. 高端白酒仍为首选，关注啤酒板块机会

### 1.1 高端白酒仍为首选

从板块整体看，目前估值在 30 倍这一中位水平，估值属于合理水平。二季度北上资金一度大幅净流出，导致板块有所回调，但六月初资金又有明显流入，标志着阶段性回调结束。从配置上看来，高端白酒的确定性和性价比更好，因此仍为首选。

目前处于行业淡季，白酒企业大多选择淡季调整价格、梳理渠道，从实际情况看目前量少价挺，国庆、中秋前后或会有预期差出现。高端白酒方面，茅台近期发生较多变革，但实际目的都是为品牌发展保驾护航，这是茅台真实的护城河所在。五粮液则坚守品牌高度，在保证产品价格的大前提下尽力确保销量，后期公司营销工作逐步推进将有望推动公司进一步发展。泸州老窖则通过控制出货量保证价格，短期增速预期不高。整体来看，高端白酒仍然稳健，具有长期配置价值。

次高端白酒前期存在过于乐观的问题，导致库存较高，价格下滑过快。短期需要观测次高端在提价后的市场需求是否能够企稳。次高端中，我们更看好业绩提速确定性较高的区域性白酒品牌。

### 1.2 关注啤酒板块机会

在大众品方面，我们认为调味板块由于市场空间大、品牌优势强及周期性较弱等特点，在各细分领域中的优势最为明显。但目前积累的涨幅过高，短期维持中性看法。

啤酒子板块中，综合生产成本目前有下行的趋势，叠加增值税下调及去年产品提价，叠加三季度业绩披露和消费旺季来临，啤酒板块或存在超预期可能。长期来看，啤酒利润结构调整、高端进程加速以及产能优化将使得该板块存在长期投资机会。

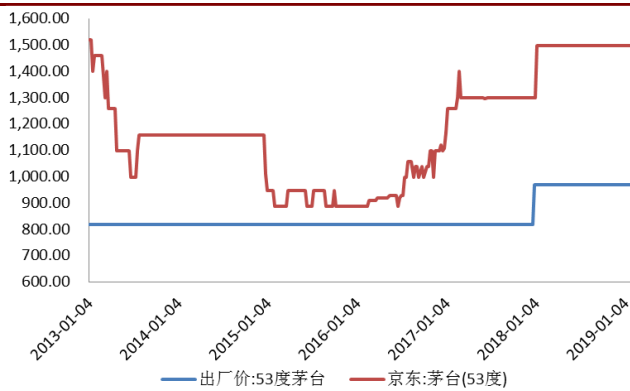
乳业龙头企业仍然在进一步进行渠道下沉、优化产品结构，耐心等待必将有所收获。而休闲食品则需要关注品牌的进一步发展、渠道扩张及新品单品的上市效果。

## 2. 酒类价格稳定，成本环境良好

### 2.1 白酒

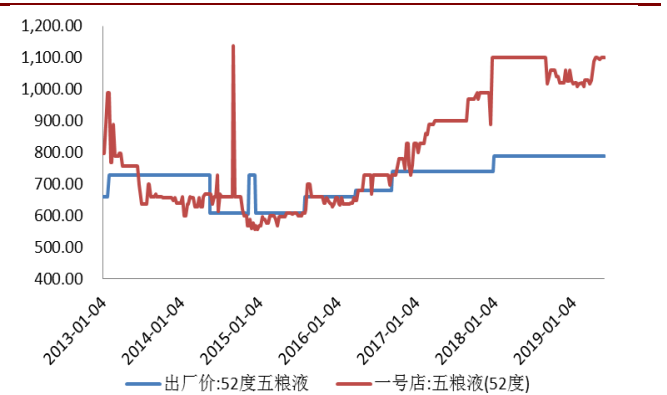
高端及次高端白酒价格总体保持稳定。高端白酒方面，2019年1月贵州茅台出厂价为969元/瓶，零售均价1499元/瓶；2019年5月五粮液出厂价789元/瓶，零售均价1098元/瓶，环比基本持平。次高端类白酒方面，5月洋河梦之蓝零售均价562元/瓶，环比基本持平；5月水井坊零售均价515元/瓶，环比下降4元。

图 1：飞天茅台（53度）出厂价及零售价（单位：元/瓶）



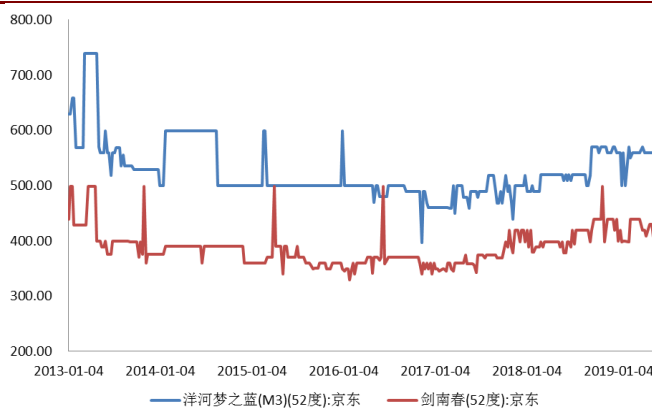
资料来源：Wind，渤海证券

图 2：五粮液(52度)出厂价及零售价（单位：元/瓶）



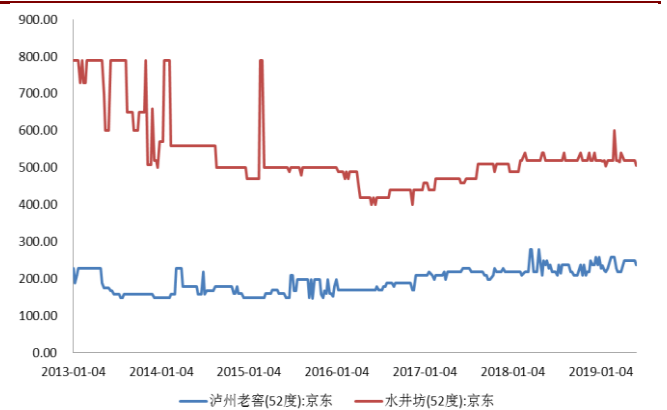
资料来源：Wind，渤海证券

图 3：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）



资料来源：Wind，渤海证券

图 4：二线白酒价格走势（单位：元/瓶）

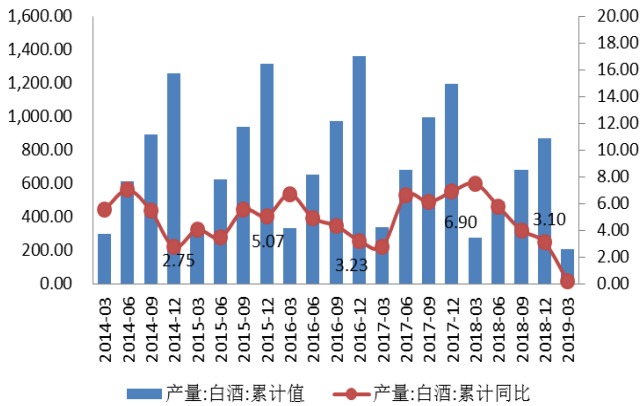


资料来源：Wind，渤海证券

白酒产量方面，2019年一季度白酒（折65度）产量达到205.9万千升，同比增长0.2%；2019年一季度白酒（折65度）销量达到222.28万千升，产销率达109.2%，同比提高近4.1个百分点。

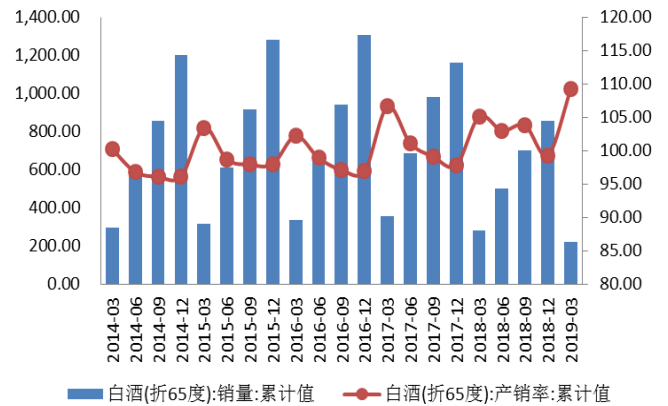


图 5: 白酒(折 65 度)产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 白酒(折 65 度)销量及产销率(单位: 万千升)

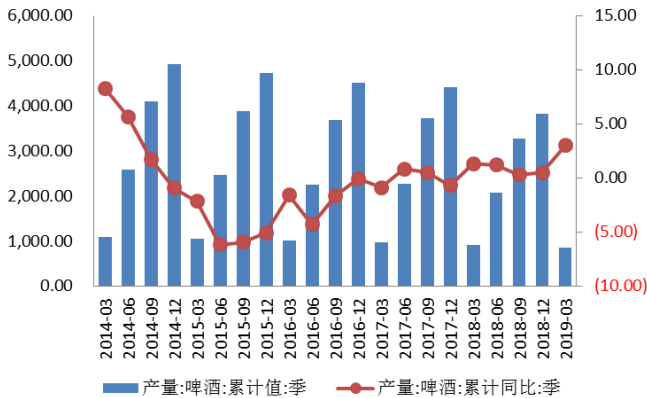


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.2 啤酒&葡萄酒

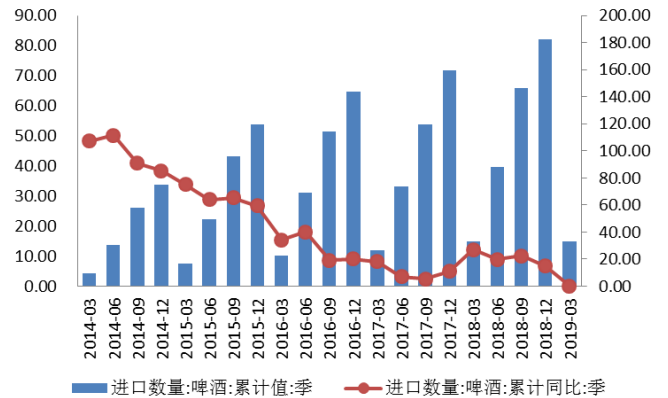
啤酒产量有所下滑, 2019 年一季度我国啤酒产量达到 846.7 万千升, 同比小幅上涨 3.0%; 2019 年一季度啤酒进口数量 14.94 万千升, 同比持平。整体来看, 啤酒产量整体下滑趋势有所改善。

图 7: 啤酒产量及其增速(单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 啤酒进口数量及其增速(单位: 万千升)

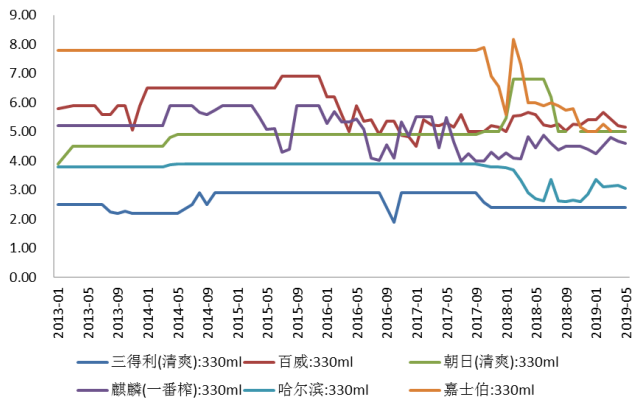


资料来源: Wind, 渤海证券

价格方面, 2019 年 5 月啤酒终端零售价格环比基本持平, 同比涨跌不一且呈现出低端价格上涨而高端下降的特征。其中哈尔滨啤酒(330ml)5 月价格同比上涨 12.96%, 百威价格同比下降 8.04%, 朝日下降 26.47%。2019 年 4 月, 630ml 瓶装啤酒平均零售价格 4.81 元, 同比上涨 3.22%; 350ml 罐装啤酒平均零售价格 4.02 元, 同比下降 2.19%。

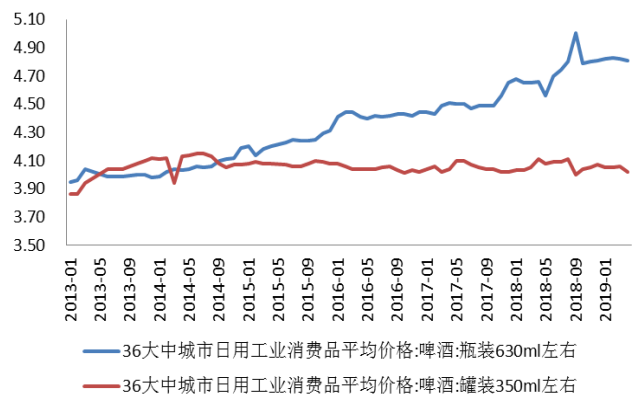


图 9: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

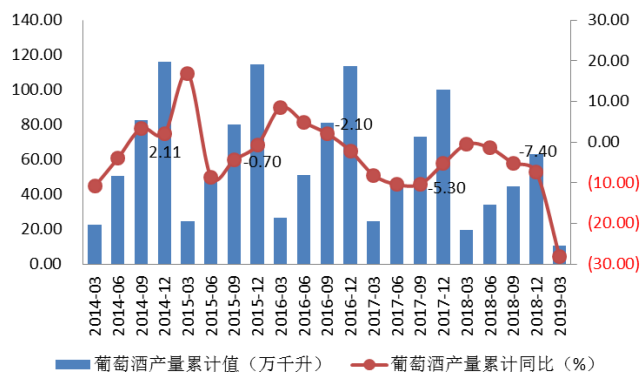
图 10: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

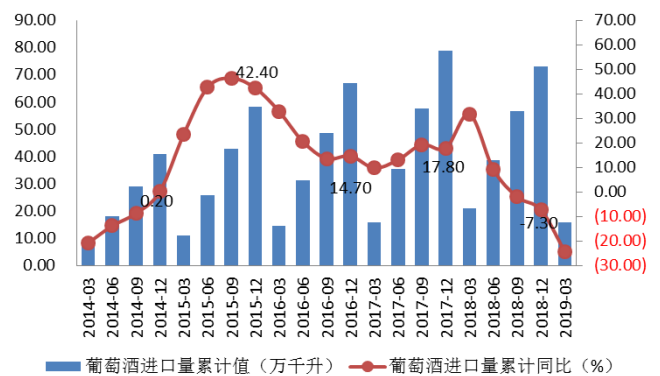
葡萄酒产量及进口数量整体仍然呈现下降趋势, 并且降速有所扩大。产量方面, 2019 年一季度我国葡萄酒产量为 10.5 万千升, 同比下降 28.1%。进口数量方面, 2019 年一季度葡萄酒进口量达到 15.9 万千升, 同比下降 24.3%。

图 11: 我国葡萄酒产量及同比情况 (单位: 万千升)



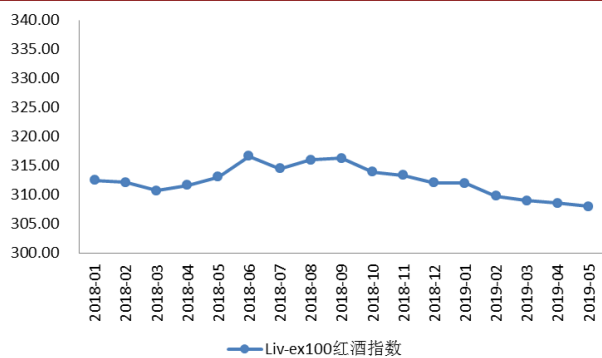
资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 我国葡萄酒进口量及同比情况 (单位: 万千升)



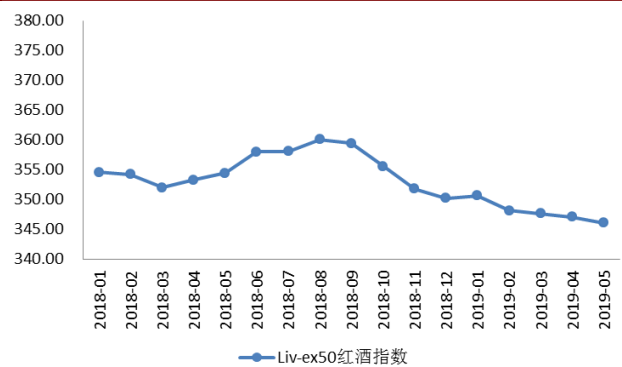
资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: Liv-ex100 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

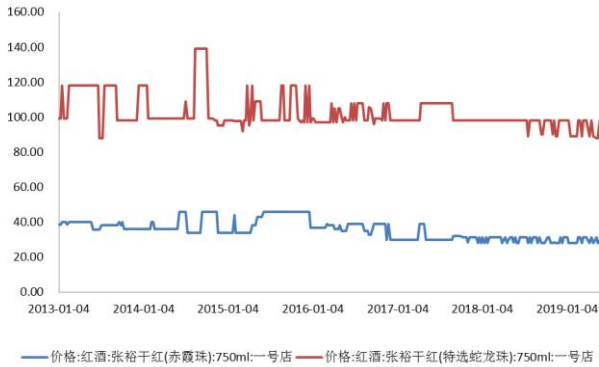
图 14: Liv-ex50 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

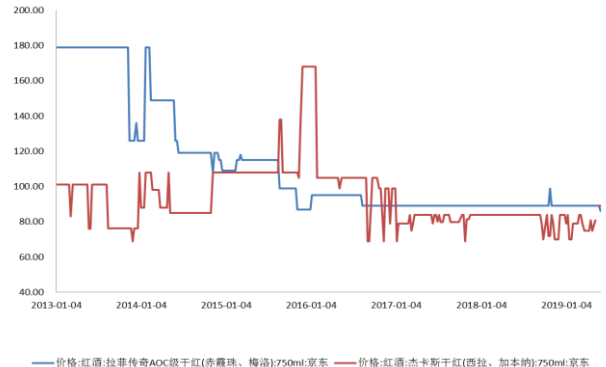
5月葡萄酒价格呈小幅波动。其中,张裕干红(赤霞珠)5月终端零售均价 30.08元,同比下降 1.47%;张裕干红(特选蛇龙珠)5月终端零售均价 93.00元,同比下降 5.10%。

图 15: 张裕葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 部分进口品牌葡萄酒终端价格走势 (单位: 元)

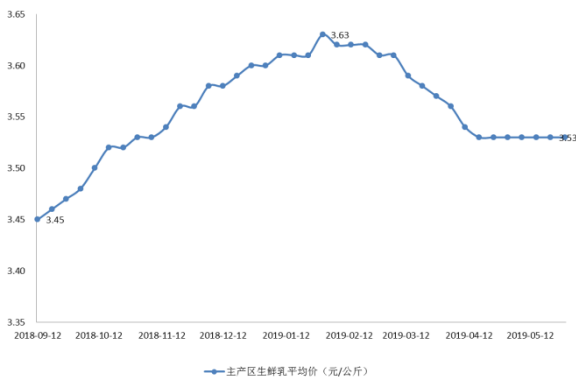


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.3 乳制品

乳制品方面,生鲜乳价格小幅上扬,整体呈现平稳趋势。5月份生鲜乳平均价格达到 3.53 元/公升,同比上升 3.52%。

图 17: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

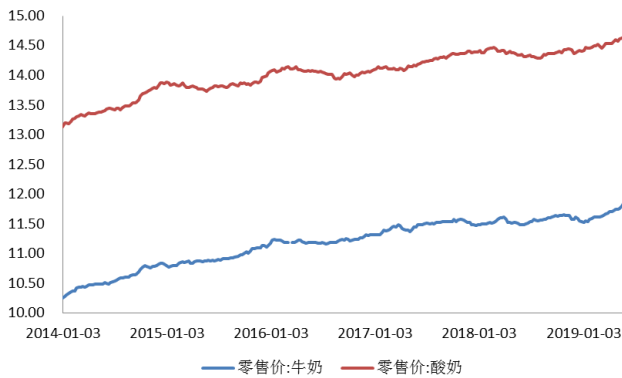
图 18: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

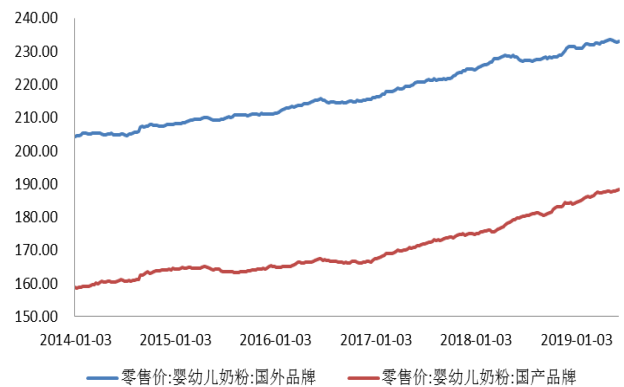
牛奶、酸奶及婴幼儿奶粉价格长期呈现缓慢上涨趋势。5月牛奶平均价格为 11.80 元/升,同比上涨 2.52%;酸奶平均价格为 14.61 元/升,同比上涨 1.74%。2019 年 5 月国产品牌婴幼儿奶粉零售价达到 233.22 元/升,同比上涨 2.05%;国外品牌婴幼儿奶粉零售价达到 187.81 元/升,同比上涨 4.96%。

图 19: 牛奶及酸奶零售价走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 婴幼儿奶粉零售价走势

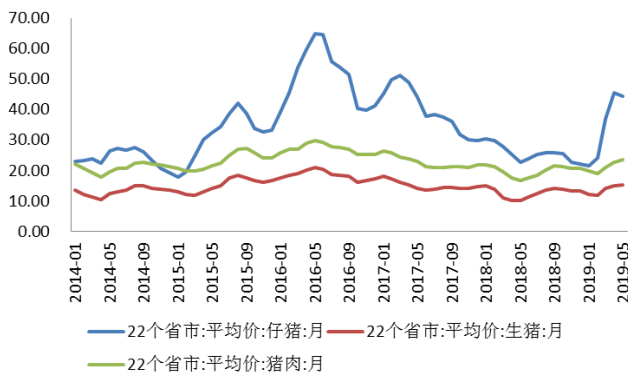


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.4 肉制品

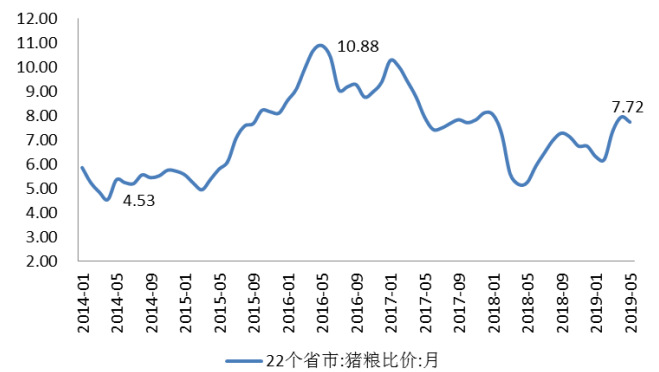
5月猪肉价格开启趋势性的上涨周期,生猪存栏量同比降幅继续扩大。2019年5月,仔猪、生猪、猪肉平均价格达到44.29元/公斤、15.19元/公斤以及23.46元/公斤,分别同比上涨94.47%、48.67%以及40.94%,猪肉价格达阶段高点。5月猪粮比平均达7.72,同比下降47.54%。

图 21: 仔猪、生猪、猪肉价格走势(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

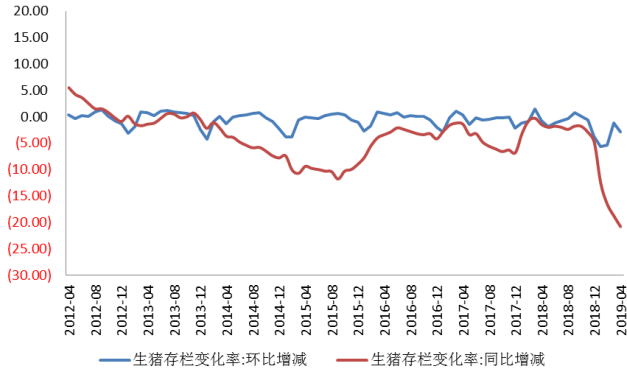
图 22: 22省市猪粮比



资料来源: Wind, 渤海证券

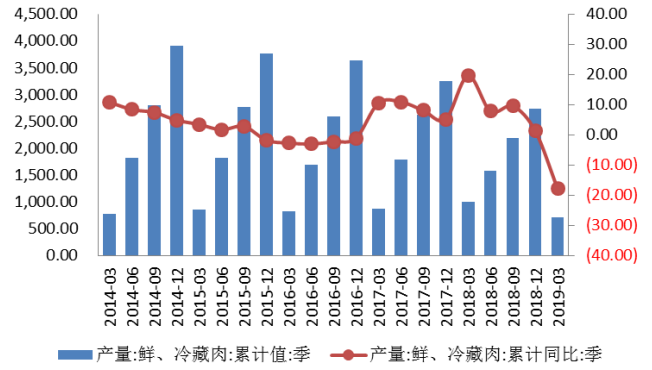
4月生猪存栏数量继续下滑,环比下降2.90个百分点,同比下降20.80个百分点。  
鲜、冷藏肉产量2019年一季度达到718.50万吨,同比下降17.90%。

图 23: 生猪存栏变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 鲜、冷藏肉产量及其变动趋势(单位:万吨)

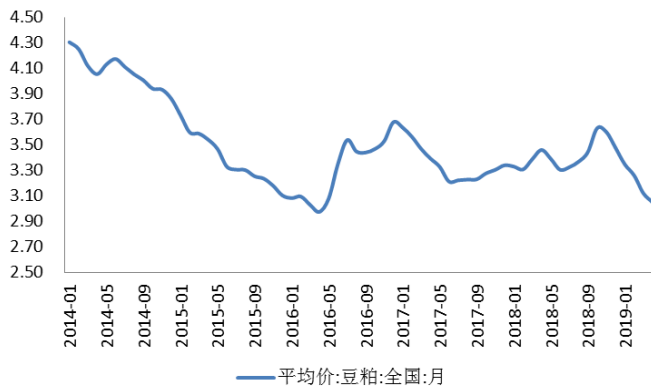


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.5 成本环境

4月玉米及豆粕的价格基本稳定。4月玉米全国均价达到2.01元/公斤,环比下降0.50%,同比下降2.66%;4月豆粕全国均价达到3.05元/公斤,环比下降2.24%,同比下跌2.66%。

图 25: 全国豆粕价格走势(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

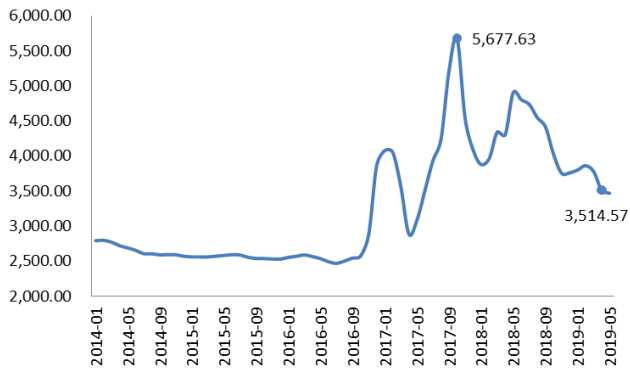
图 26: 全国玉米价格走势(元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

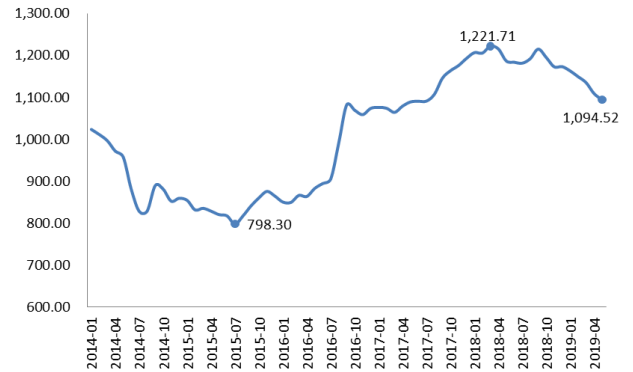
5月玻璃价格指数继续下滑,但整体仍处于相对高位。2019年5月,玻璃价格平均指数环比下滑1.30%,同比下滑7.77%。5月瓦楞纸市场价达到3468.23元/吨,环比下降1.32%,同比下降29.28%。

图 27: 瓦楞纸市场价以及变动趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 玻璃价格指数



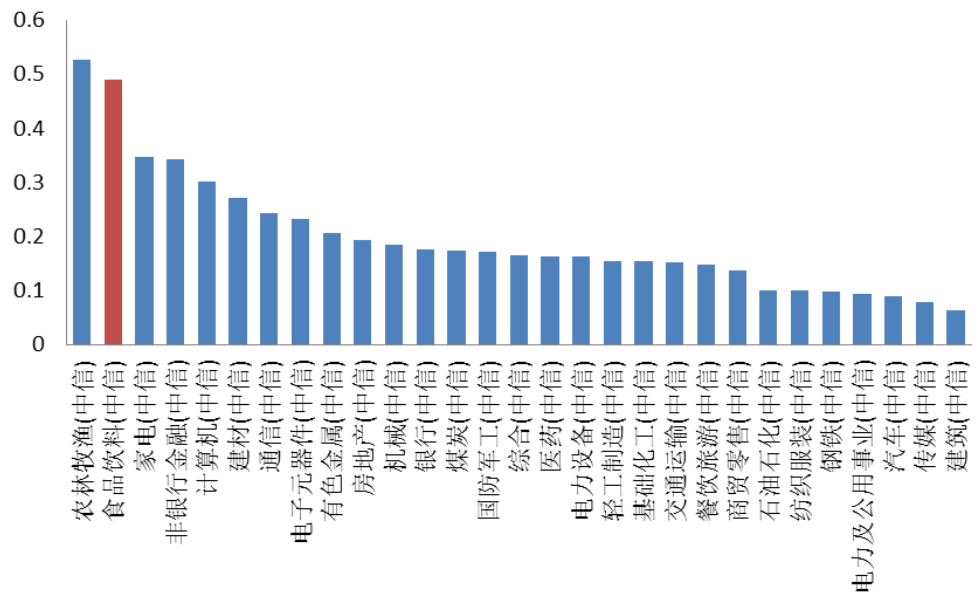
资料来源: Wind, 渤海证券

## 3.年初至今涨幅居于中位，估值仍有向上空间

### 3.1 行情回顾

今年以来（截至到 2019 年 6 月 13 日），食品饮料板块整体上涨 49.03%，沪深 300 指数上涨 22.41%，行业跑赢沪深 300 指数 26.62 个百分点，位列中信 29 个一级行业第 2 位。子板块中，白酒上涨 62.18%，其他饮料上涨 24.29%，食品上涨 34.42%。

图 29：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，双塔食品、五粮液及天味食品涨幅居前，\*ST 西发、\*ST 莲花以及百洋股份跌幅居前。

表 1：cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅（截至 3 月 13 日）

涨跌幅前五名	年初至今涨跌幅 (%)	涨跌幅后五名	年初至今涨跌幅 (%)
双塔食品	197.86%	*ST 西发	-37.16%
五粮液	113.57%	*ST 莲花	-25.40%
天味食品	105.99%	百洋股份	-20.76%
古井贡酒	97.31%	*ST 中葡	-20.41%
黑芝麻	94.27%	安迪苏	-5.66%

资料来源：Wind，渤海证券

### 3.2 估值

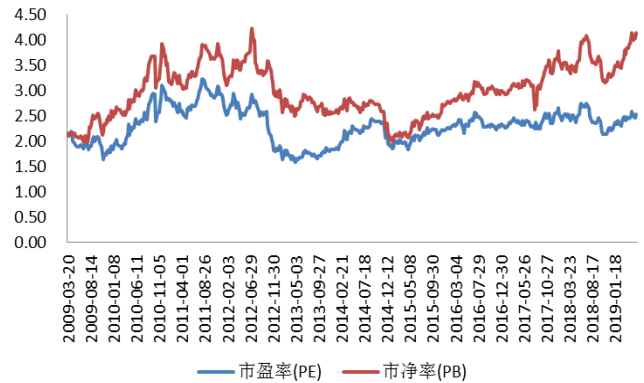
截至 6 月 13 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 30.10/5.77，相对沪深 300 估值溢价率为 2.53/4.04。板块近 10 年平均 PE 为 31.03，平均 PB5.38，目前板块整体估值接近历史均值。

图 30: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 31: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

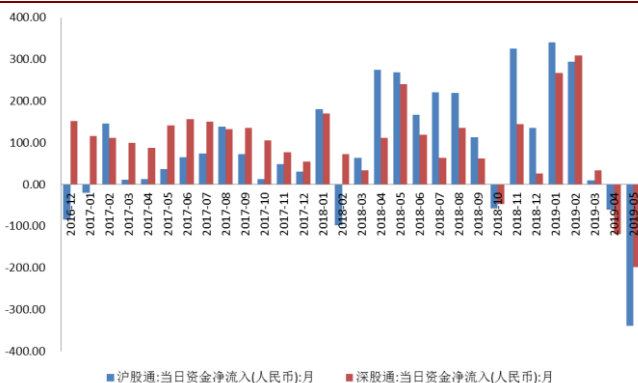


资料来源: Wind, 渤海证券

### 3.3 北向资金跟踪

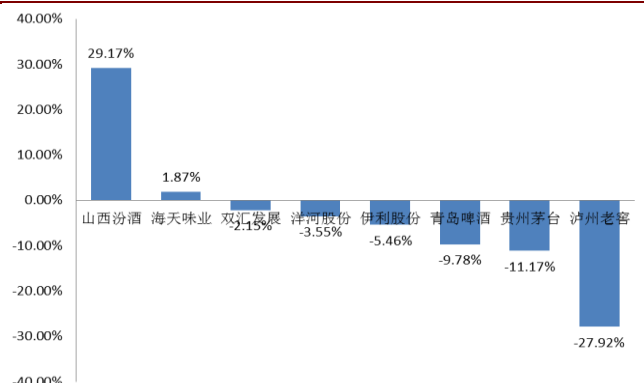
5 月沪（深）股通或因前期获利较为丰厚，资金大幅净流出，至六月中旬开始结束资金流出趋势。2019 年 5 月沪股通净流出资金 339.24 亿元，深股通净流出资金 197.50 亿元。北向资金 5 月仅对 MSCI 成分股当中的山西汾酒加仓幅度明显，对高端白酒如泸州老窖、贵州茅台则有明显减持。

图 32: 北向资金净流入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 5 月份北向资金对于 MSCI 成分股持股数量变动情况



资料来源: Wind, 渤海证券

上月，北向资金对陆股通标的增仓增仓幅度较大的为中炬高新，增持数量占流通股比例达到 4.69%，其次为山西汾酒和古井贡酒，而减持较为明显的为五粮液，



减持数量占流通股比例达到 9.99%。

表 2: 沪(深)股通标的北向资金持股数量变动情况

股票代码	股票名称	持股数量(万股)	占流通股比例(%)	占流通股比例(%)	占流通股比例变动情况
		2019-02-28	2019-01-31	2019-02-28	
600887.SH	伊利股份	79,064.96	16.6828	14.3227	-2.3601
000858.SZ	五粮液	26,533.33	25.8997	15.9130	-9.9867
603288.SH	海天味业	15,150.57	21.4162	20.2376	-1.1786
600519.SH	贵州茅台	10,314.87	26.5405	22.9416	-3.5989
002304.SZ	洋河股份	10,288.85	20.7303	20.0071	-0.7232
000895.SZ	双汇发展	7,966.23	10.4544	9.0318	-1.4226
600298.SH	安琪酵母	8,370.44	19.4301	18.6837	-0.7464
002507.SZ	涪陵榨菜	7,161.12	14.9524	15.4959	0.5435
000848.SZ	承德露露	5,312.48	9.0534	9.1557	0.1023
600779.SH	水井坊	4,309.19	24.8323	22.0508	-2.7815
000568.SZ	泸州老窖	2,873.21	8.1116	4.0295	-4.0821
<b>600872.SH</b>	<b>中炬高新</b>	<b>5,123.59</b>	<b>5.3033</b>	<b>9.9935</b>	<b>4.6902</b>
300146.SZ	汤臣倍健	2,521.59	2.5226	3.5806	1.0580
000729.SZ	燕京啤酒	2,168.60	3.2406	1.8891	-1.3515
000860.SZ	顺鑫农业	2,492.20	11.2936	5.4587	-5.8349
002557.SZ	洽洽食品	1,794.90	4.2754	7.2514	2.9760
600600.SH	青岛啤酒	1,580.35	3.3282	5.4348	2.1066
603589.SH	口子窖	1,979.05	2.7577	5.5116	2.7539
<b>600809.SH</b>	<b>山西汾酒</b>	<b>2,027.98</b>	<b>3.9516</b>	<b>7.9815</b>	<b>4.0299</b>
603866.SH	桃李面包	1,349.50	4.8693	7.8262	2.9569
600305.SH	恒顺醋业	1,203.08	2.9138	2.7730	-0.1408
600073.SH	上海梅林	902.40	1.2890	1.5469	0.2579
603369.SH	今世缘	1,227.45	1.0220	2.0717	1.0497
600597.SH	光明乳业	496.84	0.9025	0.8390	-0.0635
000639.SZ	西王食品	786.11	0.9451	2.0704	1.1253
002570.SZ	贝因美	571.19	1.1895	1.1895	0.0000
600559.SH	老白干酒	531.23	0.8076	1.2057	0.3981
603198.SH	迎驾贡酒	382.63	2.1829	2.3513	0.1684
002461.SZ	珠江啤酒	148.79	2.0375	0.5095	-1.5280
<b>000596.SZ</b>	<b>古井贡酒</b>	<b>590.51</b>	<b>2.0615</b>	<b>5.2632</b>	<b>3.2017</b>
002568.SZ	百润股份	479.26	0.2507	1.8958	1.6451
600197.SH	伊力特	868.71	0.9513	3.3636	2.4123
002695.SZ	煌上煌	305.87	1.3253	1.7014	0.3761
600702.SH	舍得酒业	295.68	0.7999	1.2922	0.4923
600299.SH	安迪苏	250.55	0.7178	0.8676	0.1498
000869.SZ	张裕 A	219.14	1.5205	2.0293	0.5088
600873.SH	梅花生物	166.17	0.0984	0.0857	-0.0127
603156.SH	养元饮品	188.74	0.6834	0.4397	-0.2437

资料来源: Wind, 渤海证券

请务必阅读正文之后的免责声明

## 4.季度专题研究——啤酒产业

### 4.1 消费结构升级助推吨价上升

啤酒是以麦芽、啤酒花和水为主要原料，经酵母发酵作用酿制而成的富含二氧化碳的低酒精饮料。啤酒根据麦汁浓度、生产方式、色泽等可分为多个种类，根据所采用的的酵母不同，又可分为拉格啤酒（也即工业啤酒）以及艾尔啤酒（也即精酿啤酒），而精酿啤酒又因为酿造方法的差异而分为多个种类（包括波特、世涛、酸艾尔、拉比克等等）。

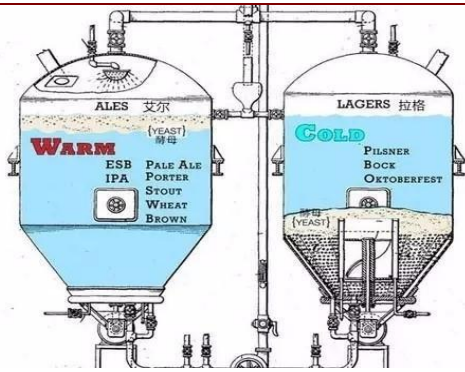
表 3：啤酒分类

分类依据	具体分类	释义
按照是否杀菌分类	鲜啤酒	不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的新鲜啤酒，存放时间较短
	熟啤酒	经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒，口味稍差，保质期长
	纯生啤酒	采用物理方法进行无菌过滤，产品稳定性好，保质期可长达半年以上
按照酵母不同分类	艾尔啤酒（精酿啤酒）	采用“上面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁顶端进行发酵，发酵时间较长
	拉格啤酒（工业啤酒）	采用“下面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁低端进行发酵，发酵时间较短
按照麦汁浓度分类	低浓度	原麦芽汁浓度为 6-8°P，酒精含量为 2%左右
	中浓度	原麦芽汁浓度为 10-12°P，酒精含量为 3.5%左右
	高浓度	原麦芽汁浓度为 14-20°P，酒精含量为 4.9%-5.6%左右
按照颜色分类	淡色啤酒	淡黄、金黄或棕黄色，淡黄清透明亮，金黄香气突出、棕黄略带焦香
	浓色啤酒	红棕或红褐色，麦芽香味突出，口味醇厚
	黑色啤酒	深红褐色或黑褐色，口味浓醇，泡沫细腻
根据包装容器分类	瓶装啤酒	材料多为玻璃，多数为熟啤酒
	罐装啤酒	材料多为铝合金或者马口铁，多数为熟啤酒，罐装啤酒体轻、携带方便
	桶装啤酒	木桶、铝桶、塑料桶等多种类型，有时也称“扎啤”，多为不杀菌或瞬时杀菌的生啤酒

资料来源：公开资料，渤海证券

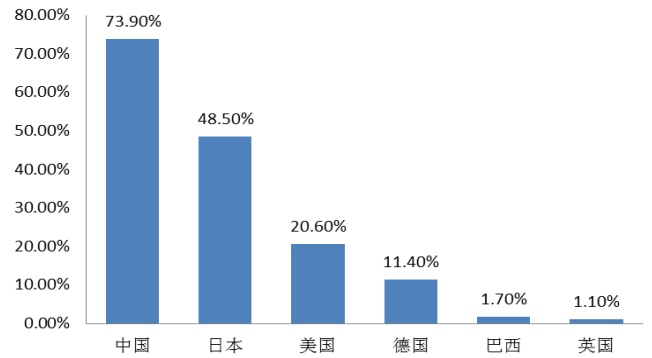
由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 34: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源: 公开资料, 渤海证券

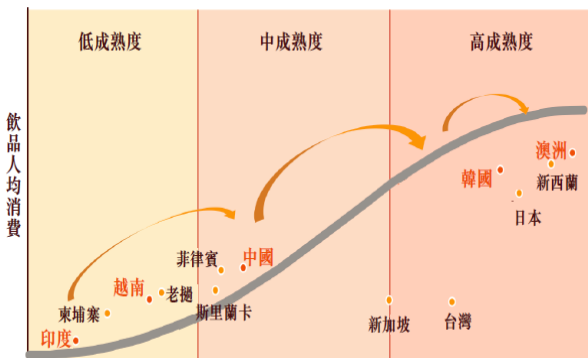
图 35: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

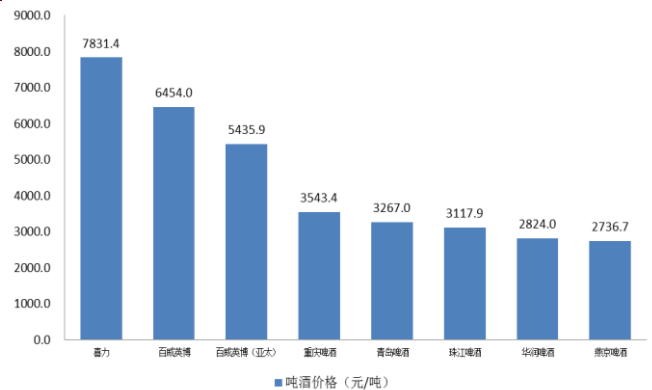
据百威英博(亚太)最新招股说明书显示,在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中,中国位于中档偏低水平,距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。从吨酒价格看,我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。

图 36: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源: 百威英博(亚太)招股说明书, 渤海证券

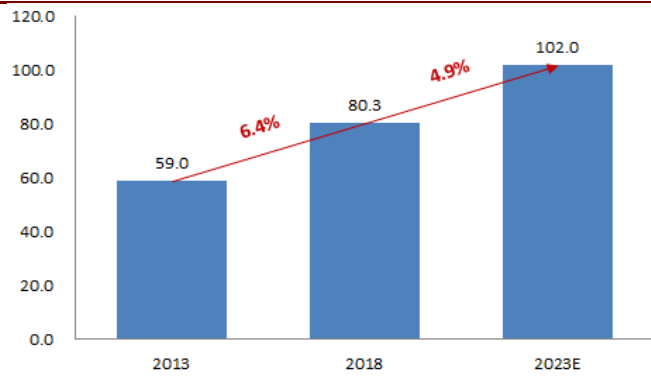
图 37: 2018 年我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

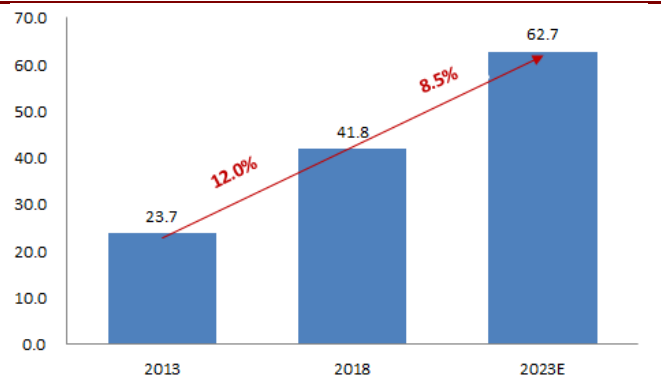
基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征,叠加我国消费结构多层次化的特性,啤酒消费的结构性升级必然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示,中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%,且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲,但高端及超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场(美国该比例为 42.1%),表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大(注:高端及超高端根据 GlobalData 自建指标体系定义)。

图 38: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

图 39: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)

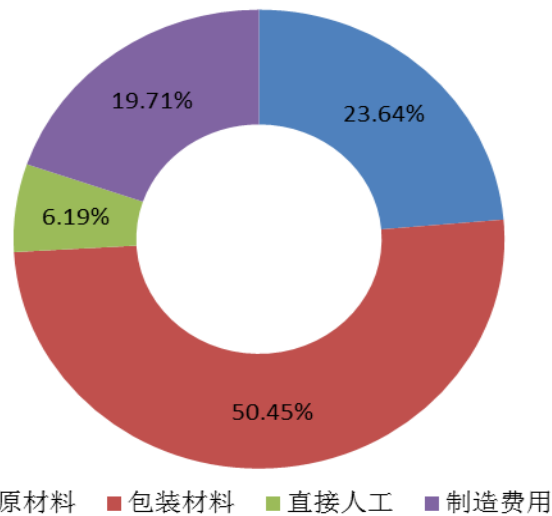


资料来源: GlobalData, 渤海证券

## 4.2 生产成本有望小幅下降

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料 (大麦麦芽、酵母、水)、包装材料 (铝罐、玻璃瓶、纸箱)、直接人工及制造费用。其中, 原料 (包括酿酒原材料及包装材料) 是啤酒生产的最主要成本。以青岛啤酒为例, 成本占比最高的为包装材料, 约占总成本的 50%, 其次为酿酒原材料, 约占总成本的 24%。

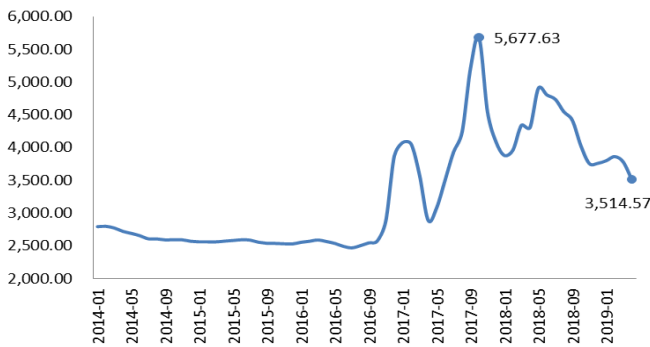
图 40: 青岛啤酒成本构成



资料来源: 2018 年度公司公告, 渤海证券

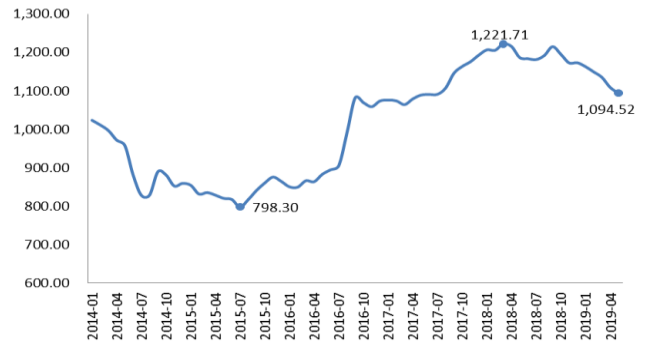
由于原料占啤酒生产成本的比重较高, 因此原料价格波动会直接影响企业的经营业绩。通常原料价格会受到产量、监管、市场需求及政治环境等不可控因素影响, 倘若原料成本的增加长期影响啤酒生产企业的经营业绩, 龙头企业一般会将成本转嫁给消费者。啤酒生产企业大多采取总部和区域集中采购及生产企业自采相结合的综合采购模式, 其中大麦的采购来源主要是进口, 包装材料国内采购, 因此包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。

图 41: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)



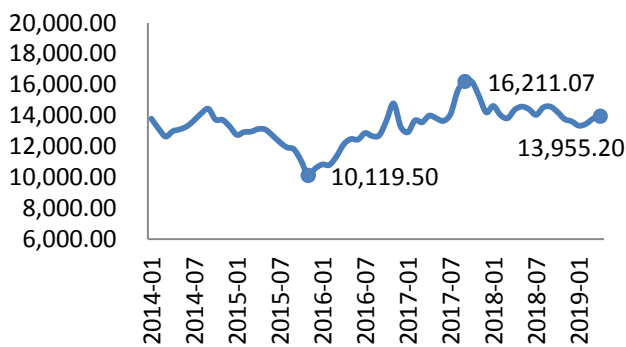
资料来源: Wind, 渤海证券

图 42: 中国玻璃价格指数



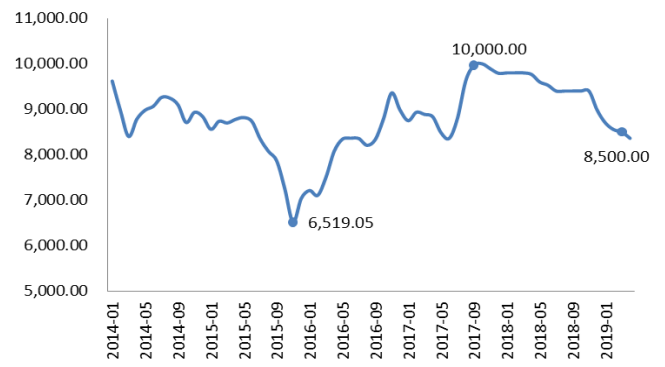
资料来源: Wind, 渤海证券

图 43: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

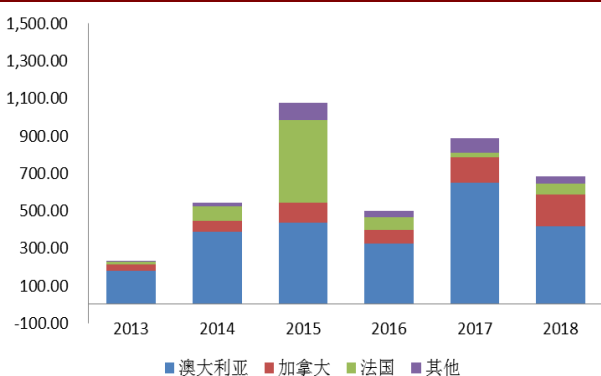
图 44: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

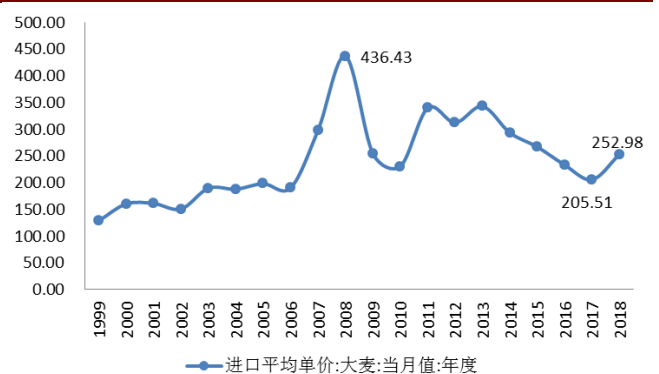
而在酿酒原材料中, 由于龙头企业通常选取进口大麦, 因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚, 其次为加拿大。澳大利亚作为大麦最主要出口国, 近年由于不可控因素的影响导致大麦减产, 造成了大麦价格的中期上涨, 但上涨幅度仍在可控范围内。

图 45: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 46: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)

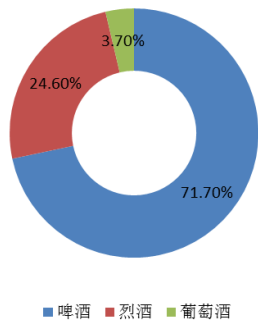


资料来源: Wind, 渤海证券

### 4.3 存量市场格局良性竞争

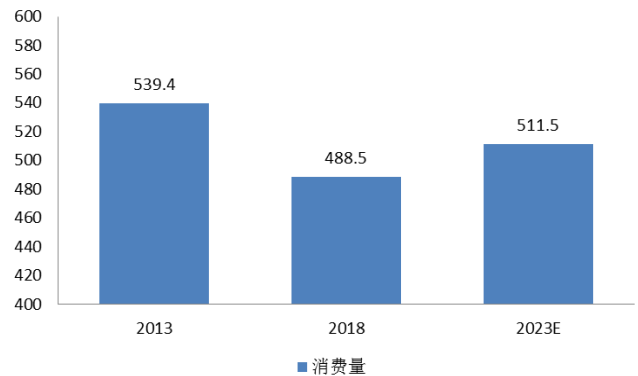
据 GlobalData 数据显示，2018 年我国啤酒市场总消费量为 488 亿升（包括大量小型区域性啤酒酿造商），占全球啤酒总消费量的四分之一，是全球第一大啤酒消费市场。而根据国家统计局数据显示，2018 年我国啤酒市场总消费量为 381 亿升（规模以上啤酒酿造企业产量），差额显示啤酒龙头企业仍存在待开发市场。

图 47: 中国酒精饮品市场结构



资料来源: GlobalData, 渤海证券

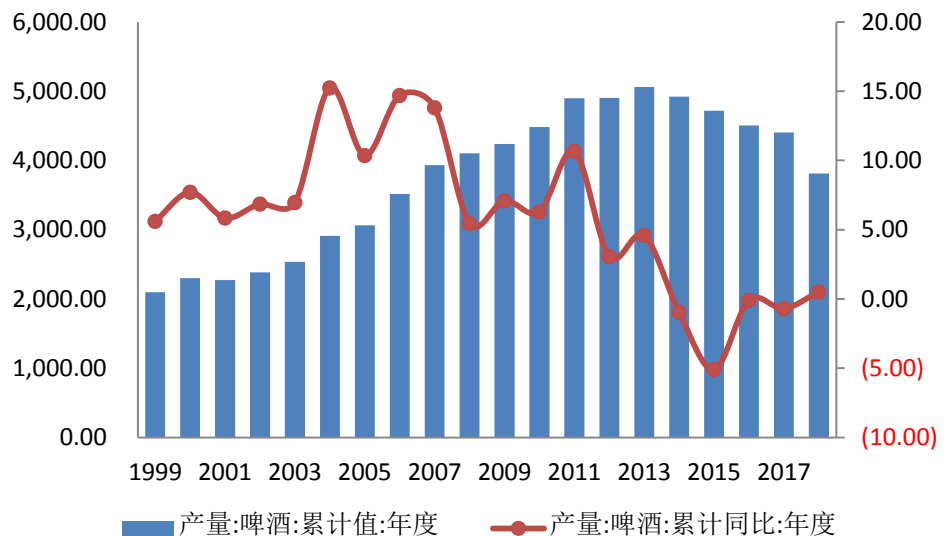
图 48: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

啤酒产量方面,我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次出现负增长,一方面与当年经济环境、气候环境有关,另一方面也与行业发展规律密切联系。自 2014 年啤酒产量连续下滑,今年以来出现边际改善迹象。

图 49: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)

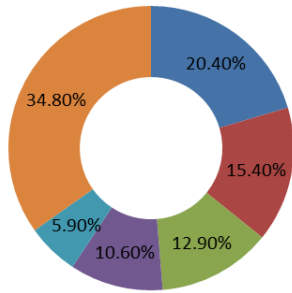


资料来源: Wind, 渤海证券



在啤酒产业结束高速发展期之后，中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合，市场格局开始日益清晰。GolbalData 数据显示，2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高，则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现，同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

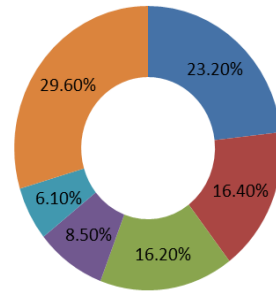
图 50：2013 年我国啤酒市场市占率



■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他

资料来源：GlobalData，渤海证券

图 51：2018 年我国啤酒市场市占率

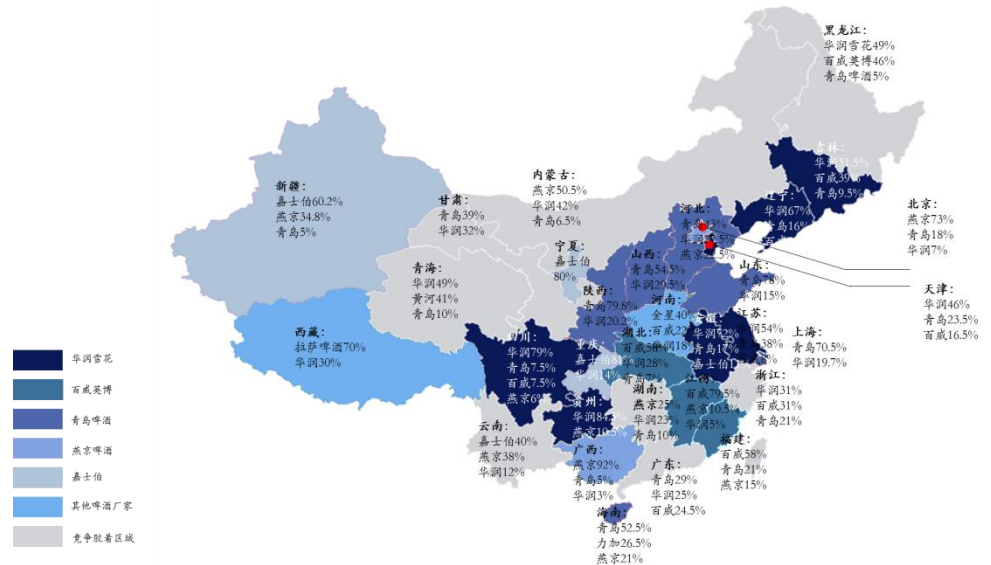


■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他

资料来源：GlobalData，渤海证券

由于我国啤酒多以玻璃瓶为主，运输半径受到一定限制，因此产生了明显的地域特征，五大品牌各省市间市场占有率有明显差距，并且各省市间市场格局相对稳定，短期难以撼动。在行业结束高速发展期，经历了行业集中度的持续提升以及冗余产能出清后的当下，如何使收益最大化成为了龙头企业关注的重点，预计行业将长期呈现良性的竞争格局。

图 52：五大品牌各省市市占率



资料来源：公开资料，渤海证券



#### 4.4 相关公司——青岛啤酒（600600）

青岛啤酒股份有限公司的前身是 1903 年 8 月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，是中国历史悠久的啤酒制造厂商。经过多年纵向深耕以及横向并购，目前公司在国内拥有 62 家全资和控股啤酒生产企业，及 2 家联营及合营啤酒生产企业，分布于全国 20 个省、直辖市及自治区，规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位，是我国第二大啤酒产销企业。

面对啤酒市场消费升级的趋势，公司持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，在售产品系列能够满足不同消费者的不同需求。公司近年来推出的“青岛啤酒奥古特、青岛啤酒鸿运当头、青岛啤酒经典 1903、全麦白啤、桶装原浆啤酒、皮尔森、青岛啤酒 IPA”等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品，引领了消费潮流，进一步提升了公司品牌形象，同时完善了公司的产品结构，使中高端产品比例有所提升，进一步带动吨酒价格的上行。

短期来看，公司将受益于调价、增值税率调降、生产成本边际改善等的正向影响，产生净利润的释放。而我们更为关注的，是中长期行业格局稳固后良性竞争环境下，消费升级所带来的产品结构改善，这部分才是利润增长的最重要推动力，而这也必将是缓慢但确定的过程。

#### 5. 风险提示

宏观经济下行风险；重大食品安全事件风险。

## 投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

24 of 26

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)