

进阶中的中国啤酒市场

——食品饮料行业专题报告

专题研究小组成员：刘瑀

2019年8月2日

专题研究小组

证券分析师 刘瑀
SACNOS1150516030001
022-23861670
liuyu@bhq.com

子行业评级

其他饮料 看好

重点品种推荐

重庆啤酒 增持
青岛啤酒 增持

投资要点：

● 销量总体稳定，消费中档偏低

我国啤酒行业经过多年高速发展，从产销量数据来看目前已经步入成熟阶段。据 GlobalData 数据显示，我国啤酒市场总消费量在 2013 年见顶达到 539.4 亿升，至 2018 年我国啤酒市场总消费量降至 488 亿升，目前出现边际改善迹象。

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。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。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。进口品牌喜力、百威英博吨价价格相对较高，其中喜力吨酒价格高达 7831.4 元/吨，相当于重庆啤酒（国产品牌吨酒价格之首）的 2.2 倍。

● 整体市场格局已定，尚未出现绝对龙头

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。GlobalData 数据显示，2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。

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，部分龙头企业已经拥有绝对优势地区，短期难以撼动。

但由于行业特殊性，龙头企业对于各省市间市场份额竞争依然十分激烈，市占率最高的品牌华润雪花也仅仅有 23.3%，青岛啤酒次之，二者之和不到 40%，绝对龙头尚未出现。仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势，其余各省仍然悬而未决。在如此胶着的市场环境之下，我们认为即使是头部公司短期也难免有能力获得主动定价权。

● 产能优化持续推进，产品结构日趋高端

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。

在国内啤酒行业尚不能拥有主动定价权的环境之下，优化产品结构、提升高端产品销售比例，成为当下全行业的发展方向。重庆啤酒 2016-18 年低端产品比例下降 5.95 个百分点，中端产品比例提升明显。青岛啤酒高端产品销量占总销量比例逐年提升，2014-18 年占主品牌比重提升 7.39 个百分点。

此外，由于我国经济发展结构调整、人口增长速度趋缓，啤酒总消费量触及天花板已是不争的事实，化解过剩产能成为啤酒行业近年来的主旋律。其中最具代表性的是华润啤酒在 2016-18 年先后关闭工厂 20 余家，设计产能减少 100 万千升。青岛啤酒、重庆啤酒近几年的设计产能也在不断减少。其中，青岛啤酒的产能利用率更优，并且持续优化趋势显著。

● 投资建议

我们认为，目前我国啤酒行业已进入竞争中后期，行业格局随着产销量的走平持续稳固，未来产品结构升级将成为主旋律。从国际比较来看，我国啤酒企业吨酒价格远未触及天花板，企业发展潜力巨大。短期来讲，一方面提价的滞后效应及产品结构升级，将带来吨酒价格的进一步提升，另一方面成本端的压力有所缓和叠加增值税率下调，都成为短期值得关注的重点。但我们更乐于看到的是，在相对稳定的市场格局下产品结构持续高端化所带来的长期投资机会。综上，我们给予行业“看好”的投资评级，推荐重庆啤酒(600132)、青岛啤酒(600600)。

● 风险提示

食品安全问题风险、宏观经济下行风险

目 录

1.销量总体稳定，消费中档偏低.....	6
1.1 产销量已度过高速发展时期.....	6
1.2 啤酒消费水平中档偏低.....	7
1.3 成本短期难有大幅改善.....	9
2.整体市场格局已定，尚未出现绝对龙头.....	11
2.1 酒精饮品市场结构稳定，不具有绝对可替代产品.....	11
2.2 五大品牌瓜分市场，部分地区竞争胶着.....	11
3.产能优化持续推进，产品结构日趋高端.....	13
3.1 产品日趋高端，带动吨酒价格提升.....	13
3.2 产能持续优化，利用率进一步提升.....	14
4.A 股相关公司.....	16
4.1 青岛啤酒.....	16
4.2 重庆啤酒.....	18
5.投资建议.....	20
6.风险提示.....	20

图 目 录

图 1: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)	6
图 2: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)	7
图 3: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别	8
图 4: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家	8
图 5: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型	8
图 6: 2018 年主要啤酒品牌吨酒价格对比	9
图 7: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比	9
图 8: 青岛啤酒成本构成	9
图 9: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)	10
图 10: 中国玻璃价格指数	10
图 11: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)	10
图 12: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)	10
图 13: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)	10
图 14: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)	10
图 15: 中国酒精饮品市场结构	11
图 16: 2013 年我国啤酒市场市占率	11
图 17: 2018 年我国啤酒市场市占率	11
图 18: 五大品牌各省市市占率	12
图 19: 各省市间啤酒行业竞争情况一览	12
图 20: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)	13
图 21: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)	13
图 22: 2018 年我国高端啤酒品牌市场份额	13
图 23: 我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况	13
图 24: 重庆啤酒低端产品占比显著降低	14
图 25: 青岛啤酒高端产品销量占比逐年提升	14
图 26: 2014-2018 年青岛啤酒吨酒价格变动情况	14
图 27: 2014-2018 年重庆啤酒吨酒价格变动情况	14
图 28: 2016-2018 年重庆啤酒产能利用率有所提成	15
图 29: 2016-2018 年青岛啤酒产能利用率持续提升	15
图 30: 青岛啤酒产能利用率 VS 重庆啤酒产能利用率	15
图 31: 青岛啤酒产能利用率 VS 华润啤酒产能利用率	15
图 32: 青岛啤酒产品系列	16
图 33: 公司股权结构	17
图 34: 公司 2007-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元)	18
图 35: 公司 2007-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	18
图 36: 重庆啤酒产品系列	18
图 37: 重庆啤酒 “扬帆 22” 战略	19
图 38: 公司 2009-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元)	20
图 39: 公司 2009-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	20

表 目 录

表 1: 啤酒产品全分类.....	7
表 2: 2016-2018 年龙头企业产能以及工厂数量变动情况 (单位: 万千升)	15
表 3: 公司近年产能优化情况.....	19

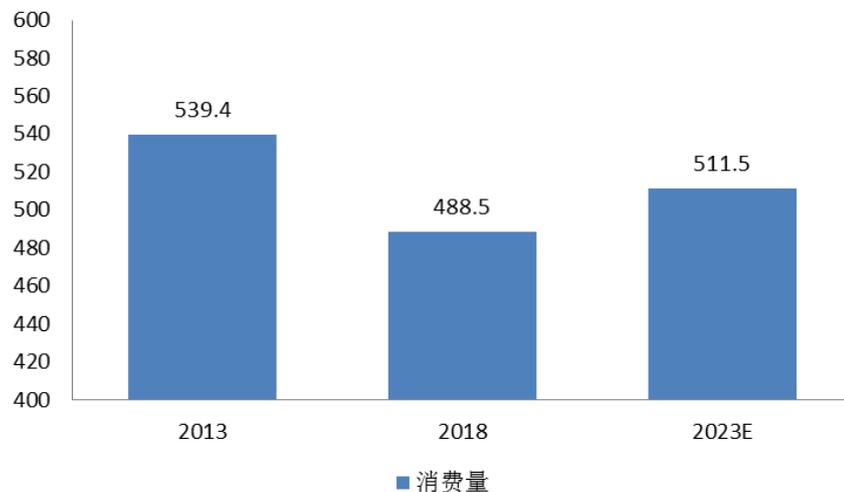
1.销量总体稳定，消费中档偏低

1.1 产销量已度过高速发展时期

啤酒是以大麦和其他谷物为原料，并添加少量啤酒花，通过制麦芽、糖化、发酵等特定工艺酿制而成，是由外国传入我国的饮料酒。自 1900 年俄国人在哈尔滨建立第一个啤酒厂到解放前夕的近 50 年间，我国啤酒工业发展速度缓慢，1949 年全国啤酒产量不足万吨。建国后国家对啤酒行业采取了扶持性政策，新建了一批啤酒厂。

我国啤酒行业经过多年高速发展，从产销量数据来看目前已经步入成熟阶段。据 GlobalData 数据显示，我国啤酒市场总消费量在 2013 年见顶达到 539.4 亿升，随后开始下滑，至 2018 年我国啤酒市场总消费量降至 488 亿升（包括大量小型区域性啤酒酿造商），但是仍然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。

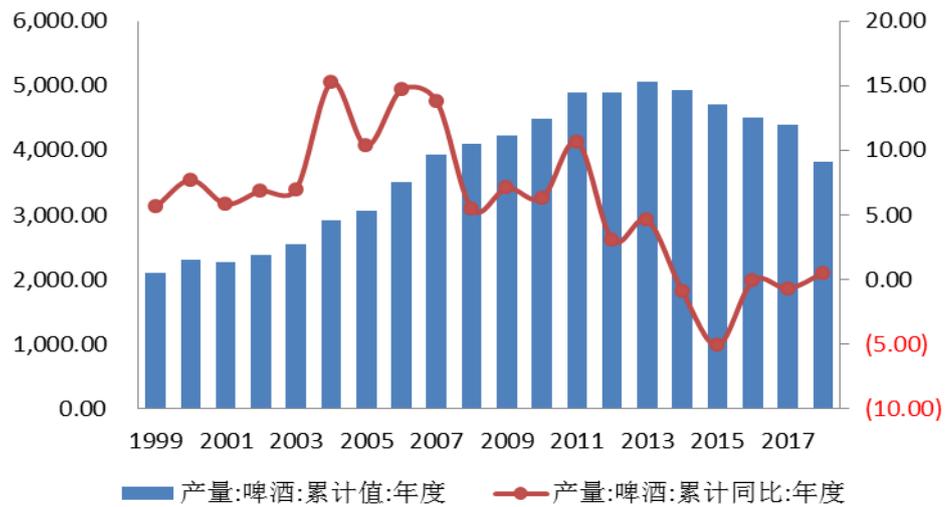
图 1：中国啤酒市场消费量（单位：亿升）



资料来源：GlobalData，渤海证券

啤酒产量方面，1980 至 1987 年，全国啤酒行业的年均增长率达到 35%，1988 至 1997 年，我国啤酒年平均增长速度仍高达 13.6%。1999 年，全国啤酒产量突破 2000 万吨。随后 15 年间，增速近 6%。我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次现负增长，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。预计未来我国啤酒总产销量将呈现小幅上涨的趋势，行业竞争格局将以存量市场竞争为主。

图 2: 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

1.2 啤酒消费水平中档偏低

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饱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)。

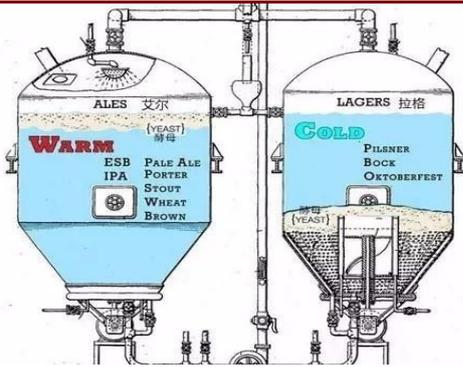
表 1: 啤酒产品全分类

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

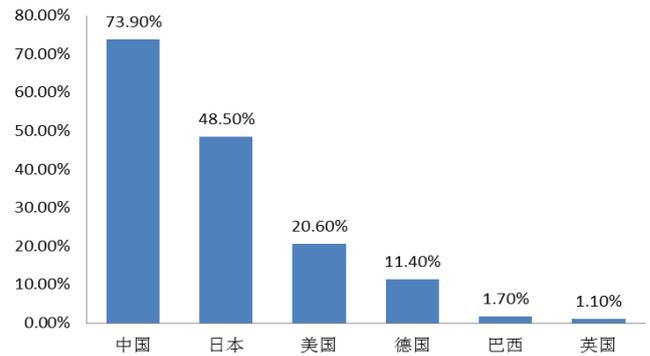
由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 3：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

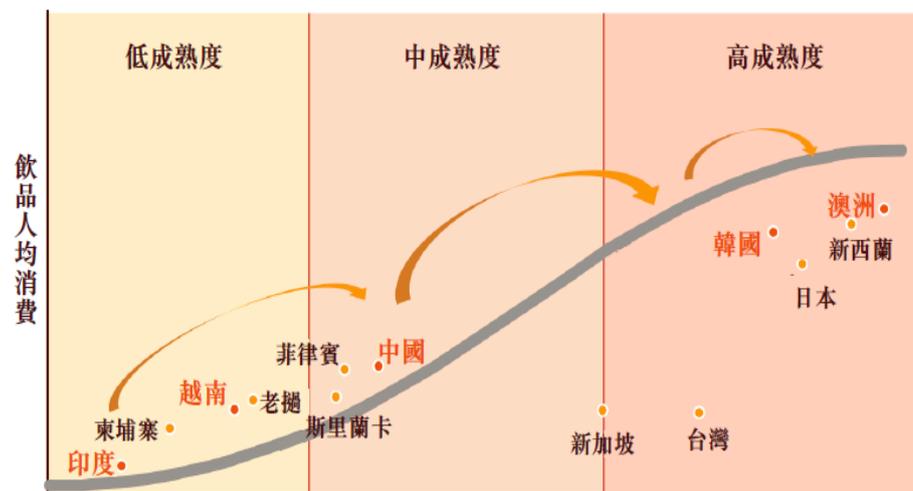
图 4：我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



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。

图 5：亚太区啤酒消费市场成熟度模型

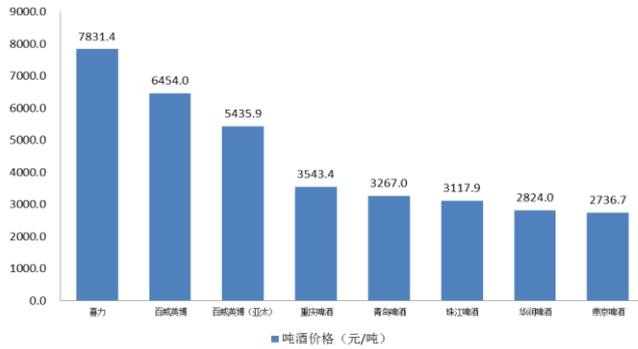


资料来源：百威英博（亚太）招股说明书，渤海证券

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。进口品牌喜力、百威英博吨价价格相对较高，其中喜力吨酒价格高达 7831.4 元/吨，相当于重庆啤酒（国产品牌吨酒价格之首）的 2.2 倍。而百威英博（亚太）的毛利率与百威英博相比也有一定差距，显示中国本土市场确实在吨酒价格上与全球水平有

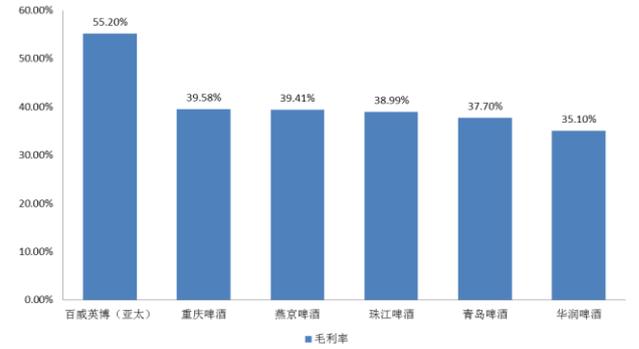
一定差距。吨酒价格偏低导致本土啤酒品牌企业的毛利率偏低，国内啤酒企业毛利率基本在 40% 以下，其中重庆啤酒相对较高，而华润啤酒则相对较低。

图 6: 2018 年主要啤酒品牌吨酒价格对比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 7: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比

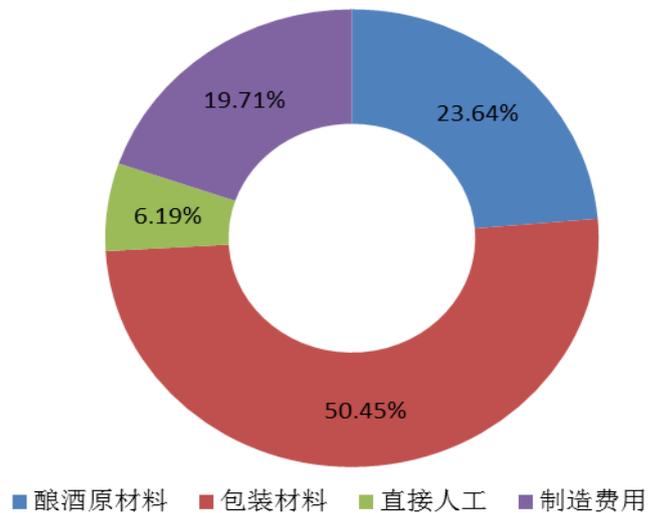


资料来源: 公开资料, 渤海证券

1.3 成本短期难有大幅改善

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 8: 青岛啤酒成本构成

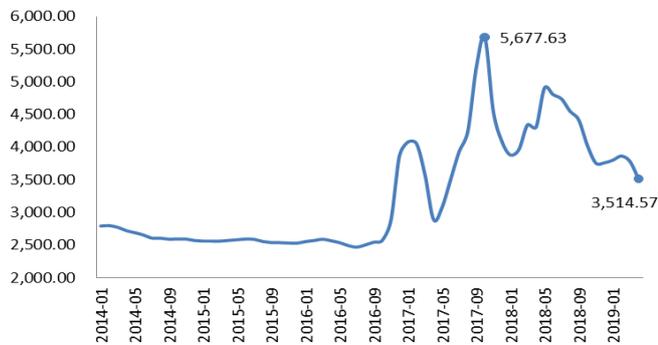


资料来源: 公司公告, 渤海证券

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

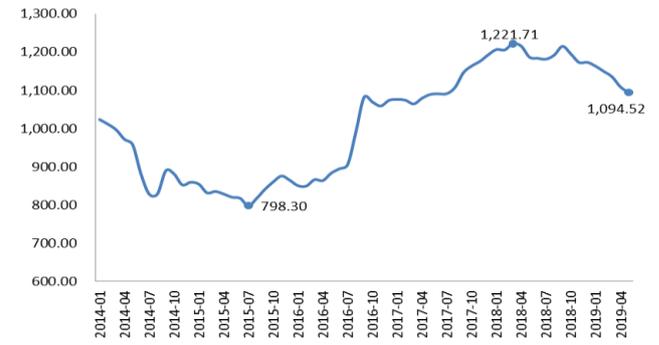
合的综合采购模式，其中大麦的采购来源主要是进口，包装材料国内采购，因此包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。

图 9: 瓦楞纸（高强）全国市场价（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

图 10: 中国玻璃价格指数



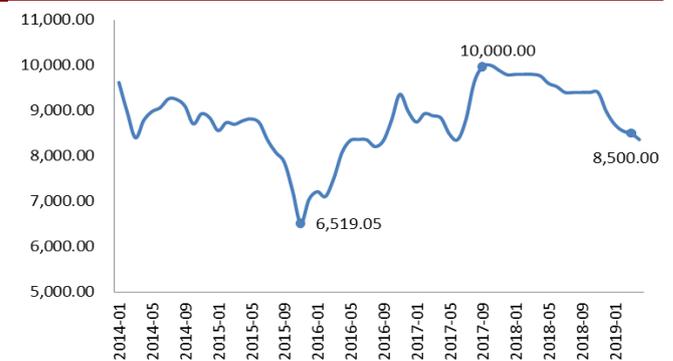
资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 铝锭（A00）全国市场价（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

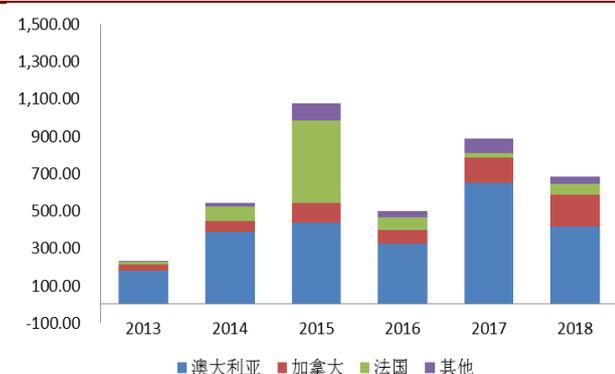
图 12: 打包易拉罐（上海）平均价（单位：元/吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

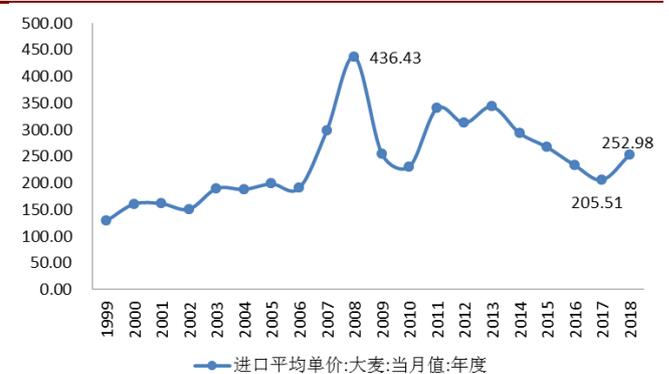
而在酿酒原材料中，由于龙头企业通常选取进口大麦，因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚，其次为加拿大。澳大利亚作为大麦最主要出口国，近年由于不可控因素的影响导致大麦减产，造成了大麦价格的中期上涨，但上涨幅度仍在可控范围内。

图 13: 我国大麦进口情况（单位：万吨）



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 进口大麦价格（单位：美元/吨）



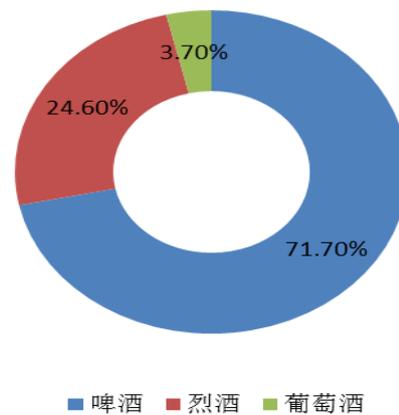
资料来源: Wind, 渤海证券

2.整体市场格局已定，尚未出现绝对龙头

2.1 酒精饮品市场结构稳定，不具有绝对可替代产品

在我国酒精饮品市场中，2018 年酒精饮品总消费量达到 681 亿升，其中啤酒占据 71.7%，烈酒 24.6%，而葡萄酒仅占 3.7%。对于不同类型的酒精饮品我们认为可替代性不强，因此不构成直接竞争关系。

图 15: 中国酒精饮品市场结构

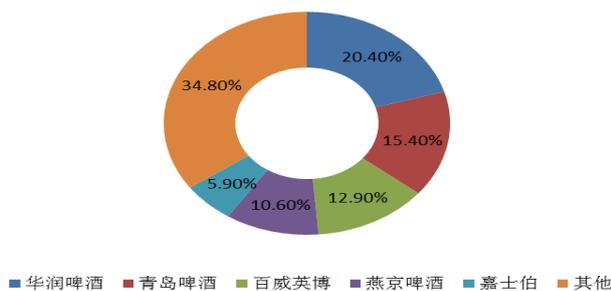


资料来源: GlobalData, 渤海证券研究所

2.2 五大品牌瓜分市场，部分地区竞争胶着

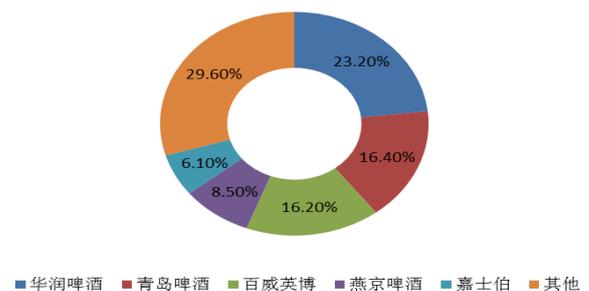
在啤酒产业结束高速发展期之后，中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合，市场格局开始日益清晰。GlobalData 数据显示，2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高，则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现，同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

图 16: 2013 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

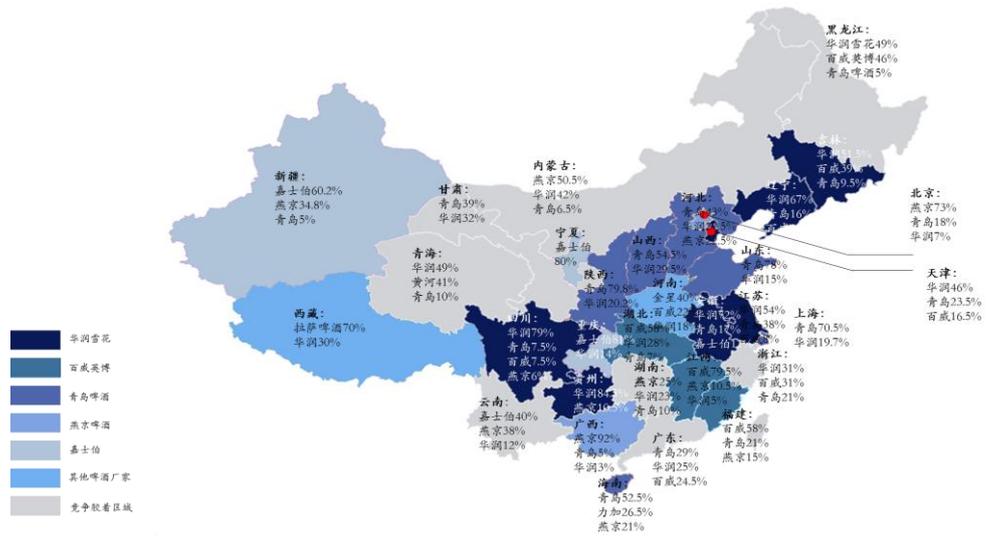
图 17: 2018 年我国啤酒市场市占率



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，部分龙头企业已经拥有绝对优势地区，短期难以撼动。但大部分地区仍然没有绝对龙头出现，使得我国啤酒行业整体竞争格局仍不稳定。

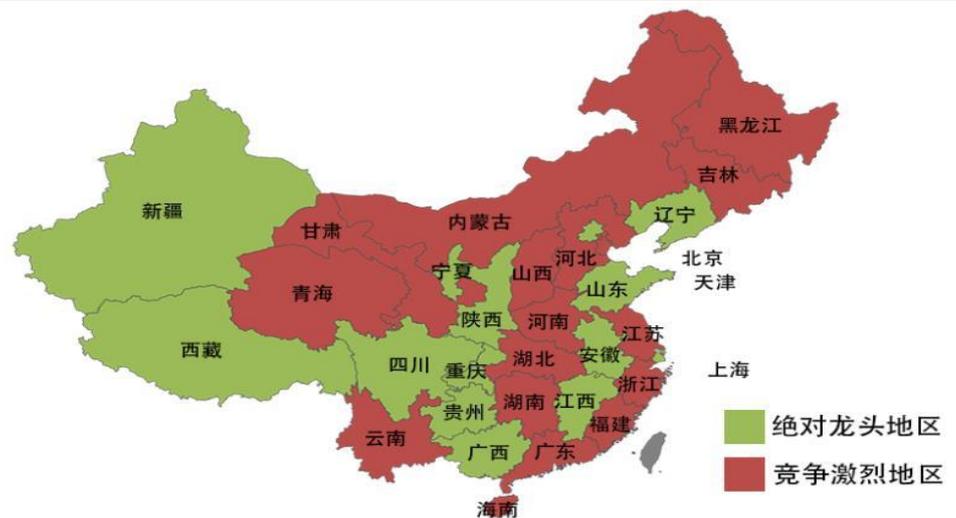
图 18: 五大品牌各省市市占率



资料来源: 公开资料, 渤海证券

目前我国啤酒行业前五大企业市占率已经超过七成，但由于行业特殊性，龙头企业对于各省市间市场份额竞争依然十分激烈，市占率最高的品牌华润雪花也仅仅有 23.3%，青岛啤酒次之，二者之和不到 40%，绝对龙头尚未出现。仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势，其余各省仍然悬而未决。在如此胶着的市场环境之下，我们认为即使是头部公司短期也难言有能力获得主动定价权。

图 19: 各省市间啤酒行业竞争情况一览



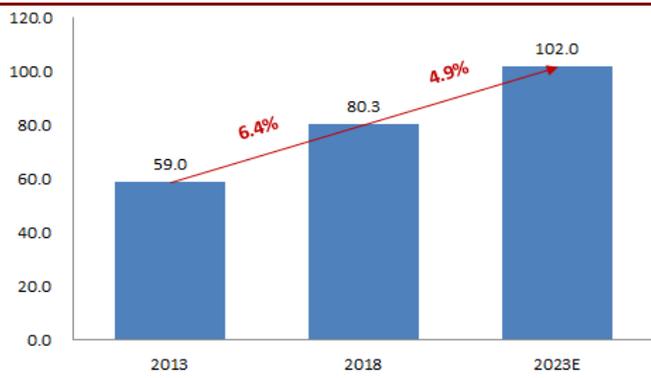
资料来源: 公开资料, 渤海证券

3. 产能优化持续推进，产品结构日趋高端

3.1 产品日趋高端，带动吨酒价格提升

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 20：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

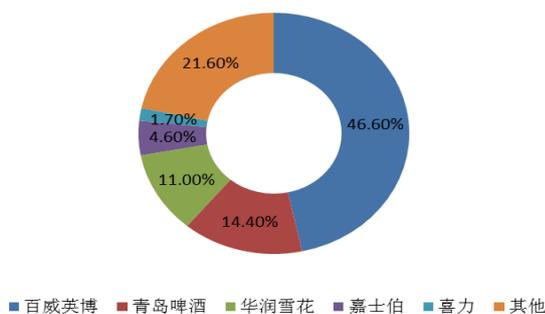
图 21：中国高端及超高端啤酒消费趋势（单位：十亿美元）



资料来源：GlobalData，渤海证券

而在我国高端啤酒市场，2018 年前五大高端啤酒品牌市占率达 70.4%，较 2013 年提升近 5.2 个百分点。其中，国外品牌占据重要地位，以百威为首的进口品牌占据高端啤酒市占率超 40%，紧随其后的为青岛啤酒，华润雪花次之，但从体量来看目前都与进口品牌有一定的差距。

图 22：2018 年我国高端啤酒品牌市场份额



资料来源：GlobalData，渤海证券

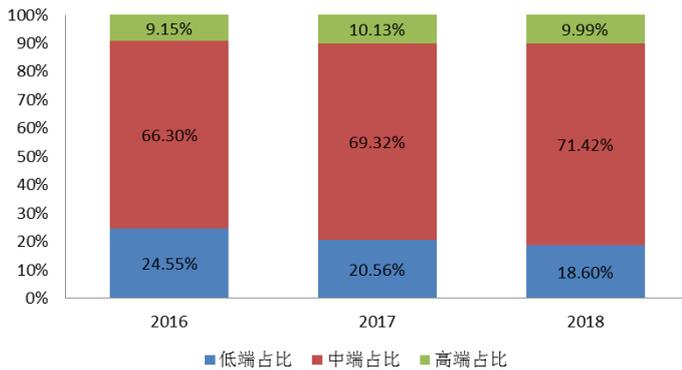
图 23：我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况



资料来源：GlobalData，渤海证券

虽然在高端化的进程中国产品牌基因不如进口品牌，但在渠道、消费市场等方面却略胜一筹。在国内啤酒行业尚不能拥有主动定价权的环境之下，优化产品结构、提升高端产品销售比例，成为当下全行业的发展方向。重庆啤酒 2016-18 年低端产品比例下降 5.95 个百分点，中端产品比例提升明显。青岛啤酒高端产品销量占总销量比例逐年提升，2014-18 年占主品牌比重提升 7.39 个百分点。

图 24: 重庆啤酒低端产品占比显著降低



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 25: 青岛啤酒高端产品销量占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

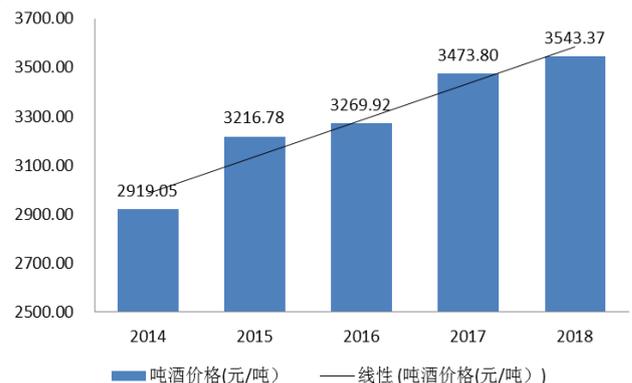
高端化产品比例的提升以及部分产品被动调价(由于成本原因),使得企业吨酒价格提升成为一致性的现象表现。2014-18 年,青岛啤酒吨酒价格从 3124.2 元/吨提升至 3267.0 元/吨,增幅 4.57%;重庆啤酒吨酒价格从 2919.05 元/吨提升至 3543.37 元/吨,提升比例达到 17.62%。

图 26: 2014-2018 年青岛啤酒吨酒价格变动情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 27: 2014-2018 年重庆啤酒吨酒价格变动情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

3.2 产能持续优化, 利用率进一步提升

由于我国经济发展结构调整、人口增长速度驱缓,啤酒总消费量触及天花板已是不争的事实,化解过剩产能成为啤酒行业近年来的主旋律。其中最具代表性的是华润啤酒在 2016-18 年先后关闭工厂 20 余家,设计产能减少 100 万千升。青

岛啤酒、重庆啤酒近几年的设计产能也在不断减少。其中，青岛啤酒的产能利用率更优，并且持续优化趋势显著。

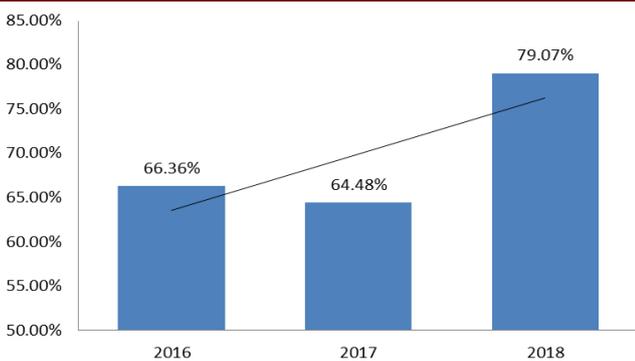
表 2: 2016-2018 年龙头企业产能以及工厂数量变动情况 (单位: 万千升)

时间	青岛啤酒		华润啤酒		重庆啤酒	
	设计产能	工厂数量	设计产能	工厂数量	设计产能	工厂数量
2016	1566	62	2200	98	171	9
2017	1482	62	2200	91	179	9
2018	1408	62	2100	78	179	9

资料来源: 公司公告, 渤海证券

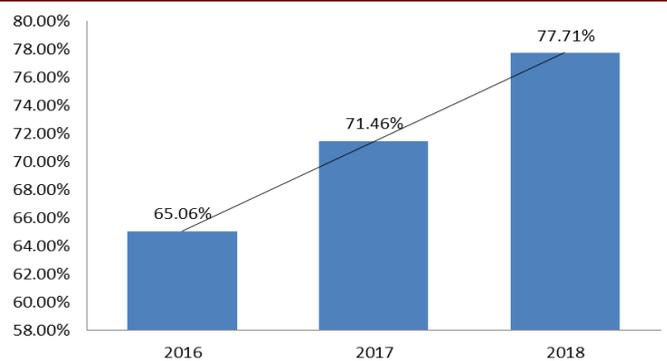
公司 2018 年产能利用率 (销量/设计产能) 提高至 57.03%, 相较 2016 年提高近 7 个百分点, 高于重庆啤酒、华润啤酒近 4 个百分点。公司持续性的产能优化, 必然有助于长期的业绩改善。

图 28: 2016-2018 年重庆啤酒产能利用率有所提成



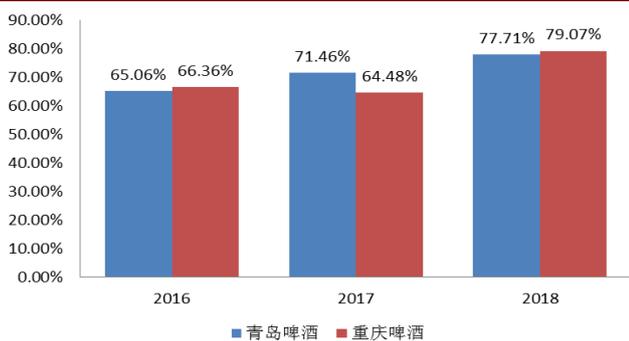
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 29: 2016-2018 年青岛啤酒产能利用率持续提升



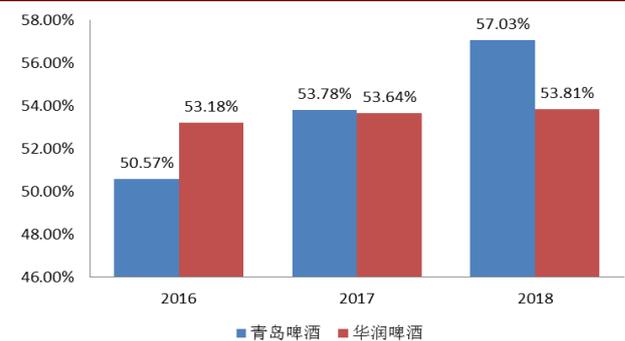
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 30: 青岛啤酒产能利用率 VS 重庆啤酒产能利用率



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 青岛啤酒产能利用率 VS 华润啤酒产能利用率



资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.A 股相关公司

4.1 青岛啤酒

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。目前品牌价值超千亿元，连续 15 年居中国啤酒行业首位，位列世界品牌 500 强。1993 年 7 月 15 日，青岛啤酒股票（0168）在香港交易所上市，是中国内地第一家在海外上市的企业。同年 8 月 27 日，青岛啤酒(600600)在上海证券交易所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司。

图 32: 青岛啤酒产品系列

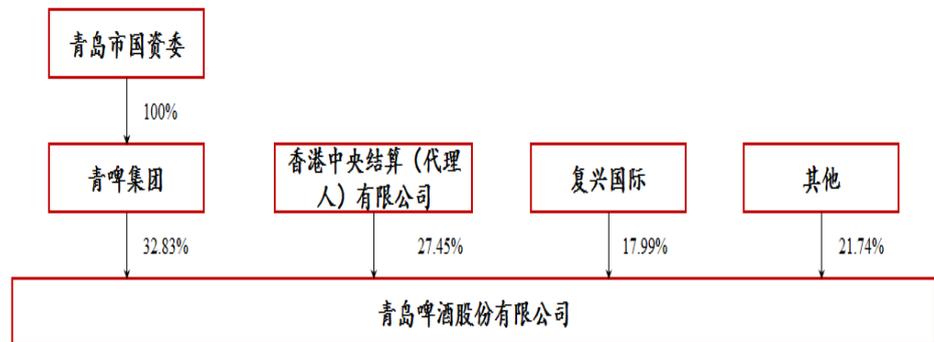


资料来源：公开资料，渤海证券

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。其生产的青岛啤酒为国际市场上最具知名度的中国品牌，已行销世界一百余个国家和地区，为世界第五大啤酒生产厂商。

2017 年底，公司公告原第二大股东朝日集团拟将其所持 2.43 亿股 H 股（约占公司总股本 17.99%）作价 66.17 亿港元转让复星集团，剩余股份（约占公司总股本 1.99%）作价 7.35 亿港元转让青啤集团子公司鑫海盛，目前交易已经全部完成。

图 33: 公司股权结构



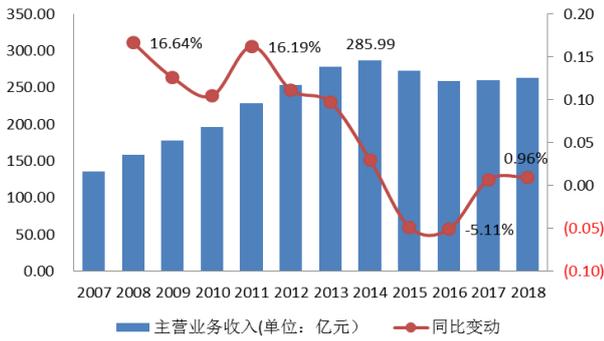
资料来源: 公司公告, 渤海证券

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。

啤酒行业至 2014 年需求达到饱和, 随后总消费量呈现小幅下降趋势。面对啤酒行业产能过剩导致的竞争压力和成本持续大幅上涨的严峻挑战, 公司坚守战略和运营定力, 充分发挥青岛啤酒品牌和品质的优势, 进一步完善立体化、结构化、层次化的全国市场战略布局, 充分发挥产销协同效应, 以优势市场为中心, 依托现有生产基地, 以点带面进一步打造战略带市场和城市基地市场, 根据市场布局聚焦资源投入, 借助品牌和产品的组合优势不断提升产品的市场竞争力, 实现区域市场的突破, 辐射带动周边市场的增长。同时, 公司在保持市场份额的前提下, 紧盯市场调结构、调价格, 提升了企业盈利能力。

公司经营随啤酒行业的周期变化波动。公司业绩至 2014 年达到阶段高点, 随后两年由于行业周期因素出现明显下滑, 此后随着行业回暖、公司经营结构调整等等因素触底回升。公司 2018 年共实现啤酒销量 803 万千升, 同比增长 0.8%; 实现营业收入约人民币 265.75 亿元, 同比增长 1.13% (可比口径营业收入同比增长 5.15%); 实现归属于上市公司股东的净利润约人民币 14.22 亿元, 同比增长 12.60%; 呈现出利润增长高于收入增长、收入增长高于销量增长的健康发展态势。

图 34: 公司 2007-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 35: 公司 2007-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.2 重庆啤酒

重庆啤酒股份有限公司创立于 1958 年, 经过 60 余年发展, 目前拥有资产超 35 亿元, 年销售啤酒近 100 万千升, 至今共拥有 13 家酒厂以及 1 家参股酒厂, 位于重庆、四川和湖南等, 其中重庆市场是公司的核心市场。重啤是全球第三大啤酒公司嘉士伯集团的成员。2013 年, 经过多年增持, 嘉士伯以 60% 的持股比例成为重啤绝对控股股东。此后, 在嘉士伯的重点支持下, 重啤不仅在生产工艺、产品品质上得到进一步的提升, 也形成了本地强势品牌加国际高端品牌的强大品牌组合, 并持续推进产品高端化, 应对啤酒消费结构变化所带来的机遇以及挑战。

图 36: 重庆啤酒产品系列



资料来源: 公开资料, 渤海证券

自嘉士伯入驻以来，公司建立和完善了适应公司经营和发展需要的组织架构，将分子公司的管理职能集中到了总部统一管理，更换了在快消品行业具有丰富经验的管理团队。公司强力推行与导入嘉士伯最佳实践系统，在生产、采购、销售、营销及财务领域加强整合，提高效率，持续强化公司在激烈竞争当中的稳固地位。

自 2014 年起，中国啤酒市场发生了深刻的变化，产销量首次出现负增长，标志着中国啤酒市场已经从过去的高增长时代，进入低速增长甚至是负增长的“新常态”。公司积极应对市场变革，关停、转让数家公司化解过剩产能，为公司的持续健康发展打下基础。

表 3: 公司近年产能优化情况

所在省市	关停 / 转让公司名称	所在省市	关停 / 转让公司名称
重庆	重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司	贵州	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司
广西	柳州山城啤酒有限责任公司	安徽	重庆啤酒亳州有限公司
安徽	重庆啤酒安徽九华山有限公司	浙江	重庆啤酒宁波大梁山有限公司
重庆	重庆啤酒永川分公司	甘肃	甘肃金山啤酒原料有限公司
重庆	重庆啤酒黔江分公司	湖南	重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司

资料来源：公司公告，渤海证券

公司于 2016 年发布“扬帆 22”战略，确立了宗旨、愿景和战略举措。其中，在公司愿景中明确定义公司的成功是提供可持续的营运收入以及利润增长，使得公司因为能够对股东、员工和社会创造价值而具有吸引力。

图 37: 重庆啤酒 “扬帆 22” 战略



资料来源：公开资料，渤海证券

公司战略定位清晰，执行力及运营效率高于行业平均水平。近几年来，通过对产品结构的不断完善，公司吨酒价格持续走高，其他各项指标也均位于行业前列。2018 年，公司实现营业收入 34.67 亿元，同比增长 9.16%，实现归母净利润 4.21 亿元，同比增长 29.14%，二者均达到近十年来新高。此外，公司存在资产整合预期，长期发展值得期待。

图 38: 公司 2009-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 39: 公司 2009-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

5. 投资建议

我们认为, 目前我国啤酒行业已进入竞争中后期, 行业格局随着产销量的走平持续稳固, 未来产品结构升级将成为主旋律。从国际比较来看, 我国啤酒企业吨酒价格远未触及天花板, 企业发展潜力巨大。短期来讲, 一方面提价的滞后效应及产品结构升级, 将带来吨酒价格的进一步提升, 另一方面成本端的压力有所缓和叠加增值税率下调, 都成为短期值得关注的重点。但我们更乐于看到的是, 在相对稳定的市场格局下产品结构持续高端化所带来的长期投资机会。综上, 我们给予行业“看好”的投资评级, 推荐重庆啤酒 (600132)、青岛啤酒 (600600)。

6. 风险提示

食品安全问题风险、宏观经济下行风险

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

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