

# 啤酒行业：远离拐点加速向上，开启结构升级军备竞赛

## ——“不一样的财报解读”系列之2019年三季报

2019年11月04日

看好/维持

食品饮料 | 行业报告

首席分析师	刘畅	电话：010-66554017	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120001
研究助理	吴文德	电话：010-66554025	邮箱：wuwd@dxzq.net.cn	
研究助理	张东雪	邮箱：zhangdx@dxzq.net.cn		

收入端受销量影响略有承压，产品结构升级加速企业业绩释放。2019Q1-Q3啤酒行业实现营收428.75亿元，同比增长3.88%，其中，Q3实现营业收入152.23亿元，与去年同期基本持平。三季度行业收入增速下滑，主因行业销量低迷。2019年1-9月啤酒行业产量为3119.40万千升，同比增加0.7%，增速较1-6月降低0.1个百分点。但在结构升级和成本费用改善的背景下，行业盈利能力持续改善。2019Q1-Q3行业实现净利润45.64亿元，同比增长23.65%，其中Q3实现净利润17.78亿元，同比增长32.59%。利润端增速持续高于收入端，延续了半年报态势，一方面夯实了行业盈利拐点，另一方面也说明企业受销量的影响愈发减弱，行业主导逻辑将由营收端向利润端转移。

- ◆ **量：三季度销量有所承压，总体呈现平稳态势。** 三季度行业销量整体表现较上半年低迷，主因6月份行业进行备货，终端库存有一定压力。加之三季度雨水和气温等因素的影响，总体来看，三季度处于去库存阶段。上市公司单三季度销量均表现出小幅增长或者负增长态势。未来随着人们饮酒习惯的改变，以及主力消费人群占比的降低，行业销量料将维持平稳。
- ◆ **价：吨酒价提升，产品结构升级趋势不改。** 随着消费升级和多元化消费的需求，产品结构升级已经成为啤酒企业内部增长的驱动因素。三季度啤酒吨酒价延续上升态势，产品结构也朝着中高端化加速发展。企业高端产品的销量增速基本高于其总体增速，表明产品结构升级趋势不改。

**成本端压力有所减缓，效率提升助力公司业绩释放。** 年初至今，玻璃瓶价格小幅上涨，瓦楞纸价格下跌，大麦成本上涨，但由于存在采购周期，成本基本被锁定，下半年成本压力有所减缓。从吨成本来看，各家公司成本表现基本平稳。去年提价能够基本覆盖成本变动，释放成本压力。另一方面，上市公司通过产品结构升级，毛利率也得到了改善。青啤、重啤、珠江、燕京毛利率分别为40.19%/37.05%/40.77%/35.16%，较去年同期提升0.94/0.92/4.11/0.39pct。另一方面，费用率逐步改善，减税降费贡献业绩弹性。随着行业需求量的放缓，行业已从增量竞争进入存量竞争时代，这一阶段品牌力的塑造和产品结构的完善是主要着眼点。价格战步入尾声，费用的投放更加精细化，也使得公司的销售费用率有所改善。此外，减税降费、增值税的下调和产能优化，也使得费用率得到较大幅度的改善。

**投资建议：**啤酒行业三季报验证19年是行业盈利的拐点，未来行业主导逻辑将从营收端向利润端转移。我们从年初以来一直重点推荐啤酒板块，行业今年将是盈利拐点，主因增值税率下调、期间费用率改善等影响，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力。三季报也验证了我们先前的观点：未来产品结构升级将不断增强公司平抑季节性影响的能力，盈利能力也将得到稳步提升。**持续推荐产品结构改善显著的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。**

**风险提示：**宏观经济下行风险，产品结构升级不及预期，渠道拓张不及预期等。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
青岛啤酒	1.05	1.32	1.61	1.95	45.62	36.29	29.75	24.56	3.25	强烈推荐
重庆啤酒	0.83	1.27	1.20	1.33	49.17	32.11	34.03	30.64	15.81	强烈推荐
珠江啤酒	0.17	0.20	0.23	0.27	41.82	35.55	30.91	26.33	2.04	强烈推荐

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 目录

1. 结构升级平抑销量波动，三季度夯实盈利拐点 .....	3
2. 产品结构升级愈发明显，量平价升将成为行业未来趋势 .....	4
2.1 量：三季度销量有所承压，总体呈现平稳态势 .....	4
2.2 价：吨酒价提升，产品结构升级趋势不改 .....	4
3. 成本端压力有所减缓，效率提升助力公司业绩释放 .....	4
3.1 包材、大麦等价格稳定，成本压力减缓，毛利率提升 .....	4
3.2 费用率逐步改善，减税降费贡献业绩弹性 .....	5
4. 投资建议： .....	6
5. 风险提示： .....	6

## 插图目录

图 1：2015-2019 年我国啤酒行业营收走势及增速 .....	3
图 2：2015-2019 年我国啤酒行业净利润走势及增速 .....	3
图 3：2012-2019 年我国啤酒行业产量走势及增速 .....	3
图 4：行业重点公司吨成本变动情况 .....	5
图 5：行业重点公司销售毛利率变动情况 (%) .....	5
图 6：行业重点公司销售费用率变动情况 (%) .....	5
图 7：行业重点公司“税金及附加/营收”情况 .....	5
图 8：行业重点公司销售净利率变动情况 (%) .....	6
图 9：行业重点公司净资产收益率(ROE)变动情况 (%) .....	6

## 表格目录

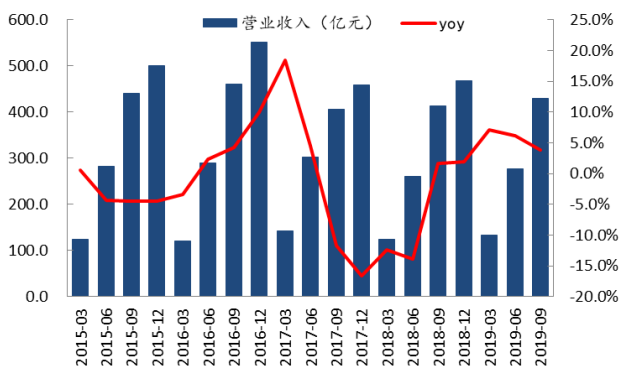
表 1：主要啤酒公司 2019Q3 经营数据 .....	4
------------------------------	---

我们于今年三月份发布啤酒行业深度报告《结构升级，啤酒三岔路口的最佳指引》，提出啤酒未来有三条发展路径，一是产品结构升级，二是产能优化和成本改善，三是直接提价。通过论证，我们认为直接提价目前不具备基础，现阶段正进入成本改善和结构升级阶段，长期来看，产品结构升级将是行业的主要增长逻辑。19年三季报持续验证了我们前期的观点，行业盈利能力迎来拐点，建议持续关注。

## 1. 结构升级平抑销量波动，三季报夯实盈利拐点

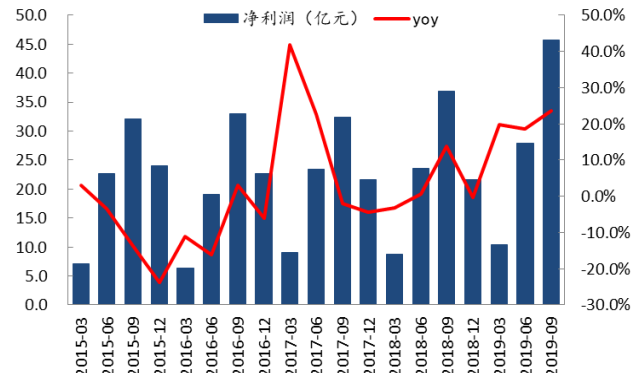
收入端受销量影响略有承压，产品结构升级加速企业业绩释放。2019Q1-Q3 啤酒行业实现营收 428.75 亿元，同比增长 3.88%，其中，Q3 实现营业收入 152.23 亿元，与去年同期基本持平。三季度行业收入增速下滑，主因行业销量低迷。2019 年 1-9 月啤酒行业产量为 3119.40 万千升，同比增加 0.7%，增速较 1-6 月降低 0.1 个百分点。但在结构升级和成本费用改善的背景下，行业盈利能力持续改善。2019Q1-Q3 行业实现净利润 45.64 亿元，同比增长 23.65%，其中 Q3 实现净利润 17.78 亿元，同比增长 32.59%。利润端增速持续高于收入端，延续了半年报态势，一方面夯实了行业盈利拐点，另一方面也说明企业受销量的影响愈发减弱，行业主导逻辑将由营收端向利润端转移。

图 1：2015-2019 年我国啤酒行业营收走势及增速



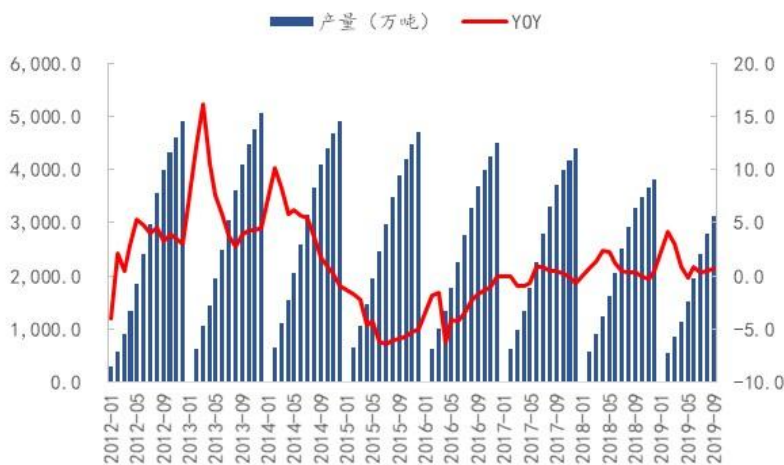
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：2015-2019 年我国啤酒行业净利润走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：2012-2019 年我国啤酒行业产量走势及增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 产品结构升级愈发明显，量平价升将成为行业未来趋势

### 2.1 量：三季度销量有所承压，总体呈现平稳态势

三季度行业销量整体表现较上半年低迷，主因6月份行业进行备货，终端库存有一定压力。加之三季度雨水和气温等因素的影响，总体来看，三季度处于去库存阶段。上市公司单三季度销量均表现出小幅增长或者负增长态势，其中青啤受半年度库存较高的影响较大，销量同比下滑5.92%；重啤在重庆市场基本保持稳定，四川市场因委托加工等因素增长较快，总体销量同比下降2.11%；珠江啤酒三季度小幅增长0.30%，增速环比增长，主因终端库存良性，加之公司餐饮渠道有所发力，总体表现略优于行业；燕京三季度销量下滑显著，销量同比下降7.25%。外资啤酒方面，百威亚太受中国市场夜场渠道影响，前三季度销量下降6.5%，而嘉士伯中国依靠其强劲的价格组合，第三季度实现啤酒销量增长6%，主要得益于大城市战略和品牌组合不断完善。总体来看，三季度行业销量增速环比放缓，但仍保持较为平稳态势。未来随着人们饮酒习惯的改变，以及主力消费人群占比的降低，行业销量料将维持平稳。

### 2.2 价：吨酒价提升，产品结构升级趋势不改

虽然啤酒的销量有所承压，但吨酒价的提升一定程度平抑了销量的季节性波动。随着消费升级和多元化消费的需求，产品结构升级已经成为啤酒企业内部增长的驱动因素。三季度啤酒吨酒价延续上升态势，青啤、重啤、珠江、燕京三季度吨酒价分别为3385.9/3786.12/3358.69/4034.69元/千升，同比增长4.53%/5.00%/5.39%/12.12%。**另一方面，产品结构也朝着中高端化加速发展。**青啤的主品牌“青岛啤酒”前三季度销量增速3.25%，重啤高端/中端产品增速分别为5.41%/6.75%，珠江啤酒“纯生系列”增速8.41%，企业高端产品的销量增速基本高于其总体增速，表明产品结构升级趋势不改。

表 1: 主要啤酒公司 2019Q3 经营数据

	重庆啤酒		珠江啤酒		青岛啤酒		燕京啤酒	
	2019Q1-Q3	2019Q3	2019Q1-Q3	2019Q3	2019Q1-Q3	2019Q3	2019Q1-Q3	2019Q3
营业收入(亿元)	30.25	11.92	34.88	13.79	248.97	83.46	103.70	39.08
yoy	3.45%	2.78%	5.47%	6.01%	5.31%	-1.66%	1.34%	3.99%
销量(万千升)	79.76	31.49	103.85	42.52	719.50	246.50	354.71	96.86
yoy	0.50%	-2.11%	0.08%	0.28%	0.07%	-5.92%	-2.55%	-7.25%
吨酒价(元/千升)	3792.63	3786.12	3358.69	3243.51	3460.32	3385.94	2923.51	4034.69
yoy	2.95%	5.00%	5.39%	5.14%	5.24%	4.53%	3.99%	12.12%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

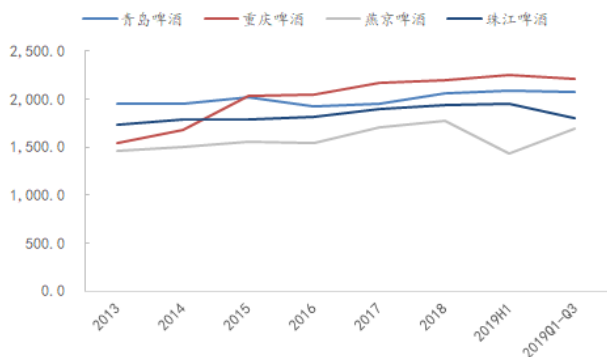
## 3. 成本端压力有所减缓，效率提升助力公司业绩释放

### 3.1 包材、大麦等价格稳定，成本压力减缓，毛利率提升

年初至今，玻璃瓶价格小幅上涨，瓦楞纸价格下跌，大麦成本上涨，但由于存在采购周期，成本基本被锁定，下半年成本压力有所减缓。从吨成本来看，2019年前三季度青啤、重啤、珠江、燕京吨成本依次为2069.63/2207.87/1804.53/1695.19元/千升，较去年同期变动3.61%/1.82%/-2.47%/2.60%，成本表现基本平稳。去年提价能够基本覆盖成本变动，释放成本压力。另一方面，上市公司通过产品结构升级，毛利率也得到了改善。青啤、重啤、珠江、燕京毛利率分别为40.19%/37.05%/40.77%/35.16%，较去年同期提升

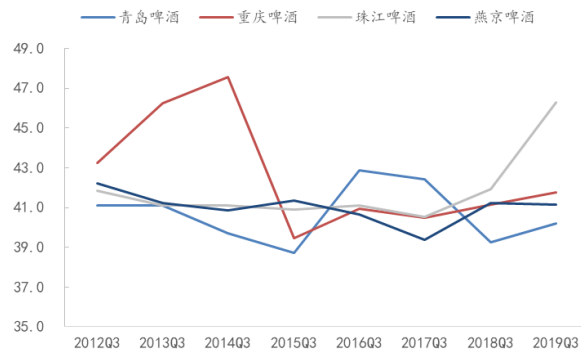
0.94/0.92/4.11/0.39pct。

图 4：行业重点公司吨成本变动情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：行业重点公司销售毛利率变动情况 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3.2 费用率逐步改善，减税降费贡献业绩弹性

随着行业需求量的放缓，行业已从增量竞争进入存量竞争时代，这一阶段品牌力的塑造和产品结构的完善是主要着眼点。价格战步入尾声，费用的投放更加精细化，也使得公司的销售费用率有所改善。青啤、重啤、珠江、燕京前三季度销售费用率分别为 17.41%/13.42%/17.27%/12.19%，同比提升 0.52/-0.56/0.65/0.58pcts。另一方面，减税降费也为行业带来红利，前三季度青啤、重啤、珠江、燕京“营业税金及附加/营收”分别为 8.04%/7.50%/9.30%/9.22%，较去年同期改善 0.60/0.33/0.43/0.69pcts，呈现下降趋势。此外，增值税的下调和产能优化，也使得费用率得到较大幅度的改善。

图 6：行业重点公司销售费用率变动情况 (%)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：行业重点公司“税金及附加/营收”情况

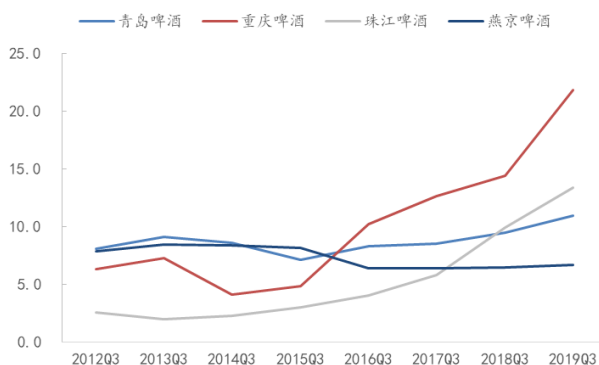


资料来源：Wind，东兴证券研究所

在产品结构升级和费用率改善的背景下，行业业绩得到释放，利润维持高增，盈利拐点确认。2019 年前三季度青啤、重啤、珠江、燕京净利润率分别为 10.95%/21.84%/13.39%/6.73%，较去年同期提高 1.43/7.38/3.47/0.23pcts，ROE 分别为 13.65%/47.57%/5.45%/4.82%，较去年同期提高 1.93/14.48/1.51/0.17pcts，延续二季度改善趋势，进一步夯实行业盈利拐点。预计未来随着产品结构的持续优化，以及效率的不断提升，行业利润仍将持续改善。

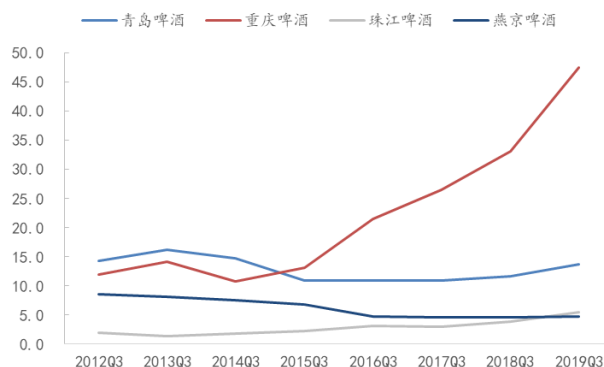


图 8：行业重点公司销售净利率变动情况（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9：行业重点公司净资产收益率(ROE)变动情况（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 投资建议：

啤酒行业三季报验证 19 年是行业盈利的拐点，未来行业主导逻辑将从营收端向利润端转移。我们从年初以来一直重点推荐啤酒板块，行业今年将是盈利拐点，主因增值税率下调、期间费用率改善等影响，产品结构升级是推动行业盈利能力持续改善的主要驱动力。三季报也验证了我们先前的观点：未来产品结构升级将不断增强公司平抑季节性影响的能力，盈利能力也将得到稳步提升。持续推荐产品结构改善显著的青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

## 5. 风险提示：

宏观经济下行风险，产品结构升级不及预期，渠道拓张不及预期等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券乳制品行业三部曲之二，古今篇：乳白色的三维升级，从产品变迁看行业明天	2019-07-31
行业	食品饮料：新乳业战略投资现代牧业，布局牧场奶源，牧场价值逻辑兑现，强强联合共推低温发展	2019-07-22
公司	伊利股份 ( 600887.SH )：行业竞争压力不减，长期价值不断凸显	2019-08-30
公司	中炬高新 ( 600872.SH )：调味品主业稳健增长，激励机制愈发市场化	2019-08-26
公司	珠江啤酒 ( 002461.SZ )：产品结构升级显著，盈利能力持续改善	2019-08-23

公司 桃李面包 ( 603866.SH )：业绩快报点评，无惧竞争，短保行业走出稳健新篇章

2019-07-23

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

### 张东雪

南开大学金融学本硕，2019年加入东兴证券研究所食品饮料组，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。