

多重利好催化板块行情

—— 啤酒行业跟踪动态

行业动态

◆行业利润率提升逻辑将继续强化

根据草根调研，部分企业明年一季度出现提价预期。我们认为本轮提价的意义在于，在原材料价格有所缓解的时间点，主动提价显示出各啤酒企业对于利润端的诉求较为一致，竞争态势趋向温和。而对于直接提价带来的利润贡献，考虑到提价范围、返利政策以及局部份额波动等因素，我们认为不宜做出过度预测。更应重视高端化及提质增效策略对利润率带来的根本性改善。

◆多重利润率提升因素共同催化

除提价预期外，亦有多重有利因素有望延续：

1) 高端化趋势进展顺利。三季报显示主要企业吨价维持中单位数增幅，中高档产品销量增长显著高于企业平均。国际品牌表现亦可佐证。根据测算，润啤、燕京和青啤受益弹性较高。

2) 原材料成本压力有所缓解。啤麦价格近期有所回落，尽管存在反倾销调查等不确定因素，但需求疲弱叠加主产区产量提升令增幅收窄明显。瓦楞纸方面中长期国内需求端及出口压力仍在，叠加行业未来几年新增产能规划，不具备大幅上涨条件。玻璃瓶依然存在环保带来的供给压力，但各企业加强回收率、提升罐化率等措施将平滑该等成本冲击。

3) 关厂进程持续，有望释放费用率空间。各企业减员增效措施正在落实。华润上半年关厂1家，减员5000人，预计全年将有5-8家工厂关闭；青啤同样提出5年关闭10家工厂规划，于今年完成2家工厂优化。

◆投资建议：推荐华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒

行业呈现较为积极的发展前景，利润率提升逻辑正在得到不断验证。我们推荐华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒。华润啤酒作为行业龙头，拥有强大并购实力及整合经验，业务团队战斗力强，喜力的加盟令其高端化进程具备看点。青岛啤酒正在发生令人惊喜的内部变化，其利润率弹性优势明显。重庆啤酒是行业利润率提升的标杆企业，在嘉士伯掌权下其处于高端市场拓展的有利位置。同时建议关注燕京啤酒、珠江啤酒。

◆风险分析：市场竞争恶化；原材料成本上升；不利天气因素

证券代码	公司名称	股价	PE (x)		EV/EBITDA (x)		投资评级
			19E	20E	19E	20E	
0291.HK	华润啤酒	43.75	63	41	24.4	20.7	买入
0168.HK	青岛啤酒 H	49.40	35	29	16.2	14.1	买入
600132.SH	重庆啤酒	45.92	47	39	33.7	28.6	买入
600600.SH	青岛啤酒 A	51.28	41	34	16.2	14.1	买入
000729.SZ	燕京啤酒	6.33	78	67	18.3	16.4	增持
002461.SZ	珠江啤酒	7.65	31	31	25.2	24.5	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月12日

注：港股上市公司股价为港币，A股上市公司股价为人民币，港币对人民币汇率为0.89

啤酒：增持（维持）

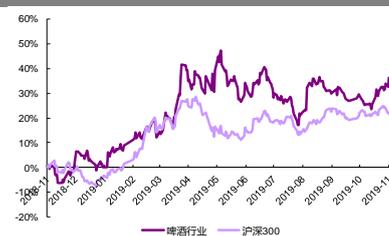
分析师

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebcn.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebcn.com

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

关注企业利润弹性及中高端布局

..... 2019-05-23

目 录

1、 提价将强化吨价提升逻辑，叠加多重利好易形成催化行情.....	3
1.1、 提价有望延续行情催化效用.....	3
1.2、 高端化趋势进展顺利.....	4
1.3、 原材料价格有所缓解.....	7
1.4、 关厂进程持续，有望释放费用率增厚利润.....	8
2、 投资建议.....	10
3、 风险分析.....	11

1、提价将强化吨价提升逻辑，叠加多重利好易形成催化行情

1.1、提价有望延续行情催化效用

啤酒目前处于消费淡季，而淡季通常是啤酒企业的提价时间段。过去十年中，每隔3年左右行业便经历一次涨价潮。在2007-2008、2010-2011、2017-2018这三次行业普遍的涨价潮背后，驱动因素在于成本的上涨，而非竞争态势的缓解。

而本轮出现提价的意义在于，在原材料价格有所缓解的时间点，主动提价显示出各啤酒企业对于利润端的诉求较为一致，竞争态势趋向温和。

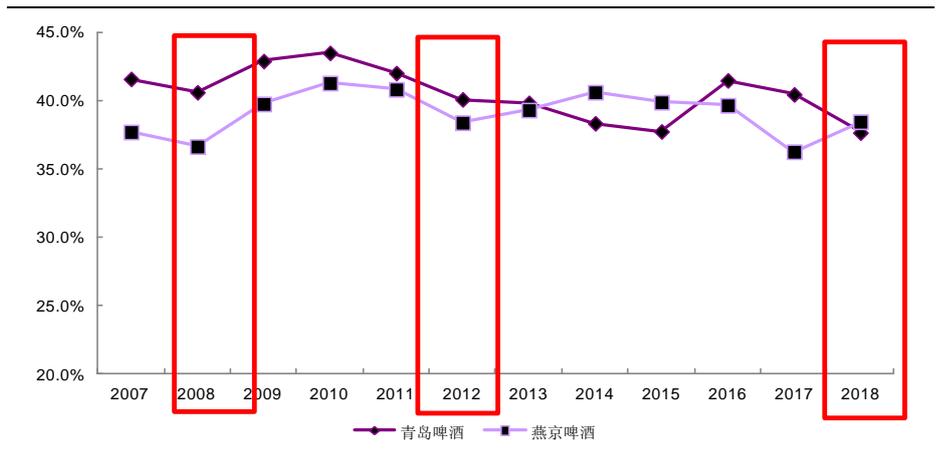
表 1：过去十年啤酒行业历次提价情况示例

品牌	系列	规格	提价地区	口径	调整前	调整后	调价幅度
2007-2008							
青岛		355ml 罐	广州	零售价	3.5	3.8	8.6%
青岛		600ml 瓶	广州	零售价	3.8	4.2	10.5%
青岛	纯生	600ml 瓶	广州	零售价	5.5	6.2	12.7%
青岛		600ml 瓶	青岛	零售价	2.0	2.2	10.0%
青岛	崂山	600ml 瓶	青岛	零售价	3.2	3.5	9.4%
燕京	清爽	箱	北京	出厂价	32.0	34.0	6.3%
2010-2011							
青岛	崂山	箱	山东	出厂价	25.0	31.0	24.0%
青岛		箱	山东	出厂价	40.0	43.0	7.5%
燕京	清爽	瓶	北京	出厂价	1.42	1.62	14%
燕京	清爽	箱	北京	批发价	42.00	45	7.1%
雪花		500ml 瓶	沈阳		3.50	4	14.3%
雪花		330ml 箱	沈阳		2.00	2.4	20.0%
2013-2014							
燕京	鲜啤	瓶	北京	批发价	3.5	4	14.3%
燕京	纯生	瓶	北京	批发价	6.5	7	7.7%
2017-2018							
燕京	本生	460ml 瓶	全国	零售价	4	5	25%
雪花	勇闯天涯	500m 箱	全国	零售价	48	50	4.2%
青岛	青岛优质	箱	山东	批发价	36	38	5%
青岛	经典	500ml 箱	山东	开单价	52	57	9.6%
青岛	白啤	500ml 箱	山东	开单价	50	55	10%

资料来源：光大证券研究所根据新闻整理

由于通常提价前期伴随对于经销商的一定补贴政策，此外前几轮相关公司仅在优势地区对于主流产品进行谨慎的提价调整，而该等幅度的改善在面对期间的成本上涨时，只是起到了缓冲作用，因此对于利润端贡献有限。我们从过去几次提价动作积极参与者的毛利率表现上，也无法看到提价带来的利润率迅速提升。因此考虑到提价范围、返利政策以及局部份额丢失等因素，当前同样不宜对提价带来的直接利润贡献做出过于乐观的预测。

图 1：青岛啤酒与燕京啤酒过去十年毛利率表现



资料来源：相关公司公告

我们认为当前国内啤酒企业吨价偏低，以各企业最新的财报数据来测算，吨价都在 3800 元/吨以下，其中华润和燕京在 3000 元/吨附近，参考国际品牌在中国区的吨价水平（百威中国约为 4500 元/吨），提升空间可观。因此我们认为本土企业吨价提升趋势明显，该逻辑已得到多次强化。而吨价上升对于各企业利润提升意味明显，我们对于该弹性进行相关测算，能够看到润啤、燕京和青啤受益弹性最高。

表 2：吨价提升幅度（元/吨）对于各个企业 EBIT 利润弹性

吨价上涨	EBIT 增幅				
	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
50	35.7%	16.8%	9.6%	49.7%	13.0%
100	71.4%	33.6%	19.1%	99.5%	25.9%
150	107.1%	50.4%	28.7%	149.2%	38.9%
200	142.8%	67.1%	38.2%	199.0%	51.8%
250	178.6%	83.9%	47.8%	248.7%	64.8%

资料来源：光大证券研究所测算

1.2、高端化趋势进展顺利

在我们 5 月份的啤酒行业深度报告《关注企业利润弹性及中高端布局》中，我们提出：尽管提价对于收入端的改善看上去更为直接，但产品结构升级的成功才能给利润端带来质变。而资产整合带来的费用优化是行业中期利润率提升最有效的路径。

表 3：今年以来各啤酒企业开展的高端化啤酒动作

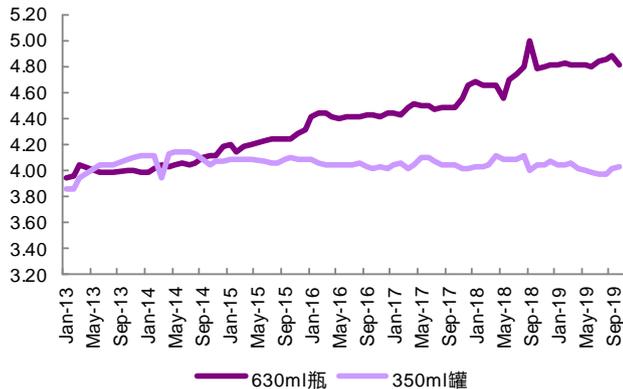
公司	日期	主要动作
华润啤酒	2019 年 4 月	雪花旗下新品 MARRSGREEN 上市，继勇闯天涯 superX 和雪花匠心营造以来的第三支中高端产品。新品主要面向 25-35 岁的年轻人群，并聘请演员井柏然和超模何穗为代言人，提升与目标消费群体的联结度
	2019 年 4 月	委任 NPLUS Digital 北京为其自媒体传播合作伙伴，探索品牌互联网化升级与社会化商业转型。帮助雪花在自媒体平台塑造及核心用户的口碑提升，通过事件营销、渠道匹配与传播、粉丝裂变、社群运营、用户精准营销等方式，优化其数字媒体互动运营体系。
	2019 年 7 月	雪花新品“黑狮白啤”上市，采用 100% 麦芽酿造，具有独特口感
	2019 年 9 月	与地铁隧道媒体“隧道酷媒”开启品牌合作，旗下高端产品雪花 superX 啤酒的视频（王嘉尔代言）可在北京、上海、深圳、杭州、成都、郑州、南昌 7 大城市数十条地铁线路里出现。隧道酷媒覆盖城市年

		轻、高素质的核心消费群体。
青岛啤酒	2019年2月	与 NPC 合作，跨界进入纽约时装周，将品牌潮流和文化元素融入时装细节
	2019年6月	青岛啤酒经典 1903 全新包装升级
	2019年7月	青岛啤酒私人定制平台正式上线，主要针对个人消费者、企业或社会团体的中小批量团购定制，首发推出 10 余种主题、20 多种风格和 60 多种设计模板
	2019年7月	第 29 届青岛国际啤酒节在金沙湾啤酒城举行，为其 24 天，汇集全球 1400 余种各类品牌啤酒
	2019年8月	兰州青岛啤酒节嘉年华于 8 月 30 日-9 月 4 日举行
	2019年9月	青岛啤酒与北星传媒合作，协助青岛啤酒进入卡拉 OK 店价，共同分担更换区库系统的成本
	2019年10月	天猫旗舰店发布首个“导购式 VR 全景店”，引导场景体验升级，实现与年轻消费者的有效沟通和深度链接
百威集团	2019年2月	哈尔滨啤酒与纽约潮牌 PONY 联名推出“一起哈啤”系列服装，通过“新国潮”概念再次打响品牌名号
	2019年7月	福佳品牌旗下新品福佳玫瑰红啤酒与盒马鲜生开展新零售合作，发布会当日打造快闪花园
	2019年8月	2019 百威啤酒音乐节在佳木斯开幕，为期 12 天
	2019年9月	哈尔滨啤酒携手故宫及虚拟偶像带来说唱公益片，传递“切莫冲动酒驾，全民一起哈啤”的理念，并发布首款无醇啤酒
	2019年6月	Stella Artois 宣布再次赞助爵士上海音乐节，带来更多优质的啤酒消费场景体验
	2019年7月	限量款英超定制罐在苏宁易购首发，助力其百威超级比赛日活动
	2019年9月	鹅岛精酿推出全新精酿啤酒“嘎嘎鹅轻盈 IPA”，由鹅岛亚洲酒厂打造，通过小规模投入市场及调研，在消费者投票后推出
	2019年9月	百威旗下科罗娜与喜茶联合推出调制酒饮“醉醉葡萄啤”
	2019年11月	联合意大利奢侈品牌 Moschino 推出联名款系列周边产品，为百威新品魄斯上市进行造势
嘉士伯	2019年4月	在中国第一条 SLEEK（纤体罐）拉罐生产线在江苏投产，每小时可生产 50000 罐，助推华东高端啤酒和特色啤酒市场发展
	2019年5月	嘉士伯与雪松文旅进行战略合作，旗下本土高端啤酒“风花雪月”主题酒吧落户雪松文旅西塘花巷，打造全新文旅场景。
	2019年5月	嘉士伯推出“绿光破晓”新品，推出行业领先的包装设计，鼓励在日常生活中实践绿色可持续的生活方式
	2019年7月	嘉士伯啤酒携手国际设计师开展“丹麦-设计师酒吧”全国巡展
	2019年9月	嘉士伯 1644 啤酒聘请倪妮担任中国区首位品牌代言人
重庆啤酒	2019年5月	全新乐堡白啤上市，切入高端白啤市场；定位年轻目标群体，“清新遇见柑橘，青春找到乐趣”的产品口号，并在购物中心举办“清新不落幕派对”进行产品发布
	2019年5月	乐堡啤酒年初与故宫 IP 合作，推出宫廷潮牌周边，提升年轻人与传统文化联结
珠江啤酒	2019年3月	四月初上市新品 8°P 珠江纯生啤酒易拉盖瓶装
	2019年6月	发布珠江纯生全新品牌形象，并亮相了珠江纯生 1977 黑金系列旗舰产品
燕京啤酒	2019年6月	燕京定制啤酒亮相啤酒节
	2019年7月	联手盒马开发一款原浆啤酒，针对北京区域的市场推广
	2019年8月	燕京啤酒旗下的精酿产品首次征战国际啤酒赛事——世界啤酒大奖赛，其创新业务中心的产品斩获四项“中国最佳”
	2019年8月	燕京啤酒足协杯定制罐系列新品于京东商城上线，包括德式小麦白啤酒和 10 度清爽拉格啤酒
喜力	2019年5月	与销路通软件签署合作协议，打造基于微信平台的“一体化”营销解决方案
	2019年5月	乘欧冠热进行体育营销，和玛丽黛佳跨界合作推出爆款原凉色口红，瞄准陪男友看球的女生群体
惠泉啤酒	2019年9月	惠泉啤酒投资近 2000 万的精酿啤酒生产线项目正式投产，可年产精酿啤酒 2 万吨
金星啤酒	2019年6月	金星 1982 大师精酿推出四款新品
劳特巴赫	2019年7月	劳特巴赫“广元造”精酿啤酒正式面世
雪熊精酿	2019年7月	雪熊精酿啤酒与哈特啤酒有限公司举行签约仪式，共同打造哈尔滨的啤酒文化旅游项目啤酒城堡
VEDETT	2019年9月	VEDETT 旗下白熊啤酒沉浸式快闪店亮相上海大悦城，品牌方搭建了仿制机舱，消费者可进入参观品牌故事展示区和酿酒原料，并品厂白熊啤酒
DrewDog	2019年10月	DrewDog 酒吧落户上海静安区

资料来源：光大证券研究所整理

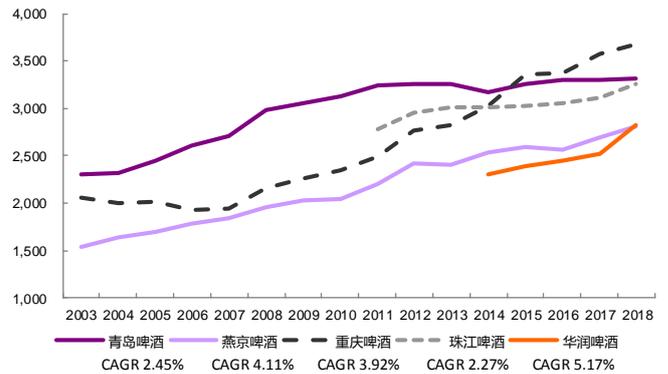
国家发改委的跟踪数据显示，啤酒产品平均销售价格依然稳健增长，其中标准瓶装啤酒价格过去5年（2013-2018）CAGR为4%，延续至今。与之呼应的则是本土啤酒厂商所公布的出厂吨价变化，值得注意的是增速在最近几个财年来有所提速，我们同样在行业3季报中捕捉到了这一明显变化。

图2：中国36个大中城市啤酒平均销售价格（元）



资料来源：中国国家发改委（注：截至2019年10月）

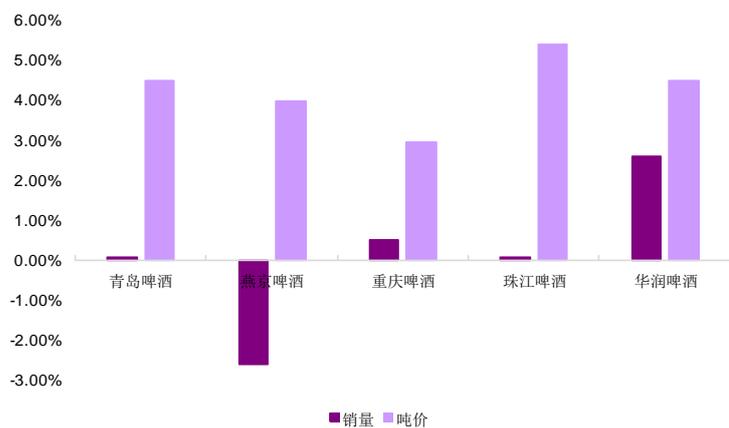
图3：本土啤酒厂商出厂吨价近年有所提速（元/吨）



资料来源：各公司公告（注：基于各公司年度数据）

三季度显示今年以来啤酒行业销量基本持平，行业及企业主要依靠吨价提升拉动收入端。各企业吨价维持中单位数提升趋势，其中主要依靠结构提升，增值税带来部分利好。

图4：2019年前三季度啤酒各企业销量与吨价同比增幅

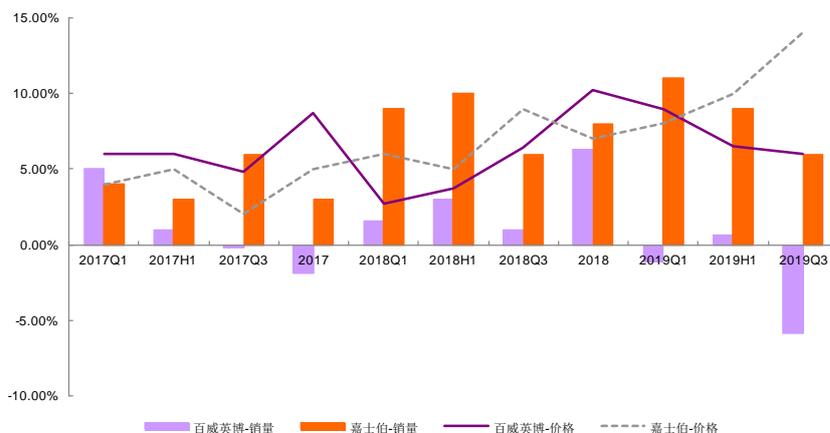


资料来源：各公司公告

注：华润啤酒数据为2019年半年报

我们同样能够从国际品牌在中国区的表现印证行业的高端化趋势。百威及嘉士伯中国区吨价提升分别在中单位数/双位数。定位更加高端的嘉士伯整体销量也有中单位数以上的增速，显著高于行业平均水平。

图 5：百威英博和嘉士伯中国区销量和吨价同比增速

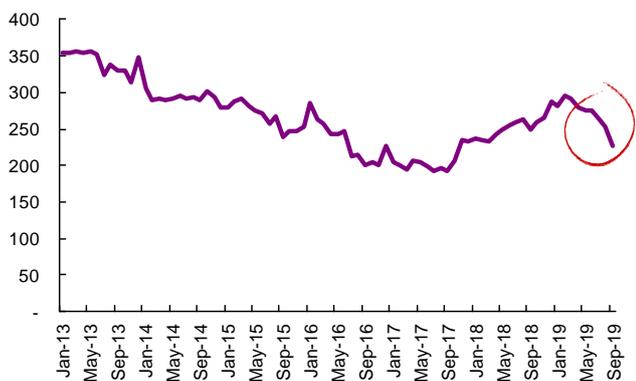


资料来源：各公司公告

1.3、原材料价格有所缓解

近期啤酒行业主要原材料的走势逐渐偏向正面，成本上涨压力有所缓解。啤麦价格近期有所回落，主产区产量均高于上年，尽管有反倾销调查带来的关税风险，但需求用量的下降将使得啤麦价格增势得以控制。2019年7月，澳大利亚啤麦进口价格增幅已下降至2%。而大米市场则依然平稳。

图 6：进口平均单价：大麦：当月值 (美元/吨)



资料来源：海关总署 (注：截至2019年9月)

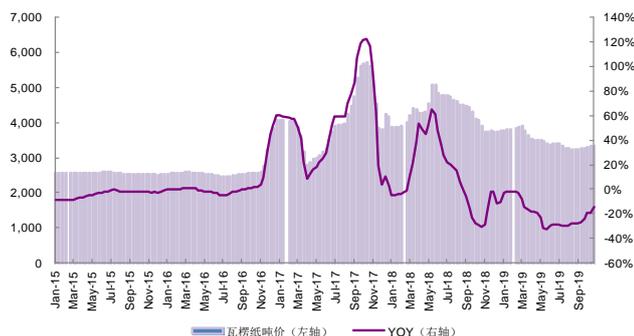
图 7：大米 (10%) 国际当日现货价 (美元/吨)



资料来源：农业部 (注：截至2019年11月12日)

包材方面，尽管4季度包材旺季带来短期触底迹象，但长期来看贸易摩擦仍将对国内需求及出口需求形成压力，同时未来几年瓦楞纸制造企业仍有比较密集的新增产能计划。因此瓦楞纸依然不具备大幅上涨的可能。玻璃瓶由于受到环保压力，行业供给收缩，今年以来呈现中单位数增幅，但各家企业通过加强回收率、提升罐化率等措施平滑该等成本上涨冲击。

图 8：全国高强瓦楞纸市场价（元/吨）



资料来源：国家统计局

图 9：全国铝 A00 现货价（元/吨）



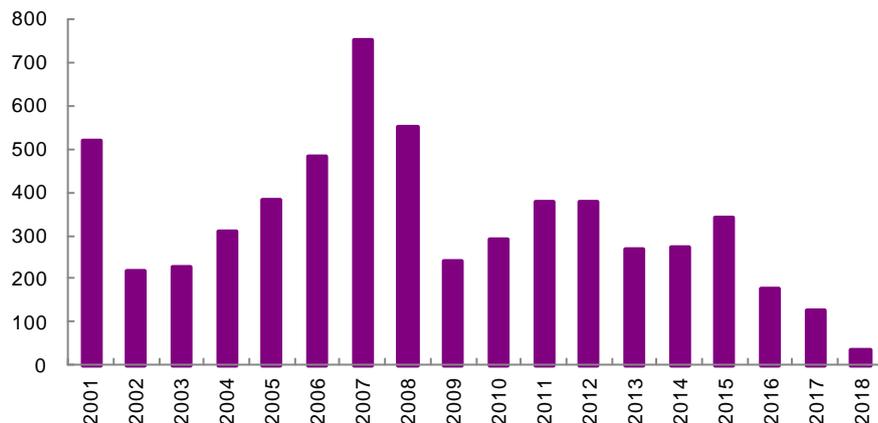
资料来源：商务部

整体而言，原材料上涨压力有所缓解。

1.4、关厂进程持续，有望释放费用率增厚利润

我国啤酒行业产能利用率较低，目前处于 50%-60% 左右水平。产能整合进程目前正在实施，从 2015 年起，行业新增产能持续走低。

图 10：中国啤酒新增产能（万吨）



资料来源：国家统计局

目前各家企业已经开始实施切实可行的关厂提效规划。重庆啤酒、百威英博产能优化策略实施多年。华润在去年关闭 13 家工厂，在今年预计也将有 5-8 家工厂关闭，上半年已完成 1 家。同时在上半年减少员工 5000 人，体现出提质增效策略的落实。而青岛啤酒同样做出 5 年关闭 10 家工厂的规划，在今年完成北京、浙江 2 家工厂的优化。

表 4：产能优化对于企业 EBIT 的利润弹性

啤酒厂商	时间	动作或官方表态
华润啤酒	2018 年	晋中市华润雪花啤酒厂实施关停，生产计划并入运城分公司
		华润雪花啤酒（四川）有限责任公司拟吸收合并成都、遂宁、达州、内江和西昌 5 家公司
		安徽和河南各有一间工厂始终处于停产状态
燕京啤酒	2017 年	2017 年 7 月 11 日投资者关系活动记录：对个别不再具有存在价值的企业，经过权衡之后，可能会与地方政府协商后关厂
百威英博	2016 年	关闭浙江舟山工厂

		关闭河南新乡亚洲啤酒厂
珠江啤酒	2017 年	关闭汕头工厂
重庆啤酒	2017 年	转让持有甘肃金山啤酒原料有限公司相关权益
		关闭六盘水啤酒有限责任公司
	2016 年	关闭黔江分公司
		关闭安徽亳州有限责任公司
		关闭宁波大梁山有限责任公司
	2015 年	关闭綦江工厂
		关闭柳州山城啤酒有限公司
关闭安徽九华山有限公司		
关闭永川分公司		
青岛啤酒	2018 年	关闭青岛啤酒上海杨浦有限公司
		关闭青岛啤酒芜湖有限公司

资料来源：光大证券研究所整理

针对产能优化对于企业利润弹性的测算，我们假设了

- 1.理想的产能利用率为设计产能的 70-80%，我们定为 75%；
- 2.现实中关厂是以生产线为单位，我们理想化以单位产能为单位；
- 3.我们假设了产能主要的固定投资在于自用楼宇和机械设备，我们简单化处理以单位产能为单位，并假设折旧率不变；
- 4.对于没有明确披露销售成本中员工费用的公司，我们假设生产性员工薪酬为公司平均薪酬的 46%；
- 5.调整后 EBIT 主要提出了一次性影响，如资产减值，投资收益及营业外收入支出，但包括了政府补助；
- 6.我们对于费用节省的测算仅仅从产能维度考虑，并未包括企业组织架构优化等措施带来的人员结构改善，实际产能优化措施对利润贡献应高于预测。

表 5：产能优化对于企业 EBIT 的利润弹性

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
设计产能 (千吨)	21000	14080	1790	8000	2200
实际产量 (以销量替代)	11285	8030	944.3	3920	1239.6
产能利用率	53.7%	57.0%	52.8%	49.0%	56.3%
理想产能	15047	10707	1259	5227	1653
差额	5953	3373	531	2773	547
固定资产 D&A					
自用楼宇 (百万元)	9706	7087	1043	8434	1983
折旧率	4%	3%	4%	3%	3%
每千升产能自用楼宇	0.46	0.50	0.58	1.05	0.90
机械设备 (百万元)	19789	10807	1743	11147	2603
折旧率	5.70%	5.60%	5.90%	4.80%	6.50%
每千升产能机械设备	0.94	0.77	0.97	1.39	1.18
每千升产能固定资产 D&A	0.07	0.06	0.08	0.10	0.10
员工费用					
生产员工人数 (人)	20000	16991	1068	18340	2419
每千升生产员工人数	0.95	1.21	0.60	2.29	1.10
生产员工平均薪酬 (元/人)	57240	55200	91386	62814	59292
每千升产能对应员工费用	54514	66612	54525	144000	65194

EBIT (百万元)					
调整前 EBIT	1580	2392	494	394	479
调整后 EBIT	3387	2577.5	593.1	460	433
理想状态下的 EBIT	4141	2993	664	1124	525
较调整前 EBIT 提高	162.1%	25.1%	34.5%	185.2%	9.7%
较调整后 EBIT 提高	22.3%	16.1%	12.0%	144.3%	21.3%
Margin					
调整前 EBIT	5.0%	9.0%	14.2%	3.5%	11.8%
调整后 EBIT	10.6%	9.7%	17.1%	4.1%	10.7%
理想状态下的 EBIT	13.0%	11.3%	19.2%	9.9%	13.0%

资料来源：各公司财报，光大证券研究所测算

2、投资建议

我们认为当前估值水平体现了啤酒企业利润率修复的确定性溢价，行业处于合理位置。随着企业不断释放提价、关厂等利好信息，利润率修复逻辑持续兑现，投资者对于国内啤酒企业关厂降费、处理冗余生产能力、提高产品结构的预期达成一致、对利润快速增长的预期不断加持；且国内啤酒企业偏低的利润率使得关厂降费产生的利润弹性较大，投资者对啤酒企业利润大幅增长的信心不断提高。

我们认为淡季提价事件依然有望对行情进行催化。但从企业业绩基本面角度，我们依然建议重视行业高端化趋势对盈利能力改善带来的根本性影响。因此我们推荐华润啤酒（买入）、青岛啤酒（买入）及重庆啤酒（买入）。华润啤酒作为行业龙头，拥有强大并购实力及整合经验，业务团队战斗力强，喜力的加盟令其高端化进程具备看点。青岛啤酒正在发生令人惊喜的内部变化，其利润率弹性优势明显。重庆啤酒是行业利润率提升的标杆企业，在嘉士伯掌权下其处于高端市场拓展的有利位置。同时建议关注燕京啤酒（增持）、珠江啤酒（增持）。

表 6：国内国外啤酒企业估值对照

	EV/EBITDA			P/E			P/B		
	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
百威英博	12.37	11.96	11.34	16.98	17.27	15.77	2.14	1.99	1.83
嘉士伯	11.45	10.86	10.34	23.29	21.25	19.24	3.26	3.16	3.05
喜力	11.99	11.47	10.87	20.92	19.42	17.94	3.35	3.09	2.86
莫尔森库尔斯酿酒	9.02	9.36	9.36	12.11	12.94	12.50	0.83	0.80	0.78
国外啤酒行业平均	11.21	10.91	10.48	18.33	17.72	16.36	2.40	2.26	2.13
华润啤酒	24.68	19.86	17.05	55.04	39.33	31.25	6.35	5.75	5.11
燕京啤酒	14.10	13.51	11.47	83.50	71.06	58.60	1.43	1.42	1.39
珠江啤酒	30.62	25.31	21.14	35.59	32.97	29.78	2.06	1.98	1.92
重庆啤酒	30.32	27.35	23.90	43.59	41.77	36.19	18.22	16.86	14.42
青岛啤酒 (H)	16.33	14.70	13.05	34.66	29.67	25.63	3.34	3.14	2.94
青岛啤酒 (A)	20.16	17.61	15.16	41.85	35.22	30.12	3.90	3.61	3.32
国内啤酒行业平均	22.70	19.72	16.96	49.04	41.67	35.26	5.88	5.46	4.85

资料来源：Wind, Bloomberg, 光大证券研究所

注：国际啤酒企业估值为 Bloomberg 预测值，股价时间为 2019 年 11 月 12 日

3、风险分析

➤ 市场竞争恶化

多年激烈的市场竞争令全国市场呈现区域割据的竞争态势，尽管整体表面上局面得以维持，但局部市场依然竞争激烈。一旦竞争态势升温，将对企业费用呈现压力，同时拖累高端化进程。

➤ 原材料成本上升

啤酒企业的原材料主要组成为包材及原料。其中包材占比较大，在环保压力下成本价格前景具备不确定性。同时啤酒行业普遍提价能力较弱且频次较低，无法有效及时转嫁成本压力。

➤ 不利天气因素

啤酒的消费即饮场景占据 50%左右，该部分消费与天气因素相关。同时较低的气温则会降低消费者摄入饮料的欲望，带来消费量的萎缩。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼