

## 白酒景气度分化 大众品啤酒更优

## ——食品饮料行业 2021 年半年度投资策略报告

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021 年 6 月 18 日

## 证券分析师

刘瑀  
022-23861670  
liuyu@bhzq.com

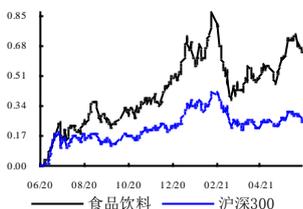
## 子行业评级

酒类	看好
饮料	看好
食品	中性

## 重点品种推荐

五粮液	增持
洋河股份	增持
百润股份	增持
青岛啤酒	增持

## 最近一年行业相对走势



## 投资要点:

## ● 板块内部分化明显

年初至今（截至 6 月 18 日），食品饮料板块整体上涨 1.41%，沪深 300 指数下降 2.09%，行业跑赢沪深 300 指数 3.5 个百分点，位列中信 30 个一级行业中下游。子板块中，酒类上涨 5.68%，饮料下跌 8.45%，食品下跌 11.44%。个股方面，海南椰岛、舍得酒业以及\*ST 通葡涨幅居前，天味食品、顺鑫农业以及中炬高新跌幅居前。截至 2021 年 5 月 31 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 53.51/10.72，相对沪深 300 的估值溢价率为 3.68/6.34。板块近 10 年 PE 中位数为 30.25，PB 中位数为 4.93，目前板块整体估值仍远高于历史均值，估值溢价明显。年初至今，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为恒顺醋业，增持数量占流通股比例达到 7.59%，其次为恰恰食品及迎驾贡酒，而减持较明显的为天味食品，减持数量占流通股比例达到 6.79%。

## ● 高端白酒批价走高，上游成本高位运行

2021 年 5 月数据显示，高端白酒批价再创新高，生鲜乳价淡季不淡。其中，飞天茅台 53 度(500ML) 高端白酒一批价格节后回调幅度有限，今年春节之前价格最高点达 3300 元，节后小幅回落目前价格 3390 元。啤酒及葡萄酒价格未有明显波动出现，截止 4 月啤酒产量累计同比 2019 年基本持平。成本环境方面，猪肉价格中期拐点确立，生鲜乳价淡季高位震荡，农产品价高位震荡，包装材料价格继续走高，成本环境仍然面临一定压力，部分品类或通过调整产品结构以及提价加以应对。

## ● 啤酒或将加速释放利润

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，提价效应以及产品结构升级，都将带来吨酒价格的进一步提升。但我们更乐于看到的是，在竞争趋缓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。此外，从行业比较的角度来看，啤酒行业目前是大众品行业当中最容易有效化解上游原材料成本压力的细分子品类。

## ● 投资建议

今年以来，食品饮料板块内部分化明显，预期高成长性板块以及个股更优。从月度数据看，白酒仍运行在景气周期，大众品上游原材料成本压力仍存。我们认为，在流动性预期收紧的前提下，业绩增速仍将成为市场最主要的考虑因素。在细分子品类方面，建议关注估值趋向于合理的高端白酒，优选高成长次高端。而大众品方面，上游成本压力在下半年或会有所缓解，目前来

看压力传导最顺利的或为啤酒板块，其次为乳制品。此外，啤酒在竞争格局驱缓的当下，伴随直接提价以及产品结构升级，必将加速释放利润，建议积极关注。综上，我们暂给予行业“中性”的投资评级，推荐五粮液（000858）、洋河股份（002304）、百润股份（600887）及青岛啤酒（600600）。

● **风险提示**

宏观经济下行风险，重大食品安全风险，疫情防控不及预期

## 目 录

1.复盘—板块内部分化明显 .....	6
1.1 行情回顾 .....	6
1.2 估值 .....	7
1.3 北向资金跟踪 .....	7
2.数据—高端白酒批价走高，上游成本高位运行.....	9
2.1 白酒 .....	9
2.2 啤酒&葡萄酒 .....	10
2.3 乳制品 .....	12
2.4 肉制品 .....	12
2.5 成本环境 .....	13
3.行业—进阶中的中国啤酒市场 .....	14
3.1 产销量已度过高速发展时期.....	14
3.2 啤酒消费水平中档偏低.....	15
3.3 产品日趋高端，带动吨酒价格提升.....	17
4.投资建议 .....	19
5.风险提示 .....	19

## 图 目 录

图 1: 食品饮料(中信)年初至今涨跌排行 .....	6
图 2: 食品饮料板块估值走势 .....	7
图 3: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价 .....	7
图 4: 北向资金单月净流入情况(单位: 亿元) .....	7
图 5: 北向资金累计净流入情况(单位: 亿元) .....	7
图 6: 飞天茅台 53 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶) .....	9
图 7: 五粮液 52 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶) .....	9
图 8: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶) .....	9
图 9: 五粮液 52 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶) .....	9
图 10: 白酒(折 65 度)产量当月值及增速(单位: 万千升) .....	10
图 11: 白酒(折 65 度)产量累计增速(单位: %) .....	10
图 12: 啤酒产量及其增速(单位: 万千升) .....	10
图 13: 啤酒产量累计增速(单位: %) .....	10
图 14: 部分啤酒品牌终端零售价格(单位: 元) .....	11
图 15: 36 大中城啤酒平均价格(单位: 元) .....	11
图 16: 我国葡萄酒产量及其增速(单位: 万千升) .....	11
图 17: 我国葡萄酒产量累计增速(单位: %) .....	11
图 18: Liv-ex100 红酒指数 .....	11
图 19: Liv-ex50 红酒指数 .....	11
图 20: 主产区生鲜乳平均价 .....	12
图 21: 主产区生鲜乳价格变动趋势 .....	12
图 22: 牛奶及酸奶零售价走势(单位: 元/升) .....	12
图 23: 婴幼儿奶粉零售价走势(单位: 元/公斤) .....	12
图 24: 仔猪、生猪、猪肉价格走势(单位: 元/公斤) .....	13
图 25: 22 省市猪粮比 .....	13
图 26: 鲜、冷藏肉产量当月值及其变动趋势(单位: 万吨) .....	13
图 27: 鲜、冷藏肉产量累计值及其变动趋势(单位: 万吨) .....	13
图 28: 全国豆粕价格走势(单位: 元/公斤) .....	13
图 29: 全国玉米价格走势(单位: 元/公斤) .....	13
图 30: 瓦楞纸市场价以及变动趋势(单位: 元/吨) .....	14
图 31: 玻璃价格指数 .....	14
图 32: 中国啤酒市场消费量(单位: 亿升) .....	15
图 33: 1999-2018 年我国啤酒产量情况(单温: 万千升) .....	15
图 34: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别 .....	16
图 35: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家 .....	16
图 36: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型 .....	16
图 37: 2018 年主要啤酒品牌吨酒价格对比 .....	17
图 38: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比 .....	17
图 39: 中国高端及超高端啤酒消费趋势(单位: 亿升) .....	17
图 40: 中国高端及超高端啤酒消费趋势(单位: 十亿美元) .....	17
图 41: 2018 年我国高端啤酒品牌市场份额 .....	18

---

图 42: 我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况 .....	18
图 43: 重庆啤酒低端产品占比显著降低 .....	18
图 44: 青岛啤酒高端产品销量占比逐年提升 .....	18
图 45: 2014-2018 年青岛啤酒吨酒价格变动情况 .....	18
图 46: 2014-2018 年重庆啤酒吨酒价格变动情况 .....	18

## 表 目 录

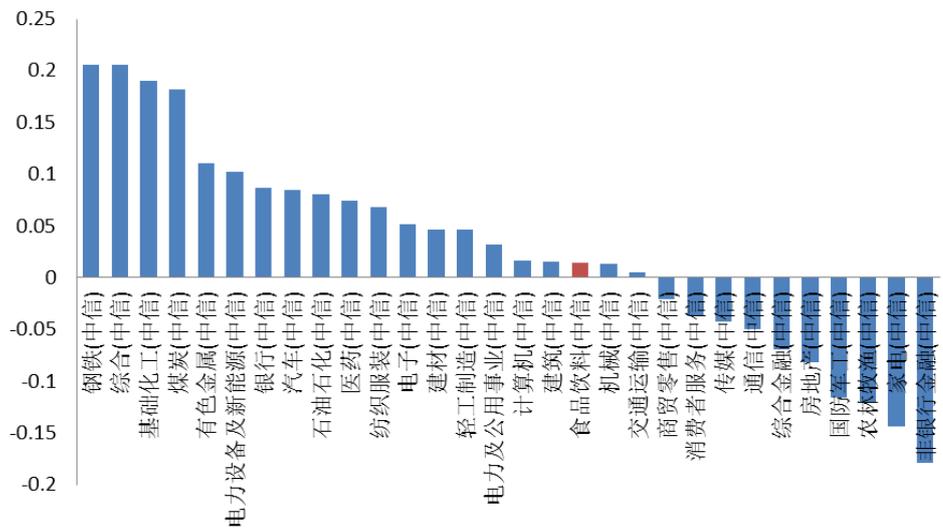
表 1: 2021 年年初至今 CS 食品饮料行业个股涨跌幅 (06 月 18 日) .....	6
表 2: 沪 (深) 股通标的北向资金持股数量变动情况 .....	8

## 1. 复盘—板块内部分化明显

### 1.1 行情回顾

年初至今（截至6月18日），食品饮料板块整体上涨1.41%，沪深300指数下降2.09%，行业跑赢沪深300指数3.5个百分点，位列中信30个一级行业中下游。子板块中，酒类上涨5.68%，饮料下跌8.45%，食品下跌11.44%。

图1：食品饮料（中信）年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，海南椰岛、舍得酒业以及\*ST通葡涨幅居前，天味食品、顺鑫农业以及中炬高新跌幅居前。

表1：2021年年初至今CS食品饮料行业个股涨跌幅（06月18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 (%)
海南椰岛	217.89%	天味食品	-58.15%
舍得酒业	164.55%	顺鑫农业	-38.85%
*ST通葡	94.71%	中炬高新	-34.52%
爱普股份	91.41%	双汇发展	-30.19%
*ST西发	74.87%	海欣食品	-29.82%

资料来源：Wind，渤海证券

## 1.2 估值

截至 2021 年 5 月 31 日，食品饮料板块绝对 PE 和 PB 分别为 53.51/10.72，相对沪深 300 的估值溢价率为 3.68/6.34。板块近 10 年 PE 中位数为 30.25，PB 中位数为 4.93，目前板块整体估值仍远高于历史均值，估值溢价明显。

图 2: 食品饮料板块估值走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 3: 食品饮料板块相对沪深 300 估值溢价

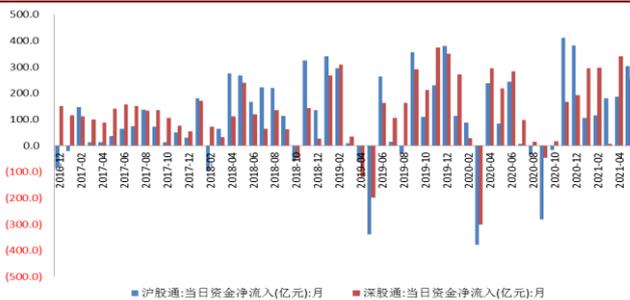


资料来源: Wind, 渤海证券

## 1.3 北向资金跟踪

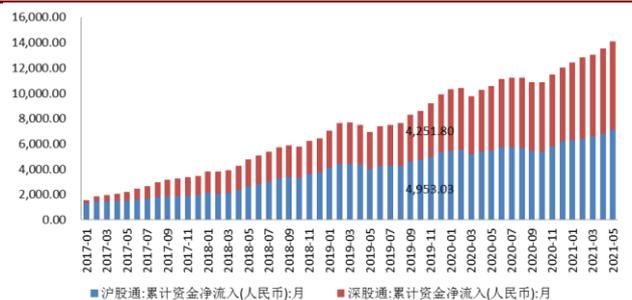
2021 年 5 月，北向资金合计净流入 557.77 亿元。截至 2021 年 5 月，北向资金累计净流入 14106.85 亿元，海外资金持续增加趋势不变。

图 4: 北向资金单月净流入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5: 北向资金累计净流入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

年初至今，北向资金对陆股通标的增仓幅度较大的为恒顺醋业，增持数量占流通股比例达到 7.59%，其次为恰恰食品及迎驾贡酒，而减持较明显的为天味食品，减持数量占流通股比例达到 6.79%。

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(%)		占流通股比例变动情况
		2021-06-17	2020-12-31	2021-06-17	(%)
002557.SZ	洽洽食品	8665.22	22.11	29.32	7.21
603288.SH	海天味业	25993.77	24.41	23.64	(0.78)
600298.SH	安琪酵母	10369.99	16.70	21.79	5.09
600779.SH	水井坊	3887.25	17.70	21.62	3.92
600132.SH	重庆啤酒	3741.21	17.49	19.33	1.84
600872.SH	中炬高新	8979.32	19.53	17.51	(2.01)
300146.SZ	汤臣倍健	12469.35	15.49	17.44	1.95
600519.SH	贵州茅台	9573.78	18.97	17.40	(1.57)
603866.SH	桃李面包	6365.37	12.11	17.10	4.99
600887.SH	伊利股份	75050.94	15.27	13.92	(1.35)
000858.SZ	五粮液	22205.10	14.37	12.67	(1.71)
300783.SZ	三只松鼠	1114.00	6.76	12.27	5.51
600305.SH	恒顺醋业	6359.51	3.86	11.45	7.59
603345.SH	安井食品	1248.06	5.73	10.77	5.04
000729.SZ	燕京啤酒	12122.18	9.61	10.56	0.95
600809.SH	山西汾酒	2514.29	8.86	9.11	0.25
002481.SZ	双塔食品	5447.16	7.47	8.78	1.31
603198.SH	迎驾贡酒	1727.75	2.63	8.52	5.89
600600.SH	青岛啤酒	2366.59	5.77	8.14	2.37
002304.SZ	洋河股份	4241.64	8.50	7.83	(0.67)
002507.SZ	涪陵榨菜	3553.91	8.08	7.62	(0.46)
000799.SZ	酒鬼酒	1608.80	3.32	7.18	3.86
603369.SH	今世缘	4718.45	4.39	6.80	2.41
603589.SH	口子窖	2154.68	8.60	6.04	(2.56)
300791.SZ	仙乐健康	302.78	0.68	5.97	5.29
000596.SZ	古井贡酒	595.22	5.70	5.31	(0.40)
000895.SZ	双汇发展	5410.40	7.45	5.27	(2.19)
002568.SZ	百润股份	1933.33	8.60	4.94	(3.66)
603517.SH	绝味食品	1475.78	5.85	4.87	(0.98)
000848.SZ	承德露露	3094.89	3.85	4.85	1.00
000869.SZ	张裕 A	479.84	3.22	4.44	1.22
000568.SZ	泸州老窖	3088.35	4.59	4.31	(0.28)
000860.SZ	顺鑫农业	1705.17	6.06	3.68	(2.38)
002216.SZ	三全食品	975.96	8.74	2.82	(5.92)
002910.SZ	庄园牧场	207.84	1.78	2.80	1.02
600197.SH	伊力特	713.64	0.21	2.62	2.41
002847.SZ	盐津铺子	99.57	1.46	2.40	0.94
603317.SH	天味食品	417.56	9.05	2.26	(6.79)

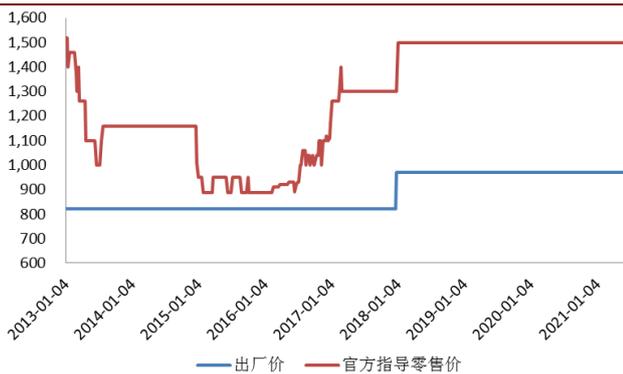
资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.数据—高端白酒批价走高，上游成本高位运行

### 2.1 白酒

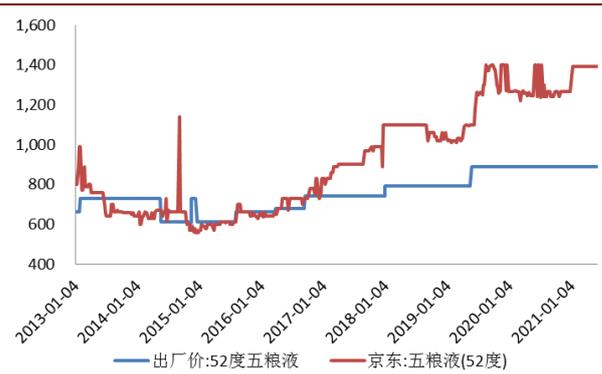
高端白酒价格淡季批价坚挺。高端白酒方面，2021年5月飞天茅台53度(500ML)出厂价为969元/瓶，官方指导零售价为1499元/瓶；2021年5月五粮液52度(500ML)出厂价889元/瓶，零售均价1389元/瓶，环比上月持平。高端白酒一批价格节后回调幅度有限，飞天茅台53度(500ML)去年2月初自2280元回落，期间有所波动之后一路走高，今年春节之前价格最高点达3300元，节后小幅回落之后高位震荡，目前价格再创新高达3390元左右；五粮液52度(500ML)自去年初945元回落至895元之后走高，去年十一前后升至970元并且春节期间保持稳定，三月中旬价格继续上移达到1010元，目前一批价格985元附近。

图 6: 飞天茅台 53 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶)



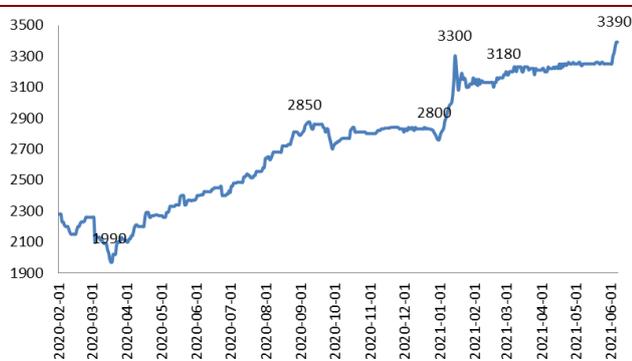
资料来源: Wind, 渤海证券

图 7: 五粮液 52 度(500ML)出厂价及零售价(单位: 元/瓶)



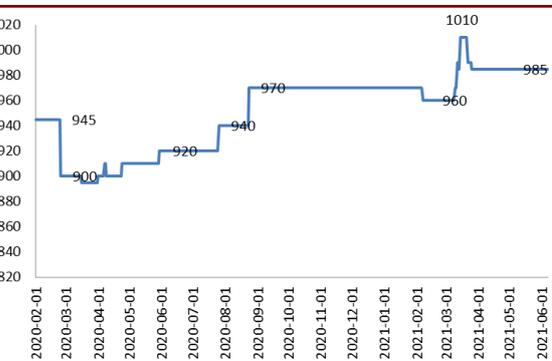
资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 飞天茅台 53 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

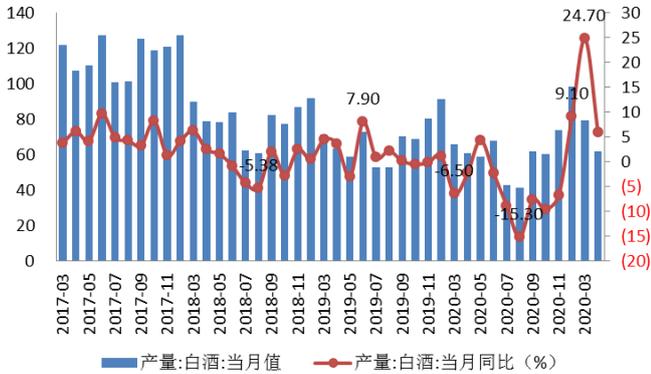
图 9: 五粮液 52 度(500ML)一批价(单位: 元/瓶)



资料来源: Wind, 渤海证券

白酒产量方面，截至 2021 年 4 月我国白酒产量累计达 262.10 万千升，同比上涨 17.00%，基本上与 2019 年同期持平。我们预计白酒行业未来整体处于存量竞争格局，在强品牌力与消费升级的趋势下，行业仍将保持一定的成长性。

图 10: 白酒（折 65 度）产量当月值及增速（单位：万千升）



资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: 白酒（折 65 度）产量累计增速（单位：%）

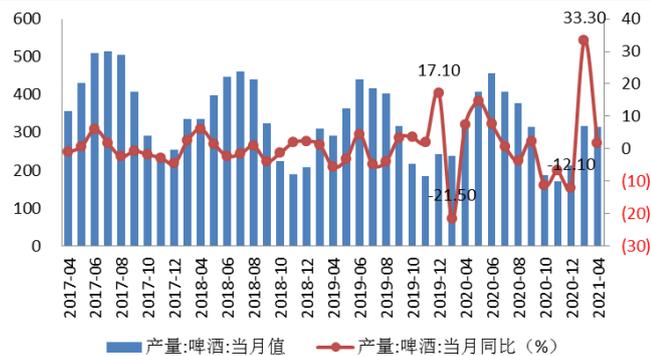


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.2 啤酒&葡萄酒

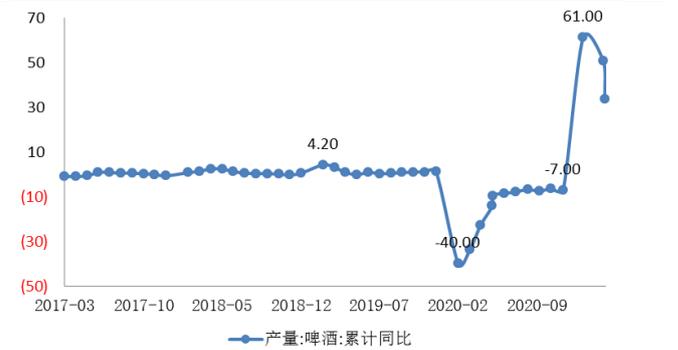
截至 2021 年 4 月我国啤酒产量达到 1140.90 万千升，累计同比上涨为 33.60%；同比 2019 年微幅上涨。价格方面，2021 年 4 月，630ml 瓶装啤酒平均零售价格 4.77 元，环比持平；350ml 罐装啤酒平均零售价格 4.09 元，环比微幅上涨。

图 12: 啤酒产量及其增速（单位：万千升）



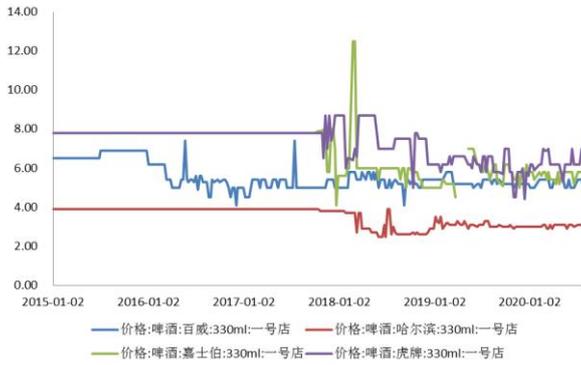
资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 啤酒产量累计增速（单位：%）



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 部分啤酒品牌终端零售价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

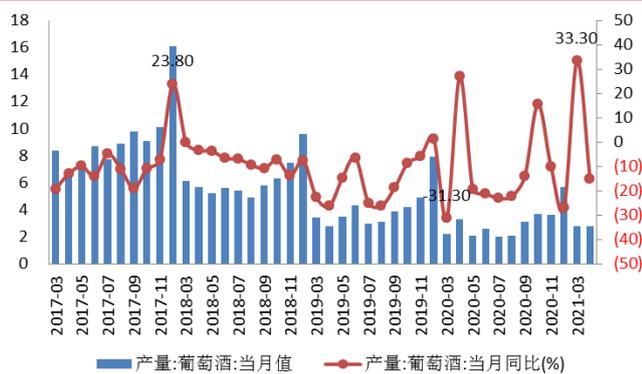
图 15: 36 大中城啤酒平均价格 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

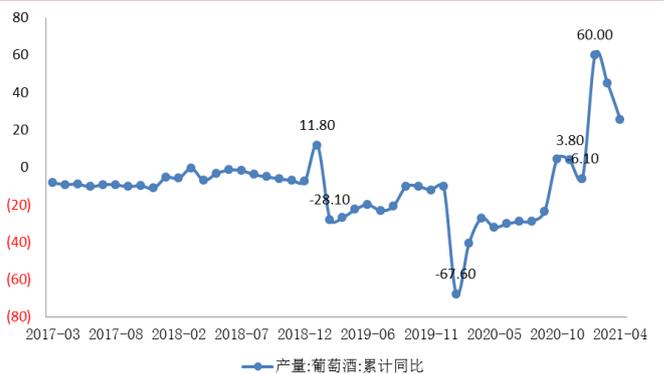
截至今年 4 月，我国葡萄酒产量累计为 11.30 万千升，同比上涨达 25.60%，但相较于 2019 年同期仍有明显下滑。而进口葡萄酒数量方面，截至 2021 年 4 月葡萄酒进口量累计约为 14.14 万千升，同比降幅有所收窄，而相较 2019 年仍然有大幅下降。随着我国对进口葡萄酒产业有所限制，国内企业或将存在生机。

图 16: 我国葡萄酒产量及其增速 (单位: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 我国葡萄酒产量累计增速 (单位: %)



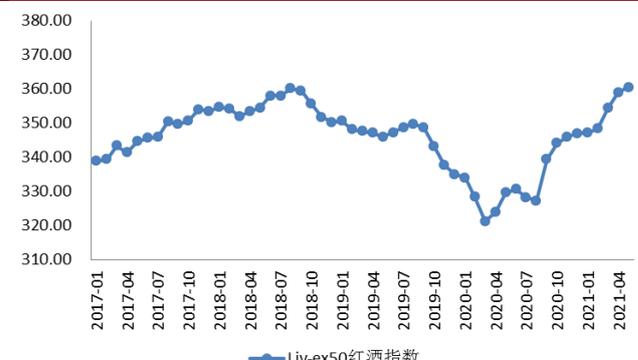
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: Liv-ex100 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: Liv-ex50 红酒指数



资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.3 乳制品

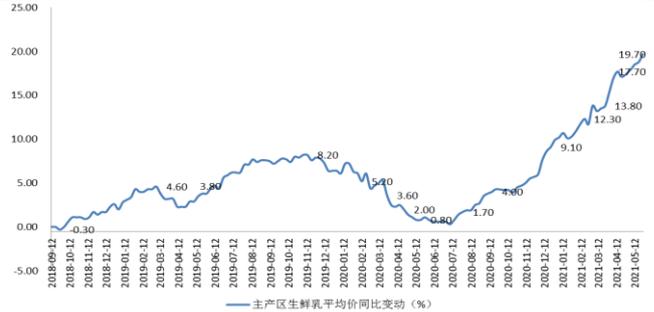
乳制品方面，生鲜乳价格继续加速上行。2021年5月生鲜乳平均价达到4.23元/公升，同比上涨达18.01%，环比微幅下跌。生鲜乳价淡季不淡，显示下游实际需求旺盛。

图 20: 主产区生鲜乳平均价



资料来源: Wind, 渤海证券

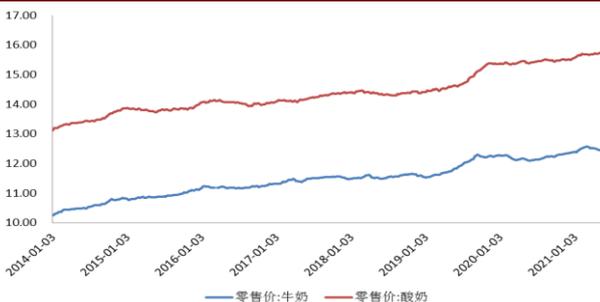
图 21: 主产区生鲜乳价格变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

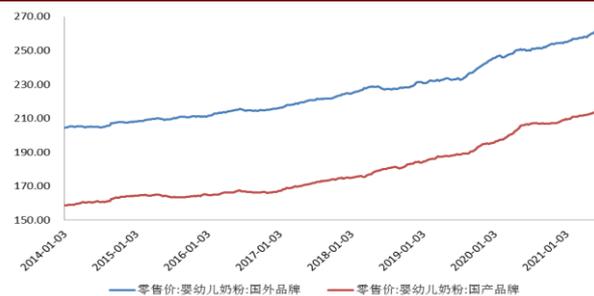
牛奶、酸奶及婴幼儿奶粉价格短期涨跌不一，长期呈现缓慢上涨趋势。2021年4月牛奶平均价格为12.49元/升，同比上涨2.71%，环比微幅下跌；酸奶平均价格为15.71元/升，同比上涨1.75%，环比微幅上涨。2021年4月国产品牌婴幼儿奶粉零售价达到212.11元/公斤，同比上涨4.98%，环比微幅上涨；国外品牌婴幼儿奶粉零售价达到258.31元/公斤，同比上涨3.86%，环比微幅上涨。

图 22: 牛奶及酸奶零售价走势 (单位: 元/升)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 婴幼儿奶粉零售价走势 (单位: 元/公斤)

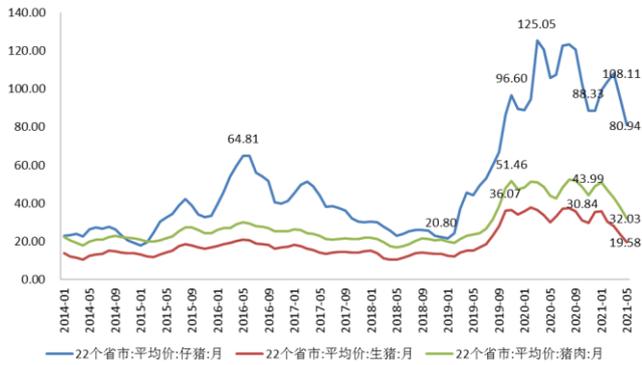


资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.4 肉制品

2021年5月猪肉价格继续回落，行业周期向下趋势延续。2021年5月，仔猪、生猪、猪肉平均价格环比小幅反弹达到80.94元/公斤、19.58元/公斤以及32.03元/公斤，分别同比变动-23.23%、-34.41%以及-26.64%。2021年5月猪粮比价平均达7.08，同比下跌50.21%，环比下跌15.51%。截止今年4月鲜/冷藏肉产量为902.10万吨，同比上涨达19.60%。

图 24: 仔猪、生猪、猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)



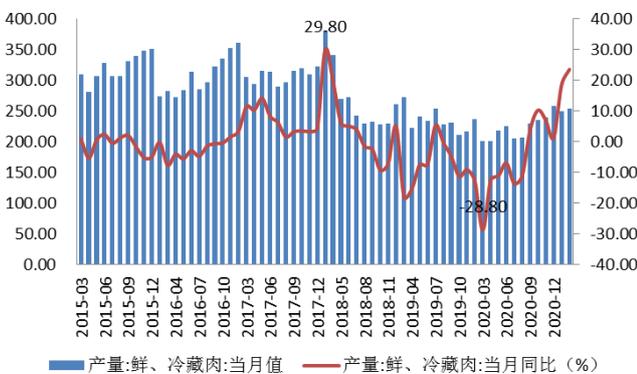
资料来源: Wind, 渤海证券

图 25: 22 省市猪粮比



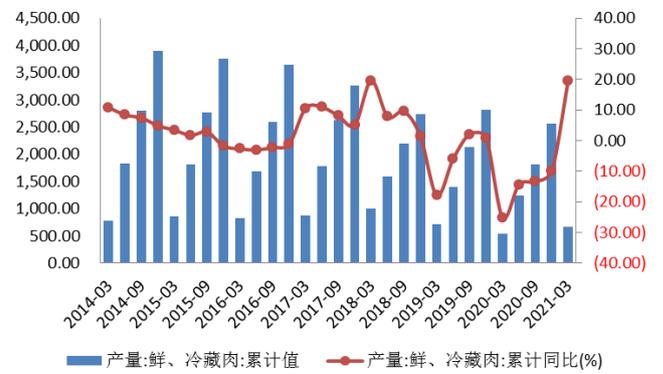
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 鲜、冷藏肉产量当月值及其变动趋势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 鲜、冷藏肉产量累计值及其变动趋势 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.5 成本环境

2021 年 5 月农产品均价高位震荡, 同比均有明显增幅, 整体延续向上态势。今年 5 月玉米全国均价达到 2.97 元/公斤, 环比微幅上涨, 同比上涨 34.84%; 豆粕全国均价达到 3.72 元/公斤, 环比微幅上涨, 同比上涨 13.07%。

图 28: 全国豆粕价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

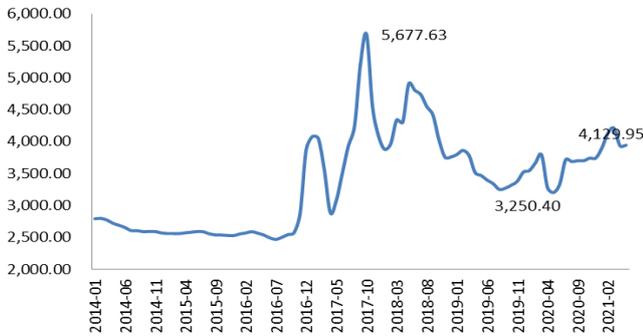
图 29: 全国玉米价格走势 (单位: 元/公斤)



资料来源: Wind, 渤海证券

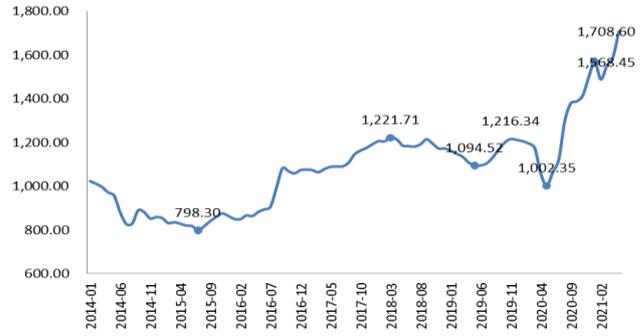
上游包材随着经济复苏价格持续上涨，近期高位震荡。2021年5月，玻璃价格环比明显上涨，平均指数环比上涨7.58个百分点，同比上涨70.46个百分点。5月瓦楞纸市场价达到3942.57元/吨，环比略上涨，同比增长23.16%。

图 30: 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 31: 玻璃价格指数



资料来源: Wind, 渤海证券

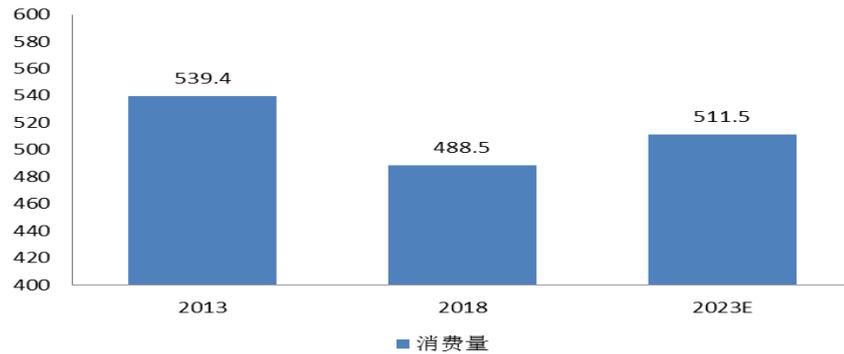
### 3. 行业—进阶中的中国啤酒市场

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，提价效应以及产品结构升级，都将带来吨酒价格的进一步提升。但我们更乐于看到的是，在竞争趋缓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。此外，从行业比较的角度来看，啤酒行业目前是大众品行业当中最容易有效化解上游原材料成本压力的细分子品类。

#### 3.1 产销量已度过高速发展时期

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 32: 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 33: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)



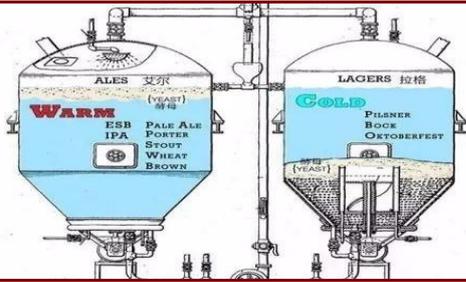
资料来源: Wind, 渤海证券

### 3.2 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)。

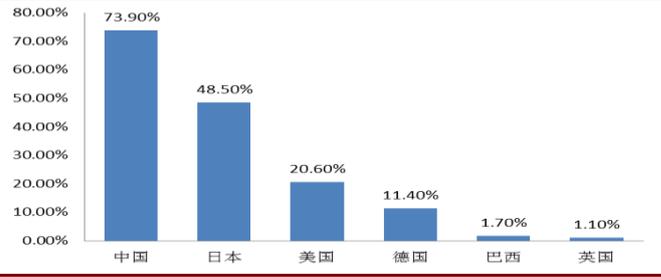
由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博克（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

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

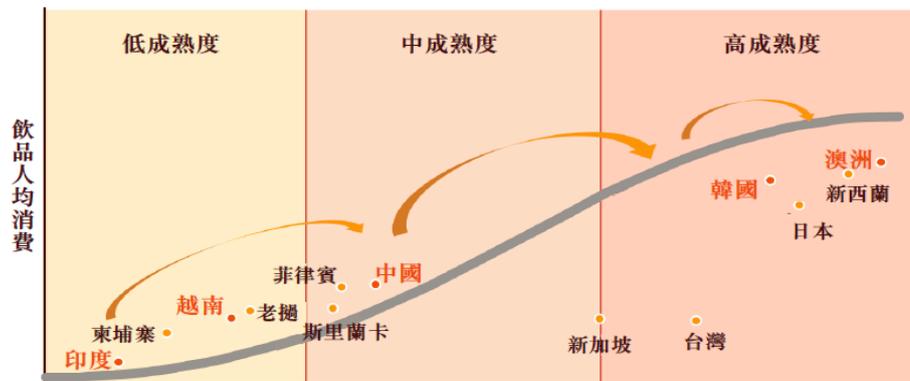
图 35: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



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。

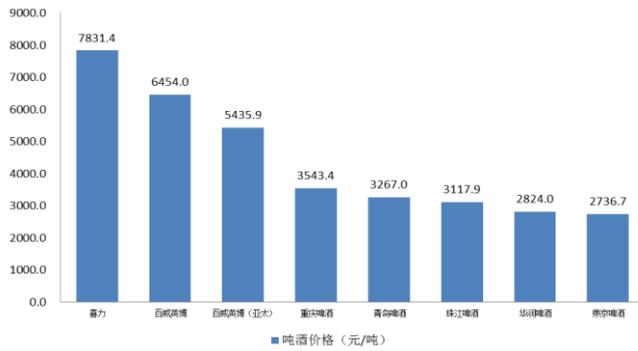
图 36: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源: 百威英博（亚太）招股说明书, 渤海证券

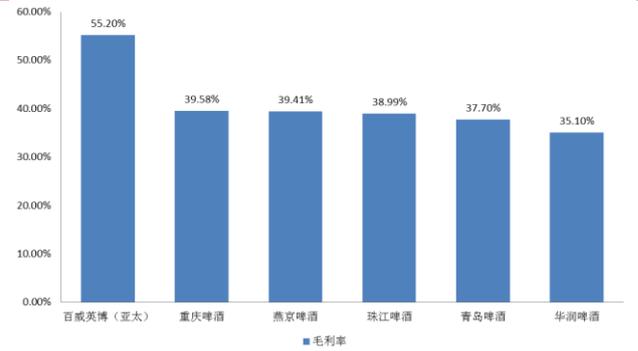
从吨酒价格看，我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。进口品牌喜力、百威英博吨价价格相对较高，其中喜力吨酒价格高达 7831.4 元/吨，相当于重庆啤酒（国产品牌吨酒价格之首）的 2.2 倍。而百威英博（亚太）的毛利率与百威英博相比也有一定差距，显示中国本土市场确实在吨酒价格上与全球水平有一定差距。吨酒价格偏低导致本土啤酒品牌企业的毛利率偏低，国内啤酒企业毛利率基本在 40% 以下，其中重庆啤酒相对较高，而华润啤酒则相对较低。

图 37: 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 38: 2018 年主要啤酒品牌毛利率对比

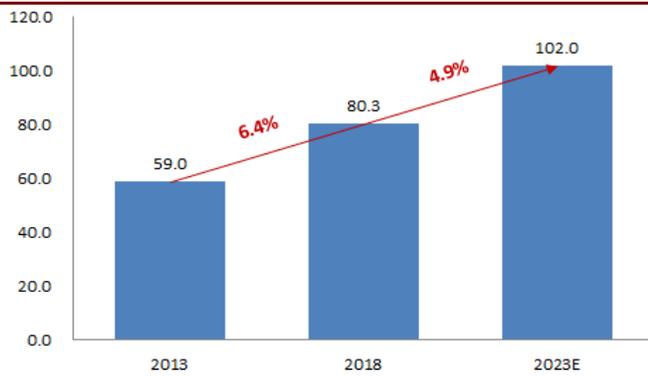


资料来源: 公开资料, 渤海证券

### 3.3 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 39: 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

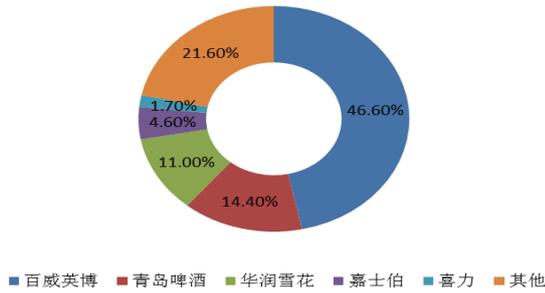
图 40: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

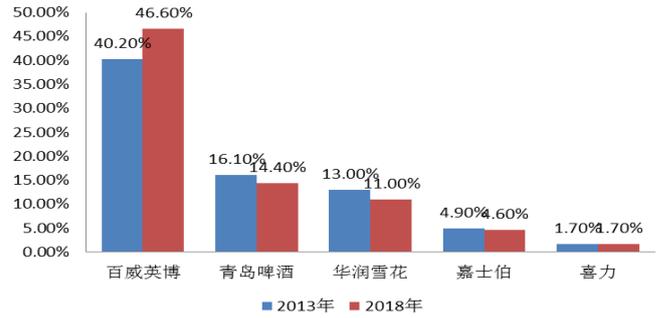
而在我国高端啤酒市场, 2018 年前五大高端啤酒品牌市占率达 70.4%, 较 2013 年提升近 5.2 个百分点。其中, 国外品牌占据重要地位, 以百威为首的进口品牌占据高端啤酒市占率超 40%, 紧随其后的为青岛啤酒, 华润雪花次之, 但从体量来看目前都与进口品牌有一定的差距。

图 41: 2018 年我国高端啤酒品牌市场份额



资料来源: GlobalData, 渤海证券

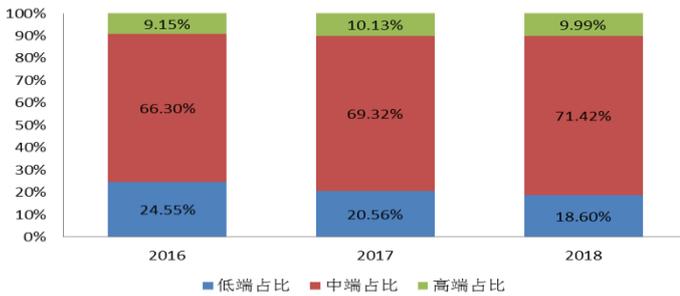
图 42: 我国高端啤酒市场主要品牌市场份额变动情况



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 43: 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 44: 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

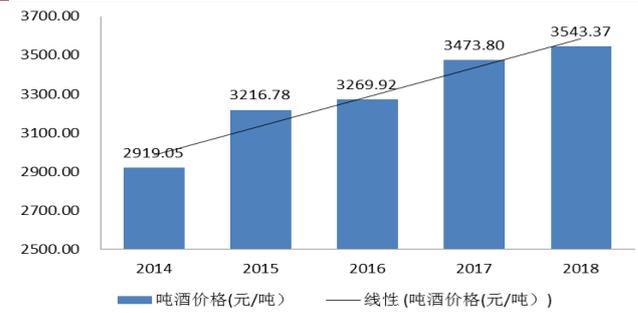
高端化产品比例的提升以及部分产品被动调价(由于成本原因),使得企业吨酒价格提升成为一致性的现象表现。2014-18 年,青岛啤酒吨酒价格从 3124.2 元/吨提升至 3267.0 元/吨,增幅 4.57%;重庆啤酒吨酒价格从 2919.05 元/吨提升至 3543.37 元/吨,提升比例达到 17.62%。

图 45: 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 46: 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

## 4.投资建议

年初至今，食品饮料板块内部分化明显，预期高成长性板块以及个股更优。从月度数据看，白酒仍运行在景气周期，大众品上游原材料成本压力仍存。我们认为，在流动性预期收紧的前提下，业绩增速仍将成为市场最主要的考虑因素。在细分品类方面，建议关注估值趋向于合理的高端白酒，优选高成长次高端。而大众品方面，上游成本压力在下半年或会有所缓解，目前来看压力传导最顺利的或为啤酒板块，其次为乳制品。此外，啤酒在竞争格局驱缓的当下，伴随直接提价以及产品结构升级，必将加速释放利润，建议积极关注。综上，我们暂给予行业“中性”的投资评级，推荐五粮液(000858)、洋河股份(002304)、百润股份(600887)及青岛啤酒(600600)。

## 5.风险提示

宏观经济下行风险，重大食品安全风险，消费复苏趋势不明

**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

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

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

机械行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
宁前羽  
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802  
吴晓楠  
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨  
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越  
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130  
李济安  
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
陈菊  
+86 22 2383 9135  
韩乾  
+86 22 2383 9192  
杨毅飞  
+86 22 2383 9154

金融工程研究

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

策略研究

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

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

博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

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)