

行业研究/深度研究

2018年01月16日

行业评级:

食品饮料 增持(维持)
饮料制造 II 增持(维持)

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

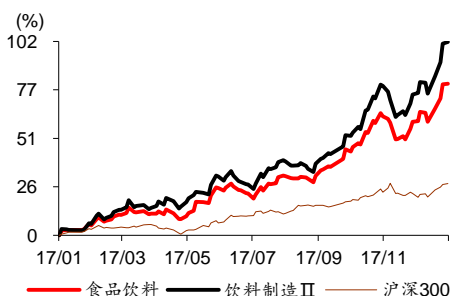
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《食品饮料: 通胀预期强化, 关注必需消费顺价》2018.01
- 2《食品饮料: 行业整合期, 集中度有待提升》2017.12
- 3《迎驾贡酒(603198, 增持): 关注产品升级潜力和区域扩张能力》2017.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

2018, 啤酒行业拐点显现

啤酒行业深度报告

存量竞争时代, 啤酒行业盈利能力有望提升

自啤酒行业从增量竞争转为存量竞争以来, 行业整体盈利能力改善的逻辑便时常引起资本市场的讨论。长期来看, 我国啤酒企业盈利能力较发达国家有明显差距。我们认为产能收缩期是啤酒行业最有可能发生效率分化的时期。2018年, 我国啤酒企业逐步从“增量思维”向“存量思维”转变, 随着我国啤酒吨价上升、产能优化、费用收缩、企业自发追求利润和再次扩张, 未来啤酒企业盈利能力有较大提升的空间, 行业拐点已经开始显现。重点推荐品牌实力较强的青岛啤酒和管理能力优秀、确定性较强的重庆啤酒。

我国啤酒企业净利率较国际巨头有明显差距

2016年我国主要上市啤酒公司的平均净利率仅为4.0%, 同年百威英博的净利率为11%。拆分来看, 毛利率是造成世界啤酒企业盈利能力梯队分化的根本原因, 我国主要啤酒上市公司毛利率与欧美啤酒企业相差15-20个点。我国啤酒行业长期低价竞争, 导致啤酒售价较低, 2016年主要啤酒上市公司平均吨酒价格为2887元, 仅为欧美龙头的45%, 日本龙头的16%。长期来看, 啤酒行业吨价有望回归价值, 盈利能力有较大的提升空间。

我国啤酒行业已经进入产能收缩期, 国际经验值得借鉴

啤酒行业供需失衡的现状是目前行业景气度较低、主流厂商收入和利润增长乏力的重要原因。在经历了14年至今的产量负增长以后, 中国啤酒行业已经进入了产能收缩周期。根据国际经验, 通常产能收缩期比较容易出现行业分水岭。60-70年代的美国啤酒行业也曾经经历产量的快速增长, 前四大啤酒公司跑马圈地, 实现了市占率快速提升。但进入80年代, 行业转为存量竞争, 酒企的生产效率、盈利能力、市场拓张以及并购实力都发生了明显分化, 美国啤酒行业二至四位的啤酒公司份额停止增长, 只有百威英博在净利率显著提升的同时仍能实现份额扩张, 成为当仁不让的行业老大。

2018, 中国啤酒行业拐点显现

面对增长持续低迷的啤酒需求情况, 主流啤酒厂商已经开始从“增量思维”向“存量思维”转变。生产端体现为停止产能扩张、资本支出缩减, 华润、百威、重啤等厂商主动采取关厂措施优化产能, 2018年关厂速度可能超出市场预期。利润端则体现为酒企积极推动消费升级, 中档酒销量占比在7年间提高11个百分点, 已然成为未来啤酒利润争夺的主战场。其中, 华润在中档酒市场份额已经接近30%, 具备话语权推动费用收缩、利润回收。

直接涨价幅度预计可达10%, 利润有较大增长潜力

2017年底啤酒行业集体涨价应对成本压力, 我们预计涨价幅度达到10%左右, 成本上涨幅度约为5-10%, 提价可以覆盖成本上涨压力。本次提价有利于酒企理顺价格体系、提高渠道利润率, 反映出龙头对利润的诉求和提高利润率水平的决心。随着提价工作的顺利进行, 促销费用有望收缩, 利润水平将有较大增长潜力。如果未来成本继续有上涨压力, 不排除酒企有继续提价的可能性。

风险提示: 关厂进度不达预期, 产品升级速度不达预期, 食品安全问题。

正文目录

我国啤酒行业当前盈利水平较低	4
我国啤酒企业净利率较国际巨头有明显差距	4
毛利率：造成世界啤酒企业盈利能力梯队分化的根本原因	4
吨酒价格：影响我国啤酒行业毛利率的重要原因之一	5
现状：啤酒行业已经进入产能收缩期	6
行业症结：产能过剩严重，产能利用率低	6
产能过剩的苦果：啤酒厂商收入增长乏力，盈利能力低下	7
国际经验：产能收缩期容易出现行业分水岭	9
美国：百威英博在产能收缩期确立霸主地位	9
从美国经验看中国啤酒行业：增量转存量，企业当自发寻求利润	10
经验一：生产效率优化使得行业龙头具备规模壁垒	10
经验二：自发寻求利润才能支持再次拓张	10
经验三：适时借力外延并购整合市场版图	11
2018，中国啤酒行业拐点显现	12
产能优化：连续 3 年连续下滑促使厂商从“增量”向“存量”思维转变	12
啤酒厂商停止产能进一步扩张，资本支出规模开始缩减	12
转向谨慎的啤酒厂商将带领中国啤酒行业进入产能收缩周期	13
利润导向布局显现：结构升级，中档酒格局进一步稳固	14
产品结构升级：中档酒销量占比显著提升	15
中档酒：格局进一步稳固，华润取得一定话语权	15
直接提价：应对成本压力，彰显利润信心	16
盈利弹性测算	17
成本拆分：包装物占比 40-45%，原材料占比 25-30%	17
成本涨幅：2018 年啤酒生产成本整体上涨幅度在 5-10%	18
提价可覆盖成本上涨，不排除未来继续提价的可能性	18
重点推荐	19
青岛啤酒：品牌实力强，受益消费升级	19
重庆啤酒：产品结构提升，大城市战略显成效	19
风险提示	21

图表目录

图表 1: 2015 年中国主要啤酒上市公司与国际主要啤酒公司净利率对比.....	4
图表 2: 2016 年中国主要啤酒上市公司与国际主要啤酒公司净利率对比.....	4
图表 3: 2000-2016 年百威英博与中国上市啤酒公司平均净利率对比.....	4
图表 4: 2016 年我国啤酒企业与国际同业可比公司财务比率对照.....	5
图表 5: 2016 年我国啤酒企业与国际同业可比公司毛利率及吨酒价格对比 (元/吨)	5
图表 6: 2016 年我国啤酒公司与国际啤酒公司吨酒价格对比 (元/吨)	5
图表 7: 2016 年中国啤酒产量 4506 万千升, 产能利用率 59%.....	6
图表 8: 2016 年我国主要啤酒上市公司产能及利用率情况 (万千升)	6
图表 9: 2002-2017.11 啤酒行业产量同比增速 (%)	7
图表 10: 2010-2016 年啤酒行业共计扩产 2108 万千升.....	7
图表 11: 2007-2016 年啤酒行业产能利用率及产量增速.....	7
图表 12: 啤酒板块收入增长速度持续下滑, 与主流食品板块有明显差距	8
图表 13: 啤酒板块 ROE 显著低于其他主流食品板块.....	8
图表 14: 1950-1999 年美国啤酒产量及龙头市场集中度.....	9
图表 15: 80 年代以后百威英博奠定霸主地位且净利率跃升至 10% 以上.....	9
图表 16: 1950-1999 年百威英博 (北美) 及美国啤酒行业净利率	9
图表 17: 美国规模以上酿酒厂数量及单厂年产量.....	10
图表 18: 百威英博 (北美) 工厂数量及单厂产量.....	10
图表 19: 美国主要啤公司毛利水平对比	11
图表 20: 百威英博并购历史	11
图表 21: 2012-2016 年前 5 大啤酒公司的销量均出现了负增长的情况.....	12
图表 22: 经历了 2015 年的销量下滑, 华润啤酒 2016 年产能停止增加	13
图表 23: 青岛啤酒 2016 年资本开支 8.56 亿, 再创新低.....	13
图表 24: 燕京啤酒 2016 年资本开支 9 亿元, 再创新低.....	13
图表 25: 中国啤酒行业 2016 年 CR5=73.3%	14
图表 26: 考虑主要啤酒公司实际控制人背景, 进一步整合难度较大.....	14
图表 27: 2016-2017 年啤酒行业主要关厂事件	14
图表 28: 2010-2016 年分价位段啤酒销量占比变化.....	15
图表 29: 06-16 年啤酒主要上市公司吨价三年复合增长率 (CAGR3)	15
图表 30: 2013 年中档酒市场份额	16
图表 31: 2016 年中档酒市场份额	16
图表 32: 啤酒主要上市公司分省市占率情况.....	16
图表 33: 2016 年青島成本构成情况.....	17
图表 34: 2016 年青島啤酒原材料采购情况.....	17
图表 35: 2018 年啤酒生产成本拆分预测	17
图表 36: 2018 年啤酒生产成本拆分及涨价幅度预测	18
图表 37: 2012-2017 年箱板纸价格 (元/吨)	18
图表 38: 1999-2017 年进口大麦价格 (美元/吨)	18
图表 39: 青岛啤酒 2003-2016 年吨价 (元/吨) 及吨价增速	19
图表 40: 青岛啤酒 2003-2016 年净利润 (百万元) 及净利率.....	19
图表 41: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒营业收入及增速 (百万元)	19
图表 42: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒销售费用率管理费用率.....	19
图表 43: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒毛利率走势.....	20
图表 44: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒归母净利润及净利率 (百万元)	20

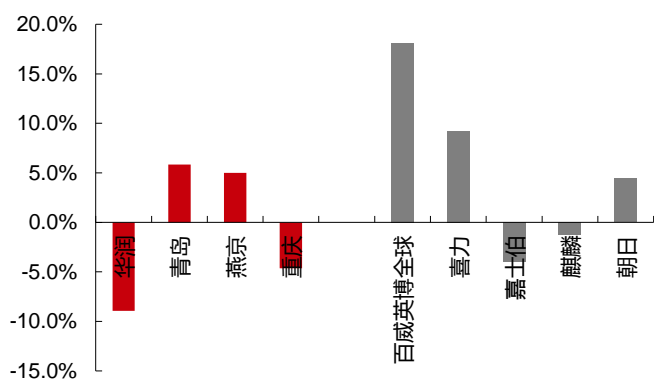
我国啤酒行业当前盈利水平较低

自啤酒行业从增量竞争转为存量竞争以来，行业整体盈利能力改善的逻辑便时常引起资本市场的讨论。长期来看，我国啤酒企业盈利能力较发达国家有明显差距，我们认为随着我国啤酒吨价的持续上升、费用的收缩，未来啤酒企业盈利能力有较大提升空间。

我国啤酒企业净利率较国际巨头有明显差距

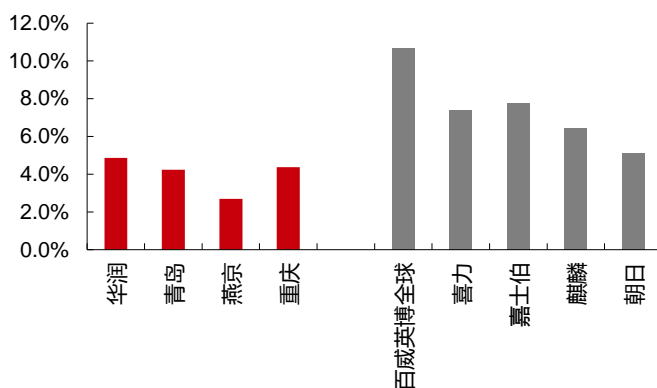
总体而言，我国啤酒公司的盈利能力与发达国家啤酒公司有较大的差距。2016年我国主要上市啤酒公司——华润、青岛、燕京、重啤的平均净利率仅为4.0%，同年百威英博的净利率为11%，欧洲啤酒公司净利率可以达到7.5%左右，日本啤酒公司也可以达到6%左右。把时间轴拉长来看，自2000年起，百威英博经常性净利率从4%左右一路攀升至2015年的14%（实际净利率为18%），而我国啤酒企业的净利率水平长期维持在5%左右，2010年以来还呈下滑态势。

图表1：2015年中国主要啤酒上市公司与国际主要啤酒公司净利率对比



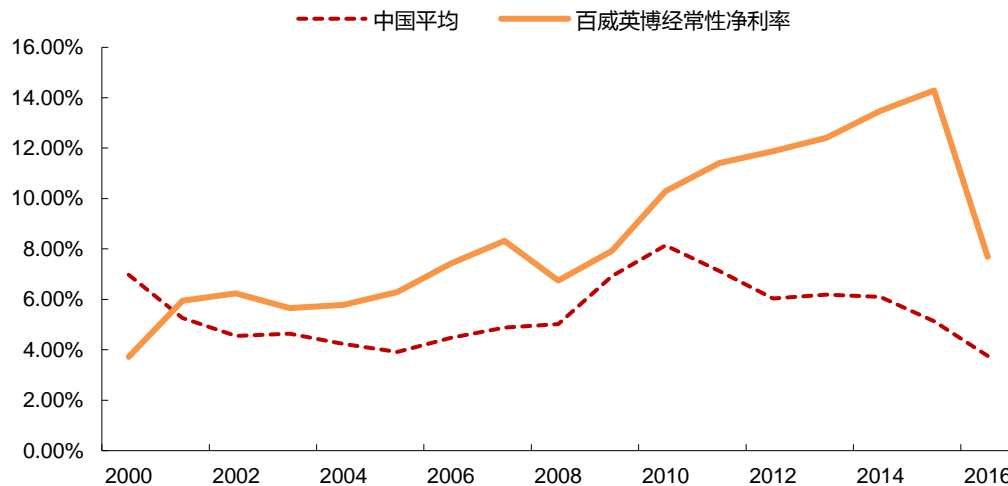
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2016年中国主要啤酒上市公司与国际主要啤酒公司净利率对比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2000-2016年百威英博与中国上市啤酒公司平均净利率对比



注：中国平均为青岛、燕京、重庆三家啤酒公司平均，华润2015年以前数据不具有参考性

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

毛利率：造成世界啤酒企业盈利能力梯队分化的根本原因

根据2016年的财务比率拆分可以看出，我国啤酒企业费用率跟其他国际巨头相比处于合理偏高的水平，折旧摊销费率介于欧美龙头和日本啤酒企业之间，息税与收入的比例则远低于欧美龙头公司，而造成啤酒企业盈利能力梯队分化的最主要原因在于毛利率。盈利能力较好的欧美啤酒企业毛利率可以达到45%以上，百威英博2016年毛利率更是高达63%。长期来看，如果我国啤酒行业向欧美国家的路径发展，盈利能力有很大的提升空间。

图表4： 2016年我国啤酒企业与国际同业可比公司财务比率对照

	中国平均	百威英博	喜力&嘉士伯	朝日&麒麟
毛利率	38.6%	62.7%	44.8%	39.9%
- 费用率	26.2%	25.9%	24.0%	27.8%
EBITDA/收入	11.1%	36.8%	20.8%	12.1%
- 折旧摊销/收入	5.6%	7.9%	7.3%	4.7%
EBIT/收入	5.5%	28.9%	13.5%	7.4%
- 息税/收入	1.5%	18.3%	5.9%	1.7%
净利率	4.0%	10.7%	7.6%	5.8%

注：中国平均为华润、青岛、燕京、重庆四家啤酒公司平均

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

吨酒价格：影响我国啤酒行业毛利率的重要原因之一

从销售价格的角度来看，2016年华润、青岛、燕京、重庆四家啤酒上市公司的平均吨酒价格为2887元，远低于国际同行，仅为欧美龙头公司吨酒价格的45%，日本龙头企业吨酒价格的16%。百威英博在中国区域战略定位中高端，但其亚洲区域的吨酒价格也仅为4566元。因此，吨酒价格偏低可能是造成我国啤酒行业整体毛利率较低的重要原因之一。

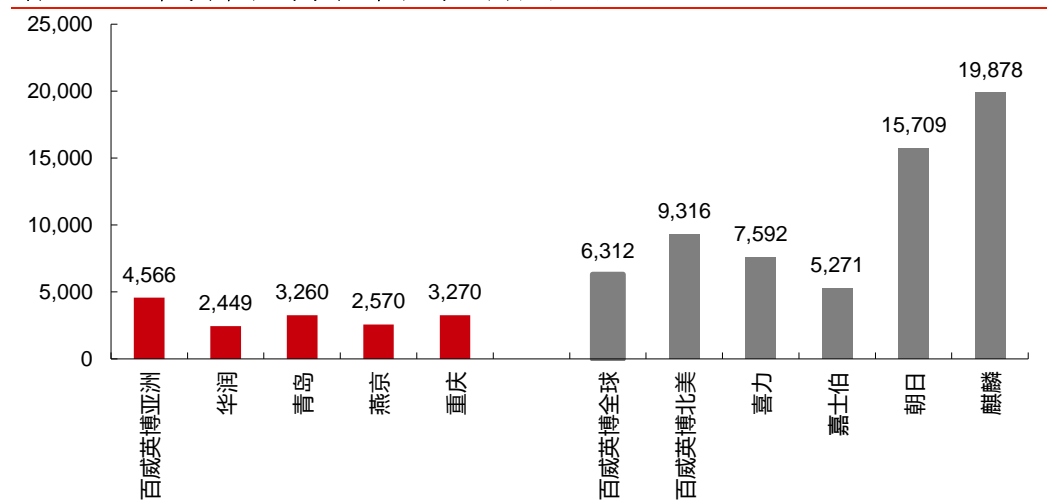
图表5： 2016年我国啤酒企业与国际同业可比公司毛利率及吨酒价格对比（元/吨）

	中国平均	百威英博	喜力&嘉士伯	朝日&麒麟
毛利率	38.6%	62.7%	44.8%	39.9%
吨酒价格	2,887	6,312	6,431	17,793

注：中国平均为华润、青岛、燕京、重庆四家啤酒公司平均

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 2016年我国啤酒公司与国际啤酒公司吨酒价格对比（元/吨）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

除吨价以外，我们认为行业竞争格局也是影响毛利率的关键因素。根据上图可以看出，百威英博（全球）的吨价与喜力、嘉士伯处于同一水平，甚至远远低于日本，而其毛利率却远远高于喜力、嘉士伯和日本酒企，反映出除了吨酒价格高低以外，啤酒企业的竞争格局、规模效应以及运营效率等其他因素也是影响其盈利能力的关键变量。着眼于当下，影响我国啤酒行业格局的各种关键因素在潜移默化中已经发生了变化。

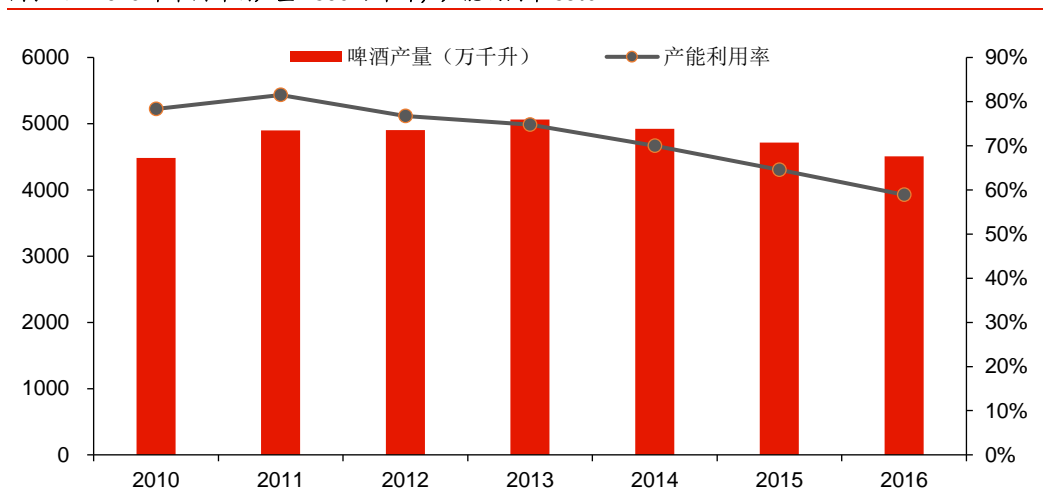
现状：啤酒行业已经进入产能收缩期

我们认为啤酒行业供需失衡的现状是目前行业景气度较低、主流厂商收入和利润增长乏力的重要原因。自2012年起啤酒行业产量同比增速从以前的年平均增速10%，下滑到不到个位数增长。在经历了14年至今的产量负增长以后，中国啤酒行业已经开始进入了产能收缩周期，这意味着目前行业产能严重过剩的情况将开始改善，并且竞争要点也将开始变化。

行业症结：产能过剩严重，产能利用率低

啤酒行业产能过剩严重，2016年行业综合产能利用率仅达到59%。根据国家统计局的数据，2016年中国啤酒产量为4506万千升，行业综合产能利用率约为59%。其中行业前三甲华润啤酒、百威英博和青岛啤酒的产能利用率约为65%~70%，燕京啤酒的产能利用率约为60%，其他中小型啤酒企业的产能利用率约为45%~60%。与2011年82%的产能利用率相比，2016年不足60%的行业综合产能利用率有明显的下滑。

图表7：2016年中国啤酒产量4506万千升，产能利用率59%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表8：2016年我国主要啤酒上市公司产能及利用率情况 (万千升)

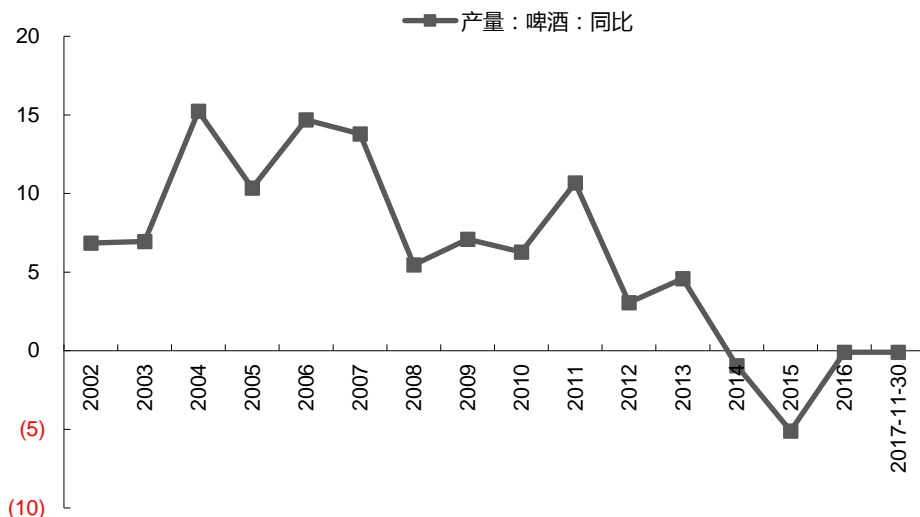
公司	设计产能	实际产能	销量	产能利用率
华润啤酒	2200	1670	1172	70%
青岛啤酒	1566	1139	792	70%
燕京啤酒	800	750	450	60%
重庆啤酒	171	121	95	78%

注：燕京啤酒为估计值

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

啤酒行业产能的无序扩张是导致产能利用率快速下滑的主要原因。自2010年起新一轮啤酒产能扩张开启，2010-2016年共计扩产2108万千升，但是2016年啤酒行业销量仅比2010年增加23万千升，产能的增加与销量的增加存在严重的不匹配。

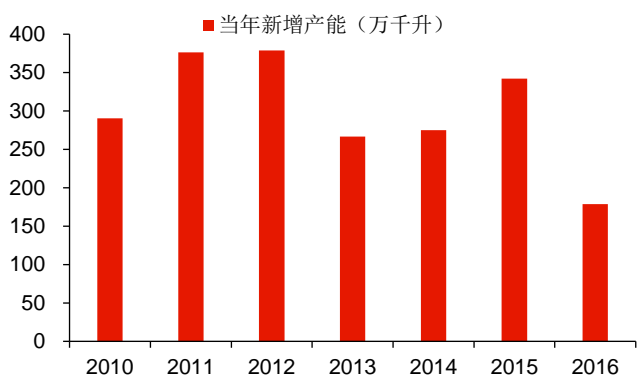
图表9: 2002-2017.11 啤酒行业产量同比增速 (%)



注: 2017年数据为累计同比

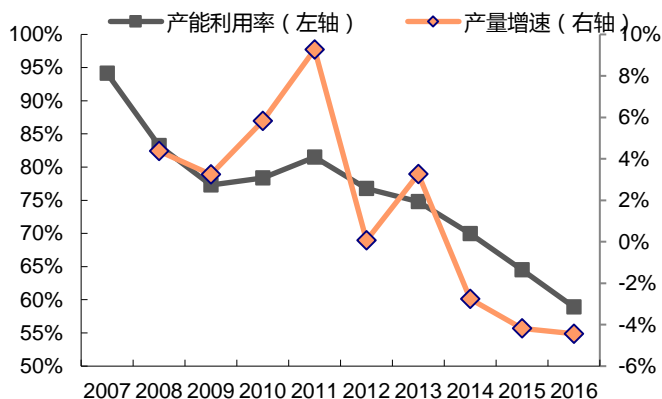
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表10: 2010-2016年啤酒行业共计扩产 2108 万千升



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表11: 2007-2016年啤酒行业产能利用率及产量增速

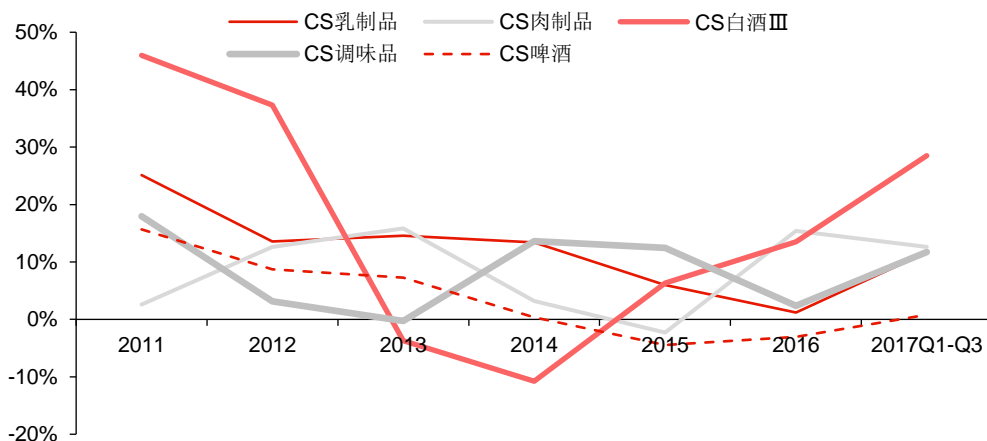


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产能过剩的苦果: 啤酒厂商收入增长乏力, 盈利能力低下

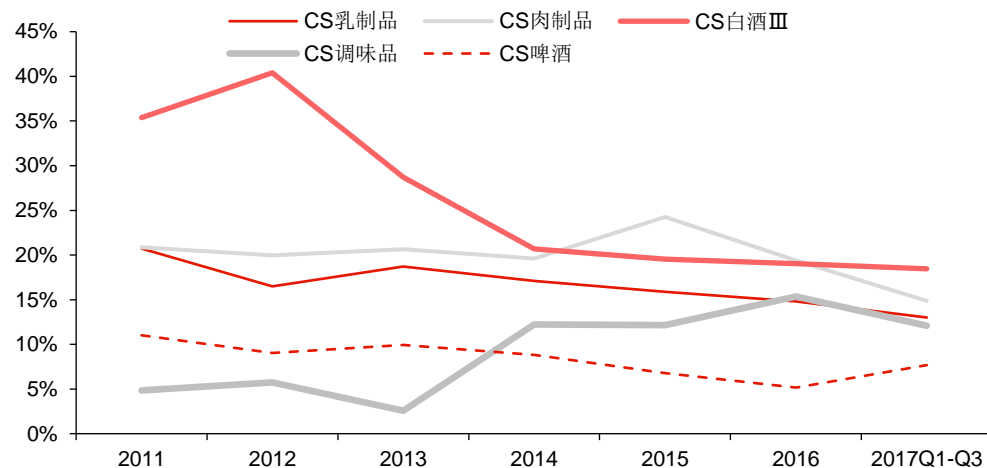
产能过剩直接导致啤酒厂商收入增长乏力、盈利能力低下。我们认为产能过剩带来的无序竞争是导致整个啤酒行业增长乏力的重要原因, 这使得啤酒企业很难在量的增长并不显著的背景下获得收入的持续提升。截至 2017 年前三季度啤酒行业 ROE 显著低于其他主流食品板块。

图表12: 啤酒板块收入增长速度持续下滑, 与主流食品板块有明显差距



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 啤酒板块 ROE 显著低于其他主流食品板块



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国际经验：产能收缩期容易出现行业分水岭

60-70年代的美国啤酒行业产量快速增长，前四大啤酒公司跑马圈地，实现了市占率的快速提升。但进入80年代，行业从增量竞争转为存量竞争，啤酒企业的生产效率、盈利能力、市场拓张以及并购实力都发生了明显分化，美国啤酒行业二至四位的啤酒公司份额停止增长，只有百威英博在净利率显著提升的同时继续份额扩张，成为当仁不让的行业老大。

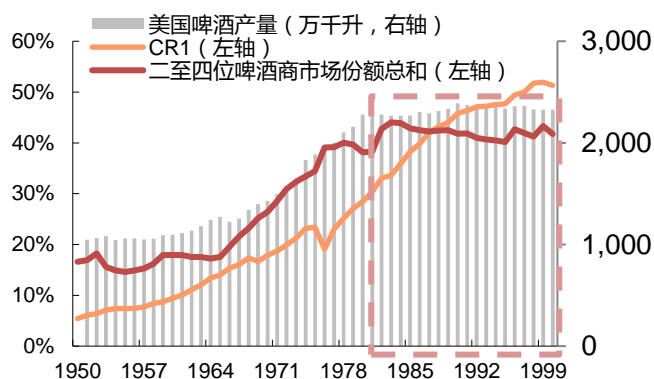
美国：百威英博在产能收缩期确立霸主地位

根据国际经验，当行业规模从快速增长期迈入稳定期时，行业比较容易出现分水岭。以美国为例，60-70年代美国啤酒行业产量一度快速增长，但到了80年代，啤酒行业量增开始停滞，从以前的增量竞争转为存量竞争，而就在1980年前后美国啤酒行业出现真正意义上的分化。

在增量竞争阶段，大型啤酒公司跑马圈地，抢占市场份额，前四大啤酒公司市占率都在快速增长。在此期间，百威净利率以及行业整体净利率均在低位徘徊，啤酒行业以“做大”为首要目标，没有对盈利能力做过多要求。

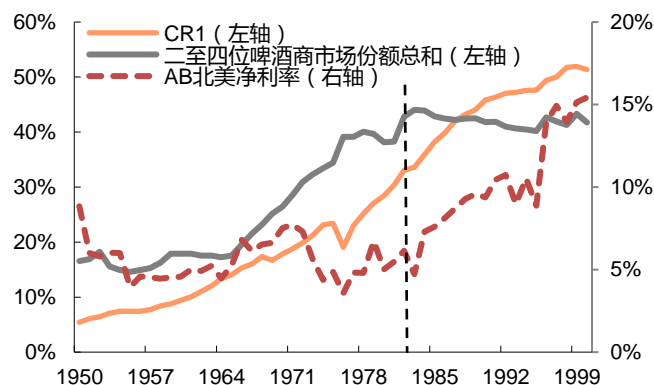
1980年以后，随着啤酒行业容量增长进入稳定期，行业格局开始发生质的变化。1980年前后，美国啤酒行业二至四位的啤酒商市场份额停止增长，只有百威一家独大，不仅市场份额仍然保持提升，净利率也从5%左右跃升至10%，甚至15%以上。在百威净利率显著提高以后，行业净利率也触底反弹，1991年行业净利率高点较1981年低点提高了4个百分点。可以说，存量竞争时代的到来促使美国啤酒行业开始出现分化，也使得百威真正甩开竞争对手，确立了自己行业霸主的地位。

图表14：1950-1999年美国啤酒产量及龙头市场集中度



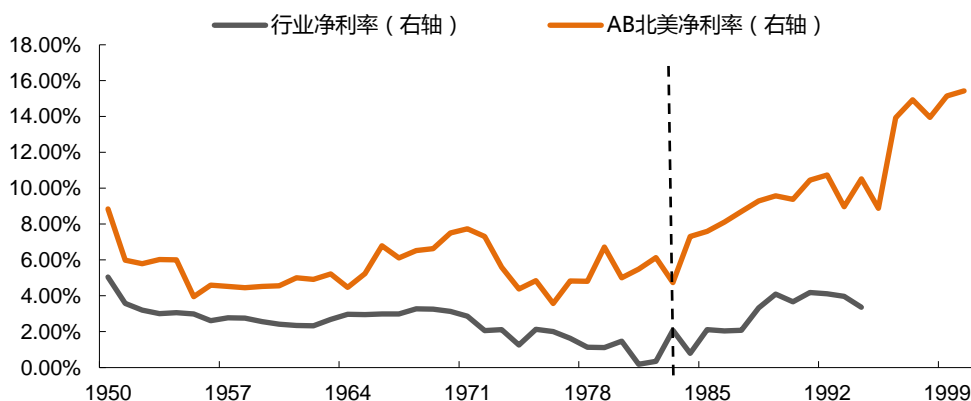
资料来源：啤酒观察，华泰证券研究所

图表15：80年代以后百威英博奠定霸主地位且净利率跃升至10%以上



资料来源：啤酒观察，华泰证券研究所

图表16：1950-1999年百威英博（北美）及美国啤酒行业净利率



资料来源：啤酒观察，华泰证券研究所

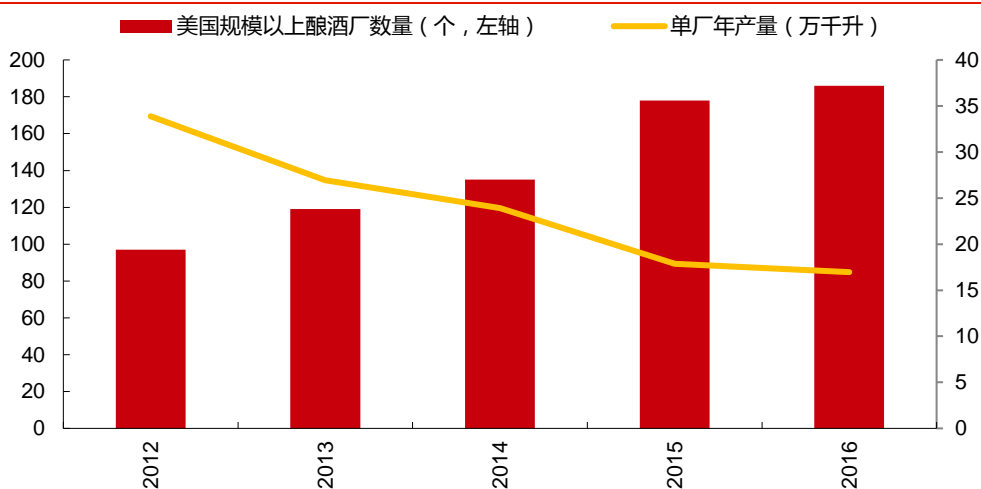
从美国经验看中国啤酒行业：增量转存量，企业当自发寻求利润

在存量竞争中，啤酒企业在生产效率、管理能力、盈利能力等方面的差别会显现出来，并成为企业是否能支持再次扩张的基本要素。利润提升带来的资金累积能够为企业的市场扩张、产能优化、新建产能提供支持，也可以用于外延并购，帮助企业快速市场整合版图。啤酒行业具备显著的规模效应，行业集中度高的龙头企业通常强者恒强，只有自发寻求利润的企业才能在存量竞争中取得先机。

经验一：生产效率优化使得行业龙头具备规模壁垒

从生产端来看，百威英博一直不断优化产能，从而形成了规模效应，而规模效应则带来了生产效率的分化，形成了护城河。2016年美国啤酒规模以上酿酒厂为186个，行业平均单厂产量为17万千升。百威英博在美国的工厂则很多都是百万吨级别，2015年其在美国共计拥有18家工厂，单厂产量为预计达到60万千升，2016年预计达到65万千升，与行业平均水平拉开明显差距。

图表17：美国规模以上酿酒厂数量及单厂年产量



资料来源：啤酒观察，华泰证券研究所

图表18：百威英博（北美）工厂数量及单厂产量

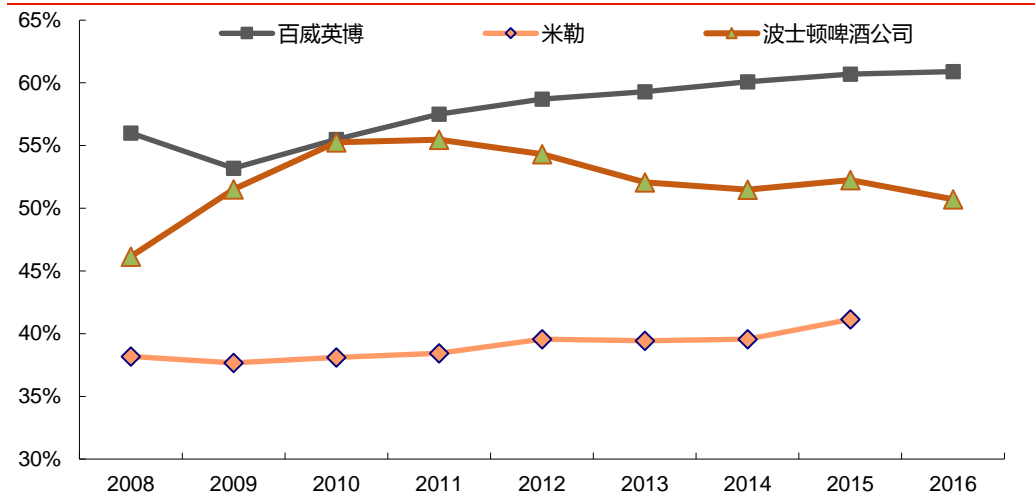
	百威英博产量 (万千升)	工厂数量	单厂产量 (万千升)
2013	1,130	13	87
2014	1,117	15	74
2015	1,085	18	60
2016	1,170	未公布	65 (估计值)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

经验二：自发寻求利润才能支持再次扩张

在存量竞争时期，百威英博净利率水平先于行业进入上升通道，利润的累积为企业再次扩张提供了源源不断的资金支持。不同于其他竞争对手，百威英博在80年代不仅盈利能力提升，其市场份额也明显提高。时至今日，百威英博与美国其他主要啤酒公司的毛利率水平已经明显拉开差距。我们认为，在行业进入存量竞争阶段，企业通过提高盈利能力，可以为后续的市场扩张、产能优化、新建产能积累资金，只有自发寻求利润才能支持企业在存量竞争中取得先机，未来再次扩张。

图表19：美国主要啤酒公司毛利水平对比

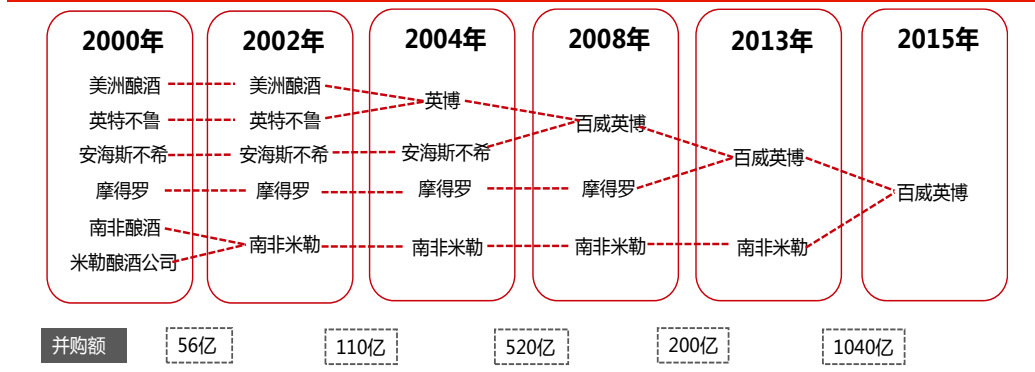


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

经验三：适时借力外延并购整合市场版图

啤酒行业具备显著的规模效应，行业集中度高的龙头企业通常强者恒强，因此并购对于啤酒企业来说通常是快速整合市场版图的方法之一。当行业出现效率分化以后，具备资金实力的企业可以通过外延并购快速提高市场占有率，利润的累积对于啤酒企业来说不仅可以用于市场拓张、产能的新建和优化，还可以用于外延并购。根据我们的统计，在2002-2017年间，啤酒行业超过5亿美元的大型并购共27起，总金额约为2824亿美元，百威英博参与其中12起并购，涉及金额约2150亿美元，占比76%。

图表20：百威英博并购历史



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018，中国啤酒行业拐点显现

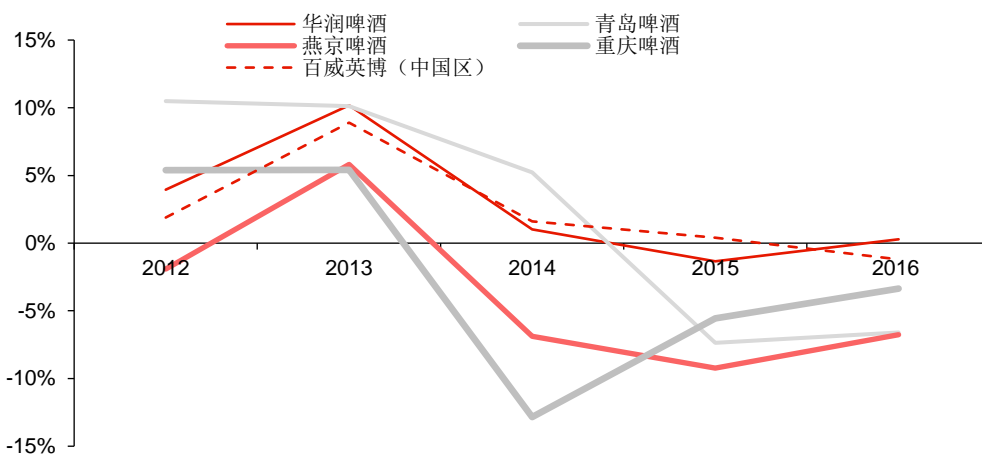
面对增长持续低迷的啤酒需求情况，主流啤酒厂商已经开始从“增量思维”向“存量思维”转变。生产端体现为停止产能扩张、资本支出缩减，华润、百威、重啤等厂商主动采取关厂措施优化产能，2018年关厂速度可能超出市场预期。利润端体现为酒企积极推动消费升级，中档酒销量占比7年间提高11个百分点，其中华润雪花在中档酒市场份额已经接近30%，具备话语权推动费用收缩、利润回收。此外，2017年底啤酒行业集体涨价应对成本上涨压力，涨价幅度预计达到10%左右。虽然2018年直接提价对净利率的影响尚不明显，但本次提价有利于啤酒企业理顺渠道价格体系、适当提高渠道利润率、应对成本上涨压力。本轮提价，反映出市占率较大的龙头企业对利润的诉求和提高利润水平的信心，在酒企强势区域，我们认为行业净利率水平有望在未来2-3年内提升。

产能优化：连续3年连续下滑促使厂商从“增量”向“存量”思维转变

从2010年开始的产能扩张周期是主流啤酒厂商“增量思维”的经营层面体现。主流啤酒厂商认为中国消费者对啤酒的需求会在可预见的时间内持续增长，因此开始了新一轮的产能扩张，这种扩张体现在优势市场产能的进一步扩大和潜在市场的新产能投放。这一策略也的确是对“中国啤酒市场会持续扩容”这一趋势判断的应对。

2014~2016年期间行业的持续下滑则证伪了主流啤酒厂商前期对需求的乐观判断。我们认为开始于2014年的啤酒产量连续3年下滑证实先前主流啤酒厂商对于后续市场的判断过于乐观，并且所有的啤酒厂商都已经体会到了行业负增长对企业层面产生的经营和财务压力，行业老大华润啤酒在2015年首次出现销量的负增长，同比下滑1.3%，即使是过去5年在中国市场增长最为强劲的全球啤酒巨头百威英博也在2016年出现了中国市场销量的第一次负增长，同比下滑1.2%。面对增长持续低迷的啤酒需求情况，主流的啤酒厂商开始从“增量思维”向“存量思维”转变。

图表21：2012-2016年前5大啤酒公司的销量均出现了负增长的情况



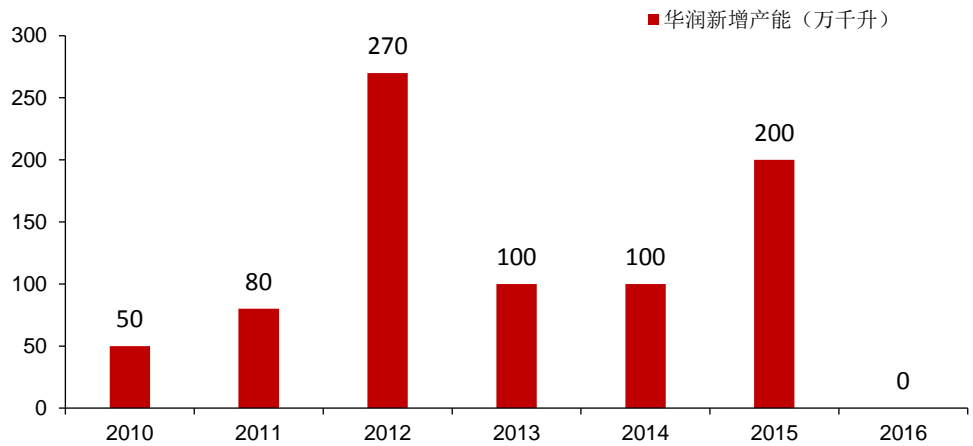
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

啤酒厂商停止产能进一步扩张，资本支出规模开始缩减

我们认为过去的行业上升期盛行的“跑马圈地式”扩张策略在最新的行业容量见顶的背景下已经不再适用，企业开始重新评估这一扩张模式的利弊，在整个啤酒市场需求没有出现明显的回暖之前，主要啤酒厂商投资意愿在不断降低，经营层面上体现为停止产能的进一步扩张，资本性支出规模开始出现缩减，这一点在2016年已经开始体现。

- 1) 行业老大华润啤酒的产能在2016年停止增长，稳定在2200万千升。2015年华润啤酒的销量下滑迫使华润停止其进一步产能扩张计划，这也是华润啤酒自2010年以来首次停止增加产能，维持在2015年的2200万千升的水平上。

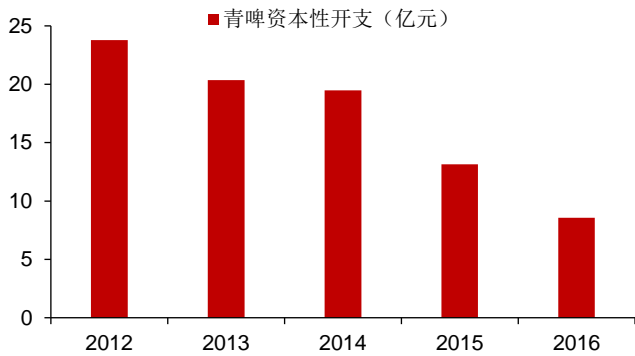
图表22: 经历了2015年的销量下滑, 华润啤酒2016年产能停止增加



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

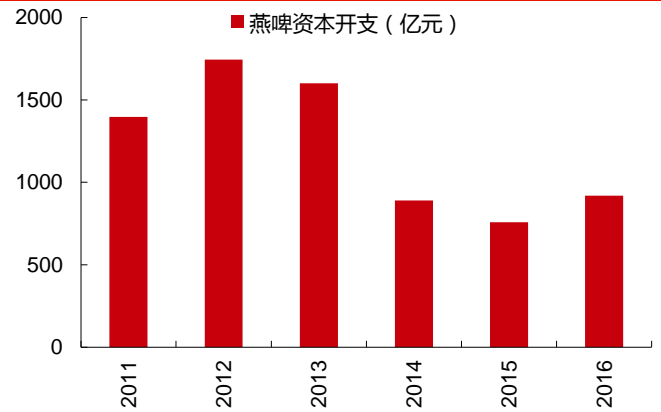
- 2) 青岛啤酒和燕京啤酒的资本支出也在行业下滑周期中出现比较明显的缩减。其中青岛啤酒2016年全年的资本开支仅为8.56亿元, 是过去5年的最低值, 与2012年的23.78亿元相比下滑64%; 燕京啤酒2016年的资本开支为9亿元, 自2014年起连续第三年保持较低的资本开支数额, 与2012年的17亿元相比下滑了47%。

图表23: 青岛啤酒2016年资本开支8.56亿, 再创新低



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表24: 燕京啤酒2016年资本开支9亿元, 再创新低



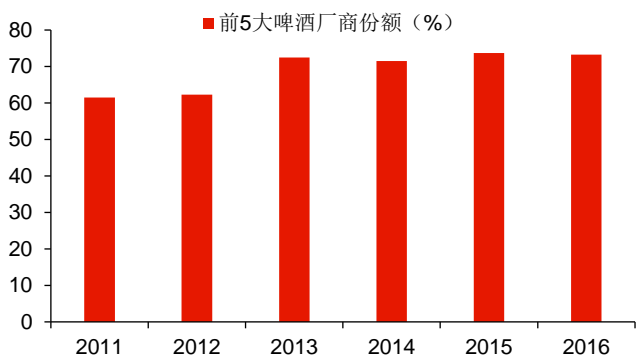
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

转向谨慎的啤酒厂商将带领中国啤酒行业进入产能收缩周期

在行业下滑期, 行业龙头主要有两个应对措施, 首先是通过兼并收购进一步提高行业集中度, 其次是开始缩减产能提升产能利用率, 但是目前行业集中度的进一步提升存在困难, 唯一可行的道路就是集体冻结甚至缩减产能。

- 1) 整体看行业集中度已经比较高, 考虑到各家的股东背景, 进一步提升集中度的困难大。根据Euromonitor的统计, 中国前5大啤酒生产商的市场占有率从2011年的61.5%上升至2016年的73.3%。目前中国主要啤酒公司的实际控制人分为国资委和外资啤酒巨头两类, 进一步兼并整合的难度比较大。

图表25: 中国啤酒行业 2016年 CR5=73.3%



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表26: 考虑主要啤酒公司实际控制人背景, 进一步整合难度较大

啤酒公司	实际控制人
华润啤酒	国务院国有资产监督管理委员会
百威中国	百威英博啤酒集团
青岛啤酒	青岛市国资委
燕京啤酒	北京市人民政府
重庆啤酒	嘉士伯基金会

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

- 2) 冻结甚至缩减产能是啤酒厂商应对当前行业困境最为明智的选择。当前即使是行业龙头, 产能利用率也仅仅维持在 65-70%左右, 产能利用率向上的空间够大, 如果啤酒厂商开始集体缩减产能, 那么产能利用率就会步入上行通道, 企业间价格战的压力缩小, 同时费用压力也会降低, 啤酒厂商的利润率将会出现反转。
- 3) 2015 年开始, 华润啤酒、百威英博以及重庆啤酒已经有大量的关厂动作。根据国际金融时报的报道, 2018 年百威啤酒将在国内继续关闭部分工厂, 集中关闭弱势区域如安徽以及东北省份的工厂, 雪花啤酒也可能将关闭近 20 家工厂, 燕京啤酒预计也有关闭僵尸工厂的动作。我们认为未来 3 年, 主流啤酒厂商优化产能布局的工作可能加速进行, 及时止损在产能收缩期是企业的明智选择。

图表27: 2016-2017 年啤酒行业主要关厂事件

时间	公司	事件
2016.01	重庆啤酒	关闭黔江分公司, 2015 年收入 3024 万元, 销量 1.26 万千升, 占公司总销量的 1.39%。
2016.02	百威英博	关停舟山工厂, 舟山工厂一期设计规模年产啤酒 15 万千升 (温州规划年产 120 万吨的大型工厂仍在建设)
2016.02	重庆啤酒	关闭六盘水公司, 2015 年收入 8629 万元, 销量 3.72 万千升, 占公司总销量的 3.76%。
2016.04	百威英博	关停河南新乡亚洲啤酒厂
2016.05	重庆啤酒	关闭安徽亳州公司, 亳州公司拥有约 4 万吨产能, 2015 年收入 5271 万元, 啤酒销量 2.73 万千升, 亳州公司的财务业绩严重下滑是由于销售低利润的产品、销量持续下滑且产能利用率低所致。
2016.07	重庆啤酒	转让宁波大梁山 70% 股权, 大梁山 2015 年实现营业收入 1.49 亿元, 净利润 -580.2 万元, 啤酒销量 7.02 万升。
2016.10	重庆啤酒	转让嘉酿公司持有的六盘水公司 100% 股权
2017	华润啤酒	关停四川、安徽、上海的三家工厂
2017.02	重庆啤酒	转让九华山公司 100% 股权
2017.02	重庆啤酒	转让重庆啤酒亳州啤酒公司 100% 股权
2017.03	珠江啤酒	关闭汕头生产线, 该线主要生产普通低端瓶装啤酒
2017.07	燕京啤酒	提出了“抓两头, 带中间”的策略。一边支持优势企业, 一边投入更多精力到劣势企业。对于个别不再有存在价值的企业可能会与地方政府协商后关厂
2017.07	重庆啤酒	转让金山公司 60% 股权及对金山公司享有的 453.77 万元债权

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

利润导向布局显现: 结构升级, 中档酒格局进一步稳固

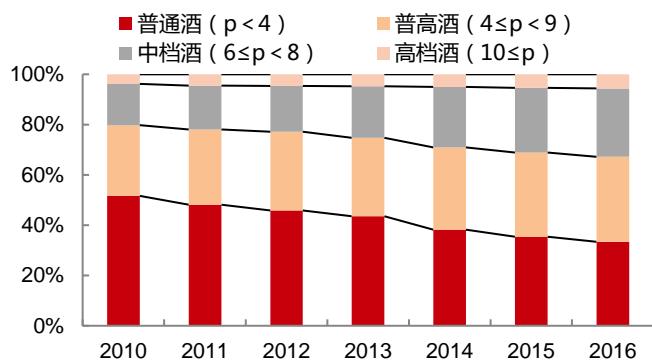
啤酒行业在存量竞争格局下的另一大变化体现在近年来行业消费升级趋势十分明显, 中高档产品的销售占比正在持续提升。啤酒和绝大多数消费品一样, 目前正受益于中国消费者的消费升级, 消费者对中高档产品的需求增长较快, 而啤酒厂商在行业增量不再的现状下也开始在优势地区改变策略, 由市占率导向转为利润导向。

产品结构升级：中档酒销量占比显著提升

2010-2016年间啤酒销量占比变化最大的价位段是4元以下的普通酒以及6-8元的中档酒价位段，其中普通酒（ $p < 4$ ）销量占比7年间下降18个百分点，而中档酒（ $6 \leq p < 8$ ）销量占比提高约11个百分点。消费升级最快速的年份出现在2014年，当年普通酒销量占比较上年下滑5个百分点，而中档酒销量占比较上年提高约4个百分点。

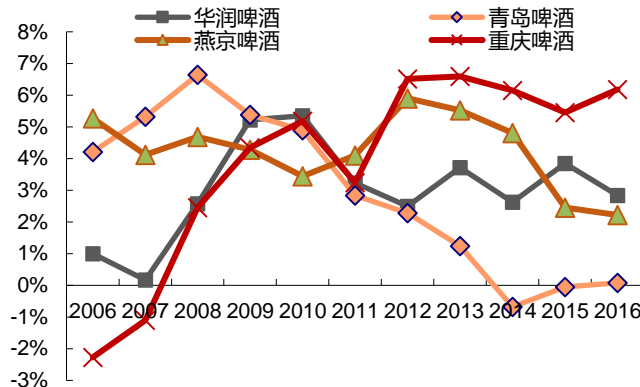
产品结构的升级也直接反应在了啤酒公司的吨酒价格上，华润啤酒、重庆啤酒的三年吨酒价格复合增长率在2009-2010年开始显著提升。2010-2016年华润啤酒的吨酒价格年平均增速为3%，重庆啤酒则高达6%。

图表28：2010-2016年分价位段啤酒销量占比变化



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表29：06-16年啤酒主要上市公司吨价三年复合增长率 (CAGR3)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

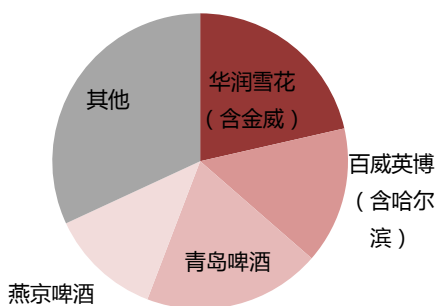
中档酒：格局进一步稳固，华润取得一定话语权

2016年中档酒在啤酒行业销量占比已经达到27%，2013-2016年是中档酒占比提升最快的4年，其占比以每年2.3个百分点的速度提升。我们判断在未来6-8元的中档酒将成为啤酒企业利润争夺的主战场。

在中档酒整体占比快速提升的同时，我们也观察到，2013-2016年间中档酒的市场格局其实也悄然发生了变化。2013年，中档酒呈现四大啤酒公司群雄割据、势均力敌的局面，华润雪花虽然市占率较为领先，但与另外三大啤酒公司并未拉开明显差距。然而到了2016年，华润雪花在中档酒的市场份额已经接近30%，与第二阵营百威、青啤的市占率拉开了接近一倍的差距。我们认为2016年以后，中档酒的行业格局已经进一步稳固，华润雪花通过勇闯天涯进行的产品升级值得肯定，其在中档酒市场已经具备了一定的话语权。这意味着行业龙头有非常大的可能性在利润导向愈发明显的存量竞争中，率先带领行业参与者在中档酒价位段开始费用收缩，回收利润。

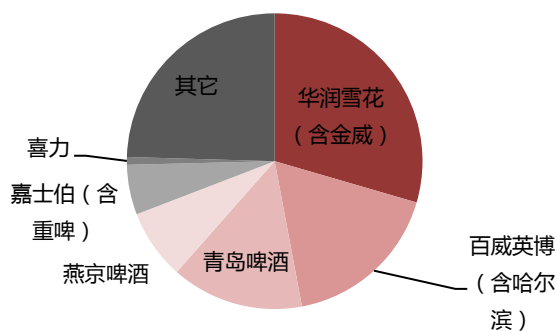
鉴于中档酒毛利率较低档酒有大约15-20个百分点左右的差距，而中档酒目前市场费用投放仍有较大的下降空间，我们认为未来2-3年，中档酒将成为啤酒行业的利润基石，而在中档酒具有较大份额的华润啤酒、具有历史积淀和品牌实力的青岛啤酒、具有核心市场和提前布局的燕京啤酒、重庆啤酒等主要上市啤酒公司都将受益。

图表30: 2013年中档酒市场份额



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表31: 2016年中档酒市场份额



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

直接提价: 应对成本压力, 彰显利润信心

2017年底, 各大酒企陆续涨价的新闻频发。根据酒业家报道, 华润雪花啤酒发布调价通知, 从2018年1月1日起, 对包括雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款产品进店价格进行上调, 幅度在2到10元每件不等。青岛啤酒也在近日发布通知, 称将对部分产品价格及费用进行调整。此前, 燕京啤酒11月发布涨价通知, 自12月1日起对本生啤酒终端进货结算价格涨3元/箱, 单瓶零售价格涨1元/瓶。

2018年1月5日, 青岛啤酒公告称由于公司2018年面临包装材料价格上涨, 生产成本增加等压力, 拟对部分区域的部分产品进行价格上调, 并非全部产品, 以部分消化成本上涨压力, 拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过5%。

2018年1月8日, 华润啤酒公告称因为原材料、包装物、人工成本及其他成本上涨, 公司在产品价格方面正在一些区域对部分产品适度调整价格以舒缓价格压力。

我们预计本轮啤酒行业涨价主要以应对成本上涨为主, 酒企将在其优势区域率先涨价, 涨价幅度可能10%左右, 为2008年以来最大幅度的行业集体涨价。我们认为2018年直接提价对净利率的影响尚不明显, 但本次提价有利于啤酒企业理顺渠道价格体系、适当提高渠道利润率、应对成本上涨压力。本轮提价, 反映出市占率较大的龙头企业对利润的诉求和提高利润水平的信心, 在酒企强势区域, 我们认为行业净利率水平有望在未来2-3年内得到提升。

图表32: 啤酒主要上市公司分省市占率情况

	>50%	30%-50%	10-30%
华润雪花	辽宁、四川、贵州、安徽、山西、江苏	吉林、浙江、广东、西藏	黑龙江、河北、内蒙古、河南、上海
青岛	山东、陕西	福建、山西、河北、广东	甘肃、江苏、湖南、安徽、北京、上海、福建
百威英博	黑龙江、吉林、福建	江西、浙江、湖北、江苏	西藏、辽宁、河南、广东
燕京啤酒	北京、广西、内蒙古	湖南、云南、新疆	江西、云南、山西、天津、河北、贵州、海南、湖北、福建
嘉士伯	重庆、新疆、宁夏、西藏	甘肃、云南	四川

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

盈利弹性测算

成本拆分：包装物占比 40-45%，原材料占比 25-30%

根据青岛啤酒 2016 年年报，青岛啤酒原料成本、人工成本、制造费用占总成本比例分别为 65%、6%和 19%。据珠江啤酒招股说明书，2007 年至 2009 年酿酒原料和包装材料等直接材料占生产成本的约 70%，制造费用占 17%，人工费用约占 5.5%。据燕京啤酒招股说明书，大麦、大米和酒花分别占产品单位成本的 33.04%、11.10%和 0.89%。根据上述公司的平均成本构成情况，我们估计普遍而言国内主要啤酒厂商包装物约占啤酒生产成本的 40%，其中玻瓶占比 20%，纸箱占比 10-15%、铝罐占比 10%；大麦、大米等酿酒原材料约占 25-30%，直接人工及制造费用约占 20%。

图表33：2016年青岛成本构成情况

成本构成项目	本期金额(万元)	上期金额(万元)	本期占总成本比例(%)	同比增速(%)
原料成本	985,994	1,022,005	65.39	-3.52
人工成本	88,806	78,892	5.89	12.57
制造费用	280,446	256,549	18.60	9.31
外购产成品	152,539	334,937	10.12	-54.46
合计	1,507,785	1,692,383	100.00	-

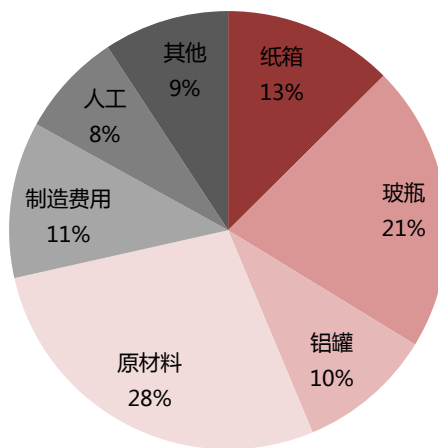
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34：2016年青岛啤酒原材料采购情况

原料类别	当期采购金额(万元)	上期采购金额	占当期总采购额的比重(%)
酿酒原材料	366,664	413,837	35.2
包装材料	660,269	648,333	63.4
能源	14,573	16,828	1.4

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：2018年啤酒生产成本拆分预测



注：根据渠道调研及多家公司公告中成本披露情况测算

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

成本涨幅：2018 年啤酒生产成本整体上涨幅度在 5-10%

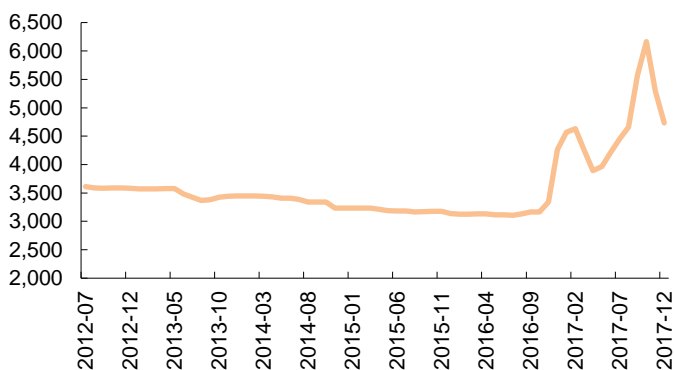
2017 年啤酒成本中的包装材料的上涨幅度较大，2018 年将传导至生产成本中，我们预计啤酒生产成本整体上涨幅度在 5-10%。根据渠道调研，包装物中的箱纸板价格在 2017 年上涨幅度较大，我们预计 2018 年啤酒企业纸箱成本的上涨幅度在 25%左右。玻璃瓶价格在 2017 年同样经历了大幅上涨，我们预计玻璃瓶价格上涨对 2018 年啤酒成本上涨影响幅度在 20%左右。铝罐、大麦等的影响幅度分别为 15%和 3-5%，具体拆分和影响幅度如下表所示：

图表36： 2018 年啤酒生产成本拆分及涨价幅度预测

成本分类	占比	涨价幅度
包装物	44%	20%左右
纸箱	13%	25%左右
玻璃瓶	21%	20%左右
铝罐	10%	15%左右
原材料	28%	3%左右
麦芽	15%	3-5%
大米	10%	平稳上涨
啤酒花	1%	平稳上涨
水	0.2%	平稳上涨
辅助材料	1%	平稳上涨
直接人工	8%	8%左右
制造费用	12%	平稳上涨
其他	9%	平稳上涨

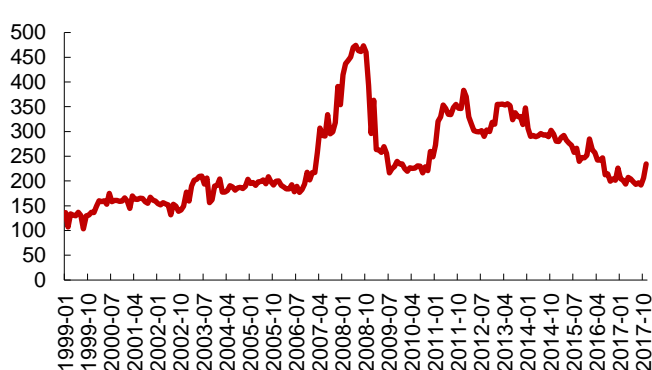
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37： 2012-2017 年箱板纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 1999-2017 年进口大麦价格（美元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

提价可覆盖成本上涨，不排除未来继续提价的可能性

我们预计本次啤酒行业提价幅度可以覆盖成本上涨压力。此外，由于成本较收入基数小，从利润端来看，提价对利润增速将有正贡献。提价初期，预计企业将推出一定的促销政策，随着提价工作的顺利进行，渠道利润有望进一步增厚，相关费用有望收缩，利润将有较大的提升。

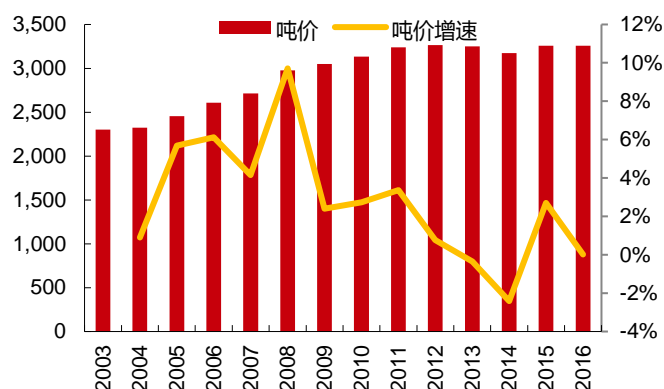
本次提价反映出啤酒企业对 2017 年包装物、原材料、人工成本、运费价格上涨的积极应对能力，有助于啤酒企业理顺价格体系和渠道利润，我们认为未来如果成本继续有上涨的压力，不排除啤酒企业也将有继续提价的可能性。

重点推荐

青岛啤酒：品牌实力强，受益消费升级

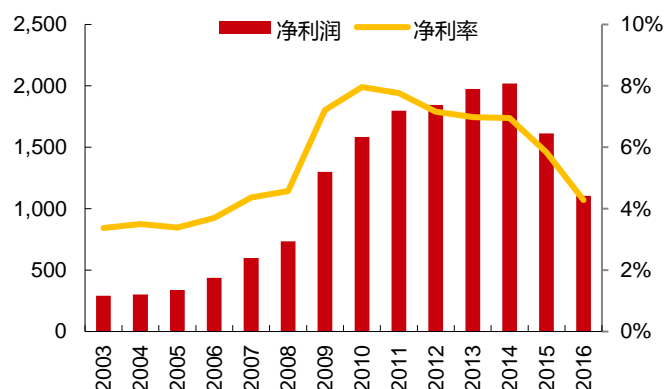
青岛啤酒拥有较强的历史积淀和品牌实力，立足中高端，在山东、陕西等地享有较高的市场份额。2016年青岛啤酒在中档酒价位带市占率预计在15%左右，受益于消费升级，青啤有望继续在中档酒市场发力。历史上2008年啤酒行业曾经集体提价，青岛啤酒吨价从2007年的2715元/吨提高至2008年的2978元/吨，当年吨价提升幅度约为10%。2008-2010年，伴随提价效应的显现，青岛啤酒净利率从2008年的4.6%逐步提高至2010年的8.0%，提高3.4个百分点；净利润从2008年的7亿增长至2010年的15.8亿，增长2.2倍。青啤上一轮提价成功的经验，以及随后盈利能力的表现对本轮提价具有一定的参照意义。此外，青岛啤酒未来有望通过销售队伍的整合，在产品升级的大趋势下重新释放品牌动能。

图表39：青岛啤酒2003-2016年吨价（元/吨）及吨价增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40：青岛啤酒2003-2016年净利润（百万元）及净利率

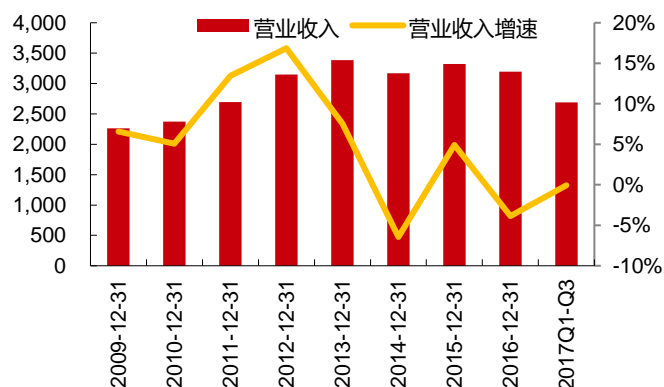


资料来源：Wind，华泰证券研究所

重庆啤酒：产品结构提升，大城市战略显成效

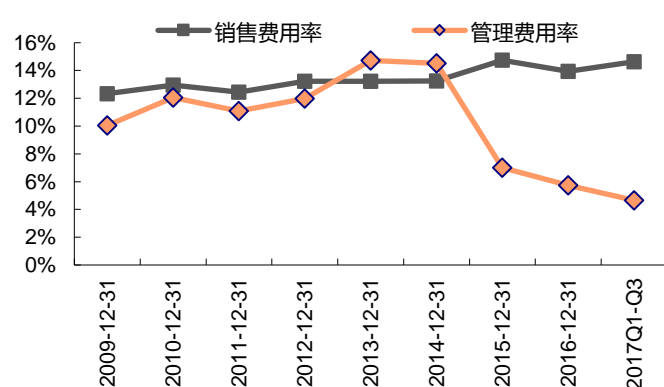
重庆啤酒在嘉士伯集团入主以后推动一系列改革措施为企业减负，效果显著。公司通过2015-2016年的一系列的酒厂关停及时止损，在未来的竞争中可以做到轻装上阵。同时，嘉士伯推进的重庆品牌对山城品牌的升级替代可谓啤酒行业产品升级的典型成功案例之一。2017年前三季度公司高档啤酒营业收入达到3.76亿元，同比增长6.96%；中档啤酒营业收入达到18.62亿元，同比增长3.01%；低档啤酒营业收入为3.82亿元，同比减少17.67%，产品结构继续升级向10元以上价格带升级。我们认为，在未来啤酒行业高端化的进程中，管理优秀、生产效率高的重庆啤酒将持续受益，我们看好公司的长期价值，认为重庆啤酒是确定性较强的啤酒标的之一。

图表41：2009-2017Q1-Q3年重庆啤酒营业收入及增速（百万元）



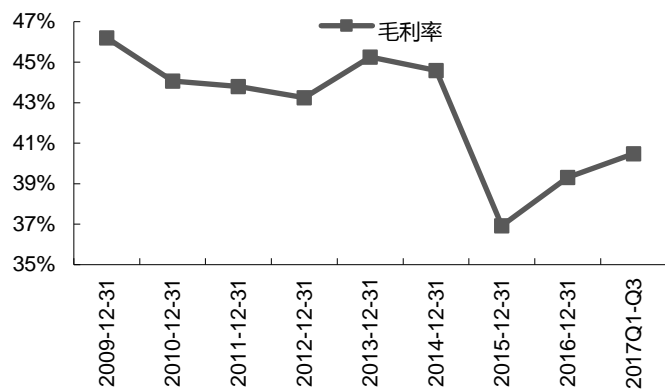
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42：2009-2017Q1-Q3年重庆啤酒销售费用率管理费率



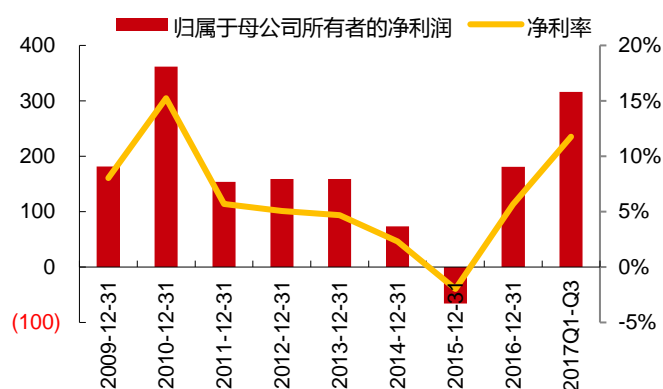
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表43: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒毛利率走势



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表44: 2009-2017Q1-Q3 年重庆啤酒归母净利润及净利率 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

关厂进度不达预期

主要啤酒企业关厂进度不达预期或产能继续扩张导致产能利用率进一步下滑。

产品升级速度不达预期

食品饮料行业景气度与宏观经济密切相关，宏观经济低迷将对餐饮景气度、居民消费能力等造成影响，啤酒行业产品升级速度也将受到影响。

食品安全问题

食品安全问题关乎企业品牌价值，一旦发生食品安全问题，公司的信誉和销售会受到负面影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com