

证券研究报告·行业深度研究

中国啤酒新时代——全球视野下的啤酒经营规律与中国市场

我们梳理了全球啤酒市场的格局和大致经营情况，探索啤酒经营的一般性规律，并在数据层面回溯分析了中国啤酒行业

2005~2018 年的变化，得出中国啤酒行业处于向上拐点的结论：长期跟踪盈利向上拐点（高端化+关厂），短期关注成本波动。

全球视野下看，中国啤酒市场是重要战略市场。

（1）从量价机会看，全球啤酒市场的增长主要依靠亚洲和非洲拉动，其中亚洲靠吨价提升，主要是中国市场吨价提升。与多个国家对比后（巴西、俄罗斯、以及亚洲其他国家），发现中国啤酒价格（终端零售口径）与人均收入水平显著不匹配，提升空间大。

（2）从格局角度看，全球大部分主要消费国格局稳定并基本由国际巨头把持，但中国市场仍旧胜负未分。目前的中国啤酒行业，高端细分市场是影响终局的重要变化因子，行业整体的长期盈利空间正在打开，蕴藏着啤酒产业大机会。

从海外经验来看，我们总结啤酒经营的致胜规律在于：份额优势、规模优势或结构优势。

全球啤酒市场已发展出几个国际巨头，我们试图回溯和分析它们的经营方式来找到啤酒经营的致胜规律。我们认为实现高盈利能力主要有三条路径，即份额、规模、结构。其一是获得份额优势。凭借垄断优势获得垄断利润；其二是获取规模优势，啤酒是规模化产业，规模将带来明显的成本优势，帮助企业在竞争中获胜，我们认为这种规模优势不仅体现在产销量总量上，也体现在单厂产量上——单厂产量高将显著提升公司的运营效率。其三是获取结构优势。凭借更高的产品结构获取高盈利，海外经验中即存在总量份额不高，但由于在高端市场具备优势而同样具有高利润率的例证。

中国啤酒市场正迎来长期盈利拐点，3~5 年内行业整体收入可能增长 45%以上、行业整体利润规模可能增长 80~120%。

概览：中国啤酒已经告别销量快速增长期，总量在未来 3~5 年内预计基本稳定，增长主要靠吨价提升和利润率提升驱动。

回溯历史：当前行业吨价低、

盈利低的困局主要是由行业过去的竞争方式决定的。价格战拉低行业整体零售价和出厂价、快速兼并潮后产能过剩矛盾突出。目前已达到区域相对平衡，原有产品结构下竞争无以为继

当前变化：高端化打开长期利润空间且正在加速。高端细分市场的逐步壮大改变了行业收入利润结构以及竞争方式，目前中高端市场收入占比已超 50%，这个细分市场里价格战不再经济，品牌为主渠道为辅提升企业盈利。另外，从 2018 年开始，国资企业战略转向投入中高端细分市场的竞争，这种由需求端驱动向由供给端驱动的转变，预计将加速行业整体的高端化进程。

饮料制造

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

吕睿竞

lvruijing@csc.com.cn

15116991864

执业证书编号：S1440519020001

发布日期：2019 年 04 月 03 日

市场表现



相关研究报告

另外，关厂提升单厂产能，提升效率的编辑效用显著，可继续提升盈利中枢。虽然需要经历短期阵痛（关厂的高额成本包括遣散费用、资产减值等），但可带来长期的现金流提升。

成本上涨仅是短期扰动，1~2年内利润增量将获释放。

分析 2005-2018 年啤酒行业成本波动，发现呈现一定的周期性特点。我们详细分析了过去三轮成本上涨和其后的行业性涨价的异同，并认为 2019~2020 年成本将大概率回落。

总得来看，拐点逻辑强于成本波动。

中长期看，行业盈利拐点明晰，2018 年行业盈利中枢确已改善。短期看，18 年拐点加速恰逢成本上涨，导致利润并未完全释放。但应看到，成本将在 1~2 年内回落，则 2018~2019 年行业盈利中枢抬升（来自结构提升、关厂、涨价）带来的利润增量将得以释放。

因此我们坚定看好中国啤酒行业及行业中具备高端竞争实力或进行关厂提效的企业。

推荐华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒。

本文的创新之处：

- (1) 通过分析成熟市场分层，以美国为例，得到啤酒公司如何获得高盈利的路径（份额、规模、结构）；
- (2) 在成本波动分析上，从数据层面分析了本轮成本上涨与以往的不同（高端化驱动价格上升，而非仅依靠成本上涨驱动）。

欢迎交流讨论。



目录

一、全球视野下的啤酒市场和经营规律	1
1.1 全球概览：中国是重要战略市场	1
1.11 行业成熟，亚非贡献主要增长.....	1
1.12 全球趋向垄断竞争	3
1.2 啤酒经营致胜规律：份额、规模、结构.....	4
1.21 份额优势	4
1.22 规模优势与单厂产量	5
1.23 结构优势	6
1.24 小结：三条路径都可能实现高盈利.....	7
二、中国啤酒市场：长期跟踪盈利拐点，短期关注成本波动.....	8
2.1 前情提要：原有竞争形成行业困局	8
2.2 拐点进行时：本质变化，长期空间逐步打开.....	10
2.21 高端化加速：国资企业战略转向，高端化进程将加速.....	10
2.22 关厂加速：单厂产能提升，边际效用显著.....	15
2.2.3 中长期空间：3~5年内行业整体利润提升 80~120%	17
2.3 提价与成本波动：周期波动，预计 1~2 年内成本回落	19
2.3.1 成本历史回溯：2005-2018	19
2.3.2 成本未来展望：2019-2020	22
2.3 拐点逻辑强于成本波动	23
三、公司分析与估值	24
3.1 重庆啤酒&嘉士伯	24
3.2 华润啤酒	26
3.3 青岛啤酒	27
风险分析	29
附录：企业间估值比较	30

图表目录

图表 1：世界啤酒销量基本稳定（2003-2017）	1
图表 2：啤酒销量前 15 的国家及其销售额（2017）	1
图表 3：全球啤酒行业：亚洲存在价的机会、非洲存在量的机会	2
图表 4：世界各国啤酒吨价与人均收入：中国吨酒价显著较低.....	3
图表 5：全球啤酒产业 CR4、CR5 提升.....	3
图表 6：啤酒巨头企业通过兼并提升全球份额	3
图表 7：全球啤酒行业份额分布，及主要消费国的格局对比（2017）	4
图表 8：高份额带来高利润率：以嘉士伯在亚洲和马来西亚市场为例（2017）	5
图表 9：美国啤酒工厂高度规模化（2018 年）	5
图表 10：规模生产的北美市场，利润率水平显著较高（2017）	6
图表 11：美国前 4 企业的产品结构和营业利润率.....	6

除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于抄袭！

邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：[《企业家第一课》](#)、[《企业家功成堂》](#)

谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信
获取更多干货



加入知识共享平台
一次付费 一年干货

图表 12:	以美国为例，啤酒市场分层（2016，销售口径）	7
图表 13:	美洲市场主要产品结构	7
图表 14:	总量饱和，预计未来 5 年基本稳定	8
图表 15:	国内啤酒吨价低：零售均价、各企业出厂吨价	8
图表 16:	中国啤酒 TOP5 企业份额提升	9
图表 17:	TOP5 达成区域均衡，份额进入相对稳定期	9
图表 18:	中国分档次啤酒销量：2002~2017	11
图表 19:	分档次啤酒销量增速：2002~2017	11
图表 20:	分档次啤酒销售额：2002~2017	11
图表 21:	分档次啤酒销售额增速：2002~2017	11
图表 22:	精酿快速兴起，是高端需求客观存在的证据之一	11
图表 23:	供给端：企业迎合消费者需求推陈出新，中高端新品频出	12
图表 24:	中国啤酒市场分层（2016，销量口径）	13
图表 25:	中国公司主要品牌结构（近似）	14
图表 26:	各企业盈利能力对比（还原后营业利润率）	14
图表 27:	国内主要啤酒企业产能、产量情况	16
图表 28:	青啤产能分布（估）	16
图表 29:	华润产能分布（估）	16
图表 30:	企业间固定资产周转率对比	17
图表 31:	中长期行业收入规模预测：3 年后收入增约 24%、5 年后约 45%	18
图表 32:	中长期行业利润规模预测：5 年后有望翻番	18
图表 33:	2005~2018 啤酒行业吨价、吨成本（估算）增幅与 CPI 基本一致，显著低于食品 CPI	19
图表 34:	行业吨成本、吨价十年变动	20
图表 35:	行业吨成本、吨价十年变动（yoy）	20
图表 36:	啤酒成本构成	21
图表 37:	成本波动（1）大麦上涨：澳麦价格走势	21
图表 38:	成本波动（1）大麦上涨：进口大麦均价走势	21
图表 39:	成本波动（2）玻瓶价格上涨：以价格指数为参考	22
图表 40:	成本波动（3）纸箱价格回落	22
图表 41:	2019 年啤酒成本预计小幅上行，2020 年大概率回落	22
图表 42:	主要企业吨价变动（2018 最新）	23
图表 43:	主要企业吨成本变动（2018 最新）	23
图表 44:	主要企业 2018M9 量价变化	23
图表 45:	重庆啤酒&嘉士伯势力地图（估）	24
图表 46:	重庆啤酒产品结构	24
图表 47:	重庆啤酒盈利提升之路：高端化+关厂	25
图表 48:	重庆啤酒盈利预测与估值	26
图表 49:	华润啤酒势力地图（估）	27
图表 50:	华润啤酒品牌结构	27
图表 51:	青岛啤酒势力地图（估）	28
图表 52:	青岛啤酒产品结构	28

图表 53: 青岛啤酒盈利预测与估值	29
图表 54: 华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒估值对比	30

一、全球视野下的啤酒市场和经营规律

啤酒是一项典型的具有全球消费基础的酒类产品，一则历史悠久，有美洲、欧洲等成熟市场发展经验可追溯借鉴；二则全球集中度相对较高已形成相对明确的第一梯队（巨头）公司，判断未来市场发展具有一定的基础。

我们梳理了全球啤酒市场的格局和大致经营情况，①确认中国市场的重要战略属性，全球啤酒竞争已进入巨头垄断竞争阶段，中国无论从格局角度还是吨价提升角度，都是重要的战略市场；②借鉴成功的巨头在别国经验，探索啤酒经营的致胜规律，并总结为三条路径，即份额、规模与结构。

1.1 全球概览：中国是重要战略市场

1.1.1 行业成熟，亚非贡献主要增长

全球啤酒消费总量基本稳定，亚洲地区看吨价提升，非洲地区量价均有空间。

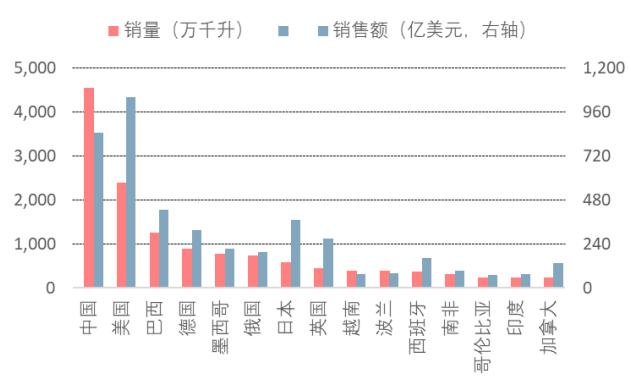
全球范围看，啤酒产业已非常成熟，先后经历由欧洲、美洲（拉丁美洲）、亚洲驱动的总量增长后，主要大洲的消费量已基本饱和，全球消费总量基本稳定，目前消费量仍有显著增长潜力的地区主要在非洲。据Euromonitor统计，2017年全球啤酒消费量近2亿千升，增速约0.8%（增量主要来自亚洲、非洲，其增速分别为1.4%、3.1%）。

啤酒消费量前15的国家分别为中国、美国、巴西、德、墨西哥、日本、英国、越南、波兰、西班牙、南非等，前15国消费总量约占全球总量的70%，其中中国消费量约4400万千升，约占全球总量22%。

图表1：世界啤酒销量基本稳定（2003-2017）



图表2：啤酒销量前15的国家及其销售额（2017）



资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

全球啤酒市场的增长机会更多将来自亚洲和非洲。其中亚洲依靠吨价提升、非洲依靠总量增长。分列出亚洲、拉美、北美、欧洲、非洲的销量与零售均价，可见拉美和北美市场由于市场格局基本稳固已形成具备垄断优势的龙头，因此吨价显著较高；欧洲市场虽然各国家内部格局相对分散，但吨价已在高位；而亚洲市场总量已接近饱和，但吨价较低（中国吨价低是主要原因，中国销量占亚洲总量60%以上）；非洲市场总量仍然非常小，近年处于快速增长中。因此对于啤酒巨头而言，亚洲和非洲市场将是重要的增长来源，战略地位日益提升。

图表3：全球啤酒行业：亚洲存在价的机会、非洲存在量的机会



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

中国啤酒产业规模的未来增长机会主要在吨价提升。从人均收入和吨酒价的关系来看，吨酒价格（终端零售口径）仍有较大提升空间。

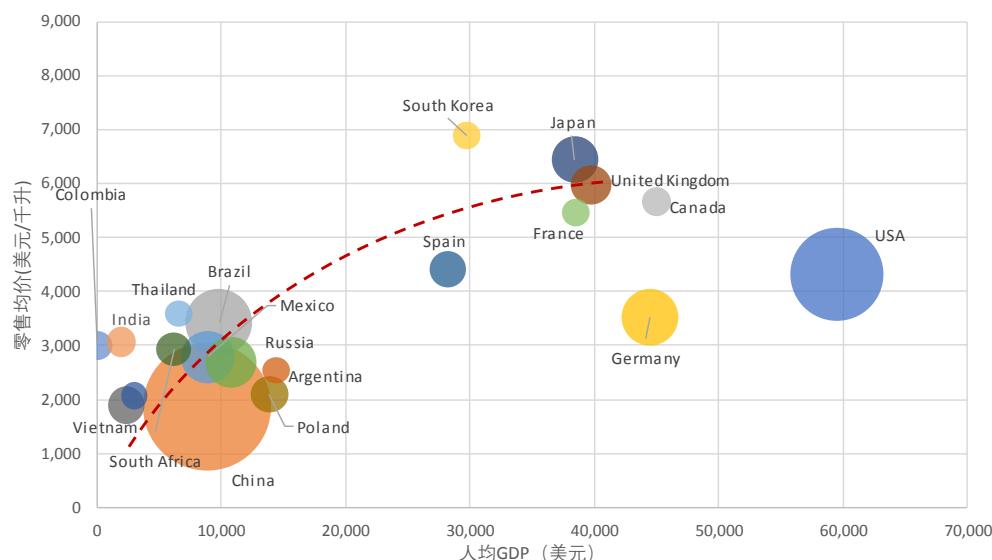
图 4 中标示了主要啤酒消费国（top30）的人均收入和吨酒价格（终端零售口径），圆圈大小表示该国啤酒销量规模。可见吨酒价格与人均收入之间存在显著的正相关关系，

中国与巴西、墨西哥、俄罗斯比较，人均收入相当，吨酒价格却显著更低；抛开已形成稳定垄断格局的巴西、墨西哥不谈，俄罗斯格局与中国更近似（CR4=65%），但其吨价仍然显著高于中国。

中国人均收入 8827 美元，啤酒零售价格约每吨 1861 美元（折每瓶价格约 0.9 美元/500ml）；而人均收入与中国相当的国家，如巴西、墨西哥、俄罗斯等国的吨酒价格显著高于中国，分别为 3422、2782、2684 美元/吨。

诚然巴西和墨西哥的啤酒行业垄断格局已非常明晰（巴西市场份额前三的分别为百威 64%、喜力 20%、Cervejaria Petrópolis SA 13%；墨西哥市场份额前二的分别为百威 57%、喜力 40%），但俄罗斯则和中国比较类似，虽然 CR4 达到 65%，但并没有具备强势垄断优势的企业（份额前四的公司分别为嘉士伯 31%、喜力 13%、百威 12%、Anadolu Group 10%），在此情况下，俄罗斯的吨酒价格 2684 美元/吨仍然显著高于中国，是中国吨价 1861 美元/吨的 1.54 倍。

亚洲其他主要啤酒消费国如日本、韩国、印度、泰国、越南的吨价，或者说吨价与人均收入的比例亦显著高于中国。

图表4：世界各国啤酒吨价与人均收入：中国吨酒价显著较低


资料来源: Euromonitor、wind、中信建投证券研究发展部

1.12 全球趋向垄断竞争

全球啤酒行业在巨头兼并其他公司的驱动下，集中度提升。大部分主要消费国格局稳定。

啤酒从 20 世纪末期进入全球并购时代，百威、喜力、摩森康胜、嘉士伯等国际啤酒巨头广泛兼并全球其他国家的啤酒公司，形成各自势力范围/利基市场。目前全球市场 CR4 已达到 50%；前 15 个主要消费国中，大部分已经形成较稳定的寡头垄断或双寡头格局。

但中国市场仍旧胜负未分，且吨价提升空间大、格局仍在变化中，蕴藏着啤酒产业大机会，因此在全球啤酒版图中具有重要战略地位。

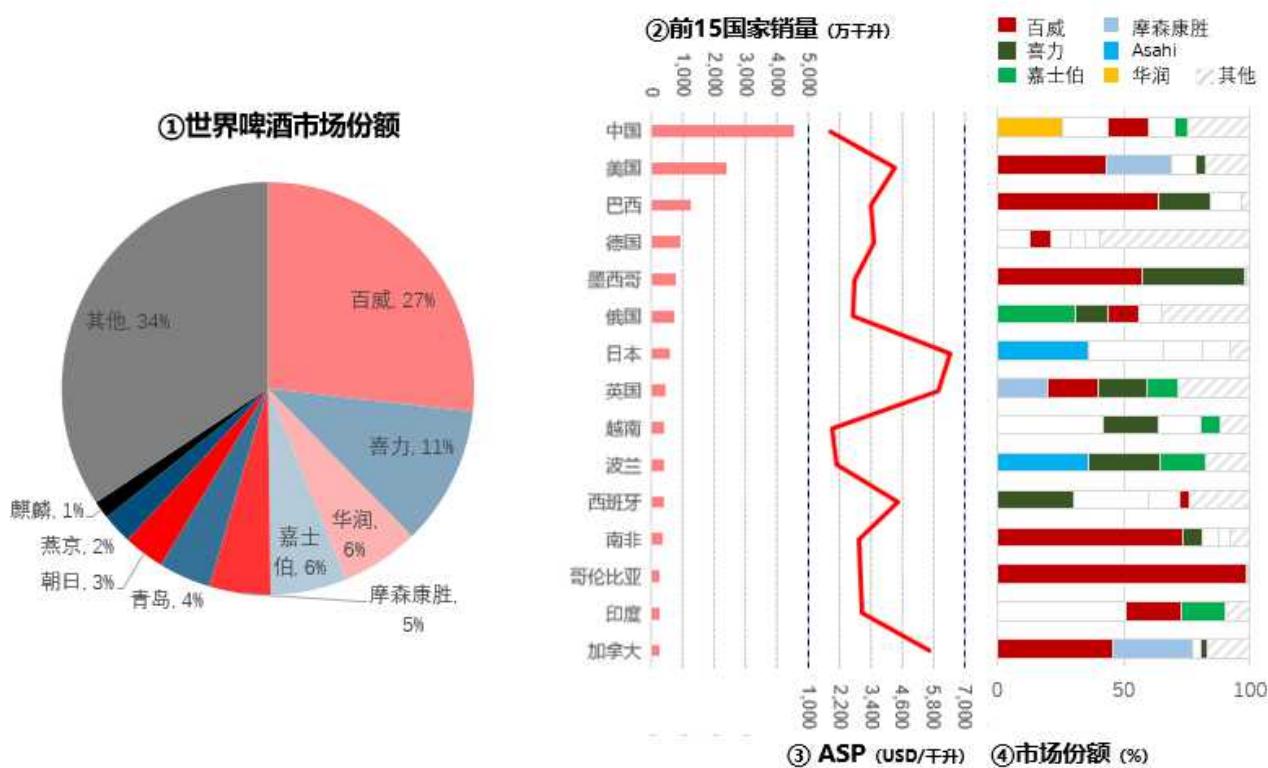
图表5：全球啤酒产业 CR4、CR5 提升

图表6：啤酒巨头企业通过兼并提升全球份额


资料来源: Euromonitor、中信建投证券研究发展部

资料来源: Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表7：全球啤酒行业份额分布，及主要消费国的格局对比（2017）



资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

1.2 啤酒经营致胜规律：份额、规模、结构

全球啤酒市场已发展出几个国际巨头，我们试图回溯和分析它们的经营方式来找到啤酒经营的致胜规律。我们认为实现高盈利能力主要有三条路径，即份额、规模、结构。

其一是获得份额优势。凭借垄断优势获得垄断利润；

其二是获取规模优势。啤酒是规模化产业，规模将带来明显的成本优势，帮助企业在竞争中获胜，我们认为这种规模优势除了体现在产销量总量上，也体现在单厂产量上——单厂产量高将显著提升公司的运营效率。

其三是获取结构优势。凭借更高的产品结构获取高盈利，同时需要做到产能布局的平衡，否则也容易因为固定成本太高而拉低整体利润率。

1.2.1 份额优势

以嘉士伯在马来西亚和亚洲市场为例，马来西亚是嘉士伯在亚洲市场份额最高的国家之一，总量份额38%，当地盈利水平显著高于嘉士伯在亚洲地区的平均水平（参见图表8）。嘉士伯在马来西亚的每千升营业利润为2735元/千升，远高于亚洲平均897元/千升；该国以占亚洲地区5.5%的销量产生了嘉士伯在亚洲16.6%的营业利润。

类似例子在全球其他地区、其他啤酒公司能找到许多例证，欢迎交流。

图表8：高份额带来高利润率：以嘉士伯在亚洲和马来西亚市场为例（2017）

		EBITDA	营业利润	销量（万千升）	每千升营业利润
亚洲	百万 DKK	4,320.00	2,905.00	330.00	897.12
	百万 CNY	4,402.51	2,960.49		
马来西亚	百万 MYR	330.80	299.89	18.00	2,735.34
	百万 CNY	543.11	492.36		
马来西亚在亚洲的占比		12.3%	16.6%		5.5%

资料来源：Bloomberg、Euromonitor、中信建投证券研究发展部

1.22 规模优势与单厂产量

以美国市场为例，美国市场啤酒产业化特点非常突出，大部分工业啤酒实现了规模生产。根据美国啤酒分配协会对 2018 年的统计，单厂产量 70 万千升以上的工厂有 15 个，其产量占全美啤酒产量 73%，平均单厂产量接近 100 万千升；单厂产量 23~70 万千升的工厂有 5 个，产量占全美啤酒 9%，平均单厂产量接近 40 万千升。以上两项的产量占比已超过 80%。

上述的 20 个大型工厂全部为百威和摩森康胜（份额排名第一、第二）的工厂（份额第三、第四的星座集团和喜力在美国市场均是从海外进口啤酒在美国销售，美国本土未设工厂）。

图表9：美国啤酒工厂高度规模化（2018 年）

工厂分级		工厂数量	工厂数量占比	产量		产量占比	单厂产量	
按桶	按万千升			万桶	万千升		万桶	万千升
>600 万桶	>70 万千升	15	0.3%	12,405	1,456	73%	827.00	97.04
200~600 桶	23~70 万千升	5	0.1%	1,609	189	9%	321.86	37.76
100~200 桶	12~23 万千升	4	0.1%	490	57	3%	122.43	14.37
50~100 万桶	6~12 万千升	10	0.2%	572	67	3%	57.20	6.71
10~50 万桶	1~6 万千升	40	0.7%	681	80	4%	17.03	2.00
<10 万桶	<6 万千升	5574	98.7%	1,319	155	8%	6.62	0.78
美国合计		5648	100.0%	17,076	2,004	100%	3.02	0.35

资料来源：美国啤酒分配协会、中信建投证券研究发展部

美国的规模化生产带来显著高的利润率，例如百威在北美 EBITDA 利润率达到 41%，而在格局类似的韩国（韩国：百威份额 51%，CR2=82%，CR3=86%；美国：百威份额 43%，CR2=69%、CR3=78%）EBITDA 利润率预计略低于此。百威在北美的 EBITDA 利润率也显著高于其他巨头在全球各市场的情况。

图表10：规模生产的北美市场，利润率水平显著较高（2017）

百威		嘉士伯		摩森康胜		星座		喜力	
地区	利润率	地区	利润率	地区	利润率	地区	利润率	地区	利润率
拉丁美洲	39%	北美洲	41%			美国	18.1%	美洲	17.40%
北部	43%								
西部	49%								
南部	47%								
北美洲						加拿大	9.6%		
亚太	35%	亚洲	28.4%, 20.4%			欧洲	12.9%	欧洲	14%
		西欧	19.8%, 15.0%						
		东欧	26.8%, 20.6%						
								非洲	13.50%

资料来源: Bloomberg、中信建投证券研究发展部

注: 表中斜体蓝色字为EBITDA 利润率, 黑色字为营业利润率。

1.23 结构优势

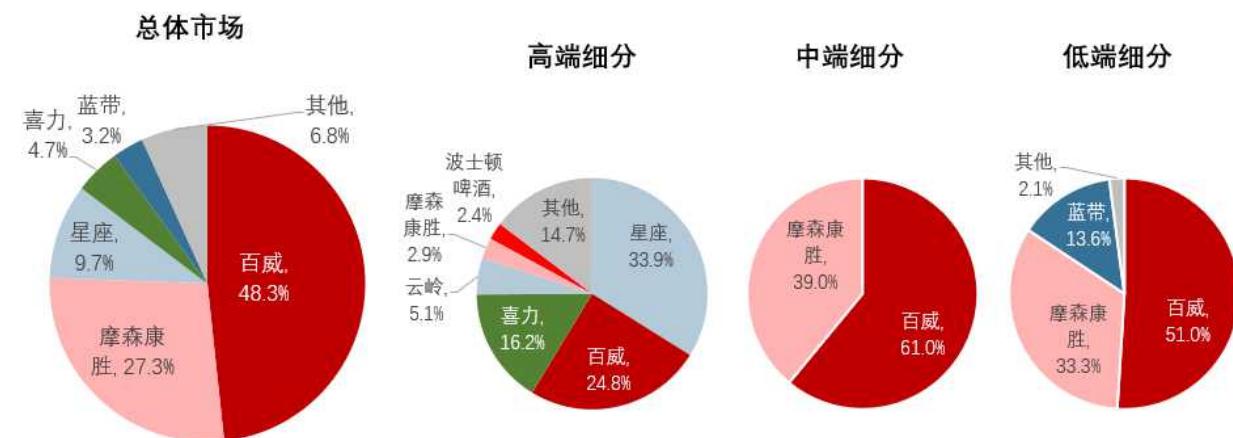
份额与规模优势并不是啤酒企业高利润率的必要条件, 如果做到抢占市场中的高端份额, 即使总量份额不高, 也可能实现高利润率。

例如美国市场中, 总量份额排第三和第四的星座集团和喜力啤酒(参见图表 11), 它们专注于高端细分市场(星座是纯高端, 喜力有非常少量中端产品)。它们的总量份额分别为 10%、5%, 但在高端细分的销量份额则是 34%、16%。高产品结构帮助公司实现了高营业利润率, 分别为 36.3% 和 19.1%, 高于总量份额远高于它们、但产品结构处于中低端的的摩森康胜(总量份额 27.3%, 营业利润率 18.4%)。

图表11：美国前 4 企业的产品结构和营业利润率

TOP4 企业	营业利润率	产品结构	份额			
			总体	高端	中端	低端
百威	35.2%	中、高	48.3%	24.8%	61.0%	51.0%
Molson Coors	18.4%	中、低	27.3%	2.9%	39.0%	33.3%
Constellation	36.3%	高	9.7%	33.9%		
喜力	19.1%	高	4.7%	16.2%		

资料来源: Bloomberg、中信建投证券研究发展部

图表12：以美国为例，啤酒市场分层（2016，销售口径）


资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表13：美洲市场主要产品结构

	百威	摩森康胜	星座	喜力
高端	Shock Top Michelob Ultra Rolling Rock Stella Artois	Blue Moon Leinenkugel	Corona Extra Modelo Corona Light Pacifico	Heineken Amstel Light Strongbow Lagunitas Dos Equis Red Stripe Newcastle
中端	Beck's Budweiser Landshark Michelob Amber	Foster's Mickey's Hamm's		
低端	Busch Natural	Coors Coors Light Miller		

资料来源：各啤酒公司官网及公告、中信建投证券研究发展部

1.24 小结：三条路径都可能实现高盈利

综上，我们认为啤酒企业经营实现高盈利具有三条可选路径，即获得份额优势、规模优势或结构优势，要求企业着力提升份额、单厂效率以及产品结构。每一种路径都可以带来企业整体效率的提升，从而实现更高的盈利水平。

二、中国啤酒市场：长期跟踪盈利拐点，短期关注成本波动

2.1 前情提要：原有竞争形成行业困局

➤ 总量饱和，预计未来3~5年内基本稳定

1990~2010是中国啤酒总量的高速增长期，总产量于2013年达到峰值5062万千升；其后2014~2016年下降至4506万千升，降幅较大；2017~2018年降幅趋缓（分别同比-0.7%、+0.5%），总量基本持平，2018年末总产量4402万千升。

多年份额争夺战造成低吨价、低盈利、产能过剩。1990-2010年，青啤、燕京、华润等企业初具龙头地位，为了在行业高速增长期快速抢占市场份额，各企业采取价格战和兼并收购方式进行激烈竞争，造成当下行业吨价低、产能过剩。

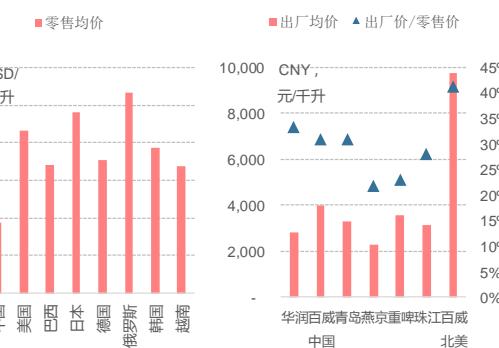
➤ 价格竞争造成行业吨价低

价格战是中国啤酒行业使用最广泛的竞争时段，长期积累下来，使得国内啤酒吨价处于畸低水平。吨价低不仅体现在产品终端售价上，也体现在企业出厂价（与上市公司收入同口径）上。

图表14：总量饱和，预计未来5年基本稳定



图表15：国内啤酒吨价低：零售均价、各企业出厂吨价



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告、Euromonito、中信建投证券研究发展部

终端平均售价低于其他国家。中国啤酒行业零售均价约1861美元/千升（折每500ml啤酒0.93美元，即6元），远低于其他国家，如零售均价较高的国家：美国4328美元/千升（折人民币14元/500ml），日本4803美元/千升（折人民币16元/500ml），俄罗斯5324美元/千升（折人民币17元/500ml）；其他亚洲国家：韩国3881美元/千升（折人民币13元/500ml），越南3397美元/千升（折人民币11元/500ml）。

企业出厂价更低，系竞争中将利润让渡给终端。从出厂口径看，中国啤酒企业出厂价远低于其他国家啤酒企业出厂均价，华润、青啤、燕京、重啤、珠江的出厂吨价（2018H1）分别为2829、3316、2279、3563、3129元/千升，百威在北美的出厂价则达到1494美元/千升（折人民币9766元/千升）。

这主要是在价格战中，不仅压低终端售价，同时企业不断让渡利润来笼络终端获得产品可见度和渠道控制力，造成出厂吨价畸低。从出厂价/零售价这个指标可以看出啤酒企业在销售链条中的话语权，国内企业这一比

例显著较低，在20~30%间，而百威北美的该比例则在40%以上。

➤ 快速兼并后，产能过剩矛盾突出

当前市场的前5企业早年通过兼并的方式快速提升市场份额，原因在于①1980-1990s各地兴起多家小厂，分布密集，②大企业兼并当地小厂是扩张市场区域的最快捷方式，可快速获得产能和原有渠道，优于自己新建产能。例如华润啤酒在江苏、浙江收购苏北、三泰啤酒；华润在湖北收购武汉行吟阁啤酒；青啤在山东收购银麦啤酒；百威在江苏收购金陵啤酒等等。

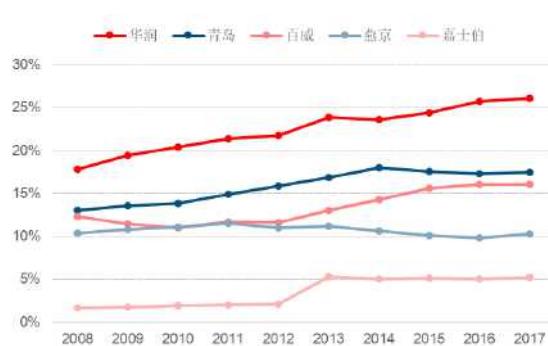
兼并完成后，在一家公司体内，形成单厂产能小、工厂分布密集等不合理的局面，拉低了公司整体营运效率。

➤ 目前已达到区域相对平衡，原有产品结构下竞争无以为继

经过多年份额争夺战，前五企业各自形成相对稳定的强势市场/利基市场。如华润在四川、安徽、浙江；青啤在山东、陕西、山西；百威在广东、福建；燕京在北京、广西；嘉士伯在西部地区等。

各自的强势市场犬牙交错，形成了区域平衡。在原有产品结构不变的条件下，啤酒企业原有竞争手段（价格战）的边际效用日益减小，即依靠价格战手段争夺份额时，每千升销量所耗费的费用逐步攀升，以费用换销量的策略不再经济，高费用投入无以为继。

图表16：中国啤酒TOP5企业份额提升



图表17：TOP5 达成区域均衡，份额进入相对稳定期



资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告、Euromonitor、中信建投证券研究发展部

➤ 小结：情况正在变化，中高端细分市场逐步扩容，带来行业利润增量

至此，小结中国啤酒行业以下要点：

- (1) 中国啤酒行业总量饱和，未来规模增长将主要依靠吨价提升驱动；
- (2) 原有产品结构下，各区域市场形成相对均衡。如果没有新的变量，则相对均衡难以打破；

(3) 行业目前吨价低、产能布局不合理是掣肘企业利润率的主要因素。

令人欣喜的是，行业正在发生积极变化，结合对美国成熟市场的经验借鉴，我们认为未来3~5年中这些变化（高端化和关厂）将逐步使行业突破困局。

2.2 拐点进行时：本质变化，长期空间逐步打开

国内啤酒行业正在经历盈利拐点，这主要是由两方面驱动的：结构高端化和产能整合（即关厂）。嘉士伯/重啤在2014~2018年经历充分证明了“高端化+关厂”模式的有效性，华润从2018年开始也已旗帜鲜明地做类似的经营改革；青岛啤酒2018年启动关厂，结构提升方面也略有提速。我们将从行业变化和酒企反应角度，分别分析高端化和关厂的进展。

我们认为行业未来2~3年将是极重要的窗口期，通过高端化+关厂的努力，主要酒企的利润率中枢将大幅提升，行业整体利润规模将快速扩张。我们尝试在本节第三部分试算行业的中长期利润空间；但更主要的是确定这样一个事实：步入盈利拐点后，行业利润空间广阔；具备更强经营能力（高端化、关厂）的企业将获得充分充盈的回报。

2.2.1 高端化加速：国资企业战略转向，高端化进程将加速

高端化本身是全球啤酒行业正在发生的浪潮。即使在吨价相对高的国家如美国，仍然在发生高端产品不断替代中端产品的变化，龙头酒企、小众精酿都参与其中。归根结底是消费者不断追求新鲜的、优质的产品体验。

➤ 在中国，高端化正在经历从需求端驱动向供给端驱动的转变

(1) 高端化伊始：需求端的自然选择

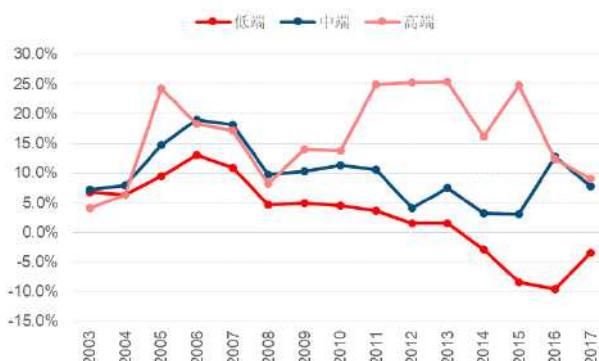
随着人均收入提升至一定水平，消费者的各方面消费均迎来升级需求，啤酒消费升级逐步从小众精酿、进口啤酒扩散至大众啤酒的升级。

从欧睿数据¹中可以清晰看到：高端啤酒快速增长、低端啤酒持续萎缩。近十年来，中国高端啤酒销售额增速均在10%以上，2011-2016年增速在20~35%之间，其销量占比已从2001年1.9%提升至2017年9.2%；低端啤酒销量占比则从2001年89.1%下降至71.2%。从销售额看，中高端啤酒销售额占比已经达到60.9%（其中中端占31.7%、高端占29.2%）。

¹ 欧睿分类标准：以商超价格3.5元/500ml和7元/500ml作为高中低端的分界线；

图表18：中国分档次啤酒销量：2002~2017


资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表19：分档次啤酒销量增速²：2002~2017


资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表20：分档次啤酒销售额：2002~2017


资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表21：分档次啤酒销售额增速：2002~2017


资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

图表22：精酿快速兴起，是高端需求客观存在的证据之一


资料来源：中信建投证券研究发展部

² 欧睿数据在 2019 年中或对 2017 年数据进行更正；

(2) 高端化加速：供给端参与并引导

起初，高端化红利主要由外资企业收割。高端化发展至今，基本由外资啤酒品牌主导并享受红利，同时期国内啤酒品牌基本以销量或份额为导向进行激烈的地盘争夺战，价格战是重要竞争手段。造成的结果是，高端细分市场外资企业份额高，低端细分市场则以国资企业为主。

2017年以来，国资企业战略转向，重视结构调整，希望参与高端化进程。随着①中高端细分市场的销售额超过整体的一半，以及②低端市场持续萎缩，同时期，国资企业亦③失去了总量扩张的红利（2014年起国内啤酒总量开始进入4年萎缩期），④收购兼并潮进入尾声，合适标的越来越稀缺，因此国资企业基于自身长远发展的考虑，主动选择了战略转向，显著提升对中高端市场的重视程度并加大资源投入，体现在具体政策上即加大对收入、利润的考核比重。例如华润在2018伊始（2017年报）即旗帜鲜明地提出要实现“有质量的发展”、“转型升级”，以及与喜力合作着力提升产品形象和高端运营能力等。

从消费者的角度，亦能直观感受到啤酒供给端（企业）的快速转变：2018年主要酒企频繁推出新产品，多定位在9~15元，例如华润雪花的新勇闯（SuperX）、燕京啤酒的帝道、重庆啤酒的小麦白等。我们认为这仅是开始，啤酒行业产品推陈出新的频率在2018~2020年将逐步加快，一则推出新产品替代老产品本来就是啤酒行业调整结构的传统方法，二则国资企业过去10年新品寥寥，市场现存产品普遍存在老化现象，有必要投入新品形成健康的产品迭代周期。

图表23：供给端：企业迎合消费需求推陈出新，中高端新品频出



资料来源：中信建投证券研究发展部

我们认为企业主动参与并引导高端化，将从整体上加速国内啤酒市场高端化的进程——高端细分市场扩容加速，这对国内市场的啤酒企业都是一件好事，带来更多竞争机会，在合适的产品、销售政策下各企业的高端产品规模将有机会迎来较快的增长。

➤ 未来中国市场可能出现和美国类似的分层现象

中国啤酒市场和美国市场比较类似，分层明显。各档次细分市场的格局不尽相同。未来中国市场也可能出现和美国类似的现象，即不仅以总体份额论胜负，而是具有中高端细分市场优势的企业也能获得较高的利润率。

首先，易见国内啤酒市场也存在明显的分层错位，各层级市场分别由不同的巨头占据相对优势。

(1) 高端细分市场。国内高端细分市场 2017 年销量规模约 413 万千升，占总量约 9%。其中：

百威由于自身体量大（约 750 万千升）、一直占据高端市场的高份额（2016 年 44%）；

青岛啤酒自身体量大（总体销量第二，2017 年销量 792 万千升，2018 年微增 1% 至 803 万千升），在国资品牌中结构相对较高；

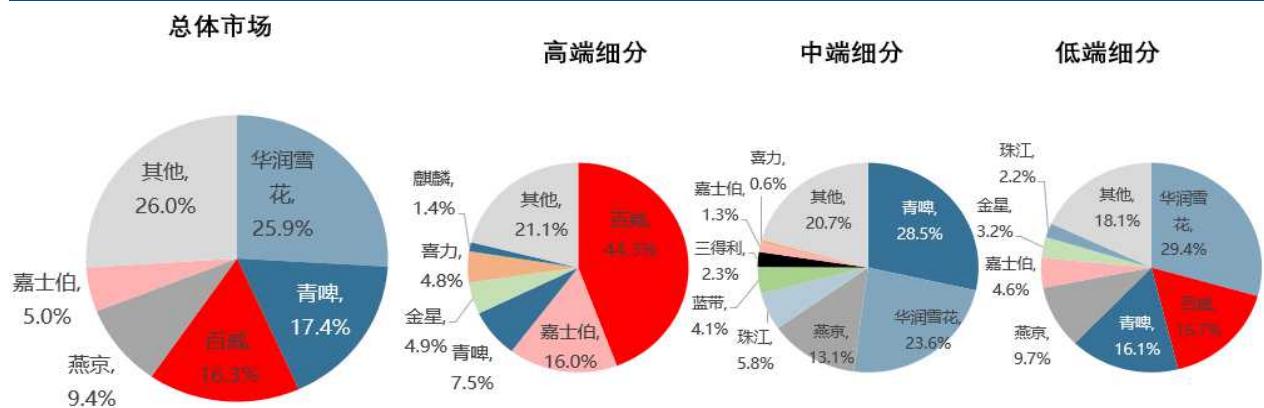
嘉士伯和喜力则是比较典型的总量份额小、高端份额高的企业，嘉士伯总量份额约 5%（约 200~230 万千升），但高端份额 2016 年达到 16%，2017 年预计已超过 20%；喜力中国总量仅 30~40 万千升，但基本是高端产品，其高端份额接近 5%。

(2) 中端细分市场。中端细分市场 2017 年销量规模约 881 万千升，占总量约 20%。其中青岛、雪花、燕京等占据主导地位，分别占据细分市场的 28.5%、23.6%、13.1%，三者份额之和超过 65%

(3) 低端细分市场。低端细分市场 2017 年销量规模约 3200 万千升，占总量约 71%。雪花优势明显，外资品牌则凭借在国内收购的本地品牌占据一定份额，例如百威的哈尔滨啤酒、嘉士伯的宁夏西夏啤酒、湖南国人啤酒等。

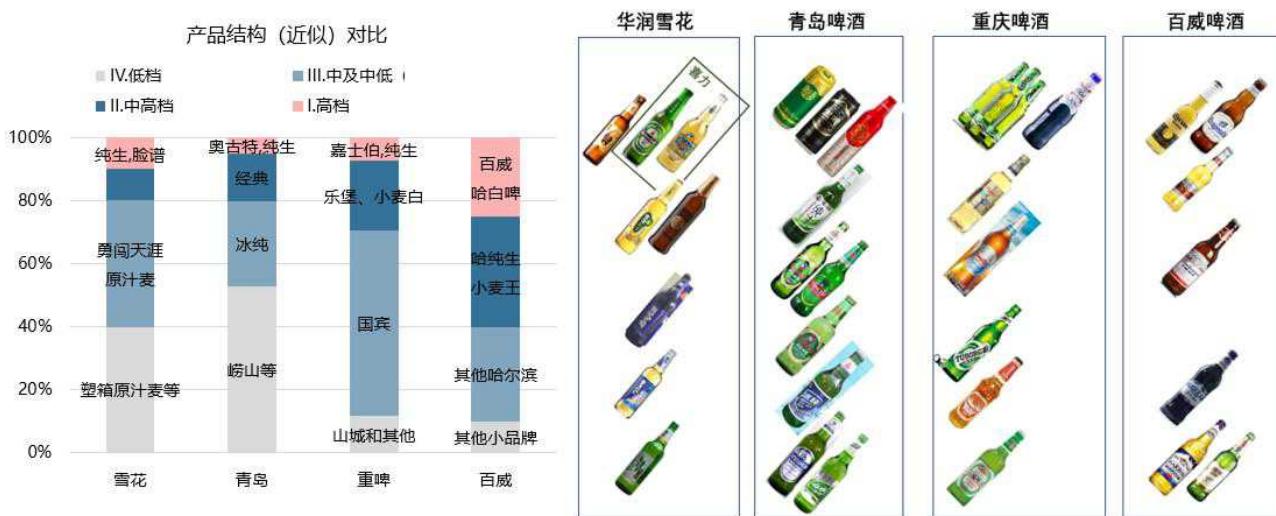
综上可见，国内龙头中，华润在低端和中端细分同时具有相对优势；青岛结构略强于华润，在高端市场亦有一定份额；百威高端优势明显、同时在低端细分占据一定份额（依靠哈尔滨啤酒）；嘉士伯和喜力主要在高端市场份额较高。

图表24：中国啤酒市场分层（2016，销量口径）



资料来源：Euromonitor、中信建投证券研究发展部

注：高端细分市场份额在 2017 年有较大变化，嘉士伯份额继续提升，预计在 20% 以上

图表25：中国公司主要品牌结构（近似）


资料来源：中信建投证券研究发展部

其次，这种分层现象在各自的盈利表现中充分体现。

根据 2018 年年报情况（重啤尚未出，为预估），华润啤酒 EBIT 利润率（还原后³）达到 10.4%；青岛啤酒营业利润率（还原后⁴）为 9.3%；重庆啤酒营业利润率约 14.6%（2018 中报值，全年预计略高于此）。

重庆啤酒吨价显著优于华润，略优于青啤。营业利润率亦大幅高于二者。

华润虽然结构上不及青岛啤酒（体现在吨价较低），但营业利润率相当，细究则华润的营业利润率水平略高 1pct，主要原因是在于①华润具备更强的规模优势，在国内各省中，华润占据强势省份的个数更多；②华润从 2016 年开始关厂，工厂数量得到精简，经营效率大幅提升。

图表26：各企业盈利能力对比（还原后营业利润率）

	青岛啤酒		重庆啤酒		华润啤酒	
	2017A	2018 (同口径)	2017A	2018H1	2017A	2018A
营业收入	26,277.05	27,630.32	3,175.52	1,763.58	營業額	29,732 31,867
销量	798.00	803.00	88.75	47.20	销量	1,182 1,129
吨酒价	3,256.36	3,398.41	3,474.07	3,563.17	吨酒价格	2,516 2,824
营业成本	15,622.13	16,555.77	1,926.02	1,068.61	銷售成本	-19,703 -20,669
营业税金及附加	2,325.03	2,326.54	264.90	141.19		
销售费用	5,768.94	5,923.90	465.22	238.49	銷售及分銷費用	-5,012 -5,570
管理费用	1,244.26	1,406.14	155.72	90.97	一般及行政費用	-3,976 -5,041

³ 华润啤酒还原后 EBIT=报表除税前溢利+资产减值+安置成本，2018 年约 33.2 亿元；

⁴ 青岛啤酒还原后营业利润=报表营业利润+资产减值+安置支出，2018 年约 25.7 亿元；

	青岛啤酒		重庆啤酒		华润啤酒	
	2017A	2018 (同口径)	2017A	2018H1	2017A	2018A
财务费用	-370.02	497.12	23.14	10.72	財務成本	-128
营业利润	1,992.23	2,377.56	334.45	249.34	除稅前溢利	1,816
资产减值		147.03	67.98	8.12	资产减值	739
安置成本		47.59			安置成本	215
还原后营业利润	1,992.23	2,572.19	402.43	257.46	还原后 EBIT	2,770
还原后营业利润率	7.58%	9.31%	12.7%	14.6%	还原后 EBIT%	9.3%
						10.4%

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

最后，我们认为高端化是打破当前行业困局的核心因素，原因在于高端细分带来了收入和利润的增量，这部分增量市场的竞争方式与以往低端市场的竞争方式大相径庭。

低端市场的竞争手段主要是价格战和费用战，这也是造成当前行业吨价畸低的主要原因。但高端市场的竞争方式则更多要依靠品牌力，即公司推出的高端产品和高端品牌是否能获得消费者认可。在这个过程中，渠道力对公司引导高端化具有一定的帮助作用，但不能完全替代品牌的作用，例如如果某公司在某地区份额高，但是以往品牌印象过于低档，则可能在该地份额较高是由于当地消费水平中低端消费占多数的缘故，随着啤酒消费升级，消费者寻求更高档次啤酒时，仍然有可能放弃以往份额高的低档品牌，而去追求消费者心目中品牌形象更高档的产品，这就为其他品牌形象更好，而以往在当地份额较小的啤酒企业创造了机会。对这些具备品牌力和一定程度渠道能力的企业来说，目前全国各地中高端细分市场逐步陆续兴起，消费者尚未形成牢固的品牌认知和忠诚度，这正是占领消费者心智、抢滩争夺中高端细分这一块“增量蛋糕”的好机会。

目前高端细分市场的收入占比已接近 15% 并且仍以 10% 以上的年均增速快速成长，随着高端细分市场占比逐渐提升，行业整体吨价将逐步提升，离开当前囚徒困境的洼地。另外，高端细分不仅收入规模增速可观，其具有天然的高利润率，因此我们认为未来 3~5 年内，高端市场细分将是中国啤酒市场的战略性高地，高端细分市场的份额将带给企业丰厚的利润并为企业储备未来的竞争资本。

2.22 关厂加速：单厂产能提升，边际效用显著

啤酒行业当前供给过剩，单厂产量低，大幅拉低了啤酒企业的运营效率。目前青岛啤酒在全国约有 60 余家工厂；华润啤酒约 90 家；百威约 15~20 家；重庆啤酒 14 家。

详细看各家公司单厂产量，重庆啤酒已进行了一轮关厂清理，单厂产量从 4.5 万千升提升至 6.4 万千升；华润啤酒单厂产量约 13 万千升，但近年关厂动作频繁且管理层表现出较强的关厂决心，未来关厂加速可期，预计未来 3~5 年单厂产量可提升至 20 万千升附近，运营效率将快速、大幅提升；青岛啤酒目前单厂产量约 13 万千升与华润相当；百威中国的生产最具规模效应，我们估计其单厂产量已接近 50 万吨。

图表27：国内主要啤酒企业产能、产量情况

	华润雪花				重庆啤酒			青岛啤酒	百威中国
	2016	2018E	2022E	期间关闭工厂(估)	2014	2017	2018E	2018E	2018E
销量	1,172	1,140	1,140	-	105	89	90	792	≈750
产能利用率	53%	58%	75%		65.5%	76%	84%	75%	Na
实际产能	2200	1966(估)	1520(估)	446	160(估)	117	112(估)	1,058	Na
工厂数量	98	90	50	40	23	15	14	59~62	15~20
说明	3~5年内关厂幅度较大，关闭一些较小或利用率不高的厂，提升产能利用率和运营效率				2015、2016关闭8家工厂，初步完成产能优化；2018.2关闭常德厂，未来持续小幅改善			关厂计划暂不清晰	非常精简，初步规模化
单厂产能	22.45	21.84	30.40	11.15	6.96	7.82	8.00	17.34	Na
单厂产量	11.96	12.67	22.80		4.55	5.92	6.43	12.98	37~60

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图表28：青啤产能分布（估）⁵


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图表29：华润产能分布（估）⁶


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

⁵ 蓝色气球表示生产销售型子公司（一般认为有工厂）；深蓝色表示销售型子公司；黄色表示投资型子公司。

⁶ 标识方式同青啤。

图表30：企业间固定资产周转率对比

	华润			青啤		燕京		重啤	
	2017A	2018E	2022E	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E
收入 亿元	302.35	332.59	393.06	262.77	276 (同口径)	111.96	112.40	31.76	36.52
销量	1,182	1135		792	796	416	384	89	90
吨价	2,558	2,930		3,318	3,467	2,691	2,927	3,579	4,058
固定资产	204	190	133	110	105	101	96	13	13
定资产周转率	1.48	1.75	2.96	2.39	2.62	1.11	1.17	2.38	2.92

资料来源：中信建投证券研究发展部

2.2.3 中长期空间：3~5年内行业整体利润提升 80~120%

总得来看，高端化推进将增加行业整体收入和利润规模，①行业整体吨价上行，中国啤酒行业吨价极低（包括零售价格低、厂方收入在行业产业链条中的占比低）的现状有望改善，②中高端市场利润增量不断被有高端竞争实力的企业收割；③在高端化的基础上，关厂则能提升经营效率，继续抬升企业营业利润率中枢。

我们是这样测算行业规模空间的：

（1）收入端的假设和结果

①人均收入保持一定比率增长(5.0%)；(10年后人均收入从当前 8827 美元即人民币 5.7w 人民币提升至 1.4w 美元即 8.6w 人民币)

②销量假定基本持平；

③行业整体零售均价 (RSP/销量) 随着人均收入提升而线性提升，(10 年后零售均价从当前 1861USD/吨即 6 元 CNY/500ml，提升至 3031USD/吨即 9.8 元 CNY/ml)；

过去行业竞争以价格战为主导，导致行业吨价难以提升，其涨幅长期落后于其他消费品；未来随着高端化推进并成为行业增长的主要驱动因素，则啤酒价格与人均收入增速之间的关系将逐步恢复正常。

④TOP5 企业零售额在行业总零售额中占比相对固定，为 66% (欧睿，2017)；

⑤TOP5 企业收入占零售额的比重略有提升，假设从 2017 年 29% 左右提升至 10 年后约 35%。原因是随着高端化的深入，在产业链条上，企业收入占比天然提升，可作为参考的是，百威在美国这一占比达到 40~45%；

图表31：中长期行业收入规模预测：3年后收入增约24%、5年后约45%

	人均收入增幅	全行业零售额	TOP5零售额占比	TOP5零售额	——对应累计增幅	TOP5平均：企业收入/零售额	TOP5企业收入	——对应累计增幅
2017		5507	66%	3640		29%	1056	
2020E	15.8%	6,375	66%	4,208	16%	31%	1,304	23.5%
2022E	27.6%	7,028	66%	4,639	27%	33%	1,531	45.0%
2027E	62.9%	8,970	66%	5,920	63%	35%	2,072	96.2%
参考： 2018YOY(E)			5%					8.3%

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

(2) 利润端的假设和结果

随着高端化和关厂的推进，企业整体利润率水平将有大幅提升。

TOP5企业⁷2018年净利润率（经常性业务）分别为（预估）华润7%、青啤6%、燕京2%、重啤12%。参考重庆啤酒从2014~2017年的变化，2014年公司实际净利润率⁸从4.1%提升至12.1%，因此我们预计未来3~5年内，行业整体净利润率有望达到8~10%，其中在高端细分市场获得突破、关厂提效切实推进的企业，达到10%以上净利润率并非难事。

涉及到各个企业的规模和利润，则我们认为比较确定的是：高端化和关厂执行到位的企业具有更高的胜算。

图表32：中长期行业利润规模预测：5年后有望翻番

		top5	华润	百威	青啤	燕京	嘉士伯	(重啤)
2018 (预估)	收入	1,143.77	332.59	332.59	275.65	112.40	90.56	36.52
	销量	3,305	1,135	768	792	384	227	
	吨价	3,461	2,931	4,331	3,480	2,930	3,993	
经营性净利润		78.81	23.93	NA	16.58	2.16	13.22	4.54
经营性净利润率		6.9%	7.2%	NA	6.0%	1.9%	14.60%	12.4%
2020E	收入	1,304.33						
	经营性净利润	104.35						
	经营性净利润率	8%						
2022E	收入	1,530.80						
	经营性净利润	137.77						
	经营性净利润率	9%						
2027E	收入	2,072.14						
	经营性净利润	207.21						
	经营性净利润率	10%						

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

高端化、关厂执行更好的企业,

将获得比行业(TOP5)更好的增速和利润率水平

详细测算参见“附录：企业间估值比较”

⁷ 不含百威，中国区情况缺少数据和预测基础；

⁸ 重庆啤酒实际净利润≈未扣除少数股东损益的净利润+资产减值*85%

2.3 提价与成本波动：周期波动，预计 1~2 年内成本回落

除了上述高端化和关厂两大核心变化以外，2017~2018 年行业的其他重要变化是行业性提价与成本的大幅波动。但总得来看，我们认为高端化和关厂是影响行业竞争本质的，成本波动和提价的影响则相对短期。

我们回溯行业从 200~2018 年的吨价和成本情况，发现几次比较大的涨价、成本波动阶段的一些异同之处，并对 2019~2020 年的成本进行大致判断。

2.3.1 成本历史回溯：2005-2018

啤酒行业吨价 2016~2018 年加速提升，高端化作用越来越重要。回顾 2005~2018 年，啤酒行业吨价和吨成本持续攀升，基本与综合 CPI 走势吻合，远低于食品 CPI 增幅。

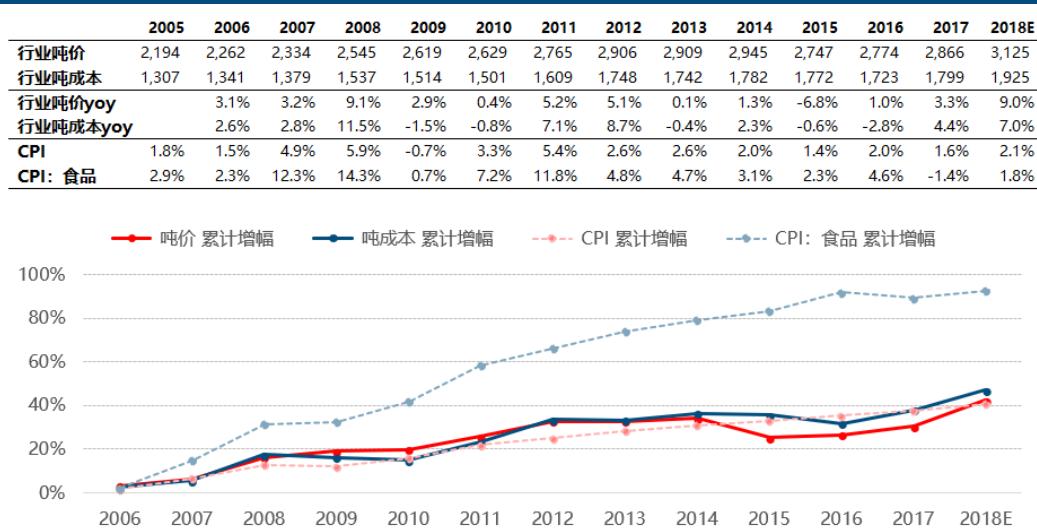
我们此处以华润、青啤、燕京、重啤四家企业为基础计算吨价和吨成本的算术平均值，作为行业吨价的参考指标（由于没有把百威和其他小而散的精酿、进口啤酒纳入统计，因此行业真实情况略高于这个参考值），并将计算结果展示在图 24~ 26 中，可见：

➤ 吨价、吨成本增幅远低于 CPI 食品

2005~2018 年吨成本和吨价均持续攀升，回看这 13 年，吨价累计增长 42.5% 至 3125 元/吨、吨成本累计增长 47.2% 至 1925 元/吨，增幅与 CPI 累计增幅 40.5% 基本一致，但显著低于食品 CPI 的累计增幅 92.6%；因此，消费者的直观感受是：酱油、粮油等食品十年间大幅涨价，而啤酒消费“似乎十年未动”。

正是因为啤酒的实际价格已经处在极低的位置，因此在各轮成本上涨中，啤酒企业不得不提价（参见图 26）。

图表33：2005~2018 啤酒行业吨价、吨成本（估算⁹）增幅与 CPI 基本一致，显著低于食品 CPI



资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

⁹ 估算方式：TOP5 企业（不含百威）的平均吨价、平均吨成本，其中 2015 年以前不含华润数据（未披露）；

➤ **吨价：驱动上涨的因素发生变化**

吨价提升明显加速，其中高端化的驱动作用越来越显著。

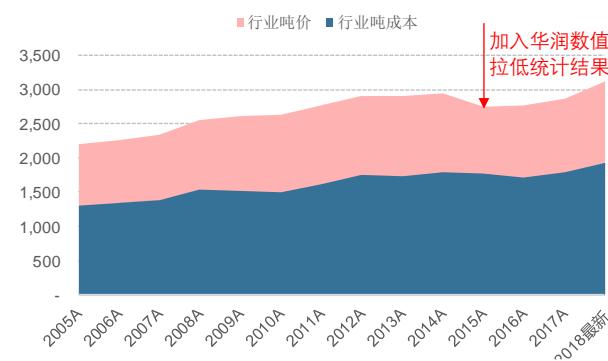
2016 年以前，吨价提升基本来自涨价（成本驱动）。行业吨价提升有两次，分别在 2008 和 2011 年，回溯历史这两年恰是行业成本大幅提升的年份（2008、2011 年大麦涨价，见图 26），因此发生了行业性涨价（2008 年较为明显、2011 年为年初提价但未能完全扩散开），可见涨价是主要驱动因素，预计结构提升的影响非常有限；

2016~2017 年，吨价提升主要由高端化驱动。期间并没有行业性涨价潮，在消费者主动选择和企业主动调整结构两方面的影响下，吨价增速显著提升。值得一提的是，我们认为这一阶段消费者主动选择的因素更大一些，重庆啤酒虽然在这两年主动提产品结构卓有成效，但由于在总量中占比较小因此对全局影响有限，大部分企业对提结构的重视程度比现在弱一些。

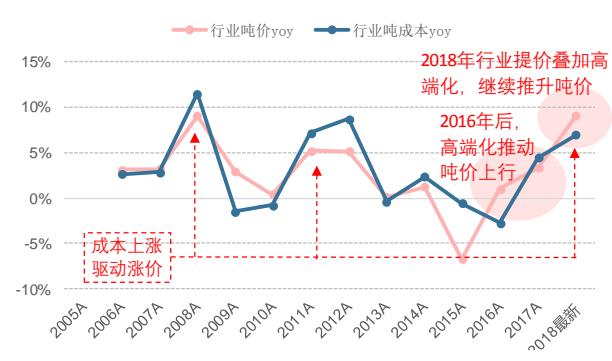
2018 年，高端化持续提升吨价、行业性涨价将吨价增速推高。一则高端化略有加速，产品结构提升从主要由需求端驱动逐渐向供给端驱动转变，这体现在各主要啤酒企业如华润、青岛啤酒、燕京啤酒均在战略层和产品执行上转向，例如华润提出 2018 年开始“有质量的增长”、“转型发展”，青岛啤酒对经典系列加大投放资源，以及主要酒企均推出 9~12 元价格带的新产品等等。二则从 17 年末 18 年初开始，华润领导了全行业涨价潮，从 2018 年三季度末的情况看，估计华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒的涨价幅度（不含结构提升）约为 9%、3~4%、7%。

值得注意的是，高端化驱动吨价提升在未来 5-10 年中将是持续的。

图表34： 行业吨成本、吨价十年变动



图表35： 行业吨成本、吨价十年变动 (yoy)

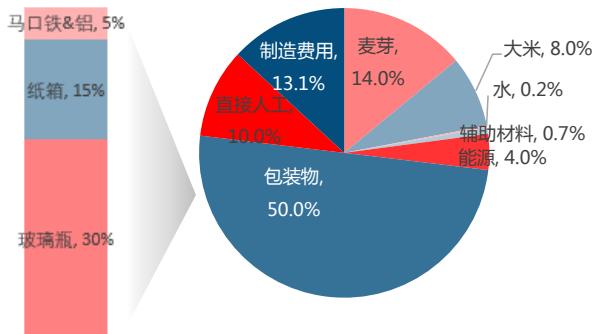


资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

➤ **吨成本：有一定周期性，三次成本大幅上涨后均跟随行业性提价**

吨成本涨跌呈现一定的周期性。主要由于原材料（大麦）和包装物（玻瓶、纸箱）的价格具有一定周期性（参见图 31~35），而它们在啤酒成本中占比较高（分别占 15~18%、50%），因此造成吨成本周期性变化。

图表36：啤酒成本构成


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

追溯行业几次较大的吨成本上涨，分别在 2007~2008 年、2011 年、2017~2018 年，其中：2007~2008 年和 2011 年主要由大麦成本上涨驱动（参考图 27 和图 28¹⁰）；2017~2018 年则主要由包装物价格上涨驱动（参考图 29、图 30）。

2017~2018 年，受供给侧改革和环保政策影响，上游快速去产能，导致啤酒行业相关的玻瓶、纸箱等价格快速上涨。其中玻瓶价格涨幅预计超过玻璃价格指数（图 30），草根调研显示，2019 年仍可能处于高位或小幅上涨；纸箱价格从 2018 下半年开始回落，预计 2019 年仍主要是下降趋势。

图表37：成本波动（1）大麦上涨：澳麦价格走势


资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

图表38：成本波动（1）大麦上涨：进口大麦均价走势


资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

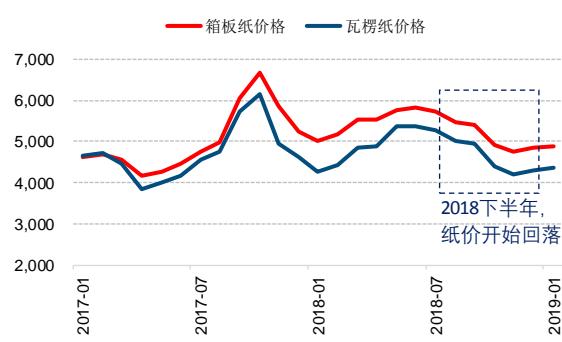
¹⁰国内啤酒大麦 70%以上来自进口，主要进口国澳大利亚、加拿大，进口占比超过 50%；图 27、图 28 可共同作为进口大麦价格趋势的参考；另啤酒公司通过大额交易、错峰交易等手段，大麦成本波动可能略低于图中情况；

图表39：成本波动（2）玻瓶价格上涨：以价格指数为参考



资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

图表40：成本波动（3）纸箱价格回落



资料来源：wind、公司公告、中信建投证券研究发展部

2.3.2 成本未来展望：2019-2020

我们判断啤酒成本 2019 年或仍在相对高位、但难以继续 2018 的高增幅；2020 回落确定性强。

(1) 大麦和纸箱成本占比均在 15% 左右，2019 年预计变化方向相反、幅度相近，两者影响几可抵消；

(2) 玻瓶成本变动预计小幅上涨。玻瓶价格波动预计大于从玻璃价格指数观测到的结果，从草根调研中我们判断 2019 年玻瓶仍将处于上涨态势（供给仍然紧张），但不同企业由于玻瓶使用方式不用，预计其玻瓶成本略有差异，如重庆啤酒大部分业务在重庆本地，当地回瓶较快，玻瓶新购压力较小，预计 2019 年玻瓶成本将上浮 5~8%；青岛啤酒的高端产品基本由青岛市发往全国各地，回瓶难度大，从 2017-2018 年即表现出更大的成本压力，我们预计其玻瓶成本上涨可能在 10% 左右。

(3) 直接人工近年持续上涨，涨幅基本维持在 6% 左右。对此我们仍保持 6% 增长假设。

总得来看，2019 年啤酒行业成本可能呈 1~4% 的小幅增长，增幅远低于 2018 年（2018 前三季度数据显示，青啤吨成本+5.9%、燕京吨成本+5.5%；重啤吨成本+2.6% 显著低于其他企业，预计成本控制的相对优势在 2019 将持续）。

预计进入 2020 年后，大麦、纸箱、玻瓶均将进入回落阶段，整体成本大概率将回落。

图表41：2019 年啤酒成本预计小幅上行，2020 年大概率回落

总成本占比	2019 增速 (E)	2019 变化说明	2020 增速 (E)
直接人工	10%	6%	维持增长
大麦	15%	10%	平稳/回落
玻瓶	30%	10%	回落
纸箱	15%	-10%	平稳
其他成本	30%	0%	
总成本	3.60%	增幅小于 2018 年（普遍在 6~9%）	预计下行

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图表42：主要企业吨价变动¹¹（2018 最新）

图表43：主要企业吨成本变动¹²（2018 最新）


资料来源：公司公告、信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图表44：主要企业 2018M9 量价变化

2018M9	收入 yoy	销量 yoy	销量说明	吨价 yoy	吨价拆分	
					涨价	结构提升
重庆啤酒	8.80%	4.90%		≈4%	略超预期	略超预期
重庆	5.40%	≈1~2%	Q3 天气热	≈3%	<1%	略超预期,>10 元增速快
四川湖南	22.90%	≈10~15%	区域扩张	≈5~10%	跟随提价	
青岛啤酒	5.20%	0.70%	平稳	4.50%	加速, ≈3~4%	≈1~2%
燕京啤酒	0.40%	-7.80%	北京下滑	8.80%	≈7%	≈1~2%
北京	-6.30%					
其他	2.80%					
华润啤酒		-3~4%	东北下滑	10~13%	≈9%	≈4%

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

2.3 拐点逻辑强于成本波动

综上，我们认为行业本质变化在于高端化和关厂，它们将改变行业当前的竞争方式和发展重心，整体抬升行业盈利中枢；成本则是以3~4年为周期呈现周期性波动。

中长期看，行业盈利拐点明晰，2018年行业盈利中枢确已改善。

高端化和关厂这两项核心变化从2015~2016个别企业（嘉士伯/重啤）执行；到2018年华润战略转向亦开始执行同样的改革，高端化和关厂同步推进；青啤燕京在高端化方面已有进，关厂改革仍可期待；总体上看，行业高端化和关厂都在加速，因此我们认为目前啤酒行业确实处在盈利向上的拐点期。

¹¹ 燕京、重啤分别选取2017M9和2018M9；青啤、华润为2018年报数据；

¹² 同上。

短期看，18年拐点加速恰逢成本上涨，导致利润并未完全释放。

2017-2018年恰好是成本快速上涨期，大部分企业吨成本有5~9%增长，这掩盖了企业吨价提升带来的利润增量。例如青岛啤酒，吨成本上升5.9%，燕京啤酒吨成本上升5.5%，均相当于在吨价不变的情况下使毛利率下降3~4%。在此情况下，企业盈利

但应看到，成本将在1~2年内回落，则2018~2019年行业盈利中枢抬升（来自结构提升、关厂、涨价）带来的利润增量将得以释放。

啤酒行业销售经验中，无论是零售价还是出厂价，一般价格上涨后极少出现重新下跌的情况。成本从2017下半年开始上涨，我们认为2019下半年~2020年成本有可能迎回调，其中2020年成本回落确定性高。届时，成本恢复正常水平，则利润增量将得以释放。

三、公司分析与估值

3.1 重庆啤酒&嘉士伯

嘉士伯是全球第4大啤酒企业（前3分别为百威、喜力、华润），总部设在丹麦，1978年正式进入中国大陆开展啤酒业务，目前在国内啤酒市场有5%的销量份额，啤酒业务主要分布在重庆、云南、新疆、宁夏、广东等地，近年来发展迅速，已成为其全球业务的重要增长区域。

重庆啤酒是嘉士伯在中国区最重要的业务单元，也是嘉士伯旗下在A股唯一的上市公司。重庆啤酒主要业务在重庆、四川、湖南，其中重庆地区收入和销量占比都在70%以上，在当地凭借压倒性市场份额，以及近年来通过嘉士伯国际品牌+本土品牌不断提升的产品结构，和持续关厂提效带来的效率提升，公司整体盈利水平大幅提升，除百威中国（数据不可知）外，吨价和利润率水平已达到第一。

图表45：重庆啤酒&嘉士伯势力地图（估）



图表46：重庆啤酒产品结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

资料来源：中信建投证券研究发展部

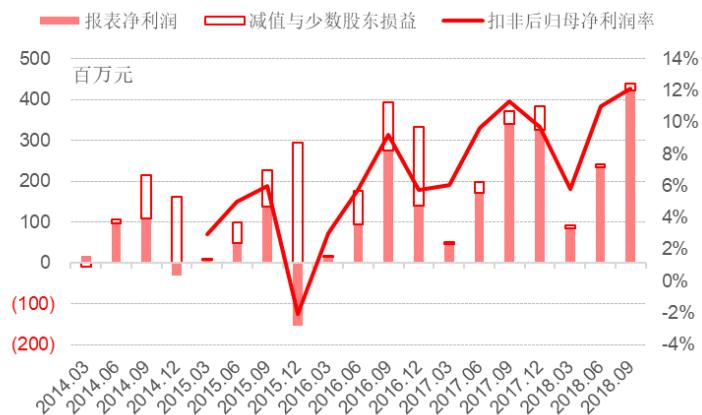
➤ 国内啤酒企业盈利改善的先行者

重庆啤酒盈利的提升得益于从 2014 开始所做的系列变革，即关厂、产品结构提升以及内部运营优化。

- ① 关厂：其一，战略性退出不占优势的市场如安徽、浙江等，关停并出售当地亏损工厂；其二，将重庆、四川等地盈利较差、产能老旧的小厂关闭，提升整体运营效率。2015~2016 年共关闭 8 家工厂，2018 年 2 月公司又将湖南常德厂关闭（产能 10 万吨、产量仅 2 万吨）；
- ② 产品结构提升：其一，在重庆地区用国宾替代老山城，作为新的主力产品；其二，利用嘉士伯国际品牌如乐堡、1664 等提升品牌形象，扩大高端产品销售占比；其三，培育重庆品牌高端产品，如重庆纯生、重庆小麦白等 10~12 元产品；
- ③ 内部运营优化：实行严格的成本控制，并优化供应链。这些工作收效较好，从 2018 年可见一斑：在成本整体大幅上涨的背景下，重庆啤酒吨均成本仅上涨 2.6%，大幅低于同行（青啤 5.9%、燕京 5.5%、华润 8.8%）。

在以上努力下，公司扣非归母净利润率由 2014 年 4% 左右水平迅速提升至 2017 年 10% 左右，预计 2018 年继续提升。重啤这些改革过程为其他啤酒企业提供了一个极好的示范和参考。

图表47：重庆啤酒盈利提升之路：高端化+关厂



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

➤ 扬帆 22，盈利增长加速之路已经启航

2018年后嘉士伯中国整体盈利增长将提速。根据嘉士伯全球2014年提出的发展战略，2014-2018战略收缩期，全球范围内进行成本精简和效率提升，主要措施包括推动高端产品销售、关闭空置厂房、成本控制等，目的在于为下一战略阶段储备充足的资金；2018-2022转为战略扩张期，将在重点市场加大营销投入，力争扩张强势区域范围。

从2018年年报表现来看，嘉士伯中国区已经取得非常优秀的业绩。得益于高端产品销量快速提升（凯旋1664等），中国区销量增长8%；产品组合吨价提升7%，使中国区收入增长15%；税前利润亦增长15~20%。我们估计目前嘉士伯中国区净利润约达到11~13亿人民币。

➤ 未来构想：销量提升，利用高端优势成为利润份额高的企业

结合我们在1.13中提出的分层假设，预计嘉士伯可能成为总量份额虽然不高（10%以内），但高端具备明显优势，因而形成较高利润规模的企业。

➤ 盈利预测

图表48：重庆啤酒盈利预测与估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	3,195.9	3,175.5	3,447.6	3,713.5	4,025.9
营业收入 yoy	-3.8%	-0.6%	8.6%	7.7%	8.4%
销量（万吨）	94.62	88.75	93.29	97.90	102.76
销量 yoy		-6.2%	5.1%	5.0%	5.0%
吨价（元/吨）	3,270	3,474	3,571	3,674	3,804
吨价 yoy		6.3%	2.8%	2.9%	3.5%
净利润（百万）	181.0	329.5	403.5	453.1	485.0
净利润 yoy	-375.6%	82.0%	22.5%	12.3%	7.1%
EPS（元）	0.37	0.68	0.83	0.94	1.00

资料来源：wind、Bloomberg、中信建投证券研究发展部

3.2 华润啤酒

➤ 未来构想：龙头稳固，利润率大幅提升

华润啤酒是国内啤酒销量龙头，截至2017年末，总销量份额已达到26%，超过第二名青岛啤酒近10%。公司在过去10年中销量迅速扩大，积累了显著的渠道优势。从现状来看，华润啤酒吨价在前五企业中较低，但得益于较好的规模优势，企业整体利润率水平处于中等。

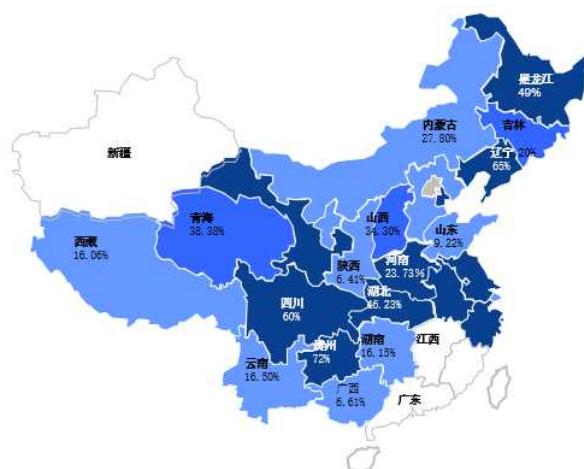
从2018年开始，公司即旗帜鲜明提出要做“有质量的发展”、“转型升级”，因此进行一系列举措：

- ① 着力提升产品结构：通过推出新产品SuperX和一些地域性品牌，定位9~12元；逐步缩减低端产品的资源投入；

- ② 着力培育高端产品运营能力，牵手喜力：2018年与喜力公司达成协议，收购喜力中国的工厂和子公司，并获得喜力品牌啤酒在中国的独家经销权；预计2019年开始将借助喜力来丰富公司高端产品线并加强高端产品运营能力；
- ③ 大刀阔斧关厂改革：预计2018年关厂较2017年略有加速，这一改革动作虽然在当期产生较高的成本费用（遣散成本、资产减值），但从长期看减少企业亏损，提升盈利中枢，从重庆啤酒的改革进程可以得到印证。

我们认为公司目前改革方向正确，关注其与喜力的合作进展。

图表49：华润啤酒势力地图（估）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表50：华润啤酒品牌结构



资料来源：中信建投证券研究发展部

3.3 青岛啤酒

➤ 未来构想：期待改革加速，仍是高端细分有力竞争者

青岛啤酒作为老牌国资高端品牌，品牌形象健康、消费者认可度较高。公司有稳固的利基市场如山东、陕西等省份。在当前行业高端化趋势明晰的背景下，公司客观上具备较强的存量优势：从8~12元这个战略价格带来说，公司产品如经典1903、青岛纯生等产品具备较强的竞争力。

另一方面，公司运营相对精细，存货周转、固定资产周转等指标明显优于同行。我们认为公司近年来业绩不尽如人意的主要原因是份额下滑的压力下，费用投入过高。

图表51：青岛啤酒势力地图（估）


资料来源：中信建投证券研究发展部

图表52：青岛啤酒产品结构


资料来源：中信建投证券研究发展部

正如我们在“2.21 高端化加速”梳理行业变化时所描述的，未来3~5年，中高端细分市场成为各企业战略中心，青岛啤酒亦在2018年有一系列的变化，例如着力降低低端产品费用投入、对高端档位的优势产品进行资源聚焦等等。

根据公司披露的2018年报，结构提升较以往略有加速：高附加值产品销量增长加速，低档产品萎缩。期待继续加速。

全年销量803万吨微增0.8%，产品结构提升较以往提速：青岛品牌销量391万千升，同比增长4.0%，其中高附加值产品销量173万吨，同比增长6.6%贡献主要增量；其他品牌销量412万吨，同比下降2.2%。

整体吨价约3267元/吨，在2017年同口径下增长4.3%。其中预计公司18年初提价贡献约3%，结构提升贡献约1.3~1.5%。

公司2018年开始强调资源向自主品牌、高档产品聚焦，高档产品增速较以往显著提速，期待这方面继续发力，在行业高端化趋势不断明确和加速的背景下，公司自主范围内也可以做到更好，吨价增长有充分空间。

➤ 关厂终启动

根据公司披露的2018年年报，关厂终启动，还原后归母净利润15.8亿元，增长25%；扣非归母净利润增约20%，业绩增长略超预期。

在行业进行产能优化的趋势下，公司关厂终启动，2018年关闭上海杨浦、芜湖2家工厂。关厂后形成减值损失约1.5亿元、员工安置成本约0.5亿元，由于这部分属于一次性成本费用并不影响未来现金流，因此我们认为应将净利润还原（扣税），还原后营业利润25.7亿元，同比增长29.1%，对应营业利润率9.3%，同口径下提升1.7pct；还原后归母净利润15.8亿元，同比增约25.1%，净利润率5.7%，同口径下提升0.9pct；还原后扣非归母净利润约11.6亿元，增约19.4%；业绩增长略超预期。

中长期看，关厂将提升效率，叠加结构提升，整体盈利中枢将上移。短期看，2019~2020成本上涨趋缓、

下降，毛利率大概率持续改善。

随着行业高端化和产能整合的趋势加速，我们认为一方面公司展现出改革（关厂提结构）的态度，将随着行业转好迎来经营效率提升；另一方面公司自身仍有较大的进步空间，如果结构提升能够继续加速，将取得更好的业绩表现。

➤ 盈利预测

图表53：青岛啤酒盈利预测与估值

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	26,277.1	26,575.3	27,625.8	28,660.2	30,264.9
营业收入 yoy	0.7%	1.1%	4.0%	3.7%	5.6%
销量（万吨）	798	803	811	821	826
销量 yoy	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	0.6%
吨价（元/吨）	3,258	3,267 ¹³	3,363	3,451	3,624
吨价 yoy		4.3%	2.8%	2.5%	1.3%
净利润（百万）	1,043.5	1,263.0	1,498.0	1,814.2	2,257.3
净利润 yoy	-39.1%	21.0%	18.6%	21.1%	24.4%
EPS（元）	0.77	0.93	1.11	1.34	1.67

资料来源：wind、Bloomberg、中信建投证券研究发展部

风险分析

行业竞争恶化、费用恶性投放。

¹³ 2018 年收入口径有变化，若与 2017 同口径则吨价为 3398 元/吨；

附录：企业间估值比较

图表54：华润啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒估值对比

日期	2019/4/2				0291.HK				600132.SH				600600.SH				000729.SZ				002461.SZ				
盈利					华润啤酒				重庆啤酒				青岛啤酒				燕京啤酒				珠江啤酒				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	
报表净利润 yoy	11.75 <small>-17% 102% 56%</small>	9.77 <small>19.72 30.75</small>	19.72 <small>22% 15% 10%</small>	30.75	3.29 <small>13% 22% 15% 10%</small>	4.04 <small>13% 22% 15% 10%</small>	4.64 <small>13% 22% 15% 10%</small>	5.10	12.63 <small>13% 22% 33%</small>	14.22 <small>13% 22% 33%</small>	17.39 <small>13% 22% 33%</small>	23.09	1.61 <small>23% 20% 15%</small>	1.98 <small>23% 20% 15%</small>	2.38 <small>23% 20% 15%</small>	2.73	1.85 <small>20% 15%</small>	3.66 <small>20% 15%</small>	4.39 <small>20% 15%</small>	5.05	1.85 <small>20% 15%</small>	3.66 <small>20% 15%</small>	4.39 <small>20% 15%</small>	5.05	
关厂数量	关7, 余91关13, 余7关10, 余61关5, 余65				15	关1,	余14	14	14	没关	关2, 余60+	关2	关2												
资产减值	7.39	13.01	10.00	5.00	0.68	0.30	0.30	0.60	-	1.50	1.50	1.50	-	0.50	0.50	0.50									
员工安置成本	2.15	4.83	3.50	1.75	-	0.20	-	-	-	0.50	0.50	0.50	-												
实际净利润 yoy	18.91 <small>22% 29% 20%</small>	23.15 <small>20% 20%</small>	29.84 <small>17% 12% 13%</small>	35.81	3.84 <small>17% 25% 20% 30%</small>	4.50 <small>17% 25% 20% 30%</small>	5.04 <small>17% 25% 20% 30%</small>	5.70	12.63 <small>25% 20% 30%</small>	15.85 <small>25% 20% 30%</small>	19.01 <small>25% 20% 30%</small>	24.72	1.61 <small>25% 20% 15%</small>	1.98 <small>25% 20% 15%</small>	2.38 <small>25% 20% 15%</small>	2.73	1.85 <small>98% 20% 15%</small>	3.66 <small>98% 20% 15%</small>	4.39 <small>98% 20% 15%</small>	5.05	1.85 <small>98% 20% 15%</small>	3.66 <small>98% 20% 15%</small>	4.39 <small>98% 20% 15%</small>	5.05	
财务费用	-1.28 <small>-0.48 -0.48 -0.48</small>	-0.48 <small>-0.48 -0.48</small>	-0.48 <small>-0.48 -0.48</small>	-0.48	0.23	0.23	0.23	0.23	-3.70	-4.97 <small>-4.97 -4.97</small>	-4.97 <small>-4.97 -4.97</small>	-4.97 <small>-4.97 -4.97</small>	-4.97 <small>-4.97 -4.97</small>	0.05	0.05	0.05	0.05	-1.76 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>	-2.45 <small>-2.45 -2.45 -2.45</small>
EBIT (还原后) yoy	27.70 <small>20% 20%</small>	33.16 <small>20% 20%</small>	39.79 <small>16% 12% 13%</small>	47.75	4.75 <small>23% 16% 12% 13%</small>	5.52 <small>23% 16% 12% 13%</small>	6.16 <small>23% 16% 12% 13%</small>	6.93	13.14 <small>23% 16% 12% 13%</small>	16.16 <small>23% 16% 12% 13%</small>	20.38 <small>23% 16% 12% 13%</small>	27.99	2.20 <small>22% 13% 12%</small>	2.69 <small>22% 13% 12%</small>	3.22 <small>22% 13% 12%</small>	3.69	0.71 <small>244% 13% 12%</small>	2.43 <small>244% 13% 12%</small>	3.41 <small>244% 13% 12%</small>	4.28					
折旧摊销	17.06	16.54	15.90	15.60	1.62	1.60	1.60	1.60	11.60	11.39	11.39	11.39	8.72	8.72	8.72	8.72	2.71	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	2.65	
EBITDA (还原后) yoy	44.76 <small>11% 12% 14%</small>	49.69 <small>12% 13% 14%</small>	55.69 <small>12% 9% 10%</small>	63.35	6.37 <small>11% 12% 13% 14%</small>	7.12 <small>11% 12% 13% 14%</small>	7.76 <small>11% 12% 13% 14%</small>	8.53	24.74 <small>11% 13% 12% 13%</small>	27.55 <small>11% 13% 12% 13%</small>	31.77 <small>11% 13% 12% 13%</small>	39.38	10.92 <small>5% 13% 12% 13%</small>	11.41 <small>5% 13% 12% 13%</small>	11.94 <small>5% 13% 12% 13%</small>	12.41	3.42 <small>49% 13% 12% 13%</small>	5.08 <small>49% 13% 12% 13%</small>	6.06 <small>49% 13% 12% 13%</small>	6.93					
经营性净现金流	42.55 <small>42.55 48.51 55.30</small>	42.55 <small>42.55 48.51 55.30</small>	48.51 <small>48.51 55.30</small>	55.30	8.20 <small>8.20 9.14 9.88 10.74</small>	9.14 <small>8.20 9.14 9.88 10.74</small>	9.88 <small>8.20 9.14 9.88 10.74</small>	10.74	22.24 <small>22.24 39.92 43.55 47.21</small>	39.92 <small>22.24 39.92 43.55 47.21</small>	43.55 <small>22.24 39.92 43.55 47.21</small>	47.21	13.87 <small>13.87 16.05 17.51 18.98</small>	16.05 <small>13.87 16.05 17.51 18.98</small>	17.51 <small>13.87 16.05 17.51 18.98</small>	18.98	4.95 <small>4.95 4.30 4.69 5.09</small>	4.30 <small>4.95 4.30 4.69 5.09</small>	4.69 <small>4.95 4.30 4.69 5.09</small>	5.09					
估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E	
市值(CNY, 亿元)	761 <small>24 +32</small>	777 <small>7 7 7</small>	885 <small>7 7 7</small>	885	101 <small>-</small>	149 <small>-</small>	176 <small>-</small>	176	531 <small>3 436</small>	471 <small>348</small>	624 <small>501</small>	624	190 <small>175</small>	159 <small>144</small>	186 <small>171</small>	186	131 <small>19 5</small>	97 <small>171</small>	150 <small>171</small>	150	131 <small>3 10</small>	97 <small>10</small>	150 <small>10 10</small>	150	
PE	历史区间				30~60x				30~59x				24~48x				37~130x				28~102X				
报表净利润对应PE	64.7	79.6	44.9	28.8	30.6	36.9	37.9	34.5	42.1	33.1	35.9	27.0	118.0	80.3	78.4	68.2	70.6	26.6	34.1	29.7					
实际净利润对应PE	46.8 <small>38.2 29.7 24.7</small>	38.2 <small>29.7 24.7</small>	29.7 <small>26.3 33.0 34.9 30.9</small>	24.7	26.3 <small>25.1</small>	33.0 <small>29.7</small>	34.9 <small>29.7</small>	30.9	42.1 <small>23.2</small>	31.0 <small>23.2</small>	24.6 <small>29.1</small>	17.9	78.1 <small>17.5</small>	63.7 <small>14.9</small>	53.3 <small>14.9</small>	46.4 <small>14.9</small>	180.4 <small>14.9</small>	52.5 <small>14.9</small>	37.4 <small>14.9</small>	29.8 <small>14.9</small>	60.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	
EV/EBIT(还 原后)	25~45X				20~50X				15~40X				20~55X				66~130X (2010上市、百威持股)								
TTM (E)	31.6 <small>26.4 22.0 18.3</small>	26.4 <small>22.0 18.3</small>	35.6 <small>23.7 21.8 19.8</small>	30.6 <small>23.7 21.8 19.8</small>	27.4 <small>23.2</small>	24.4 <small>23.2</small>	24.4 <small>23.2</small>	24.4	38.1 <small>23.2</small>	31.0 <small>23.2</small>	24.6 <small>23.2</small>	17.9	78.1 <small>17.5</small>	63.7 <small>14.9</small>	53.3 <small>14.9</small>	46.4 <small>14.9</small>	180.4 <small>14.9</small>	52.5 <small>14.9</small>	37.4 <small>14.9</small>	29.8 <small>14.9</small>	60.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	47.7 <small>14.9</small>	
EV/EBITDA 历史区间 (还原后)	10~25X				20~35X				10~26X				10~22X				20~40X								
到年底	19.5 <small>17.6 15.7 13.8</small>	17.6 <small>15.7 13.8</small>	26.5 <small>23.7 21.8 19.8</small>	22.0 <small>23.7 21.8 19.8</small>	23.7 <small>23.2</small>	21.8 <small>23.2</small>	19.8 <small>23.2</small>	19.8	20.3 <small>17.5</small>	18.2 <small>17.5</small>	15.8 <small>17.5</small>	12.7	15.7 <small>14.9</small>	15.0 <small>14.9</small>	14.4 <small>14.9</small>	13.8 <small>14.9</small>	37.3 <small>14.9</small>	25.1 <small>14.9</small>	21.0 <small>14.9</small>	18.4 <small>14.9</small>	23.9 <small>14.9</small>	23.9 <small>14.9</small>	23.9 <small>14.9</small>	23.9 <small>14.9</small>	
吨酒市值(元/吨)	6,435 <small>1,182 1,129 1,120</small>	6,886 <small>1,129 1,120</small>	7,906 <small>98</small>	11,375 <small>89 93 98</small>	15,942 <small>93</small>	17,949 <small>98</small>	17,949 <small>98</small>	17,949 <small>98</small>	6,709 <small>792</small>	5,872 <small>802</small>	7,673 <small>813</small>	7,673 <small>813</small>	4,566 <small>416</small>	4,055 <small>392</small>	4,753 <small>392</small>	4,753 <small>392</small>	10,793 <small>121</small>	7,856 <small>124</small>	###	###	10,793 <small>121</small>	7,856 <small>124</small>	###	###	
销量 (万吨)																									
EV/经营性 现金流 历史区间	10~20X (2015后的数据)				10~30X				10~35X				8~30X				5~20X								
到年底	20.5 <small>18.0 15.8</small>	20.5 <small>18.0 15.8</small>	18.0 <small>17.1 15.7</small>	15.8 <small>17.1 15.7</small>	20.6 <small>18.5 17.1 15.7</small>	18.5 <small>17.1 15.7</small>	17.1 <small>15.7</small>	15.7 <small>15.7</small>	22.5 <small>22.5</small>	12.6 <small>12.6</small>	11.5 <small>11.5</small>	10.6 <small>10.6</small>	12.4 <small>12.4</small>	10.7 <small>9.8 9.0</small>	9.8 <small>9.8 9.0</small>	9.0 <small>9.0</small>	12.5 <small>12.5</small>	29.7 <small>29.6 27.2 25.1</small>	29.6 <small>29.6 27.2 25.1</small>	27.2 <small>29.6 27.2 25.1</small>	25.1 <small>29.6 27.2 25.1</small>				

请参阅最后一页的重要声明

分析师介绍

安雅泽: 执业证书编号: S1440518060003, 中信建投证券食品饮料首席分析师, 英国莱彻斯特大学经济学硕士, 专注白酒行业研究, 把握产业趋势。

吕睿竞: 执业资格证书 S1440519020001, 北京大学经济学硕士, 2018 年 9 月加入中信建投证券, 曾就职于安信证券、埃森哲咨询。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhanyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengytian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座

12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大

厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心

B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859