

买入

产品结构升级 优质龙头受益

啤酒行业

2019-05-20 星期一

投资要点

啤酒产量 2013 年见顶回落：

我国啤酒产量于 2013 年后，见顶回落，分析原因主要是因人口结构的更迭，消费主力人群占比呈下降趋势；消费习惯的转变，新兴主力啤酒消费人群对产品的高端化、差异化更加关注，对产品品质更加注重，啤酒由豪饮向“喝得少、喝得好”转变；替代性饮品的推陈出新，在过去几年啤酒还未有较多差异化产品推出，替代品类（如预调酒）呈现爆发式增长，挤占了啤酒部分消费需求。

产品升级破局行业发展瓶颈：

消费升级背景下，虽然行业增速下滑，但从产品结构上看，中高端产品的占比在逐年提升，增长迅猛。借鉴发达国家成熟市场经验，在行业容量见顶后，产品升级成为有效的破局之道。五大龙头群雄并起，加速产品高端化进程，优化产品结构。伴随消费升级持续，叠加产品创新升级，未来啤酒行业毛利率有较大的改善空间。

龙头竞争策略由“量增”向“质升”转变：

啤酒产商过去跑马圈地的竞争模式，大大压缩了利润率水平。在现阶段，存量市场的博弈使龙头公司调整竞争战略，由“要市场”转为“要利润”，通过关闭部分弱势区域工厂，优化现有产能，提质增效。预计伴随竞争格局优化，龙头通过在基地市场降费、弱势市场适当收缩，预计企业整体费率下降已成趋势，盈利能力将获得稳步提升。

投资建议及建议关注公司：

借鉴国外成熟市场的经验，我国啤酒市场正经历产品结构升级的转型期。目前，70%以上的省份格局已定，五大龙头均具备绝对优势的基地市场，短期内还难以形成全国性的绝对龙头。但随着行业龙头从“份额”向“利润”竞争思维的转变，聚焦优势区域，放弃劣势市场，盈利能力和行业集中度都有望获得进一步提升。我们认为，在存量市场的博弈中，关键要看品牌力、产品升级速度、渠道建设等方面的综合能力，综合实力强的龙头有望胜出。建议关注华润啤酒（291.HK）。

国元国际研究部

姓名：陈欣

SFC: BL0515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

目录

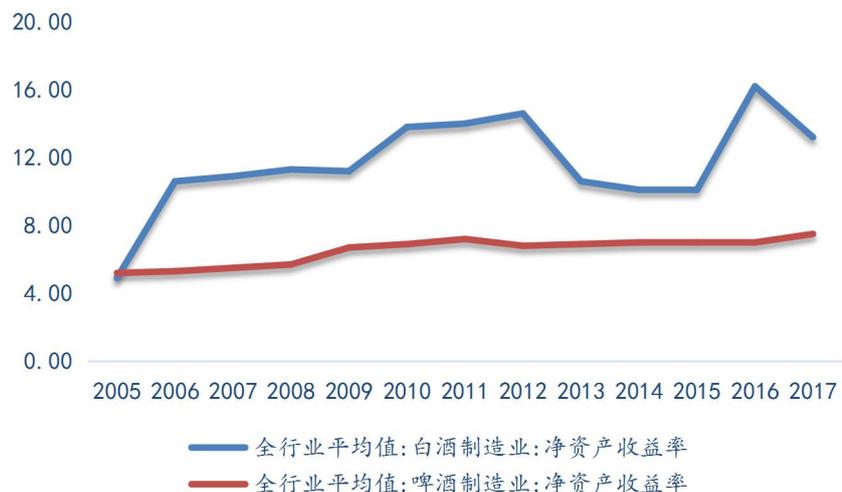
1、产量见顶回落 市场开启存量竞争.....	2
1.1 我国啤酒行业特点.....	2
1.2 产量下跌，消费不济，市场进入存量竞争期.....	4
2. 产品升级，破局行业发展瓶颈.....	6
2.1 我国啤酒行业可对标美国 80 年代.....	6
2.2 行业龙头百威，产品升级策略助其脱颖而出.....	9
2.3 五大龙头群雄并起，高端化进程加速.....	12
2.4 产品高端化有助吨价和利润率的提升.....	13
3. 竞争格局决定盈利能力，区域龙头议价能力强.....	14
3.1 相较成熟市场，我国市场集中度有进一步提升空间.....	14
3.2 竞争格局决定盈利能力.....	16
3.3 聚焦优势区域，提质增效.....	17
4、投资策略.....	19
5、行业估值.....	19
6、投资风险.....	20
附录.....	21
免责声明.....	22

1、产量见顶回落 市场开启存量竞争

1.1 我国啤酒行业特点

首先，啤酒作为舶来品，度数低、多为豪饮、口味差异小，同质化严重，消费者对价格的敏感度较高，为保份额产商不会贸然提价，利润率水平较低。对比白酒，白酒历史悠久，拥有较为浓厚的文化底蕴，从古时的酒文化到现代的酒桌文化，白酒几乎渗透到社会生活中的各个领域。因其拥有较高的度数、香型多、口味差异较大，由低端酒到高端酒的价格差异甚大，使不同品牌可以根据品牌形象、产品优劣，在各自价格带百花齐放，消费者对价格的敏感度较低。

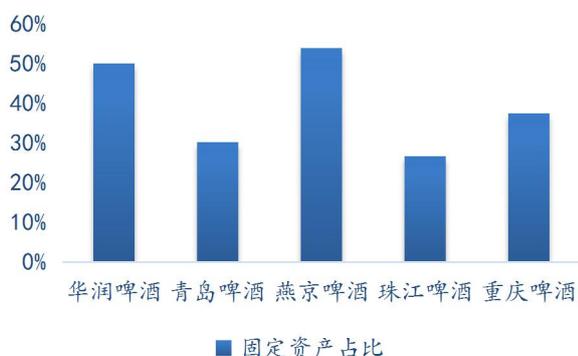
图表 1：白酒和啤酒的盈利能力对比



资料来源: wind, 国元国际

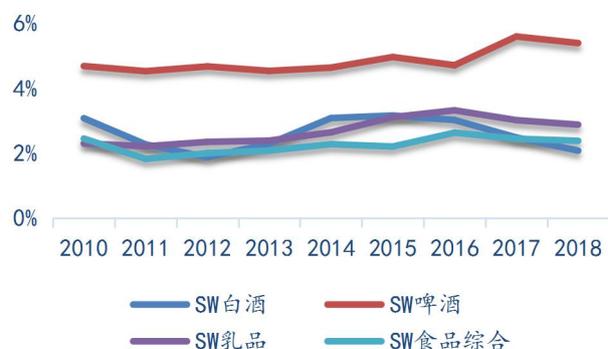
其次，啤酒属于重资产行业，大规模生产、机械化程度高，消费的季节性需求波动对设计产能有更高要求，令固定资产的资本投入较大，行业折旧摊销水平较高。为保证利润，产商需要通过规模效应来摊低固定成本。

图表 2：行业固定资产在总资产占比高



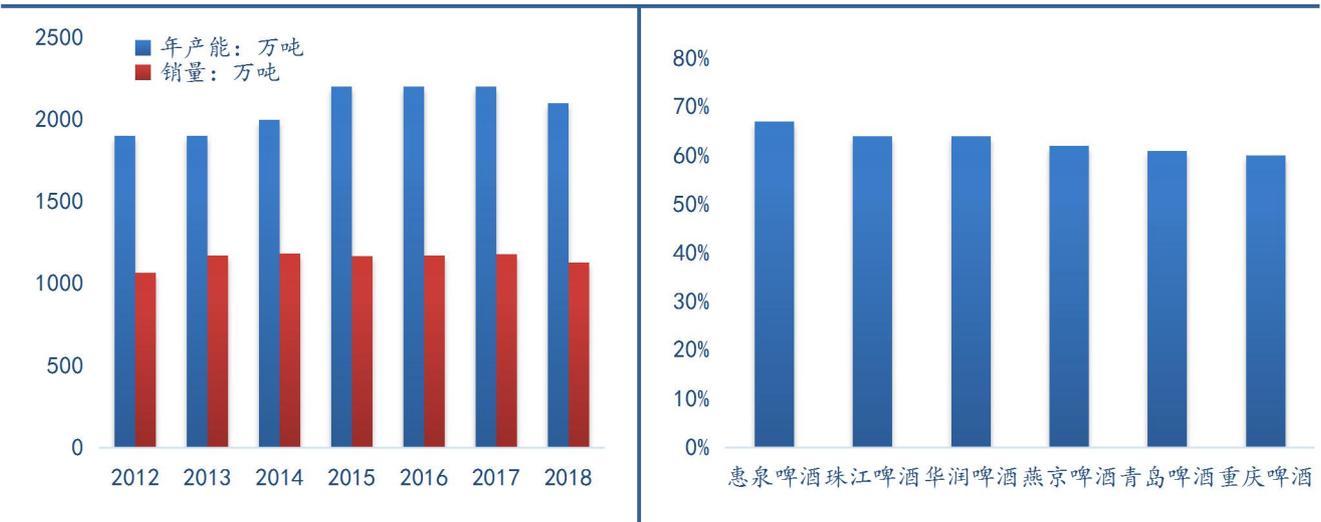
资料来源: Wind, 国元国际

图表 3：折旧摊销占营业收入比重的行业比较



资料来源: Wind, 国元国际

图表 4：啤酒企业固定资产投资规模大(以华润为例) 图表 5：旺季收入占比超过 60%



资料来源: Wind, 国元国际

资料来源: Wind, 国元国际

第三，有别于白酒存放时间越久口感越醇厚，啤酒需要保持很高的新鲜度以保证口感的鲜美，保质期较短；且产品单价较低，有一定重量，运输成本较高，还要考虑回瓶等问题，令销售半径受限，形成了天然的区域壁垒。

1.2 产量下跌，消费不济，市场进入存量竞争期

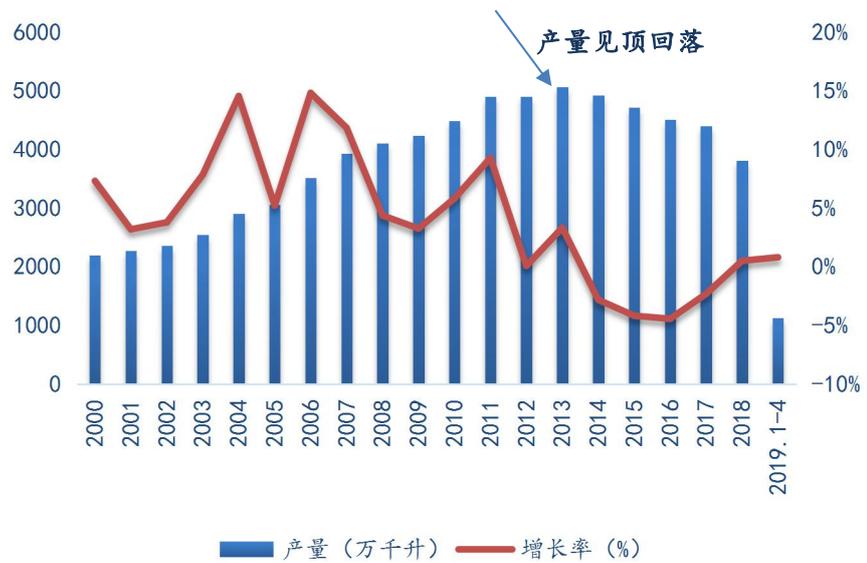
快速发展期群雄逐鹿——发展平稳期跑马圈地——市场成熟期结构升级

(1980-1995) 快速发展期群雄逐鹿：啤酒作为舶来品自上个世纪 80 年代引入中国，与历史悠久的白酒相比，啤酒的色泽和口感并不被当时的百姓所接受。伴随改革开放的不断深入，啤酒以富有营养、易被消化吸收、“液体面包”等特性逐步为大众所接受。这一时期，啤酒产品普遍同质化，价格段集中在中低端，门槛相对较低，啤酒生产商如雨后春笋，生产规模逐步扩大，年增长率超过 30%。到 1988 年底，全国啤酒厂家达到 813 个，总产量 662.77 万千升，成为仅次于美国、德国的世界第三大啤酒生产国。

(1998-2013) 发展平稳期跑马圈地：行业在经历了“井喷式”增长以后，90 年代末期行业增速逐步放缓，行业竞争愈演愈烈。期内，各大啤酒公司致力于争抢市场份额，以价格战进行低价竞争，收购兼并不断，行业集中度逐步提高，逐渐形成华润、青岛、百威、燕京、嘉士伯五大龙头的市场竞争格局。

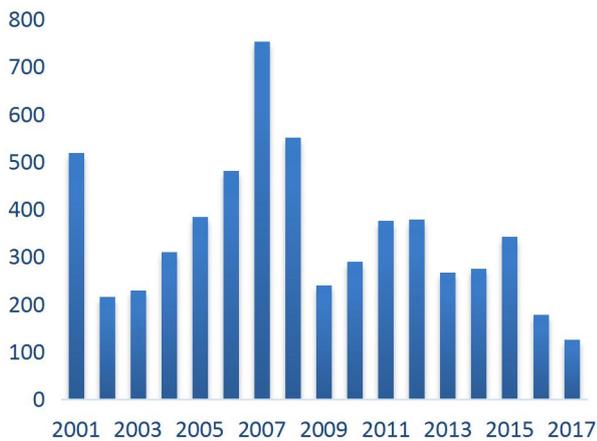
(2013-至今) 市场成熟期结构升级：2014 年，产销量迎来拐点，增速开始下滑，产能利用率不足 60%，CR5 市占率超过 75%。

图表 6: 中国啤酒产量及增速



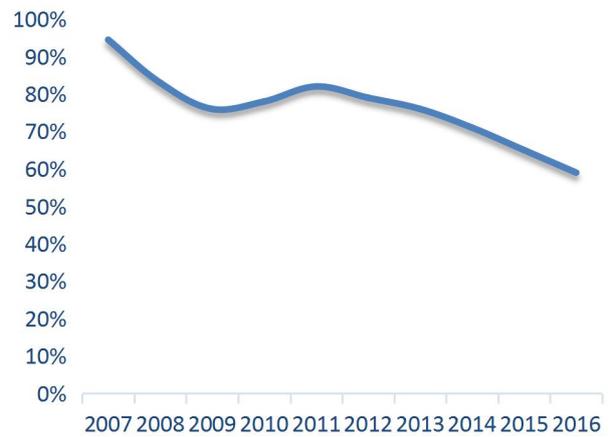
资料来源: Wind, 国元国际

图表 7: 新增啤酒产能处于低位 (万吨)



资料来源: Wind, 国元国际

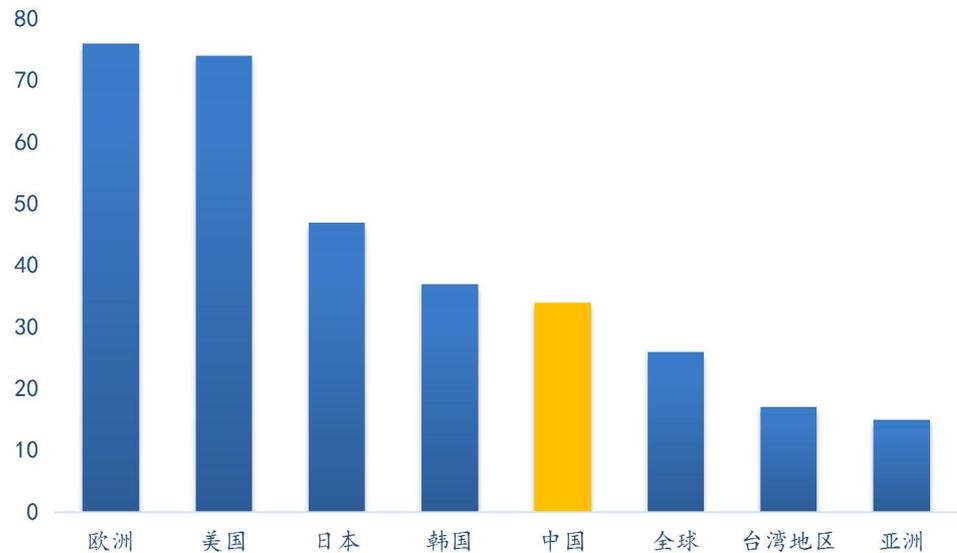
图表 8: 行业产能利用率不足 60%



资料来源: Wind, 国元国际

而从消费需求角度看, 啤酒的销量取决于人口和人均消费量。现阶段我国人口增速较为缓慢, 人均消费量也已经超出全球平均水平, 与消费习惯较相似的日韩相比差距也较小, 整体销量增速料难有看点。

图表 9：我国人均啤酒消费量已超过世界平均水平



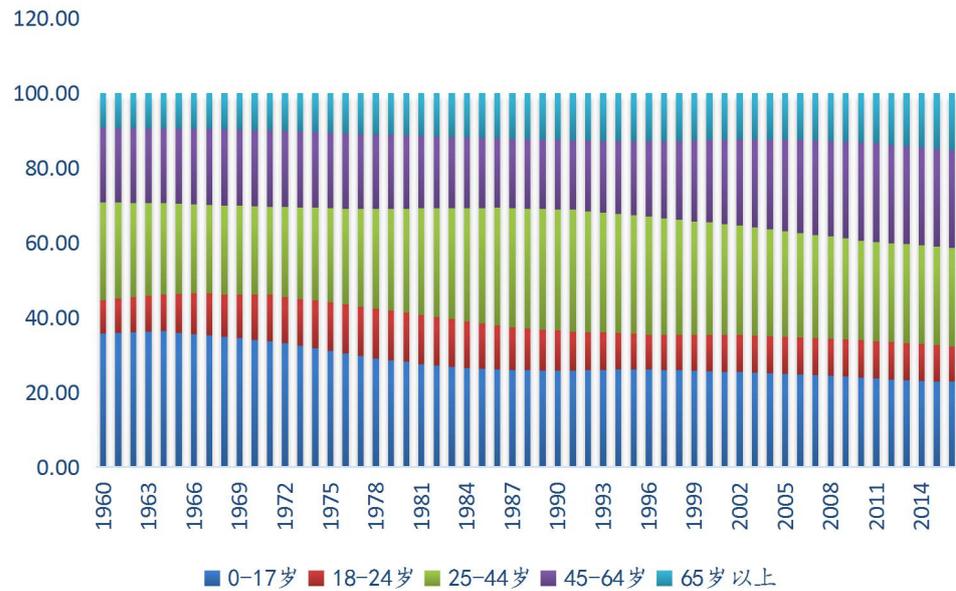
资料来源：wind，国元国际

2. 产品升级，破局行业发展瓶颈

2.1 我国啤酒行业可对标美国 80 年代

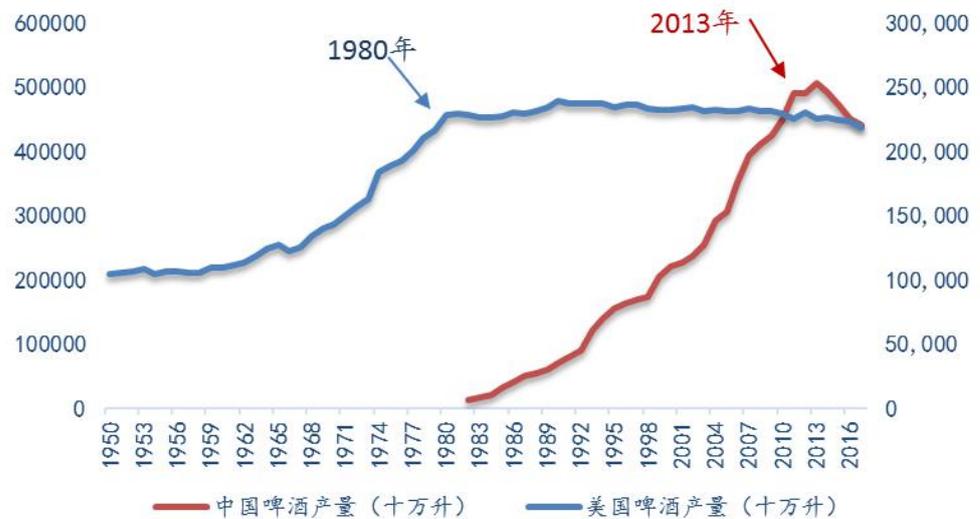
1945 年二战结束后，大批军人返回美国，1946 年成为美国婴儿潮的开始。在此后的 1946-1964 年间，美国共有 7590 多万婴儿出生。1960 年代初，婴儿潮人群逐步成为啤酒的消费主力(20-34 岁)，消费主力人群占比从 60 年代的 33.02% 快速提升至 80 年代末的 38.16%，啤酒产量和人均啤酒消费量均出现迅猛增长的态势。随着婴儿潮人群逐步退出啤酒的消费主力人群，美国啤酒产量 1980 年出现拐点，而在当时前五大啤酒巨头的市占率为 75%。

图表 10: 美国人口结构



资料来源: 国家统计局, 国元国际

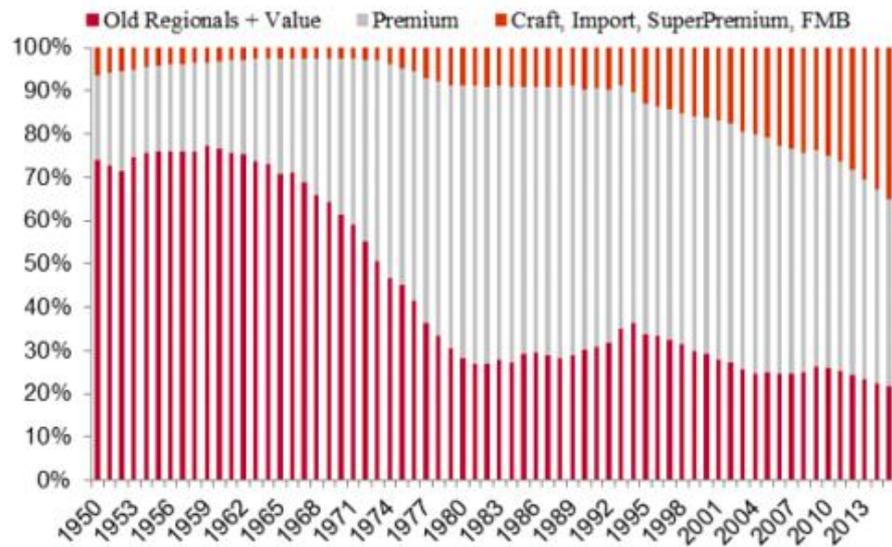
图表 11: 1980 年美国产量遭遇拐点



资料来源: Wind, 国元国际

在此期间, 可以看到消费结构也在逐渐发生变化, 越来越多的消费者青睐于高端、差异化产品。1980年后, 美国啤酒消费开启差异化趋势, 进口啤酒、精酿啤酒、淡啤等收到追捧, 行业进入差异化竞争时代, 市场容量企稳。

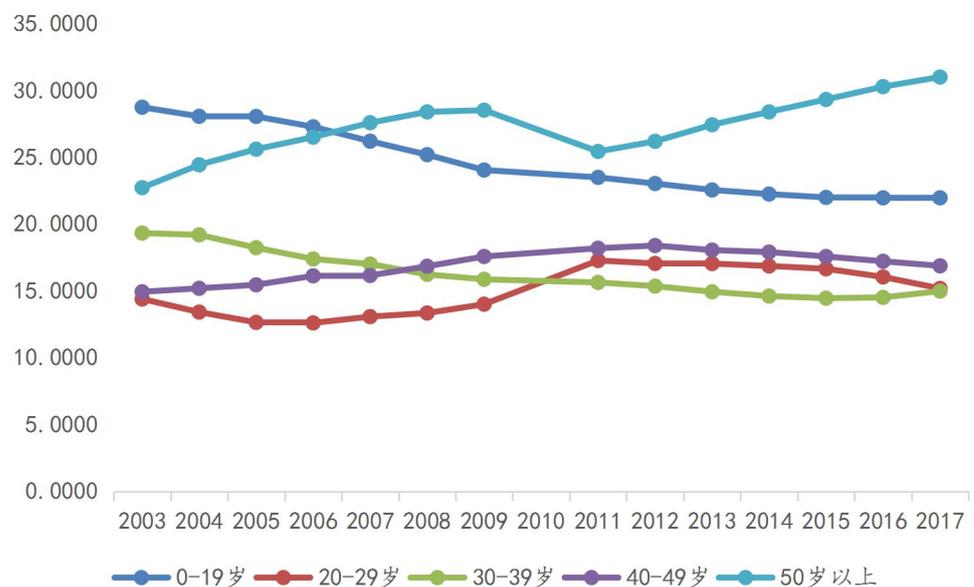
图表 12: 美国啤酒消费结构



资料来源: 欧睿, 国元国际

与美国婴儿潮一代之后的衰减一样, 我国人口也受到“计划生育”这一政策的影响。在每年进行的抽样人口普查中, 可以看到我国啤酒的主力消费人群数量在下降。

图表 13: 我国人口结构变化

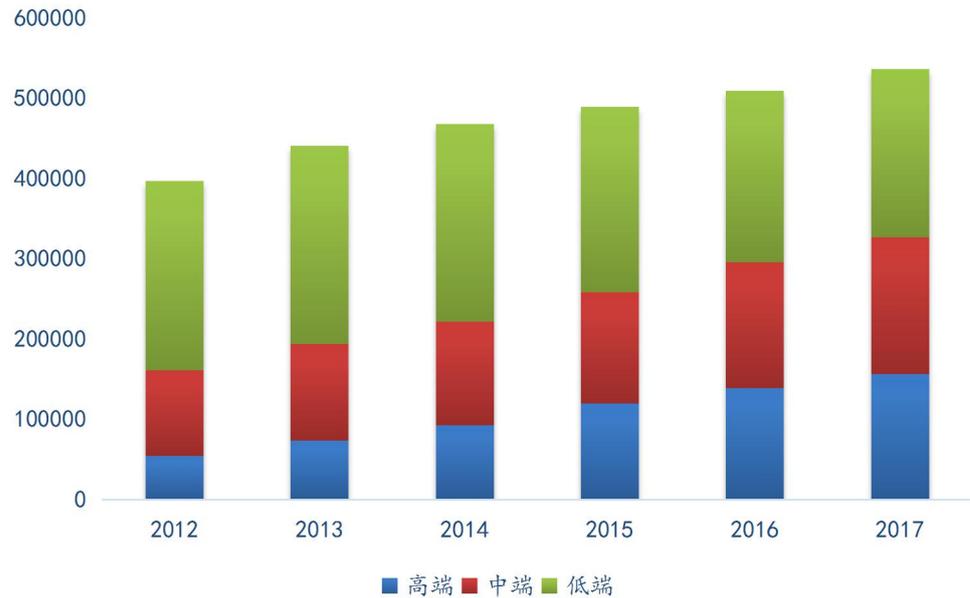


资料来源: 国家统计局, 国元国际

在我国啤酒消费的产品结构中, 中高端产品的比例在上升。根据欧睿, 我国高端啤酒销量由 2012 年的 185.20 万千升跃升至至 2017 年的 412.57 万千升, 年复合增速为 17.37%, 对应的市场占比也由 3.75% 跃升至 9.18%。同期, 中档啤酒年销量的复合增速为 6.81%, 所对应的市场占比由 12.98% 增长至 19.6%; 低端啤酒的年复合增速为 -4.66%, 市占率从 83.22% 骤降至 71.22%。

可以看到，中高端啤酒增速在行业产量逐步下滑的背景下，仍然获得了快速增长，高端啤酒尤为显著。

图表 14：中国中高端啤酒占比逐年提升（按销售额计：百万元）



资料来源：能源局，发改委，国元国际

注：对于产品结构，根据欧睿分类，将标准瓶（500ml）价格7元以下、7-14元、14元以上分别定义为低端、中高端、高端啤酒。

中国啤酒行业现阶段也面临着容量瓶颈、消费主力人群更迭、竞争格局初步形成、消费升级等与美国80年代极为相似的市场环境。各产商积极加码布局中高端产品，加速产品的转型升级，谋求新的发展路径。

2.2 行业龙头百威，产品升级策略助其脱颖而出

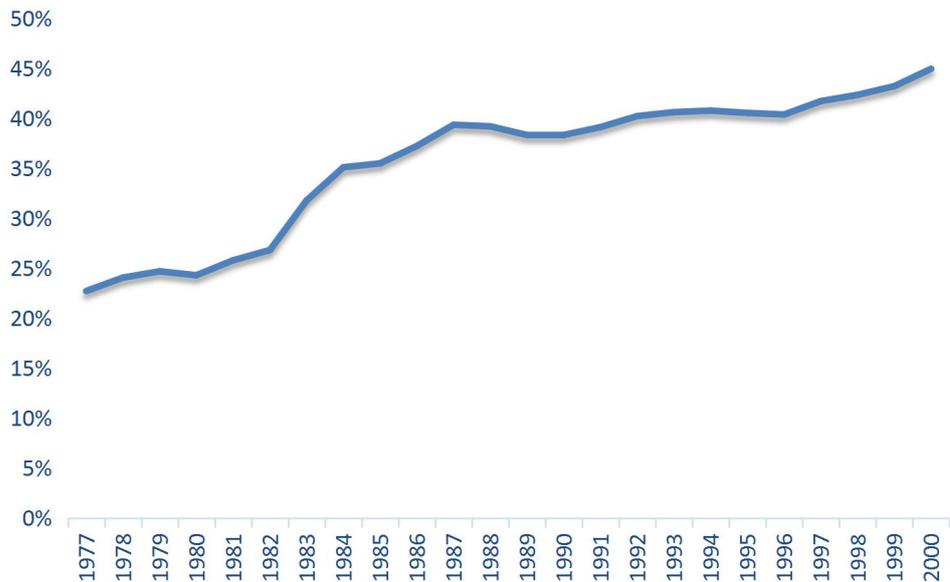
借鉴行业龙头百威的发展路径，得益于多元化、高端化的产品战略，使公司的产品谱系得以扩充，差异化的产品结构能够满足多样的消费需求。同时，公司大力发展 Budweiser、Michelob 等高端和超高端品牌，致力于提升产品结构，享受行业消费升级时代的巨大红利。高端产品占比提升，助推了公司毛利率水平的持续提高。

图表 15: 百威不同品牌啤酒价格及产品质量分类



资料来源: US Domestic Beer Brewing Industry, 国元国际

图表 16: 百威 1977-2000 年毛利率变化

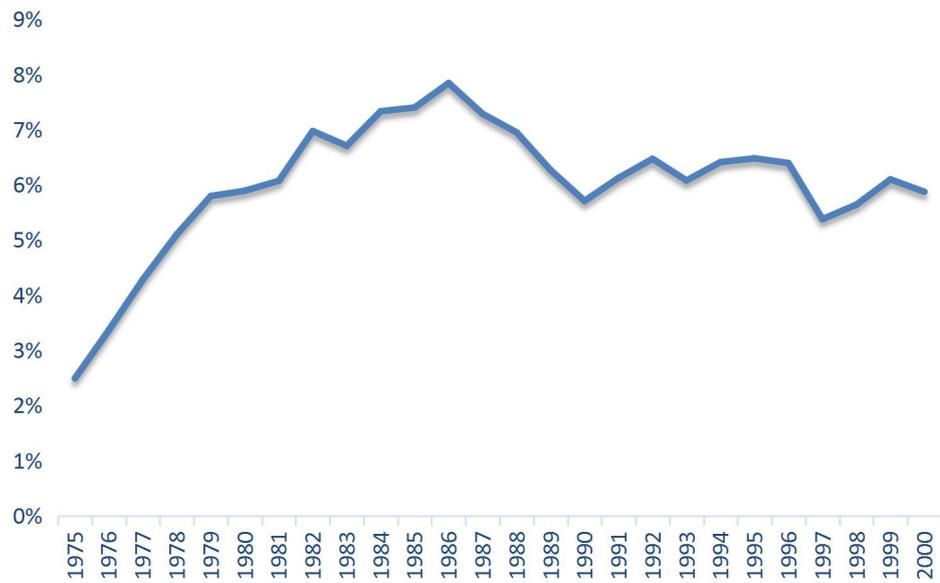


资料来源: Bloomberg, 国元国际

与此同时，公司自 1975 年开始，进一步增强广告费用的投入，对不同消费群体有针对性的实施营销策略，使品牌认知度和忠诚度获得提高，公司的议价能力得到提升。

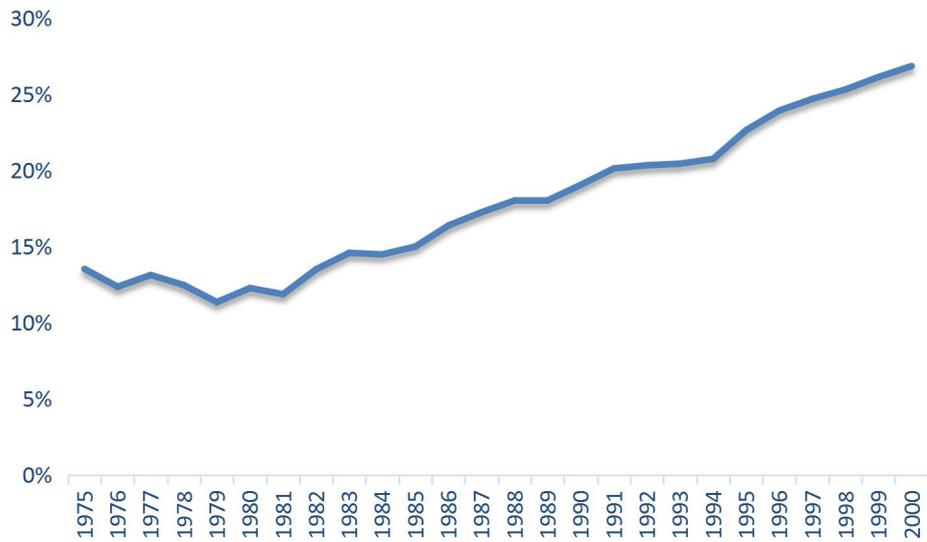
公司通过多元化、高端化的产品战略，辅以精细化的营销投放，建立起强大的品牌力，市占率获得快速提升，市场集中度不断提高，成为业内的绝对龙头。在行业格局改善后，竞争趋缓也令费用有一定程度的下降，加上议价能力的增强，公司的盈利能力获得持续提升。

图表 17: 1975-2000 年百威广告费用率变化



资料来源: Bloomberg, 国元国际

图表 18: 1975-2000 年百威 EBITDA 率 (%)



资料来源: Bloomberg, 国元国际

2.3 五大龙头群雄并起，高端化进程加速

华润啤酒：在华润啤酒的销量结构当中，中低端产品的销量较大，低端产品的市占率为 29%。公司于 2018 年通过收购喜力中国区业务之后，积极布局高端啤酒，不断加大中高端产品份额，未来将借喜力加速发力高端。2018 年，华润啤酒中高档啤酒销量增长 4.8%，带动均价提升 12.3%。

青岛啤酒：近年来推出了“青岛啤酒奥古特、鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、炫奇果啤、枣味黑啤、桶装原浆啤酒、皮尔森”等一系列特色鲜明的产品，2018 年，青岛啤酒实现啤酒销量 803 万千升，同比增长 0.8%，主品牌青岛啤酒共实现销量 391.4 万千升，同比增长 3.97%，其中“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品共实现销量 173.3 万千升，同比增长 5.98%。高端品牌的销量占比由 2013 年的 18.16% 上升为 2018 年的 21.58%。公司得益于百年品牌积淀，在本土啤酒企业里高端化进度较快，吨价仅次于百威和嘉士伯。

燕京啤酒：低端产品的占比相对较高，公司一直在深化产品结构调整，形成了个性化产品以原浆白啤为代表，高档酒以纯生为代表，中档酒以鲜啤为代表，普通酒以清爽为代表的比较明晰的产品线。

百威和嘉士伯本就为全球领先的啤酒生产商，产品线丰富，渠道资源优势突出。从高端产品布局和升级速度来看，百威走在行业前列，高端啤酒的市占率最高。嘉士伯定位中高端，目前渠道聚焦西部市场，未来有望通过大城市战略进军东部市场。

图表 19：各产商产品谱系



资料来源：公开资料，国元国际

2.4 产品高端化有助吨价和利润率的提升

从几大龙头的业绩表现来看，在产品谱系当中，高端化产品占比越多，其吨价和盈利能力也越好。百威在高端产品布局和升级速度均走在行业前列，高端啤酒的市占率最高，高端产品较强的盈利能力也推升百威吨价远远高于同业竞争者。嘉士伯定位中高端，吨价排名行业第二。青岛啤酒在内资品牌当中，产品升级起步较早，吨价优于华润和燕京。

图表 21: TOP5 厂商 2013-2017 年吨价变化



图表 22: 百威/青岛/重庆 2013-2018 年 EBITDA 率

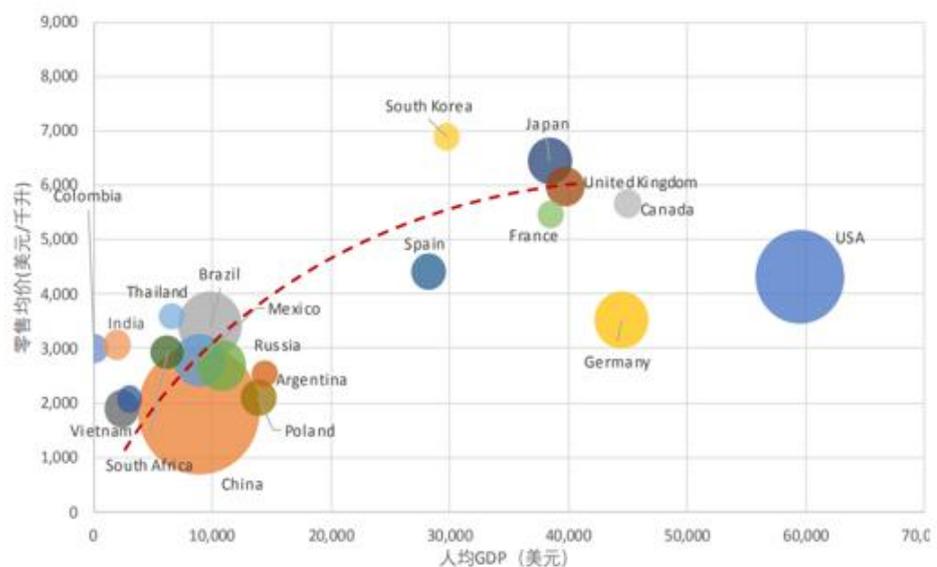


资料来源: 百威官网, Wind, 国元国际

资料来源: Wind, 国元国际

虽然近年来，我国销售的产品结构中，中高端产品的增速较快，但主要消费结构仍以低端产品为主，啤酒的终端价格仍明显低于世界主要啤酒消费国。伴随高端化进程的加速，中高端产品的占比会持续提升，我国啤酒行业吨酒价格还有进一步的上涨空间。

图表 21: 世界各国啤酒吨价与人均收入: 中国啤酒价格显著较低



资料来源: 欧睿, Wind, 国元国际

3. 竞争格局决定盈利能力，区域龙头议价能力强

3.1 相较成熟市场，我国市场集中度有进一步提升空间

对标全球市场，啤酒行业作为定价较低的大众消费品，同质化程度较高，规模效应明显要高于其他消费品行业，通过收购兼并横向扩张的方式使行业拥有较高的市场集中度。从各成熟市场的发展历程来看，行业最终会趋向于单寡头或是双寡头垄断的竞争格局。

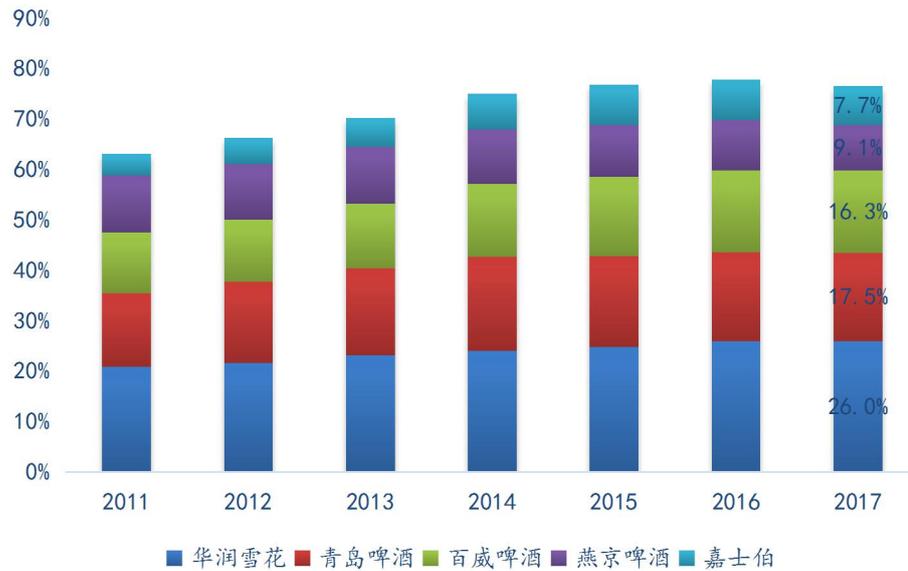
图表 23：成熟市场集中度高，多形成寡头或双寡头格局

啤酒市场	工业拉格占比	CR1	CR2	CR5	格局
中国	99.27%	26.1%	43.6%	75.2%	五大龙头战略相持
美国	99.86%	43.4%	68.8%	85.6%	百威英博与摩森康盛双寡头
巴西	99.51%	63.8%	84.2%	97.1%	百威英博一家独大
德国	70.91%	13.1%	21.1%	40.4%	德国啤酒文化特殊，竞争格局独树一帜
俄罗斯	96.54%	30.5%	43.6%	68.3%	四大龙头相持
墨西哥	99.77%	57.3%	97.7%	98.4%	百威英博与喜力双寡头
日本	95.04%	36%	65.6%	92.3%	朝日与麒麟双寡头
英国	70.40%	20.2%	39.9%	75.6%	啤酒文化特殊，四大龙头相持
波兰	96.11%	36%	64.2%	87.0%	朝日嘉士伯双寡头
西班牙	86.40%	30.6%	59.9%	78.1%	喜力与 Mahou-San Miguel 双寡头

资料来源：Bloomberg，国元国际

据彭博，中国啤酒市场目前形成了三大梯队：第一梯队的华润、青岛啤酒、百威、燕京和嘉士伯的市占率在 17 年达到 75.2%；第二梯队为金星啤酒和珠江啤酒等区域性和地方性啤酒企业；第三梯队为地方中小型啤酒企业。大部分省市市场份额前两名已经确定，除少数市场市占率竞争还处于焦灼状态。

图表 24：我国啤酒市场集中度逐年提高



资料来源：Bloomberg, 国元国际

对标成熟市场，我国 CR3 目前处于 60%左右，行业前三名华润/青岛/百威份额分别为 27%/18%/17%，未拉开明显差距，且排名第一的华润雪花市占率 27%，相较于在美国、巴西、阿根廷市场占有率分别达到 54%、68%、75%的绝对龙头百威英博，日本市场 33%市占率的朝日啤酒而言，并不能称之为绝对的行业龙头，结合发达国家成熟市场经验，我国啤酒行业集中度将有进一步提升的空间。此外，考虑到中小品牌在品牌、规模、产品升级、市场渠道等方面的资源都要落后于五大龙头，在市场趋于饱和、竞争加剧、成本压力增加等背景下，中小品牌将更加举步维艰，加速退出市场，也将助推行业集中度的提升。

图表 25：中小产商举步维艰

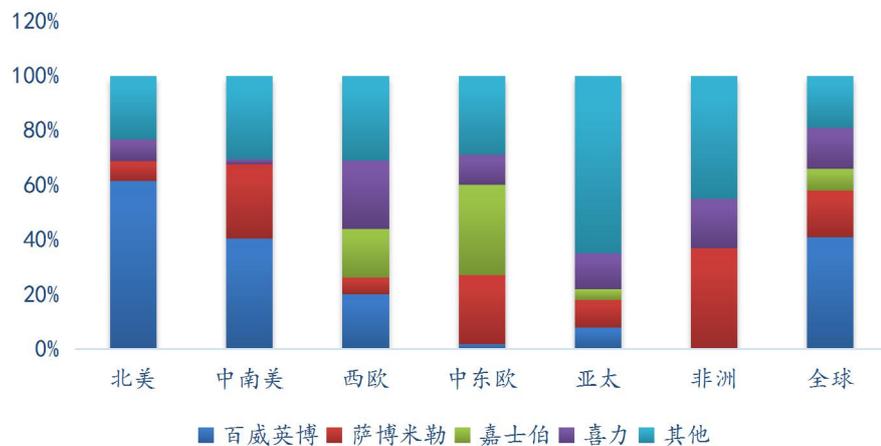
时间	区域	倒闭破产的啤酒企业
2017.4	浙江温州	永嘉县楠溪江啤酒有限公司进入破产程序，由该公司管理人依法履行处置破产企业财产职责
2017.10	重庆	重庆市威力啤酒有限责任公司以互联网竞价凡是公开分零拍卖公司资产进行清算
2017.11	山东济南	济南啤酒集团总公司将所持济南趵突泉纯鲜啤酒有限公司的 64.55%股权挂牌转让，作价 97 万元。
2018.4	重庆	曾拥有“金佛山”、“雪威”等品牌啤酒的难缠威力啤酒破产拍卖接近尾声
2018.8	辽宁辽源	辽源市啤酒有限公司于 2017 年 8 月 10 日破产清算抵债

资料来源：公开资料整理，国元国际

3.2 竞争格局决定盈利能力

啤酒天然区域壁垒，规模化效应显著的特性，使企业在强势区域和非强势区域的利润率差异较大。所谓强势区域，即在当地拥有单寡头垄断或者双寡头垄断地位的区域，产商在该区域通常拥有较强的定价能力，获利颇丰，而在非强势区域盈利一般。以行业老大百威为例，在强势的巴西、阿根廷 EBITDA 利润率可达 45%-50%，而在亚太等非强势区域 EBITDA 利润率不足 30%；萨博米勒在非洲和南非 EBITDA 利润率近 40%，而在亚太和欧洲不足 20%；喜力啤酒的强势区域在亚太，EBITDA 利润率近 30%，弱势区域的中欧和西欧只有 10% 左右。

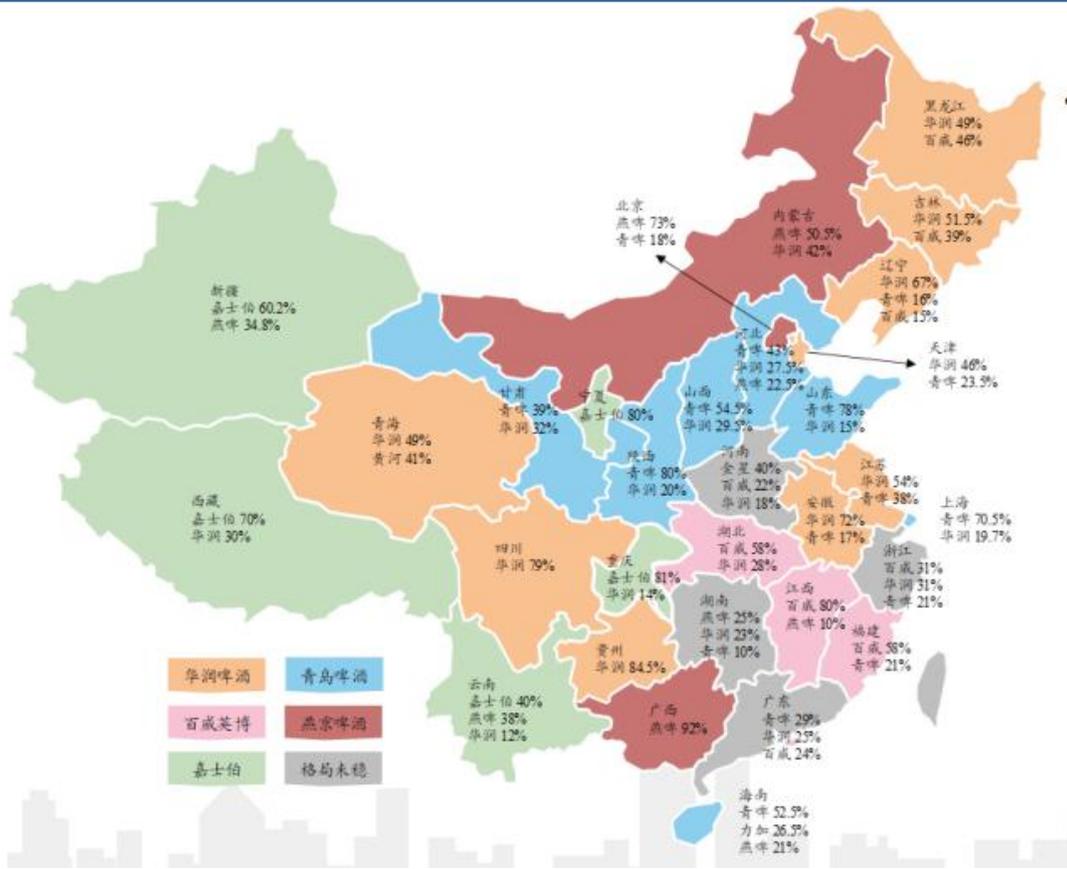
图表 26：2016 年全球啤酒品牌在各地区的 EBITDA 市场份额 (%)



资料来源：中国产业信息，国元国际

结合我国啤酒市场格局来看，目前前五大产商已经形成了各自的基地市场（强势区域），华润啤酒的优势区域主要在四川、辽宁、安徽等市场，占有率达到 60% 以上；青啤在山东、陕西具有更高的市占率；百威在福建、黑龙江具有优势；燕京优势区域在北京、内蒙和广西；嘉士伯主要集中在新疆、宁夏、重庆、云南等地，弱势市场净利率与基地市场差距可以达 10pct 以上。

图表 28：中国各啤酒产商主要利润池划分



资料来源：Wind，公司年报，国元国际

3.3 聚焦优势区域，提质增效

产商多年来以价格战的方式跑马圈地，令成本大幅提升，利润率严重承压。过往盲目的收购兼并，只追求结果，收购标的的质量良莠不齐，部分中小酒厂产能落后，无法发挥规模效应。再加上啤酒保质期短、不可库存，产量只能匹配需求来定，2012-2018年啤酒销量从5000万吨的水平下降至4500吨，产能过剩情况严重。2017年华润、燕京、青啤、重啤产能利用率分别是55%，60%，72%，66%，而全球第一大啤酒企业百威英博的产能利用率在90%以上。产能利用率的不足，也是啤酒产商盈利能力较差的重要原因之一。

在行业增速下滑，消费升级背景下，各大酒企纷纷开始做“减法”，由对量的诉求转为对利润的诉求。通过关闭部分弱势区域工厂来优化产能结构，减少亏损，提升经营效率。

图表 29：行业去产能提质增效

	2015	2016	2017	2018
华润产能(万吨)	2200	2200	2200	2100
华润产量(万吨)	1168	1172	1182	1129
华润产能利用率	53.1%	53.3%	53.7%	53.7%
华润工厂数量	97	96	91	78
青啤产能(万吨)		1566	1482	1408
青啤产量(万吨)	705	741	756	767
青啤产能利用率		47.3%	51.0%	54.5%
青啤工厂数量	54	62	62	62

资料来源：公司公告，国元国际

短期内，在关厂裁员期间，会导致资产减值损失大幅增加，产生员工安置费用和年金等一次性费用支出，令盈利能力承压。但长期来看，关停酒厂使企业可以重新布局产能，优化和提升产能利用率，减少亏损和不必要的成本消耗，提升盈利能力。

此外，市场格局已经初步成型，产商通过聚焦优势区域，可以使为开拓市场而大力投放的营销费用得到控制，销售费用投放更趋合理，更加注重长期品牌建设，如选用高质量体育、音乐活动等营销方式（百威电音节、青岛啤酒亚冠）等方式提升品牌关注度。

图表 30：销售费用精准投放，费用率逐年下降



资料来源：Wind，国元国际

4、投资策略

我们认为：借鉴国外成熟市场的经验，我国啤酒市场正经历产品结构升级的转型期。目前，70%以上的省份格局已定，五大龙头均具备绝对优势的基地市场，短期内还难以形成全国性的绝对龙头。但随着行业龙头从“份额”向“利润”竞争思维的转变，聚焦优势区域，放弃劣势市场，一方面可以提高获利能力，另一方面，中小品牌在品牌、规模、产品升级、市场渠道等方面的资源都要落后于五大龙头，在市场趋于饱和、竞争竞争加剧、成本压力增加等背景下，中小品牌将更加举步维艰，加速退出市场，行业集中度将有进一步的提升。在存量市场的博弈中，关键还要看品牌力、产品升级速度、渠道建设等方面的综合能力，综合实力强的龙头有望胜出。

我们建议关注华润啤酒（291.HK）

公司是业内五大龙头之首。在产品升级方面，虽然目前的产品结构中，中低端的占比较大，但这也给公司更大的业绩弹性。公司联手喜力，将帮助华润进一步改善产品结构。在渠道建设方面：华润为全国化龙头，不仅有四川、辽宁等五家基地市场，而且在全国共 25 地区均占有一席之地。在品牌建设方面，16-18 年相继上市脸谱/概念/SuperX 系列产品，同时重金投入广宣费（SuperX 代言人王嘉尔、赞助《热血街舞团》《明日之子》综艺）塑造中高端品牌年轻化形象，精益化的营销投放使公司品牌关注度和影响力得到提升。

5、行业估值

图表 31：啤酒行业估值

公司	代码	股价	市值	营业收入			净利润			EPS			P/E			PB		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A		
				亿港元			亿港元											
				(十亿元人民币)			(十亿元人民币)											
H股																		
华润啤酒	291.HK	33.85	1098	32.46	34.02	36.15	0.99	2.00	2.90	0.30	0.59	0.86	95.91	48.77	33.46	5.1		
青岛啤酒股份	0168.HK	48.85	660	24.77	27.82	29.03	1.56	1.67	1.88	1.05	1.23	1.39	39.55	33.76	29.87	3.2		
平均													67.73			41.26	31.66	4.15
A股				元			元											
				(十亿元人民币)			(十亿元人民币)											
燕京啤酒	000729.SZ	7.23	181	11.17	11.32	11.42	0.28	0.34	0.4	0.1	0.12	0.14	72.30	60.25	51.64	1.55		
重庆啤酒	600132.SH	41.16	199	3.47	3.75	4.04	0.35	0.5	0.6	0.83	1.04	1.26	49.59	39.58	32.67	17.39		
珠江啤酒	002461.SZ	6.61	89.9	4.04	4.35	4.73	0.13	0.42	0.48	0.17	0.19	0.22	38.88	34.79	30.05	1.78		
平均													53.59			44.87	38.12	6.91
美股				美元			美元											
				(十亿美元)														
百威英博	BUD.N	82.64	1617	546.19	557.54	581.48	43.68	97.79	99.84		4.9	4.97		16.87	16.63	1.88		

资料来源：彭博，国元国际

6、投资风险

成本超预期增长

外资品牌影响加剧

啤酒消费需求急剧下滑

行业竞争加剧

食品安全问题等

附录

1、啤酒定义

啤酒是以麦芽为主要原料，以大米或其他谷物为辅料，并加啤酒花，经过液态糊化和糖化，再经过酵母液态发酵而酿制成的，含有二氧化碳、气泡的、低酒精度的各类熟鲜啤酒。

图表 32：啤酒原料

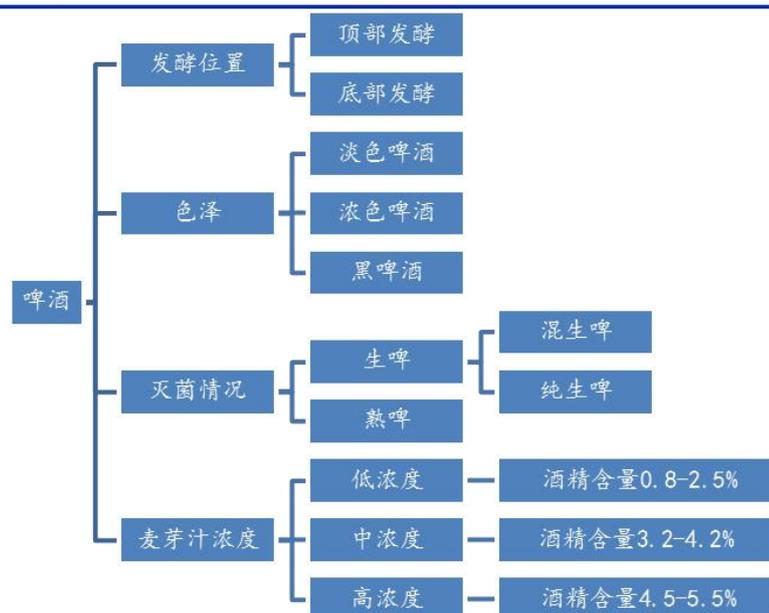


资料来源：Wind，国元国际

2、啤酒分类

按照生茶工艺分类，啤酒可分为生啤酒、鲜啤酒和熟啤酒。生啤酒是不经巴氏灭菌 [2] 或瞬时高温灭菌，采用物理过滤方法除菌，达到一定生物稳定性的啤酒；鲜啤酒是不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌，成品中含有一定量的活酵母菌，达到一定生物稳定性的啤酒；鲜啤酒因未经灭菌，酒体中保留着大量的酵母和酶，同时也存在其它杂菌而不易长期贮存，故保质期短，一般只能就地销售饮用。目前市场上的啤酒吧销售的鲜啤酒大部分为前店后厂式，就地酿造后供消费者饮用。此工艺制造的鲜啤酒不但口味新鲜，啤酒风味浓厚，而且具有一定的营养价值。相反，酿造后的啤酒，经包装，采用巴氏或高温瞬间杀菌，该工艺生产的啤酒称为熟啤酒 [3] 。熟啤酒可以长期贮存，而不发生沉淀混浊。

图表 34：啤酒分类



资料来源：公开资料整理，国元国际

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际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。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>