

深入理解百威英博的增长模型

——百威亚太(1876.HK)投资价值分析报告

海外公司深度

本篇报告详细阐述了百威英博公司的成长方法论，及其亚太市场的增长前景。我们认为市场对于啤酒行业的理解维度已逐渐从单纯的提价关厂过渡到高端化。通过梳理百威高端化运作的过程和本质，有助于理解百威亚太公司价值及本土行业机会兑现路径。

◆ **亚太区域高端啤酒市场领导者。**根据 GlobalData，亚太地区是全球啤酒销量最大地区（占 37%）和增速最快地区之一（RSP 18-23 年 CAGR 5%）。持续的城市化运动及经济快速增长使得该地区啤酒消费高端化趋势前景明朗。2018 年百威亚太在区域内主要市场——中国、韩国、印度，高端、超高端市场销量排名第一，越南排名前三。公司拥有包括百威、时代、科罗娜（全球啤酒价值最高五大品牌之三）在内的 50 余个优质品牌资产。2018 年公司 EBITDA 达 20 亿美元，为亚太地区同业第一。公司于 2019 年 9 月香港联交所上市。

◆ **模块化增长模型奠定确定性成长路径。**公司与母公司在成长模式上一脉相承。百威英博自身已经进化出一套较为精准的市场分析体系，能够对目标市场潜力进行深刻洞察及量化测算，并以合理的工具策略组合实现目标市场扩张。其中最为核心的是 3 个增长模型：1) 市场成熟度模型 (Market Maturity Model)，该模型有助于理解和预测目标市场的演变，判断其中将会出现的市场机会；2) 品类扩张框架 (Category Expansion Framework)，该模型将指引公司选取科学的品牌组合以充分受益目标市场的演变进程；3) 成长卓越系统 (Growth Champion System)，该系统旨在帮助公司选择最为合理的品类增长和效率提升策略。在正文中我们结合实例剖析三个模型的运作方式。

◆ **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司拥有产品组合和产能布局方面的领先优势，叠加亚太地区市场高端化趋势，保障盈利提升路径。同时母集团债务压力有望逐步缓解，为其中长期扩张提供良好基础。我们预测公司 2019-2021 年收入分别为 67.1/71.2/74.9 亿美元，EBITDA 21.6/24.4/26.7 亿美元。基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=7.32\%$) 给予目标价 32.58 港元 (4.18 美元)，对应 19/20 年 25.5x/22.0x EV/EBITDA。我们看好公司的领先优势和增长潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险因素：**市场竞争恶化；原材料成本上升；不利天气因素

业绩预测和估值指标

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,099	6,740	6,708	7,124	7,489
营业收入增长率	-	10.5%	-0.5%	6.2%	5.1%
净利润	574	958	972	1,236	1,410
净利润增长率	-	66.9%	1.5%	27.2%	14.1%
EPS (美元)	-	-	0.07	0.09	0.11
ROE	5.6%	9.4%	10.1%	11.7%	12.2%
EV/EBITDA	27.5	22.8	21.7	18.7	16.5
P/E	-	-	48	38	33
P/B	4.6	4.6	4.9	4.5	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 16 日，1USD=7.8HKD

买入(首次)

当前价/目标价(港元)：27.70/32.58

分析师

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

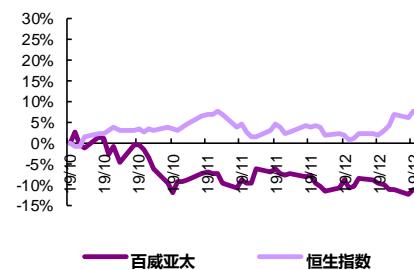
张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebscn.com

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

市场数据

总股本(亿股)：132.43
总市值(亿港元)：3668.42
一年最低/最高(港元)：27.25/32.65
近 3 月换手率(%)：17.4

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	上市以来
相对	-11.1	-7.8
绝对	-6.6	-1.8

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 中国: 作为国内高端啤酒市场的龙头，公司在产品组合、渠道推广上具备领先优势。19 年销量受不利天气及渠道因素影响有所下滑，但整体环境呈现好转态势，预计 2019-2021 年公司中国收入增速分别为 -1.7%、6.1%、5.1%。**2) 韩国及其他东部地区:** 公司在韩国整体啤酒市场处于领先地位，未来将持续通过高端化产品组合挖掘韩国市场消费潜力、借助 Cass 品牌收割主流市场份额。19 年韩国市场受经济环境及竞争拖累有所下滑，公司已调整产品策略进行应对。预计 2019-2021 年公司东部地区收入增速分别为 -1.3%、6.5%、4.9%。**3) 越南、印度及其他西部市场:** 该区域市场整体处于啤酒消费培育期，在量价上均具备提升潜力，预计除中国外其他西部地区 2019-2021 年收入增速分别为 7.1%、6.5%、5.7%。

基于分区域销售预测，预计百威亚太 2019-2021 年收入增速为 -0.5%、6.2%、5.1%，其中销量增速为 -2.1%、1.1%、0.8%，吨价增速为 1.6%、5.1%、4.3%。

高端化驱动及成本压力缓解下，预计 2019-2021 年毛利率水平将有所提升，分别达到 53.2%、54.1%、54.9%。

我们区别于市场的观点

百威英博集团拥有一套较为精准的市场分析体系以实现在目标市场的扩张，其中最为核心的是以下 3 个增长模型。

我们基于集团历史资料并结合实例详细剖析了各个模型的运作方式，同时参考其股东方 3G 资本创始团队的运营风格，以进一步理解和预测百威亚太未来的发展方向。

1) 市场成熟度模型 (Market Maturity Model)，该模型有助于理解和预测目标市场的演变，判断其中将会出现的市场机会；2) 品类扩张框架 (Category Expansion Framework)，该模型将指引公司选取科学的品牌组合以充分受益目标市场的演变进程；3) 成长卓越系统 (Growth Champion System)，该系统旨在帮助公司选择最为合理的品类增长和效率提升策略。

股价上涨的催化因素

行业政策环境好转、体育赛事催化；主要区域的高端化进程提速；东南亚市场的扩张取得成效

估值与目标价

我们预测公司 2019-2021 年收入分别为 67.1/71.2/74.9 亿美元，EBITDA 21.6/24.4/26.7 亿美元。根据营收拆分和假设，预计 2019-2021 年公司净利润分别为 9.7/12.4/14.1 亿美元，对应 EPS 分别为 0.07/0.09/0.11 美元。

公司拥有产品组合和产能布局方面的领先优势，叠加亚太地区市场高端化趋势，保障盈利提升路径。同时母集团债务压力有望逐步缓解，为其中长期扩张提供良好基础。当前股价对应 2019 年/2020 年 EV/EBITDA 为 21.7x/18.7x。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、 亚太地区啤酒高端市场领导者	6
1.1、 重组历史及股权结构	6
1.2、 主要业务分布及特征	8
2、 百威英博的增长模型	9
2.1、 市场成熟度模型 (Market Maturity Model)	9
2.2、 品类扩张框架 (Category Expansion Framework)	15
2.3、 成长卓越系统 (Growth Champion System)	21
2.4、 高端公司 (High End Company)	26
3、 财务分析	28
3.1、 高端品牌定位具备盈利能力优势	28
3.2、 投资回报率稳健，控股集团债务压力有望逐步缓解	30
4、 盈利预测	32
4.1、 关键假设及盈利预测	32
4.2、 估值与投资评级	34
5、 风险分析	36

图表目录

表 1 : 百威集团的并购重组历史重要事件	6
图 1 : 百威亚太的股权架构 (截至 2019 年 10 月 30 日)	7
图 2 : 2018 年百威亚太分区域销售占比	8
图 3 : 百威亚太分区域吨价及 EBITDA 率	8
表 2 : 百威亚太酿酒厂统计 (个)	8
表 3 : 百威亚太产能情况概览	9
表 4 : 衡量啤酒消费成熟度的主要指标	10
图 4 : 百威集团基于市场成熟度模型的各区域市场定位	10
表 5 : 各成熟度市场下的饮酒行为特征	10
图 5 : 市场成熟度模型下 , 各类市场集群的核心机会和提升策略	11
图 6 : 低成熟度市场可通过量化指标 , 有针对性地提升人均啤酒消费量	11
图 7 : 美国啤酒消费的纵向演变进一步验证了市场成熟度模型的鲁棒性	12
图 8 : 2017-27 年全球各区域啤酒消费增量排名 - 前 20 位 (M hl)	12
图 9 : 全球部分市场的人均啤酒消费量 (升 / 人)	12
图 10 : 百威亚太区域主要市场的成熟度定位	13
图 11 : 韩国市场高端及超高端啤酒消费量比重增长迅速	13
图 12 : 中国市场高端及超高端啤酒消费量占比	14
图 13 : 高档拉格市场 TOP3 12-16 占有率变化情况	14
图 14 : 中国拉格啤酒市场不同价格段位销量分布	14
图 15 : 不同价格段位拉格啤酒 2011-16 年量 & 价 CAGR	14
图 16 : 越南啤酒消费量增长伴随高端化趋势 (亿升)	15
图 17 : 印度市场啤酒消费量加速提升 (亿升)	15
表 6 : 百威集团主要品牌信息	15
图 18 : 百威集团的品类扩张模型在产品 / 价格带上的延伸	17
图 19 : 百威亚太主要市场的品牌矩阵	18
图 20 : 2018 年百威旗下品牌在中国市占率 (按销量计)	18
表 7 : 哈尔滨啤酒营销活动	19
表 8 : 百威集团在中国的收并购及经销协议	20
图 21 : 啤酒品类的高端化潜力巨大 (2018 年)	20
图 22 : 烈酒的品类扩张	20
图 23 : 百威英博的成长卓越系统	21
图 24 : 选择关键指标量化与标杆市场的差距	21
表 9 : 百威集团的销售策略——针对经销商及终端	22
表 10 : 百威集团的主要成本节省计划	22
图 25 : 百威集团历年营销手段变革	22
图 26 : 百威集团营销 ROI 的投放效率显著提升	23

图 27 : 百威集团 Facebook 美国区营销 ROI (美元)	23
图 28 : Burger King 加盟策略加速拓店 (个)	24
图 29 : 10-12 年 Burger King EBITDA 率快速提升	24
图 30 : 2011-12 年 Burger King 通过建立新的合资企业或订立新和约进入海外市场	24
图 31 : 对标区域市场龙头寻找集团的餐厅增长机会 (2019 年)	25
图 32 : 整合为集团带来店数和收入提升	25
图 33 : 集团盈利能力持续改善	25
图 34 : 百威集团的 EBITDA 率在收购后快速回升	26
图 35 : 百威集团在销售增速及盈利能力上均处于领先	26
图 36 : 高端公司业务单元具备独立的营销及物流团队	26
图 37 : 行业高端及超高端品类将贡献亚太地区销售额主要增量	27
图 38 : 集团高端细分品类市占率与整体市占率差距	27
图 39 : 各成熟度市场的平均高端啤酒品牌数量 (2018 年 , 个)	27
图 40 : 2018 年 Budweiser 销量渠道占比	27
图 41 : 高端品类组合市占率逐渐缩小差距	28
图 42 : 百威超高端品类中国市占率快速提升	28
表 11 : 主要啤酒企业经营情况概览 (2018 年)	28
图 43 : 2018 年区域主要公司的吨价 (元 / 吨)	29
图 44 : 2018 年区域主要公司的毛利率及费用率	29
表 12 : 百威于中国部分酿酒厂产能情况	30
图 45 : 百威集团债券到期情况 (截至 2019 年初)	31
图 46 : 百威集团股息支付率及支付额 (百万美元)	31
图 47 : 百威集团杠杆率逐步下降	31
表 13 : 百威亚太收入拆分及盈利预测	32
表 14 : 百威亚太模型假设	34
表 15 : 百威亚太 FCFF 估值	34
表 16 : 啤酒同业估值	35
表 17 : 百威亚太业绩预测和估值指标	36
表 18 : 利润表	37
表 19 : 资产负债表	37
表 20 : 现金流量表	38
表 21 : 关键指标	39

1、亚太地区啤酒高端市场领导者

百威亚太控股有限公司为 AB InBev Group (百威英博集团¹) 的子公司，在亚太地区从事啤酒酿造及经销业务。

1.1、重组历史及股权结构

百威亚太的控股股东百威集团为全球最大啤酒公司，2018 年总销量逾 5670 万吨。百威集团于比利时鲁汶上市，在墨西哥及南非证券交易所第二上市，及以 ADR 方式在纽交所上市。集团的大股东为私募股权公司 3G 资本的创始人雷曼及其两位合伙人。

百威集团的商业版图经历数十年的收并购扩张，其历史可追溯至 20 世纪 80 年代巴西最大啤酒厂 Brahma。1989 年，3G 资本前身加兰蒂亚以 6000 万美元价格收购 Brahma 并进驻公司管理层。1999 年，Brahma 收购了主要竞争对手 Antarcita 成立 Ambev，成为巴西绝对龙头及全球第五大啤酒制造商，占据巴西约 70% 的啤酒和 40% 的酒水市场份额。

2004 年 8 月，3G 资本创始人促成 Ambev 与全球第三大啤酒制造商、比利时 Interbrew 的换股合并，交易价值约 110 亿美元，并成立了新公司 InBev (英博集团)。InBev 旗下拥有逾 200 个啤酒品牌，包括中国的哈尔滨啤酒，成为全球最大啤酒商。

2008 年，InBev 以 520 亿美元现金收购全球第二大啤酒商、美国市场占有率近 50% 的 Anheuser-Busch，成立 AB InBev (百威英博)。旗下品牌扩充至 300 多个，年销售额达到 364 亿美元，全球份额达到 20%。

此后，百威英博持续收购领先啤酒企业，进一步扩张其全球版图。其中包括 2012 年以约 201 亿美元对价收购墨西哥最大的啤酒公司、Corona 生产商 Grupo Modelo，2014 年以 58 亿美元收购韩国最大啤酒公司 Oriental Brewery。

2016 年，百威集团收购了全球第二大啤酒商南非 SAB 米勒，交易对价约 1040 亿美元 (790 亿英镑)。至此，集团基本完成了对全球主要啤酒厂商的整合，其全球份额增至 30.4%。就亚太区域而言，该交易为集团添置了印度品牌 Haywards 5000、Knockout 及越南品牌 Zorok，进一步扩大了亚太区域的业务规模，从专注发展中国及韩国市场转向区域整体发展。

表 1：百威集团的并购重组历史重要事件

年份	主要事件
1984	Interbrew 向广州的珠江啤酒提供技术
1989	3G 资本收购 Brahma
1995	AB 于武汉成立百威啤酒
1998	Interbrew 与韩国斗山集团订立合资企业经营 Oriental Brewery
1999	Brahma 收购了巴西当地的最大竞争对手 Antarcita 并成立 Ambev
2001	Ambev 收购巴拉圭最大啤酒厂 Cerveceria Nacional
2002	Ambev 收购阿根廷最大啤酒厂 Quilmes

¹ 本篇报告中，“百威英博集团”、“百威英博”、“百威集团”及“集团”均指百威英博集团。

2003	SAB 与印度 Shaw Wallace Breweries 订立合资企业
2004	Interbrew 收购 Ambev，合并成立了 InBev (英博集团)
	AB 收购哈尔滨啤酒集团有限公司
2006	SAB 以其与 Vinamilk 的合资企业首次进入越南
2008	InBev 收购 AB，成立 AB InBev (百威英博集团)
2012	收购墨西哥最大的啤酒公司 Grupo Modelo
2014	收购韩国最大啤酒公司 Oriental Brewery，中国金士百纯生
2015	收购全球第二大啤酒商南非 SAB 米勒，并于 2016 年 10 月完成与 SAB 的业务合并
2017	收购中国的拳击猫啤酒屋
2018	收购韩国的精酿啤酒厂 The Hand&Malt Brewing Co.
2019	完成收购捷成饮料 (中国) 有限公司 65% 注册资本

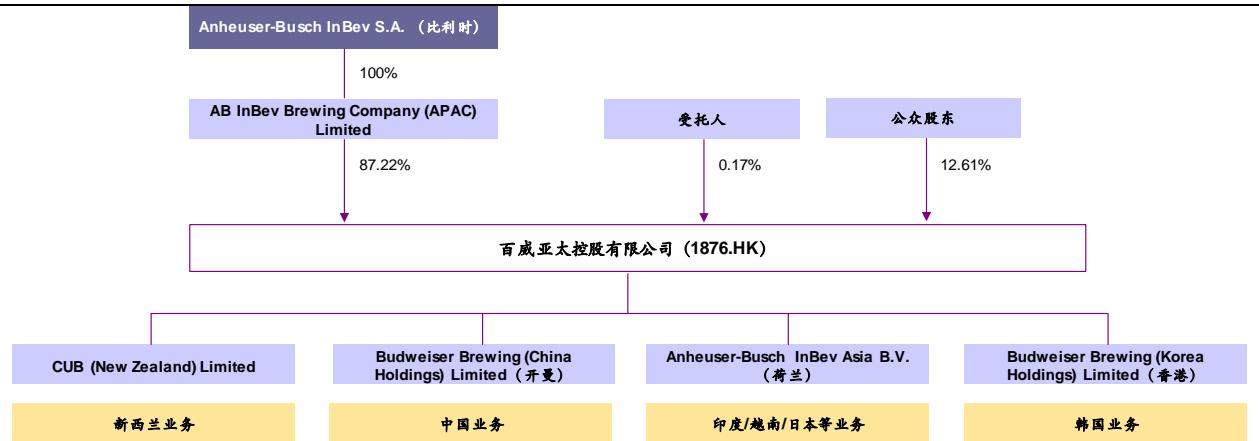
资料来源：百威集团公告，百威亚太公告，光大证券研究所整理

百威亚太控股有限公司于 2019 年 4 月注册成立，并通过重组成为集团亚太地区业务的控股公司，同年 9 月在香港联交所主板上市。公司的产品销往亚太 38 个地区，主要市场位于中国、韩国、印度、越南及日本²。其中，公司在中国的业务通过全资附属公司 China HoldCo 下属 5 家成员公司展开，包括哈尔滨集团及 Sedrin (雪津) Holdings。此外，百威亚太亦于联营公司珠江啤酒拥有 29.99% 的股权。

截至 2019 年 10 月底，公司的控股股东百威集团拥有公司 87.22% 的股权，公众股东拥有 12.61% 的股权，受托人以信托形式持有 0.17% 的股权，用于落实公司未来的股权激励计划。

2019 年 12 月 4 日，公司公告拟向董事及部分员工授出购股权共计 9,284,444 份，其中执行董事兼 CEO 杨克获 1,083,984 份，行使价为每股 28.34 港元。购股权于授出日期第五周年日归属，有效期至 2029 年 12 月 3 日。股份激励计划的落地将进一步加深核心团队与公司利益的联结，助推公司长远发展。

图 1：百威亚太的股权架构（截至 2019 年 10 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

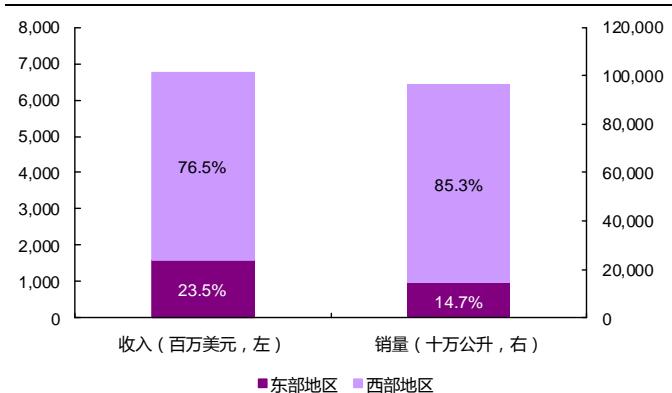
² 2019 年 7 月，百威集团同意将 AB InBev Group 于澳洲的全部业务转移至 Asahi Group Holdings, Ltd.，因此百威亚太平台不包括澳洲业务。

1.2、主要业务分布及特征

受益于百威集团的品牌资产，百威亚太目前拥有或已获许可使用逾 50 个啤酒品牌。按销售地域分，主要包括全球品牌（百威、时代、科罗娜）、跨国品牌（福佳、贝克等）以及地区品牌（凯狮、哈尔滨、雪津等）。

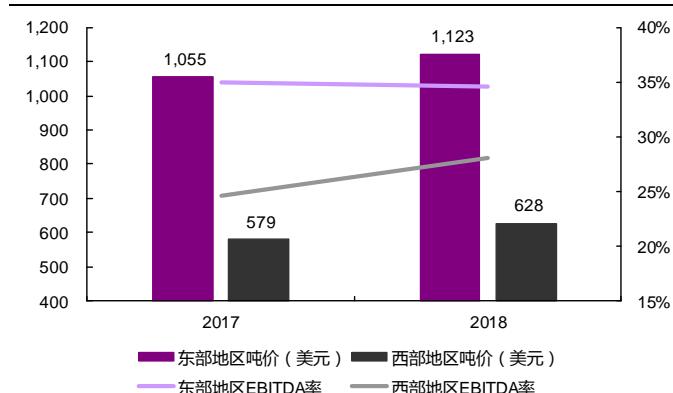
由区域来看，公司的业务主要涵盖以韩国、日本、新西兰为主的东部市场和以中国、印度、越南（及亚太其他出口地区）为主的西部市场。其中东部市场包含亚太主要发达国家，啤酒消费相对成熟。2018 年东部市场贡献公司收入的 23.5%、销量的 14.7%，实现 EBITDA 率 34.6%，盈利水平较高。而西部市场组成为多数发展中国家，啤酒消费体量大、增速快，但吨价较低。2018 年，西部市场贡献公司收入的 76.5%、销量的 85.3%，实现 EBITDA 率 28.0%。

图 2：2018 年百威亚太分区域销售占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：百威亚太分区域吨价及 EBITDA 率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

百威亚太目前基本实现主要售卖的啤酒由自营酒厂酿造，并持续通过自建、入股及合约等方式因地制宜扩大布局。截至 19 年 3 月底，百威亚太于主要市场拥有 56 家酿酒厂，产能合计约 157 亿升。公司亦积极推动其全球品牌的本地化生产，年内已实现科罗娜在中国生产，且进一步推动福佳在越南的生产。此外，公司持有许可证进口逾 25 个集团的品牌在亚太地区独家销售，包括时代、科罗娜、贝克等。

表 2：百威亚太酿酒厂统计（个）

酿酒厂	2018	2019Q1	部分产能扩充
中国	35	33	扩充莆田酿酒厂；新增武冈酿酒厂
韩国	3	5	新建精酿啤酒厂
印度	15	15	投资扩大生产布局
越南	2	2	投资福佳啤酒的本地生产；产能扩充
其他	1	1	
总计	56	56	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：印度区域包括与第三方的合约酒厂，其他区域指新西兰的苹果酒厂

表3：百威亚太产能情况概览

产量 (十万公升)	2018	2019Q1
东部	14,120	3,220
西部	82,125	18,896
总计	96,245	22,116
产能 (十万公升)		
东部	19,462	19,463
西部	141,926	137,287
总计	161,388	156,750
产能利用率		
东部	72.6%	NM
西部	57.9%	NM
总计	59.6%	NM

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司设有约一万六千名员工的销售团队，通过经销商及直营等方式在主要市场开展业务。根据其主要市场的商业惯例及法规限制，公司目前设有61家经销中心，整体拥有约6000家经销商，其中东、西部市场各占25%、75%，分别可触达逾50万、200万终端。通过高效的B2B平台及设立多种卓越经销商计划等直接及间接的支持方式，公司始终维持与地区经销商的长期稳定合作关系。

2、百威英博的增长模型

作为百威英博集团的子公司，百威亚太在成长模式上与之一脉相承。通过在多个市场数十年的积累，百威英博自身已经进化出一套较为精准的市场分析体系，能够对目标市场潜力进行深刻洞察及量化测算，并以合理的工具策略组合实现目标市场扩张。

其中最为核心的是3个增长模型：1) 市场成熟度模型（Market Maturity Model），该模型有助于理解和预测目标市场的演变，判断其中将会出现的市场机会；2) 品类扩张框架（Category Expansion Framework），该模型将指引公司选取科学的品牌组合以充分受益目标市场的演变进程；3) 成长卓越系统（Growth Champion System），该系统旨在帮助公司选择最为合理的品类增长和效率提升策略。

2.1、市场成熟度模型（Market Maturity Model）

公司将全球各区域市场根据其发展程度划分为不同成熟度类别，以人均可支配收入和人均啤酒消费量为主要维度。低成熟度市场通常经济发展水平相对落后，且居民消费开支较低、对酒类限制程度高、人均酒精饮料消费量低。根据观察并归类可以发现，部分核心观测指标（如人均可支配收入、酒精饮料普及度及人均酒精消费量等）随着市场的发展将产生共性的变化。

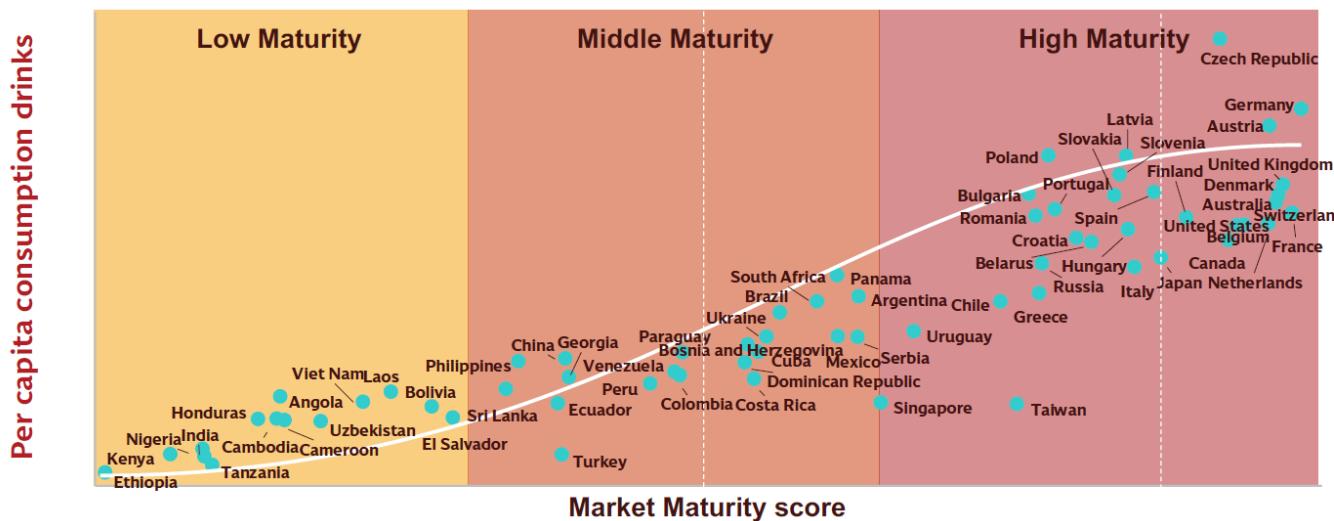
该模型的意义在于，单一市场的进化规律能够帮助公司尽可能精准地预测到市场即将出现的趋势，并及时预判提升目标市场表现的核心机会。

表4：衡量啤酒消费成熟度的主要指标

	低成熟度	中成熟度	高成熟度
人均家庭消费支出（美元）	3,000 及以下	3,000~20,000	20,000 及以上
人均纯酒精消费量（升/年）	2~3	4~7	8~10
限酒比例	60%	48%	26%
啤酒饮用占比	40%~80%	50%~80%	35%~50%
人均啤酒消费量（升/年）	12	51	84

资料来源：百威集团官网，光大证券研究所

图4：百威集团基于市场成熟度模型的各区域市场定位



资料来源：百威集团官网

将全球市场按成熟度定位后，百威集团可以更为清晰地理解各类别下的市场情况，包括消费行为、饮用场景、竞争格局等。可以看到，随着市场成熟度的提升，啤酒的购买行为将会由即饮为主逐步扩展至商超购物等非即饮渠道，饮用的场景也将囊括多年龄段及性别参与的休闲、家庭场合，而各种酒精饮料间的竞争会随之更加激烈。

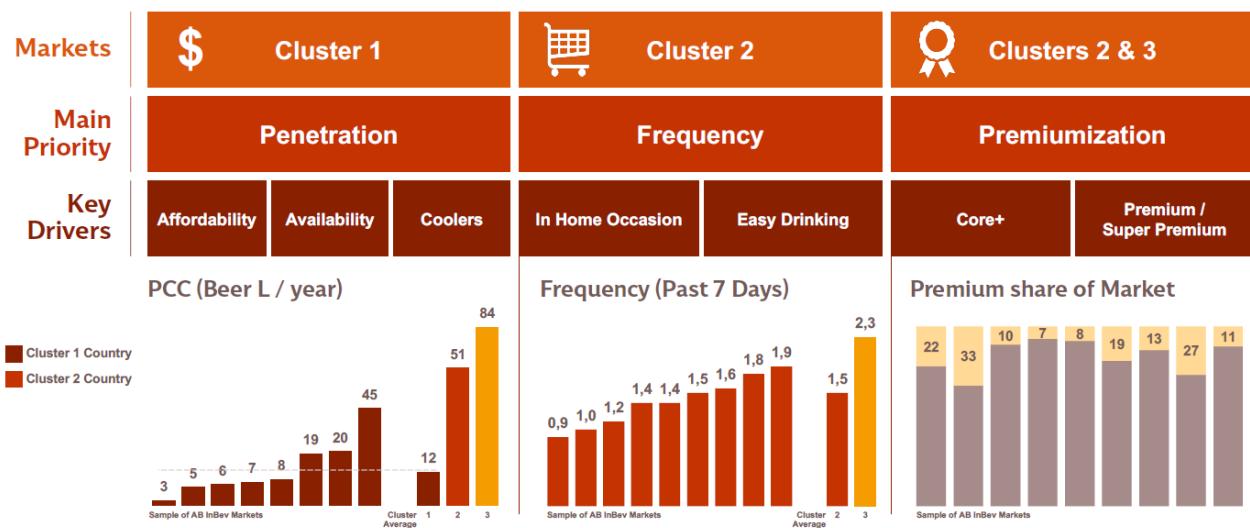
表5：各成熟度市场下的饮酒行为特征

	低成熟度	中成熟度	高成熟度
消费行为占市场整体比重			
男性社交	3.1x	0.9x	1.1x
独自放松	2.1x	1.0x	1.3x
聚会	1.4x	1.2x	2.0x
过去一个月的饮酒种类			
主要饮酒类型（除啤酒）	烈酒	烈酒、鸡尾酒、葡萄酒、软饮	鸡尾酒、葡萄酒、软饮

资料来源：百威集团官网，光大证券研究所整理

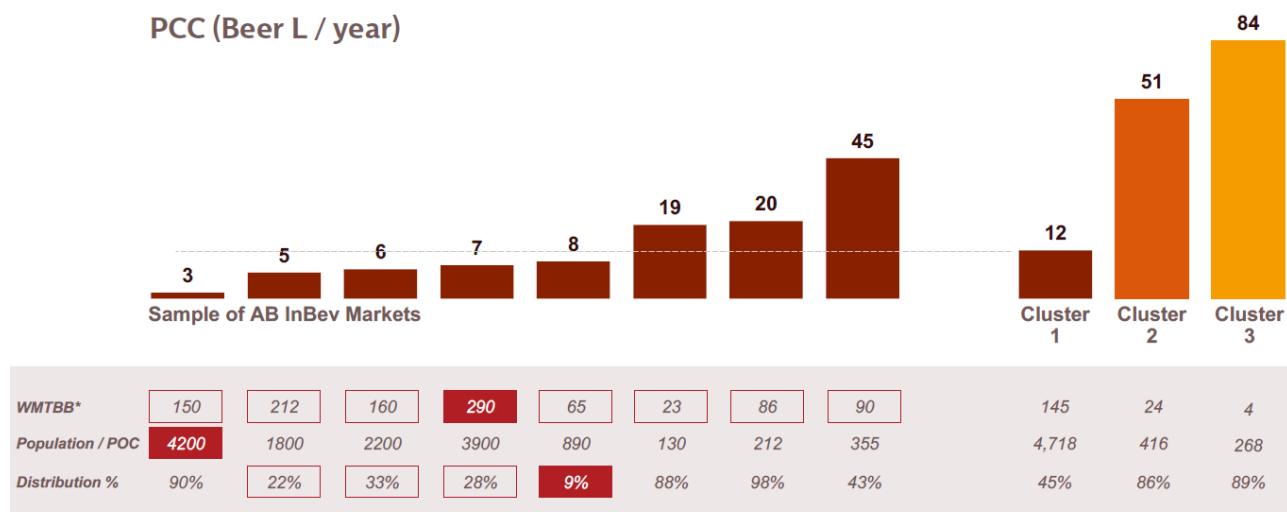
通过更进一步剖析，公司可明确驱动核心机会的几个主要因素，以此指导策略的制定。通常低中高市场的核心机会分别在于渗透率/消费频率/高端化的提升。以低成熟度市场为例，该类样本市场人均啤酒消费量仅为中/高成熟度市场的 24%/14%，该等显著差距主要由渗透率差异造成。渗透率又可进一步拆分为：1) 可负担性，该参数可通过 WMTBB（每消费 500ml 啤酒所需工时）量化；2) 终端触及度，该参数可通过单个啤酒售点可触达人口量化；3) 覆盖率，该参数可通过售卖酒精饮料终端占所有终端比例量化。通过将主要参数与对标市场比较，公司可围绕这三点来开展具体行动。

图 5：市场成熟度模型下，各类市场集群的核心机会和提升策略



资料来源：百威集团官网

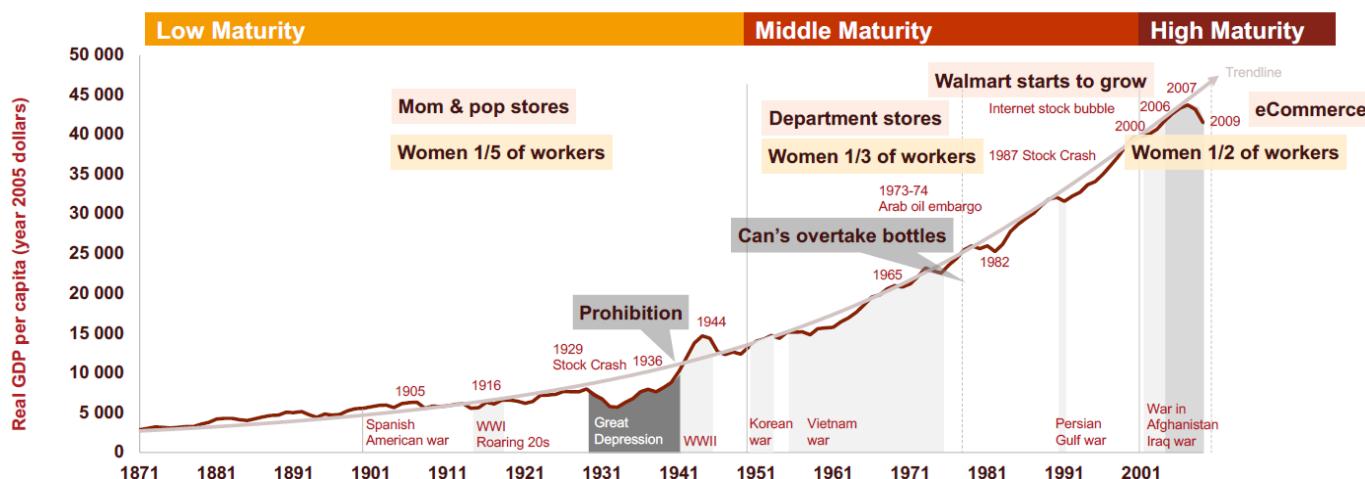
图 6：低成熟度市场可通过量化指标，有针对性地提升人均啤酒消费量



资料来源：百威集团官网

该模型的鲁棒性能够经历深度和广度的考验，全球各主要市场及单一市场长时间跨度的数据不断丰富和修正这一模型。比如选取特定市场，比较由模型推导出的消费特征及该市场实际的消费特征；又比如，分析单个市场的纵向演变，如美国市场成熟度由低到高的发展中消费习惯的变化，来验证模型的准确性。此外，公司每年都会进行数据的更新、每三年左右会进行一次预测，使得公司的市场成熟度模型始终反映最新的市场变化。

图 7：美国啤酒消费的纵向演变进一步验证了市场成熟度模型的鲁棒性

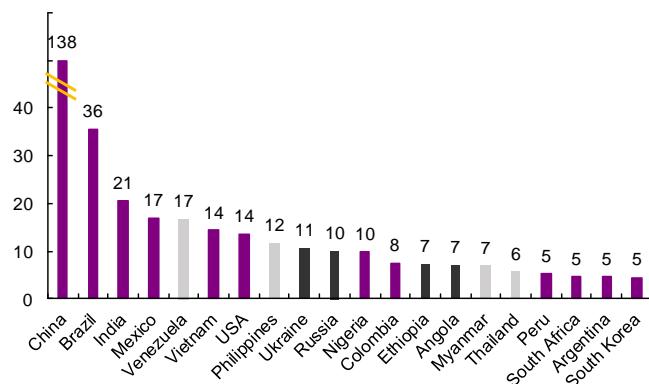


资料来源：百威集团官网

2.1.1、亚太市场啤酒消费蕴藏潜力

亚太区域是全球最大的啤酒消费地区，也是消费量增速最快的地区之一。根据 GlobalData，截至 2018 年，亚太占全球啤酒消费量达 37%，预计 2023 年较 18 年将增长 63 亿升，贡献全球啤酒消费量增幅的 47%。而 2018 年亚太地区人均啤酒消费量约 20 升，相比全球基准市场如美国及巴西仍拥有巨大增长空间。

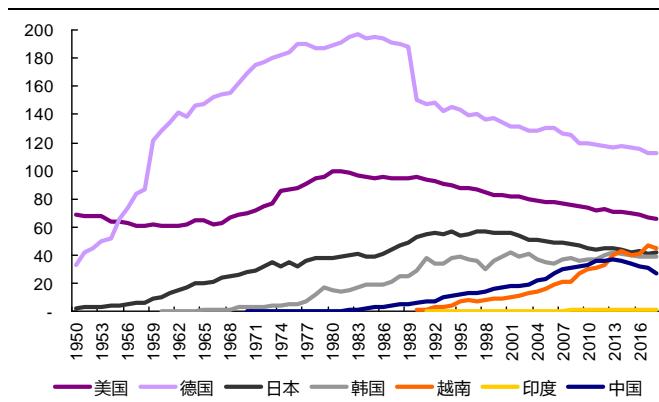
图 8：2017-27 年全球各区域啤酒消费增量排名 - 前 20 位 (M hl)



资料来源：百威集团公告，光大证券研究所

注：百威集团于深紫色柱状国家拥有自营公司，于黑色柱状图国家拥有联营/合营公司

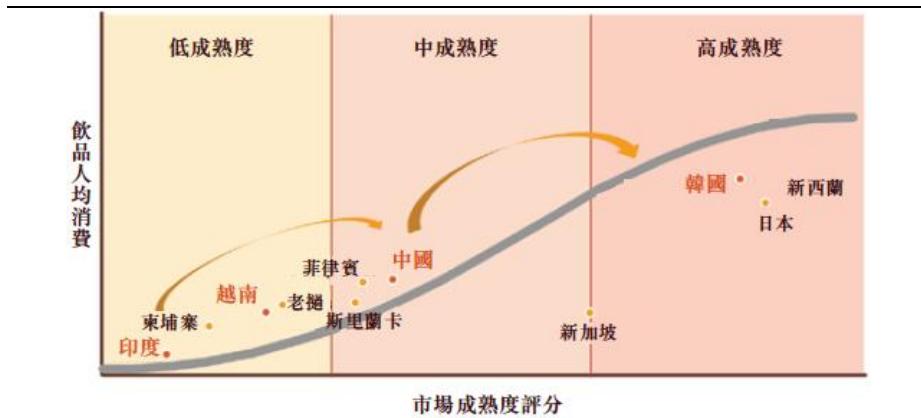
图 9：全球部分市场的人均啤酒消费量 (升/人)



资料来源：Wind，光大证券研究所

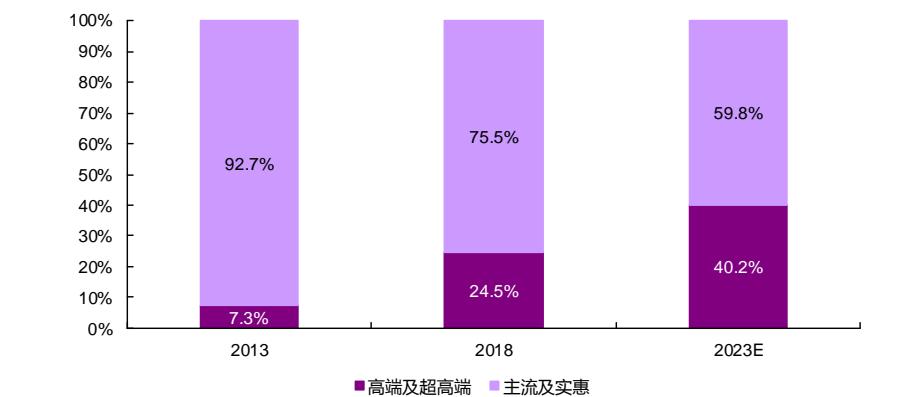
注：数据截至 2018 年

图 10：百威亚太区域主要市场的成熟度定位（2019 年）



而亚太各区域市场的成熟度分化较为明显。其中以日韩为首的东部市场啤酒消费已达到较高成熟度，主要呈现出整体品类人均消费量处于高位且稍有下滑，高端品类份额有待提升。根据 Euromonitor 数据，在高度成熟市场如美国及德国，2016 年对高端品类（黑啤白啤、高端拉格及风味啤酒）的消费量占比可达 36%、67%，而日本及韩国则不到 10%。百威在该等区域，通过借鉴高度成熟市场的经验，全力扩展高端品牌、提供更多高端产品选择，打造高端市场，如迎合女性消费趋势推出易饮新品及收购当地精酿啤酒商。

图 11：韩国市场高端及超高端啤酒消费量比重增长迅速

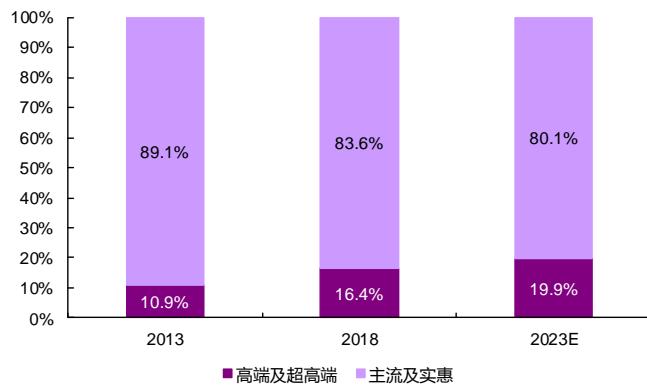


资料来源：GlobalData 预测，公司公告

亚太西部市场则呈现出成熟度较低，整体消费基数大的特点。其中，中国是该区域内最主要的啤酒消费市场，2018 年按消费量计占比 66.5%、按消费额计占比 41.1%。而中国市场近年亦呈现出整体消费量见顶的趋势，行业内各企业已将产品的高端化努力作为重要战略来执行，各厂商正积极使用中高档产品替代经济档。其中，中高档品类占比由 2002 年的 11%上升至 2016 年的 25%；2011-2016 年，经济、中、高档拉格啤酒销量 CAGR 分别为 -3.4%/4.2%/21.5%。得益于较高的品牌声誉及多元化品牌组合，百威在中国的高端及超高端品类始终占据主导地位，2018 年百威在高端及超高端市占率达 46.6%，较 2013 年水平提升 6.4pct。其中，公司持续衡量高成熟度市场的运作经验和消费者喜好，陆续在中国推出在韩国市场受到欢迎的新

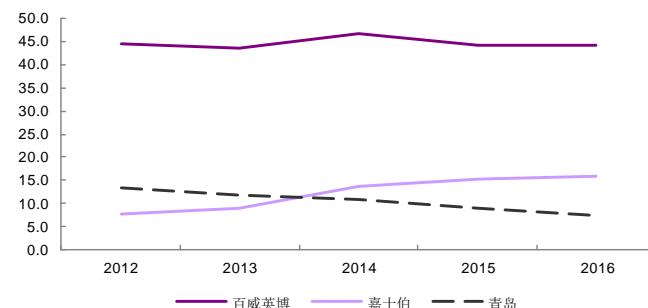
品，并积极联合本土精酿，拓展高端餐饮渠道、扩张高端饮用场景，将进一步推动区域内高端化趋势。

图 12：中国市场高端及超高端啤酒消费量占比



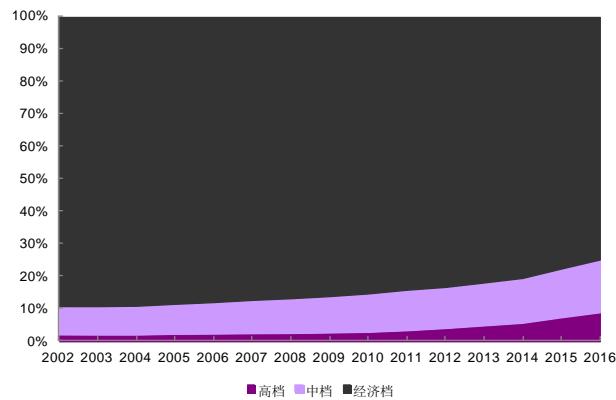
资料来源：GlobalData 预测，公司公告

图 13：高档拉格市场 TOP3 12-16 占有率变化情况(%)



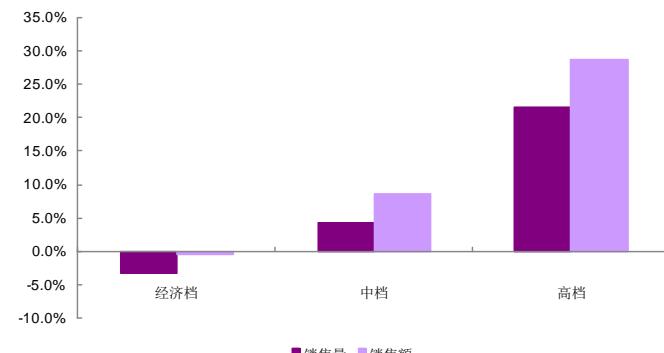
资料来源：Euromonitor

图 14：中国拉格啤酒市场不同价格段位销量分布



资料来源：Euromonitor

图 15：不同价格段位拉格啤酒 2011-16 年量&价 CAGR



资料来源：Euromonitor

越南市场在人均啤酒消费及高端品类消费方面均呈现较高增速。公司认为越南具有与中国相似的啤酒市场成熟模式，将中国扩张的成功经验作为越南策略的基准。如在产品方面，针对哈尔滨冰纯、冰萃系列在中国的推广成果，于越南推出贝克冰爽拉格。目前，越南市场前三大厂商为 SABECO、喜力及 HABECO，百威整体市场份额少于 1%。参考公司的发展模式，我们预计百威将进一步通过扩大本地生产及借助本地品牌开拓市场。

印度市场处于啤酒消费初期阶段，受宏观经济、饮用习惯及行业监管等因素影响，2018 年人均啤酒消费量仅为 1.82 升。百威在其市场占据约 23% 的销量份额，处于第二位。根据当地情况，百威推出贝克冰爽拉格及无酒精饮品百威 0.0。该市场未来的主要驱动力在于经济发展下的庞大人口基数及潜在税制改革。

图 16：越南啤酒消费量增长伴随高端化趋势（亿升）



资料来源：GlobalData 预测，公司公告

图 17：印度市场啤酒消费量加速提升（亿升）



资料来源：GlobalData 预测，公司公告

百威在亚太区域市场的占有率仍有极大的提升潜力，而公司在典型市场如中国，乃至越南、印度等地的成功操作经验，将为其在其他东南亚啤酒市场如菲律宾及泰国等地的本土化拓展提供宝贵借鉴。

2.2、品类扩张框架 (Category Expansion Framework)

品类扩张模型即通过搭建丰富的产品组合来应对市场需求变化。市场成熟度模型可推导出各成熟度市场即将发生的主要变迁。而无一例外的，随着市场成熟度的提升，各地区消费者对啤酒的需求也更加多元（如规格、风味、酒精度、品质等方面）。产生这一系列变化的根源，在于生活方式和消费场景的变化。

而百威集团经营着逾 200 个品牌的庞大体系，包括 Budweiser、Stella Artois 及 Corona 三大全球旗舰品牌，成长迅速的 Hoegaarden、Beck、Leffe 等跨区域品牌，以及地区品牌如百威亚太市场的哈尔滨、雪津、CASS 等。这些品牌均拥有悠久的历史沉淀和独特的酿制工艺，支撑集团丰富的产品矩阵。

表 6：百威集团主要品牌信息

品牌	品牌内核及工艺口感	场景定位及目标群体	系列	价格(元)	规格
Budweiser 百威	原属于安海斯布希 始酿于 1876 年，美式拉格品种，采用山毛榉木陈酿工艺，口感清澈顺滑	高端品类 针对高端聚会场景，定位喜欢国际化产品和体验的年轻人，渠道覆盖中高端餐饮、KTV 及夜场等	大师臻藏 百威金尊 经典醇正	178 169 119	瓶 798ml*1 瓶 500ml*12 罐 500ml*18
		大力营销投放，借助体育赛事进行品牌传播，以音乐节为突破口加强消费者互动，如百威风暴音乐节等	百威纯生 美式拉格	139 79	罐 330ml*24 瓶 460ml*12
		超高端品类 针对高端餐饮场景，搭配食物饮用，定位对生活品质有追求的消费者			
	原属于 Interbrew 比利时品牌，优质窖藏啤酒，始于 1366 年，独创 Stella Artois 酵母、Saaz 酒花，适宜饮用的口味浓郁、清新、爽口	历史悠久，有“圣诞之星”称号，是比利时人圣诞节日和家人聚餐时的常用饮品；在中国进入高档餐饮场所，借助独特品牌属性进行节日营销，赞助爵士音乐节等	原装精酿	208	瓶 330ml*24

		超高端品类	198	瓶 330ml*24
Corona 科罗娜	原属于 Modelo 墨西哥品牌，始于 1925 年，独特发酵工艺、源自墨西哥的低温存储的酵母，口感清醇	针对高端聚会场景，定位较高收入和品位、追求时尚的年轻白领阶层，覆盖中高端餐饮、酒吧、超市等渠道 通过广告营销“this is living”、柠檬饮用标配等手段，塑造有趣、放松、亲近的品牌调性；利用音乐元素打造野外浸入式音乐节的线下体验，如 2015 年的日落声起音乐节	188	罐 355ml*24
Hoegaarden 福佳	原属于 Interbrew 比利时品牌，初次酿造于 1445 年，传统艾尔啤酒，瓶中二次发酵工艺，带有雨雾状厚酒泡，口感果香浓郁带有微辛	超高端品类 风味易饮，适合啤酒入门人群及女性	白啤 179 165 188 198 288	罐 500ml*18 罐 310ml*24 瓶 330ml*24 罐 310ml*24 瓶 248ml*24
Leffe 乐飞	原属于 Interbrew 比利时品牌，起源于 1240 年，淡色艾尔啤酒，承继修道院酿造传统，口味浓厚香醇、酒精度稍高	超高端品类 定位为餐前的社交用酒，作为葡萄酒的替代品	金啤 18 金啤/黑啤 258 黑啤 22	罐 500ml*1 瓶 330ml*24 罐 500ml*1
Franziskaner 范佳乐	原属于 Interbrew 德国品牌，酿造历史可追溯至 1363 年，以修道士形象为核心、遵守纯酿法则，口感醇厚浓烈、麦香馥郁	超高端品类	白啤/黑啤 168 178 128	罐 500ml*24 瓶 355ml*24 桶 5L*1
Beck's 贝克	原属于 Interbrew 德国品牌，起源于 16 世纪，符合德国啤酒纯度法令的标准	核心+至高端品类 针对高端酒吧和夜总会里从啤酒转向蒸馏酒的年轻人消费者	黄啤 129 无醇/果啤 109	罐 500ml*24 罐 330ml*24
HARBIN 哈尔滨	始于 1900 年，1400 多条标准流程和 240 条质保工序	核心至核心+品类 引领啤酒行业的潮流与创新，符合年轻一代的需求 以“冰纯”形象推向全国市场，提出“一起哈啤”宣传语，在百威支持下利用体育营销、音乐节等快速提升知名度，包括赞助世界杯、NBA 合作，3V3 酷爽嘉年华篮球赛等	冰纯白啤 89 冰纯 82.9 冰萃 79.9 小麦王 119.8 64.9 醇爽 49.9	罐 330ml*24 瓶 500ml*18 罐 330ml*24 罐 255ml*24 罐 330ml*48 罐 500ml*18 罐 330ml*24
Cass 凯狮	原属于 Oriental Brewery 韩国品牌，起源于 1933 年，采用了特殊 fresh 精湛工艺，味道清爽柔美	核心至核心+品类 定位年轻人，塑造年轻化的品牌形象	原味/柠檬味/高醇 148 59	罐 355ml*24 罐 355ml*6
SEDRIN 雪津	创建于 1986 年，纯头道麦汁酿造，采用先进的“冰晶化”过滤过程提纯，口感纯正柔和	主打核心品类 从大众啤酒转向中高端领域	冰啤 96 麦之初 80 108 精品 68 嘎嘎鹅 89 野鹅 89 IPA 89 249 89 312 城市	罐 500ml*12 瓶 330ml*24 罐 330ml*24 瓶 330ml*24 罐 330ml*24 罐 500ml*6 罐 500ml*6 瓶 355ml*6 瓶 355ml*24 罐 500ml*6 瓶 355ml*6
Goose Island 鹅岛	美国芝加哥品牌，创立于 1988 年，轻盈 IPA；与手剥橙皮一起陈酿，带有白胡椒的香气与柑橘的酸味，回味清爽怡人	超高端品类 精酿啤酒 通过“社区”营销，建立自己的精酿啤酒社区来与消费者交流	搏击者 79 49 328	罐 500ml*6 罐 500ml*6 瓶 355ml*24
Boxing cat	中国品牌，创立于 2008 年，使用进口的麦芽，通过独特窑	超高端品类 精酿啤酒		

拳击猫	烧或烘烤麦芽使啤酒香味浓郁、色彩鲜艳	美食与酒相结合，深受各层次消费者的喜爱。	第一血	79	瓶 355ml*6
			胜利之拳	98	瓶 355ml*6
			杀手锏	255	瓶 355ml*24
Blue girl 蓝妹	始于 19 世纪，由香港捷成洋行于 1906 年收购；属于皮尔斯拉格型啤酒，麦香浓郁不含苦涩味，具备甘醇顺喉的口感	超高端品类 定位于 25-45 岁的都市新贵，多针对高端酒吧餐厅、休闲会所等。透明玻璃瓶身为产品独特颜色。 胜利女神经典标志，透明玻璃瓶身		190	罐 330ml*24
				200	瓶 330ml*24
				190	瓶 640ml*12

资料来源：百威集团官网，公司公告，行业信息，天猫，光大证券研究所（注：价格采集时间为 2019 年 11 月）

百威的品类扩张模型大致以口感及价格段为横纵坐标构建，多层次的品牌系统不仅涵盖广泛的啤酒品类，集团对各品牌的定位和价格带也力求降低重合度。具体来说，啤酒品类上由单一的经典拉格延伸到易饮拉格及其他风味啤酒，多样的口味及酒精度可以适应更多人群及场景；品质上也囊括了上至高端超高端及精酿啤酒，下至平价实惠型品牌，满足不同消费层次的人群。

其中三大全球品牌作为公司成长的基石，均定位高端品类，但其品牌内核仍有区别。Budweiser 针对高端聚会场景，对于低成熟度市场来说，是基于核心品牌的消费升级；Stella Artois 定位高端餐饮场景；Corona 定位高端社交场景，倡导生活方式，其定位最高。2018 年，三大全球品牌营收增速达 9%，贡献集团整体 20.8% 的收入。

图 18：百威集团的品类扩张模型在产品/价格带上的延伸



敬请参阅最后一页特别声明

在进入全球各地的市场时，品类扩张模型为百威的运作提供了清晰的产品思路。根据市场成熟度模型，百威能够对当地市场的特征进行系统性分析。尤其是针对大部分成熟度较低的市场，集团通常会收购本土的优势品牌，作为在当地产品组合中的核心品牌进行运作，首先保证当地市场的占有率。通过积累市场认知和经验，集团逐步引入其全球旗舰品牌，及时掌握高端市场的控制地位。

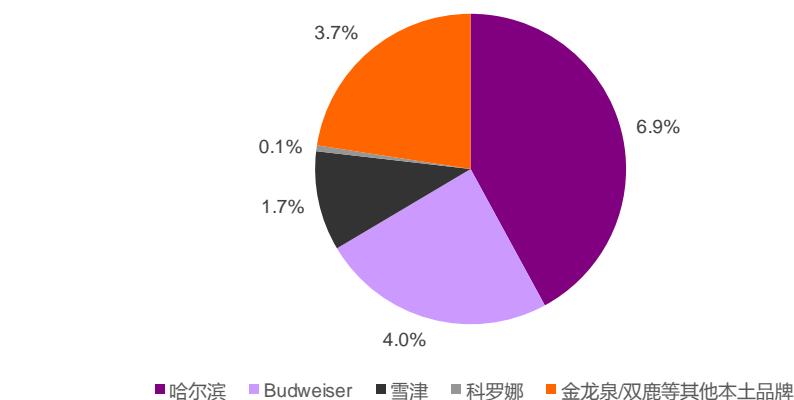
图 19：百威亚太主要市场的品牌矩阵



资料来源：公司公告

以中国市场为例，百威目前已构建起多层次、本土化的品牌组合。其中，保持其全球品牌 Budweiser、Corona 及 Hoegaarden 等主攻高端及超高端品类，以哈尔滨啤酒和雪津啤酒分别覆盖核心+、核心品类，用其他区域性的小品牌获取低端市场。经过长年的收购整合，百威目前在中国拥有约 15 个本土啤酒品牌，其中全国性品牌哈尔滨在整体市场占有率稳步提升，2018 年达到 6.9%，而雪津品牌也稳居全国销量前十，18 年市占率约 1.7%。一系列本土化操作使得百威成为在国内各主要价位段均拥有强势竞争力的啤酒企业之一。

图 20：2018 年百威旗下品牌在中国市占率（按销量计）



资料来源：Euromonitor, 光大证券研究所

对领先区域品牌的收购使百威能深入理解中国市场、并获得本土的渠道资源，而百威集团的强大运营能力也能为被收购品牌背书。2004年AB集团收购哈尔滨啤酒，彼时哈啤为全国第四大啤酒品牌，但主要市场仍在东北区域。AB为其重新制定品牌策略、进行技术改造，于2006年在全国40多城市推出两个中高端系列“哈尔滨冰纯”和“哈尔滨1900”，并进一步做大全国市场、逐步实现所有区域的本地化生产。在营销层面，百威英博作为2010及2014年世界杯酒精类产品的独家赞助商，将该权利拓宽至旗下品牌，使得哈尔滨啤酒成为中国第一个赞助世界杯的啤酒品牌，高价值的体育赛事资源帮助哈尔滨啤酒快速提升品牌形象与价值。

本土品牌在核心品类的扩张与集团高端品类形成互补，并不会影响百威全球品牌的高端形象。而集团通过对核心及核心+产品系列的升级，也进一步推动中低端品类内部的高端化交易。

表7：哈尔滨啤酒营销活动

体育营销	
南非世界杯	
2009年	世界杯分组抽签结束后，举办发布会宣布成为南非世界杯的中国官方合作伙伴；邀请“荷兰三剑客”之一的古利特作为世界杯大使出席活动 购买央视黄金时段广告资源，强调哈啤赞助商属性，突出品牌“冰纯”特性 央视世界杯栏目的独家特约赞助商，平面媒体、线上及户外大量投放广告，推出世界杯特别包装和世界杯主题大篷车巡游
2010年3月	携手央视启动“哈尔滨冰纯花式足球挑战赛”，时间跨度四个月，覆盖五十多城市，超七万人参与，6300万人通过网络投票 结合世界杯专属瓶标开展“瓶标藏酷奖，快用手机找”的抽奖促销活动
巴西世界杯	
2013年	大型线下活动：与央视合作世界杯栏目，世界杯主题广告、特别包装、大篷车巡游等活动 提出“尽情世界杯”的口号，通过产品讲故事、在社交媒体平台传播：将目标消费者划分为“哥们儿看球团”、“球迷看球团”、“奶爸看球团”，且分离出“太太后援团”和“姐妹知音团”；选取针对性代言人，并分别打造了带有特定广告语的瓶罐包装；最终的话题阅读量接近一亿，讨论量超过72万
NBA中国合作伙伴	
2012年	成为NBA中国的官方市场合作伙伴，邀请NBA球星奥尼尔作为哈尔滨啤酒的“至酷大使” 在NBA中国赛前，开展“至酷篮球英雄”活动，通过线上和线下结合推广品牌形象
2014年	启动3V3酷爽嘉年华篮球赛 推出全新的品牌口号“一起哈啤”，通过持续的电视、户外、社交网站宣传，并在NBA比赛中植入宣传语
音乐及潮流营销	
2012年	自12年起，每年举办哈啤音乐节，提升与年轻人的连结，打造文化标签
2019年2月	纽约时装周上，与艺术家、设计师及纽约潮牌PONY进行跨界国潮秀
2019年7月	邀请陈冠希担任“哈啤首席创意官”，推出全新厂牌“HAPI”及单品，作为品牌创意驱动源

资料来源：公司官网，啤酒板，光大证券研究所

表 8：百威集团在中国的收并购及经销协议

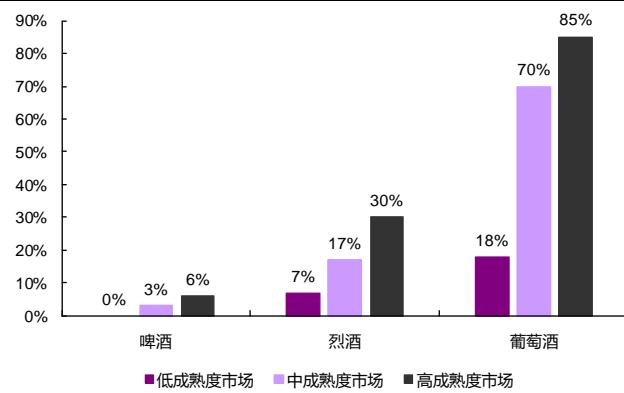
时间	收购方	被收购方	产能 (万吨/年)	交易价格 (亿元)	单位产能价格 (元/吨)	主要区域
1984 年	Interbrew	珠江啤酒	提供技术支持			广东
1997 年	Interbrew	金陵啤酒 60%	12			江苏
2002 年	Interbrew	双鹿啤酒	42	1.1	255	浙江
2002 年	Interbrew	珠江啤酒 24%	NA	1.6	NA	国内第五大啤酒厂，进入广东市场
2003 年	Interbrew	KK 啤酒 70%	20	2.5	1,750	浙江
2004 年	A-B	哈尔滨啤酒 100%	150	49.7	3,311	东三省
2006 年	InBev	雪津啤酒 100%	90	58.9	6,540	东南
2011 年	百威英博	大雪啤酒 100%	20	3.3	1,665	辽宁
2011 年	百威英博	维雪啤酒 100%	50	5.2	1,040	河南
2013 年	百威英博	亚洲啤酒 100%	90	25.1	2,787	江西
2014 年	百威英博	金士百 100%	80	38.0	4,750	东北
2014 年	百威英博	大富豪 100%	100	16.0	1,600	华东华南
2017 年	百威英博	珠江啤酒 30%	220	15.9	723	广东
2017 年	ZX Ventures (百威英博)	搏击猫 100%	NM			
2019 年	百威英博	捷成饮料 65%				

时间	授权方	授权内容
2017 年	百威英博	未来 5 年，在中国大陆独家经销 Guinness 全系列啤酒
2018 年	百威英博	许可在中国经销 Sapporo Premium 啤酒

资料来源：光大证券研究所根据公司公告，啤酒板，中国啤酒网，天眼查等公开信息整理

整体而言，啤酒品类的高端化潜力巨大。对比其他酒类中高端品类的市场渗透度，啤酒的结构优化仍处于初级阶段。以高成熟度市场为例，啤酒/烈酒/红酒的高端品类渗透率分别约 6%/30%/85%。而参考烈酒及碳酸软饮在品类组合的扩展，啤酒品类也需要借鉴该等发展思路，以挖掘高端市场的消费潜力。

图 21：啤酒品类的高端化潜力巨大（2018 年）



资料来源：百威集团公告

注：%指定价超过所在市场龙头品牌 1.6x 以上的品类销量占比

图 22：烈酒的品类扩张



资料来源：百威集团公告

2.3、成长卓越系统 (Growth Champion System)

成长卓越系统是集团增长的方法论，通过寻找差距-选择提升手段-策划施行-寻找新标杆，以最为合理策略组合实现品类增长和效率提升。

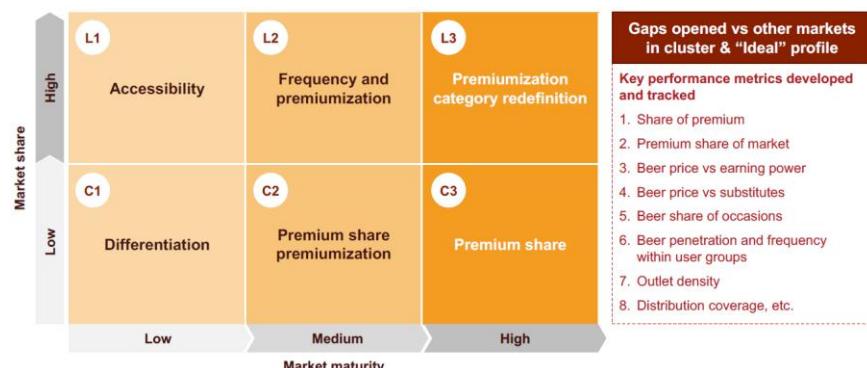
图 23：百威英博的成长卓越系统



资料来源：百威集团官网

具体而言，百威集团结合市场成熟度模型，确立了各市场族群的核心发展机会。落实到特定地区，公司会选择该地区所处族群中的某一市场作为标杆，通过一系列的关键指标来量化公司在目标市场的运作现状跟标杆市场的差距。

图 24：选择关键指标量化与标杆市场的差距



资料来源：百威集团官网

在明确差距后，百威集团拥有一揽子标准化工具（包括酿制、供应、运输、市场营销、销售、人事、财务及资讯科技）来提升目标市场的业务，缩小差距。这些标准化工具是建立在公司全球市场营运的经验上、持续总结更新的最优策略组合，在操作上具备可预见性，也能维持各市场运作的统一。在衡量策略符合扩张方向后，集团会将此纳入年度计划以保证执行。

如在销售策略方面，百威针对各成熟度市场搭建起经销商沟通及消费者触达框架，并根据具体市场的情况进行拓展。17 年在秘鲁市场，通过为终端提供桌椅、杯子及营运指导，帮助 1.8 万非即饮终端转型成为即饮终端，提升当地约 50% 的即饮场景数，该项目下的终端实现年内销量同比增长 170khl。

表 9：百威集团的销售策略——针对经销商及终端

市场	拓展核心	客户支持 - 连结策略 2.0	终端支持 - 终端零售解决方案
低成熟度	渗透率	赋能分销渠道，派遣现场销售团队	提供贸易基础设施以创造/支持啤酒消费场景 实例： 在售点安置冷柜；为终端提供桌椅、杯子将非即饮场景转化为即饮场景
中成熟度	消费频次 高端化	电话销售：有效推销相对复杂的产品组合来适应更多消费场景，提升消费频次	零售整合（直营/特许经营店铺）以促进消费频次和消费升级 实例： Modeloramas 模式（一种非即饮特许啤酒便利店模式）并扩展至线上配送等全渠道；BBC Bodegas（小型、可扩展的即饮消费场景），通过提供高质量的消费者体验以促进消费升级
高成熟度	高端化	B2B 平台：客户寻求合作伙伴，而不仅是供应商，能够提供差异化服务	结合数据驱动的电子贸易以推动品类增长和消费升级 实例： Connected POC（终端消费者连结平台）

资料来源：百威集团公告，光大证券研究所整理

在推动业务成长的同时，百威集团也采用一系列有效的成本节省计划，提升利润率水平。主要包括零基预算法、工厂最优化管理、业务共享服务中心等。

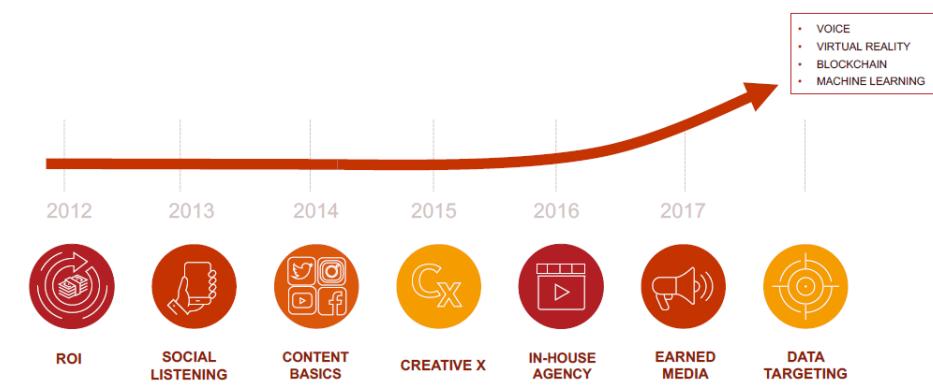
表 10：百威集团的主要成本节省计划

成本节约计划	具体内容
零基预算法 (ZBB)	年初预算始终从零开始，根据未来预期利益为基准，而不是基于过往年度开支。集团已在所有主要市场成功实行 ZBB，包括百威亚洲经营区域。
工厂最优化管理 (VPO)	促进酿酒业务的效能及标准化。集团的全球 VPO 管理团队也会定期对区域工厂的执行情况进行检查。
本地化生产	集团根据销量、盈利能力等因素对部分品牌的本地化生产进行持续的可行性评估。在保证产品全球品质的基础上，可节约产品的进口成本。如 Budweiser 已实现在多个国家的生产，而 Corona 今年起也开始在英国及中国生产。
业务共享服务中心	在主要市场设立多个业务共享中心，辅助工作标准化、分享业务间的最佳实务。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

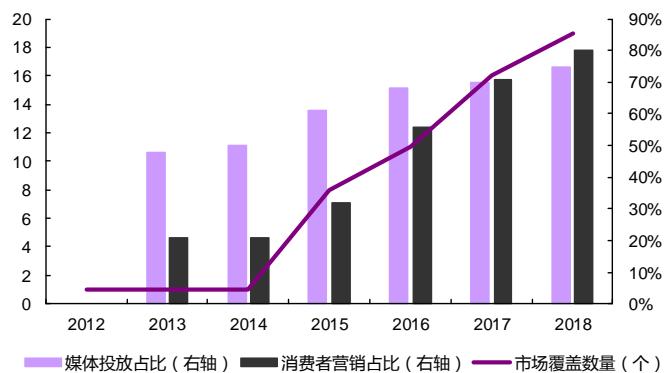
百威对营销效能的优化尤为突出，其精准高效的营销模式能够最大化广告投放效率。一个典型的例子是 ROI 精细化管理。集团采用市场分析 (Marketing Analytics) 追踪赞助投放的回报率，并持续进行动态更新。14-18 年间，百威的媒体投放回报率提升了 20%。此外，集团近年建立 DraftLine 业务单位，有效配置内容及统一营销活动，以节省成本及共享知识，提高营销效率。

图 25：百威集团历年营销手段变革



资料来源：公司公告

图 26：百威集团营销 ROI 的投放效率显著提升



资料来源：公司公告

图 27：百威集团 Facebook 美国区营销 ROI (美元)



资料来源：公司公告

2.3.1、3G 资本股东方自身整合能力优异

百威背后的大股东为著名私募投资 3G 资本团队创始人。3G 资本成立于 2004 年，陆续操刀 Burger King、Heinz、Kraft 等国际巨头的收并购案例。在他们管理下的企业善于通过对标学习及高效成本控制理清思路，实现整合后的快速发展。

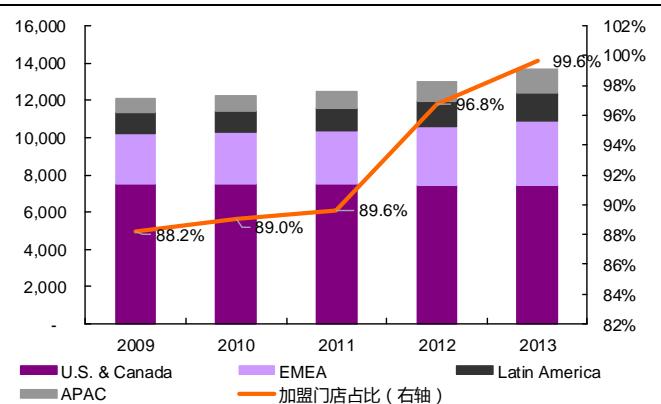
其中一个典型案例为 3G 资本在 2010 年对 Burger King 的收购，对价为 32.6 亿美元。彼时 Burger King 因管理及战略疏忽，在品牌知名度、市场份额、收入体量及利润率等方面全面落后于竞争对手麦当劳。2010 年两者的全球门店数量分别约 12000 家及 33000 家。

3G 资本确立 Burger King 的首要目标仍为提升门店覆盖率，而加盟模式则是快速拓店并控制资本开支的最佳模式。基于此进行了大刀阔斧的改革，主要手段包括：1) “再加盟计划”，将大比例自营门店出售给加盟商。2013 年，汉堡王拥有的门店从 2011 年逾 1300 家缩减到仅 52 家，用于管理培训及新品试验。2) “特许总经营”，通过与大型经销商组建合资企业，大举扩张海外市场。2012 年，公司与笛卡尔资本集团、土耳其 TAB Gida 集团建立合资公司，用于在中国扩张。TAB Gida 是 Burger King 最大的海外特许经销商，2010 年在土耳其运营旗下 309 家餐厅。由 TAB Gida 负责中国区业务后，中国门店数量快速增长，从 12 年的 52 家至 18 年末超千家。

再加盟模式下，Burger King 得以大幅节约人力和装修成本，公司裁员约 2.8 万人，同时向加盟商提供激励及贷款额度，鼓励其自行装修餐厅。而海外总特许经营中，当地市场的合伙人通常负责当地运作，包括扩张资金投入，从而进一步节约公司开支。

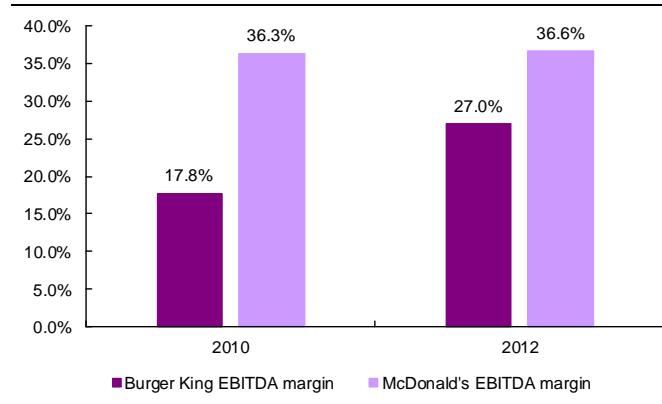
2012 年，Burger King 旗下加盟店占比由 10 年 89% 快速提升至 96.8%，加盟店销售同比提升 7.5%，公司 EBITDA 率达到 27%，与麦当劳的差距进一步缩小。至 2013 年底，公司仅剩 52 家位于北美的直营店，但海外门店数量由 10 年底的 4701 家增长至 6231 家。

图 28: Burger King 加盟策略加速拓店 (个)



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 29: 2010-12 年 Burger King EBITDA 率快速提升



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 30: 2011-12 年 Burger King 通过建立新的合资企业或订立新和约进入海外市场



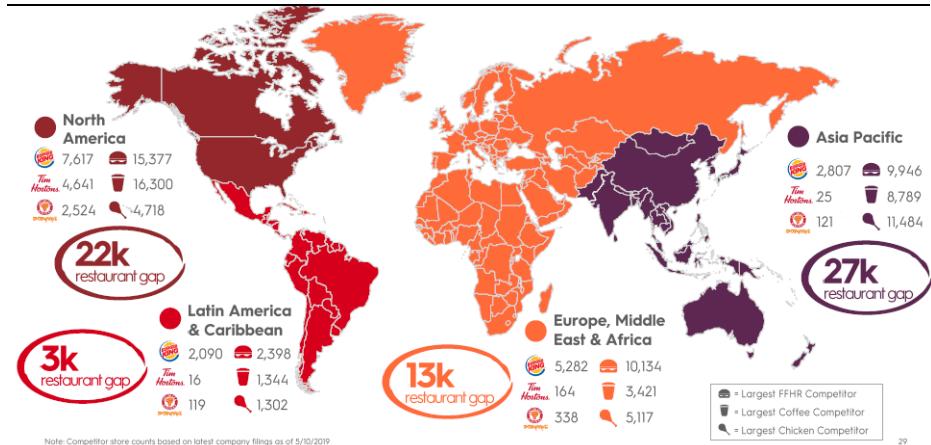
资料来源：Burger King 公告

通过持续关注快餐领域消费趋势，管理层注意到咖啡和炸鸡品类的快速增长前景。陆续于 2014 年和 2017 年收购加拿大咖啡和甜甜圈连锁企业 Tim Hortons 及美国炸鸡连锁企业 Popeyes 入局，进一步完善于快餐行业的业务版图。

在对多业务板块的整合上，管理层注重保留各自品牌特点的同时提供集团协同效应。三大品牌拥有独立团队，包括产品开发、市场运营、经销商管理、餐厅开拓、数字推广等，集团层面则可共用平台资源，如科技开发团队和其他后台支持部门。在业务上，仍各自对标细分品类龙头进行追赶。如针对北美市场，公司注意到标杆企业的早餐类销售占比约 34%，而 Burger King 目前为 14%，以此确定主攻方向。

此外，总经销商经验丰富，公司可利用其已有资金、团队和资源在当地推广新品牌，进一步提升经营杠杆。集团年内已与 TFI 签署协议，2020-30 年间将在中国开设 1500 家 Popeyes 餐厅。

图 31：对标区域市场龙头寻找集团的餐厅增长机会（2019 年）



资料来源：RBI 集团公告（注：竞争对手的店数截至 2019 年 5 月 10 日）

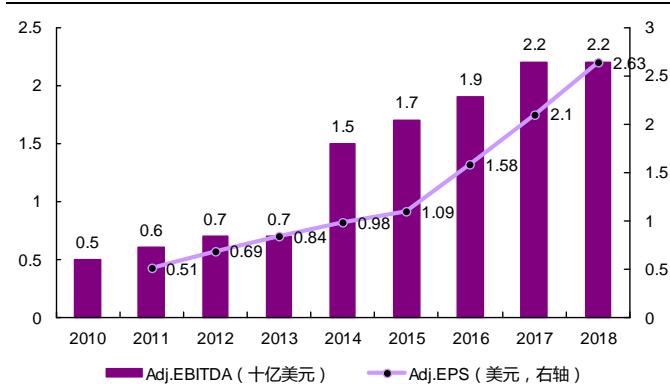
在 3G 资本的运营下，RBI 集团的经营利润率经历快速爬坡后企稳。2018 年集团整体门店数量近 2.6 万家（vs 2010 年 1.2 万家），集团层面销售收入达 320 亿美元，较 10 年 150 亿美元实现翻番。在盈利能力方面，18 年整体经营利润率约 35.4%、净利润率 21.4%，高于旗下三大品牌各自原先的净利润率，而净负债比 EBITDA 杠杆率约 5.1x（vs 2010 年 6.7x），展现出高效的运营及整合能力。

图 32：整合为集团带来店数和收入提升



资料来源：QSR 公告（注：2014 年之前数据为前 Burger King 数据，2014 及 2017 年数据反应合并了 Tim Hortons/Popeyes 收购后的全年合并数据）

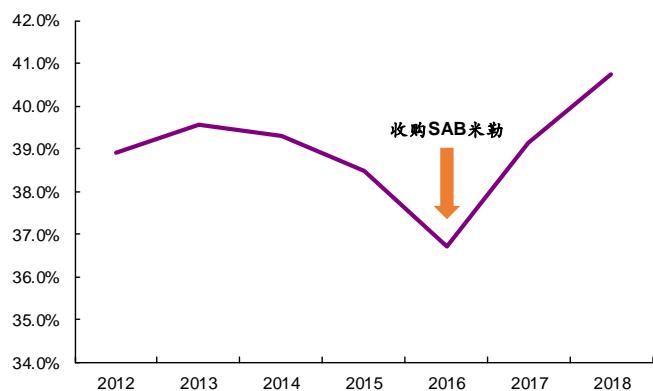
图 33：集团盈利能力持续改善



资料来源：QSR 公告（2014 年之前数据为前 Burger King 数据，2014 及 2017 年数据反应合并了 Tim Hortons/Popeyes 收购后的全年合并数据）

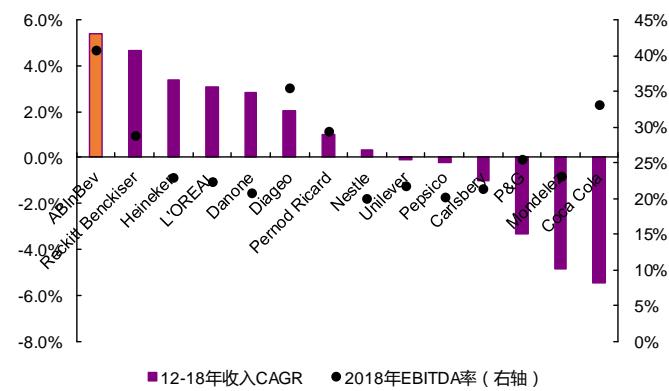
我们认为 3G 资本股东方的整合能力亦反映在百威英博的收购历程中。在陆续进行 Modelo、Oriental Brewery 及 SAB 等大体量收购后，集团的收入增速及盈利水平仍维持高位。集团预计在与 SAB 的并购整合中形成的协同效应预计可节约 25 亿美元。2012-18 年，百威的收入 CAGR 达 5.4%，处于上市全球快消品公司之首；而其 EBITDA 率在 SAB 收购后次年便迅速回升，17、18 年分别达到 39.1%、40.7%，同样遥遥领先于其他公司，显示集团强大的盈利能力及整合实力。我们认为该等整合思路及运作经验将辅助公司于今后的扩张案例，尤其对挖掘亚太区域的潜在目标带来极大支持。

图 34：百威集团的 EBITDA 率在收购后快速回升



资料来源：Bloomberg，百威集团公告，光大证券研究所

图 35：百威集团在销售增速及盈利能力上均处于领先

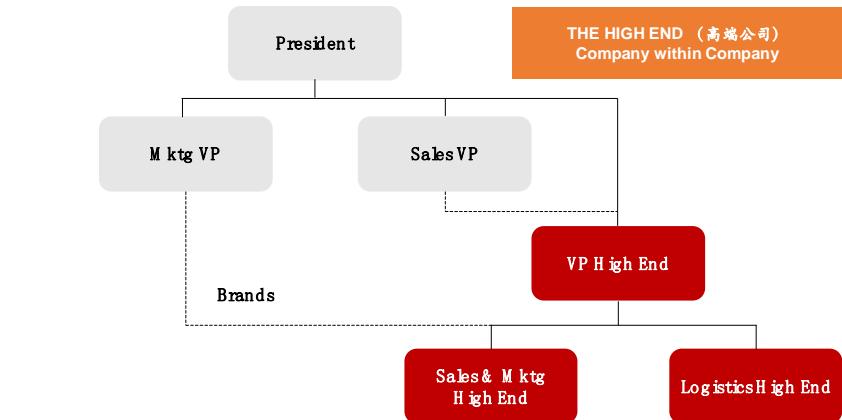


资料来源：Bloomberg，各公司公告，光大证券研究所

2.4、高端公司 (High End Company)

百威集团拥有一系列策略工具来辅助战略目标的实现，这些策略的应用将贯穿市场的进化历程，但在不同阶段有不同的应变形态。高端公司是公司目前最为重要的策略工具之一。根据公司阐述，“高端公司为全球、专业及精酿啤酒品牌组合组成的业务单位，有专用的营销途径”，即对应品类扩张模型中的“高端化品牌”和“其他啤酒品类”。该模式在中国市场开发成功，并将逐渐复制至韩国、日本、越南等其他市场。

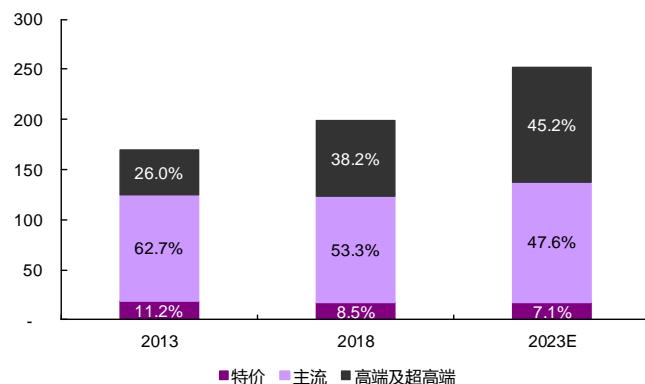
图 36：高端公司业务单元具备独立的营销及物流团队



资料来源：百威集团公告，光大证券研究所

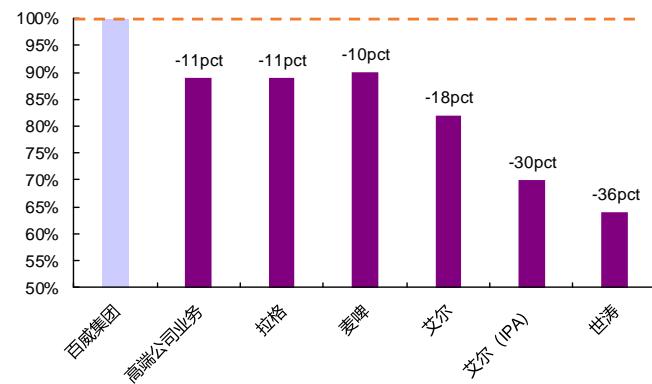
高端公司模式是百威集团为更好地应对全球市场的高端化趋势所设立的业务单元。公司认为到 2020 年，全球高档啤酒销售量将达 2000 万千升，其中 70% 的市场机会将集中在 22 个国家。亚太占据其中的 7 个（不包括澳大利亚）。作为全球最大的啤酒消费地区，亚太市场受益于庞大的人口基数和城市化进程，高端化消费蕴含巨大的潜力。根据 GlobalData，2018-23 年亚太地区的高端啤酒消费量复合增速约为 5.6%，将贡献啤酒消费的主要增量；预计 2018-23 年高端品类消费额的复合增速将达 8.5%，占整体啤酒消费额比重由 38.2% 增至 45.2%，带来 380 亿美元的市场空间。

图 37: 高端及超高端品类将贡献亚太地区啤酒行业销售额主要增量（十亿美元）



资料来源：GlobalData 预测，公司公告

图 38: 集团高端细分品类市占率与整体市占率差距（2016 年）

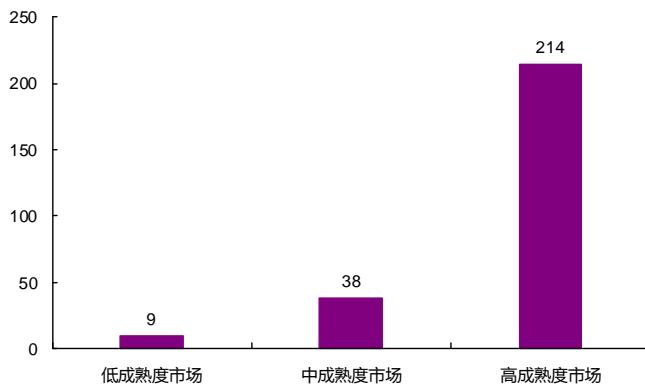


资料来源：百威集团公告，光大证券研究所（注：此处以百威集团市占率为参照基准，即以 100% 表示）

百威高端公司的建立聚焦在正确的“品牌组合”和正确的“团队”两个方面，主要的构建策略为“Outside-In”。Outside：主要指公司聚焦于目标市场中的高端消费渠道和精酿啤酒消费渠道。“In”：指高端公司的运营主要由专业化的团队和架构负责。

以中国市场为例：1) 除了 Budweiser、Corona、Hoegaarden 等集团品牌，百威近年也陆续收购了中国本土品牌如精酿啤酒 Boxing Cat 和超高端啤酒蓝妹，形成地区特有的品牌组合，高端及超高端品类占比显著提升。2) 在销售途径方面，公司在传统高端渠道持续运营、同时也着力打造新零售及电商渠道。而丰富的高端及超高端产品矩阵保证百威在经销商层面的竞争优势。3) 营销手段上，公司继续建立品牌与家庭价值观属性的契合、结合音乐体育等活动，迎合中国市场消费者的高端化趋势以推动销售。

图 39: 各成熟度市场的平均高端啤酒品牌数量（2018 年，个）



资料来源：百威集团公告

图 40: 2018 年 Budweiser 销量渠道占比

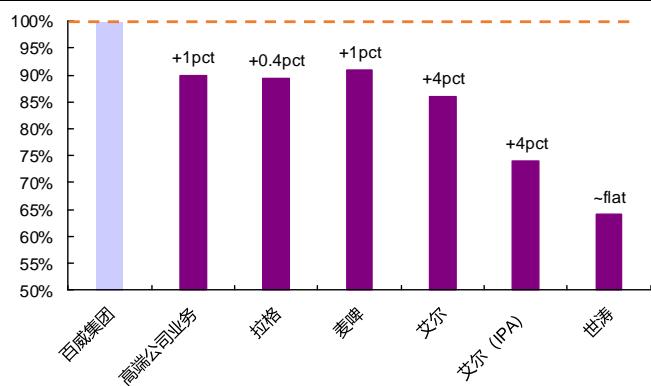


资料来源：草根调研，光大证券研究所

截至目前，高端公司在驱动业绩增长方面已展现强大能力。2017 年该业务单元贡献约 36% 的集团整体营收增速，2018 年实现收入同比增长

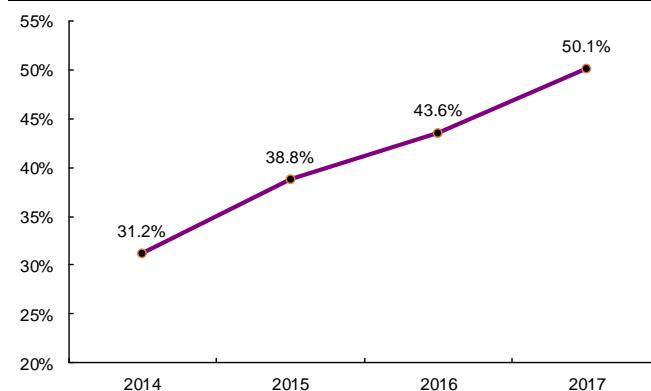
18.3%，成为集团的最大增长引擎。在中国市场，百威在超高端品类的占比由2014年的31.2%提升至2017年的50.1%。2018年，在中国、韩国的高端及超高端啤酒市场，百威按消费量分别占46.6%、59.8%，掌控绝对领导地位。

图41：高端品类组合市占率逐渐缩小差距（2017年）



资料来源：百威集团公告，光大证券研究所（注：参考图38，高端品类市占率均有所提升）

图42：百威超高端品类中国市占率快速提升



资料来源：集团公告，光大证券研究所(China: SEEMA, based on Total Imported Brand volume for ABI portfolio / Total Import SP industry)

3、财务分析

3.1、高端品牌定位具备盈利能力优势

正如我们于先前行业报告阐述的观点，在国内市场整体啤酒消费量基本见顶的情况下，产品结构优化和费用端提质增效将是企业改善利润率水平的根本性手段。而百威亚太的高端化产品组合及产能优化布局在行业内处于领先，为公司奠定较为优质的盈利基础。

表11：主要啤酒企业经营情况概览（2018年）

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	百威亚太	百威英博	嘉士伯	喜力
设计产能 (千吨)	21,000	14,080	1,790	8,000	2,200	16,139	NA	NA	NA
实际产量 (千吨)	11,285	8,030	944	3,920	1,240	9,625	56,710	13,310	23,380
产能利用率	53.7%	57.0%	52.8%	49.0%	56.3%	59.6%	NA	NA	NA
2018年财务数据 (百万人民币)									
营业收入	31,867	26,575	3,467	11,343	4,039	47,355	383,753	60,340	173,847
营业成本	20,669	16,555	2,082	6,973	2,401	22,764	143,042	30,201	78,966
SG&A	10,611	6,255	609	2,729	1,090	16,553	120,271	21,325	58,093
折旧及摊销	1,654	1,153	174	853	266	4,890	29,931	3,923	13,098
EBITDA	5,020	3,516	661	1,220	474	14,010	150,118	12,956	38,992
EBT	1,532	2,380	482	381	464	8,818	59,932	8,224	22,064
归母净利润	977	1,422	404	180	366	6,729	30,690	5,125	14,723
Net debt	-1,145	-12,239	-967	-1,939	-2,237	-7,529	705,029	17,758	93,465
现金及等价物	1,858	12,536	967	1,939	3,198	11,712	49,702	5,396	22,459
主要营运指标									
吨酒价格 (元/吨)	2,589	3,020	3,375	2,606	2,944	4,920	6,767	4,533	7,436
吨酒成本 (元/吨)	1,597	2,062	2,205	1,779	1,937	2,365	2,522	2,269	3,378

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
GPM	38.3%	31.7%	34.7%	31.7%	34.2%	51.9%	62.7%	49.9%	54.6%
EBITDA margin	17.2%	14.5%	20.7%	11.9%	13.0%	29.6%	39.1%	21.5%	22.4%
EBT margin	5.2%	9.8%	15.1%	3.7%	12.7%	18.6%	15.6%	13.6%	12.7%
ROE	5.2%	7.9%	35.3%	1.4%	4.5%	9.4%	6.8%	11.7%	13.3%
NPM	3.3%	5.9%	12.7%	1.8%	10.0%	14.2%	8.0%	8.5%	8.5%
总资产周转率	74.4%	71.2%	96.6%	57.7%	29.9%	42.5%	23.5%	53.1%	53.6%
权益乘数	2.1	1.9	2.9	1.4	1.5	1.6	3.6	2.6	2.9
Net debt/EBITDA	-0.2	-3.5	-1.5	-1.6	-4.7	-0.5	4.7	1.4	2.4

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

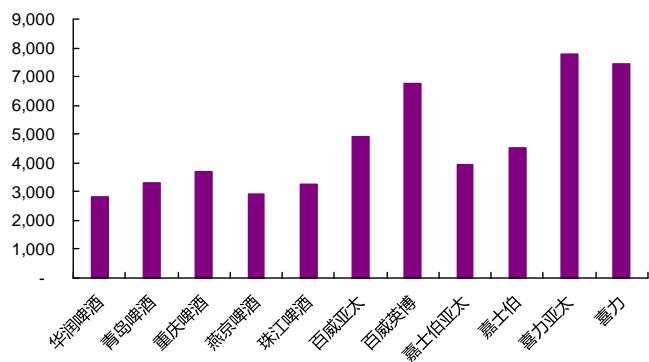
注：1) 实际产量以销量替代；2) 吨酒价格为调整税金及附加后的统一口径，各利润率基于调整后吨价计算；3) 百威英博财务数据按 1USD=7.026RMB 换算，嘉士伯财务数据按 1DKK=0.9654RMB 换算，喜力财务数据按 1EUR=7.7365RMB 换算。

百威亚太持续贯彻高端公司策略，在其主要市场的高端超高端份额占据主导地位。2018 年，公司在中国高端及超高端市场占比达 46.6% 维持份额第一，在韩国整体市场占比第一达 59.8%。

以高端产品为主要驱动的结构，使得百威亚太的产品吨价明显高于本土厂商。以主要市场中国为例，2018 年百威亚太的出场吨价约 4920 元，其中中国区约 4390 元；而由于本土企业产品以经济型拉格为主，吨价水平多为 2500-3500 元。可以看到，百威亚太的 2018 年毛利率水平高达 51.9%，而其他本土企业毛利率则集中于 30-40%。

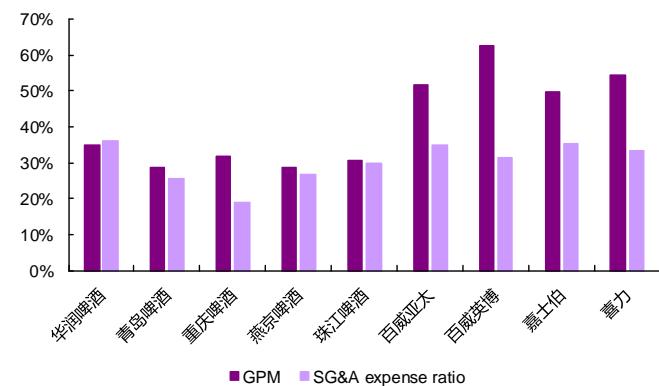
此外，高端化组合使得百威旗下品牌在同质化的主流啤酒产品中脱颖而出，减少参与行业价格战等竞争，进一步维护毛利率水平。高毛利率下可支撑公司通过高费用率投放进行品牌推广和渠道渗透，维持产品定位优势。

图 43：2018 年区域主要公司的吨价（元/吨）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图 44：2018 年区域主要公司的毛利率及费用率



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

另一方面，百威亚太在各个市场拥有行业领先的生产能力和生产设施。截至 2019Q1，公司在主要区域共拥有 56 座工厂（中国 33 座），产能约 157 亿升。近年来，百威在中国市场积极进行产能整合提升，陆续关闭改造低效小厂，开设百万吨级别的大厂、引进先进生产线，进一步提升生产效能节约开支。2018 年公司以中国为主的亚太西部产能利用率为 57.9%，略高于其他本土厂商，亚太东部地区产能利用率达 72.6%。

表 12：百威在中国部分酿酒厂产能情况

工厂	设计产能 (万吨)	产能建设情况
莆田工厂	240	2015 年开建，设计产能约 240 万吨，一期产能 150 万吨，分三个阶段实施完成，一期于 2017 年底投产
漳州工厂	80	2011 年开建，总设计产能约 80 万吨；2017 年投产第 7 条生产线
佛山工厂	160	2009 年一期投产 26 万吨，2014 年底开始五期扩建，产能提升至 160 万吨
南宁工厂	100	2011 年投资建厂，总设计产能约 100 万吨，2014 年二期扩建至 50 万吨
哈尔滨工厂	100	2014 年迁入新厂，一期投产 60 万吨；2018 年二期投产，产能提升至 100 万吨；亚太地区单体产能最大的酒厂
佳木斯工厂	100	2013 年底开建，设计产能 100 万吨，2015 年一期投产 50 万吨
武汉工厂	100	2013 年产能可达 100 万吨
武汉精酿啤酒厂	NA	生产国产化鹅岛、拳击猫等全系产品，部分福佳；2017 年 7 月第一次投料生产
武冈工厂	NA	2013 年底，投资 16 亿的啤酒生产基地正式奠基；2019 年 6 月预计产出第一批百威啤酒
宿迁工厂	100	2011 年开建，设计产能 100 万吨；2014 年一期 30 万吨投产，酿造百威啤酒和哈尔滨啤酒；预计 2020 年上半年完成二期投产，产能达到 60 万吨
营口工厂	100	2011 年建厂，设计产能 100 万吨，2013 年 8 月二期投产 50 万吨
资阳工厂	120	2010 年开建，设计产能 120 万吨拟分 3 期建成；2016 年 7 月，90000 听/小时罐装生产线扩建项目竣工投产
新乡工厂	100	2011 年开建，设计产能 100 万吨，截至 2018 年产能预计约 70 万吨/年
台州工厂	60	2011 年 60 万吨投产，为全国第五家百威啤酒的酒厂
昆明工厂	100	2014 年建厂，规划 3-5 年内建设年产 100 万吨的啤酒生产线，2015 年一期投产 30 万吨
温州工厂	120	拟投资 20 亿，建立年产 120 万吨的啤酒厂；2019 年 6 月，桩基工程完工，目前仍在建设中

资料来源：啤酒板，中国啤酒网，光大证券研究所整理

基于在收入端和费用端的整体优势，百威亚太的利润率水平亦处于高位。2018 年，公司实现 EBITDA 率、EBT 率分别为 29.6%、18.6%，亦优于其他国际同业水平。受益于行业的高端化趋势以及百威亚太市场的前瞻性布局，我们认为亚太区域的吨价水平将向集团整体看齐（2018 年约 6767 元/吨），盈利水平有望进一步提升。

3.2、投资回报率稳健，控股集团债务压力有望逐步缓解

2018 年，百威亚太的净资产收益率达 9.4%，领先中国本土企业。对照国际同业，18 年喜力、嘉士伯分别为 13.3%、11.7%，17 年百威英博为 11.0%（百威英博 18 年利润受衍生品交易的一次性亏损影响）。百威亚太的 ROE 水平仍有改善空间。

根据杜邦分析进行拆分，公司在净利润率上具备核心优势。而在总资产周转率及杠杆比率方面则基本位于行业平均水平。其中，百威亚太 2018 年的权益乘数为 1.6x，显示公司的债务水平处于较为健康的状态，该点亦可由其净负债水平佐证。值得注意的是，百威亚太的资金投放一定程度上受到其

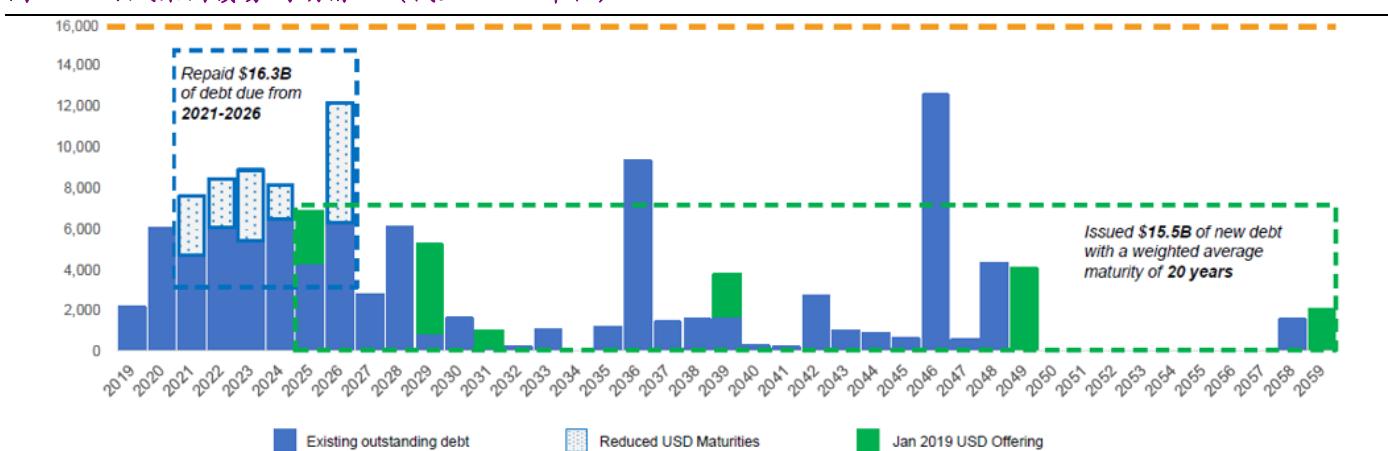
控股股东的债务压力影响。2016 年百威英博对 SABMiller 的收购造成其负债水平大幅上涨。2016 年底，集团账上净负债达 1080 亿美元，2015 年底仅 422 亿美元。

百威英博此后通过一系列手段积极减轻负债压力。2018 年，集团宣布派发中期/末期股利分别为每股 0.8/1.0 欧元，合计 1.8 欧元，较前年股利每股 3.6 欧元减半，可节省约 40 亿美元开支；2019 年，出售其澳大利亚子公司 Carlton United Breweries 于朝日集团，对价 113 亿美元，交易收入预计将主要用于偿还债务，可降低杠杆水平约 0.35x。此外，集团将部分近期到期的债券置换成到期日更长的债券，以进一步减轻资金压力。此次百威亚太在港股上市，募资净额约 381.5 亿港元，部分亦用于偿还股东贷款，进一步缓解集团债务压力。

百威英博预计 2020 年净负债/EBITDA 比率有望降至 4x，集团长期目标杠杆比率为 2x。截至 2019 年中期，其账上净负债约 1042 亿美元，杠杆比率已由 18 年底的 4.61x 进一步降至 4.58x。

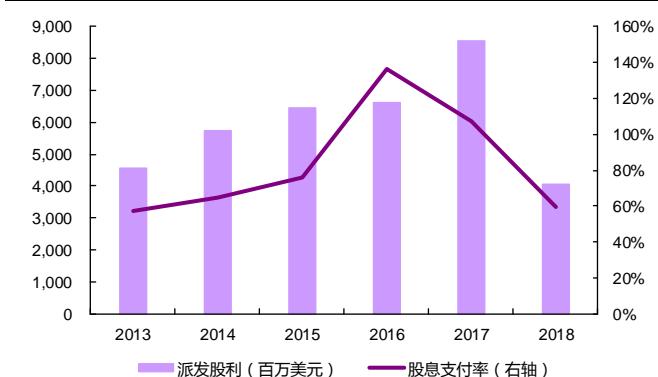
我们认为控股集团层面的债务压力减轻将为百威亚太的中长期市场扩张提供稳健基础和更强动能。

图 45：百威集团债券到期情况（截至 2019 年初）



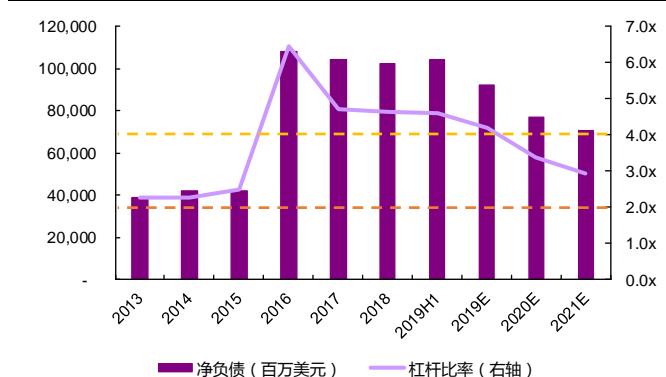
资料来源：百威集团公告（注：仅包括债券，占集团总负债额 98%）

图 46：百威集团股息支付率及支付额（百万美元）



资料来源：百威集团公告，光大证券研究所

图 47：百威集团杠杆率逐步下降



资料来源：百威集团公告，Bloomberg

4、盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

百威亚太作为高端啤酒品类的市场领导者，产品矩阵完善、产能布局广泛且营销能力领先。公司在亚太各区域因地制宜进行本土化操作，有望在主要市场的高端化发展中占据有利地位。基于公司目前的生产经营，我们做出以下关键假设。

- **中国、越南、印度及其他西部市场：**1) **中国：**中国市场仍为百威亚太收入及销量贡献最大的区域市场，2018年收入占比约64%。而行业整体加速进入结构提升、提质增效的进程，百威亚太作为国内高端啤酒市场的绝对领导者，在产品组合、渠道推广上具备领先优势。19年公司销量受不利天气及渠道因素影响有所下滑，但整体环境呈现好转态势。我们预测2019-2021年公司中国市场收入增速分别为-1.7%、6.1%、5.1%，其中销量增速为-2.7%、0.1%、0.1%，吨价增速为1.1%、6.0%、5.0%。
2) **越南、印度及其他西部市场：**该区域市场整体处于啤酒消费培育期，在量价上均具备提升潜力。短期内营收预计仍以消费量带动为主导，区域内主要竞争者多为本土企业。基于成熟的市场扩张经验，百威亚太有望进一步扩展在该等区域的占有率，充分受益于消费增长红利。
- **韩国及其他东部地区：**韩国市场是百威亚太第二大区域市场，2018年收入占整体比重约19%、占东部地区约80%。19年前三季度韩国市场受经济环境及竞争拖累有所下滑，公司已调整产品策略进行应对。考虑到公司在韩国主流及高端啤酒市场均占据领先优势，未来将持续通过耕耘高端化产品组合挖掘韩国市场消费潜力、并借助Cass品牌收割主流市场份额，给收入及利润端带来提振。我们预测2019-2021年公司东部地区收入增速分别为-1.3%、6.5%、4.9%，其中销量增速为-4.4%、3.6%、2.0%，吨价增速为3.3%、2.8%、2.8%。

表 13：百威亚太收入拆分及盈利预测

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
亚太地区总计					
销量（十万公升）	93,966	96,245	94,241	95,249	96,011
YoY		2.4%	-2.1%	1.1%	0.8%
收入	6,099	6,740	6,708	7,124	7,489
YoY		10.5%	-0.5%	6.2%	5.1%
吨价（美元）	649	700	712	748	780
毛利	3,155	3,500	3,567	3,855	4,111
毛利率	51.7%	51.9%	53.2%	54.1%	54.9%
正常化 EBITDA	1,652	1,994	2,035	2,272	2,503
正常化 EBITDA 率	27.1%	29.6%	30.3%	31.9%	33.4%

东部地区（韩国、日本、新西兰）					
销量 (十万公升)	13,855	14,120	13,493	13,977	14,256
YoY		1.9%	-4.4%	3.6%	2.0%
占比	14.7%	14.7%	14.3%	14.7%	14.8%
韩国	11,362	10,680	11,107	11,330	
其他	2,758	2,813	2,869	2,927	
收入	1,462	1,585	1,565	1,666	1,747
YoY		8.4%	-1.3%	6.5%	4.9%
占比	24.0%	23.5%	23.3%	23.4%	23.3%
韩国	1,275	1,238	1,327	1,394	
其他	310	326	339	353	
吨价 (美元)	1,055	1,123	1,160	1,192	1,225
YoY		6.4%	3.3%	2.8%	2.8%
韩国	1,055	1,123	1,160	1,194	1,230
其他	1,123	1,160	1,183	1,206	
西部地区（中国、印度、越南、其他）					
销量 (十万公升)	80,111	82,125	80,748	81,272	81,754
YoY		2.5%	-1.7%	0.6%	0.6%
占比	85.3%	85.3%	85.7%	85.3%	85.2%
中国	71,223	69,270	69,312	69,368	
印度	5,987	6,406	6,726	6,995	
越南	475	499	524	539	
其他	4,440	4,573	4,710	4,851	
收入	4,637	5,155	5,143	5,458	5,742
YoY		11.2%	-0.2%	6.1%	5.2%
占比	76.0%	76.5%	76.7%	76.6%	76.7%
中国	4,309	4,237	4,494	4,722	
印度	543	593	635	674	
越南	29	31	33	35	
其他	269	282	296	311	
吨价 (美元)	579	628	637	672	702
YoY		8.4%	1.5%	5.4%	4.6%
中国	579	605	612	648	681
印度	579	908	926	944	963
越南	579	605	617	629	642
其他	579	605	617	629	642

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

基于分区域销售预测，我们预计百威亚太 2019-2021 年收入增速为 -0.5%、6.2%、5.1%，其中销量增速为-2.1%、1.1%、0.8%，吨价增速为 1.6%、5.1%、4.3%。高端化驱动及成本压力缓解下，预计 2019-2021 年毛利率水平将有所提升，分别达到 53.2%、54.1%、54.9%；预计 2019-2021 年公司净利润分别为 9.7/12.4/14.1 亿美元，对应 EPS 分别为 0.07/0.09/0.11 美元。

4.2、估值与投资评级

4.2.1、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：公司是亚太地区中高端啤酒龙头，行业经验及亚太高端化趋势打开中长期成长空间，故假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用啤酒行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25.0%。

表 14：百威亚太模型假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.30%
Rm-Rf	8.00%
β (levered)	0.98
Ke(levered)	11.14%
税率	25.00%
Kd	3.50%
Ve	47,880
Vd	150
目标资本结构	50.00%
WACC	7.32%

资料来源：光大证券研究所

表 15：百威亚太 FCFF 估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	7,035	13.1%
第二阶段	13,694	25.5%
第三阶段 (终值)	33,066	61.5%
企业价值 AEV	53,795	100.0%
加：非经营性净资产价值	1,667	3.1%
减：少数股东权益 (市值)	-1	0.0%
减：债务价值	150	-0.3%
总股本价值	55,313	102.8%
股本 (百万股)	13,243	
每股价值 (美元)	4.18	
每股价值 (港元)	32.58	
PE (2019E)	57	

资料来源：光大证券研究所，数据时间为 2019 年 12 月 16 日，1USD=7.8HKD

基于 DCF 模型 ($g=2.0\%$, $WACC=7.32\%$)，我们得到公司的目标价为 32.58 港元 (4.18 美元)。

4.2.2、相对估值

百威亚太拥有产品组合和产能布局方面的竞争优势，叠加亚太地区市场高端化趋势，保障盈利提升路径。同时母集团债务压力有望逐步缓解，为其中长期扩张提供良好基础。我们认为相较中国同业及高成熟度国际同业的平均估值，百威亚太拥有区域领先优势和长期增长潜力，应享受一定的估值溢价，2020年EV/EBITDA合理估值区间为21-26x，对应股价为31.0-38.3港元。

表 16：啤酒同业估值

	EV/EBITDA				P/E		P/B		
	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
百威英博	12.4	12.0	11.3	17	18	16	2.2	2.0	1.9
嘉士伯	11.7	11.2	10.6	24	22	20	3.3	3.2	3.1
喜力	12.5	12.0	11.3	22	20	19	3.5	3.2	3.0
莫尔森库尔斯酿酒	9.3	9.5	9.4	12	13	13	0.8	0.8	0.8
国外啤酒行业平均	11.5	11.2	10.7	19	18	17	2.4	2.3	2.2
华润啤酒	24.7	19.6	16.4	65	40	30	6.0	5.4	4.8
燕京啤酒	16.6	15.6	11.9	75	64	52	1.4	1.3	1.3
珠江啤酒	27.1	23.0	19.2	32	29	26	1.9	1.8	1.8
重庆啤酒	36.5	32.7	28.6	45	46	40	18.1	15.5	12.8
青岛啤酒 (H)	21.5	19.4	16.6	35	30	26	3.3	3.1	2.9
青岛啤酒 (A)	20.9	18.2	15.6	40	33	28	3.7	3.4	3.1
国内啤酒行业平均	24.6	21.4	18.1	49	41	34	5.7	5.1	4.4
百威亚太	21.7	18.7	16.5	48	38	33	4.9	4.5	4.1

资料来源：Wind, Bloomberg, 光大证券研究所预测（注：中国公司均为Wind一致预期，国际企业估值为Bloomberg一致预期，股价时间为2019年12月16日）

4.2.3、投资建议

百威亚太在主要市场的提质增效及本土化生产将进一步提升营运效能，辅以严格的费用管控促使费用率持续优化。根据营收拆分和假设，我们预计2019-2021年公司净利润分别为9.7/12.4/14.1亿美元，对应EPS分别为0.07/0.09/0.11美元。百威亚太继承控股公司的基因，具备精准市场分析体系、优质产品矩阵及合理的策略组合，为亚太地区市场扩张奠定基础。我们结合相对估值和绝对估值结果，给予目标价32.58港元(4.18美元)，对应19年57xPE/25.5xEV/EBITDA，20年45xPE/22.0xEV/EBITDA。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：百威亚太业绩预测和估值指标

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,099	6,740	6,708	7,124	7,489
营业收入增长率	-	10.5%	-0.5%	6.2%	5.1%
净利润	574	958	972	1,236	1,410
净利润增长率	-	66.9%	1.5%	27.2%	14.1%
EPS (美元)	-	-	0.07	0.09	0.11
ROE	5.6%	9.4%	10.1%	11.7%	12.2%
EV/EBITDA	27.5	22.8	21.7	18.7	16.5
P/E	-	-	48	38	33
P/B	4.6	4.6	4.9	4.5	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 16 日

5、风险分析

➤ 市场竞争恶化

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

➤ 原材料成本上升

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

➤ 不利天气因素

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

附录：

表 18：利润表

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,099	6,740	6,708	7,124	7,489
营业成本	-2,944	-3,240	-3,141	-3,270	-3,378
营业毛利	3,155	3,500	3,567	3,855	4,111
销售费用	-1,401	-1,421	-1,375	-1,389	-1,408
行政费用	-404	-395	-409	-392	-397
其他收益净额	133	154	154	154	154
经销开支	-516	-540	-516	-527	-539
EBITDA	1,652	1,994	2,165	2,440	2,677
折旧及摊销	-685	-696	-745	-739	-757
扣非前 EBIT	967	1,298	1,420	1,700	1,921
非经常性项目	-45	-42	-	-	-
扣非后 EBIT	922	1,256	1,420	1,700	1,921
财务开支净额	-51	-18	-8	-8	12
应占联营及合营公司损益	8	17	19	21	23
EBT	879	1,255	1,431	1,713	1,955
所得税	-307	-296	-458	-476	-543
净利润（含少数股东损益）	572	959	973	1,237	1,411
净利润（不含少数股东损益）	574	958	972	1,236	1,410
股本（百万股）	NA	NA	13,243	13,243	13,243
EPS	NA	NA	0.07	0.09	0.11

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 19：资产负债表

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产：	2,873	2,680	1,300	2,773	4,044
现金及现金等价物	1,761	1,667	270	1,675	2,920
存货	371	417	324	424	349
贸易及其他应收款项	697	580	691	659	760
其他流动资产	44	16	15	15	15
非流动资产：	13,887	13,182	13,301	13,267	13,219
固定资产/PP&E	4,040	3,790	3,756	3,730	3,689
无形资产	8,865	8,436	8,586	8,576	8,566
权益性投资	367	403	403	403	403
土地使用权	323	276	279	282	284
其他非流动资产	292	277	277	277	277
总资产	16,760	15,862	14,601	16,040	17,263
流动负债：	4,544	4,468	4,204	4,704	4,857
贸易及其他应付款项	2,567	2,547	2,559	2,916	2,911
短期借货	90	112	112	112	112
其他借货	1,773	1,689	1,412	1,554	1,709
其他流动负债	114	120	121	123	125
非流动负债：	1,869	1,222	765	776	788
长期借货	57	30	38	42	46

其他非流动负债	1,812	1,192	727	734	742
经营性负债合计	6,413	5,690	4,969	5,480	5,645
股东权益合计(不含少数股东权益)	10,328	10,153	9,612	10,539	11,596
少数股东权益	19	19	20	21	22
股东权益合计(含少数股东权益)	10,347	10,172	9,632	10,560	11,619
负债及股东权益总计	16,760	15,862	14,601	16,040	17,263

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 20：现金流量表

(百万美元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,331	1,684	1,757	2,323	2,191
净利润	572	959	973	1,237	1,411
折旧摊销及减值	685	696	645	639	657
营运资本变化	73	54	-6	288	-31
其他非现金调整	1	-25	145	159	154
投资活动现金流	-532	-472	-762	-606	-609
资本性支出	-563	-599	-761	-603	-606
其他投资活动产生的现金流	31	127	-2	-3	-3
融资活动现金流	-187	-1,237	-2,391	-313	-337
偿还借款	-168	-85	-405	-	-
债务增加	61	52	8	4	4
支付股利	-16	-394	-1,513	-309	-353
其他融资活动产生的现金流	-64	-810	-481	-8	12
净现金流	612	-25	-1,397	1,404	1,245

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 21：关键指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	NA	10.5%	-0.5%	6.2%	5.1%
净利润增长率	NA	66.9%	1.5%	27.2%	14.1%
EBITDA 增长率	NA	20.7%	8.6%	12.7%	9.7%
EBT 增长率	NA	42.8%	14.0%	19.7%	14.1%
估值指标					
PE	NA	NA	48	38	33
PB	4.6	4.6	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA	27.5	22.8	21.7	18.7	16.5
EV/EBIT	53.5	39.3	36.4	29.9	25.9
EV/NOPLAT	58.8	40.7	36.2	29.7	25.5
EV/Sales	8.5	7.6	7.7	7.1	6.6
盈利能力 (%)					
毛利率	51.7%	51.9%	53.2%	54.1%	54.9%
EBITDA 率	27.1%	29.6%	32.3%	34.2%	35.8%
EBT 率	14.4%	18.6%	21.3%	24.0%	26.1%
税后净利润率 (归属母公司)	9.4%	14.2%	14.5%	17.3%	18.8%
ROA	3.4%	6.0%	6.7%	7.7%	8.2%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.6%	9.4%	10.1%	11.7%	12.2%
偿债能力					
流动比率	0.63	0.60	0.31	0.59	0.83
速动比率	0.55	0.51	0.23	0.50	0.76
每股指标 (美元, 按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS			0.07	0.09	0.11
每股经营现金流			0.13	0.18	0.17
每股自由现金流(FCFF)			-0.11	0.11	0.09
每股净资产			0.73	0.80	0.88
每股销售收入			0.51	0.54	0.57

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

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