

百威亚太 (01876.HK)

亚太啤酒高端市场领航者

百威英博子公司，亚太市场行业龙头。公司为全球啤酒巨头百威英博子公司，由百威集团亚太区业务剥离整合而成，2018年实现啤酒销量/营业收入/归母净利润分别为96.2亿升/67.4亿美元/9.6亿美元，同比增长2.4%/7.4%（内生）/66.9%。公司啤酒销售主要集中在[中国、韩国、印度](#)，预计分别贡献销量的81%/12%/6%，三地市占率分别为第三/第一/第二，在高端及超高端均为第一品牌。公司产品组合丰富，目前已包含超过50个品牌，其中持证可进口超25个百威集团品牌在亚太地区独家销售。

亚太啤酒市场增量空间尚存，结构升级引领新趋势。全球啤酒消费放缓，亚太地区凭借庞大的人口基数以及较低的人均消费量，增长空间尚存，预计2018-2023年将贡献全球47.1%的销售增量，高端化升级开始成为新趋势。中国作为亚洲最大啤酒市场，已经步入存量市场，高端化升级迅速，2013-2018年高端市场销售额CAGR达12%，为总体市场CAGR的4倍，目前中国啤酒吨价尚低，未来结构升级将持续带动价格与利润提升。

集团战略体系成熟，高端市场强势领跑。百威英博集团建立了三阶段市场成熟度模型，不同市场采用对应产品组合、销售营销策略，公司经营与集团战略一脉相承，有章可循。依循集团品类扩张框架，公司在高端品类精细有序扩张，2018年吨酒价为700美元，毛利率高达51.9%，大幅高于国内同业公司，公司在中国高端啤酒市场市占率高达43%，成为绝对的领跑者。经销网络庞大，包含61个经销中心、6000家经销商、超过250万个销售点，各成熟度市场营销模式因地制宜。通过VPO/DPO系统、业务共享服务中心、零基预算法等手段严格控制成本，全面提升运营效能，2018年管理费用率5.8%，在同业处于较低水平。

尽享高端升级红利，开拓新兴市场、提效控费增添业绩增长新动力。公司率先在中国创建高端公司模式切入高端市场，且已成功将该模式推广至韩国，依托高端市场的前瞻布局，尽享高端升级红利。同时借鉴中国市场的成功经验，挖掘印度、越南等新兴市场潜力。内部管理方面，积极进行产能与人员优化，推进数字化转型，提效控费，有望进一步带动盈利增长。

投资建议：预测公司2019-2021年的归母净利润分别为9.4/11.9/13.7亿美元，EPS为0.07/0.09/0.10美元/股，2018-2021年CAGR为12.6%。考虑到母公司百威英博集团全球龙头地位和成熟的战略体系，以及百威亚太自身在亚太地区高端超高端市场的领先布局，给予目标价30港元（对应2020年21倍EV/EBITDA），首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：区域市场竞争加剧风险，高端市场拓展不及预期风险，外汇汇率波动风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万美元）	6,099	6,740	6,603	6,924	7,268
增长率 yoy (%)	-	10.5	-2.0	4.9	5.0
归母净利润（百万美元）	574	958	940	1,194	1,368
增长率 yoy (%)	-	66.9	-1.9	27.0	14.6
EPS 最新摊薄（美元/股）	0.04	0.07	0.07	0.09	0.10
净资产收益率（%）	5.5	9.4	8.5	9.7	10.0
P/E (倍)	79.5	47.6	48.5	38.2	33.4
EV/EBITDA (倍)	27.0	22.4	21.5	18.7	17.0

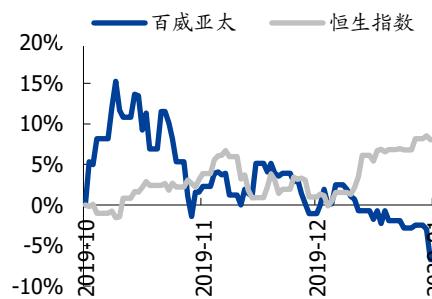
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	海外
最新收盘价（港元）	26.8
总市值(百万港元)	354912.4
总股本(百万股)	13243
其中自由流通股(%)	100%

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatiann@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号: S0680519050004

邮箱: zhengzebin@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万美元)						利润表(百万美元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,873	2,680	3,742	5,797	7,546	营业收入	6,099	6,740	6,603	6,924	7,268
现金	1,761	1,667	3,089	4,581	6,413	营业成本	2,944	3,240	3,097	3,171	3,234
应收账款	697	580	300	765	765	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	1,917	1,961	1,888	1,869	1,926
预付账款	0	0	0	0	0	管理费用	404	395	376	374	382
存货	371	417	336	435	351	财务费用	51	18	26	13	4
其他流动资产	44	16	16	16	16	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	13,887	13,182	13,107	12,562	11,975	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	367	403	456	509	562	投资净收益	8	17	17	17	17
固定投资	4,040	3,790	3,747	3,235	2,681	营业利润	791	1,143	1,232	1,514	1,739
无形资产	1,819	1,718	1,632	1,546	1,460	营业外收入	88	112	112	112	112
其他非流动资产	7,661	7,271	7,271	7,272	7,272	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	16,760	15,862	16,849	18,359	19,521	利润总额	879	1,255	1,344	1,626	1,851
流动负债	4,544	4,468	4,210	4,689	4,413	所得税	307	296	403	431	481
短期借款	90	112	124	130	160	净利润	572	959	941	1,195	1,369
应付账款	2,567	2,547	2,341	2,665	2,440	少数股东收益	-2	1	1	1	1
其他流动负债	1,887	1,809	1,745	1,894	1,813	归属母公司净利润	574	958	940	1,194	1,368
非流动负债	1,869	1,222	1,525	1,362	1,430	EBITDA	1,652	1,994	2,073	2,390	2,624
长期借款	57	30	23	15	6	EPS(元/股)	0.04	0.07	0.07	0.09	0.10
其他非流动负债	1,812	1,192	1,502	1,347	1,425						
负债合计	6,413	5,690	5,736	6,051	5,843						
少数股东权益	19	19	20	21	23						
股本	0.075	0.075	0.132	0.132	0.132						
资本公积	9,024	8,391	8,391	8,391	8,391						
留存收益	1,304	1,762	2,316	3,020	3,826						
归属母公司股东收益	10,328	10,153	11,093	12,287	13,655						
负债和股东权益	16,760	15,862	16,849	18,359	19,521						
现金流表(百万美元)											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动净现金流	1,331	1,684	1,733	1,816	1,884						
净利润	572	959	941	1,195	1,369						
折旧摊销	685	696	677	727	744						
财务费用	51	18	26	13	4						
投资损失	-8	-17	-17	-17	-17						
营运资金变动	0	0	85	-91	-222						
其他经营现金流	31	28	21	-10	5						
投资活动净现金流	-543	-581	-585	-165	-139						
资本支出	-563	-599	-438	-443	-718						
长期投资	0	0	-53	-53	-53						
其他投资现金流	20	18	-94	331	631						
筹资活动净现金流	-187	-1,237	275	-160	89						
短期借款	90	22	12	6	30						
长期借款	0	-27	-7	-9	-9						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	-633	0	0	0						
其他筹资现金流	-277	-599	269	-157	68						
现金净增加额	612	-25	1,422	1,491	1,833						

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1. 公司介绍：亚太市场行业龙头，重点布局中国高端市场	7
1.1. 世界啤酒巨头百威英博子公司	7
1.2. 亚太啤酒行业龙头，品牌矩阵丰富	9
1.3. 稳健增长盈利提升，重点布局中国高端市场	11
2. 行业分析：亚太市场空间尚存，结构升级引领潮流.....	13
2.1. 亚太啤酒市场增长空间尚存，结构升级引领新趋势	13
2.2. 中国：结构升级大势所趋，优化提效方兴未艾	14
2.2.1. 啤酒市场拐点已至，增量提升空间有限	14
2.2.2. 结构升级趋势明显，高端化提价空间大	17
2.2.3. 产能利用率尚低，优化提效迫在眉睫.....	20
2.2.4. 竞争格局趋于稳定，头部厂商群雄割据	21
3. 竞争优势：集团战略体系成熟，高端市场强势领跑.....	22
3.1. 前瞻的集团发展战略，市场成熟度模型奠定基础	22
3.2. 高端市场领跑者，盈利能力显著高于同业	25
3.2.1. 依循品类扩张框架，横纵向全面延伸.....	25
3.2.2. 高端及超高端精细布局，利润率显著高于同业	26
3.3. 销售模式灵活清晰，提供专业零售协助	30
3.4. 降本控费出色，运营效能卓越	34
4. 未来看点：尽享结构升级红利，产能优化降费增效.....	35
4.1. 依托高端公司主宰市场，尽享结构升级红利	35
4.2. 产能优化大有可为，数字化转型降费增效	37
4.2.1. 优化产能，人员提效	37
4.2.2. 推进数字化转型，科技赋能降费增效	39
4.3. 市场扩张潜力亟待挖掘，借鉴中国经验卡位新兴市场	41
4.4. 把握电商机遇，拥抱新零售	44
5. 盈利预测、估值与投资建议	47
5.1 盈利预测	47
5.2 估值及投资建议	48
风险提示	49

图表目录

图表 1: 公司业务分布图	7
图表 2: 百威英博主要并购事件	8
图表 3: 全球主要啤酒公司市占率 (%)	8
图表 4: 百威英博 2018 年销售量分布结构.....	8
图表 5: 百威英博 2018 年各地区业务销售额及 EBITDA 增速	8
图表 6: 公司股权结构	9
图表 7: 公司于各国市场发展历程	9
图表 8: 百威亚太历年主要收购	10
图表 9: 公司品牌矩阵	10
图表 10: 公司按地区划分品牌组合 (部分)	10
图表 11: 2018 年公司于各国市占率排名	11
图表 12: 公司主营业务收入与及增速	11

图表 13: 公司总销量及增速	11
图表 14: 公司归母净利润、EBITDA 及增速	12
图表 15: 公司毛利率及净利率	12
图表 16: 公司主营业务收入分地区构成	12
图表 17: 公司总销量分地区构成	12
图表 18: 2018 年百威亚太地区消费量构成	13
图表 19: 公司各市场酿酒厂数量 (单位: 家, 截止 2019 年 3 月 31 日)	13
图表 20: 2018 年全球啤酒市场产量及增速	13
图表 21: 全球啤酒消费量增长 (亿升)	13
图表 22: 2018 年全球啤酒市场产量分布	14
图表 23: 2018 年全球啤酒市场销量分布	14
图表 24: 亚太地区啤酒市场消费量 (亿升) 及增速	14
图表 25: 亚太地区啤酒市场消费金额 (十亿美元) 及增速	14
图表 26: 中国啤酒产量及增速	15
图表 27: 2018 年亚太各国啤酒人均消费量 (升/人)	15
图表 28: 中国各年龄阶段人口占比	16
图表 29: 中国啤酒进口量及增速	16
图表 30: 中国葡萄酒消费量及增速	16
图表 31: 中国烈酒销量及增速	16
图表 32: 中国果酒销量及增速	16
图表 33: 2012-2018 年啤酒产品包装形式占比变化	17
图表 34: 中国啤酒市场不同类型及不同档次 2013-2018、2018-2023 年区间 CAGR 增速	17
图表 35: 中国各档次拉格啤酒销售量构成	18
图表 36: 中国各档次拉格啤酒销售额构成	18
图表 37: 2018 年中国啤酒市场餐饮渠道及零售渠道消费量占比	18
图表 38: 餐饮渠道高端超高端、实惠及主流啤酒消费量占比	18
图表 39: 零售渠道高端超高端、实惠及主流啤酒消费量占比	18
图表 40: 中国啤酒行业吨酒价及增长率	19
图表 41: 中国 36 大中城市啤酒平均价格 (元)	19
图表 42: 中国啤酒行业吨酒利税及利润增长率	19
图表 43: 我国部分啤酒企业历年产能利用率	20
图表 44: 2018 年百威系产能利用率	20
图表 45: 中国啤酒历年新增产能 (万吨)	20
图表 46: 中国历年啤酒企业数及工厂数	20
图表 47: 2018 年全国啤酒行业主要建设项目统计 (个)	21
图表 48: 中国啤酒市场 CR5 变动情况	21
图表 49: 2018 年亚太地区主要市场市场集中度 (CR5)	21
图表 50: 中国啤酒产量分布	22
图表 51: 啤酒不同成熟度市场特征	23
图表 52: 不同成熟度市场的饮用场合以及竞品演变	23
图表 53: 不同成熟度市场的发展优先级及关键驱动因素	24
图表 54: 定价大于市场最大品牌价格 1.6 倍以上的产品销量占比	24
图表 55: 各成熟度市场高端啤酒品牌平均数量	24
图表 56: 亚太市场成熟度矩阵图	24
图表 57: 百威英博集团“品类扩张”框架	25
图表 58: 百威亚太“品类扩张”框架的运用	26
图表 59: 百威亚太品类扩张举措	26

图表 60: 公司不同价格定位主要品牌.....	27
图表 61: 公司主要品牌价格	27
图表 62: 百威中国业务 TOP3 品牌全国市占率 (%)	28
图表 63: 百威中国业务主要品牌分类占比	28
图表 64: 2018 年我国主要啤酒企业啤酒销售营业收入 (亿元)	28
图表 65: 2018 年我国主要啤酒企业销量 (百万千升)	28
图表 66: 中国高端啤酒市场份额	29
图表 67: 高端类别升级交易	29
图表 68: 各啤酒公司吨酒价格 (元)	30
图表 69: 各啤酒公司毛利率	30
图表 70: 基于市场成熟度模型的 2.0 客户联系策略	31
图表 71: 百威客户 2.0 联系策略可提供全面的销售服务	31
图表 72: 百威英博集团不同销售方式收入贡献占比	31
图表 73: 公司各地区经销方式	32
图表 74: 公司经销中心数量 (个) 及占比	32
图表 75: 百威 <i>Retail solutions</i> 的三种模式特点	32
图表 76: 百威英博集团 <i>Retail solutions</i> 的三种模式图示	33
图表 77: 百威中国各品类渠道销售构成	33
图表 78: 百威中国产品与适当渠道协调	33
图表 79: 各啤酒公司管理费用率	34
图表 80: VPO 功能简图	34
图表 81: 零基预算法相对增量预算法的优势	34
图表 82: 百威英博损失工时事故数量 (个)	35
图表 83: 百威英博消费者投诉数量	35
图表 84: 百威高端公司产品类型	35
图表 85: 高端公司及不同细分市场的市场份额与整体市场份额差距	35
图表 86: 百威高端公司终端布局	36
图表 87: 百威高端公司特殊架构	36
图表 88: 百威中国城市中心计划	36
图表 89: 百威城市中心计划战略聚焦点	37
图表 90: 百威在中国超高端市场份额	37
图表 91: 百威集团 22 个重点高端公司市场	37
图表 92: 2018 年百威各地业务产能利用率与同业对比	38
图表 93: 百威中国覆盖市场 (2015 年)	38
图表 94: 百威中国每年酒厂变化 (个)	38
图表 95: 啤酒同业公司人均销量 (吨/人)	38
图表 96: 百威数字化转型五大领域	39
图表 97: 百威 B2B 客户数	39
图表 98: Connected POC 应用实例——不同时段啤酒消费分析	39
图表 99: 百威英博集团供应链转型计划	40
图表 100: 百威亚太科技物流改革	41
图表 101: 2018 年各国酒精饮料消费量构成	41
图表 102: 2013-2018 年各国啤酒消费量及金额 CAGR	41
图表 103: 韩国啤酒市场规模、增速、高端超高端占比	42
图表 104: 韩国啤酒市场竞争格局	42
图表 105: 印度啤酒市场规模、增速、高端超高端占比	43
图表 106: 印度啤酒市场竞争格局	43

图表 107: 越南啤酒市场规模、增速、高端超高端占比.....	43
图表 108: 越南啤酒市场竞争格局.....	43
图表 109: 2015年百威中国线上旗舰店布局.....	44
图表 110: 百威啤酒天猫双十一宣传海报.....	45
图表 111: 百威风暴电音节.....	45
图表 112: 百威“魄斯”啤酒代言人肖战.....	45
图表 113: 各啤酒公司销售费用率.....	45
图表 114: 百威天猫世界杯超级品牌日.....	46
图表 115: 百威世界杯互动黑科技贩售机.....	46
图表 116: 公司新零售转型.....	46
图表 117: 公司收入预测拆分.....	47
图表 118: 公司营业成本及毛利率预测.....	48
图表 119: 可比公司估值对比	48

1. 公司介绍：亚太市场行业龙头，重点布局中国高端市场

1.1. 世界啤酒巨头百威英博子公司

百威亚太为啤酒巨头百威英博（AB InBev Group）子公司，为百威英博原亚太区业务剥离整合而成，主要市场有中国、印度、韩国、日本及越南。公司未来将负责亚太地区的生产、进口、经销及销售，运营超过 50 个啤酒品牌组合，包括全球品牌百威、时代及科罗娜，及国际、本土品牌如福佳、凯狮、哈尔滨等。公司 2018 年销售额达 67.4 亿美元，净利润达 9.59 亿美元，为亚太区啤酒公司销量冠军。同时，凭借丰富的国际品牌资源以及对本地精酿啤酒品牌的先行布局，公司在亚太多国高端及超高端啤酒市场市占率处于领先地位。

图表 1：公司业务分布图



资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

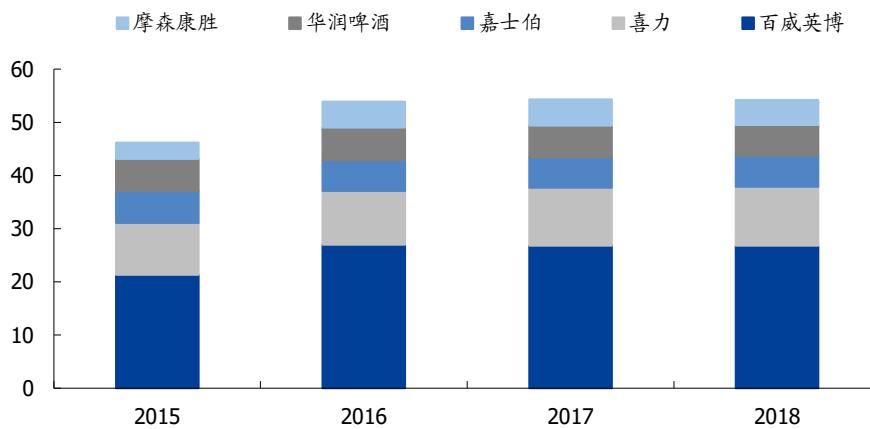
母公司百威英博，并购中诞生的世界啤酒巨头。百威英博为世界销量第一的啤酒公司，拥有 500 余个啤酒品牌，2018 年在全球市场的啤酒销量为 567 亿升，市占率达到 27%。啤酒行业享受规模效应，公司成长主要依靠并购整合丰富自身产品线，拓展销售市场。百威英博英文全名为 Anheuser-Busch InBev，其中即包含公司成长过程中吸纳的三家主要啤酒公司，英特布鲁啤酒 Interbrew、安贝夫啤酒 AmBev 及安海斯-布希啤酒 Anheuser-Busch。2016 年 10 月，公司又以 790 亿英镑的对价收购当时啤酒行业的第二大企业南非米勒(SAB Miller)，成为当之无愧的世界最大啤酒厂商。

图表2：百威英博主要并购事件

公司名称	时间	公司简介
英特布鲁啤酒		1988年成立于比利时鲁汶，旗下最古老的品牌“时代”(Stella)的历史可以追溯至1366年的修道院啤酒。
Interbrew		
安贝夫啤酒	2004年	创立于1948年，为巴西人控股的啤酒公司，百事可乐原先在美国以外地区的最大装瓶厂商。
AmBev		
安海斯-布希公司	2008年	1852年成立于美国圣路易斯，技术来自于移民的德国酿酒师，旗下拥有全球知名的啤酒品牌百威(Budweiser)。
Anheuser-Busch		
南非米勒公司	2016年	为南非啤酒公司(South African Breweries)和美国的米勒(Miller)啤酒公司合并而成。
SAB Miller		

资料来源：公司公告、官网、搜狐、腾讯等，国盛证券研究所

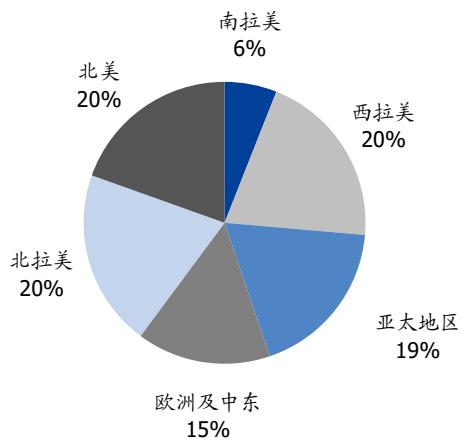
图表3：全球主要啤酒公司市占率（%）



资料来源：Euromonitor Passport, 国盛证券研究所

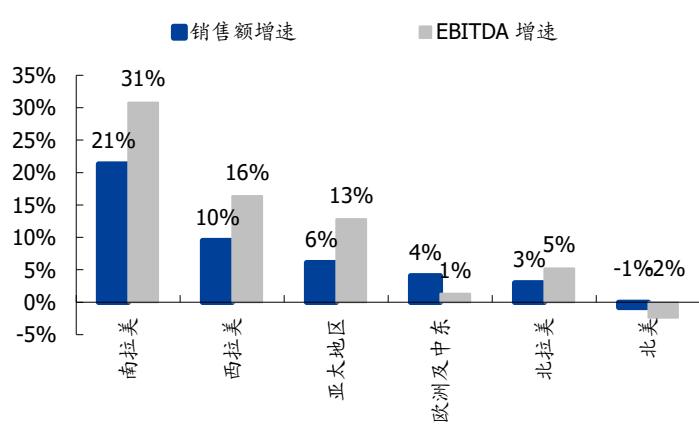
亚太地区销售增长迅速，百威亚太为百威英博优质资产。对安海斯-布希及南非米勒公司的并购增强了百威英博在北美及拉丁美的业务实力，而北美及拉丁美洲也为百威英博的主要市场，销量占2018年总销量的66%。百威在亚洲市场的销量排名第三，占百威英博总销量的18%，且增长潜力较大，2018年百威英博亚太地区营业收入增速达6%，领先于百威英博营业收入增速(4.8%)，亚太地区EBITDA增速达12.8%，盈利提升显著。百威英博拆分亚太业务单独上市，将重点开拓亚太地区业务。

图表4：百威英博2018年销售量分布结构



资料来源：百威英博公告，国盛证券研究所

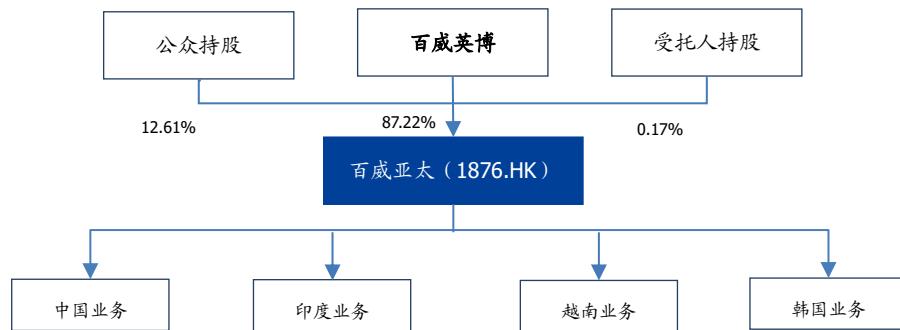
图表5：百威英博2018年各地区业务销售额及EBITDA增速



资料来源：百威英博公告，国盛证券研究所

百威英博为控股股东，但将保持业务相对独立。公司持股结构为母公司百威英博持股87.22%，公众持股12.61%。母公司首席执行官Carlos Brito则任公司董事会主席，母公司亚太地区行政总裁杨克任公司首席执行官。母公司百威英博虽为控股股东，但将通过签署不竞争协议保障公司于亚太区业务的相对独立性，令公司全权管理亚太地区的生产、进口、经销及销售。

图表 6：公司股权结构



资料来源：招股说明书、Wind、国盛证券研究所

1.2. 亚太啤酒行业龙头，品牌矩阵丰富

并购本土优质品牌进入各国市场，构建品牌矩阵。通过多次兼并收购，公司在各国市场拥有很多深植于本地文化的啤酒厂与品牌，就中国而言，公司通过收购金陵啤酒、双鹿啤酒、金龙泉啤酒、哈尔滨啤酒、红石梁啤酒、大富豪啤酒、金士百啤酒等多家本土啤酒企业，巩固地位。公司所销啤酒大多出产自自有酿酒厂，此外持有许可证可进口超25个百威集团品牌在亚太地区独家销售，公司的品牌组合丰富，目前已包含超过50个品牌（公司自有或者已经获得许可使用）。

图表 7：公司于各国市场发展历程

市场	年份	事件
	1984年	英特布鲁公司开始向位于中国广州的广州珠江啤酒股份有限公司提供技术
中国 市场	1995年	安海斯-布希公司于中国武汉成立百威啤酒
	2004年	安海斯-布希公司收购哈尔滨啤酒集团有限公司
	2008年	英博与在中国主要中心为东北部的安海斯-布希合并，与主要中心为东南地区的英博并成立百威集团。
韩国 市场	1998年	英特布鲁与韩国斗山集团订立合资企业经营 OrientalBrewery。
	2014年	百威集团购回 Oriental Brewery 的 100% 股权，其先前于 2009 年将之出售
印度 市场	2003年	南非啤酒与印度 Shaw Wallace Breweries 订立合资企业
越南 市场	2006年	南非啤酒以其与 Vinamilk 的合资企业首次进入越南

资料来源：招股说明书、国盛证券研究所（英特布鲁、安海斯-布希、英博及南非啤酒先后并入百威英博集团）

图表 8: 百威亚太历年主要收购



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 9: 公司品牌矩阵

分类方式	分类
按地区划分	全球品牌、跨国品牌、地区品牌
按品类划分	经典、易饮、风味啤酒、小麦啤酒、艾尔啤酒
按价格划分	高端及超高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌

资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

地区品牌广受认可，市占率领先。公司产品品牌按地区可划分为全球品牌、跨国品牌与地区品牌三个层次，全球品牌层次以百威、时代、科罗娜等全球知名品牌为主，跨国品牌有福佳、贝克、范佳乐、乐飞等，地区品牌在各自地区市场广受认可，如中国的哈尔滨啤酒、韩国凯狮。凭借丰富的品牌矩阵以及强大的销售渠道，公司在多国市场的市占率都处于领先地位，在韩国，百威是当仁不让的市场龙头，市占为 48.8%，在中国市场，百威销量位居第三，销售额位居第一。

图表 10: 公司按地区划分品牌组合（部分）

分类	品牌	说明
全球品牌	百威	全球最具价值的啤酒品牌（来源：BrandZ），以初次酿造于 1976 年著称
	时代	全球五大最具价值啤酒品牌之一（来源：2018 年 BrandZ），始于 1366 年
	科罗娜	全球五大最具价值啤酒品牌之一（来源：2018 年 BrandZ），全球销量最高的墨西哥啤酒，属超高端类别啤酒
跨国品牌	福佳	初次酿造于 1445 年，比利时啤酒品牌
	贝克	全球第一德国啤酒品牌
	范佳乐	德国巴伐利亚新鲜小麦啤酒
地区品牌	乐飞	起源于 1240 年，浓厚香醇的比利时修道院啤酒
	凯狮	1994 年创立，2018 年销量及零售销量韩国排名第一，使用非巴氏杀菌处理酿制
	哈尔滨	全球第四大最具价值啤酒品牌之一（来源：2019 年 Brand Finance），由对体育、市场和街头文化充满热情的年轻人联系起来的中国品牌

资料来源：招股说明书、国盛证券研究所

图表 11: 2018 年公司于各市占率排名

市场	市占率	市场排名
中国	16.20%	销售额排名第一，销售量市占率排名第三，次于华润雪花及青岛啤酒
韩国	59.80%	销售额及市占率均排名第一
印度	23%	市占率排名第二，次于喜力控股的 United Brewery
越南	-	(48.5%) 高端市场销售额及市占率排名第三

资料来源：招股说明书、Global data, 国盛证券研究所

1.3. 稳健增长盈利提升，重点布局中国高端市场

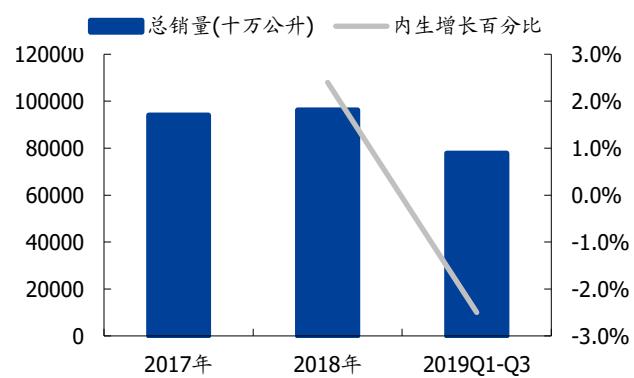
稳健增长，盈利提升。百威亚太 2018 年实现销量为 96.2 亿升，同比增长 2.4%，实现营业收入 67.4 亿美元，内生增长 7.4%（内生增长指消除货币汇率影响后的增速），EBITDA 为 19.9 亿美元，内生增长 16.9%，归母净利润为 9.58 亿美元，同比大幅增长 66.9%。由于韩国及中国销量减少，2019 年前三季度销量下降 2.5%，但随着高端化的推动，公司收入增长 3.1%、吨酒价增长 5.7%。公司毛利率维持在 50% 以上，2018/2019 年前三季度分别为 51.9%/54.2%，2018/2019 年前三季度净利率分别为 14.2%/15.6%，均保持提升趋势，盈利能力不断提升。

图表 12: 公司主营业务收入与及增速



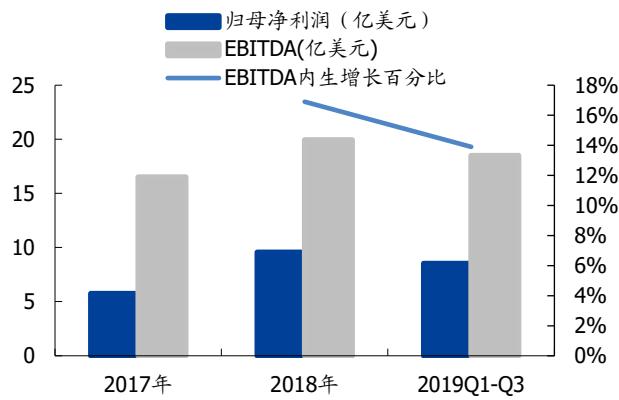
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13: 公司总销量及增速



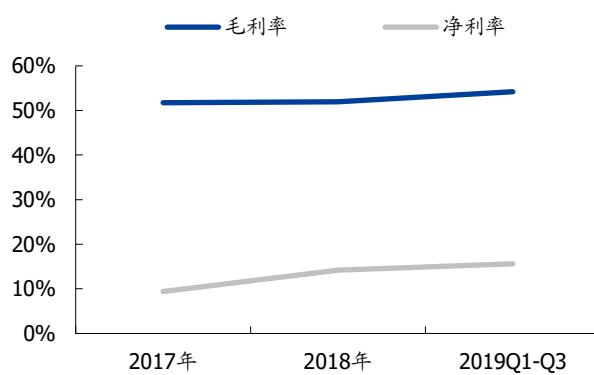
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 公司归母净利润、EBITDA 及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

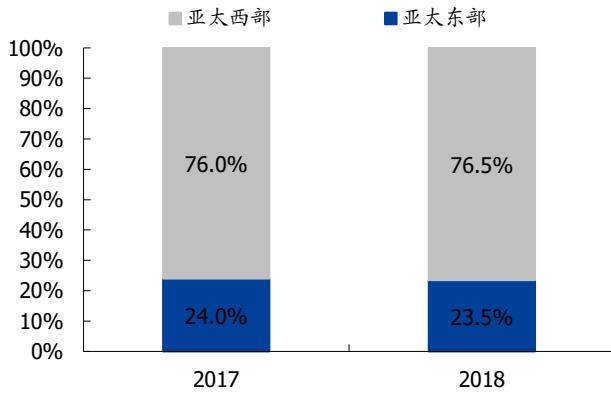
图表 15: 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

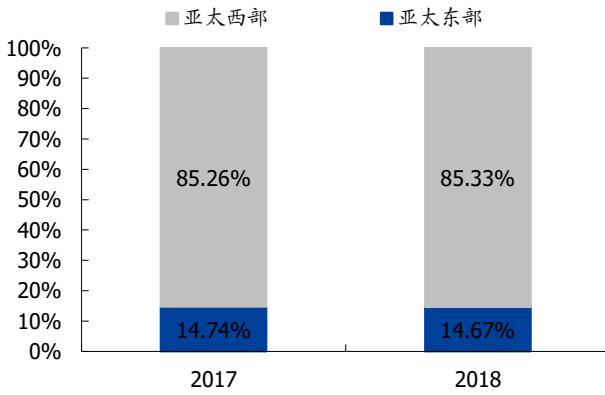
重点布局中国业务，把握全球最大市场。据 GlobalData 统计，2018 年中国啤酒消费量达 488 亿升，占亚太区消费量的 66%、全球消费量的 25%，而中国地区啤酒产量也达到了全球的 20%，中国啤酒市场为全球最大的啤酒市场。2018 年百威亚太啤酒总销售量为 96.2 亿公升，从销量分布来看主要集中于亚太西部，2018 年亚太西部/亚太东部分别占 85.3%/14.7%，从收入结构看，2018 年亚太西部市场占比达到 76.5%。根据 Global data 数据推算，百威在中国市场的消费量约为 80 亿升，占百威在亚太地区总消费量的比重超过 80%，截至 2019 年 3 月 31 日，公司在中国拥有 33 家酿酒厂，占公司亚太地区总酿酒厂数的 60%。中国为百威亚太最重要的构成部分。公司重点布局中国市场，将享受中国市场的极大潜力，尤其是中国啤酒产业结构升级带来的红利。

图表 16: 公司主营业务收入分地区构成



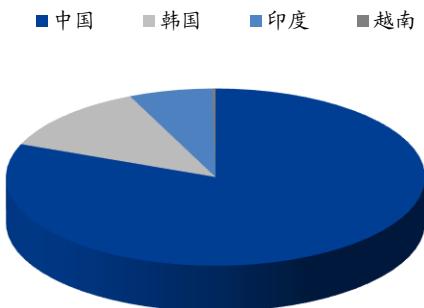
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 17: 公司总销量分地区构成



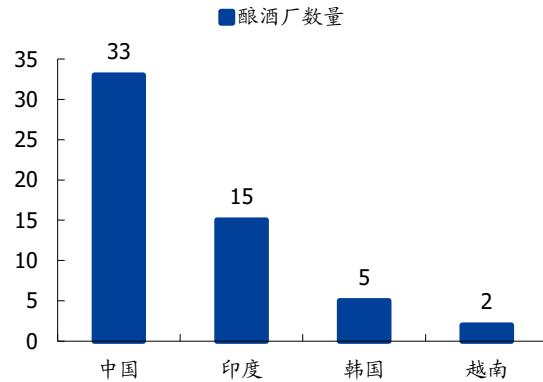
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 18: 2018 年百威亚太地区消费量构成



资料来源: Global data, 国盛证券研究所推算

图表 19: 公司各市场酿酒厂数量 (单位: 家, 截止 2019 年 3 月 31 日)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 亚太市场空间尚存, 结构升级引领潮流

2.1. 亚太啤酒市场增长空间尚存, 结构升级引领新趋势

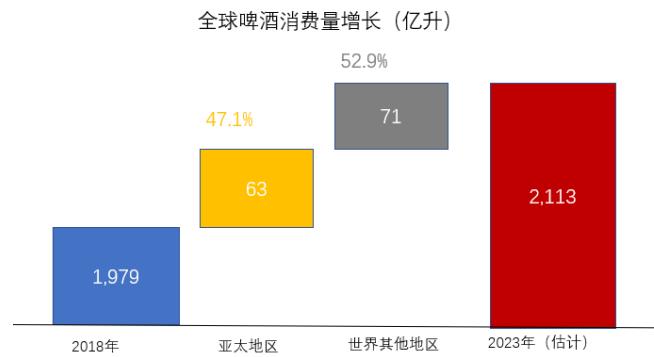
全球啤酒规模增长缓慢, 亚太相对增速较快, 空间尚存。从产量看, 全球啤酒市场近 3 年略微收缩, 2018 年全球产量为 1904.6 亿升, 同比下滑 1.9%, 其中亚洲、美洲、欧洲产量分别占 31.9%/31.8%/27.9%, 中国、美国分别占 20%/11.3%。根据 GlobalData, 从消费量看, 2018 年全球啤酒总销售量为 1979 亿升, 2023 年预计增长至 2113 亿升, 未来五年年复合增长率约为 1.3%, 在全球消费量增速平缓的大环境中, 亚太市场还保有相对较强的增长动力及较大的增长空间, 未来将贡献 47.1% 的销售增量。亚太市场占全球人口总量的 57%, 而啤酒销量仅占全球销量的 37%, 亚太地区人均年啤酒消费量为 20 升, 远低于美国市场 (71 升) 及南美市场 (巴西 60 升), 基于庞大的人口基数、较低的人均啤酒消费量和稳步推进的城市化进程, 未来亚洲市场将成为啤酒销量增速最快市场之一。

图表 20: 2018 年全球啤酒市场产量及增速



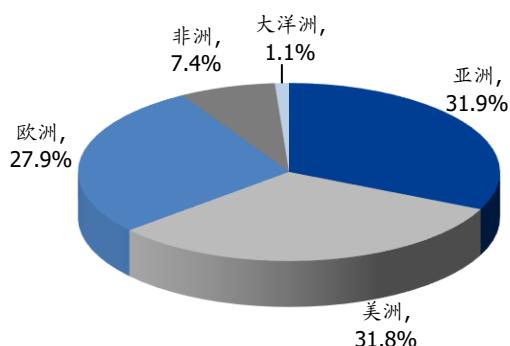
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 全球啤酒消费量增长 (亿升)



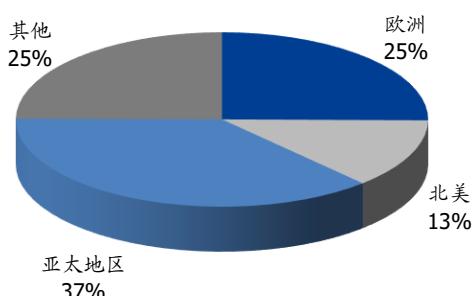
资料来源: GlobalData, 国盛证券研究所

图表 22: 2018 年全球啤酒市场产量分布



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

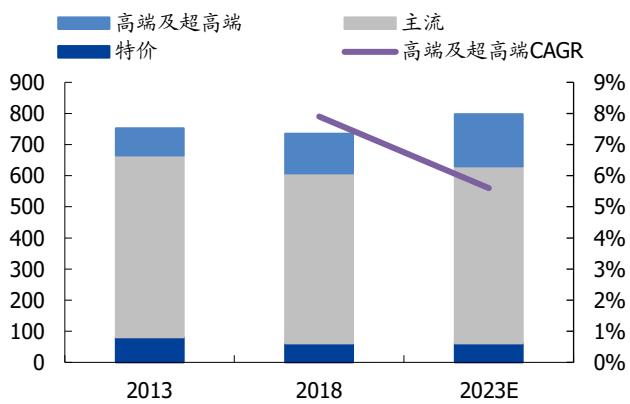
图表 23: 2018 年全球啤酒市场销量分布



资料来源: GlobalData, 国盛证券研究所

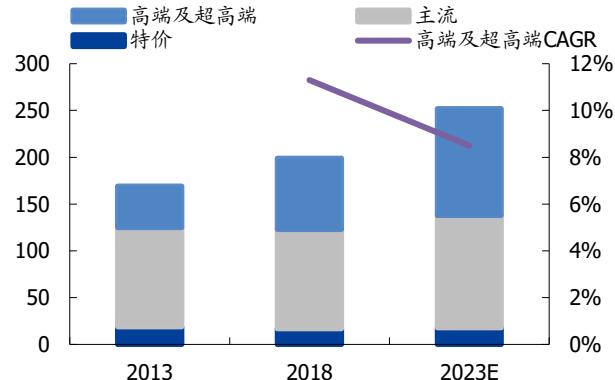
从结构上看，亚太地区高端及超高端升级将成为新趋势。目前亚太市场高端及超高端啤酒消费量增速显著高于特价和主流档次，2018 年高端及超高端消费量为 128 亿升，预计 2023 年将达到 168 亿升，CAGR 为 5.6%，消费金额由 76 亿美元上升至 114 亿美元，CAGR 为 8.5%，亚太地区高端化空间巨大。

图表 24: 亚太地区啤酒市场消费量（亿升）及增速



资料来源: Global data, 国盛证券研究所

图表 25: 亚太地区啤酒市场消费金额（十亿美元）及增速



资料来源: Global data, 国盛证券研究所

2.2. 中国：结构升级大势所趋，优化提效方兴未艾

2.2.1. 啤酒市场拐点已至，增量提升空间有限

国内啤酒市场拐点已现，步入存量市场。中国啤酒市场体量巨大，中国啤酒产量于 2013 年达到 5061 万千升顶点后回落，近年来呈现缓慢下滑趋势，但依旧占全球啤酒产量的 20%以上，2018 年产量为 3812.2 万千升，同比小幅增长 0.5%（统计局对 2017 年数据进行调整。若按当年公布数，则 2018 年同比下滑 13.4%）。按消费量计算，中国是亚洲乃至全球最大的啤酒市场，据 GlobalData 统计，2018 年中国啤酒消费量达 488 亿升，占亚太区消费量的 66%、全球消费量的 25%。虽然我国啤酒市场体量巨大，但目前拐点已现，已经步入存量市场，我们认为未来啤酒行业的产量将基本维持在现有水平，行业未来将会由规模增长转变为结构升级。

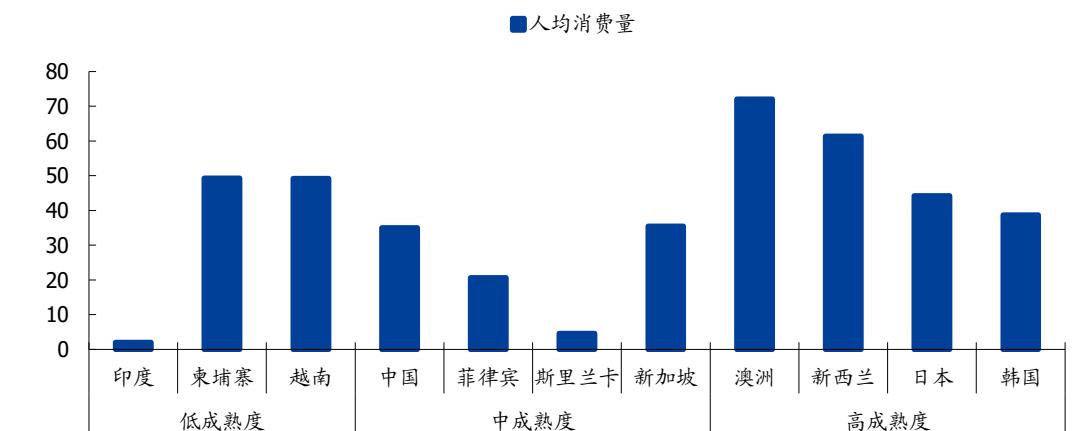
图表 26：中国啤酒产量及增速



资料来源：Wind, 2018年统计局对数据进行缩表调整，国盛证券研究所

人均消费量提升空间有限。亚太地区很多国家并没有悠久的啤酒文化，啤酒人均消费量仅为20升，与欧美相比差距较大，2018年中国人均啤酒消费量为35升，在亚太地区的中成熟度国家中已经相对较高，目前中国啤酒市场已经面临体量增长天花板，短期内人均消费量提升空间有限，未来将向产业结构升级演变。

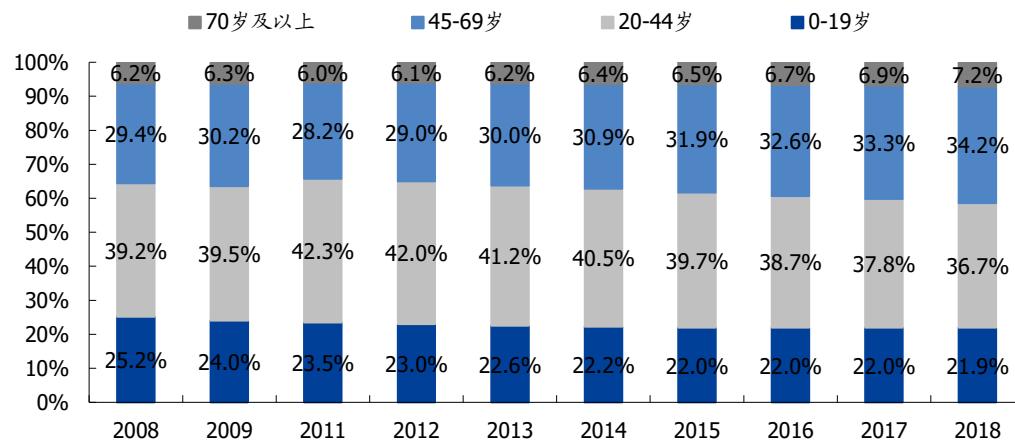
图表 27：2018年亚太各国啤酒人均消费量(升/人)



资料来源：Global data, IMF, 人均消费量=啤酒消费量/人口，国盛证券研究所

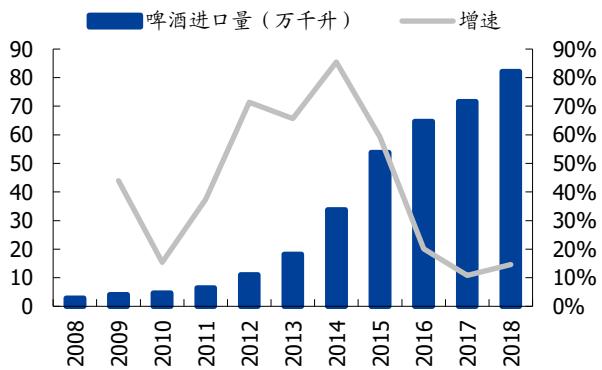
主力消费人群减少，消费观念升级。啤酒行业拐点出现的主要原因是人们对于啤酒的需求量增长放缓，尤其是主力消费人群的减少，根据《啤酒江湖》，啤酒的主力消费人群主要为20-45岁人群，国家统计局的抽样调查显示，从2011年至2018年，20-44岁年龄段人口的占比由42.3%下滑5.6个 pct 至36.7%。同时随着人们消费能力的提升，人们的消费观念也在升级，更加注重产品的品质与体验，对于高端类型的啤酒消费量提升，近年来国内几大主要啤酒厂商不断开拓高端产品线，同时进口啤酒量快速提升（进口啤酒均为高端酒），由2013年的18.23万千升提升至2018年的82.11万千升，CAGR高达35%，此外，啤酒的替代品如葡萄酒、果酒、烈酒的消费近年保持提升趋势。

图表 28：中国各年龄段人口占比



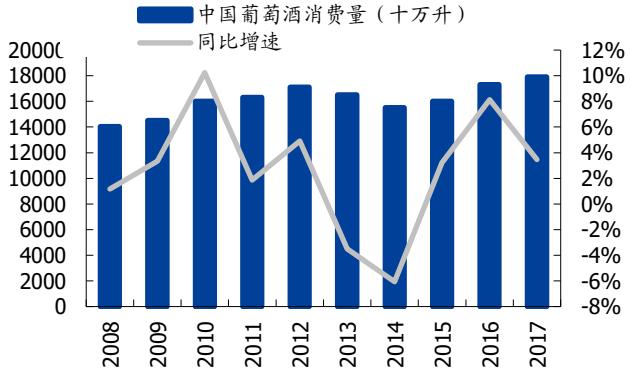
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 29：中国啤酒进口量及增速



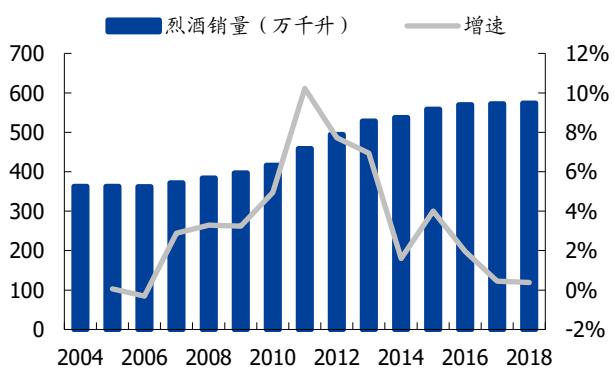
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 30：中国葡萄酒消费量及增速



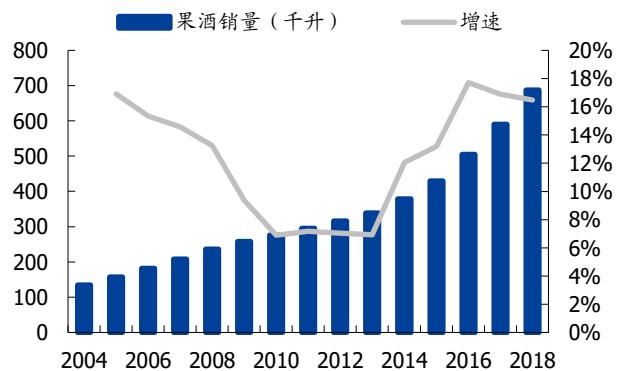
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 31：中国烈酒销量及增速



资料来源：Euromonitor Passport，国盛证券研究所

图表 32：中国果酒销量及增速

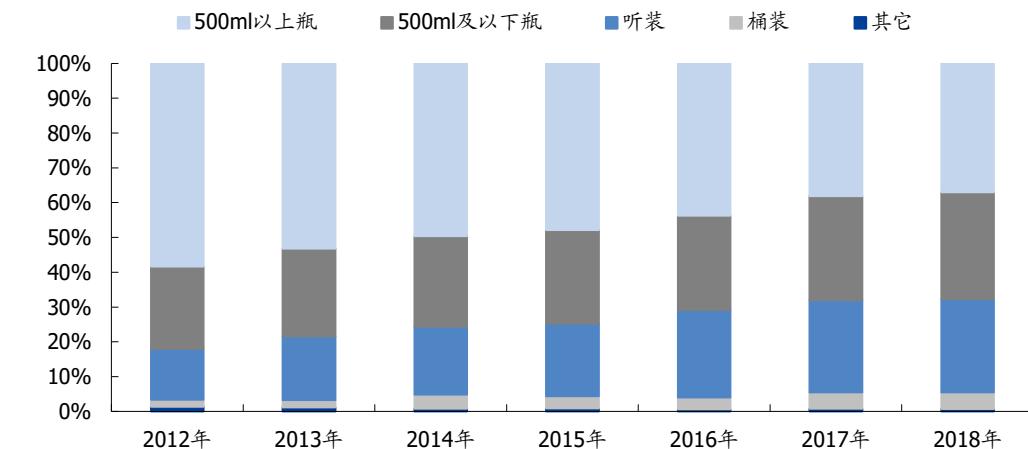


资料来源：Euromonitor Passport，国盛证券研究所

以听装酒、小瓶酒等为代表的部分中高端产品保持良好发展态势。当前主流中高端产品和新型的工坊啤酒主要是以小型瓶装产品为主，此外罐装具有便携性、安全性和低成本

的特征，也成为发展趋势所向。随着消费观念的升级，面向家庭消费为主的以听装酒、小瓶酒等为代表的的部分中高端产品保持了良好发展态势，2012-2018年，啤酒产品包装500ml及以下瓶的占比由23.6%提升至30.7%，听装由14.6%提升至26.8%。

图表33：2012-2018年啤酒产品包装形式占比变化

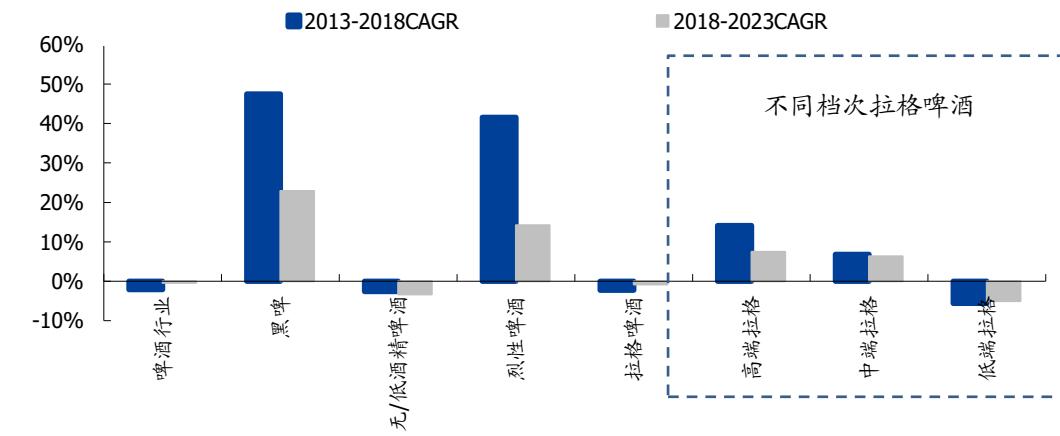


资料来源：中国酒业协会啤酒分会，国盛证券研究所

2.2.2. 结构升级趋势明显，高端化提价空间大

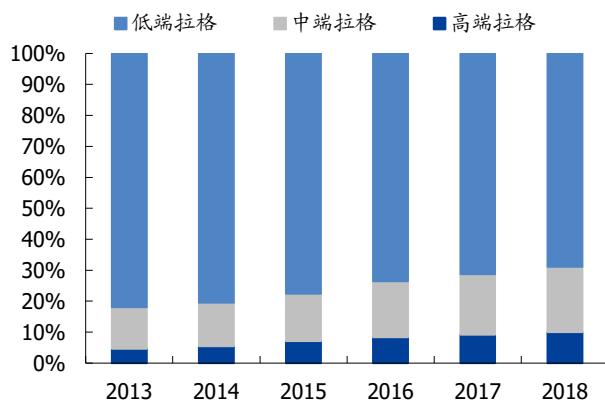
中高端占比不断提升，产品结构升级趋势明显。根据 Euromonitor，中国啤酒市场的总体销量缓慢下降，2013-2018年CAGR为-2.1%，预计2018-2023年CAGR为-0.4%。中国啤酒按类型主要分为拉格啤酒、黑啤、烈性啤酒、无/低酒精啤酒，中国啤酒市场由拉格啤酒主导，销量占比超过98%，黑啤、烈性啤酒增速较快，但占比极低。拉格啤酒中，高端拉格、中端拉格的销量增速迅速提升，高端拉格啤酒2013-2018、2018-2023年销量的CAGR高达14.1%/7.5%，中端拉格保持6%以上的CAGR，而低端拉格啤酒销量持续下跌。从销售量构成来看，中端、高端拉格啤酒的占比不断提升，2013年中高端拉格啤酒的占比为18%，2018年已经达到31%，销售额构成来看，中高端拉格啤酒的占比由44%上升至64%，预计中高档升级趋势将延续。

图表34：中国啤酒市场不同类型及不同档次2013-2018、2018-2023年区间CAGR增速



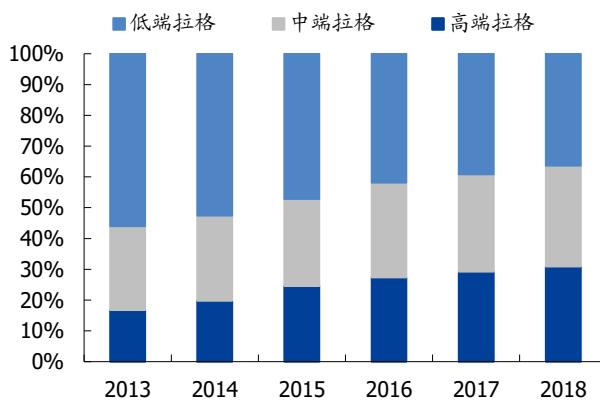
资料来源：Euromonitor Passport。三档价格分别对应低于7元/升、7-14元/升、大于14元/升，国盛证券研究所

图表 35：中国各档次拉格啤酒销售量构成



资料来源：Euromonitor Passport, 国盛证券研究所

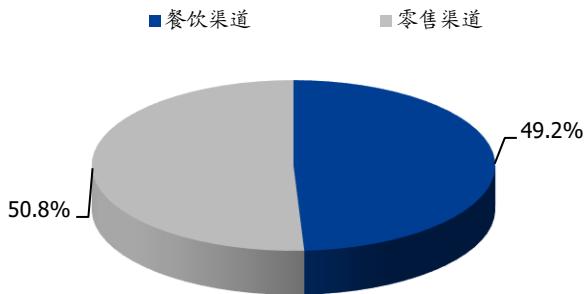
图表 36：中国各档次拉格啤酒销售额构成



资料来源：Euromonitor Passport, 国盛证券研究所

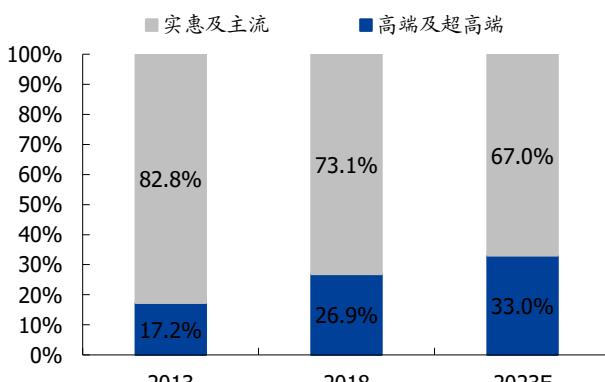
结构升级多集中于餐饮渠道。中国啤酒市场餐饮渠道、零售渠道份额基本相同，2018年分别为 50.8%/49.2%，高端及超高端啤酒更加集中于餐饮渠道，升级趋势更加明确，2013-2018 年，高端及超高端啤酒消费份额占比提升 9.7 个 pct，预计 2023 年占比将达到 33%，零售渠道中高端占比呈缓慢提升趋势。

图表 37：2018年中国啤酒市场餐饮渠道及零售渠道消费量占比



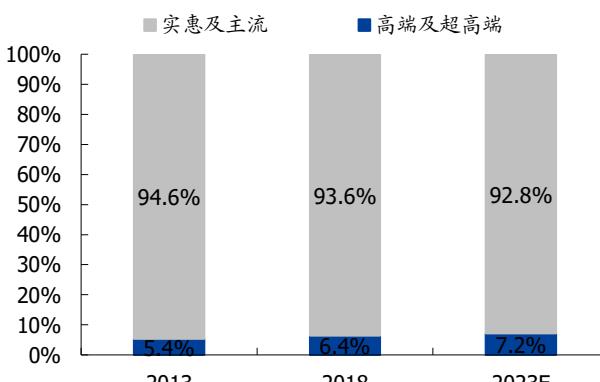
资料来源：GlobalData, 国盛证券研究所

图表 38：餐饮渠道高端超高端、实惠及主流啤酒消费量占比



资料来源：GlobalData, 国盛证券研究所

图表 39：零售渠道高端超高端、实惠及主流啤酒消费量占比

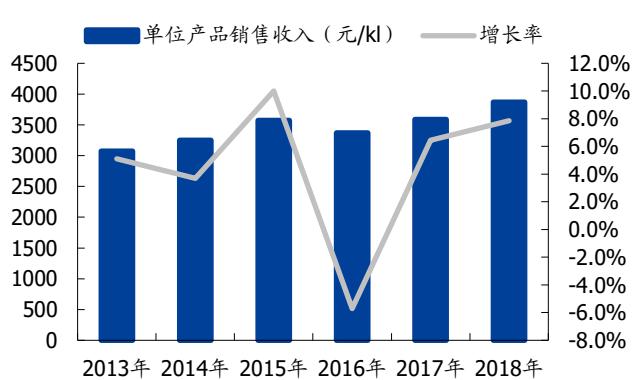


资料来源：GlobalData, 国盛证券研究所

吨酒价尚低，提升空间大。根据中国酒业协会啤酒分会的统计，目前我国价格水平普遍较低，2013年以来吨酒价呈稳定增长趋势，2016年由于产量下滑较大，吨酒价出现下滑，之后受成本费用增长的影响，啤酒企业纷纷提价，吨酒价重回增长，分地区来看，具有封闭优势的中西部地区、经济发达地区和沿海地区吨酒价较高，而产能过剩、行业过度竞争的地区吨酒价相对较低。从终端价格角度，罐装啤酒价格基本保持稳定，瓶装酒价格上涨，36大中城市啤酒均价显示，罐装350ml啤酒的价格近年来基本保持稳定，但瓶装啤酒提价较为显著，截至2019年10月，630ml瓶装啤酒均价分别为4.82元，较2014年10月价格增长17.3%。

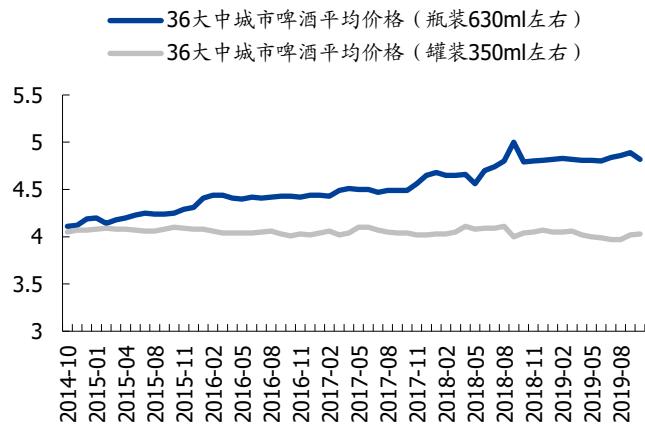
结构升级与自主提价将持续带动价格与利润提升。近年来国内几大主要啤酒厂商不断开拓高端产品线，整体市场结构升级，吨酒价格及毛利率提升将成为未来主要发展趋势。此外，各啤酒公司会定期进行产品线提价，不过自主提价在短期内往往通过促销返现等形式返还渠道，因此业绩释放需要时间。根据中国酒业协会啤酒分会的统计，2013年以来啤酒吨酒利润保持快速增长，2017年出现首次下降后于2018年重回增速轨道，吨酒利润增长5.7%，主要是由于啤酒行业产品结构升级、产品提价以及利好纳税政策的实施。2018年啤酒行业利税总额为301亿元，同比降低7.7%，其中税金、利润分别为178/123亿元，同比变动-14%/+3.4%。

图表 40：中国啤酒行业吨酒价及增长率



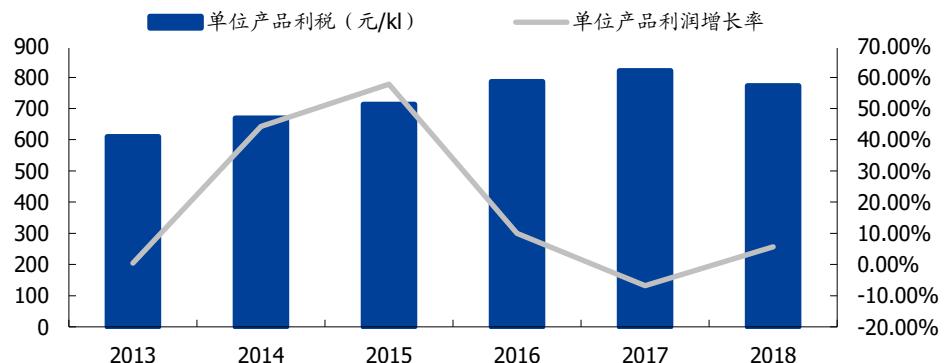
资料来源：中国酒业协会啤酒分会，国盛证券研究所

图表 41：中国36大中城市啤酒平均价格(元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 42：中国啤酒行业吨酒利税及利润增长率



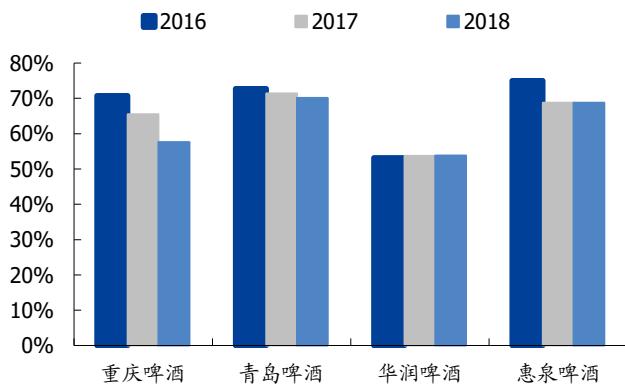
资料来源：中国酒业协会啤酒分会，国盛证券研究所

2.2.3. 产能利用率尚低，优化提效迫在眉睫

近年我国啤酒行业产能利用率呈现下降趋势。近年我国啤酒企业产能利用率呈现下降趋势，2018年重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、惠泉啤酒（燕京啤酒控股）的产能利用率为57.6%/70.1%/53.8%/68.8%（其中华润啤酒采用销量/产能计算），而2016年重啤、青啤、惠泉啤酒的产能利用率均在70%以上。

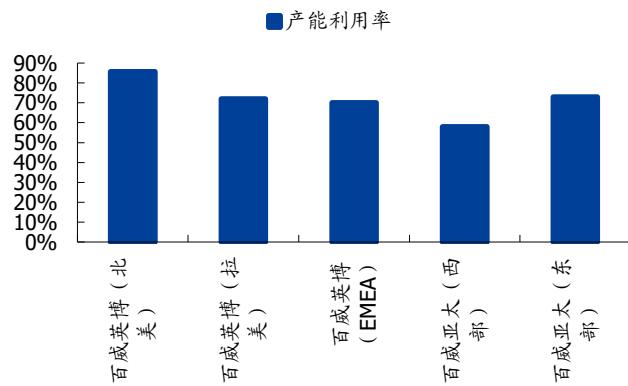
我国啤酒企业产能利用率尚低，去产能优化迫在眉睫。以百威系产能利用率为例，2018年百威亚太（西部）的产能利用率不足60%，而百威亚太（东部）、百威英博拉美和EMEA地区的产能利用率均在70%-80%之间，尤其是以高端成熟市场为代表的百威英博北美地区的产能利用率超过85%。目前中国啤酒企业产能过剩现象显著，产能利用率提升空间较大，在当前啤酒行业量增拐点已现的背景下，关停冗余酒厂和生产线，实现产能优化迫在眉睫。

图表 43：我国部分啤酒企业历年产能利用率



资料来源：各公司年报，产能利用率=实际产能/设计产能，华润啤酒为销量/产能，国盛证券研究所

图表 44：2018年百威系产能利用率



资料来源：公司公告，产能利用率=实际产能/设计产能，国盛证券研究所

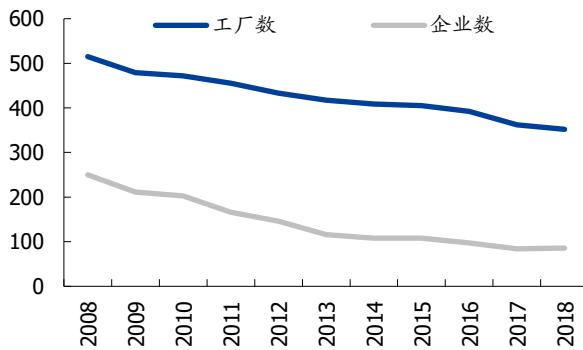
目前行业新增产能呈现收缩趋势。从啤酒企业及工厂数量来看，我国啤酒企业数由2008年的250家下降至2018年的86家，啤酒工厂数由515家下降至352家。2016-2018年新增产能分别为178.6、126、34万吨，行业新增产能逐年下降。根据啤酒协会的统计，2018年行业合计在建工厂20家、投产工厂14家，但其中大多为小微型啤酒工厂，少数为4家行业龙头，且龙头公司大多为改扩建或搬迁。

图表 45：中国啤酒历年新增产能（万吨）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 46：中国历年啤酒企业数及工厂数



资料来源：中国酒业协会啤酒分会，国盛证券研究所

图表 47: 2018 年全国啤酒行业主要建设项目统计(个)

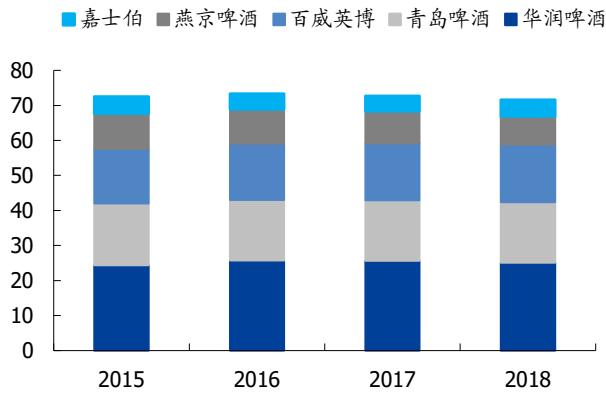
	新建工厂		改扩建或搬迁		合计	
	在建	投产	在建	投产	在建	投产
华润雪花		1	2	3	2	4
青岛啤酒			4	4	4	4
百威英博		1	2		2	1
燕京啤酒			1		1	0
其他	11	4		1	11	5
全国合计	11	6	9	8	20	14

资料来源：中国酒业协会啤酒分会，未包括国盛证券研究所

2.2.4. 竞争格局趋于稳定，头部厂商群雄割据

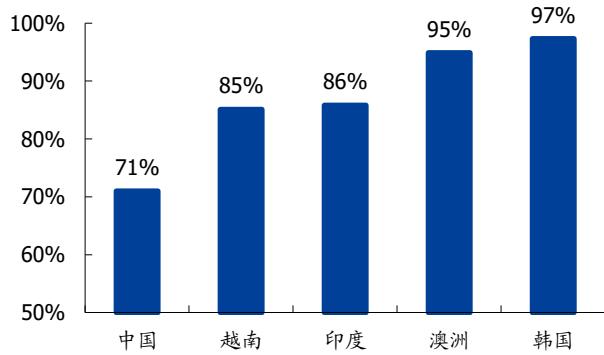
竞争格局趋于稳定，但龙头集中度仍有提升空间。经过 20 年的发展，随着地区品牌逐渐被全国性大品牌收购整合，中国啤酒市场格局已从高度分散化过度到逐渐稳定。目前我国啤酒行业 CR5 依次为华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯，近年来市场 CR5 市场份额基本稳定，2018 年华润啤酒市占率超过 25%，青岛啤酒、百威英博市场份额分别为 17.3%/16.4%，燕京与嘉士伯市占较小，分别为 8.1% 及 4.7%。与亚太地区主要市场 CR5 集中度相比，中国市场集中度仍处于较低水平，头部啤酒企业仍有继续扩张的空间。

图表 48: 中国啤酒市场 CR5 变动情况



资料来源：Euromonitor passport, 国盛证券研究所

图表 49: 2018 年亚太地区主要市场市场集中度 (CR5)

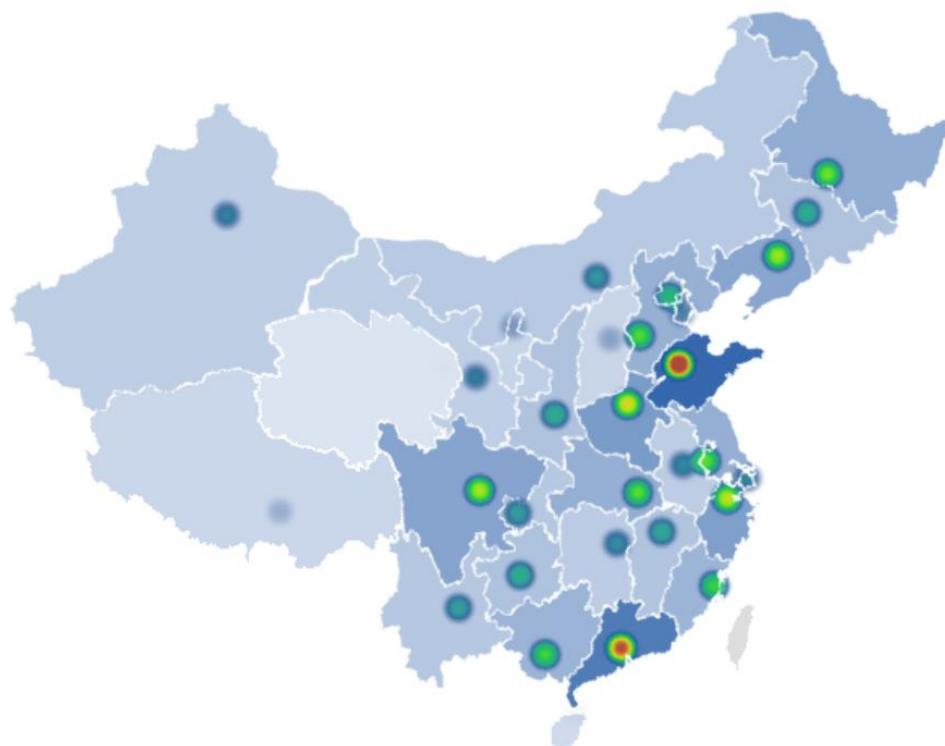


资料来源：GlobalData, 国盛证券研究所

区域市场竞争激烈，头部厂商群雄割据。造成头部厂商市占率难分伯仲，市场集中度难以进一步提升的主要原因是幅员辽阔，而啤酒由于包装和运输工具的限制，运输成本较高，酿酒厂覆盖半径有限，竞争优势多以区域形式体现。前五大厂商各有其具有相对优势的省份，譬如华润啤酒扎根川贵、辽宁、苏徽，青岛啤酒主要集中于山东、河北、陕西等华北地区，百威的优势地区主要有黑龙江等东北地区、福建等东南地区等，群雄割据，但目前各家优势区域地位并非绝对稳固，龙头厂商的区域争夺战仍在继续。

中国啤酒产量区域分化较大，把握重点市场。2018 年产量最高的为山东省、广东省分别为 47.2/38.7 亿升，占全国产量的 12.4%/10.2%，年产量 20-25 亿升的省份为河南、浙江、四川、辽宁，15-20 亿升的省份为黑龙江、江苏、湖北、河北、广西、福建。对于国内啤酒企业来说，在激烈的区域混战中，主宰大容量、高价格市场将是必胜法宝。

图表 50：中国啤酒产量分布



资料来源：Wind，省份色块深浅表示产量高低，热点表示占比高低，国盛证券研究所绘制

3. 竞争优势：集团战略体系成熟，高端市场强势领跑

3.1. 前瞻的集团发展战略，市场成熟度模型奠定基础

百威英博建立三阶段成熟度模型，奠定各市场差异化战略制定的基础。啤酒增长的商机随啤酒市场的成熟水平不同而有所分化，百威英博集团建立了市场成熟度模型，按成熟度水平及人均啤酒消费将啤酒市场分类为低、中或高成熟度三类市场。随着啤酒市场渐趋成熟，啤酒的类别会随之演变，市场成熟度模型可以了解特定市场的啤酒行业现况及预期演变，从而把握各成熟程度的不同啤酒市场中的机遇。在低成熟度市场，酒精消费往往由男性主导，大多为现饮，在中成熟度市场中，酒类消费中女性参与场合增加，现饮与非现饮场合平衡，除了来自烈酒的竞争之外，软饮料、葡萄酒也开始出现，在高成熟市场中，由家庭非现饮场合主宰，酒类竞争品种激增。

图表 51：啤酒不同成熟度市场特征

	低成熟度	中成熟度	高成熟度
人均家庭消费(美元)	<3000	3000-20000	>20000
人均纯酒精消费量(升)	2-3	4-7	8-10
禁酒率	60%	48%	26%
酒类中啤酒占比	40-80%	50-80%	35-50%
过去一个月内酒类消费品种	1.6	2	2.6
饮酒场合偏好	男性社交 > 独自放松 > 聚会	餐饮 > 异性社交 > 男性社交	家庭休闲 > 独自放松 > 异性社交
啤酒面临的竞争品种	非正式酒和烈酒的竞争	来自烈酒的竞争激烈；软饮料、葡萄酒兴起	来自烈酒、葡萄酒的竞争激烈；果酒、预调酒、软饮料兴起

资料来源：百威英博公告、官网，国盛证券研究所整理

图表 52：不同成熟度市场啤酒的饮用场合以及竞品演变



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

根据市场成熟度模型，前瞻性地制定产品组合及营销途径战略。在市场成熟度模型的应用中，公司可以通过计量各种关键绩效指标与增长潜质，从而识别差距，并积极利用扩充机会，针对不同地区消费者偏好及啤酒市场趋势，前瞻性地发展组合及营能能力，预计市场动态、设立特定优先次序及优化品牌组合，以带动长期增长及盈利能力。比如针对低成熟度市场，优先提升啤酒消费的渗透率，关注产品价格的可负担性以及触及率，中成熟度市场需要提升消费频率，尤其是在家庭场合和易饮啤酒的消费频率，中、高成熟度市场要开启产品高端化。

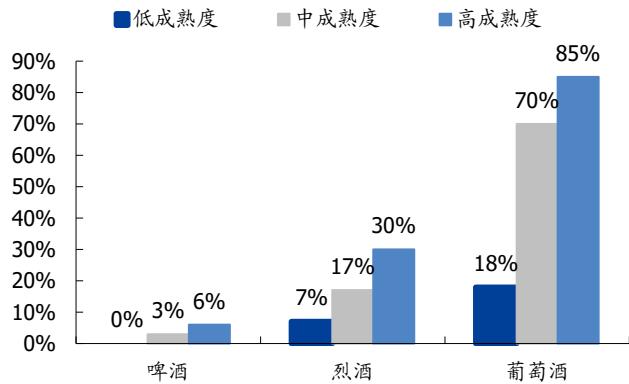
啤酒高端化空间巨大，随着成熟度提升可逐步释放。目前啤酒与烈酒和葡萄酒相比，定价大于市场最大品牌价格 1.6 倍以上的产品的销量占比极低，以高成熟度市场为例，啤酒、烈酒、葡萄酒对应比例分别为 6%/30%/85%，啤酒的高端化空间极大。从品类上来说，随着市场成熟度的提升，高端啤酒的品牌数量也不断增加，低、中、高成熟度市场分别为 9、38、214 个。

图表 53: 不同成熟度市场的发展优先级及关键驱动因素

市场成熟度	低	中	中&高
发展优先级	渗透率	消费频率	高端化
关键驱动因素	价格可负担性、产品触及率、啤酒冷却器	家庭场合、易饮	核心+、高端、超高端

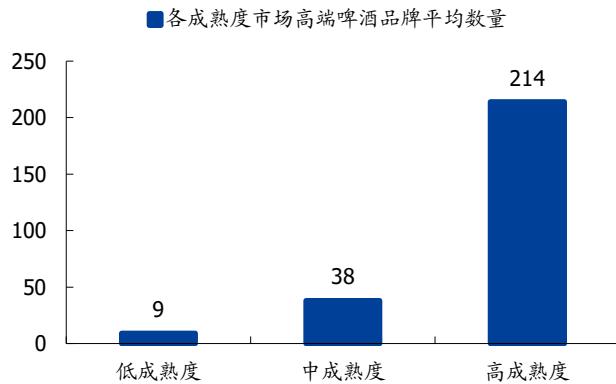
资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 54: 定价大于市场最大品牌价格 1.6 倍以上的产品销量占比



资料来源：百威英博公告，国盛证券研究所

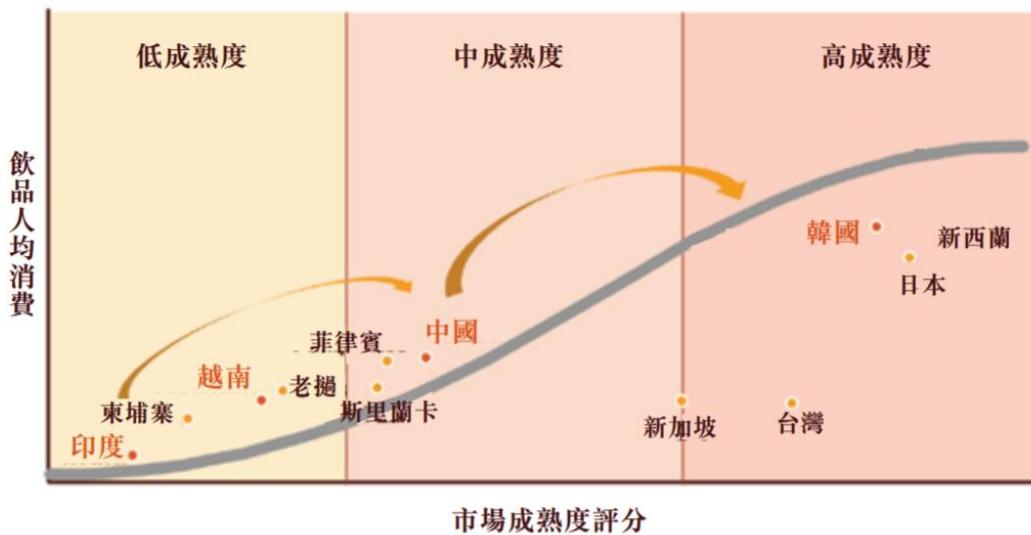
图表 55: 各成熟度市场高端啤酒品牌平均数量



资料来源：百威英博公告，国盛证券研究所

百威亚太市场成熟度模型应用：低成熟市场培养消费习惯，中高成熟市场开启结构升级。由于经济发展水平差异以及消费习惯差异，亚太地区各国市场可以根据饮品人均消费额及市场成熟度划分，印度及大部分东南亚国家属于低成熟度市场，中国及新加坡属于中成熟度市场，日本、韩国、新西兰等属于高成熟度市场。低成熟度市场体量较小，人均消费额较低，需培养消费者饮用习惯，中、高成熟度市场则面临体量增长天花板，需开启产品结构升级，占领高端市场提升产品均价，推升毛利率。

图表 56: 亚太市场成熟度矩阵图



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.2. 高端市场领跑者，盈利能力显著高于同业

3.2.1. 依循品类扩张框架，横向纵向全面延伸

百威英博集团实施“品类扩张”战略，各品牌通过满足对不同种类啤酒的消费需求来创造内生收入增长。品类纵向扩张以价格为基准，品类横向扩张以啤酒类别为基准。品类扩张主要分五步，首先，从经典拉格开始，收购整合当地竞品，此时定位主要是男性解渴啤酒，通常在低成熟度市场中；第二步是拉长价格阶梯，推出高端啤酒和平价啤酒；第三步为增加易饮品类，以适应更加放松和更多异性参与的饮酒场合；第四步延伸推出精致、甘甜口味的啤酒，如风味啤酒，可用来佐餐，竞品一般有白葡萄酒和软饮；第五步为延伸至麦芽精酿啤酒，象征品味、精致和独特。

图表 57：百威英博集团“品类扩张”框架



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

百威亚太依循集团“品类扩张”框架，推出多项新品，保证产品组合中的每个品牌各有独特定位、针对吸引不同消费群体及涵盖各种价位的特定市场。纵向扩张方面，推出哈尔滨冰纯、哈尔滨冰萃作为核心+类别的哈尔滨品牌新品，针对东南亚及印度推出核心+类别贝克冰爽拉格等，本土的平价品牌双鹿啤酒等。横向扩张方面，针对韩国及现时中国的成年女性消费者推出福佳玫瑰，进行“风味啤酒”的品类扩张，针对印度各大城市中心消费者推出的无酒精啤酒百威 0.0，收购中国拳击猫及韩国 Hand & Malt 等精酿啤酒商精酿品牌。

精酿啤酒市场兴起。横向扩张上的重要分支是精酿啤酒，百威是中国精酿啤酒的先行者，百威集团 2011 年收购了鹅岛精酿啤酒，并于 2017 年将鹅岛餐厅引入到了中国，2016 年百威收购了精酿啤酒餐厅开巴，2017 年收购精酿品牌拳击猫。2018 年 1 月，百威投资 6000 万人民币在武汉工厂内专门建造了一条精酿啤酒生产线。

图表 58: 百威亚太“品类扩张”框架的运用



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 59: 百威亚太品类扩张举措

品类扩张举措	介绍
哈尔滨冰纯、 哈尔滨冰萃	核心+类别的哈尔滨品牌新品，针对中国的年轻成人消费者
福佳玫瑰	福佳品牌的新品，针对韩国及现时中国的成年女性消费者
FILGOOD	针对韩国实惠型消费者的低麦芽发泡饮品
贝克冰爽拉格	以源于 1873 年的德国传统闻名的欧洲拉格。使用 100% 纯净麦芽酿制，贝克冰爽拉格针对东南亚及印度的核心+类别
百威 0.0	针对印度各大城市中心消费者的无酒精啤酒

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.2.2. 高端及超高端精细布局，利润率显著高于同业

高端及超高端精细布局，核心品类差异化。从价格定位角度，公司产品品牌分为超高端及高端品牌、核心及核心+品牌、实用品牌三个层次。随着亚太地区消费者偏好呈现转向高端品牌趋势，公司在亚太地区创建高端公司模式，销售高端及超高端品牌，例如百威、时代、科罗娜、鹅岛及福佳，同时在亚太地区推出自有精酿啤酒品牌组合，例如拳击猫（中国）、Hand & Malt（韩国），高端及超高端品牌布局的行业领先优势凸显。对于核心及核心+品牌，公司实施差异化策略，针对啤酒市场成熟度较低的地区（如越南、印度）、成熟度中等的地区（中国）以及成熟度较高的市场（韩国等）推广不同的核心品牌。

图表 60: 公司不同价格定位主要品牌



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

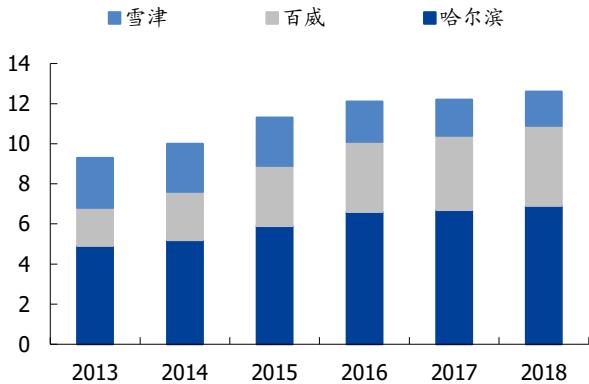
图表 61: 公司主要品牌价格

定位	子品牌	单瓶价格	单罐价格
超高端及高端	时代	10元/330ml	
	科罗娜	11.6元/330ml	7.8元/355ml
	鹅岛	10.8元/355ml	14.8元/500ml
	范佳乐	7元/355ml, 9.1元/450ml	9.1元/550ml
	乐飞	6.9元/330ml	13元/500ml
	福佳	7.8元/330ml	6.6元/310ml, 9.9元/500ml
	拳击猫	12.4元/335ml	
	百威魄斯	16.6元/268ml	
	百威大师银标	188元/789ml	
	百威金尊	14.1元/500ml	
	百威经典醇正		5.8元/330ml, 7.6元/500ml
	百威美式拉格	6.6元/460ml, 7.4元/600ml	
核心+	百威劲柠果啤	5.8元/330ml	
	哈尔滨啤酒 1900 珍藏	14.8元/500ml	
	哈尔滨冰纯白啤		3.3元/330ml, 5.8元/500ml
核心	哈尔滨啤酒冰纯 ICE		2.6元/330ml, 4.1元/500ml
	哈尔滨啤酒小麦王		2.5元/330ml, 3.6元/500ml
	哈尔滨啤酒 BBOSS		2元/330ml
实惠	雪津啤酒	4.9元/330ml	4.2元/330ml
	金士百啤酒	4.9元/570ml	2.2元/330ml

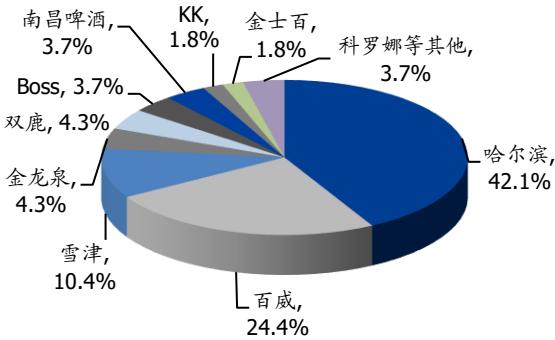
资料来源：天猫、京东，国盛证券研究所

从中国业务看，百威在中国销量前三的品牌分别为哈尔滨啤酒、百威啤酒和雪津啤酒，2018年市占率分别为6.9%、4%、1.7%，从百威国内的产品组合来看，哈尔滨啤酒、百威啤酒、雪津啤酒占比分别为42.1%/24.4%/10.4%，TOP3品牌的贡献超过76%。

图表 62：百威中国业务 TOP3 品牌全国市占率（%）



图表 63：百威中国业务主要品牌分类占比

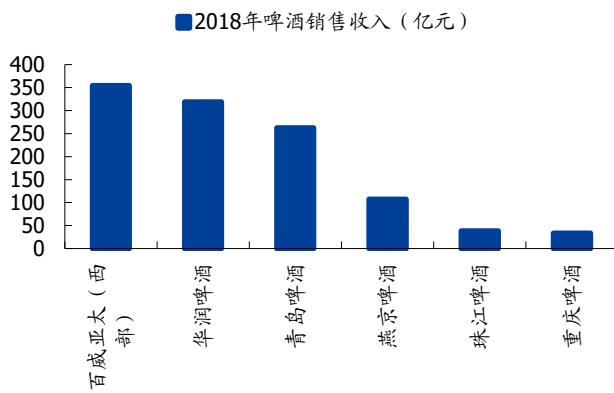


资料来源：*Euromonitor passport*, 国盛证券研究所

资料来源：*Euromonitor passport*, 国盛证券研究所

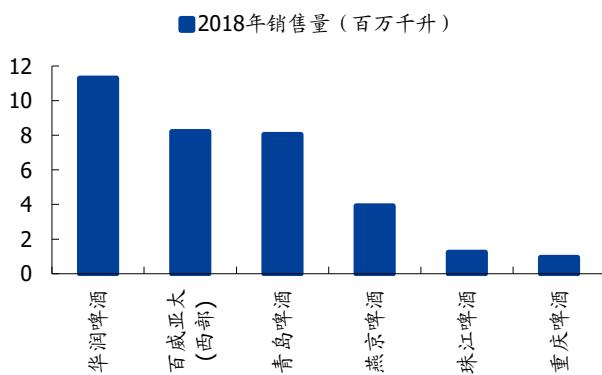
主宰中国高端啤酒市场。就销量而言，百威亚太西部为8.2百万千升，在销售量次于华润雪花及青岛啤酒的情况下，公司销售额占据市场榜首，这主要得益于公司在高端产品市场的领先布局。除去引进高端国际品牌，公司于2017年收购国内主要精酿啤酒商拳击猫，并在武汉建立精酿啤酒厂，生产包括拳击猫、鹅岛在内的多个高端品牌精酿啤酒。2018年，据*Euromonitor*统计，公司在中国高端啤酒市场市占率高达43%，是绝对的领跑者，而另一发展高端啤酒的嘉士伯品牌市占率仅为14%。

图表 64：2018年我国主要啤酒企业啤酒销售营业收入（亿元）



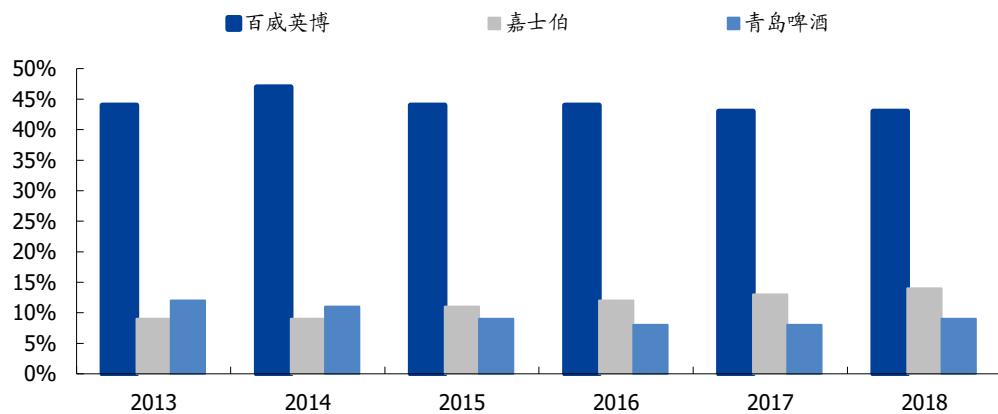
资料来源：各公司公告，百威亚太西部主要包含中国、印度和越南等东南亚国家业务，国盛证券研究所

图表 65：2018年我国主要啤酒企业销量（百万千升）



资料来源：各公司公告，百威亚太西部主要包含中国、印度和越南等东南亚国家业务，国盛证券研究所

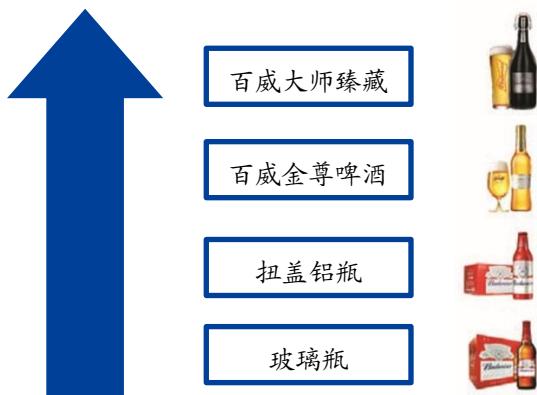
图表 66：中国高端啤酒市场份额



资料来源：Euromonitor, Bloomberg, 国盛证券研究所

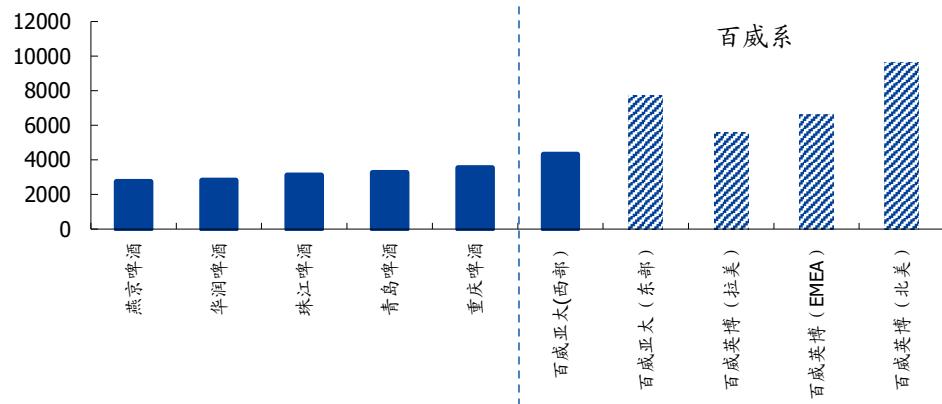
把握消费升级需求，进行产品创新。从产品角度，公司从同一品牌系列或同一价格类别中积极把握消费者升级交易的需求，将产品拓展到不同类别（易饮及风味啤酒）、酒类、包装及交付方式（扎啤），并且与研发的全新饮用场合契合。公司积极开发创新酒品，如2014年推出的中国百威金尊啤酒，百威金尊啤酒推出第三年录得按年销售额增长约50%。

图表 67：高端类别升级交易



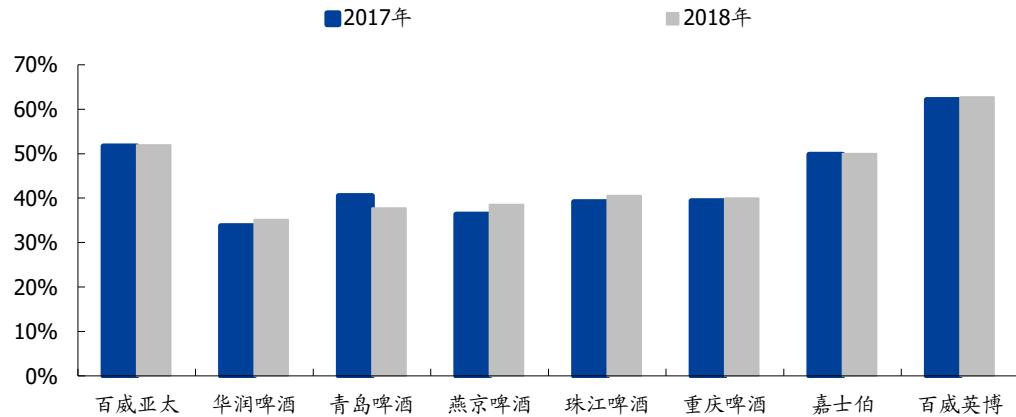
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

高端产品利润丰厚，吨酒价格优势明显。得益于高端品牌的丰富资源以及公司对现有品牌的不断升级，公司在高端市场销售战绩傲人。据Global Data，公司2018年亚太地区啤酒销量在高端及超高端啤酒类别名列第一，2018年公司大部分收入来自高端及超高端类别，且高端及超高端品牌的利润率显著扩大。目前我国啤酒企业吨价水平普遍较低，最高的百威亚太(西部)的吨酒价为4317元(百威亚太西部主要包含中国、印度和越南等东南亚国家业务，且中国业务占比最高，可以较好反映中国区业务的吨酒价)，其次为重庆啤酒，对应吨酒价3544元，青岛啤酒、珠江啤酒吨酒价超过3000元，而华润啤酒、燕京啤酒吨酒价相对较低。与百威英博集团各地业务比较，百威亚太西部吨价仅处于百威集团末位，其余地区吨价均超过5500元，美国业务的吨价高达9630元，中国啤酒市场价格提升空间巨大，百威啤酒价格优势显著。

图表 68: 各啤酒公司吨酒价格 (元)


资料来源：各公司公告，2018年美元汇率 6.878，国盛证券研究所

相比于其他竞争者，公司毛利率优势显著。2017年、2018年百威亚太毛利率分别为51.7%/51.9%，远高于国内同业公司，与海外巨头相比，2018年百威亚太的毛利率比母公司百威英博落后11个pct，比嘉士伯高2个pct。

图表 69: 各啤酒公司毛利率


资料来源：Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所（由于百威亚太未单独披露西部成本，故计算其总体毛利率，相较实际其中国市场毛利率偏高）

3.3. 销售模式灵活清晰，提供专业零售协助

升级客户联系策略，改变销售模式，提供全面服务。2015年之前，百威英博集团采取传统的销售模式，即销售代表负责POC内的所有活动，如拓展、接受订单和谈判等，与客户的联系几乎完全基于销售代表。为了提高效率，公司开始发展新模式，现场销售团队负责关系和谈判，而分销团队则确保产品能够送达客户，此外，电话销售为交易活动提供支持，提高生产力水平。最近启用新的B2B数字平台，为客户提供更全面且独特的服务。目前公司根据市场成熟度模型，对三类成熟度的公司采取适应性的联系策略，目前2.0联系策略将主要在高成熟度、以及中成熟度但市占率较高的市场优先推进。

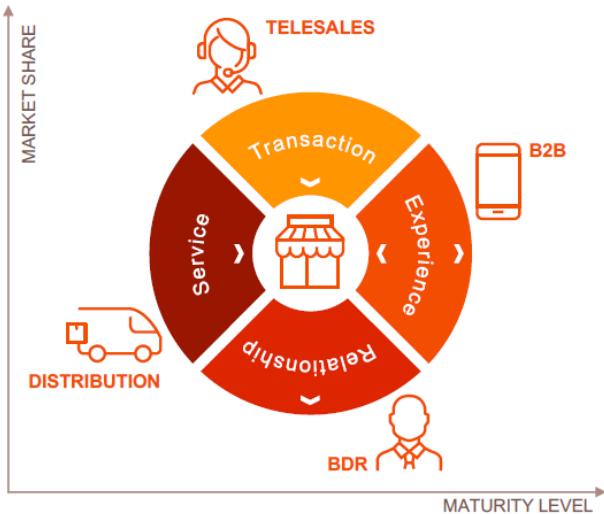
图表 70: 基于市场成熟度模型的 2.0 客户联系策略

	低成熟度市场	中成熟度市场	高成熟度市场
主要方式	销售代表、分销团队	销售代表、分销团队、电话销售	销售代表、分销团队、电话销售、B2B
目标	扩大覆盖范围	扩大覆盖范围、提升效率	为客户提供独特服务和购买体验，帮助其发展业务
主要驱动力	现场销售代表和分销团队	电话销售	B2B

资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

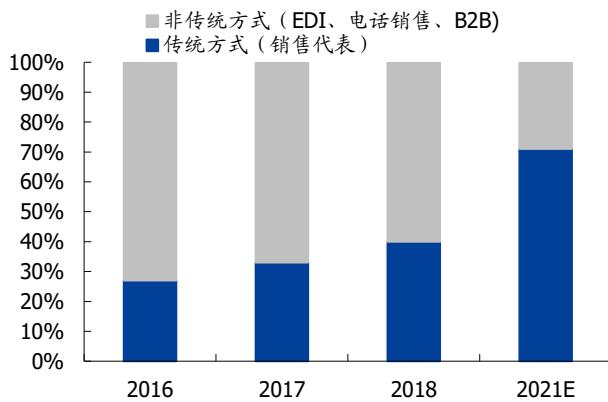
2.0 联系策略从根本上改变了集团销售团队的运作方式，显著提高效率、减少销售费用和提供更好的服务。客户可以通过 B2B 平台下单，电话销售代理将电联客户，销售代表会到达客户终端店，但重点将是提供更多的增值活动，最后物流团队将发挥作用，确保及时交货。这种新策略已经在百威集团所有销售区域中实施，涵盖超过 25 个国家和 160 个业务部门，2018 年非传统销售渠道贡献 40% 的收入，预计到 2021 年将超过 70%。

图表 71: 百威客户 2.0 联系策略可提供全面的销售服务



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 72: 百威英博集团不同销售方式收入贡献占比



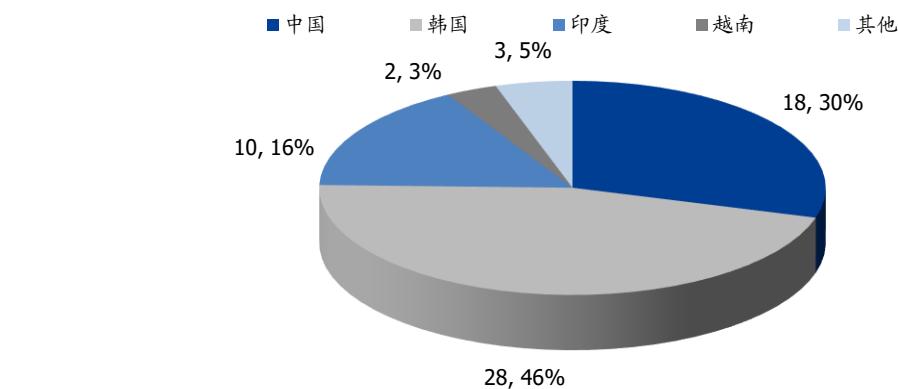
资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

打造庞大经销网络，亚太各地区因地制宜。百威亚太将当地经销商作为对场外零售商及现场消费点销售的主要渠道，客户（如经销商）可以直接向公司发出订单（然后进行转售），公司目前共有 61 个经销中心，约 6000 家经销商（其中 75% 位于亚太地区西部），公司在亚太地区西部有超过 200 万个销售点、亚太地区东部有超过 50 万个销售点，2017/2018 年公司的经销开支分别为 5.2/5.4 亿美元。公司针对各地市场情况采用不同的经销方式，比如在中国，公司产品主要售予经销商，少量通过直销和电商销售，共有 18 个经销中心；公司在韩国拥有最多的经销中心，多达 28 个，公司主要向经销商及零售商销售产品。百威亚太与本地经销商订立长期关系，此外还会向经销商提供额外支持，例如存货及现金管理的培训、接任计划及为经销商而设的企业资源计划（ERP）系统。

图表 73: 公司各地区经销方式

地区	经销方式
中国	主要售予经销商，总量中<10%通过直销（超市、连锁便利店、酒店、连锁餐厅等）及电子商务渠道销售
韩国	向经销商及零售商销售产品
印度	在受政府控制的州，售予政府所拥有的经销商；在开放市场的州，产品售予独立的私营经销及零售商；政府与开放并存的地区则同时采取两种方式
越南	产品主要售予两家主要经销商，一小部分啤酒直接销售予主要客户

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 74: 公司经营中心数量(个)及占比


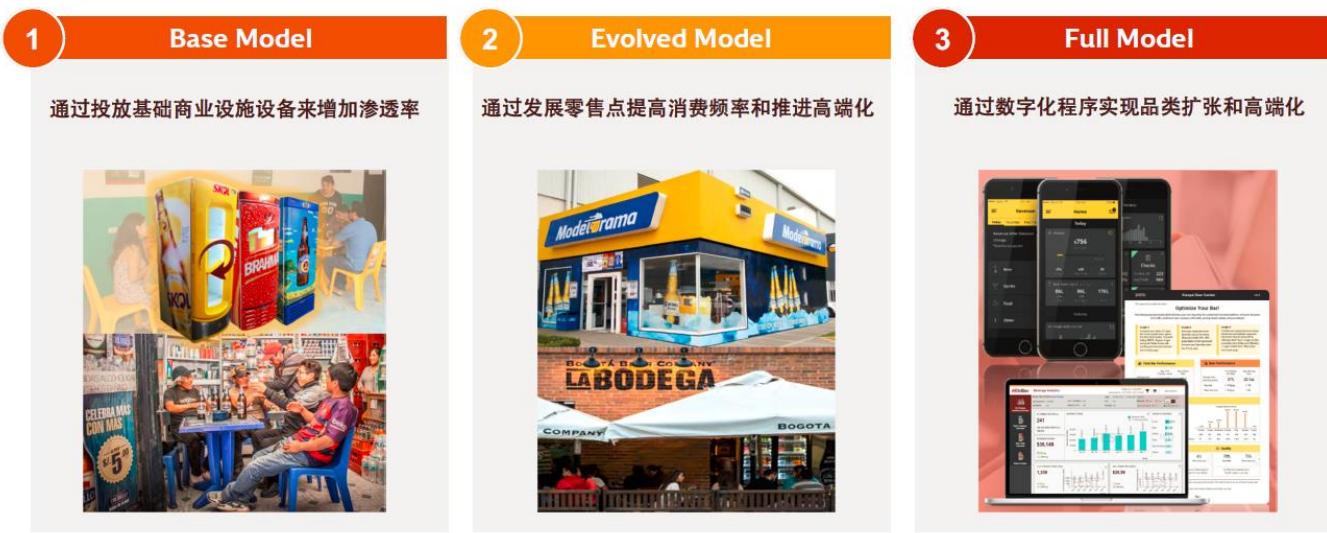
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

顺应不同市场特点开发零售解决方案，帮助 POC 终端实现渗透率的提升、消费频率提升以及高端化。随着啤酒市场的阶段性演进，零售场景也在演变，百威英博集团由此开发出一个解决方案组合——“零售解决方案”(Retail solutions)，涵盖从基本硬件到全面的在线品类管理。零售解决方案共有三种模式，1) 第一类是基础模式，主要针对低成熟度市场，通过 POC 基础设施的投放来提升渗透率，比如投放啤酒制冷器，往往可以带来 10% 的销量提升，或者采用合理的商业模式将非现饮终端升级为现饮终端。2) 进化模式：主要针对中成熟度市场，主要通过发展专营啤酒便利店、以及现饮酒馆增加 POC 的数量，其中通过 BBC bodegas 酒馆模式可以成功推进高端化。3) 完全模式：为了应对高成熟度市场的复杂性，公司投资开发了 Connected POC 程序，通过分析 POC 数据获得充分的行业数据、推动品类增长并且更好地服务客户，具体来说，通过使用来自 POC 的实时销售数据分析消费者行为，扩大啤酒品类，同时向 POC 终端提供有价值的数据分析结果，帮助业务发展。

图表 75: 百威 Retail solutions 的三种模式特点

模式	对应市场成熟度	发展优先级	营销方式	案例
基础模式	低	渗透率	投放基础商业设施设备	1、投放啤酒制冷器；2、帮助将非现饮终端升级为现饮终端
进化模式	中	消费频率、高端化	发展零售点	1、Modelorams 专营啤酒便利店；2、BBC bodegas 现饮酒馆
完全模式	高	高端化	数字化程序	Connected POC 程序，通过分析 POC 数据洞察成长点

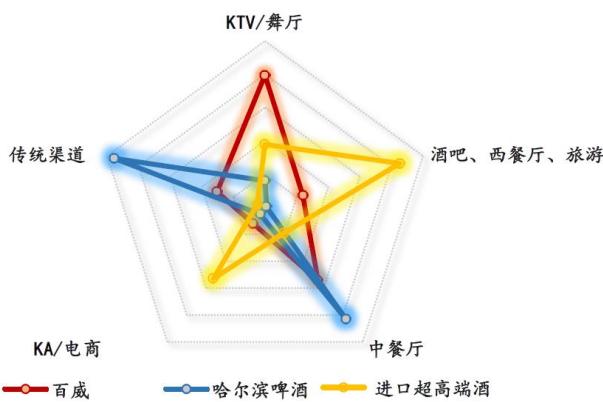
资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 76: 百威英博集团 *Retail solutions* 的三种模式图示


资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

高端化是百威在中国的重要的增长机制之一，但它需要与营销、销售和分销进行协调。为了维持百威的优质形象，公司将产品与适当的渠道进行了协调，对于夜店、AB 餐饮、CD 餐饮、TT 四类渠道安排不同的产品包装以及促销策略。从品类角度看，百威品牌主要集中在 KTV/舞厅、中餐厅（AB 类）销售，哈尔滨啤酒主要在传统渠道和中餐厅（CD 类）销售、进口超高端酒主要在酒吧、西餐厅、旅游、KA/电商渠道销售。以夜店渠道为例，百威最重要的包装是铝瓶，不推荐促销定价，除非它是与合作伙伴零售商的长期商业计划的一部分。未来公司还将继续探索包括加盟店、品牌店和创新，通过一系列新的 SKU 和产品来推动创新，以探索特定的渠道和场合。

图表 77: 百威中国各品类渠道销售构成



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 78: 百威中国产品与适当渠道协调

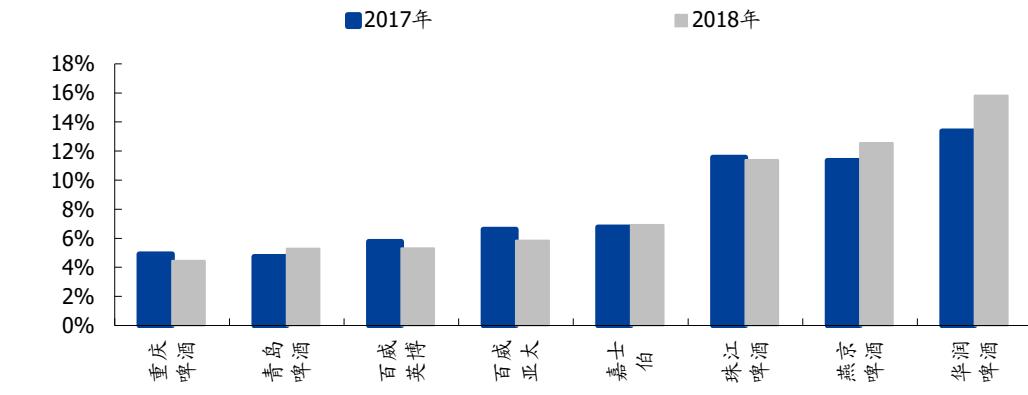


资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

3.4. 降本控费出色，运营效能卓越

管理费用率处于较低水平。公司积极向百威英博其他区域子公司学习优秀管理经验，不断加强运营流程的标准化程度，提升酿制、供应链、市场营销、人事、财务等各个部门的经营效率。2018年公司管理费用率为5.8%，较2017年下降0.8个pct，在同业中处于较低水平。作为规模庞大的跨国公司，公司在保持高额营业利润的同时，能够将管理费用控制在较低水平，体现了公司在成本方面的出色控制能力。

图表 79：各啤酒公司管理费用率

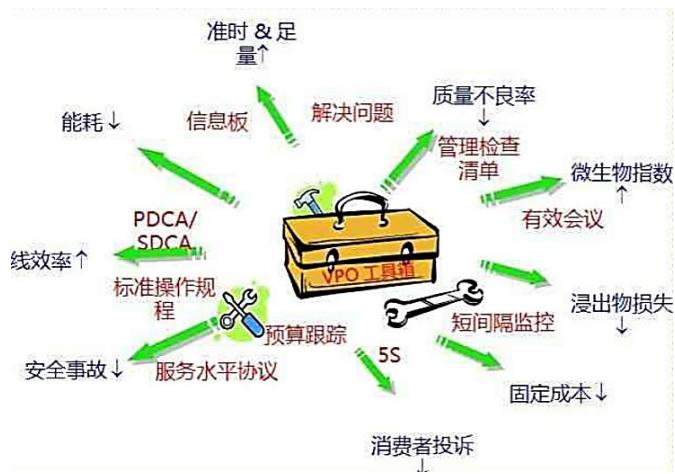


资料来源：Wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

VPO 系统全面提升运营效能，打造业务共享服务中心。百威英博在全球各子公司广泛推广工厂最优化管理工具（VPO），该工具由安全、环境、质量、效率、物流、财务及人事7个支柱环节组成，经过多年的实践改进，能够有效提高酿酒业务的标准化，提升公司运营效率，历年来集团的损失工时事故数量快速减少，消费者投诉次数也不断降低。百威亚太对该套系统工具应用出色，全球同业执行VPO酿酒厂排行榜前20名的80%皆为公司亚太区酿酒厂。百威亚太已在主要市场设立多个业务共享服务中心，着重交易及支持活动，这些中心有助工作标准化，以及确定及分享业务间的最佳实务，以令部门团队注重核心能力及价值创造。

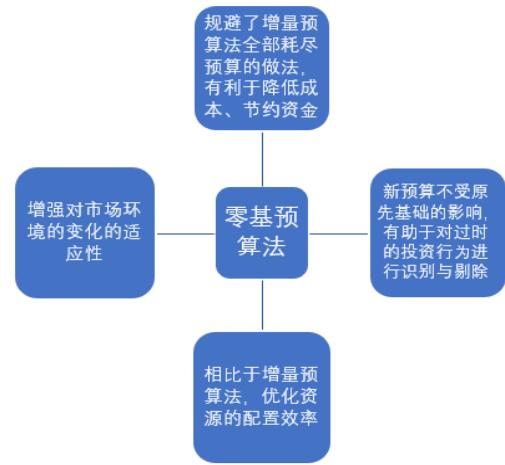
零基预算法严格控制成本。在预算管理方面，公司未采用同业一般选取的增量预算法，而是选取更为严苛的零基预算法，并将员工薪酬与零基预算的制定紧密挂钩，从每一个环节严抓成本控制。

图表 80：VPO 功能简图



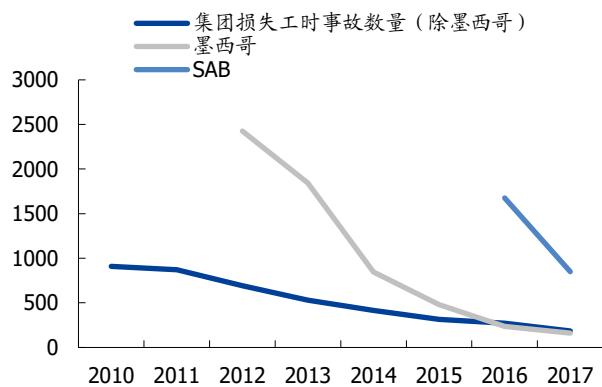
资料来源：华致赢企管，国盛证券研究所

图表 81：零基预算法相对增量预算法的优势



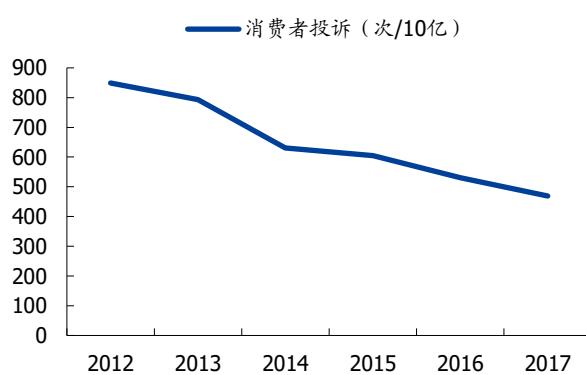
资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

图表 82: 百威英博损失工时事故数量(个)



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 83: 百威英博消费者投诉数量



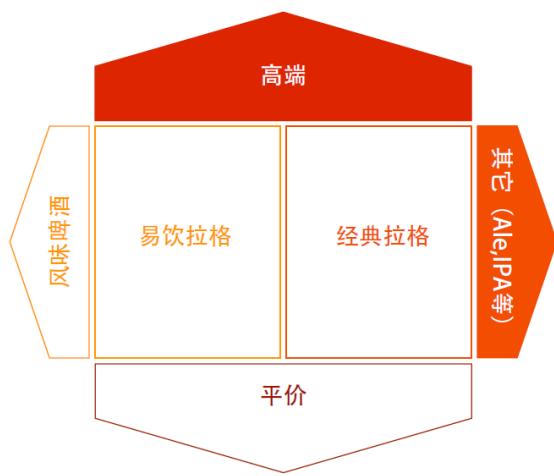
资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

4. 未来看点：尽享结构升级红利，产能优化降费增效

4.1. 依托高端公司主宰市场，尽享结构升级红利

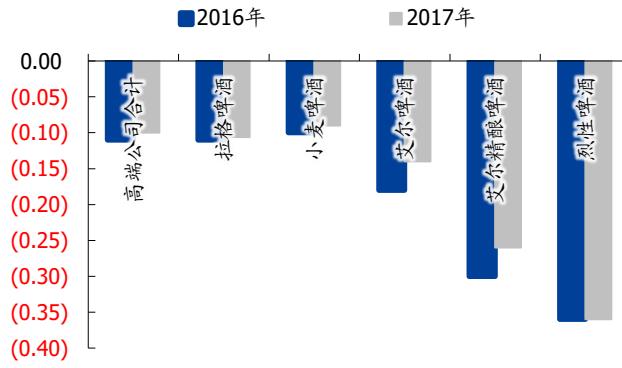
高端公司模式是百威顺应高端化趋势的重要举措。高端公司是由全球、专业及精酿啤酒品牌组合（如百威、时代、科罗娜、鹅岛、福佳等）组成的业务单位，主要针对品类框架中的高端以及其它精酿啤酒扩张方向，高端公司配备专用的营销途径。百威集团认为高端化兼具高成长与高盈利，通过研究 180 个国家的产业数据，预计 2020 年高端市场规模将达到 200mhl，而其中 70% 的机会将来自 22 个国家，覆盖低、中、高三种成熟度模型，这些地区高端公司的市场份额占比低于整体 11 个 pp，不同高端品类如拉格啤酒、IPA、烈性啤酒等市场份额也均低于整体份额，发展空间巨大。

图表 84: 百威高端公司产品类型



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 85: 高端公司及不同细分市场的市场份额与整体市场份额差距



资料来源：百威英博官网，横轴表示百威在 22 个国家的整体市场份额，国盛证券研究所

高端公司具有专业的营销途径和管理团队。对外营销方面，在目前已经布局的 22 个国家中，专注于顶级城市中心，并瞄准最顶端的 POC，如工艺啤酒酒吧、夜店俱乐部或高

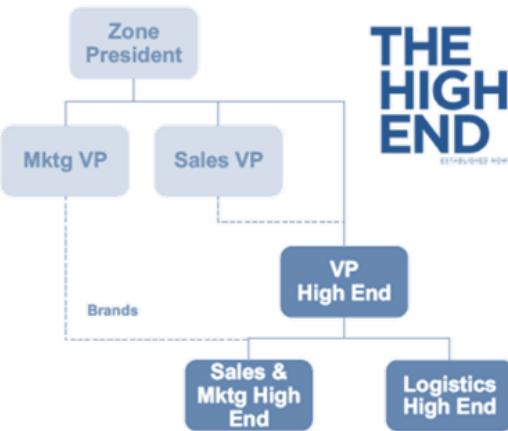
级餐厅等。对内管理方面，高端公司由资深且经验丰富的领导管理，具有特殊独立的组织管理架构，比如独立的市场、销售以及物流部门，同时避免不必要的重叠。公司的产品组合策略符合市场成熟度模型，目前已经确定了11个品牌（百威、科罗娜、时代、福佳、乐飞、鹅岛等），可与本土品牌一起搭配形成每个市场合适的品牌组合。

图表 86：百威高端公司终端布局



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 87：百威高端公司特殊架构



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

百威的高端公司模式最早起源于中国，率先开展城市中心计划抢占高端市场，尽享产品结构高端化升级红利。随着在中国高端细分市场的发展，2014年百威就面临着打造“增长第二引擎”的需要，于是创建了高端公司，专注于超高端细分市场。百威根据各大城市的GDP、人口情况选取中国的上海、广州、深圳、北京、成都、香港6个城市作为重点城市，进行高端化的推进，配置了高端品类销售团队、分销团队等，城市中心战略具有三个关键支柱，即专注高端品牌、开拓新渠道、数字社交媒体。百威依托高端市场的统治地位，尽享产品升级红利，通过包括福佳、科罗娜和其他比利时进口产品在内的强大品牌组合，扩大了百威在中国超高端市场的份额，2017年达到约50%。

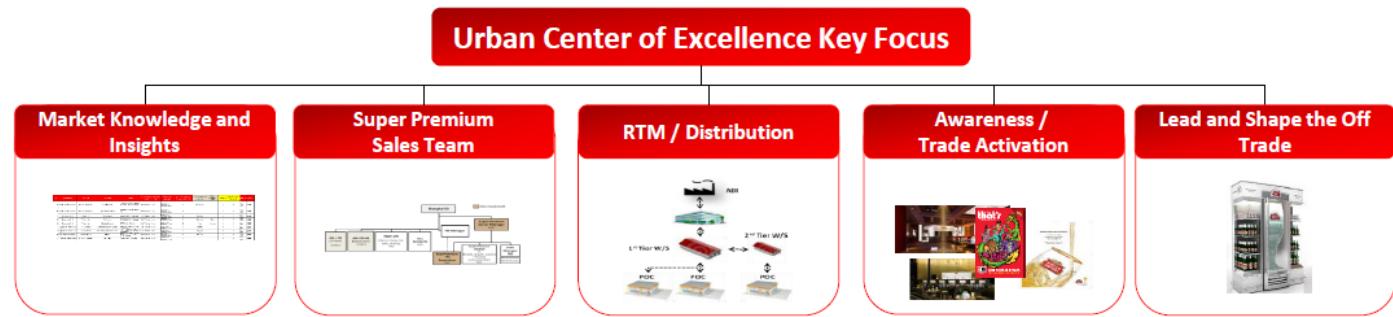
高端公司已推广到22个国家，亚太地区共有7个，未来将强力推进各地的高端化进程。公司将这种在中国开发成功的高端公司模式复制至所有主要市场，目前已推广22个国家。亚太地区中共有7个国家，高端公司营运模式现已成功扩展韩国高端品牌，未来有望继续在各地推广深化，助推高端化进程。

图表 88：百威中国城市中心计划

城市	2014年GDP (万亿)	2018年GDP (万亿)	2014年人口 (千人)	2018年人口 (千人)	选取理由
上海	2.5	3.3	24257	24238	人口第一大城市
广州	1.7	2.3	13081	14904	全国重点交通枢纽
深圳	1.6	2.4	10779	13027	全国最成功的经济特区
北京	2.1	3.0	21516	21542	首都，人口第二大城市
成都	1.0	1.5	14428	16330	四川省会，中国西部市场最重要的经济中心之一
香港	2.3	2.8	6340	6506	西式、潮流、影响力强的城市

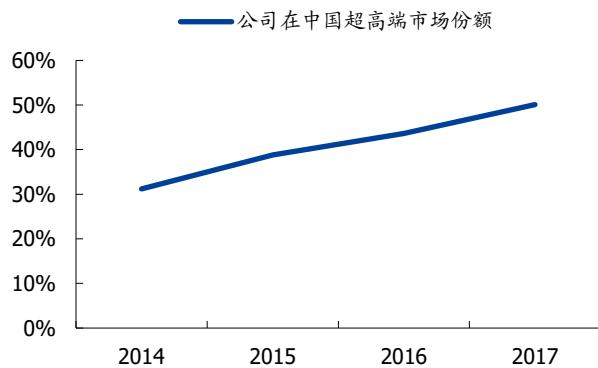
资料来源：Wind、百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 89: 百威城市中心计划战略聚焦点



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 90: 百威在中国超高端市场份额



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

图表 91: 百威集团 22 个重点高端公司市场



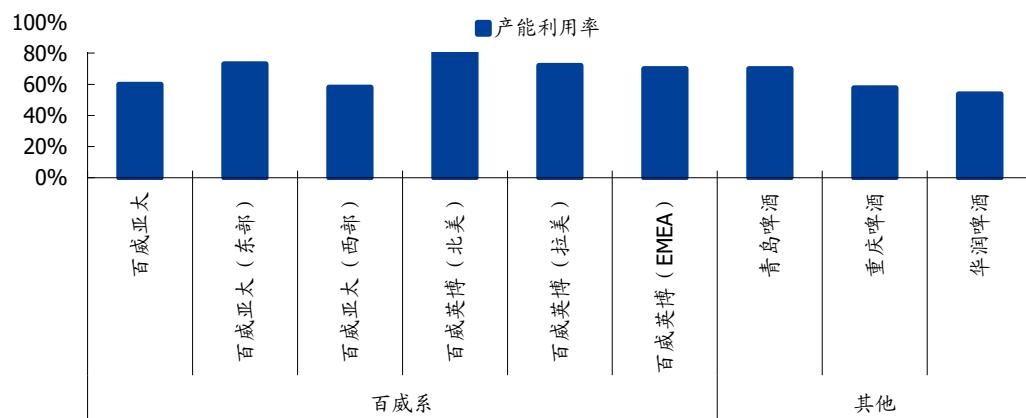
资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

4.2. 产能优化大有可为，数字化转型降费增效

4.2.1. 优化产能，人员提效

产能利用率尚低，推进产能优化。2018 年百威亚太的产能利用率为 60%，其中西部业务的产能利用率为 58%，而百威亚太（东部）、百威英博拉美和 EMEA 地区的产能利用率均在 70%-80% 之间，尤其是以高端成熟市场为代表的百威英博北美地区的产能利用率超过 85%。目前中国啤酒企业产能过剩现象显著，产能利用率提升空间较大，在当前啤酒行业量增拐点已现的背景下，关停冗余酒厂和生产线，实现产能优化迫在眉睫。公司在国内的核心市场主要分布在湖北、江西、福建、浙江、辽宁、吉林、黑龙江等地，积极扩张四川、云南、广西、湖南、广东、河南、河北、江苏等地的市场，顺应啤酒行业产能优化的趋势，公司也在推进关厂计划，2015 年百威中国啤酒厂数量为 43 家，2018 年底酒厂数为 35 家，而最新数据截至 2019Q1 中国酿酒厂数仅为 33 家，公司积极进行落后产能优化，新建效率更高、数字化的啤酒厂。

图表 92: 2018 年百威各地业务产能利用率与同业对比



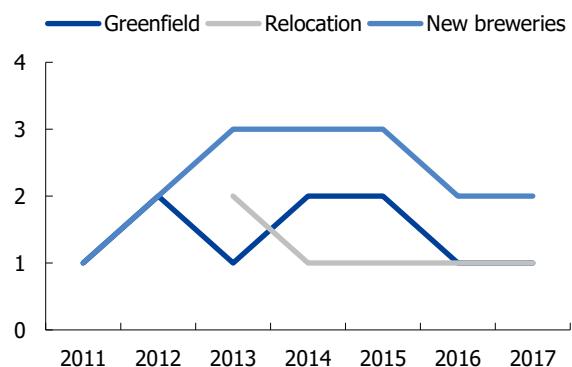
资料来源：各公司公告，产能利用率=实际产能/设计产能，华润啤酒为销量/产能，国盛证券研究所

图表 93: 百威中国覆盖市场 (2015 年)



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所推算

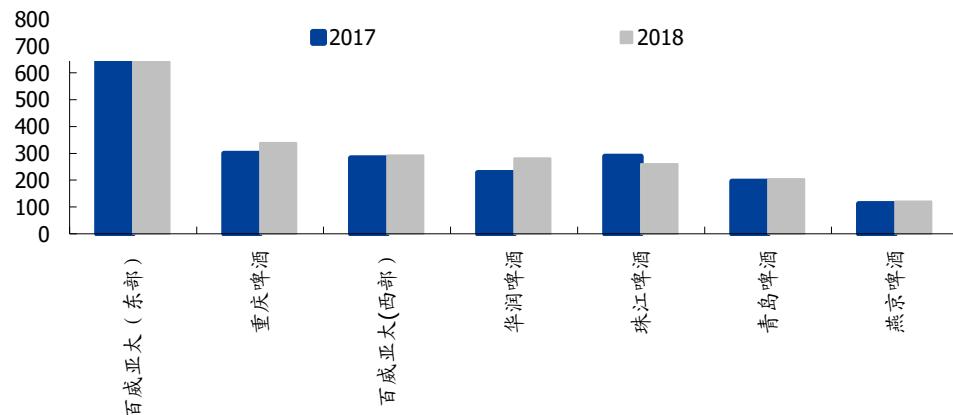
图表 94: 百威中国每年酒厂变化 (个)



资料来源：百威英博官网，国盛证券研究所

提升员工工作效率。相对高成熟度市场，中低成熟度市场的员工效率相对较低，2018年成熟啤酒市场百威亚太(东部)的人均销量接近700吨，远高于中国啤酒企业，而西部人均销量仅为293吨，与国内啤酒企业相比，亚太西部业务销售效率次于重庆啤酒，人员效率尚待提升。

图表 95: 啤酒同业公司人均销量 (吨/人)



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

4.2.2. 推进数字化转型，科技赋能降费增效

百威英博集团推进五大领域数字化，提升效率、降低成本。百威英博集团将技术视为公司未来的一大推动力，定义了5个数字化主要领域，分别是客户、消费者、供应链、运营和数据分析。公司目前正在通过B2B、电话销售、聊天机器人或EDI与客户进行日益数字化的联系；目前集团已经在20个国家开展了电子商务业务，目标是将赢得媒体占比由8%提升至30%；通过将技术注入供应、物流和采购领域改造供应链，未来可大幅节省开支。通过数字化在运营方式上推动销售增长、效率提升和流程简化；在数据平台的不断支持下，通过扩展分析能力，最终将能够通过算法做出合理决策。

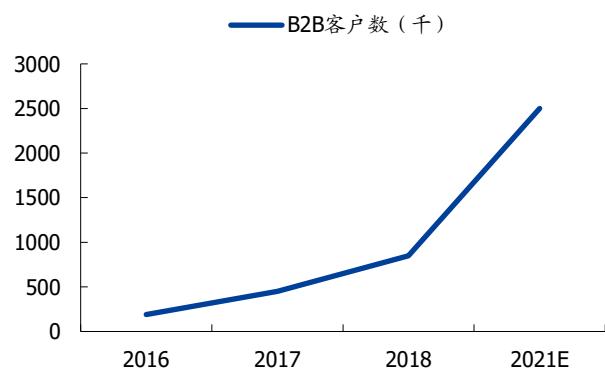
图表 96：百威数字化转型五大领域

	现状	目标
客户	40%数字化销售(EDI、电话销售、B2B), 60%非数字化销售	数字化销售(EDI、电话销售、B2B)占比提升至70%
消费者	8%赢得媒体，电商分布20个国家	30%赢得媒体，扩大电商分布
供应链	通过技术提升供应链效率	大幅节省开支，50家全自动化啤酒厂
运营	全球能力中心渗透率13%	提升至25%
数据分析	数据池中0%的关键数据，算法支持的决策很少	数据池100%决策数据

资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

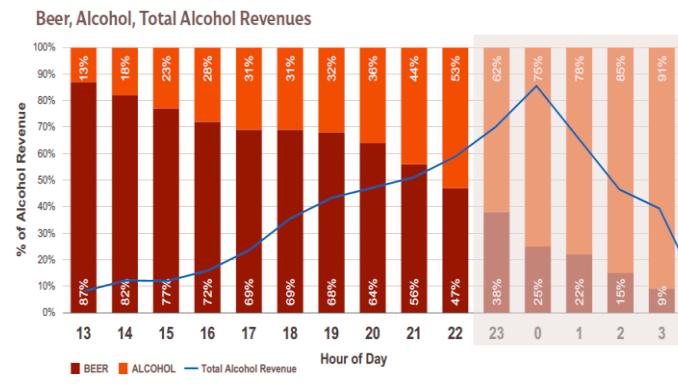
数字化客户联系，三方共赢。具体来看，通过数字化技术更好的实现公司与客户的连接，到2021年，百威英博将有70%以上的客户互动转变为数字化，B2B用户数量将由2016年的19万增加到250万以上，销售成本将在未来3年内降低20%。百威与客户可通过Connected POC程序实现数字化连接，通过Connected POC获取高精度的交易数据、行业数据，不仅可以更加深入的洞察消费者，破解品类驱动的关键因素，还可以与POC合作，优化POC的产品，最终为消费者带来更优的产品和组合。比如通过分析不同时段啤酒的消费占比，公司发现虽然晚上10点之后啤酒的份额在下降，但总体酒精销量继续增长，特别是威士忌。基于此，公司为选定的POC制定了一项针对深夜威士忌和啤酒的特别促销活动，为POC客户增加了5%以上的收入，同时公司的销售量上升3.8%，实现了POC客户、消费者和公司的三方共赢。通过数据平台的分析，

图表 97：百威B2B客户数



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

图表 98：Connected POC应用实例——不同时段啤酒消费分析



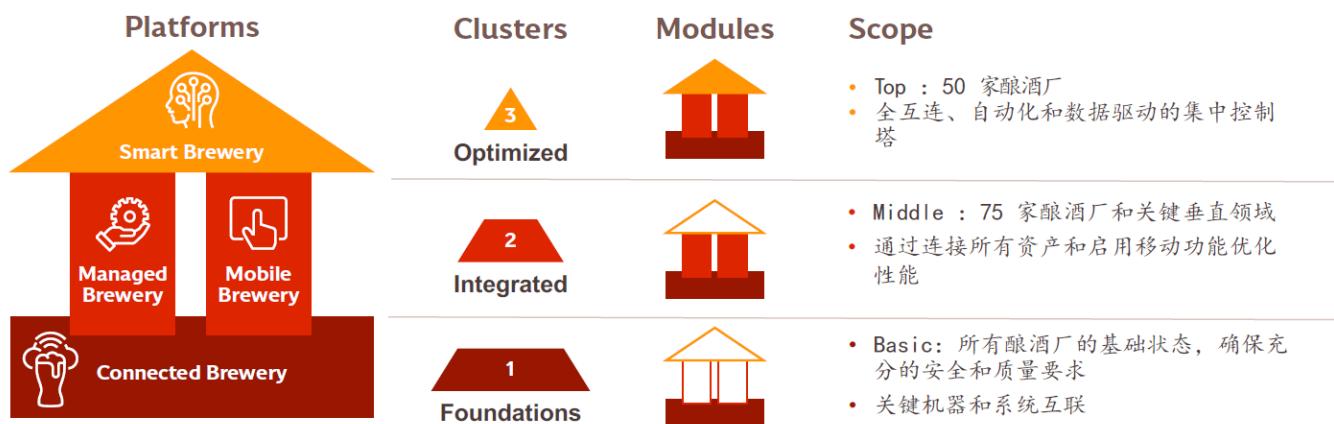
资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

分析用户画像定制内容，提升媒体投放效率。Connected POC正处于POC客户以及终端消费者的交叉点，而消费者端的数字化有助于公司更好的理解消费者。为了增加公司与

消费者的直接互动，百威使用自身的数据平台识别访问百威英博以及其他网站的消费者的行为，从而为消费者提供量身定制的内容和促销优惠，利用这些数据，公司还可以将基于调查的信息与实时社交媒体信息互补，将媒体投放的效率提高 10%，并通过定制内容支持 B2C 扩张，以推动高端增长。

数字化供应链，驱动费用节省。集团已经根据规模和成熟度将供应业务分为三个集群：1) 首先，基础层级是所有啤酒厂的基本状态，确保充分的安全和质量要求，利用啤酒厂互联平台通过物联网连接关键机器。2) 中等层级包括大约 75 个啤酒厂，不仅连接所有机器，而且推出制造执行系统 (MES)，这是管理啤酒平台最重要的部分，此外还为员工配备移动设备，在移动啤酒厂平台下推动生产力的提升、能源和废料的节省。3) 最高层级针对前 50 的啤酒厂，通过物联网将操作机器完全连接起来，并在智能啤酒厂平台上利用人工智能实现人工流程的自动化。在物流方面，百威已经开始将业务集中化，提升科技在一级、二级分销和仓库业务的应用，比如已经开发了专有软件，通过图像识别或移动平台跟踪卡车和装卸过程。

图表 99：百威英博集团供应链转型计划



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

与集团战略一脉相承，百威亚太积极推进科技物流改革。当前中国啤酒市场需求快速变化、竞争日趋激烈，提升供应链的反应速度、项目落地速度迫在眉睫，与整个集团的数字化转型战略一致，百威亚太通过引入国外系统、自身开发系统等措施，提升物流效率，具体体现在智慧仓储、协同运输、透明配送、综合计划几个环节，比如智慧仓储的叉车管理系统，由百威中国推广到了百威全球，比如运输和配送环节的追鹰 (Track Trace) 平台，可以实现园区管理、在途管理、客户收货、反向物流的全流程可视化跟踪管理，并且已经开始建立控制塔项目。数字化转型下，集团的管理经营效率将进一步提升。

推动科技研发，持续提升经营效率。公司 2011 年在中国武汉建立亚太地区创新科技中心 ZITEC，2011 年以来总投资金额超过 100 万美元，该中心包括研究试点酿酒厂、包装实验室、研发办公室及培训中心，同时 ZITEC 与百威集团位于比利时的全球创新科技中心紧密合作。公司在部分酿酒厂实施中央监控数码网络，在生产、仓储以及运输物流之间建立无缝衔接，缩减装货时间以及间接成本，提高资产利用率。2018、2019 年一季度，公司研发开支分别为 19/4 百万美元。

图表 100: 百威亚太科技物流改革

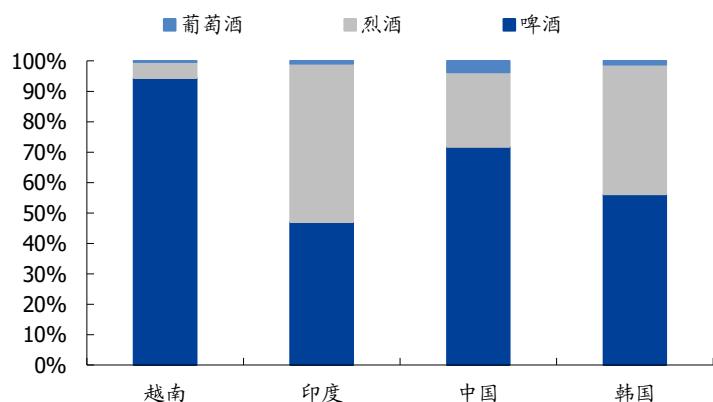
板块	平台系统	工作内容
智慧 仓储	WMS 仓库管 理系统	运输、收发存、批次管理等
	PB 劳动力管 理	系统排班，通过分析最新的需求、仓库过往效率、每个人在每个工作上的效率结果，可以仿真第二天的业务量，安排对应劳动力。可以制定全国 30 多个工厂，16 个 DC。
	FMS 叉车管 理系统	监控叉车，提升叉车和人的使用效率，通过安装一些感应器，判断叉车的安全行为，做防撞的预防。由百威中国推广到了百威全球。
协同 运输	TMS 系统	过去的 TMS 只是协同平台，登记、下单据的信息、看订单状态。2015 年迭代过去的 TMS 系统，引入国外 TMS 的产品，提升了运输计划、运输结费、运费对账的数字化水平。
	追鹰 (Track Trace) 系统	把第三方的车辆安排，场内的园区管理、在途管理、客户的收货和反向物流的管理，完全纳入平台。通过控制塔的模块增强，实现全流程的数据可视化和跟踪。平台在 2018 年夏天完成试点，一年之内推广到了 25 个工厂和 16 个 DC。
透明 配送	追鹰运输跟 踪平台	反向物流是啤酒行业的重点，追鹰平台开发了签收与回收模块，除了正常的电子签收之外，还可跟踪瓶子回收的情况和回收路径。
综合 计划	全场景的主 动发信号的 跟踪技术	探索全场景的主动发信号的跟踪技术，不同于通过条码、RFID 被动的看物品的位置，而是让物品自动的发它所在的位置。目前在澳洲已经实现，中国也已经在选型的过程中，所用的技术就是 NB-IOT 窄带物联网的技术，在桶上装感应器，从而实时看到空桶的最新情况。
	控制塔项目	2019 年做了控制塔的项目，设计了 5A 的发展阶段，分别 Aggregation、Analysis、Augmented、Automatic 和 Actionable，通过数据池的技术，把数据从各个原系统以固定的频率，抓取到数据池中来，再搭载敏捷 BI 的技术，让每个人都可以通过简单的操作方式去建立自己的数据模型，再生成自动的可视化看板。目前百威亚太处在第 3 层，能够透过数据得出结果。

资料来源：中国国际啤酒网、第十三届物流透明管理峰会，国盛证券研究所整理

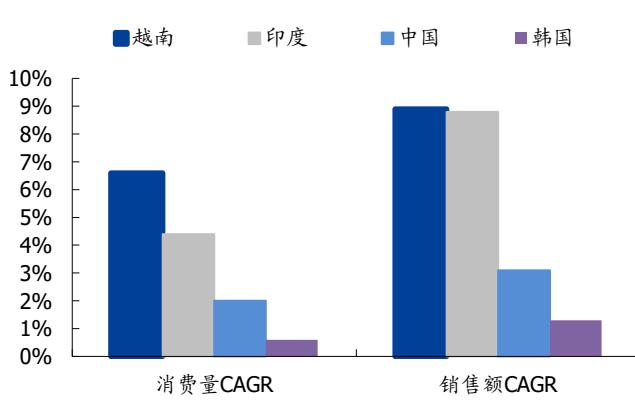
4.3. 市场扩张潜力亟待挖掘，借鉴中国经验位新兴市场

百威在亚太地区的业务主要分布在中国、韩国、印度、越南四个国家，其中印度、越南为低成熟度市场，啤酒消费量及消费金额均保持较快增速，中国属于中成熟度市场，增速相对放缓，而韩国属于高成熟度市场，增速最低。从消费结构上来看，一般随着成熟度的提升，啤酒的消费占比会有所下降，低成熟度越南的啤酒消费占比极高，中国、韩国消费占比依次递减，而印度由于过往主要是烈酒消费市场，啤酒消费相对较低。

图表 101: 2018 年各国酒精饮料消费量构成



图表 102: 2013-2018 年各国啤酒消费量及金额 CAGR

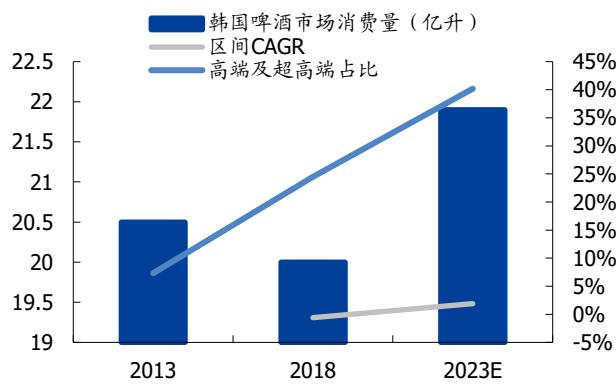


资料来源：Global data, 国盛证券研究所

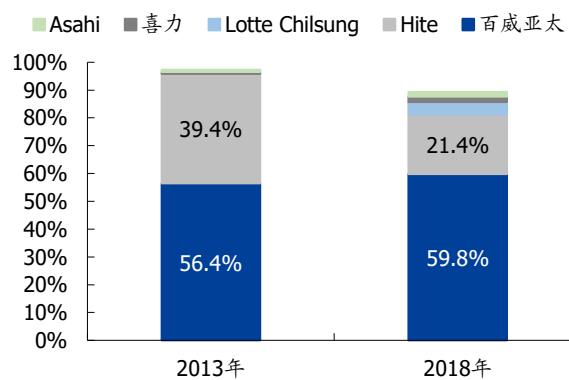
资料来源：Global data, 国盛证券研究所

韩国：高成熟度市场，高端升级强劲。韩国啤酒市场成熟度高，从消费量上来看没有太大的增长空间，2018年消费量为20亿升，较2013年略有下降，预计2023年提升至21.9亿升，CAGR为1.9%，增长将主要由高端及超高端啤酒类别的增长引领，高端及超高端CAGR为12.5%，韩国市场高端化趋势强劲，进口啤酒、精酿啤酒崛起。百威为韩国啤酒市场的TOP1，其他竞争者主要有Hite、Lotte Chilsung、喜力及Asahi。2013年至2018年，在凯狮等品牌强大的支持下，按消费量计，百威市场份额由56.4%提升至59.8%，且于高端类别的市场份额有所增加。高端类别的其他竞争者（如喜力）也在增长，但市场份额仍然较小。

图表 103：韩国啤酒市场规模、增速、高端超高端占比



图表 104：韩国啤酒市场竞争格局



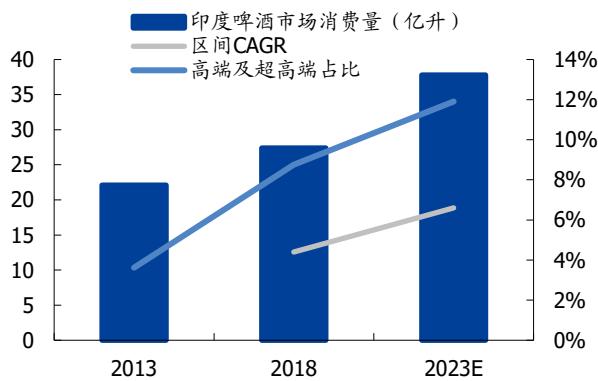
资料来源：Global data, 国盛证券研究所

资料来源：Global data, 国盛证券研究所

印度：人均消费量极低，增长空间巨大。印度啤酒市场成熟度低，啤酒人均消费量仅为2公升，印度主要是烈酒消费市场，啤酒消费量占比仅为47%，但啤酒近年成为日渐增长的酒精饮品类别。印度2013年啤酒22.1亿升，2018年增长到27.4亿升，预计2023年将达到37.8亿升，CAGR高达6.6%。

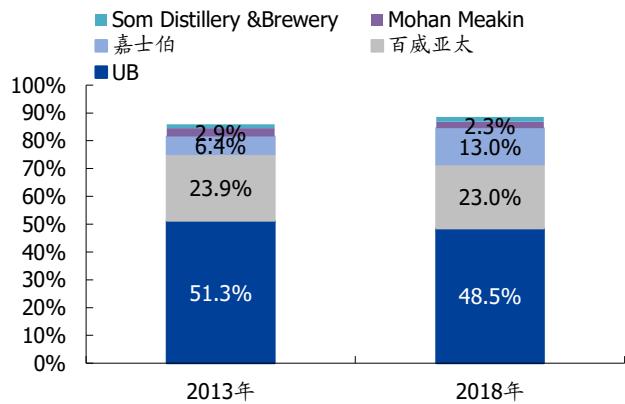
高端化初见端倪，提前布局争夺先机。印度市场竞争较为激烈，目前印度市场TOP3分别为UB、百威、嘉士伯，消费量市占率分别为48.5%/23%/13%，其中喜力是UB的大股东。受到西方文化影响及人均收入的提升，印度市场对高端啤酒的需求增加，消费者的偏好开始从传统热门的啤酒类别（如拉格）转向更创新而且具差异化的啤酒，啤酒消费升级至核心+品牌，高端及超高端啤酒消费量占比由2013年的3.6%迅速上升至2018年的8.8%，预计2023年可达到12%。百威在印度啤酒市场上处于有利地位，拥有第二大市场份额，在高端及超高端类别为第一啤酒品牌，目前正在亦积极集中通过品类扩张来推动印度市场增长，例如核心+的贝克冰爽拉格及无酒精饮品百威0.0。

图表 105：印度啤酒市场规模、增速、高端超高端占比



资料来源：Global data, 国盛证券研究所

图表 106：印度啤酒市场竞争格局

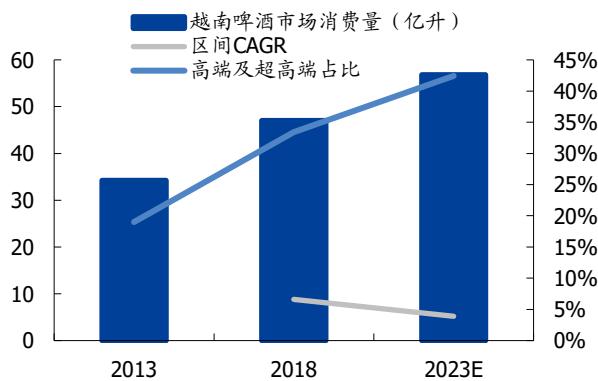


资料来源：Global data, 国盛证券研究所

越南：啤酒消费占主流，市场增长迅速。在饮酒文化方面，啤酒在越南地区占有天然优势。相对其他酒精饮料，越南消费者对于啤酒情有独钟，据 GlobalData 统计，2018 年越南啤酒消费量占本地酒精饮品消费总量的 94.4%，占比远远高于其他市场。同时，越南人年均啤酒消费量约为 50 升/人，支撑起了一个大体量的啤酒消费市场，2018 年，越南的啤酒消费总量为 47 亿升，5 年年复合增长率为 6.6%，啤酒销售额为 173 亿美元，5 年年复合增长率为 8.9%，增速领先亚洲其他国家。

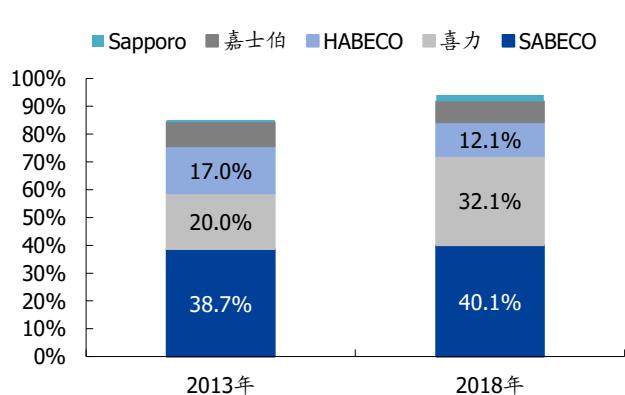
卡位越南高端市场，借鉴中国扩张模式。就总体市场而言，越南目前主流啤酒市场以廉价产品为主，市占率前五的公司分别为西贡啤酒公司 (SABECO)、喜力、Hanoi 啤酒公司 (HABECO)、嘉士伯及 Sapporo，CR5 为 93.1%，公司市占率位列第八。但受消费水平提升及产品结构升级的影响，越南高端市场相较主流市场增速更快，份额不断提升。2013-2018 年高端市场销售额 CAGR 达 19.4%。2018 年，越南高端市场销售量为 15.7 亿升，占总体市场的 33.4%，高端市场销售额为 7.9 亿美元，占总体市场 45.7%。公司在越南的发展策略为卡位增长速度更快、增长空间的更大的高端啤酒市场，2018 年，公司在高端市场销售额位列第二。此外，公司发现越南与中国具有相似的啤酒市场环境，未来计划借鉴在中国拓展高端及主流市场的成功经验，在越南市场进行进一步扩张。

图表 107：越南啤酒市场规模、增速、高端超高端占比



资料来源：Global data, 国盛证券研究所

图表 108：越南啤酒市场竞争格局



资料来源：Global data, 国盛证券研究所

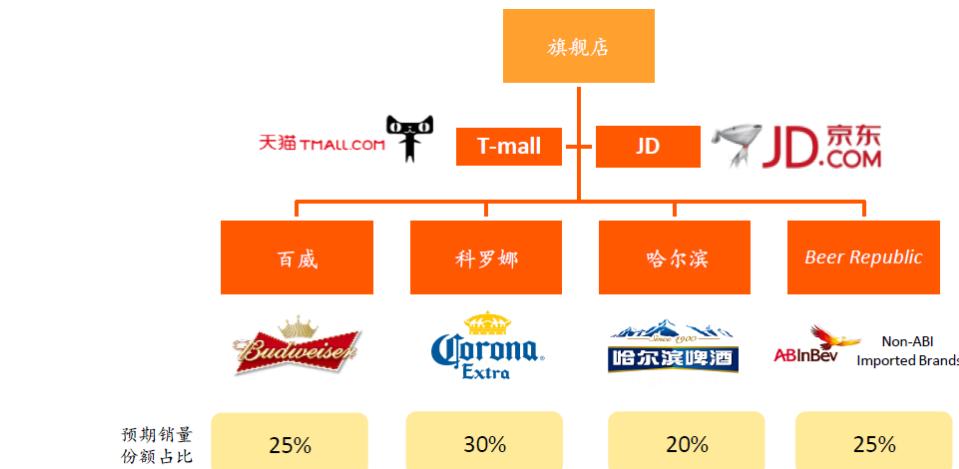
亚太市场扩张潜力亟待挖掘，把握新兴市场高端化，同时可通过并购实现非内生增长。目前公司已开发且会继续有效利用市场扩张模式，公司对中国进行详细分析，包括城市

层面社会经济因素，以探明具体增长来源，并且计划将此模式在印度及越南复制，以获取新兴地区的长远价值。根据 GlobalData，过去 10 年百威在印度按销售额、销量计分别增长约 20/13 倍，2018 年为印度高端及超高端类别第一，百威在越南市场表现亮眼，过去五年销售额增长逾四倍，2018 年按销量、销售额计均为越南超高端啤酒类别第一品牌，高端化战略推进顺利，未来高端化将继续推进。同时，公司也将通过亚太增长市场的地区并购，实现非内生增长。

4.4. 把握电商机遇，拥抱新零售

把握电商机遇。公司在中国及越南拥有自有电子商务平台，据 Kanter Consulting，2017 年中国通过电商渠道销售的快消品占总量的 13%，而饮料仅占 2%，预期此渗透率于 2022 年前将增加至 10%，在中国，通过电商渠道销售啤酒拥有巨大的增长潜力，经过细致的市场调研，2014 年百威大举进入蓬勃发展的中国电商市场，先是与天猫深度合作，开出线上啤酒旗舰店，2015 年成立电商事业部，主要在天猫和京东开设旗舰店，主要销售百威、科罗娜、哈尔滨啤酒以及旗下其他进口啤酒，未来计划继续物色及投资新电商平台。

图表 109：2015 年百威中国线上旗舰店布局



资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

围绕足球、电音进行营销，把握流量明星粉丝经济。公司通过更多的社交媒体活动、与当地经销商、场外零售商及现场消费点合作进行营销活动，增加与客户的联系，改进客户的购物体验质量、开设新颖的消费场合。1) 足球文化与啤酒息息相关，百威的营销紧密围绕足球，已经连续九届成为世界杯的赞助商。以 2019 年为例，百威赞助全球最大的足球联赛英超和西甲，推出一系列周边产品，并冠名了联赛的赛场最佳评选，10 月与皇家马德里、西班牙队长拉莫斯达成合作，推出特别版啤酒，天猫双十一宣传海报用油画艺术的方式，展现了啤酒与足球碰撞的激情等。2) 除了立足足球营销之外，百威还通过开展百威风暴电音节进行营销，3) 百威聚焦当前流量明星的粉丝经济，2019 年 11 月百威啤酒发布全新 Pulse 魁斯系列新品，宣布当红流量明星肖战为新品代言人，魁斯啤酒定位高端及超高端，目标消费群体是个性张扬的 90 后都市年轻人，主打轰趴、聚会等消费场景，首发 5000 份天猫预售上线就售罄。此外，公司推出电子开盖有奖活动、社交聆听功能等，建立公司内部业务单位 DraftLine，按照顾客的热衷程度创建内容及制定统一的营销活动。公司 2018 年销售费用率为 21.1%（不含经销开支），与国内啤酒企业相比较高，但低于母公司百威英博以及嘉士伯。

图表 110: 百威啤酒天猫双十一宣传海报



资料来源: 180 壹捌零, 国盛证券研究所

图表 111: 百威风暴电音节



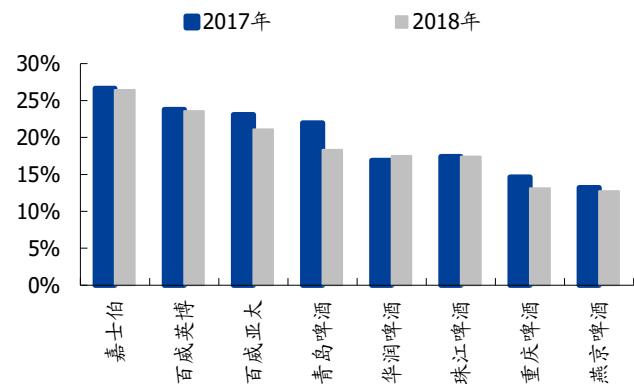
资料来源: 腾讯, 国盛证券研究所

图表 112: 百威“魄斯”啤酒代言人肖战



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

图表 113: 各啤酒公司销售费用率



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

拥抱阿里新零售体系，打破传统获客局限。阿里巴巴与百威英博签署全国合作框架协议，将以大数据为驱动，与阿里巴巴零售通共建智能分销网络，升级供应链，实现现有零售业态的升级，最近荣膺 2019 年阿里巴巴 ONE 商业大会新零售快销行业年度影响力品牌大奖。阿里方面表示希望与百威英博啤酒通过品牌协作来共建智能分销网络，降低物流成本，拓展覆盖和渗透的同时，用数据的反哺为线下零售小店提供有针对性的产品，与百威啤酒实现消费升级，共赢市场。

以天猫世界杯超级品牌日活动为例，2018 年 5 月，百威和天猫互动吧联合打造百威天猫超级粉丝日，其中活动当日新增 16.9 万粉丝，超过百威天猫旗舰店开店 3 年以来累积粉丝数量的总和，最终粉丝总数达到 98.5 万。7 月公司开展世界杯主题新零售活动，推出世界杯主题国家罐的限量版产品，销量达到 500 多万罐，同时推出线下国家队贩卖机，此次活动百威沉淀了 6200 万新客，其中 5460 万足球爱好者，打破传统获客渠道局限。

图表 114：百威天猫世界杯超级品牌日



资料来源：凤凰网，国盛证券研究所

图表 115：百威世界杯互动黑科技贩售机



资料来源：凤凰网，国盛证券研究所

图表 116：公司新零售转型

时间	活动	活动情况
2018 年 5 月	天猫超级粉丝日	10天新增加了 58.1 万粉丝，其中活动当日就新增 16.9 万粉丝，超过百威天猫旗舰店开店 3 年以来累积粉丝数量的总和，最终粉丝总数达到 98.5 万。
2018 年 7 月	俄罗斯世界杯活动	针对中国球迷喜好，打造限量款世界杯主题国家罐，挑选了在中国球迷中人气最高的八支球队，定制世界杯专属炫酷包装。这款限量版的产品销量达到 500 多万罐，仅仅 9 小时就完成去年全年销售额，创造了 2018 销量巅峰。
2018 年 7 月	与阿里零售通战略合作	线下新零售体验活动，在线下国家队贩卖机推出花样答题打卡，与线下粉丝深度互动。这次新零售的尝试，不仅创造了线下全新的消费体验，还为百威的天猫官方旗舰店日均增加了近 4 成的购买用户。
2019 年		阿里巴巴与百威英博签署全国合作框架协议，百威英博将与阿里零售通一起探讨在实仓、虚仓模式下的全面对接与运作。百威英博全国八大事业部将携所辖经销商整体接入零售通平台，将以大数据为驱动，与阿里巴巴零售通共建智能分销网络，升级供应链，实现现有零售业态的升级，提升品牌下沉效率，进一步扩大线下零售小店的市场份额。双方还将探讨在餐饮渠道、夜场渠道的全方位合作，共同创新“新零售”营销模式。
		荣膺 2019 年阿里巴巴 ONE 商业大会新零售快消行业年度影响力品牌大奖。

资料来源：新零售智库、中国网，国盛证券研究所

精酿啤酒新零售转型，提升精酿文化渗透率。2018年7月14日百威宣布正式与天猫酒水新零售达成战略合作，旗下鹅岛、拳击猫等精酿啤酒品牌也将加入酒水新零售大军，双方合作将围绕精酿啤酒文化教育、大数据酿酒、打通线上线下渠道、精酿啤酒深度分销展开。目前啤酒消费高端化升级已是大势所趋，而精酿啤酒是重要的高端化分支，受制于精酿啤酒的本地化门店客流量和物流运输，精酿啤酒往往很难销往其他各地，精酿文化传播也随之受限，但通过新零售合作，将提升精酿文化在消费者的渗透率，实现“线下与线上全渠道打通，线上流量反哺线下，线下体验沉淀品牌核心人群”的战略构想，具体而言：

- 1)百威将与天猫共同建立一套会员系统，消费者可以通过在百威的线上精酿啤酒旗舰店、拳击猫、鹅岛等线下精酿啤酒餐厅消费，获得一定的积分和促销，提升消费者粘性。
- 2)品牌方能够收集到消费者的偏好和购买数据，将线下与线上消费者画像结合，更有针对性地去销售。
- 3)公司会在线上线下做更多推广，通过诸如餐酒结合的教育等，提升消费者对精酿啤酒的认知。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测核心假设:

1、营业收入相关假设:

- 1) 受行业下行的影响, 2019年预计公司销量有所下滑, 但高端化升级趋势良好, 我们预测公司2019-2021年销量增速为-3.5%/1.7%/1.7%, 吨价分别提升1.6%/3.1%/3.2%, 最终实现销售额66.0/69.2/72.7亿美元, 对应增速为-2.0%/4.9%/5.0%。
- 2) 其中, 亚太地区东部主要包含日、韩、澳洲市场等成熟市场, 韩国市场占主导地位, 由于2019年前三季度韩国销量下滑较大, 我们预测公司2019-2021年东部业务的销售额增速为-7.8%/3.8%/3.9%。
- 3) 亚太地区西部主要包含中国、印度及东南亚市场等中低成熟市场, 其中中国市场占比比较大, 印度、越南等新兴市场占比较小, 中国市场前三季度夜店渠道销量表现疲软, 印度市场表现卓越, 预测公司2019-2021年西部销售额增速为-0.3%/5.2%/5.3%。

图表 117: 公司收入预测拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售额(百万美元)	6099.0	6740.0	6602.8	6924.0	7268.0
增速		10.51%	-2.0%	4.9%	5.0%
其中: 1.亚太东部	1462.0	1585.0	1461.1	1517.1	1576.9
增速		8.41%	-7.8%	3.8%	3.9%
2.亚太西部	4637.0	5155.0	5141.7	5406.8	5691.1
增速		11.17%	-0.3%	5.2%	5.3%
销量(十万公升)	93966	96245	92921.1	94484.9	96075.5
增速		2.43%	-3.5%	1.7%	1.7%
吨酒价(美元/吨)	649.1	700.3	711.7	733.9	757.6
增速		7.89%	1.6%	3.1%	3.2%

资料来源: 国盛证券研究所

(2) 毛利率及费用率假设: 我们预测公司2019-2021年三年毛利率分别为53.1%/54.2%/55.5%, 公司相对同业毛利率较高, 这主要得益于公司高端产品占比比较高, 公司未来计划继续走高端化路线, 加强产品结构升级, 因此我们预测毛利率将保持增长。随着公司数字化转型, 效率提升, 未来管理费用率将会下降, 营销费用相对稳定。

图表 118: 公司营业成本及毛利率预测

单位: 百万美元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务成本	2,944.0	3,240.0	3096.7	3171.2	3234.3
增速	-	10.05%	-4.4%	2.4%	2.0%
毛利率	51.73%	51.93%	53.1%	54.2%	55.5%

资料来源: 国盛证券研究所

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 9.4/11.9/13.7 亿元, EPS 为 0.07/0.09/0.10 美元/股, 2018-2021 年 CAGR 为 12.6%。

5.2 估值及投资建议

我们选择华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒这 5 家啤酒公司作为可比公司进行相对估值分析, 使用 EV/EBITDA 估值, 目前啤酒同业公司平均 18 倍的 2020 年 EV/EBITDA, 考虑到百威亚太的行业龙头地位以及高端超高端市场的前瞻强势布局, 给予目标价 30 港元 (对应 2020 年 21 倍 EV/EBITDA), 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 119: 可比公司估值对比

可比公司	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EV/EBITDA		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
华润啤酒	41.9	1,359.3	64.7	39.7	29.8	23.35	18.75	16.08
青岛啤酒	51.3	654.9	39.0	32.8	28.0	15.34	13.73	12.11
燕京啤酒	6.6	186.9	78.3	66.8	54.0	13.89	13.4	11.37
珠江啤酒	7.3	161.1	32.4	29.3	26.1	17.2	14.89	13.25
重庆啤酒	51.4	248.8	42.3	43.5	37.8	31.88	28.75	25.13
行业均值						20.3	17.9	15.6

资料来源: Bloomberg、Wind, 截至 2020 年 1 月 3 日, 华润啤酒股价、市值为港元, 国盛证券研究所

风险提示

区域市场竞争加剧风险。中国幅员辽阔，而啤酒由于包装和运输工具的限制，运输成本较高，酿酒厂覆盖半径有限，竞争优势多以区域形式体现。目前头部啤酒公司均有自己的相对强势地区，目前各家优势区域地位并非绝对稳固，龙头厂商的区域争夺战仍在继续，如果公司区域争夺不达预期或者已有优势地区被竞争对手抢占，将会对自身啤酒销售业务产生较大影响。同时，竞争加剧的市场也可能产生各家公司竞相促销等过度竞争行为，缩小利润空间。

高端市场拓展不及预期风险。公司竞争对手近年来纷纷布局高端市场，华润啤酒 2018 年 11 月收购喜力集团在中国 6 家子公司，加速产品高端化进程，预计公司未来高端市场面临的竞争将更加激烈。同时，公司计划在东南亚、印度等市场进一步拓展高端市场，在消费习惯、监管环境差异较大的情况下，在中国市场获得成功的战略是否能完美同步到其他市场，存在一定不确定性。

外汇汇率波动风险。公司财务报表以美元作为计量单位，但公司在各国市场经营业务、购置资产并非使用美元，如果当地货币兑美元汇率下降，将对公司的经营业绩及资产情况产生一定不良影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com