食品饮料/饮料制造/啤酒

优于大市（首次）

高端趋势显著，盈利改善持续

啤酒行业投资价值报告

证券分析师

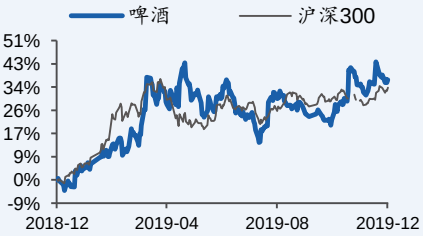
张梦甜

资格编号：S0120518060002

电话：021-68761616-8610

邮箱：zhangmt@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

投资要点：

- **啤酒行业竞争格局较为稳定，呈寡头垄断、区域割据特点。**啤酒行业集中度高，国内 CR5 占比 71.6%。由于啤酒的运输成本高，存在一定的销售半径，几大品牌均有各自的优势区域市场。

- **啤酒行业步入成熟阶段，量增空间较为有限。**啤酒行业在经历过高速发展阶段后步入成熟期，销量在 2013 年达到高点之后逐年下滑，2013-18 年产量复合增速为-6%。我国啤酒人均消费量于 2015 年达到短期峰值后有所下降，目前为 33 升。此外，在人口老龄化趋势下，预计主力消费人群占比将下滑，行业量增空间较有限。

- **行业竞争策略由重份额转向重利润，盈利改善空间较大。**我国啤酒行业过去份额为重、低价竞争，加之中低端产品占比大，吨价和毛利率较低。啤酒吨价仅为日、韩的三分之一。国内品牌毛利率 30%-40%，而国际品牌百威毛利率 60%左右，盈利改善空间大。2013 年后行业产能明显过剩，净利率大幅下滑，甚至亏损。各大厂商改变竞争策略，关厂优化产能、推行产品高端化，盈利改善空间较大。

- **行业产能优化推动净利率回升。**2013 年后，啤酒行业产能利用率下降至 50%-60%，近年啤酒厂商纷纷关厂提效。重庆啤酒自 2015 年关闭 10 家工厂，净利率由-4.6%逐步提升至 12.2%；行业关厂进程持续，净利率有望进一步提升。青岛啤酒提出 5 年关闭 10 家工厂规划、19 年完成 2 家工厂优化。华润啤酒预计 19 年关厂 5-8 家。

- **高端化是行业盈利改善的核心驱动力。**行业竞争从低价时代进入高价时代，厂商重心转移至中高端产品布局。近年，华润对勇闯天涯进行升级，并与喜力合作发力高端市场。青啤推出一系列高端化产品，并主动削减部分低端产品。据欧瑞数据，中高端啤酒产品占比由 2013 年的 40%提升至 54%，产品结构提升是未来行业净利润回升的核心驱动力。

- **推荐关注华润啤酒、青岛啤酒。**啤酒行业竞争格局基本稳定，在经历了低价竞争时代之后，厂商更加重视盈利能力。吨价提升及产能优化将是未来啤酒行业增长的主要驱动力。啤酒行业长期估值较高，利润率提升逻辑正得到不断验证。华润啤酒作为行业龙头，高端化及产能优化持续推进，喜力加盟将加速其高端化发展。青啤高端化带动吨价提升，内部改革催生利润弹性。

- **风险提示：**1）行业需求不及预期；2）食品安全问题；3）玻瓶、瓦楞纸等成本大幅上涨；4）板块估值中枢下移

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS 2018	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2018	PE 2019E	PE 2020E	投资评级 上期	投资评级 本期
0291.HK	华润啤酒	0.30	0.58	0.95	123.7	71.7	44.1	未评级	未评级
600600.SH	青岛啤酒	1.05	1.32	1.56	48.5	38.2	32.2	未评级	未评级
600132.SH	重庆啤酒	0.83	1.21	1.18	61.9	41.9	43.0	未评级	未评级

资料来源：德邦研究所

内容目录

1. 啤酒行业量增空间有限，高端化是新趋势 5
1.1. 啤酒行业需求端近年表现较弱 5
1.2. 啤酒行业未来量增空间较为有限 7
2. 啤酒行业呈寡头垄断、区域割据的竞争格局 8
2.1. 啤酒行业集中度高，呈寡头垄断 8
2.2. 啤酒行业区域割据，格局较稳定 8
2.3. 进口啤酒品牌主导高端市场 11
3. 行业竞争由重份额转向重利润，高端化是盈利改善核心驱动力 12
3.1. 国内啤酒行业盈利能力有提升空间 12
3.2. 啤酒企业关厂提效、优化产能 13
3.3. 直接提价应对成本上涨 14
3.4. 产品结构升级将成为行业盈利改善的长期驱动力 16
3.5. 精酿啤酒开启高端新时尚 17
3.6. 罐化率提升助力盈利能力提升 19
4. 行业估值 20
5. 风险提示 21

图表目录

图 1：我国啤酒行业历史发展进程.....5
图 2：各国人均啤酒饮用量（升/年）.....6
图 3：我国人均啤酒消费量处于较高水平（升/年）.....6
图 4：国内白酒产量出现下滑.....6
图 5：国内葡萄酒产量逐年下滑.....6
图 6：啤酒消费主力人群是青壮年人口（2018 年）.....7
图 7：我国 15-64 岁人口占比呈下降趋势（2018 年）.....7
图 8：中国啤酒产量 2013 年见顶回落.....8
图 9：我国啤酒产能利用率处于低位.....8
图 10：我国啤酒市场竞争格局（2018 年/销量占比）.....8
图 11：各国啤酒市场集中度对比（CR5 占比）.....8
图 12：啤酒企业费用占比较高（2018 年）.....9
图 13：啤酒毛利率及净利率在食品饮料板块较低（近三年平均）.....9
图 14：中国啤酒企业强势区域分布图（市占率>40%）.....9
图 15：青岛啤酒各区域收入占比（2018 年）.....10
图 16：全国啤酒主要消费区销量情况（万千升）.....10
图 17：百威英博在中国高端啤酒细分市场市占率领先.....11
图 18：青岛啤酒各段位啤酒销量占比.....12
图 19：中国啤酒行业净利率较低（%）.....13
图 20：中国啤酒企业毛利率低于国外（%）.....13
图 21：我国啤酒吨价提升空间大（元/吨）.....13
图 22：啤酒新增产能逐年减少.....14
图 23：华润啤酒产能变化（单位：万千升）.....14
图 24：国内玻璃价格指数走势.....15
图 25：啤酒板块提价后毛利率/净利率走势.....16
图 26：华润啤酒提价后毛利率/净利率走势.....16
图 27：青岛啤酒成本构成（2018 年）.....16
图 28：中国啤酒按价格带分零售额占比.....17
图 29：精酿啤酒价格远高于高端啤酒（元/瓶）.....18
图 30：中国精酿啤酒销售额占比远低于美国.....19
图 31：中国精酿啤酒厂数量快速增长.....19
图 32：全球啤酒罐化率对标（%）.....20

图 33：36 大众城市啤酒（瓶装 630ml 和罐装 350ml）价格走势 20
图 34：申万啤酒指数 PE 走势 21

表 1：国内前五大啤酒品牌核心市场 10
表 2：国外品牌在中国投资情况 11
表 3：主要啤酒品牌近年关厂情况 14
表 4：啤酒行业最近三轮提价情况 15
表 5：精酿啤酒与普通工业啤酒对标 18
表 6：啤酒行业可比公司估值 21

1. 啤酒行业量增空间有限，高端化是新趋势

啤酒是世界上最古老的三大酒类之一，另外两个是葡萄酒和黄酒。啤酒的历史可以追溯到 8000 年前，几乎和大麦等谷物起源时间相同。啤酒也是继水和茶之后世界上消耗量排名第三的饮料。

啤酒于十九世纪 80 年代传入中国，至今经历了 130 多年发展，长期为国人所青睐。

早期，国内由于工业化程度低无法大规模生产啤酒，几个啤酒厂都是外国人建造的。1900 年，俄罗斯人在哈尔滨建立了中国第一个啤酒厂。

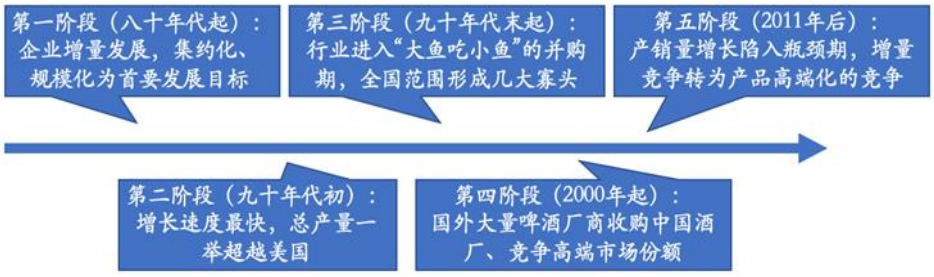
2002 年，中国啤酒成为世界第一大啤酒市场。

进入二十一世纪之后，国内出现大量兼并收购，各厂商不仅维持以量为纲的发展策略，更是将扩张市场及销售区域、提升市占率作为发展宗旨。2005 年前，基本形成了华润、百威、青啤、燕京和嘉士伯割据拉锯的局面。

2013 年，中国啤酒产量达到历史高点。

2013 年后，我国啤酒行业面临严重的下行压力，产销量连年减少、利润率也持续低迷。啤酒行业出现连续 3-4 年下滑。这一态势标志着啤酒行业前期大幅扩张、抢夺市场份额的发展阶段步入尾声，企业纷纷进军中高端产品、提升销售利润与生产效率的发展新阶段已悄然到来。

图 1：我国啤酒行业历史发展进程

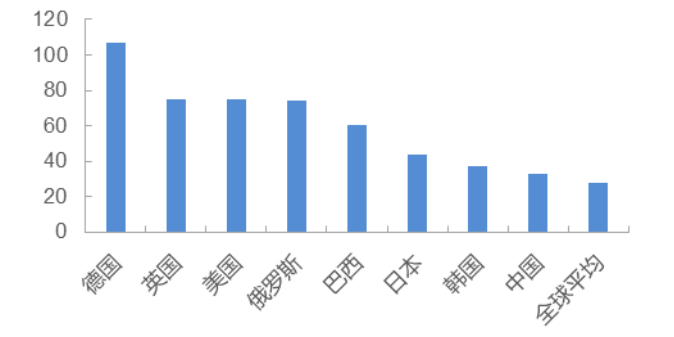


资料来源：公开资料，德邦研究所

1.1. 啤酒行业需求端近年表现较弱

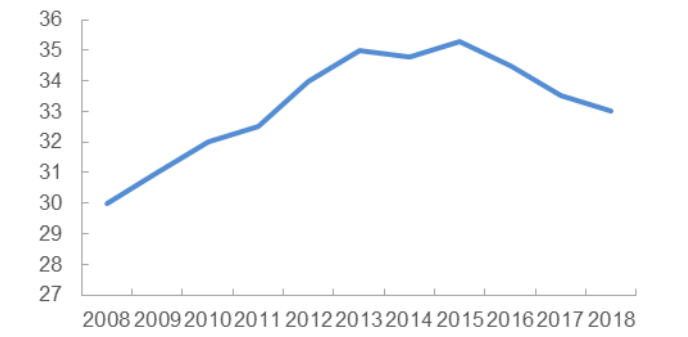
我国人均啤酒消费量已高于世界平均，近年呈下滑趋势。2018 年，我国人均啤酒消费量约 33 升，高于世界平均水平 28 升，与消费习惯相近的日本（43 升）和韩国（37 升）差异已经不大。并且，我国人均啤酒消费量于 2013 年达到短期峰值后逐年下滑。

图 2：各国人均啤酒饮用量（升/年）



资料来源：欧瑞数据库，德邦研究所

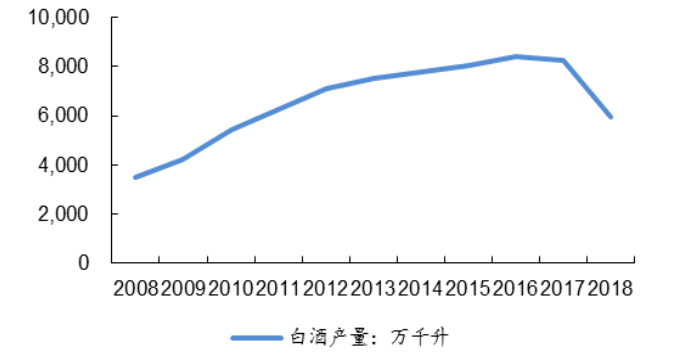
图 3：我国人均啤酒消费量处于较高水平（升/年）



资料来源：欧瑞数据库，德邦研究所

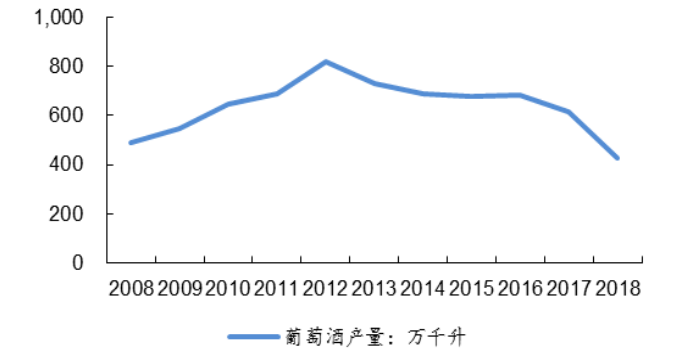
酒类整体产量下滑，啤酒替代品增速快。随着人们健康意识的增强，消费者对酒精饮品的消费也更加理性，我国白酒、啤酒、葡萄酒市场处于较成熟阶段，近年来整体产量呈下滑趋势。2013 年以来，我国啤酒产量明显下滑。除啤酒外，白酒、葡萄酒的产量近年来也呈下滑趋势。少喝酒喝好酒已成为大多数消费者的共识，酒精饮品结构性增长的趋势明显；此外，随着 80 后、90 后年轻消费群体成为市场消费的主力，多元化、个性化的消费特征愈来愈明显。罗兰贝格的《年轻消费者带来的酒类消费革命》报告指出，新兴低度酒精品类，包括预调酒、果酒等，近年呈快速发展，成为一部分啤酒的替代品。

图 4：国内白酒产量出现下滑



资料来源：WIND，德邦研究所

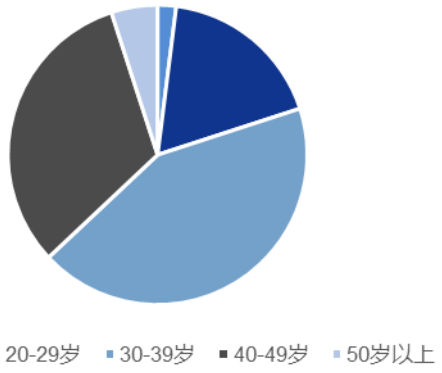
图 5：国内葡萄酒产量逐年下滑



资料来源：WIND，德邦研究所

从年龄构成上，啤酒的主力消费人群是 20-50 岁的青壮年人口。根据根据京东数据研究院发布的《2016 中国酒类线上消费白皮书》显示，20-39 岁人群贡献了 61%左右的啤酒消费比例。

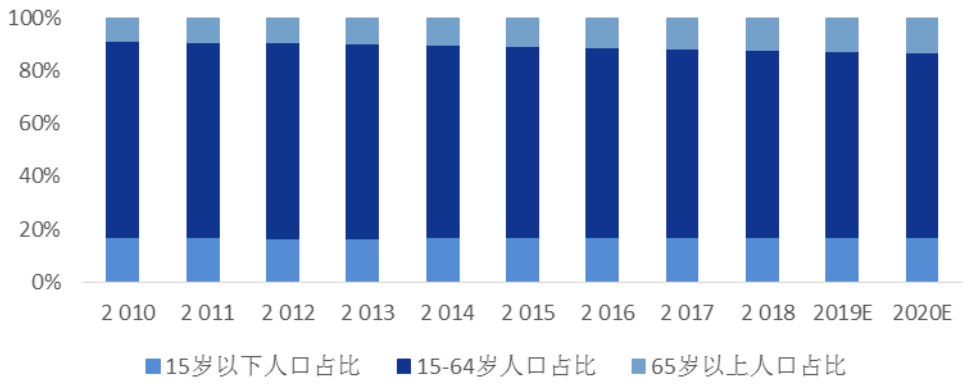
图 6：啤酒消费主力人群是青壮年人口（2018 年）



资料来源：京东数据研究院，德邦研究所

我国老龄化趋势逐渐明显，预计青壮年人口占比逐渐减少。据联合国预测，2015-2030 年中国啤酒消费主力人群(20-50 岁)占比会持续下滑，年均下滑 0.35%。同时，总人口增长放缓，城市外来务工人员的数量增速也逐年放缓。

图 7：我国 15-64 岁人口占比呈下降趋势（2018 年）



资料来源：德邦研究所

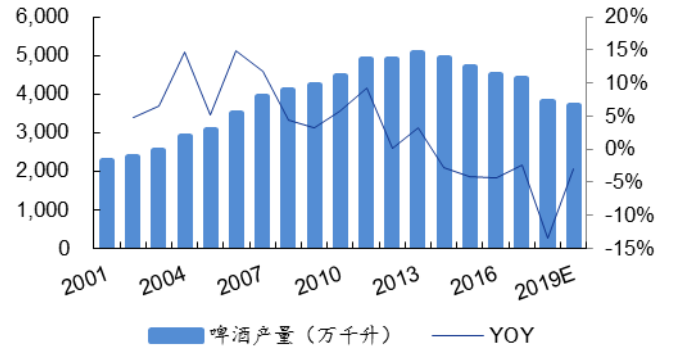
1.2. 啤酒行业未来量增空间较为有限

啤酒行业迈入成熟期。1990-2000 年，国内啤酒行业处于较高速发展阶段，产量复合增速 13%；2001-2010 年，产量复合增速下降至 8%；随后行业进入成熟期，销量增长遇到瓶颈，啤酒产量在 2013 年达到高点 5061 万千升后逐年下降。2013-18 年，啤酒行业产量复合增速-6%。2018 年，啤酒行业产量规模达 3812 万千升。

啤酒行业产能过剩，近年产量连续下滑。2013 年以前，受益于需求的快速增长，产能也在不断提升。同时，行业内技术也有明显改进。产能提升是各厂家战略扩张、取得先机的重要途径。2007 年，行业产能利用率还能维持在 80%以上。2013 年之后，我国啤酒产能产能接近饱和，产能增速逐渐放缓，在行业整体需求下滑的背景下，之前扩建的产能不能被消化。产能过剩的问题在 2013 年之后日益突显，伴随着产能利用率连年下跌，目前仅为 50%-60%。

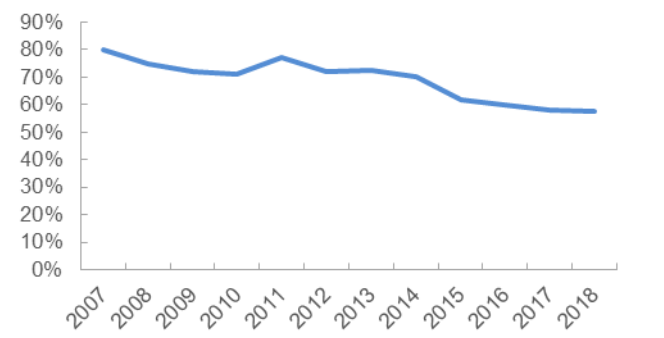
从量的角度而言，我国啤酒市场提升空间相对有限。

图 8：中国啤酒产量 2013 年见顶回落



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 9：我国啤酒产能利用率处于低位



资料来源：德邦研究所

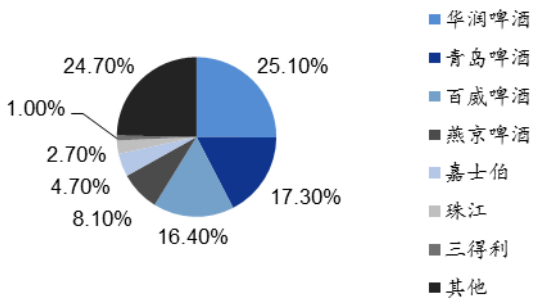
2. 啤酒行业呈寡头垄断、区域割据的竞争格局

2.1. 啤酒行业集中度高，呈寡头垄断

啤酒行业集中度较高，我国 CR5 占比 71.6%。中国啤酒行业在上世纪 90 年后期开始了一波并购潮，自此五大啤酒企业兼并了较多的小啤酒厂商，占据了中国啤酒市场主要的份额，我国五大啤酒生产厂商分别是华润雪花、青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒、嘉士伯。目前，第一梯队的前五大龙头已明显胜出，市占率合计 71.6%，行业竞争主要集中于全国化的龙头品牌。

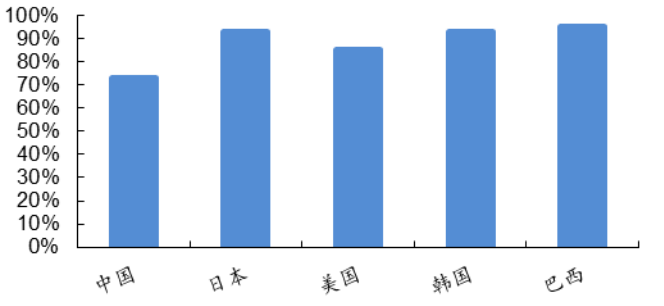
我国啤酒行业集中度与其他国家相比仍有提升空间。我国啤酒行业 CR5 占比低于美国（85.4%）和日本（93.1%）等国家，未来集中度仍有提升空间。

图 10：我国啤酒市场竞争格局（2018 年/销量占比）



资料来源：欧瑞数据库，德邦研究所

图 11：各国啤酒市场集中度对比（CR5 占比）



资料来源：公司公告，德邦研究所

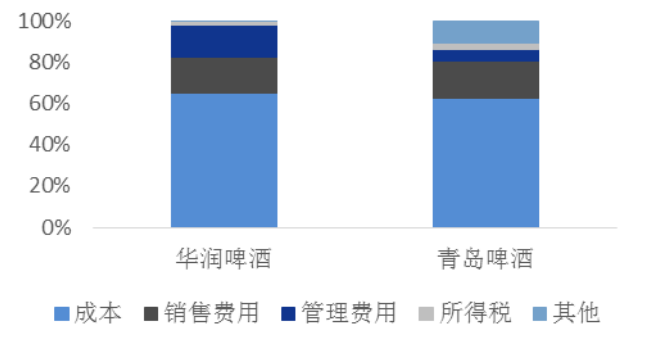
2.2. 啤酒行业区域割据，格局较稳定

啤酒毛利率低，运输费用高，基地市场更具成本优势。几家大的啤酒品牌均有各自的优势基地市场。造成这种区域割据的根本原因是啤酒的包装较重，单位

运输费用较高，国内啤酒的售价又低，所以有一定的销售半径瓶颈，基地市场的品牌相较外来品牌更具成本优势。以青岛啤酒为例，销售收入占收入的比例为 18%，其中，运输费用和职工薪酬最多，运输费用占比 29%。

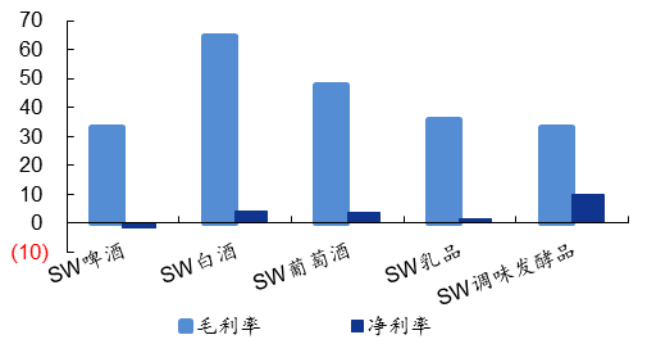
各地区的啤酒消费者对当地强势品牌的忠实度也较高，判断目前这种割据格局的变化不会太大。

图 12：啤酒企业费用占比较高（2018 年）



资料来源：公司年报，德邦研究所

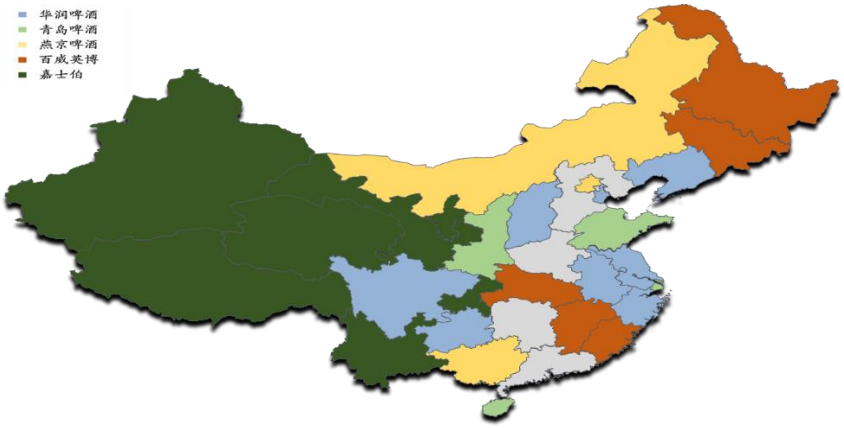
图 13：啤酒毛利率及净利率在食品饮料板块较低（近三年平均）



资料来源：德邦研究所

啤酒厂商区域割据，主要通过异地建厂及并购拓展版图。截至目前，大部分省区都有各自占据霸主地位的品牌，仍有些省区还处于品牌拉锯战中，如华中地区，多个品牌在此都有着一定的影响力，该市场也成为各厂商争夺的焦点。啤酒厂商会通过在一个地区建厂来加大对当地的控制力。此外，上世纪九十年代末啤酒行业迸发并购潮，几大厂商纷纷通过收购地区性的啤酒品牌，扩大自己的营业版图。

图 14：中国啤酒企业强势区域分布图（市占率>40%）



资料来源：德邦研究所

全国性的品牌主要有华润啤酒和百威啤酒。华润啤酒在四川、安徽、浙江收购了几个地方性品牌，同时也在积极拓展其他区域（尤其是争夺较为激烈的中部地区），在各省份都有较强的影响力，在四川、辽宁及安徽等市场的市占率达到 60%以上；百威在华中和东北的布局源于其收购了这些地区的公司。

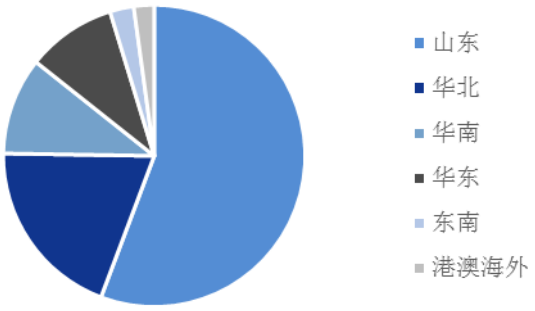
表 1：国内前五大啤酒品牌核心市场

前五大啤酒品牌	核心市场	收入（2018/亿元）	净利率
华润啤酒	四川、辽宁、安徽	370	3.0%
百威啤酒	福建（雪津啤酒）、黑龙江（哈尔滨啤酒）	413	12.0%
青岛啤酒	山东、陕西	265	5.9%
燕京啤酒	北京、广西（漓泉啤酒）	113	2.0%
嘉士伯	重庆（重庆啤酒）、云南、宁夏、新疆	90	12.0%

资料来源：德邦研究所

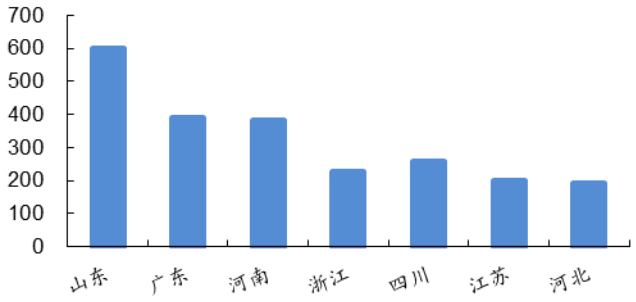
除华润和百威之外，大部分的啤酒品牌的区域性较强。以青岛啤酒为例，青岛啤酒虽然在全国范围内均有销售，但主要基地市场在山东和陕西两个省份，尤其在山东占据了绝对优势。从上世纪九十年代开始，青岛啤酒总体发展战略是先占领山东市场，以小吞大收购了青岛的另外一家较大的啤酒品牌——崂山啤酒，形成青岛啤酒主体品牌的架构。进入 21 世纪之后，青啤在山东地区市场精耕细作、并购其他中小型区域啤酒品牌，成就了其在山东范围内近乎垄断的地位。山东市场啤酒消费习惯较为稳定，啤酒产销量在全国遥遥领先，基地市场是青啤销量、利润的重要保障。

图 15：青岛啤酒各区域收入占比（2018 年）



资料来源：德邦研究所

图 16：全国啤酒主要消费区销量情况（万千升）



资料来源：德邦研究所

燕京啤酒和嘉士伯也有较为明显的地域分布特点。燕京啤酒在北京和广西的市占率都占到了 75%以上，但在其他市场的中的市占率非常小，属于固守原有市场的地区品牌典型；嘉士伯和重庆啤酒在进驻中国时就主要选择了中国的西北市场，故西部省区则是其主要的市场。

地区垄断能够带来可观的盈利空间，消费渠道费用更精简、定价更灵活。通常厂商在其主打市场的利润获得远远高于其在防御市场的利润获得。对各厂商而言，在战略相持的市场当中仍然将保持较高投入，在优势市场则将持续精耕，以稳定客户忠诚度。

啤酒行业现阶段的竞争格局总体较为稳定。华润啤酒仍将维持龙头的地位，其在全国多地都有稳定布局，有进一步新品推广的空间。而以青岛啤酒为代表的区域性特点更明显的品牌，仍然以基地市场为中心、全国市场作为补充。

2.3. 进口啤酒品牌主导高端市场

中国作为世界数一数二的啤酒消费市场，广阔的市场前景和消费者体量也引起外资品牌的重视，百威、喜力、嘉士伯等品牌在过去十年之间纷纷登陆中国，通过收购国内中小厂商开始战略扩张。近年来外国品牌加大了对于中国市场的资金投入。除了百威、嘉士伯、喜力三巨头之外，三得利啤酒也在上海有较大市场。

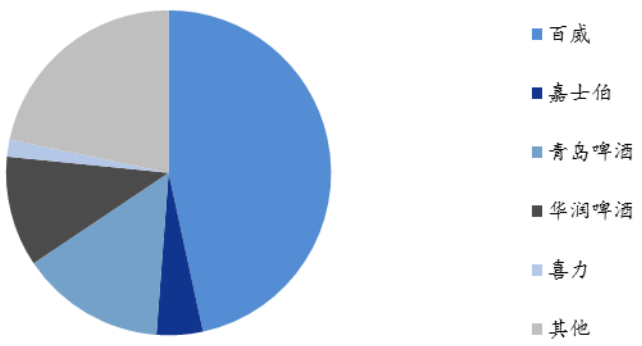
表 2：国外品牌在中国投资情况

公司	时间	发展
百威	1995 年	百威收购原中德武汉长江啤酒有限公司，组间百威（武汉）国际啤酒有限公司，开始高速扩张，主要是以高档品牌——百威啤酒和百威冰啤为主。
	2002 年	安海斯-布希公司与青岛啤酒签订合作协议，成为青岛啤酒第二大股东.
	2004 年	安海斯-布希公司以 7.2 亿美金全资收购哈尔滨啤酒，成功占领中国东北地区的啤酒市场。
	2006 年	福建最大啤酒商雪津啤酒加入英博啤酒集团。
	2008 年	原比利时英博集团收购安海斯-布希公司成立百威英博公司，故二者在中国的投资合并，百威在中国业务空前。
嘉士伯	1995 年	收购惠州啤酒厂，正式进军中国。
	2003-2004 年	在云南收购 2 间啤酒厂，并且在拉萨、 兰州、新疆等西部地区扩大投资。
	2006 年	与农垦集团合资在宁夏建立新的啤酒厂
	2013 年	对重庆啤酒的股份增持至 60%，正式使重庆啤酒成为其控股子公司。
喜力	上世纪九十年代	在中国市场建立两个生产基地，即上海亚太和海南亚泰酿酒有限公司
	2018 年	华润啤酒收购喜力在中国的业务。

资料来源：公司公告，德邦研究所

国外品牌在中高端市场市占率领先。考虑高端拉格啤酒市场可以发现，海外品牌的占有率超过了 50%。以百威为例，哈尔滨啤酒、雪津啤酒是作为其旗下中端本土品牌，而其本身主品牌一直维持最高端的定位，并且在高端啤酒市场的份额上一骑绝尘，2018 年份额达到了 46.6%。相反地，国有品牌在这一领域并没有突出表现。2018 年，份额最高的青岛啤酒也不过 14.4%，华润啤酒为 11.0%，而且有明显的下降态势。在 2013 年，青岛啤酒和华润啤酒的高端与超高端啤酒的份额分别是 16.1%和 13%。除了国外品牌在中国的中高端市场有统治地位之外，进口啤酒的销量也在走强。与 2012 年相比，2018 啤酒的进口量已经翻了八倍。进口啤酒以更好的口感品质和品牌附加值赢得了越来越多中国消费者的青睐。

图 17：百威英博在中国高端啤酒细分市场市占率领先

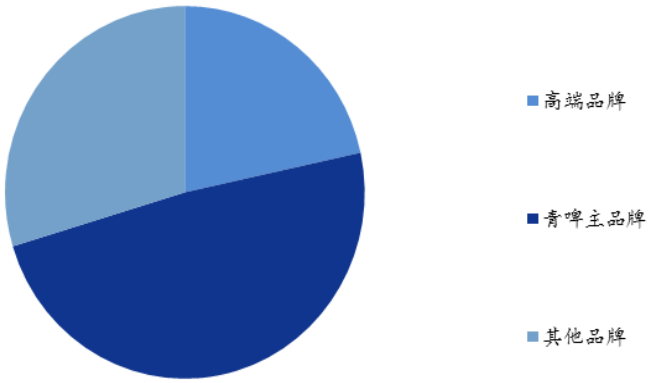


资料来源：百威亚太招股书，德邦研究所

啤酒作为一种舶来品，在中国的发展时间比较短，对于高端啤酒而言，国外品牌有更久的发展历史和更加悠远的酿造历史经验。短期内，国外品牌仍将在高端啤酒市场占据主导地位。国内企业若能与国外品牌展开合作，将会是国内企业抢占高端市场份额的最快也是最有效途径。在中端啤酒市场当中，青岛啤酒、华润啤酒、百威啤酒平分秋色。

国内品牌像青岛啤酒在中高端产品上进行了持续的研发投入。高端产品奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等销量增长达 5.98%，成为推动青岛啤酒总体营收增长的动力。除青岛啤酒外，其他啤酒厂商的主力产品多为经济型和中端啤酒。华润啤酒曾经的发展策略侧重以量产为主，用经济型啤酒占领更多的市场，整体的价格带较低。

图 18：青岛啤酒各段位啤酒销量占比



资料来源：德邦研究所

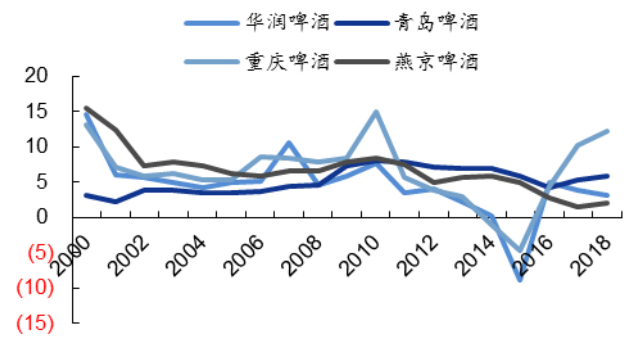
3. 行业竞争由重份额转向重利润，高端化是盈利改善核心驱动力

3.1. 国内啤酒行业盈利能力有提升空间

我国啤酒行业过去低价竞争、份额为重，产品结构与国际品牌相比，中低端产品的占比更大，毛利率、净利率较低，有较大提升空间。百威的毛利率在 60%左右，而国内品牌如华润雪花、青岛啤酒、燕京啤酒的毛利率在 30%-40%。

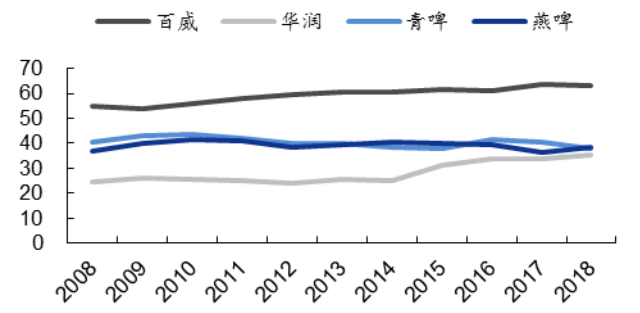
2013 年之后，啤酒行业出现明显的产能过剩，产能利用率下降至 50%-60%，净利率也出现大幅下滑。

图 19：中国啤酒行业净利率较低（%）



资料来源：WIND，德邦研究所

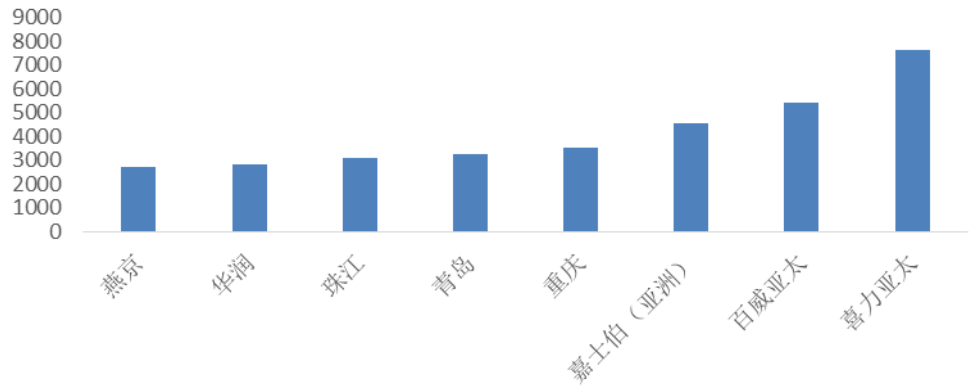
图 20：中国啤酒企业毛利率低于国外（%）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

我国啤酒零售均价低于世界平均。我国啤酒吨价（零售口径）仅为日本、韩国的三分之一，出厂吨价与国际品牌相比也有较大差距。当前国内啤酒行业出厂价口径的吨价不到 3000 元/千升，远低于世界发达国家，日本吨酒价格超过 10000 元/千升。未来随着人们生活水平的不断提高以及消费升级的拉动，啤酒价格有较大提升空间。

图 21：我国啤酒吨价提升空间大（元/吨）



资料来源：公司年报，德邦研究所

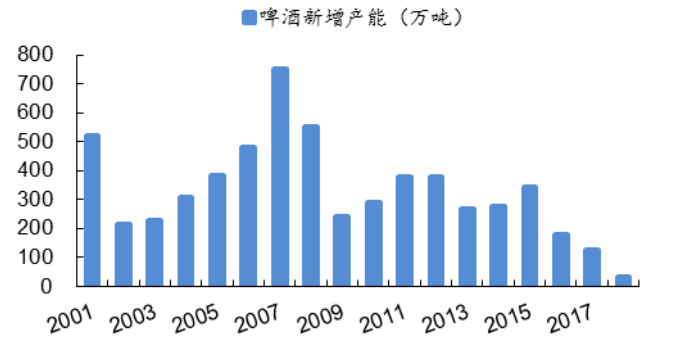
我国啤酒行业整体吨价低的一大原因是低端啤酒占比较高。我国目前主导的是经济型啤酒，销量占到了总销量的六至七成，占比远高于世界的平均水平。产品结构集中于经济型啤酒，也使得我国啤酒产品同质化程度高。

我国啤酒企业吨价低于国际品牌，这也直接导致了我国啤酒行业毛利率与国外品牌有较大差距。此外，行业竞争激烈，货折、返利较多也影响了毛利率。全球最大啤酒生产商百威的毛利率为 60%以上，其中，亚太地区的毛利率也能达到 58%，而中国啤酒厂商的毛利率维持在 30%-40%左右，最低的华润啤酒的毛利率甚至只有百威的一半。

3.2. 啤酒企业关厂提效、优化产能

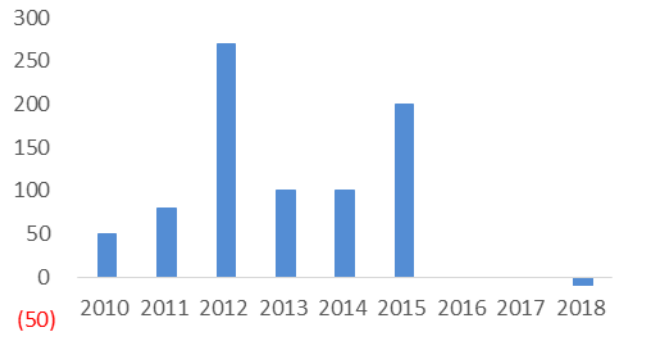
产能过剩严重压制了啤酒企业的利润。2014-17 年行业产量停止增长甚至出现下滑，但仍有前期乐观预测下投资在建的产能，2016 年行业产能才开始进入逐年回落的趋势。

图 22：啤酒新增产能逐年减少



资料来源：WIND，德邦研究所

图 23：华润啤酒产能变化（单位：万千升）



资料来源：公司年报，德邦研究所

啤酒厂商纷纷对于冗余的产能进行调整重组，开始关厂策略、优化产能。以重啤为例，2015 年重庆啤酒出现了负利润的情况，重庆啤酒率先关停了包括柳州山城啤酒有限公司在内的多个利润较低的啤酒厂。

表 3：主要啤酒品牌近年关厂情况

	工厂数	关厂情况
华润啤酒	80	2017 年关厂 7 家、2018 年关厂 13 家
百威	30+	2016 年关厂 2 家，2017 年在中国关厂 6 家，关闭的每个厂产能在 10-20 万吨之间
青岛啤酒	62	2018 年关厂 2 家
重庆啤酒	14	2015 年关厂 3 家，2016 年关厂 4 家，2017 年关厂 1 家，2018 年关厂 2 家

资料来源：公司年报，德邦研究所

3.3. 直接提价应对成本上涨

啤酒吨价的提升主要受两方面因素推动：1）直接提价；2）产品结构升级。过去十年中，啤酒行业大规模直接提价 3 次，主要是为了覆盖成本上涨。

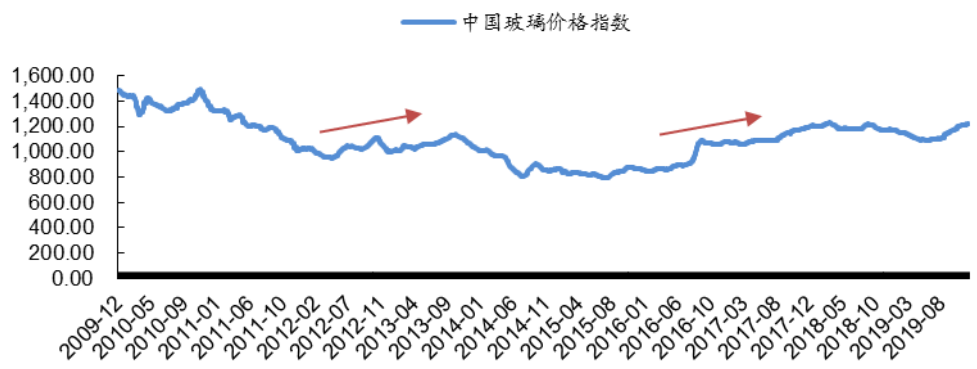
表 4：啤酒行业最近三轮提价情况

提价时间	企业	提价区域	提价产品	提价幅度
2007-2008 年				
2007 年底	燕京	北京	10 度清爽型	6.30%
2008 年	青岛	青岛/广州	纯生	8-10%
2011-2012 年				
2011 年	燕京	全国	主要品牌	10%
2011 年	青岛	全国	主要品牌	10%
2011 年	华润	吉林	550ml 啤酒	6.7%-16.7%
2011-2012 年	百威	上海	580ml 罐装、330ml 瓶装	10%
2017-2019 年				
2017 年底	燕京		460ml 本生啤酒	终端价提 3 元/箱，单瓶提价 1 元/瓶
2018 年 1 月	青啤	部分区域	部分产品	不超过 5%
2018 年 1 月	华润	-	雪花纯生、勇闯天涯等九款产品	进店价格提价 2-10 元/件
2018 年 11 月	华润	-	喜力、虎牌	喜力提价 3.8%、虎牌提价 4%
2018 年 2 月	重啤	核心市场	瓶装纯生产品、低端易拉罐产品	5%
2018 年 2 月	百威	-	百威啤酒、时代啤酒	产品组合提价 3.9%
2018 年 3 月	燕京	北京	低端产品	提价 5%左右
2018 年 5 月	青啤	全国	部分优质品牌	提价 2 元/箱

资料来源：公司公告，德邦研究所

以青岛啤酒为例，2018 年由于玻璃瓶、纸箱等包材价格上涨，公司于 2018 年 1 月对部分区域的崂山、汉斯等产品进行提价，平均涨幅不超过 5%。2018 年 5 月，公司对优质单款提价 2 元/箱。

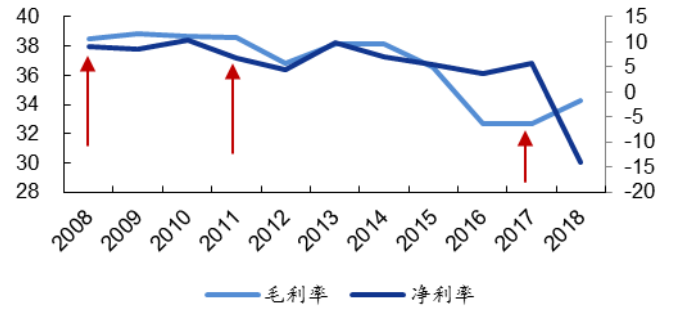
图 24：国内玻璃价格指数走势



资料来源：WIND，德邦研究所

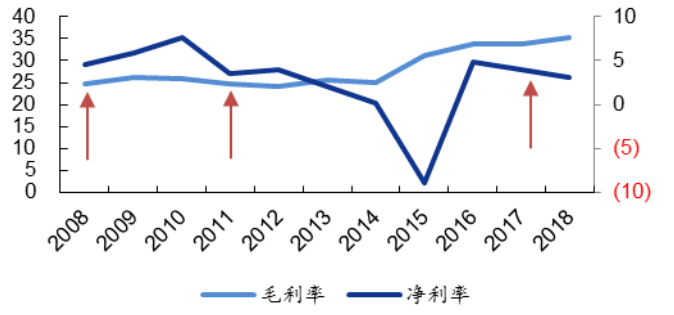
由于行业竞争较为激烈，直接提价的条件相对苛刻，过去几轮提价主要为了缓冲成本的上涨，对利润贡献有限。

图 25：啤酒板块提价后毛利率/净利率走势



资料来源：WIND，德邦研究所

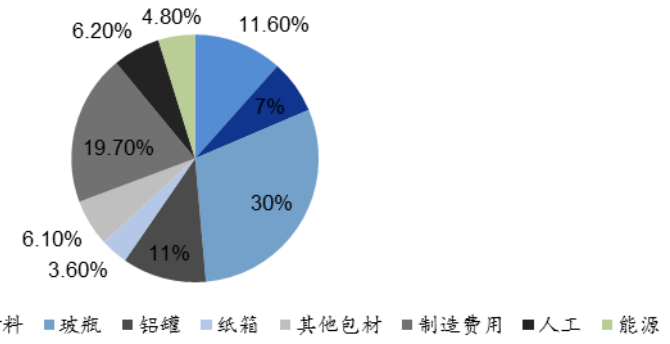
图 26：华润啤酒提价后毛利率/净利率走势



资料来源：WIND，德邦研究所

啤酒的包装成本占比高，包材价格变动对业绩影响较大。以青啤为例，大麦、啤酒花等原材料占比 18.6%，玻瓶、铝罐、纸箱等包材占据成本的一半，占比为 50.7%。包材价格的变动对啤酒行业成本的影响较大。

图 27：青岛啤酒成本构成（2018 年）



资料来源：公司年报，德邦研究所

3.4. 产品结构升级将成为行业盈利改善的长期驱动力

促进啤酒吨价提升的因素中，产品结构升级对吨价的提升作用更加持续。

目前 6-10 元是各大品牌重点发力的价格带。从国内啤酒市场价格带来看，3 元以下的低端产品基本被替代，占比已较小。3-5 元为目前国内市场上主流消费价格带。6-10 元是当前各大品牌重点发力的价格带，主要产品包括青岛啤酒的经典 1903、燕京啤酒的清爽、雪花的纯生 8 度、百威旗下的哈啤冰纯等。10 元以上的价格带主要被外资品牌旗下产品掌控。华润、青啤等也在布局该价格段，近年分别推出了脸谱、奥古特。

表 4 我国啤酒市场主要产品及参考价格

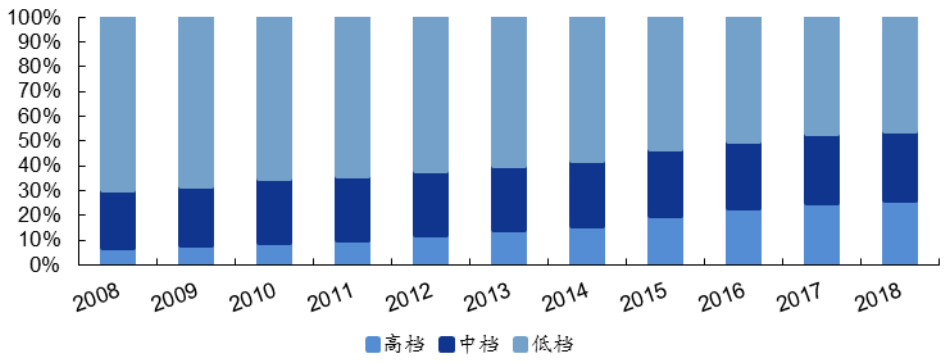
档次	华润雪花	青岛啤酒	百威英博	重啤、嘉士伯
低端	勇闯天涯 500ml/5.5 元	青岛冰醇 330ml/2.5 元	哈啤小麦王 500ml/3.9 元	乐堡 550ml/5.3 元
		青岛经典 500ml/6 元		重啤纯生 500ml/6.3 元
中端	纯生 8 度 500ml/7.8 元	青岛纯生 500ml/6.5 元	哈啤冰纯 500ml/6.5 元	嘉士伯啤酒 500ml/9 元
	黑啤 500ml/10.8 元	全麦白啤 500ml 8.2 元	百威啤酒 500ml/8.0 元	
高端	脸谱花旦 500ml/15.2 元	青岛黑啤 500ml 12.8 元	百威纯生 300ml/7.1 元	1664 白啤 500ml/15.5 元
			科罗娜 330ml 8.5 元	
			哈啤冰纯 550ml/14.8 元	

资料来源：天猫，德邦研究所

中国啤酒行业近年来消费量连续下滑，结构升级接替成为行业增长的主要动力。啤酒行业近年来消费量出现持续下滑，行业产能过剩。在经历了多年低价抢占份额的拉锯战后，成本端的压力凸显，各大品牌开始改变竞争策略，纷纷推进产品高端化战略，重心转移到中高端产品的布局。华润主推勇闯天涯 SuperX，对勇闯天涯进行升级，并与喜力合作，借助其高端品牌发力高端市场。青岛啤酒主推出一系列高端化产品，包括精酿 IPA，奥古特、原浆桶啤等，并主动削减部分低端产品。

据欧瑞数据库，中高端啤酒占比持续提升。终端价格在 7 元/L 以下的啤酒划分为低档啤酒，7-14 元/L 的划分为中档啤酒，14 元/L 以上的划分为高档啤酒。中高端啤酒产品占比由 2013 年的 40%提升至 54%。未来随着消费升级及各品牌策略的持续推进，预计中高档啤酒产品的占比将进一步提升。

图 28：中国啤酒按价格带分零售额占比



资料来源：Euromonitor，德邦研究所

3.5. 精酿啤酒开启高端新时尚

精酿啤酒的定义最初来自于美国，不同于低端、中端、高端主要根据价格进行分类，精酿啤酒主要是从啤酒的酿造工艺和生产方式分类。一般来说，精酿啤酒主要用艾尔工艺、上层发酵，精品化生产，适合小规模生产，大部分啤酒的风味都必须从传统或者创新的原料与发酵工艺中获得；而工业啤酒是拉格工艺，下层发酵，适合大规模生产。

精酿啤酒保质期短，生产规模小，但新鲜度和口味更盛一筹，随着消费者对

高品质啤酒的需求逐渐增加，精酿啤酒将有更广阔的发展空间。

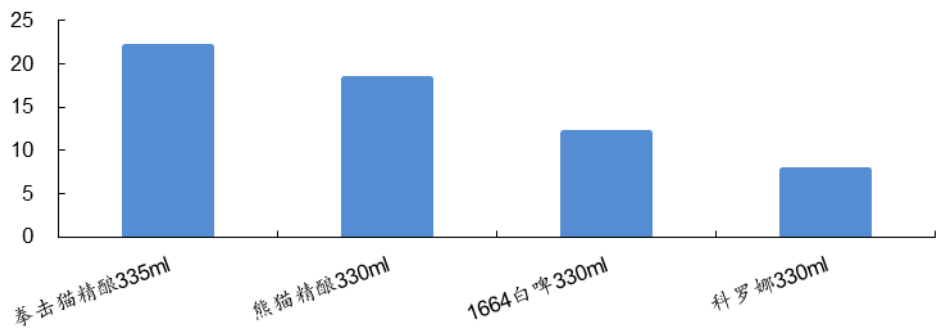
表 5：精酿啤酒与普通工业啤酒对标

	精酿啤酒	工业啤酒
口感	多样化	相对单一
原料	水、麦芽、啤酒花、酵母	水、麦芽、啤酒花、酵母，原材料有时用低成本的替代
工艺	艾尔工艺，酵母在发酵罐顶端工作，发酵后不进行过滤和杀菌处理	拉格工艺，酵母在发酵罐底部工作，发酵结束过滤并进行巴氏杀菌
发酵时间	2 天-2 个月	7 天左右
保质期	最长几十天	一般 1-2 年

资料来源：公开信息，德邦研究所

小而精的精酿啤酒因其更高的毛利率和更多样化、更高质的客户体验，将成为啤酒厂商新的利润增长点。

图 29：精酿啤酒价格远高于高端啤酒（元/瓶）



资料来源：天猫，德邦研究所

美国从 2000 年开始，精酿啤酒有所起步，进入 2010 年之后精酿啤酒行业也呈现了井喷式的增长，成为美国啤酒行业中不可忽视的一股中坚力量。美国近年来啤酒产量也在不断缩减，但精酿啤酒以每年 10%以上的速度逆势增长，逐渐占据高端市场。2017 年，美国精酿啤酒生产厂家数量达到 6266 家。

啤酒巨头百威也与精酿啤酒厂商展开合作，截止目前百威在美国就已经拥有了将近 20 个精酿啤酒的品牌。

表 6 百威英博在全球收购精酿啤酒厂

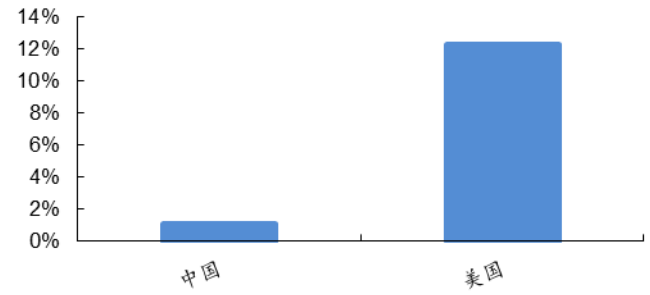
时间	被收购方	国家	收购细节
2011	Goose Island	美国	以 3880 万美金收购
2014	Blue Point 和 10 Barrel	美国	前者为 2400 万美金，后者约 2500 万美金
2015	Elysian，Golden Road, Breckenridge, Four Peaks	美国	未披露
2015	Mill Street	加拿大	未披露
2015	Camden Tow	英国	未披露
2015	Bogota Beer	哥伦比亚	未披露
2016	Brouwerij Bosteels	比利时	以 2.25 亿美金收购
2017	拳击猫	中国	收购 100%股权

资料来源：公司公告，德邦研究所

中国的精酿啤酒起步较美国稍晚，但未来发展潜力大。尤其在一些发达地区，精酿啤酒得到了更多年轻人的注意和青睐。2013 年以来，中国精酿啤酒企业数量高速增长，至 2017 年超过 300 家。熊猫精酿品牌 2016 年收入规模达到 4000 万元，连续三年增速超过 300%。

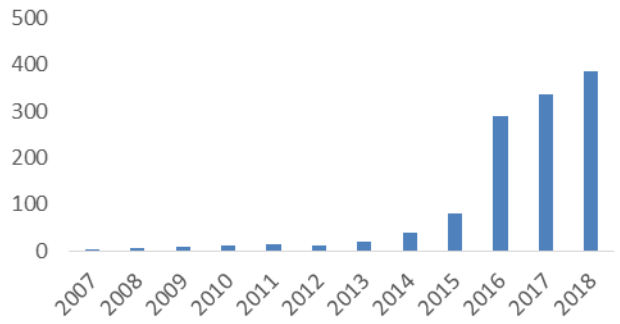
各大啤酒厂商纷纷布局精酿啤酒。百威英博自 2012 年起，先后在中国收购了 9 个精酿品牌，包括拳击猫、金士百等。珠江啤酒斥资 2 亿人民币投资精酿啤酒生产线及体验门店。

图 30：中国精酿啤酒销售额占比远低于美国



资料来源：公开资料，德邦研究所

图 31：中国精酿啤酒厂数量快速增长

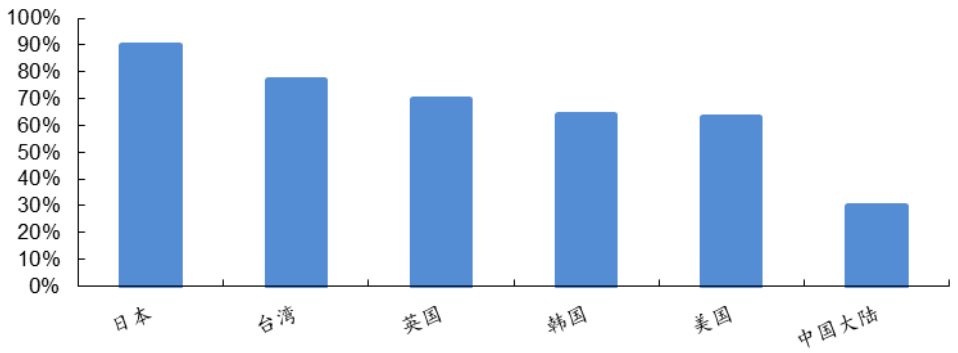


资料来源：观研天下，德邦研究所

3.6. 罐化率提升助力盈利能力提升

中国啤酒罐化率有较大提升空间。中国啤酒罐装率较低，低于 30%，而西方国家罐装率一般在 50%以上。日本啤酒罐装率近 90%，在美国罐装率近 70%。

图 32：全球啤酒罐化率对标（%）

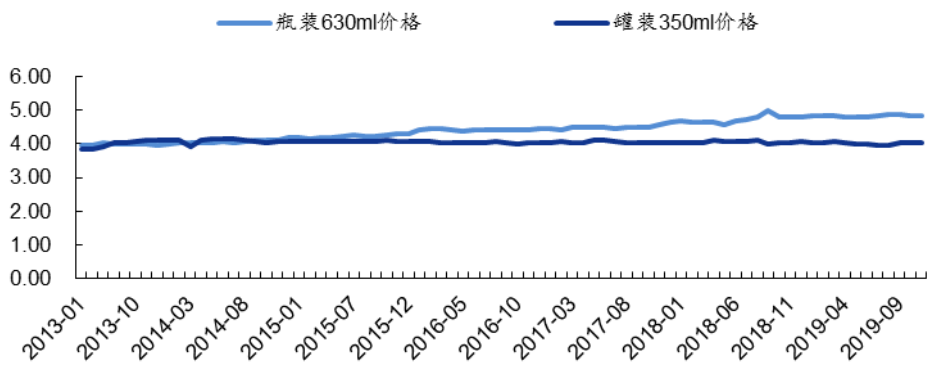


资料来源：Euromonitor，德邦研究所

罐装啤酒的毛利率更高。对啤酒生产厂商来说，瓶装啤酒的成本压力更大。近年来玻璃价格不断上涨，玻璃瓶在回收过程中的损耗也不可忽略，运输成本远远大于罐装啤酒。罐装的啤酒也在定价上略有优势，相对于瓶装啤酒，毛利率更高。

在啤酒高端化的趋势下，预计金属罐装包装的渗透率将不断提升，有助于啤酒行业盈利能力的提升。

图 33：36 大众城市啤酒（瓶装 630ml 和罐装 350ml）价格走势



资料来源：WIND，德邦研究所

4. 行业估值

啤酒行业竞争格局基本稳定，在经历了低价竞争时代之后，厂商更加重视盈利能力。吨价提升及产能优化将是未来啤酒行业增长的主要驱动力。啤酒行业长期估值较高，利润率提升逻辑正得到不断验证。

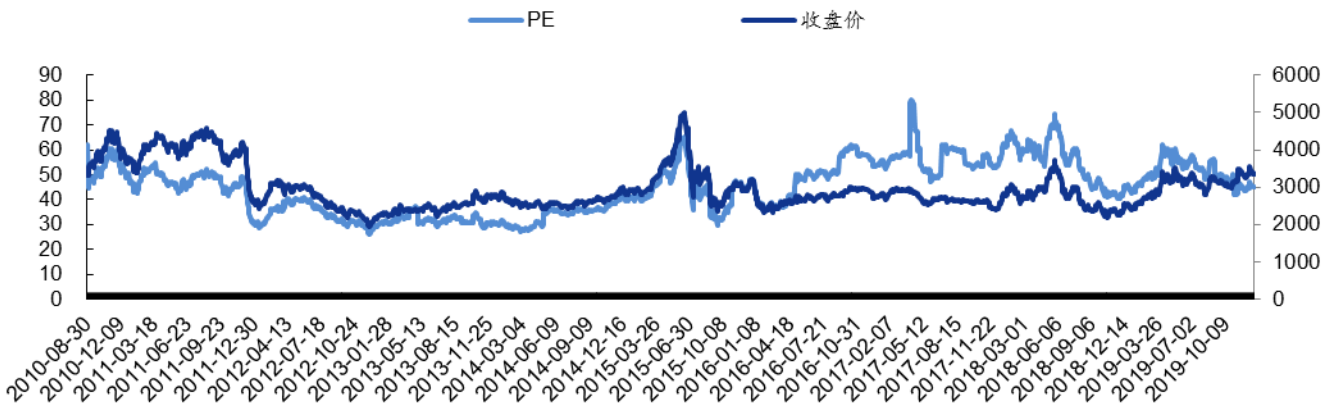
我们推荐关注华润啤酒及青岛啤酒。华润啤酒作为行业龙头，高端化及产能优化持续推进，喜力的加盟加速高端化发展。青岛啤酒高端化带动吨价提升，内部改革催生利润弹性。

表 6：啤酒行业可比公司估值

代码	公司	单位	市值	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
0291.HK	华润啤酒	HKD	1,356	0.58	0.95	1.26	71.7	44.1	33.1
600600.SH	青岛啤酒	CNY	642	1.32	1.56	1.83	38.2	32.2	27.5
000729.SZ	燕京啤酒	CNY	187	0.08	0.10	0.12	78.2	66.7	53.9
600132.SH	重庆啤酒	CNY	246	1.21	1.18	1.36	41.9	43.0	37.4
ABI.BB	百威英博	EUR	1,496	4.12	4.08	4.53	18.0	18.2	16.4

资料来源：WIND，Bloomberg，德邦研究所

图 34：申万啤酒指数 PE 走势



资料来源：WIND，德邦研究所

5. 风险提示

1）行业需求不及预期；

2）食品安全问题；

3）玻瓶、瓦楞纸等成本大幅上涨；

4）板块估值中枢下移；

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。