

核心观点

❖ 历经市场扩容期和两轮并购整合期，头部企业各据基地市场

历史来看，啤酒行业已先后经历了三个阶段：1) 市场扩容期（1979-1995）；2) 第一轮市场整合期（1995-2005）；3) 第二轮市场整合期（2005-2017），当前头部企业各据基地市场，未来的核心竞争力为高端产品矩阵和优质渠道布局，两者之间是矛与盾的依存关系，协同发力才能抢占行业制高点。

❖ 复盘百威、华润、青啤渠道变迁史，渠道从单一转变为多元化

纵观各个啤酒厂商的渠道变迁史，只要契合自身的实际情况、能够迎合行业变革趋势的企业往往能成为行业的领导者。1) **百威渠道变迁史**：阶段一（1995-2003）初入武汉设厂，产能、渠道布局以武汉为中心；阶段二（2003-2011）百威收购哈啤，逐步占据华北市场竞争优势，之后百威与英博合并，渠道整合后占据东南市场优势；阶段三（2011-2018）启动核心大城市战略，并逐步建立起深度分销系统；阶段四（2018至今）一方面传统渠道通过精细化管理持续下沉，另一方面构建以高端产品为主的直销电商体系。2) **华润渠道变迁史**：阶段一（1993-2001）以传统“厂商—批发商—二级批发商—终端”经销模式为主，迅速抢占市场；阶段二（2001-2017）开启第一次渠道改革，在传统渠道模式外，开始导入以服务终端为核心的深度分销模式、协作专营、直销等多元营销模式；阶段三（2017至今）启动全国“渠道二次改革”，核心为CDDS模型，计划用三年时间能够进一步加强公司对终端的掌控力，构建终端壁垒优势。3) **青啤渠道变迁史**：阶段一（2000-2005）逐步推进渠道市场化改革，成立区域营销公司，实现区域产销一体化；阶段二（2005-2017）率先在华南地区推行大客户模式，后确立起“大客户+微观运营”渠道模式；阶段三（2017至今）一方面线下渠道进行扁平化改革，另一方面线上渠道构建起“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系。

❖ 未来渠道变革启示：线上线下协同发展，高毛利、高费用投放抢占制高点

1) 线上渠道需打造高端产品直营电商体系，并不断提升电商营销质量；线下渠道应深度分销贴近消费者，并通过开设高端酒吧直接创造需求；此外高端产品的成功运营需要高端公司或独立团队的运营支撑。2) 从财务视角来看，通过高毛利率、高费用投放树立品牌形象为啤酒高端化操作模式，进而占据行业制高点，盈利能力行业领先。

❖ **投资策略**：从投资角度来看，一方面头部厂商各据基地市场，大本营市场的渠道壁垒将有助于高端化的稳步推行；另一方面头部厂商在高端领域具备品牌、资金等先发优势，线上线下协同有助于优化并创造需求，未来仍将呈现马太效应下的强者恒强，推荐关注：青岛啤酒、华润啤酒。

风险提示：收入波动风险；食品安全风险；原材料价格波动风险。

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部 /消费团队
行业评级	增持
报告时间	2020/06/28

📌 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

📌 联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
guoxiaodong@cczq.com

📌 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、头部厂商各据基地市场，渠道从单一转向多元化	5
1.1 历经并购整合期，头部厂商各据基地市场	5
1.2 复盘渠道模式变迁，逐步从单一转向多元	8
1.2.1 百威英博渠道模式变迁一览	10
1.2.2 华润啤酒渠道模式变迁一览	12
1.2.3 青岛啤酒渠道模式变迁一览	15
二、对标百威，未来行业高端化趋势下渠道变革启示	18
2.1 线上线下协同发展，独立运营高端品牌	18
2.2 财务视角下，探究啤酒高端化操作模式	23
投资建议	25
风险提示	26

图表目录

图 1:	啤酒行业进入高端机遇期.....	5
图 2:	中国啤酒市场呈现出区域割据的现象.....	7
图 3:	2018 年按消费量计的中国市场份额.....	7
图 4:	中国 CR5 市场份额仍有提升空间.....	7
图 5:	高端啤酒、大众啤酒不同环节毛利率情况.....	8
图 6:	不同终端渠道加价率情况.....	8
图 7:	分销渠道类型.....	9
图 8:	百威渠道模式变迁一览.....	11
图 9:	2008 年百威和英博合并后, 采用传统的总经销+分销渠道模式.....	11
图 10:	现阶段百威中低端产品主要渠道模式.....	12
图 11:	现阶段百威高端产品主要渠道模式.....	12
图 12:	现阶段百威亚太中国区渠道占比.....	12
图 13:	现阶段 BUDWEISER 销售渠道占比.....	12
图 14:	华润啤酒品牌、渠道模式变迁一览.....	13
图 15:	在四川基地市场, 华润雪花曾采取多层渠道模式抢占市场份额.....	13
图 16:	历经第一次渠道改革, 华润雪花率先形成纵深的渠道分销网络.....	14
图 17:	启动二次渠道改革, 华润雪花针对不同市场实施差异化策略.....	14
图 18:	现阶段华润啤酒渠道结构情况.....	15
图 19:	青岛啤酒渠道模式变迁一览.....	16
图 20:	青岛啤酒“大客户+微观运营”渠道模式.....	16
图 21:	青岛啤酒渠道运作模式选择.....	16
图 22:	青岛啤酒独家型模式下的分销模式.....	17
图 23:	现阶段青岛啤酒销售渠道模式.....	17
图 24:	现阶段青岛啤酒渠道结构情况.....	18
图 25:	百威构建以高端产品为主的直销电商体系.....	19
图 26:	华润雪花与京东达成新零售战略合作.....	19
图 27:	青啤立体式电商渠道体系.....	19
图 28:	2019 年阿里线上渠道销量市占率.....	20
图 29:	2019 年阿里线上渠道销售额市占率.....	20
图 30:	百威英博收购精酿啤酒酒吧——开巴.....	20
图 31:	百威英博收购精酿啤酒餐吧——搏击猫.....	20
图 32:	青岛啤酒 1903 酒吧.....	21
图 33:	华润雪花露天酒吧.....	21
图 34:	百威高端公司终端布局.....	21
图 35:	百威高端公司特殊架构.....	21
图 36:	青岛啤酒组织架构一览.....	22
图 37:	百威毛利率水平远超其他啤酒企业.....	23
图 38:	百威销售费用率处于相对高位.....	23
图 39:	百威净利率水平远超其他啤酒企业.....	24
图 40:	百威 EBITDA MARGIN 远超其他啤酒企业.....	24
图 41:	百威资产周转率水平相对较低.....	24
图 42:	百威商誉占比较高, 影响资产周转率.....	24

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

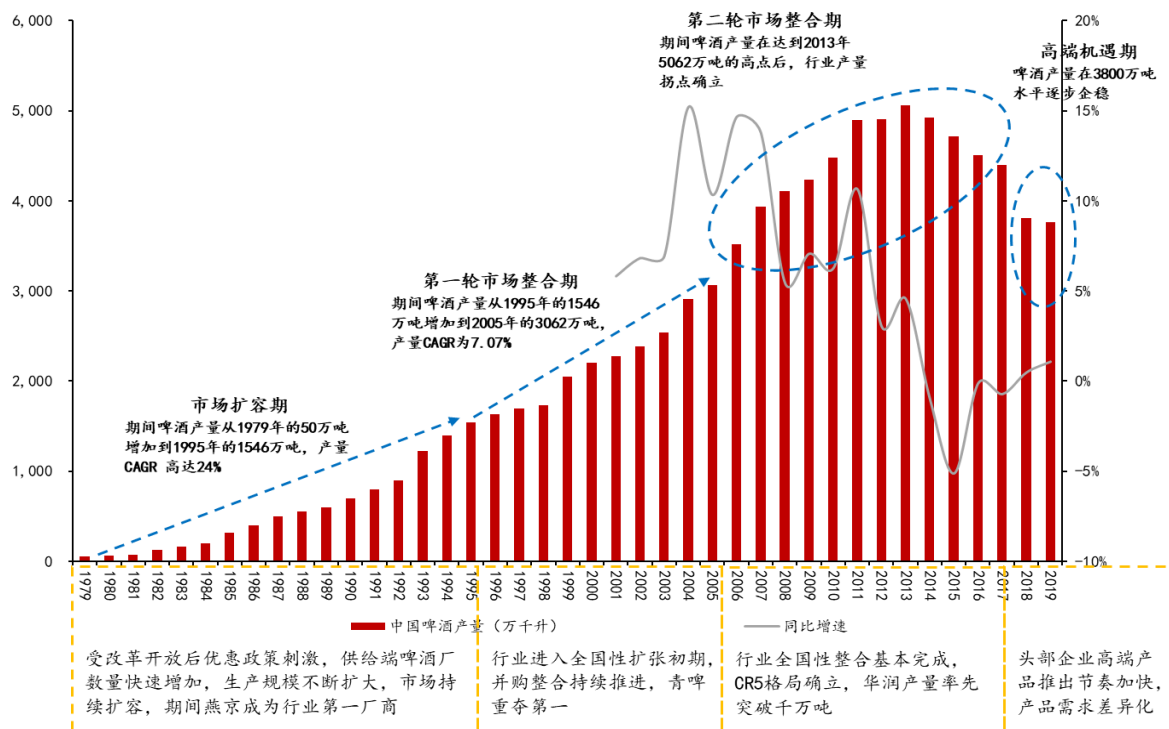
图 43:	百威、青啤存货周转天数处于领先地位.....	24
图 44:	百威应收账款周转天数相对较高.....	24
表格 1.	主要啤酒厂商外延并购情况一览.....	6
表格 2.	五大啤酒企业基地市场一览.....	7
表格 3.	华润、青岛、百威渠道模式对比一览.....	9
表格 4.	主要消费品渠道结构对比.....	10
表格 5.	相关标的估值一览	25

一、头部厂商各据基地市场，渠道从单一转向多元化

1.1 历经并购整合期，头部厂商各据基地市场

中国啤酒行业经历了多轮并购整合后，当前已步入成熟发展期，供给端产量已趋于平稳。具体来看，中国啤酒行业先后经历了三个阶段：1) 市场扩容期(1979-1995)：改革开放以来优惠政策不断落地，供给端啤酒厂数量快速增加，生产规模不断扩大、市场持续扩容，期间啤酒行业产量从 1979 年的 50 万吨增加到 1995 年的 1546 万吨，CAGR 高达 24%；2) 第一轮市场整合期（1995-2005）：行业进入全国性扩张初期，其中青啤在 1999-2001 年收购了 36 家啤酒厂，重夺行业第一，期间啤酒行业产量从 1995 年的 1546 万吨增加到 2005 年的 3062 万吨，CAGR 为 7%；3) 第二轮市场整合期（2005-2017）：华润后来居上，产量率先突破千万吨，行业 CR5 格局确立，期间啤酒行业产量在达到 2013 年 5062 万吨的高点后，行业拐点确立。当前啤酒行业已进入高端机遇期（2017 年以来），头部厂商各据基地市场，未来的核心竞争力为高端产品矩阵和优质渠道布局，两者之间是矛与盾的依存关系，协同发力才能抢占行业制高点。

图 1：啤酒行业进入高端机遇期



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 1. 主要啤酒厂商外延并购情况一览

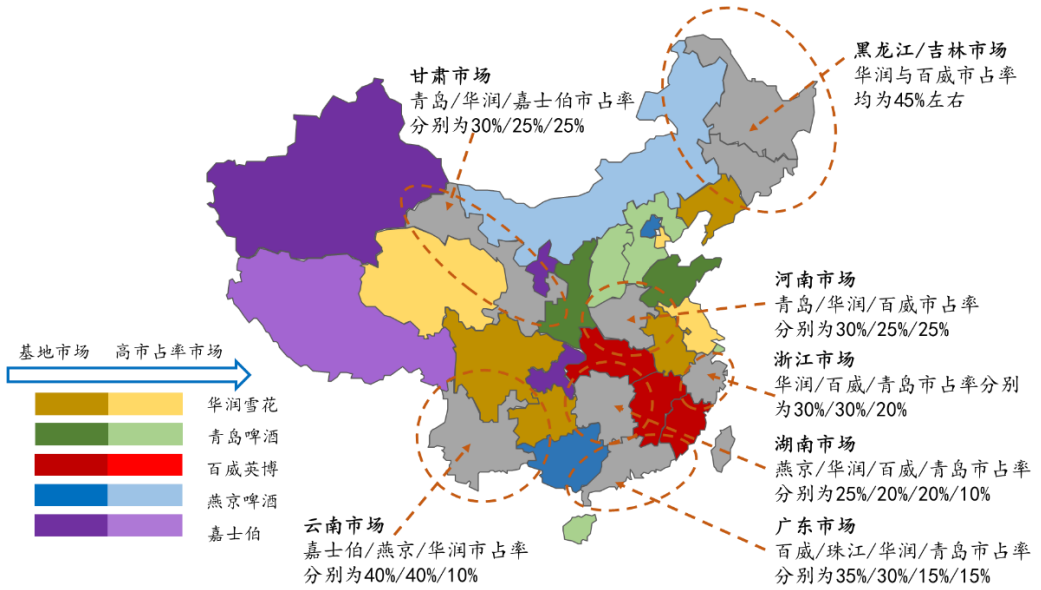
行业发展阶段	青岛啤酒	华润啤酒	百威中国
第一轮市场整合期	1994年 收购扬州啤酒厂	1993年 与原沈阳啤酒厂合作，成立沈阳华润雪花	1995年 百威进入中国武汉，收购一家5万吨产能工厂
	1995年 合资成立青岛啤酒西安有限责任公司，占有55%的股份；收购蓝妹啤酒	1996年 通过股权转让成为沈阳华润雪花的大股东	1997年 英博收购金陵啤酒60%股权
	1997年 收购日照啤酒厂、北海啤酒厂	2000年 收购安徽圣泉啤酒	2000年 英博收购金龙泉啤酒，百威武汉扩产至25万吨
	1998年 收购山东花王集团啤酒集团、平原啤酒厂、鸡西凯湖有限公司	2001年 收购大连棒棰岛啤酒	2002年 英博收购双鹿啤酒、珠江啤酒24%股权
	1999年 收购梁成东方啤酒厂、马鞍山市功勋啤酒厂、榕盛东方啤酒厂；收购南板洲集团；收购安丘市啤酒厂、黄石市啤酒厂、应城市啤酒厂；收购广东皇妹酿酒有限公司、黄梅酿酒厂；收购八仙生啤酒厂；收购滕州市啤酒厂、徐州市金波啤酒厂、广东雅佳；收购芜湖大江啤酒厂	2001年 收购四川蓝剑62%股份	2003年 英博收购KK啤酒70%股权
	2000年 收购潍坊啤酒厂、资兴啤酒厂；收购金波啤酒厂；收购徐州汇福啤酒厂；收购麻房啤酒厂、台儿庄麦芽厂；收购泰力啤酒厂、崂山啤酒厂；收购上海嘉士伯啤酒厂；收购龙泉啤酒有限公司、垫江啤酒有限责任公司有关资产、山东卢堡啤酒有限公司；收购浙江海尔波酒业有限公司、黑龙江玉泉啤酒总厂、哈尔滨金都啤酒有限公司	2004年 收购天津啤酒90%股份；9月收购狮王啤酒（苏锡常酒厂）	2004年 百威收购哈尔滨啤酒
	2001年 收购宿迁市啤酒厂、福建啤酒有限公司、江苏太仓啤酒厂、北京三环啤酒厂、随州啤酒厂、天门啤酒厂、南宁万泰啤酒厂	2006年 收购安徽相王啤酒、浙江银燕啤酒	2006年 英博收购雪津啤酒
	2002年 收购厦门银城股份有限公司、五星公司62.64%外方投资者股权	2007年 收购四川蓝剑剩余38%股份、收购贵州蓝剑	2007年 百威武汉扩产至34万吨
第二轮市场整合期	2010年 收购山东新银麦啤酒有限公司	2010年 收购琥珀啤酒	2011年 百威英博收购大雪啤酒、维雪啤酒
	2014年 收购嘉禾啤酒50%股权、新钟楼啤酒销售业务相关资产、宝鸡啤酒啤酒业务相关资产	2011年 收购西湖啤酒、奥克啤酒、西湖啤酒	2013年 百威英博收购亚洲啤酒
	2015年 收购绿兰莎啤酒55%股权和绿兰莎啤酒营销网络	2013年 收购金威啤酒	2014年 百威英博收购金士百、大富豪
高端机遇期	2015年 收购三得利啤酒	2018年 收购喜力中国	2017年 百威英博收购拳击猫

资料来源：公司公告，川财证券研究所

当前啤酒行业呈现寡头垄断竞争格局，头部厂商各据基地市场。从行业层面来看，啤酒行业在经历了两轮并购整合后，逐步形成华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯五大啤酒厂商寡头垄断格局，行业 CR5 从 2013 年的 65.2% 提升至 2018 年的 70.4%，但与美国及主要亚太成熟市场 CR5 市占率维持在 85%+ 相比，未来仍有持续提升的空间。从公司层面来看，当前国内啤酒企业各据基地市场，整体呈现区域割据分布。华润、青岛、百威实现了全国化布局，其中华润在四川、辽宁、安徽、贵州等地区优势明显；青岛在山东、陕西等区域优势明显；百威在江西、湖北、福建等地区优势明显。此外，嘉士伯和燕京区域化属性更强，其中燕京在北京、广西等地区优势较大，嘉士伯在新疆、宁夏、重庆等地区优势较大。

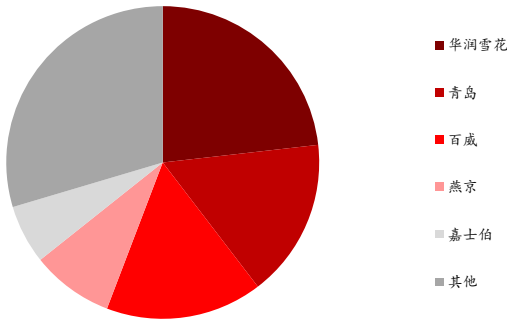
基地市场对于啤酒行业渠道发展意义重大，是渠道变革的支撑。回顾行业渠道发展历程中，头部厂商在基地大本营市场利用渠道优势大力发展直销业务，例如青岛啤酒在青岛市场、华润啤酒在四川市场、燕京啤酒在北京市场等。使得一大批优质的终端渠道逐步掌握在啤酒厂商手中，通过渠道结构多元化抢占行业制高点。

图 2：中国啤酒市场呈现出区域割据的现象



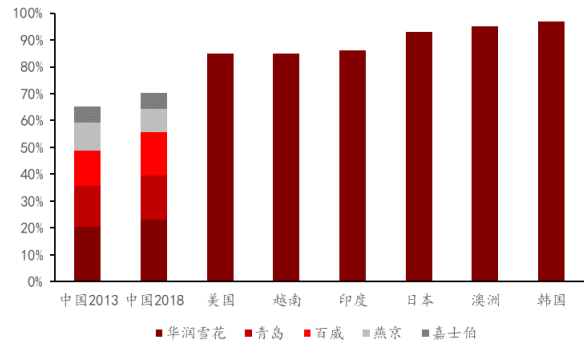
资料来源：渠道调研，啤酒网，川财证券研究所

图 3：2018 年按消费量计的中国市场份额



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 4：中国 CR5 市场份额仍有提升空间



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

表格 2. 五大啤酒企业基地市场一览

公司	定位	地区
华润啤酒	基地市场 (60%+)	四川、辽宁、安徽、贵州
	高市占率市场 (40%-60%)	江苏、黑龙江、吉林、天津、青海
青岛啤酒	基地市场 (60%+)	山东、陕西
	高市占率市场 (40%-60%)	上海、山西、海南、河北
百威啤酒	基地市场 (60%+)	江西、湖北、福建
	高市占率市场 (40%-60%)	黑龙江、吉林
燕京啤酒	基地市场 (60%+)	北京、广西
	高市占率市场 (40%-60%)	内蒙古、云南
嘉士伯	基地市场 (60%+)	新疆、宁夏、重庆
	高市占率市场 (40%-60%)	西藏、云南

资料来源：渠道调研，川财证券研究所

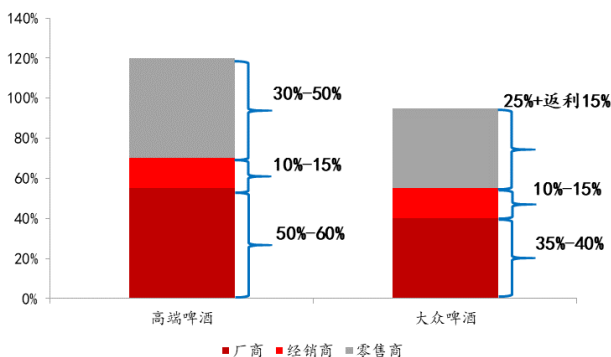
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 复盘渠道模式变迁，逐步从单一转向多元

从企业的发展史来看，快消品行业的竞争异常激烈。企业要想做大做强，要么规避竞争，寻找自己的独特发展路径；要么提高营销水平，最大化满足目标客户的消费需求，甚至于创造需求。啤酒作为典型的快消品，更需要持续深耕来打造渠道壁垒。国内主要头部厂商华润雪花、青岛啤酒、百威英博在营销方面不断积累经验、创新与实践，助力啤酒行业持续稳健发展。

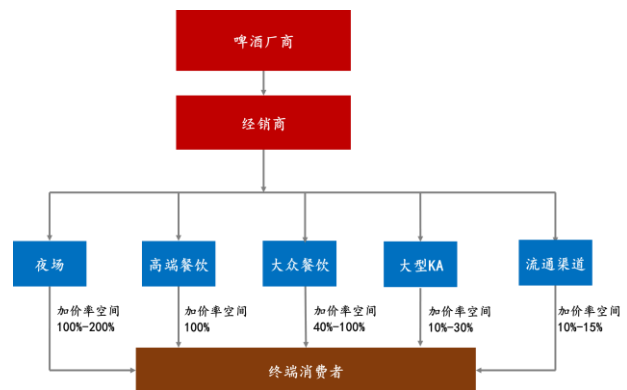
啤酒行业由于涉及的渠道模式、终端体系均较为复杂，生产商、经销商、终端商之间存在着竞合博弈的关系。**1) 生产商与经销商之间的博弈——周转为王。**啤酒属于典型的快消品行业，当前头部企业不断提升经营效率，较强的品牌力更能与经销商利益深度绑定，从而通过努力提升周转率来提升整个产业链的盈利能力。当然不同头部企业与经销商的绑定模式也不尽相同，其中雪花采用的是典型的深度分销模式，青啤采用的是“大客户+微观运营”模式，百威采用的是大客户制模式。**2) 生产商、经销商与终端售点之间的博弈——终端为王。**由于啤酒动销对终端依赖程度高，且主流价格带经济型拉格啤酒口味同质化明显，导致零售终端在渠道利润分配中占有较大优势。分渠道来看，现饮渠道占比近半，且现饮渠道对终端售点的依赖度较高，渠道议价能力被终端售点牢牢掌握；而流通渠道下，啤酒厂商亦通过买店、瓶盖奖等多种投入方式争夺终端优势地位。调研数据显示，现饮渠道相比流通渠道利润空间更高，其中大众餐饮加价率在 40%-100%，高端餐饮加价率在 100%，夜场等强势终端加价率高达 100%-200%；而流通渠道加价率在 10%-15%，大型 KA 加价率在 10-30%。由于啤酒厂商通过深度分销方式直控终端，经销商的功能被弱化为配送及维护，毛利率空间为 10-15%，主要以高周转率获利。

图 5： 高端啤酒、大众啤酒不同环节毛利率情况



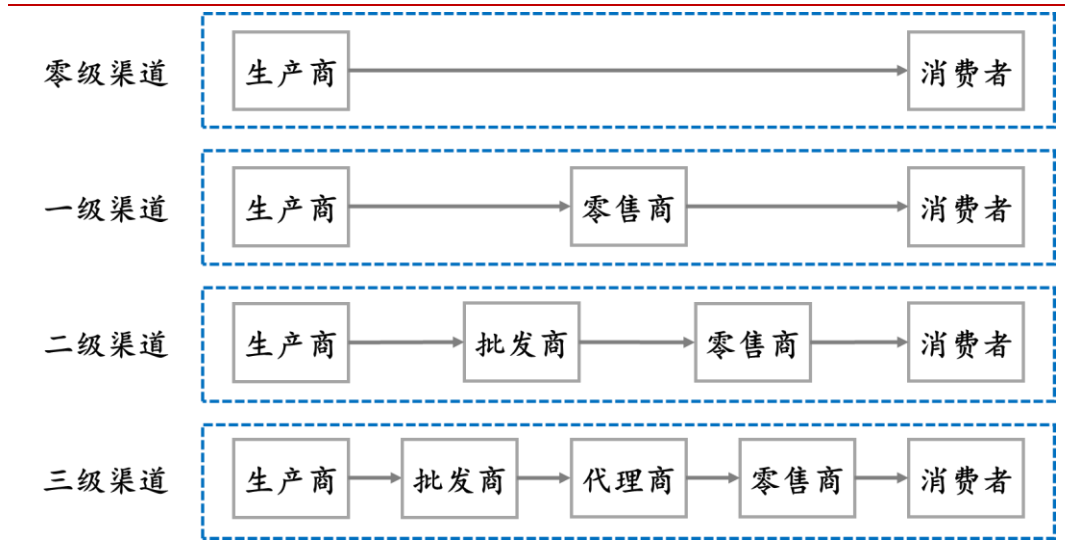
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 6： 不同终端渠道加价率情况



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 7： 分销渠道类型



资料来源：《我国啤酒企业分销渠道控制管理模式研究-李维华》，川财证券研究所

改革开放以来，啤酒行业渠道模式的变迁受到经济发展程度、市场结构、行业周期、消费习惯等多方面的影响。总结来看，国内啤酒行业的渠道变迁大致分为三个阶段：传统经销模式、深度分销模式以及复合渠道模式。

纵观各个啤酒厂商的渠道变迁史，只要根据企业自身的实际情况制定出的运营模式，能够迎合行业渠道变迁的企业往往能成为行业的领导者。比如百威英博的大客户制、华润啤酒的深度分销模式、青岛啤酒的“大客户+微观运营”模式，都迎合自身和行业发展的需求，逐步成为行业引领者。下面我们将具体探究百威、华润、青啤的渠道变迁历史，来探究其中相通之处，并为未来行业渠道新发展建言献策。

表格 3. 华润、青岛、百威渠道模式对比一览

厂商	华润啤酒	青岛啤酒	百威英博
渠道模式	深度分销	大客户+微观运营	大客户制
优点	终端掌控能力强，能有效管控费用投放、窜货等操作。	具备优质的大客户资源，中高端产品导入能力相对较强。	与青啤模式相仿，但是由于渠道利润空间更高，从而对渠道的掌控能力更强，高端经销商资源更为优质。
缺点	客户数量多但规模小，难以进入需要大量费用投入的夜场、高端餐饮等终端渠道。	终端掌控能力较弱，与大客户之前存在利润空间博弈问题。	
高端竞争力	收购喜力中国区业务后打造“4+4”高端产品矩阵，并通过自身渠道深耕的优势帮助有潜力的经销商成长，有效提升高端渠道竞争力。	国产厂商中品牌力最强，但高端产品矩阵仍需要沉淀。	基于强品牌力、丰富的高端产品矩阵以及充足的渠道利润率，在强势区域的核心经销商及终端方面具备绝对优势。

资料来源：渠道调研，川财证券研究所

表格 4. 主要消费品渠道结构对比

消费品类别	价格弹性	核心渠道及运作模式
白酒	富有弹性	核心渠道包括团购、餐饮、商超、流通等，渠道运作模式复杂。
啤酒	缺乏弹性	核心渠道包括餐饮和流通渠道，对分销能力要求高，小区域渠道掌控力强。
饮料、食品	缺乏弹性	核心渠道为商超等流通渠道，对终端覆盖率要求高。

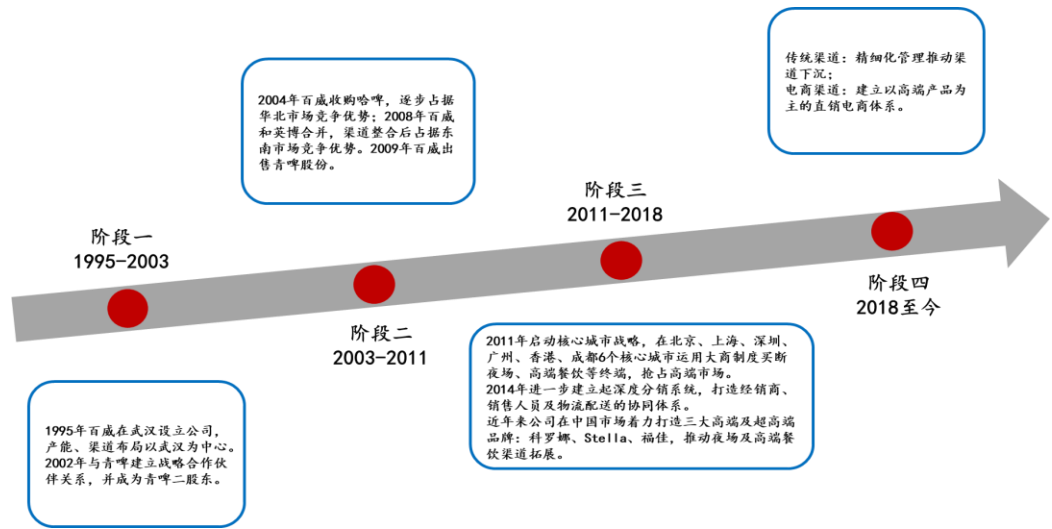
资料来源：川财证券研究所

1.2.1 百威英博渠道模式变迁一览

百威英博为中国高端啤酒市场领导者，探究百威历史渠道变迁，一方面将有助于探究高端啤酒运营的渠道模式；另一方面也将为本土品牌高端化提供借鉴意义。据 GlobalData 数据显示，百威在中国高端及超高端啤酒市占率高达 46.6%，远远领先青啤的 14.4%，华润的 11.0%。啤酒行业作为成熟的快消品行业，市场仍以多层渠道模式为主，但百威根据品牌档次划分选择扁平化的分销渠道甚至直销渠道模式，通过降低中间环节的销售费用来增加零售商的利润空间，进而强化经销商对百威英博产品的依赖度。渠道调研显示，当前百威亚太中国区各渠道占比分别为餐饮 35%/夜场 20%/传统 35%/KA5%/电商 5%，其中百威品牌各渠道占比分别为餐饮 30%/夜场 25%/传统 20%/KA15%/电商 10%。

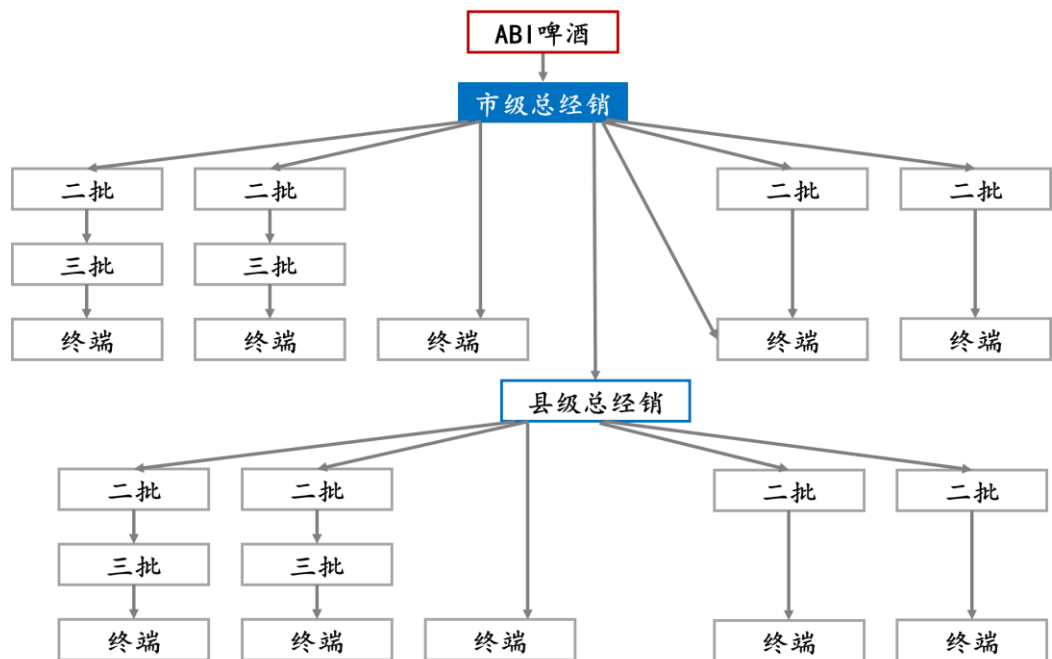
回顾百威英博自进入中国市场以来的发展轨迹，渠道端可谓“积跬步而致千里”，逐步构建起完备的经销体系。具体来看，百威在中国市场的布局可分为四个阶段：**1) 阶段一（1995-2003）**：1995 年百威在武汉设立公司，产能、渠道布局以武汉为中心。2002 年与青啤建立战略合作伙伴关系，并成为青啤第二大股东。**2) 阶段二（2003-2011）**：2004 年百威收购哈啤，逐步占据华北市场竞争优势；2008 年百威和英博合并，渠道整合后占据东南市场竞争优势；2009 年百威出售青啤股份。**3) 阶段三（2011-2018）**：2011 年启动核心城市战略，在北京、上海、深圳、广州、香港、成都 6 个核心城市运用大商制度买断夜场、高端餐饮等终端，抢占高端市场。2014 年进一步建立起深度分销系统，打造经销商、销售人员及物流配送的协同体系。当前在中国市场着力打造科罗娜、时代、福佳三大高端及超高端品牌，推动夜场及高端餐饮渠道拓展。**4) 阶段四（2018 至今）**：一方面通过精细化管理推动传统渠道下沉，将目标市场细分为更小的区域，加强总部的各项管理，从而确保经销商、零售商更贴近消费者；另一方面通过电商渠道构建以高端产品为主的直销电商体系。

图 8： 百威渠道模式变迁一览



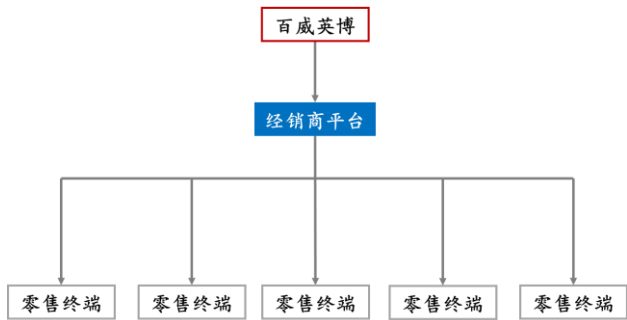
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9： 2008 年百威和英博合并后，采用传统的总经销+分销渠道模式



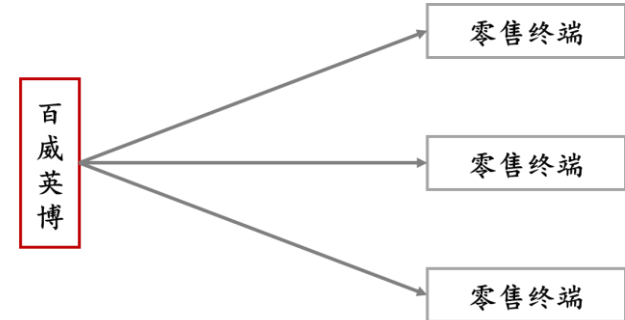
资料来源：《ABI啤酒营销渠道建设研究-刘欢》，川财证券研究所

图 10： 现阶段百威中低端产品主要渠道模式



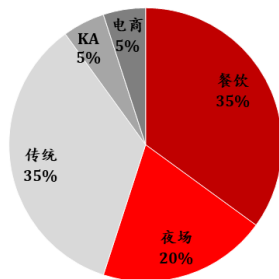
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 11： 现阶段百威高端产品主要渠道模式



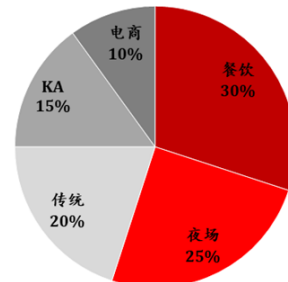
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 12： 现阶段百威亚太中国区渠道占比



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 13： 现阶段 Budweiser 销售渠道占比



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

1.2.2 华润啤酒渠道模式变迁一览

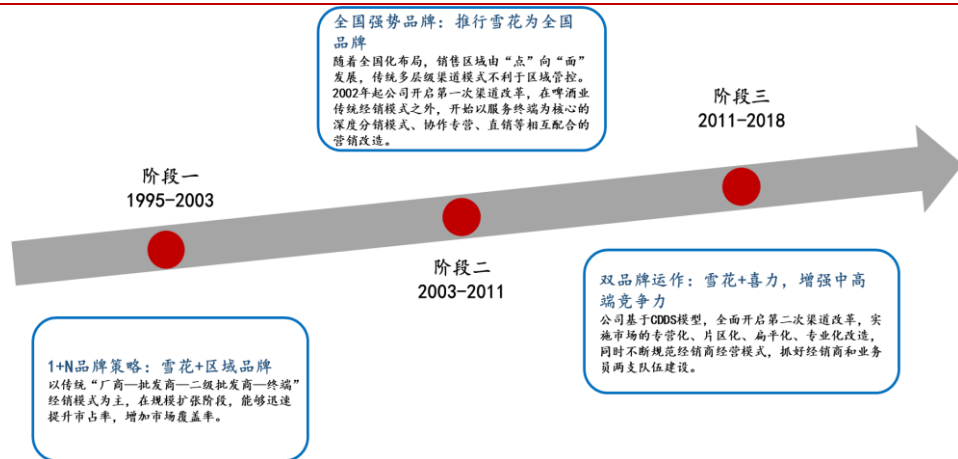
华润啤酒为国内大众啤酒领导者，通过擅长的并购整合操作逐步成为中国啤酒销量最大的企业，当前完成喜力中国区业务整合剑指高端化。探究华润啤酒历史渠道变迁，一方面将有助于探究大众啤酒运营的渠道模式；另一方面也有助于深度了解外延高端化的操作模式。渠道调研显示，当前华润啤酒各渠道占比分别为餐饮 40%/夜场 10%/流通 50%。

回顾华润雪花自成立以来的发展轨迹，深度分销服务战略发展，逐步占据国内啤酒销量第一的位置。具体来看，华润雪花的渠道变迁可分为三个阶段：**1) 阶段一（1993-2001）**：以传统“厂商—批发商—二级批发商—终端”经销模式为主，在规模扩张阶段迅速抢占市场。1993 年华润与原沈阳啤酒厂合作，成立沈阳华润雪花啤酒有限公司，并于 1996 年成为沈阳华润雪花的大股东。依托强大的资本实力，华润啤酒快速扩张，接连并购、控股 20 多家啤酒厂，并形成东北、四川优势市场。**2) 阶段二（2001-2017）**：全国化布局下销售区域由“点”向“面”发展，传统多层级渠道模式不利于区域管控，2002 年起公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

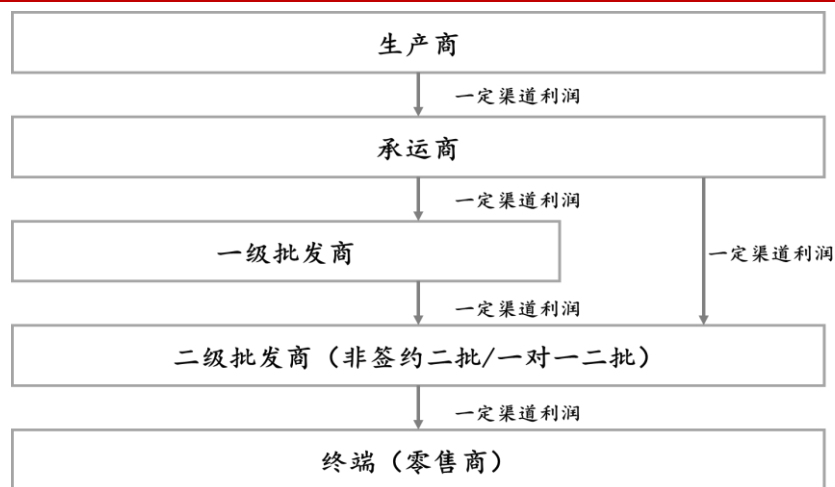
司开启第一次渠道改革，在传统渠道模式外，开始导入以服务终端为核心的深度分销模式、协作专营、直销等多元营销模式。2006 年华润啤酒成为销量第一的啤酒企业，此后一直保持领先地位。2015 年上市公司剥离所有非啤酒业务，并于 2016 年收购 SABMiller 持有华润雪花 49% 的股份。**3) 阶段三 (2017 至今)**：2018 年 6 月，华润雪花宣布启动全国“渠道二次改革”，计划用三年时间完成。“二次改造”的核心是 CDDS 模型，由渠道模式、分销管理模式、经销商经营模式和业务员工作模式构成。CDDS 模型能够进一步加强公司对终端的掌控力，持续巩固渠道壁垒优势。近年来公司不断优化产能、关厂提效，2016-2019 年分别关厂 2、5、13、7 家工厂，此外 2019 年收购喜力 3 家工厂后，共拥有 74 家工厂，未来将借助喜力国际品牌助力高端化进程。

图 14： 华润啤酒品牌、渠道模式变迁一览



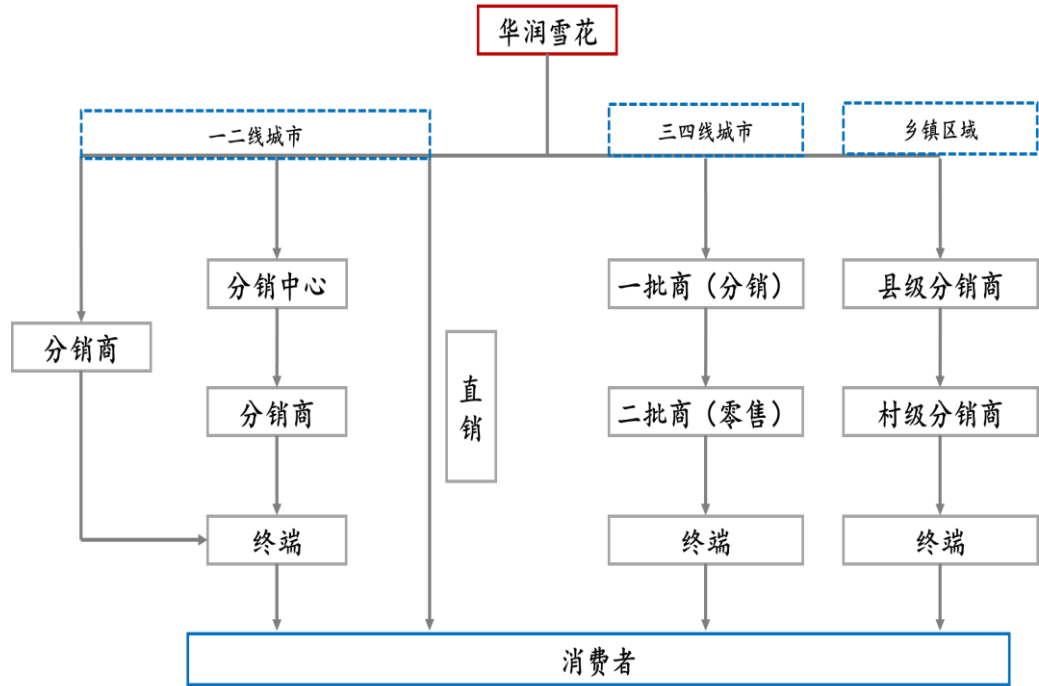
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 15： 在四川基地市场，华润雪花曾采取多层渠道模式抢占市场份额



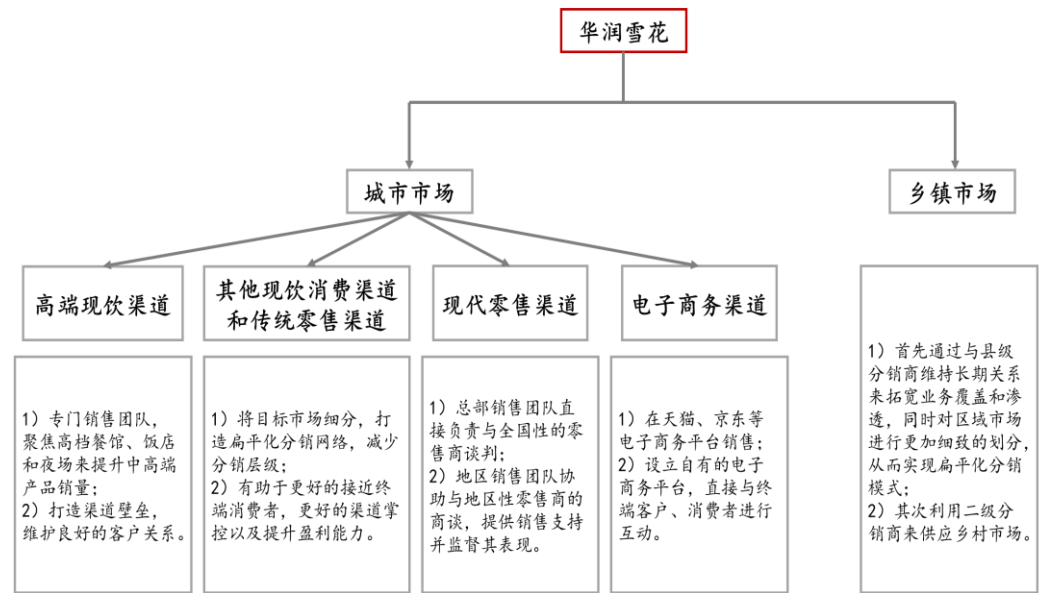
资料来源：《雪花啤酒营销渠道策略探析-高山》，川财证券研究所

图 16: 历经第一次渠道改革, 华润雪花率先形成纵深的渠道分销网络



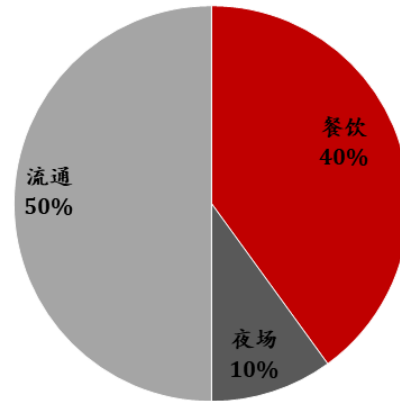
资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

图 17: 启动二次渠道改革, 华润雪花针对不同市场实施差异化策略



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

图 18： 现阶段华润啤酒渠道结构情况



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

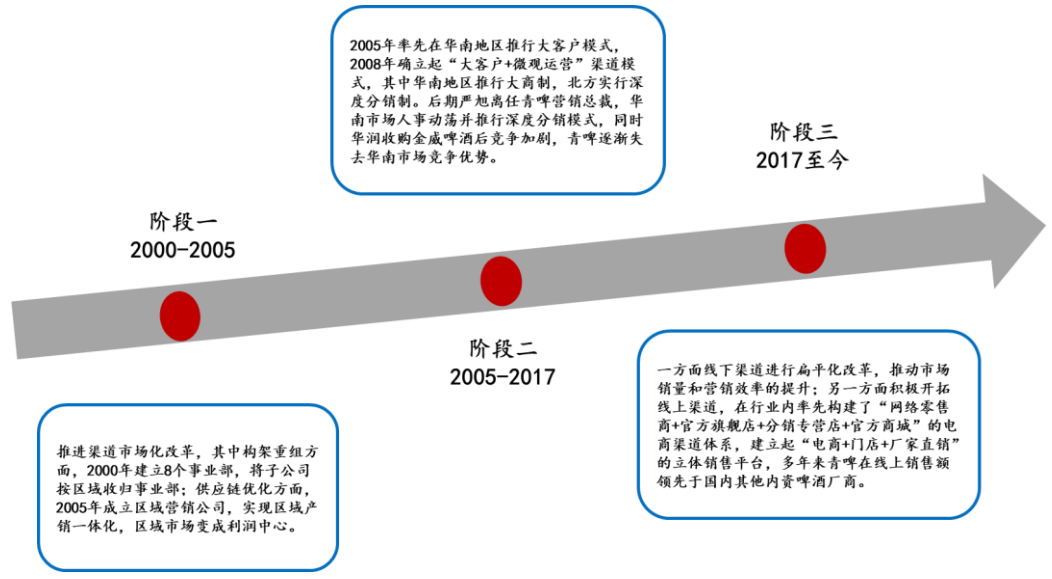
1.2.3 青岛啤酒渠道模式变迁一览

青岛啤酒为国内啤酒领导者，公司通过外延并购+内延升级保持国内啤酒领先地位。探究青岛啤酒历史渠道变迁，一方面将有助于探究大众啤酒运营的渠道模式；另一方面也有助于深度了解内延升级的操作模式。渠道调研显示，当前青岛啤酒各渠道占比分别为餐饮 50%/夜场 10%/流通 30%/KA10%。

回顾青岛啤酒自成立以来的发展轨迹，虽有所波折，但逐步理顺渠道打法，当前啤酒销量仅次于华润位列第二。具体来看，青岛啤酒的渠道变迁可分为三个阶段：**1) 阶段一（2000-2005）**：逐步推进渠道市场化改革，构架重组方面，2000 年建立 8 个事业部，将子公司按区域收归事业部；供应链优化方面，2005 年成立区域营销公司，实现区域产销一体化，区域市场变成利润中心。**2) 阶段二（2005-2017）**：2005 年率先在华南地区推行大客户模式；2008 年确立起“大客户+微观运营”渠道模式，其中华南地区推行大商制，北方实行深度分销制；2011 年华南销量 100 万吨，利润接近 7 亿，形成山东、陕西、广东三大基地利润市场；后期严旭离任青啤营销总裁，华南市场人事动荡并推行深度分销模式，同时华润收购金威啤酒后竞争加剧，青啤逐渐失去华南市场竞争优势。**3) 阶段三（2017 至今）**：一方面线下渠道进行扁平化改革，推动市场销量和营销效率的提升；另一方面积极开拓线上渠道，在行业内率先构建了“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系，上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”，建立起“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，近年来青啤在线上销售额领先于国内其他内资啤酒厂商。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

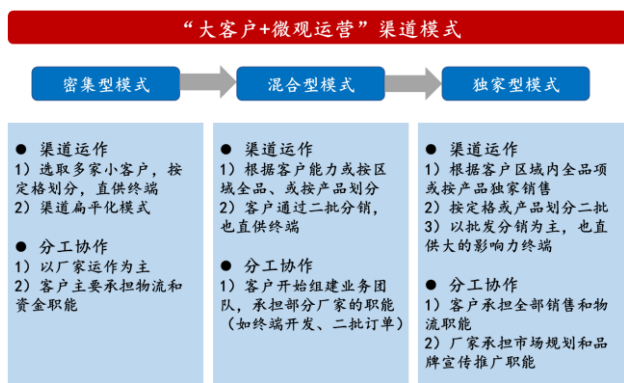
图 19： 青岛啤酒渠道模式变迁一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

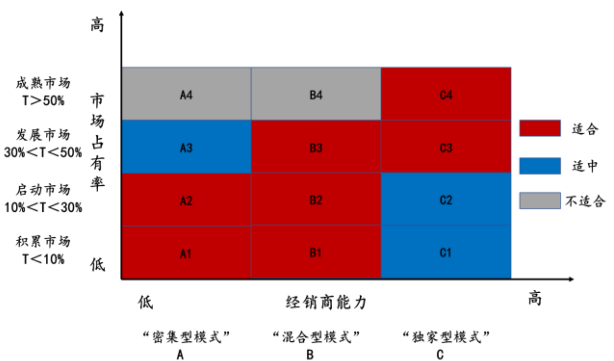
通过在全国市场不断深化和推广“大客户+微观运营”营销模式，青啤营销管理能力和对市场的掌控能力得到进一步提升。经过多年的探索，公司总结了“密集型”、“混合型”、“独家型”3种模式，根据区域市场、经销商能力以及产品类别的差异，在市占率小于10%的积累市场采取“密集型”运作模式，在市占率介于10%-50%之间的启动市场和发展市场采取“混合型”运作模式，在市占率超过50%的成熟市场采取“独家型”运作模式。

图 20： 青岛啤酒“大客户+微观运营”渠道模式



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

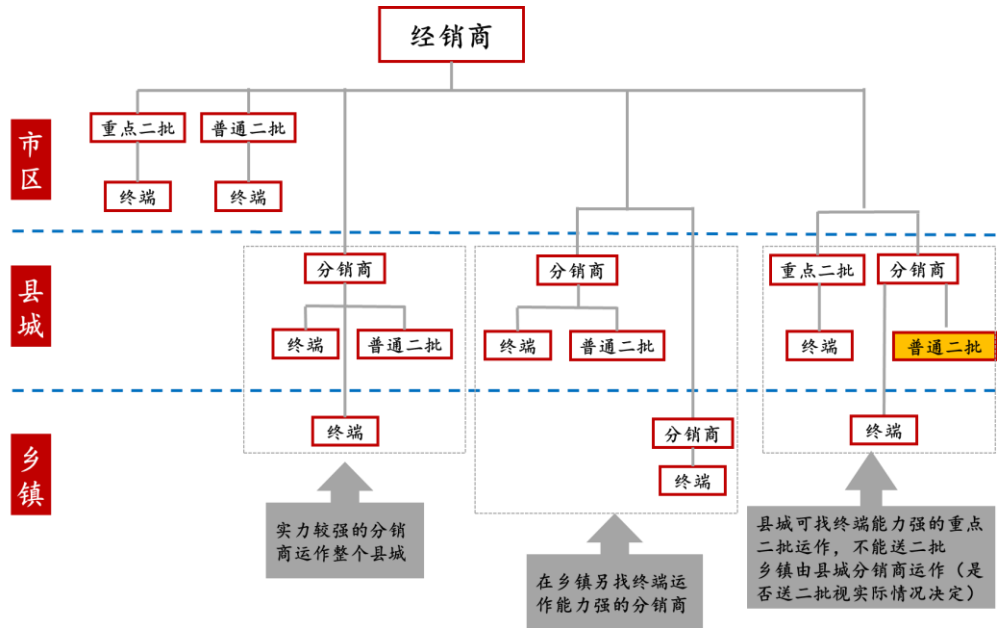
图 21： 青岛啤酒渠道运作模式选择



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

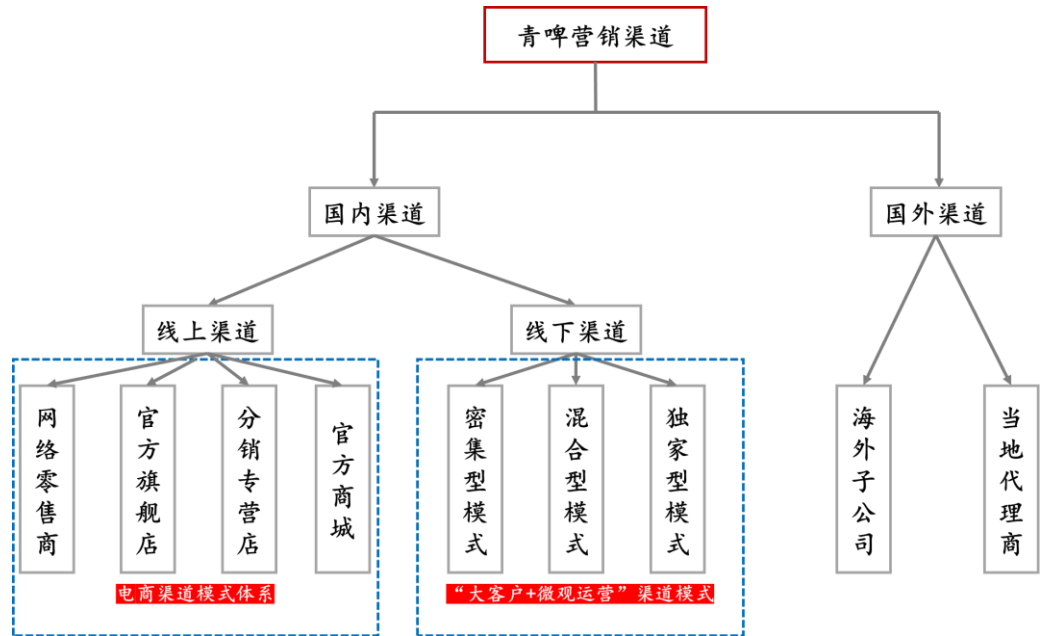
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22： 青岛啤酒独家型模式下的分销模式



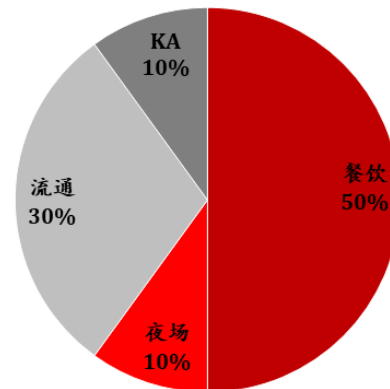
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 23： 现阶段青岛啤酒销售渠道模式



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 24： 现阶段青岛啤酒渠道结构情况



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

二、对标百威，未来行业高端化趋势下渠道变革启示

2.1 线上线下协同发展，独立运营高端品牌

线上渠道方面，电商助力啤酒渠道变迁持续推进，全面由商超、餐饮、夜场等线下渠道向线上渠道延伸，已成为啤酒渠道变革的一大热点。啤酒头部厂商正积极完善销售渠道，在优化传统营销渠道的基础上，不断提升电商营销质量。

从当前线上渠道的运营情况来看，百威通过构建以高端产品为主的直营电商体系大获成功。在经过大量市场调研后，百威在 2014 年切入电商市场，开设线上啤酒旗舰店；2015 年成立电商事业部，主要运营在天猫、京东开设的旗舰店，其中百威、科罗娜、福佳、哈尔滨啤酒均开设独立线上旗舰店，未来将持续投资新电商平台。

华润积极拥抱新零售，未来线下渠道优势有望成为电商渠道增长的源动力。2018 年华润雪花与京东正式签署全面战略合作协议：1) 未来京东和华润雪花将通过品牌共建、资源共享、渠道扩展、京东物流等合作，持续打造用户的极致体验，使华润雪花啤酒无界零售提升到新高度，步入消费升级快车道；2) 京东将从集团层面给予重点资源倾斜，制定年度营销规划，通过概念化内容营销、无界零售，智能化体验；3) 以京东大数据和人工智能技术平台为基础，全面把大数据开放给华润雪花啤酒，用于双方营销转型，新品开发，以及未来消费趋势研究；4) 针对华润雪花啤酒影响薄弱区域，京东发挥覆盖全国的客资源、物流配送、线下区域营销、大客户资源等优势，紧密配合酒厂做好市场开拓与布局。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

青啤积极开拓线上渠道，对比其他内资啤酒厂商线上渠道具备显著优势。公司加快了营销创新和渠道创新，加大数字化营销工作力度，不断完善“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的立体式电商渠道体系，多渠道满足互联网时代消费者的购买需求和消费体验。

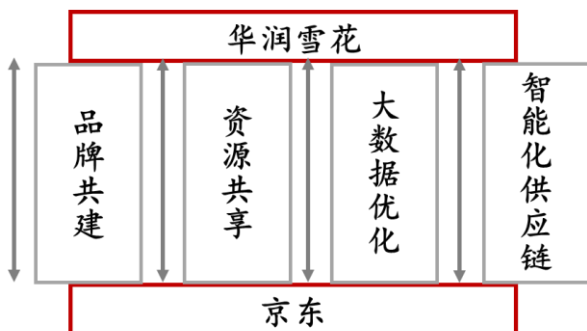
阿里渠道数据显示，从2019年阿里线上渠道销量市占率来看，百威亚太中国区主要产品矩阵合计市占率37.31%（其中哈尔滨品牌市占率13.81%，百威品牌市占率13.67%，科罗娜品牌市占率5.42%，福佳品牌市占率4.40%），青岛啤酒市占率14.76%，雪花市占率8.53%，燕京市占率1.46%；从销售额市占率来看，百威亚太中国区主要产品矩阵合计市占率30.65%（其中百威品牌市占率12.22%，哈尔滨品牌市占率7.79%，科罗娜品牌市占率5.46%，福佳品牌市占率5.17%），青岛啤酒市占率13.97%，雪花市占率3.40%，燕京市占率1.40%。

图 25： 百威构建以高端产品为主的直销电商体系



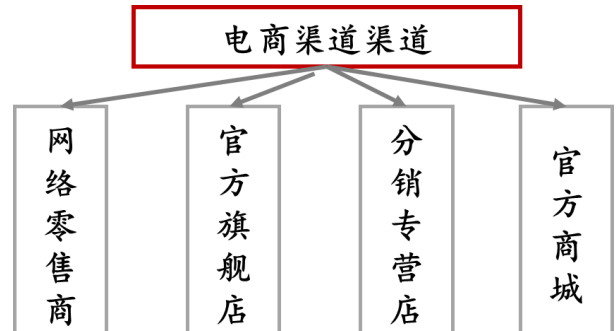
资料来源：天猫、京东旗舰店，川财证券研究所

图 26： 华润雪花与京东达成新零售战略合作



资料来源：公司公告，川财证券研究所

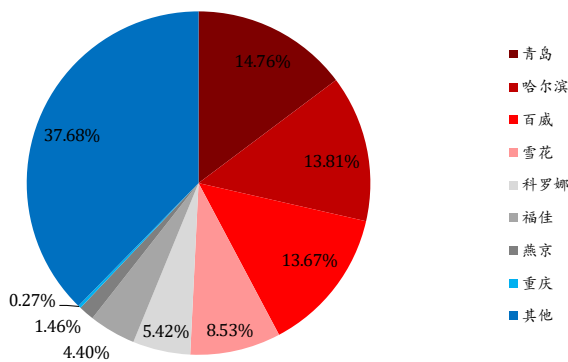
图 27： 青啤立体式电商渠道体系



资料来源：公司公告，川财证券研究所

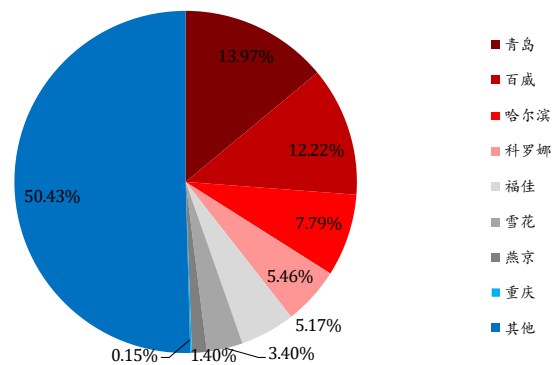
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 28： 2019 年阿里线上渠道销量市占率



资料来源：淘数据，川财证券研究所

图 29： 2019 年阿里线上渠道销售额市占率



资料来源：淘数据，川财证券研究所

线下渠道方面，头部厂商一方面通过渠道深度分销贴近消费者，另一方面通过开设终端酒吧直接创造需求。历史来看，中国消费市场与欧美市场消费习惯不一样，国内啤酒消费主要是聚焦的时候饮用，但欧美主要是通过酒吧消费为主。但当前随着啤酒市场已步入高端升级阶段，头部厂商纷纷推出精酿啤酒，并通过开设终端酒吧来创造市场。以百威英博为例，2017 年百威旗下 (ZX Ventures) 先后收购上海精酿啤酒酒吧开巴、上海精酿啤酒餐吧拳击猫 (Boxing Cat)；2018 年在武汉设立先进的精酿啤酒酿造厂。此外，青啤坚持以消费者为中心，通过时尚个性化的设计、快乐的啤酒文化、亲情化的和谐氛围、高品质的生活方式，为消费者打造家门口的“第二客厅”——TSINGTAO1903 活力酒吧。截至 2019 年底 TSINGTAO1903 活力酒吧已在全国布局 11 个城市，开设 50 家门店。未来青啤将在全国建立 100 个 1903 酒吧，当前青岛大本营地区的 10 个旗舰店已开始逐步运营，未来将依托在各个城市的生产厂，将最新鲜的原浆、纯生供应 1903 酒吧，充分发挥青啤的品牌优势，创造市场、创造消费。

图 30： 百威英博收购精酿啤酒酒吧——开巴



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 31： 百威英博收购精酿啤酒餐吧——搏击猫



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 32: 青岛啤酒 1903 酒吧



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

图 33: 华润雪花露天酒吧

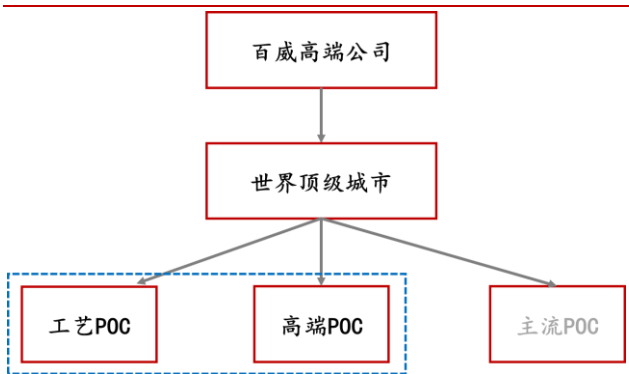


资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

而线上线下高端产品成功运营的背后, 离不开组织架构的创新支持。未来在高端化趋势下, 高端啤酒运营模式与大众啤酒略有不同, 需要专门的组织架构进行运营支撑, 可借鉴百威啤酒的高端公司框架模式。

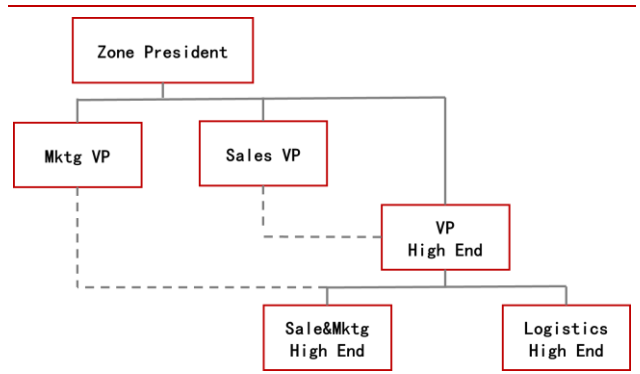
百威高端公司主要构建策略为“Outside-In”。Outside 主要指公司聚焦于目标市场中的高端消费渠道 (包括精酿啤酒消费渠道); In 主要指公司运营主要由专业化的团队和架构负责。对外营销渠道方面, 百威在全球顶级城市中心布局最高端的 POCs, 如工艺啤酒酒吧、夜场、高级餐厅等。对内组织管理方面, 高端公司由资深且经验丰富的领导管理, 具有特殊独立的组织管理架构, 比如独立的市场、销售及物流部门, 同时避免不必要的重叠。其中产品组合策略符合市场成熟度模型, 通过百威、科罗娜、时代、福佳、鹅岛等品牌矩阵协同, 最大化满足高端消费需求。

图 34: 百威高端公司终端布局



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

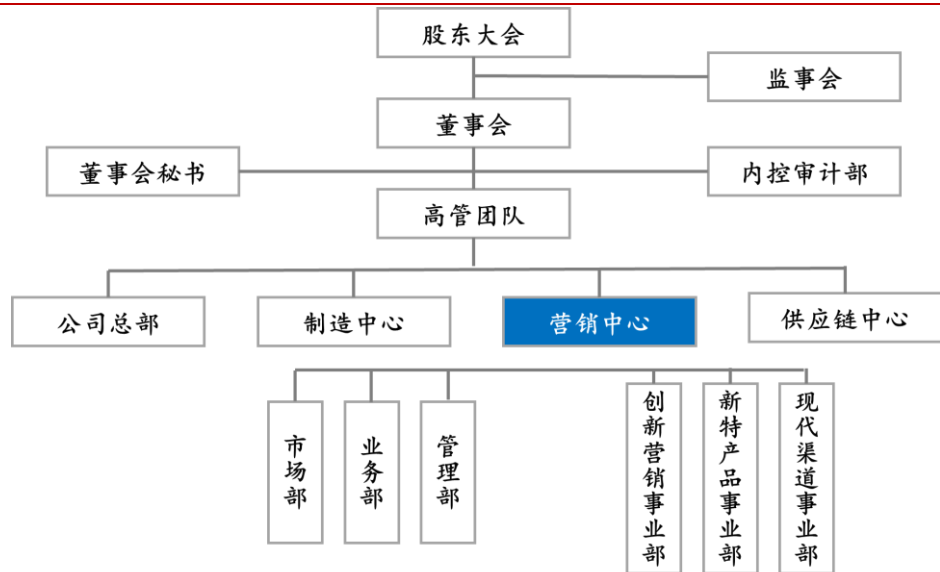
图 35: 百威高端公司特殊架构



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

当前华润、青啤开始向高端餐饮、夜店等消费场景倾斜资源。华润雪花方面，高端化发展使得客户渠道也发生了改变，公司将分类、分级地发展大客户、优质高端的经销商，推动喜力国际品牌以及雪花中国高端品牌的发展。一方面立足于雪花啤酒现在的广大经销商来进行赋能、进行改造，使之变大变强，增强竞争力，另一方面对其他市场上能力强、有资金、有意愿的经销商，经筛选和评价之后纳入经销商体系。青岛啤酒方面，公司通过建立一对一的专业团队去进行高端酒子品牌的维护，进行渠道精细化管理，同时重点品牌的专门项目部还可以直接申请到总部的资源支持。组织架构上采取以营销中心、制造中心和供应链中心平级的扁平化模式，有助于各部门协调和专业化发展。公司除分设市场部、业务部、管理部、特渠部以外，还成立专门的创新营销事业部、新特产品事业部、现代渠道事业部，专注新特产品研发和新渠道挖掘，探索新市场空间和商业模式，区别于代表青啤主流产品、主流渠道的传统部门两者之间竞合发展有助于激活整个机制。

图 36： 青岛啤酒组织架构一览



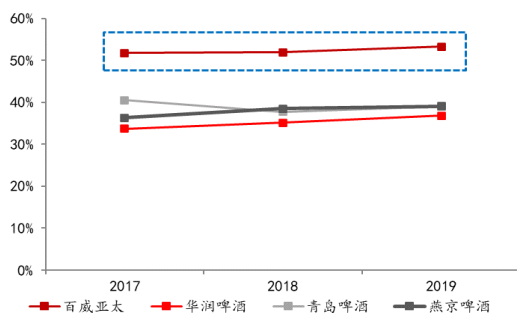
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 财务视角下，探究啤酒高端化操作模式

百威通过高毛利率、高费用投放树立品牌形象，占据高端啤酒制高点。从财务视角来看，百威毛利率水平、销售费用投放都处于行业领先水平，毛利率方面，17-19年百威亚太平均毛利率为52.31%，显著高于华润啤酒的35.24%、青岛啤酒的39.07%、燕京啤酒的37.97%；销售费用率方面，17-19年百威亚太平均销售费用率为29.62%，亦显著高于华润啤酒的17.09%、青岛啤酒的19.50%、燕京啤酒的12.95%。高毛利、高费用投放模式下，百威整体盈利能力亦处于行业领先地位，净利率方面，17-19年百威亚太平均净利率为12.44%，显著高于华润啤酒的3.61%、青岛啤酒的6.01%、燕京啤酒的1.94%；EBITDA Margin方面，17-19年百威亚太平均EBITDA Margin为28.56%，亦显著高于华润啤酒的11.27%、青岛啤酒的11.41%、燕京啤酒的10.79%。

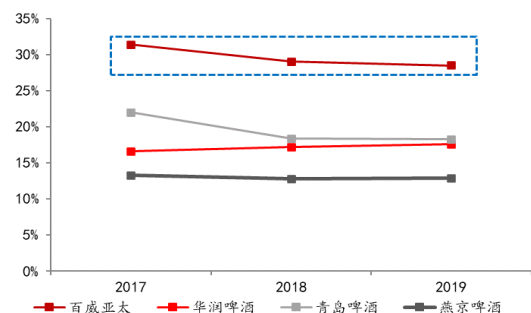
啤酒行业以高周转著称，但百威亚太受商誉占资产比重较高影响，整体资产周转率相对更低，但具体拆分后百威亚太真实周转率仍处于行业领先水平。从存货周转率角度来看，百威亚太、青岛啤酒处于行业领先地位，其中百威亚太存货包括酿酒厂及经销中心的原材料、在制品及制成品，公司设有一个ERP系统已追踪进出存货，此系统可及时监察存货水平以维持充足的原材料及制成品水平；青岛啤酒存货年度数据与预收款同步明显提升，说明经销商通过先款后货方式进行结算，体现青啤渠道话语权较强。从应收账款周转率角度来看，百威亚太受结算方式影响相对更低，其中青啤大部分的国内销售以预收款的方式进行，其余销售则以信用证或银行承兑汇票的方式或者给予经销商30-100天的信用期；百威亚太应收款项为日常业务中出售商品后应收客户的金额，一般在30天内偿付。

图 37： 百威毛利率水平远超其他啤酒企业



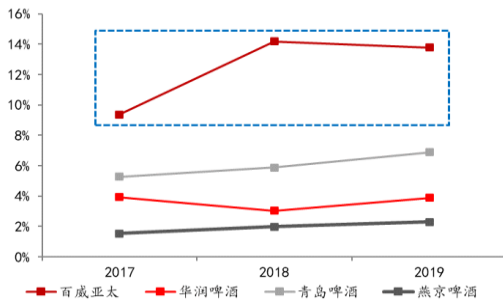
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38： 百威销售费用率处于相对高位



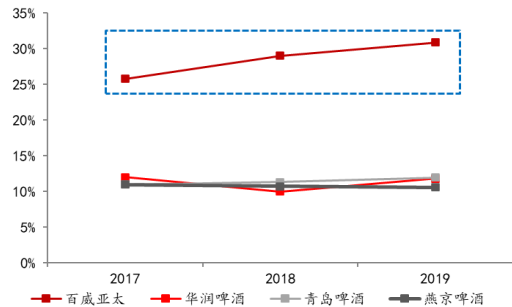
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39: 百威净利率水平远超其他啤酒企业



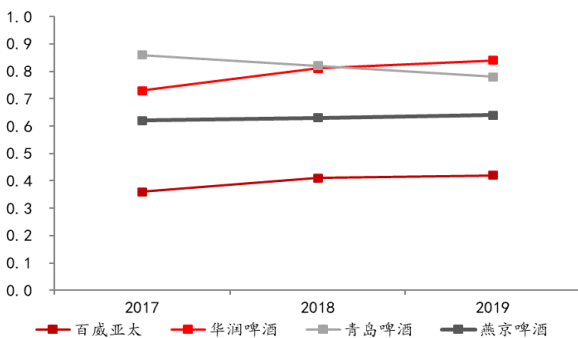
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 40: 百威 EBITDA Margin 远超其他啤酒企业



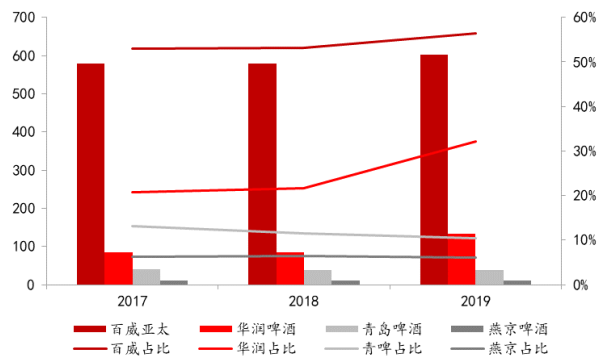
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 41: 百威资产周转率水平相对较低



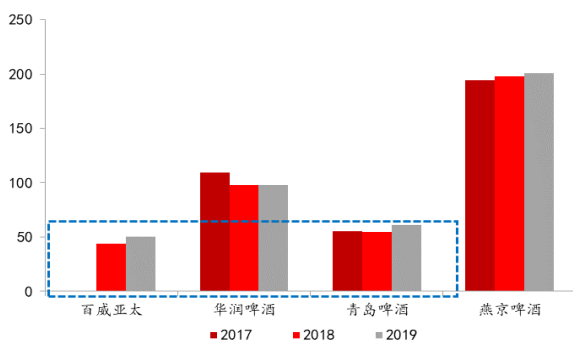
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 42: 百威商誉占比较高, 影响资产周转率



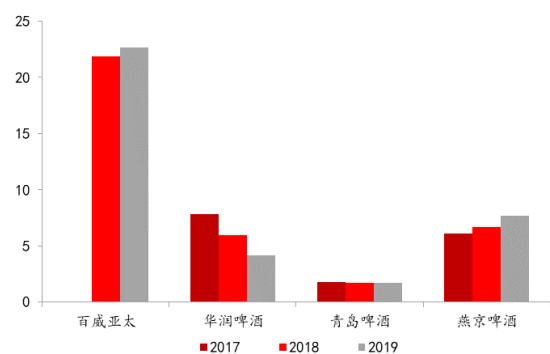
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 43: 百威、青啤存货周转天数处于领先地位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 44: 百威应收账款周转天数相对较高



资料来源: Wind, 川财证券研究所

投资建议

历史来看，啤酒行业已先后经历了市场扩容期、第一轮市场整合期、第二轮市场整合期，当前头部企业各据基地市场，未来的核心竞争力为高端产品矩阵和优质渠道布局，两者之间是矛与盾的依存关系，协同发力才能抢占行业制高点。通过复盘百威、华润、青啤渠道变迁史，发现渠道模式逐步从单一转变为多元化。对标百威，未来行业高端化趋势下渠道变革有两大启示：一是线上线下协同发展，独立运营高端品牌；二是通过高毛利率、高费用投放树立品牌形象，占据高端啤酒制高点。

从投资角度来看，一方面头部厂商各据基地市场，大本营市场的渠道壁垒将有助于高端化的稳步推行；另一方面头部厂商在高端领域具备品牌、资金等先发优势，线上线下协同有助于优化并创造需求，未来仍将呈现马太效应下的强者恒强，推荐关注：青岛啤酒、华润啤酒。

表格 5. 相关标的估值一览

日期	2020/06/28	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		EV/EBITDA	
				20E	21E	21E	22E	21E	22E
1876.HK	百威亚太	22.3	2953.3	0.53	0.71	42.1	31.4	20.4	16.9
0291.HK	华润啤酒	43.2	1401.5	0.81	1.20	53.3	36.0	26.6	20.5
600600.SH	青岛啤酒	72.2	835.8	1.44	1.77	50.0	40.9	26.3	22.2
600132.SH	重庆啤酒	67.6	327.0	1.08	1.31	62.8	51.5	46.2	38.9
000729.SZ	燕京啤酒	6.7	188.6	0.08	0.11	88.5	60.5	17.7	15.8
002461.SZ	珠江啤酒	9.5	211.2	0.24	0.27	39.8	35.5	30.3	26.9
平均值						56.1	42.6	27.9	23.5

资料来源：Wind，川财证券研究所，股价截止时间为 2020 年 06 月 28 日（其中百威亚太、华润啤酒币种为港币，青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒币种为人民币）

风险提示

宏观经济及居民收入波动风险

食品饮料行业受居民可支配收入影响，短期宏观经济与居民收入波动可能影响行业景气程度。

重大食品安全事件的风险

消费者对安全事件的敏感性较高，如发生重大食品安全事件，消费者对公司信心将在短期内出现明显下滑，造成业绩不及预期。

原材料价格波动风险

农产品价格波动对食品饮料行业影响较大，若原材料价格短期内迅速增长，将造成业绩不及预期。

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004