



核心观点

❖ 匠心工艺铸就好产品，精酿打开品类升级天花板

啤酒的生产工艺流程主要分为糖化、发酵、过滤、包装 4 个部分，主要头部酒企酿造工艺相似，但在不同工序又掌握属于自身的独特秘诀：**1) 百威啤酒**（山毛榉木助清爽，严谨工艺造精品）；**2) 华润啤酒**（动态煮沸麦汁优，一致工艺稳品质）；**3) 青岛啤酒**（低温慢熟周期长，独特工艺显匠心）。啤酒厂商在经历了市场扩容期、第一轮市场整合期、第二轮市场整合期后，当前已步入高端机遇期，主要啤酒厂商纷纷布局精酿啤酒市场，逐步打开品类升级天花板。

❖ 复盘历史，主要啤酒厂商成功打造高端产品矩阵

纵观各个啤酒厂商的产品矩阵变迁史，只要契合自身实际情况、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) 百威啤酒（3G 资本助扩张，持续外延并购）**：阶段一（1989-2004）区域性扩张，InBev 的诞生；阶段二（2005-2016）百威英博横空出世，打造百威、时代、科罗娜、福佳高端矩阵；阶段三（2017 至今）内部结构升级，外部积极布局精酿啤酒。**2) 华润啤酒（前期内增发力，后期携手喜力）**：阶段一（1993-2004）区域性扩张，雪花品牌的诞生；阶段二（2005-2012）聚焦中档雪花勇闯天涯，形成全国化战略布局；阶段三（2013 至今）产品结构升级，携手喜力打造“4+4”高端产品矩阵。**3) 青岛啤酒（聚焦内生增长，力争品牌升级）**：阶段一（1993-2003）青啤上市，逐步聚焦“1+3”品牌战略；阶段二（2012-2016）战略聚焦“1+1+N”品牌，持续打造高端产品矩阵；阶段三（2017 至今）强化“1+1”品牌核心地位，布局超高端 IPA 精酿。

❖ 对标百威，未来高端啤酒领域竞合博弈路径分析

百威英博在中国市场高端化策略的成功主要依托两大关键因素：丰富的高端品牌矩阵及大单品运营策略、分品牌精准渠道定位及营销能力。本篇从产品端来看，“多品牌矩阵+大单品策略”成就百威高端王者。

百威作为高端啤酒领导者，其中超高端品牌时代、科罗娜、福佳等体量约 20 万吨，而核心放量区仍为 7-10 元高端价格带，百威经典大单品贡献超过 200 万吨体量。未来竞争格局来看，华润雪花携手喜力形成的“4+4”高端产品矩阵有望直接与百威抗衡，并通过喜力星银/经典+勇闯天涯 SuperX 持续放量抢占市场份额；青岛啤酒则通过持续研发推出 IPA 精酿、琥珀等超高端产品来提升品牌力，并重点聚焦青岛纯生大单品持续放量来提升市场份额。

❖ **投资策略**：从投资角度来看，头部厂商加快品牌升级并持续丰富高端产品矩阵，品牌协同渠道持续发力，未来仍将呈现马太效应下的强者恒强，建议关注：青岛啤酒、华润啤酒。

风险提示：宏观经济及收入波动风险；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	2020/07/23

📌 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、匠心工艺铸就好产品，精酿打开品类升级天花板	4
二、复盘历史，主要啤酒厂商成功打造高端产品矩阵	8
2.1 百威啤酒：3G 资本助扩张，持续外延并购	8
2.2 华润啤酒：前期内增发力，后期携手喜力	9
2.3 青岛啤酒：聚焦内生增长，力争品牌升级	10
三、对标百威，未来高端啤酒领域竞合博弈路径分析	12
3.1“多品牌矩阵+大单品策略”成就百威高端王者	12
3.2 对标百威，未来华润、青啤高端化路径探究	15
3.2.1 华润啤酒：双品牌协同，打造喜力+SuperX 大单品	16
3.2.2 青岛啤酒：小众高端升级造势，聚焦纯生大单品	20
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1:	啤酒生产工艺流程.....	4
图 2:	啤酒头部厂商产品矩阵一览.....	5
图 3:	中国精酿啤酒销量持续提升.....	6
图 4:	对标美国, 中国精酿啤酒提升空间较大.....	6
图 5:	百威英博收购精酿啤酒酒吧——开巴.....	7
图 6:	百威英博收购精酿啤酒餐吧——搏击猫.....	7
图 7:	华润雪花露天酒吧.....	7
图 8:	青岛啤酒 1903 酒吧.....	7
图 9:	百威高端产品矩阵历史沿革.....	9
图 10:	华润高端产品矩阵历史沿革.....	10
图 11:	青啤高端产品矩阵历史沿革.....	11
图 12:	百威品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别.....	12
图 13:	百威英博产品矩阵涵盖高端及超高端、核心及核心+、实惠三大类别.....	13
图 14:	并购科罗娜后全球销量稳步提升.....	13
图 15:	高端公司收入增速远高于百威英博整体.....	13
图 16:	百威品牌内部升级路径.....	14
图 17:	百威不断创新产品包装.....	14
图 18:	高档啤酒占比持续提升.....	15
图 19:	高档啤酒市场竞争格局.....	15
图 20:	百威、华润、青啤高端产品结构一览.....	16
图 21:	华润整合喜力后形成“4+4”高端产品矩阵, 未来将与百威直接抗衡.....	17
图 22:	高端啤酒领域华润与百威竞合博弈分析.....	17
图 23:	勇闯天涯与纯生系列品牌升级.....	18
图 24:	雪花主要中高档啤酒品牌一览.....	18
图 25:	喜力与百威均为全球知名品牌.....	19
图 26:	西欧地区喜力市占率领先百威.....	19
图 27:	对于青啤而言, 小众高端矩阵立势能、聚焦打造纯生大单品.....	20
图 28:	高端啤酒领域青岛与百威竞合博弈分析.....	21
表格 1.	主要头部厂商啤酒酿造工艺对比一览.....	5
表格 2.	精酿啤酒与工业啤酒对比分析.....	6
表格 3.	主要啤酒厂商加紧布局精酿啤酒.....	7
表格 4.	百威高端产品矩阵一览.....	13
表格 5.	华润、青岛、百威产品结构一览.....	15
表格 6.	喜力经典、喜力星银与百威经典产品对比一览.....	19
表格 7.	百威经典与青岛纯生产品对比一览.....	21
表格 8.	相关标的估值一览.....	22

一、匠心工艺铸就好产品，精酿打开品类升级天花板

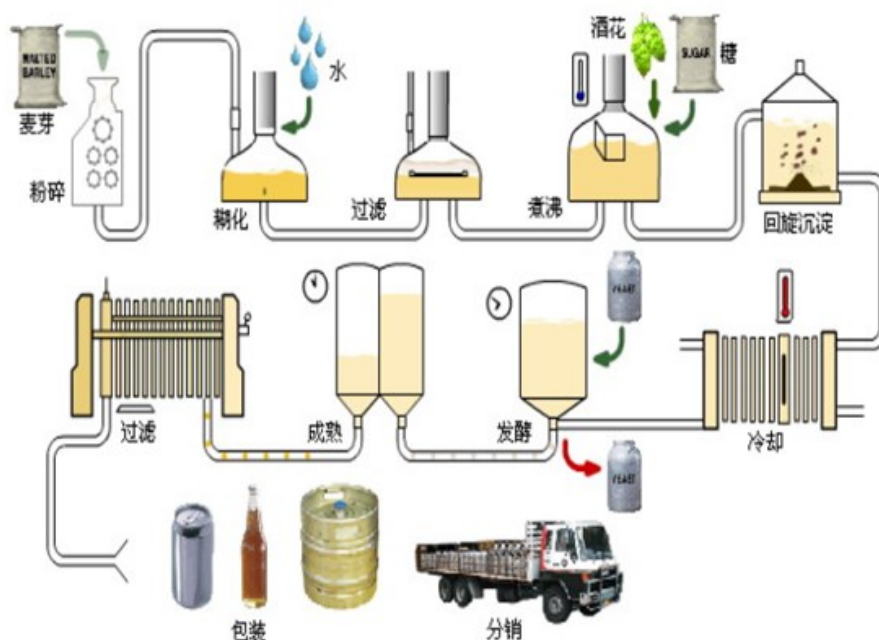
啤酒的生产工艺流程主要分为糖化、发酵、过滤、包装 4 个部分，主要头部酒企酿造工艺相似，但在不同工序又掌握属于自身的独特秘诀。

百威啤酒（山毛榉木助清爽，严谨工艺造精品）：百威啤酒精选质量最佳的纯天然原料，苛守 140 年严谨酿造工艺，通过自然发酵、低温储藏而酿成，整个酿造过程需要 30 天。此外在发酵过程中，又使用数百年传统的山毛榉木发酵工艺，使啤酒格外清爽纯正。

华润啤酒（动态煮沸麦汁优，一致工艺稳品质）：酿造过程中的煮沸环节，雪花啤酒采用的是动态煮沸工艺，让煮沸锅里每一最小立方单位的麦汁均匀地在瞬间达到沸点，反复五次使麦汁达到最优状态。雪花啤酒的生产设备全国统一，工艺和质量控制标准全国统一，各地技术人员接受国外酿酒师技术专业培训，一致的酿造工艺方可酿造出稳定一致的优质啤酒，从而保证了雪花品质如一。

青岛啤酒（低温慢熟周期长，独特工艺显匠心）：青啤传承德式酿造传统，采用独特的“两段法低温慢熟”工艺，整个酿造过程需要 40 天。青啤酿造工序及技术构成其核心竞争力之一，是青岛啤酒得以在国内众多啤酒厂商中脱颖而出的关键因素。

图 1：啤酒生产工艺流程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 主要头部厂商啤酒酿造工艺对比一览

啤酒品牌	酿造工艺特点	保鲜技术	平均发酵周期
百威啤酒	精选质量最佳的纯天然原料，通过自然发酵、低温储藏酿造而成；后酵阶段在后酵罐中添加山毛榉木沉积酵母，使啤酒格外清爽纯正。	聚合物啤酒桶系统PureDraught	30天
华润啤酒	煮沸环节采用动态煮沸工艺，让煮沸锅里每一最小立方单位的麦汁均匀地在瞬间达到沸点，反复五次使麦汁达到最优状态；雪花啤酒生产设备、工艺和质量控制标准全国统一，并采用统一管理和统一扩培工艺得到性能稳定的酵母。	微生物PCR检测、ESR新鲜度控制技术	20天
青岛啤酒	传承德式酿造传统，采用现代一罐装酿造工艺和独特的“两段法低温慢熟”技术酿造而成。	吸氧瓶盖、二次发酵、微生物杂质去除等技术	40天

资料来源：公司官网，川财证券研究所

啤酒厂商在经历了市场扩容期、第一轮市场整合期、第二轮市场整合期后，当前已步入高端机遇期。近年来国内厂商华润、青啤积极向中高端进军，而百威、嘉士伯等以高端品牌为主的外来厂商采取防御战略，当前主要啤酒厂商均形成涵盖高、中、低档产品矩阵，以满足终端消费者的多元化需求。

图 2：啤酒头部厂商产品矩阵一览



资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

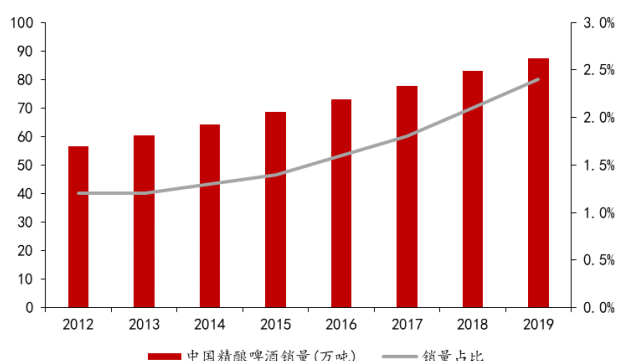
高端化趋势下，主要啤酒厂商纷纷布局精酿啤酒市场，虽起步较晚但发展潜力巨大，逐步打开品类升级天花板。对比来看，精酿啤酒主要采用艾尔工艺上层发酵，麦芽浓度高、风味浓郁，在新鲜度和口味多样化上更胜一筹，成为高端啤酒市场的代表产品。当前精酿啤酒在国内核心城市得到更多年轻人的青睐，需求旺盛带动精酿啤酒市场持续扩容，精酿啤酒厂商从2012年的7家快速增加到2018年的848家，同期精酿啤酒销量从56.7万吨增加到87.9万吨。但对比美国精酿啤酒13%的销量占比，中国销量占比2.4%的精酿啤酒市场仍处于快速成长期。当前主要啤酒厂商也加快布局精酿啤酒市场，其中百威2017年先后收购精酿啤酒酒吧开巴、精酿啤酒餐吧拳击猫；华润借助与喜力的联手，拿到了多个精酿品牌资源；青岛推出IPA精酿、经典1903。

表格 2. 精酿啤酒与工业啤酒对比分析

类别	精酿啤酒	工业啤酒
原料	主要原料：水、麦芽、啤酒花、酵母 不添加任何人工添加剂，常使用上等原料	主要原料：水、麦芽、啤酒花、酵母 常用大米、玉米和淀粉等低成本原料取代麦芽
口感	麦芽浓度高，风味浓郁	麦芽浓度低，口味清淡
发酵工艺	多为艾尔工艺，酵母在发酵罐顶端工作，浮在酒液上方，发酵温度一般控制在10-20℃。发酵罐通常较小，发酵结束后不进行过滤和杀菌处理	多为拉格工艺，酵母在发酵罐底部工作，沉在酒液下方，发酵温度一般控制在10℃以下，发酵罐较大，发酵结束后通常采用过滤和巴氏杀菌，增加啤酒的货架期
发酵时间	可长达2个月左右	一般为7天左右
保质期	保质期较短，几十天	保质期较长，普遍为1-2年
生产规模	小	大

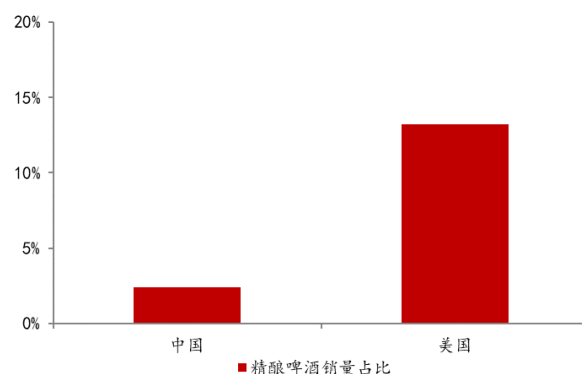
资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 3：中国精酿啤酒销量持续提升



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 4：对标美国，中国精酿啤酒提升空间较大



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

表格 3. 主要啤酒厂商加紧布局精酿啤酒

公司	布局精酿啤酒举措
百威英博	百威英博主打鹅岛 IPA、312 小麦艾尔和 Honker 艾尔三款精酿啤酒； 2017 年百威旗下（ZX Ventures）先后收购比利时风味的精酿啤酒酒吧开巴、 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；
华润雪花	借助与喜力的联手，华润雪花拿到了多个精酿品牌资源；
青岛啤酒	推出 IPA 精酿啤酒和经典 1903 等
燕京啤酒	推出燕京八景精酿啤酒
珠江啤酒	全新研发 IPA、皮尔森、红色艾尔、果汁啤酒等多款特色精酿啤酒
嘉士伯、重庆啤酒	2019 年嘉士伯宣布入股精酿啤酒企业京 A

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 5：百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 6：百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 7：华润雪花露天酒吧



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 8：青岛啤酒 1903 酒吧



资料来源：公司官网，川财证券研究所

二、复盘历史，主要啤酒厂商成功打造高端产品矩阵

2.1 百威啤酒：3G 资本助扩张，持续外延并购

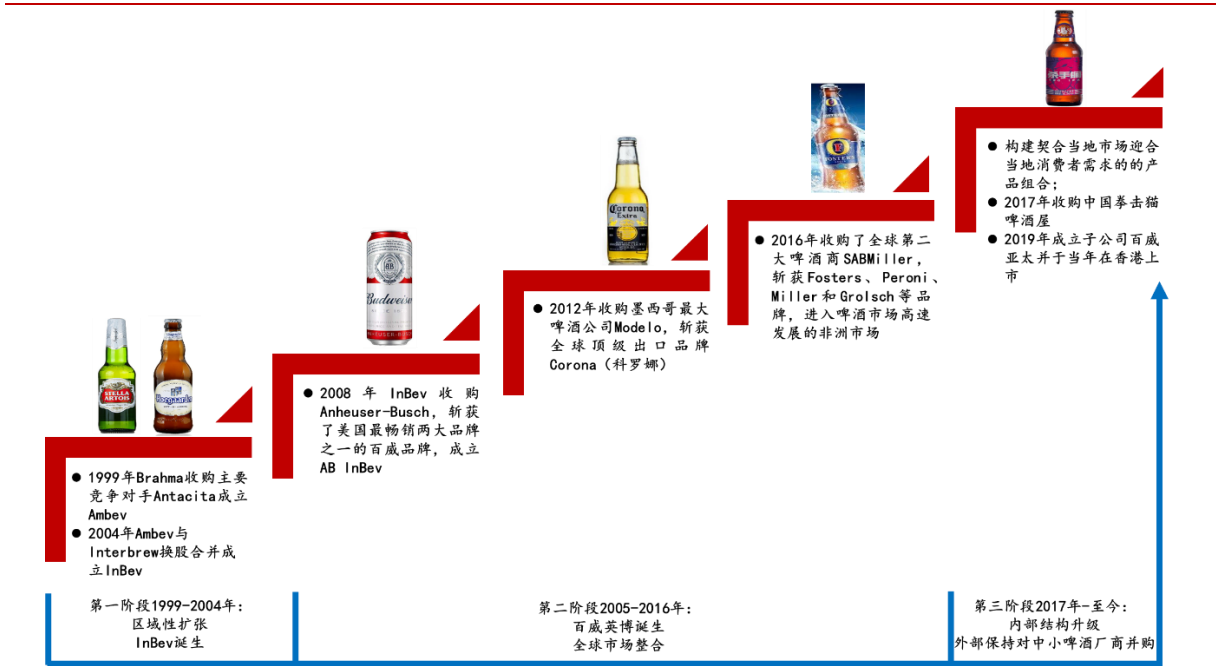
阶段一（1989-2004）：区域性扩张，InBev 的诞生。百威集团历史起源可以追溯到 80 年代巴西最大啤酒商 Brahma。1989 年 3G 资本收购深陷危机的 Brahma，1999 年 Brahma 收购主要竞争对手 Antacita 成立 Ambev。此次收购巩固了 Ambev 在巴西的绝对龙头地位并使其成为全球第五大啤酒制造商。随后，Ambev 收购阿根廷 Quilmes 啤酒厂，成为南美最大啤酒制造商。2004 年，Ambev 在 3G 资本创始人的促使下与全球第三大啤酒制造商比利时 Interbrew 换股合并，成立新公司 InBev 即英博集团。合并后的 InBev 集合了 Interbrew 在欧洲市场的优势以及 Ambev 在南美市场的优势，在全球超过 20 个国家市场占有率位居 Top2，包揽了巴西前三大品牌 Skol、Brahma 和 Antacita，在巴西市场占有率超 70%。

阶段二（2005-2016）：百威英博横空出世，打造百威、时代、科罗娜、福佳高端矩阵。2008 年，InBev 为了弥补自身在美国这个全球第一大啤酒利润池的劣势，以 520 亿美元的对价收购了全球第二大啤酒制造商 Anheuser-Busch，斩获了美国最畅销两大品牌之一的百威品牌，成立 AB InBev（百威英博）。此时百威英博旗下品牌扩充至到 300 多个，其中也包括中国历史最悠久的啤酒品牌哈尔滨啤酒（2004 年由 AB 收购）。此后，百威英博继续通过并购扩张自己的全球商业版图，2012 年以约 201 亿美元收购墨西哥最大啤酒公司 Modelo，斩获全球顶级出口品牌 Corona（科罗娜）。2016 年，百威英博以约 1040 亿美元的交易对价收购全球第二大啤酒商 SABMiller，进入啤酒市场高速发展的非洲市场，斩获南非米勒旗下 Fosters、Peroni、Miller 和 Grolsch 等品牌，此次收购弥补了百威英博在非洲、印度、澳大利亚以及南美西部地区的空白。至此，百威英博基本完成了对全球主要啤酒商的整合。

阶段三（2017 至今）：内部结构升级，外部积极布局精酿啤酒。百威在完成全球主要啤酒商的并购整合之后，在各个市场内部精耕细作，并构建契合当地消费者需求的产品组合。以中国市场为例，为了更好地耕耘亚太市场，百威集团成立了百威亚太子公司并于 2019 年在香港上市，并在中国市场打造了超高端（时代、科罗娜、百威等）+核心（哈尔滨、雪津等）+实惠（大富豪、金士百等）品牌组合，在迎合消费升级趋势下人们对高端产品需求的同时，也覆盖了中低端档次。同时，为了抵御国内厂商对高端市场的冲击，百威还创新性推出百威金尊、百威魄斯等特色高端产品；并积极布局精酿啤酒品牌，于 2017 年收购了中国的拳击猫啤酒屋，拳击猫是上海甚至是中国大陆境内商业运作最

为成功的一家精酿厂牌，百威在中国市场的布局进一步精致化和全面化。

图 9： 百威高端产品矩阵历史沿革



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 华润啤酒：前期内增发力，后期携手喜力

阶段一（1993-2004）：区域性扩张，雪花品牌的诞生。1992年香港华润创业有限公司与全球第二大啤酒集团知名企业——南非 SABMiller 合作，共同组建了华润啤酒(中国)有限公司，其中华润创业控股 51%。1993 年 12 月,华润啤酒以 3 亿元的价格，成功收购沈阳啤酒厂，合资组建华润雪花（沈阳）啤酒公司，正式进军啤酒行业。此后不到 10 年时间华润啤酒先后收购了 15 家啤酒公司，后发展至 26 家工厂，且这些公司在当地都有一定的品牌影响力和一定的市场份额。2002 年开始，华润雪花啤酒所有销售区域的产品均以雪花品牌进入市场，经过艰难的替换、磨合、培育渠道的过程，雪花啤酒奠定了行业龙头的基础，打造成为全国性啤酒品牌。

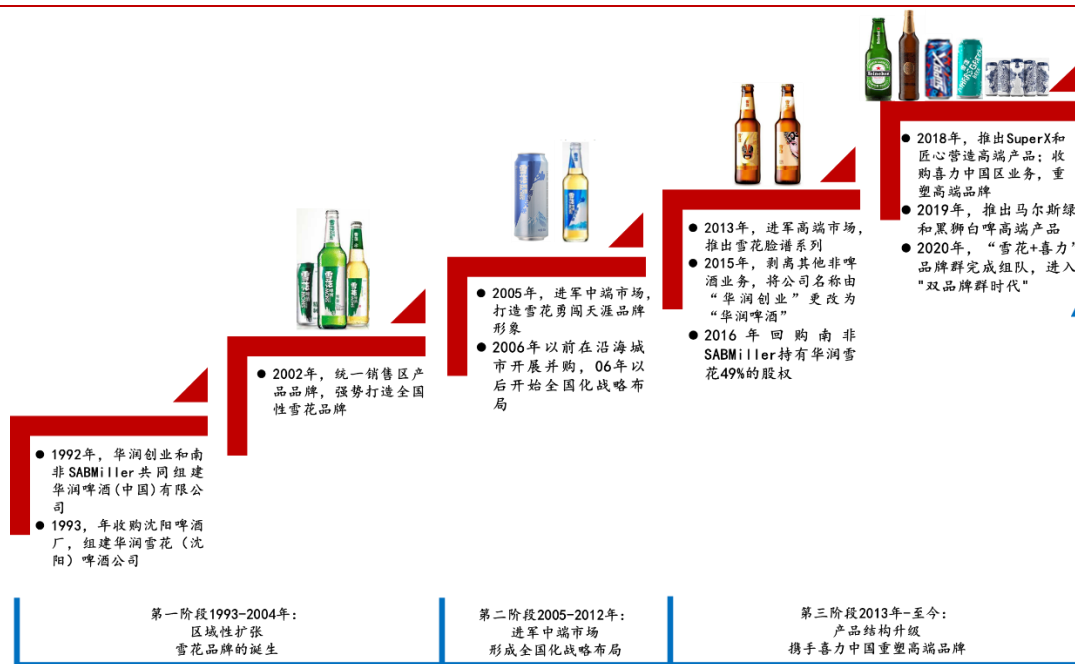
阶段二（2005-2012）：聚焦中档雪花勇闯天涯，形成全国化战略布局。从 2006 年初开始，华润雪花啤酒做出战略调整，跳出了沿江沿海中心城市策略，开启了全国性生产布局。截至 2008 年，华润雪花在内蒙、山西、甘肃等区域都有建立生产厂或收购的项目，市场全国化的战略布局初步形成。同期，华润管理层从竞争格局中意识到中高端市场的重要性，开始布局中端市场。2005 年华润雪花啤酒推出雪花啤酒勇闯天涯活动，塑造了雪花勇闯天涯深入人心的品牌形象，自 2006 年起雪花啤酒连续十多年销量位居中国市场第一。

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

阶段三（2013 至今）：产品结构升级，携手喜力打造“4+4”高端产品矩阵。

2013 年华润雪花啤酒开始进军高端市场，并推出高端产品脸谱系列。2015 年公司将所有非啤酒业务出售给母公司华润集团，专注耕耘啤酒市场，公司名称由“华润创业”更名为“华润啤酒”。2016 年公司以 16 亿美元回购南非 SABMiller 持有的华润雪花啤酒有限公司 49%的股权。2018 年公司为了更好地进行产品升级，与全球第二大啤酒生产商喜力集团达成战略合作，以华润集团（啤酒）有限公司 60%的股权对价收购了喜力在中国区所有业务，此次战略合作华润啤酒和喜力中国将达成高度优势互补的局面，丰富公司高端产品矩阵，形成强势力量向高端市场拓展。2019 年公司重磅推出高端产品雪花马尔斯绿和黑狮白啤，加上喜力中国的助力，至此公司形成以“勇闯天涯 SuperX、匠心营造、马尔斯绿、雪花脸谱”和“喜力 Silver、经典喜力、苏尔 Sol、亡命之徒 Desperados”为核心的雪花+喜力“4+4”高端产品矩阵，华润啤酒全面进入高档品牌群联合作战的“双品牌群”时代。

图 10： 华润高端产品矩阵历史沿革



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3 青岛啤酒：聚焦内生增长，力争品牌升级

阶段一（1993-2011）：青啤上市，逐步聚焦“1+3”品牌战略。青岛啤酒前身是国营青岛啤酒厂，1903 年由英、德两国商人合资开办，是最早生产啤酒的企业之一。青啤 1993 年先后在 A 股和 H 股上市，1996 年以来公司加快外延并购，尤其是在 1999-2001 年青啤在全国快速扩张，3 年内共收购 36 家啤酒

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

厂，期间啤酒产量从 1996 年的 35 万吨增加到 2001 年的 251 万吨，基本实现泛全国化布局。2001 年公司战略从“做大做强”转向“做强做大”，2003 年聚焦“1+3”品牌战略，主品牌为青岛，第二品牌限定为崂山、汉斯、山水。

阶段二（2012-2016）：战略聚焦“1+1+N”品牌，持续打造高端产品矩阵。随着行业增长逐步放缓，头部企业逐步从销量驱动转向品质升级，期间公司提出扩张与整合同步发展。2012 年公司进入整合后的再扩张阶段，为提升对新品牌的包容性，将“1+3”模式调整为“1+3+N”，其中 N 代表各区域市场拥有较好基础的品牌。期间青啤较早布局高端市场，2012 年创新性推出奥古特、逸品纯生高端产品；2013 年陆续推出青岛黑啤、鸿运当头高端产品；2014 年受行业缩量调整的冲击，公司再次将“1+3+N”调整为“1+1+N”，并推出新品经典 1903；2015 年推出新品全麦白啤；2016 年推出皮尔森精酿、原浆桶啤等产品。

阶段三（2017 至今）：强化“1+1”品牌核心地位，布局超高端 IPA 精酿。2017 年以来，公司再次强化“1+1”品牌的核心地位，将资源战略聚焦到青岛+崂山双品牌，其中青岛主品牌高端产品将投入战略资源重点拓展，迎合行业高端化的发展机遇。期间青啤持续推出高端产品，2018 年 IPA 精酿投放市场，填补了中国 IPA 品类的空白；2020 年推出定位 30 元价格带的琥珀拉格啤酒，品牌力得到进一步提升。通过持续打造丰富的高端产品矩阵，青啤实现对高端消费群体的全覆盖。

图 11：青啤高端产品矩阵历史沿革



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、对标百威，未来高端啤酒领域竞合博弈路径分析

3.1 “多品牌矩阵+大单品策略”成就百威高端王者

百威英博在中国市场高端化策略的成功主要依托两大关键因素：丰富的高端品牌矩阵及大单品运营策略、分品牌精准渠道定位及营销能力。其中渠道端已在啤酒行业系列深度(二)中进行了详细的分析，本篇将聚焦高端产品端的探究。从产品端来看，百威英博高端产品快速增长与公司的产品策略密不可分：1) 构建契合当地消费者的产品组合，形成高+中+低档产品矩阵，使得高端品牌力不会被稀释同时聚焦资源推广高端品牌；2) 同一品牌内部再细分升级，并不断创新产品包装迎合升级趋势，深度把握升级需求。

图 12： 百威品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别



资料来源：公司公告，川财证券研究所

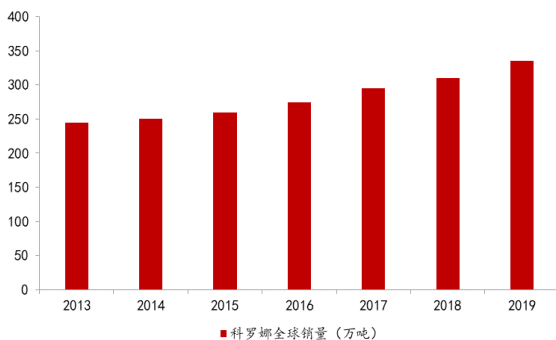
一方面，百威英博品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别，能够满足消费者的差异化需求。百威英博的啤酒根据品质和价格可分为高端及超高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌三类，并通过设立高端公司专门负责高端产品的运营，战略资源聚焦下高端大单品快速增长带动整体收入实现稳定增长。年报显示2017/2018 年高端公司营收增速分别为 25.6%/18.3%，远高于整体 5.1%/4.8% 的收入增速，其中大单品科罗娜全球收入增速分别为 19.9%/17.6%，成为高端公司增长的主要支撑。

图 13： 百威英博产品矩阵涵盖高端及超高端、核心及核心+、实惠三大类别



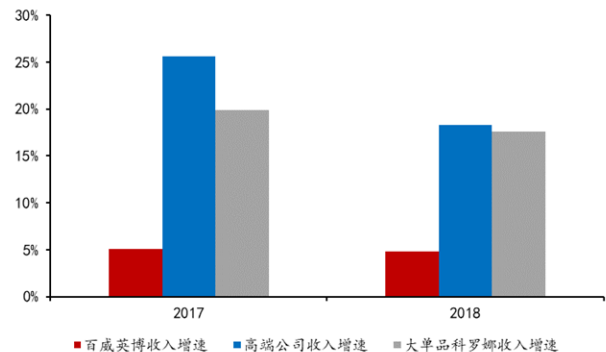
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 14： 并购科罗娜后全球销量稳步提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 15： 高端公司收入增速远高于百威英博整体



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 4. 百威高端产品矩阵一览

百威高端啤酒	优势定位	取得方式
福佳（精酿小麦）	中国最大的小麦及风味啤酒品类	2004 年从 Interbrew 收购中获得
Franziskaner（进口）	中国最大的德国进口啤酒品类	2004 年从 Interbrew 收购中获得
鹅岛（精酿艾尔）	中国最大的 IPA 品类	2011 年从鹅岛收购中获得
科罗娜（高端拉格）	中国最大的高端易饮拉格品类	2012 年从 Modelo 收购中获得
健力士（黑啤）	中国最大的黑啤品牌	2017 年从帝亚吉欧获得五年经销权

资料来源：公司公告，川财证券研究所

另一方面，同一品牌内部再细分升级，并不断创新产品包装迎合升级趋势，深度把握升级需求。百威经典为成功的高端品牌，公司推动其品牌升级打造高端产品矩阵，从而涵盖更多的消费场合和消费者。此外，百威啤酒通过包装升级更贴近消费者，并使品牌体验深入人心。

品牌升级方面，从百威玻瓶、百威铝瓶再到百威金尊甚至百威大师臻藏，百威主品牌通过引入不同价位的啤酒以满足消费者特殊场合的消费需求及社会经济地位。例如 2014 年推出百威铝罐装，不仅提供了更好的消费者体验，并且视觉上独特的红色包装能够吸引新一代年轻消费者；同期百威金尊在国内福建、广东上市，定位高端餐饮市场，主打“精选优质麦芽，全程手工采摘雅基玛山谷优质酒花”，定价高于百威经典瓶装。这些不同系列的产品都属于百威品牌，共同分享品牌价值，但针对的消费场景、细分人群有所差别。

图 16： 百威品牌内部升级路径

产品名称	产品展示	麦芽度及酒精度	价格	定位
百威大师臻藏		14.3° P/5.6%vol	138元/798ml	商务宴请、赠礼、个人收藏
百威金尊啤酒		9.5° P/3.6%vol	14元/500ml	高端餐饮、商务宴请
扭盖铝瓶		9.7° P/3.6%vol	10元/355ml	酒吧、餐饮聚会
玻璃瓶		9.7° P/3.6%vol	6元/460ml	餐饮聚会

资料来源：公司公告，京东旗舰店，川财证券研究所

图 17： 百威不断创新产品包装

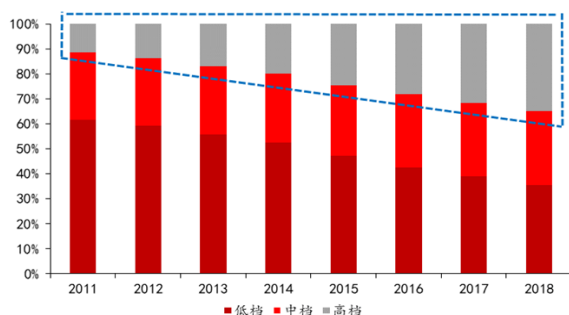


资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 对标百威，未来华润、青啤高端化路径探究

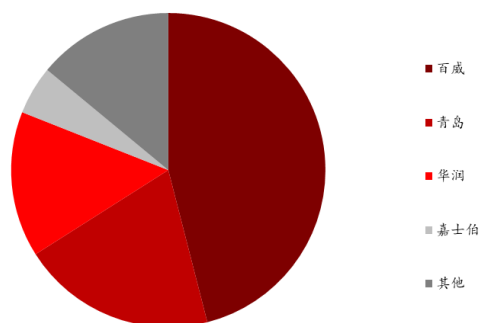
虽然啤酒行业已步入成熟期，但高端啤酒子行业仍处于扩容阶段，以百威、青啤、华润为代表的主要酒企有望实现竞合发展。从行业角度来看，高档啤酒销量占比持续提升。其中高档啤酒销量占比从2011年的11.20%提升至2018年的34.85%，同期中档啤酒销量占比从27.20%小幅上升至29.65%，而低档啤酒销量占比从61.60%下滑至35.50%。从酒企角度来看，国内高端啤酒CR3市占率超过80%，百威、青啤、华润市占率分别为46%、20%、15%。其中百威品牌销量超过200万吨，为高端第一大单品，远超青啤整体120万吨的体量、华润+喜力整体90万吨的体量。

图 18： 高档啤酒占比持续提升



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 19： 高档啤酒市场竞争格局



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

表格 5. 华润、青岛、百威产品结构一览

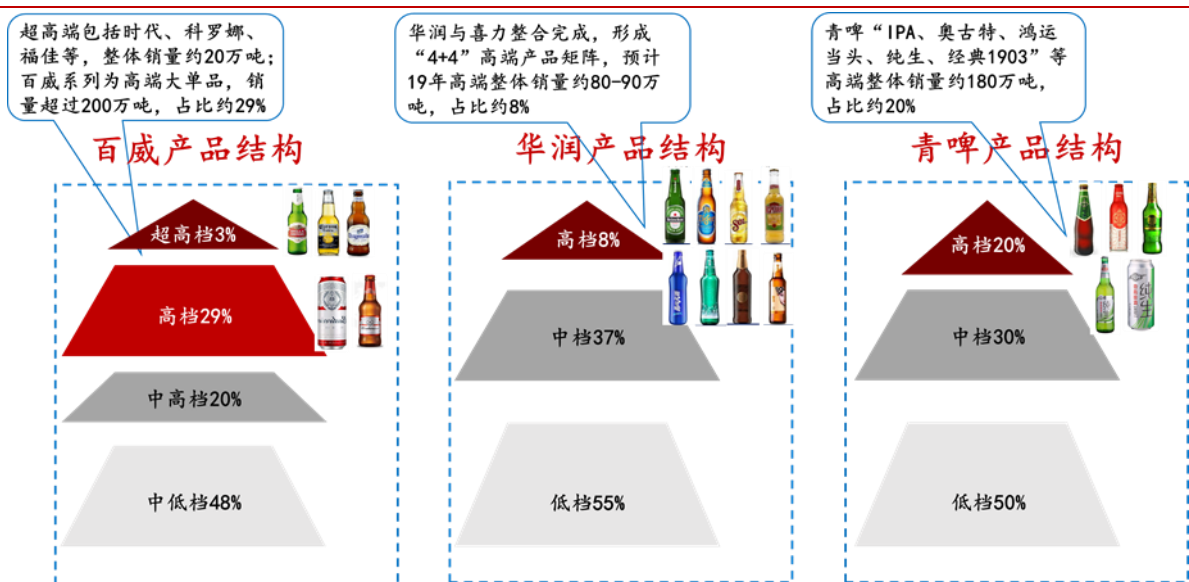
公司	主要产品结构	产品销量占比
华润啤酒	主要高档及超高档产品： 雪花脸谱(15元/500ml)、匠心营造(12元/500ml)、马尔斯绿(8元/500ml)、雪花纯生(8元/500ml)、勇闯天涯SuperX(7元/500ml)、亡命之徒(12元/330ml)、苏尔(12元/330ml)、喜力(10元/330ml)、喜力星银(10元/207ml)、虎牌(6元/300ml)	8%
	主要中档产品： 勇闯天涯(4.5元/330ml)	37%
	主要低档产品： 雪花清爽(3.75元/500ml)、雪花冰酷(2.5元/330ml)	55%
	主要高档及超高档产品： IPA精酿(20元/330ml)、鸿运当头(14元/355ml)、奥古特(10元/500ml)、皮尔森(11元/330ml)、青岛纯生(6.7元/600ml)、经典1903(6.2元/500ml)	50%
青啤啤酒	主要中档产品： 青岛经典(4.5元/600ml)	50%
	主要低档产品： 普崂(5元/500ml)、崂山清爽(2.3元/330ml)	
	主要高档及超高档产品： 时代(14元/330ml)、福佳(12元/330ml)、科罗娜(11元/330ml)、百威金尊(9.6元/500ml)、百威(7.5元/500ml)	32%
百威	主要中档产品： 哈尔滨冰纯(6元/500ml)	30%
	主要低档产品： 哈尔滨小麦王(3.8元/500ml)、哈尔滨冰爽(2.4元/330ml)、雪津啤酒(2元/330ml)	48%

资料来源：商超渠道调研，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

当前高端啤酒市场形成三足鼎立态势，其中百威占据中国高端啤酒市场半壁江山，仍为高端领导者；华润收购喜力中国区业务后形成“4+4”高端产品矩阵，未来有望持续发力与百威抗衡；青啤一方面不断通过研发丰富超高端产品矩阵，另一方面聚焦纯生系列放量。超高端啤酒定位小众人群，体量相对较小更重要的是占位后的品牌力提升效应；未来华润、青啤等头部酒企要想提升高端啤酒领域市占率，聚焦大单品放量是必然选择。百威作为高端啤酒领导者，其中超高端时代、科罗娜、福佳等品牌体量约 20 万吨，核心仍为百威经典大单品超过 200 万吨体量贡献。对比百威来看，华润未来有望在高端放量的大单品为喜力星银/喜力经典、雪花勇闯天涯 SuperX，而青啤未来在高端有望持续放量的为青岛纯生，下面我们将通过具体的竞争博弈分析来探究未来华润、青啤高端化路径。

图 20： 百威、华润、青啤高端产品结构一览

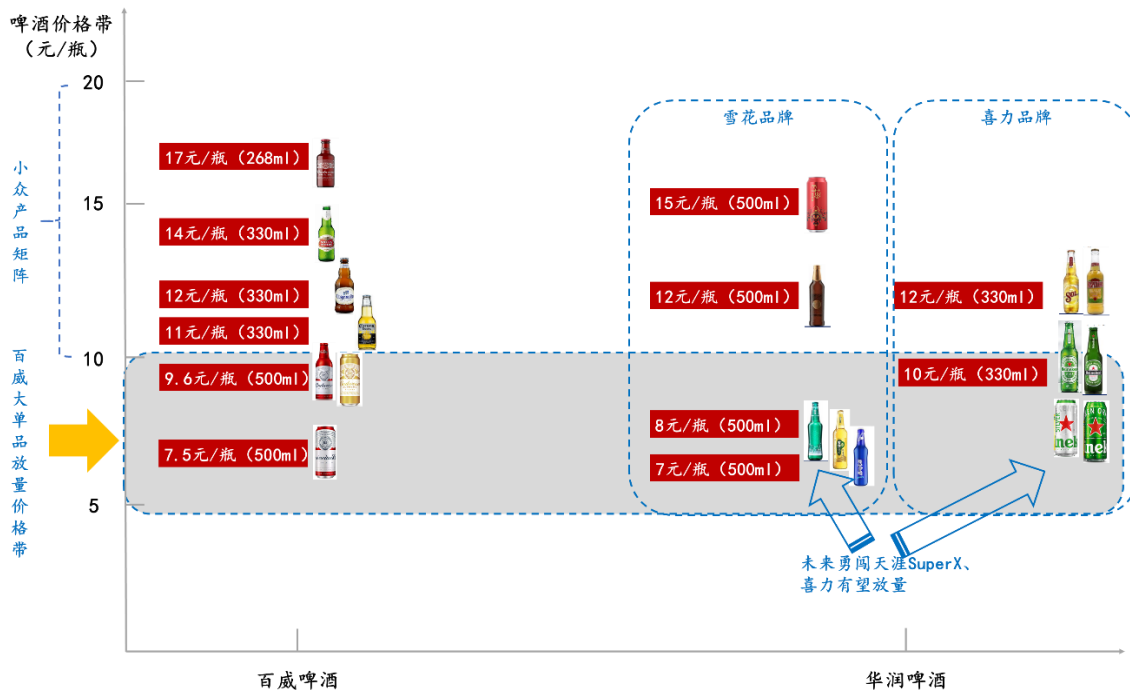


资料来源：公司公告，渠道调研，川财证券研究所

3.2.1 华润啤酒：双品牌协同，打造喜力+SuperX 大单品

华润啤酒通过自身研发叠加外延收购形成“4+4”高端产品矩阵，未来有望直接与百威进行抗衡。华润自收购喜力中国区业务后，19 年组织架构、团队、产品、管理系统等整合提前完成，20 年步入营销策略落地元年。其中高端“4+4”产品矩阵布局清晰，雪花品牌下的 SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱和喜力品牌下的喜力 Silver、经典喜力、苏尔 Sol、亡命之徒 Desperados，将覆盖各细分高端价格带及消费场景。双品牌营销落地后，有望推动华润高端化加速放量，未来 3-5 年市占率有望从 15%提升至 25%。

图 21: 华润整合喜力后形成“4+4”高端产品矩阵, 未来将与百威直接抗衡



资料来源：川财证券研究所

图 22: 高端啤酒领域华润与百威竞合博弈分析

		百威啤酒	
		竞争	合作
华润啤酒	竞争	喜力星银/经典+SuperX 协同挑战百威经典醇正	喜力星银/经典+SuperX市占率提升 百威经典市占率下降
	合作	喜力星银/经典+SuperX市占率无法提升 百威经典市占率维持稳定	二者市占率相对稳定

资料来源：川财证券研究所

一方面，通过品牌重塑、产品升级打造国产四大金刚。2018 年雪花先后升级推出勇闯天涯 SuperX、纯生匠心营造，其中新品勇闯天涯 SuperX 定位中高档，面向 18-25 岁年轻消费者；雪花匠心营造上市定位高档，面向追求更高品质生活的社会中坚。此外，2019 年 4 月新品雪花马尔斯绿正式上市，定位时尚、轻奢，面向 25-35 岁白领阶层；而雪花脸谱是雪花推出的超高端品牌，将中国传统文化与西方啤酒相融合，定位热爱传统文化人士。当前雪花品牌已形

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

成“SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱”国产高端四大金刚，其中 SuperX 为雪花勇闯天涯升级产品，中档雪花勇闯天涯体量高达 300 万吨，消费受众广泛，未来 SuperX 有望接力成为高端大单品。

图 23： 勇闯天涯与纯生系列品牌升级



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 24： 雪花主要中高档啤酒品牌一览

产品	勇闯天涯	SuperX	纯生	马尔斯绿	匠心营造	脸谱
定位	中档	中高档	高档	高档	高档	高档
终端价格	4.5元/500ml	7元/500ml	8元/500ml	8元/500ml	12元/500ml	15元/500ml
麦芽	部分进口澳麦、加麦	部分进口澳麦、加麦	100%澳麦、加麦	100%进口全麦芽	100%加麦、澳麦和慕尼黑麦	100%澳麦、加麦
啤酒花	萨兹香花+马格努门苦花	萨兹香花+马格努门苦花	萨兹香花+马格努门苦花	100%进口酒花	赫斯布鲁克香花+马格努门苦花	捷克萨兹香花，德国酵母
麦汁浓度	8° P	9° P	8° P	8° P	10.0° P	11.5° P
酒精度	≥2.5%vol	≥3.3%vol	≥2.5%vol	≥2.5%vol	≥3.3%vol	≥4.1%vol
保质期	360天	270天	360天	360天	270天	360天
工艺特点	口感柔和，二段浸出法糖化工艺	清爽，柑橘香，二段浸出法糖化工艺	口味纯净	清爽，香柠风味	纯净饱满，低温缓慢发酵工艺	口感浓郁清纯，煮出法糖化工艺
产品展示						

资料来源：渠道调研，公司公告，川财证券研究所

另一方面，华润与喜力强强联手后，调整导入更适合中国消费者的喜力星银产品。对比来看，喜力经典的口味偏重，但大部分中国消费者偏爱淡口味啤酒。2020年5月1日喜力新导入了更适合中国年轻消费者的清淡口味产品喜力星银系列，“喜力经典+喜力星银”产品组合有望实现放量。

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

高端啤酒领域，喜力的品牌力并不亚于百威。从终端价格来看，喜力经典/星银的定价整体略高于百威经典醇正，其中京东旗舰店喜力经典、喜力星银定价约 7.7 元/500ml，略高于高于百威经典醇正的 6.6 元/500ml；商超渠道喜力经典、喜力星银定价约 10 元/500ml，亦高于百威经典醇正的 7.5 元/500ml。喜力更高的价格依托于其比肩百威的品牌力和优秀的品质。品牌力方面，喜力诞生于 1873 年，而百威诞生于 1876 年，均为 140 多年悠久历史的世界品牌；品质方面，喜力经典的麦芽浓度、酒精度都比百威更浓，且原材料只用水、麦芽、啤酒花，而百威还加入大米来平滑成本，新推的喜力星银与百威品质也相当。对标啤酒历史悠久的西欧地区，喜力高端品牌力强劲，未来“喜力经典+喜力星银”产品组合有望实现持续快速增长。西欧地区经济发达，且为美国啤酒发展的起源地，百威英博和喜力分别源自比利时和荷兰。从竞争格局来看，喜力在西欧地区市占率约 17%，高于百威英博的 11%；从细分品牌看，喜力品牌贡献了西欧地区 4% 的市场份额，而百威英博主要来自于时代和贝克的贡献，百威啤酒在西欧的市场份额仅约 1%。从西欧发达地区的竞争格局可以推断，喜力品牌在高端啤酒领域为消费者所认可。

表格 6. 喜力经典、喜力星银与百威经典产品对比一览

品牌类别	喜力经典	喜力星银	百威经典醇正
终端价格	商超价格 10元/500ml 电商价格 7.7元/500ml	10元/500ml 7.7元/500ml	7.5元/500ml 6.6元/500ml
产品参数	原料 水、麦芽、啤酒花 麦芽浓度 11.4° P 酒精度 5.0%vol 保质期 12个月	水、麦芽、啤酒花 9.5° P 4.0%vol 12个月	水、麦芽、大米、啤酒花、酵母 9.7° P ≥3.6%vol 12个月
工艺特点	1. 卧罐酿造，均衡口感： 不同于传统立罐，卧罐更能让A酵母赋予啤酒淡淡果香与均衡的口感 2. 28天慢酿，雕琢品质： 28天原材料完整自然发酵，慢慢释放精华，让啤酒口味更醇香		1. 精选原料： 100%进口大麦，精选天然原料 2. 保质工序： 苛守140年酿造工艺，口感始终如一 3. 桦木工艺： 用桦木发酵工艺，轻奢慢酿，清爽纯正
销售体量	15-20万吨		200万吨+

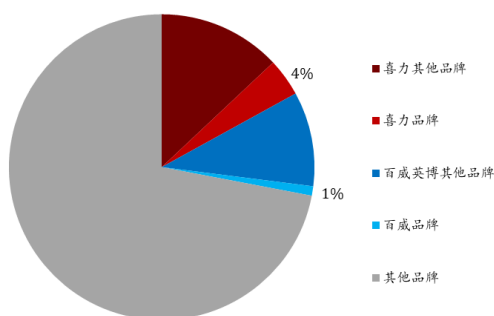
资料来源：渠道调研，公司公告，川财证券研究所

图 25：喜力与百威均为全球知名品牌



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 26：西欧地区喜力市占率领先百威



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

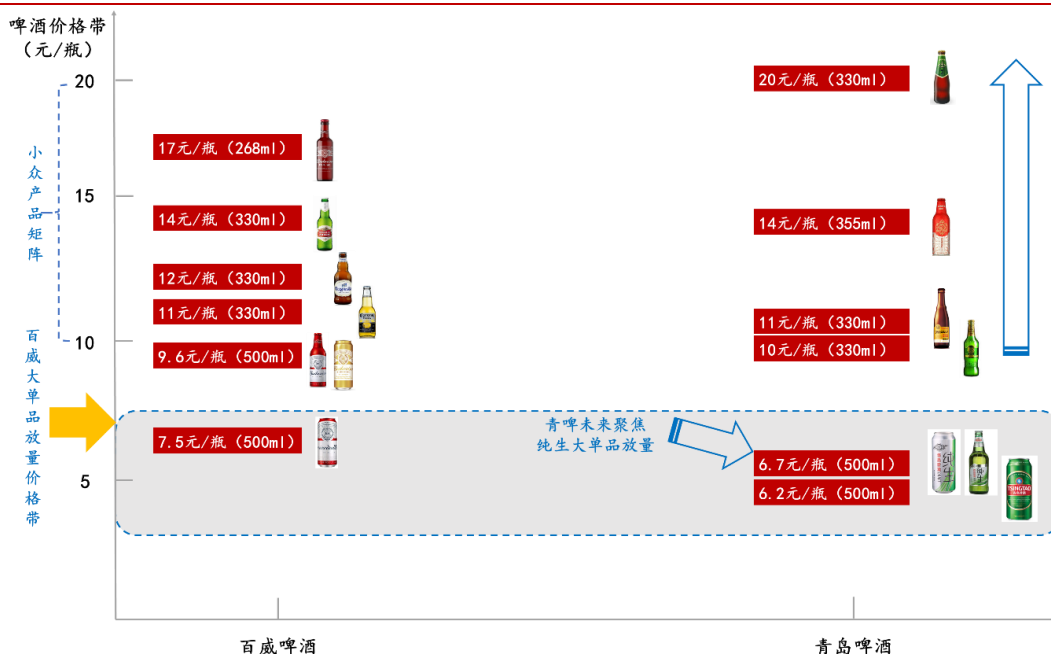
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.2.2 青岛啤酒：小众高端升级造势，聚焦纯生大单品

青岛啤酒主要通过内生研发来布局高端啤酒市场。一方面推出 IPA、琥珀等一系列超高端产品，定位小众人群，通过丰富的产品矩阵来持续提升品牌力；另一方面，未来要在高端啤酒市场不断提升市场份额，需要能够持续放量的高端大单品，青啤将聚焦做大纯生系列。2019 年纯生销量占比约 9%，整体销量超过 70 万吨，未来仍有较大提升空间主因：一方面，日本、韩国等成熟亚太地区纯生啤酒占比近半，未来纯生啤酒扩容潜力巨大；另一方面，随着国家纯生系列标准出台之后，将有助于纯生啤酒市场格局的重塑，利好有品牌、有技术、有实力的大企业，未来有望进一步扩大青啤纯生市占率。

对比青岛纯生与百威经典醇正来看，青岛纯生品牌力持续提升有望持续提升市场份额。从终端价格来看，青岛纯生的定价整体略低于百威经典醇正，从而具备性价比优势。其中京东旗舰店青岛纯生定价 6.0 元/500ml，略低于百威经典醇正的 6.6 元/500ml；商超青岛纯生定价 6.7 元/500ml，略低于百威经典醇正的 7.5 元/500ml。从品牌力、产品品质来看，青岛纯生通过国际技术配合传统工艺，始终以东方口味为坚持，真诚制造中国人的纯生，青岛纯生国货印象深入人心，当前体量已超过 70 万吨，未来有望持续提升消费者粘性来与百威经典醇正相竞争。

图 27： 对于青啤而言，小众高端矩阵立势能、聚焦打造纯生大单品



资料来源：川财证券研究所

图 28： 高端啤酒领域青岛与百威竞合博弈分析

		百威啤酒	
		竞争	合作
青岛啤酒	竞争	青岛纯生挑战百威经典醇正	青岛纯生市占率提升 百威经典市占率下降
	合作	青岛纯生市占率无法提升 百威经典市占率维持稳定	二者市占率相对稳定

资料来源：川财证券研究所

表格 7. 百威经典与青岛纯生产品对比一览

品牌类别		 百威经典醇正	 青岛纯生
终端价格	商超价格	7.5元/500ml	6.7元/500ml
	电商价格	6.6元/500ml	6.0元/500ml
产品参数	原料	水、麦芽、大米、啤酒花、酵母	水、麦芽、大米、啤酒花及制品
	麦汁浓度	9.7° P	8° P
	酒精度	≥3.6%vol	≥3.1%vol
	保质期	12个月	12个月
工艺特点		1. 精选原料 ：100%进口大麦，精选天然原料 2. 保质工序 ：苛守140年酿造工艺，口感始终如一 3. 桦木工艺 ：用桦木发酵工艺，轻奢慢酿，清爽纯正	1. 匠心的卓越品质 ：品质泉水、精选麦芽加上德国的工艺和技术使青岛纯生啤酒的色感、口感、质感没有丝毫缺憾 2. 百年酵母、传世麦香 ：国际技术配合传统工艺，始终以东方口味为坚持，真诚制造中国人的纯生
销售体量		200万吨+	70-80万吨

资料来源：渠道调研，公司公告，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。通过对未来高端啤酒领域的竞合博弈分析，华润啤酒携手喜力形成的“4+4”高端产品群有望直接与百威抗衡，并通过对标百威经典 7-8 元价格带，打造喜力星银/经典+雪花勇闯天涯 SuperX 大单品持续放量抢占市场份额；青岛啤酒则通过内生研发超高端产品如 IPA、琥珀等提升品牌力，并聚焦青岛纯生大单品挑战百威经典，有望实现在高端持续放量。

从投资角度来看，头部厂商加快品牌升级并持续丰富高端产品矩阵，品牌协同渠道持续发力，未来仍将呈现马太效应下的强者恒强，建议关注：青岛啤酒、华润啤酒。

表格 8. 相关标的估值一览

日期	2020/07/23	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		EV/EBITDA	
证券代码	证券简称			20E	21E	21E	22E	21E	22E
1876. HK	百威亚太	24.2	3204.9	0.44	0.66	55.0	36.7	25.9	20.3
0291. HK	华润啤酒	52.8	1711.3	0.82	1.21	64.3	43.6	31.9	25.0
600600. SH	青岛啤酒	85.0	1007.5	1.45	1.77	58.7	48.1	31.8	26.8
600132. SH	重庆啤酒	71.9	348.0	1.07	1.32	66.9	54.6	49.1	41.0
000729. SZ	燕京啤酒	8.2	230.6	0.06	0.10	131.7	85.4	21.6	19.4
002461. SZ	珠江啤酒	13.6	299.9	0.25	0.28	55.0	48.5	41.3	35.7
平均值						72.0	52.8	33.6	28.0

资料来源：Wind，川财证券研究所，股价截止时间为 2020 年 07 月 23 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：000000029399

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