

啤酒成本下行趋势有望延续，长期发展向好

强于大市 (维持)

——啤酒行业深度报告

2023年08月23日

行业核心观点:

澳麦“双反”政策取消叠加包材价格下降，啤酒企业成本压力有所缓解，有望延续成本下行趋势。近期促消费信号密集释放，市场信心有所修复，关注啤酒后续需求变动情况。目前啤酒行业处于存量竞争时代，高端化是未来发展趋势，行业集中度较高，啤酒龙头竞争优势明显，不断挤压中小酒企发展空间，预计市场份额将进一步向啤酒龙头集中。

投资要点:

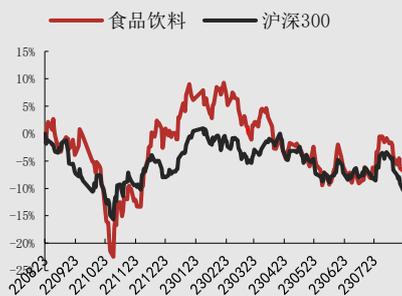
消费复苏放缓，促消费信号密集释放。今年1-7月我国消费逐步恢复，其中与啤酒消费密切相关的餐饮行业复苏明显，但7月社零增速明显趋缓。2023年4月政治局会议强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，7月24日中央政治局会议再次谈及促进消费，7月28日国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，并出台了恢复和扩大消费的20条措施，8月16日国务院第二次全体会议强调要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费，政策的密集出台改善了市场信心。

啤酒原料+包装材料价格下降，酒企有望延续成本下行趋势。原材料和包装材料是啤酒最主要的生产成本，其中我国对大麦的需求主要靠进口满足。2020年之前，澳大利亚长期占据我国大麦进口第一大国的地位，2020年澳麦“双反”政策实施后，澳麦失去中国市场。2023年8月4日澳麦“双反”政策取消，对比历史大麦进口价格，澳大利亚大麦整体价格水平较其他国家更低且运输成本更低，具备价格优势。中国啤酒企业一般于年底签订协议锁定次年的大麦价格，因此2023年大麦成本压力仍较为明显，2024年啤酒企业的原料成本压力有望缓解。近期纸箱和玻璃价格有所回落，随着包材价格总体同比下行，后续啤酒企业成本压力有望逐步减小。

啤酒板块经营韧性十足，行业五大龙头格局已定。2018-2023Q1啤酒板块营收/归母净利润持续保持正增长，毛利率/净利率保持相对稳定，彰显板块经营韧性。我国啤酒行业经过并购整合期后，形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、重庆啤酒五大企业寡头垄断的局面，2021年CR5高达92.9%。整体来看，我国啤酒市场格局稳定，啤酒龙头凭借其长期积累下的品牌、规模、渠道、技术等优势，逐步挤压中小酒企的生存空间，我国啤酒行业集中度预计进一步提升。

高端化是未来发展趋势，产品提价+结构升级打开长期增长空间。2013年后我国啤酒行业进入存量竞争时代，在啤酒行业总体产销量持续下降的情况下，高端啤酒仍然实现市场规模扩张，各啤酒龙头正持续布局高端市场。为向高端化转型和应对成本上行的压力，啤酒企业纷纷开启提价模式，更有“一世传奇”、“大师传奇”等千元产品打开价格天花板。

行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

- 7月休闲零食和调味品同比跌幅收窄，冲饮同比由负转正
- 7月白酒销售额同比上行，贵州茅台加速增长
- 7月啤酒线上销售额旺季承压，同比由负转正

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

李晨崑

电话:

18079728929

邮箱:

licw@wlzq.com.cn

总体来看，我国啤酒企业吨价稳步提升，但较欧美等发达国家仍有较大的提升空间，行业整体量平价增趋势明显。

投资建议：目前啤酒行业处于存量竞争时代，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、重庆啤酒五大啤酒龙头牢牢把控市场，纷纷加速高端化进程，中小酒企生存空间被挤压。**啤酒龙头业绩表现亮眼，竞争优势明显，长期向好趋势明确，建议关注高端化啤酒龙头。**

风险因素：原材料及包材价格波动风险，高端化发展不及预期风险，食品安全风险，经济复苏不及预期风险。

正文目录

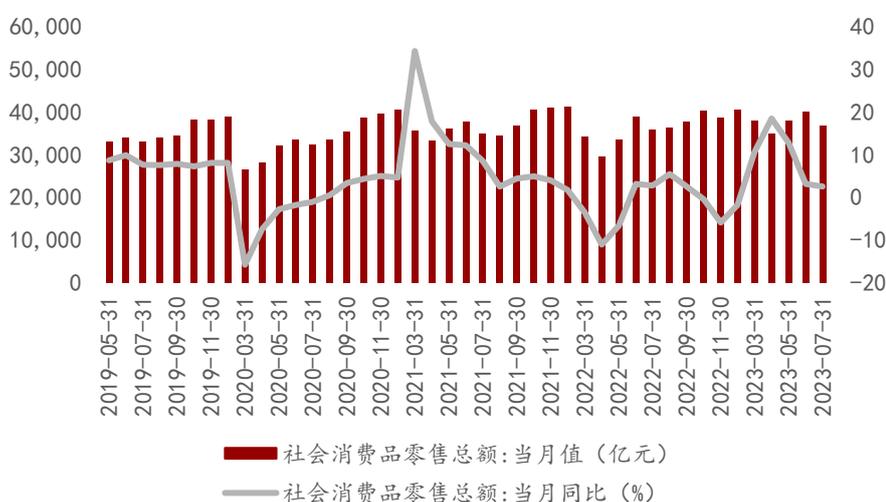
1 消费复苏放缓但趋势不改，促消费信号密集释放	5
2 啤酒原料+包装材料价格下降，有望延续成本下行趋势	7
2.1 澳麦“双反”政策取消，年底有望锁价低成本大麦	7
2.2 包装材料价格有所下降，酒企成本压力减小	9
3 基本面稳中向好，长期发展空间广阔	10
3.1 啤酒板块经营稳健，行业集中度持续提升	10
3.2 啤酒行业进入存量竞争，高端化是未来发展趋势	12
3.3 产品提价+结构升级打开长期增长空间	15
4 啤酒行业上市公司代表对比	18
5 投资建议与风险提示	20
5.1 投资建议	20
5.2 风险提示	20
图表 1: 近年来社会消费品零售数据	5
图表 2: 2023 年 1-7 月社会消费品零售总额主要数据	5
图表 3: 2023 年以来多部门发声促消费	6
图表 4: 中国大麦种植面积 (千公顷)	7
图表 5: 中国进口大麦数量 (万吨)	7
图表 6: 2022 年全球大麦主要国家进口结构占比	7
图表 7: 中国大麦进口平均单价 (美元/吨)	8
图表 8: 2017-2020 年中国对澳大利亚大麦进口量及占比	9
图表 9: 2021 年中国大麦主要进口国来源地占比情况	9
图表 10: 2022 年青岛啤酒采购成本占比	9
图表 11: 2022 年燕京啤酒采购成本占比	9
图表 12: 瓦楞纸出厂价 (元/吨)	10
图表 13: 中国平板玻璃市场价 (元/吨)	10
图表 14: 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)	10
图表 15: 铝价 (元/吨)	10
图表 16: 上市啤酒公司营收总额及增速	11
图表 17: 上市啤酒公司归母净利润总额及增速	11
图表 18: 啤酒板块毛利率及净利率	11
图表 19: 2017-2021 年中国啤酒行业 CR5 集中度	12
图表 20: 2021 年中国啤酒行业市场份额	12
图表 21: 啤酒历年产量(万千升)	12
图表 22: 啤酒月产量(万千升)	12
图表 23: 中国高端啤酒消费量 (亿升)	13
图表 24: 啤酒企业高端化进程布局规划	13
图表 25: 中国啤酒人均消费呈增长趋势	14
图表 26: 2022 年各国啤酒人均消费 (美元)	14
图表 27: 居民人均消费支出 (万元)	14
图表 28: 2022 年消费者购买啤酒时考虑的因素	15
图表 29: 2022 年消费者购买啤酒与价格的关系	15
图表 30: 近年来啤酒企业不断提价	15

图表 31: 华润啤酒推出高端产品“醴”	16
图表 32: 青岛啤酒推出高端产品“一世传奇”	16
图表 33: 啤酒公司吨价持续上升 (元/千升)	17
图表 34: 2022 年各啤酒企业吨价 (元/千升)	17
图表 35: 我国罐化率逐年上升	17
图表 36: 对比成熟市场, 我国罐化率仍有提升空间	17
图表 37: 啤酒行业上市公司代表对比	19

1 消费复苏放缓但趋势不改，促消费信号密集释放

2023年1-7月社零增速总体较去年提升，但7月增速再度放缓。2023年1-7月社会消费品零售总额同比增长7.3%，较去年增速有明显提升，但7月我国社会消费品零售总额同比增速再度放缓，较上月下降0.60pcts至2.50%，主要受消费复苏节奏趋缓叠加去年同期基数走高影响。其中，按消费类型分，1-7月商品零售总额同比增长5.9%，7月份商品零售总额同比增长1.0%；1-7月餐饮收入同比增长20.5%，7月份餐饮收入同比增长15.8%，餐饮收入增速表现好于商品零售增速，主要受益于线下消费场景逐步复苏。按经营单位所在地分，1-7月城镇消费品零售额同比增长7.3%，7月份城镇消费品零售额同比增长2.3%；1-7月乡村消费品零售额同比增长7.7%，7月份乡村消费品零售额同比增长3.8%，城乡市场呈现同步恢复趋势，从增速来看，乡村市场销售恢复好于城镇。总体来看，2023年1-7月我国消费逐步恢复，社零数据保持正增长，其中与啤酒消费密切相关的餐饮行业复苏明显，但7月社零增速再度趋缓。

图表1: 近年来社会消费品零售数据



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表2: 2023年1-7月社会消费品零售总额主要数据

指标	2023年7月		2023年1-7月	
	数额(亿元)	同比增长(%)	数额(亿元)	同比增长(%)
社会消费品零售总额	36761	2.5	264348	7.3
其中: 除汽车以外的消费品零售额	32906	3.0	238083	7.5
其中: 限额以上单位消费品零售额	13762	0.3	98982	6.4
其中: 实物商品网上零售额	-	-	69856	10.0
按经营地分				
城镇	31920	2.3	229452	7.3
乡村	4841	3.8	34897	7.7
按消费类型分				
餐饮收入	4277	15.8	28606	20.5
其中: 限额以上单位餐饮收入	1116	10.9	7365	21.4
商品零售	32483	1.0	235742	5.9

其中：限额以上单位商品零售	12646	-0.5	91617	5.3
粮油、食品类	1431	5.5	10595	4.9
饮料类	243	3.1	1674	1.3
烟酒类	391	7.2	3035	8.4
服装、鞋帽、针纺织品类	961	2.3	7776	11.4
化妆品类	247	-4.1	2315	7.2
金银珠宝类	218	-10.0	1905	13.6
日用品类	566	-1.0	4305	4.2
体育、娱乐用品类	91	2.6	676	9.4

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

多部门发声促进消费，“20条措施”稳定市场信心。近期党中央、国家发改委、国务院等多部门密集召开会议，多举措助力市场恢复信心。2023年7月31日，国务院办公厅转发国家发改委《关于恢复和扩大消费的措施》，《措施》围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等六个方面，提出20条具体政策举措，力求长短兼顾、务实有效。措施中明确提到要提振的消费行业主要包括：家居、家电、餐饮、预制菜、饮料、酒类、旅游、景区、酒店、运动服饰、免税等。20条措施致力于从政策层面打消民众的消费顾虑、提振民众消费信心、改善民众消费体验，进而保持消费增长势头。

图表3：2023年以来多部门发声促消费

时间	事件名称	主要内容
2023年4月28日	中共中央政治局会议	会议强调，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。
2023年7月18日	国家发展改革委举行7月份新闻发布会	国家发展改革委政策研究室主任金贤东表示，促进消费是当前恢复和扩大需求的关键所在，将围绕稳定大宗消费、促进汽车消费和电子产品消费、拓展农村消费、优化消费环境等方面抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。
2023年7月24日	中共中央政治局会议	在促消费方面，会议提到要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。
2023年7月28日	国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》	就恢复和扩大消费出台了20条措施，包括稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境。
2023年8月16日	国务院第二次全体会议	国务院总理李强强调要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备。

资料来源：中国政府网，国家发展改革委，万联证券研究所

2 啤酒原料+包装材料价格下降，有望延续成本下行趋势

2.1 澳麦“双反”政策取消，年底有望锁价低成本大麦

我国大麦种植面积少，对进口的依赖度很高。大麦是国内酒类行业、食品行业和饲料行业的重要原料，同时也是农牧区畜禽水产养殖主要饲草料，一般分为啤酒大麦和饲料大麦。大麦在国内属于小品种作物，相关政策补贴较少，没有形成规模化种植，因此种植效益不佳，近年来我国大麦种植面积持续减少。与此同时，海外国家大麦种植规模化程度较高，成本较低，种植技术较好，和进口大麦相比，国产大麦品质以及价格竞争力较弱，我国对大麦的需求主要依靠进口满足。

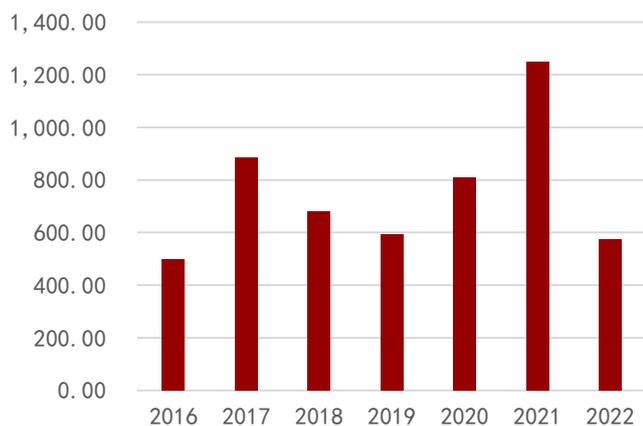
图表4: 中国大麦种植面积 (千公顷)



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

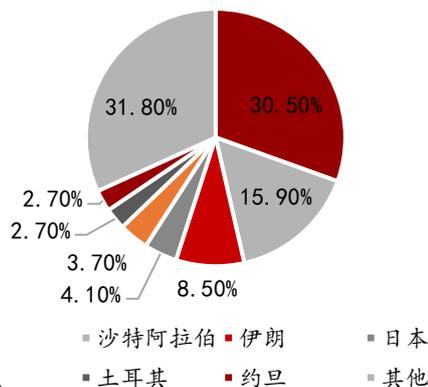
我国是全球第一大大麦进口国，大麦进口量总体呈上升趋势。我国大麦进口数量2016-2021年分别为500万吨、886万吨、682万吨、593万吨、808万吨、1248万吨。由于受到高温极端天气的影响，2022年法国、乌克兰等欧洲国家大麦大幅度减产，国际大麦价格上涨，我国大麦进口量为576万吨。2022年中国大麦进口量占全球大麦进口量的30.5%，是全球大麦进口最多的国家。

图表5: 中国进口大麦数量 (万吨)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 2022年全球大麦主要国家进口结构占比



资料来源: USDA, 万联证券研究所

大麦进口价格自2020年下半年持续走高，2023年略有回落。近年来大麦价格受外部因素影响明显，全球大麦价格持续上涨推动中国大麦进口价格随之增长，2022年在俄乌冲突、法国大旱等原因的影响下，全球大麦价格涨至历史高位，进口均价从2020年下半年的220美元左右/吨提升至2022年底的410美元/吨，达到阶段性高点，啤酒企业成本压力较大。2023年国内大麦进口价格自高点持续回落，2023年6月进口均价为348美元/吨，当月同比下降4.32%。

图表7：中国大麦进口平均单价（美元/吨）

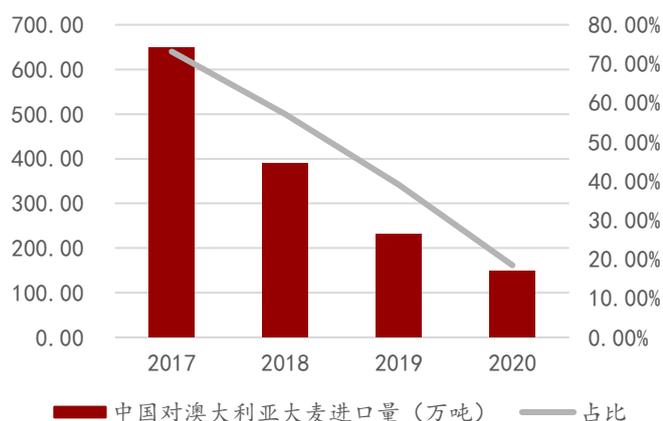


资料来源：wind，万联证券研究所

2020年澳麦“双反”政策实施后，澳麦失去中国市场。2020年之前，我国大麦进口国以澳大利亚、法国和加拿大为主，澳大利亚长期占据我国大麦进口第一大国的地位，2017年从澳大利亚进口的大麦占中国进口大麦的比例高达73.14%。2018年，我国开始对澳大利亚进口进行双反调查，2020年5月18日商务部发布2020年第14号和第15号公告，对原产于澳大利亚的进口大麦征收73.6%的反倾销税和6.9%的反补贴税，实施期限自2020年5月19日起5年。国内啤酒企业基本放弃澳麦，对澳麦的进口比例降到极低水平，进口国家开始转为法国、加拿大、乌克兰等国，2021年中国从法国、加拿大、乌克兰进口大麦的比重分别为29.22%、28.54%、25.74%。

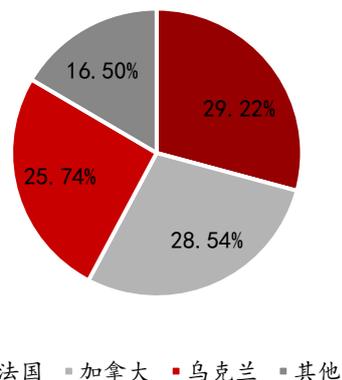
澳麦“双反”政策取消，2024年啤酒企业原料成本有望降低。2023年8月4日，商务部发布《关于原产于澳大利亚的进口大麦所适用反倾销措施和反补贴措施复审裁定的公告》显示，鉴于中国大麦市场情况发生变化，对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税已无必要，自2023年8月5日起，终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。对比历史大麦进口价格，澳大利亚大麦整体价格水平较其他国家更低，而短期内乌克兰大麦受战争因素影响价格或仍处于高位。此外，从澳大利亚到中国的路途时间较欧洲、南美国家更短，运输成本方面具有优势。从啤酒厂商的原材料采购模式看，中国啤酒企业一般于年底签订协议锁定次年的大麦价格，因此年内的大麦价格波动对啤酒企业的生产成本影响相对较小，2023年大麦成本压力仍较为明显。本次终止对澳大利亚大麦的“双反”税收政策，有望缓解2024年啤酒企业的原料成本压力。

图表8: 2017-2020年中国对澳大利亚大麦进口量及占比



资料来源: 海关总署, 万联证券研究所

图表9: 2021年中国大麦主要进口国来源地占比情况

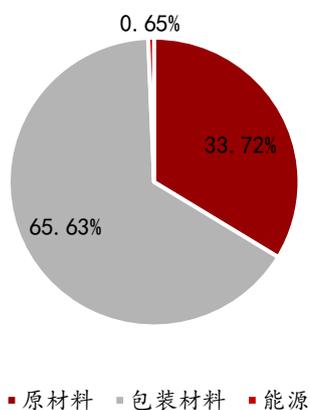


资料来源: 海关总署, 万联证券研究所

2.2 包装材料价格有所下降, 酒企成本压力减小

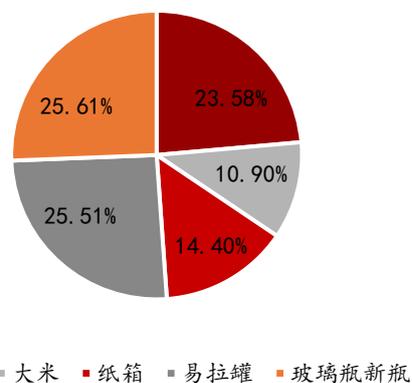
包装材料在采购成本中占据大头。2022年青岛啤酒采购成本中包装材料占65.63%, 燕京啤酒采购成本中包装材料占65.52%。其中燕京啤酒的包装材料主要包含纸箱、易拉罐、玻璃瓶新瓶, 分别占成本比重为14.4%、25.51%、25.61%。在啤酒企业的成本构成中包装材料占据了一半以上, 啤酒企业向上议价能力较弱, 对主要材料价格波动尤为敏感。

图表10: 2022年青岛啤酒采购成本占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

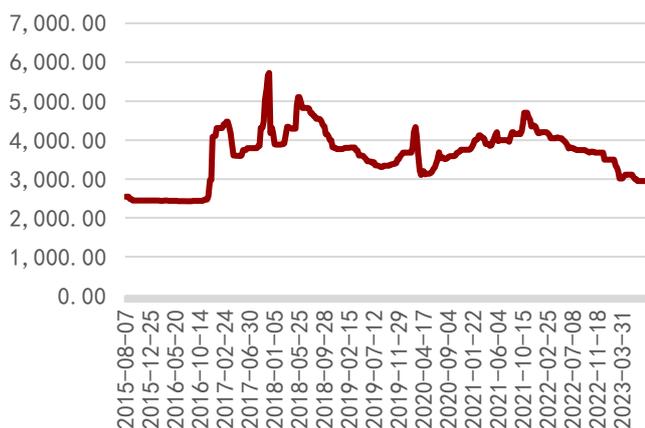
图表11: 2022年燕京啤酒采购成本占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

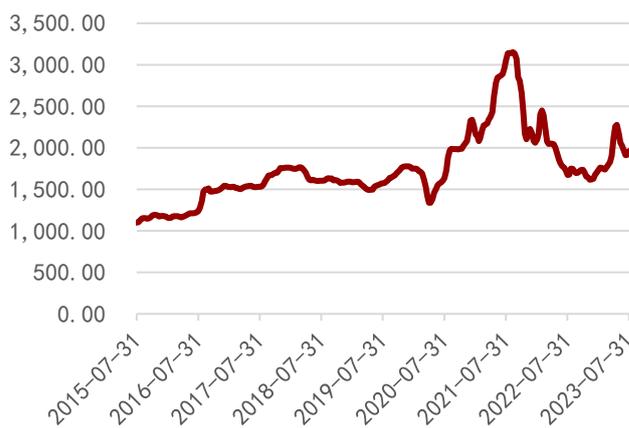
近期纸箱和玻璃价格有所回落, 啤酒企业成本压力有望逐步缓解。包材方面, 啤酒企业一般采取季度或者半年度滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本。今年以来我国瓦楞纸价格延续下降趋势, 截止8月4日出厂价约2950元/吨, 同比下降28%左右, 玻璃价格也呈现小幅下降的趋势, 易拉罐价格和铝价保持稳定。随着2023年包材价格总体同比下行, 后续啤酒企业成本压力有望逐步减小。

图表12: 瓦楞纸出厂价(元/吨)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表13: 中国平板玻璃市场价(元/吨)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表15: 铝价(元/吨)



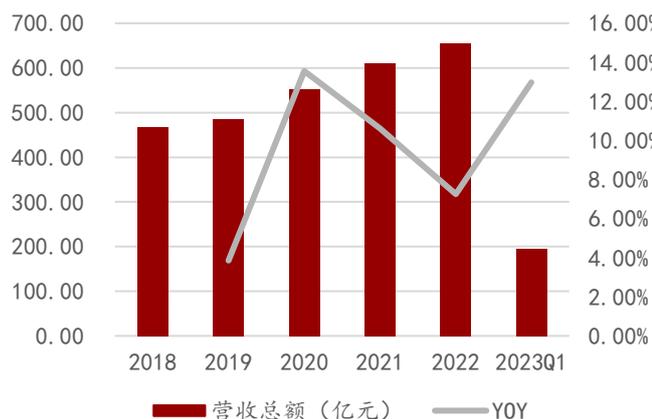
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

3 基本面稳中向好, 长期发展空间广阔

3.1 啤酒板块经营稳健, 行业集中度持续提升

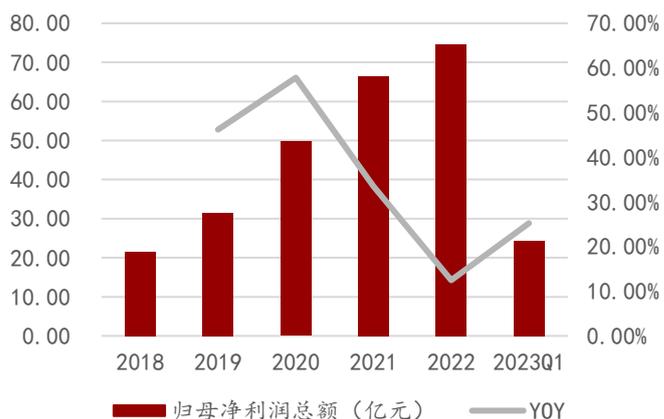
A股啤酒板块业绩稳健增长。2022年A股啤酒板块整体业绩实现稳健增长, 实现营收/归母净利654.98/74.67亿元, 营收/归母净利同比+7.25%/+12.47%, 且结构性升级趋势持续。2023年Q1疫情形势好转, 线下消费场景逐步恢复, 啤酒板块实现营收/归母净利195.74/24.26亿元, 同比+12.98%/+25.24%。啤酒行业上市公司23Q1实现营收同比正增长主因外部宏观环境改善、线下消费场景回补, 啤酒消费整体呈现复苏态势, 支撑板块实现收入较快增长。

图表16: 上市啤酒公司营收总额及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

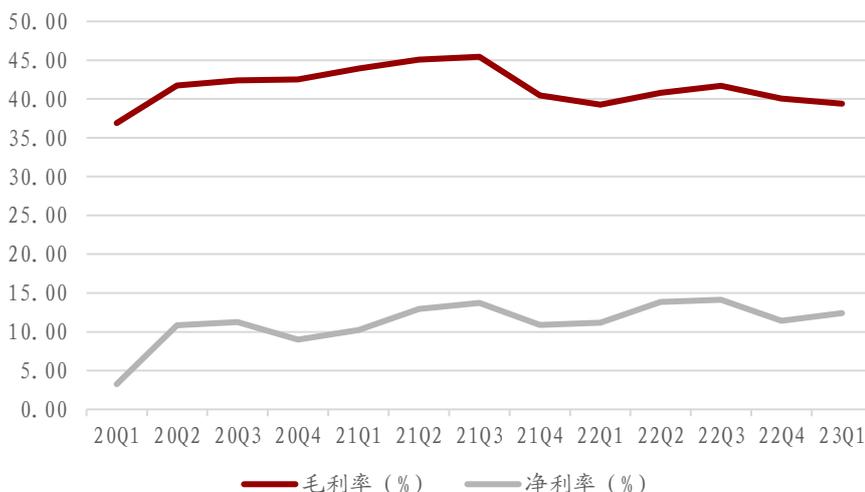
图表17: 上市啤酒公司归母净利润总额及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

A股啤酒板块毛利率/净利率相对稳定。近期啤酒板块毛利率维持在40%左右, 净利率在11%-14%区间小幅波动, 总体维持在稳定的区间。二季度为啤酒销售旺季, 对比往年二季度数据, 毛利率较一季度环比均有所提升。2023Q2随着经济逐步复苏, 消费需求回暖, 叠加夏季啤酒需求旺盛, 二季度啤酒板块毛利率/净利率预计有所提升。

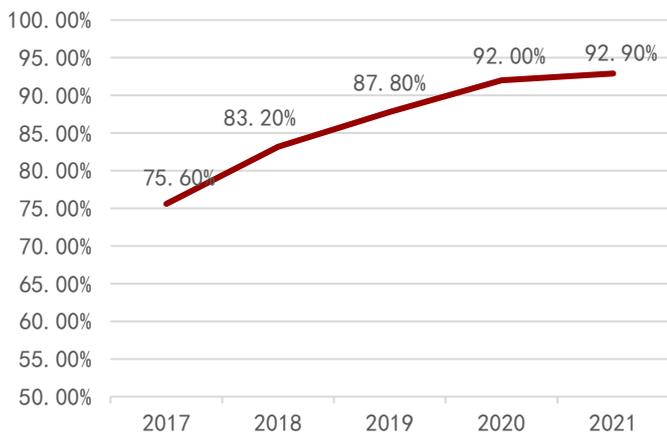
图表18: 啤酒板块毛利率及净利率



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

啤酒行业五大龙头格局已定, 行业集中度持续提高。我国啤酒行业经过并购整合期后, 形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、重庆啤酒五大企业寡头垄断的局面。2017年我国啤酒行业CR5达75.6%, 至2021年CR5升至92.9%, 其中华润啤酒/青岛啤酒/百威英博/燕京啤酒/重庆啤酒市占率分别为31.0%/22.3%/21.6%/10.2%/7.8%。2021年华润啤酒在中国市场占据着最大的市场份额, 占比高达31%, 销量过千万吨。整体来看, 我国啤酒市场格局稳定, 啤酒龙头凭借其长期积累下的品牌、规模、渠道、技术等优势, 逐步挤压中小酒企的生存空间, 我国啤酒行业集中度预计进一步提升, 龙头效应显著。

图表19: 2017-2021年中国啤酒行业CR5集中度



资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

图表20: 2021年中国啤酒行业市场份额

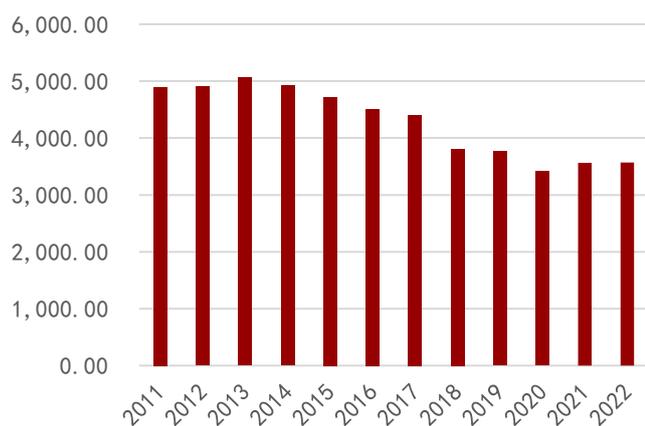


资料来源: 头豹研究院, 万联证券研究所

3.2 啤酒行业进入存量竞争, 高端化是未来发展趋势

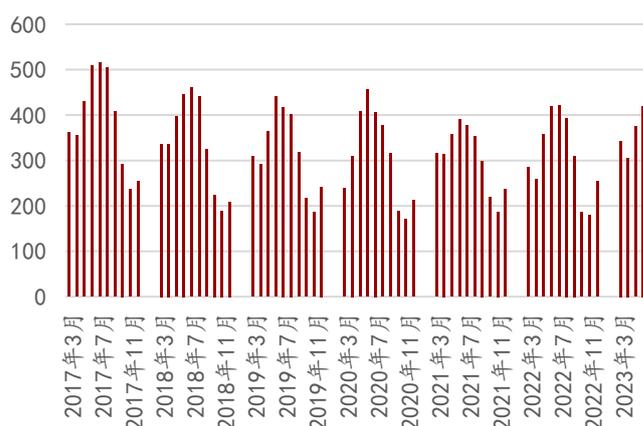
啤酒产量呈下降趋势, 行业进入存量竞争。2013年以前, 啤酒行业处于增量时代, 我国啤酒产销量稳健增长。自1978年改革开放政策实施以来, 中国啤酒行业开始快速发展, 经过40余年的快速扩张期后, 国内啤酒产量在2013年达到顶峰5061.54万千升, 此后持续回落, 消费量也在2013年前后达到顶峰后逐年下滑。2013年之后, 啤酒行业进入存量发展期, 从“量增”到“质升”换轨明显, 整体产量开始缓慢下滑。近年来, 我国啤酒行业已经进入结构升级阶段, 2022年我国啤酒产量3568.7万千升, 较2013年减少29.49%。中国啤酒行业正逐步转向成熟市场, 啤酒龙头开始寻求摆脱产品单一的同质化, 向高端化、多元化转型。随着各啤酒龙头企业在中高端啤酒发力, 高端市场更加多元化, 市场份额将进一步向龙头企业集中。

图表21: 啤酒历年产量(万千升)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 啤酒月产量(万千升)

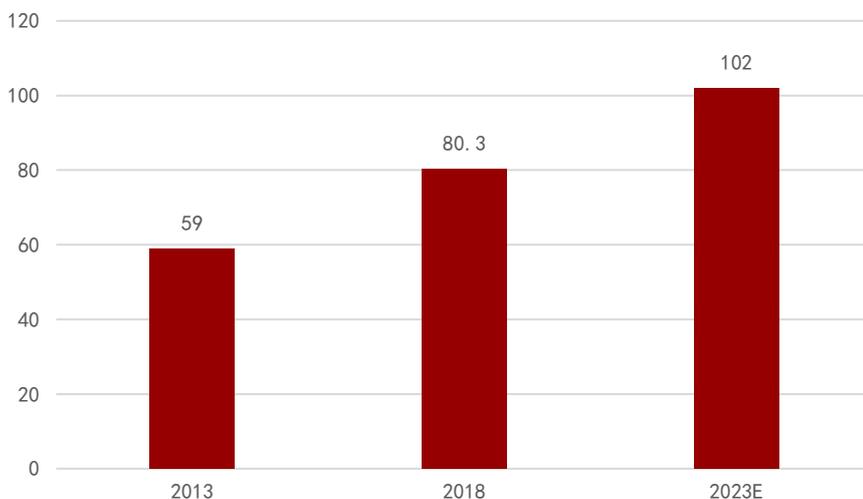


资料来源: wind, 万联证券研究所

在存量竞争背景下, 高端啤酒消费量稳步增长。3年以来, 我国高端及超高端啤酒消费量逐年递增。根据 Global Data 统计的数据, 2013年我国高端啤酒消费量为59亿升, 2018年增加至80.3亿升, 预计2023年将增加至102亿升, 2013-2023

年 CAGR 为 5.63%。在啤酒行业总体产销量持续下降的情况下，高端啤酒仍然实现市场规模扩张，未来发展空间可期。

图表23: 中国高端啤酒消费量(亿升)



资料来源: Global Data, 万联证券研究所

迎合行业高端化趋势，各啤酒企业加速高端化布局。为抢占高端啤酒市场份额，各啤酒企业均聚焦高端市场，积极推出高端新品。**华润啤酒**高端化布局较晚，在2013年推出雪花脸谱后，高端布局步伐有所停滞。在价格布局上，华润啤酒高端产品集中于8-15元，但产品销量远高于其他企业。2021年推出多个新品牌，包括超高端产品「醴」、高端产品「黑狮果啤」。**青岛啤酒**布局高端市场较早，在2010年推出逸品纯生、奥古特打入高端市场，并持续推进其产品高端化进程，继续推出了鸿运当头、原浆啤酒、皮尔森等等。同时，为迎合消费者口味需求，2018年推出精酿啤酒IPA，2020年推出精酿新品琥珀拉格。2022年初，青岛啤酒推出超高端新品“一世传奇”新品，售价突破千元，打开价格天花板。**重庆啤酒**一方面通过本土产品升级布局高端市场，在2017年推出重啤纯生；另一方面于2013年底成为嘉士伯集团成员后，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋1664等嘉士伯旗下国际高端品牌的生产和销售权，从而拥有了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，以国际化产品升级自有产品结构。**燕京啤酒**近年来推出狮王精酿高端品牌系列产品，与中国酒业行业协会联名完成“观渺”和“隋源”两款超高端产品研发和定制生产。2022年总部精酿中心竣工投产，标志着北京、广西两大精酿啤酒生产基地布局构成，成为高端品牌与产品快速孵化的生产基地。**珠江啤酒**坚持“3+N”（雪堡、珠江纯生、珠江啤酒+N）品牌战略，雪堡啤酒和纯生啤酒定位为高档产品，明晰品牌高端化发展道路，产品结构逐渐向中高端化提升。

图表24: 啤酒企业高端化进程布局规划

企业	布局情况
华润啤酒	在2013年推出雪花脸谱后，高端布局步伐有所停滞。2017年提出“3+3+3”战略，坚定不移地实践高端化发展。2021年推出多个新品牌，包括超高端产品「醴」、高端产品「黑狮果啤」。
青岛啤酒	在2010年推出逸品纯生、奥古特打入高端市场。2022年初新研发上市的艺术典藏超高端产品-青岛啤酒“一世传奇”继续引领了国内啤酒产业消费升级的新高度。
燕京啤酒	推出狮王精酿高端品牌系列产品，与中国酒业行业协会联名完成“观渺”和“隋源”两款超高端产品研发和定制生产。2022年总部精酿中心竣工投产，标志着北京、广西两大精酿啤酒生产基地布局构成，成为高端品牌与产品快速孵化的生产基地。
重庆啤酒	一方面通过本土产品升级布局高端市场，在2017年推出重啤纯生；另一方面于2013年底成为嘉士

伯集团成员后，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等嘉士伯旗下国际高端品牌的生产和销售权，从而拥有了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，以国际化产品升级自有产品结构。

珠江啤酒 坚持“3+N”（雪堡、珠江纯生、珠江啤酒+N）品牌战略，雪堡啤酒和纯生啤酒定位为高档产品，明晰品牌高端化发展道路，产品结构逐渐向中高端化提升。

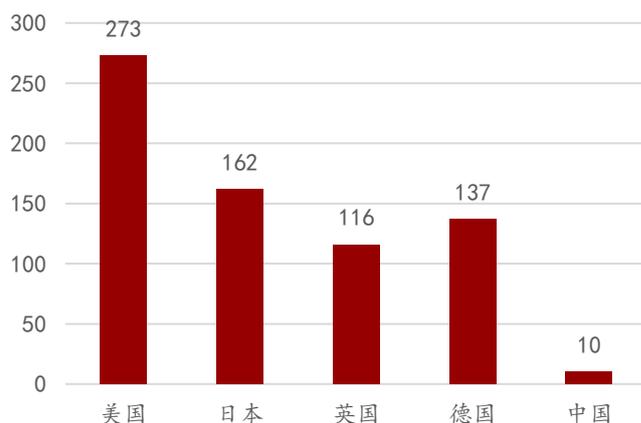
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

中国啤酒人均消费呈增长趋势，但与发达国家相比还存在较大差距。2015-2022年我国啤酒人均消费不断增长，2022年啤酒人均消费9.8美元，同期美国/日本/英国/德国啤酒人均消费分别为273美元/162美元/116美元/137美元，对比发达国家我国啤酒人均消费水平仍较低，还有较大的发展空间。

图表25：中国啤酒人均消费呈增长趋势



图表26：2022年各国啤酒人均消费（美元）

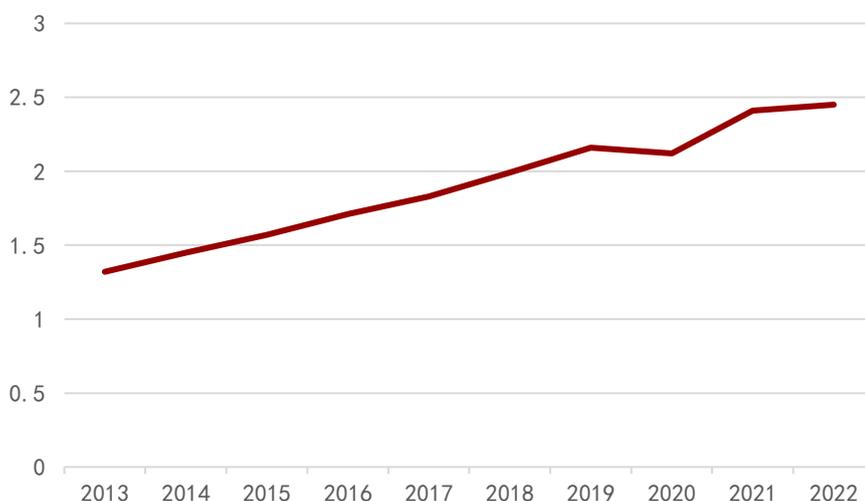


资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

人均消费支出增加，消费者对高端啤酒拥有支付能力。2013-2022年间，人均消费支出提高了85.61%，呈现持续增长的趋势。啤酒作为微利行业，低端啤酒附加值及利润率较低，中小酒企发展空间被不断压缩，随着主流消费人群能力的提升，中高端价格带成为啤酒企业竞争的新空间。啤酒行业中低端啤酒的销量自2013年起开始下降，选择更优质的中档或高端啤酒的消费者逐渐增加。对消费者而言，啤酒单次消费价格较低，因此对产品价格提升不敏感，并且随着人均消费支出的增加，消费者愿意选择更优质的消费。

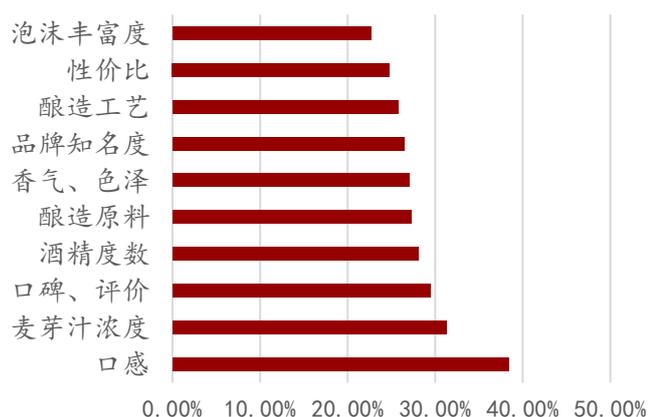
图表27：居民人均消费支出（万元）



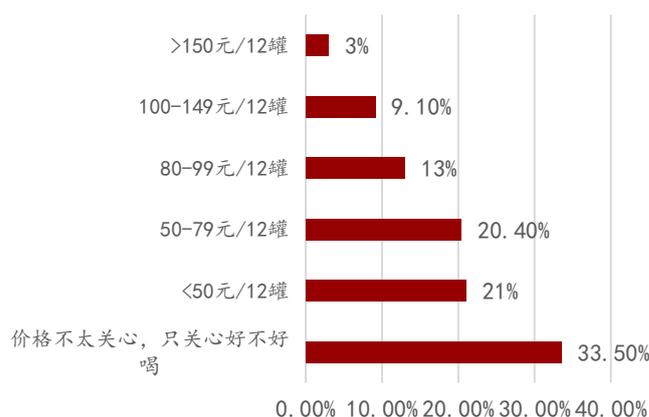
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

消费者在购买啤酒时更加关注产品的品质，为酒企高端化变革提供了坚实的基础。根据艾瑞咨询的数据显示，2022年消费者购买啤酒时所考虑的因素前三位分别是口感、麦芽汁浓度和口碑及评价，而价格因素仅排名第九。此外，根据天猫啤酒趋势白皮书的数据显示，消费者对于啤酒更加关注其口感是否好喝，而对价格不太关心，这类人群占比高达33.5%。大部分消费者对于啤酒口感的追求超过了对价格的关注，愿意为更好的口感和品质体验支付更高的价格。消费者对啤酒价格敏感度的降低以及大众对于啤酒口感的追求，为企业的高端化变革提供了坚实的基础。酒企可以凭借这些消费特性，加大对产品研发和品质控制的投入，不断优化口感，注重提升产品质量，满足消费者对于高品质啤酒的需求，向高端化进军。

图表28: 2022年消费者购买啤酒时考虑的因素



图表29: 2022年消费者购买啤酒与价格的关系



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

资料来源: 《2022天猫啤酒趋势白皮书》, 万联证券研究所

3.3 产品提价+结构升级打开长期增长空间

近年来啤酒龙头企业为向高端化转型和应对成本上行的压力不断提价。啤酒产业链下游主要包括线上、线下渠道商以及终端消费者，在进入存量竞争时代后，酒企为向高端化转型和应对成本上行压力已多次实施提价措施，消费者接受度较高，酒企向下游议价能力较强。近十五年来，啤酒行业大约进行了4轮大规模的提价活动。第一轮为2007年-2008年由于进口澳麦价格上涨以及玻璃瓶、纸箱价格上涨导致的成本压力驱动提价；第二轮为2011年-2012年澳麦价格大幅上涨导致的提价；第三轮是2017-2018年进口大麦、玻璃瓶、瓦楞纸等原材料价格上涨推动了提价；第四轮是2021年由于进口澳麦加税导致价格上涨以及包材价格持续提升驱动龙头提价。

图表30: 近年来啤酒企业不断提价

企业	提价时间	涉及产品/地区	提价措施
华润啤酒	2021年9月-2022年3月	勇闯天涯	出厂价提高5毛左右，终端顺价至7元
	2022年1月	清爽、超爽、精致、冰酷、原麦汁	每箱提价2元
	2022年6月	红区市场中档产品（除勇闯天涯）	每箱提价6元左右，老雪新品迭代
青岛啤酒	2022年5月下旬	新装纯生	从66元/箱提升至70元/箱
		提装经典款	从23.5元/箱提升至24元/箱
		崂山啤酒	零售价从3-4元提升至5-6元

重庆啤酒	2022年2-5月	乌苏啤酒	上调620ml红乌苏产品价格，提价5%左右
	2022年6月	乐堡啤酒、重庆啤酒	提价3%-8%
百威亚太	2022年12月	乌苏啤酒	提价3%-8%
	2022年3-4月	全国范围内	产品售价调升，增幅达中单位数

资料来源：智研咨询，万联证券研究所

啤酒龙头陆续推出千元产品，打开行业价格天花板。近年来头部酒企纷纷发力中高端产品，2021年华润啤酒推出高端产品“醴”，售价999元/999ml*2瓶，将啤酒推上千元价格带；2022年青岛啤酒发布“一世传奇”，定价1399元/1.5L；百威啤酒推出“大师传奇”虎年限量版啤酒，售价1588元/798ml。啤酒龙头接连推出超高端产品抢占市场，打破了啤酒低价的消费认知，打开行业价格天花板，同时拉升了自身品牌高度。

图表31：华润啤酒推出高端产品“醴”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

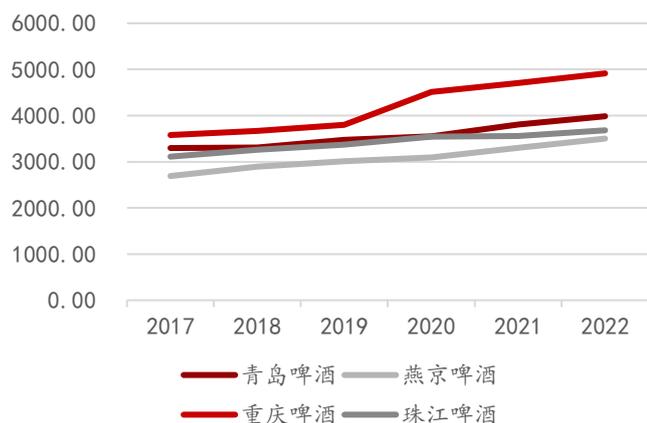
图表32：青岛啤酒推出高端产品“一世传奇”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

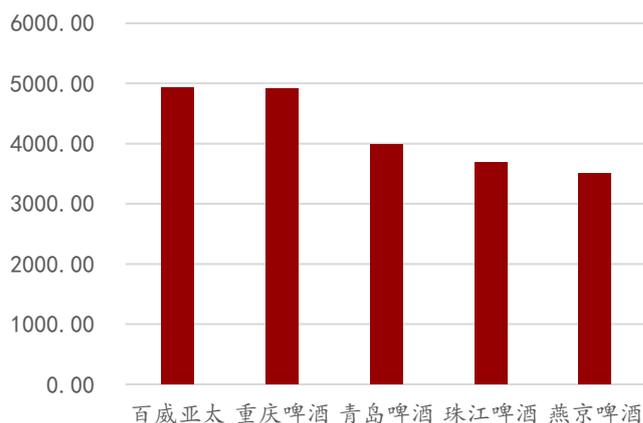
啤酒企业吨价稳步提升，但仍有增长空间。啤酒企业近几年吨价进入上行通道，与国内啤酒消费量下行形成鲜明对比。2017-2022年我国主要啤酒企业吨价呈现上升趋势，2022年重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒吨价分别为4915/3985/3682/3502元/千升，分别较2017年+37.33%/+20.88%/+18.35%/+30.11%。虽然国内啤酒企业吨价持续上升，但整体平均吨价较日韩、欧美等发达国家仍然有较大差距。国内啤酒企业相较于百威亚太等国际企业而言，吨价上仍有较大提升空间。在中国大陆市场，百威亚太在高端啤酒中的市占率排名第一，平均吨价也位于五大龙头第一，国内酒企仍有较大的差距需要追赶。吨价上升成为行业发展的重要推动力，行业整体量平价增趋势明显。

图表33: 啤酒公司吨价持续上升(元/千升)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

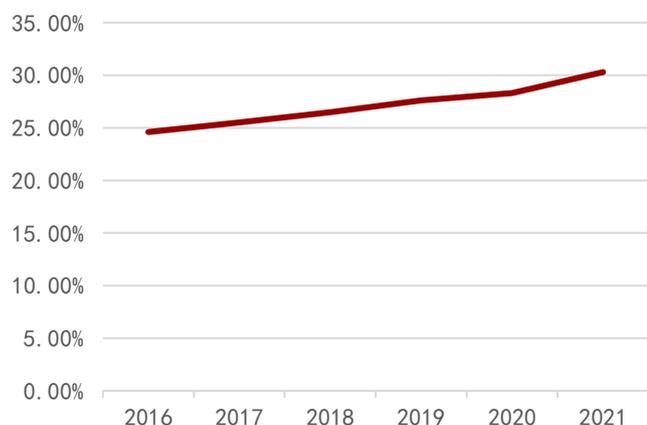
图表34: 2022年各啤酒企业吨价(元/千升)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

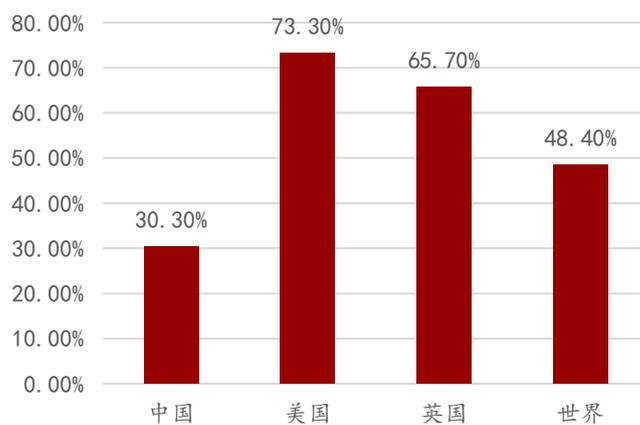
罐化率逐年提升降低酒企成本压力, 对标成熟市场仍有较大提升空间。相较玻璃瓶装包装, 铝罐包装生产原料成本较低、耗材较少且具有保质性强、易运输的特点, 能直接降低啤酒厂商的包材成本和运输成本, 减少啤酒产品的长途损耗率, 扩大可覆盖的市场面积。我国啤酒行业罐化率水平近年来一直呈增长趋势, 从2016年24.6%提升至2021年的30.3%, 铝罐包装日益成为中国啤酒包装未来趋势。2021年美国/英国罐化率分别为73.3%/ 65.7%, 全球平均水平也达到了48.4%, 对比成熟市场, 我国罐化率水平还有很大的提升空间。我们认为, 我国啤酒罐化率未来仍将上升, 进而提升板块的盈利能力。

图表35: 我国罐化率逐年上升



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表36: 对比成熟市场, 我国罐化率仍有提升空间



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

4 啤酒行业上市公司代表对比

- **华润啤酒：**2022年啤酒总销量1100万千升，次高端销量同比+12.6%。公司主营雪花品牌啤酒，单品产销量规模世界第一。公司收购喜力（中国）带动整体均价提升，超高端及高端系列包括雪花脸谱、匠心营造、黑狮、喜力星银、喜力经典等，次高档系列包括雪花勇闯天涯、勇闯天涯superX等，主流系列包括雪花清爽等。公司在早期发展阶段，投入了大量资源打造渠道，拥有辽宁、四川、浙江、江苏、安徽、贵州等基地市场，同时在浙江、天津、吉林等省份拥有较高的市占率。公司于2017年提出“3+3+3”战略，第一个3年甩包袱、强基础、蓄能量；第二个3年补短板、增效益、提质量；第三个3年，实现制胜高端、卓越发展、将华润啤酒的规模优势转变为质量优势。2022年，公司在“3+3+3”企业发展战略中第二个三年的收官之年坚定不移地实践高端化发展。
- **青岛啤酒：**公司高度重视产品质量，工艺+设备达到国际领先水平，持续加强品控，提升口味一致性，2022年中高端产品销量占比65.99%。公司拥有“百年历史”背书的超强品牌力，秉持双品牌战略，以青岛啤酒为主品牌，对标中高端和高端市场，以崂山啤酒为第二品牌，主打大众市场，充分结合品牌自有特点和优势实现产品差异化。近年来公司推出的“奥古特、鸿运当头、经典1903、全麦白啤、桶装原浆啤酒、皮尔森、青岛啤酒IPA”等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品，布局高端市场，进一步提升了公司品牌形象。2022年初新研发上市的艺术典藏超高端产品-青岛啤酒“一世传奇”继续引领了国内啤酒产业消费升级的新高度。
- **燕京啤酒：**产品+渠道升级，不断加快高端化进程。公司积极顺应行业发展新形势，积极进行产品结构升级，走中高端化路线，推出狮王精酿高端品牌系列产品，与中国酒业行业协会联名完成“观渺”和“隋源”两款超高端产品研发和定制生产。2022年总部精酿中心竣工投产，标志着北京、广西两大精酿啤酒生产基地布局构成，成为高端品牌与产品快速孵化的生产基地。公司持续进行渠道升级改造，夯实北京、广西、内蒙三大基地市场地位，巩固四川、河北等成长型市场，增强市场竞争力。
- **重庆啤酒：**携手嘉士伯起航，本土+高端产品组合丰富。公司以重庆为核心市场，布局川湘，旗下拥有本地高知名度的“重庆”、“山城”两大自有品牌，成为全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团成员后，又获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。
- **珠江啤酒：**华南地区流通小龙头，顺势而为加速结构优化，2022年中高端啤酒占比约为90%。公司作为华南地区传统啤酒龙头（珠三角地区市占率超过40%），深耕华南地区四十余载，背靠广州国资委，引入百威英博，立足啤酒酿造与销售主业，啤酒文化产业协同发展。在啤酒行业进入存量竞争，结构升级的大背景下，公司顺势而为，坚持“3+N”（雪堡、珠江纯生、珠江啤酒+N）品牌战略，明晰品牌高端化发展道路。其中雪堡精酿定位高端，抬高价格和盈利天花板，推动品牌高端化发展；纯生定位中高端，拉动产品结构升级，是公司核心的利润增长点；珠江系列主要面向大众市场，以扩大市场规模为主；“N”特色系列旨在满足不同消费者的个性化小众需求。

图表37: 啤酒行业上市公司代表对比

	华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
收入及增速 (亿元)	352.63 (+5.62%)	321.72 (+6.65%)	132.02 (+10.38%)	140.39 (+7.01%)	49.28 (+8.60%)
归母净利润及增 速(亿元)	43.44 (-5.30%)	37.11 (+17.59%)	3.52 (+54.51%)	12.64 (+8.35%)	5.98 (-2.11%)
毛利率	38.46%	36.85%	37.44%	50.48%	42.44%
净利率	12.34%	11.83%	4.16%	18.43%	12.29%
ROE	16.88%	15.3%	2.63%	66.32%	6.33%
主业占比	100%	98.52%	92.28%	97.56%	96.08%
主要品类	雪花脸谱、匠心 营造、黑狮、喜 力星银、喜力经 典雪花、勇闯天 涯、勇闯天涯 superX、雪花清 爽	青岛品牌 崂山等其他品牌	燕京主品牌 漓泉、惠泉与雪 鹿三大副品牌	重庆、乌苏、山 城、乐堡、嘉士 伯、其他	雪堡、珠江纯生、 珠江啤酒、其他
高端化程度	次高端销量同比 +12.6%	中高端产品销量 占比 65.99%	-	-	中高端啤酒占比 约为 90%
渠道结构	-	餐饮(约 40%) 流通(约 60%)	-	流通(约 30%) 餐饮(约 70%)	流通(约 70%) 餐饮(约 30%)
渠道分布	辽宁、四川、浙 江、江苏、安 徽、贵州等基地 市场	山东地区为主, 其他地区和海外 市场均有涉及	北京、内蒙古、 广西等基地市场	重庆主导, 布局 川湘	深耕华南地区
经营战略	“3+3+3”战 略, 第一个 3 年 甩包袱、强基 础、蓄能量; 第 二个 3 年补短 板、增效益、提 质量; 第三个 3 年, 实现制胜高 端、卓越发展、 将华润啤酒的规 模优势转变为质 量优势。	积极主动开拓国 内外市场, 加快 推进中高端产品 发展战略和营销 创新, 加快高附 加值产品发展, 完善终端管理体 系, 持续提升终 端掌控能力。	坚守产品质量, 坚持科技创新, 继续巩固和拓展 营销渠道, 围绕 零售渠道, 持续 拓展存在增量空 间核心区域, 融 入新技术与新潮 流, 打造新国 货。	继续以“本地强 势品牌+国际高 端品牌”的品牌 组合为依托, 推 进产品高端化, 推动销售模式变 革。	坚持“3+N” (雪堡、珠江纯 生、珠江啤酒 +N) 品牌战略, 明晰品牌高端化 发展道路。

资料来源: 各公司2022年年报, 万联证券研究所

5 投资建议与风险提示

5.1 投资建议

近年来，啤酒板块营收/归母净利润均保持正增长，澳麦“双反”政策取消叠加包材价格下降，啤酒企业成本压力有所缓解，有望延续成本下行趋势，盈利能力有望进一步提高。近期促消费信号密集释放，市场信心有所修复，关注啤酒后续需求变动情况。目前啤酒行业处于存量竞争时代，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、重庆啤酒五大啤酒龙头牢牢把控市场，纷纷加速高端化进程，中小酒企生存空间被挤压。**啤酒龙头业绩表现亮眼，竞争优势明显，长期向好趋势明确，建议关注高端化啤酒龙头。**

5.2 风险提示

- 1. 原材料及包材价格波动风险：**原材料及包材占据啤酒生产成本的绝大部分，若是价格剧烈波动，不利于酒企的成本管控，影响利润水平。
- 2. 高端化发展不及预期风险：**如果啤酒企业的高端化不及预期，结构升级或面临挑战，不利于行业整体的长期发展。
- 3. 食品安全风险：**食品安全是消费者关注的重中之重，消费者对出现食品安全问题的产品及公司甚至行业的信任度及消费意愿将大幅下降。
- 4. 经济复苏不及预期风险：**啤酒消费与宏观经济及居民购买力相关性较大，高端啤酒产品与居民消费力相关性更为明显，若宏观经济增速放缓，将影响消费升级节奏，或对啤酒行业景气度产生不利影响。

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场