

食品饮料

终极一战

-回顾国内啤酒行业 2012-2017 年竞争的得失

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

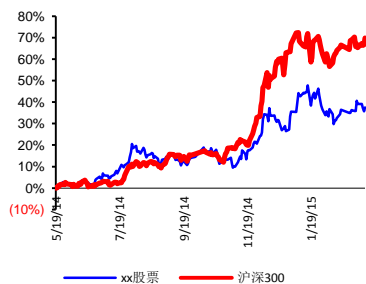
联系人：龚小乐

电话：

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2620192.54
行业流通市值(百万元)	2402356.45

行业-市场走势对比

相关报告

<<啤酒行业深度报告：新一轮的成长周期已开启>>2017.12.20

<<啤酒行业点评报告：新成长周期已开启，龙头有望加速成长>>2017.12.29

<<啤酒行业简报：市场的分歧，我们的机会>>2018.01.23

投资要点

- 我们认为，啤酒行业经历了 2012-2017 年需求回落、竞争加剧以及成本上涨三重利空周期，导致行业的利润率不断走低，在此阶段奠定的行业基础具备很好的研究价值。本文通过梳理核心厂家并购、关厂等行为，我们得出：以当下的投资意愿和关厂的意愿来看，供应在做减法，而需求在做加法，吨酒价格有望提升；龙头企业华润、百威纷纷转向利润，行业集体提价，竞争格局有望趋缓，行业利润也有望加速释放，如成本进入下行周期，业绩有望超预期。站在现在的时点，我们认为行业新一轮的成长篇章已开启。参照《20171220 啤酒行业深度报告：新一轮的成长周期已开启》一文
- 我们将 2012-2017 年的竞争称之为啤酒行业的终极一战，对后市影响深远。在此阶段是三周期的叠加，一方面是供应不断地增加，竞争一度无序；第二方面是需求量的变化，销量连续四年下滑，竞争加剧；第三方面叠加 2016-2017 年包装材料的大幅上涨。三重周期的叠加迫使部分企业开始关掉“拖腿”的产能，走差异化的路线，研究 2012-2017 年的产业变迁，对于后市的发展颇有借鉴价值。
- 终极一战的成因、竞争方式以及结果。在此阶段，消费品高成长，行业盲目乐观，外资、内资忙于跑马圈地，行业座次不定，竞争无序，竞争一度无序。大幅新增产能、并购以及疯狂的买店成为行业圈地的主要做法。在此期间，毛利率走低，期间费用率不断走高，燕京和青岛啤酒的净利润率从 7-8% 的净利润率水平回落至 4-5%。啤酒行业的亏损面达 31.4%，远高于白酒、红酒等行业。企业的亏损，迫使企业在不断的倒逼，在此期间规模以上啤酒企业数量下降近 50 家，下降幅度近 10%。
- 终极一战奠定的行业基础。（1）竞争格局逐步明朗，燕京、青岛被超越了，华润和百威持续胜出，再打价格战效用不明显。从市场份额来看，华润和百威啤酒一路高歌猛进，华润进一步夯实第一的地位。华润啤酒在 2015 年的收入超过青岛啤酒，成为名副其实的第一名。而燕京以及青岛啤酒与华润的差距越拉越大。几年的价格战下来，行业呈现了加速集中，70% 的省份行业的第一名和第二名已经变得很清晰，竞争变得理性起来，再打价格战效用不明显。（2）行业量增比较困难，价格增长空间较大。无论是人均消费量还是人口红利，量的增长空间不大；国内长期的低价竞争，使得产品的出厂价格总体偏低，对比国际，中国吨酒价格还有 2 倍以上的成长空间；国内产品毛利率和净利润率均处于较低的水平，提升空间较大。（3）消费升级的年代，低价产品可能会被消费者抛弃。当下啤酒的核心消费群体已经由终极一战之前的 80 后过渡为 90 后，表现数据来看，越低端的啤酒增速越慢，无独有偶，包装水和方便面也呈现同样的特点。2 元以上的包装水（以怡宝和农夫山泉为代表）增速好于 2 元以下的产品。
- 新一轮的成长周期已经开启。（1）供应已经在做减法。关厂已经展开，嘉士伯、百威已经走在前列，华润有望紧随。核心大企业由扩产能转变为优化产能，运营效率有待提升。嘉士伯 2016 年在中国关闭 17 家工厂，16 年底仅剩 15 家酒厂分布于重庆、四川、湖南（重庆 8 家、四川 4 家、湖南 3 家），关厂减产工作基本完成；百威在 2016-2017 年中国关停了八家（大连、长沙、松江、三明、舟山、沈阳、亚洲啤酒（新乡）、洛阳等），

目前百威在中国工厂近 40 家,未来 2 年百威的工厂有望控制在 30 家以内;华润啤酒也在 15 年关停 3 家,16 年关停 2 家,17 年预计关停 3 家,18 年预计要将四川的 5 家工厂(成都、遂宁、达州、内江、西昌)合并。这与 2013 年之前行业规模性的收购完全不一样。(2) **价格在做加法**。一方面是产品结构的走高,另外一方面是产品提价。2017 年 12 月份至今,燕京、青岛、华润、百威、重庆啤酒均有不同的提价动作。(3) **龙头企业转向要利润,竞争格局有望向好**。2017 年之前,华润侧重于要市场份额,2018 年之后的十年,华润侧重于做品牌重塑,降低低端产品的投放,吨酒价格有望提升,百威在国内也侧重于要利润。行业龙头转为要利润,行业竞争格局有望趋缓。

- **投资建议:** 随着市场逐步的成熟,啤酒行业人均销量变化不大。而消费升级、单价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力,格局优的标的有望持续受益。啤酒行业正在进入新阶段,CR5 有望逐步向 CR4 甚至是 CR3 变化。若五家变四家甚至变成三家,或者份额拉开,无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能,盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演,我们认为行业受益的先后顺序分别是华润、百威英博、青岛啤酒、嘉士伯(重庆啤酒)、燕京啤酒。
- **风险提示:** 因不可抗要素带来销量的下滑;市场竞争恶化带来超预期促销活动。

内容目录

周期的划分，成长的路径	- 6 -
终极一战：成因、结果以及后市的影响	- 8 -
成因：行业盲目乐观，行业座次不定	- 8 -
供需：供应不断增加，需求下行.....	- 8 -
整合：整合加速，并购成为主旋律.....	- 9 -
结果：销售费用率不断走高，利润率处于偏低水平	- 11 -
后市的影响	- 13 -
竞争格局逐步明朗	- 13 -
行业量增比较困难，价格增长空间较大.....	- 14 -
投资者的预期很低	- 16 -
消费升级的年代，低价产品可能会被消费者抛弃	- 17 -
展望：新成长周期已开启	- 19 -
供应在做减法.....	- 19 -
竞争格局有望趋缓	- 20 -
投资建议	- 21 -
新格局，新成长	- 21 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 中国啤酒行业发展的几个阶段.....	- 7 -
图表 2: 中国人均消费量变化图.....	- 7 -
图表 3: 2003-2012 年, 白酒、红酒、软饮料、乳制品等 CAGR 高达 15%以上.....	- 8 -
图表 4: 供应的增加情况.....	- 8 -
图表 5: 百威以及华润啤酒新增产能较多.....	- 8 -
图表 6: 2012-2016 年各厂新增产能的情况.....	- 9 -
图表 7: 2016 年新增供应的情况.....	- 9 -
图表 8: 2007 年至今华润雪花的并购.....	- 9 -
图表 9: 青岛啤酒的并购.....	- 10 -
图表 10: 燕京啤酒的并购.....	- 11 -
图表 11: 百威英博在中国的并购.....	- 11 -
图表 12: 2011-2016 年青岛啤酒毛利率不断走低.....	- 12 -
图表 13: 2011-2016 年青岛啤酒和燕京啤酒的净利率下行.....	- 12 -
图表 14: 期间费用率稳步上行.....	- 12 -
图表 15: 销售费用率不断走高.....	- 12 -
图表 16: 2016 年酿酒行业主要酒种亏损企业情况.....	- 12 -
图表 17: 全国规模以上啤酒企业数量近年连续下滑.....	- 12 -
图表 18: 市场的份额的变化.....	- 13 -
图表 19: 销售收入的变化.....	- 13 -
图表 20: 大多省份 CR2 大于 70%.....	- 13 -
图表 21: 行业销量的变化.....	- 14 -
图表 22: 行业增速的变化.....	- 14 -
图表 23: 人口结构的变化.....	- 15 -
图表 24: 人均销量的想象空间不大.....	- 15 -
图表 25: 中国的吨酒价格还有 2 倍以上的提升空间.....	- 15 -
图表 26: 国内啤酒公司的毛利率明显低于国际.....	- 15 -
图表 27: 青岛啤酒 2016 年资本开支创新低.....	- 16 -
图表 28: 燕京啤酒 2016 年资本开支创新低.....	- 16 -
图表 29: 在建工程大幅减少.....	- 16 -
图表 30: 员工人数不再增加.....	- 16 -
图表 31: 中高端产品销量逐年提升.....	- 17 -
图表 32: 中高端产品金额逐年提升.....	- 17 -
图表 33: 青岛啤酒中高端啤酒占比不断提升.....	- 17 -

图表 34: 百威英博中国市场产品结构.....	- 17 -
图表 35: 2 元以上的包装水增速好于 2 元以下的.....	- 18 -
图表 36: 康师傅高端方便面增速较高.....	- 18 -
图表 37: 2010 年国内啤酒结构占比%.....	- 18 -
图表 38: 2020 年国内啤酒结构占比%(预测).....	- 18 -
图表 39: 2016 年以来的关厂行为.....	- 19 -
图表 40: 百威(中国)关厂动作不断.....	- 20 -

周期的划分，成长的路径

- 中国啤酒行业发展的几个阶段。
- **导入期（1900-1978）**。特点是酿造技术和设备主要依靠从国外引进，产品质量比较低，成本高，价格高，发展迅速。产业的进入壁垒主要来自于技术壁垒和政策壁垒。1949年前，中国大约只有10家啤酒厂，年产量1万吨左右。1967-1979年，全国啤酒厂总数达到90多家，啤酒产量达37万吨，中国啤酒产业开始初步形成。
- **快速发展时期（1979-1989）**。1978年以后，啤酒开始由计划生产转向市场机制，政策鼓励和进入障碍的进一步降低，大量企业涌入啤酒产业。该时期啤酒产量CAGR高达33%。1988年，已形成813家啤酒企业，产量仅次于美国、德国。此时市场处于卖方市场，啤酒市场基本供不应求，企业经营目标是如何提高产量以满足市场的需求。该阶段啤酒市场基本不存在直接竞争。
- **积极调整时期（1990-1998）**。这一阶段由于价格战、缺乏创新等因素，导致不符合市场竞争优势的企业被淘汰，啤酒总产量以CAGR14%的速度继续增长，1994年成为仅次于美国的世界第二大啤酒生产国，外资开始抢滩中国市场。
- **加速整合时期（1999-2011）**。1998年开始，青岛、华润和燕京三大啤酒集团开始在全国拉开了全国市场战略竞争和行业大整合进程，中小企业成为兼并、收购的对象，同时啤酒消费开始进入低增长时期。2002年以后，外资卷土重来，缺乏领导品牌，行业座次不定，竞争无序。
- **下滑期（2012-2017H1）**。2013年国内的销量达到历史高点之后，行业进入了四年的销量下滑期，2016-2017年下滑量收窄，下滑幅度都在1%以内。在此阶段行业龙头竞争激烈，投资意愿逐步回落，新增产能与并购意愿下降。2015年华润销售收入超过青岛啤酒，成为名副其实的行业第一名。
- **开启新一轮的成长（2017年H2以后）**。70%的省份行业第一、第二的座次已定；龙头企业华润、百威等转为要利润，缩减低端产品的广告投放与促销，产品结构有望不断走高。今年初华润、百威、青岛、燕京、重庆啤酒相继提价，新一轮的成长周期开启。

图表 1: 中国啤酒行业发展的几个阶段

时期	年份	市场的特点	竞争格局
导入期	1900—1978	酿造技术和设备主要依靠从国外引进, 这个时期啤酒产品质量比较低, 成本高, 价格高, 但是发展迅速。产业的进入壁垒主要来自于技术壁垒和政策壁垒。	A, 1903-1949 年, 中国大约只有 10 家啤酒厂, 其中大多数属私人企业, 而且集中在大城市, 年产量 1 万吨左右。B, 1949~1957 年, 中国啤酒工业进入缓慢发展期, 年产量达到 4 万吨。C, 1958~1966 年, 中国啤酒工业起飞的初期, 年产量达 12 万吨。1958 年在天津、杭州、武汉、重庆、西安、兰州、昆明等大城市投资新建了一批规模在 2000 吨左右的啤酒厂, 成为中国啤酒业发展的一批骨干企业。D, 1967~1979 年, 全国啤酒厂总数达到 90 多家, 啤酒产量达 37.3 万吨, 中国啤酒产业开始初步形成。
快速发展时期	1979-1989	中央设立以经济建设为中心, 啤酒开始由计划生产转向市场机制, 政策鼓励和进入障碍的进一步降低, 大量企业涌入啤酒产业, 各地区纷纷投资啤酒厂, 企业数量和产量迅速扩张。	1988 年, 已形成 813 家啤酒企业, 产量 656.4 万吨, 仅次于美国、德国。该时期啤酒产量 CAGR 高达 33%。这个时期啤酒企业在地域上高度分散, 企业规模非常小, 产能大多是 1-2 万吨。此时市场处于卖方市场, 啤酒市场基本供不应求, 企业经营目标是如何提高产量以满足市场的需求。 该阶段啤酒市场基本不存在直接竞争。
积极调整时期	1990-1998	由于价格战、缺乏创新等因素, 导致不符合市场竞争优势的企业被淘汰; 啤酒总产量以 CAGR 14% 的速度继续增长, 1994 年产量成为仅次于美国的世界第二大啤酒生产国, 外资开始参与。	产量继续上升, 产业开始趋向集中, 外资开始抢滩中国市场。20 世纪 90 年代, 巴斯集团与吉林金士百合资经营吉林巴斯金士百啤酒有限公司, 中策集团与锦州净瓶泉合资经营锦州中策啤酒有限公司, 澳大利亚的富士达啤酒与广东的皇妹集团合资经营珠海斗门啤酒公司。
加速整合时期	1999-2011	青岛、华润和燕京三大啤酒集团开始在全国进行大规模的资本圈地行动, 拉开了全国市场战略竞争和行业大整合进程, 中小企业成为兼并、收购的对象, 同时啤酒消费开始进入低增长时期。2002 年以后, 外资卷土重来;	缺乏绝对的领导品牌, 行业排名相互不服; 外资卷土重来, 参股国内的本土啤酒企业, 并适时进行尝试性地采取控股方式独立布点, 但大多还是以参股为主, 典型的如 SAB-Miller 和华润啤酒, AB (朝日) 和青岛啤酒, 英博和珠江啤酒, 嘉士伯和重庆啤酒。
下滑期	2012-2017H1	2014-2017 连续四年下滑; 竞争激烈; 2015 年华润销售收入超过青岛啤酒, 成为名副其实的行业第一名。	在此阶段行业龙头竞争激烈, 投资意愿逐步回落, 新增产能与并购意愿下降。叠加成本上涨的压力, 部分企业率先开启差异化的竞争, 关厂行为开启。部分区域竞争逐步变为理性, 疯狂的买店现象明显下滑;
开启新一轮的	2017 年 H2 以后	销量稳定, 消费升级明显; 华润管理层有变动	近 70% 的省份老大老二座次已定; 行业龙头企业华润、百威等转为要利润, 缩减低端产品的广告投放与促销, 产品结构有望不断走高。今年初华润、百威、青岛、燕京、重庆啤酒相继提价, 新一轮的成长周期开启。

来源: 中泰证券研究所

图表 2: 中国人均消费量变化图



来源: wind、中泰证券研究所

- 2012-2017 年的竞争, 奠定了现在的成长基础。我们将次阶段称之为啤酒行业的终极一战, 在此阶段是三周期的叠加, 一方面是供应不断地增

加，竞争一度无序；第二方面是需求量的变化，销量连续四年下滑，竞争加剧；第三方面叠加 2016-2017 年包装材料的大幅上涨。三重周期的叠加迫使部分企业开始关掉“拖腿”的产能，走差异化的路线，研究 2012-2017 年的产业变迁，对于后市的发展颇有借鉴价值。

终极一战：成因、结果

成因：行业盲目乐观，行业座次不定

- **行业盲目乐观，行业座次不定，竞争无序。**2003-2012 年，白酒、红酒、软饮料、乳制品、调味品等 CAGR 高达 15% 以上，啤酒行业增速近 8%，此时的啤酒行业 CR5 低于 50%，此时的消费行业普遍比较乐观，新增产能较多。外资、内资忙于跑马圈地，行业座次不定，竞争无序。

图表 3: 2003-2012 年，白酒、红酒、软饮料、乳制品等 CAGR 高达 15% 以上

子行业(单位:万吨)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2003-12 (%)	2003-12 CAGR (%)	2013-16 (%)	2013-16 CAGR (%)
白酒	331	312	349	397	494	569	707	891	1026	1153	1226	1257	1313	1358	248%	15%	11%	3%
啤酒	2537	2910	3062	3515	3931	4103	4236	4483	4899	4902	5062	4922	4716	4506	93%	8%	-11%	-4%
葡萄酒	34	37	43	49	67	70	96	109	116	138	118	116	115	114	303%	17%	-4%	-1%
软饮料	2374	2620	3380	4220	5110	6415	8086	9984	11762	13024	14927	16677	17661	18345	449%	21%	23%	7%
乳制品	140	949	1310	1460	1787	1811	1935	2159	2387	2545	2698	2652	2783	2993	1712%	38%	11%	4%
鲜、冷藏肉							1637	2117	2655	3128	3388	3903	3761	3637	(2009-12) 91%	24%	7%	2%
酱油	171	169	199	270	324	367	503	596	662	700	758	939	1012	991	310%	17%	31%	9%
速冻米面食品			131	141	171	216	248	298	346	411	573	528	524	566	(2005-12) 214%	18%	-1%	0%

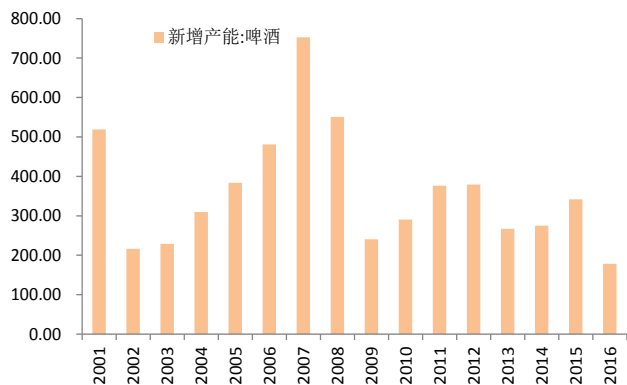
来源: wind、中泰证券研究所

供需：供应不断增加，需求下行

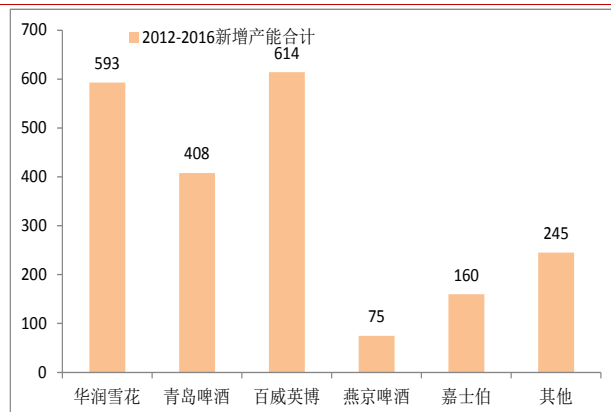
- **供应：供应不断增加，需求下行。**2012-2017 年期间，产业新增产能较多，加上并购的产能，百威、华润、青岛、燕京新增产能分别为 614、593、408、75 万吨，此时关厂比较少。到 2016 年，行业新增产能不足 200 万吨，考虑到关厂，实际新增的有效产能不足 100 万吨。行业龙头华润啤酒的产能停止增长，稳定在 2200 万千升，这也是华润啤酒自 2010 年以来首次停止增加产能。而需求在 2013 年达到顶峰之后，销量呈现了连续四年的下滑。

图表 4: 供应的增加情况 (万吨)

图表 5: 百威以及华润啤酒新增产能较多 (万吨)

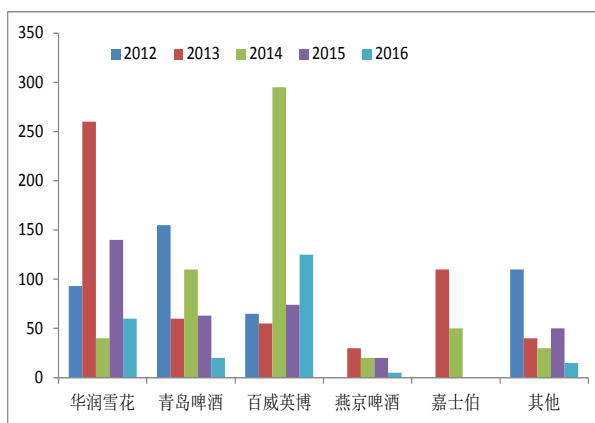


来源：中国酒业协会啤酒分会，中泰证券研究所；



来源：中国酒业协会啤酒分会，中泰证券研究所；注：包含并购

图表 6: 2012-2016 年各厂新增产能的情况 (万吨)



来源：中国酒业协会啤酒分会，中泰证券研究所；注：包含并购

图表 7: 2016 年新增供应的情况

扩张	新建工厂 (个)		改扩建或搬迁 (个)		合计 (个)		当年约新增产能 (万kL)
	在建	投产	在建	投产	在建	投产	
	华润雪花	1	1	1	1	80	
青岛啤酒			1	1	4	40	20
百威英博		1		3		185	125
燕京啤酒	1		1	1	120	5	5
其他		1				15	15
全国合计	2	3	3	6	204	365	225

来源：中国酒业协会啤酒分会，中泰证券研究所

整合：整合加速，并购成为主旋律

- **并购成为主要的逻辑。**在此阶段，行业加速集中，并购成为主要的逻辑。2010年之前，CR5不足50%，而到了2017年，CR5近80%。华润和百威市场份额提升最为明显，其次是青岛啤酒。

图表 8: 2007 年至今华润雪花的并购

时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额 (百万)	标的产能 (吨)	收购吨价 (元/吨)	交易介绍
2007	华润雪花	四川蓝剑	100%	2500.00	200000	12500.00	
2007	华润雪花	安徽圣力酿酒					
2007	华润雪花	蒙古巴特罕啤酒					
2008	华润雪花	吉林通化			30000		
2008	华润雪花	浙江洛克啤酒	100%	244.00	100000	2440.00	浙江拥有 5 个生产基地，覆盖浙江市场
2009	华润雪花	辽宁松林啤酒	100%	400.00	250000	1600.00	整合辽宁市场
2009	华润雪花	安徽安庆天柱啤酒	80%	60.00	120000	625.00	天柱高档产品在安徽占有率排第一
2009	华润雪花	山东聊城啤酒	100%				
2009	华润雪花	山东琥珀啤酒	90%	285.00	400000	791.67	地处山东中部，靠近济南、淄博等大城市，产能 27 万千升
2009	华润雪花	呼伦贝尔盟海拉尔啤酒			100000		
2010	华润雪花	河南悦泉啤酒	100%	27.00	100000	270.00	产能 10 万吨，扩建后 20 万吨，目标市场河南东部和苏北
2010	华润雪花	杭州西湖啤酒	45%	268.00	300000	1985.19	产能 30 万千升，杭州知名品牌
2011	华润雪花	杭州西湖啤酒	55%				
2011	华润雪花	河南奥克啤酒	100%	60.00	290000	206.90	河南本土第三大啤酒生产商
2011	华润雪花	江苏三泰啤酒					
2011	华润雪花	阜新梅雪啤酒	85%	300.00			
2011	华润雪花	清河墨尼啤酒	80%	300.00	190000	1971.22	
2011	华润雪花	河南商丘蓝牌啤酒	100%		150000		
2011	华润雪花	上海亚大啤酒	100%		250000		
2011	华润雪花	杭州西湖啤酒	55%				
2013	华润雪花	金威啤酒	100%	5384.20	900000	2787.40	
2016年	华润雪花	萨博米勒	华润雪花 49%股权				华润收购SABMiller持有华润雪花啤酒有限公司49%股权，从而实现全资控股华润雪花

来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 9：青岛啤酒的并购

时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额 (百万)	标的产能 (吨)	收购吨价 (元/吨)	交易介绍
2008	青岛啤酒	烟台朝日啤酒	39%	214.50	180000	3055.56	整合山东市场
2009	青岛啤酒	钧突泉啤酒	100%	250.00	300000	833.33	整合山东市场
2010	青岛啤酒	太原嘉禾啤酒	100%	200.00	400000		进军山西,投入2亿元
2010	青岛啤酒	山东银麦啤酒	100%	1873.00	550000	3405.45	产销量40万吨,山东市场份额7%
2011	青岛啤酒	杭州新安江啤酒	80%	80.00			
2011	青岛啤酒	活力啤酒	100%	190.00	600000	4453.33	
2011	燕京啤酒	邢台天牛啤酒	100%	108.00	1450000	3713.24	
2012	青岛啤酒	三得利	50%	1336.00	1500000	6515.02	
2013	青岛啤酒	河北嘉禾啤酒	50%		800000	4750.00	
2013	青岛啤酒	河北新钟楼啤酒			200000	1600.00	
2014	青岛啤酒	绿兰莎啤酒	55%	380.00			使公司在山东基地市场的份额和竞争优势进一步加强
2015	青岛啤酒	三得利	各50%	8230.00			投入8.23亿元收购三得利青岛啤酒(上海)有限公司和青岛啤酒三得利(上海)销售有限公司各50%股份后全资持有以上两公司

来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 10: 燕京啤酒的并购

时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额 (百万)	标的产能 (吨)	收购吨价 (元/吨)	交易介绍
2007	燕京啤酒	通辽雪航啤酒			50000		
2010	燕京啤酒	河南月山啤酒	100%	227.00	400000	567.50	销量10万吨以上,覆盖全省
2010	燕京啤酒	蒙古金川保健啤酒	96%	150.00	150000	1041.67	燕京布局西北市场
2011	燕京啤酒	邢台天牛啤酒	100%	108.00	1450000	3713.24	

来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 11: 百威英博在中国的并购

时间	收购方	收购标的	股权比例	交易金额 (百万)	标的产能 (吨)	收购吨价 (元/吨)	交易介绍
2002	百威	珠江啤酒	24%				斥资1.6亿,持股24%
2002	百威	浙江开开集团	70%				斥资3500万元
2004	百威	哈尔滨啤酒	100%				斥资55.8亿港元
2006	百威	福建雪津啤酒	100%				
2011	百威	大连大雪啤酒	100%		200000		
2011	百威	河南维雪啤酒		520.00	150000	1266.67	维雪产能约15万吨,借机进军河南市场
2013	百威	亚洲啤酒	100%	2508.66			
2014	百威	金士百啤酒	100%	3800.00	300000	2303.03	
2014	百威	江苏大富豪啤酒	100%	1600.00			
2014	百威	金士百啤酒	100%				斥资38亿元

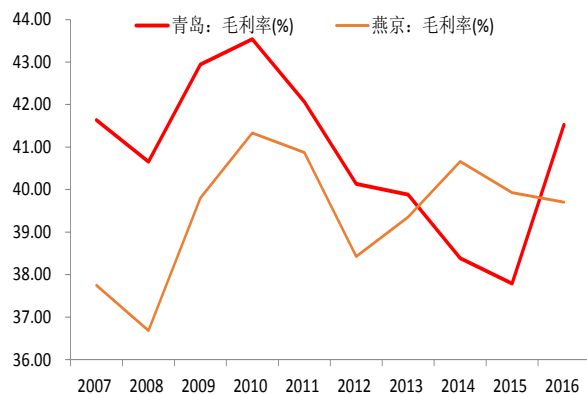
来源: 公司年报、中泰证券研究所

结果: 销售费用率不断走高, 利润率处于偏低水平

- **毛利率和净利率不断走低。**由于供应的增加, 厂家普遍比较看中市场份额, 一度曾出现“不计成本的买店”行为。在此期间, 青岛啤酒的毛利率一度由43%以上回落至38%以下。而燕京和青岛啤酒的净利率不

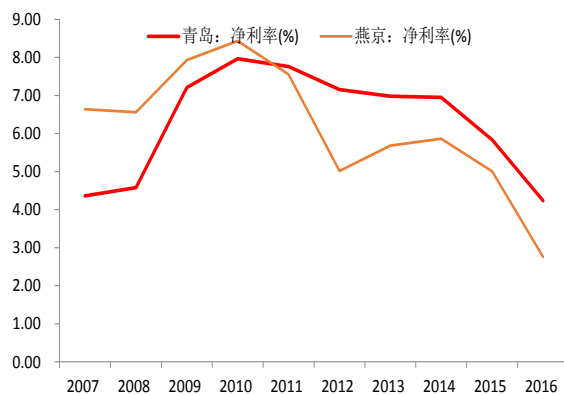
断走低，从7-8%的净利润率水平回落至4-5%。

图表 12: 2011-2016 年青岛啤酒毛利率不断走低



来源: wind、中泰证券研究所

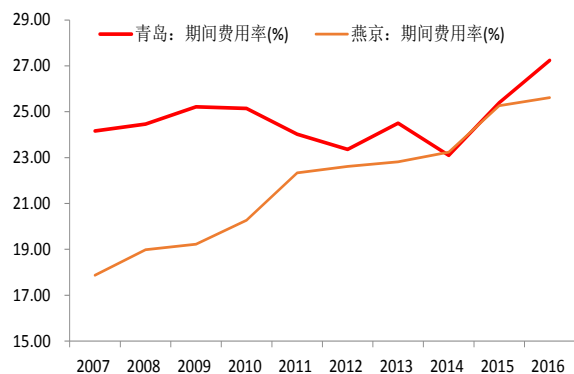
图表 13: 2011-2016 年青岛啤酒和燕京啤酒的净利润率下行



来源: wind、中泰证券研究所

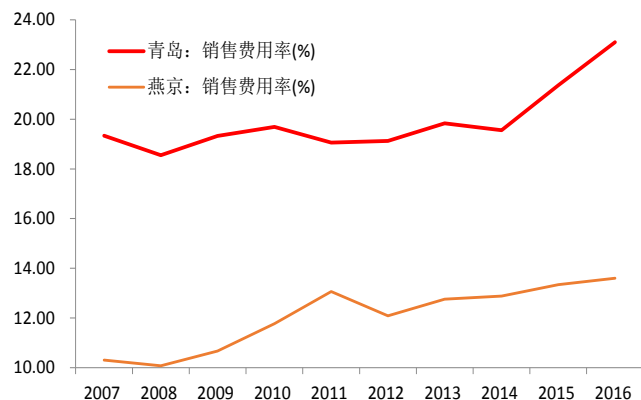
- 期间费用率、销售费用率不断走高。**2011-2016 年期间，由于竞争的加剧，行业一度非理性，销售费用率不断地走高，青岛啤酒销售费用率由 19% 逐步提升至 23%，期间费用率由 23% 提升至 27%。燕京啤酒的销售费用率和期间费用率也出现了显著地提升，反映行业的竞争格局趋于紧张。

图表 14: 期间费用率稳步上行



来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 销售费用率不断走高



来源: wind、中泰证券研究所

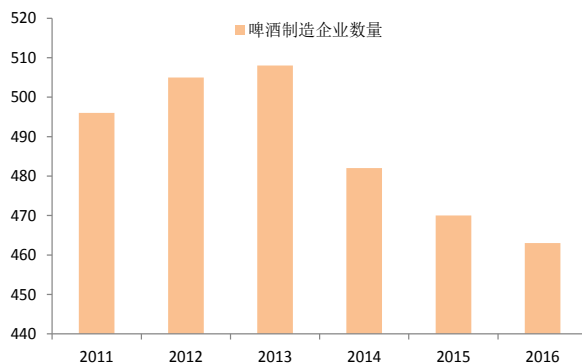
- 中小企业的不断地退出，进口增速也不断走低。**在 2016 年酿酒行业亏损企业情况来看，啤酒行业的亏损面仍是最大的，达 31.4%，且亏损企业数量增幅也是最大的。近 30% 企业的亏损，导致企业在不断的出清，2013-2016 年，规模以上啤酒企业数量下降近 50 家，下降幅度近 10%。

图表 16: 2016 年酿酒行业主要酒种亏损企业情况

图表 17: 全国规模以上啤酒企业数量近年连续下滑

指标 酒标	亏损企业占企业 总数比例 (%)	亏损企业数同比 增长 (%)	亏损额同比增长 (%)
啤酒	31.4	8.9	-0.4
白酒	7.2	7.6	-15.9
葡萄酒	13.3	0	3.3
黄酒	1.8	0	38.2
饮料酒	11.6	7.9	-3.7

来源：中国酒业协会啤酒分会，中泰证券研究所



来源：wind、中泰证券研究所

后市的影响

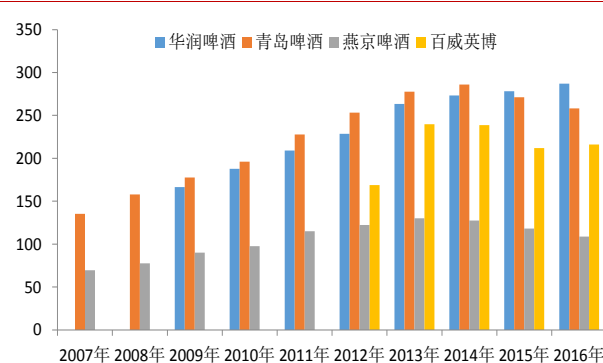
竞争格局逐步明朗

- **燕京、青岛被超越了。**从市场份额来看，华润和百威啤酒一路高歌猛进，华润进一步夯实第一的地位。百威凭借优秀的资本运作和品牌运作能力，缩小了与青岛啤酒的差距，燕京啤酒在此期间市占率变化不大。从销售收入来看，华润啤酒在 2015 年的收入超过青岛啤酒，成为名副其实的第一名。而燕京以及青岛啤酒与华润的差距越拉越大。

图表 18: 市场的份额的变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
华润啤酒	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%
青岛啤酒	15%	16%	18%	17%	17%	16%	19%
百威啤酒		13%	13%	14%	16%	17%	17%
燕京啤酒	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%
嘉士伯				6%	6%	6%	7%
合计:%	49%	64%	67%	74%	77%	77%	82%

来源：公司年报、喜啤士、中泰证券研究所;备注：以销量统计

图表 19: 销售收入的变化


来源：wind、中泰证券研究所

- **70%以上的省份座次已定，竞争有望逐步有序起来。**几年的价格战下来，行业呈现了加速集中，70%的省份行业的第一名和第二名已经变得很清晰，竞争变得理性起来。

图表 20: 大多省份 CR2 大于 70%

地区	省份	占全国总产量比例	华润啤酒	青岛啤酒	百威英博	燕京啤酒	嘉士伯
东北	黑龙江	13.58%	10-15%		45-50%		
	吉林		30-35%		40-45%		
	辽宁		60-70%		10-15%		
华北	北京	10.65%		12%		65%	
	天津		70-75%	20%			
	内蒙古		20-30%			75-80%	
	山西		55-60%			15-20%	
	河北		15-20%	25-30%		10-15%	
华东	上海	33.56%	20-27%	50-55% (三得利30%, 青島20%)			
	山东			70-80%			
	浙江		48-53%		20-25%		
	江苏		40-50%	20-30%	25-30%		
	福建			25-35%	50-55%	15-20%	
	安徽		60-70%	10-20%			
	江西			30-40%	20-25%		
中南	河南	24.50%					
	湖北		50%		20-25%		
	湖南		23-29%	10-20%		25-30%	
	广东		25%	20-30%	30-35%		
	广西					85%	
西南	海南	11.86%					
	贵州		65-70%		20-25%		
	西藏		25-30%				65-70%
	云南				20-25%	25-30%	
	四川		75-80%			7-10%	
	重庆					85-90%	
西北	甘肃	5.84%	25-30%			30-35%	50-55%
	新疆						60-65%
	青海						70-75%
	宁夏						80-85%
	陕西				80%		

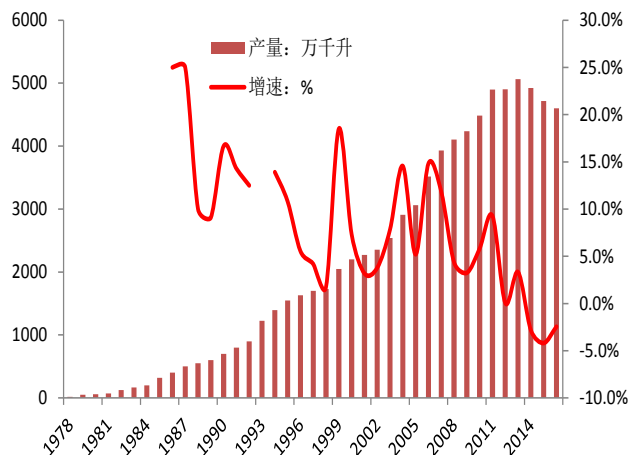
来源：中泰证券研究所

行业量增比较困难，价格增长空间较大

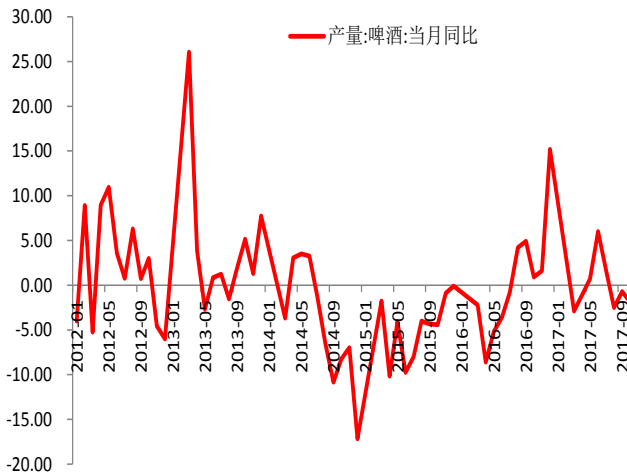
- 人口红利结束，量增转价增。**啤酒消费的主力人群年龄集中在 20-50 岁，在老龄化趋势下，该年龄段人口占比不断下降。欧睿数据显示，2011 年-2017 年，我国 20-50 岁人口占比从 51.74% 降至 48.53%。预计到 2020 年，这个年龄段人口占比可能降至 45.7%，人口老龄化制约了啤酒消费量的增长。2017 年我国人均啤酒消费量达到 32 升，高于全球均值 25.9 升，低于日韩以及欧美，高于台湾地区。纵向比较，我国人均啤酒消费量 2013 年达到峰值，随后开始下降。

图表 21: 行业销量的变化

图表 22: 行业增速的变化

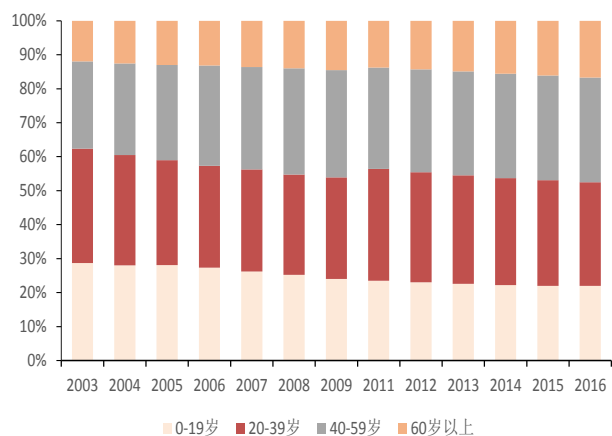


来源：国家统计局，中泰证券研究所



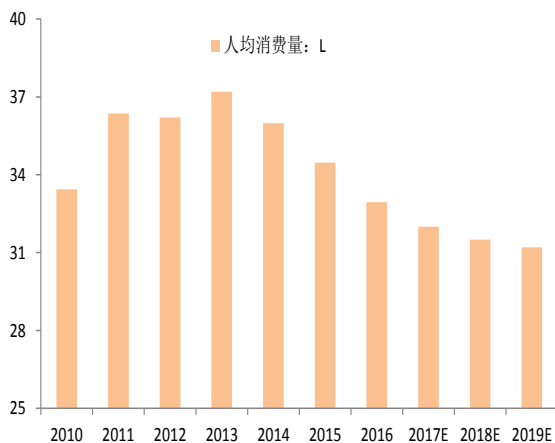
来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 23：人口结构的变化



来源：wind、中泰证券研究所

图表 24：人均销量的想象空间不大

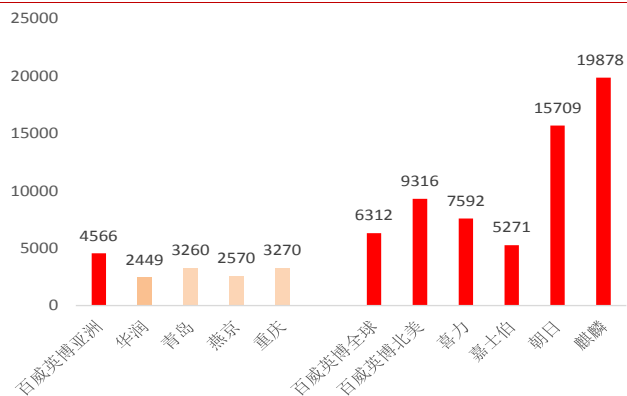


来源：wind、中泰证券研究所

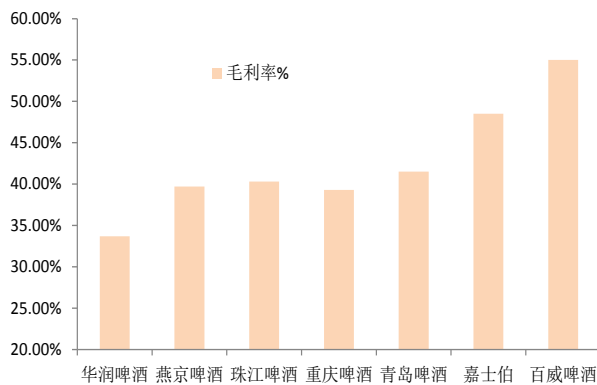
- 国内吨酒价格、吨酒利润均处于较低的水平，价格有望成为新的增长点。国内长期的低价竞争，使得产品的出厂价格总体偏低，出厂价 45 元的勇闯天涯折算下来出厂价不足 2 元，基本是买一送一，对比国际，我国吨酒价格还有 2 倍以上的成长空间；很难想象一瓶终端价格为 5 元的产品（以华润的勇闯天涯为例），厂家仅挣 7-8 分，而同样价格的六个核桃一瓶可挣 0.6-0.7 元，背后的原因主要是买赠较多以及买店的成本偏高。行业量增不明朗的当下，寻得新的增长点主要靠价格。

图表 25：中国的吨酒价格还有 2 倍以上的提升空间（元/吨）

图表 26：国内啤酒公司的毛利率明显低于国际



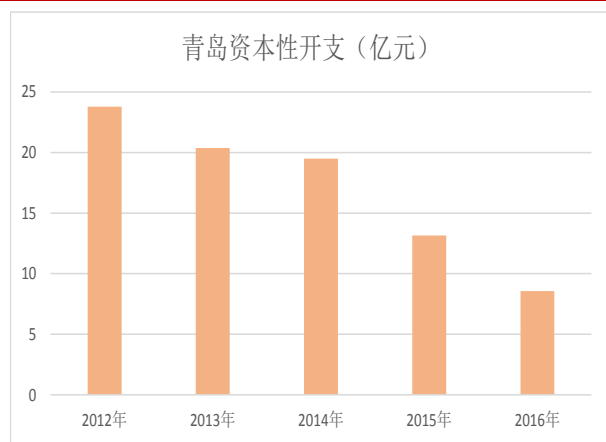
来源：年报、中泰证券研究所



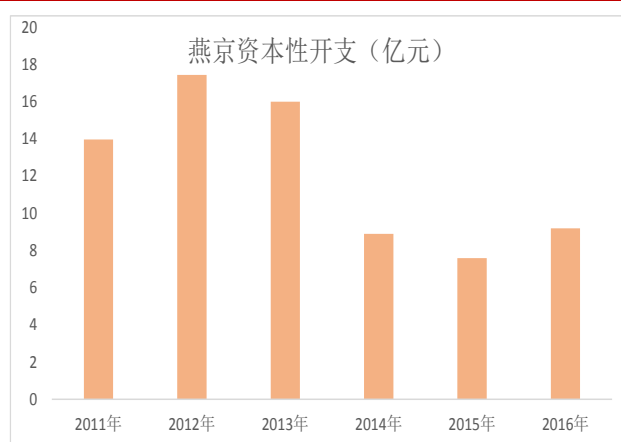
来源：wind、中泰证券研究所

投资者的预期很低

- 投资者的预期压得很低。**一方面是资本市场的人事对啤酒行业预期较低，产业亦如此。青岛啤酒和燕京啤酒的资本支出在行业下滑周期中出现比较明显的缩减。其中青岛啤酒 2016 年全年的资本开支仅为 8.56 亿元，过去 5 年的最低值，与 2012 年的 23.78 亿元相比下滑 64%；燕京啤酒 2016 年的资本开支为 9 亿元，与 2012 年的 17 亿元相比下滑了 47%。在建工程大幅减少，行业人数不增反减。

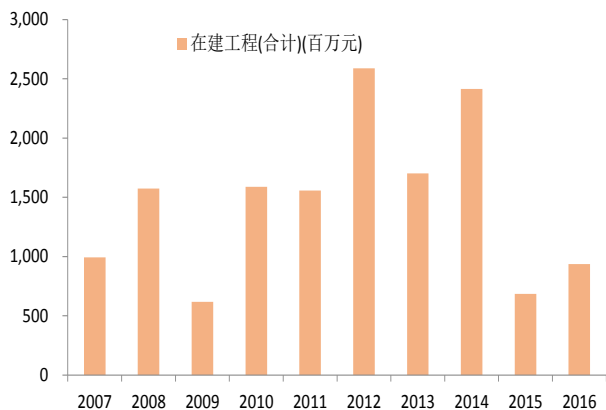
图表 27：青岛啤酒 2016 年资本开支创新低


来源：中泰证券研究所

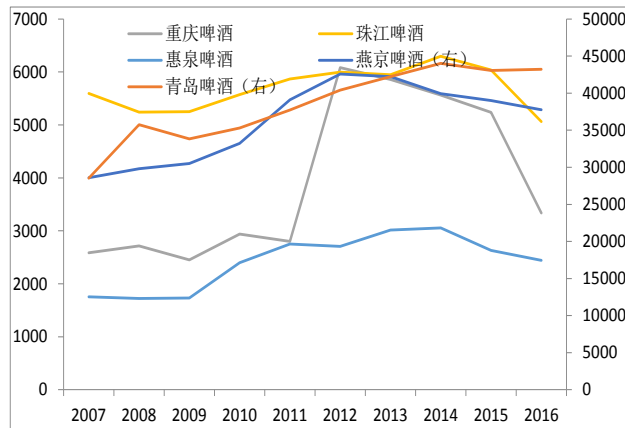
图表 28：燕京啤酒 2016 年资本开支创新低


来源：中泰证券研究所

图表 29：在建工程大幅减少
图表 30：员工人数不再增加



来源：中泰证券研究所

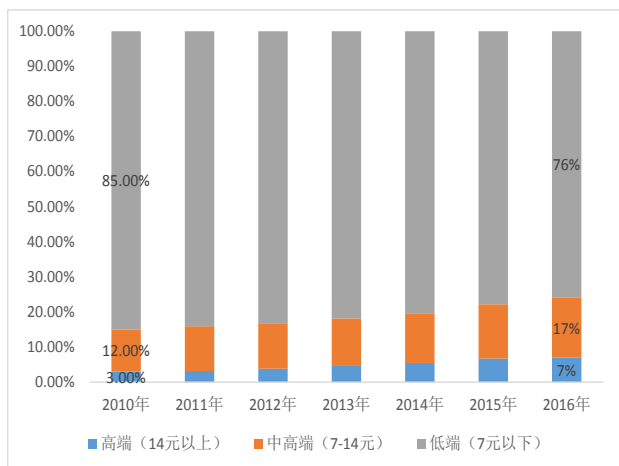


来源：中泰证券研究所

消费升级的年代，低价产品可能会被消费者抛弃

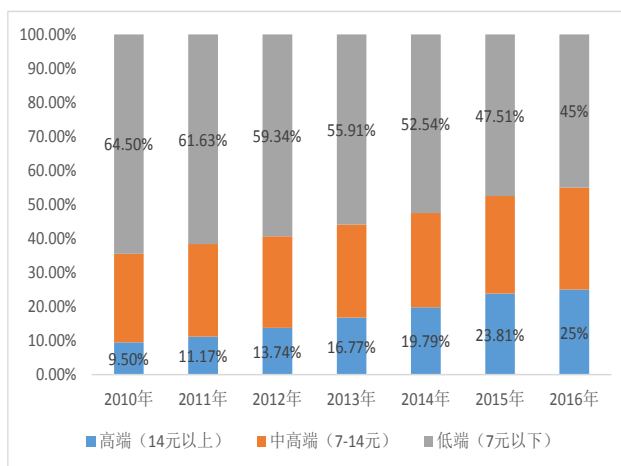
- **越低端，增速越慢。**可以看到百威在中国区的销售出现明显分化趋势，中高端销售增速非常高。百威、百威冰啤酒 2011-2013 年每年增速近 30%，2014 年增速出现一定下降，到 20%左右。百威的区域低端品牌均出现了下滑。青啤的中高端产品纯生、奥古特近年增速超过 15%，远高于公司平均增速，2017 年华润纯生及以上价位的产品增速近 40%。燕京啤酒、青岛啤酒中高端增速快于公司整体增速，占比均达到 1/3 左右。

图表 31：中高端产品销量逐年提升



来源：欧睿数据、中泰证券研究所

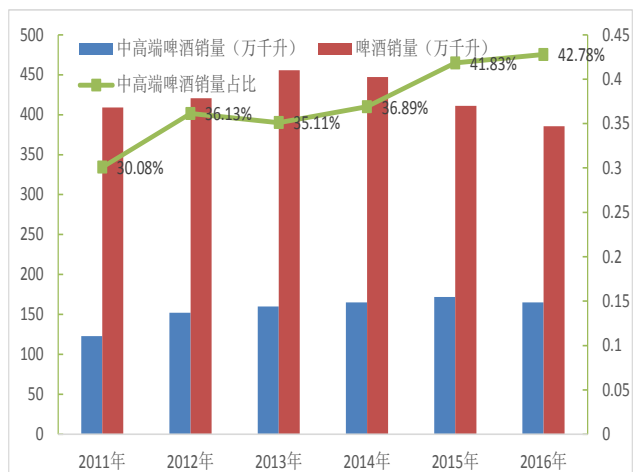
图表 32：中高端产品金额逐年提升



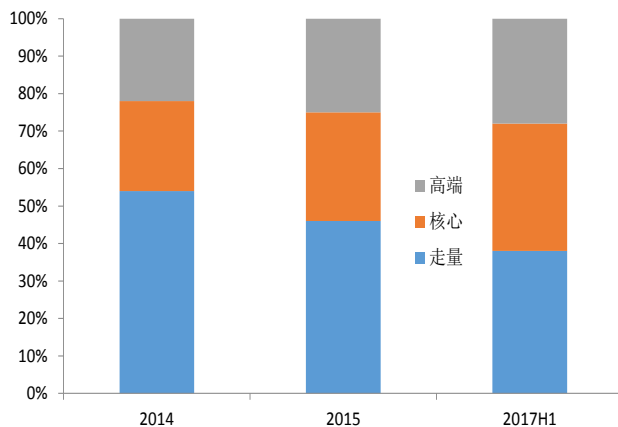
来源：欧睿数据、中泰证券研究所

图表 33：青岛啤酒中高端啤酒占比不断提升

图表 34：百威英博中国市场产品结构



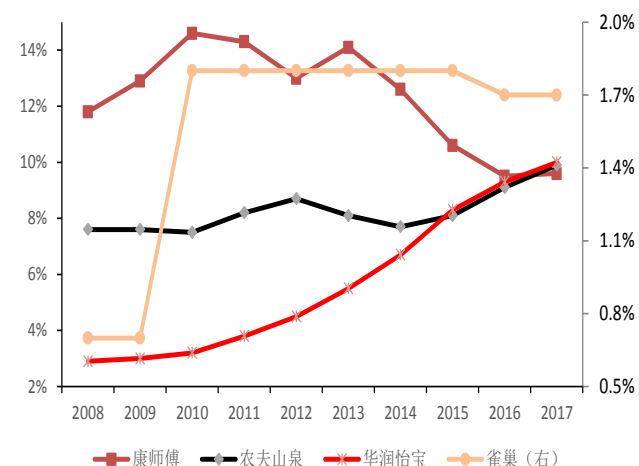
来源：年报、中泰证券研究所



来源：AB 英博，中泰证券研究所

■ **升级之下，低端产品有望逐步被消费者淘汰掉。**无独有偶，升级之下，2元以上的包装水（以怡宝和农夫山泉为代表）增速好于2元以下的产品；中高档的方便面增速好于中低档。消费不断升级的驱使下，我们预计啤酒行业结构也有望不断走高。

图表 35: 2元以上的包装水增速好于2元以下的



来源：中泰证券研究所；备注：销量口径

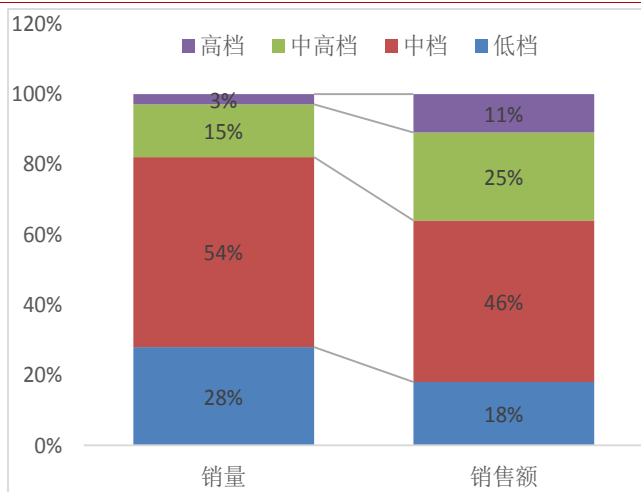
图表 36: 康师傅高端方便面增速较高

人民币：百万元	2017年前三季	2016年前三季	增速（百分比）
容器面	8449	8051	4.94
高价袋面	6404	5293	21.00
中价袋面	1924	2902	-33.72
干脆面及其他	202	311	-35.01
合计	16979	16557	2.55

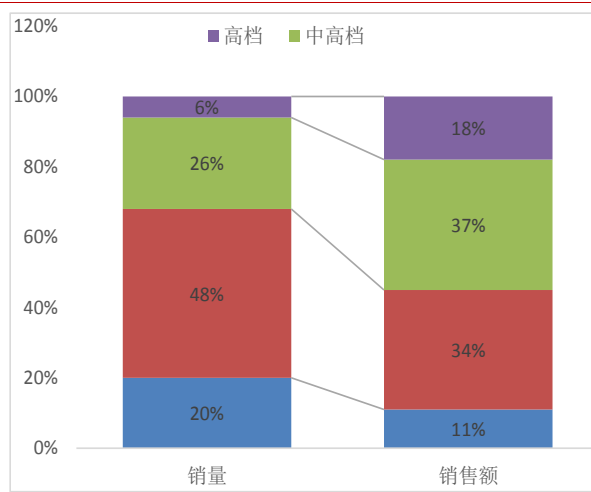
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 37: 2010 年国内啤酒结构占比%

图表 38: 2020 年国内啤酒结构占比%(预测)



来源：BCG、中泰证券研究所



来源：BCG、中泰证券研究所

展望：新成长周期已开启

- 我们认为，决定吨价价格的核心要素在于供需，决定吨酒利润的主要要素在于竞争的格局以及成本。从供应来看，当下时点厂家新增产能的意愿不强，关厂意愿在加强，供应在做减法；从需求来看，2016-2017年销量均下跌不足1%，青岛、华润等产品的吨价提升超过2%，总体销售价格有望做加法；从竞争格局来看，龙头企业华润、百威纷纷转向利润，华润等厂家降低低档产品的费用投放，行业集体提价，竞争格局有望趋缓；从成本来看，厂家已有效的应对了2016-2017年包装材料的大幅上涨，我们认为包材后期再出现大幅上涨的概率不大，甚至有走低的可能，行业利润也有望加速释放。站在现在的时点，我们认为行业新一轮的成长周期已开启。

供应在做减法

- 新增产能意愿不强，关厂已经展开，嘉士伯、百威已经走在前列，华润有望紧随。核心大企业由扩产能转变为优化产能，运营效率有待提升。2015年开始，随着啤酒龙头企业50万吨、百万吨大厂的陆续投放，各主要啤酒企业开始出现关停并转小规模、低效率、高成本工厂的现象。关闭低效工厂有助于减亏增效，优化产能网络，提升企业的竞争能力和盈利能力。嘉士伯2016年在中国关闭17家工厂，16年底仅剩15家酒厂分布于重庆、四川、湖南（重庆8家、四川4家、湖南3家），关厂减产工作基本完成；百威在2016-2017年中国关停了八家（大连、长沙、松江、三明、舟山、沈阳、亚洲啤酒（新乡）、洛阳等），目前百威在中国工厂近40家，未来2年百威的工厂有望控制在30家以内；华润啤酒也在15年关停3家，16年关停2家，17年预计关停3家，18年预计要将四川的5家工厂（成都、遂宁、达州、内江、西昌）合并。这与2013年之前行业规模性的收购完全不一样。

图表 39：2016 年以来的关厂行为

时间	公司	事件
2016.01	重庆啤酒	关闭黔江分公司, 2015年收入3024万元, 销量1.26万千升, 占公司总销量的1.39%。
2016.02	重庆啤酒	关闭六盘水公司, 2015年收入8629万元, 销量3.72万千升, 占公司总销量的3.76%。
2016.05	重庆啤酒	关闭安徽亳州公司, 亳州公司拥有约4万吨产能, 2015年收入5271万元, 啤酒销量2.73万千升, 亳州公司的财务业绩严重下滑是由于销售低利润的产品、销量持续下滑且产能利用率低所致。
2016.07	重庆啤酒	转让宁波大梁山70%股权, 大梁山2015年实现营业收入1.49亿元, 净利润-580.2万元, 啤酒销量7.02万升。
2016.1	重庆啤酒	转让嘉酿公司持有的六盘水公司100%股权。
2017.02	重庆啤酒	转让九华山公司100%股权。
2017.02	重庆啤酒	转让重庆啤酒亳州啤酒公司100%股权。
2017.07	重庆啤酒	转让金山公司60%股权及对金山公司享有的453.77万元债权。
2016	华润啤酒	关停2家工厂
2017	华润啤酒	关停四川、安徽、上海的三家工厂。
2016-2017	百威英博	关停舟山、河南新乡等
2017.03	珠江啤酒	关闭汕头生产线, 该线主要生产普通低端瓶装啤酒。
2017.07	燕京啤酒	个别不再有存在价值的企业可能会与地方政府协商后关厂。

来源: 中泰证券研究所

图表 40: 百威(中国)关厂动作不断

序号	工厂名称	工厂地址	状态
1	百威英博(大庆)啤酒有限公司	黑龙江省大庆市萨尔图区中兴北街8号	已关
2	百威英博(鹤岗)啤酒有限公司	黑龙江省鹤岗市工农区啤酒厂街1号	已关
3	百威英博(海伦)啤酒有限公司	黑龙江省海伦市建设街492号	已关
4	百威英博(沈阳)啤酒有限公司	沈阳市浑南新区沈营路50号	已关
5	百威英博(舟山)啤酒有限公司	浙江省舟山市定海临港工业园区临港1路1号	已关
6	百威英博(湖南)啤酒有限公司	长沙市望城区旺旺东路199号	已关
7	百威英博(大连)啤酒有限公司	普兰店市铁西办事处花儿山驿城堡村	已关
8	百威英博雪津(三明)啤酒有限公司	福建省三明市三元区新泉路4号	已关
9	百威英博雪津啤酒有限公司二厂	福建省莆田市城厢区荔华大道1737号	已关
10	南昌亚洲啤酒有限公司	南昌市三点西路183号	已关
11	南昌亚洲啤酒有限公司	南昌市青云谱区三店西路183号	已关
12	洛阳亚洲啤酒有限公司	洛阳市洛龙新区关林西路1号	已关
13	河南新乡亚洲啤酒有限公司	河南省新乡市胜利中街2号	已关
14	百威英博大富豪(苏州)啤酒有限公司	江苏苏州市吴江区黎里镇交通东路12号	已关
15	百威英博大富豪(盐城)啤酒有限公司	江苏盐城大丰市大中镇工业园区南环路西首	计划关
16	百威英博(信阳)啤酒有限公司	河南省信阳市平桥区狮河南路9号	计划关
17	百威英博(台州)啤酒有限公司	浙江省台州市天台县城关栖霞东路159号	计划关
18	百威英博(宁波)啤酒有限公司	浙江省宁波市鄞州区鄞江镇凤凰山路98号	计划关
19	双鹿英博啤酒有限公司	浙江省温州市梧田大道419号	吸纳合并
20	英博双鹿啤酒集团有限公司	浙江省温州市梧垵街234号	吸纳合并
21	平阳英博双鹿啤酒有限公司	浙江省平阳县昆阳镇泉方头村	吸纳合并
22	金华英博双鹿啤酒有限公司	浙江省金华工业园区秋涛北街388号	吸纳合并
23	浙江英博雁荡山啤酒有限公司	浙江省乐清市大荆镇荆水路124号	吸纳合并

来源: 中泰证券研究所

竞争格局有望趋缓

- **华润将 2018 年之后的十年定为品牌重塑。**2017 年之前, 华润侧重于要市场份额, 2018 年之后的十年, 华润侧重于做品牌重塑, 降低低端产品的投放, 吨酒价格有望提升, 百威在国内也侧重于要利润。行业龙头转为要利润, 行业竞争格局有望趋缓。
- **行业提价跃跃欲试。**我们认为, 此次提价是全行业的, 2017 年 12 月份至今, 燕京、青岛、华润、百威、重庆啤酒均有不同的提价动作。

投资建议

新格局，新成长

- **行业由量变变为价变。**随着市场逐步的成熟，啤酒行业人均销量变化不大。而消费升级、单价提升将是未来啤酒行业发展需求端的核心驱动力。
- **格局优的标的有望持续受益。**啤酒行业正在进入新阶段，CR5有望逐步向CR4甚至是CR3变化。目前华润、青啤、百威、燕京、嘉士伯五大巨头酣战，各区域强逼围争夺份额导致盈利能力低下，若五家变四家甚至变成三家，或者份额拉开，行业格局将发生巨变；无论是国际经验还是国内区域市场主导企业的盈利能力都证明了行业格局改善后竞争趋缓费用存在下降的可能，价格存在提升的潜力，盈利能力存在较大的提升空间。按照现有的格局推演，我们认为行业受益的先后顺序分别是华润、百威英博、青岛啤酒、嘉士伯、燕京啤酒。

风险提示

- **因不可抗力要素带来销量的下滑。**啤酒销量与天气息息相关，如温度较低或者降雨太多，会导致销量下滑。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动。**目前中小工厂在陆续退出，但是在推出的前夜，不排除部分工厂集中于某个阶段发动价格战。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。