

结构升级, 啤酒三岔路口的最佳指引

——啤酒行业深度报告

2019年03月11日

看好/维持

食品饮料 | 深度报告

投资摘要:

总量下滑, 吨酒价上升, 被寄予厚望的啤酒行业目前正处在变革时期, 是迷失于三岔路口, 还是破茧重生, 我们认为行业已经探寻到了最佳的出路。

- ◆ **途径一: 国际品牌引领产品结构升级是行业最合理的方向。**我国啤酒行业现状与美国 80 年代相似, 均需要通过高端化突破行业瓶颈。一方面, 中高端产品的毛利率较高, 在成本承压较大的情况下可以扭转行业低迷的格局; 另一方面, 消费者对产品差异性的需求也推动行业向高端化转变。作为舶来消费品, 我国啤酒行业缺乏本土化, 外资品牌有较强的议价能力。因此长期看, 外资引领的产业结构升级是行业的唯一出路。
- ◆ **途径二: 全行业提价。**目前全行业提价暂不可行, 主要原因一是行业的竞争格局尚未稳定; 二是行业目前销量仍以低端产品为主导, 产品价格敏感性较强, 且销量伴随经济形势有下降的趋势, 并不具备提价基础; 三是高端品牌的竞争激烈, 替代品类发展迅速, 导致单只产品不会轻易提价。
- ◆ **途径三: 成本端压力减缓, 关厂增效难以持续。**我们认为行业短期将受益于成本端的改善, 改善主要来自于包材成本压力的预期减缓、产能优化的减费增效, 以及期间费用率的下降。但是成本端压力的降低只能在短期改善利润, 长期来看, 产能利用率将维持稳定, 毛利率和期间费用率也无法一直改善, 长期利润改善受成本的影响将逐渐弱化。由于国企因素较重, 持续关厂增效难以维持, 不可成为投资的主逻辑。

鲜啤趋势和文化属性将成为内资弯道超车的突破口。没有经过本土化的舶来品是没有生命力的, 内资品牌可以借助我国不断发展的供应链和自身渠道优势, 拉升产品的品质; 同时在线下建立更好的体验场景, 增强品牌粘性。我国精酿市场处于蓝海阶段, 发展空间广阔, 但是该行业又是需要时间的积淀, 慢工出细活, 国产品牌有机会通过体验式营销、并购等途径, 逐步培育本土精酿啤酒文化, 培养用户粘性。

投资建议:

- ◆ **华润啤酒:** 市占率第一 28%, 借力外资品牌喜力, 顺应行业发展趋势, 预计喜力有望借助华润强大的渠道进行布局, 成为公司新的增长点。
- ◆ **重庆啤酒:** 嘉士伯外资控股, 处在外资引领行业升级的快车道上。近几年产品结构持续改善, 用高端化战略深耕基地市场, 净利润率提升较快。
- ◆ **珠江啤酒:** 公司一直致力于产品研发, 以满足消费者多样性的需求。公司基本面较前几年有明显改善, 目前估值处于历史底部。
- ◆ **青岛啤酒:** 公司市场份额约 20%, 近几年来公司一直致力于产品结构的调整, 且青岛啤酒是国内啤酒文化最浓烈的代表, 或引领行业本土化的建设。

风险提示: 行业成本超预期增长; 外资品牌影响加剧; 啤酒消费需求急剧下滑。

首席分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

研究助理: 吴文德

010-66555446

wuwd@dxzq.net.cn

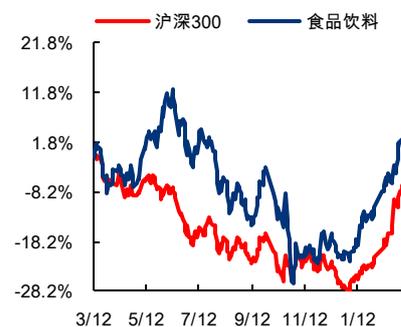
执业证书编号:

S1480118060013

细分行业	评级	动态
白酒	看好	维持
食品综合	看好	维持
乳品	看好	维持
调味品	看好	维持
啤酒	看好	维持

行业基本资料		占比%
股票家数	99	2.76%
重点公司家数	-	-
行业市值	27837.77 亿元	4.67%
流通市值	25729.17 亿元	5.99%
行业平均市盈率	26.11	/
市场平均市盈率	15.98	/

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东兴证券食品饮料行业淘数据 2 月跟踪: 淡季提前白酒销量回落, 调味品增长态势稳健》2019-03-08
- 2、《食品饮料行业三月第一周报: 食品蓝筹估值持续提升, 重点关注一季报有弹性标的》2019-03-04
- 3、《风险偏好提振, 潜在超预期弹性标的将获资金青睐——食品饮料行业二月第三周报》2019-02-25
- 4、《包装材料价格预期上涨加速, 白酒品牌转型竞争持续升级——东兴食品饮料价格数据 1 月版》2019-02-20

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
华润啤酒	0.36	0.54	0.69	82.97	56.06	43.66	4.31	强烈推荐
重庆啤酒	0.68	0.86	1.04	48.84	38.42	32.02	14.10	强烈推荐
珠江啤酒	0.09	0.17	0.19	30.00	32.55	28.13	1.52	强烈推荐
青岛啤酒	0.93	1.10	1.29	42.07	36.15	30.83	2.83	推荐

目 录

1. 行业竞争饱和肉搏，囚徒困境使得提价举步维艰	8
1.1 啤酒历经四次变革，当前增速乏力、利润低迷，亟待破局	8
1.2 行业集中度较高，但 CR3 仍存提升空间	9
1.3 CR5 在价格带等方面各有侧重，行业竞争格局尚未稳定	10
1.3.1 龙头企业之间难分伯仲，市占率差距较小	11
1.3.2 产品结构 CR5 各有优势价格带，国产啤酒普遍偏低	11
1.3.3 CR3 实现全国布局，弱势区域优势不明显	12
1.4 龙头企业尚且不具备提价能力，行业提价基础薄弱	13
1.4.1 行业低端产品构成主要收入来源，下游敏感性强	13
1.4.2 经济承压迫使啤酒销量预期走弱	14
1.4.3 行业产能严重过剩，竞争格局未稳	14
1.5 高端啤酒仍在培育，未到量价齐升阶段	15
1.5.1 高端市场仍处于培育期，增长强劲、竞争激烈	15
1.5.2 低酒精度饮料近年来快速发展，制约提价	16
2. 成本压力中期可控，关厂增效此路不通	17
2.1 包材+大麦，啤酒主要成本预期下行修复利润空间	17
2.1.1 包材价格预期走弱，成本压力有所缓解	18
2.1.2 人民币升值，大麦成本压力或低于市场预期	20
2.1.3 主要成本有所改善，毛利率预期上行且维持稳定	21
2.2 产能只存在优化，不存在缩减，产能利用率会长期维持稳定	22
2.2.1 行业产能利用率低，产能优化迫在眉睫	22
2.2.2 产能优化短期减费增效，长期将维持稳定	22
2.3 行业价格战进入尾声，费用率逐步改善	24
2.3.1 销售费用投放精准，销售费用率有所下降	24
2.3.2 增值税率下调带来利润的一次性改善	25
2.4 成本端只能短期改善企业盈利，长期将保持稳定态势	25
3. 外资强势破局，高端产品为行业塑造新风向	26
3.1 人口结构和消费习惯是产品升级的核心驱动力	26
3.2 高毛利诉求和新渠道变迁是企业产品升级的自身驱动力	27
3.2.1 高端产品毛利率较高，可缓解成本压力	27
3.2.2 非即饮渠道占比提升迫使产品结构进行升级	28
3.3 美国啤酒行业在 80 年代的曲折探索	28
3.3.1 消费人群更迭，美国 80 年代啤酒行业遭遇拐点	28
3.3.2 在销量增长乏力的背景下，产品结构升级拉开帷幕	29
3.3.3 我国啤酒行业背景相似、道路相同	31
3.4 喜力华润联姻加速催化国内结构升级	33
3.4.1 华润联姻喜力，推动行业高端化进程	33
3.4.2 国际品牌主导我国高端市场，本土企业仍需磨砺	34

3.5 没有本土化的舶来消费品不具备生命力，概莫能外	35
3.5.1 啤酒和葡萄酒本土化程度低，行业发展遇到瓶颈	35
3.5.2 奶粉和 SUV 具备较高本土化，行业呈现百花齐放态势	36
3.5.3 结论：本土化对于消费舶来品是必经之路	38
4. 供应链让鲜啤插上翅膀，文化建设增强消费粘性	39
4.1 运输半径缩短给鲜啤提供了普及空间	39
4.1.1 短保将成为啤酒行业的发展方向	39
4.1.2 供应链的发展提供消费基础	40
4.2 文化建设从现在起要常抓不懈	41
4.2.1 精酿承载着啤酒文化	41
4.2.2 精酿可培养用户粘性，成为本土化的突破口	42
5. 投资建议：	43
5.1 华润啤酒	44
5.2 重庆啤酒	44
5.3 珠江啤酒	45
5.4 青岛啤酒	45
6. 风险提示：	46

表格目录

表 1：中国啤酒近 30 年发展历程	8
表 2：啤酒企业竞争优势比较	11
表 3：毛利率、净利率对包材、大麦成本变动的敏感性分析	18
表 4：啤酒行业部分企业工厂变动情况	22
表 5：啤酒公司增值税下调影响测算（单位：百万元）	25
表 6：啤酒厂商部分高端产品情况	31
表 7：华润与喜力达成长期战略合作	33
表 8：部分高端品牌综合评价	35
表 9：2018 年 SUV 销量排名榜	38
表 10：舶来消费品在我国本土化程度的对比分析	39

插图目录

图 1：我国啤酒行业发展路径	7
图 2：我国 2010-2018 年啤酒产量变化（单位：万千升）	9
图 3：近 5 年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）	9
图 4：2017 年 CR5 毛利率	9

图 5: 我国 CR5 集中度逐年提升.....	10
图 6: 我国 CR3 程度较成熟市场国家低.....	10
图 7: 2017 年各啤酒企业市占率.....	11
图 8: 龙头啤酒企业各国市占率.....	11
图 9: 中国啤酒市场产品结构.....	12
图 10: 各啤酒企业优势区域及市占率.....	13
图 11: 各企业低端啤酒销售收入占比.....	14
图 12: 我国啤酒行业产品销量仍以低端为主.....	14
图 13: 房地产投资与啤酒产量之间呈现正相关关系.....	14
图 14: 各企业产能利用率情况.....	15
图 15: 高端啤酒增长强劲，与行业发展背离.....	16
图 16: 2008—2018 年啤酒进口量（单位：十万升）.....	16
图 17: 我国预调酒市场规模及预测.....	17
图 18: 2013 年青岛啤酒成本占比.....	17
图 19: 2017 年燕京啤酒成本占比.....	17
图 20: 瓦楞纸价格变动.....	18
图 21: 玻璃期货价格变动.....	18
图 22: 2017 年啤酒企业毛利率有所下滑.....	19
图 23: 经济景气度下行.....	19
图 24: 原油价格从 18 年 10 月以来急转直下.....	19
图 25: 国内进口大麦平均单价（单位：美元/吨）.....	20
图 26: 澳大利亚、加拿大大麦出口量（单位：千吨）.....	20
图 27: 人民币兑美元汇率走势.....	21
图 28: 2018 年行业进行整体性提价.....	21
图 29: 青啤、燕京和重啤在提价后毛利率的变化.....	21
图 30: 啤酒吨价增速.....	22
图 31: 啤酒企业毛利率.....	22
图 32: 华润、青岛和重庆啤酒员工总数逐年下降.....	23
图 33: 啤酒行业人效增长明显.....	23
图 34: 中国啤酒人均消费量降速减慢.....	24
图 35: 啤酒行业新增产能开始下降.....	24
图 36: 啤酒行业在建工程（单位：百万元）.....	24
图 37: 啤酒企业资本性支出（单位：千万元）.....	24
图 38: 企业销售费用率（%）.....	25
图 39: 我国 20-34 岁人口占比不断减少.....	26
图 40: 我国人均可支配收入变化（单位：元）.....	27
图 41: 重庆啤酒不同档次啤酒的毛利率.....	28
图 42: 啤酒销售渠道占比.....	28
图 43: 啤酒产量受餐饮增速影响.....	28
图 44: 1960 年-2000 年美国人口结构变化.....	29

图 45: 1950-2017 年美国啤酒产量 (单位: 亿升)	29
图 46: 1950-2017 年美国人均啤酒产量 (单位: 升/人)	29
图 47: 最受美国婴儿潮一代欢迎的啤酒品牌	30
图 48: 美国 1972-1988 年进口啤酒收入占比	30
图 49: 1973 年-1990 年美国淡啤的市场份额	30
图 50: 美国 1970-1995 年啤酒行业均价 (单位: 美元)	30
图 51: 重庆啤酒各品牌销量变化 (单位: 万千升)	32
图 52: 青岛啤酒主品牌和高端占比情况 (单位: 万千升)	32
图 53: 近十年中国各档次啤酒变化趋势	32
图 54: 2017 年中国高端啤酒销量占比	34
图 55: 重庆啤酒中高端品牌销售量及增长率 (单位: 万千升)	34
图 56: 青岛啤酒高端品牌销售量及增长率 (单位: 万千升)	34
图 57: 我国葡萄酒消费量及增速变化 (单位: 十万升)	36
图 58: 我国进口葡萄酒数量及增速变化 (单位: 十万升)	36
图 59: 惠氏与辣妈帮合作, 布局中国母婴本土化市场	37
图 60: 飞鹤奶粉, 致力于做适合中国宝宝的奶粉	37
图 61: 2014-2018 年我国乘用车销售增速	38
图 62: 2018 年中国乘用车结构	38
图 63: 泰山啤酒 7 天保鲜系列 (720ml*6 瓶 75 元)	40
图 64: 泰山啤酒 7 天运营体系	40
图 65: 技术支持下“新零售”带来消费新体验	41
图 66: 盒马鲜生的供应链更适应鲜啤产品市场	41
图 65: 中国精酿啤酒消费量 (单位: 万千升)	42
图 66: 美国精酿啤酒消费量 (单位: 百万桶)	42
图 67: 高大师: “婴儿肥”IPA	42
图 68: 熊猫精酿: “苦丁啤酒”	42

啤酒作为舶来品，在我国经历了从快速扩张到增长乏力的阶段。我国啤酒行业自上世纪 90 年代起快速放量，2008-2013 年产量 CAGR 为 3.69%，但自 2013 年起，行业开始回落，2013-2017 年 CAGR 为 -3.05%。目前我国啤酒行业已经处在拐点时期，主力消费人口的更替，以及市场容量的饱和，使得行业增长缺乏动力，于 2012 年出现负增长。就目前情况而言，我们分析未来行业可能的增长动力有三个：

- (1) 产品结构全面升级：产品开发向中高端发展，且中高端产品销量占比逐渐提升；
- (2) 全行业提价：指的是行业的主动提价，而非对冲成本上涨带来的提价；
- (3) 成本端的改善：直接材料成本预期下降缓解成本端的压力，或者关厂增效。

面对这样的三岔路口，我们认为不同的选择在短期和长期来看会产生不同的效果：

- (1) 行业进行产品结构升级，无论在短期或者长期都能有效的提升企业的毛利率水平，增强成本上涨的应对能力，另一方面，此举也符合当前观念升级的大趋势；
- (2) 短期来看，行业竞争格局并不稳定，尚不具备主动提价的基础，尚需等待行业集中度进一步提升；
- (3) 成本端的改善只能在短期提高企业的盈利能力，长期来看，成本端将维持稳定，成本端的改善并不能有效解决行业长期发展瓶颈。

因此，外资引领的产品结构升级是目前啤酒行业的唯一出路。而内资在行业的突破，我们认为有两个机会，一是抓住国内供应链革命发展鲜啤业务，二是培养国内啤酒文化。我们看好高端化趋势显著、产品结构不断改善，同时具备未来突破可能性的企业，重点推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。

图 1：我国啤酒行业发展路径



资料来源：东兴证券研究所

1. 行业竞争饱和肉搏，囚徒困境使得提价举步维艰

1.1 啤酒历经四次变革，当前增速乏力、利润低迷，亟待破局

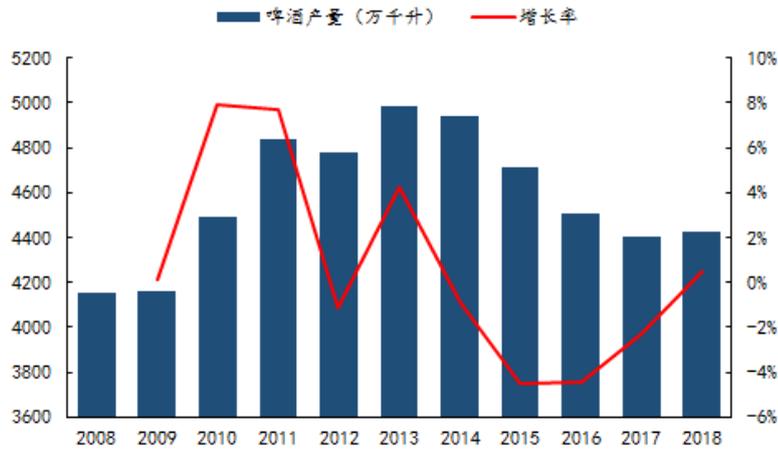
我国啤酒行业进入第四发展阶段，面临增速乏力的瓶颈。1990年后，我国的啤酒行业大致经过四个阶段的发展：先是啤酒厂如雨后春笋般出现，到行业五霸基本形成；再到整个行业历经低价竞争到整合调整高端化，我国啤酒从发展到不断壮大成熟。到第三阶段末期，我国啤酒行业增长乏力。2012年行业首次迎来了啤酒产量-1.16%的小幅下滑，在2013年达到4982.79万千升的峰值后，2014年7月以来，啤酒产量出现长达25个月的下滑，2013-2017年的复合增速为-3.05%。进入第四阶段，行业增长仍然乏力，2018年产量小幅增长0.5%，行业面临增长乏力的瓶颈。

表 1：中国啤酒近 30 年发展历程

	第一阶段（1990-1996） 区域扩张	第二阶段（1996-2010） 市场整合	第三阶段（2010-2016） 产品高端化	第四阶段（2016-至今） 未来发展
行业领导者				
驱动增长的关键因素	1. 中国经济开放和市场 2. 龙头相继走向省外进行扩张	1. 通过并购实现增长 2. 关键成功因素： ① 成功融合并实现协同效应 ② 渠道渗透 ③ 提高产品质量&运营效率	1. 产品高端化&品牌建设 2. 规模效应推动经营杠杆 3. 持续并购对中小规模啤酒生产厂商	1. 产品多元化及持续高端化，利润率提升 2. 包装创新 3. 行业集中度更高，份额稳定 4. 厂商升级改造，生产效率提升 5. 电商渠道发展

资料来源：东兴证券研究所

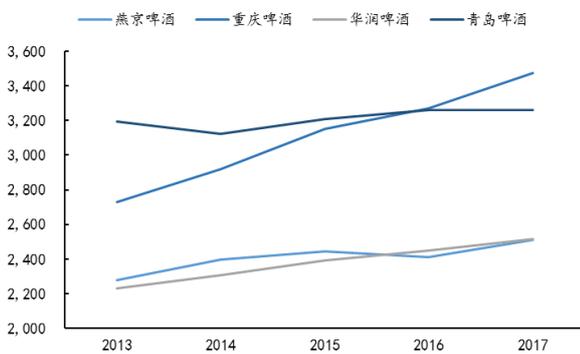
图 2：我国 2010-2018 年啤酒产量变化（单位：万千升）



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

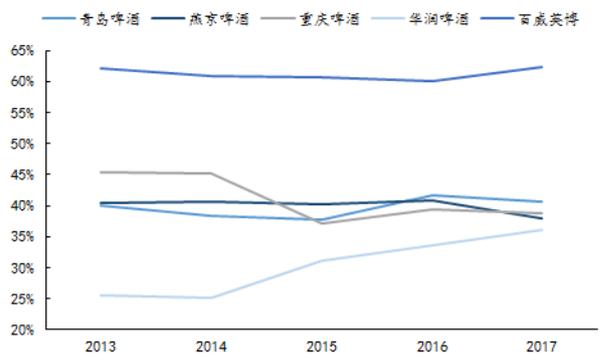
国内啤酒的终端价格与国际市场有较大差距，毛利率较低。国外市场吨酒价基本在 4000 元以上，以百威英博为例，2017 年公司全球吨酒价为 910 美元，而在亚太地区吨酒价为 679 美元。相比较，国内酒企吨酒价基本在 3000 元水位下。可以看出国外吨酒价远高于国内啤酒巨头。而较低的吨酒价也导致毛利率处于低位。百威 2017 年毛利率达到 62.4%，而国内毛利率最高的青岛啤酒也仅有 39.25%，市占率最高的华润啤酒由于低端啤酒占比较大，所以毛利率仅有 36%。

图 3：近 5 年国内啤酒品牌千升酒价（单位：元/千升）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：2017 年 CR5 毛利率

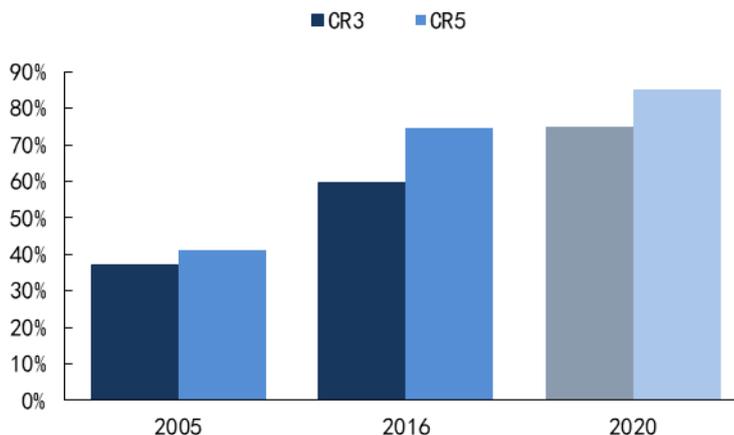


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 行业集中度较高，但 CR3 仍存提升空间

我国啤酒行业集中度逐步提升。在过去的十年中，啤酒企业通过并购重组等方式，推动行业集中度提升。以华润雪花为代表的全国性啤酒企业进行资本运作，收购地方酒企，不断扩大在各地市占率，逐渐形成华润雪花、百威英博、青岛啤酒、燕京啤酒、嘉士伯五大 CR5 企业。CR5 从 2005 年不足 50%，上升到 2017 年 80%。我们预计 2020 年 CR5 将达到 85%。

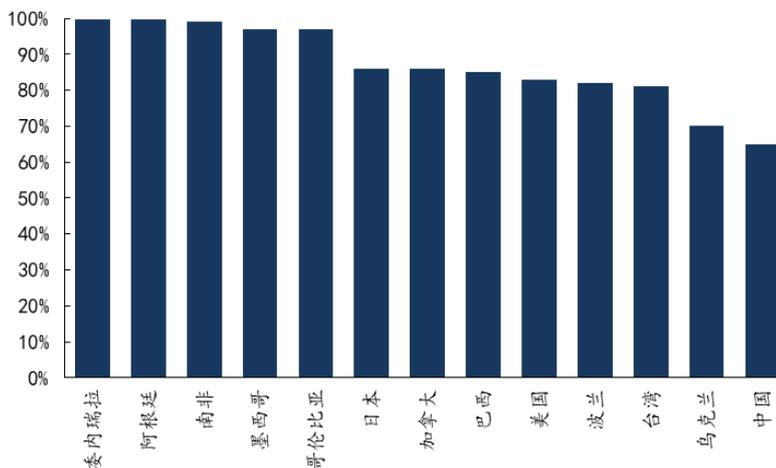
图 5：我国 CR5 集中度逐年提升



资料来源：公开数据整理、东兴证券研究所

但行业 CR3 的份额较成熟市场低。世界各国发展经验表明，啤酒行业具有较强的规模优势，最终会使得行业集中度处于较高水平。数据显示，在啤酒销量前 20 的国家中，委内瑞拉、阿根廷、墨西哥、哥伦比亚出现寡头式发展，CR3 高达 98%；美国、日本、加拿大、巴西等国 CR3 也达到 80% 以上。我国 CR3 目前处于 60% 左右，与美国相差 20%。我国市场并未出现绝对的龙头企业，行业集中度仍具备提升空间。

图 6：我国 CR3 程度较成熟市场国家低



资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所

1.3 CR5 在价格带等方面各有侧重，行业竞争格局尚未稳定

我们从 CR5 企业市场份额、产品结构、优势区域、经营策略方面进行分析，认为各个企业优劣势参半，目前情况难以断定未来市场格局。我们认为行业绝对龙头未现，竞争格局尚未稳定。

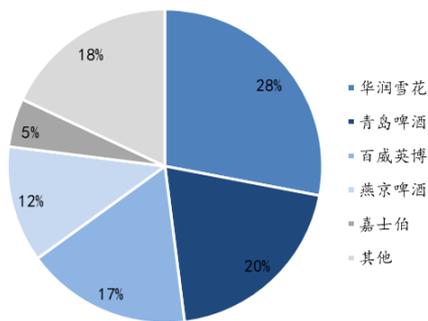
表 2：啤酒企业竞争优势比较

企业	主要品牌	主要产品	优势区域	产品结构	经营策略
华润雪花	雪花、喜力	脸谱、纯生、黑啤、勇闯天涯、冰酷、清爽	华东地区、安徽、四川、黑龙江	雪花销量占比 90% 左右	多项大型品牌推广活动、与线上电子商贸平台合作
青岛啤酒	青岛、崂山、山水、汉斯	奥古特、纯生、五星、经典、白啤、清爽	山东、华南地区、华北地区	主品牌销量占比 47.2%，高端品牌销量占比 20.3%	“大客户+微观运营”培养战略性经营商
百威英博	百威、哈尔滨、科罗娜、时代	纯生、清啤、黄啤	华南地区、华东地区	核心、高端、超高端销售额占比 55%	品牌认知、创意营销、发展高端品类
燕京啤酒	燕京、漓泉、雪鹿	纯生、鲜啤、白啤、清爽、冰纯、黑啤	华北地区、华南地区	主品牌燕京销量占比 75%，“1+3”品牌销量占比 92%	传统与新兴媒体营销相结合
嘉士伯	嘉士伯、乐堡、1664、格林堡	特醇、冰纯、怡乐仙地	西部地区	高端产品增速 8%。	减少低端产品，增加高端产品

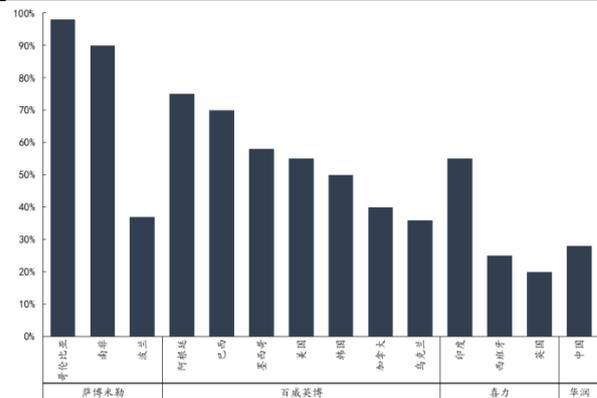
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.3.1 龙头企业之间难分伯仲，市占率差距较小

我国市场份额最大的华润啤酒市场份额未达 30%，且 CR5 各企业市场份额差距较小，华润啤酒与第二大市场份额的青岛啤酒仅相差 8%。而百威英博在美国、巴西、阿根廷形成绝对龙头，市场占有率分别达到 54%、68%、75%，较第二名分别高出 37%、58%、52% 的份额；萨博米勒是哥伦比亚、南非地区绝对龙头，分别占据 90%、98% 的市场份额。对比成熟市场国家，我国并未出现具有绝对优势的龙头企业。

图 7：2017 年各啤酒企业市占率


资料来源：公开数据整理，东兴证券研究所

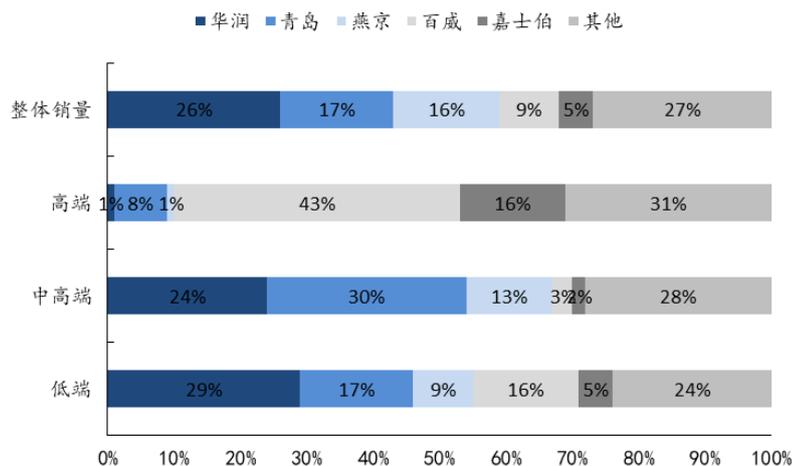
图 8：龙头啤酒企业各国市占率


资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

1.3.2 产品结构 CR5 各有优势价格带，国产啤酒普遍偏低

华润啤酒中低端产品销量较大，低端产品市占率为 29%，但通过收购喜力中国区业务及推出自有高端品牌，积极布局高端啤酒，不断加大中高端产品份额；青岛啤酒逐渐增加中高端啤酒比重，在中高端啤酒中占 30% 的市场份额；外资品牌百威、嘉士伯以高端为主，在高端市场分别占据 43%、16% 的份额。由于中高端及高端啤酒的盈利能力远大于低端啤酒，所以百威、嘉士伯的盈利规模比华润、青岛啤酒更大。

图 9：中国啤酒市场产品结构



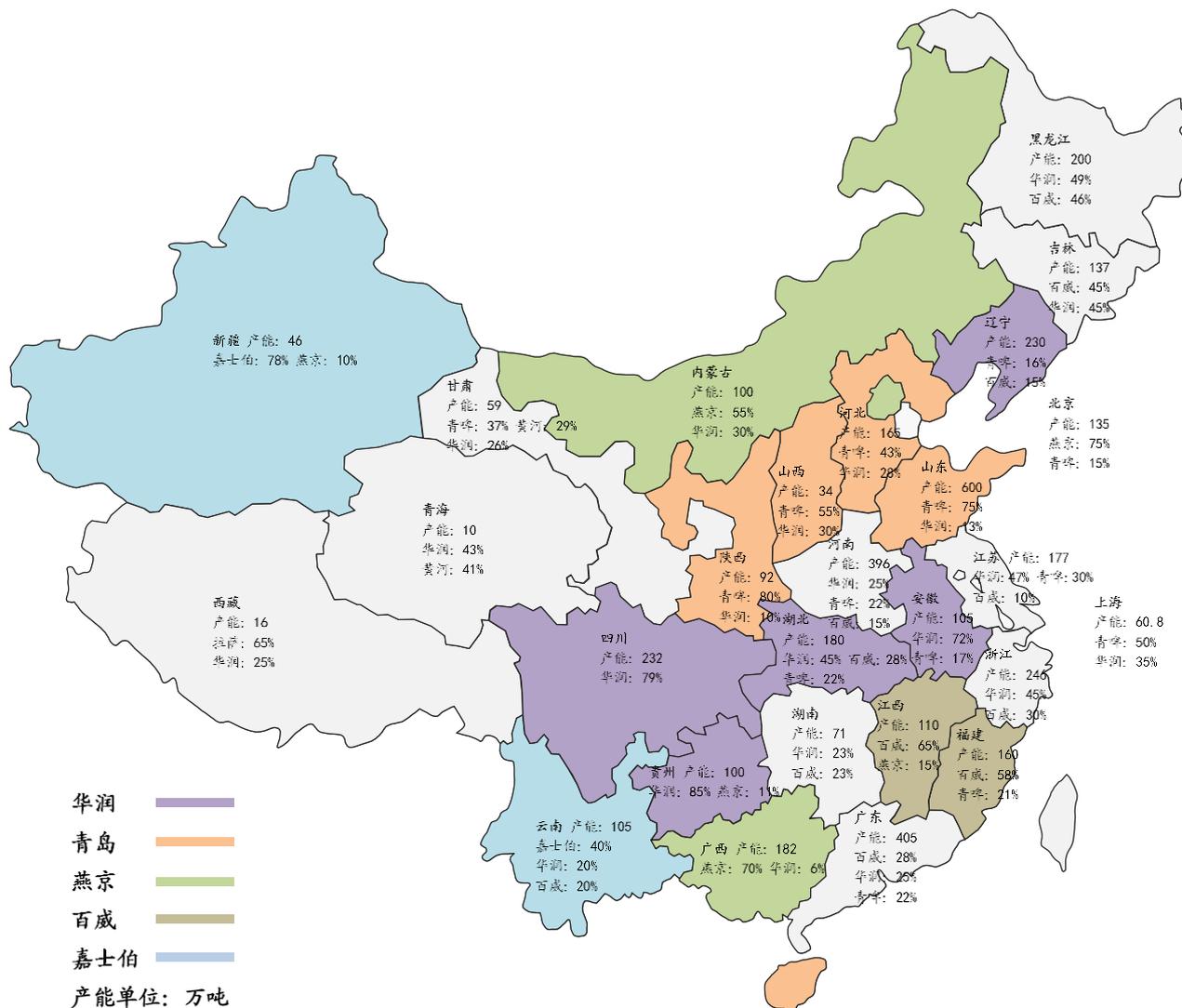
资料来源：Euromonitor、东兴证券研究所（根据欧睿分类，将标准瓶（500ml）价格 7 元以下、7-14 元、14 元以上分别定义为低端、中高端、高端啤酒）

1.3.3 CR3 实现全国布局，弱势区域优势不明显

华润、青啤、百威是真正实现全国布局的企业。华润的优势区域主要在华东地区、安徽、四川、黑龙江；青啤在山东、华南地区、华北地区具有更高的市占率；百威在华南地区、华东地区具有优势。燕京和嘉士伯区域性更加明显。燕京在北京、广西、内蒙销量较大；嘉士伯的销售主要集中在西部如重庆、宁夏、新疆等地。随着啤酒行业产品结构的变化，高毛利使产品实现全国化布局成为可能，即使未在全国布局生产基地，也能实现产品全国化。随着行业的演变，优势区域格局变动存在不确定性。此外，随着即饮渠道占消费终端的比例下降，渠道竞争优势或淡化。

品牌建设上，华润开展多项大型品牌推广活动，与线上商贸平台合作，并采取深度分销模式，增加对终端的控制权；青岛啤酒采取“大客户+微观运营”模式培养战略性经销商，不断改进渠道和营销模式；百威英博作为全球第一大啤酒企业，更加注重高端化发展，培养品牌认知，创新营销模式；燕京啤酒将传统与新媒体营销相结合；嘉士伯盘踞西北地区，逐步减少低端酒、增加高端酒。目前我们尚无法判断何种经营策略占优势，仍需等待市场的验证。

图 10：各啤酒企业优势区域及市占率



资料来源：公司年报，公开数据整理，东兴证券研究所

1.4 龙头企业尚且不具备提价能力，行业提价基础薄弱

我国啤酒行业目前暂时不具备整体提价的基础，主要原因有三，一是低端产品仍然是行业消费的主力，产品受众对价格较为敏感；二是啤酒行业整体销量增速预期走弱；三是行业竞争格局未稳，竞争份额仍为企业的诉求。

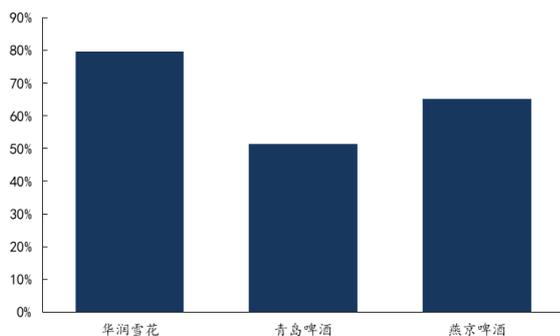
我们在此部分对提价的定义是：除了对冲成本上涨因素以及产品结构升级外，啤酒行业的主动提价。

1.4.1 行业低端产品构成主要收入来源，下游敏感性高

行业低端产品占比高，下游受众对价格较为敏感。目前，行业低端产品销量的占比仍

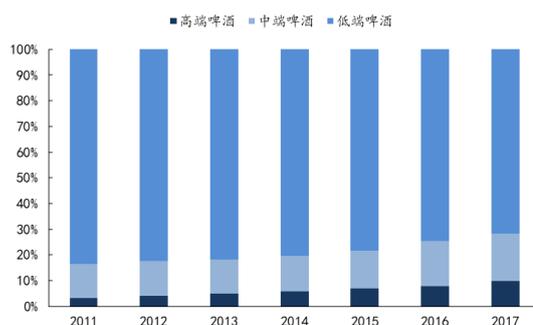
高达 77%，具体到公司方面，低端产品收入仍为企业的主要收入来源。2016 年华润、青啤、燕京低端啤酒收入占总营业收入的比例分别为 79.65%、51.32%、65.26%。低端产品受众对价格变动较为敏感，若行业整体进行主动提价，会使市场整体需求下滑，公司业绩也会因此遭受损失。

图 11：各企业低端啤酒销售收入占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 12：我国啤酒行业产品销量仍以低端为主



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

1.4.2 经济承压迫使啤酒销量预期走弱

房开投与啤酒产量之间呈现正相关关系，未来经济预期走弱，带动产量下行。我们研究了房开投增速与啤酒产量之间的关系，发现两者呈现较为明显的正相关关系。我们认为造成这种现象的主要原因是啤酒消费的场景与务工人员数量高度相关。根据东兴证券房地产组的预测，2019 年房开投增速降至 2.1%，或进一步带动啤酒需求的走弱。如果提价，会造成销量进一步下降。

图 13：房地产投资与啤酒产量之间呈现正相关关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

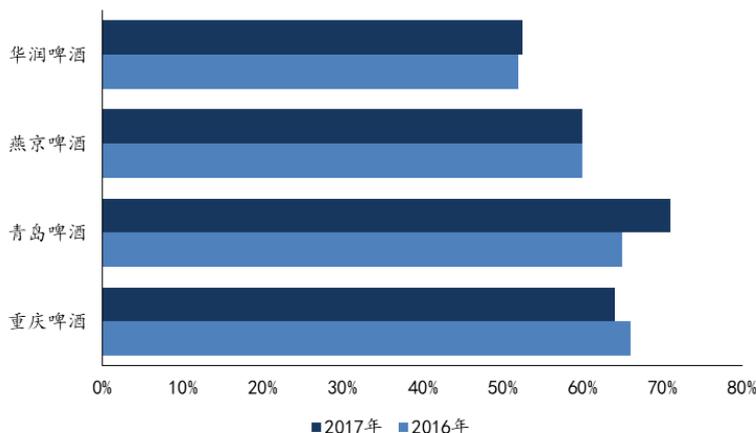
1.4.3 行业产能严重过剩，竞争格局未稳

行业产能利用率低于国际水平，产能严重过剩。按照国际标准，产能利用率低于 79% 即为产能过剩，低于 75% 即为产能严重过剩。2017 年华润、燕京、青啤、重啤产能利用率分别是 55%，60%，72%，66%，而全球第一大啤酒企业百威英博的产能利用率在 90% 以上。虽各厂商均在整合产能、优化产能利用，但过剩问题的解决不能一蹴而就，

短期内难有巨大提升。

在满足“生存需求”的基础上，产能过剩提供了竞争的可能性。我们认为原材料上涨推动的行业整体提价是可能的，因为这涉及到企业的“生存底线”，例如18年初行业的整体性提价。除此之外的提价，我们觉得目前暂时不可能发生。在产能过剩的背景下，CR3的全国性布局为企业提供了竞争的可能性。如果华润提价，其他企业在满足“生存需求”基础上，可能利用现有产能扩大生产占领渠道，造成华润市场份额损失。

图 14：各企业产能利用率情况



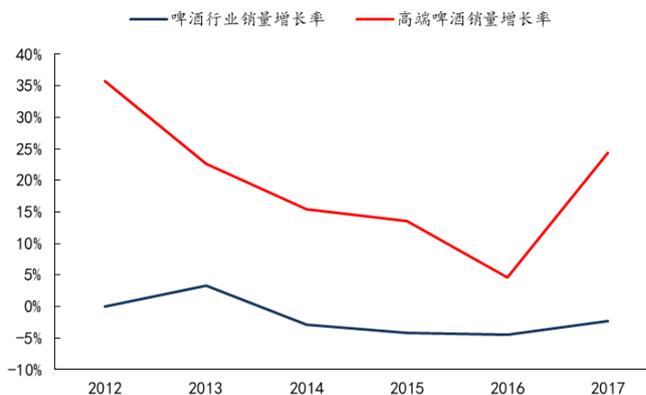
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

1.5 高端啤酒仍在培育，未到量价齐升阶段

1.5.1 高端市场仍处于培育期，增长强劲、竞争激烈

高端啤酒与行业发展出现背离，表现强劲。自2013年啤酒产销量5065万千升出现拐点之后，我国啤酒销量一直呈现回落趋势，但高端啤酒比重却明显提高。销量方面，2011-2017年期间，高档啤酒年销量由147.8万千升跃升至431.2万千升，CAGR为20%，对应的市场占比由3.11%增至9.83%，而中档啤酒和低档啤酒CAGR分别为4.28%和-1.81%，远低于高档啤酒增速。（根据欧睿分类，将标准瓶（500ml）价格7元以下、7-14元、14元以上分别定义为低端、中高端、高端啤酒）根据Euromonitor预测，至2020年，我国高端啤酒营收有望达到行业总收入44.2%，行业仍处在增量时期。

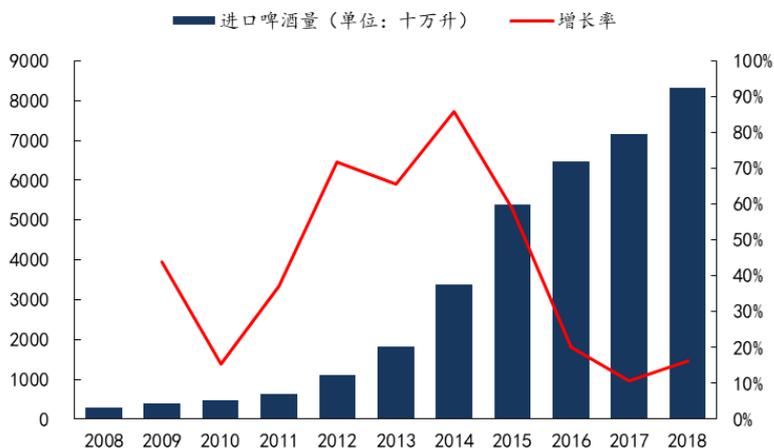
图 15：高端啤酒增长强劲，与行业发展背离



资料来源：Wind，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

高端啤酒市场面临激烈竞争。除了CR5，进口啤酒也参与高端竞争。进口啤酒以高端为主，2008-2018年啤酒进口量高速增长，且在2013年之后陡峭上升，至2018年达到83万千升，10年间CAGR为40.2%，占高端啤酒总销量的22%。预计未来3-5年内，高端啤酒市场仍处在激烈的竞争环境当中，尚不足以支撑其达到量价齐升的阶段。

图 16：2008—2018 年啤酒进口量（单位：十万升）

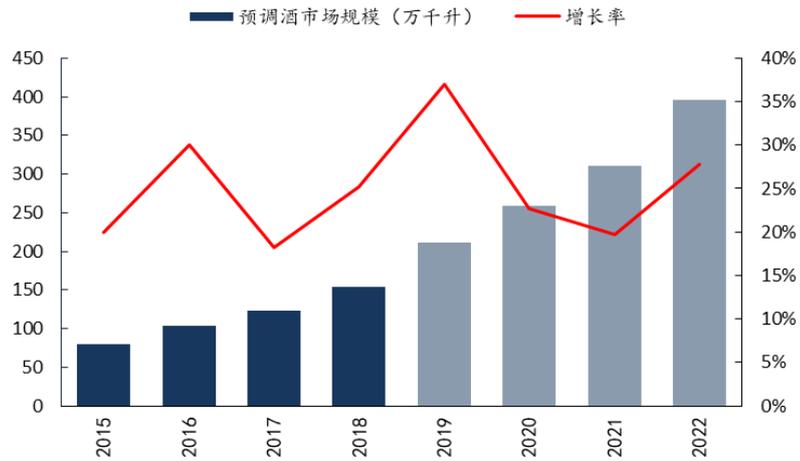


资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.5.2 低酒精度饮料近年来快速发展，制约提价

以预调酒为例，2011年以后，国内鸡尾酒市场进入了一个快速增长时期，至2015年市场销售额达到40亿，2020年有望达到百亿规模。虽然与千亿市场规模的啤酒行业存在大幅差距，但低酒精度饮料主要消费人群为20—35岁的新中产阶层，且售价与高端啤酒处于同一价格带，对高端啤酒具有高替代性。同时，国内食品饮料行业进入第四次消费时代，更多消费者开始注重健康消费、安心消费，特别是酒类行业对低度化、健康化、个性化的追捧。替代品的发展，一定程度上对高端啤酒的提价形成抑制。

图 17：我国预调酒市场规模及预测



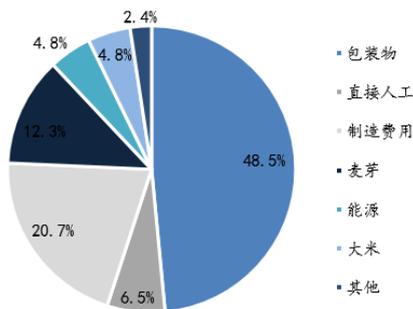
资料来源：公开数据整理、东兴证券研究所

2. 成本压力中期可控，关厂增效此路不通

2.1 包材+大麦，啤酒主要成本预期下行修复利润空间

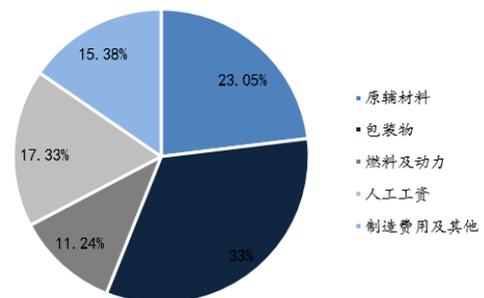
啤酒主要成本占比近 50%，相关成本价格变动对毛利影响较大。由于不同厂家的营销和生产方式有所不同，生产成本构成也有所区别，但能看到的是包材和大麦成本的占比是啤酒生产成本的最大组成部分。据公司财报，青啤（2013）和燕京啤酒（2017）包材占生产成本的比重分别为 48.5%和 33.0%。我们分别对包材和大麦成本进行敏感性分析，得出当大麦成本+/-5%时，毛利率对应-/+0.44%，净利率对应-/+0.29%；当包材成本+/-5%时，毛利率对应-/+1.22%，净利率对应-/+0.81%。

图 18：2013 年青岛啤酒成本占比



资料来源：青岛啤酒年报，东兴证券研究所

图 19：2017 年燕京啤酒成本占比



资料来源：燕京啤酒年报，东兴证券研究所

表 3：毛利率、净利率对包材、大麦成本变动的敏感性分析

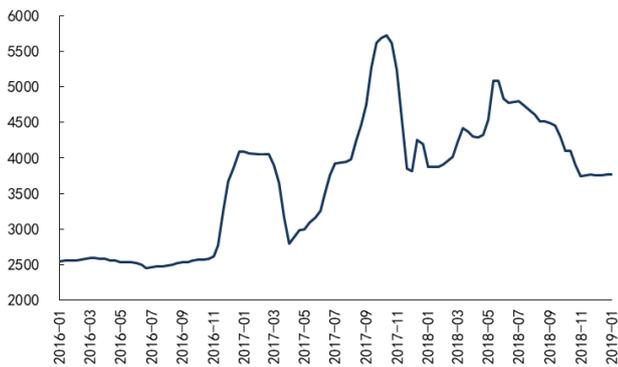
	-20%	-15%	-10%	-5%	5%	10%	15%	20%
包材价格变动敏感性分析								
毛利率变动	4.90%	3.65%	2.51%	1.22%	-1.22%	2.51%	3.65%	4.90%
净利率变动	3.01%	2.45%	1.65%	0.81%	-0.81%	1.65%	2.45%	3.01%
大麦价格变动敏感性分析								
毛利率变动	1.78%	1.34%	0.89%	0.44%	-0.44%	-0.89%	-1.34%	-1.78%
净利率变动	1.17%	0.88%	0.59%	0.29%	-0.29%	-0.59%	-0.88%	-1.77%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所（按包材成本占比 40%来计算，包材成本变动 5%，营业成本变动 2%， $(\text{营业收入}-\text{营业成本} \times 0.98) / \text{营业收入}$ 得到毛利率，减去原来的毛利率，得到毛利率变动。大麦成本占比按 15%为准，其他计算与包材计算相同。）

2.1.1 包材价格预期走弱，成本压力有所缓解

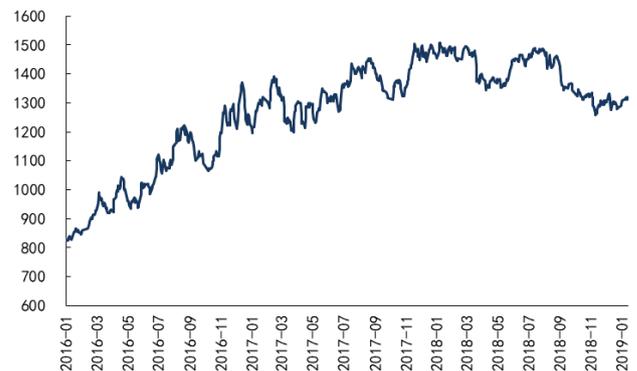
包材成本上涨导致盈利恶化。自 2015 年供给侧改革以及环保限产以来，上游材料产能加速出清，价格一路攀升。玻璃期货价格在 2016-2017 年上涨 76.9%，瓦楞纸价格上涨 52.2%。包材占成本比例高达 30%以上，成本上涨使得企业毛利率下行。2017 年燕京、重啤、青啤的毛利率分别为 38.00%、49.03%、40.64%，较 2016 年分别下降 2.9%、0.5%、0.96%。

图 20：瓦楞纸价格变动



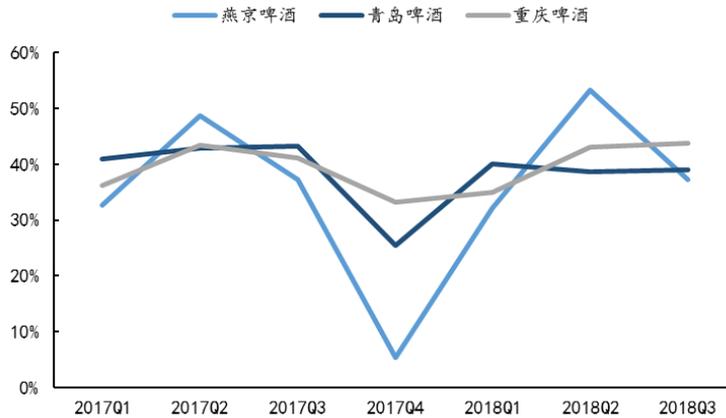
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21：玻璃期货价格变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 22：2017 年啤酒企业毛利率有所下滑



资料来源：Wind，东兴证券研究所

预计 2019 年成本压力有所减缓。18 年下半年包材成本回落，19 年成本压力有望持续减缓。2018 年下半年宏观经济增速开始放缓，禁止环保“一刀切”使上游原材料供给端有所宽松，玻璃和瓦楞纸的价格有所回落。**2019 年来自包材的成本压力仍将持续改善。**我国生产者价格指数 (PPI) 同比增速从 2018 年 6 月份开始回落，从 6 月份的 4.7% 大幅回落至 2019 年 1 月份的 0.1%。PPI 的大幅回落主要受国际油价的大幅下跌和经济基本面较弱的影响。**预计 2019 年基本面将持续承压，PPI 大概率进入紧缩区间，成本端压力有所改善。**

- ◆ 高基数使得原油价格拉升对 PPI 的影响减弱。原油作为工业品的上游原材料，在 2018 年 10 月结束上涨趋势，急转直下，截至 2018 年底布伦特原油价格累计跌幅达 37.65%，带动上游原材料价格下跌。预计 2019 年原油价格上涨对 PPI 的拉动作用不明显，主因去年同期油价涨幅较大。
- ◆ 受去杠杆、贸易战等因素的影响，我国经济基本面存在一定的下行压力。PMI 指数于 12 月跌破荣枯线以下至 49.4，经济进入景气收缩区间，总需求收到抑制。另一方面，18 年环保严禁“一刀切”也使得供给端有所放松，二者共同作用，迫使上游原材料价格下降。

图 23：经济景气度下行

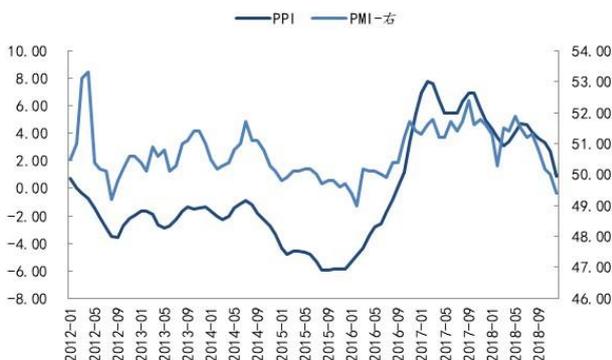
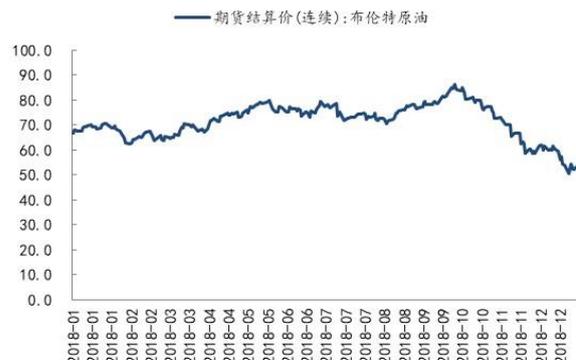


图 24：原油价格从 18 年 10 月以来急转直下



资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

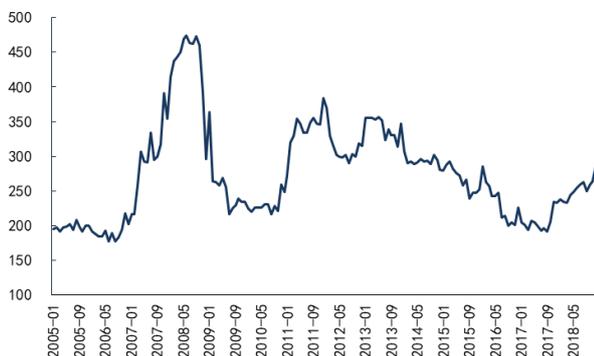
2.1.2 人民币升值，大麦成本压力或低于市场预期

我国大麦主要依赖进口。我国大麦对进口有较高依赖度，约 85%的大麦来自于进口。以澳大利亚为代表的大麦价格低、品质高，近年来，逐步替代国产大麦成为啤酒生产的主要原材料，国内大麦种植面积不断缩减，进口大麦主导国内啤酒生产。目前我国大麦主要进口国家为澳大利亚、加拿大、法国等，2017 年中国从三个国家的进口量分别为 650 万吨、130 万吨、25 万吨。

大麦进口价于 2018 年攀升，且将持续至 19 年。我国大麦进口价在 2018 年上涨 20.7%，主要原因系供给端大麦主产区的减产及需求端大麦需求处于高位。2019 年大麦进口价或延续 18 年上涨态势，主要在于两大出口国澳大利亚和加拿大出口量预期收紧。

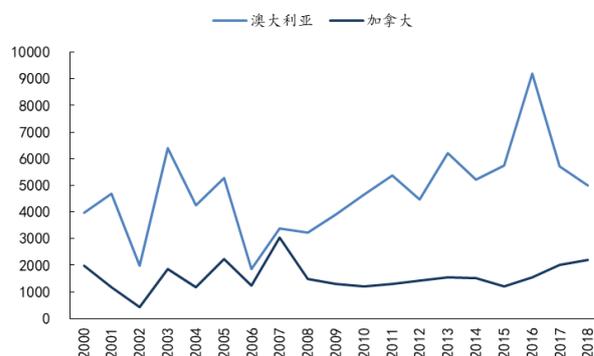
- ◆ **澳大利亚**：澳洲大麦每年年底进行收割，今年由于澳洲受厄尔尼诺现象的影响，干旱较为严重，澳洲国家农业部预计产量 18-19 年度同比下降 18.1%，由于澳大利亚是中国第一大麦出口国，这可能导致大麦价格水平的上升。
- ◆ **加拿大**：加拿大的大麦种植面积下降，单产提高，总体产量预计会上升 4.25%。但同时加拿大国内大麦需求上升，18-19 年度预计出口量 2450kt，同比下降 14%左右。

图 25：国内进口大麦平均单价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

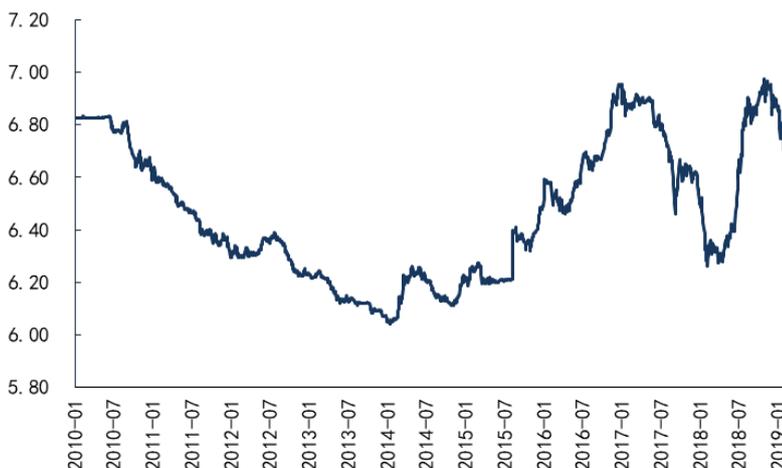
图 26：澳大利亚、加拿大大麦出口量（单位：千吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

大麦价格上涨压力或低于市场预期，主因人民币升值。18 年市场普遍预期到 19 年大麦进口量将收紧，价格上行推升酒企成本。但进入 19 年，人民币汇率大幅升值有望减缓一部分成本压力。2019 年人民币兑美元中枢有望下移至 6.60，对比 18 年的高点 6.97，人民币升值幅度达 5.35%。预计下半年随着美国经济见顶回落，美元指数下行，人民币将会有一定的升值空间。预计人民币升值将一定程度减缓大麦进口价格上涨的压力。

图 27：人民币兑美元汇率走势

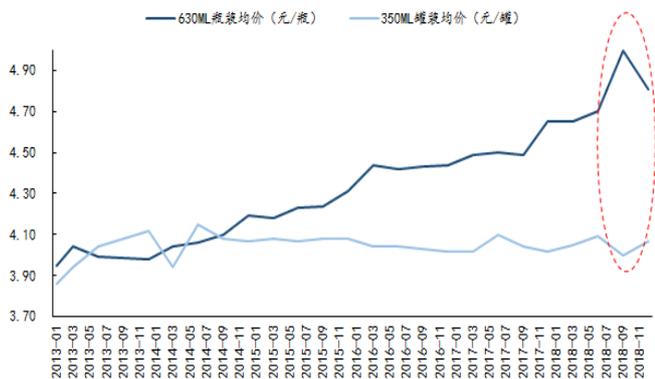


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.1.3 主要成本有所改善，毛利率预期上行且维持稳定

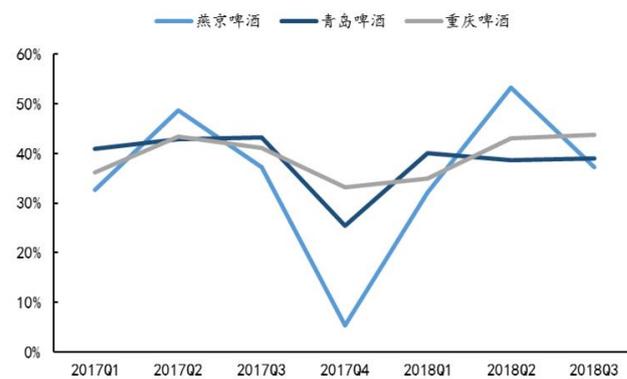
成本压力迫使行业被动提价，但提价并未显著改善毛利率。受包材价格上涨的影响，从 2017 年底开始，以燕京啤酒为首，各大公司陆续发出提价公告，整个行业进行了集体提价，提价幅度在 5%-10%。但提价并没有显著改善毛利率，成本压力仍然较大。2017Q4 行业毛利率骤降，尤其是燕京啤酒毛利率降至 5.34%，随后各厂商毛利率在 2018Q1 有短暂的上涨，但是很快又回到提价前水平，与提价前基本相当，成本上升对冲提价红利。

图 28：2018 年行业进行整体性提价



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 29：青啤、燕京和重啤在提价后毛利率的变化

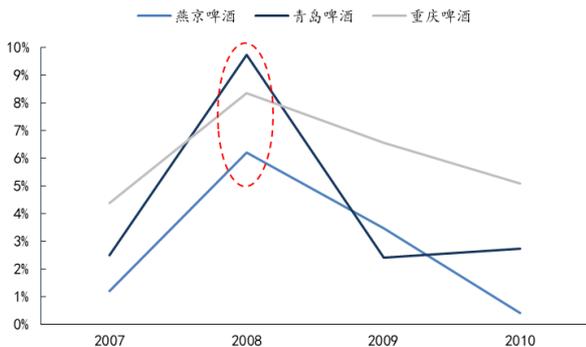


资料来源：Wind，东兴证券研究所

以史为鉴，成本推动的提价往往在第二年利润改善。从 2008 年啤酒行业提价的数据可得，成本推动的提价往往在第二年才带来利润的改善，原因是快消品的提价不能一步到位，提价后在第二年吨酒价格依然会上升，提价红利具有一定的延续性。2008 年燕京、青啤、重啤的啤酒吨价增速分别为 6.19%、9.71%、8.33%，2009 年吨价增速依然高于平均水平，分别为 3.47%、2.41%、6.56%。由于提价未能全部覆盖成本、提价效应未能全部显现等原因，2008 年燕京、青啤、重啤的毛利率下降。但是在 2009

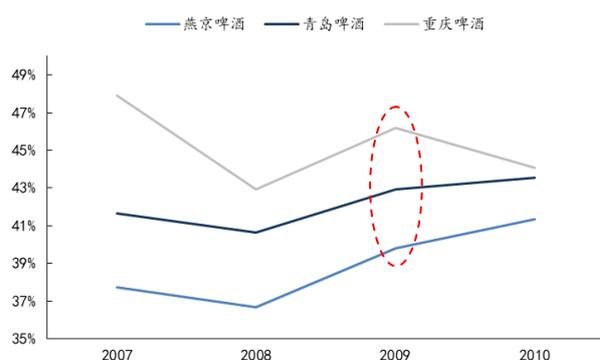
年，受提价红利延续及吨成本回落等因素的影响，燕京、青啤、重啤的毛利率出现明显回升。参考 2008 年的情况，我们预计 2018 年初的提价将带来 2019 年盈利能力的改善。

图 30：啤酒吨价增速



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 31：啤酒企业毛利率



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

包材和大麦共同作用，19 年毛利率有望改善 1.27pct。包材方面，2018 年下半年玻璃和瓦楞纸价格分别下降 11.3% 和 21.4%。对应 3-6 个月的锁定期，则今年上半年包材成本有望下降 15%，随后保持稳定。大麦方面，我们预计大麦进口价格或延续 18 年的态势，涨幅 20%，人民币升值对冲后，涨幅回落至 15%。在两者的共同作用下，成本有望下降 3.75%，预计行业毛利率有望改善 1.27pct。

2.2 产能只存在优化，不存在缩减，产能利用率会长期维持稳定

2.2.1 行业产能利用率低，产能优化迫在眉睫

行业产能过剩，关厂进行产能优化。2013 年之前啤酒企业的规模性收购导致了行业产能利用率低，平均产能利用率在 65% 左右，处于产能过剩的状态。2013 年之后，随着啤酒消费量的下降，各企业开始关停规模小、效率低、成本高的工厂，扩大产能转变为优化产能、提高效率。华润啤酒在 2015-2017 年陆续关停 13 家工厂，百威在 2016-2017 年关停中国的 8 家工厂，嘉士伯在 2017 年关停并处理了 17 家工厂。

表 4：啤酒行业部分企业工厂变动情况

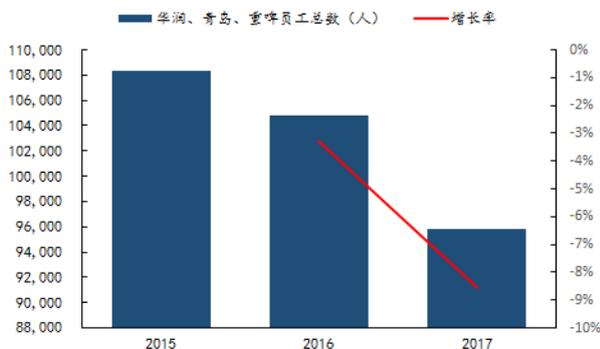
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
华润啤酒	85	97	98	97	98	91
青岛啤酒	62	62	62	62	62	62
重庆啤酒	15	15	15	15	9	9
燕京啤酒	37	37	37	37	36	36
珠江啤酒	4	4	4	3	3	3
合计	203	215	216	214	208	201

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

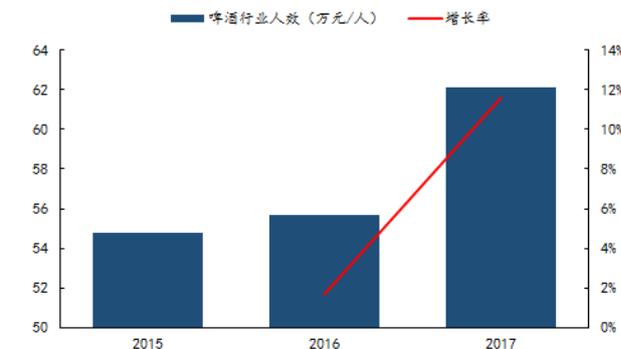
2.2.2 产能优化短期减费增效，长期将维持稳定

啤酒行业产能优化短期提效明显。华润啤酒、青岛啤酒和重庆啤酒在产能优化的作用

下员工人数明显减少，2017年三家员工总数为9.78万人，较2015年的10.83万人降低了11.56%。行业2017年平均人效约为62.32万元/人，较2015年的56.04万元/人增长11.20%。2016年的人效轻微减少主要是由于龙头华润暂未全面开始产能优化，并且受到成本端的影响，全行业提价后影响已经剔除。行业短期在关厂、优化产能的利好下，净利率有望快速提升。

图 32：华润、青岛和重庆啤酒员工总数逐年下降


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 33：啤酒行业人效增长明显


资料来源：Wind，东兴证券研究所

产能只存在优化，产能并未因此减少，未来产能利用率将维持稳定。以华润啤酒为例，2017年华润开始大幅度关停产能水平较低且费用率高的工厂，共7家，同时提高优势工厂的生产能力，使得全国产能维持在2200万千升的水平。这就说明产能只存在优化，实际产能并未因此减少。**所以当产能优化到一定程度时，行业的产能利用率将维持稳定。**啤酒由于受到保质期的制约，产销率基本维持在1.0-1.1之间，说明啤酒产能情况需要高度匹配消费需求，需求占据绝对的主导地位。而未来几年，我们认为产量和产能将大概率维持在一定水平，保持稳定，主要原因是需求和产能大概率实现低增长。

- ◆ **需求方面**，2017年中国人均啤酒消费量的降速较去年减慢了0.63%，且近几年行业的增速都在+/-1%之间，预计未来较长时间，行业的需求都将维持稳定，不会有较大幅度的变动。
- ◆ **产能方面**，2017年啤酒行业新增产能为126万吨，同比降低了29.45%。目前啤酒行业在建工程大幅减少，2015-2017年连续三年低于10亿元，啤酒企业资本性支出自2014年不断下降。我们预计未来行业新增产能将保持低增长。

图 34：中国啤酒人均消费量降速减慢



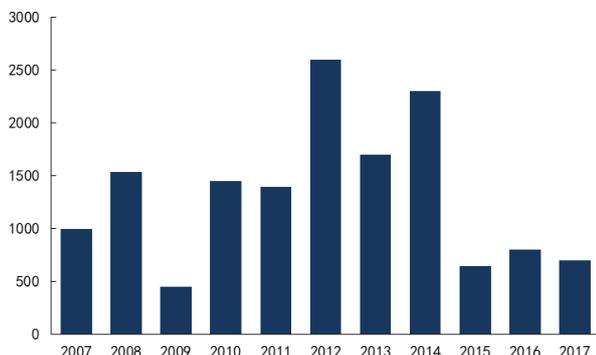
资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

图 35：啤酒行业新增产能开始下降



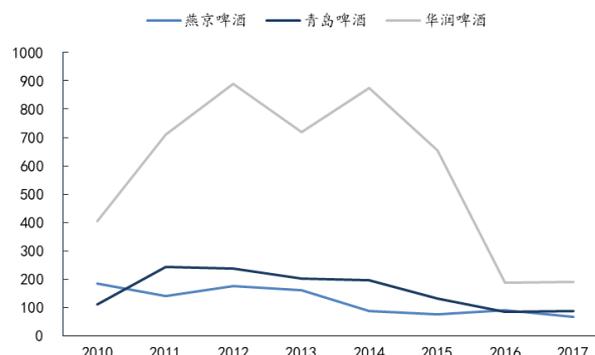
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 36：啤酒行业在建工程（单位：百万元）



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图 37：啤酒企业资本性支出（单位：千万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

综上，我们认为产能的优化只能在短期通过裁员和资产处置带来折旧一次性计提的方式减少成本，提高人效。长期来看，产能不能一直优化下去，因为未来需求和产能大概率维持稳定的范围，产能利用率也将维持稳定。产能优化的方式只能在短期带来减费增效的效果，但该效应长期并不可持续。

2.3 行业价格战进入尾声，费用率逐步改善

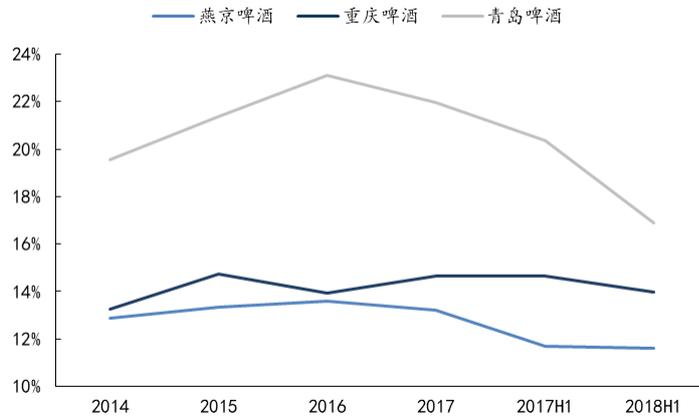
2.3.1 销售费用投放精准，销售费用率有所下降

近年来，行业销售费用率开始从高点下降：青岛啤酒销售费用率高于行业平均水平，但从2016年出现大幅下降，2017/2018H1销售费用率同比-1.15/-3.48个pct。燕京啤酒2017/2018H1销售费用率同比-0.37/-0.09个pct。重庆啤酒2017/2018H1销售费用率同比+0.71/-0.65个pct。我们认为利润率的改善主要原因一是行业进入价格战尾声，二是销售费用的投放更加合理精准。

- ◆ **行业进入价格战尾声。**经过多年的价格战，企业意识到价格策略已经无法满足当前的利润诉求，借助低价提升销量的做法逐渐淡出舞台。随着消费观念的升级，消费者对高端化和差异化的追求也为酒企发展提供出路。各大酒企开始丰富生产线，布局中高端，迎合消费者对“质”的追求。

- ◆ **销售费用投放精准：**过去十几年中，企业之间激烈竞争导致销售费用投放较高。随着行业供需逐步改善，企业开始向利润诉求转变，销售费用投放更加合理，如行业促销费用（终端返利、消费者促销等）、非理性买店现象减少，企业更加注重长期品牌建设，精准定位，选用高质量体育、音乐活动营销（百威电音节、青岛啤酒亚冠）。

图 38：企业销售费用率（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3.2 增值税率下调带来利润的一次性改善

减税降费仍为宏观政策主旋律。目前经济环境持续承压，拉动经济的三架马车均在一定程度失灵。目前财政和货币政策双管齐下，旨在托底经济，其中下调增值税率是市场预期比较一致的方向。根据 2019 年两会的政府工作报告，今年将下调原制造业等 16% 的增值税率至 13%，下调力度较大。

增值税率下调改善企业盈利能力。我们测算了啤酒行业增值税下调的影响，采用调整后的税率，行业的公司的净利润增厚 1.54%-5.31%，平均可增厚利润 2.80%。**增值税下调，将在一定程度上增加行业盈利能力进而增厚利润。**

表 5：啤酒公司增值税下调影响测算（单位：百万元）

	教育费附加	消费税	增值税	营业收入（不含出口）	可抵扣营业成本	减税额	利润变动	利润弹性
重庆啤酒	22.00	188.80	251.27	3175.52	1697.47	44.34	5.32	1.54%
燕京啤酒	91.08	923.63	897.94	11195.58	5913.58	158.46	19.02	5.31%
珠江啤酒	27.89	285.66	272.22	3763.61	2162.29	48.04	5.76	2.25%
青岛啤酒	189.34	1707.19	2079.56	25589.58	13356.86	366.98	44.04	2.09%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所（说明：1、数据以 2017 年年报为基准，2、假设所有营业收入都为应税收入，3、假设税率均由 16% 调整至 13%。）

2.4 成本端只能短期改善企业盈利，长期将保持稳定态势

我们认为无论是包材和大麦成本影响的毛利率，还是产能优化、费用率改善带来的净利率增长，这些都只能在短期对成本端进行改善。成本端的改善不能无休止，只能

带来短期的影响，长期来看，成本端将保持稳定态势。

- ◆ **毛利率方面：**随着产品结构升级，高端产品占比提升带来吨酒价的提升，使得直接材料成本的变动对毛利率的影响降低。另一方面，随着供给侧改革的完善，包材的价格也将维持在稳定的水平，长期来看，下降的空间并不大。
- ◆ **净利率方面：**产能优化只能在短期起到减费增效的效果，长期来看，产能利用率将维持在稳定的水平，产能不能持续优化；而期间费用率也只能在短期有所改善，并不能持续改善下去，同理，增值税率下调带来的效果也将是一次性的，未来并不能持续改善净利率。

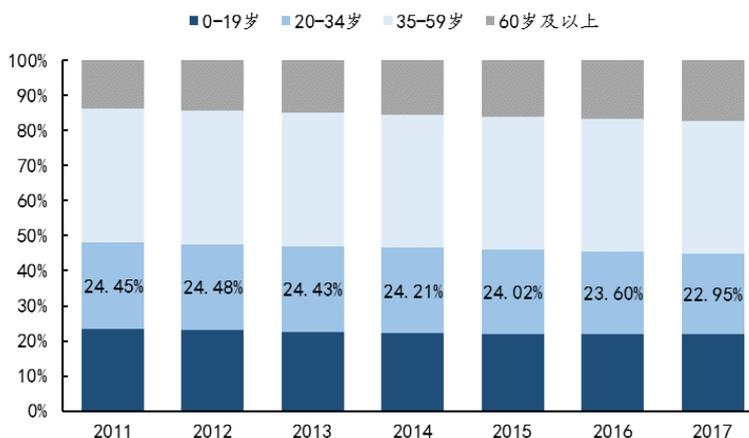
综合第一部分和第二部分的分析：行业目前并不具备整体主动提价的基础，且成本端的改善只能在短期提升企业的盈利能力，长期将维持在一定的水平，不能持续改善，我们认为行业长期的发展势必将通过产品结构升级来提升企业的盈利能力。

3. 外资强势破局，高端产品为行业塑造新风向

3.1 人口结构和消费习惯是产品升级的核心驱动力

人口结构更迭：啤酒主力消费人群数量不断下降。啤酒的消费主力人群区间是 20-34 岁，与美国婴儿潮一代之后的衰减一样，中国人口也受到“计划生育”这一政策的影响。在每年进行的抽样人口普查中，可以看到该年龄段人群正在缓慢下降，从 2011 年的 24.45%，下降至 2017 年的 22.95%。我们认为主力人群数量的下降，是行业增长乏力的主要原因。

图 39：我国 20-34 岁人口占比不断减少

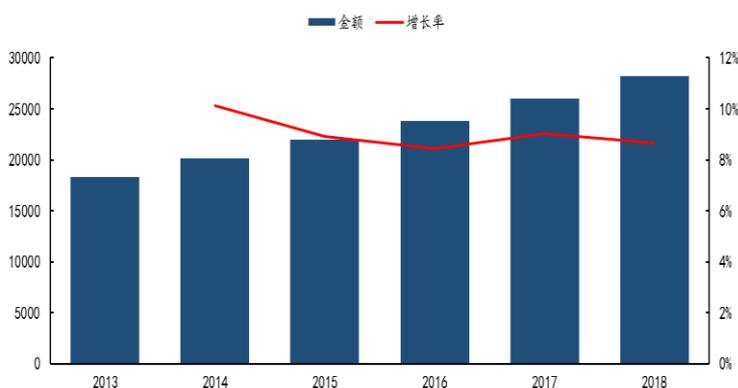


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

消费观念升级：第四消费时代和“Z世代”。随着人均收入的不断提升，人民日益增长的物质需求也随之提升。消费观念升级是产品高端化趋势的指引，而“Z世代”的出现，也迫使行业加速高端化进程。

- ◆ **第四消费时代**：新时期的消费理念，已经从崇尚时尚、奢侈品，转变为注重质量和舒适度的消费。这一转变很大程度上来源于人民生活水平的提高，主要体现在人均可支配收入的上涨，由2013年的18310元上涨到2018年的28228元，涨幅达54.16%。生活水平的提高加之人民消费意识的改善，使得人们更加青睐高档化个性化的产品。
- ◆ **“Z世代”**：Z世代是指出生于95后00后的新一代人，对于营销厂商来说，他们已经走入品牌眼中，并成为与“千禧一代”一样甚至更加重要的消费群体。他们都是乐于接受新鲜事物的“市场先行者”，也正在迅速成长为未来消费的主导力量。他们的消费观念不仅是为了物质上的满足，另有了为了寻求情感诉求、追求有品质的生活和寻找符合自己的独特标签作为自己消费的三大目的。因此，他们对产品的差异化要求更高，对高端产品的需求也更多。

图 40：我国人均可支配收入变化（单位：元）



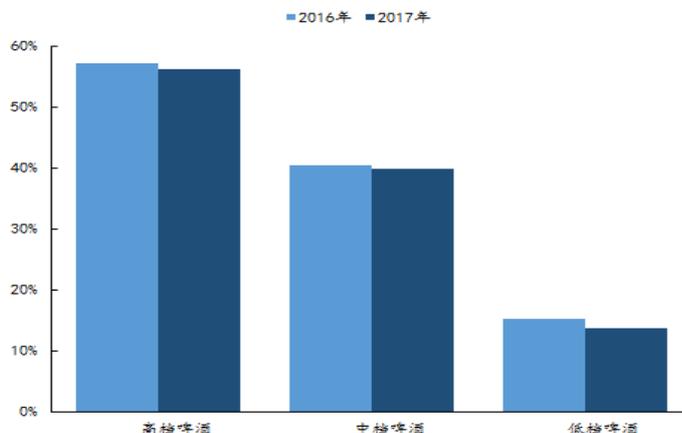
资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

3.2 高毛利诉求和新渠道变迁是企业产品升级的自身驱动力

3.2.1 高端产品毛利率较高，可缓解成本压力

在第三部分成本分析中写道，2015年供给侧改革至今，啤酒包材成本有较大幅度的攀升，而行业由于价格战等历史因素，毛利率较低，公司成本端持续承压。高端产品由于具有较高的毛利率，可以有效缓解成本压力。以重庆啤酒为例，高端啤酒的毛利率在50%以上、中端啤酒和低端啤酒的毛利率分别在40%左右和15%左右。通过产品结构的改善，可显著提高公司的毛利率水平，进而增加公司应对成本上涨的压力。

图 41：重庆啤酒不同档次啤酒的毛利率

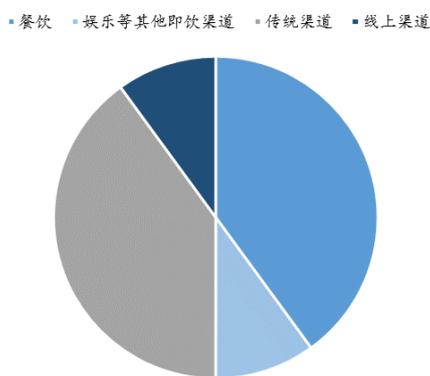


资料来源：Wind、东兴证券研究所

3.2.2 非即饮渠道占比提升迫使产品结构进行升级

中国啤酒的即饮消费渠道(主要包括餐饮和娱乐等其他基因渠道)现在已经不足 50%，而这一比重在 2012 年时占 70% 以上。通过比较了啤酒产量与餐饮消费量之间的关系，二者呈现一定的正相关关系，我们认为即饮渠道占比的下降，一定程度与餐饮消费增速降低有关。而非即饮渠道销售需求的多样性较大，且产品高端化消费倾向较为明显。非即饮渠道占比的提升一定程度推进了产品结构升级。

图 42：啤酒销售渠道占比



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 43：啤酒产量受餐饮增速影响



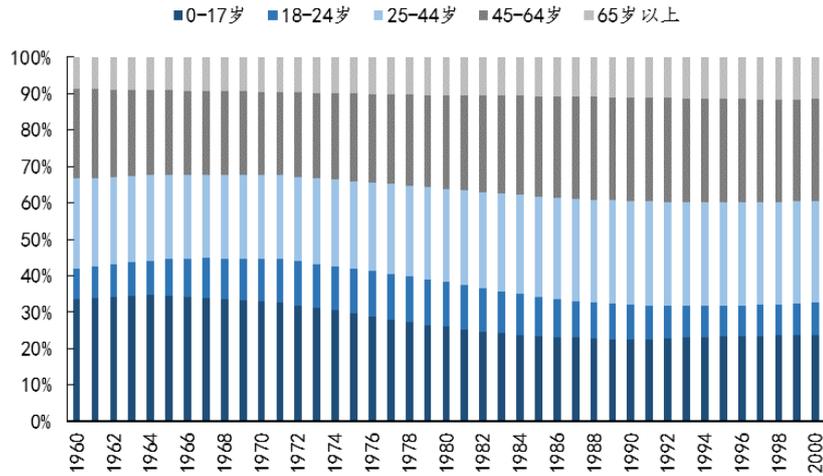
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

3.3 美国啤酒行业在 80 年代的曲折探索

3.3.1 消费人群更迭，美国 80 年代啤酒行业遭遇拐点

婴儿潮一代退出主力消费人群。1946 年至 1964 年是美国出生率大幅提升的年代。90 年代前，婴儿潮人群步入啤酒的消费主力人群(20-34 岁)，人口占比从 60 年代的 33.02% 快速提升到 80 年代末的 38.16%，这给美国的啤酒行业带来了迅猛的增长。但到 90 年代初期，婴儿潮一代逐渐退出啤酒主力消费人群，21 世纪初，这一年龄区间的人口占比为 36.85%。

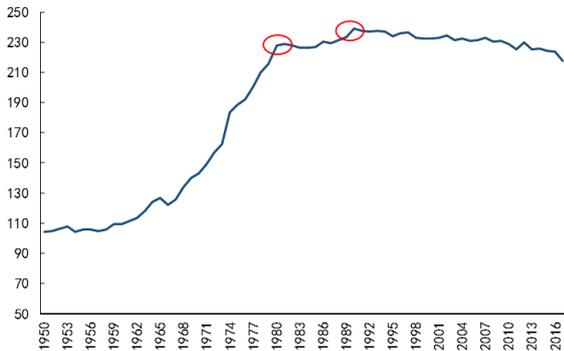
图 44：1960 年-2000 年美国人口结构变化



资料来源：美国商务部普查局、东兴证券研究所

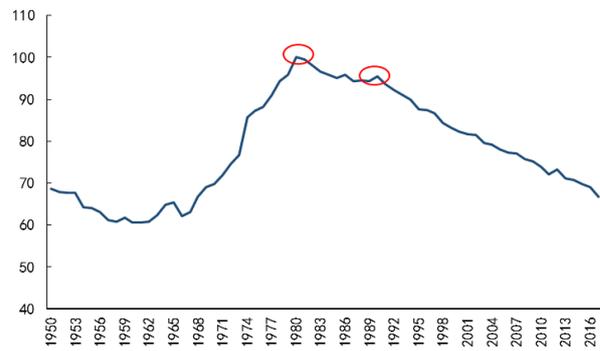
消费人群的更迭直接表现在啤酒需求量的减少。随着主力消费人群的更迭，啤酒需求量也随之下降。80 年代前美国啤酒行业进行快速整合调整，随之而来的是数量持续下降和集中度的不断迅速提升。至 80 年代末行业整合基本完毕，CR5 占据 75% 的市场份额。从消费量上看，1980 年以前，美国无论啤酒产量还是人均啤酒消费量都快速提升，人均消费量在 1980 年达到峰值人均 100.01 升，随后开始逐步下降，啤酒产量稳定中有小幅回落。我们认为，19 世纪 80 年代美国啤酒行业的拐点是由主力消费人群的更迭所致。

图 45：1950-2017 年美国啤酒产量（单位：亿升）



资料来源：巴特哈斯集团，东兴证券研究所

图 46：1950-2017 年美国人均啤酒产量（单位：升/人）



资料来源：美国经济分析局，巴特哈斯集团，东兴证券研究所

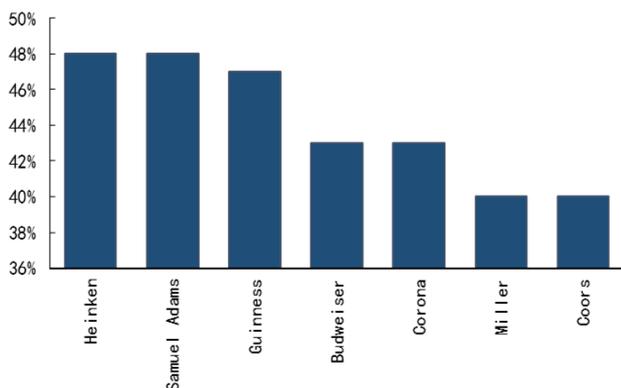
3.3.2 在销量增长乏力的背景下，产品结构升级拉开帷幕

高端化和多样性趋势推动行业向前发展。在美国啤酒市场结束高增速后，啤酒消费也进入了新的阶段，这来源于婴儿潮一代与他们的祖辈“沉默的一代”（1920-1940 年出生的一辈）的差别。生于二战后快速发展时期的婴儿潮一代，比成长于经济大萧条时期的沉默的一代拥有更加优渥的环境，他们思维活跃，且更加偏好高端化和差异化的产品：根据 YouGov 在 21 世纪初调查结果，在婴儿潮一代人的心中，形象最佳啤酒

的前三名分别为 Heinken、Samuel Adams 和 Guinness。这三个品牌在市场上都是以高端定价著称。可见 80 年代起，消费者对高端产品的需求在提高。

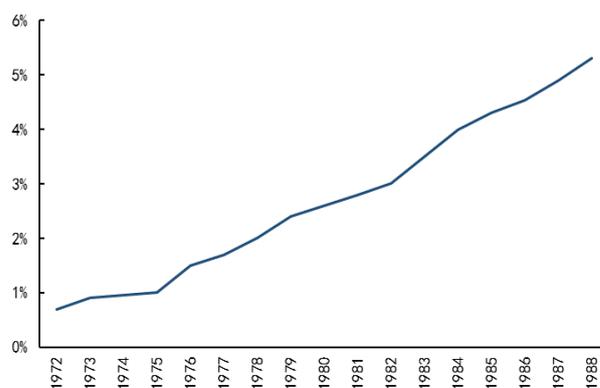
另一方面，婴儿潮一代的多样化需求也体现在 70 年代后期进口啤酒收入占比不断提升，由 1972 年这一占比为 0.7%，至 1988 年已超过 5%。而这一现象是因为与国内产品相比，国外进口主流产品差异化更加明显，更符合婴儿潮一代的多样化需求。

图 47：最受美国婴儿潮一代欢迎的啤酒品牌



资料来源：YouGov，东兴证券研究所

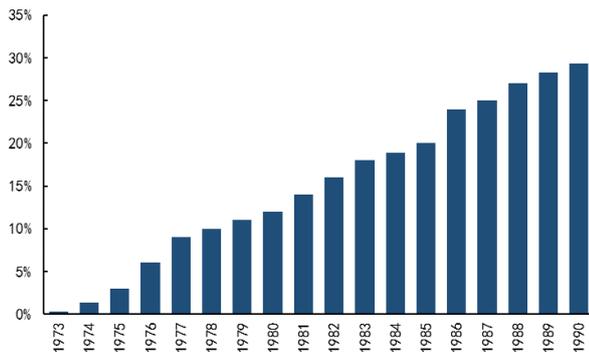
图 48：美国 1972-1988 年进口啤酒收入占比



资料来源：Beer Industry Update: A Review of Recent Developments, 1977-2005(Victor J. Tremblay)，东兴证券研究所

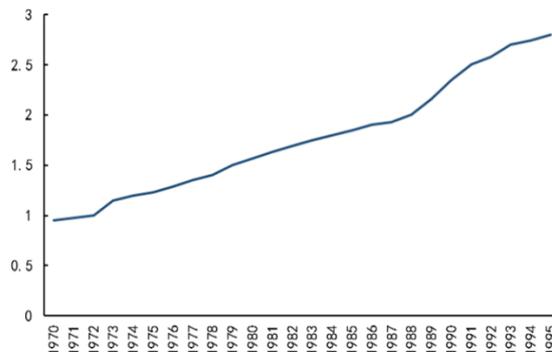
企业对高端化和多样化趋势做出快速调整。首先是调整啤酒的品类，加速产品创新。各啤酒厂商陆续推出针对不同消费偏好的产品，Coors 公司首次推出淡啤 Coors Light 之后就广受欢迎，各家厂商纷纷效仿。到 90 年代，淡啤的市场份额快速提升至 30% 以上。其余公司也纷纷推出差异化产品，以 Miller 为例，陆续推出 Miller Ale、Miller Malt Liquor、Lowenbrau、Miller Lite 等定价、酒精度及酿造工艺产品均不同的产品。**其次是调整产品结构，精酿啤酒兴起，啤酒价格显著提高。**由于下游消费者对高端啤酒产品的需求，啤酒厂商纷纷布局高端产品，其中以工艺精良著称的精酿啤酒迎合大众的需求，由于精酿啤酒售价高，利润空间大，整个行业的均价也快速提升，1975 年-1995 年 20 年间，CAGR 为 4.3%。

图 49：1973 年-1990 年美国淡啤的市场份额



资料来源：Beer Industry Update: A Review of Recent Developments, 1977-2005(Victor J. Tremblay)，东兴证券研究所

图 50：美国 1970-1995 年啤酒行业均价（单位：美元）



资料来源：CheatSheet，东兴证券研究所

我们认为当前我国啤酒行业所处的大环境与美国 80 年代相似，美国啤酒行业用产品结构升级顺利克服行业增速拐点。目前我国啤酒主力消费人群开始下降，但观念升级已经开始，结合美国经验，我们认为产品结构升级是可行的。

3.3.3 我国啤酒行业背景相似、道路相同

CR5 布局高端市场，啤酒品类日益丰富。随着啤酒行业增速低迷以及消费观念的转变，我国企业已经开始产品结构升级：嘉士伯入股重啤后，公司中高档产品销量结构占比持续提升；青岛啤酒在纯生和奥古特两大高端品牌的基础上，于 2015 年又推出两大高端品牌——鸿运当头和经典 1903；而华润中端产品以 2016 年推出的勇闯天涯为代表，高端产品以雪花脸谱和花旦为代表，此外，华润还于 2018 年 8 月份收购喜力中国区业务，进行高端化产品布局，可见结构升级已成为行业共识。

表 6：啤酒厂商部分高端产品情况

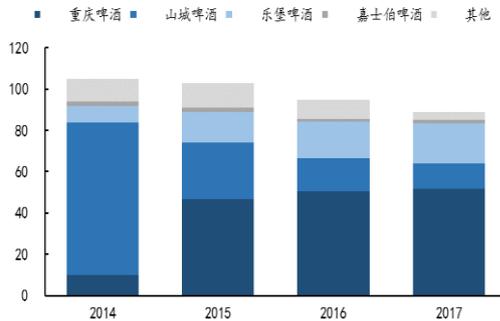
企业	产品名称	样品	售价	规格	每 500ml 价格
青岛啤酒	奥古特		105	500ml*12 听	8.75
	鸿运当头		178	355ml*12 瓶	20.89
华润啤酒	雪花纯生		86.9	500ml*12 听	14.92
	华润脸谱		179	500ml*12 听	14.92
重庆啤酒 (嘉士伯)	嘉士伯		79	500ml*12 听	6.58

乐堡		69	500ml*12 听	5.57
K1664		186	500ml*12 听	12.42

资料来源：公司官网、京东商城整理，东兴证券研究所

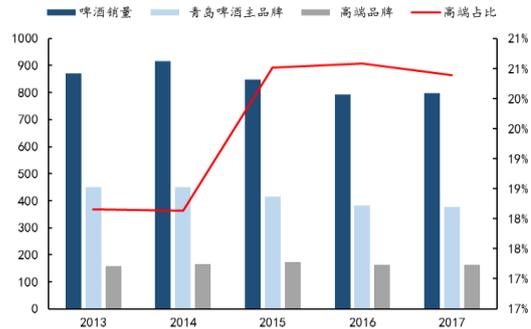
而行业产品格局也已发生变化，低端市场逐步萎缩，中高端产品占比持续提升。以重啤和青啤为例，重啤 2014-2017 年间，以山城啤酒为代表的低档啤酒销量占比由 70.33% 骤降到 13.87%；以嘉士伯、乐堡和重庆纯生为代表的中高档系列啤酒占比不断上涨，其中以中档定位的乐堡涨幅最大，CAGR 为 33.50%。青啤以“青岛啤酒”为主品牌，其中的高端品牌的销量占比由 2013 年的 18.16% 上升为 2017 年的 20.39%。从行业整体情况来看，2008 年-2017 年，我国高端啤酒销量占比从 2.3% 提升至 9.2%，低端啤酒占比从 86.2% 下降至 71.2%。中高端产品占比逐步提升趋势已经显现。

图 51：重庆啤酒各品牌销量变化（单位：万千升）



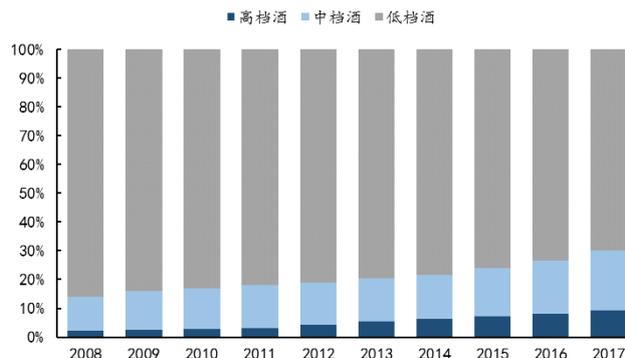
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 52：青岛啤酒主品牌和高端占比情况（单位：万千升）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 53：近十年中国各档次啤酒变化趋势



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

3.4 喜力华润联姻加速催化国内结构升级

3.4.1 华润联姻喜力，推动行业高端化进程

华润完成喜力中国区业务收购，产品结构升级加速。2018年8月华润啤酒与喜力集团达成战略合作，签订了商标许可协议，允许华润在中国大陆和香港澳门独占使用喜力品牌的商标权。2018年11月双方达成股份购买协议，华润啤酒通过全资子公司华润雪花啤酒以40%的股份对价收购包括喜力香港有限公司在内的7家喜力子公司。同时，华润创业以4.64亿欧元收购喜力集团0.9%的股权。我们认为此举将进一步加强华润对喜力中国区业务的控制能力，把握利益导向。此次战略合作或帮助华润进一步改善产品结构，而喜力也将借助华润在中国市场成熟的销售渠道来扭转长期的渠道掣肘。

表 7：华润与喜力达成长期战略合作

	内容
概要	华润啤酒和 Heineken 集团于 2018 年 8 月 3 日签订的无法律约束力主要条款清单，《商标许可协议条款清单》及《框架协议条款清单》以达成长期战略合作安排
《商标许可协议条款清单》	集团将授予，并且本公司（自行或通过其集团其它成员）将获得，在中国、香港及澳门（或独占地域内）使用 Heineken® 品牌的独占许可
《框架协议条款清单》	（1）双方将签订一份框架协议载明 Heineken 集团可能于独占地域内授权许可予本公司（自行或通过其集团其它成员）使用 Heineken 集团所持有的其他国际高端品牌（目前包含超过三百个品牌） （2）使华润啤酒能够利用 Heineken 集团的全球经销网络，支持和加快本公司的雪花® 品牌和其他中国啤酒品牌的国际成长，使其成为首选中国啤酒品牌
与 Heineken 中国业务融合	（1）集团将通过股份出售的方式，提供其在独占地域内的现有业务（包括三家啤酒生产工厂），并将其与本集团在中国境内的业务融合 （2）假设交割时 Heineken 中国业务无负债及无现金，则 Heineken 中国交易交割时应付的现金对价约为港币 23.5 亿元，但须受限于根据本集团开展的尽职调查结果进行的任何调整

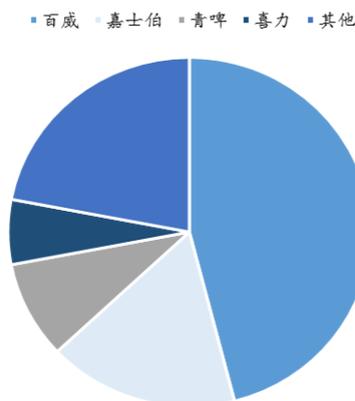
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

龙头华润再出发，推动啤酒行业新征程。在行业增速乏力，产品结构升级的背景下，2018年11月，华润喜力实现交叉持股，成为我国啤酒行业史上又一里程碑事件。华润是国内市场占有率（26.8%）第一的行业巨头，而喜力是世界排名第二、欧洲第一的啤酒酿造集团，二者强强联手、互补短板：喜力啤酒的品牌支持将助力华润啤酒加速高端化，喜力啤酒也将借助华润啤酒的渠道进一步切入中国市场。我们认为华润与喜力联姻，或将改变行业的格局，行业产品结构升级步伐有望加快。

3.4.2 国际品牌主导我国高端市场，本土企业仍需磨砺

我国高端市场由外资品牌占主导。目前在我国高端啤酒市场，被百威、嘉士伯和喜力等外资旗下品牌牢牢掌握，三者市场占有率达 69%，其中百威一马当先，占有近 46% 的高端市场份额；青啤的高端化在内资品牌中首屈一指，但也仅有 9%，虽然众多内资品牌不断推出中高端产品，但在品牌打造和渠道运作上略显逊色。

图 54：2017 年中国高端啤酒销量占比

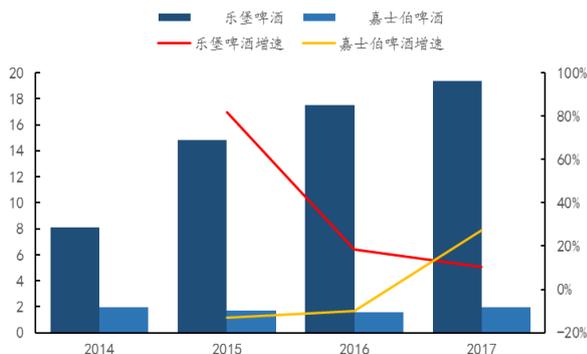


资料来源：中国报告网、东兴证券研究所

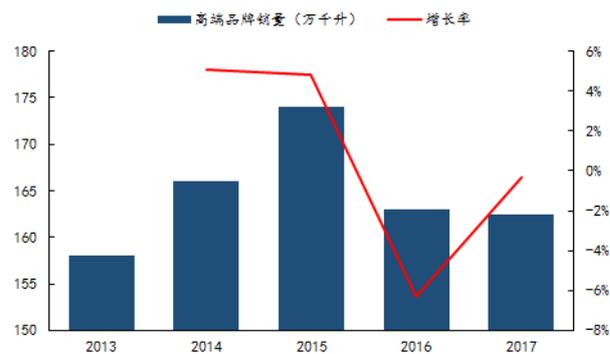
产品结构升级的浪潮中，外资品牌独领风骚。我们对比了青岛啤酒和嘉士伯旗下的高端品牌，可以看出青岛啤酒的中高端品牌表现较嘉士伯逊色，我们认为主要原因在于外资品牌在全球市场的认可度较高，作为舶来品，中国消费者对其的接受程度较高。

- ◆ 青啤中高端产品增速较嘉士伯表现逊色。青岛啤酒推出奥古特、鸿运当头和经典 1903 等高端产品，近五年该系列产品销量增长缓慢，特别是在 2016、2017 两年中，销量一度呈现小幅负增长态势，分别为 -6.32% 和 -0.31%。相比较，乐堡和嘉士伯表现更为强劲。2014-2017 年，乐堡啤酒无论是销量亦或是销售收入，都呈现明显的上涨趋势，对营收贡献较大。嘉士伯在 2015-2016 年销量和营收都呈现负增长，但是在 2017 年，嘉士伯营收方面呈现 35.26% 的增幅，表现良好。

图 55：重庆啤酒中高端品牌销售量及增长率（单位：万千升） 图 56：青岛啤酒高端品牌销售量及增长率（单位：万千升）



资料来源：国际葡萄酒协会，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ **对比内外资中高端产品，外资品牌更胜一筹。**我们通过采集淘宝和京东的销售和评价数据，经过对比可以看出国际厂商出厂的高端啤酒的认可度普遍高于国内厂商，百威英博旗下的百威啤酒一马当先，科罗娜也表现不俗。国内厂商的高端品牌的评价参差不齐，华润旗下的勇闯天涯表现不俗，但脸谱的销售情况低迷。

表 8：部分高端品牌综合评价

啤酒品牌	月销量(箱)	线上评分	高频评价词汇	评价	综合评价
雪花脸谱	148	4.8	包装好，口感不错	默认好评较多	★
雪花勇闯天涯	16000+	4.8	物美价廉，价格实惠，口味纯正	评价中对口味评价较少，多为购价评价	★★★★★
燕京纯生	1132	4.8	味道纯正，超值，	铝罐有点薄，较多复购率	★★
青岛啤酒 1903 系列	5605	4.8	包装精美，味道正	其中与天猫合作款精酿啤酒由于包装精美，有些消费者购买目的是作为拍照或摆设用途	★★★
奥古特	3855	4.8	包装好，质量不错，味道正	消费者对青岛啤酒品牌认可度高	★★★
鸿运当头	5500+	4.8	包装精美，适合送人，口感略差	评价中多为品牌包装评价，该品牌寓意好，春节期间销量高	★★★
百威经典	65000+	4.9	口感好，好喝，质量不错，便宜	评价中对口感的评价率很高，该产品极为畅销，客户复购率高	★★★★★
百威美式拉格	15000+	4.9	质量不错，好喝，便宜	比百威经典口感浓厚，百威品牌认可度高	★★★★★
科罗娜	25000+	4.8	口感纯正，划算，质量好	瓶装，所以碎品比其他多，价格合理，评价中对口感的评价率很高	★★★★★
嘉士伯	3281	4.8	口感好，味道正，口感清香纯正	品牌认可度高	★★★
乐堡	2170	4.8	清爽淡口，	味道清淡，品牌认可度高	★★
喜力	5649	4.8	质量好，口味浓郁	口味浓郁，口感独特，复购率较高	★★★

资料来源：天猫商城，京东商城，东兴证券研究所（注：销量为天猫旗舰店与天猫超市的加总）

3.5 没有本土化的舶来消费品不具备生命力，概莫能外

3.5.1 啤酒和葡萄酒本土化程度低，行业发展遇到瓶颈

我国啤酒消费基本复制国外场景，缺乏本土化。我们在 1.1 阐述了我国啤酒行业的四次变革，啤酒作为舶来品，在我国经历了快速扩张的阶段。啤酒的快速扩张，满足了众多舶来品进入中国的发展态势：从无到有，快速扩张。但本土化方面，啤酒暂时还没有特别明显的动作。我国啤酒消费与国外类似，无论从场景还是消费习惯，几乎都是沿袭国外的经验，并没有明显的本土化特征。所以在经历快速扩张之后，行业发展进入瓶颈期。而缺乏本土化也使得我国啤酒行业失去生命力，盈利能力较低，且在高端化进程中较国际品牌逊色。

葡萄酒本土化受产地、文化限制，进程较为坎坷。目前，我国葡萄酒在终端市场上的

运营情况局限于白酒的翻版，仅比白酒多了夜场模式。而白酒文化起源于中国，葡萄酒要撼动其地位，人有较长的路要走。另一方面，我国葡萄酒行业已经在进行本土化：张裕酒庄把握葡萄酒产地属性，将张裕标签与葡萄酒紧紧捆绑在一起。但是葡萄酒受原材料产地和西方文化的影响，本土化进程较为坎坷。

- ◆ **我国葡萄酒市场受进口的冲击较为明显。**葡萄酒的质感与其产地有着较大的关联，这也使得国内的酒庄较国外酒庄逊色。同时，西方的葡萄酒文化赋予葡萄酒更深层次的色彩，也使得国人对于国外酒庄的葡萄酒有特殊的偏好。从2008年至2017年，我国葡萄酒消费量维持在相对稳定的水平，年复合增速为2.73%。与此形成鲜明对比的是进口葡萄酒数量由2008年的1226.34百万升攀升至2017年的4960.05百万升，年复合增速为17.71%。

图 57：我国葡萄酒消费量及增速变化（单位：十万升）

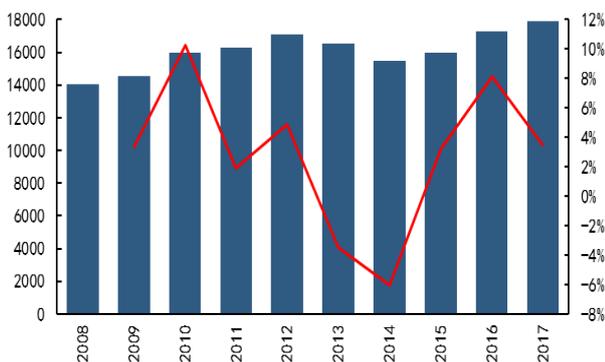


图 58：我国进口葡萄酒数量及增速变化（单位：十万升）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

资料来源：海关总署，东兴证券研究所

3.5.2 奶粉和 SUV 具备较高本土化，行业呈现百花齐放态势

“中国宝宝适合中国奶粉”是奶粉行业本土化的最显著特征。我国奶粉行业的发展可谓一波三折，受三聚氰胺事件的影响，中国国产奶粉受到了较大的冲击，国外奶粉在一段事件内抢占了中国的市场。但无论是国际还是国内品牌，目前都致力于本土化发展，从而抢占更多的市场份额，目前整个奶粉行业呈现百花齐放的态势。

- ◆ **惠氏与辣妈帮合作，精准定位母婴本土化市场。**全球著名奶粉品牌惠氏与最大的移动女性社区辣妈帮达成战略合作，将借助辣妈帮平台数据，更加精准的定位中国妈妈的需求。辣妈帮拥有6000万女性用户所产生的大数据，基于大数据体系，能够分析用户的需求，帮助惠氏研发针对中国母婴市场的产品。这也表明惠氏正在进行多渠道资源的整合，加快在中国的本土化布局。

图 59：惠氏与辣妈帮合作，布局中国母婴本土化市场

惠氏营养品与辣妈帮战略合作，布局中国母婴本土化

2016-04-01 18:42

用户 / 企业 / 品牌



资料来源：搜狐网、东兴证券研究所

- ◆ **飞鹤致力于打造出更适合中国宝宝体质的奶粉。**在竞争激烈的奶粉市场，只有紧跟市场的步伐，才能在奶粉市场有一席之地。飞鹤奶粉一直秉承着创新的精神，以“源创新”为突破口，努力开发适合中国宝宝的奶粉。飞鹤的研发团队以中国母乳的调查数据作基础，进行了针对中国宝宝体质需求的婴幼儿配方奶粉的配方设计。也正是飞鹤在本土化进程中的不懈努力，也让公司被消费者誉为最安全的婴幼儿奶粉品牌。

图 60：飞鹤奶粉，致力于做适合中国宝宝的奶粉

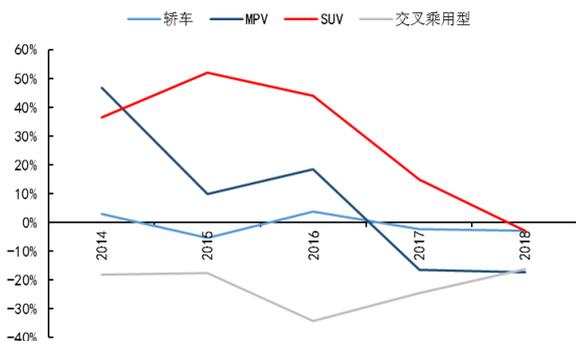


资料来源：网易、东兴证券研究所

SUV 在中国的本土化，铸就了国产品牌异军突起。在我国停车位稀缺、人均可支配收入较低等国情下，SUV 超强的承载功能凸显出来。目前，在四种乘用车中，SUV 的销量情最为突出，并且，自主品牌的 SUV 得益于性价比高、适合中国路面等特点，广受认可。

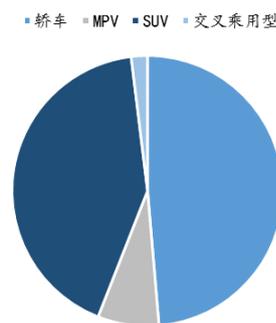
- ◆ **SUV 的“中国化”铸就成功，销量表现不俗。**由于美国人均收入较高，二手车市场也较为发达，所以美国人对于不同需求可以购买多种车辆。但在中国市场，SUV 由于车载容量大，外观时尚，适应不同的路面情况，增长强劲。2013-2018 年，我国 SUV 销量从 298.89 万辆上升至 996.90 万辆，五年间增长了 3 倍之多。在 SUV 高速增长的同时，轿车、多功能乘用车 (MPV) 和交叉型乘用车销量均呈现低迷态势，2013-2018 年的 CAGR 分别为 -0.83%、5.78% 和 -22.38%，但 SUV 的 CAGR 为 27.24%，呈现高速增长。

图 61：2014-2018 年我国乘用车销售增速



资料来源：中国汽车工业协会，东兴证券研究所

图 62：2018 年中国乘用车结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ 国产品牌异军突起，高性价比 SUV 成主打产品。国产品牌 SUV 的中国化比合资品牌更为深入，不仅外观设计大气时尚、空间大，并且底盘高适合各种路况，更重要的是价比高，全套购车成本的成本可控制在 10 万以内，在低线级市场很受欢迎。在 2018 年，SUV 销量排行榜中，国产品牌表现不俗，占据年度 SUV 销量总榜的一半，前五名中自主品牌占据了 80%。

表 9：2018 年 SUV 销量排名榜

排名	厂商	车型	销量（辆）
1	长城汽车	哈弗 H6	452552
2	上汽通用五菱	宝骏 510	361403
3	上汽大众	途观	303374
4	吉利汽车	博越	255695
5	广汽传祺	传祺 GS4	235699
6	东风日产	奇骏	207951
7	上汽通用别克	昂科威	201776
8	上汽集团	荣威 RX5	197611
9	东风日产	逍客	175045
10	东风本田	XR-V	168250

资料来源：公开资料,东兴证券研究所

3.5.3 结论：本土化对于消费舶来品是必经之路

我们对比了啤酒、葡萄酒、奶粉和 SUV 的本土化程度，经过分析发现，本土化程度越高，行业的生命力越旺盛，行业呈现百花齐放、百家争鸣的态势。葡萄酒行业一直致力于本土化进程，张裕、长城的酒庄目前在国内有一定的知名度，但是葡萄酒有较强的产地和西方文化属性，这也让葡萄酒本土化举步维艰。奶粉行业本土化程度较高，无论是国际品牌还是国内品牌都在致力本土化，打造更适合中国宝宝的母婴品牌，以期在激烈的竞争环境中占据一席之地。SUV 是我们选取的四个行业中本土化程度最高的，根据中国的地形、审美偏好以及收入能力，量身定制了高性价比 SUV，并在汽车

行业增速下行的背景下，仍然保持高增速。

而对比以上三个行业，啤酒的本土化程度略显逊色。目前啤酒的消费场景基本复制国外，并没有加入特别多中国本土化特色，这也使得啤酒行业目前面临增速乏力、外资强势的局面。我们认为本土化对外来舶来品来说是必经之路，啤酒行业也不能例外，据此我们在第四部分为我国的国产啤酒的本土化提出了两个方向。

表 10：舶来消费品在我国本土化程度的对比分析

	国内外场景差别	本土化情况	本土化代表品牌	行业现状
啤酒	国内消费场景与国外类似，主要为餐饮、娱乐、啤酒节等。	低	无	本土化程度低，行业面临增速乏力、外资强势的瓶颈。
葡萄酒	国内以餐饮为主，与白酒消费场景类似，但较难撼动白酒的地位。国外以品鉴为主，有独特的葡萄酒文化。	较低	张裕、长城	受葡萄酒产地和文化属性的限制，行业增速缓慢，受进口冲击较大。
奶粉	均以母婴消费为主，针对不同国家宝宝的体质，研发不同的产品。	较高	飞鹤	国际与国内品牌均致力于本土化，行业竞争激烈，百花齐放。
SUV	国外 SUV 销量平淡，但国内需求火爆。	高	长城、上汽	国产 SUV 是针对我国的地形、审美偏好以及收入能力，量身定制的，在此阶段，国产品牌异军突起，抢占了 SUV 大部分市场。

资料来源：东兴证券研究所

4. 供应链让鲜啤插上翅膀，文化建设增强消费粘性

我们认为啤酒行业目前的唯一出路在于产品结构升级，而在这场浪潮中，国际品牌借助其舶来品的优势，迅速抢占高端啤酒市场。而我国的啤酒企业由于产品本土化程度较低，并未呈现较好的生命力和竞争力，行业的本土化革命亟待进行，而供应链和文化建设为啤酒行业的本土化指明了方向。

4.1 运输半径缩短给鲜啤提供了普及空间

4.1.1 短保将成为啤酒行业的发展方向

消费者对品质的追求是无止境的。对于食品饮料行业来说，品质等价于口感。食品行业存在一条规律，即保质期越短，口感越好。短保食品虽然售价较高，但随着收入和消费升级的演替，消费者对品质的追求愈发强烈。以面包行业为例，行业正顺着“长保质期面包-短保面包-烘焙面包”演变，相应的，**我们认为啤酒行业也将朝着缩短保质期的方向演变，即鲜啤能够最大程度的满足消费者的追求。**

行业黑马“泰山”率先演绎短保趋势的可行性。在啤酒行业高集中度以及增长乏力的背景下，泰山啤酒实现了营收 102% 的增长，短短三年绕开巨头们的包围，实现全国 19 个省的覆盖，成为行业名副其实的黑马。此外，泰山啤酒于今年 2 月获得山东泰安市建设基金 8000 万元的投资，说明其商业模式被市场看好，短保趋势可行。

我们认为泰山的成功主要原因在于其深耕短保细分市场。公司致力于生产短保质期的

啤酒，以原浆产品为核心，定位短保鲜活啤酒。公司主打产品“7天保鲜系列”，给消费者提供不同于工业啤酒的口感，并通过新媒体等渠道方式进行渗透，深度挖掘客户的短保需求，从而获得强劲增长。我们认为泰山的突围一定程度验证了啤酒行业短保的发展趋势。

图 63：泰山啤酒 7 天保鲜系列（720ml*6 瓶 75 元）



资料来源：京东商城，东兴证券研究所

图 64：泰山啤酒 7 天运营体系

2月份“8°P7天原浆”发货周期表

发货提示

本款先下单后生产，抓单截止时间为生产前一日14:00前，我们将在下一个发货日为您安排生产发货！（如：2月19日为生产日，请在2月18日14:00之前下单！）

订单下单出库说明已进入排期，我们将在生产发货日为您发货！

星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
					1生产	2生产
3生产	4生产	5生产	6生产	7生产	8生产	9生产
10生产	11生产	12生产	13生产	14生产	15生产	16生产
17接单	18接单	19生产发货	20接单	21接单	22生产发货	23生产发货
24接单	25接单	26生产发货	27生产发货	28接单	1生产发货	2生产发货

资料来源：京东商城，东兴证券研究所

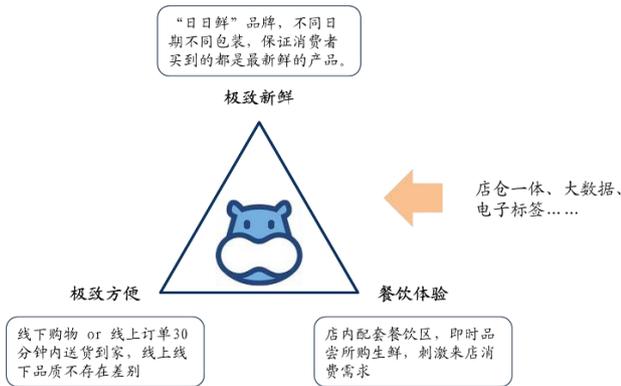
4.1.2 供应链的发展提供消费基础

我国目前正在进行供应链革命，以盒马生鲜、每日优鲜为主的企业正在不断的缩短“最后一公里”的时间。我国物流近年来处在快速发展的阶段，供应链前端“B2B”的高速闭环催生了“最后一公里”的 B2C。人们对食品高品质的追求，倒逼供应链改革，这为短保质期的鲜啤发展提供基础。

以“盒马”为例，运输半径缩短，为鲜啤的发展提供平台。从消费者角度看，盒马模式表现为两个方面：（1）极致的新鲜。盒马在肉类、蔬菜、乳制品等品类中打造出“日日鲜”品牌，不同日期不同包装，保证消费者买到的都是最新鲜的产品。（2）极致的方便。通过 APP，消费者可以在线上下单，盒马依靠自营物流团队，保证门店经营半径 5 公里范围内的线上订单 30 分钟内送货到家；消费者也可以进店购买生鲜食品，或 APP 下单享受 30 分钟送货到家服务；（3）盒马还直接将餐厅纳入门店，消费者可将购买的生鲜交给餐厅进行现场加工，刺激了消费者来店购物的需求。

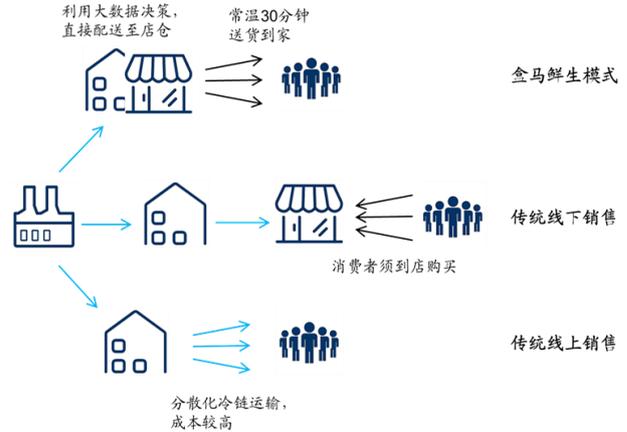
而对供应链的重构，为鲜啤的发展提供基础。鲜啤为了保证口感，需要发达的低温冷链进行保保鲜。而盒马等业态对供应链的重构，为鲜啤的发展提供了基础。盒马直接将仓库设在分散的门店中（即“店仓”），以大数据确定合理的铺货量，直接实现“工厂→店仓”的冷链运输路径。相比于传统冷链物流的“工厂→大仓→货架”、逐级将产品铺到分散的门店中的路径，盒马供应链架构效率更高，成本更低，消费体验更佳。

图 65：技术支持下“新零售”带来消费新体验



资料来源：东兴证券研究所

图 66：盒马鲜生的供应链更适应鲜啤产品市场



资料来源：东兴证券研究所

在供应链革命中，我国企业有近水楼台的优势。目前鲜啤市场在即饮渠道售卖较多，但非即饮是未来发展的一个方向。伴随着“盒马”们的发展，鲜啤到店到家大概率是大势所趋。我们认为内资酒企在此次供应链革命中有“近水楼台”的优势：

- ◆ 一是渠道优势。我国啤酒市场 CR5 中，有三席是内资品牌（雪花、青岛、燕京），他们占据了近 50% 的市场份额，渠道优势较强。
- ◆ 二是信息优势。内资由于身处国内，能够第一时间掌握供应链和新零售发展的模式，较外资有信息优势。

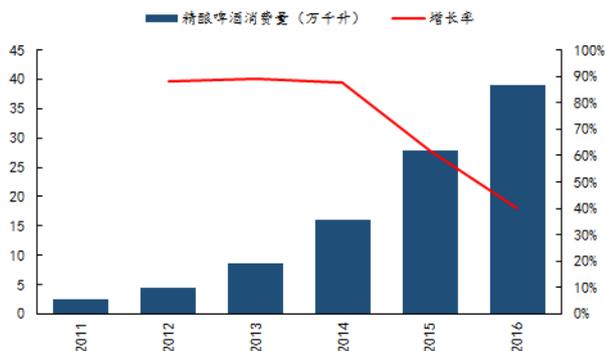
我国啤酒企业应抓住渠道和信息优势，在我国供应链革命的浪潮中，把握机遇，培养消费群体和观念，努力发展鲜啤业务，使之成为公司未来收入的增长点。

4.2 文化建设从现在起要常抓不懈

4.2.1 精酿承载着啤酒文化

从星巴克卖啤酒看国内行业发展方向—精酿。上海星巴克甄选店最近与台虎精酿合作，上架了两款精酿啤酒产品，我们认为星巴克进军精酿是因为看准了中国精酿市场基数小、增速快的巨大成长潜力。2016 年美国精酿啤酒销售量为 2410 万桶 (+40%)，占消费量的 12.3%，但在中国精酿啤酒的消费量还不足 1%，行业正处于高速增长阶段 (+2.12%)。精酿市场具有广阔的发展空间。

图 67：中国精酿啤酒消费量（单位：万千升）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 68：美国精酿啤酒消费量（单位：百万桶）



资料来源：美国酿酒师协会，东兴证券研究所

精酿包含更多的是一种啤酒文化。精酿啤酒相比工业啤酒，不仅用料更上乘，工艺更精细，从这个角度精酿啤酒本身就是同质化严重的工业啤酒的升级版，而更重要的是精酿啤酒承载着更多的啤酒文化。所谓文化，就是一种认同感和具有归纳性、代表性的生活方式。中国经济高速发展了三十多年，带来的不仅是财富的增长，更是中国社会文化层的划分，70后、80后、90后、00后，消费观念升级之后，不同的文化层对产品都有着不同的诉求，更别说还存在着打工者、海归、精英等层级，精酿啤酒有更多的口味和口感，消费者有更多的选择，精酿啤酒通过满足不同文化层的人的诉求形成了精酿文化。

图 69：高大师：“婴儿肥”IPA



资料来源：京东商城，东兴证券研究所

图 70：熊猫精酿：“苦丁啤酒”



资料来源：京东商城，东兴证券研究所

4.2.2 精酿可培养用户粘性，成为本土化的突破口

精酿带来差异化，增加用户粘性。我们认为精酿啤酒是行业未来的发展趋势，主要原因是精酿啤酒有着各种不同的口感，各种不同的香型，更容易满足不同文化层的消费者的诉求。消费者一旦饮用精酿啤酒，便难以回到从前同质化严重的工业啤酒，这就形成了消费者的粘性。另一方面，精酿的差异化也使得企业更容易塑造针对某一文化层的精酿啤酒品牌，从而塑造品牌文化。随着消费升级不断进行，消费者的需求也越

来越呈现出差异化，精酿文化正好满足这一趋势，预计精酿啤酒在未来会进入快速发展通道。

精酿或成为本土化的切入点。在美国，精酿啤酒已经逐步从蓝海转变成红海，成熟的市场和渠道发展，以及消费者对于精酿的认知。而在中国，精酿还只是小众消费，并未形成自己独特的文化，培育本土啤酒文化的竞争已经悄然开始。我们认为内资具备“土生土长”的优势，可将精酿作为行业本土化的切入点。

- ◆ **体验式营销：**我国虽然存在大量的啤酒爱好者，但是精酿的普及率还不高，本土企业可以通过开展各种体验式消费，对消费者进行精酿文化的培育。体验式营销包括举办酿酒展览、开放工厂、设立文化创意园区，向消费者展示啤酒的酿造过程，讲解不同环节的内涵。据美国精酿协会数据，人们在啤酒厂浏览时消费的啤酒量占到了精酿啤酒总产量的7%。通过体验式营销，一方面可以增加中国的精酿爱好者，扩大精酿的知名度，另一方面也有利于本土企业的品牌建设，形成品牌追随者。
- ◆ **并购：**中国一些精酿品牌在2008年左右初露头角，经过近十年的发展，这些存活下来的品牌的啤酒口感和消费体验都已经得到了消费者的认可，本土企业也可以通过并购这些精酿酒厂，一方面扩大精酿啤酒的市场份额，另一方面可以通过这些小酒厂更深入了解消费者对精酿啤酒需求的变化。
- ◆ **专注国人口味研发：**在精酿品种研发方面，本土企业更容易发展优势，他们更了解中国人的饮食习惯和口味偏好，本土企业可以大胆的尝试加入不同的控制特殊气味和营养的辅料，开发出更适合中国人口味的精酿啤酒。

内资需要跟上外资步伐。虽然精酿市场在我国才刚起步，但是外资早已布局。百威英博，专门设立 ZX Ventures，收购上海精酿啤酒品牌拳击猫购和比利时风味精酿啤酒酒吧开巴；嘉士伯在今年3月1日宣布入股京A。外资已经引领了中国啤酒精酿化的浪潮，内资啤酒企业应紧跟潮流，发展精酿啤酒。

5. 投资建议：

我们分析了啤酒行业未来发展的三条道路，认为由外资引领的产业结构升级是当下啤酒行业的唯一出路。与此同时，我们认为供应链革命带来的鲜啤机遇以及精酿啤酒文化的培育，是内资可以弯道超车的两条路径。基于此，我们推荐华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和珠江啤酒。华润啤酒市占率第一28%，借力外资品牌喜力，顺应行业发展趋势，预计喜力有望借助华润强大的渠道进行布局，成为公司新的增长点。青岛啤酒市场份额约20%，近几年来公司一直致力于产品结构的调整，且青岛啤酒是国内啤酒文化最浓烈的代表，或引领行业本土化的建设。重庆啤酒为嘉士伯外资控股，本身就处在外资引领行业升级的快车道上，近几年产品结构持续改善，净利润率提升较快。珠江啤酒基本面较前几年有所改善，估值较低。近几年公司一直致力于产品研发，以满足消费者多样性的需求。另一方面，公司在精酿方面的发展在行业处于领先水平，具备一定的文化培育优势。

5.1 华润啤酒

净利润率改善明显，业绩呈现健康增长。华润啤酒市占率第一 28%，2017 年华润啤酒实现营业收入 302.35 亿元，同比增长 3.66%；实现净利润 11.75 亿元，同比增长 86.80%；整体营运费用达 91.16 亿元，由于优化产能等一次性不利影响，同比增长 5.30%。

借助喜力进入外资引领行业升级的快车道。2017 年，百威英博占据 46% 的高端产品市场份额，远超华润同期 15% 的水平。喜力产品结构高端化足够成熟，在全球啤酒行业市占率达到了 6%，平均单价为华润的 3 倍，收购喜力中国区业务使公司进入外资引领行业升级的快车道。喜力作为全球啤酒市场的中坚力量，在中国的表现受制于渠道劣势而不孚众望。二者合作有望大幅提高双方利润水平。

管理层战略明确；开发香港市场，寻找新的增长点。华润通过出售非啤酒业务和全资控股雪花，专注发展啤酒业务，精炼产能等方式将优势的啤酒业务从复杂的管理环境中释放出来，以便更灵活地推动啤酒业务坚持高端化发展战略。2018 年华润啤酒以“雪花脸谱”——一款时尚与传统文化相结合的高端啤酒首次进入香港啤酒市场。据 Statista 统计，香港啤酒市场销售额 2018 年预计达到 5.69 亿美元水平，且未来 3 年年增长率将超过 4%，开拓香港市场将为华润啤酒带来新的增长点。

盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 318.80 亿元、348.88 亿元和 380.11 亿元，同比增长 7.22%、9.44% 和 8.95%，EPS 分别为 0.54、0.69 和 0.76，当前股价对应的 PE 为 56.06x、43.66x 和 39.65x，给予“强烈推荐”评级。

5.2 重庆啤酒

啤酒销量下滑速度减缓，归母净利润大幅增长。2017 年度，重庆啤酒实现啤酒销量 88.75 万千升，同下降了 6%（不考虑关厂影响，本期上升约 1%）；2017 年度实现营业收入 31.76 亿元，同比下降了 0.64%；2017 年度实现归属于上市公司股东的净利润 3.29 亿元，同比增长了 82.03%。销售费用较上年增长 4.41%，管理费用和财务费用分别较上年下降了 15.2% 和 10.98%。销量减少速度趋缓，通过实施品牌高端化的战略，实现了利润的提升。

嘉士伯承诺即将到期，业绩有望加速释放。嘉士伯承诺将在 2020 年前将中国区全部资产和业务注入重庆啤酒，2017 年嘉士伯委托重庆啤酒生产“凯旋 1664 白”、“乐堡”的加工量达 10.73 万千升，实现销售额 4.90 亿元，较去年同期增长 84.54% 和 70.87%，且近三年平均每年增速增长 20 个百分点以上。嘉士伯在华除重啤外还拥有大理啤酒、乌苏啤酒、华狮啤酒和金山啤酒等地方品牌，未来预期将帮助重啤开发云南、新疆和江浙市场。

产品结构不断优化，重点城市产能投放加大，打造更具吸引力的啤酒生产商。重庆啤酒中高端产品销量结构占比提升。2017 年，重庆啤酒主营产品中高档产品产销量俱增，销售收入同比增长 8.42%；中档产品销量略微下降，销售收入同比下降 1.81%。公司的重点销售区域在重庆、四川和湖南三地，销售收入较上年均有一定的增长，分别占比 77.42%、14.99%、7.59%。受产能优化影响，其他地区毛利率较去年减少 21.6%，公司平均毛利率为 38.86%，较上年仅下降 0.5%。2017 年底，四川宜宾公司新厂建设

及老厂搬迁已经完成并开始试生产，进一步加速重庆啤酒在四川地区的产能投放。2018年，重庆啤酒计划实现啤酒产销量92.34万千升，实现税后净收入30.57亿元。未来重庆啤酒继续巩固这三个地区的市场，继续推动产品高端化战略以及“大城市”战略，有望在2019年继续实现利润提升。

盈利预测：我们预计公司2018-2020年营业收入分别为34.44亿元、38.08亿元和42.30亿元，同比增长8.46%、10.56%和11.09%，EPS分别为0.86、1.04和1.25，当前股价对应的PE为38.42x、32.02x、26.51x，给予“强烈推荐”评级。

5.3 珠江啤酒

公司销售呈现正增长，业绩表现亮眼。尽管行业销量持续下降，但珠江啤酒部分品牌销售呈现正增长的态势。2017年，公司在啤酒销量方面，实现销量120.99万吨，同比增长4.06%；在业绩方面，营业收入37.64亿元，同比增长6.23%；归母净利润1.85亿元，同比增长62.75%。在此基础上，公司实现2018年营业收入40.39亿元，同比增长7.33%，归母净利润3.67亿元，同比增长98.39%。公司通过积极借鉴先进的管理经验，不断优化各项管理手段，在2017年，企业吨酒维护成本下降15.44%，吨酒仓储运作费用下降17.73%。目前公司估值处在历史底部，位于历史估值的3.9%分位。

产品结构优势突出，不断发展啤酒文化及精酿啤酒。珠江啤酒的高端产品的占比一直以来都领先其他厂商，在2017年，产品结构继续不断改善，中高端产品占比87.14%，同比增长2.24%。较高的高端占比，致使企业吨酒价处在接近3000元的较高水平。同时企业施行的是啤酒酿造产业和啤酒文化产业“双主业”协同发展的模式，并且积极推出精酿啤酒。2017年，公司啤酒文化产业利润贡献率11.93%，公司着力打造啤酒文化园——珠江-琶醍啤酒文化创意园区，让消费者消费精酿啤酒的同时了解啤酒的酿造过程。文化的推动会成为公司新的利润增长点。

盈利预测：我们预计公司2018-2020年营业收入分别为40.39亿元、43.80亿元和47.84亿元，同比增长7.33%、8.43%和9.23%，EPS分别为0.17、0.19和0.22，当前股价对应的PE为32.55x、28.13x和24.25x，给予“强烈推荐”评级。

5.4 青岛啤酒

外抓市场内抓管理，各指标全面增长。2017年，青岛啤酒全年共实现啤酒销量797万千升，同比增长0.6%；实现营业收入人民币262.77亿元，同比增长0.7%；实现归母净利润人民币12.63亿元，同比增长21.0%。公司在2017年调整战略，减少部分区域市场费用投入。面对行业竞争和成本端压力，公司通过加快产品结构调整优化升级，提升价格并严格控制费用等多个措施，实现了各项主要经营指标的全面增长。

保持中高端市场优势，加快国际化进程，管理市场渠道和终端能力逐步提升。青岛特有的啤酒文化，可为青啤培育本土啤酒文化奠定基础；产能全国布局也可助力其在供应链革命中实现弯道超车。在产品方面，公司针对啤酒市场消费结构升级的新趋势，加快产品结构优化进程，不断地推进供给结构和需求结构相互适应，保持在中高端市场的竞争优势，更好地实现利润的提升。此外，公司顺应国家“一带一路”发展战略，海外市场发展迅速，2017年海外销量同比增长17.5%。营销方面，通过加大细分渠道

推进力度，并下沉到终端，提升了对市场渠道和市场终端的管理能力。

盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 270.33 亿元、281.36 亿元、290.57 亿元，同比增长 2.88%、4.08%、3.27%，EPS 分别为 1.10、1.29 和 1.52，当前股价对应的 PE 为 36.15x、30.83x、26.16x，给予“推荐”评级。

6. 风险提示：

行业成本超预期增长；外资品牌影响加剧；啤酒消费需求急剧下滑等。

特别鸣谢：

李天宇：东兴证券食品饮料团队实习生，对外经济贸易大学硕士在读

周琳：东兴证券食品饮料团队实习生，北京第二外国语学院硕士在读

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品等研究工作。2018年获得万德wind平台综合影响力第一名，万德wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，本科就读于中国农业大学，获经济学学士和法学双学位。2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。