

## 食品饮料行业深度研究报告

## 他山之石——东瀛啤酒见闻录

推荐（维持）

- ❖ **事件：**此前我们外发两篇中日国际对比报告《在迷雾中穿行——90年代日本食品饮料的变与不变》及《再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁》，引起市场广泛关注。近期我们前往东京调研了日本酒精饮料、乳制品、饮料、方便食品、调味品等多个行业及龙头企业，对日本食品饮料行业有了更深入理解，因此推出了“他山之石”系列调研报告。我们调查发现：受人口老龄化影响，日本多数食品饮料行业增长较缓甚至下滑，市场格局长期稳定，长期通缩环境下龙头提价困难。在此环境中，日本企业多将本国的传统业务作为现金牛业务，同时布局海内外高利润率、成长性较好的领域，譬如在日本国内实施以功能性、便捷性为导向的产品高端化升级，发力利润率较高的药品行业，布局海外高端市场等。以下为首篇报告《他山之石——东瀛啤酒见闻录》。
- ❖ **日本啤酒行业：**1) 行业缓慢下行。人口老龄化加剧及年轻群体娱乐方式多样化导致饮酒人群减少，行业缓慢下行。中国啤酒行业产量自2014年开始下滑；2) 酒税政策推动啤酒消费结构转变。日本啤酒类饮料按税率及售价高低排序依次为啤酒、发泡酒和第三类啤酒，酒税占售价比率分别为34.8%、28.7%、19.6%。发泡酒及第三类啤酒的诞生使得啤酒消费趋势从啤酒转变为性价比更高的发泡酒及第三类啤酒。中国啤酒板块税金及附加占收入比例约为10%，远低于日本水平；3) 格局长期稳定，新进入者困难。自上世纪初以来日本啤酒行业CR4长期大于90%，格局稳定导致外资品牌难以进入。中国啤酒行业CR5近80%，集中度正持续提升；4) 竞争激烈及长期通缩环境下酒厂主动大幅提价困难。在此市场格局下，日本啤酒企业竞争激烈，除原材料等成本上涨倒逼涨价外，日本酒企长期未主动大幅提价。此外，日本通缩环境亦导致酒企提价困难。
- ❖ **朝日控股及麒麟控股调研反馈：**1) 经营策略：稳固国内现金牛业务，寻找高利润增长点。朝日在稳固国内业务的同时，收购Peroni、Pilsner等欧洲高端啤酒品牌进军高端市场；麒麟在国内强化其原有业务，同时布局国内精酿啤酒市场及发力澳洲高端、精酿啤酒市场；2) 产品端：朝日啤酒罐装率较高，麒麟售卖精酿啤酒机提升盈利能力。朝日啤酒类产品罐装率达69%，中国啤酒罐装率不及30%，仍有很大提升空间。麒麟除了售卖精酿啤酒产品外，亦销售精酿啤酒机Tap Marche，未来随着精酿啤酒市场发展，销售高毛利的啤酒机亦能提高公司盈利能力；3) 价格端：国内低端酒缓慢提价，高端酒降低成本，海外产品定价较高。日本啤酒行业大幅直接提价困难，朝日计划对国内低端啤酒缓慢提价，高端啤酒降低成本，对欧洲市场定较高价格。渠道调研反馈，朝日本地商超Asahi罐装啤酒价格约在13元/330ml，英国亚马逊同款产品售价约为20.5元/330ml，而中国主流罐装啤酒售价在3-5元/330ml，距离日本主流罐装啤酒售价仍有很大提升空间；4) 渠道端：以家庭消费为主的发泡酒、第三类啤酒主要通过商超便利店售卖，利润多被品牌方赚走。朝日餐饮渠道与零售渠道占比约为4:6，麒麟餐饮渠道与零售渠道占比约为1:3；零售渠道上，朝日调研数据反馈超市占比28%，商业酒水店占比24%，折扣店占比17%，便利店占比10%；经销商利润上，朝日经销商利润率约3%，品牌方较为强势；5) 营销端：国内存量市场上依靠精细化营销抢份额。譬如朝日在第三类啤酒中将产品分为刺激型、清爽型、丰富而厚重型迎合不同口味的用户并进行针对性营销；麒麟通过发力数字化平台进行精细化营销；6) 盈利端：削成本、高端化策略成效初显。2016-2018年间，朝日共削减成本422亿日元，占2018年收入2%；与此同时，朝日陆续收购欧洲高端品牌进军高端市场。麒麟亦一方面控制成本，另一方面发展高利润率的高端啤酒、精酿啤酒、啤酒机等业务提升盈利能力。
- ❖ **风险提示：**日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足的风险。

## 华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com

执业编号：S0360518090003

联系人：程航

电话：021-20572565

邮箱：chenghang@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	92	2.53
总市值(亿元)	35,930.14	5.92
流通市值(亿元)	33,202.9	7.42

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	10.7	66.34	41.81	
相对表现	4.07	35.71	28.2	



## 相关研究报告

《食品饮料行业国际比较研究系列之二：再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁》

2019-03-17

《食品饮料行业国际研究专题系列之一：在迷雾中穿行——90年代日本食品饮料的变与不变》

2018-12-21

# 目 录

一、行业缓慢下行，竞争格局稳定.....	5
二、朝日及麒麟公司调研反馈.....	8
（一）公司简介：朝日麒麟—日本啤酒双雄.....	8
（二）经营策略：稳固现金牛业务，寻找高利润增长点.....	10
（三）产品端：啤酒类产品罐装率较高，麒麟售卖啤酒机提盈利.....	13
（四）价格端：国内缓慢提价降成本，海外产品定价加高.....	14
（五）渠道端：低端酒类以商超渠道为主，品牌方利润高.....	15
（六）营销端：存量市场营销朝精细化发展.....	15
（七）盈利端：削成本、高端化策略成效初显.....	17
三、风险提示.....	18
附：中日主要啤酒公司财务数据一览.....	19

# 图表目录

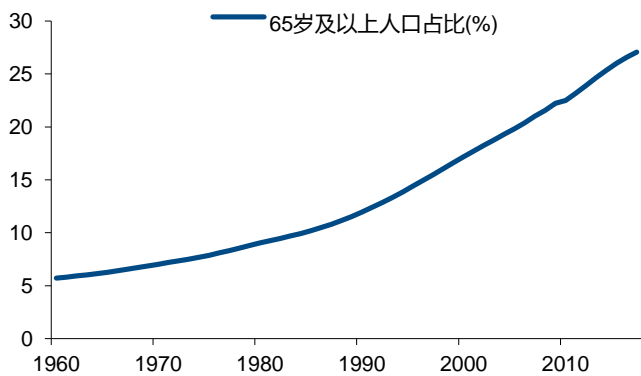
图表 1	日本 65 岁以上人口占比 (%)	5
图表 2	日本啤酒行业消费量 (百万升, %)	5
图表 3	中国 65 岁以上人口占比 (%)	5
图表 4	中国啤酒产量 (万千升)	5
图表 5	啤酒类饮料分类	6
图表 6	2018 年啤酒类饮料、啤酒及第三类啤酒市场份额	6
图表 7	2003 年以前日本啤酒及发泡酒税收情况 (日元/升)	6
图表 8	日本啤酒消费结构变迁	7
图表 9	350ml 啤酒酒税及零售价 (日元/350ml)	7
图表 10	啤酒类产品提税计划 (日元/350ml)	7
图表 11	朝日控股收入规模	8
图表 12	朝日控股净利润规模	8
图表 13	朝日 Superdry	8
图表 14	2000 年前麒麟、朝日大单品出货份额 (%)	8
图表 15	20 世纪以来朝日在啤酒类饮料市场份额稳居日本第一	9
图表 16	麒麟控股主要分公司	9
图表 17	麒麟酒类产品	9
图表 18	麒麟控股收入 (百万人民币, %)	10
图表 19	麒麟控股净利润规模 (百万人民币, %)	10
图表 20	麒麟一番榨啤酒	10
图表 21	一番榨终端售价约 223 日元/350ml	10
图表 22	朝日开拓全球高端市场的三款主打品牌	11
图表 23	全球高端啤酒市场份额稳步提升	11
图表 24	朝日西欧市场高端品牌销售占比	11
图表 25	朝日中欧市场高端品牌销售占比	11
图表 26	捷克啤酒市场结构	11
图表 27	罗马尼亚啤酒市场结构	11
图表 28	麒麟国内酒水业务策略	12
图表 29	麒麟海外酒水业务策略	12
图表 30	麒麟国内酒水业务情况 (十亿日元)	13
图表 31	麒麟海外酒水业务情况 (十亿日元)	13
图表 32	朝日啤酒类饮料罐装率为 69%	13

图表 33	朝日啤酒终端细节 .....	13
图表 34	精酿啤酒机 Tap Marche.....	14
图表 35	Tap Marche 可制作 24 种精酿啤酒 .....	14
图表 36	日本部分商超朝日 Superdry 售价 217 日元/330ml .....	14
图表 37	英国亚马逊朝日 Superdry 售价 2.38 英镑/330ml (约 322 日元/330ml) .....	14
图表 38	朝日啤酒类饮料零售渠道结构 .....	15
图表 39	朝日部分品牌营销策略.....	16
图表 40	麒麟数字化营销平台规划 .....	16
图表 41	朝日欧洲酒水收入及 OP Margin (百万欧元) .....	17
图表 42	朝日整体酒水收入及 OP Margin (十亿日元) .....	17
图表 43	朝日 2019-2021 中期计划削减 300 亿日元.....	17
图表 44	麒麟酒水业务 OP Margin .....	18
图表 45	中日主要啤酒公司毛利率 (%) .....	19
图表 46	中日主要啤酒公司 EBITDA/收入 .....	19
图表 47	中日主要啤酒公司净利率 (%) .....	19
图表 48	中日主要啤酒公司 ROE (%) .....	19

## 一、行业缓慢下行，竞争格局稳定

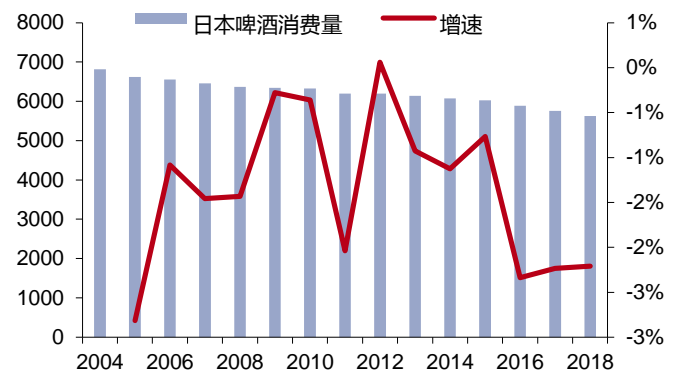
人口老龄化及年轻人娱乐方式多样化导致日本饮酒人群减少，啤酒行业规模亦逐年下滑。上世纪 80 年代开始，日本人口老龄化逐渐加剧，1980-2017 年间日本 65 岁人口占比从 9.05% 上升到 27.05%，以青壮年为主的饮酒群体逐渐减少；此外，年轻人因娱乐方式多样化，选择饮酒娱乐人群亦被分流。人口老龄化及年轻人娱乐方式多样化导致了饮酒人群萎缩，进而导致日本啤酒消费量持续下滑，欧睿数据显示，2004-2018 年间日本啤酒消费量从 68.16 亿升下降至 56.26 亿升，每年降幅约为 1%-2%。中国啤酒产量自 2013 年见顶下滑，从 2013 年的 5061 万千升下滑至 2018 年的 3812 万千升。

图表 1 日本 65 岁以上人口占比 (%)



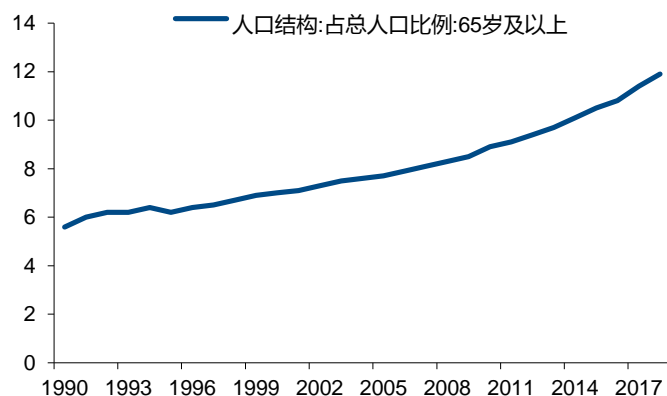
资料来源: wind, 华创证券

图表 2 日本啤酒行业消费量 (百万升, %)



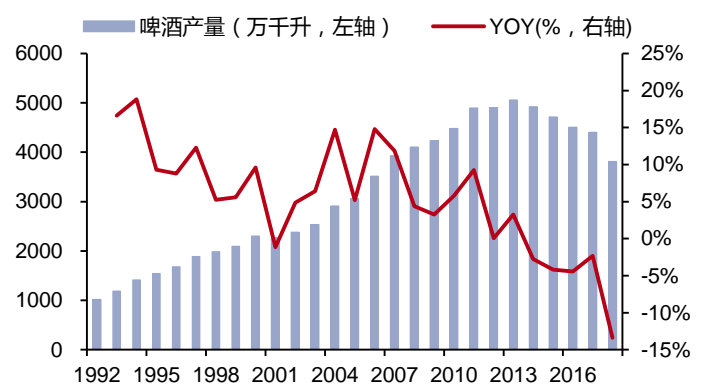
资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 3 中国 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 中国啤酒产量 (万千升)



资料来源: wind, 华创证券

日本啤酒行业格局长期稳定且竞争激烈，外资品牌难以入局，酒厂长期未大幅提价。1906 年，札幌、日本、大阪合并成为大日本麦酒株式会社，占据日本啤酒市场 70% 份额。战后基于反垄断考虑，大日本麦酒株式会社被分割为日本麦酒和朝日麦酒，前者旗下有札幌和惠比寿，后者延续其朝日品牌，此后日本啤酒类饮料市场四大品牌麒麟、札幌、朝日和三得利一直占据 90% 以上份额。啤酒类饮料细分市场分为啤酒市场、发泡酒市场及第三类啤酒市场，朝日在啤酒市场中占据 49% 的份额，麒麟在第三类啤酒市场中占据 37% 的份额。由于格局相对稳定且四家酒厂实力较强，外资品牌难以进入市场，日本国内品牌亦有激烈竞争，除原材料等成本上涨倒逼涨价外，龙头公司在长期通缩且竞争激烈的环境下未有主动大幅提价。中国啤酒行业 CR5 近 80%，行业集中度正持续提升。

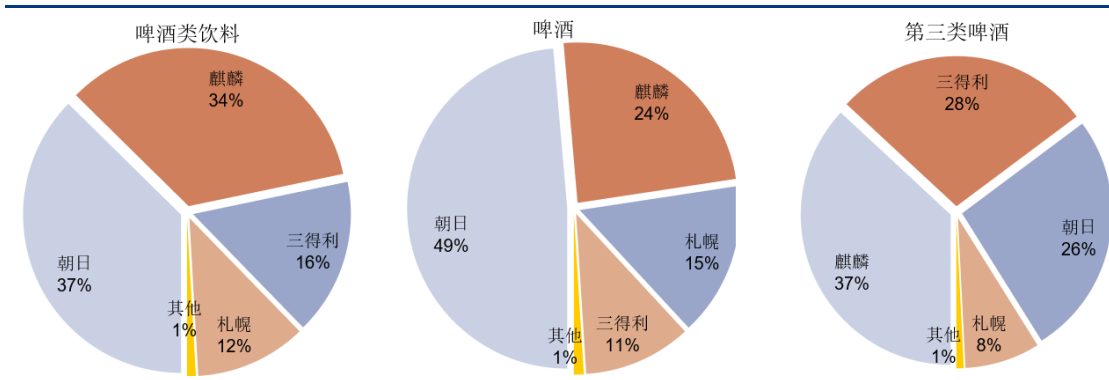


图表 5 啤酒类饮料分类

	啤酒	发泡酒	第三类啤酒
产品图片			
定义	麦芽比率在 50%以上	麦芽比率在 25%-50%	麦芽比率在 0-25%
终端售价	约 221 日元	约 164 日元	约 143 日元

资料来源：华创证券整理

图表 6 2018 年啤酒类饮料、啤酒及第三类啤酒市场份额



资料来源：公司调研资料，华创证券

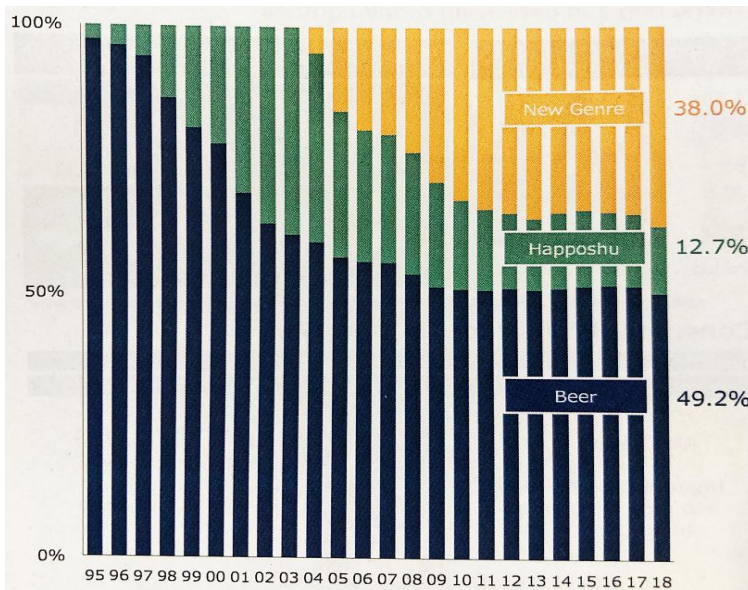
酒税政策推动啤酒行业结构变化。在 90 年代的日本，麦芽比率 67% 以上的酒水为啤酒，麦芽比率低于 67% 的酒水为发泡酒。80 年代末各大啤酒厂竞争激烈，降价战略遭遇瓶颈，酒厂在税金上寻找突破口。当时一升啤酒需要支付 222 日元的税金，而发泡酒只需支付 152.7 日元税金，厂家为形成低价优势纷纷研制发泡酒，发泡酒开始抢占啤酒市场。1996 年酒税政策调整，麦芽比率在 50%-67% 之间的发泡酒与啤酒同税，此后酒厂推出麦芽比率低于 25% 的发泡酒以应对政策变化。2003 年政府将麦芽浓度为 25% 以下的发泡酒提税，此后第三类啤酒（麦芽比率为 0%）诞生并迅速抢占啤酒和发泡酒市场。截至 2018 年，日本啤酒类饮料行业中，啤酒占比 49.2%，发泡酒占比 12.7%，第三类啤酒占比 38%。

图表 7 2003 年以前日本啤酒及发泡酒税收情况（日元/升）

	麦芽比率	1994 年	1996 年	2003 年
啤酒	67%以上	222	222	222
	50%-67%	152.7	222	222
发泡酒	25%-50%	152.7	152.7	178.1
	25%以下	83.3	105	134.3

资料来源：日本啤酒协会，华创证券

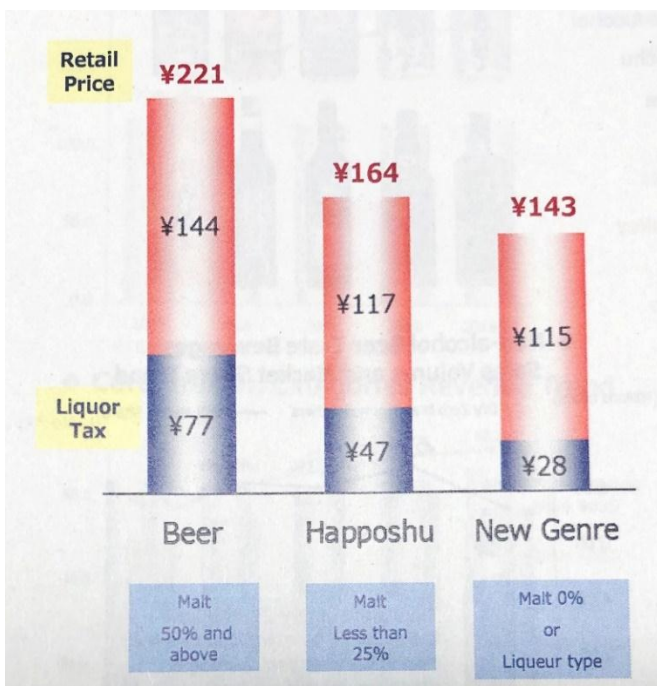
图表 8 日本啤酒消费结构变迁



资料来源：公司调研资料，华创证券 从上至下依次为第三类啤酒，发泡酒和啤酒

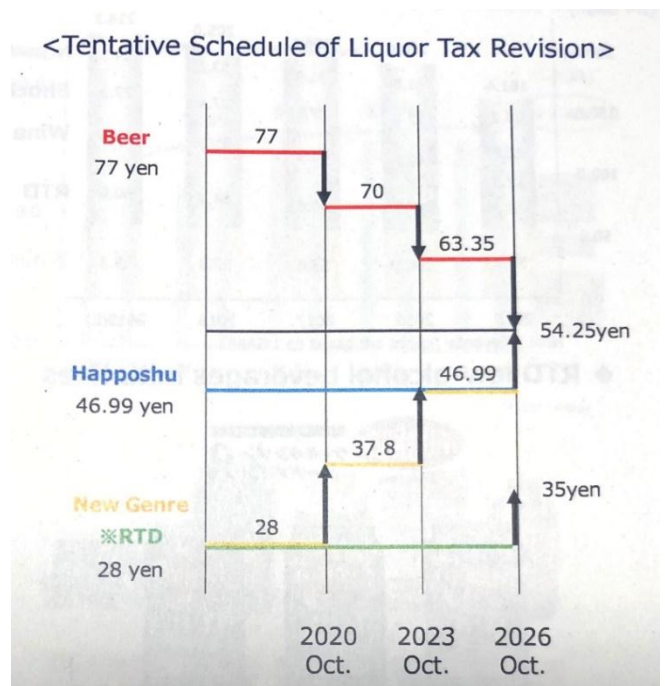
未来日本酒厂更加注重啤酒品类。目前一罐 350ml 的啤酒、发泡酒及第三类啤酒零售价约 221、164 及 143 日元，其中酒税分别为 77、47、28 日元，占售价 34.8%、28.7%、19.6%。2017 年日本提出税制修改计划，将发泡酒及第三类啤酒的税金逐步提高至 54.25 日元/350ml，而啤酒税金则下降至 54.25 日元/350ml，酒税变化或导致酒厂将业务重心放在利润率更高的啤酒品类上。中国啤酒消费税则分为两档，出厂价在 3000 元/吨以上产品征收 250 元/吨，3000 元/吨以下产品征收 220 元/吨，2018 年中国啤酒板块税金及附加占收入比例约在 9%左右，远低于日本水平。

图表 9 350ml 啤酒酒税及零售价 (日元/350ml)



资料来源：公司调研资料，华创证券 从左至右依次是啤酒，发泡酒和第三类啤酒

图表 10 啤酒类产品提税计划 (日元/350ml)



资料来源：公司调研资料，华创证券 从上至下依次为啤酒，发泡酒，第三类啤酒

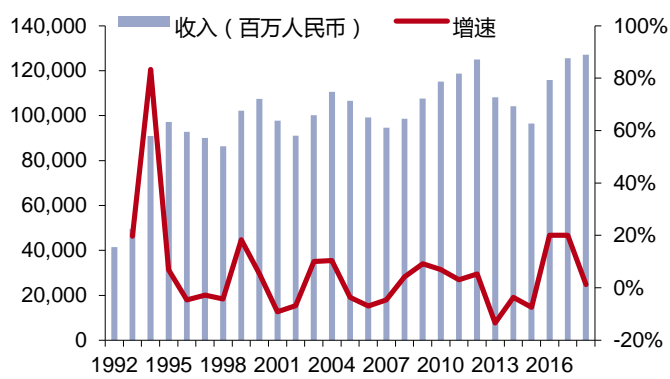
## 二、朝日及麒麟公司调研反馈

### (一) 公司简介：朝日麒麟—日本啤酒双雄

#### 1、朝日控股

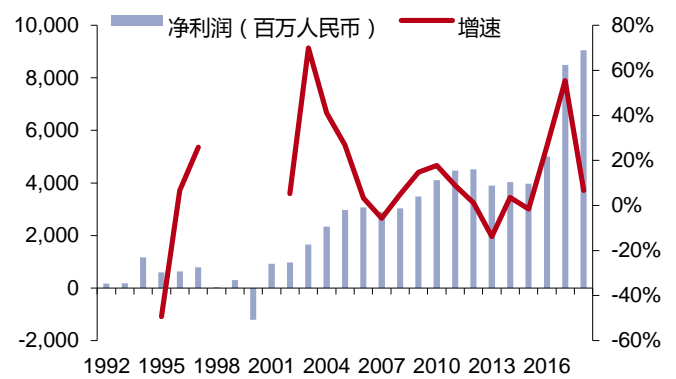
朝日控股是日本啤酒行业龙头之一，公司年报数据显示，2018 财年朝日实现销售收入约 1270 亿元，净利润约 91 亿元。公司业务分为酒精饮料、软饮料、食品、海外业务及其他，销售占比分别为 41.4%、16.6%、5.2%、32.0%、4.9%。酒精饮料有 Super Dry、Peroni 等品牌，软饮料有 Mitsuya Cider、Calpis、Wanda 等品牌，食品有健康食品、婴幼儿用品等产品；国际业务方面，公司在欧洲收购了意大利 Peroni，荷兰 Grolsch 和英国精酿啤酒 Meantime 等品牌，在大洋洲致力于加强碳酸饮料的销售。

图表 11 朝日控股收入规模



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 12 朝日控股净利润规模



资料来源：Bloomberg，华创证券

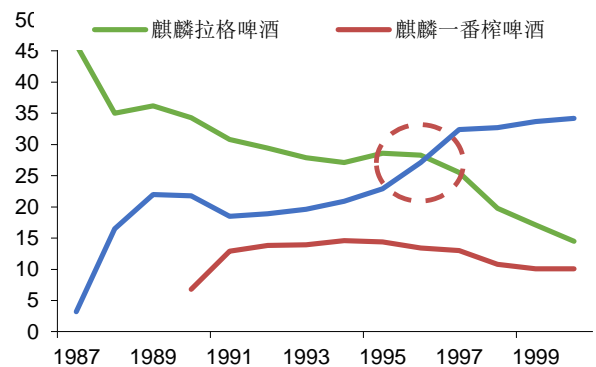
**核心大单品 Super Dry 奠定朝日啤酒龙头地位。**日本第一家啤酒作坊由德式啤酒酿造师威廉科·普兰开设，此后日本啤酒企业纷纷学习德式酿造技术，德式风味便成为了日本主流啤酒口味。80 年代开始，各式西洋酒在日本流行，新一代消费者选择更趋多元化。在此阶段，大部分酒厂认为新一代消费者仍钟爱德式啤酒苦涩厚重的口味，并未发现消费者口味已悄然转变。1985 年，朝日市场部部长松井在东京和大阪进行面向 5000 人的市场调查，发现年轻一代注重清爽和醇厚的口感，而不是单纯传统德啤的苦涩口味，随后促成朝日超级大单品“Superdry”的上市推出。上市后 Super Dry 市场反响强烈，其出货份额在十年间一举超越了麒麟拉格啤酒，成为了日本啤酒行业最大单品，其优异市场表现亦帮助朝日超越麒麟，成为日本啤酒行业龙头。

图表 13 朝日 Superdry



资料来源：公司网站，华创证券

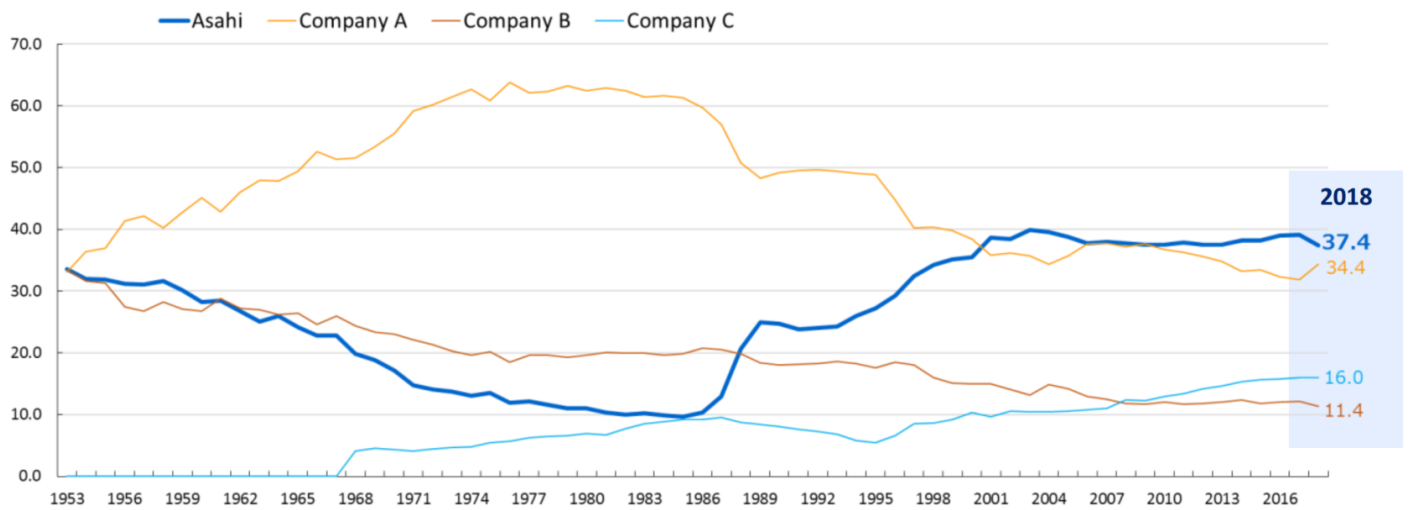
图表 14 2000 年前麒麟、朝日大单品出货份额 (%)



资料来源：日刊经济通讯社，华创证券



图表 15 20 世纪以来朝日在啤酒类饮料市场份额稳居日本第一



资料来源：公司官网，华创证券

## 2、麒麟控股

麒麟控股是日本啤酒行业龙头之一，公司年报数据显示，2018 财年麒麟实现销售收入 1156.91 亿元，净利润 98.40 亿元。公司业务分为国内饮料业务、海外饮料业务和药品三个板块，1) 2018 财年饮料板块中日本国内的收入占比为 55.9%，其中麒麟啤酒、麒麟饮料、Mercian 三家公司分别占比为 34.6%、14.8%和 3.4%。麒麟啤酒公司是日本国内酒类事业的核心企业，旗下核心产品麒麟“一番榨”；麒麟饮料公司核心产品有“麒麟午后红茶”、“麒麟 FIRE”、“麒麟生茶”等。2) 海外饮料业务收入占比为 25.7%，其中 Lion、Myanmar 两家公司分别占比 17.1%和 1.4%。3) 药品板块收入占比约 17.6%，主要以“癌”、“肾”、“免疫疾患”为重点领域。

图表 16 麒麟控股主要分公司



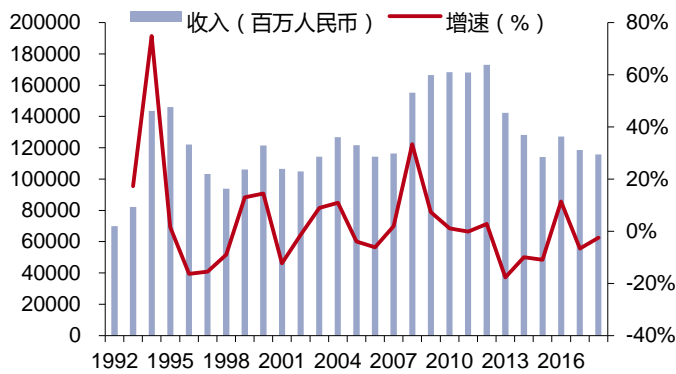
资料来源：公司官网，华创证券 从左至右依次为国内饮料业务、海外饮料业务和药品三个板块

图表 17 麒麟酒类产品



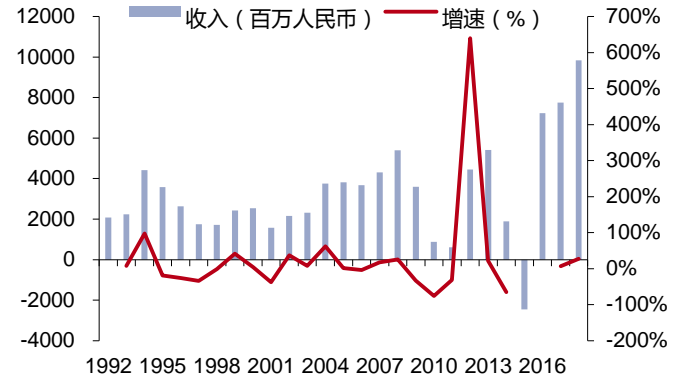
资料来源：公司官网，华创证券

图表 18 麒麟控股收入（百万人民币，%）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 19 麒麟控股净利润规模（百万人民币，%）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

**麒麟一番榨为公司史上最成功单品。**朝日 Super dry 推出三年后，麒麟亦推出了大单品一番榨以抗衡朝日 Super dry。一番榨由麦汁过滤程序中的第一道麦汁酿造，原料使用 100% 麦芽，口感清爽且保留麦芽原有的芳香美味。一番榨上市后受到市场欢迎，首年出货量便占整个日本啤酒行业出货量 6.8%，次年出货量占比提升至 13%，一番榨也成为麒麟史上最成功单品。然而，一番榨由于推出时间较晚，已无法阻挡朝日 Super dry 上升势头。

图表 20 麒麟一番榨啤酒



资料来源: 公司官网, 华创证券

图表 21 一番榨终端售价约 223 日元/350ml



资料来源: 草根调研, 华创证券

**（二）经营策略：稳固现金牛业务，寻找高利润增长点**

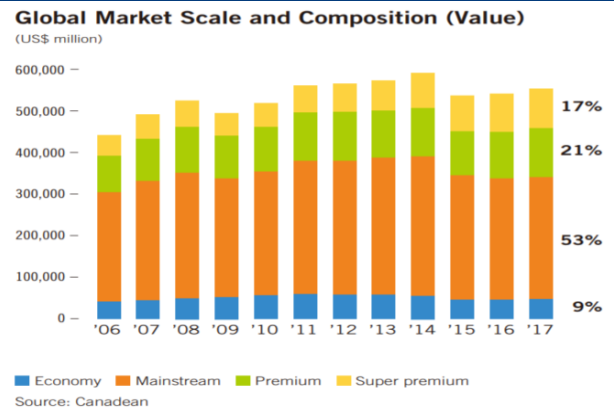
**朝日控股稳固国内啤酒业务，开拓欧美高端啤酒成长市场。**日本国内啤酒行业正萎缩，竞争较为激烈，提价比较困难，朝日主要策略为稳固国内现金牛市场。在欧美等成熟市场中，朝日通过并购、合资等方式发展高端市场：1) 欧美等高端啤酒市场仍在成长中；2) 相比日本国内及东南亚市场，欧美等国市场竞争较缓和，收入水平较高，高端化空间较大；3) 打开欧美等高端啤酒市场有利于交叉销售朝日其余产品及自身品牌的高端化。

图表 22 朝日开拓全球高端市场的三款主打品牌



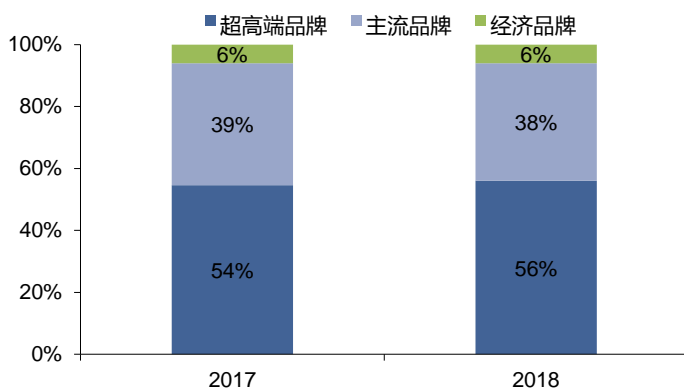
资料来源: Japan Gourmet Guide, 华创证券

图表 23 全球高端啤酒市场份额稳步提升



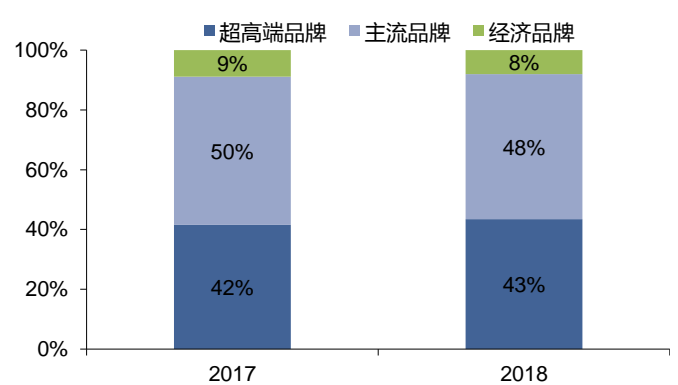
资料来源: 公司调研资料, 华创证券 从上到下依次为超高端品牌、高端品牌、主流品牌、经济品牌

图表 24 朝日西欧市场高端品牌销售占比



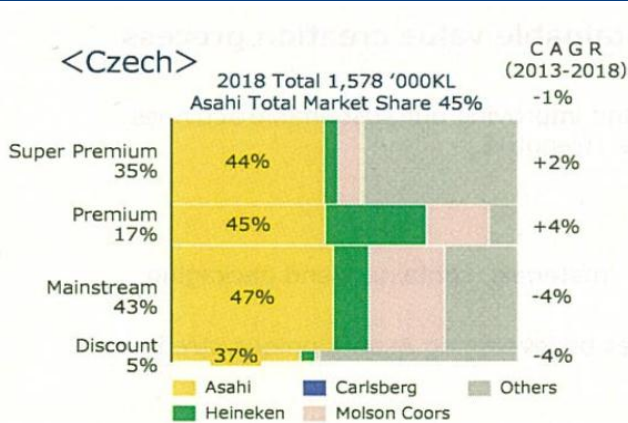
资料来源: 公司调研资料, 华创证券

图表 25 朝日中欧市场高端品牌销售占比



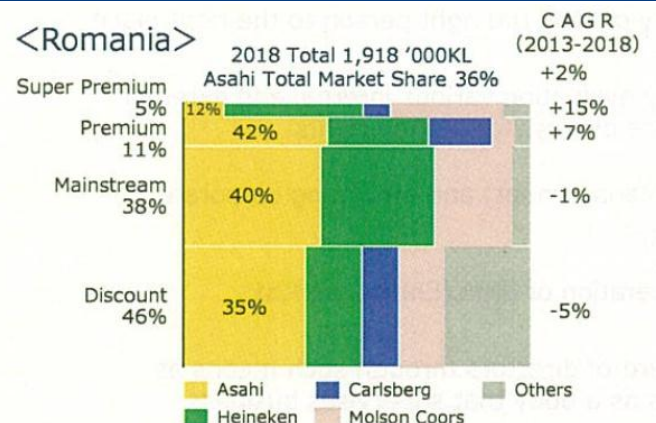
资料来源: 公司调研资料, 华创证券

图表 26 捷克啤酒市场结构



资料来源: 公司调研资料, 华创证券

图表 27 罗马尼亚啤酒市场结构

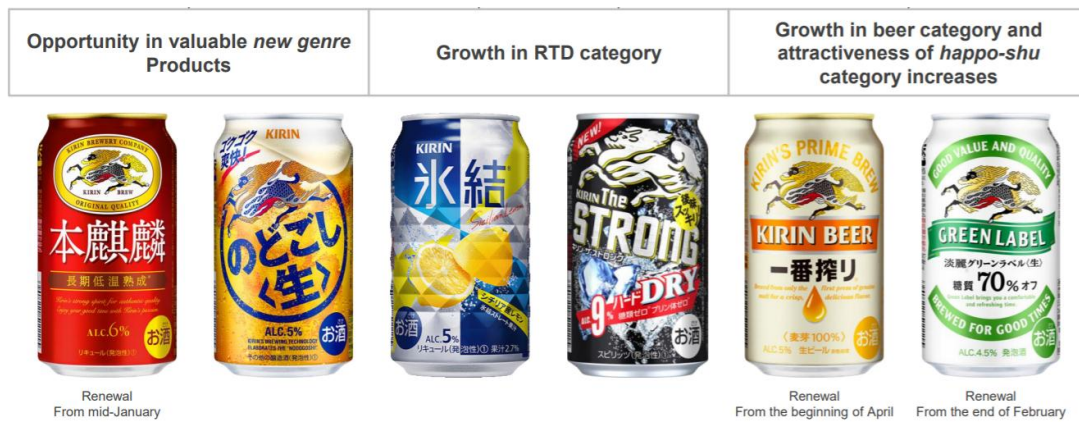


资料来源: 公司调研资料, 华创证券



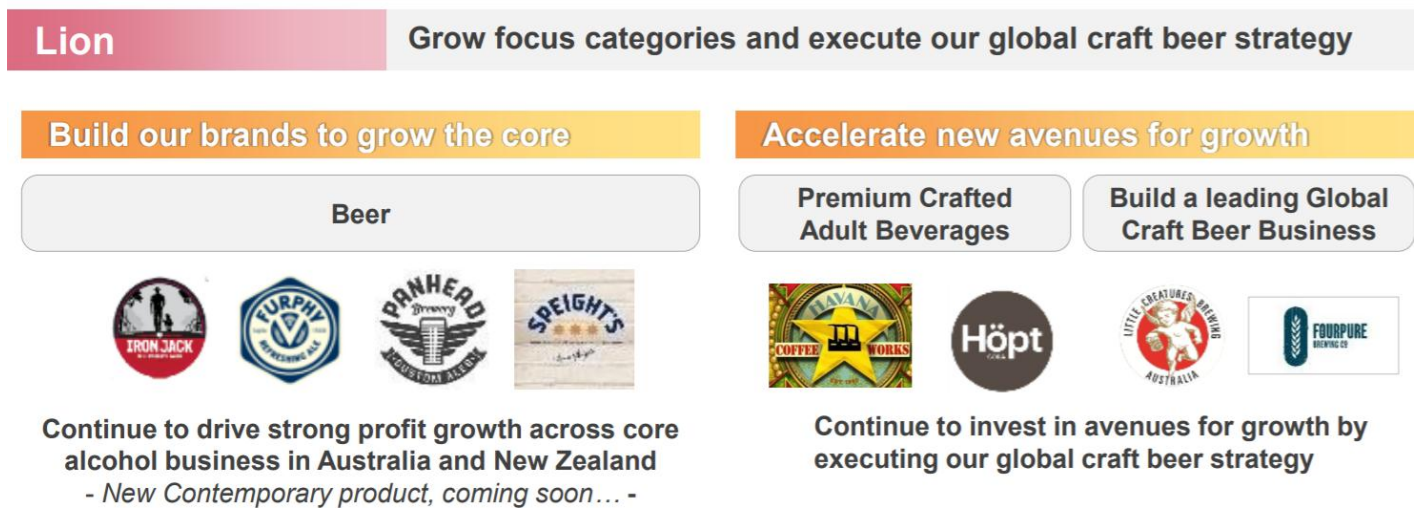
麒麟夯实国内中低价市场，发力大洋洲高端市场及精酿市场。麒麟在低价第三类啤酒市场优势明显，2018年其第三类啤酒市场份额为37%，朝日以26%的份额位居第三。公司计划在国内夯实第三类啤酒及发泡酒业务，强化一番榨啤酒及发泡酒业务以应对酒税调整，加强国内精酿市场投入。据公司调研反馈，2018年麒麟在日本精酿啤酒市场份额位居第一。海外业务方面，麒麟发力大洋洲高端市场，其核心海外公司Lion计划在大洋洲市场加大高端及精酿啤酒投入。

图表 28 麒麟国内酒水业务策略



资料来源：公司调研资料，华创证券

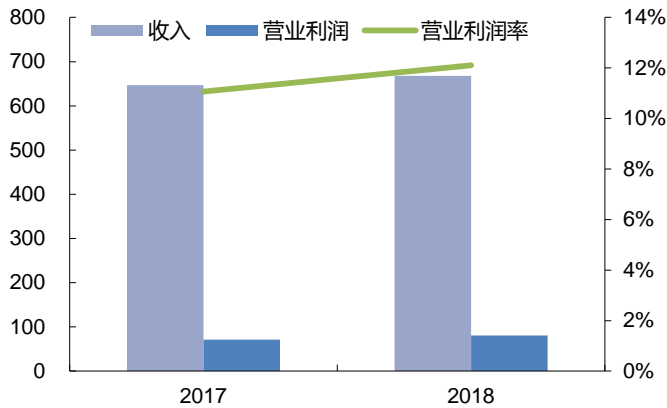
图表 29 麒麟海外酒水业务策略



资料来源：公司调研资料，华创证券 左部分为夯实品牌以发展核心业务，右部分为加速开发新增长点

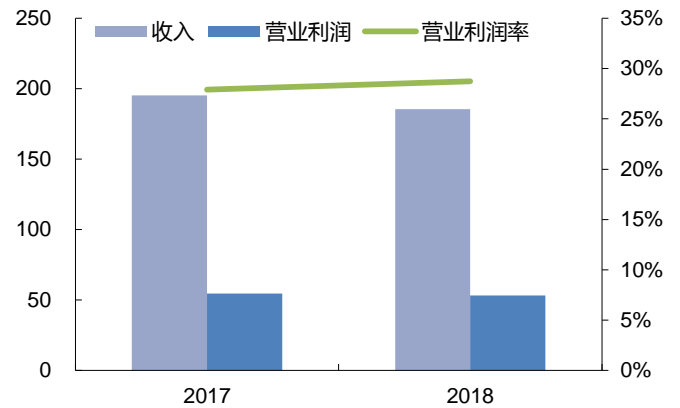


图表 30 麒麟国内酒水业务情况 (十亿日元)



资料来源: 公司调研资料, 华创证券

图表 31 麒麟海外酒水业务情况 (十亿日元)

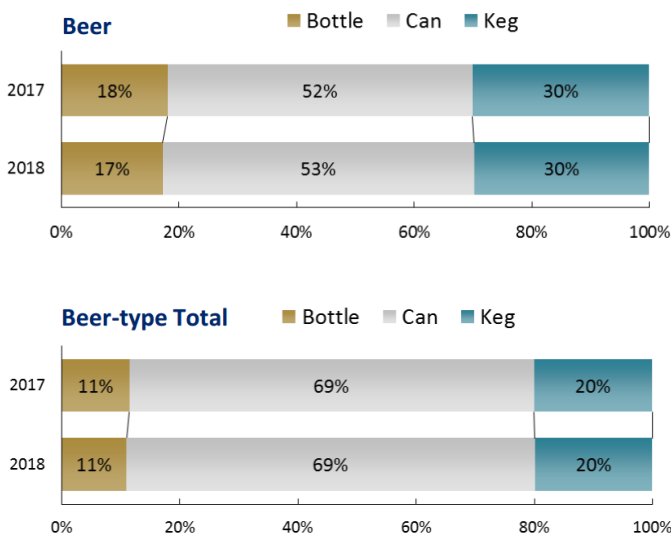


资料来源: 公司调研资料, 华创证券

### (三) 产品端: 啤酒类产品罐装率较高, 麒麟售卖啤酒机提盈利

啤酒类产品罐装率较高, 朝日终端销售注重细节。朝日啤酒类产品罐装率较高, 2018 年罐装率达到 69%, 其中啤酒品类罐装率达到 52%。罐装啤酒因购买、储存、饮用便捷而受消费者欢迎, 此外罐装相比瓶装回收便利, 成本亦相对较低, 而中国啤酒罐装率不及 30%, 对比日本仍有较大提升空间。在终端售卖方面, 朝日啤酒要求产品保证新鲜, 盛酒玻璃杯保持纯净, 倒酒时泡沫较为好看, 从终端细节上提高产品体验, 进而提高品牌形象。

图表 32 朝日啤酒类饮料罐装率为 69%



资料来源: 公司调研资料, 华创证券 从左至右依次为瓶装、罐装、桶装

图表 33 朝日啤酒终端细节



资料来源: Pinterest, 华创证券

麒麟销售精酿啤酒机提高利润率。日本精酿啤酒占啤酒市场约 1%, 规模较小但成长较快。麒麟除了售卖精酿啤酒产品外, 亦销售精酿啤酒机 Tap Marche。Tap Marche 于 2017 年上市, 该机器可酿造多达 24 种啤酒, 主要面向酒吧及餐饮市场销售。截至 2018 年, 公司已销售 7000 余台机器, 2019 年计划销售 13000 台, 未来随着精酿啤酒市场发展, 销售高毛利的啤酒机亦能提高公司盈利能力。

图表 34 精酿啤酒机 Tap Marche



资料来源: ma8coro, 华创证券

图表 35 Tap Marche 可制作 24 种精酿啤酒

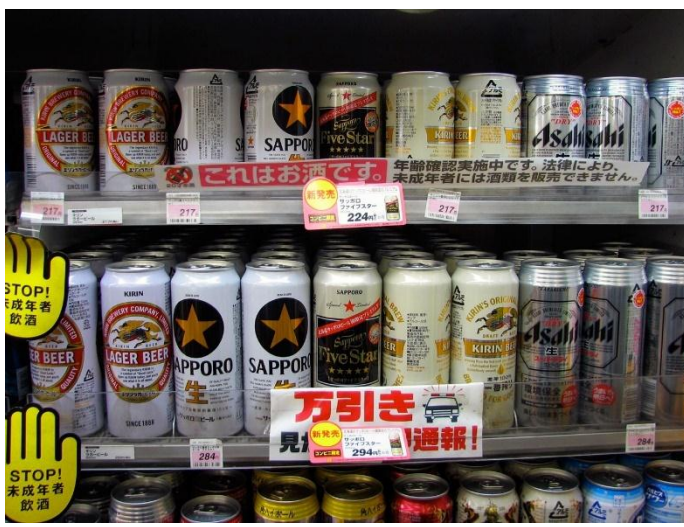


资料来源: kobenofudousan, 华创证券

**(四) 价格端: 国内缓慢提价降成本, 海外产品定价较高**

国内低端啤酒缓慢提价、高端啤酒降低成本, 海外产品价格定价较高。日本啤酒行业竞争激烈, 且经济处于长期通缩状态, 啤酒主动提价困难。朝日在价格策略上, 计划对国内低端啤酒缓慢提价, 高端啤酒降低成本, 对海外市场定较高价格。据调研反馈, 朝日本地商超 Asahi 罐装啤酒价格约在 13 元/330ml, 英国亚马逊同款产品售价约为 20.5 元/330ml, 而中国主流罐装啤酒售价为 3-5 元/330ml, 距离日本主流罐装啤酒售价仍有很大提升空间。

图表 36 日本部分商超朝日 Superdry 售价 217 日元 /330ml



资料来源: 公司调研资料, 华创证券

图表 37 英国亚马逊朝日 Superdry 售价 2.38 英镑 /330ml (约 322 日元/330ml)



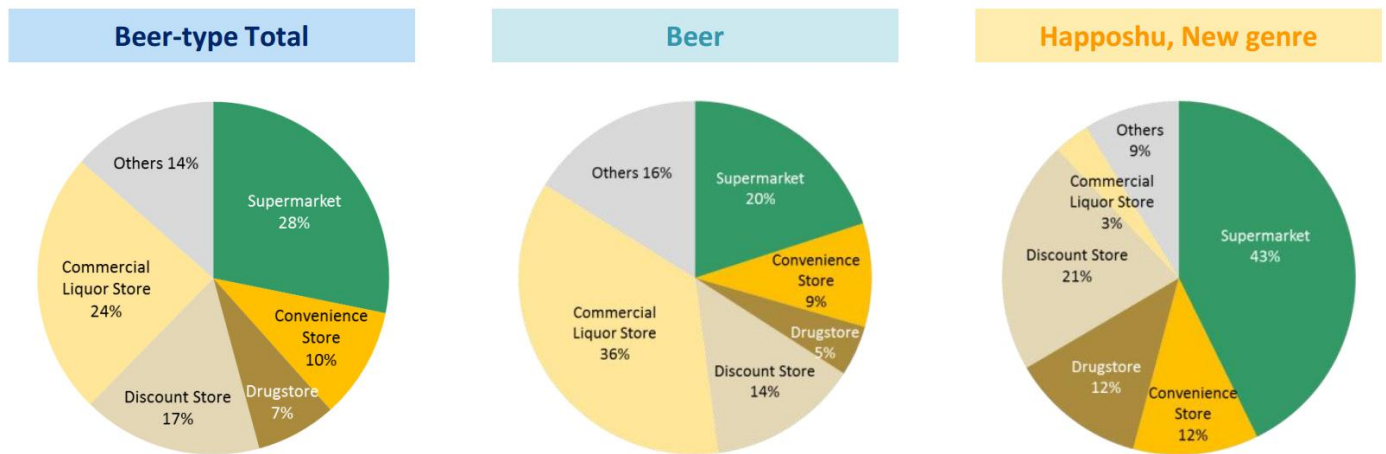
Asahi Cans, 12 x 330 ml  
★★★★★ < 2  
More buying choices  
£28.59 (1 new offer)

资料来源: 亚马逊商城, 华创证券

**（五）渠道端：低端酒类以商超渠道为主，品牌方利润高**

发泡酒及第三类啤酒渠道以商超、便利店为主，朝日经销商利润率较薄。我们此次调研反馈，朝日餐饮渠道与零售渠道占比约为 4: 6，麒麟餐饮渠道与零售渠道占比约为 1: 3。零售渠道方面，2018 年朝日啤酒类饮料主要零售渠道销售中，超市占比 28%，商业酒水店占比 24%，折扣店占比 17%，便利店占比 10%，其中啤酒饮料商业酒水渠道占比较大，发泡酒和第三类啤酒商超便利店渠道占比较大，其背后原因为发泡酒及第三类啤酒价格、度数较低，适合家庭休闲场景饮用，故在以家用消费为主的商超便利店渠道中销售较多。此外，此次调研反馈，朝日主要以经销商销售为主，经销商利润率约为 3-4%，多数利润由品牌方赚走。

**图表 38 朝日啤酒类饮料零售渠道结构**



资料来源：公司调研资料，华创证券 从左至右依次为啤酒类饮料、啤酒、发泡酒和第三类啤酒

**（六）营销端：存量市场营销朝精细化发展**

存量市场中酒企依靠精细化营销抢占份额。在行业快速发展时期，酒企营销面较为粗犷；在行业下滑的背景下，酒厂需精细化营销抢占份额，主要手段包括场景精细化、口味精细化、客户群体精细化等。譬如朝日啤酒将客户群体分为只喝干爽啤酒的忠实消费者、既喝干爽啤酒也喝其他啤酒的消费者、不太喝啤酒的年轻人及女性消费者等群体，再针对不同群体进行精细化营销。从产品端分类来看，朝日在第三类啤酒中将产品分为刺激型、清爽型、丰富而厚重型迎合不同口味的用户并进行针对性营销。此外，朝日为 2020 年东京奥运会黄金合作伙伴，计划通过奥运营销提升 Super Dry 在全球的品牌影响力，进而推动其海外啤酒市场扩张。



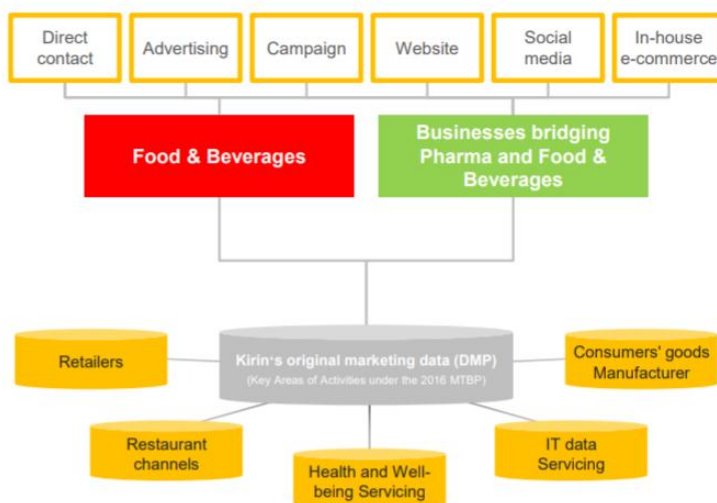
图表 39 朝日部分品牌营销策略



资料来源：公司调研资料，华创证券 第二行依次为刺激型、清爽型、丰富而厚重型第三类啤酒

麒麟强化数字化营销平台进行精细化影响。麒麟通过数字化平台实现消费者交流、广告推送、社交媒体传播、电商送货上门等功能，致力于打造多平台个性化交流，同时扩大商用数据收集范围，为其进一步精细化营销推广提供支持。

图表 40 麒麟数字化营销平台规划



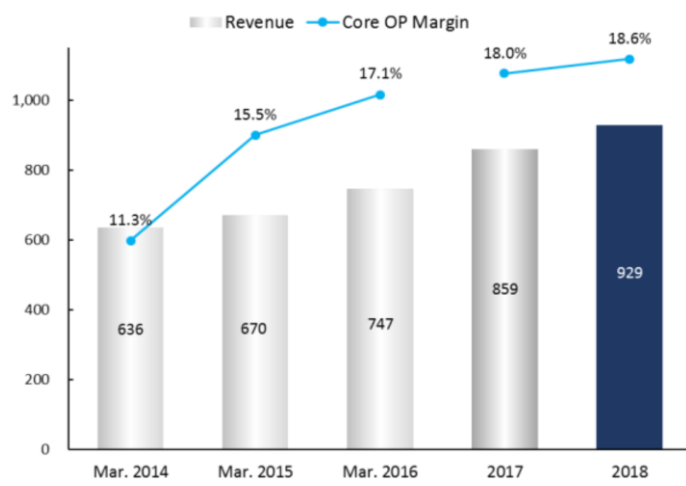
资料来源：公司调研资料，华创证券 第一行依次为直接联系、广告、营销活动、网络、社交媒体、电商



### (七) 盈利端：削成本、高端化策略成效初显

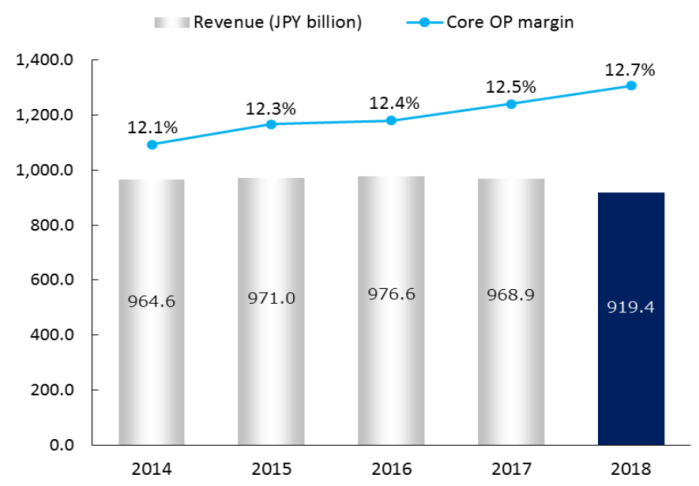
**削成本、高端化策略成效初显，酒水业务盈利能力提升。**朝日 2015 年提出企业长期愿景，大力削减成本，同时推进国际化和高端化战略。2016-2018 年间，朝日共削减成本 422 亿日元，占 2018 年收入 2%，其中酒水业务削减了 171 亿日元。与此同时，朝日陆续收购 Peroni、Pilsner 等欧洲高端啤酒品牌，目前欧洲高端化策略成效初显。公司调研数据显示，朝日欧洲酒水业务核心营业利润率从 2014 年的 11.3% 提升至 18.6%，带动集团整体酒水业务核心营业利润率稳步提升。在国内竞争激烈且利润率提升困难的背景下，朝日计划在 2019-2021 年间削减成本 300 亿日元，同时继续加码高端化、国际化业务提升盈利能力。麒麟亦一方面控制成本，另一方面发展高利润率的高端啤酒、精酿啤酒、啤酒机等业务提升盈利能力，其国内酒水业务剔除税金的营业利润率从 15 年的 19.0% 提升到 18 年的 20.8%，海外 Lion 公司酒水营业利润率从 15 年的 26.4% 提升至 18 年的 28.8%。

图表 41 朝日欧洲酒水收入及 OP Margin (百万欧元)



资料来源：公司调研资料，华创证券

图表 42 朝日整体酒水收入及 OP Margin (十亿日元)



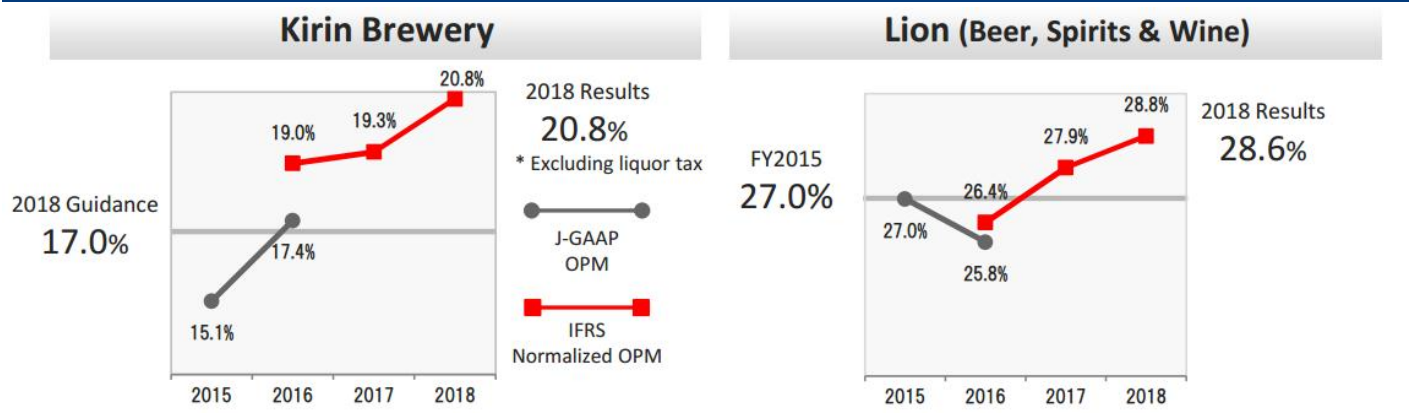
资料来源：公司调研资料，华创证券

图表 43 朝日 2019-2021 中期计划削减 300 亿日元

JPY billion	2019-2021 3 year forecast	Initiatives	2016-2018 Forecast	2016-2018 Results
Alcohol Beverages	Over 20.0	Structure optimal production and logistics system in response to demand shift among categories and consumption diversification Reduce container weights and raw material costs by streamlining procurement area and methods	Over 14.0	17.1
Soft Drinks		Enhance optimal production and logistics system by improving operational efficiency and strengthening partnership Reduce manufacturing cost by reviewing manufacturing method and packaging design		11.3
Food	Over 10.0	Structure optimal production and logistics system by improving own production capacity and reviewing consignment production scheme Reduce manufacturing cost by reviewing manufacturing process and sophisticating demand and supply adjusting method	Over 6.0	3.1
Overseas		Reduce manufacturing cost through improving procurement efficiency and optimize fixed cost (Europe) Streamline logistics system driven by integrating logistics sites and promoting automated warehouses (Oceania)		10.7
Total	Over 30.0		20.0-30.0	42.2

资料来源：公司调研资料，华创证券

图表 44 麒麟酒水业务 OP Margin



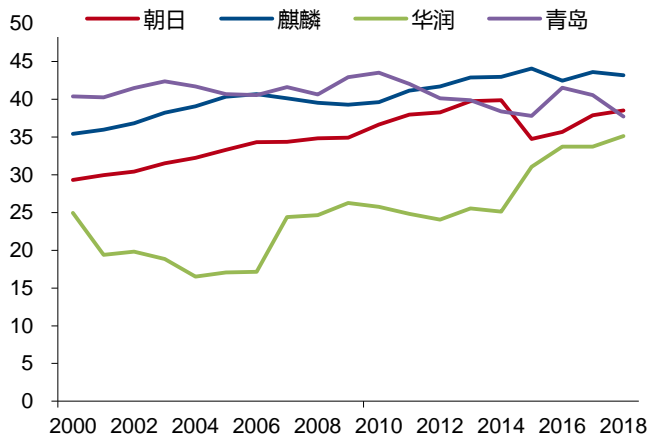
资料来源：公司调研资料，华创证券

### 三、风险提示

日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足的风险。

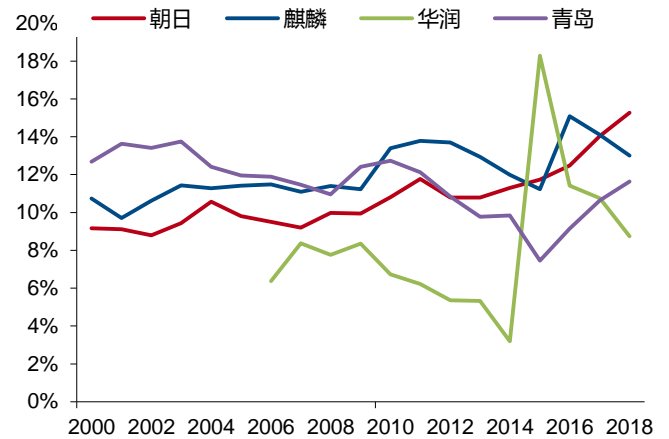
附：中日主要啤酒公司财务数据一览

图表 45 中日主要啤酒公司毛利率 (%)



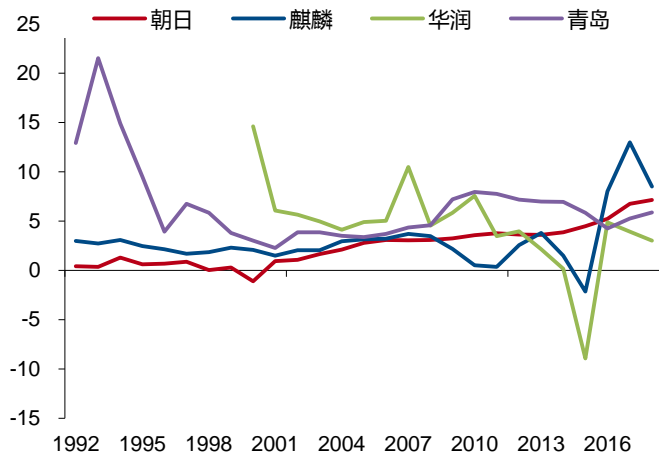
资料来源: wind, 华创证券

图表 46 中日主要啤酒公司 EBITDA/收入



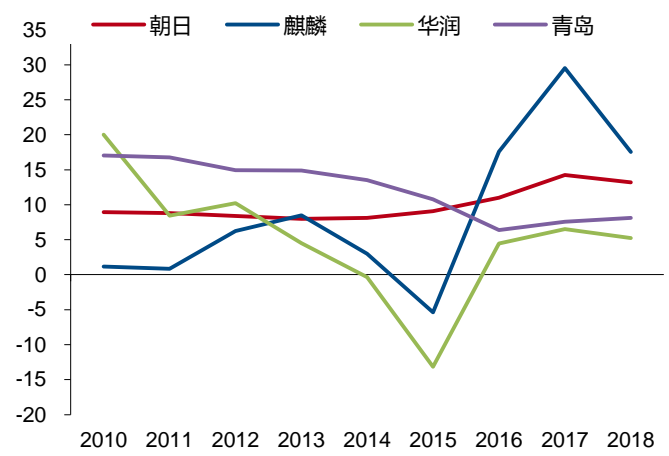
资料来源: wind, 华创证券

图表 47 中日主要啤酒公司净利率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 48 中日主要啤酒公司 ROE (%)



资料来源: wind, 华创证券

## 华创证券团队介绍

### 组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

### 研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

### 助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券。

### 研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500