

# 食品饮料

## 对标百威亚太：我国啤酒行业的进阶之路

啤酒之王欲分拆亚太资产上市，中国市场是皇冠上的明珠。百威英博是全球最大的啤酒集团，旗下啤酒品牌超过500个，2018年啤酒销量567亿升，销量占全球市场份额超过30%。亚太是全球最大的啤酒消费市场，2018年占全球啤酒消费量的37%，作为新兴市场代表，相比于发达国家成熟市场量利成长空间大，是百威英博重点战略市场。而中国区在百威亚太销量占比73%，收入端占比58.5%，更是皇冠上的明珠。国内啤酒市场高端化趋势加速，百威英博在高端及超高端啤酒市场消费量占比46.6%把握主动权，国内本土啤酒企业通过产品结构升级抢占更高价格带。

本文对百威亚太招股书详细解读，从开源和节流两个方面阐述其对我国啤酒行业未来发展方向的启示：

**1) 开源：抓住高端化趋势、提升吨酒价是国内啤酒企业突围的首要任务。**运营模式的差别决定了高端啤酒销售半径更大、销售渠道附加值更高、利润空间更大。百威英博长袖善舞，凭借丰富且多层次的品牌及产品组合、出色的市场营销能力、与产品匹配的渠道优势，在亚太地区高端啤酒市场占据一席之地。从财务角度看，高端/超高端啤酒的毛利率分别是实惠啤酒的5x/9x，是提高毛利率的主要推动力。对标百威亚太，国内啤酒企业吨价及毛利率仍有较大提升空间，静态角度看整体吨酒价每提升5%，毛利率增加1 pct。

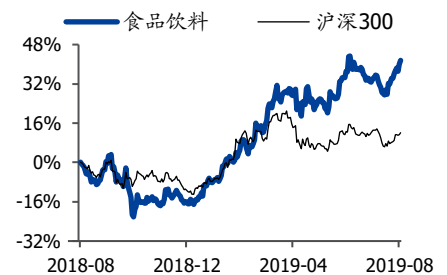
**2) 节流：国内啤酒企业产能优化及效率提升空间大。**3G资本将其削减成本、精英化管理的文化精髓植入百威英博，秉承避免不必要成本以释放资源进一步投放品牌及营销的经营策略。对标百威亚太，国内啤酒企业产能利用率、单厂啤酒产量较低，在产能优化及供应链效率方面具备改善空间。2015-16年重庆啤酒率先开启供应链优化，关停9家低效工厂，提升费效比，2018年EBITDA margin达到19.1%，领先其他本土啤酒品牌。

**投资建议：我国啤酒行业进入高端化+产能优化双轮驱动，利润加速提升的阶段。**在量减价增+竞争态势趋稳背景下，国内啤酒企业的竞争策略从过去“跑马圈地”抢占市场份额转变为通过高端化“注重利润高质量增长”。参考百威亚太，从开源、节流两个方面考虑，当前国内主要啤酒企业中，受益的先后顺序为华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。啤酒行业通常用EV/EBITDA进行估值，成熟啤酒市场的估值水平约为15x，我国啤酒行业高端化正当时，主要啤酒企业的平均估值水平在25x左右。

**风险提示：**宏观经济波动，天气、政策法规等因素不确定性，原材料成本、外汇汇率波动，行业竞争激烈。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 沈阳

邮箱：shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：本周专题：山东白酒实地调研反馈》  
2019-08-24
- 2、《食品饮料：本周专题：上海市场草根调研汇报》  
2019-08-18
- 3、《食品饮料：本周专题：高端酒量价的再思考》  
2019-08-11



## 内容目录

百威英博成长史 .....	4
啤酒帝国的构建：从博浪到百威英博 .....	4
百威英博在亚太 .....	4
全球视角看亚太：高端化驱动量价齐升 .....	6
亚太仍是增量市场 .....	6
亚太处于品质升级时代 .....	7
中国啤酒市场：皇冠上的明珠 .....	8
成熟市场：澳洲、韩国百威市占率高 .....	9
低成熟度市场：印度、越南百威仍是市场跟随者 .....	10
开源：抓住产品结构升级趋势 .....	11
高端、低端价格带的竞争差异 .....	11
长袖善舞，领衔高端市场 .....	13
纵横构造多层次产品组合 .....	13
出色的品牌塑造&市场营销 .....	16
与产品相匹配的渠道优势 .....	18
节流：削减不必要的成本以投放品牌及市场营销 .....	19
3G 资本文化的植入 .....	19
供应链管理 .....	19
财务对比：国内啤酒企业的进阶之路 .....	21
毛利率：产品结构升级空间大 .....	21
EBITDA：更接近真实的盈利能力 .....	22
投资建议 .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1：百威英博如何成长而来 .....	4
图表 2：百威英博全球业务布局(2018 年) .....	4
图表 3：百威亚太业务的地域分布(截至 2019 年 3 月 31 日) .....	5
图表 4：市场成熟度评分模型 .....	5
图表 5：百威亚太销量东西部二八分(百万公升) .....	6
图表 6：百威亚太收入东西部四六分(百万美元) .....	6
图表 7：亚太地区啤酒消费量占比最高(2018 年) .....	6
图表 8：全球啤酒消费量增长(亿升) .....	6
图表 9：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP .....	7
图表 10：按价格类别划分的亚太啤酒市场消费量(亿升) .....	7
图表 11：按价格类别划分的亚太啤酒市场价值(十亿美元) .....	7
图表 12：中国啤酒产量自 2014 年连续 5 年下行 .....	8
图表 13：中国高端及超高端类别消费量持续增长 .....	8
图表 14：中国各价格带啤酒消费量占比 .....	9
图表 15：按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013，外 2018) .....	9
图表 16：高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013，外 2018) .....	9

图表 17: 澳洲啤酒市场规模及增速 .....	10
图表 18: 澳洲啤酒市场份额(内 2013, 外 2018).....	10
图表 19: 韩国啤酒市场规模及增速 .....	10
图表 20: 韩国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018).....	10
图表 21: 印度啤酒市场规模及增速 .....	11
图表 22: 印度啤酒市场份额(内 2013, 外 2018).....	11
图表 23: 越南啤酒市场规模及增速 .....	11
图表 24: 越南啤酒市场份额(内 2013, 外 2018).....	11
图表 25: 青岛啤酒成本构成(2018 年).....	12
图表 26: 啤酒不同销售渠道的占比 .....	12
图表 27: 高端酒的不同环节利润空间(以 10 元/瓶为例).....	13
图表 28: 主流价格带酒的不同环节利润空间(以 5 元/瓶为例).....	13
图表 29: 百威亚太的品牌组合.....	14
图表 30: 高端公司收入增速远高于整体收入增速.....	14
图表 31: 核心品类的升级交易.....	15
图表 32: 百威英博品牌、品类的拓展.....	15
图表 33: 高端、超高端产品毛利率翻倍.....	16
图表 34: 高端化推动百威亚太吨酒价提升.....	16
图表 35: 百威亚太毛利率提升.....	16
图表 36: 科罗娜海滩场合 .....	17
图表 37: 百威电音节.....	17
图表 38: 百威亚太销售费用水平较高.....	17
图表 39: 与产品定位相匹配的渠道优势.....	18
图表 40: 餐饮渠道啤酒高端化趋势明显.....	18
图表 41: 2017 年天猫啤酒市占率 .....	18
图表 42: 3G 资本削减成本、精英管理措施 .....	19
图表 43: 收购 SAB Miller 后每年成本协同至少 14 亿美元.....	20
图表 44: 百威亚太员工人数逐年减少 .....	20
图表 45: 百威亚太费效比提升.....	20
图表 46: 百威英博与国产啤酒品牌吨酒价比较 .....	21
图表 47: 百威与国产啤酒品牌毛利率横向比较 .....	21
图表 48: 国内主要啤酒品牌吨酒价提升趋势(2018 年).....	22
图表 49: 国内啤酒企业历年吨酒价(元/吨).....	22
图表 50: 国内啤酒企业历年吨酒价提升幅度(yoy).....	22
图表 51: 百威亚太 EBITDA margin 变化情况.....	23
图表 52: 百威亚太 EBITDA margin 横向比较.....	23
图表 53: 主要啤酒品牌 EBITDA margin 拆分.....	23
图表 54: 产能利用率水平比较(产量/设计产能).....	24
图表 55: 百威中国单厂产量高于国内平均水平 .....	24
图表 56: 重啤资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元).....	24
图表 57: 重啤关厂后 EBITDA margin 回升.....	24
图表 58: 行业内可比公司估值比较(截至 2019/8/20).....	25

## 百威英博成长史

### 啤酒帝国的构建：从博浪到百威英博

百威英博成长史是一部收购兼并的历史。1999年巴西的博浪啤酒通过兼并南极洲啤酒，创办了美洲饮料。此时美洲饮料占领巴西国内啤酒市场70%的份额，寻求国际化扩张。2004年3月，美洲饮料与英特布鲁合并，组成英博啤酒。通过换股，美洲饮料和英特布鲁合并成一家新的啤酒公司英博。英博的年收入近120亿美元，业务遍布140个国家，占全球啤酒市场14%的份额。

2008年11月，英博啤酒以520亿美元控股了安海斯-布希，创建了百威英博。

2015年11月，百威英博对外宣布，以697.8亿英镑（约合1055亿美元）的对价收购全球排名第二的南非米勒。2016年11月11日，百威英博并购南非米勒的交易正式完成交割。

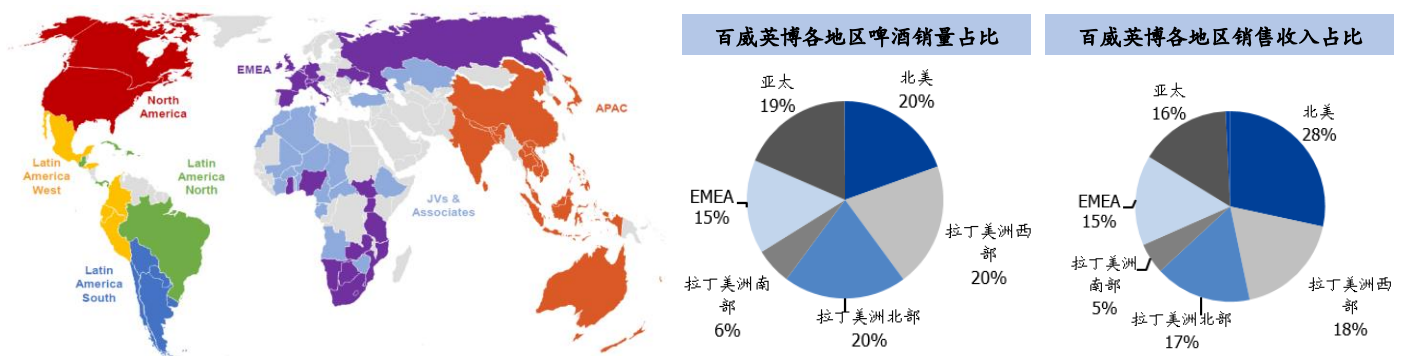
图表1：百威英博如何成长而来

时间	重要里程碑	备注
1989	加兰蒂亚买下博浪啤酒	代价6000万美元。
1999	博浪啤酒兼并南极洲啤酒，创办美洲饮料	美洲饮料占巴西市场70%的份额。
2004	比利时英特布鲁收购美洲饮料，成立英博。3G资本增持新公司股份，最终控股英博。	英特布鲁拥有时代、贝克、福佳等品牌，销量全球第三。
2008	英博收购安海斯-布希，薄睿拓担任新公司百威英博CEO。	交易对价520亿美元。
2015	百威英博宣布收购全球第二大啤酒商南非SABMiller	交易对价1055亿美元。

资料来源：《3G资本帝国》，国盛证券研究所

这一系列的收购兼并之后，成就了当前的百威英博集团。2018年百威英博旗下啤酒品牌超过500个，在超过150个国家和地区销售啤酒。2018年百威英博啤酒销量为567亿升，营收546.2亿美元，销量占全球市场份额超过30%。

图表2：百威英博全球业务布局(2018年)



资料来源：百威英博年报，国盛证券研究所

### 百威英博在亚太

百威亚太包含39个国家和地区，中国、澳洲、韩国、印度及越南是主要市场。公司产

品销往 39 个地区，生产、进口、推广、经销及出售超过 50 个啤酒品牌组合，以及其他非啤酒类饮品。截至 2019 年 3 月 31 日，公司在亚太地区拥有 62 家酿酒厂，73 个营销中心。

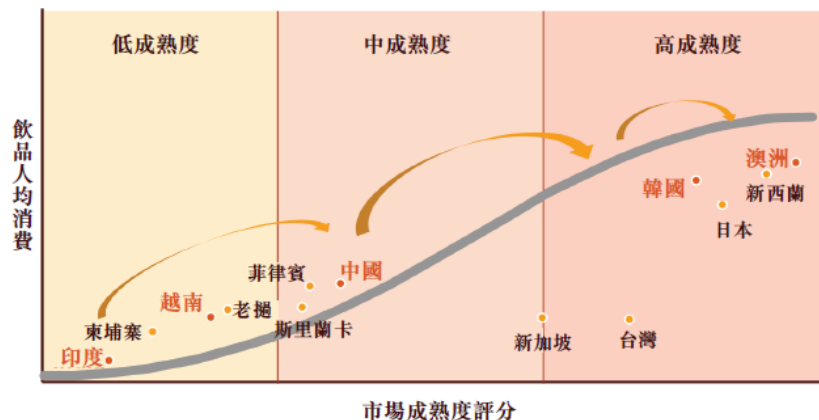
图表 3: 百威亚太业务的地域分布(截至 2019 年 3 月 31 日)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**亚太东部属成熟市场，亚太西部中低成熟度。**公司将亚太地区分为东部和西部，东部包括澳洲、日本及韩国；亚太地区西部包括中国、印度、越南以及其他亚太地区出口的地区。根据公司的市场成熟度评分，亚洲的五个主要市场中，韩国、澳门是较为稳定的高成熟度市场，印度、越南是低成熟度市场。中国正处于高端化起步，利润增长的阶段，是亚太重要市场。公司在中低成熟度啤酒市场的高增长及利润率扩展前景，与高成熟度啤酒市场业务稳定性及盈利能力之间实现多元化平衡。

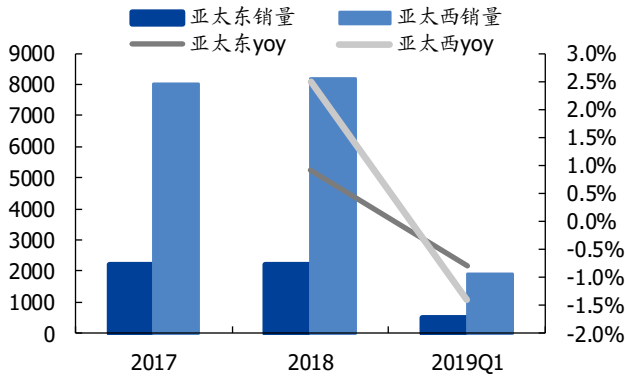
图表 4: 市场成熟度评分模型



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

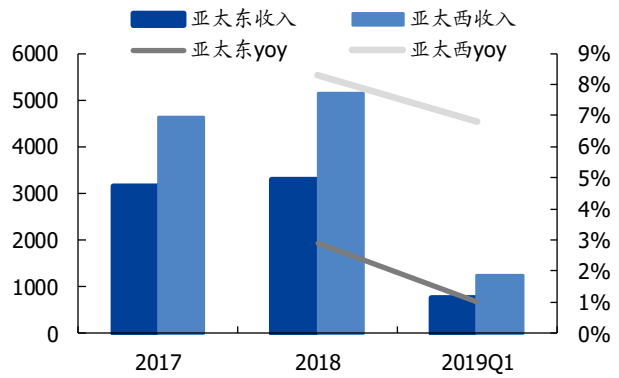
**销量端东西部二八分，收入端东西部四六分，成熟市场价更高。**2018 年亚太地区总销量 104.3 亿公升，其中亚太东 22.14 亿公升，占比 21.2%，亚太西 82.1 亿公升，占比 78.8%。从收入端，2018 年亚太地区总收入 84.6 亿美元，其中亚太东 33.07 亿美元，占比 39.1%，亚太西 51.52 亿美元，占比 60.9%。

图表 5: 百威亚太销量东西部二八分(百万公升)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 6: 百威亚太收入东西部四六分(百万美元)



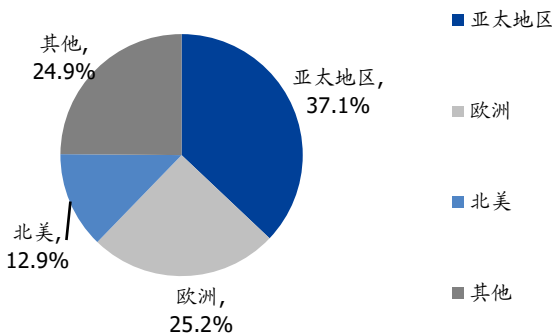
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 全球视角看亚太: 高端化驱动量价齐升

### 亚太仍是增量市场

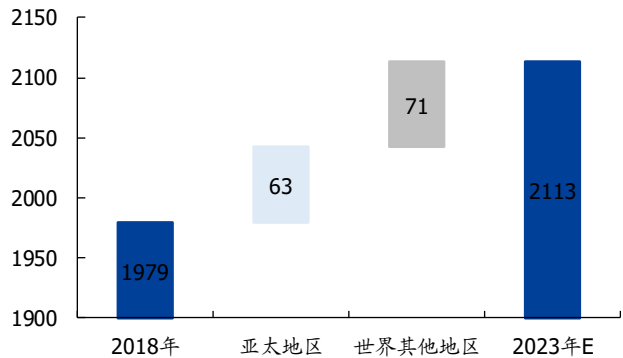
亚太地区是全球最大的啤酒消费市场,也是全球啤酒消费量增速最快的地区之一。2018年亚太地区占全球啤酒消费量的37%,且预期2018-2023年将共贡献全球啤酒消费量增幅的47%。亚太地区人口基数大、发展中国家多,经济增速高于全球平均水平,庞大的消费者群体以及对物质水平日益提升的需求,吸引全球消费品巨头来此掘金。

图表 7: 亚太地区啤酒消费量占比最高(2018年)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: 全球啤酒消费量增长(亿升)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

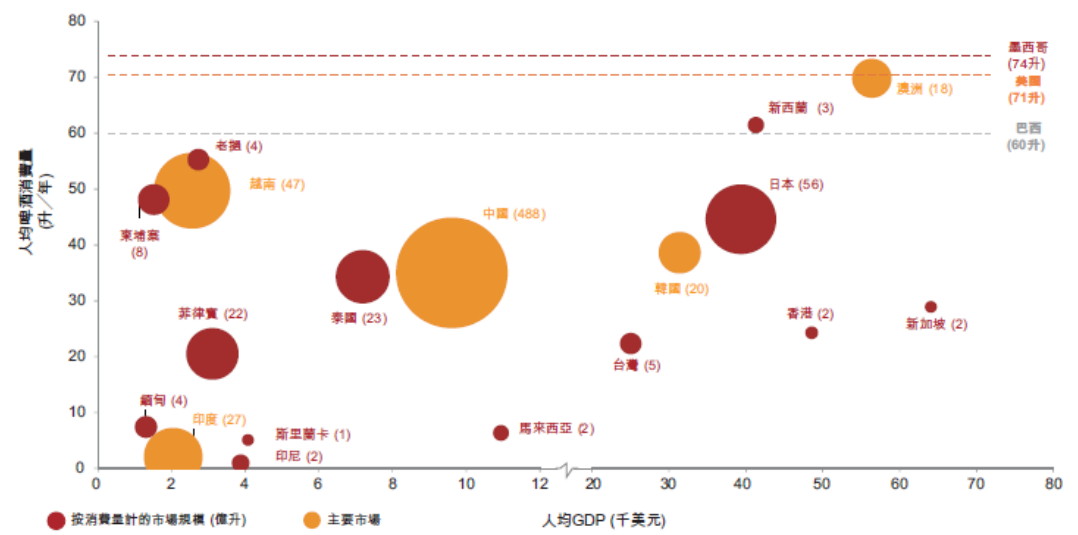
亚太地区啤酒人均消费量低,低成熟市场仍有部分增长空间。亚太地区2018年整体人均啤酒消费量约为20升,低于发达国家成熟市场(美国、巴西及墨西哥2018年分别为71升、60升及74升)。

饮食文化决定人均啤酒消费量上限,政府税收政策影响酒类消费结构,经济发展水平决定人均啤酒消费量的上行空间。

- ✓ 世界人均啤酒消费量最多的国家是“啤酒王国”捷克,2017年人均啤酒消费量137.4升,其他国家难以望其项背,这是由饮食文化所决定的。全球范围看,普遍欧美国家人均啤酒消费量更高,亚洲国家人均消费量低。
- ✓ 酒的价格、政府税收政策会影响烈酒、葡萄酒、啤酒的消费结构。2018年中国啤酒

- 消费量占酒精饮品总消费量的71.7%，韩国啤酒消费量占比56.1%，印度啤酒消费量占比47%。根据 All India Brewers' Association，印度各州对啤酒征收25%-65%不等的消费税，因而啤酒比烈酒更贵，驱使饮酒者消费更多烈酒。
- ✓ 经济发展水平提升促进人均啤酒消费量增长。在饮食文化相近的亚洲地区，日韩发达国家人均啤酒消费量更高。2017年我国人均啤酒消费量31.9升，高于全球均值25.9升，低于日本(45.9升)、韩国(40.4升)。

图表 9: 亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP

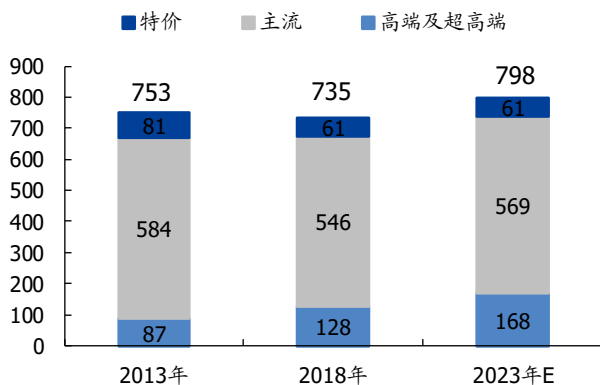


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

### 亚太处于品质升级时代

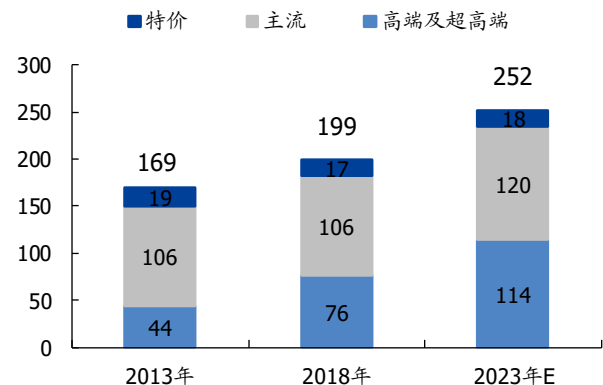
亚太地区高端化趋势明显。根据 GlobalData，2013-18 年亚太地区整体啤酒消费量下滑，仅有高端及超高端啤酒消费量复合增长率为 7.9%。预计 2018-23 年高端及超高端啤酒消费量增长 CAGR 为 5.6%，增速保持领先。从亚太地区市场规模看，预计 2018-23 年整体市场规模增长 4.8%，而消费量增长预期为 1.7%，产品结构高端化将贡献单价增长。

图表 10: 按价格类别划分的亚太啤酒市场消费量(亿升)



资料来源：GlobalData，招股说明书，国盛证券研究所

图表 11: 按价格类别划分的亚太啤酒市场价值(十亿美元)



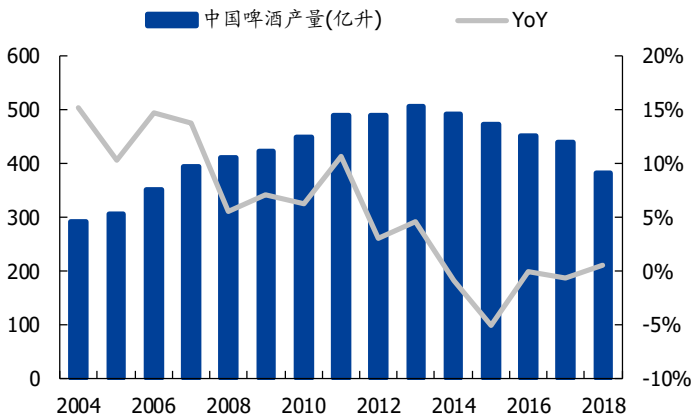
资料来源：GlobalData，招股说明书，国盛证券研究所

中国啤酒市场：皇冠上的明珠

中国市场地位重要，在百威亚太销量端占比 73%，收入端占比 58.5%。中国啤酒整体消费量超过 400 亿升，是全球最大的啤酒市场，规模体量接近是美国的 2 倍（美国 2018 年啤酒消费量 236 亿升），是日本的 8 倍（日本 2018 年啤酒消费量 56.3 亿升）。百威中国区 2018 年销量约 763.4 万吨，占亚太区啤酒销量的 73%，并且在亚太西部（包含中国、越南、印度等）啤酒销量中占比 93%。因而中国啤酒市场是百威亚太最为重要的市场之一。

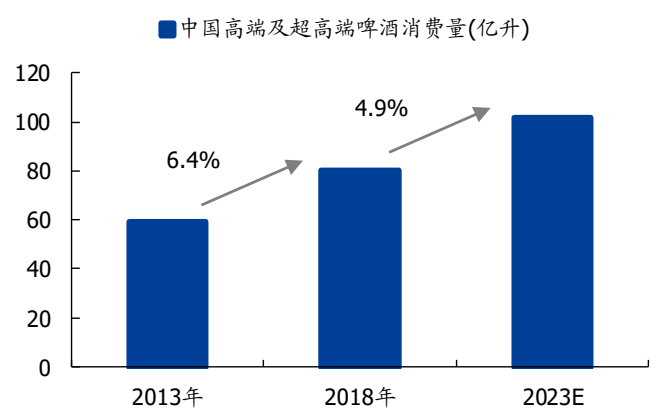
中国啤酒产量及消费量进入微量增长时期，人均消费量已经达到较高水平。受益于 2019 年二季度开始增值税率由 2017 年 17% 下降至 2019 年的 13%，以及内陆地区增长，预计国内啤酒市场 2018-2023 年恢复增长。但是考虑到我国人均啤酒消费量已经超过世界平均水平，消费主力人群结构占比下滑，预计中国啤酒消费量增长空间有限，GlobalData 预计 2018-23 年啤酒消费量复合增速为 0.9%，行业整体增长中心转变为产品组合的升级，高端及超高端啤酒未来 5 年销量复合增速为 4.9%。2013 年以后国内啤酒企业增长驱动力由“扩大销量抢市场份额”转变为“产品结构升级”。

图表 12：中国啤酒产量自 2014 年连续 5 年下行



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 13：中国高端及超高端类别消费量持续增长



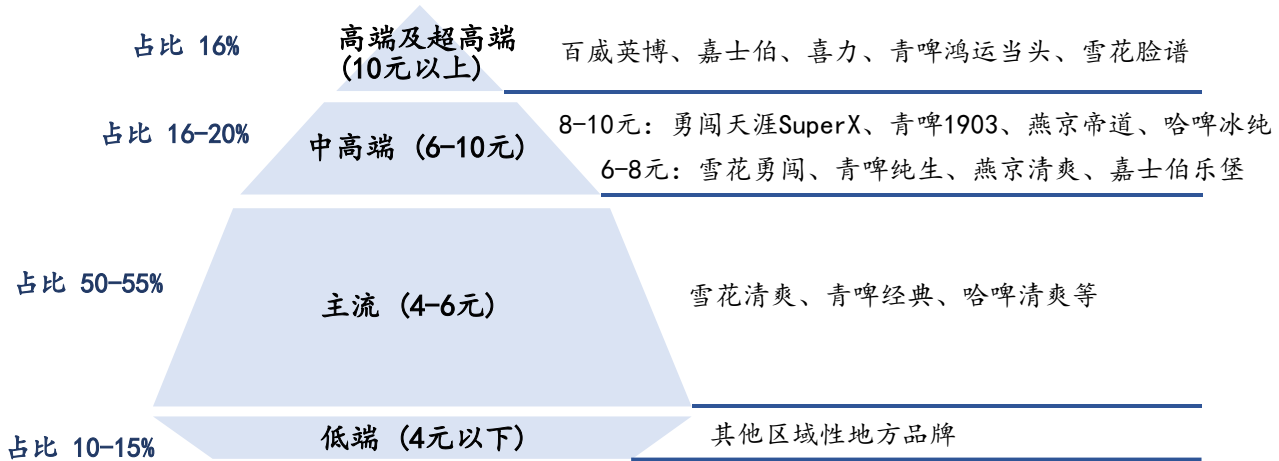
资料来源：GlobalData，招股说明书，国盛证券研究所

国内啤酒市场产品结构升级，本土企业抢占更高价格带。当前国内主流消费价格带为 3-5 元，多为淡爽经济型拉格，在整体啤酒消费量中占比 50-55%。国内啤酒消费基本每 2 元就是一个价格带，当前消费升级的主要价格带是 6-10 元，主流企业纷纷加快布局。比如青岛啤酒 2014 年推出青啤经典 1903，包装升级同时提高原麦汁浓度，定位 8 元价格带；华润雪花在 2018 年 3 月推出“勇闯天涯 superX”，定位于 18-25 岁年轻人，跟进抢占 8 元价格带。

10 元以上的高端及超高端类别消费量占比由 2013 年的 10.9% 上升至 2018 年的 16.4%。高端及超高端类别占比大幅低于成熟啤酒市场（美国为 42.1%），因而伴随经济持续发展，高端及超高端类别增长空间巨大。



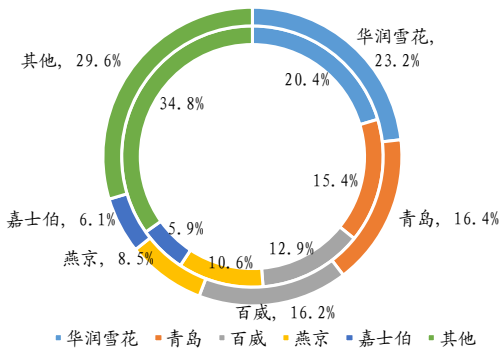
图表 14: 中国各价格带啤酒消费量占比



资料来源: 招股说明书, 佳酿网, 国盛证券研究所

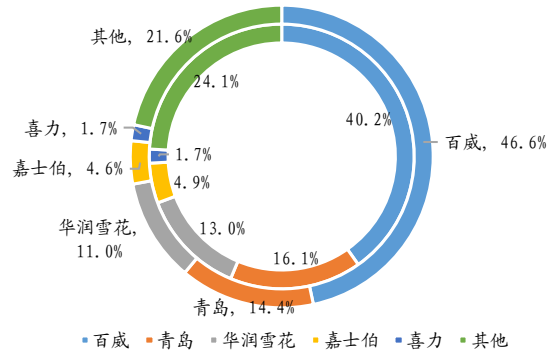
**百威中国把握高端及超高端啤酒消费市场主导权。**按全部消费量计, 2018年百威市占率为16.2%, 仅次于华润雪花(23.2%)、青岛啤酒(16.4%), 位列第三。但是在高端及超高端市场, 百威中国牢牢霸占冠军位置, 市场份额从2013年的40.2%提升至2018年的46.6%。与此同时青岛啤酒、华润雪花在高端及超高端市场的市占率受到挤压。华润啤酒为了在该价格带取得突破, 于2019年4月完成了对喜力中国业务的并购。

图表 15: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 16: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

### 成熟市场: 澳洲、韩国百威市占率高

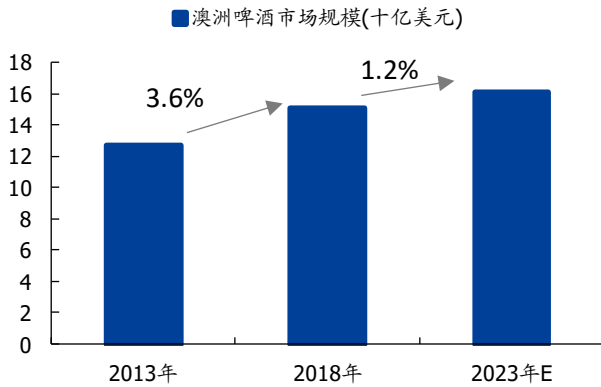
澳洲、韩国是成熟啤酒市场, 人均消费量高、吨酒价相对较高, 且市场格局稳定, 属于盈利能力高、现金流稳定的现金牛市场。

澳洲市场 2018 年啤酒消费量 17.6 亿升, 人均啤酒消费量约 70 升, 预计未来 5 年啤酒消费量复合增速约为 0.2%; 2018 年啤酒整体市场规模 151 亿美元, 预计未来 5 年市场规模复合增速约为 1.2%。澳洲消费者对低卡路里、低酒精啤酒消费需求增加, 精酿、艾尔及小麦啤酒受到欢迎。澳洲市场 2018 年 CR 5 占比达到 91.9%, 其中百威英博占比 48.8%, 第二名 Lion Nathan 市占率 36.4%, 呈现寡头垄断格局。

继百威亚太暂停在香港 IPO 之后, 2019 年 7 月 19 日百威英博以 160 亿澳元(约合 113

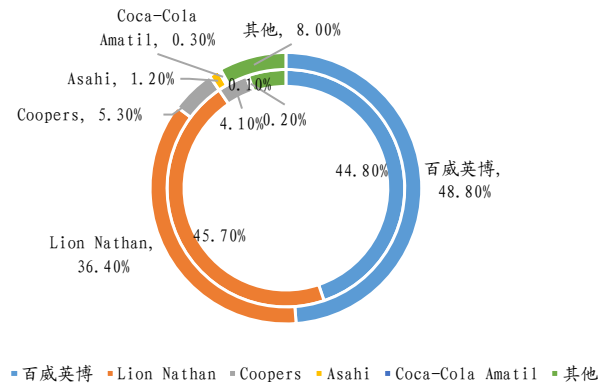
亿美元)将其澳大利亚子公司 Carlton&United Breweries(CUB)出售给朝日集团,交易对价为2018年调整后 EBITDA 的 14.9 倍。

图表 17: 澳洲啤酒市场规模及增速



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

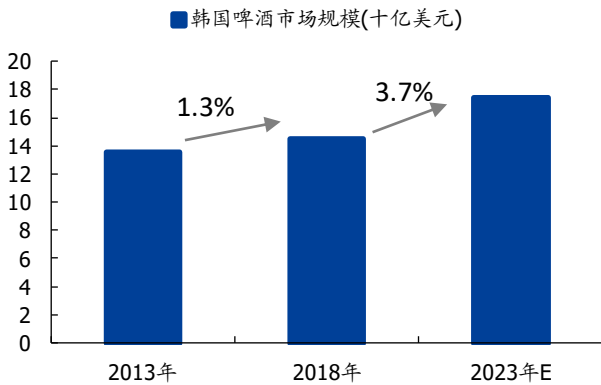
图表 18: 澳洲啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

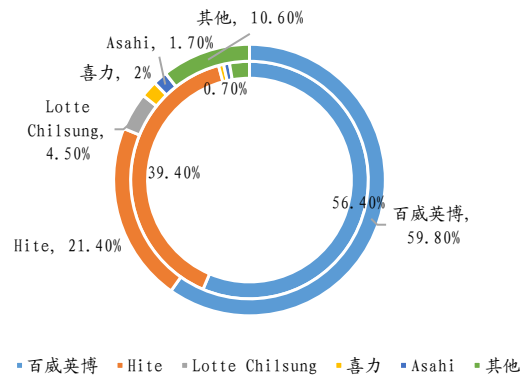
韩国啤酒市场在成熟度方面与澳洲相似。2018年韩国啤酒消费量20亿升,未来5年消费量复合增速约为2%,高端及超高端啤酒类别贡献主要增量,预计2018-23年复合增速为12.3%。2018年整体啤酒市场规模145亿美元,未来5年市场规模复合增速约为3.7%。韩国啤酒消费由主流向高端化过渡明显,进口啤酒品牌、精酿啤酒增长较快。2018年啤酒市场CR5市占率达到89.3%,百威英博市占率59.8%,接近第二名Hite市占率的3倍,龙头地位突出。

图表 19: 韩国啤酒市场规模及增速



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 20: 韩国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)

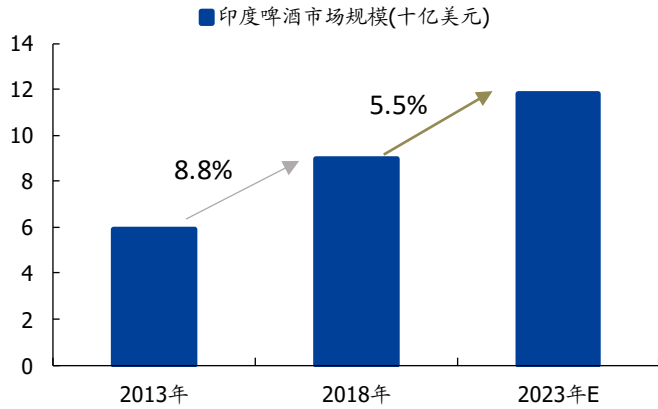


资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

### 低成熟度市场: 印度、越南百威仍是市场跟随者

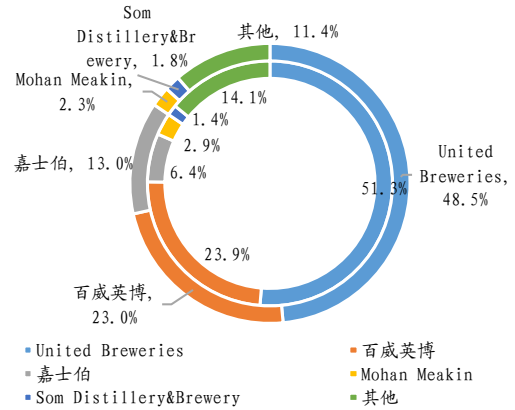
低成熟度啤酒市场量价均有增幅空间,市场竞争格局较为分散,百威仍是市场跟随者。印度啤酒市场成熟度低,整体酒类消费量低,且消费结构中当地烈酒占比仍较高(啤酒消费税更高),人均啤酒消费量仅为2升。但考虑到印度宗教文化不提倡饮酒,预计未来酒类消费增量有限。根据 GlobalData 预计印度 2018-23 年啤酒消费量复合增长率为 6.6%; 2018 年啤酒市场规模 90 亿美元,预计未来 5 年复合增长率 5.5%。2018 年印度啤酒市场 CR 5 市占率为 88.6%,百威亚太按啤酒销量计排名前三,市占率为 23%。

图表 21: 印度啤酒市场规模及增速



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

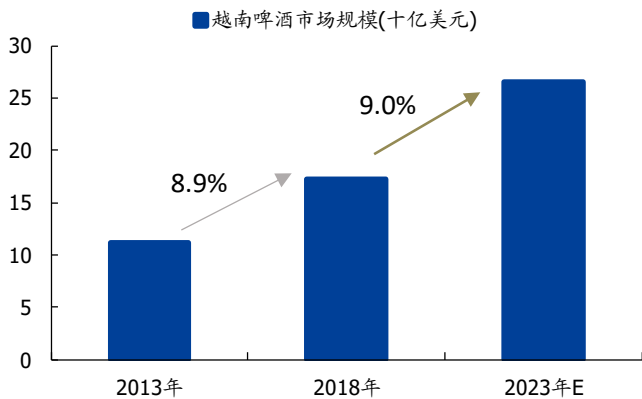
图表 22: 印度啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

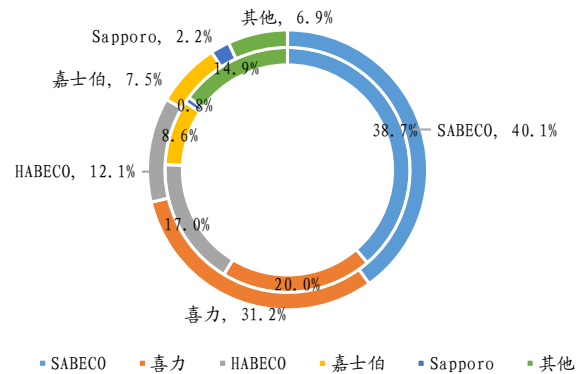
越南啤酒市场是亚太地区增长较快地区之一, 2018年越南人均啤酒消费量接近50升, 整体啤酒销量47亿升, 预计未来5年销量复合增长率为3.9%, 高端及超高端啤酒销量增长更快达到8.9%; 2018年整体啤酒市场规模173亿元, 预计未来5年增长CAGR为9%。越南啤酒市场CR5市占率93.1%, 按销量计百威英博排名第8名, 按高端计超高端类别排名前三。

图表 23: 越南啤酒市场规模及增速



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 24: 越南啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

## 开源: 抓住产品结构升级趋势

### 高端、低端价格带的竞争差异

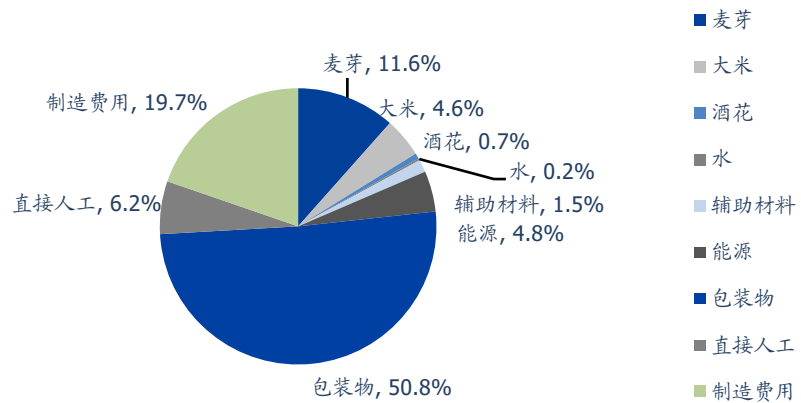
高端及超高端啤酒领域的竞争, 是赚品牌、文化营销的钱; 中低端啤酒的竞争, 是赚运营周转能力的钱。高端啤酒与中低端啤酒运营的差别主要体现为:

- ✓ **销售半径以及是否回瓶的差异。** 瓶装啤酒由于运输问题具有销售半径, 一方面是瓶装啤酒运输距离过长可能导致瓶子破裂, 另一方面运输半径受限于低价瓶装啤酒的价值, 以及回瓶的便利性。

高端啤酒不回瓶, 销售半径更大; 中低端价格啤酒为节省成本, 需要回瓶, 因而销售半径受限。据终端调研了解, 行业平均回瓶水平约为50-60%, 基本符合主流、低端啤酒销量占比。根据青岛啤酒2018年年报数据, 成本构成中包装物成本占比

为 50.82%，因而包材成本变动对公司毛利率水平影响较大。根据调研数据，购买新玻璃瓶的成本约为 1 元左右，但是回收一个啤酒瓶的成本仅为 4-5 角左右，包材成本上行阶段，啤酒企业通常会提高回瓶比例。

图表 25: 青岛啤酒成本构成(2018 年)

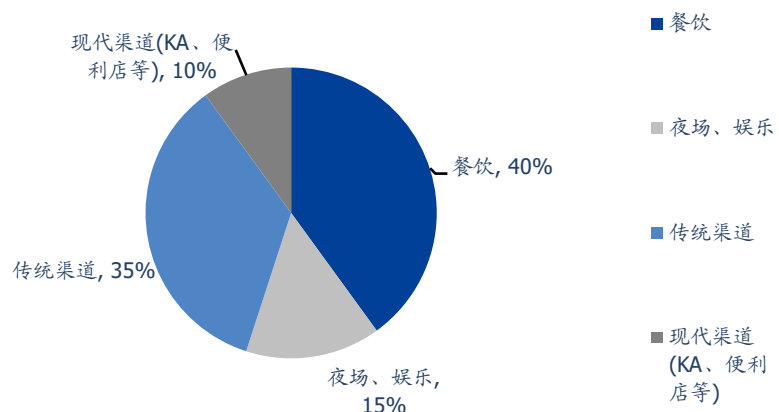


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- ✓ **销售渠道的差异。**我国啤酒消费渠道以即饮为主，即饮包括餐饮、夜场及娱乐渠道，其中餐饮渠道销量占比约 40%，夜场及娱乐渠道占比 15%，合计占比为 55%；非即饮渠道中诸如杂货店、小卖部销量占比 35%左右；现代渠道如 KA、便利店、电商等，销量占比约 10%。

百威英博在国内夜场、娱乐渠道优势明显。高端及超高端啤酒在夜场及娱乐渠道占比较高，夜场消费者主要是思想开放、追求时尚有较强名牌意识的年轻人，对高价啤酒接受程度更高。夜场酒吧 KTV 提供的啤酒主要以 330-350ml 小瓶装或拉罐装为主，单只价格为 10-30 元。百威英博采用厂家直销的方式，直接向大型夜场酒吧、KTV 客户供货，形成稳定的合作关系。

图表 26: 啤酒不同销售渠道的占比

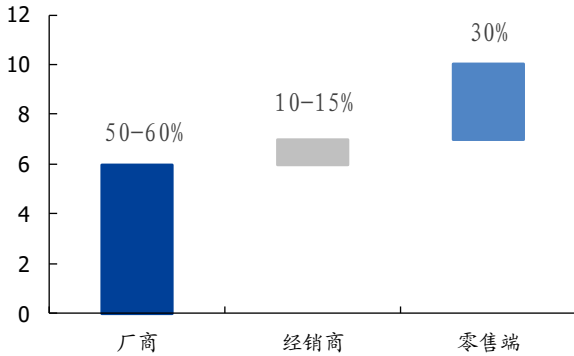


资料来源：《中国酒业》，草根调研，国盛证券研究所

整个啤酒行业的特点是零售终端话语权更强，但分配利润蛋糕的过程中，高端啤酒给足了渠道后还有足够的自留利润。由于啤酒动销对终端依赖程度高，且主流价格经济型拉

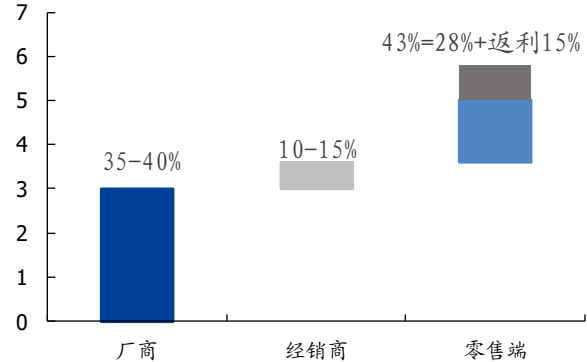
格啤酒口味同质化明显，导致零售终端在渠道利润分配中占有较大优势。根据终端调研及访谈，通常零售终端渠道利润空间在30%以上，强势的终端比如夜场加价率可以达到100%。在竞争激烈的区域市场，厂家为鼓励终端渠道动销，会通过返利、锁店等方式给予零售终端补贴，比如每动销一箱返利20元。啤酒行业厂商通过深度分销方式直控终端，经销商的功能被弱化为配送及维护，利润空间为10-15%，主要以高周转率获利。品牌力强的高端价格带啤酒附加值更高，给渠道留足利润空间后，仍然具有较高毛利率水平（50-60%）。国内主流价格带啤酒的毛利率空间为35-40%，在过去以抢市场份额为主的策略下，扣除给渠道、终端的返利后，净利润率在10%以内。

图表 27: 高端酒的不同环节利润空间(以 10 元/瓶为例)



资料来源: 终端调研, 《啤酒江湖》, 国盛证券研究所

图表 28: 主流价格带酒的不同环节利润空间(以 5 元/瓶为例)



资料来源: 终端调研, 《啤酒江湖》, 国盛证券研究所

## 长袖善舞，领衔高端市场

### 纵横构造多层次产品组合

纵向打造多层次、多品牌的产品组合，覆盖不同需求的啤酒消费者。公司的啤酒根据品质和价格带可以分为三类：高端及超高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌。产品组合中每个品牌均服务于独特目的，具有特定市场定位，在品牌下提供产品细分，以吸引不同的消费群及使用不同的价格策略。每个品牌都是公司重要的一部分，通过满足对不同价格带、不同品类啤酒的消费需求创造内在收益增长。

推广“高端公司”模式+收购当地主流啤酒品牌。百威在中国市场利用其全球旗舰品牌、跨国品牌主攻高端啤酒市场，并开发了“高端公司”模式，主要运作全球、专业及精酿啤酒品牌组合。同时在本土主流啤酒市场，通过收购并运作当地知名啤酒品牌获取市场份额，比如哈尔滨啤酒、雪津啤酒。

- ✓ 全球旗舰品牌：百威，时代，科罗娜
- ✓ 跨国品牌：福佳、贝克、乐飞
- ✓ 地区品牌：凯狮、Great Northern、哈尔滨、雪津、Victoria Bitter

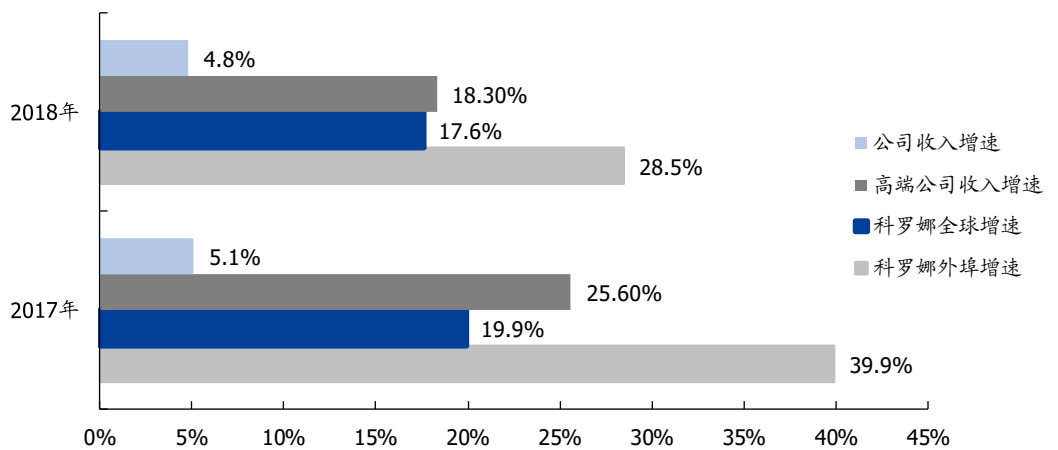
图表 29: 百威亚太的品牌组合



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**高端公司收入增速拉动公司整体增速。**2017/18 年高端公司收入增速分别为 25.6%/18.3%，远高于公司整体收入增速。以全球旗舰品牌之一的科罗娜为例，其 2017/18 年全球收入增速分别为 19.9%/17.6%，而墨西哥以外的外埠收入增速更高达到 39.9%/28.5%，尤其在中国、澳大利亚、阿根廷等国家表现突出。

图表 30: 高端公司收入增速远高于整体收入增速



资料来源: 百威英博年报, 国盛证券研究所

**包装、品质升级, 在同一品牌系列中引入不同价位啤酒。**随着低成熟度啤酒市场的发展, 在同一品牌系列中引入不同价位的啤酒以满足消费者通过啤酒表达其社会经济地位及对特殊场合的需求。从公司角度出发, 针对一个主品牌进行广宣投入经济效益更高。例如 2014 年公司推出百威铝罐装, 不仅提供了更好的消费者体验, 并且视觉上独特的红色包装能够吸引新一代年轻消费者; 2014 年百威金樽在国内福建、广东上市, 定位高端餐饮市场, 主打“精选优质麦芽, 全程手工采摘雅基玛山谷优质酒花”, 定价高于百威经典瓶装。这些不同系列的产品都属于百威品牌, 共同分享品牌价值, 但针对的消费场景、细分人群有所差别。

图表 31: 核心品类的升级交易



资料来源: 招股说明书, 百威京东自营旗舰店, 国盛证券研究所

**横向拓展啤酒品类, 获得小众市场的高附加值。**公司能够利用丰富的品牌组合满足不断变化的消费者偏好。由于亚太市场中有较大比例消费者达到更高的可支配收入水平, 因而公司引入不同口味的啤酒、或具有较低酒精含量的啤酒, 以满足不断增长偏好易饮啤酒的消费人群。在高价位段, 消费者偏好更高水准的啤酒, 因而公司引入各种小麦啤酒、艾尔啤酒以及布局精酿品牌。

**提前布局精酿啤酒品牌。**在澳洲打造 Yak Ales (于 2008 年成立的) 作为入门精酿啤酒品牌, 并打造 Pirate Life (于 2014 年创立) 及 4 Pines (于 2008 年成立的) 为高端品牌。于韩国打造 Hand&Malt 为高端品牌。公司 2017 年在中国收购拳击猫啤酒屋, 2018 年在武汉设立最先进的精酿啤酒酿造厂。

图表 32: 百威英博品牌、品类的拓展



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

**百威英博在亚太地区不遗余力推行高端化策略。**2013 年百威在中国推出百威金尊、哈尔滨清凉, 定位餐饮渠道。2014 年百威英博重新收购韩国领先啤酒品牌 Oriental Brewery(OB), OB 拥有强势的品牌组合, 包括 Cass(凯狮, 韩国销量第一的啤酒品牌)、OB Golden Lager 以及 Cafri。2015 年百威中国区核心+、高端及超高端品牌销量获得双

位数增长，并占到公司中国区销量的50%以上。

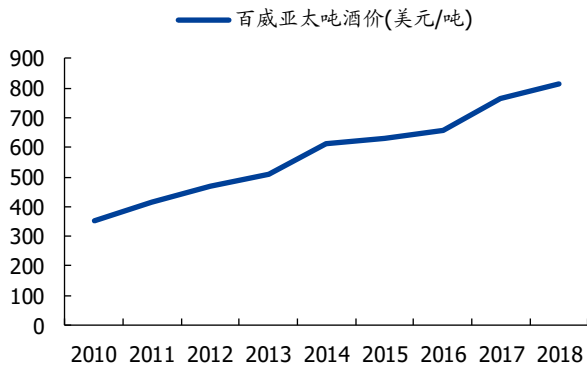
从财务角度看，产品结构高端化推动整体吨酒价，打开了利润空间。根据公司公告，高端产品的毛利率是核心&实惠产品的5倍，超高端产品的毛利率是核心&实惠产品的9倍。因而推动产品结构高端化，提升高端及超高端产品占比是提升吨酒价以及整体毛利率的最大驱动力。2010-18年百威亚太吨酒价增长的CAGR为11.04%，自2010年的351.5美元/吨提升至812.3元/吨。百威亚太的毛利率自2009年44.9%提升至2018年55.2%，逐步缩小与百威全球毛利率的差距。

图表 33: 高端、超高端产品毛利率翻倍



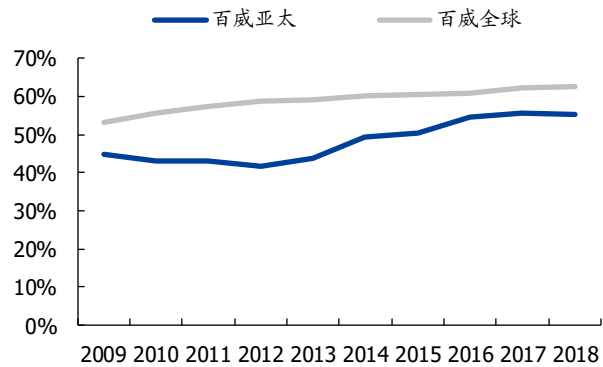
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34: 高端化推动百威亚太吨酒价提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 百威亚太毛利率提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 出色的品牌塑造&市场营销

品牌是与消费者之间关系的基础和基石，也是取得长期成功的关键所在。百威亚太招股书里归纳为，“我们的成功取决于我们保持及提升现有产品形象和声誉、以及为新产品建立有利形象和声誉的能力。”

成功将特定啤酒品牌与引用场合绑定。通过迎合消费者的愿望及在所有市场上建立领先的地位，创造可持续竞争优势。根据产品组合方法专注各个品牌的发展策略。在中国开发百威定位于家居场合，科罗娜定位海滩场合，韩国开发凯狮定位餐前啤酒场合，澳洲 Carlton Zero 定位无酒精啤酒场合。



- ✓ 科罗娜卖的是“阳光、海滩和青柠”。科罗娜的营销非常强势，在墨西哥本土就以沙滩啤酒的形象传播，其广告词“当生活给你阻碍，找片沙滩吧”。科罗娜还开展公益性“拯救沙滩行动”，本质也是关联沙滩属性。此外 Corona 还在引用方式上对顾客进行引导，提倡顾客在喝啤酒的时候要塞一颗柠檬进去，因为 Corona 本身口味偏淡，经柠檬过滤后会变得更加清润。
- ✓ 百威金樽定位“单一品种麦芽啤酒”，场景是美食佐餐。绑定谢霆锋及其创办的美食节目“十二道锋味”，广告词为“用单一品种麦芽的纯味，释放每一道地方真味”。

用品牌理念、内容营销吸引年轻人。“敬真我”的内容营销理念所面向的受众是有激情、有活力的年轻人，贴合年轻人的不随波逐流和不服输的精神。百威在中国市场引进各种电音和派对文化，举办百威电音节，传递自身年轻时尚的品牌形象。此外百威通过视频短片、微电影等方式，比如《20 年后的谢谢》、《最长的骑行》，让受众更有代入感，形成与消费者的互动、共鸣，愿意自发的传播。

图表 36: 科罗娜海滩场合



图表 37: 百威电音节

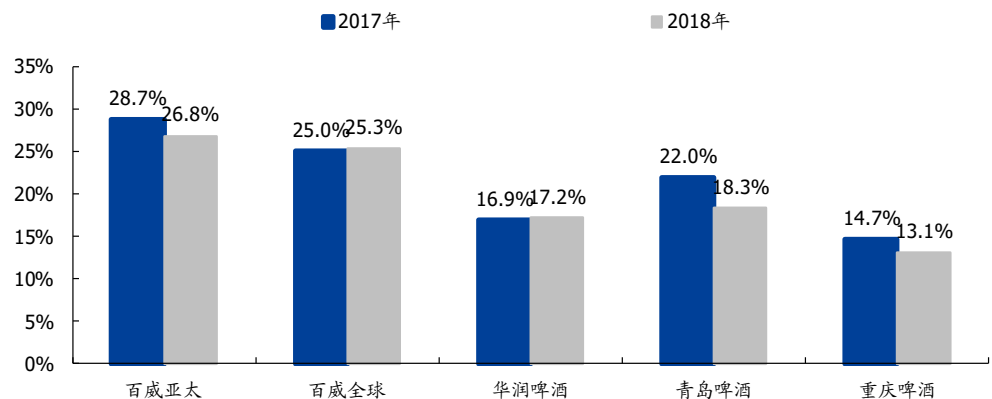


资料来源: 网络整理, 国盛证券研究所

资料来源: 百威官网, 国盛证券研究所

百威亚太的销售费用率处于较高水平。由于百威在亚太区定位高端啤酒品牌、并着力推广高端产品组合，为保证品牌影响力需要投入较多销售费用。百威亚太 2018 年销售费用率 26.8%，高于百威全球的 25.3%，可比口径下高于国内啤酒品牌的销售费用率水平。当前百威英博已经成本国内高端啤酒的代表品牌，在高端及超高端啤酒市场市占率领先，预计未来百威亚太销售费用率将逐步回归百威全球的水平。

图表 38: 百威亚太销售费用水平较高



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

与产品相匹配的渠道优势

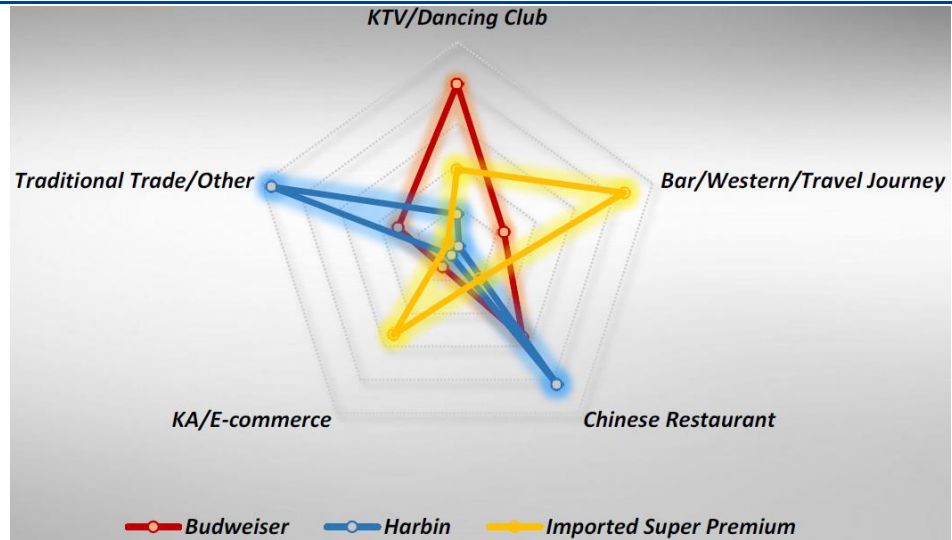
百威英博在亚太地区约有 6000 家经销商，75%经销商位于亚太地区西部，25%经销商位于亚太地区东部。

**在夜场、娱乐渠道占据优势，发力餐饮、电商渠道。**由于现代贸易增长、餐饮渠道啤酒消费增加及电子商务增长，中国各种产品的整体市场路径正在发生变化。百威 2018 年年报中写道，中国区业绩增长原因除全球超高端品牌增长强劲外，渠道方面餐饮和家庭消费场合的比重增多。

中国区的餐饮渠道是百威英博的重点布局对象。餐饮渠道消费提供更高的平均销售价格及由此带来的盈利能力，预计将提高行业整体盈利能力。啤酒在国内消费场景以佐餐居多，百威英博利用哈尔滨品牌主要拓展大众餐饮渠道，百威品牌拓展高档餐饮渠道，并且在 2013 年针对餐饮渠道推出哈尔滨清凉、百威金尊新品。

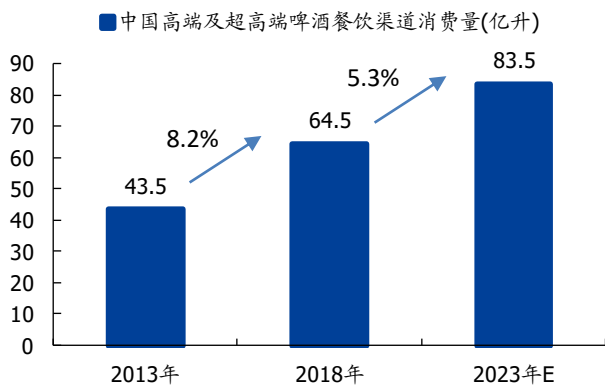
百威中国区电商渠道高增长，对应家庭消费场景。根据 Kantar Consulting 的数据，中国于 2017 年通过电子商贸渠道销售的快消品总量占比约 13%，而其中饮料的占比仅为 2%，预期到 2022 年前将增加至 10%。百威英博主要在电商渠道销售超高端啤酒品牌，2018 年百威中国区电子商务业务同比增长 78%，2018 年增加了 5.2% 的份额。

图表 39: 与产品定位相匹配的渠道优势



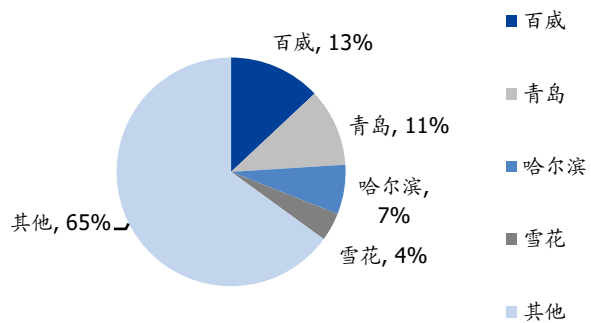
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 餐饮渠道啤酒高端化趋势明显



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 41: 2017 年天猫啤酒市占率



资料来源: 淘数据, 国盛证券研究所

## 节流：削减不必要的成本以投放品牌及市场营销

### 3G 资本文化的植入

削减成本、精英化管理是 3G 资本的文化精髓。在 3G 资本的影响下，百威英博的文化也倡导持续改进，公司强调“找到差距”和“弥补差距”，强调“永不知足”。百威英博擅长通过收购进行扩张，在整合新的公司中削减成本、推行精英化管理，在发挥协同作用的同时提升公司的利润率水平。1989 年收购博浪啤酒后，第一件事就是开始削减成本。马塞尔充分利用加兰蒂亚的理念，3 个月清理了 2500 名员工（包括被解雇、退休及自愿离职的人），相当于减少了 10% 的员工数，但节省了 18% 的工资总开支。2008 年收购安海斯-布希结束后，博睿拓及其团队在不到一年的时间里削减了 10 亿美元开销，并出售了近 90 亿美元的资产。

图表 42: 3G 资本削减成本、精英管理措施

措施	目的	具体内容
精简人员	控制费用，减少员工支出	辞退美洲商店 6500 名店员；辞退博浪啤酒 2500 名员工；收购 SAB Miller 后计划 3 年内裁员 5500 人。
削减不合理费用	控制费用，减少管理费用	高管出行乘坐商业航班经济舱；高管黑莓数量从 1200 部下降到 720 部；取消免费发放的啤酒、比赛门票。
出售部分资产	获得现金偿还借款，减少财务费用	2008 年出售安海斯-布希的海洋工愿、易拉罐厂、青岛啤酒 27% 股份、韩国 OB 啤酒以及中东欧啤酒业务。
引入可变薪酬制度	控制费用，利用股权激励等方式激励高管，减少公司现金流出	“低固定工资+高奖金”模式，2008 年收购 AB 公司后向 39 位高管提供市场价值 10 亿美元股票期权，只有在 2013 年将公司债务减少一半才能获得。
人才策略、精英管理	提高员工积极性、效率	倾向招聘“PSDs”出身贫寒、聪明、有强烈的致富愿望的年轻人。保持公司总人数稳定，每年淘汰 10% 左右。
梳理分销商	控制销售费用	挤压分销链，使分销商为了赚钱而扩大规模。
关停工厂	减少摊销折旧，提高生产效率	2017 年关停洛阳工厂，安置员工整合至新乡工厂。

资料来源：《3G 资本帝国》，国盛证券研究所

### 供应链管理

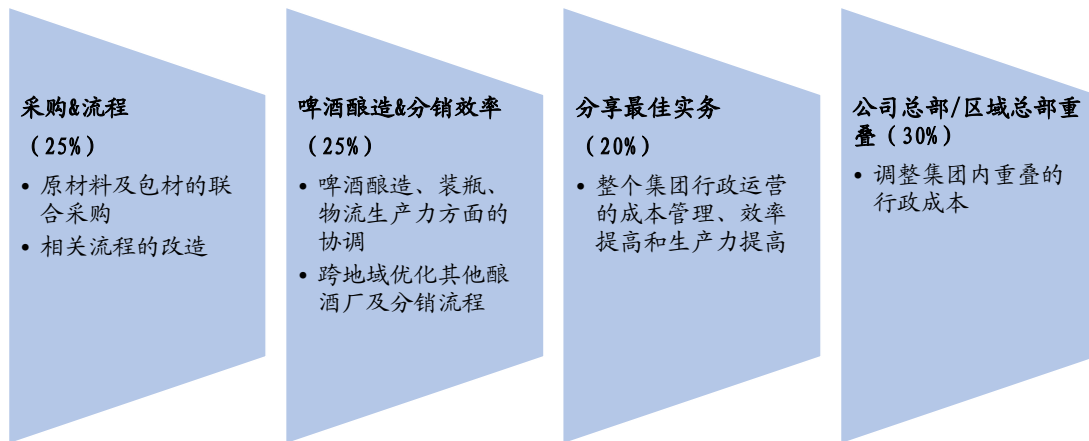
百威英博的核心能力是，避免不必要的成本以释放资源进一步投放品牌及营销。公司重视营运效能提升，致力于减省管理开支、提升费效比。公司继续制定计划及措施，务求减少与扩展业务无关的开支，并重点投放资源于品牌及市场营销。为提高公司整体运营效率，百威集团设立了一系列节省成本计划：

- ✓ **工厂最优化管理 (VPO)**: 旨在促进酿酒业务的效能及标准化，同时改善品质、安全水平及环境，以达致节省成本的目的。不断改变方式以达致效能提升是该计划的核心，而且我们已经制订全面培训计划，帮助员工在日常业务中实施 VPO。公司在供应链和物流的各个缓解均设立改进目标，好的工厂成为标杆，其他工厂则比照改进。百威英博在用水、用电等各项指标中大大领先于其他的啤酒企业。百威英博在亚太地区的酿酒厂在全球同业 VPO 可持续性酿酒厂排名榜前二十名中占 80%。
- ✓ **零基预算法 (ZBB)**: 每年的预算决定不计及过去年度的开支水平，而必须以年初（即以零基开始）起计的未来预期利益为依据。员工薪酬与零基预算的制定紧密挂钩。零基预算法以“零”为起点观察和分析所有业务活动，并且不考虑过去的支出水平，有利于提高员工的“投入-产出”意识，从投入开始减少浪费，通过成本-效益分析，提高产出水平。

- ✓ **共享服务中心:** 百威英博已经在主要市场设立多个共享服务中心, 有助于工作标准化, 以及确定及分享业务间的最佳实务操作方法, 以令部门团队注重核心能力及价值创造。

2009年百威英博通过在采购、运营上的协同效应贡献 EBITDA 同比增长 16.6%, EBITDA margin 自 2008 年的 30.8% 提升至 35.5%。2016 年百威英博收购 SAB Miller 后设定了成本协同计划, 除 SAB Miller 已经确定的 10.5 亿美元成本及效率节约外, 预计经过 4 年时间回归正常运转后每年将节约 14 亿美元税前成本协同。这些成本协同主要来自于: 1) 采购及流程改造: 原材料及包材的联合采购; 2) 生产及分销: 啤酒酿造、装瓶、物流等方面的协同, 以及跨区域生产、分销的优化; 3) 分享最佳实务: 通过树立标兵工厂、学习缩小差距等方式提升整个集团的效率提升; 4) 公司总部/区域总部重叠: 整合后调整集团内部重叠的行政成本。

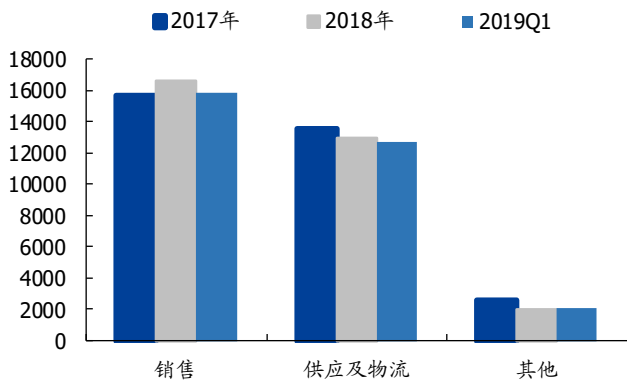
图表 43: 收购 SAB Miller 后每年成本协同至少 14 亿美元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

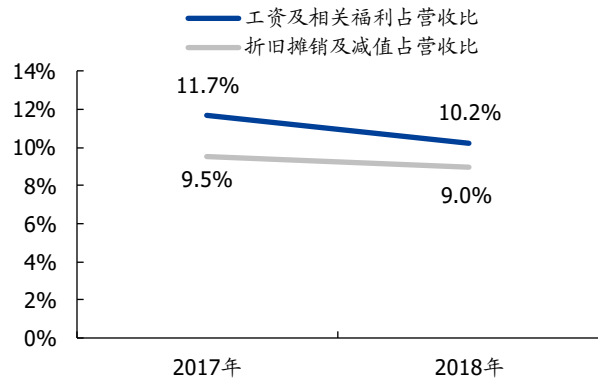
成本管控、供应链优化使得公司费效比逐步提升。截至 2019 年一季度百威亚太员工总数为 30606 人, 较 2018 年减少 917 人, 较 2017 年减少 1288 人。其中供应及物流人员明显下降, 占到减少总人数的 65%。2018 年工资及相关福利占营收比重为 10.2%, 较 2017 年下降 1.5 pct; 折旧摊销及减值占营收比重同比下滑 0.5 pct。

图表 44: 百威亚太员工人数逐年减少



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 百威亚太费效比提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 财务对比：国内啤酒企业的进阶之路

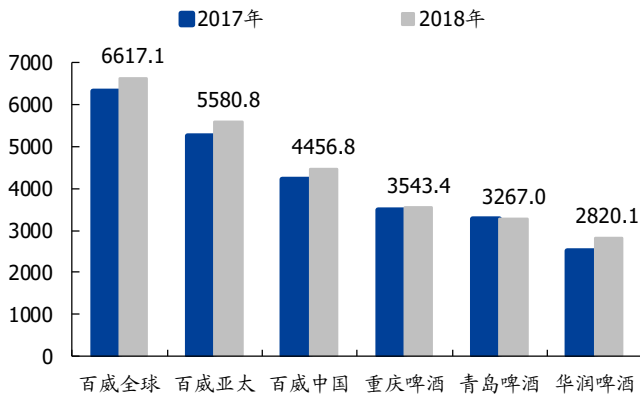
《3G 资本帝国》中写道，百威英博对啤酒企业经营的考核通常会有四大目标：市场份额、费用支出、EBITDA、现金流。2008 年完成收购安海斯-布希，2009 生存之年只需专注于两个目标：EBITDA 和现金流。可见现金流对啤酒行业的重要性。由于啤酒行业重资产属性，过高的折旧摊销费用计入成本、费用，无法反映真实的盈利水平。我们从毛利率、EBITDA 利润率角度来比较百威亚太与国内主要啤酒公司的差异。

### 毛利率：产品结构升级空间大

国内啤酒企业吨价仍有较大提升空间。百威亚太的 2018 年的销售吨价约为 5580.8 元/吨，低于百威全球的吨价，但高于百威中国区 4456.8 元/吨，并远高于中国区其他主要啤酒品牌吨酒价。以华润啤酒为代表国内啤酒的主流价格带在 2500-2800 元/吨，百威中国吨酒价是其 1.6 倍。国内高端啤酒与实惠啤酒价格差异突出，2018 年中国超高端啤酒价格接近实惠啤酒价格 11.6 倍，而在印度及澳洲的差异则分别为 6.1 倍及 1.6 倍。随着国内啤酒企业持续进行产品结构升级，吨酒价提升空间较大。

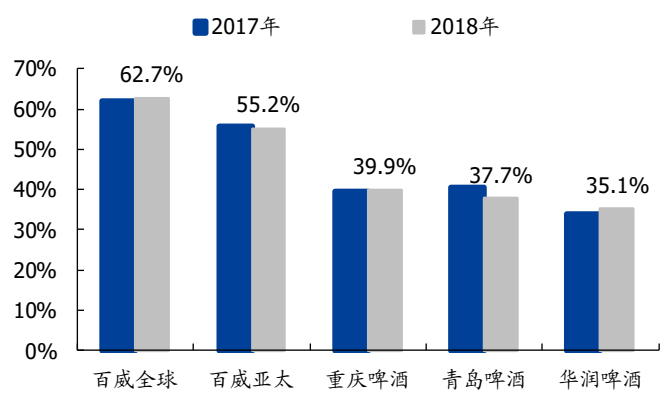
吨酒价是提高毛利率主要推动力。受益亚太地区高端化趋势，百威亚太保持内生增长并逐步缩小与百威全球的毛利率差异。中国区 2013 年之后啤酒进入存量增长阶段，高端化趋势加速，2014 年中国工业啤酒整体销量下滑接近 4%，但百威英博中国区销量不降反增 1.6%，其中百威中国区核心品牌百威、哈尔滨、雪津（占百威中国啤酒销量的 73%）销量增长 7.8%。百威亚太毛利率自 2013 年 44% 提升至 2018 年的 55.2%；同一阶段百威全球的毛利率自 2013 年 59% 提升至 62.7%，差距逐步缩小。横向比较来看，国内啤酒品牌的毛利率水平位于 35-40% 之间，提升空间大。

图表 46：百威英博与国产啤酒品牌吨酒价比较(元/吨)



资料来源：百威英博年报，国盛证券研究所

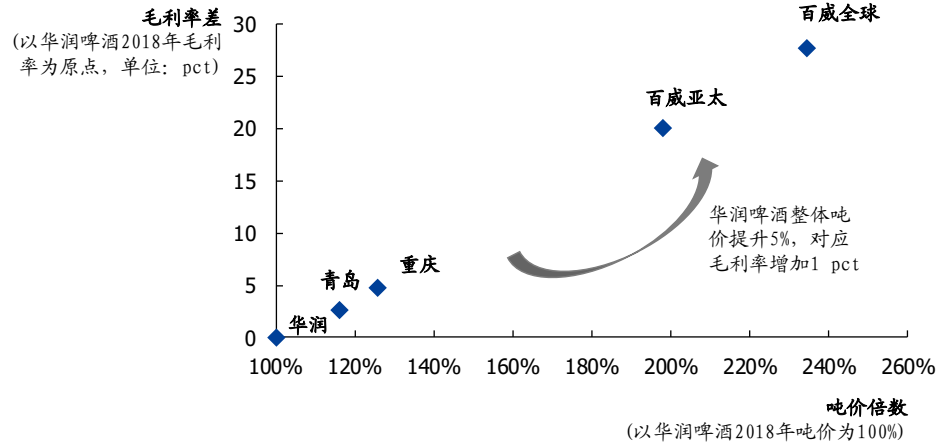
图表 47：百威与国产啤酒品牌毛利率横向比较



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

重点关注啤酒企业吨酒价提升对毛利率贡献。为了更直观的展示吨酒价提升幅度对毛利率的贡献，我们以代表国内主流价格带的华润啤酒为原点，横轴 x 为吨价倍数（其他品牌吨酒价/华润啤酒吨酒价\*100%），纵轴 y 为毛利率差（其他品牌毛利率-华润啤酒毛利率），均为 2018 年的毛利率、吨价的静态数据。如下图所示，随着吨价倍数增长，毛利率差线性增长，相当于华润啤酒整体吨价提升 5%，对应毛利率增加 1 pct。

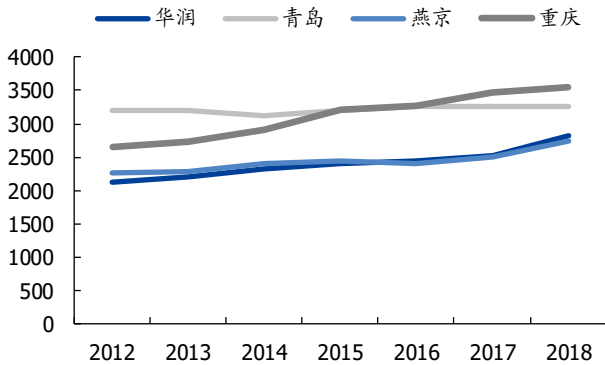
图表 48: 国内主要啤酒品牌吨酒价提升趋势(2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

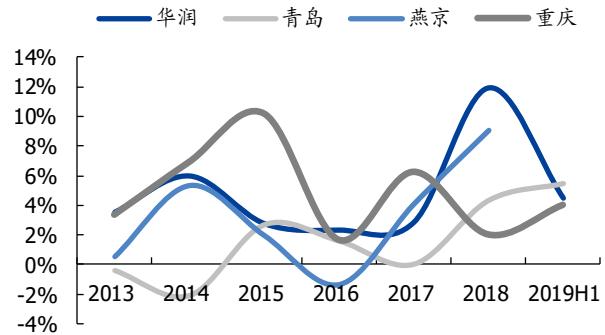
国内啤酒企业吨酒价持续上行, 后续有望加速。回顾国内啤酒企业近几年吨酒价变化趋势, 2013-17年3%左右的平稳上行趋势, 2018年初啤酒企业集体提价, 吨酒价提升幅度加速, 华润啤酒/燕京啤酒2018年吨酒价分别提升11.9%/9.0%。2019年上半年青岛啤酒/华润啤酒吨酒价分别上涨5.5%/4.5%, 继续保持较高增幅。当前我国啤酒行业呈现挤压式增长, 过去以抢份额啤酒高端化趋势是历史必然选择, 国内主要啤酒品牌正在加速通过产品结构升级把握高端化机遇, 预计未来5年吨酒价增幅保持在3-5%区间。

图表 49: 国内啤酒企业历年吨酒价(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 国内啤酒企业历年吨酒价提升幅度(yoy)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

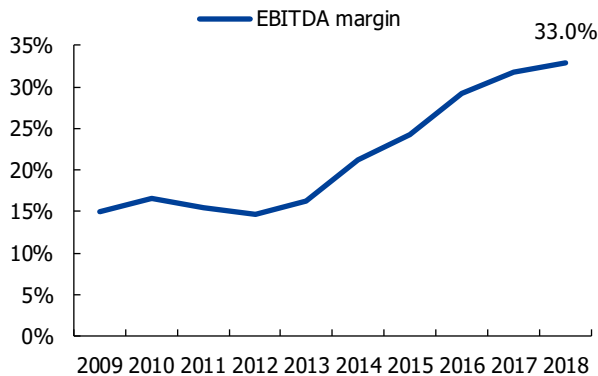
### EBITDA: 更接近真实的盈利能力

啤酒行业是资本密集型, 前期需求投入较大的固定资产, 此外行业龙头在发展过程中由于收购兼并产生较大资本投入也导致利息支出多, 压低真实盈利能力。因而相比于净利润而言, EBITDA 与企业现金流情况更为接近, 更能反应啤酒企业的真实经营情况。

百威亚太 EBITDA margin 大幅提升。百威亚太的 EBITDA 利润率自 2013 年不断提升, 截至 2018 年达到 33.0%, 主要原因来自于高端化趋势贡献毛利率水平提升, 以及经营效率的优化。百威北美盈利能力强, EBITDA margin 接近 40%, 是百威集团的现金牛业务。而国内啤酒企业 EBITDA margin 相比来说就要低很多, 华润啤酒、青岛啤酒在 10-15%

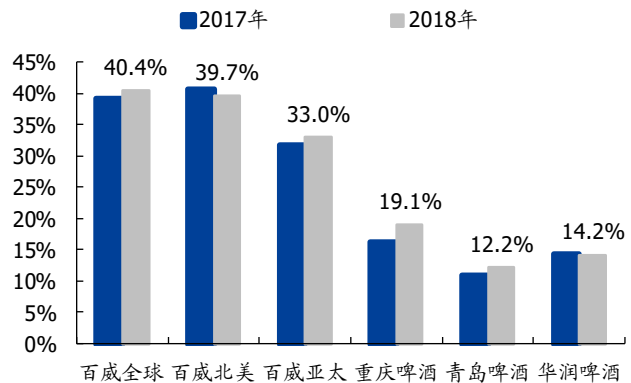
左右，重庆啤酒 2018 年达到 19.1%。

图表 51: 百威亚太 EBITDA margin 变化情况



资料来源: 百威英博年报, 国盛证券研究所

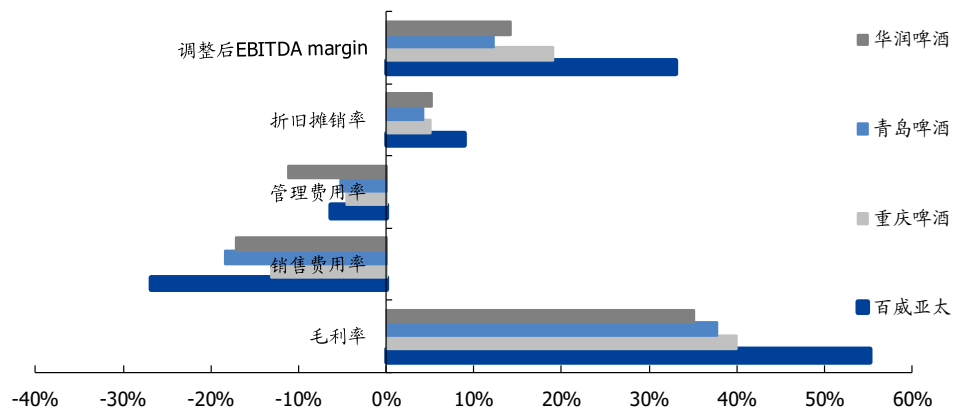
图表 52: 百威亚太 EBITDA margin 横向比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

百威亚太与国内啤酒企业 EBITDA margin 的差距主要来自于毛利率，国内啤酒企业之间 EBITDA margin 的差距主要来自于运营效率。百威亚太受益于高毛利率，即使其由于定位高端投入更多销售费用、以及折旧摊销较多，EBITDA margin 仍然拉开国内啤酒品牌 15-20%。而国内主要啤酒企业之间毛利率相差不多，差距主要来自于运营效率。重庆啤酒由于销售费用率、管理费用率低，因而 EBITDA margin 拉开青啤、润啤 5%左右差距。

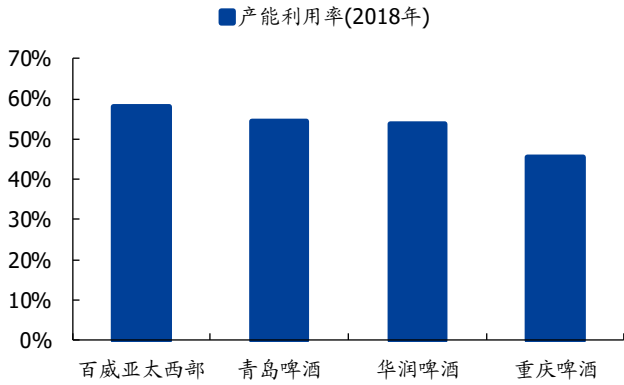
图表 53: 主要啤酒品牌 EBITDA margin 拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所(注: 华润啤酒、青岛啤酒剔除 2018 年关厂减值损失影响)

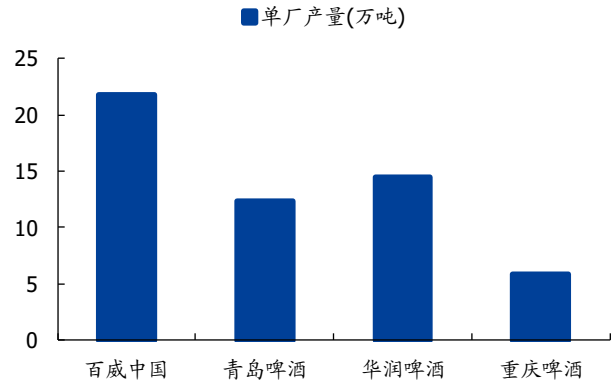
国内啤酒企业运营效率改善空间大。国内啤酒企业在扩张阶段收购了很多低效产能，导致产能利用率偏低。2018 年百威亚太西部(52 家工厂中 35 家位于中国)产能利用率为 58%，高于国内啤酒企业。2018 年百威中国单厂产量达到 21.8 万吨，远高于国内啤酒企业平均水平。国内啤酒企业在产能优化、供应链效率改善方面仍有较大提升空间。以重庆啤酒为例，2015-16 年重庆啤酒进行产能优化，分别关停了 6 家、3 家子公司，一次性计提了固定资产、存货、商标等减值损失。关停低效工厂后，折旧摊销减少、人员支出减少，进而费效比、EBITDA margin 逐年提升。2017-18 年华润啤酒也加快产能优化速度，分别关厂 5 家、13 家，一次性计提减值损失 7.4 亿、13 亿；2018 年青岛啤酒关停上海、芜湖两间工厂，计提减值损失及职工安置费用接近 2 亿。

图表 54: 产能利用率水平比较(产量/设计产能)



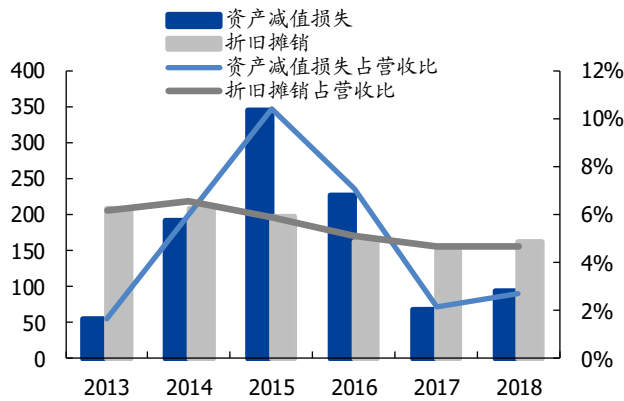
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 百威中国单厂产量高于国内平均水平



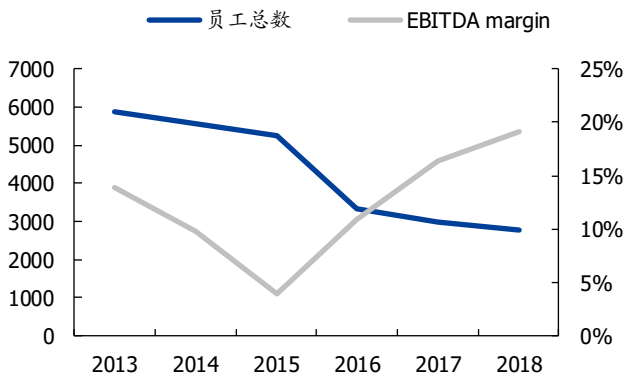
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 重啤资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 重啤关厂后 EBITDA margin 回升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 投资建议

我国啤酒行业进入**高端化+产能优化双轮驱动, 利润加速提升的阶段**。我国啤酒行业当前处于量稳价增的阶段, 产品结构高端化、吨酒价提升成为啤酒行业增长的主要驱动力。从竞争格局角度考虑, 当前国内啤酒企业销量 CR 5 集中度接近 70%, 头部公司仍在挤压区域品牌市场份额, 但整体区域割据的竞争态势逐步趋稳。在量减价增+竞争态势趋稳背景下, 国内啤酒企业的竞争策略从过去“跑马圈地”抢占市场份额转变为通过高端化“注重利润高质量增长”。

参考百威亚太, 提高吨酒价是国内啤酒企业打开利润空间的核心驱动力, 而高端化的关键在于丰富品牌和产品组合、积极投入品牌市场营销。另一方面关注国内啤酒企业产能优化进程, 运营效率改善将贡献啤酒企业盈利能力回升。我们认为我国啤酒行业已经进入**高端化+产能优化双轮驱动, 利润加速提升的阶段**, 从开源、节流两个方面考虑, 当前国内主要啤酒企业中, 受益的先后顺序为华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。

**行业估值水平:** 啤酒行业由于持续的产能扩张、收购兼并, 导致折旧摊销水平、资产负债率高, 进而导致账面净利润通常低于现金流水平, 利息支出较大, 无法真实反映企业盈利情况, 通常采用 EV/EBITDA 方法估值。啤酒虽属于酒类, 但其消费量大、场景多样



化的特点与软饮料消费接近。我们选取百威英博(百威亚太母公司)、嘉士伯、喜力、可口可乐、帝亚吉欧以及国内主要啤酒企业进行估值比较。

参考百威英博、喜力、嘉士伯,国际成熟啤酒企业的EV/EBITDA估值水平在10-15倍左右。2019年7月19日百威英博以160亿澳元(约合113亿美元)将其澳大利亚子公司出售给朝日集团,交易对价为2018年调整后EBITDA的14.9倍,同样印证成熟啤酒市场的合理EV/EBITDA估值为15倍左右。相比之下,我国啤酒行业高端化正当时,主要啤酒企业处于利润加速释放的阶段,平均估值水平在25倍左右。

图表 58: 行业内可比公司估值比较(截至 2019/8/20)

	总市值 (亿美元)	EPS(美元/人民币)				EV/EBITDA				PETTM	PSTTM
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
百威英博	1,548.2	4.06	2.21	4.80	4.92	15.3	11.2	13.3	12.7	35.4	2.8
可口可乐	2,303.9	2.13	2.12	2.10	2.27	25.3	23.7	22.8	21.0	32.7	7.0
帝亚吉欧	988.5	1.38	1.59	1.61	1.74	18.4	20.1	19.5	18.4	25.0	4.1
喜力	604.1	3.74	4.68	5.00	5.42	12.9	11.9	12.8	12.2	28.2	2.5
嘉士伯	171.7	5.20	5.67	5.92	6.49	15.9	9.6	12.1	11.4	91.8	1.9
华润啤酒	173.3	0.36	0.30	0.52	0.86	21.6	24.6	25.0	19.9	89.2	3.5
青岛啤酒	99.1	0.94	1.05	1.31	1.56	14.1	11.6	16.7	14.9	39.9	2.5
重庆啤酒	30.8	0.68	0.83	1.03	1.23	21.1	23.6	28.8	25.1	52.4	6.2

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所(华润、青啤、重啤 EPS 单位为人民币)

## 风险提示

**宏观经济波动。**啤酒行业整体消费量与宏观经济情况、餐饮行业具有较强的相关性,如果宏观经济衰退,可能导致啤酒销量或售价下滑,继而导致收入和利润减少。

**天气、政策法规等因素不确定性。**啤酒消费通常在夏季为主,如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多,会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严,夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。

**原材料成本、外汇汇率波动。**如果原材料成本、包材成本发生波动,会对公司的盈利能力影响。

**行业竞争激烈。**公司与全球及区域的啤酒品牌竞争,也与其他酒精类饮品竞争。如果在一些市场,竞争对手通过整合大幅增加费用投放,则公司销量可能会下滑。此外如果人们消费喜好改变,也会导致销量下滑。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com