

# 食品饮料

## 本周专题：海外啤酒品牌在中国系列之百威英博

周专题：海外啤酒品牌在中国系列之百威英博

从美国啤酒行业发展历程看百威英博成长史：伴随 1820-1910 年欧洲移民涌入，外来啤酒文化植根美国，安海斯布希成立于 1852 年。1940-1980 年得益于人口增长、经济繁荣，美国啤酒消费量持续增长，至 1980 年达到高位。1950-1970 年美国家庭电视机普及，安海斯布希加大营销投入，确立了行业龙头地位，市场份额快速提升；1970-80 年美国啤酒行业整体销量进入存量期，但历经近 20 年价格战后集中度提升明显，同时淡啤开始流行，安海斯布希紧跟行业趋势推出大单品 BUD LIGHT，稳固行业龙头地位。美国啤酒行业 CR 3 集中度自 1950 年 17.4% 提升至 1999 年 83.2%，安海斯布希市占率自 1950 年 5.9% 提升至 2002 年的 49.2%。

百威英博在中国坚持高端化战略。百威英博 1990 年代开始通过并购布局中国，2011-12 年转而自建啤酒生产基地在国内高速扩张。乘中国啤酒行业高端化之风，百威英博在高端及超高端啤酒品类中市占率达到 46.6%，占据高端市场主导权。百威中国高端啤酒销量占优，2016 年核心+及以上产品销量占比已超过 55%，高于行业平均水平。受益于产品结构升级+提价，百威中国 2017-19 年吨酒价保持 6-8% 增速，盈利能力持续提升。百威英博重视品牌及营销，销售费用率高于百威全球及国内啤酒企业。

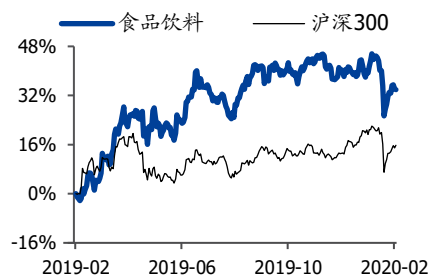
百威英博给中国啤酒行业的启示：1) 中国啤酒行业类似于美国 1970-1980 年代，高端化大有可为，CR 3 集中度仍有约 20% 的提升空间。2) 品牌营销投入、紧跟行业流行趋势推出大单品，是提升市场份额的关键要素。3) 开源比节流更重要，横向比较百威亚太与国内啤酒企业盈利能力，主要差距体现在毛利率。

**周观点：白酒方面：降低预期收益率，配置价值依旧明显。**行业挤压式增长趋势不变，名酒龙头稳健性较强，在外资持续流入的大背景下，行业估值中枢有望与国际接轨。标的方面，继续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖；并关注低估值有边际变化的洋河股份、口子窖、古井贡酒。**大众品方面：必选消费需求稳健增长，行业集中度持续提升。**核心推荐中炬高新、伊利股份、涪陵榨菜等，并持续关注细分子行业龙头恒顺醋业、绝味食品、安井食品、洽洽食品、日辰股份等；同时关注高端化趋势明显的啤酒板块。

**风险提示：**宏观经济增速放缓导致需求不及预期；高端化趋势低于预期。

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：再论疫情影响，探寻龙头的安全边际与上行空间》2020-02-09
- 2、《食品饮料：2020 春节五省草根调研总结》2020-02-01
- 3、《食品饮料：本周专题：复盘 2003 年 SARS 对食品饮料板块的影响》2020-01-31



## 内容目录

1、“海外啤酒品牌在中国”系列之百威英博 .....	4
1.1 从美国啤酒行业发展历程看百威英博成长史 .....	4
1.2 百威在中国：高端啤酒领先 .....	8
百威英博在中国的发展历程 .....	8
百威英博中国的高端化战略 .....	9
百威英博给中国啤酒行业的启示 .....	13
2、本周食品饮料板块综述 .....	13
3、行业要闻 .....	15
4、重点公司公告 .....	16
5、下周重要事项 .....	16
6、重点数据跟踪 .....	16
6.1 本周市场表现 .....	16
6.2 重点数据跟踪 .....	18
7、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：美国啤酒产量(万桶)及人均啤酒消费量(加仑).....	4
图表 2：1950-1980 年美国啤酒行业集中度快速提升 .....	5
图表 3：1950-1980 年代美国前十大酿酒商产量及市占率.....	5
图表 4：美国家庭电视的普及率 .....	6
图表 5：1950-2009 年美国头部啤酒企业每桶啤酒营销费用 .....	6
图表 6：美国人青睐淡啤 .....	6
图表 7：1970-2002 年安海斯布希市场份额持续提升 .....	6
图表 8：主要啤酒企业旗下品牌数量(个).....	7
图表 9：百威英博全球业务布局(2018 年) .....	7
图表 10：百威英博在中国的发展历程 .....	8
图表 11：百威英博 2011-12 年计划于中国新建的部分工厂 .....	9
图表 12：按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013，外 2018).....	9
图表 13：高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013，外 2018) .....	9
图表 14：百威英博中国战略 .....	10
图表 15：百威中国核心+及以上占比高于行业平均水平 .....	10
图表 16：百威英博中国地区收入增速拆分 .....	11
图表 17：百威英博中国地区 EBITDA 增长 .....	11
图表 18：百威中国吨酒价比较(元/吨) .....	11
图表 19：百威亚太销售费用水平较高 .....	12
图表 20：百威亚太、中国 EBITDA margin 变化情况 .....	12
图表 21：百威亚太 EBITDA margin 横向比较 .....	12
图表 22：主要啤酒品牌 EBITDA margin 拆分 .....	13
图表 23：茅台沪港通持股 .....	14
图表 24：五粮液沪港通持股 .....	14
图表 25：泸州老窖沪港通持股 .....	14

图表 26: 洋河股份沪港通持股.....	14
图表 27: 山西汾酒沪港通持股.....	14
图表 28: 水井坊沪港通持股.....	14
图表 29: 伊利股份沪港通持股.....	15
图表 30: 涪陵榨菜沪港通持股.....	15
图表 31: 中炬高新沪股通持股比例.....	15
图表 32: 绝味食品沪股通持股.....	15
图表 33: 重点公司公告.....	16
图表 34: 下周股东大会召开信息.....	16
图表 35: 年初至今各行业收益率 (%).....	17
图表 36: 本周各行业收益率 (%).....	17
图表 37: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%).....	17
图表 38: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%).....	17
图表 39: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	18
图表 40: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	18
图表 41: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM).....	18
图表 42: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数.....	18
图表 43: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤).....	18
图表 44: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨).....	18
图表 45: 全国黄玉米二等价格 (元/吨).....	19
图表 46: 猪肉价格走势(元/公斤).....	19
图表 47: 大豆价格(元/吨).....	19
图表 48: 中国玻璃价格指数.....	19

## 1、“海外啤酒品牌在中国”系列之百威英博

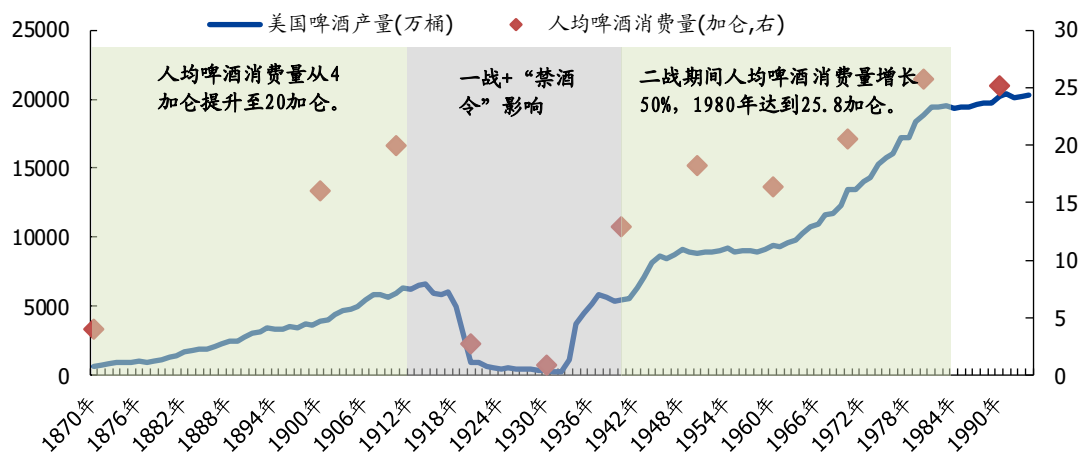
### 1.1 从美国啤酒行业发展历程看百威英博成长史

**1820-1910 年**伴随欧洲移民涌入，外来啤酒文化植根美国，美国啤酒行业蓬勃发展。1820-1870 年 750 万移民的到来使美国人口增长了一倍多，其中 2/3 的移民来自嗜好饮酒的德国和爱尔兰。安海斯布希便成立于 1852 年的美国圣路易斯市，彼时城里 1/4 以上为德国移民。

**1914 年**一战爆发、**1920-1933 年“禁酒令”**使美国啤酒行业发展受阻，同时淘汰了大量中小啤酒厂。一战期间粮食供应紧缺，政府为保证军队供应，限制酿酒用途，啤酒消费受到影响。“禁酒令”1920 年正式生效，直到 1933 年美国长达 13 年的禁酒期终于接近尾声。这期间众多小型啤酒厂关闭，美国啤酒厂数量减少了 44%，1934 年还剩下 756 家。这一时期，安海斯布希依靠经营酿酒相关产品维系生存，其中包括麦芽汁、麦芽糖浆和面包酵母等。大萧条结束后的 3 年美国的经济茁壮复苏，啤酒销量迅猛增长，1938 年整个行业增长率达到 26%。

**1940-1980 年**人口增长、经济繁荣红利期，美国啤酒消费量持续增长。二战期间政府并没有像一战时期限制粮食酿酒用途，反而为鼓舞军队士气向啤酒企业大规模采购。美国人均啤酒消费量增长了 50%，1950 年人均啤酒消费量达到 18.2 加仑。美国国内三大啤酒巨头——安海斯布希、帕布斯特和喜立滋，承包了军队需要的大部分啤酒。二战结束后 1946-1964 年出生的美国婴儿潮一代在 1965-1980 年成为消费主力，促进了美国经济的繁荣，也推动啤酒人均消费量提升。1980 年代美国啤酒消费量达到高位，人均啤酒消费量也趋于平稳。

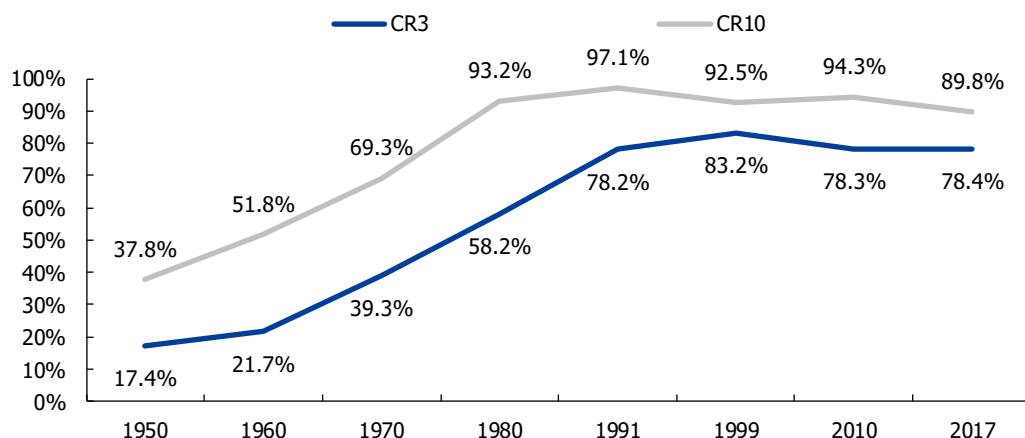
图表 1: 美国啤酒产量(万桶)及人均啤酒消费量(加仑)



资料来源: Brewers association, 布鲁尔年鉴, 国盛证券研究所 (注: 一桶=31 加仑)

**1950-1980 年**美国啤酒行业集中度逐步提升，安海斯布希自 1960 年代保持领先地位。美国啤酒行业 CR 10 集中度自 1950 年的 37.8% 至 1980 年达到 93.2%，CR 3 集中度也从 17.4% 提升至 58.2%。前三名中安海斯布希和米勒啤酒遥遥领先，三至六名差距不大。此后 10 年市场份额逐步向前三名公司集中，1991 年 CR 3 达到 78.2%，基本形成 A-B、米勒、康胜三国鼎立的格局。

图表 2: 1950-1980 年美国啤酒行业集中度快速提升



资料来源: Beerhistory, 国盛证券研究所

图表 3: 1950-1980 年代美国前十大酿酒商产量及市占率

1950			1960			1970			1980		
排名	酿酒商	万桶	酿酒商	万桶		酿酒商	万桶		酿酒商	万桶	
1	Jos. Schlitz Brewing Co.	509.7	Anheuser-Busch, Inc.	847.7		Anheuser-Busch, Inc.	2220.2		Anheuser-Busch, Inc.	5020.0	
2	Anheuser-Busch, Inc.	492.8	Jos. Schlitz Brewing Co.	569.4		Jos. Schlitz Brewing Co.	1512.9		Miller Brewing Co.	3730.0	
3	Ballantine, Inc.	437.5	Falstaff Brewing Corp.	491.5		Pabst Brewing Co.	1051.7		Pabst Brewing Co.	1509.1	
4	Pabst Brewing Co.	341.9	Carling Brewing Co.	482.2		Adolph Coors Co.	727.7		Jos. Schlitz Brewing Co.	1490.0	
5	F & M Schaefer Brewing Co.	277.2	Pabst Brewing Co.	473.8		F & M Schaefer Brewing Co.	574.9		Adolph Coors Co.	1380.0	
6	Liebmann Bros.	296.6	P. Ballantine & Sons	440.9		Falstaff Brewing Corp.	538.6		G. Heileman Brewing Co.	1327.0	
7	Falstaff Brewing Corp.	228.7	Theo. Hamm Brewing Corp.	390.7		Miller Brewing Co.	515.0		Stroh Brewery Co.	616.1	
8	Miller Brewing Co.	210.6	F & M Schaefer Brewing Co.	320.3		Carling Brewing Co.	481.9		Olympia Brewing Co.	609.1	
9	Blatz Brewing Co.	175.6	Liebmann Breweries	295.0		Theo. Hamm Brewing Co.	447.0		Falstaff Brewing Co.	390.1	
10	Pfeiffer Brewing Co.	161.8	Miller Brewing Co.	237.7		Associated Brewing Co.	375.0		C. Schmidt & Sons	362.5	
总产量		8283			8791			12186			17631
CR 10		38%			52%			69%			93%

资料来源: Beerhistory, 国盛证券研究所

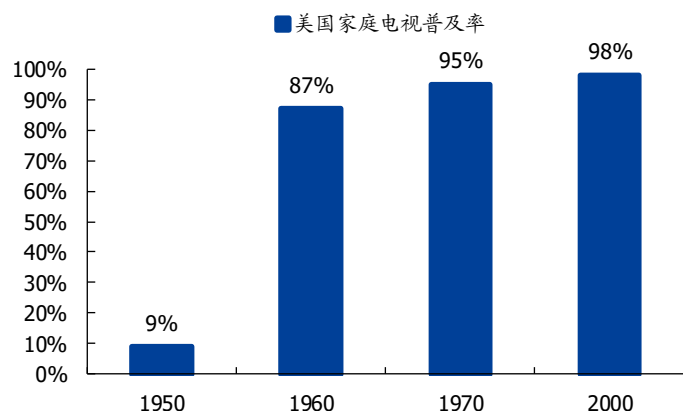
1950-70 年美国家庭电视普及, 龙头企业加大广告营销力度获取市场份额。1950-1960 年美国家庭电视普及率大幅提升, 10 年时间内家庭电视普及率从 9% 提升至 87%, 这一背景下美国广告行业高速发展。龙头啤酒企业凭借雄厚的资金实力加大广告营销投入,



抢占消费者心智以获取更多的市场份额。1950-60 年安海斯布希、Miller、Pabst 每桶啤酒的营销费用迅速攀升，1965 年后营销费用投入才有所缓和。

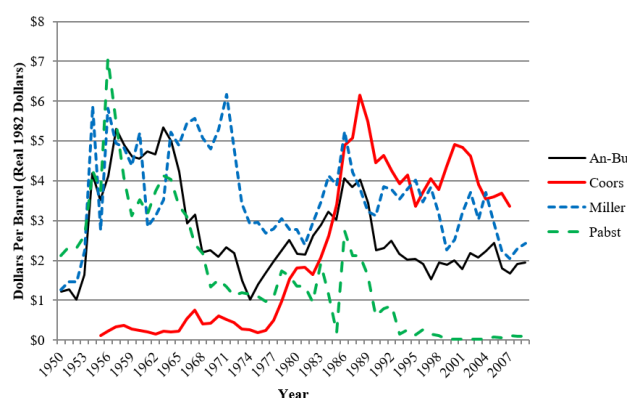
**1980 年整体销量到达瓶颈，但淡啤取得较快增长，安海斯布希夺得先机。**1970 年由于人均啤酒消费量已经达到较高位置，且青年人口增长速度正在放缓，啤酒行业努力寻找新的消费群体并推出适合他们口味的新产品。为迎合更为年轻的年轻大学生群体，1975-1976 年间米勒率先推出了自己的新款低卡啤酒——米勒淡啤，在投入市场的第一个整年就创下了 500 万桶的销量，获得了极大成功。**1977 年安海斯布希快速跟进，推出百威天然淡啤和米狮龙淡啤两款新品，并将 1978 年广告预算提高至 1 亿美元，淡啤营销竞争激烈。最终凭借出色的营销能力取代米勒成为淡啤销量冠军。**

图表 4: 美国家庭电视的普及率



资料来源: Brewers association, 国盛证券研究所

图表 5: 1950-2009 年美国头部啤酒企业每桶啤酒营销费用



资料来源: 《Journal of Industrial Economics》, 国盛证券研究所

**1980-1990 年美国啤酒主流消费结构逐步转变为淡啤。**这一阶段市场集中度进一步向龙头集中，1985 年安海斯布希啤酒总产量 6400 万桶，市场份额达到 36%，较 1980 年提升了 7.5 pct。其中百威啤酒销量 4650 万桶，同比增长 4.5%；而 1982 年推出的百威淡啤销售量达到 540 万桶，同比增长 28.6%。

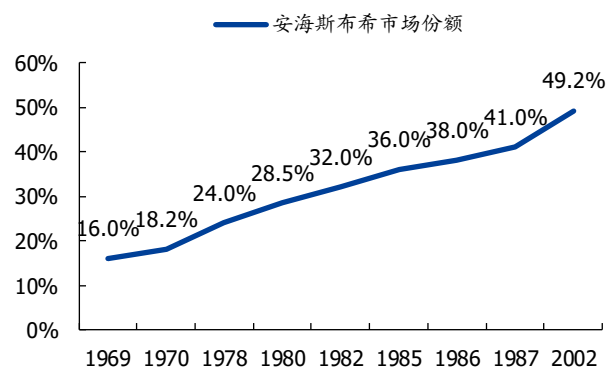
**2000 年前后淡啤占到美国啤酒消费量的 40% 左右。**淡啤一方面迎合了美国便利店业态走向成熟后家庭消费啤酒趋势，另一方面低卡的特点也符合人们对健康的追求。21 世纪美国最畅销的 20 款啤酒里，淡啤占据 10 名，BUD LIGHT 成为迄今为止美国最受欢迎的啤酒。安海斯布希市场份额持续提升，至 2002 年达到 49.2%。

图表 6: 美国人青睐淡啤



资料来源: 《VinePair》杂志, 国盛证券研究所

图表 7: 1970-2002 年安海斯布希市场份额持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

美国啤酒行业 1990 年代后步入成熟期，主要啤酒企业开启了国际扩张。1991 年 1 月起，政府将啤酒的联邦货物税翻倍增加到 18 美元/桶，给本就增长乏力的国内啤酒企业施加了压力，1991 年百威销量出现首次下滑，下跌接近 6%。这一阶段安海斯开始进行对外扩张先后收购欧洲、韩国啤酒品牌。此后 A-B 公司百威开始在亚太地区进行布局，2002 年 A-B 公司与青岛啤酒签署《战略性投资协议》，2004 年收购国内的哈尔滨啤酒。2008 年英博啤酒收购 A-B 公司，成立百威英博公司，交易对价 520 亿美元，成为全球啤酒航母。

并购整合也助力啤酒公司扩大品牌组合。1950 年大多数啤酒厂商仅生产 1-2 种旗舰品牌，1970-1980 年淡啤的流行促进企业进行多品牌战略，这一趋势在 1990 年后更加明显。2010 年百威英博旗下啤酒品牌多达 55 个，MillerCoors 旗下啤酒品牌 61 个。

图表 8: 主要啤酒企业旗下品牌数量(个)

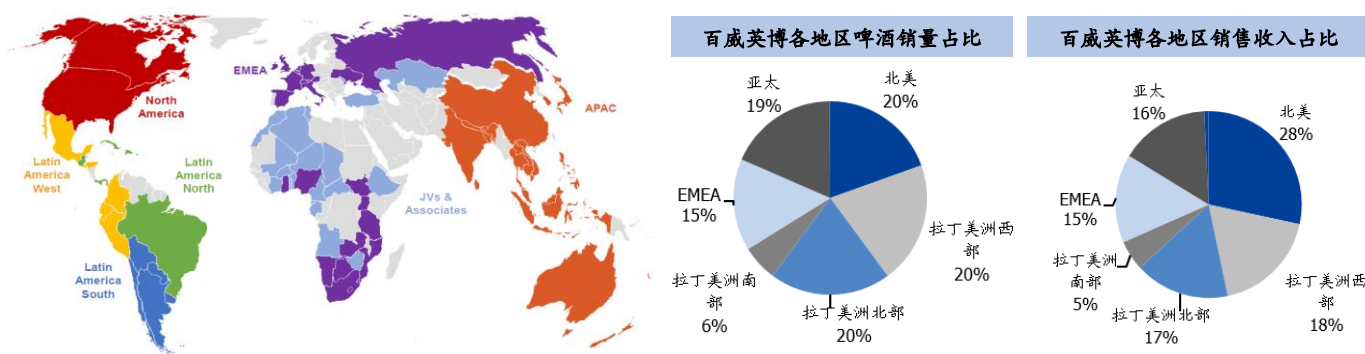
年份	Anheuser-Busch	Coors	Miller	Pabst
1950	2	1	1	1
1960	4	1	1	9
1970	3	1	4	5
1980	5	2	3	10
1990	10	10	9	17
2000	29	14	21	54
2010	55	-	61	33

资料来源:《Journal of Industrial Economics》，国盛证券研究所

2008 年英博控股安海斯布希，百威英博横空出世。同时期 1989 年巴西的加兰蒂亚收购博浪啤酒进入啤酒行业，1999 年兼并巴西南极洲啤酒成立美洲饮料。2004 年 3 月美洲饮料与英特布鲁合并，组成英博啤酒。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，合并成立百威英博。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。

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 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 9: 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

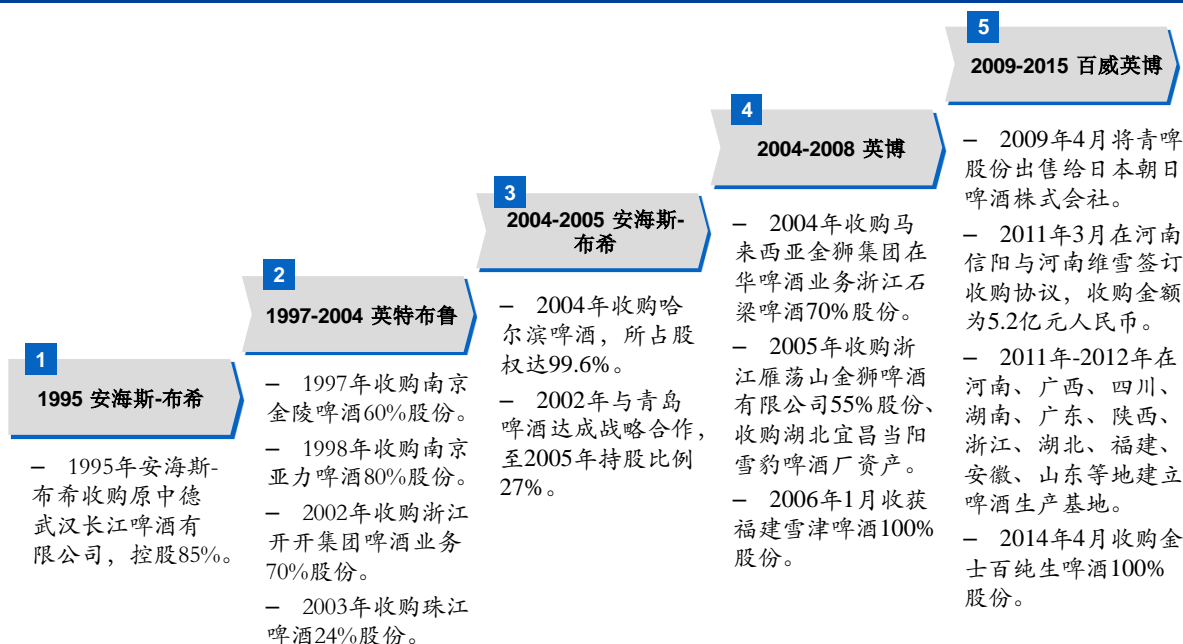
## 1.2 百威在中国：高端啤酒领先

### 百威英博在中国的发展历程

百威英博自 1990 年代开始在中国进行布局。1995 年安海斯布希收购原中德武汉长江啤酒，2002 年与青岛啤酒达成战略合作，2004 年收购了哈尔滨啤酒。与此同时英博也收购了南京金陵啤酒、亚力啤酒、浙江 KK 啤酒、珠江啤酒部分股权、福建雪津啤酒等。

2011-12 年在国内高速扩张，转而自建啤酒生产基地。由于收购啤酒厂估值较高，百威英博放慢收购脚步，转而在国内河南、广西、四川、广东等诸多省市投资建立啤酒厂。此时通过对前期收购品牌的整合，百威英博已经在华南地区的福建、广东具备良好的市场基础。

图表 10：百威英博在中国的发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所整理

百威英博 2011 年开始在中国启动高速扩张战略，在华北、中原、西南、东北、华南相继建厂或扩建。在全国拥有超过 35 个酒厂，遍布 10 个省，员工总数近 40000 名。百威新建工厂设计产能在 30-100 万吨之间，以大型和超大型工厂为主，高于全国规模以上啤酒厂平均水平 10 万吨。同时 2016-19 年百威英博逐步关闭河南新乡、浙江舟山、湖南长沙、河南洛阳、吉林长春、江苏南京等地 10 余个工厂。截至 2019 年 3 月，百威英博于中国区设有 17 个经销中心，33 个啤酒厂。



图表 11: 百威英博 2011-12 年计划于中国新建的部分工厂

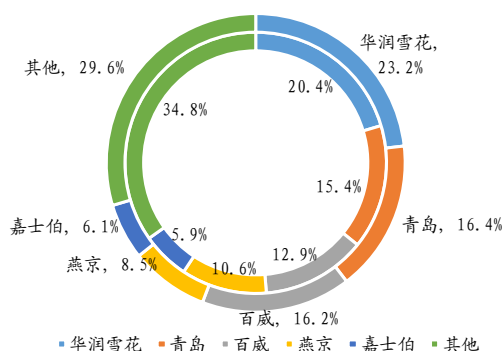
地点	工厂名称	设计产能	备注
四川资阳	百威英博西南（资阳）啤酒生产基地	30 万吨	2016 年三期在建
河南新乡	百威英博（河南）啤酒有限公司	100 万吨	2016 年停产
广西南宁	百威英博广西啤酒生产基地	35 万吨	2014 年一期竣工
湖南长沙	百威英博湖南公司二期	20 万吨	2017 年停产
广东佛山	百威英博（佛山）啤酒生产基地三期扩产	70 万吨	2015 年五期在建
陕西咸阳	百威英博（咸阳）啤酒生产基地一期	25 万吨	--
湖北武汉	百威英博武汉啤酒厂扩产	50-100 万吨	2018 年竣工投产
福建莆田	英博雪津啤酒有限公司	70 万吨	2018 年一期竣工
吉林延边	百威英博（延边）啤酒生产基地	30 万吨	投产
浙江台州	百威英博（台州）啤酒生产基地	60 万吨	投产
山东莱芜	百威英博（莱芜）啤酒生产基地	25-30 万吨	--
福建漳州	英博雪津（漳州）啤酒有限公司	80 万吨	2016 年三期在建
江苏宿迁	百威英博苏北（宿迁）啤酒生产基地	100 万吨	2019 年二期在建
湖南武冈	百威英博（武冈）啤酒生产基地	100 万吨	2018 年一期在建

资料来源：中国国际啤酒网，国盛证券研究所

### 百威英博中国的高端化战略

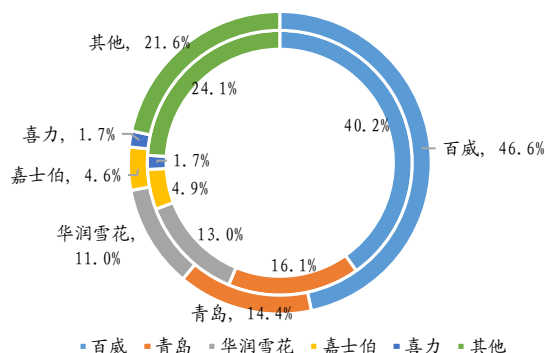
乘中国啤酒行业高端化之风，百威英博占据高端市场主导权。2011-15 年高端进口啤酒品牌受到消费者欢迎，进口啤酒量增长 CAGR 达到 70%，百威乘高端化、品牌化之风全渠道发力，抢占高端啤酒市场份额。按全部啤酒消费量计，2018 年百威市占率为 16.2%，仅次于华润雪花(23.2%)、青岛啤酒(16.4%)，位列第三。但是在高端及超高端市场，百威中国市场份额从 2013 年的 40.2%提升至 2018 年的 46.6%。

图表 12: 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 13: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018)

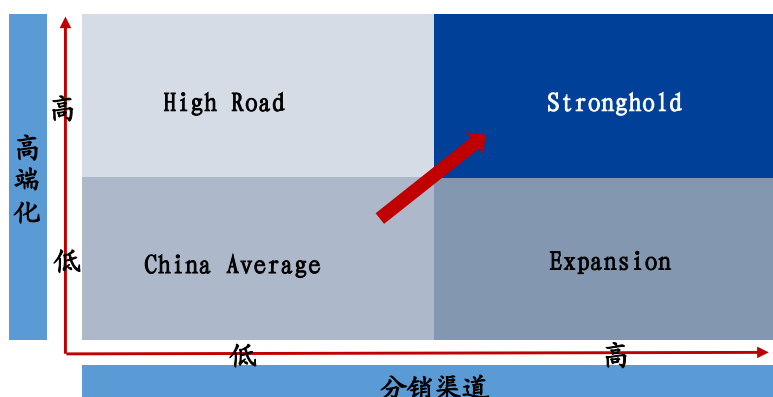


资料来源：GlobalData，招股说明书，国盛证券研究所

全国范围定位高端化，逐个省份提升市场占有率。百威英博看重国内啤酒产业结构升级红利，将高端化战略放在首位。为实现全国范围内高端化，百威英博于中国首创高端公司(HEC)模式运行高端和超高端的国际和全球品牌，并且将 HEC 模式推广到其他 22 个国家，2018 年 High End Company 收入增速达到 18.5%。百威英博首先在中国选取了广州、上海、深圳、北京、成都和香港 6 个中心城市作为重点，推进高端公司模式落地，配置高端及超高端啤酒销售队伍。

福建是百威英博于中国的样板市场。福建人均啤酒消费量41.7升，高于全国水平，百威英博通过收购本地雪津品牌站稳脚跟。2014年百威英博在福建市场份额达到60.3%，核心+以及高端啤酒销售占比达到76.7%，具有强势的市场地位。

图表14：百威英博中国战略

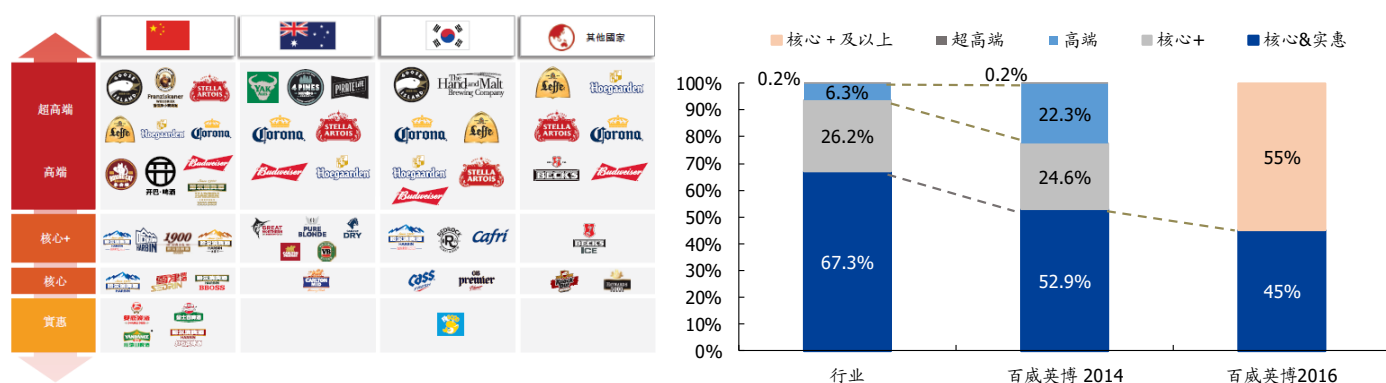


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

多层次、多品牌的产品组合是公司核心竞争力。同时百威英博利用品牌组合在全国进行扩张。百威英博根据品质和价格带将各个品牌分为三类：高端及超高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌。百威中国在主流价格带以哈尔滨作为主打产品，对标竞争对手青岛经典系列、雪花勇闯天涯的主导产品。同时在更高价位带利用高端产品组合百威、科罗娜、福佳等全球旗舰品牌、跨国品牌吸引高品质消费人群。

百威中国持续提升核心+及以上产品销量占比。百威中国在高端价格带销量占比更高，2014年百威中国高端啤酒销量占比22.3%，远高于中国行业平均水平6.3%。2014年百威中国核心+及以上产品销量占比达到47.1%，2016年已经超过55%。

图表15：百威中国核心+及以上占比高于行业平均水平



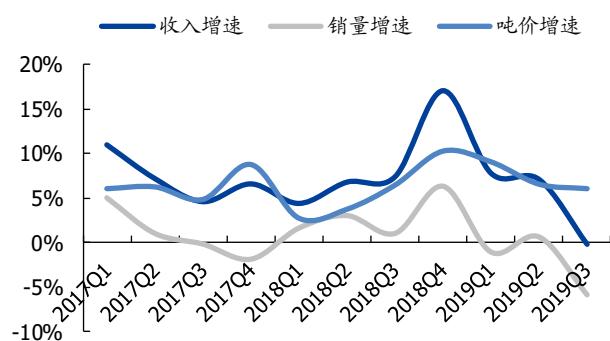
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

百威中国通过产品结构升级+提价，吨价、盈利能力稳定提升。百威英博中国地区超高端啤酒销量近年来保持双位数增长，高端百威保持单位数增速，叠加每年会对高端、核心+品类啤酒进行小幅提价，共同推动百威中国吨酒价增速保持在6-8%。2019年百威中国销量小幅下滑的原因主要是：1)夜场渠道销售受到影响；2)百威亚太上市，公司收缩部分渠道费用。

百威中国高端化战略持续拉动EBITDA增长。根据公司公告，高端及超高端啤酒的盈利能力是核心&实惠的5-9倍。2019年公司EBITDA增速保持在18-20%，基本没有受到

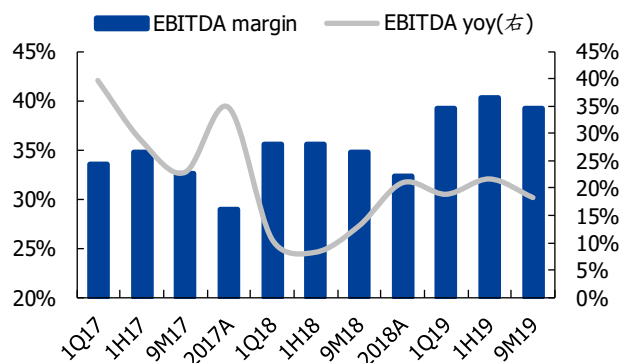
销量下降影响，2019年前三季度百威中国 EBITDA margin 提升 4.5 pct 至 39.2%。

图表 16: 百威英博中国地区收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

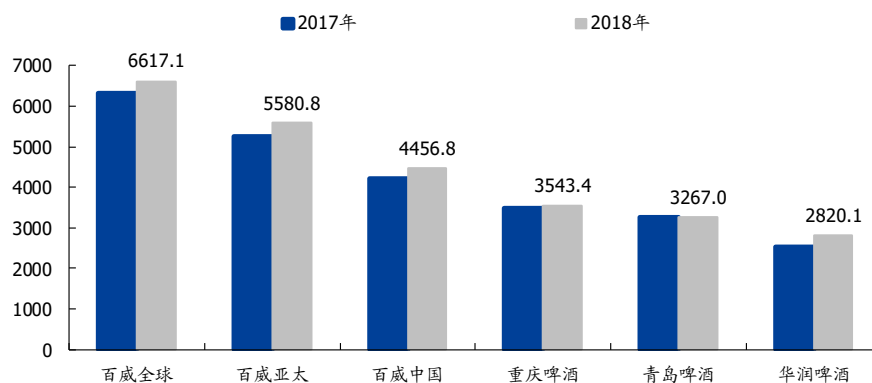
图表 17: 百威英博中国地区 EBITDA 增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

百威中国吨酒价领先国内品牌，仍低于百威亚太、百威全球。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。以华润啤酒代表国内啤酒的主流价格带，百威中国吨酒价是其 1.58 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。预计百威中国的吨价仍位于较低位置，提升空间大。

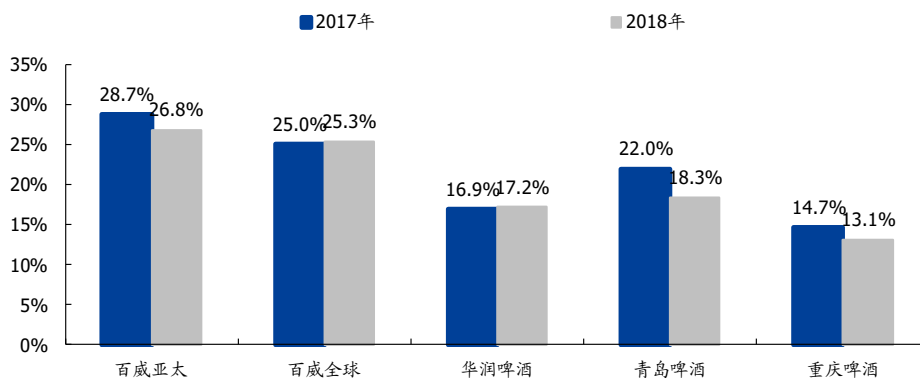
图表 18: 百威中国吨酒价比较(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

减少不必要的成本以释放资源进一步投放品牌及营销，百威亚太的销售费用率处于较高水平。百威重视营运效能提升，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。百威亚太招股书提到，“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。”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。“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。

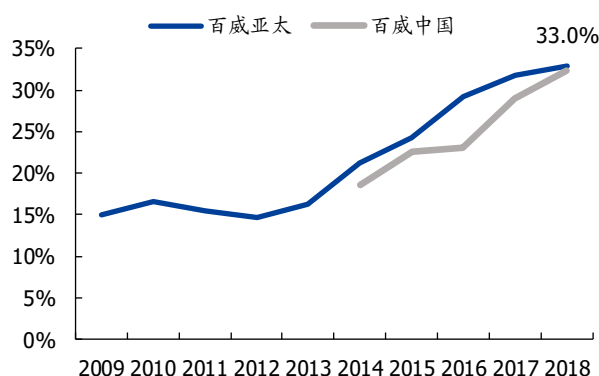
图表 19: 百威亚太销售费用水平较高



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

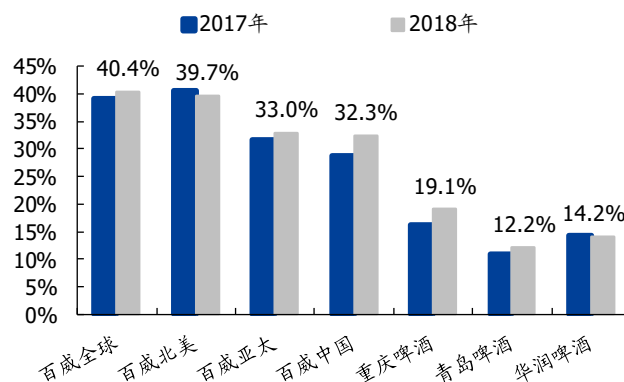
**百威亚太盈利能力领先。**百威亚太的 EBITDA 利润率自 2013 年不断提升, 截至 2018 年达到 33.0%, 主要原因来自于高端化趋势贡献毛利率水平提升, 以及经营效率的优化。百威北美盈利能力强, EBITDA margin 接近 40%, 是百威集团的现金牛业务。而国内啤酒企业 EBITDA margin 相比来说就要低很多, 华润啤酒、青岛啤酒在 10-15% 左右, 重庆啤酒 2018 年达到 19.1%。

图表 20: 百威亚太、中国 EBITDA margin 变化情况



资料来源: 百威英博年报, 国盛证券研究所

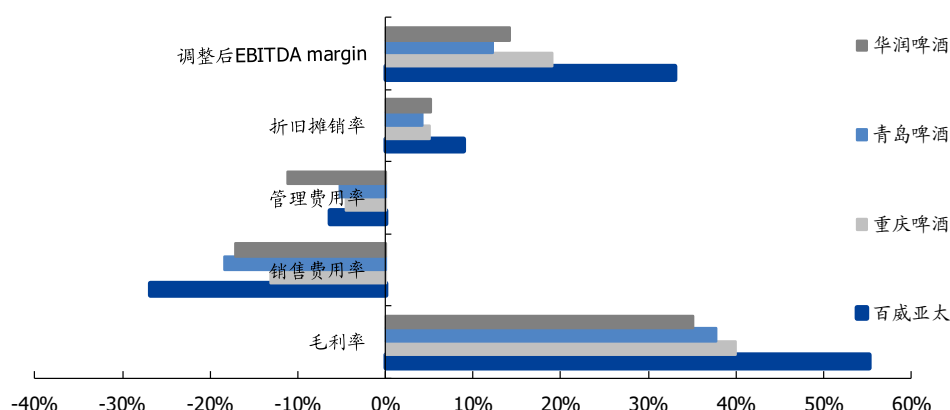
图表 21: 百威亚太 EBITDA margin 横向比较



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。**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 pct. 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 22: 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)

### 百威英博给中国啤酒行业的启示

**1) 中国啤酒行业类似于美国 1970-1980 年代, 高端化大有可为, 行业集中度仍有提升空间。**我国 2013 年后年轻人口占比下降使得整体啤酒消费量缺乏增长动力, 同时人均 GDP 突破 1 万美元大关, 正处于产业结构升级的快速上行期, 类似于美国的 1970-1980 年代。这一时期美国啤酒行业整体销量进入存量期, 但经历近 20 年价格战后集中度提升明显, 啤酒销售价格加快增长。中国啤酒行业当前 CR 3 集中度为 58.8%, 头部企业 CR 3 市场份额仍有约 20%提升空间。

**2) 品牌营销投入、紧跟行业流行趋势推出大单品, 是提升市场份额的关键要素。**从安海斯布希成长为美国啤酒行业龙头的经验看, 公司在 1950-70 年间重视品牌营销投入进而稳坐行业龙头地位。1977 年公司紧跟行业淡啤流行趋势, 推出淡啤产品并加大营销推广, 持续拉开与二、三名啤酒品牌差距。国内啤酒企业早年发展只重视生产端和渠道端, 忽略品牌营销, 因而在高端啤酒市场品牌拉力不足。

**3) 开源比节流更重要。**横向比较百威亚太与国内啤酒企业的盈利能力, 主要差距体现在毛利率端, 其销售费用投入、折旧摊销占收入比均高于国内企业, 但 EBITDA margin 仍然显著高于国内啤酒企业。

## 2、本周食品饮料板块综述

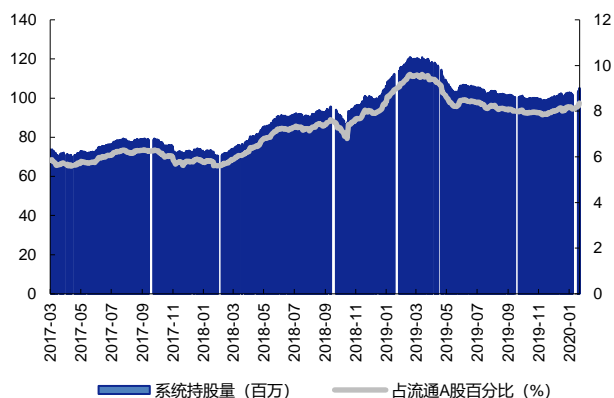
本周板块综述:

本周 (2020/2/10-2020/2/14) 上证指数上涨 1.43%, 沪深 300 上涨 2.25%, 食品饮料板块上涨 0.72%, 在申万 28 个子行业中排名第 21 位。子板块中其他酒类涨幅最大, 为 9.70%。(其他酒类 9.70%>肉制品 1.98%>白酒 1.67%>软饮料 1.00%>食品综合 0.90%>葡萄酒 0.16%>黄酒-0.22%>啤酒-0.28%>调味品-1.86%>乳制品-2.71%)。个股涨幅前五位分别是: 双塔食品 (24.49%)、贝因美 (15.47%)、百润股份 (13.63%)、\*ST 西发 (12.56%)、好想你 (10.33%); 跌幅前五位分别是: 星湖科技 (-29.24%)、安琪酵母 (-6.16%)、三全食品 (-5.80%)、元祖股份 (-5.29%)、惠发食品 (-3.74%)。



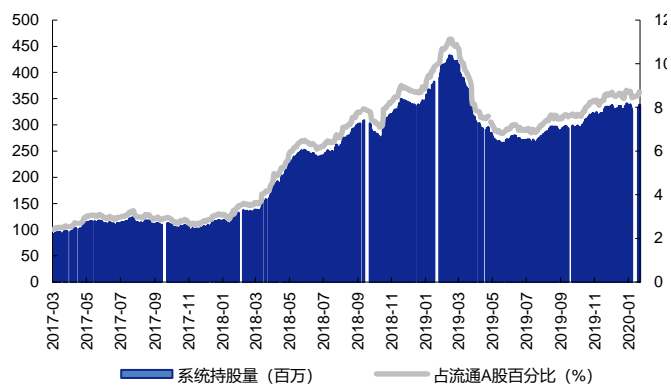
外资持股数据更新:

图表 23: 茅台沪港通持股



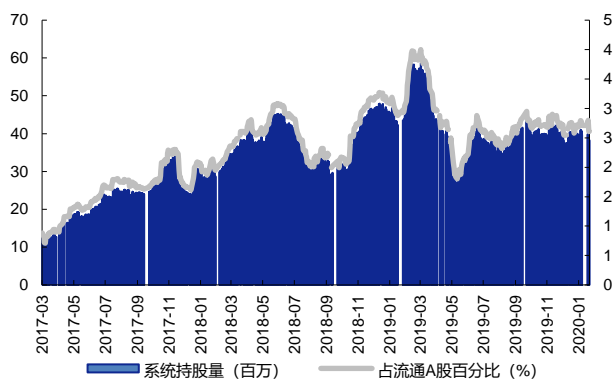
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 五粮液沪港通持股



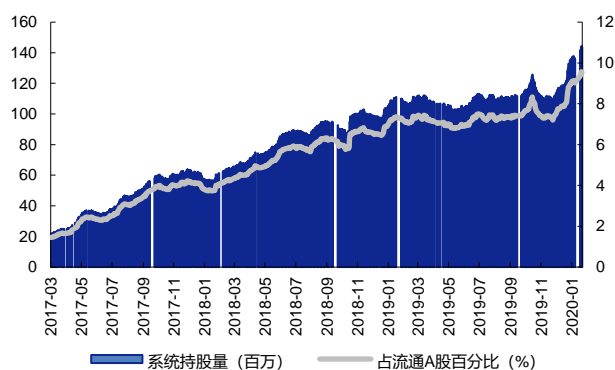
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 泸州老窖沪港通持股



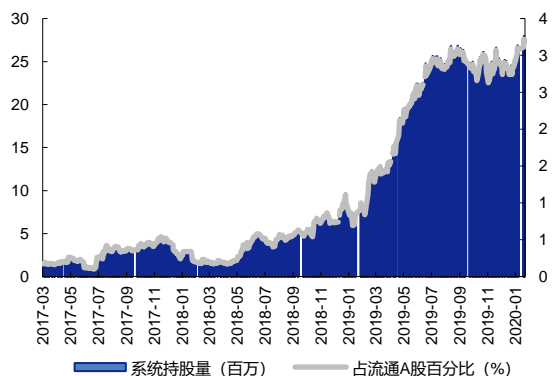
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 洋河股份沪港通持股



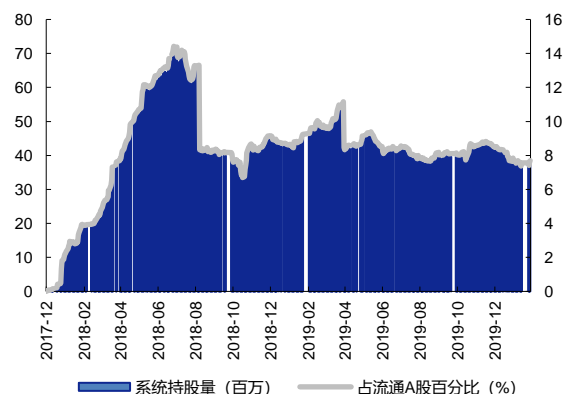
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 山西汾酒沪港通持股



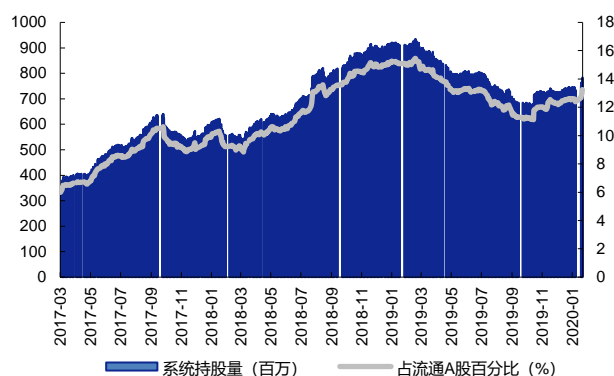
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 水井坊沪港通持股



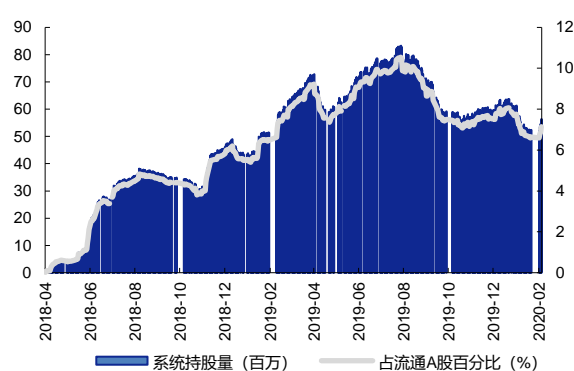
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29：伊利股份沪股通持股



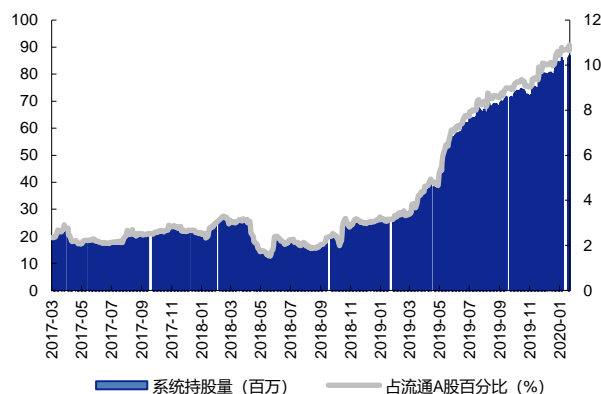
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 30：涪陵榨菜沪股通持股



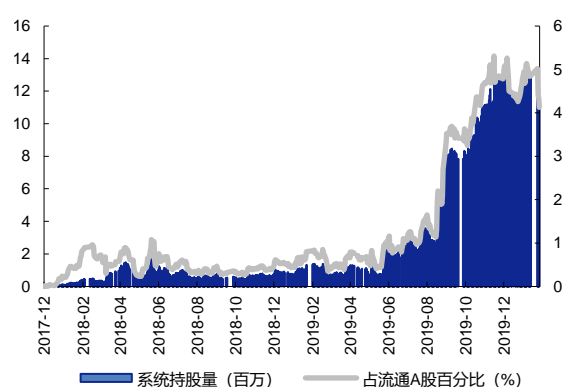
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 31：中炬高新沪股通持股比例



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 32：绝味食品沪股通持股



资料来源：wind，国盛证券研究所

### 3、行业要闻

- 1、茅台 2 月 13 日复工复产  
<https://dwz.cn/ngvkf1hQ>
- 2、疫情突发，食品企业最需要思考的是基于未来的战略重构  
<https://dwz.cn/7hcSUdIP>
- 3、百威英博、青岛啤酒、燕京啤酒向社会承诺“三保”行动  
<https://dwz.cn/bd400zjs>
- 4、茅台率先打出“第一枪”  
<https://dwz.cn/km3eriI0>
- 5、疫情影响下，酒企如何“危”中挖“机”，找到产品创新的终极思考  
<https://dwz.cn/MIRZPTih>
- 6、“想买的都有，菜肉管够！”——全国各地市场供应见闻  
<https://dwz.cn/ToWMkAZx>

## 4、重点公司公告

图表 33: 重点公司公告

公司	公告日期	公告类型	主要内容
盐津铺子	2020/2/10	解禁流通	本次上市流通的限售股东数量为 5 名, 本次解除限售股份的数量为 8,793 万股, 占公司股本总数的 68.5%。
桃李面包	2020/2/11	股东减持	公司 5% 以上股东吴志刚先生计划通过大宗交易的方式减持股份数量合计不超过 13,177,528 股, 占公司股份总数的 2%。
广州酒家	2020/2/15	应对疫情	为降低疫情对生产经营的影响, 公司积极调整运营方式、采取多种应对措施: 一是加强线上线下渠道协同, 大力推广店取、外卖、电商等销售; 二是加快产品创新, 推出盆菜、速冻菜式、套餐菜式等差异化产品, 满足消费者多元需求; 三是积极控制成本费用, 包括争取租金减免、压缩原材料采购成本、合理梳理分流人员至食品业务板块岗位或其他岗位切实降低用工成本等。
好想你	2020/2/15	业绩快报	2019 年公司实现营收 59.61 亿元, 同比增长 20.44%; 归母净利润 1.93 亿元, 同比增长 48.66%。

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 5、下周重要事项

图表 34: 下周股东大会召开信息

名称	会议日期	会议类型
*ST 西发	2020-02-20	临时股东大会
*ST 莲花	2020-02-19	临时股东大会
惠发食品	2020-02-18	临时股东大会
桃李面包	2020-02-18	临时股东大会

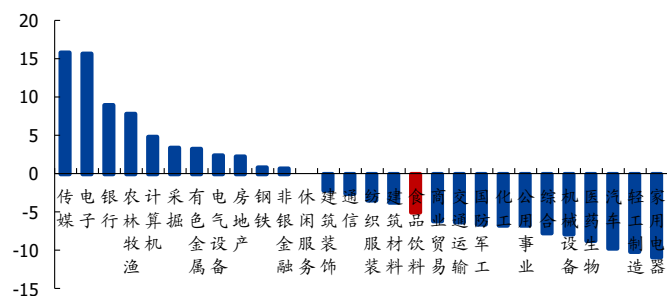
资料来源: 国盛证券研究所

## 6、重点数据跟踪

### 6.1 本周市场表现

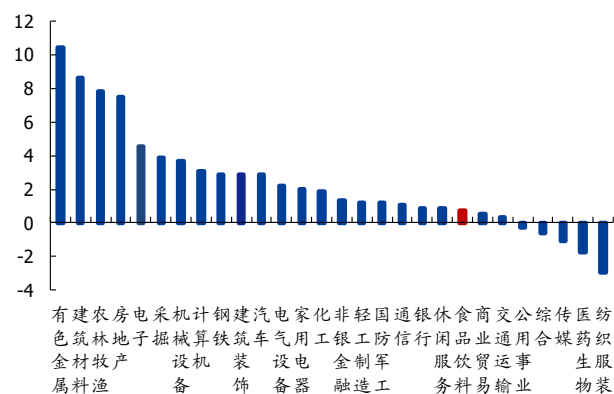
大盘及各行业走势 (2020/2/10-2020/2/14)

图表 35: 年初至今各行业收益率 (%)



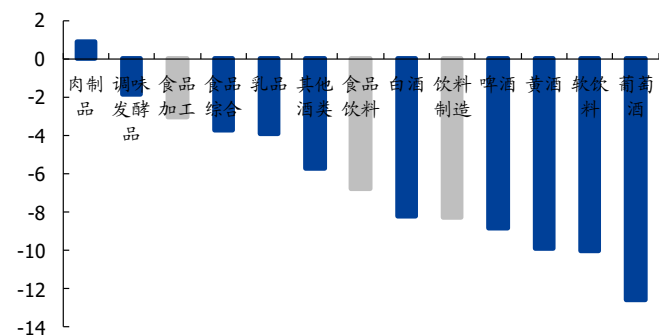
资料来源: 国盛证券研究所

图表 36: 本周各行业收益率 (%)



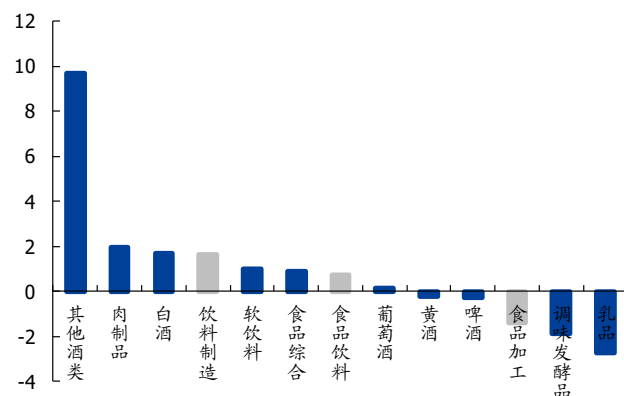
资料来源: 国盛证券研究所

图表 37: 年初至今食品饮料子行业收益率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 一周以来食品饮料子行业收益率 (%)

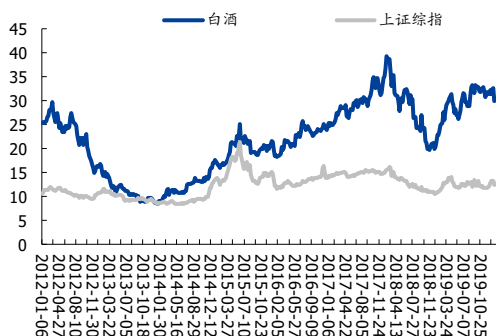


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 板块估值情况

白酒板块估值 30.46 倍, 相对于上证综指相对估值 2.43 倍 (上周为 2.42 倍), 食品加工行业板块估值为 29.26 倍, 相对于上证综指相对估值 2.33 倍 (上周为 2.40 倍)。2012 年至今白酒行业平均估值 21.96 倍 (相对上证综指 1.8 倍), 食品加工行业平均估值 31.88 倍 (相对上证综指 2.6 倍)。

图表 39: 白酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



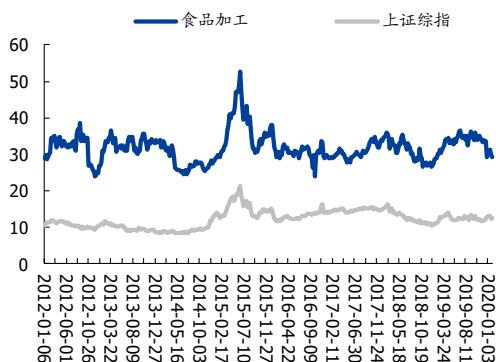
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 白酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 非酒行业市盈率走势 (PE-TTM)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

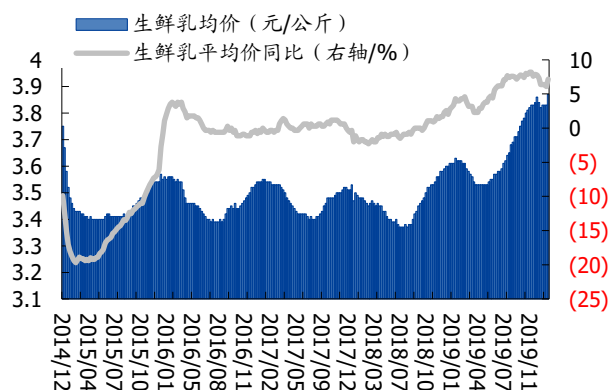
图表 42: 非酒行业市盈率相对上证综指倍数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

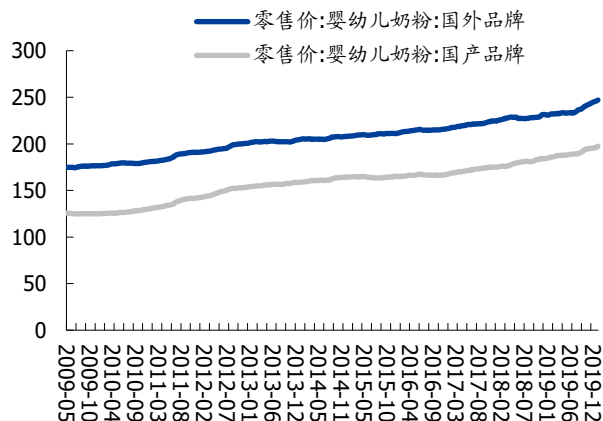
## 6.2 重点数据跟踪

图表 43: 生鲜乳均价及同比 (元/公斤)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

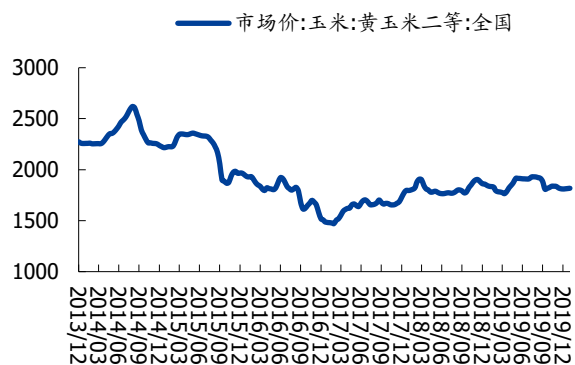
图表 44: 婴幼儿奶粉价格 (美元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

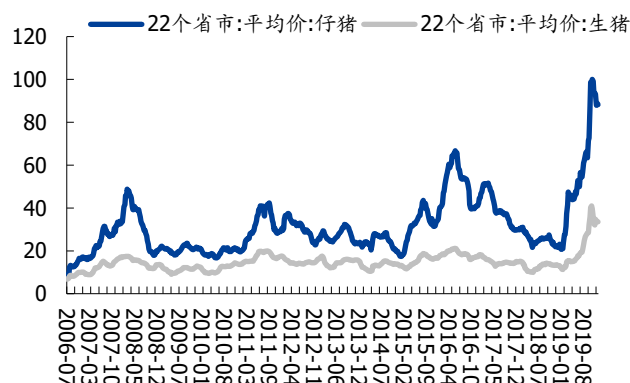


图表 45: 全国黄玉米二等价格(元/吨)



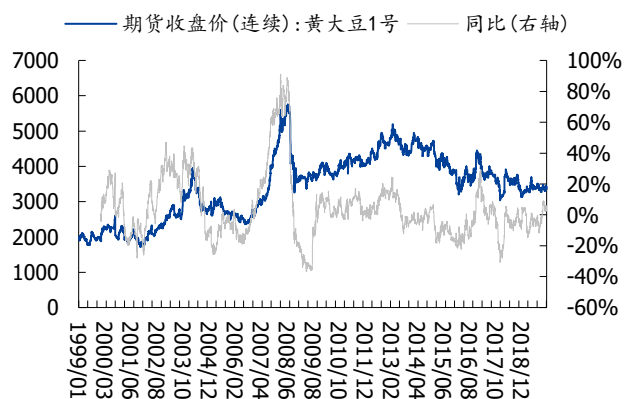
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 46: 猪肉价格走势(元/公斤)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 大豆价格(元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 48: 中国玻璃价格指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 7、风险提示

宏观经济放缓明显导致需求不及预期; 高端化趋势低于预期。

### 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