

食品饮料

本周专题：简析中国高端啤酒发展之路

啤酒高端化迈入新阶段，行业利润加速释放

发展复盘：外资领跑，本土龙头雄狮觉醒。我国高端啤酒萌芽于2000s，本土企业处于跑马圈地价格战阶段，外资啤酒抢先布局。2008-15年我国啤酒消费结构出现供需错配，高档且多元化进口啤酒销量快速增长。2011年后国际品牌逐步国产化，叠加本土品牌重视高端化，2019年进口啤酒量下滑。百威亚太2010-18年吨酒价格增长CAGR为11%，领先于国内啤酒企业。2020年是华润啤酒决战高端的元年，龙头的战略变化意味着啤酒行业的发展趋势进入高端化的比拼阶段。国内啤酒行业未来10年享受高端化红利，处于利润加速释放阶段。

高端啤酒市场竞争格局：一超多强，华润、青啤加速追赶。2018年百威英博在高端啤酒市场市占率达到46.6%，青啤、华润市占率分别为14.4%、11%，嘉士伯占比4.6%，喜力品牌占比1.7%。百威品牌高端啤酒销量领先，高端及以上啤酒销量占比约37%。华润啤酒在高端啤酒市场以“本土品牌+国际品牌”双轮驱动，青岛啤酒单品牌模式运作，高端啤酒销量规模扩大。

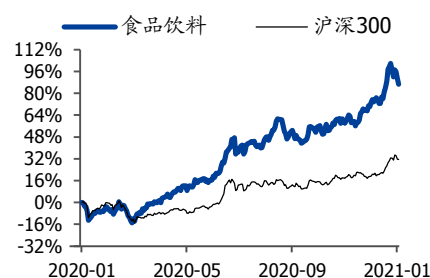
高端啤酒市场竞争的关键能力：我们认为硬实力需要具备：丰富的品牌组合及品牌力、强大的渠道网络体系、高质量的根据地市场以及高效的供应链体系；**软实力需要具备：**渠道执行力强、管理体系完善、企业文化及组织建设。

1) 品牌组合及品牌力：成熟啤酒市场需求多元化，啤酒企业扩大品牌组合，高端啤酒市场呈现百花齐放格局。此外头部啤酒企业品牌开启营销方式变革，迎合年轻人喜好。**2) 有竞争力的渠道体系：**强大的渠道网络体系能够将产品力、品牌文化充分传导至市场，成为加倍放大的核心武器。近年来新零售渠道、社区营销发展迅猛，现饮端餐饮连锁化率加速，为高端啤酒品牌发展带来新生机。华润啤酒渠道二次改造，发展大客户提升经销商积极性，配合高档啤酒市场开发。**3) 有质量的根据地市场：**啤酒消费量大且消费档次高、且在该市场具有优势领导地位，通常是啤酒企业利润池。当前头部啤酒企业各自基地市场优势稳固，长三角、珠三角仍是兵家必争之地。**4) 工厂布局和供应链效率：**外资品牌供应链效率较高，国内头部企业仍有优化空间。重庆啤酒、华润啤酒率先推动产能优化，运营效率提升显著。**5) 软实力：**高端啤酒市场竞争的软实力体现在渠道执行力、管理体系、企业文化及组织建设，国内龙头企业与外资企业差距缩小。

风险提示：消费者需求变化、原材料价格波动、行业竞争激烈、估计假设具有不确定性。

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

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：三家“类平台”大众品公司的简要比较》2021-01-10
- 2、《食品饮料：徽酒消费分化，古20动销加速—安徽白酒市场调研》2020-12-20
- 3、《食品饮料：浅谈万亿五粮液的改革之路》2020-11-16

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600132	重庆啤酒	买入	1.36	1.86	2.17	2.63	91.9	67.2	57.6	47.5
600600	青岛啤酒	买入	1.37	1.66	2.12	2.46	68.0	56.1	43.9	37.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、啤酒高端化迈入新阶段，行业利润加速释放	3
1.1 发展复盘：外资领跑，本土龙头雄狮觉醒	3
1.2 竞争格局：一超多强，华润、青啤加速追赶	7
二、高端啤酒市场竞争的关键能力	8
2.1 品牌组合及品牌力	8
2.2 有竞争力的渠道体系	9
2.3 有质量的根据地市场	10
2.4 工厂布局和供应链效率	11
2.5 软实力	12
风险提示	12

图表目录

图表 1: 国内啤酒销量增长复盘	3
图表 2: 我国啤酒进口量及增速	4
图表 3: 我国啤酒进口平均单价	4
图表 4: 2019 年啤酒 TOP10 进口来源地情况（按进口量排序）	4
图表 5: 我国啤酒按档次销量结构变化	5
图表 6: 2014-19 年各档次啤酒销量复合增速	5
图表 7: 美国啤酒销量结构变化	5
图表 8: 2014-19 年各档次啤酒销量复合增速	5
图表 9: 中国啤酒行业“十四五”发展经济目标	6
图表 10: 主流啤酒毛利空间低(元/吨)	6
图表 11: 华润啤酒吨酒利润增速远高于吨酒价格增速	6
图表 12: 2010-18 年百威亚太高端化领先(元/吨)	7
图表 13: 百威亚太盈利能力提升明显	7
图表 14: 我国高端及超高端啤酒市场容量及增速	7
图表 15: 我国高端及超高端啤酒市场竞争格局(2018 年)	7
图表 16: 我国主要啤酒品牌销量结构(2019 年，单位：万吨)	8
图表 17: 主要啤酒企业旗下品牌数量(个)	8
图表 18: 高成熟度市场中高端啤酒品牌数量大幅增加	9
图表 19: 华润啤酒品牌营销策略的创新	9
图表 20: 我国不同品类啤酒包装数量及增速(单位：百万个)	10
图表 21: 我国啤酒行业罐装化率仍有提升空间	10
图表 22: 我国各省份啤酒产量(万吨)	11
图表 23: 我国啤酒企业各自优势基地市场分布	11
图表 24: 主要啤酒企业产能及效率比较(2019 年)	11

一、啤酒高端化迈入新阶段，行业利润加速释放

1.1 发展复盘：外资领跑，本土龙头雄狮觉醒

我国高端啤酒萌芽于 2000s，本土企业处于跑马圈地价格战阶段，外资啤酒抢先布局。1990 年代外资啤酒企业开始在中国进行布局，这一阶段国内高端啤酒市场几乎为零，外资啤酒多通过合资、收购方式迎合本土市场，获得产能、渠道网络以及品牌资源。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，在我国东南地区具有一定影响力。

经济快速发展背景下，我国高端啤酒需求萌芽并快速增长，百威抢占先机。2004 年城镇居民家庭人均年收入突破万元，2010 年突破 2 万元，高端啤酒风起，进口啤酒销量快速增长。2008 年进口啤酒量为 2.8 万吨，至 2015 年达到 53.8 万吨，2008-2015 年进口啤酒销量增长 CAGR 为 52%。2007 年百威啤酒在中国一线城市(沿海大城市)和二线城市(省会级大中型城市)已经完成了从市场策略、销售网络的布局，在高档啤酒市场的占有率已经达到 45%-50%。同年百威开始发力下沉中国县级市场，安海斯-布希公司大中华地区销售副总裁李崇伯表示，“百威啤酒目前已经覆盖中国 100 个城市，未来五年将扩大一倍。”。

国内啤酒企业跑马圈地争夺基地市场，发力高端市场较晚。国内啤酒企业在第三、第四阶段仍处于跑马圈地、价格战抢夺根据地市场的销量比拼中，无暇重点培育高端产品。华润啤酒于 2002 年确立聚焦“雪花”单一品牌战略，占领主流消费价格带及以上的位置，2002-2008 年雪花品牌销量增长 CAGR 达到 46%，2008 年雪花单品牌销量 613 万吨，成为全球销量第一品牌。2009 年雪花在高档细分市场推出“雪花纯生”，2012 年销量达到 26.7 万吨，同年推出第一支超高档啤酒“脸谱”。青啤 2010 年启动产品多元化战略，推出超高端产品“奥古特”；2012 年推出“鸿运当头”等高端系列。

图表 1: 国内啤酒销量增长复盘



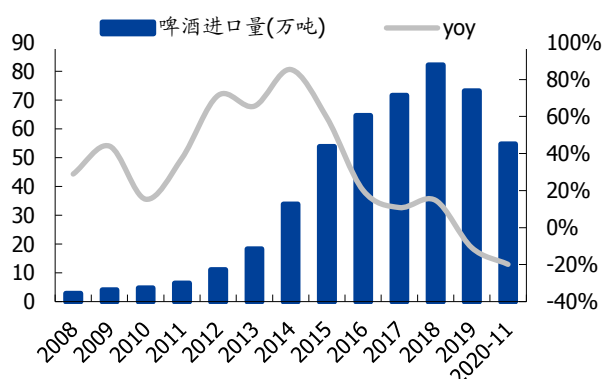
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2008-15 年我国啤酒消费结构出现供需错配，高档且多元化进口啤酒销量快速增长。2010 年前后我国 1986-90 年代婴儿潮时期出生人口达到饮酒年龄，生长在经济快速繁

荣时期的他们消费需求较父母辈更为多元化，对进口高端啤酒需求增加。2011-2015 年进口啤酒量增长 CAGR 达到 70.2%，2011 年我国进口啤酒均价达到 1417 美元/吨(约为 9210 元/吨)。

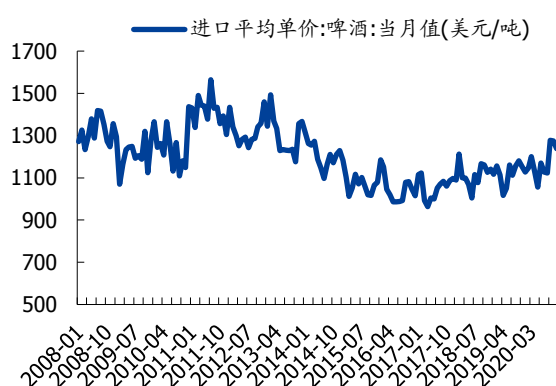
2011 年后国际品牌逐步国产化，叠加本土品牌重视高端化，2019 年进口啤酒量下滑。百威英博 2011 年开始在中国启动高速扩张战略，由于收购啤酒厂估值较高，百威英博放慢收购脚步，转而在国内河南、广西、四川、广东等诸多省市投资建立啤酒厂。新建工厂供应链及工艺水平高，逐步取代部分进口，且未来会以国产化主导。2018 年我国进口啤酒量达到 82 万吨高位，随着海外品牌国产化以及本土品牌在高端市场发力，进口啤酒量或逐步下降。2019 年我国进口啤酒量为 73.3 万吨，同比下降 11%，进口量最大的 3 个来源地是德国、墨西哥、韩国，其中墨西哥进口啤酒主要是超高档品牌“科罗娜”，韩国进口啤酒主要是“蓝妹”，而德国进口啤酒有很多国内贸易商在德国寻找代工厂生产的“假洋牌”，因而进口单价相对较低。

图表 2: 我国啤酒进口量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 我国啤酒进口平均单价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2019 年啤酒 TOP10 进口来源地情况 (按进口量排序)

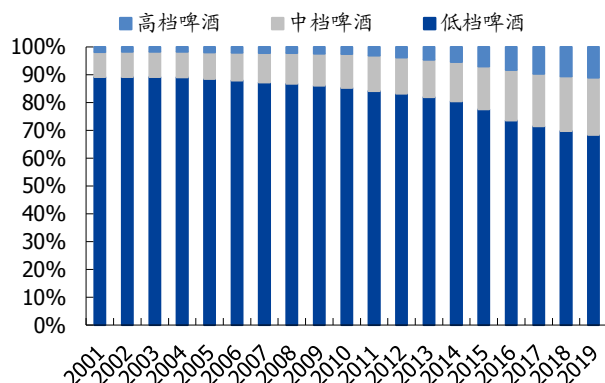
国别	进口量(万升)	进口额(万美元)	均价(US\$/L)	数量同比	金额同比	均价同比	市场占比
德国	20,970.1	16,029.8	0.76	-12.7%	-16.0%	-3.9%	19.5%
墨西哥	10,918.4	15,965.5	1.46	-44.2%	-36.5%	13.8%	19.4%
韩国	10,588.5	8,359.2	0.79	1.6%	-8.3%	-9.7%	10.2%
比利时	5,237.6	10,580.0	2.02	32.9%	42.6%	7.3%	12.9%
英国	4,660.5	4,955.4	1.06	91.8%	82.2%	-5.0%	6.0%
西班牙	3,904.9	4,054.7	1.04	-25.2%	-26.2%	-1.2%	4.9%
俄罗斯	3,853.2	3,089.2	0.80	17.2%	15.1%	-1.8%	3.8%
荷兰	2,791.2	3,840.9	1.38	-17.6%	-18.9%	-1.7%	4.7%
法国	2,730.0	5,786.3	2.12	34.2%	34.9%	0.6%	7.0%
葡萄牙	2,351.4	2,538.1	1.08	-34.9%	-37.1%	-3.3%	3.1%
总计	73,336.8	82,154.0	1.12	-10.8%	-9.3%	1.8%	100.0%

资料来源: 酒类行业协会, 国盛证券研究所

产品结构持续升级, 中高档啤酒逐步取代主流啤酒。2014 年后我国啤酒消费进入存量期, 产品结构升级是主要趋势, 中档及高档啤酒销量份额逐步提升。2014-19 年低档啤酒销量复合增速为-5.3%, 中档啤酒销量 CAGR 为 5.4%, 高档啤酒销量保持双位数增长,

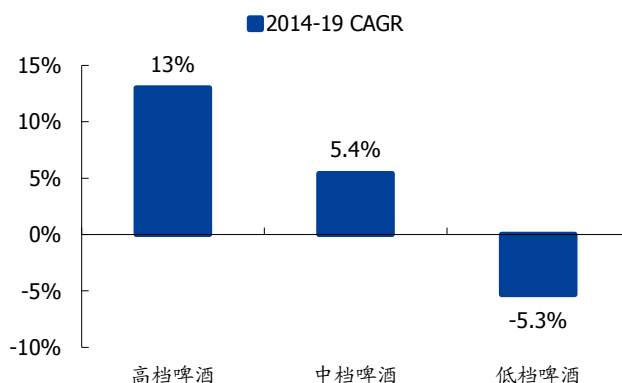
CAGR 为 13%。2001-2019 年低档啤酒销量份额从 89.1%下降至 68.4%，高档啤酒销量份额自 1.9%提升至 11.1%。

图表 5: 我国啤酒按档次销量结构变化



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

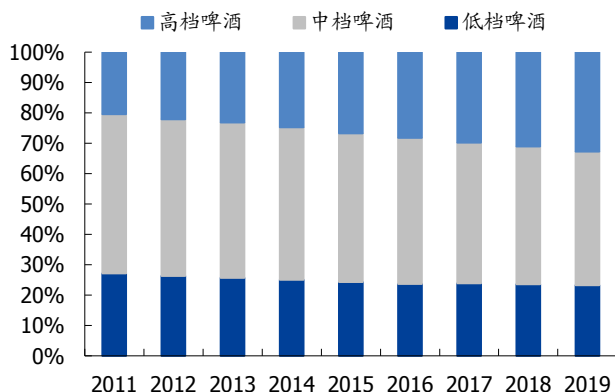
图表 6: 2014-19 年各档次啤酒销量复合增速



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

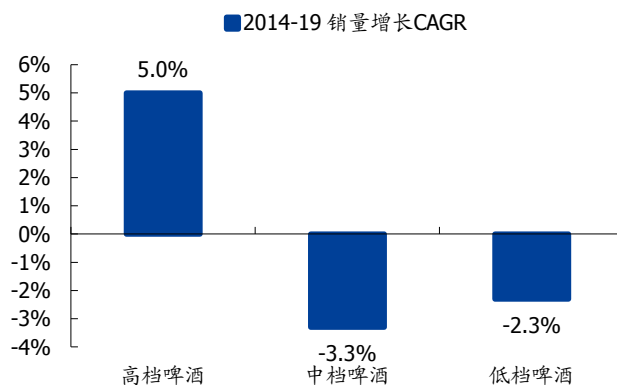
美国成熟市场啤酒销量结构以中档为主，高端啤酒占比逐步提升。美国啤酒行业成熟阶段以中档啤酒为主流价格带，消费量占比 45%；低档、高档啤酒销量占比分别为 24%、31%。2014-19 年低档、中档啤酒销量平均每年个位数小幅下滑，高档啤酒消费量保持 5%左右增幅，高档市场份额逐步扩大。参考美国经验，预计我国啤酒行业未来一段时间以低档向中档升级为主流趋势，同时高档啤酒市场份额快速提升。

图表 7: 美国啤酒销量结构变化



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 8: 2014-19 年各档次啤酒销量复合增速



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

国内啤酒行业未来 10 年享受高端化红利，处于利润加速释放阶段。由于啤酒消费进入存量阶段、区域市场竞争格局已经基本稳固，国内头部啤酒企业更加注重通过产品结构升级提升利润，奋起直追，加速抢占高端啤酒市场。以龙头华润啤酒为例，自 2017 年实施“3+3+3”大战略，计划通过 3 个三年规划将雪花啤酒的规模优势转变为质量优势。通过 2017-19 年的产能优化、品牌重塑、组织结构优化，华润啤酒实现了去包袱、强基础、蓄能量的转变，为下一个 3 年“决战高端、质量发展”做好准备。

2020 年是华润啤酒决战高端的元年，龙头的战略变化意味着啤酒行业的发展趋势进入高端化的比拼阶段。华润啤酒计划到 2025 年实现“高端制胜，卓越发展”，在高端啤酒市场超越竞争对手成为全面龙头。龙头发起向高端啤酒市场的进攻，行业内其他头部企业也必须加速前进，否则将会掉队失去高端啤酒市场竞争资格。因而我们预计这一阶段啤

酒行业整体产品结构及吨酒价将会加速提升，享受高端化红利。根据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》，预计啤酒行业至十四五末实现产量 3900 万吨，平均年增长 2.2%；销售收入 2100 亿元，平均年增长 7%；实现利润 300 亿元，平均年增长 14.9%，利润增速明显高于十三五期间。

图表 9: 中国啤酒行业“十四五”发展经济目标

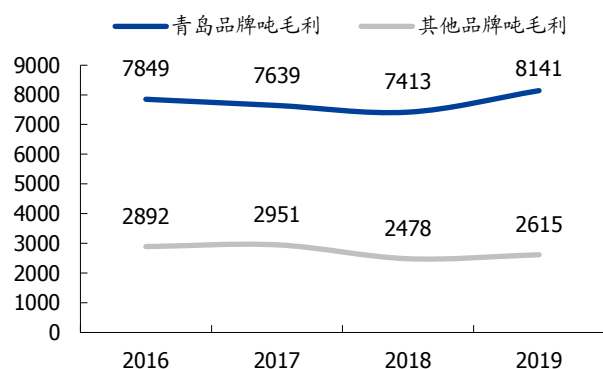
	啤酒行业产量(万吨)	销售收入(亿元)	利润(亿元)
十二五末	4510	1856	143
十三五末	3501	1500	150
十四五末	3900	2100	300
十四五 CAGR	2.2%	7.0%	14.9%

资料来源：中国酒业协会，国盛证券研究所

从财务角度来看，从主流向中端、高端的升级过程，经营杠杆推动利润增速高于收入增速。啤酒行业由于固定成本(包材成本、重资产折旧摊销)、渠道费用相对较高，高端啤酒与低端啤酒在成本端差距不大，因而高端化过程中利润弹性较高。根据百威英博测算，一吨高档及超高档啤酒的毛利率是主流啤酒的 5-9 倍。2019 年青岛啤酒主品牌吨毛利达到 8141 元/吨，而其他品牌(主流及低档)吨毛利为 2615 元/吨，且较前两年下滑明显。

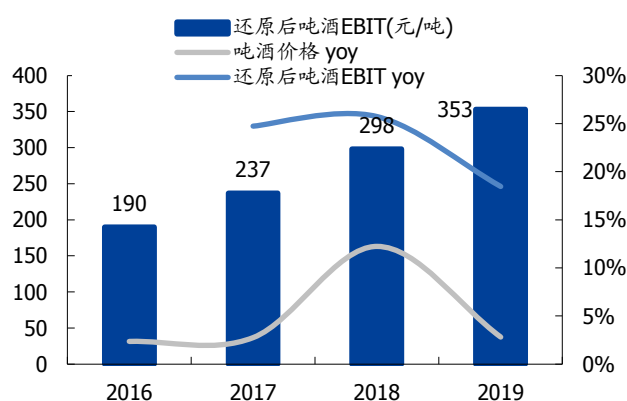
华润啤酒主流价格带啤酒销量占比较高，产品结构升级过程中利润增长加快。华润啤酒 2016 年主流啤酒销量占比为 65%，中档及以上销量占比为 35%；公司产品结构升级，2019 年中档及以上销量占比提升至 46%。由于主流及低档啤酒本身吨毛利较低，叠加市场及渠道费用投放，吨利润微薄，2016 年还原后吨酒 EBIT 为 190 元/吨，2017-19 年是公司第一个 3 年计划实施期，剔除产能优化和组织重塑费用后 2019 年还原后吨酒 EBIT 为 353 元/吨。2016-19 年吨酒价格增长 CAGR 为 5.8%，但还原后吨酒 EBIT 增长 CAGR 为 22.9%。

图表 10: 主流啤酒毛利空间低(元/吨)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

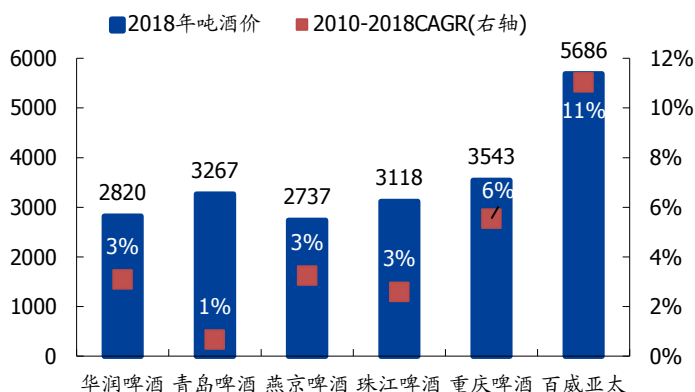
图表 11: 华润啤酒吨酒利润增速远高于吨酒价格增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

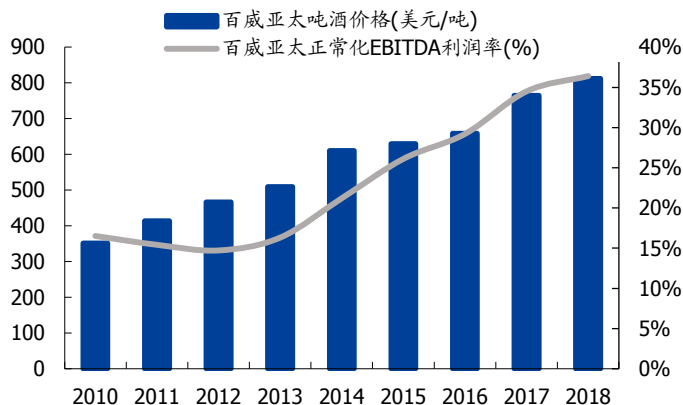
对标海外啤酒龙头，百威亚太 2010-18 年吨酒价格自 351.5 美元/吨提升至 812.3 美元/吨，增长 CAGR 为 11%，领先于国内啤酒企业吨酒价增幅。受益于产品结构高端化，以及费用投放、效率提升，百威亚太正常化 EBITDA 利润率自 16.5% 提升至 36.4%，盈利能力改善明显。

图表 12: 2010-18 年百威亚太高端化领先(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 百威亚太盈利能力提升明显

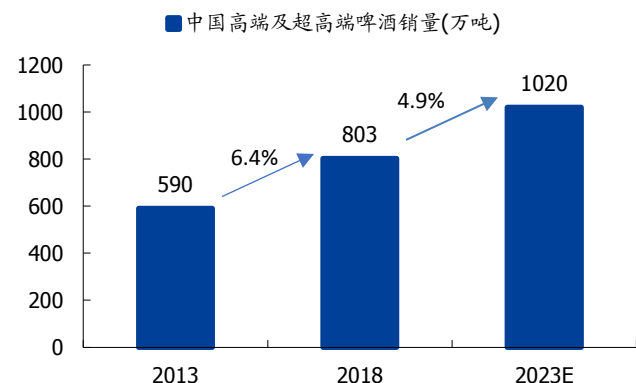


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 竞争格局: 一超多强, 华润、青啤加速追赶

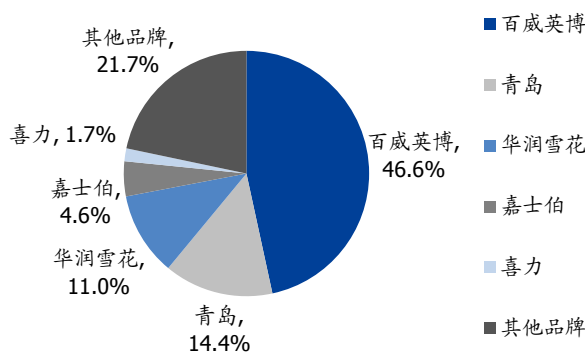
我国高端啤酒市场容量持续增长, 目前形成一超多强格局。根据百威亚太招股书数据, 2018 年我国高端啤酒市场(终端零售价 10 元及以上)容量约为 803 万吨, 预计到 2023 年高端啤酒市场扩容至 1020 万吨, CAGR 为 4.9%。国际品牌在高端啤酒市场占优, 2018 年百威英博在高端啤酒市场市占率达到 46.6%, 青啤、华润市占率分别为 14.4%、11%, 嘉士伯占比 4.6%, 喜力品牌占比 1.7%。

图表 14: 我国高端及超高端啤酒市场容量及增速



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

图表 15: 我国高端及超高端啤酒市场竞争格局(2018 年)



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

百威高端啤酒销量占比领先, 华润、青啤加速追赶。高端啤酒市场中百威英博的核心产品是大单品百威啤酒, 经过国内多年发展规模接近 200 万吨, 超高端啤酒有科罗娜、福佳白等差异化品牌, 2019 年百威亚太高端及以上啤酒销量占比约为 37%。嘉士伯中国在国内高端啤酒市场以嘉士伯、1664 为主, 公司产品结构中档啤酒占比较高。华润啤酒在高端啤酒市场以“本土品牌+国际品牌”双轮驱动, 雪花纯生是高端啤酒销量主力, 国际品牌喜力销售规模为 20-30 万吨。华润啤酒不断丰富本土、国际品牌组合, 并计划在 2022 年末高端啤酒销量接近主要竞争对手, 2025 年超越竞争对手。青岛啤酒单品牌模式运作, 青岛纯生也是高端啤酒销量主力, 近年来鸿运当头、白啤等产品销量规模扩大。

图表 16: 我国主要啤酒品牌销量结构(2019 年, 单位: 万吨)

	百威啤酒	华润啤酒	青岛啤酒	嘉士伯中国	燕京啤酒	珠江啤酒
高档及超高档	~250	148	186	~50	--	0.5
主要产品	百威、科罗娜、福佳白等	纯生、喜力、脸谱等	纯生、白啤、奥古特等	嘉士伯、1664 等	--	雪堡精酿
中档啤酒	~150	370	220	~130	~150	~48
主要产品	哈尔滨、雪津等	勇闯天涯、Super X 等	青岛经典	乐堡、大理、乌苏、重庆等	燕京纯生、白啤等	珠江纯生
主流及以下	~348	617	400	~50	~231	~78
主要产品	哈尔滨冰纯、金龙泉等	雪花清爽、原麦汁等	崂山、山水、汉斯等	山城、西夏、天目湖等	燕京鲜啤、漓泉、惠泉	珠江零度等
合计	748	1143	805	230	381	126

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所估算

二、高端啤酒市场竞争的关键能力

在啤酒消费升级时代, 做高端啤酒最关键的能力是什么? 我们认为硬实力需要具备: 丰富的品牌组合及品牌力、强大的渠道网络体系、高质量的根据地市场以及高效的供应链体系; 软实力需要具备: 渠道执行力强、管理体系完善、企业文化及组织建设。

2.1 品牌组合及品牌力

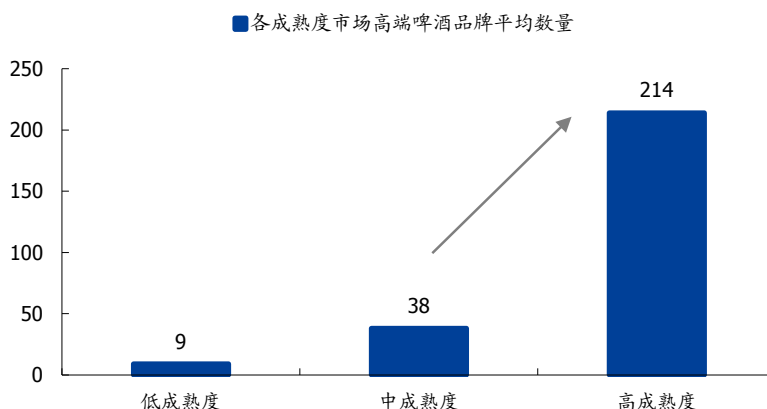
成熟啤酒市场需求多元化, 啤酒企业扩大品牌组合。1950 年大多数啤酒厂商仅生产 1-2 种旗舰品牌, 1970-1980 年淡啤的流行促进企业进行多品牌战略。随着生活水平提升, 消费者需求逐步多元化, 这一趋势在 1990 年后更加明显。2010 年百威英博旗下啤酒品牌多达 55 个, MillerCoors 旗下啤酒品牌 61 个。根据百威对啤酒市场成熟度划分, 通常高成熟度啤酒市场拥有 214 个高端品牌, 远高于中成熟度市场。未来高端啤酒市场需求更加多元化和差异化, 将会是百花齐放的竞争格局, 丰富的品牌和产品组合是重要资产。

图表 17: 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

图表 18: 高成熟度市场中高端啤酒品牌数量大幅增加



资料来源: 百威英博公告, 国盛证券研究所

品牌营销方式变革: 头部啤酒企业打破传统营销方式, 迎合年轻人喜好。

华润啤酒对每个品牌都设计了符合产品调性的品牌形象、营销方式, 捆绑特定消费人群。

2018 年新推出 “Super X”, 在推广方式上首次选取了王嘉尔作为品牌代言人, 同时利用新媒体、互联网的方法来推广, 冠名赞助综艺节目《这就是街舞》, 打造酷炫潮流形象吸引年轻人。“马尔斯绿” 联手《潮玩人类在哪里》推出定制潮玩罐; “匠心营造” 作为《风味人间》的甄选啤酒, 与美食进行关联; “喜力星银对味吧” 利用未来科技感光影和艺术装置营造时尚先锋的主基调。

青岛啤酒 2014 年成立 “创新营销事业总部”, 营销体系成熟、加速升级。青啤近一年借势 KOL 经济、创新场景营销、社交新零售打造的诸多创新营销活动, 如打造全麦白啤、“夜猫子” 啤酒, 推出魔兽罐、深夜食堂罐、梵高罐等。

图表 19: 华润啤酒品牌营销策略的创新



资料来源: 公司公开直播, 国盛证券研究所

2.2 有竞争力的渠道体系

对于啤酒行业而言, 产品组合、品牌力升级是打开新格局的敲门砖, 有竞争力的渠道网络体系才能将产品力、品牌文化充分传导至市场, 成为加倍放大的核心武器。过去在深度分销的模式下, 啤酒经销商习惯沦为配送商, 销售政策由厂家主导。而随着消费业态、

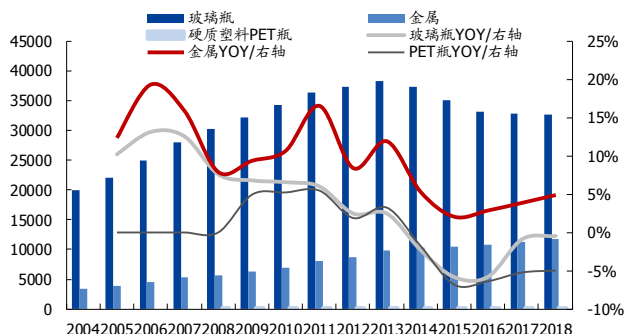
渠道模式变化，过去以量增为导向的销售模式不再适应行业发展。近年来新零售渠道、社区营销发展迅猛，逐步替代传统流通渠道小二批商的功能；现饮端餐饮连锁化率加速，逐步形成全国布局的连锁餐饮品牌，为高端啤酒品牌发展带来新生机。

渠道二次改造：大商制提升经销商积极性，配合高档啤酒市场开发。 华润啤酒为了满足高质量增长、发展中高档的需要，2018年公司启动渠道“二次改造”以提升经销商积极性。与过去深度分销模式不同，公司改变了经销商队伍过去形成的“坐商”习惯，激发经销商开发和维护市场的积极性，促进业务员逐渐向管理型转变，内外两只队伍配合开发维护市场。2020年公司举办首次“华润啤酒渠道伙伴大会”，作为决战高端三年战略的开局年，提出在渠道端发展大客户，给渠道赋能。“赋能”主要体现为，公司帮助大客户经销商进行分销管理设计、提高业务效率；在开发终端方面，公司支持经销商向餐饮终端提供专业性经营管理培训，开发社区团购等新型渠道。

未来啤酒“居家消费”场景增加，推动罐装化率提升。 我国啤酒行业发展仍以瓶装为主，1998年瓶装占比94.3%，主要源于我国啤酒消费渠道以餐饮渠道为主，且行业发展早期铝材成本较高。随着啤酒消费场景的拓展，以及远距离调运需求，罐装啤酒占比逐步提高。2018年我国啤酒消费量中玻璃瓶装占比73.5%，罐装占比24%。相较于美国、日本成熟啤酒行业，我国啤酒罐装化率仍有较大提升空间。国内啤酒企业珠江啤酒由于流通渠道销售占比接近70%，罐装化率领先。

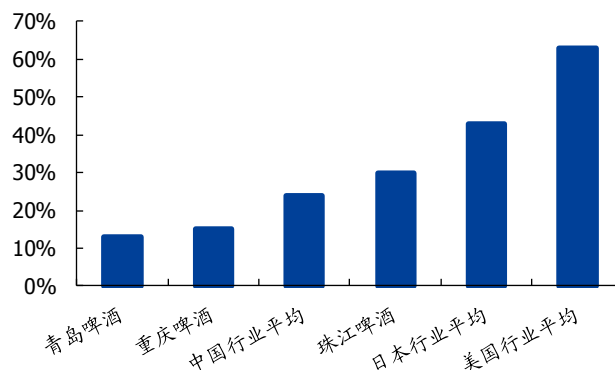
2020年疫情加速罐装化进程。 疫情期间餐饮端消费受到较大影响，消费者居家场景增多导致罐装啤酒销量快速增长。根据渠道调研，2020年青岛啤酒、重庆啤酒罐装化率均有较大幅度提升。为弥补罐装产能不足，重啤2020年上半年新增建设15万吨宜宾拉罐生产线；2021年1月“华润雪花啤酒公司新增6万听装啤酒生产线项目”在成都签约。

图表 20: 我国不同品类啤酒包装数量及增速(单位: 百万个)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 21: 我国啤酒行业罐装化率仍有提升空间



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

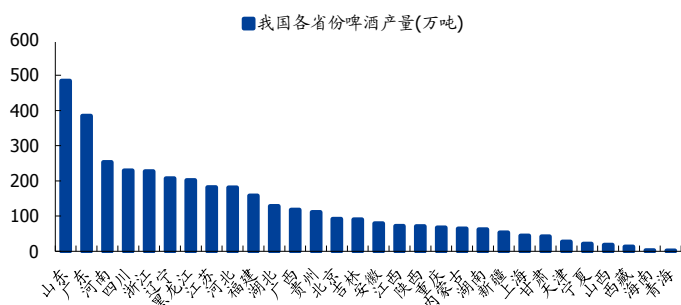
2.3 有质量的根据地市场

有质量的根据地市场是指消费量大且消费档次高、且在该市场具有优势领导地位，通常是啤酒企业利润池。国内啤酒行业根据地市场理论的雏形是华润雪花啤酒在早期形成的“蘑菇战略”和“沿海沿江战略”。华润啤酒首先选择人口多、啤酒容量大、消费能力强的地区，收购一家工厂作为生产基地来进入该区域市场，在这个地区取得具有垄断优势地位以后，辐射更大面积的区域、提升产品结构获取更多利润。华润啤酒在扩张初期首先占据四川市场，此后布局安徽、湖北、浙江、江苏地区。

当前头部啤酒企业各自基地市场优势稳固，长三角、珠三角仍是兵家必争之地。华润啤酒在辽宁、四川、安徽市场份额稳固；青啤占据山东、陕西、河北等优势市场，在上海

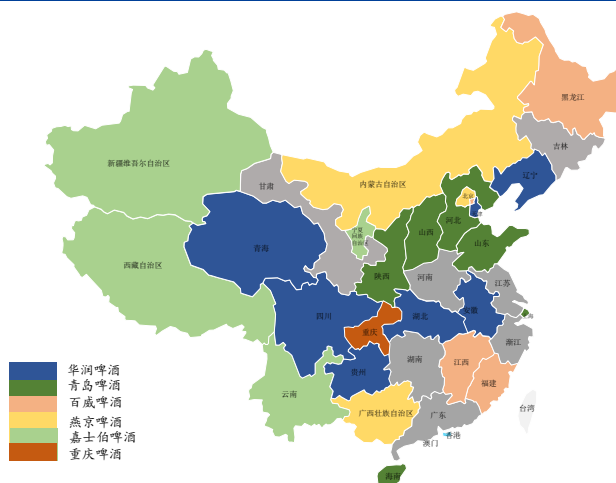
市场份额领先；百威英博在天气较热、经济发展较快的华南市场优势明显；嘉士伯在重庆及西部地区具有领导地位。但是在广东、江浙经济发达地区，市场竞争格局或仍有变数，是高端化竞争的兵家必争之地。

图表 22: 我国各省份啤酒产量(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 我国啤酒企业各自优势基地市场分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理

2.4 工厂布局和供应链效率

外资品牌供应链效率较高，华润、青啤仍有优化空间。经过 1993-2008 年的跑马圈地，华润、青啤工厂基本完成全国布局，2016 年分别有 98 个、62 个工厂，平均每个省份有 2-3 个工厂。百威英博于 2011 年之后一方面新建大型工厂，另一方面关停部分亏损和产能落后工厂，截至 2019 年在国内共有 33 个工厂，平均单厂产量约 22.7 万吨。重庆啤酒在嘉士伯“资援新征程”指引下率先进行产能优化，供应链效率提升明显。华润啤酒经历 2017-19 年产能优化后，2019 年工厂数量下降至 74 家，平均单厂产量上升至 15.4 万吨，略高于青岛啤酒；同时精简组织架构，2019 年员工数量较 2016 年减少 2.8 万人，人均创收达到 111 万元/人。

图表 24: 主要啤酒企业产能及效率比较(2019 年)

	百威亚太	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
工厂数量	33	74	60	14
平均单厂产能(万吨)	22.7	15.4	13.4	6.7
产能(万吨)	1419	2050	1356	179
产能利用率	58%	56%	57%	53%
员工数量(人)	24545	30000	38169	2475
人均创收(万元/人)	135	111	73	141

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.5 软实力

高端啤酒市场竞争的软实力体现在渠道执行力、管理体系、企业文化及组织建设，国内龙头企业与外资企业差距缩小。外资啤酒品牌百威英博、嘉士伯早期在高端啤酒经营理念和管理方面占优，但国内龙头企业正奋起直追并缩小差距。华润啤酒作为央企华润集团旗下企业，机制较为市场化，并且在侯孝海先生一贯领导下团队执行力强，从 2017-19 年关厂速度可以看出其策略落地执行力坚决。青岛啤酒作为山东国有企业，薪酬待遇和管理机制较为落后，但公司于 2020 年 3 月推出首次限制性股票激励计划，有利于充分调动公司管理层、核心骨干人员积极性，提高经营效率。重庆啤酒于 2020 年内完成嘉士伯中国资产注入，解决国内同业竞争问题。

风险提示

消费者需求变化、原材料价格波动、行业竞争激烈、估计假设具有不确定性。

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	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
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	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