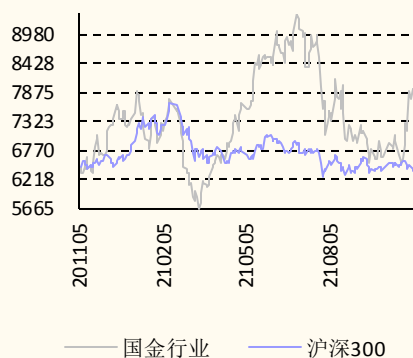


## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金啤酒指数    | 8001  |
| 沪深300指数   | 4869  |
| 上证指数      | 3527  |
| 深证成指      | 14555 |
| 中小板综指     | 13791 |



## 啤酒提价复盘及空间测算，高端化进行时

## 行业观点

- **复盘 18 年提价，本轮提价的“不变与变”。**复盘 18 年的提价，麦芽、包材涨价带动吨成本提振大个位数到小双位数，啤酒龙头淡季集体提价。短期虽存在费用补贴、毛利率下行，但经过一段时期后（18 年为 2-4 个季度），毛销差将重拾升势。**我们认为**，本轮提价的动机与 18 年类似，Q3 龙头吨成本普遍上涨至中大个位数以上，考虑到原材料采购周期多为半年，预计 22H1 原材料成本压力或环比加重，22H2 有望逐步缓解。对比 18 年，本轮提价的时间提前（从 12 月到 5 月提前至 9 月到 1 月）、幅度加大（从不超过 5% 提至 5-10%）、品种更高端（将青啤纯生、重啤乌苏纳入提价范围）、竞争格局更集中。这表明，本轮提价龙头对利润的诉求更强，费用补贴或趋于理性（Q3 报表端已验证），进而提价传导节奏，加速过渡到利润释放期。
- **销量维稳背景下，龙头的业绩空间几何？**对标海外，国内啤酒在价（2800-3500vs5000 以上）、毛利率（38-40%vs52%）、净利率（6-7%vs15-20%）方面均具备改善空间。**我们认为**，1) 直接提价、结构升级（高端占比平均 15-20% 提至 30% 以上）、罐化率提升（20-30% 提至 40-50%）将有利于吨价、毛利率的抬升；2) 关厂裁员（产能利用率 50-60% 提至 70% 以上）+ 费用投放趋于理性有望助推经营效率优化。
- **当前，各家的高端化打法已具备鲜明的特征：1) 产品上**，短期 8-12 元扩容最快，长期培育 12-15 元价格带。华润的产品组合相对均衡，重啤优先聚焦乌苏，青啤针对细分群体开拓小体量产品。**2) 渠道上**，华南、华东、华北是兵家必争之地，华润转向大客户模式，21 年成立大客户平台；青啤在北方主推深度分销，在华南实行大客户制；重啤由于销售人员、经销商实力偏弱，侧重发力大城市计划，借助乌苏的号召力铺进烧烤等餐饮店。**3) 营销上**，华润通过流量明星、综艺抓取年轻消费者，青啤注重国潮风，重啤分营销团队打造不同品牌，更强调地域特色、品牌调性。
- **借鉴美国经验：长期超高端、精酿、跨品类打开盈利能力上限。**复盘美国历史，1959-1981 年高端对本地、中档进行替代，当高端销量占比达 60% 以上后，超高端、精酿加速渗透，进一步打开行业利润率的天花板。当前我国精酿渗透率仅 2.4%（美国为 12%），超高端、精酿长期具备发展潜力。而含酒精饮料最易与原有啤酒业务在生产技术、渠道上产生协同效应，美国啤酒龙头均已在预调酒、果酒等领域占据一定份额，跨品类发展含酒精饮料有望成为第二增长曲线（如：重啤的夏日纷、华润进军白酒）。

## 投资建议

- 受疫情反复影响，啤酒短期需求仍承压，建议弱化淡季销量波动，关注提价预期落地。**我们认为**，在食品饮料提价浪潮中，啤酒仍是提价确定性较强、提价成功率较高的子版块。本轮集体提价比 18 年的时间提前、幅度加大、品种更高端、竞争格局优化，有望促使费用补贴更理性、提价传导节奏更快，进而加速过渡到利润释放期。中期看，“高端化+经营效率改善”仍是主旋律，长期借鉴美国经验，发展超高端、精酿和跨品类将打开盈利空间。结合估值及基本面，**推荐高端化空间广+确定性强的华润啤酒、盈利能力领先的重啤，关注国产中高端领头羊青啤。**

## 风险提示

- 区域市场竞争加剧；疫情反复风险；原材料上涨过快；食品安全问题。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 引言 .....                              | 5  |
| 一、复盘 18 年提价，本轮提价的“不变与变” .....         | 5  |
| 1.1 不变：源于成本压力，行业集体提价将改善盈利 .....       | 5  |
| 1.1.1 起因：成本压力为主要驱动 .....              | 5  |
| 1.1.2 传导：淡季迎来行业集体提价潮 .....            | 6  |
| 1.1.3 效果：循序渐进，短期或存在费用补贴、毛利率下行 .....   | 7  |
| 1.2 变：新增高档品种，提价力度加大，预计传导节奏加快 .....    | 8  |
| 1.3 本轮提价浪潮啤酒对比调味品的异同 .....            | 9  |
| 二、销量维稳背景下，龙头的业绩空间几何？ .....            | 9  |
| 2.1 价&毛利率：直接提价+结构升级+罐化率提升驱动 .....     | 9  |
| 2.2 利润率：关厂裁员+费用投放趋于理性 .....           | 11 |
| 三、龙头角逐高端，谁与争锋？ .....                  | 12 |
| 3.1 产品：短期次高、普高档起量，长期培育高档 .....        | 12 |
| 3.2 渠道：逐鹿华东、华南、华北，模式各有千秋 .....        | 14 |
| 3.3 营销：华润年轻化，青啤国潮风，重啤地域特色 .....       | 15 |
| 四、借鉴美国经验：长期超高端、精酿、跨品类或为新方向 .....      | 15 |
| 4.1 从高端化过渡向超高端化、精酿 .....              | 16 |
| 4.2 跨品类优选强协同、高利润率的含酒精饮料 .....         | 17 |
| 4.3 总结：以美为鉴，长期超高端、精酿、跨品类有望打开利润率天花板 .. | 18 |
| 五、投资建议 .....                          | 19 |
| 六、风险提示 .....                          | 19 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1：啤酒产品成本结构 .....                    | 5 |
| 图表 2：历年浮法平板玻璃价格（元/吨） .....             | 5 |
| 图表 3：历年大麦均价（元/吨） .....                 | 5 |
| 图表 4：历年瓦楞纸市场价（元/吨） .....               | 5 |
| 图表 5：中国玻璃价格指数 .....                    | 6 |
| 图表 6：LME 铝现货结算价（美元/吨） .....            | 6 |
| 图表 7：啤酒龙头半年度吨成本同比增速 .....              | 6 |
| 图表 8：啤酒龙头单季度吨成本同比增速 .....              | 6 |
| 图表 9：2018 年啤酒集体提价梳理 .....              | 7 |
| 图表 10：2021 年啤酒厂商提价梳理 .....             | 7 |
| 图表 11：青啤单季度吨收入同比增速 .....               | 8 |
| 图表 12：珠江/华润半年度吨收入同比增速 .....            | 8 |
| 图表 13：青岛啤酒单季度毛利率/销售费率/毛销差变动（pct） ..... | 8 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 14: 华润啤酒半年度毛利率/销售费率/毛销差变动 (pct) ..... | 8  |
| 图表 15: 本轮提价品种多集中在中、高档大单品.....            | 9  |
| 图表 16: 啤酒龙头单季度/半年度销量变动.....              | 9  |
| 图表 17: 啤酒主力消费人群占比下降.....                 | 9  |
| 图表 18: 我国规模以上啤酒企业产量及增速.....              | 9  |
| 图表 19: 2020 年国内外主要啤酒企业吨价对比 (元) .....     | 10 |
| 图表 20: 主要啤酒企业毛利率对比.....                  | 10 |
| 图表 21: 啤酒龙头高端化进度及中长期规划.....              | 10 |
| 图表 22: 2020 年重点酒企产品结构对比.....             | 11 |
| 图表 23: 2020 年重点酒企罐化率对比.....              | 11 |
| 图表 24: 主要啤酒企业管理费用率对比.....                | 11 |
| 图表 25: 主要啤酒企业产能利用率对比.....                | 11 |
| 图表 26: 主要啤酒企业单厂产量对比.....                 | 12 |
| 图表 27: 主要啤酒企业 EBITDA 率对比 .....           | 12 |
| 图表 28: 主要啤酒企业销售费用率对比.....                | 12 |
| 图表 29: 主要啤酒企业净利率对比.....                  | 12 |
| 图表 30: 啤酒 8-10 元价格带主要单品及体量.....          | 12 |
| 图表 31: 啤酒 10-12 元价格带主要单品及体量.....         | 12 |
| 图表 32: 啤酒 12-15 元价格带主要单品及体量.....         | 13 |
| 图表 33: 啤酒 15 元以上价格带主要单品及体量.....          | 13 |
| 图表 34: 华润啤酒中档及以上品牌组合.....                | 13 |
| 图表 35: 重庆啤酒产品矩阵.....                     | 14 |
| 图表 36: 青岛啤酒产品矩阵.....                     | 14 |
| 图表 37: 华润啤酒高端化重点区域.....                  | 14 |
| 图表 38: 主要酒企历年销售人员数量及 20 年占比 (右轴) .....   | 15 |
| 图表 39: 主要啤酒企业经销商数量对比 (名) .....           | 15 |
| 图表 40: 乌苏代言人张伟丽.....                     | 15 |
| 图表 41: 乌苏巴扎集市.....                       | 15 |
| 图表 42: 中美啤酒产量都经历了触顶回落.....               | 16 |
| 图表 43: 2020 年中国啤酒行业竞争格局.....             | 16 |
| 图表 44: 美国啤酒行业历年市占率.....                  | 16 |
| 图表 45: 我国啤酒行业历年市占率.....                  | 16 |
| 图表 46: 美国啤酒行业产品结构.....                   | 16 |
| 图表 47: 美国啤酒价格.....                       | 16 |
| 图表 48: 美国精酿啤酒销量占比.....                   | 17 |
| 图表 49: 美国精酿厂家数量迅速扩张.....                 | 17 |
| 图表 50: 预调酒/大众酒/啤酒毛利率对比.....              | 17 |
| 图表 51: 预调酒/大众酒/啤酒净利率对比.....              | 17 |
| 图表 52: 全球预调酒市场 2020 年市占率.....            | 18 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图表 53: 全球果酒市场 2020 年市占率..... | 18 |
| 图表 54: 美国啤酒行业利润率变化.....      | 19 |
| 图表 55: 我国精酿啤酒消费量及占比.....     | 19 |
| 图表 56: 啤酒重点公司估值表.....        | 19 |

## 引言

近期，啤酒行业提价预期再起，本文：1) 复盘 18 年提价始末，比较本轮提价与上轮的异同，展望后续演绎方向。2) 对标外资龙头，探讨销量趋稳背景下，我国啤酒中长期的业绩成长空间。3) 对比龙头在产品、渠道、营销上高端化策略的差异。4) 借鉴美国经验，总结我国啤酒长期潜在的发展路径。

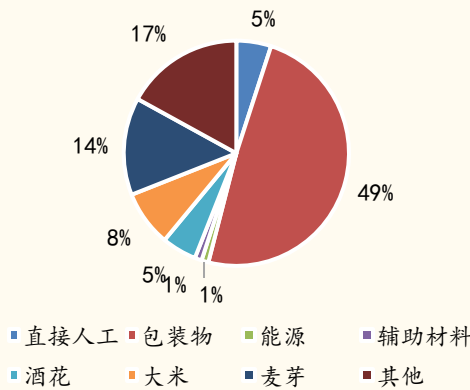
## 一、复盘 18 年提价，本轮提价的“不变与变”

### 1.1 不变：源于成本压力，行业集体提价将改善盈利

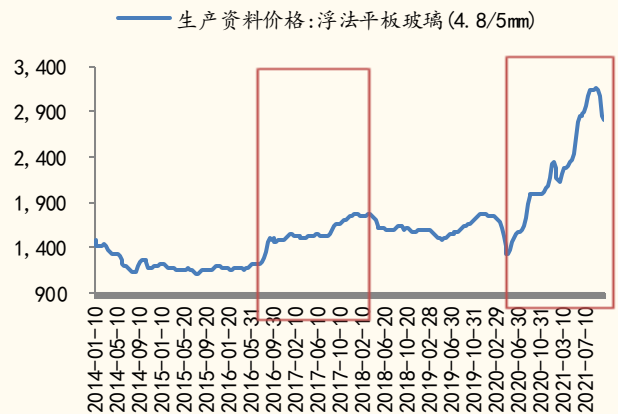
#### 1.1.1 起因：成本压力为主要驱动

预计成本采购周期在半年左右。从成本构成来看，啤酒中包装物占比高达 49%（预计玻璃瓶 35%、铝罐约 10%、纸箱 5%），麦芽占比约 14%。以重庆啤酒为例，原材料通过招标采购的方式进行，上下半年各做一次。因此，我们判断，原材料采购成本变动多以半年为周期。

图表 1：啤酒产品成本结构



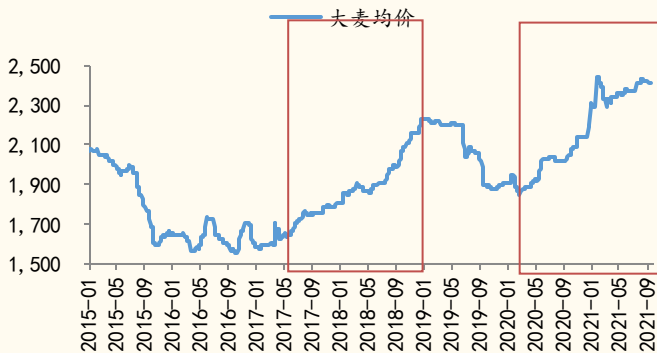
图表 2：历年浮法平板玻璃价格（元/吨）



来源：青岛啤酒公司公告，国金证券研究所

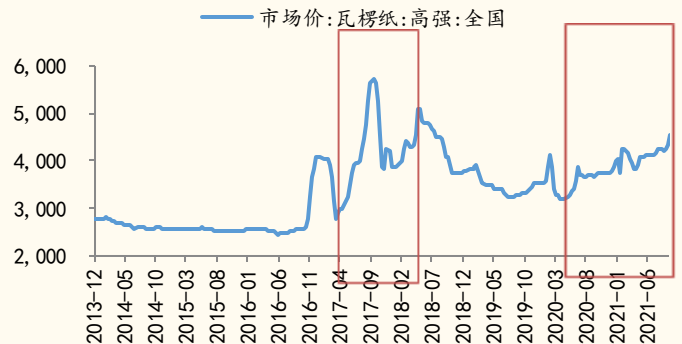
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：历年大麦均价（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所，注：计算天津、日照、南通、广州 4 地均价

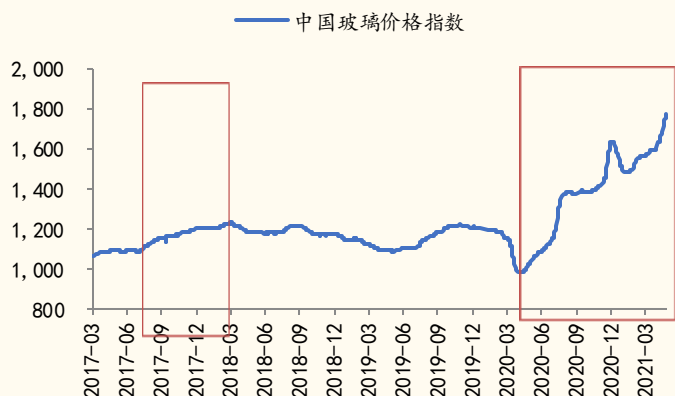
图表 4：历年瓦楞纸市场价（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所



图表 5: 中国玻璃价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: LME 铝现货结算价 (美元/吨)

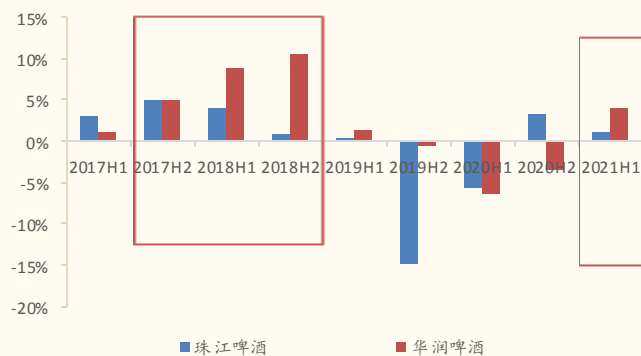


来源: wind, 国金证券研究所

17 年末至 18 年初, 原材料、包材涨价带动吨成本变动大个位数到小双位数。2018 年受澳麦干旱减产的影响, 叠加全球库存处于历史低位, 大麦价格上升至 3 年以来的高位。玻璃瓶、铝罐受环保政策、去产能限制, 价格有所抬升; 瓦楞纸价格上涨主要系国家对进口废物原料监管收紧。从公司角度看, 17H2 和 18H1、H2 龙头吨成本上涨幅度普遍在中个位数到大个位数, 青啤 18Q3 吨成本同比+9%, 华润 18H1/H2 吨成本同比+9%/+11%。

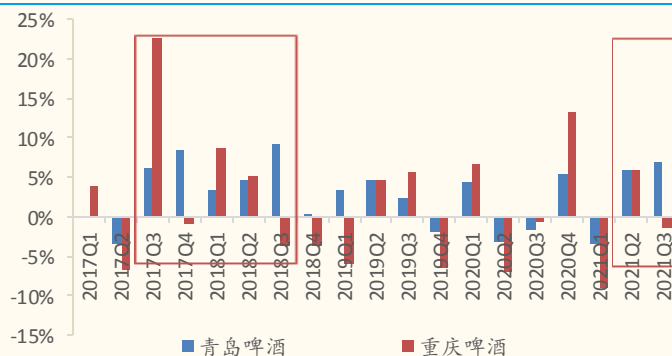
20H2 以来成本重拾升势, 预计 22H1 吨成本压力或环比加重。20 年 5 月, 澳麦征收双反政策落地, 大麦价格持续推高, 现已超过 18 年的水平。纸箱、玻璃瓶等包材受上游原料成本上升的影响, 维持上扬态势。从公司角度看, 21Q1 吨成本受益于规模效应而摊销, 21Q2/Q3 龙头吨成本上涨幅度为中个位数到大个位数, 青啤 Q2/Q3 吨成本增速为 6/7%, 珠江 Q3 吨成本同比+12%, 华润 21H1 吨成本变动 4%。展望 Q4 及 22H1, 我们判断, 吨成本压力或环比加重, 主要系采购多在今年年底发生, 原材料、包材成本仍高于年中; 展望 22H2, 玻璃价格现已回落, 大宗商品上游产能扩张降低涨价预期, 预计吨成本压力将逐步缓解。

图表 7: 啤酒龙头半年度吨成本同比增速



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 啤酒龙头单季度吨成本同比增速



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 重啤 20Q1 及之后数据为并表后

### 1.1.2 传导: 淡季迎来行业集体提价潮

淡季强势区域迎来集体提价潮。1) 复盘 18 年, 龙头多在淡季直接提价, 时间集中在 12 月-5 月, 幅度大多不超过 5%, 且通常开始于强势区域 (如: 青啤的山东、燕京的北京), 提价品种涵盖中、低档产品。2) 本轮提价多集中在 9 月-1 月, 提价幅度多在 5-10%, 且依旧起始于强势区域 (如: 青啤的山东、乌苏的疆内、华润的四川), 提价品种覆盖中、高档产品。

**图表 9：2018 年啤酒集体提价梳理**

| 品牌 | 提价时间         | 提价区域  | 提价产品                 | 提价幅度              |
|----|--------------|-------|----------------------|-------------------|
| 青岛 | 2018 年 1 月   | 山东    | 崂山、汉斯、经典等产品          | 平均不超过 5%          |
|    | 2018 年 5 月   | 全国    | 优质品牌                 | 单箱提价 2 元左右        |
| 华润 | 2018 年 1 月   | --    | 雪花纯生、勇闯天涯等九款         | 提价 10-15%         |
| 燕京 | 2017 年 12 月  | 全国    | 460ml 7° P<br>燕京本生啤酒 | 每箱提价 3 元，每瓶提价 1 元 |
|    | 2018 年 2 月   | 北京    | 清爽                   | 终端提价 5% 左右        |
|    | 2018 年 2 月   | 广西、内蒙 | 多款产品                 | 平均涨价不超过 5%        |
| 重庆 | 2018 年 2 月   | 核心市场  | 瓶装纯生、易拉罐装            | 出厂价涨幅 5% 左右       |
| 珠江 | 2018 年 4 月   | -     | 金装 12°               | 3.6 元涨至 3.9 元     |
| 百威 | 2018 年 2-4 月 | 全国    | 百威、哈尔滨啤酒             | 平均不超过 5%          |

来源：公司公告，酒业家，国金证券研究所

**图表 10：2021 年啤酒厂商提价梳理**

| 品牌 | 提价时间         | 提价区域 | 提价产品             | 提价幅度                                 |
|----|--------------|------|------------------|--------------------------------------|
| 青岛 | 2021 年 8 月   | 山东   | 纯生               | 终端箱价提 6 元左右，幅度 5%                    |
|    | 2021 年 12 月底 | -    | 经典、纯生            | 出厂、终端提 8-10%                         |
| 华润 | 2021 年 9 月   | 全国   | 勇闯天涯             | 换装升级，终端瓶价提 1 元，出厂箱价提 3-4 元，幅度 10% 左右 |
|    | 2021 年 11 月  | 四川   | 勇闯（罐）、精制、清爽、9° 等 | 开票价提 3-4 元/箱，幅度 8-15%                |
| 重庆 | 2021 年 9 月   | 新疆   | 乌苏全系列            | -                                    |
|    | 2021 年 10 月  | 疆外   | 大瓶乌苏             | 出厂箱价提 4-6 元，幅度 10% 以上                |
| 百威 | 2021 年 4 月   | 全国   | 百威、核心和实惠品牌       | 0.6-1.8%                             |
|    | 2021 年 11 月  | 部分区域 | 核心+的品牌（哈尔滨冰纯等）   | 3-10%                                |

来源：公司公告，啤酒板，国金证券研究所

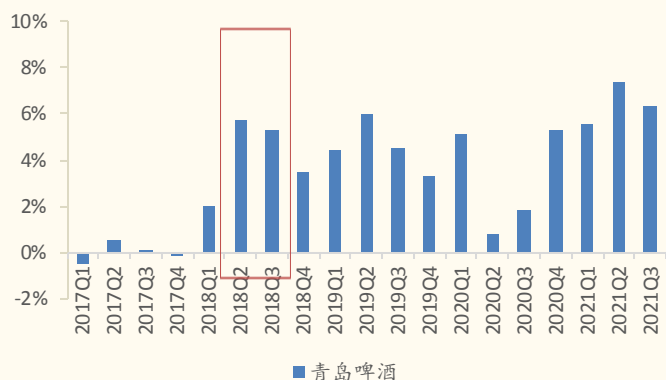
### 1.1.3 效果：循序渐进，短期或存在费用补贴、毛利率下行

1) 从均价上看，18Q2/Q3 青啤吨收入提升幅度约 6%/5%（还原可比口径），18H1/H2 华润吨收入提升幅度为 13%/11%，提价效果在报表端得以显现。

2) 从利润率上看，还原可比口径下，青啤 18Q1/Q2/Q3/Q4 的销售费率同比-0.1/+1.5/-2/-2.9pct，这表明提价虽会带来短期阶段性的费用投放加大，但销售费率终将回归正常；毛利率同比-0.9/+0.5/-2.1/+2pct，表明提价效应会循序渐进，逐步覆盖吨成本的上涨，短期毛利率或稍有回落；毛销差同比-0.7/-1/-0.1/+5pct。华润 18H1/18H2/19H1 销售费率同比-1.5/+3.3/+0.8pct，毛利率同比+2.5/+0.1/+1.9pct，毛销差同比+4.0/-3.2/+1pct。

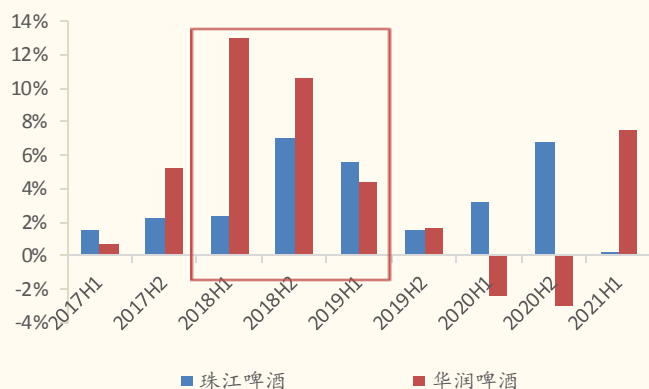
我们认为，此次提价的后续演绎路径有望类似于 18 年，龙头可能采取阶段性、适当的投入费用补贴来助推提价平稳落地，但一段时期后（18 年为 2-3 个季度）销售费率将趋于正常，吨价上升幅度可覆盖吨成本上涨，毛销差重拾升势。

图表 11: 青啤单季度吨收入同比增速



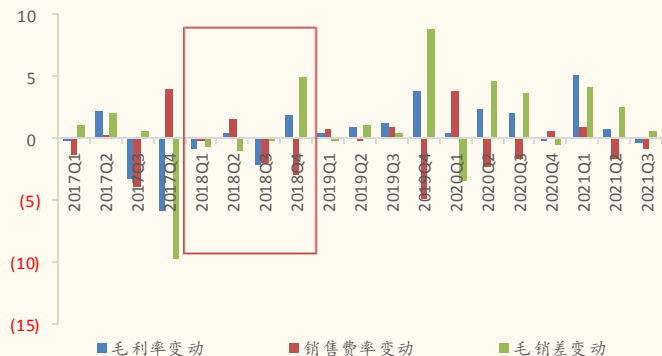
来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 18Q2 至 18Q4 为还原会计准则收入调整后的可比口径变动

图表 12: 珠江/华润半年度吨收入同比增速



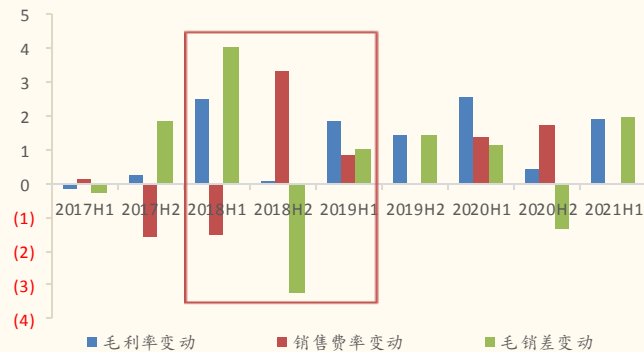
来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 华润 20 年受回瓶销售影响吨收入下滑, 剔除该因素后, 全年吨收入增速约中个位数

图表 13: 青岛啤酒单季度毛利率/销售费率/毛销差变动 (pct)



来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 18Q2 至 18Q4 为还原会计准则收入调整后的可比口径变动

图表 14: 华润啤酒半年度毛利率/销售费率/毛销差变动 (pct)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 1.2 变: 新增高档品种, 提价力度加大, 预计传导节奏加快

1) 从提价时间和幅度上看, 本轮时间提前、幅度加大。本轮提价更集中在 9 月到 12 月, 幅度多为 5-10%, 个别超 10%; 18 年的提价更集中在 12 月到 4 月, 幅度大多不超过 5%。

2) 从提价品种看, 18 年的提价主要针对低、中档产品 (如: 青岛的崂山和经典、雪花的勇闯), 本轮提价新纳入中、高档单品 (如: 青岛的纯生、重啤的乌苏)。我们认为, 新纳入的单品已具备体量, 优势竞争地位已基本确立, 且消费者对价格的敏感度弱于中低档。

3) 从传导节奏上看, 我们判断, 在集中度提升背景下, 当前的竞争比 18 年更理性, 龙头对利润的诉求更深, 通过持续、大量投放费用补贴渠道的概率更低, 更多费用将直接用于终端消费者培育。因此, 本轮提价有望缩短费用补贴、毛利率恶化的持续时间, 加快过渡到毛销差上行的阶段。根据龙头财报数据, 销售费率华润 H1 同比-0.05pct (预计 21 年略有提升), 青啤 Q1-3 同比-0.1pct, 重啤 Q3 同比-1.95pct (预计 21、22 年与 20 年持平), 费用投放规划相对稳健, 有望逐步兑现我们的判断。

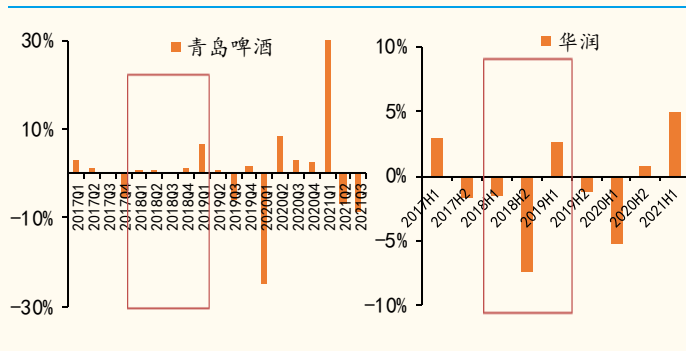


图表 15: 本轮提价品种多集中在中、高档大单品

| 品牌 | 产品   | 价格带        | 体量            |
|----|------|------------|---------------|
| 青岛 | 经典   | 8-10 元     | 200 万吨        |
|    | 纯生   | 10-12 元    | 20 年 70-90 万吨 |
| 华润 | 勇闯天涯 | 8-10 元     | 300-400 万吨    |
|    | 雪花纯生 | 10-12 元    | 20 年 60-70 万吨 |
| 重庆 | 乌苏   | 疆外 12-15 元 | 20 年 62-63 万吨 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 啤酒龙头单季度/半年度销量变动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 本轮提价浪潮啤酒对比调味品的异同

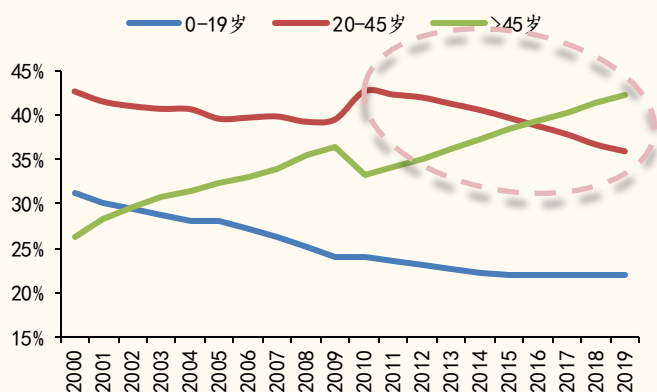
我们认为, 本轮啤酒与调味品行业的提价存在的相同点是: 为了应对成本上涨的压力。

不同点在于: **1) 提价目的:** 海天提价将有利于刺激二批商囤货意愿, 缓解一批商库存压力, 并优化价值链利润分配。**2) 提价顺序:** 啤酒比调味品的竞争格局更稳定、龙头间的差距更小, 故呈现集体提价的特征。调味品的提价通常由龙头海天开启, 其余调味品等待一段时间后跟随提价。**3) 提价时期:** 啤酒提价多发生在淡季(11月-4月), 价格体系理顺后静待旺季释放利润; 本轮调味品提价发生在旺季。**4) 传导周期:** 啤酒由于保质期偏短, 库存偏低(半个月到 20 多天), 提价向下游的传导更迅速; 本轮调味品提价中, 海天库存 2 个月左右。**5) 费用节奏:** 本轮提价中, 啤酒竞争格局比以往更稳定, 厂商对利润的诉求更强, 提价后通过持续、大量费用补贴渠道的概率降低。调味品对比啤酒的竞争格局更分散, 且需求恢复进度仍待观察, 不排除加大费用投放的可能。

## 二、销量维稳背景下, 龙头的业绩空间几何?

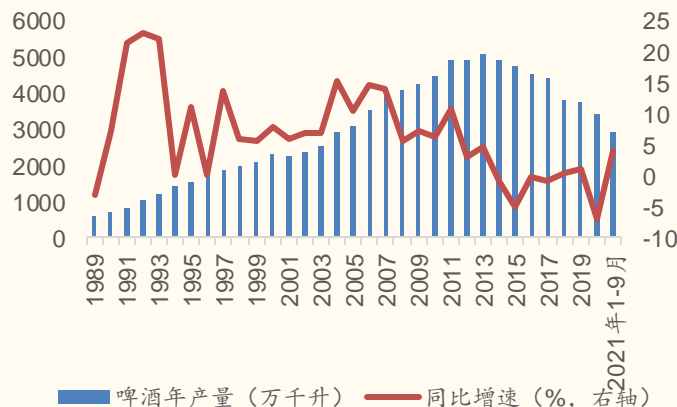
**销量维度或难觅成长空间。**2013-19 年, 全国规模以上啤酒企业产量增速为-0.9% (同比口径), 且 18-19 年呈现弱复苏态势。短期受疫情、暴雨天气影响, 啤酒销量承压。我们判断, 中长期啤酒销量或稳中略降, 主要依据在于: **1) 需求端:** 人口结构变化导致啤酒主力消费人群占比下行; **2) 供给端:** 龙头通过提价、降费等方式主动放弃部分低端销量, 提升整体经营质量。

图表 17: 啤酒主力消费人群占比下降



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 18: 我国规模以上啤酒企业产量及增速



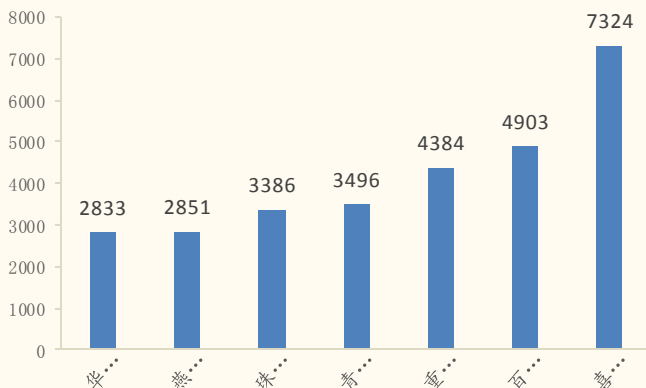
来源: wind, 国金证券研究所

### 2.1 价&毛利率: 直接提价+结构升级+罐化率提升驱动

对标海外, 国内在价、毛利率均具备向上空间。**1) 价:** 20 年华润、青啤、重啤的吨价为 2833/3496/4384 元, 百威亚太 19 年近 5000 元(20 年受疫情影响吨价下行), 吨价提升空间约 70-160%。此外, 随着消费升级, 啤酒价格天

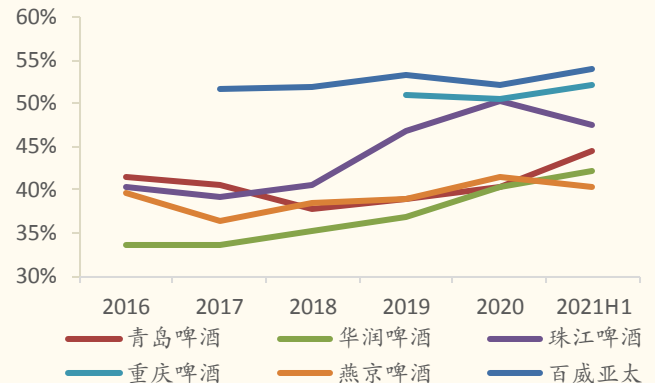
天花板有望进一步打开。2) 毛利率: 20 年华润、青啤的毛利率为 38.4%、40.4%，对标百威亚太 (52-53%)，优化空间在 10-15pct。

图表 19: 2020 年国内外主要啤酒企业吨价对比 (元)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 百威亚太为 2019 年吨价数据

图表 20: 主要啤酒企业毛利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

我们认为, 直接提价、结构升级、罐化率提升是抬升吨价和毛利率的主要因素。

1) 直接提价: 短期看, 原材料成本压力加重 (珠江啤酒 Q3 吨成本增速为小双位数), 叠加高端化进程中对费用投放的诉求, 啤酒龙头或具备更强的提价动力, 提价有望完全覆盖吨成本上涨。

2) 结构升级: 20 年华润、重啤、青啤 10 元及以上的销量占比约 8%、19%、15%, 对标百威的 30% 多, 产品结构优化空间在 1 倍以上。我们判断, 18 年以来, 龙头均在高端化, 但 21 年是相对明确的拐点, 主要依据在于:

① 需求端: 20H1 受疫情影响, 夜场、高档餐饮等场所关闭, 本身高端啤酒的消费场景缺失。21H1 需求恢复背景下, 龙头高端化的进展普遍超预期 (华润上调 25 年次高及以上目标至 400 万吨), 乌苏在餐饮端的火爆进一步强化了 10 元以上价格带加速扩容的逻辑。

② 供给端: 19-20 年龙头尚处于高端化蓄力阶段: 华润 19 年 6 月并表喜力, 后成立高端渠道管理部, 开始在辽宁、四川等地招募 AB 类餐饮、夜店的大经销商; 20 年 5 月推出喜力星银; 20 年 11 月召开经销商大会, 表明大客户模式已初具形态; 重啤 20 年 12 月完成资产重组, 正式将乌苏、1664 纳入报表。21 年龙头确定了较清晰、长远的高端化规划: 华润明确到 25 年纯生、SuperX、喜力相继达到 100 万吨; 乌苏的大城市计划目标在 1 个市场里投入 3-5 年后, 能占据当地中高端第 1 或 2 的份额。

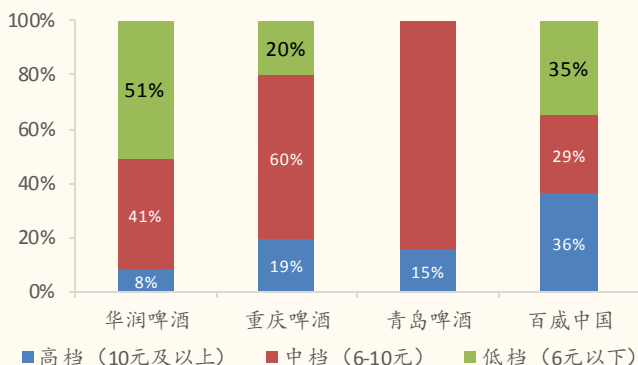
图表 21: 啤酒龙头高端化进度及中长期规划

|      | H1 表现  | 21 年展望  | 中长期展望  |
|------|--|---|--|
| 华润啤酒 | 1) 次高及以上销量达 100 万千升, 同比 +50.9%, 占比提至 15.8% (20 年为 13.1%)<br>2) SuperX 翻倍以上增长, 喜力增速约 40-50%, 纯生实现 20% 以上的高双位数增长, 马尔斯绿增速达 50-70% | 1) 21 年次高及以上迈向 200 万吨 (同比 +37%)<br>2) SuperX 翻倍、喜力延续高增      | 1) 22 年增速 20-25%, 25 年次高及以上目标上调至 400 万吨 (20-25 年 CAGR 为 22%)<br>2) 纯生未来 2-3 年内做到 100 万吨, 到 25 年 SuperX、喜力相继突破 100 万吨, 红爵、黑狮白啤、马尔斯绿创造更大价值 |
| 青岛啤酒 | 1) 高档以上销量同比 +41.4%<br>2) 主品牌同比 +20.9%, 超高端增速 45-60% (白啤翻倍), 纯生、1903 表现亮眼   | 渠道反馈, 原定 21 年目标增速为: 超高端 25% (含白啤、皮尔森、奥古特等)、纯生 7%、1903 为 12% | 白啤未来有望成为 40-50 万吨的大单品  |
| 重庆啤酒 | 1) 高档收入同比 +62.3%, 占比提升 8pct 至 36%<br>2) 乌苏疆外同比 +89% (整体 +35% 以上), 乐堡同比 +20% 多, 1664 同比 +50% 以上                                 | 乌苏有望做到 80-90 万吨   | 乌苏大城市计划为在 1 个市场投入 3-5 年后, 能在中高端占到第 1 或 2 的份额   |
| 燕京啤酒 | 1) 中高档收入同比 +29.9%, 占比提升 6.5pct 至 61.7%<br>2) 燕京 U8 实现约 15 万吨, 白啤、纯生、V10 等释放潜力  | 21 年燕京 U8 做到 30 万吨  | 25 年燕京 U8 做到 100 万吨以上  |
| 珠江啤酒 | 1) 高档收入同比 +20%、销量同比 +23%, 收入占  | 利用纯生、雪堡等打开餐饮、   | 纯生占比未来 2-3 年提升至 45% 以上, 中长期  |

|                    |                 |                   |
|--------------------|-----------------|-------------------|
| 比提升 5.7pct 至 56.7% | 夜场渠道，重点推广 97 纯生 | 占比达 50%，其中有一半高档纯生 |
| 2) 97 纯生销量同比+121%  |                 |                   |

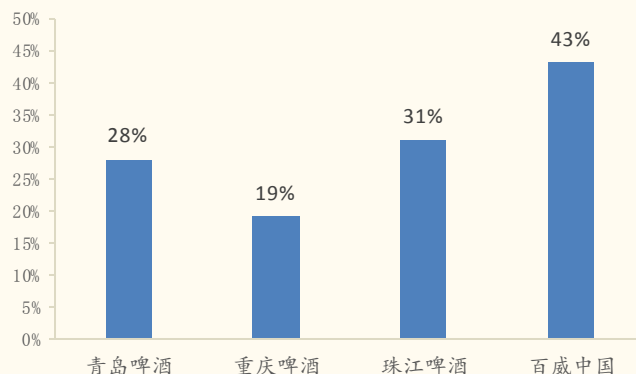
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 22：2020 年重点酒企产品结构对比



来源：各公司公告，国金证券研究所，注：青岛啤酒为中档+低档销量占比

图表 23：2020 年重点酒企罐化率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所，注：华润啤酒为 20-30%

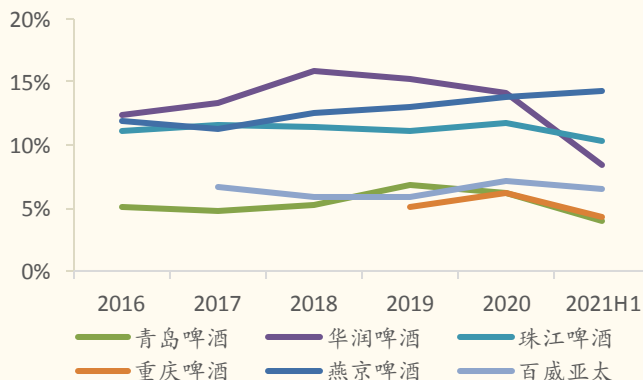
**3) 罐化率提升：**调研反馈，单个新玻璃瓶成本为 1.1 元，考虑回瓶后成本为 0.7-0.8 元；易拉罐成本为 0.5 元，同等产品的珠江、青啤罐装比瓶装毛利率高约 10pct、15pct 以上。近年来，听装酒、家庭饮用需求的攀升将促进罐化率上行。国内龙头罐化率普遍在 20-30%，青啤、珠江、重啤约 28%、31%、19%，百威中国约 40-45%，海外龙头超 50%，提升空间在 10pct 以上。

## 2.2 利润率：关厂裁员+费用投放趋于理性

20 年华润、青啤的 EBITDA 率为 14%、14.8%，对标百威亚太（28%），仍有接近一倍的提升空间。措施包括：

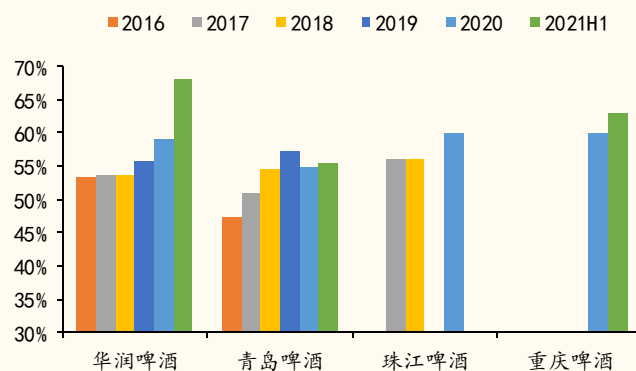
- 1) 关厂裁员提效：**国内龙头产能利用率普遍在 55-65%，对标理想状态的 70% 以上，仍有优化空间。关厂裁员虽会带来一次性的固定资产处置损益、员工安置费用，但后续有望降低固定资产摊销和人员开支，促进管理费率下行。近年来，虽容量收缩，但龙头的产能利用率、单厂产量均处上升通道。①**华润：**人员调整已接近尾声，静待红利释放，H1 产能利用率 68%，预计下半年关厂 0-1 家，未来仍有关厂空间；②**青啤：**产能优化空间广阔，2019 年规划未来 3-5 年关厂 10 家左右；③**重啤：**当前东西部地区产能存在不平衡，东部沿海地区供不应求（26 家工厂只有 4 家分布在华东、华南），西部地区部分工厂产能利用率低，有望通过关厂、调整工厂生产乌苏来进行优化。

图表 24：主要啤酒企业管理费用率对比



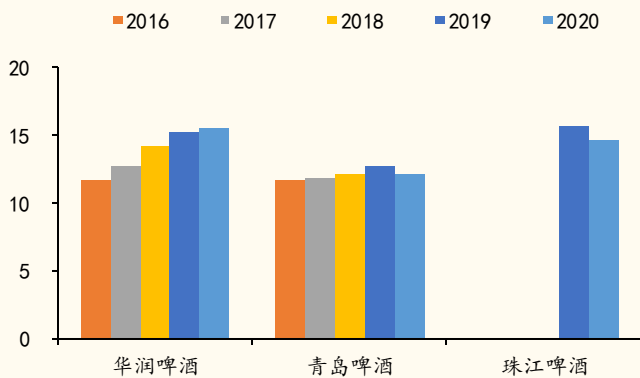
来源：wind，国金证券研究所

图表 25：主要啤酒企业产能利用率对比



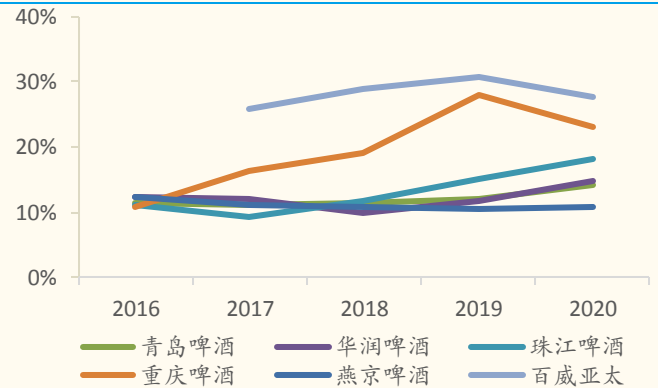
来源：各公司公告，国金证券研究所，华润为产量/产能，其余均为产量/设计产能

图表 26: 主要啤酒企业单厂产量对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

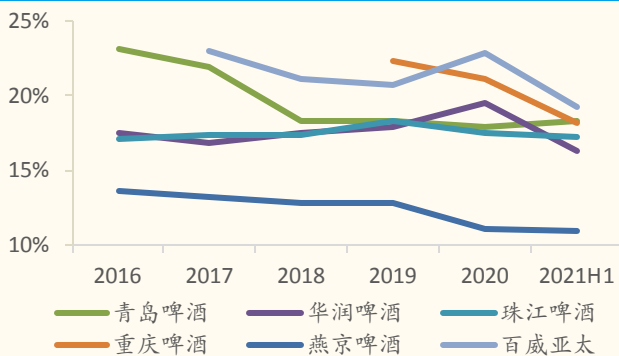
图表 27: 主要啤酒企业 EBITDA 率对比



来源: wind, 国金证券研究所, 计算公式为 EBITDA/营业总收入

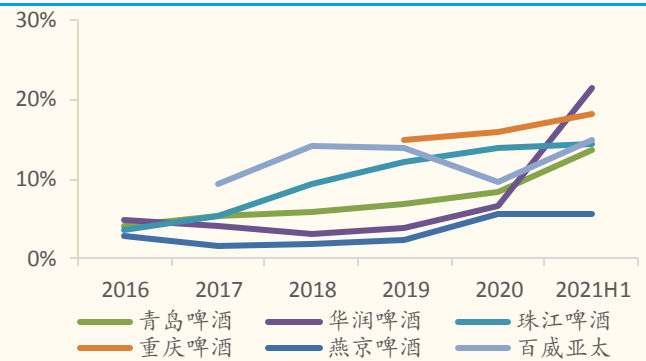
2) **费用投放回归理性:** 加大费用投放是高端化的重要策略, 但利润仍是现阶段行业的集体诉求, 原材料压力助推竞争格局趋缓。我们认为, 当前价格战、费用战的可能性较低, 龙头的费用投放向终端消费者而非渠道倾斜, 仅个别区域、渠道的竞争可能加剧 (如: 华润和青啤在山东的鲁西南、百威和华润在华南部分区域)。参考美国经验, 当啤酒行业高端化步入成熟期后, 销售费率存在向下的可能。①**华润:** 销售费率 H1 持平, 预计 H2 受欧洲杯促销、综艺赞助、代言费确认等影响而提升, 21-22 年或延续抬升态势, 23 年后维稳; ②**重啤:** H2 江苏盐城工厂投产 (乌苏产能 13 万吨) 有望缓解运费压力, 21、22 年销售费率或保持 20 年水平 (20-21%); ③**青啤:** 21 年销售费率或处于下降区间。

图表 28: 主要啤酒企业销售费用率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 主要啤酒企业净利率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 三、龙头角逐高端, 谁与争锋?

行业的高端化趋势起于 18 年, 我们比较了龙头在产品、渠道、营销上高端化策略的差异, 发现各家在打法已具备较鲜明的特征。

#### 3.1 产品: 短期次高、普高档起量, 长期培育高档

**价格:** 短期爆发 8-12 元, 中期蓄力 12-15 元。短期看, 8-10 元、10-12 元是阶段性爆发的价格带, 华润规划未来 2-3 年内将纯生做到 100 万吨 (CAGR 约 20-30%), 3-5 年 SuperX 做到 100 万吨 (CAGR 约 30-60%); 青岛 10-12 元价格带的纯生、白啤长势亮眼。中期看, 12-15 元价格带将接力增长, 华润规划未来 5 年将喜力做到 100 万吨 (CAGR 约 30%多), 预计 22 年开始发力马尔斯绿; 重啤的乌苏在大城市计划下逐步放量。

图表 30: 啤酒 8-10 元价格带主要单品及体量

| 品牌 | 产品 | 规格 | 体量 |
|----|----|----|----|
|    |    |    |    |

图表 31: 啤酒 10-12 元价格带主要单品及体量

| 品牌 | 产品   | 规格    | 体量                        |
|----|------|-------|---------------------------|
| 青岛 | 青岛纯生 | 500ml | 20 年 80-90 万吨, 21 年维持较好增长 |



|    |         |       |  |
|----|---------|-------|--|
| 青岛 | 经典 1903 | 500ml | 20 年 30 万吨                                     |
| 华润 | SuperX  | 500ml | 20 年 25-30 万吨, 21H1 翻倍增长, 未来 3-5 年内有望达成 100 万吨 |
|    | 虎牌      | 300ml | 体量较小   |
| 重庆 | 乐堡纯生    | 495ml | 20 年 50 万吨, 21H1 增速 20%多                       |
|    | 重庆渝越    | 500ml | 21 年推出, 针对火锅场景                                 |
| 珠江 | 97 纯生   | 528ml | 20 年 7 万多吨                                     |

来源: 各公司公告, 渠道调研, 国金证券研究所

图表 32: 啤酒 12-15 元价格带主要单品及体量

| 品牌 | 产品      | 规格        | 体量   |
|----|---------|-----------|--|
| 青岛 | 皮尔森     | 450ml     | 20 年个位数万吨  |
|    | 奥古特     | 500ml (听) |  |
| 华润 | 喜力/喜力星银 | 500ml     | 20 年 20-25 万吨, 21H1 增速为 40-50%, 未来 5 年内有望达成 100 万吨 |
|    | 马尔斯绿    | 500ml     | 20 年 3-5 万吨, 21H1 增速为 50-70%, 未来 5 年有望实现几十万吨       |
| 重庆 | 乌苏(疆外)  | 620ml     | 20 年 62 万吨, H1 增速 35%+, 预计 21 年实现 80-90 万吨         |
|    | 嘉士伯     |           | 20 年接近 9 万吨  |
| 百威 | 福佳白     | 330ml     | 19 年约 4 万吨, 预计 21 年超过 7 万吨                         |

来源: 各公司公告, 渠道调研, 国金证券研究所, 注: 喜力、乌苏、福佳白部分餐饮终端价可达 15-18 元

|    |          |       |   |
|----|----------|-------|---|
|    | 全麦白啤     | 500ml | 20 年 6-7 万吨, 未来有望成长为 40-50 万吨的单品                  |
| 华润 | 雪花纯生     | 500ml | 20 年 60 万吨, 21H1 增速 20%以上, 未来 2-3 年内有望率先达到 100 万吨 |
|    | 红爵       | 460ml | 21 年已推出, 预计 22 年重点发力                              |
|    | 黑狮白啤     | 330ml | 大连做得较好, 会逐步全国化, 目前体量小, 预计 22 年之后发力                |
| 百威 | 百威经典 (听) | 500ml | 预计 21 年 200 万吨出头, 巅峰时期可达 240 万吨                   |
| 燕京 | 燕京 U8    | 500ml | 规划 21 年 30 万吨, 25 年 100 万吨                        |

来源: 各公司公告, 渠道调研, 国金证券研究所

图表 33: 啤酒 15 元以上价格带主要单品及体量

| 品牌 | 产品  |
|----|---|
| 华润 | 雪花脸谱 (18 元+)、悠世白啤 (18 元+)、匠心营造 (15-18 元)、苏尔 (15-18 元) 等 |
| 青岛 | IPA 精酿 (21.5 元)、鸿运当头 (15-18 元) 等                        |
| 百威 | 科罗娜 (18 元+, 预计 21 年约 20 万吨)、蓝妹 (18 元, 预计 12-13 万吨) 等    |
| 重庆 | 1664 (18 元+, 20 年 4-5 万吨)、嘉士伯 (15-18 元, 20 年 10 万吨)     |

来源: 各公司公告, 渠道调研, 国金证券研究所

**品牌: 华润均衡发展, 重啤依托乌苏开拓, 青啤小而聚焦。**从产品组合上看, 华润依托喜力形成品牌组合, 多个品牌具备成长为百万吨级别的潜力, 发展相对均衡; 重啤依托嘉士伯形成 6+6 品牌矩阵, 优先借助爆款大单品乌苏打开新市场; 青啤推出皮尔森、白啤、奥古特、鸿运当头等产品, 单品体量较小 (不超过 10 万吨), 但更聚焦核心消费人群和场景。

图表 34: 华润啤酒中档及以上品牌组合

|      | 品牌      | 档次 | 价格(元) | 目标人群                          | 关键词       | 营销模式                    |
|------|---------|----|-------|-------------------------------|-----------|-------------------------|
| 中国品牌 | 脸谱      | 超高 | 18+   | 25-45 岁<br>中国文化、国际视野          | 风         | IP+中国文化                 |
|      | 匠心营造    | 高高 | 15-18 | 40-45 岁<br>追求品质、彰显身份          | 味         | IP+2 顿饭+酒+美食            |
|      | 马尔斯绿    | 高档 | 12-15 | 25-30 岁<br>潮流、时尚、有创造          | 潮         | IP+M.SPACE              |
|      | 黑狮白啤    | 普高 | 10-12 | 25-40 岁<br>旅游、爱自由并追求精神自由、个性生活 | 野         | 体研酒馆等                   |
|      | 雪花纯生    | 普高 | 10-12 | 25-40 岁<br>商务、泛人群             | 质         | 生活圈                     |
|      | superX  | 次高 | 8-18  | 18-20 岁<br>富有挑战精神的年轻一代        | 酷         | IP+泛极限运动+代言人+Xparty     |
|      | 勇闯天涯    | 中档 | 8-10  | 18-35 岁<br>挑战                 | 勇         | 马拉松                     |
| 国际品牌 | 悠世      | 超高 | 18+   | 25-35 岁<br>都市精英               | 阿尔卑斯山的享受  | 滑雪                      |
|      | 苏尔      | 高高 | 15-18 | 20-30 岁<br>生活态度积极的都市潮人        | 尽享阳光      | 阳光泳池派对                  |
|      | 喜力/喜力星银 | 高档 | 12-15 | 20-35 岁<br>乐于探索、有品位的潮流青年      | 探索星世界     | 全球 IR (欧冠、欧洲杯、F1、ATP 杯) |
|      | 红爵      | 普高 | 10-12 | 20-30 岁<br>喜欢结交朋友、追求品质的人      | 欧洲品质、好友绝配 | 好友欢聚                    |
|      | 虎牌      | 次高 | 8-10  | 20-25 岁                       | 释放心中虎     | 街头美食                    |



|  |  |  |  |          |  |  |
|--|--|--|--|----------|--|--|
|  |  |  |  | 放飞自我的年轻人 |  |  |
|--|--|--|--|----------|--|--|

来源：公司 20 年经销商大会，国金证券研究所

图表 35：重庆啤酒产品矩阵

|      | 品牌   | 主要价位    | 产品特性         | 关键词        | 场景         |
|------|------|---------|--------------|------------|------------|
| 本地品牌 | 风花雪月 | 12-14 元 | 茉莉花香、精酿      | 诗意、云南风情    | 小聚、恋爱      |
|      | 重庆   | 6-10 元  | -            | 友情         | 火锅         |
|      | 乌苏   | 15-18 元 | 高酒精度、高麦芽汁浓度  | 夺命、硬核、异域风情 | 烧烤、娱乐（小乌苏） |
|      | 京 A  | 15-20 元 | 精酿           | 创意、故事性     | 酒馆         |
|      | 西夏   | 8-10 元  | -            | 西北汉子       | 烧烤         |
|      | 天目湖  | 6 元以下   | 选用天目湖湖水酿造    | -          | 聚会         |
| 国际品牌 | 大理   | 6-8 元   | -            | 惬意         | 娱乐         |
|      | 格林堡  | 20 元以上  | 艾尔，精酿        | 传承、比利时风味   | 佐餐、商务      |
|      | 布鲁克林 | 20 元以上  | 精酿           | 创意、嘻哈      | 聚会、音乐      |
|      | 1664 | 18-25 元 | 精酿、法国小麦、法式酿造 | 高品质生活、法式风情 | 法式新生活      |
|      | 嘉士伯  | 12-15 元 | -            | 艺术、年轻      | 足球、西餐      |
|      | 乐堡   | 8-10 元  | -            | 音乐、潮流      | 夜场         |
|      | 夏日纷  | 16 元以上  | 果味、清爽        | 年轻、悠闲      | 家庭         |

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 36：青岛啤酒产品矩阵

| 品牌   | 价格     | 产品   |
|------|--------|--|
| 青岛品牌 | 12 元+  | 百年之旅、逸品纯生、琥珀拉格、鸿运当头（15-18 元）、奥古特（12-15 元）、皮尔森（12-15 元） |
|      | 8-12 元 | IPA 精酿、青岛纯生（10-12 元）、经典 1903（8-10 元）、全麦白啤（10-12 元）     |
|      | 6-8 元  | 青岛经典   |
| 其他品牌 | 2-5 元  | 崂山、汉斯、银麦、山水等   |

来源：公司官网，京东，国金证券研究所

### 3.2 渠道：逐鹿华东、华南、华北，模式各有千秋

从区域上看，华东、华南、华北仍是龙头抢夺的主要战场。华润重点布局两省五市、八大高地以及一些重点省会城市；重啤采用 41 个大城市+乌苏单独的 20 个大城市（更集中在华南、华东）计划，重视对单个重点城市突破；青啤以大山东地区为基地市场，推进“振兴沿海、提速沿黄、解放沿江”战略，加速华北市场产品结构升级。

从渠道模式上看，高端啤酒主要布局在夜店、高档餐厅等渠道，进入门槛高、议价能力强，因而对经销商的要求更高。1) 华润：注重大客户模式，19 年 6 月正式提出高端大客户管理，19 年下半年和 20 年开始引入大客户，20 年底召开了经销商大会，正式宣布高端大客户模式初见成效；21 年大客户平台创立（会员华鼎会 50-60 名，华樽会上千名，华爵会 2000 名），为高贡献率的大客户提供 VIP 服务。2) 青啤：大客户与深度分销模式因地制宜，北方主推深度分销模式，华南推大客户模式。3) 重啤：深耕大城市计划，前期在大城市烧烤的触达率基本做到 80% 以上，再引进重口味餐饮场景（川菜、湘菜、火锅），然后再梳理商超等零售终端。

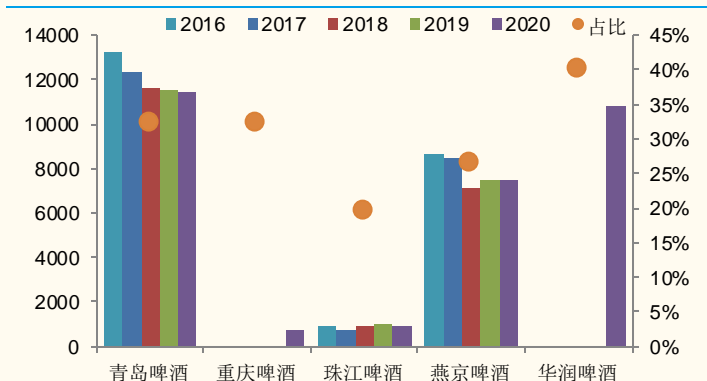
图表 37：华润啤酒高端化重点区域

| 名称      | 城市                               |
|---------|----------------------------------|
| 两省五市    | 浙江、福建、北京、上海、广州、深圳、香港             |
| 八大高地    | 成都、武汉、杭州、南京、郑州、西安、重庆、天津          |
| N 个重点省会 | 长沙、石家庄、哈尔滨、沈阳、长春、南昌、拉萨、昆明、南京、海口等 |

来源：华润 20 年经销商大会，国金证券研究所整理

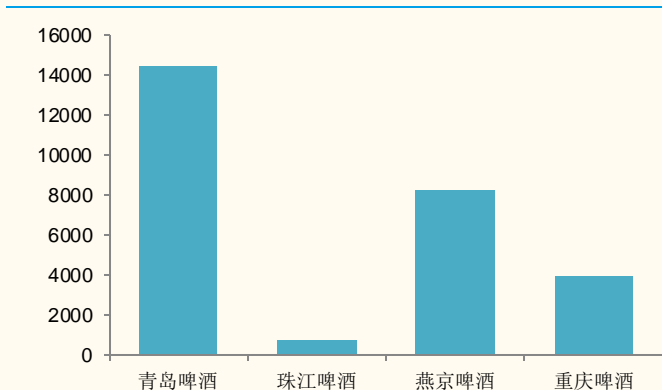
从销售实力上看，青啤的经销商约 1.4 万名，销售人员约 1.5 万人，占比 32%，数量、占比均领先于全行业；华润销售人员占比约 30-40%，数量预计为 0.8-1.1 万人；重啤仍处于成长期，销售人员、经销商数量均弱于青啤、华润。

图表 38: 主要酒企历年销售人员数量及 20 年占比 (右轴)



来源: 各公司公告, 渠道调研, 国金证券研究所, 注: 调研反馈, 20 年华润销售人员占比为 30-40%, 本图选取 35% 作为其预测值

图表 39: 主要啤酒企业经销商数量对比 (名)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 3.3 营销: 华润年轻化, 青啤国潮风, 重啤地域特色

**华润啤酒: 发力流量明星、综艺, 推行年轻化策略。** 聚焦粉丝经济, 邀请王一博、龚俊、王嘉尔等流量明星为品牌代言, 赞助深受年轻人喜爱的《这就是街舞》等综艺节目, 通过年轻化策略提升品牌影响力。

**青岛啤酒: 百年品牌乘国潮之风, 注重营造真实消费场景。** 青啤成立迄今已有 118 年历史, 在国潮文化兴起的当下, 享受得天独厚的品牌优势, 借助啤酒文化节、啤酒博物馆、1903 酒吧等活动提升品牌文化认同感, 给予消费者沉浸式的体验; 同时通过赞助各大体育赛事、音乐节等提高产品知名度, 提升品牌形象。

**重庆啤酒: 不同营销团队打造不同品牌, 不同品牌强调不同调性。** 乌苏在疆外举办“乌苏巴扎”(巴扎即新疆集市), 突出新疆特色文化, 形成独有的品牌调性; 利用“nsnm”、“夺命大乌苏”增强其话题性; 聘请张伟丽作为代言人持续打造硬核形象。1664 强调法式新生活, 风花雪月突出云南浪漫的地域特色。

图表 40: 乌苏代言人张伟丽



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 41: 乌苏巴扎集市



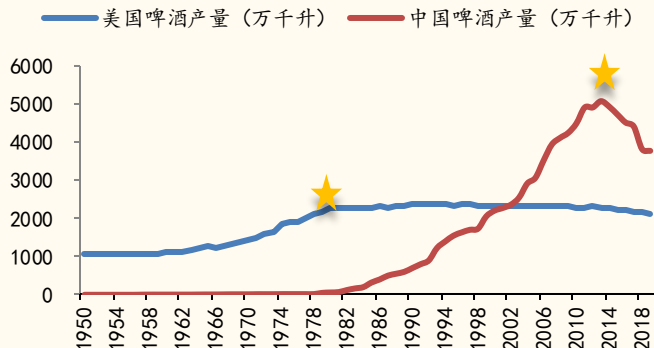
来源: 公司官网, 国金证券研究所

## 四、借鉴美国经验: 长期超高端、精酿、跨品类或为新方向

美国啤酒市场起步早、发展成熟, 或可为中国市场未来的发展提供借鉴意义。中美啤酒市场具有可比性: 1) 产量都历经拐点: 美国啤酒产量在 1981 年达到 2290 万千升后触顶回落, 由增量期正式进入存量期, 此后的 40 年内产量波动幅度不大; 而我国的啤酒产量拐点出现在 2013 年, 此后数年啤酒产量整

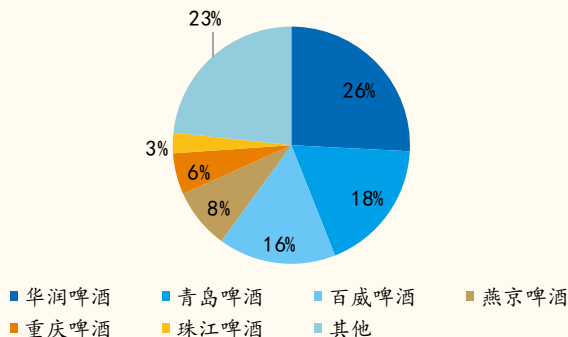
体向下。2) 竞争格局趋同, 集中度趋稳: 美国 1980 年之后 CR3 接近 80%, 小企业逐步出清, 竞争格局较为清晰, 市场被三大啤酒巨头百威、米勒和康胜寡头垄断; 我国啤酒市场在 2013 年后市场集中度也趋于稳定, CR5 维持在 70% 以上。

图表 42: 中美啤酒产量都经历了触顶回落



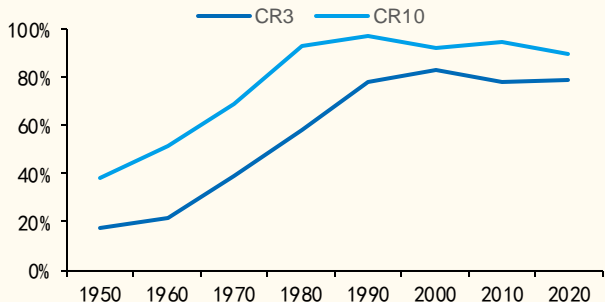
来源: wind, 国金证券研究所

图表 43: 2020 年中国啤酒行业竞争格局



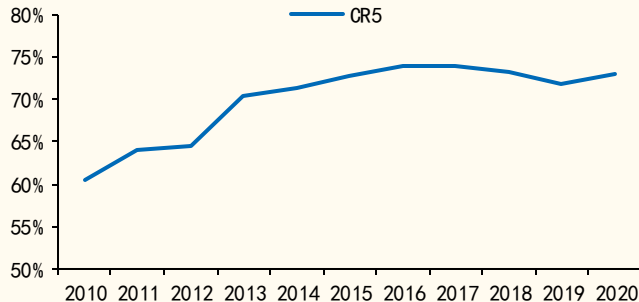
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 44: 美国啤酒行业历年市占率



来源: Beerhistory, 国金证券研究所

图表 45: 我国啤酒行业历年市占率

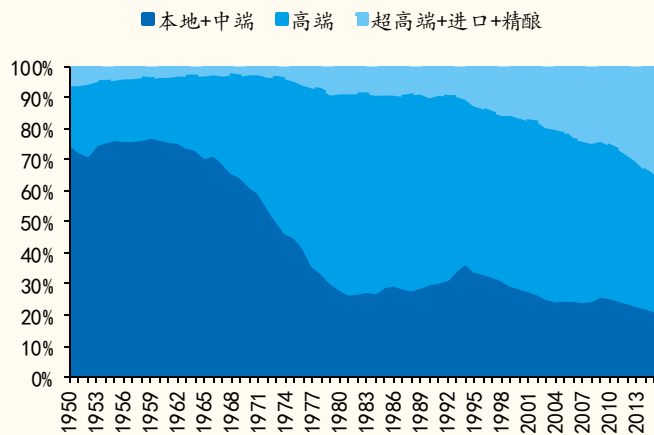


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

#### 4.1 从高端化过渡向超高端化、精酿

1) 行业扩容背景下的高端化: 美国的第一次高端化发生在 1959-1981 年, 伴随着啤酒整体消费量的抬升, 高端占比也在迅速上行。高端销量占比从 1959 年的 19% 提高至 1981 年的 64%; 本土+中端则从 77% 降至 27%。

图表 46: 美国啤酒行业产品结构



来源: 美国酿酒师协会, 国金证券研究所

注: 上图所示比例为美国各价位啤酒销量占比

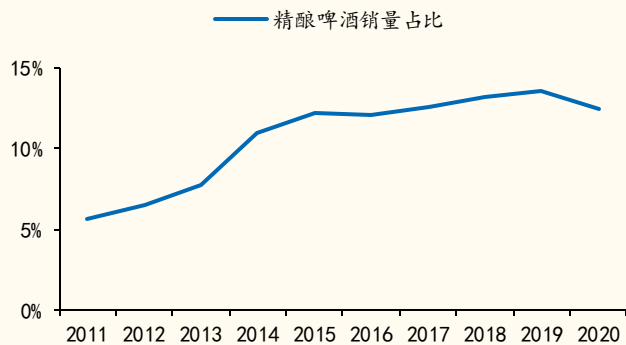
图表 47: 美国啤酒价格

| 对比维度 | 精酿啤酒  | 工业啤酒  |
|------|---|---|
| 原料   | 水、麦芽、啤酒花、酵母                                 | 水、麦芽、啤酒花、酵母, 部分用大米、玉米、淀粉等低成本原料取代麦芽          |
| 口味   | 原料基础上添加如辣椒、苹果等, 多样化                         | 标准化、比较单一                                    |
| 发酵工艺 | 上发酵(艾尔), 发酵罐较小, 温度较高, 发酵后一般不过滤和杀菌, 存在较多手工酿造 | 下发酵(拉格), 发酵罐较大, 温度较低, 发酵后通常会过滤和杀菌, 大规模工业化生产 |
| 发酵时间 | 2 天到 2 月不等                                  | 7 天左右                                       |
| 保质期  | 保质期短, 部分品种仅几十天                              | 普遍 1-2 年, 部分品种可达数十年                         |

来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

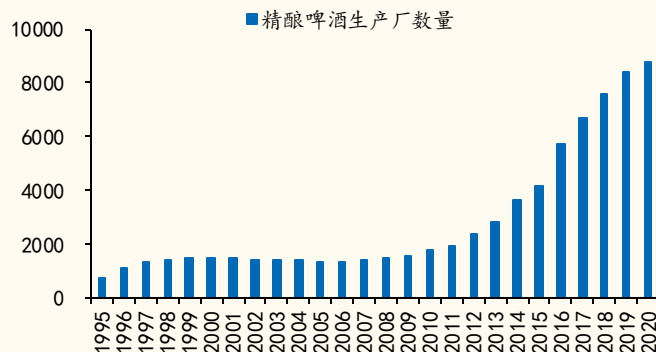
**2) 超高端、精酿对高端的替代:** 1980 年起, 啤酒市场趋饱和, 进入多元化、小众化、品质化的消费升级阶段。精酿啤酒相较于工业啤酒口味浓郁、风格多样、利润空间更高, 逐步被更多消费者、厂商认可。龙头通过收购加速布局精酿, 百威英博 2011-2019 年间在全球收购了包括鹅岛、拳击猫在内的 10 余家精酿啤酒厂; 2016 年, 米勒康胜三周内接连收购 Terrapin、Hop Valley、Revolver 三家精酿啤酒厂。20 年精酿啤酒渗透率已达 12.5%, 超高端+进口+精酿的销量占比从 1993 年的 9% 攀升至 2015 年的 35%。

图表 48: 美国精酿啤酒销量占比



来源: 美国啤酒工业简史, 国金证券研究所

图表 49: 美国精酿厂家数量迅速扩张

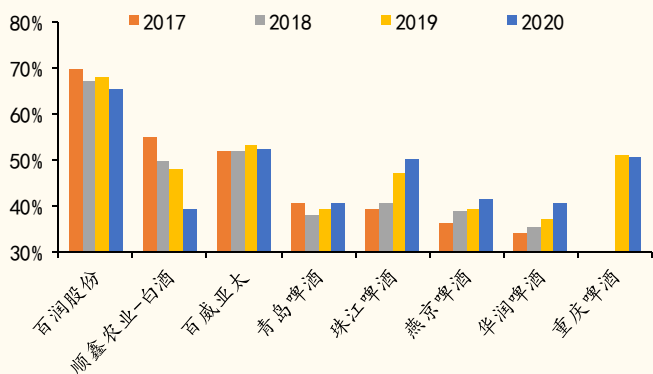


来源: 美国啤酒工业简史, 国金证券研究所

#### 4.2 跨品类优选强协同、高利润率的含酒精饮料

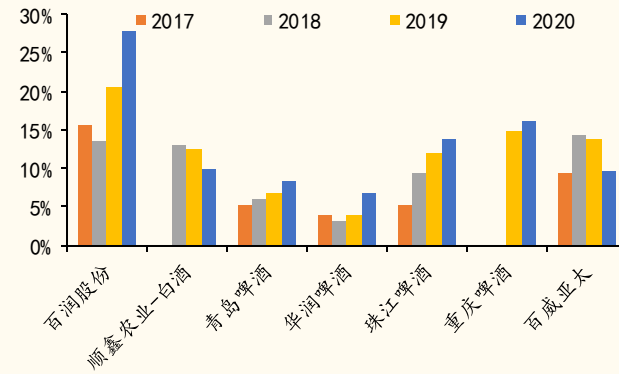
近年来, 白酒、啤酒、葡萄酒和烈酒等细分品类间的界限日益模糊, 交叉领域有着显著的增长潜力。“跨啤酒品类”包括即饮预调酒、果酒、硬苏打气泡酒等产品, 我们认为, 啤酒龙头的跨品类将优选含酒精饮料, 主要原因在于: **1) 两者在生产技术、渠道上均具备强协同效应**, 啤酒可作为跨啤酒品类的基酒, 且已提前布局在餐饮、夜场、商超等渠道。**2) 含酒精饮料常伴随着更优异的利润率**。调研反馈, 百威跨啤酒品类吨毛利平均比传统啤酒产品组合高约 20%。从吨价上看, 牛栏山(大众酒)的吨价约 1.5 万元, 高于啤酒龙头 2500-4000 元的水平。从利润率看, 百润、牛栏山的毛利率分别为 65-70%、40-50%, 净利率分别为 20-30%、10-15%, 具备一定优势。

图表 50: 预调酒/大众酒/啤酒毛利率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 顺鑫 20 年白酒毛利率受会计准则调整影响(运输费同调整至生产成本核算)

图表 51: 预调酒/大众酒/啤酒净利率对比

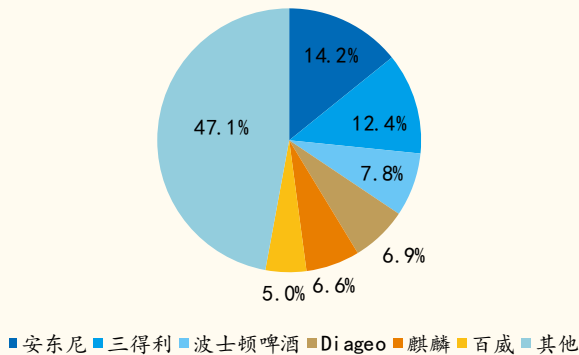


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

**部分海外啤酒龙头已在预调酒、果酒市场占据地位。**预调酒市场中波士顿、百威市占率分别为 7.8%、5%, 果酒市场中喜力、嘉士伯、百威的市占率分别为 17.8%、6.3%、3.6%, 啤酒龙头在预调酒、果酒市场的市占率名列前茅。以百威为例, 全球范围已拥有不少跨啤酒品类组合, 20 年高端预调酒麦克斯正式引入中国, 并发布嗨柠鸡尾酒与裸气泡酒两款新品。

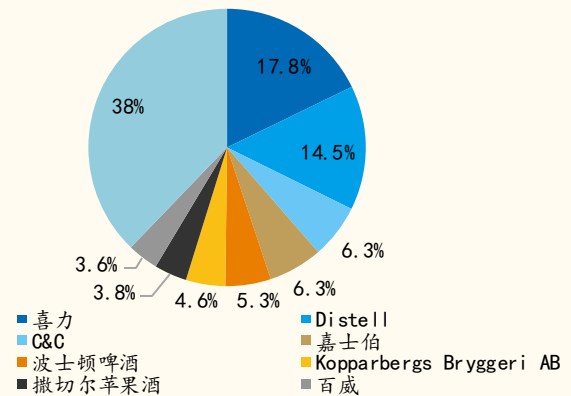


图表 52: 全球预调酒市场 2020 年市占率



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 53: 全球果酒市场 2020 年市占率



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

#### 4.3 总结: 以美为鉴, 长期超高端、精酿、跨品类有望打开利润率天花板

**1) 超高端、精酿打开盈利空间:** 美国结构升级的路径起初是高端对本地、中档进行替代, 当进入高端销量占比达 60% 以上的成熟期后, 超高端、精酿加速渗透。美国啤酒行业净利率在经历 1981 年 1.8% 的低谷后反弹到 1993 年的 9% (接近历史水平); 此后, 超高端、精酿放量进一步打开行业盈利能力的天花板, 2004 年行业净利率已提至 15.7%。目前, 我国仍处于高端替换阶段, 高端以上销量占比约 15-20%, 超高端、精酿刚开始起步 (精酿渗透率仅 2.4%)。借鉴美国经验, 我们认为, 国内的超高端、精酿同样具备发展潜力, 渗透率有望持续提升。**分品牌看,**

**①重啤:** 超高端精酿 1664 是费用的主要投向之一, 20 年体量 4-5 万吨, 21Q1-3 销量增速 39%+。此外, 公司还储备了京 A、风花雪月等精酿国内品牌和格林堡、布鲁克林等国际品牌, 9 月线上试点乌苏梅兰秘酿, 有望提前占位精酿赛道。

**②青啤:** 已建设精酿小镇、博物馆, 推出 IPA 精酿。

**③华润:** 脸谱 13 年推出, 后换新上市; 定位 18 元以上的悠世白啤已于今年推出; 深圳改建项目中也预留了精酿酒馆和工厂 (产能不超过 10 万吨)。

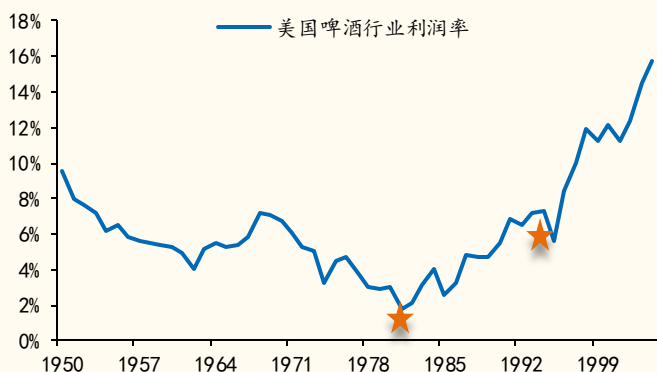
**2) 跨品类或为第二增长极:** 含酒精饮料最易与原有啤酒业务在生产技术、渠道上产生协同效应, 美国啤酒龙头均已在预调酒、果酒等领域占据份额。借鉴美国经验, 我们认为, 跨品类发展含酒精饮料有望为龙头的长期增长贡献动力。**分品牌看,**

**①重啤:** 今年推出果酒夏日纷, 1 年投放后体量达 3000 吨 (目前暂未盈亏平衡), 消费者反馈良好。夏日纷主要铺货在商超、便利店、线上, 渠道虽兼有现饮、非现饮, 但用户画像更聚焦在家庭消费、休闲消费。未来通过 2-3 年培育, 夏日纷有望和 1664 一样成为超高端组合中的重要部分。

**②华润:** 华润 5 月成立华润酒业公司, 9 月拟与鼎晖一起增资收购景芝酒业 (华润持股 40%、鼎晖 20%), 布局白酒行业。而喜力作为历史悠久、运作成熟的企业, 旗下本身储备有苹果酒 (全球市占率第一)、起泡酒等产品, 未来存在导入国内的可能。建议关注公司后续在白酒、露酒上的动作。

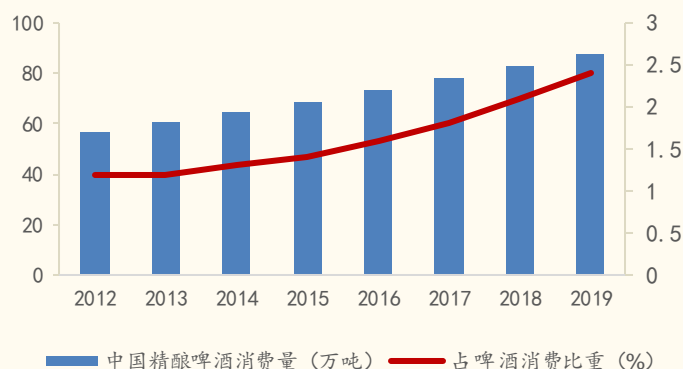


图表 54: 美国啤酒行业利润率变化



来源: 美国酿酒商协会, 国金证券研究所

图表 55: 我国精酿啤酒消费量及占比



来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

## 五、投资建议

受各地疫情反复影响,短期需求端受损,青啤 10 月销量同比-7%(对比 19 年下滑 5%),重啤 Q4 略有承压。建议弱化淡季销量波动,核心关注提价预期落地。我们认为,在食品饮料提价浪潮中,啤酒仍是提价确定性较强、提价成功率较高的子版块。本轮集体提价对比 18 年的时间提前、幅度加大、品种更高端、竞争格局优化,有望助推费用补贴更理性、提价传导节奏更快,加速过渡到利润释放阶段。中期看,“高端化+经营效率改善”仍是主旋律,各家在高端化打法上已具备较鲜明的特征;长期借鉴美国经验,发展超高端、精酿和跨品类或将打开盈利空间。当前华润、青啤、重啤 22 年 PE 约 34/39/52X,结合估值及基本面情况,推荐高端化空间广+确定性强的华润啤酒、盈利能力领先的重啤,关注国产中高端领头羊青啤。

图表 56: 啤酒重点公司估值表

| 公司   | 收入增速 |     |     | 利润增速          |             |              | PE  |     |     | 收入 (亿元) |     |     | 利润 (亿元)      |              |              |
|------|------|-----|-----|---------------|-------------|--------------|-----|-----|-----|---------|-----|-----|--------------|--------------|--------------|
|      | 21E  | 22E | 23E | 21E           | 22E         | 23E          | 21E | 22E | 23E | 21E     | 22E | 23E | 21E          | 22E          | 23E          |
| 青岛啤酒 | 9%   | 7%  | 6%  | 25%           | 23%         | 20%          | 48  | 39  | 33  | 303     | 324 | 343 | 27.5         | 33.8         | 40.6         |
| 华润啤酒 | 12%  | 10% | 9%  | 133%<br>(35%) | 0%<br>(28%) | 22%<br>(21%) | 34  | 34  | 28  | 352     | 387 | 422 | 48.8<br>(40) | 48.8<br>(51) | 59.5<br>(62) |
| 重庆啤酒 | 22%  | 16% | 15% | 12%           | 24%         | 23%          | 64  | 52  | 42  | 133     | 155 | 178 | 12.1         | 15.0         | 18.4         |

来源: 国金证券研究所整理,注:青啤不考虑土地补偿收益,华润括号内为不考虑关厂、土地补偿款影响的值(21 年税后补偿收益约 13 亿元),汇率为 1RMB=1.22HKD,股价截止至 2021 年 11 月 5 日

## 六、风险提示

**区域市场竞争加剧:** 龙头酒企均在积极布局高端市场,费用投放是重要策略。当前,利润仍是集体诉求,个别区域市场可能竞争加剧(如:青啤和华润在鲁西南)。假设未来更多区域发生价格战、费用战,将会影响其吨价、毛利率、净利率的提升速度。

**疫情反复风险:** 疫情若持续反复,将导致人员流动减少、社交餐饮需求降低,餐馆、夜场等重点消费场景受限,从而影响啤酒销量。

**原材料成本上涨过快:** 啤酒原材料(大麦、大米等)占成本 20%多,包装材料(玻璃、瓦楞纸等)占成本 40-50%。若原材料价格上涨幅度超预期,将导致成本端压力加大,压缩利润空间。

**食品安全风险:** 啤酒酒厂遍布全国,若酒企自身在生产过程中出现质量管理疏漏,进而出现食品安全问题,将严重挫伤啤酒全行业的需求。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402