

# 啤酒

# 行业深度分析

## 啤酒行业专题报告：从日本啤酒市场看中国啤酒发展前景

投资评级

**领先大市-A 首次**

### 投资要点

- ◆ 日本啤酒行业：**日本啤酒市场于上世纪 90 年代步入成熟期，近十年来发展已陷入瓶颈：(1) 经济发展趋于平缓、老龄化问题日益突出，饮酒人群数量及人均饮酒量下降，啤酒销量紧缩；(2) 税收制度迫使日本啤酒厂商研发方向转向低端啤酒替代品；(3) 主力消费群体更替，消费场景、偏好口味转变。非即饮场景占比增高，清淡型啤酒成为市场主流；(4) 日本啤酒行业发展趋势呈现高端化、健康化。总体而言，经济环境、人口结构、税收政策和消费偏好是推动日本啤酒行业竞争变化的主要因素。
- ◆ 朝日和麒麟：百年争斗、一时瑜亮。**在日本啤酒市场发展初期，麒麟啤酒率先完成全国化产能布局，并且通过对家庭渠道发展的准确判断，迅速成为行业霸主，至 80 年代初期，麒麟啤酒市场份额已经稳定在 60% 以上，而此时朝日啤酒的份额不足 10%，但朝日啤酒通过用户需求调查、产品升级、渠道创新服务、加大营销宣传等手段绝地反击，集中资源打造大单品 Super Dry，最终在 2001 年实现了对麒麟的反超。
- ◆ 中日啤酒市场转型期对比：**参照日本啤酒市场发展历程，中国啤酒市场目前可以对标日本上世纪 90 年代，正在经历成长期迈向成熟期的关键阶段，但是面对的市场环境不尽相似，相似点：(1) 中国啤酒产销量于 2013 年触顶下滑，啤酒市场进入存量时代，人口红利不再；(2) 行业高度集中，龙头企业基本完成产能全国化布局及渠道建设。差异点：(1) 中国经济仍处于上升发展阶段，啤酒产业升级支撑力量更稳固；(2) 中国啤酒厂商面对的税收政策要远远优于日本 90 年代，中国啤酒潜在利润空间更大；(3) 消费需求升级，中高端产品迎来发展良机，各大厂商积极布局中高端市场；(4) 现饮渠道在中国啤酒市场占比较高，有利于中高端产品发展，但是非现饮渠道占比也在快速提高，需要重视。
- ◆ 中国啤酒增长逻辑：**(1) 随着消费升级、整体产品结构提升，中端产品将承接低端产品销量成为新的主流产品，中低端产品向中高端产品的升级放量将成为企业利润增长关键；(2) 目前中国啤酒龙头企业旗下中高端产品矩阵已经较为完善，但是具有辨识度的高端品牌依然稀缺。培育满足消费者痛点的大单品抢占市场将成为带动企业品牌形象升级、销量增长的有效方法；(3) 传统渠道的垄断优势正在减弱，如何布局新兴渠道，提高线下产品配送速度，在各个渠道提供多元化、高端化的服务将成为啤酒企业转型期发展重点。
- ◆ 投资建议：**中国啤酒行业正处于产品结构升级的关键时期，随着平均吨价上涨，未来啤酒企业盈利能力将得到提高。目前各大啤酒龙头企业都聚焦于中高端市场的争夺，我们认为企业在中高端品牌的产品力、传统渠道的创新服务和新兴渠道的布局将成为能否脱颖而出的关键。我们重点推荐中高端产品底蕴深厚、研发能力强大、较早布局线上线下结合的青岛啤酒(600600.SH)、注入嘉士伯多款中高端产品，旗下拥有网红爆款大单品乌苏啤酒的重庆啤酒(600132.SH)。
- ◆ 风险提示：**原材料成本短期内大幅上涨；结构升级不如预期；行业竞争加剧；疫情反复；食品安全问题等。

首选股票	评级
600600	青岛啤酒 买入-A
600132	重庆啤酒 买入-B

### 一年行业表现



资料来源：Wind 数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	17.32	20.76	20.76
绝对收益	14.52	19.05	19.05

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号：S0910520030001  
 zhourong@huajinsec.cn

分析师

陈振志

 SAC 执业证书编号：S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

### 相关报告

## 内容目录

报告核心内容.....	5
一、日本啤酒行业.....	6
(一) 经济、人口对啤酒需求量有较大影响.....	7
(二) 税收政策推动啤酒供给结构变革, 新型啤酒崛起.....	9
(三) 主力消费人群更替, 消费场景、口味偏好变动.....	11
(四) 本土市场发展趋势呈现高端化、健康化.....	13
二、朝日麒麟: 各领风骚数十年.....	15
(一) 跌宕起伏的竞争史: 市场转变催生变革机遇.....	16
(二) 经营发展战略: 多元化、国际化.....	22
三、中日啤酒市场对比.....	24
(一) 中日人口结构、市场格局等较为接近.....	24
1、销量触顶下滑, 人口红利不再.....	24
2、行业高度集中, 龙头割据全国市场.....	25
(二) 中国啤酒行业具有更好的发展环境.....	27
1、经济稳定发展, 中国啤酒升级空间充足.....	27
2、税收限制对中国啤酒企业盈利影响较小.....	28
3、产品结构升级, 中高端产品全线布局.....	29
4、现饮为主, 销售渠道多线发展.....	31
四、以日为鉴, 我国啤酒行业的增长逻辑.....	33
(一) 中端提价放量将成为利润增长核心.....	33
(二) 打造核心产品, 树立品牌形象.....	34
(三) 加强渠道联合, 提供优质服务.....	34
五、投资建议.....	35
(一) 青岛啤酒: 国产品牌高端化领军人.....	35
(二) 重庆啤酒: 国际大牌注入, 潮流新宠儿.....	35
六、风险提示.....	36

## 图表目录

图 1: 亚太地区啤酒市场成熟度模型.....	6
图 2: 日本酒类市场消费量(千吨).....	6
图 3: 日本 GDP(亿美元)及增速(%).....	7
图 4: 日本啤酒产销量(千吨)及增速(%).....	7
图 5: 日本 1990 年-2020 年总人口(百万)及部分年龄结构变化(%).....	8
图 6: 日本各年龄层失业率变化(%).....	8
图 7: 日本 2016 年有饮酒习惯的人群比例(%).....	9
图 8: 日本成年人平均年饮酒量(L)及同比增速(%).....	9
图 9: 日本 633ml 啤酒税务负担率(%).....	9
图 10: 日本发泡酒产销量(千吨).....	9
图 11: 日本啤酒类产品出货量(百万箱).....	10
图 12: 啤酒类产品 2020-2021 销量上年同期对比增速(%).....	11
图 13: 日本啤酒类产品未来税收变化(每 350ml/日元).....	11
图 14: 日本啤酒类产品主流零售价格.....	11
图 15: 朝日核心产品 SuperDry 包装和广告都在突出清爽.....	12
图 16: 麒麟啤酒主流产品一番榨.....	12

图 17: 日本外食率 (%) 以及食品外部化率 (%) .....	12
图 18: 日本餐饮产业规模 (亿日元) 及居酒屋收入占比 (%) .....	12
图 19: 日本啤酒销售渠道构成 (%) .....	13
图 20: 日本零售业与批发业酒类营业许可数量 (千家) .....	13
图 21: 日本便利店数量 (家) 及销售额 (万亿日元) .....	13
图 22: 日本早期以本地水为卖点的精酿啤酒 .....	14
图 23: 精酿啤酒厂数量 .....	14
图 24: 日本精酿啤酒销量 (吨) .....	14
图 25: 麒麟 Spring Valley Brewery: 酿造品尝一体化设施 .....	14
图 26: 麒麟啤酒旗下精酿啤酒产品 .....	14
图 27: 日本男性女性就业人口 (万人) 及就业率 (%) .....	15
图 28: 麒麟啤酒广告里的消费群体画像分别是中老年男性和中青年女性 .....	15
图 29: 日本啤酒 CR5 变化 (%) .....	16
图 30: 日本人均 GDP (美元) 及增速 (%) .....	17
图 31: 日本啤酒价格以及换算后的现代价格 (350ml/日元) .....	17
图 32: 日本啤酒消费者女性比例 (%) .....	17
图 33: 日本冰箱普及度 (%) .....	17
图 34: 日本啤酒家庭渠道占比 (%) .....	18
图 35: 日本首款罐装啤酒 .....	18
图 36: 朝日生啤 .....	18
图 37: 朝日 Super Dry 累计销量 (亿箱) .....	19
图 38: 朝日和麒麟核心产品市场份额 (%) .....	19
图 39: Super Dry 在传统啤酒市场份额稳定在 45% 以上 .....	20
图 40: 朝日啤酒宣传销售费用 (百万日元) .....	20
图 41: 朝日啤酒生产能力 (千吨) .....	20
图 42: 麒麟啤酒类产品产量 (万吨) .....	21
图 43: 朝日啤酒类产品销售额份额占比 (%) .....	21
图 44: 麒麟啤酒类产品零售渠道构成 (%) .....	22
图 45: 2020 年朝日啤酒类产品零售渠道构成 (%) .....	22
图 46: 麒麟集团 2020 年营业收入 & 利润构成 (%) .....	22
图 47: 朝日集团 2020 年营业收入 & 利润构成 (%) .....	22
图 48: 2020 朝日啤酒部分欧洲国家各档次啤酒市场份额占比 (%) .....	23
图 49: 朝日啤酒大洋洲营业利润率 (%) .....	23
图 50: 朝日和麒麟营业收入 (亿日元) 及净利率 (%) .....	23
图 51: 朝日主要业务收入 (十亿日元) 及营业利润率 (%) .....	24
图 52: 麒麟主要业务收入 (十亿日元) 及营业利润率 (%) .....	24
图 53: 中国啤酒年产量 (万千升) .....	24
图 54: 中国 2020 年人口结构与日本 1990 年人口结构 (%) .....	25
图 55: 中国总人口 (万人) .....	25
图 56: 中国啤酒主力消费人群比例 (%) .....	25
图 57: 中国啤酒行业 CR5 (%) .....	27
图 58: 2020 年中国啤酒市场份额 (%) .....	27
图 59: 2013 年中国啤酒高端市场份额 (%) .....	27
图 60: 2018 年中国啤酒高端市场份额 (%) .....	27
图 61: 日本啤酒消费者价格指数 (2020 年为 100) .....	28

图 62: 中国和日本人均 GDP 增速 (%) .....	28
图 63: 中国居民可支配收入(元)和社会消费品零售总额(亿元) .....	28
图 64: 中国餐饮业营业额(亿元)及增速(%).....	28
图 65: 主要国家 350ml 啤酒中酒税金额 (日元) .....	28
图 66: 中日啤酒企业 2020 年净利率对比 (%) .....	28
图 67: 中国人均 GDP (美元) 及增速 (%) .....	29
图 68: 日本人均 GDP (美元) 及增速 (%) .....	29
图 69: 中国主要啤酒企业毛利率 (%) .....	29
图 70: 中国主要啤酒企业吨价 (元/吨) .....	29
图 71: 珠江啤酒精酿酒吧.....	31
图 72: 青岛啤酒直营酒吧分布.....	31
图 73: 中国便利店数量 (亿元) 及销售额 (万家) .....	32
图 74: 2020 年啤酒线上销售销量结构 (%) .....	32
图 75: 202006-202105 阿里线上各品牌啤酒销量 (千斤) .....	32
图 76: 日本啤酒罐化率 (%) .....	33
图 77: 中日企业啤酒罐化率 (%) .....	33
图 78: 青岛啤酒和重庆啤酒销量结构 (%) .....	34
表 1: 日本啤酒和发泡酒税收变化 .....	10
表 2: 朝日和麒麟工厂建设情况 .....	18
表 3: 朝日和麒麟旗下部分新型啤酒产品 .....	21
表 4: 国内啤酒企业部分收购案例 .....	26
表 5: 啤酒企业强势区域分布 .....	26
表 6: 中国啤酒企业部分中高端产品: 麦芽浓度较高, 更突出风味 .....	30
表 7: 罐化率对成本的影响 .....	33
表 8: 不同档次产品销量和吨价变动对重庆啤酒营业收入的影响 .....	34
表 9: 重点公司盈利预测表 .....	36

## 报告核心内容

中国啤酒产量于 2013 年逼近 5000 万千升，然而此后国内啤酒产量连续数年下滑，中国啤酒市场已进入存量时代。在行业向成熟期转变的关键阶段，各大厂商正在积极调整营业思路，通过产能优化，产品结构升级等方式寻求新的利润增长点。日本作为东亚地区最为成熟的啤酒市场，其发展路程有利于我们分析中国啤酒市场发展前景。

**日本啤酒市场：传统啤酒生存空间紧缩，新型啤酒百花齐放。** 1) 受经济、人口结构影响，日本啤酒行业趋于平稳下滑； 2) 高额税收迫使日本厂商研发新型啤酒，发泡酒、第三类啤酒等替代品大幅抢占传统啤酒市场； 3) 80 年代末期，日本啤酒消费偏好口味转变为清淡型，啤酒主流消费场景向非即饮消费场景转移； 4) 消费意识升级，高端化、健康化成日本啤酒企业产品主流推广方向。

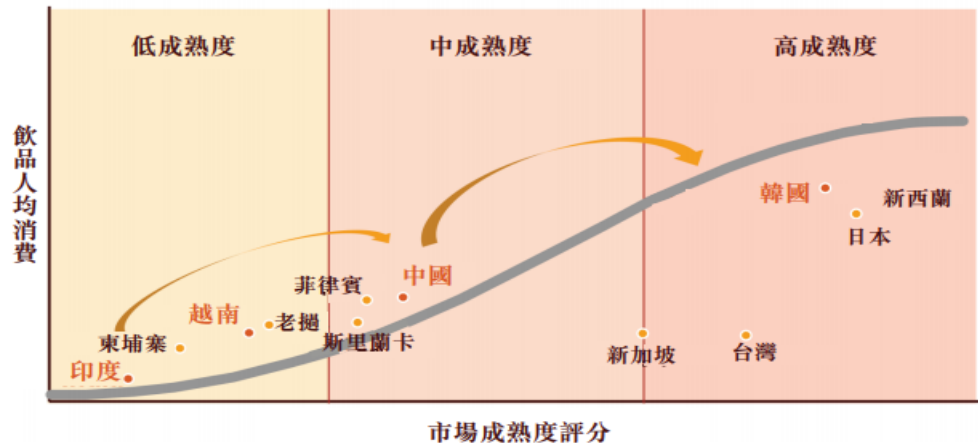
**从朝日和麒麟争斗看啤酒行业竞争策略。** 上世纪 50 年代，麒麟敏锐地察觉消费场景的转变，通过提前布局家庭消费渠道，实现了市场份额的长期龙头地位；80 年代后期，朝日绝地反击，通过精准的市场调查推出了适应消费者新口味需求的产品 Super Dry，凭借前期铺设的鲜度管理物流渠道快速完成了销量的反超。二者的竞争经营策略充分反映了产品品质和渠道的重要性，二者相辅相成，同为企业立身之本。

**中国市场增长逻辑分析：** 中国啤酒市场现状与日本 90 年代较为相似，正处于产品结构升级的关键阶段。在新的市场变动中，如何抢占先机，我们认为有三个方向值得注意：（1）中端产品将逐渐接替低端产品成为新的主流价格带，中端产品升级放量将成为企业利润增长关键；（2）目前各家企业都拥有众多中高端产品，但是拥有标志性单品的企业仍是少数，借鉴朝日啤酒逆袭经验，核心单品的打造对于重塑品牌形象有较大积极作用；（3）各家企业传统渠道布局基本覆盖全国，渠道垄断优势将逐渐削弱，非现饮渠道的快速发展将加快这一过程，未来如何实现全渠道联动，为消费者提供更全面周到的服务，将成为啤酒企业中高端市场竞争的重点。

## 一、日本啤酒行业

日本酒文化与中国一脉相承，日本本土的清酒、烧酒、甜酒都起源于中国，在饮酒习惯、口味偏好等方面日本与中国较为相近，因此对于日本成熟啤酒市场的研究有助于我们更好的把握中国啤酒市场的未来走势。

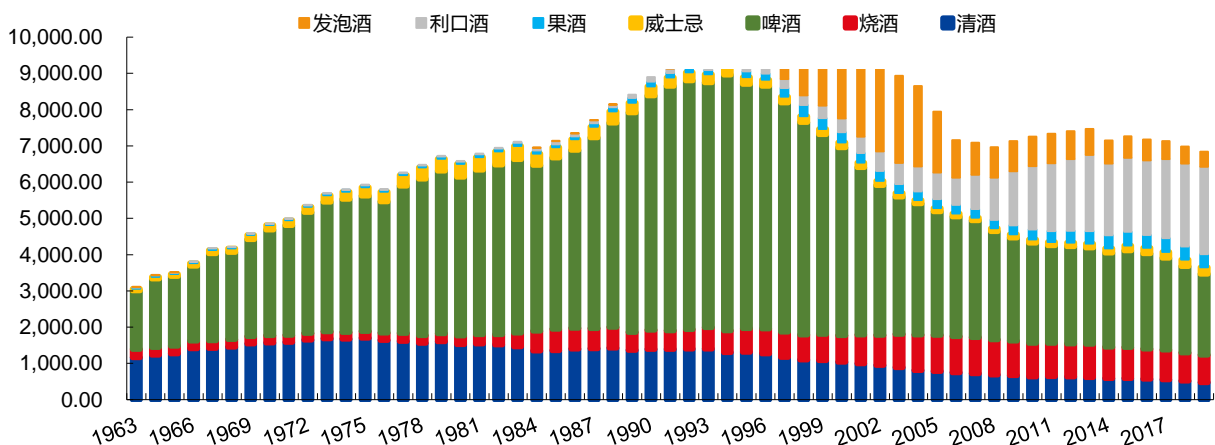
图 1：亚太地区啤酒市场成熟度模型



资料来源：百威亚太招股说明书、华金证券研究所

啤酒在十九世纪末正式进入日本，伴随着战后日本经济重建复苏，啤酒凭借低廉的价格和稳定的品质快速崛起，一度占领日本酒类市场 70% 的消费量，朝日、札幌、麒麟、三得利等企业的竞争与发展也对日本啤酒产业的成熟起到了良好的推动作用，尽管销量不断衰退，啤酒仍然是日本酒精饮品消费的中流砥柱，啤酒、发泡酒、第三类啤酒合计市场份额长年稳定在 60% 以上。

图 2：日本酒类市场消费量（千吨）

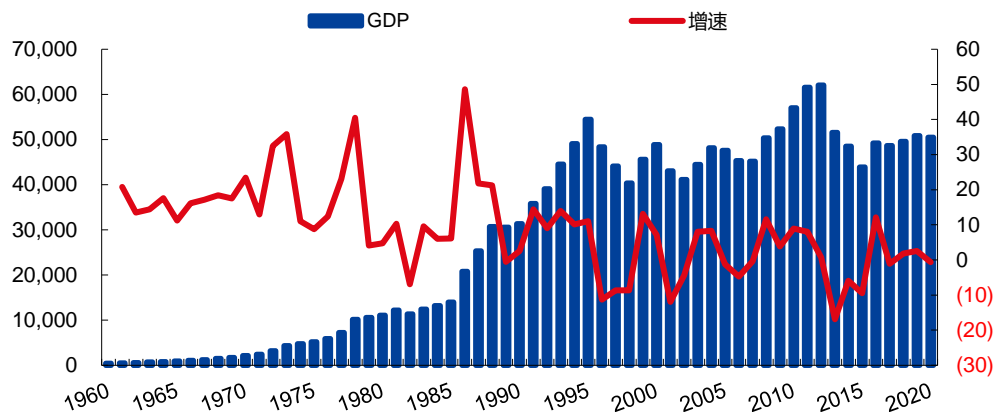


资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

## （一）经济、人口对啤酒需求量有较大影响

日本啤酒产销量与日本经济发展形势高度相关。1955 年-1973 年，日本经济快速复苏，人均 GDP 从 400 美元左右增长到了 4000 美元左右，GDP 总规模超过西德成为全球第二大经济体。此时日本居民消费能力大幅提升，消费意愿高涨，啤酒消费量迎来首个快速增长期，年销量最高接近 400 万吨，CAGR 达到 14.2%。1973-1985，日本经济受到石油危机冲击，经济增速波动较大。啤酒税率也从 110 日元/升上涨到了 240 日元/升，厂家被迫提价，啤酒消费增长放缓。从这段时期开始，日本厂家逐渐注重啤酒品质差异，纷纷对产品包装、啤酒口味进行升级。

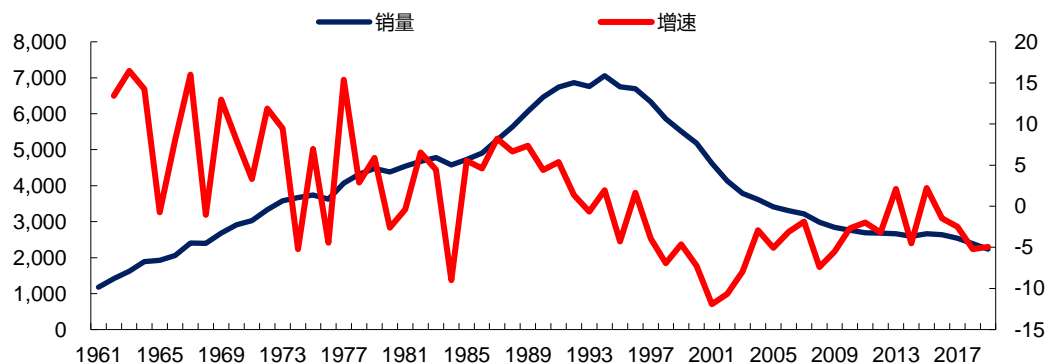
图 3：日本 GDP（亿美元）及增速（%）



资料来源：日本统计局、华金证券研究所

1985-1994，日本经济泡沫前后，日本啤酒行业进入最后的高速发展期。长期扩张性的货币政策鼓动了民众不理智的娱乐消费，而此时朝日发布的奇迹新品 SuperDry 深受新时代消费者的喜爱，引领了日本啤酒风味变化的新浪潮，促进了啤酒消费的增长。1994 年日本啤酒产量突破 700 万吨，达到历史峰值。1994-至今，经济泡沫破碎，日本经济增长几乎陷入停滞，造成了劳动力过剩、消费萎缩、金融债务危机等诸多后遗症；高额酒税促使发泡酒、第三类啤酒等廉价替代品的诞生，人们更愿意选择具有性价比优势的酒精饮品，截至 2019 年，日本传统

图 4：日本啤酒产销量（千吨）及增速（%）

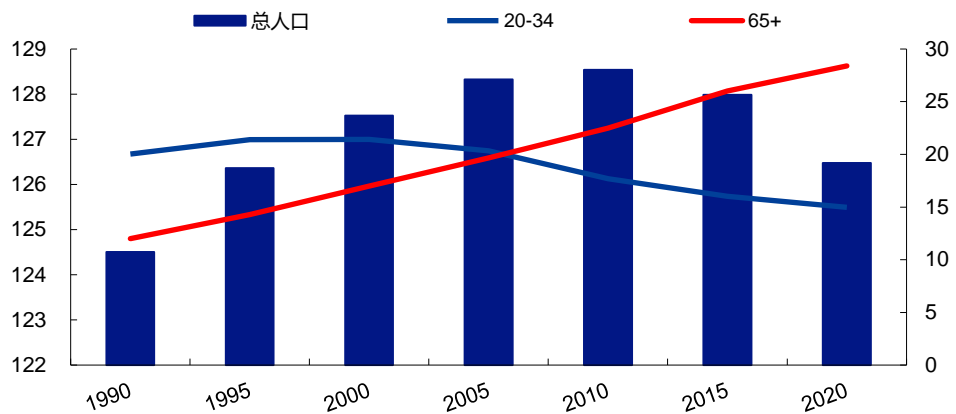


资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

啤酒消费量只有 223 万吨（CAGR 为-4.5%），已不足巅峰期的三分之一。

总人口减少，老龄化问题日益严重。1994 年日本正式进入老龄社会（65 岁以上人口超过 14%），老年人口占比增长迅速，截至 2020 年，日本老年人口比例已经超过 28%，作为酒类饮品主要消费力的 20-34 岁人群占总人口比例从 1995 年的 21.4% 下降到 15.0%；随着人口老龄化加剧，日本总人口从 2010 年开始下降，十年间日本人口减少了两百万余人。日本啤酒需求受消费人群减少影响，消费量从 1994 年的 700 余万吨下降到 2019 年的 223 万吨，且预计仍将下滑。

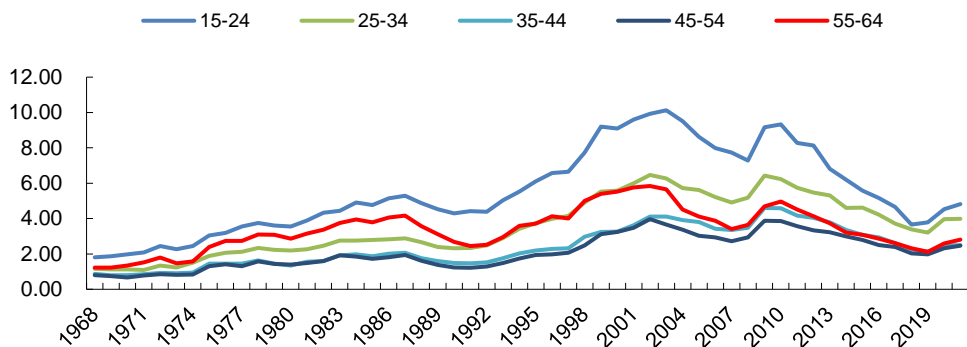
图 5：日本 1990 年-2020 年总人口(百万)及部分年龄结构变化 (%)



资料来源：联合国人口司、华金证券研究所

年轻人酒精消费意愿下降，人均啤酒消费量持续下降。90 年代初期日本经济泡沫破碎，失业率一路飙升，2001-2003 年甚至超过了 5%，近几年稳定在 2.5% 左右，然而青壮年群体（15-34 岁）失业率依旧远超中老年人群（35-63 岁），2020 年青年人群（15-24 岁）失业率接近 5%，几乎是 45-64 岁人群失业率的两倍。经济长期停滞，大量工作机会被占据，原本作为啤酒消费主力军的青壮年经济实力及消费意愿都处于低迷状态。

图 6：日本各年龄层失业率变化 (%)



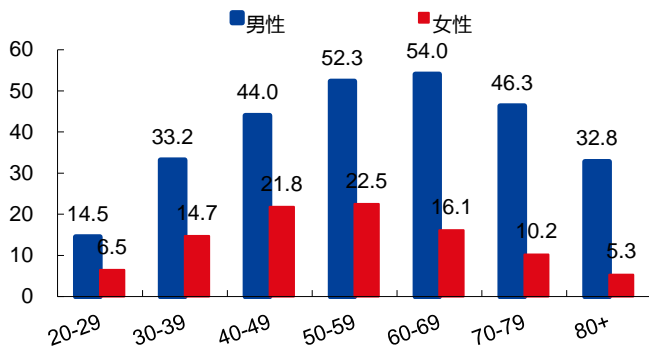
资料来源：日本统计局、华金证券研究所

根据日本国税厅 2016 年调查，日本中老年人酒精饮品消费意愿显著高于青壮年群体，男性 50-69 岁年龄层中具有饮酒习惯的人数占比超过 50%，而 20-29 岁年龄层中只有 14.5% 的人有饮酒习惯；女性中，习惯饮酒群体占比最高的年龄层是 40-59 岁，比例超过 20%，20-29 岁



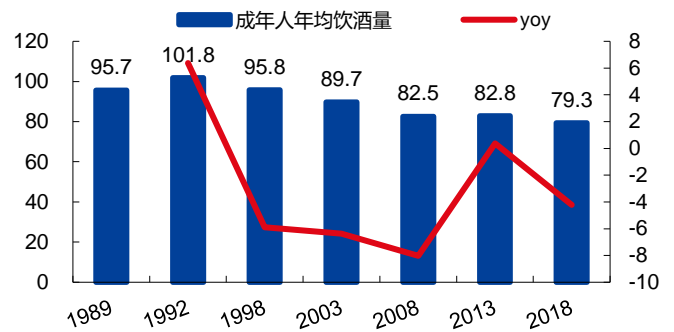
女性中有饮酒习惯的群体只占 6.5%。日本新一代年轻人酒类饮品消费意愿低下。尽管老年群体啤酒消费热情较高，但是随着年龄的增长，这一批人群的身体机能、经济实力将不可避免地下降，其啤酒消费能力也将随之下滑。从 1992 年到 2018 年，日本成人平均年饮酒量下降了 22.1%，并且下滑趋势仍未停止。消费人群数量决定着啤酒的销量空间，而经济环境影响着消费者的消费意愿和消费能力，在人口下滑、经济萎靡不振的 21 世纪，日本酒类消费市场整体处于衰退期。

图 7：日本 2016 年有饮酒习惯的人群比例（%）



资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

图 8：日本成年人平均年饮酒量（L）及同比增速（%）

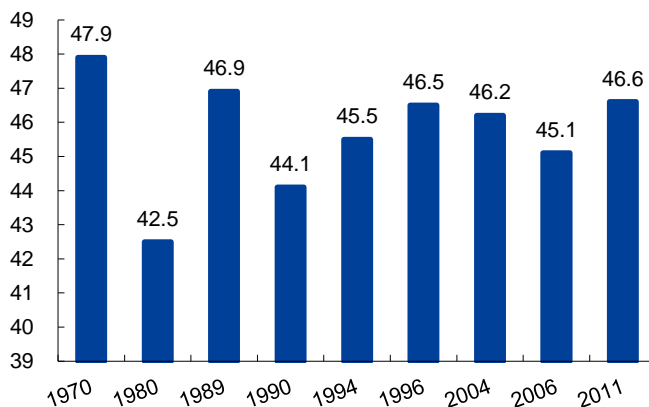


资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

## （二）税收政策推动啤酒供给结构变革，新型啤酒崛起

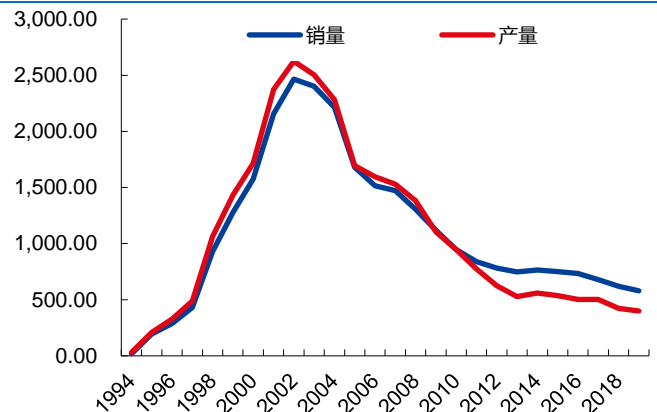
**高额酒税催生强劲替代品。**日本 1994 年的酒税法规定，麦芽比率在 67% 以上的酒精饮品为啤酒，每升征收 222 日元的高额酒税，加上消费税，啤酒的税收负担率超过 45%。面对高昂的税收和激烈的竞争，1994 年三得利公司率先研发出以大米、玉米为辅料，麦芽比率低于 67% 的啤酒类产品发泡酒，发泡酒每升税金比啤酒低近 70 日元，且口味与啤酒相差无几，问世之后快速占领了低价啤酒市场，1996 年发泡酒产量突破 30 万吨，CAGR 超过 120%。但是日本政府为了阻止酒税减少，在 1996 年将麦芽比率高于 50% 的发泡酒每升税金上调到与啤酒相当，2003 年又再次调高麦芽比率低于 50% 的发泡酒的每升税金，发泡酒市场受到沉重打击，产销量持续下降。

图 9：日本 633ml 啤酒税务负担率（%）



资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

图 10：日本发泡酒产销量（千吨）



资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

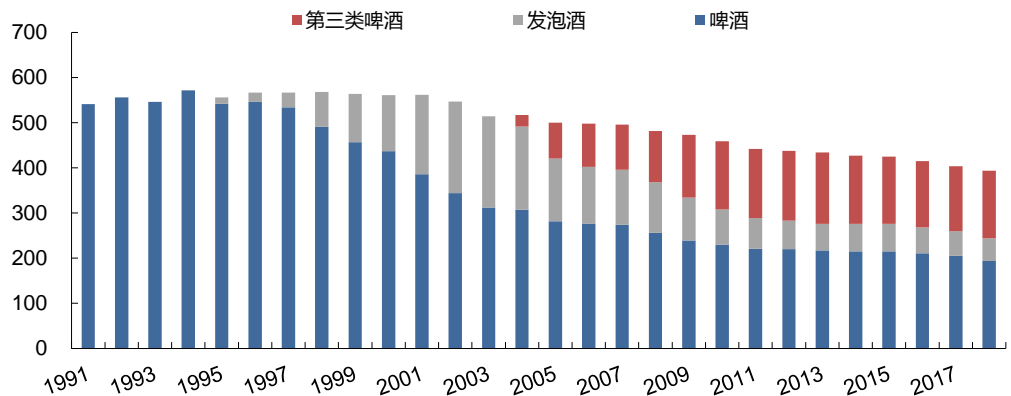
表 1：日本啤酒和发泡酒税收变化

品种	麦芽率 (%)	1994-1996 年 (日元/L)	1996-2003 年 (日元/L)	2003 年-2005 (日元/L)	2006-2020.9 (日元/L)
啤酒	>67	222	222	222	220
	50-67	152.7	222	222	220
发泡酒	25~50	152.7	152.7	178.125	178.125
	<25		105	134.25	134.25
第三类啤酒	0			70	80

资料来源：日本国税厅、华金证券研究所

尽管遭遇日本政府多次围剿，但是日本厂商没有放弃，2004 年札幌啤酒公司推出了一款名叫“Draft one”的酒精饮品，使用豌豆蛋白质制成，完全不含麦芽，其清爽口感接近啤酒，而且归为其他酒类，每 350ml 酒税仅 25 日元，远低于发泡酒和传统啤酒，其余厂商纷纷跟进，第三类啤酒销量快速增长。2006 年日本政府针对第三类啤酒再次修改税法，将该类啤酒每 350ml 税金增加到 28 日元，但是相比传统啤酒和发泡酒，其价格仍有较大优势，在酒类饮品市场持续萎缩的时候，第三类啤酒逆势增长，截至 2018 年，第三类啤酒已占啤酒类市场份额的 38%（根据麒麟啤酒报告，2020 年在头部公司的产量中第三类啤酒占比达到 45.45%，已超过传统啤酒）。从日本啤酒类产品内部市场份额变动来看，日本新一代消费者对价格较为敏感，发泡酒和第三类啤酒的主要优势源于规避税收带来的低价，在这种形势下，日本啤酒价格提升较为困难，利润增长空间有限。

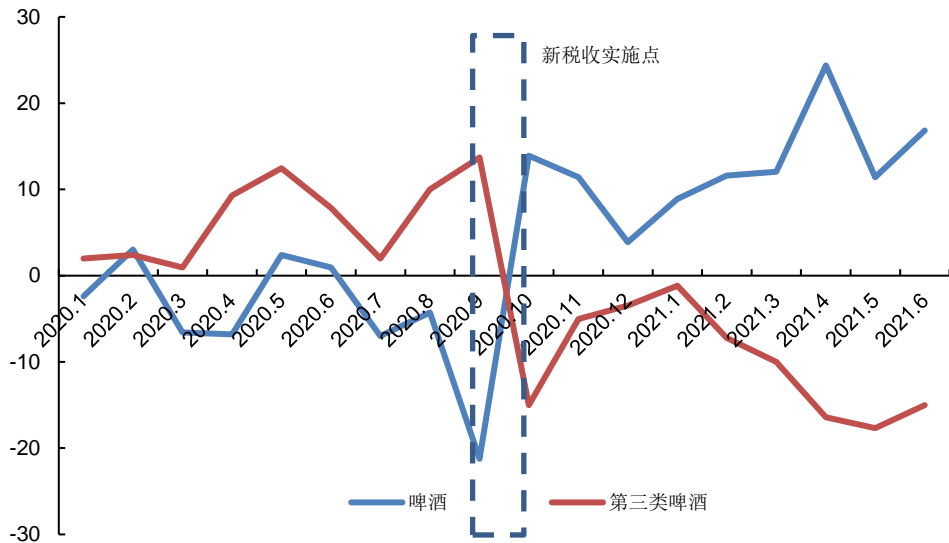
图 11：日本啤酒类产品出货量（百万箱）



资料来源：朝日官网、华金证券研究所

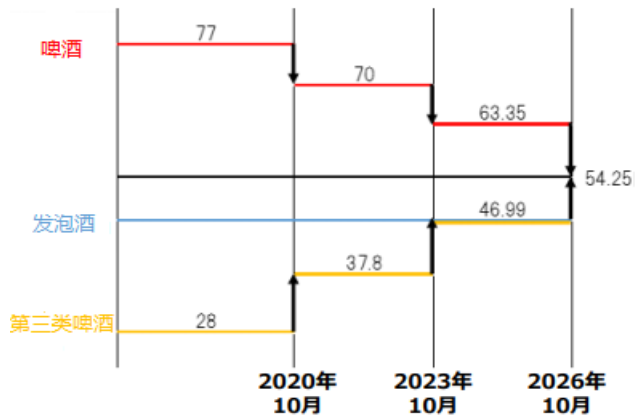
啤酒酒税将统一，传统啤酒有望复苏。目前日本传统啤酒税额为 200 日元/L，发泡酒税额为 134 日元/L，第三类啤酒税额为 108 日元/L，根据日本最新酒税法修订案，未来啤酒类产品税额差异将分阶段逐步消除，2026 年啤酒类产品税额将统一为 155 日元/L；目前传统啤酒酒税负担率约为 31%，预计 2026 年其酒税负担率将降低至 25%-28% 区间，三大啤酒类产品的零售价将逼近，发泡酒和第三类啤酒价格优势减少，在啤酒类产品市场销量较为稳定的情况下，传统啤酒销量有望复苏。

图 12: 啤酒类产品 2020-2021 销量上年同期对比增速 (%)



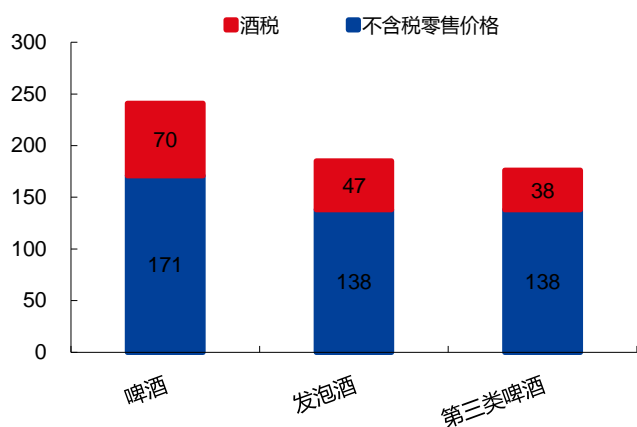
资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

图 13: 日本啤酒类产品未来税收变化 (每 350ml/日元)



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

图 14: 日本啤酒类产品主流零售价格



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

### (三) 主力消费人群更替, 消费场景、口味偏好变动

**啤酒消费口味向清淡型转变。**日本啤酒厂早年大部分采用的都是德国工艺, 市场主流产品常年是口味偏苦、口感醇厚的德式拉格啤酒。1985 年, 朝日啤酒为挽救颓势, 确定了“质量优先”、“回应顾客”两大战略方向, 在东京大阪发起了大规模的市场调查, 发现当时日本经济发展迅猛, 居民食谱中肉类消费增多, 对饮料的偏好趋于清淡, 新一代啤酒核心消费者 (20-30 岁) 的口味偏好已从“浓郁醇厚”转向“清爽可口”。朝日敏锐的把握住了这次市场机会, 推出日本首款主打“醇而爽”的干啤 SuperDry, 一经问世就畅销日本啤酒市场, 销售第一年突破 1300 万箱, 而且生命力经久不衰, 目前仍占据日本传统啤酒市场 40% 以上的份额。其他厂商紧随其后, 纷纷推出清爽型啤酒 (麒麟啤酒 1990 年推出一番榨), 包括后期出现的发泡酒、第三类啤酒等替代品也以清爽型口感为主。

图 15: 朝日核心产品 SuperDry 包装和广告都在突出清爽



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

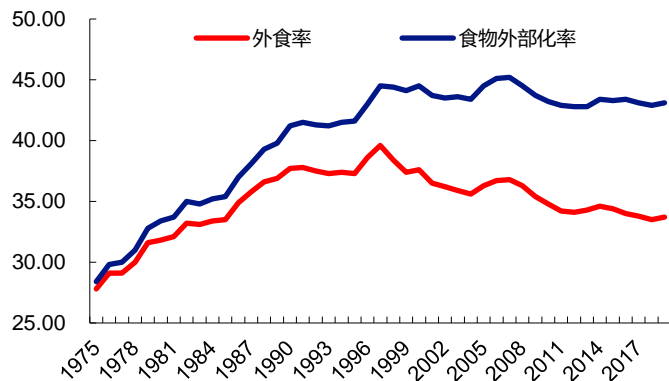
图 16: 麒麟啤酒主流产品一番榨



资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

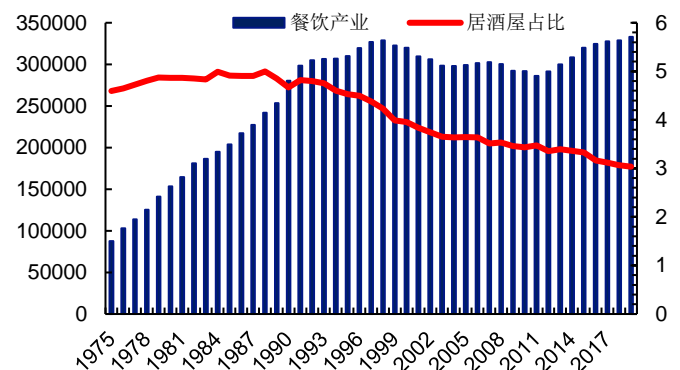
堂食消费不景气，非即饮消费场景占比增加。上世纪 70-90 年代，日本餐饮业发展迅速，市场规模从 1975 年的 8.8 万亿日元增长到 1990 年的 28 万亿日元，**外食率**（餐饮业销售额/全国食品饮料支出）和**食品外部化率**（餐饮业及熟食、方便食品销售额/全国食品饮料支出）也随之不断攀升；受经济震荡影响，日本餐饮市场规模自 1998 年开始回落，近十年才逐渐恢复，而外食率则仍在下降，但是食品外部化率一直稳定在 43%左右，说明日本非堂食食品（包括商超、便利店贩卖的啤酒）消费比例在持续提升（目前约 9%）。大环境驱动下，啤酒的非即饮消费场景比例不断增加。

图 17: 日本外食率 (%) 以及食品外部化率 (%)



资料来源: 日本餐饮协会、华金证券研究所

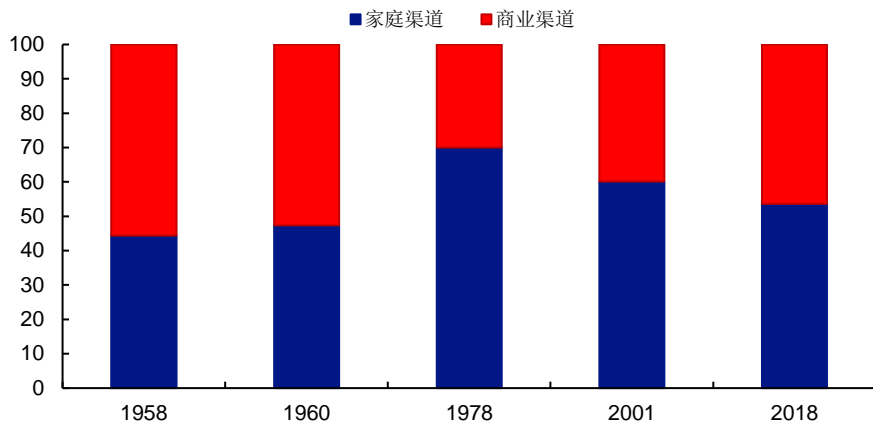
图 18: 日本餐饮产业规模 (亿日元) 及居酒屋收入占比 (%)



资料来源: 日本餐饮协会、华金证券研究所

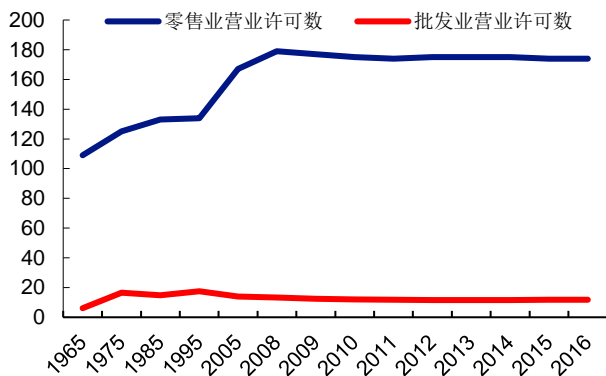
日本便利店、商超的快速发展推动非即饮场景增长。1980 年-2018 年，日本便利店数量快速增长，总数量已超过 5.5 万家，基本覆盖日本全国，居民购买零售食品产品非常方便。另一方面，日本上世纪初期对酒类经营执照的发放有着严格的限制，1990 年，拥有酒类经营执照的商超和便利店只占酒类零售店总数的 12%，但是随着 90 年代中期政策的开放，到 2002 年末，这一比例已上升到 60%，便利店和商超在啤酒终端销售渠道的占比不断提高。在销售渠道变动和消费需求转变的共同推动下，日本啤酒主流消费场景逐渐向非即饮（家庭端）场景转移。

图 19: 日本啤酒销售渠道构成 (%)



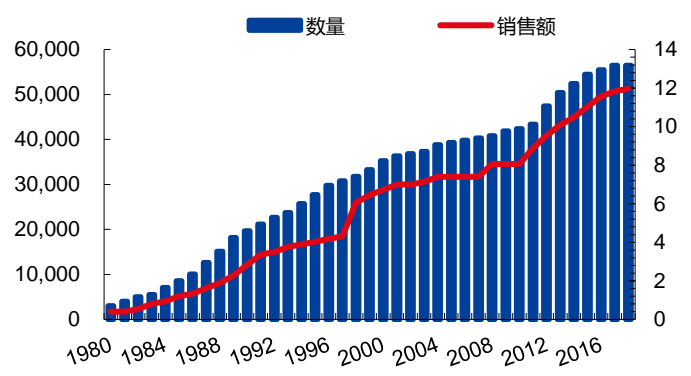
资料来源: 日本酿造协会、华金证券研究所

图 20: 日本零售业与批发业酒类营业许可数量 (千家)



资料来源: 日本国税厅、华金证券研究所

图 21: 日本便利店数量 (家) 及销售额 (万亿日元)



资料来源: 日本连锁经营协会、华金证券研究所

#### (四) 本土市场发展趋势呈现高端化、健康化

日本精酿啤酒在东亚地区起步较早，1994 年日本酒税修订中将啤酒厂的准入门槛由年产量 200 万升降低到 6 万升，在政策刺激下，日本各地尤其是旅游景区率先开始建设自己的啤酒厂来吸引游客，因此日本又将精酿啤酒称为“本地啤酒”。1995 年日本只有 17 家精酿酒厂，到 2000 年已快速增长到了 300 家左右。但是这些“本地啤酒”的质量和口味难以称得上“精酿”，在经济危机和低价啤酒类产品的冲击下，这些小酒厂不断倒闭，2013 年前后仅剩两百家左右。但近几年随着精酿风潮兴起，精酿厂家数量在恢复增长。

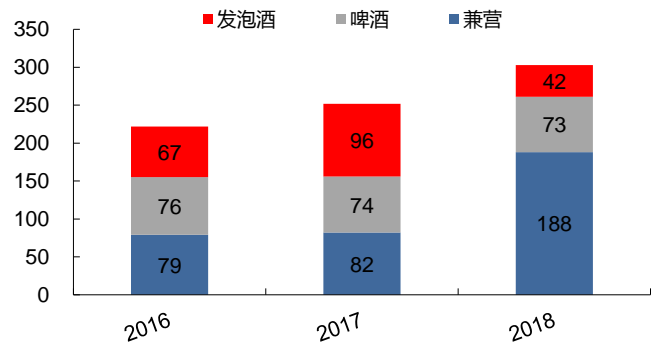
各大厂商纷纷发力精酿啤酒。自上世纪 80 年代末期开始，日本啤酒一直在往清淡化方向发展，为了体现产品差异化，升级产品结构，日本啤酒巨头都在推出自己的精酿啤酒或者收购精酿啤酒厂家。2014 年 7 月麒麟用公司的前身 Spring Valley Brewery 的名字注册了全资子公司，专职生产精酿啤酒；同年 9 月收购了 YOHO 精酿啤酒 33.4% 的股份，成为其第二大股东；2017 年收购了美国布鲁克林酒厂 24.5% 的股份，目前麒麟在日本本土精酿市场具有领先优势。2013 年开始朝日大量收购澳洲、欧洲的精酿啤酒品牌；2017 年在东京开设精酿啤酒酿造所和直营餐厅“T O K Y O 隅田川”，2019 年收购澳大利亚精酿啤酒 Green Beacon。从日本啤酒两大龙头频繁发力精酿啤酒可以看出，尽管目前日本本土精酿啤酒市场占比仅在 1% 左右，但在

图 22: 日本早期以本地水为卖点的精酿啤酒



资料来源: 凤凰网酒业、华金证券研究所

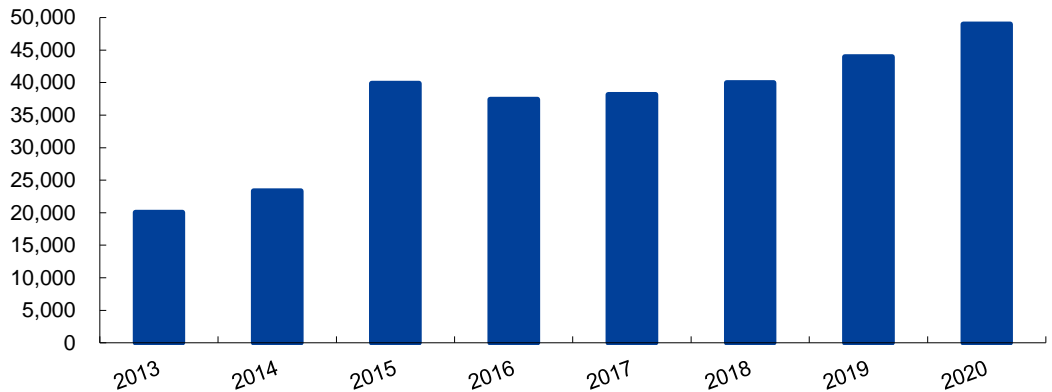
图 23: 精酿啤酒厂数量



资料来源: 日本国税厅、华金证券研究所

如今消费品质升级的时代, 高附加值的精酿啤酒有着良好的发展前景, 同时对精酿啤酒的布局也有助于日本啤酒企业继续占领海外高端市场。

图 24: 日本精酿啤酒销量 (吨)



资料来源: 日本国税厅、华金证券研究所

图 25: 麒麟 Spring Valley Brewery: 酿造品尝一体化设施



资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

图 26: 麒麟啤酒旗下精酿啤酒产品

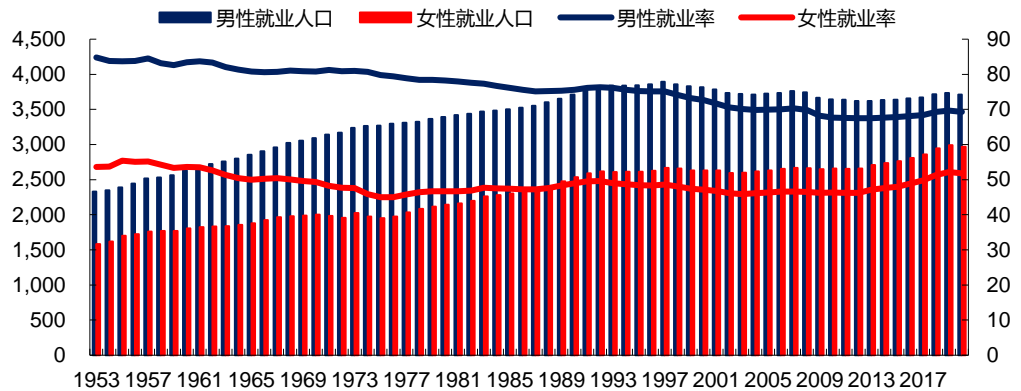


资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

“老龄消费”、“她消费”增长, 健康化产品吸引新消费者。目前日本市场面临老龄化严重, 年轻人酒精饮品消费意愿不强烈的问题, 啤酒龙头们为了稳定销量, 将目光转向了老年消费者和女性消费者。女性消费者是日本零售消费市场上一支强大的生力军, 日本政府此前曾发布“女性经济学”, 鼓励日本女性走向社会, 增加日本劳动力数量, 在政策刺激下, 日本女性劳动者数量和就业率都有所提高, 并且 40-59 岁的女性中有 20% 以上的人有酒精饮品消费习惯, 女

性顾客的消费能力不容忽视。针对这部分消费人群，啤酒公司强调健康、天然、低负担等概念，纷纷推出无糖、无嘌呤、无色素、低酒精度等健康化产品。整体来看，日本本土啤酒市场高度成熟、竞争激烈；以需求为导向，各大啤酒企业仍在通过开发创新产品积极挖掘吸引新消费者，但是四大啤酒厂商都具有强大的研发能力和深厚的市场底蕴，即使开发出新产品也会被其他企业快速跟随，市场格局难以打破。

图 27：日本男性女性就业人口（万人）及就业率（%）



资料来源：日本统计局、华金证券研究所

图 28：麒麟啤酒广告里的消费群体画像分别是中老年男性和中青年女性



资料来源：麒麟官网、华金证券研究所

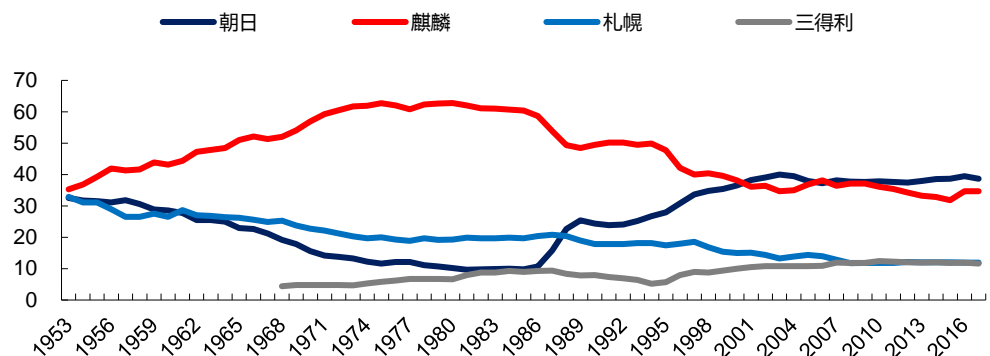
## 二、朝日麒麟：各领风骚数十年

**朝日**：前身是 1889 年创立的大阪麦酒，朝日则是大阪啤酒旗下最畅销的啤酒品牌。20 世纪初日本啤酒市场呈现大阪啤酒、札幌啤酒、惠比寿啤酒三足鼎立的局面，1906 年，日本政府为了缓解过度竞争，主导这三家啤酒公司合并成立大日本麦酒。在上世纪初，大日本麦酒在日本啤酒市场具有统治地位，市场份额在 60% 以上。二战之后，美军对日本实施财阀解体政策，大日本麦酒也受此影响被拆解为朝日啤酒和札幌啤酒。大日本麦酒分割时，日本啤酒（现札幌啤酒）市占率是 38.7%、朝日啤酒是 36.1%、麒麟啤酒是 25.3%。目前朝日啤酒公司业务涵盖

酒精饮料、软饮料、食品等，日本本土和海外同步发展，自 2001 年超越麒麟实现市占率反超之后，朝日啤酒在日本啤酒市场常年占据第一。

**麒麟：**麒麟啤酒是日本三菱集团旗下一家多元化发展的企业，如今以酒类、饮料类、医药三大业务作为经营重点。麒麟啤酒历史最早可以追溯到 1869 成立的 Spring Valley Brewery 啤酒厂，几经变迁，于 1907 年正式更名为麒麟啤酒株式会社。二战之后，麒麟啤酒迅速成长，在 1954 首次登顶日本啤酒市场，此后数十年一直牢牢占据日本啤酒市场首位，市占率一度在 60% 以上。尽管在 21 世纪初市场份额被朝日啤酒超越，但是麒麟啤酒在发泡酒和第三类啤酒市场仍具有优势，在 2009 年和 2020 年都曾重返首位。

图 29：日本啤酒 CR5 变化（%）



资料来源：朝日官网、华金证券研究所

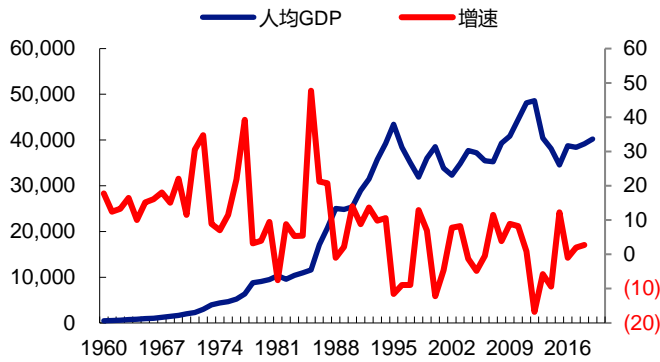
### （一）跌宕起伏的竞争史：市场转变催生变革机遇

**1949-1986 年：**在经济、文化转变的冲击下，日本啤酒市场消费场景重心向家庭渠道转移。在上世纪 50 年代初期，日本啤酒技术较为落后，技术设备包括原材料全部从德国进口，成本负担大，产量有限、税收高昂，且优先配给军人，因此售价较高，被视为高端饮品，主要在西餐厅、酒馆贩卖，一般家庭难以消费。二战结束以后，日本政府放宽了对啤酒的销售限制，降低了啤酒税收，同时日本经济开始复苏，50-70 年代日本人均 GDP 增速一度在 20% 以上，居民消费能力提升，啤酒消费量快速增长。

当时的啤酒因为制造技术限制，赏味期较短，常温下难以保存，然而冰箱的冷藏功能解决了啤酒保存的难题。1957 年，日本冰箱普及度只有 3% 左右，随着国民经济水平的提高，到 1976 日本冰箱普及度已飞跃至 100%，为啤酒在日本家庭的流行扫平了道路。另一方面，战后除了经济上的恢复，日本思想文化也变得更加开放，社会对女性不能饮酒的偏见迅速消失，1956 年的调查显示，全国超过 50% 的人认为女性可以喝啤酒，超过 70% 的城市居民支持女性饮酒，1961 年女性顾客在啤酒消费者中占比已达到三成，全家人下班后一起痛饮啤酒已成为一种潮流。

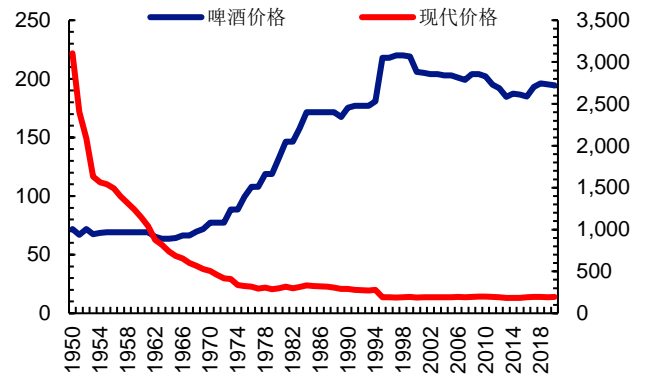


图 30: 日本人均 GDP (美元) 及增速 (%)



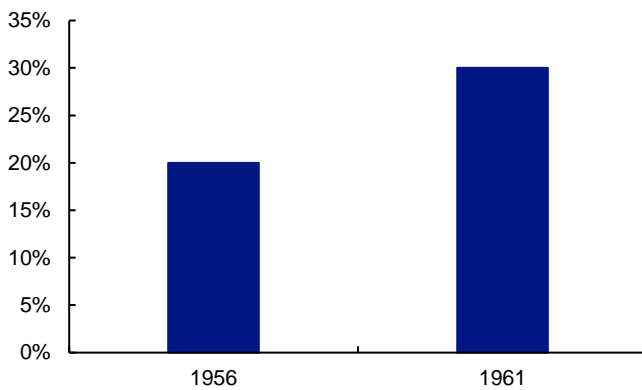
资料来源: 日本统计局、华金证券研究所

图 31: 日本啤酒价格以及换算后的现代价格 (350ml/日元)



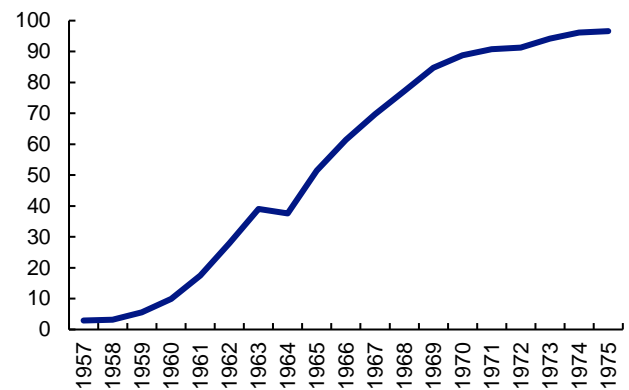
资料来源: 日本统计局、华金证券研究所

图 32: 日本啤酒消费者女性比例 (%)



资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

图 33: 日本冰箱普及度 (%)

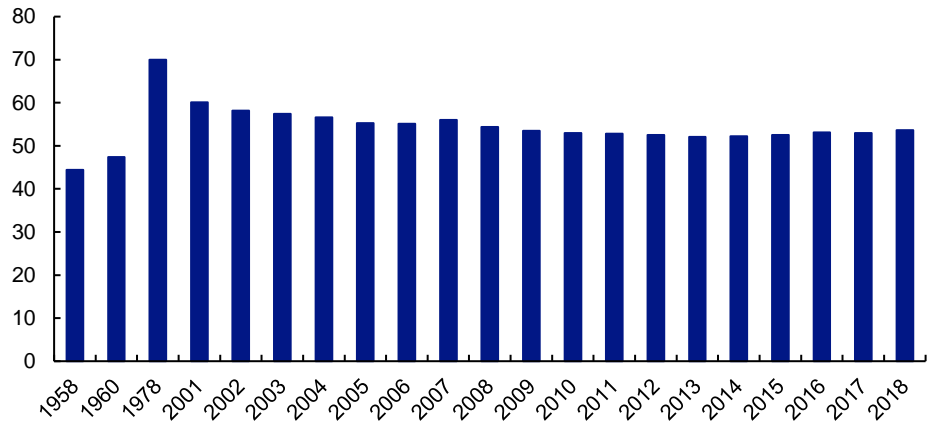


资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

**消费结构转变，麒麟啤酒借助家庭渠道登顶。**在 1950 年以前日本啤酒主要在高档餐厅和专门的酒馆贩售，但是随着战后销售限制放松、经济复苏、冰箱普及、啤酒消费大众化，啤酒的消费重心从餐饮业向家庭消费倾斜。此时，朝日啤酒和札幌啤酒刚刚完成拆分重组，生产部门和销售部门尚未协调，并且拆分前的大日本麦酒公司也主要面向餐馆和居酒屋服务，在家庭渠道布局不足。麒麟啤酒抓住了这次机会，50 年代开始在各大城市附近兴建工厂，率先完成产能全国化布局抢占市场份额，并通过开设地区专卖店，优先满足家庭批发零售啤酒市场的供应，成功赶上了家庭啤酒消费增长的浪潮，在 20 世纪中后期数十年间都稳居日本啤酒市场首位。

**绝境中的朝日。**重组的朝日啤酒经营状况山河日下，市场份额持续下滑，1985 年朝日的市场份额已经跌破 10%，但是在这段时间里朝日并没有束手就擒，一直在积极地更新产品的包装和品质，为日后的反击埋下了伏笔。在包装方面，1958 年朝日推出日本首款罐装啤酒，1965 年又给罐装啤酒增加了拉环设计，1971 年又发布了日本首款铝罐装啤酒，在产品便利性设计方面朝日一直走在日本啤酒市场前列。在产品方面，朝日于 1969 年推出强调“新鲜凉爽”的“朝日本生”生啤酒，积累了关于生啤的生产营销经验；又于 1985 年开始提出“鲜度经营”的管理策略重塑品牌形象，为 Super Dry 的崛起打好了基础。

图 34: 日本啤酒家庭渠道占比 (%)



资料来源: 日本酿造协会、麒麟官网、华金证券研究所

表 2: 朝日和麒麟工厂建设情况

公司	时间	地点	公司	时间	地点
朝日啤酒	1891	吹田工厂	麒麟啤酒	1918	神崎工厂
	1921	博多工厂		1923	仙台工厂
	1927	西宫工厂		1926	横滨工厂
	1962	东京工厂		1938	广岛工厂
	1966	北海道工厂		1957	东京关厂
	1972	福岛工厂		1962	名古屋工厂
	1973	名古屋工厂		1965	高崎工厂
	1988	东京工厂增强更新		1966	福冈工厂
	1988	名古屋工厂增强更新		1968	京都工厂
	1989	吹田工厂增强更新		1970	取手工厂
	1989	西宫工厂增强更新		1972	冈山工厂
	1989	博多工厂增强更新		1974	滋贺工厂
	1991	茨城工厂		1979	栃木工厂
	1994	北陆工厂		1986	千岁工厂
1998	四国工厂	1991	横滨工厂		
2002	神奈川工厂	1993	北陆工厂		
		1997	神户工厂		

资料来源: 朝日官网、麒麟官网、华金证券研究所

图 35: 日本首款罐装啤酒



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

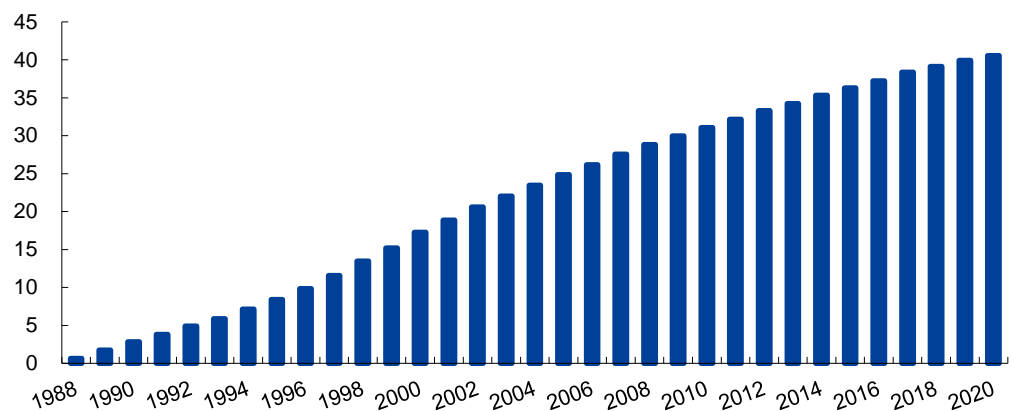
图 36: 朝日生啤



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

**1987-2001 年：顺应时代偏好，朝日绝地反击。**80 年代初，面对公司惨淡的经营状况，朝日啤酒管理层决心彻底变革，重建品牌形象。在当时的日本啤酒市场，啤酒厂商更看重的是产品的销售渠道，而在产品品质口味方面并没有拉开差距，市场主流产品是以麒麟拉格啤酒为代表的德式拉格啤酒，口感醇厚但是味道偏苦。朝日啤酒敏锐的把握住了这次机会，决定打造出尊重消费者口味的产品。1985 年通过大量的市场调查，他们发现当时日本啤酒的消费偏好口味已经从“醇厚浓郁”转向“清爽可口”，而市面上还没有满足新时代顾客需求的产品。经过两年的研究实验，1987 年，朝日啤酒终于开发出了完美符合的“SuperDry”干生啤酒，凭借与其他产品完全不一样的清爽口感，Super Dry 迅速畅销整个日本啤酒市场，1987 年全年销售量就达 1300 万箱，朝日市场份额也大幅度回升，最终于 2001 年完成了对麒麟啤酒的反超，夺下日本啤酒首位。

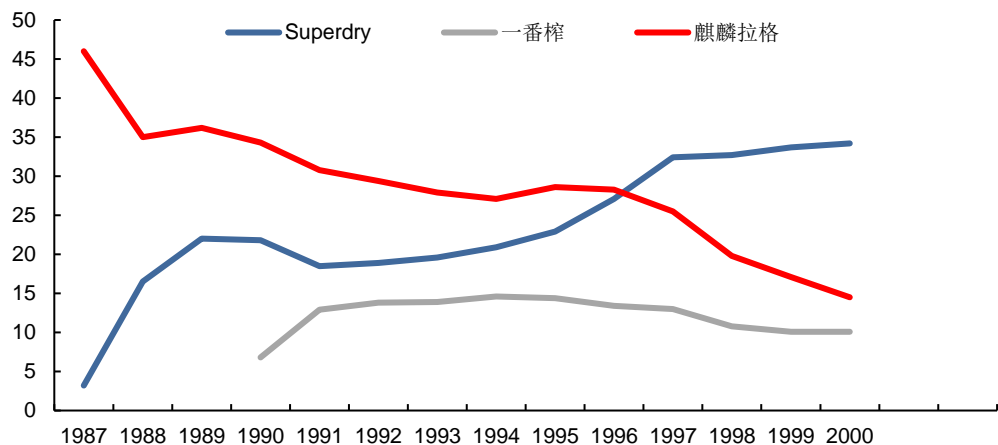
图 37：朝日 Super Dry 累计销量（亿箱）



资料来源：朝日官网、华金证券研究所

**朝日啤酒：集中资源，打造核心单品。**尽管 Super Dry 在生啤领域占据先发优势，销量增长势头强劲，但是麒麟啤酒迅速做出回击，于 1990 年推出麒麟一番榨，只选用第一道压榨的麦芽汁进行发酵，单宁酸含量低，口感更加清爽，形象也更加高级，颇受消费者喜爱，依靠一

图 38：朝日和麒麟核心产品市场份额（%）



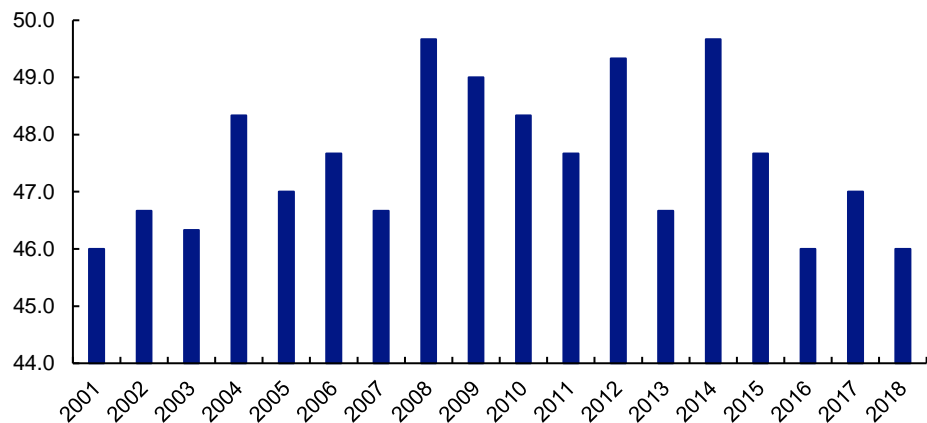
资料来源：《生啤酒化和麒麟、朝日的市场份额逆转》、华金证券研究所

番榨的成功麒麟啤酒收回不少失地。面对一番榨的冲击，朝日啤酒决定实施集中资源战略，既把产能、物流、广告营销资源全部集中在 SuperDry 的打造上。1985 年，朝日啤酒就提出了鲜

度管理的策略，回收销毁产出 20 天后才出厂的啤酒，以此塑造企业品牌形象，提高消费者满意度；1993 年为了打造 Super Dry，朝日对鲜度管理政策进行了全面强化，开始实施包含全流通阶段在内的管理，通过产品从工厂直通特约店、改进货车引导系统、加强配送人员培训等方法，实现了从生产到门市只需要 8 天时间的鲜度目标。对于保鲜时间较短的生啤而言，鲜度就是最大的竞争力，依靠鲜度管理政策，SuperDry 的产品品质和品牌形象都得到了进一步的提升，销量再次快速增长。

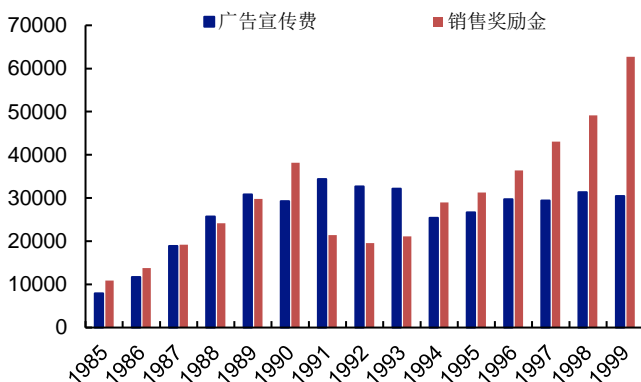
生产端方面，朝日啤酒从 1988 年开始进行产能布局和优化，在扩建新厂的同时对原有大城市的啤酒厂实施改造升级，1998 年基本完成全国产能布局，Super Dry 的供应能力得到充分保障。营销方面，朝日啤酒的广告宣传费用从 1985 年的 80 亿日元增长到了 1990 年的 300 亿日元，在各大主流报刊、电视台上都有朝日 Super Dry 的广告，通过对于啤/生啤“爽口”特质的强调宣传，带动了日本啤酒市场的生啤热潮。在狂热的生啤革命中，麒麟啤酒冒然将自己的传统强势品牌麒麟拉格改造成了生啤，不仅没有吸引新的消费者，反而失去了一大批老顾客，Super Dry 趁此一举登鼎日本啤酒市场首位。

图 39: Super Dry 在传统啤酒市场份额稳定在 45%以上



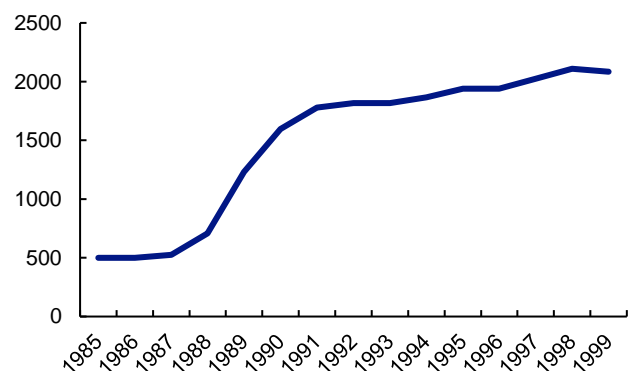
资料来源：朝日官网、华金证券研究所

图 40: 朝日啤酒宣传销售费用（百万日元）



资料来源：《生啤酒化和麒麟、朝日的市场份额逆转》、华金证券研究所

图 41: 朝日啤酒生产能力（千吨）



资料来源：《生啤酒化和麒麟、朝日的市场份额逆转》、华金证券研究所

**2002 年-至今：市场分化，朝日坚守传统啤酒，麒麟发力新型啤酒。**随着啤酒税率的变化，发泡酒和第三类啤酒相继问世，对传统啤酒的销量空间进一步挤压。在传统啤酒市场节节败退的麒麟啤酒对新型啤酒的布局较为积极，1998 年麒麟发布旗下首款发泡酒麒麟淡丽，同年就成

为占发泡酒 50%市场份额的热门产品，2002 年麒麟将淡丽升级成去除 70%糖分的淡丽绿标，成功凭借“健康”标签改变了消费者往日对发泡酒是啤酒低廉替代品的印象，时至今日，淡丽仍然是日本发泡酒销量领先的产品。

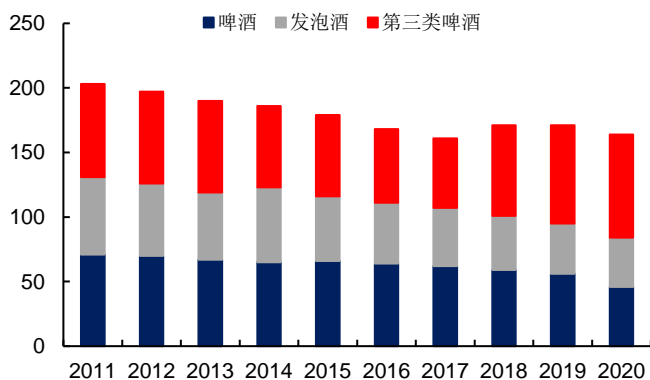
表 3: 朝日和麒麟旗下部分新型啤酒产品

朝日				麒麟			
品牌	种类	发布时间	特色	品牌	种类	发布时间	特色
本生	发泡酒	2001.2	口味清爽纯粹	淡丽生啤	发泡酒	1998.2	清爽畅快、泡沫细腻
本生水蓝	发泡酒	2003.2	去除 50%糖分	淡丽绿标	发泡酒	2002.4	去除 70%糖分，健康美味
极旨	第三类啤酒	2006.10	麦芽气味加强	喉感生啤	第三类啤酒	2005.4	清爽易入口
奢侈日和	发泡酒	2006.11	芳醇柔软，高级定位	ZERO	发泡酒	2008.2	零糖&零卡路里
StyleFree	发泡酒	2007.3	日本首款糖分为零的啤酒	Strong 7	第三类啤酒	2008.10	7%酒精含量
本味	第三类啤酒	2007.10	99.9%原料来自大麦				
Clear	第三类啤酒	2008.3	清爽无杂味				
朝日姜汁	发泡酒	2008.10	添加姜汁提取物，口感刺激				

资料来源:《麒麟和朝日的因缘之战》、华金证券研究所

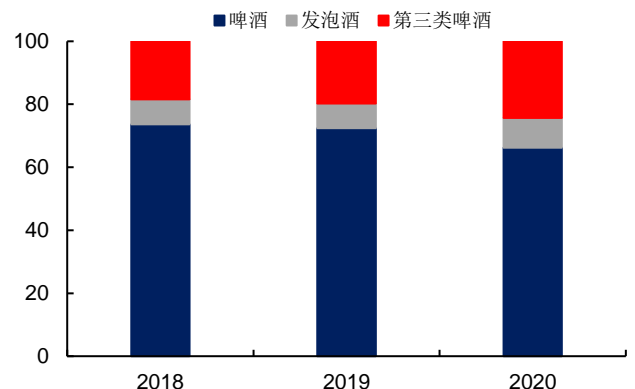
朝日啤酒在 90 年代末期一直坚守集中资源打造 SuperDry 的经营策略，拒绝出售发泡酒，但是淡丽的成功让朝日无法坐视不管，2001 年朝日推出发泡酒朝日本生，但是面对升级后的淡丽绿标，本生市场表现不佳，没有达到预期；朝日啤酒在反思后沉心改革技术，在 2007 年推出了日本市场第一款零糖分的产品 Style Free，大受好评，市场份额一度超越麒麟淡丽，但是很快麒麟啤酒也以零糖零卡路里的麒麟 ZERO 回击。在新型啤酒市场，两家企业陷入了持久的以创新产品开发为主的苦战，最终麒麟啤酒凭借先发优势略胜一筹，靠着在新型啤酒市场的优势，麒麟啤酒曾于 2009 年短暂地重回首位，在 2020 年，因为新冠疫情爆发，日本啤酒商业渠道受到重创，而以家庭渠道销售为主的新型啤酒损失较小，麒麟啤酒因此再次登顶，日本啤酒市场的首位之战仍没有结束。

图 42: 麒麟啤酒类产品产量 (万吨)



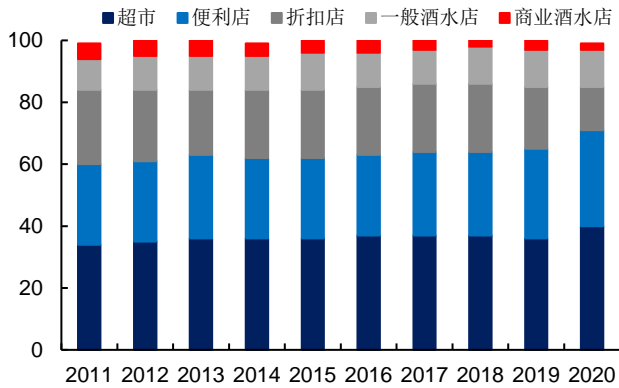
资料来源:麒麟官网、华金证券研究所

图 43: 朝日啤酒类产品销售额份额占比 (%)



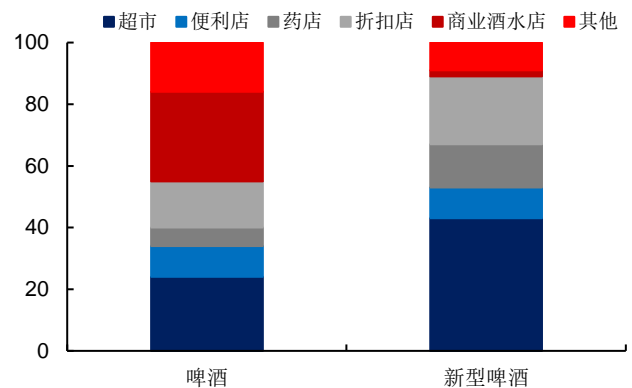
资料来源:朝日官网、华金证券研究所

图 44：麒麟啤酒类产品零售渠道构成（%）



资料来源：麒麟官网、华金证券研究所

图 45：2020 年朝日啤酒类产品零售渠道构成（%）



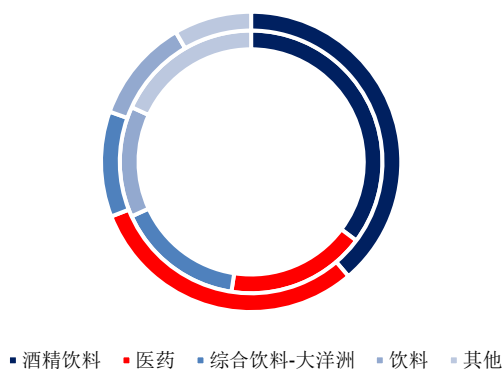
资料来源：朝日官网、华金证券研究所

## （二）经营发展战略：多元化、国际化

**多元化经营、征战海外。**日本啤酒市场竞争激烈，并且市场容量正在逐渐紧缩，朝日和麒麟都早早开启了多元化经营拓宽企业收入的道路。

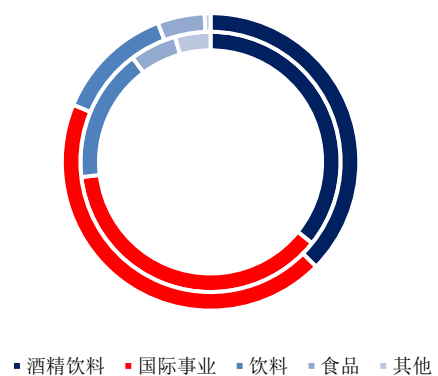
麒麟控股集团目前致力于酒精饮品业务和健康医药业务的发展：酒类业务又可以分为本土业务和海外业务；在日本本土，麒麟啤酒在新型啤酒为主的低价市场以及精酿啤酒为主的高端市场都保持领先份额，同时在预调鸡尾酒、威士忌等市场也有不俗表现；海外酒类业务方面，麒麟啤酒通过收购海外知名品牌成功打入大洋洲高端啤酒和精酿啤酒市场，国际营业收入持续提升。作为目前公司利润的另一大支柱，麒麟集团对医药版块相当重视，专门组建协和麒麟公司负责医药业务，旗下有三款战略产品“Crysvita”、“Poteligeo”、“Nourianz”，麒麟认为在老龄化社会，医药健康市场有巨大的成长空间，2020 年医药业务营业收入占麒麟控股的 17%，但是营业利润占整体利润的 30%，已经成为麒麟集团未来发展核心。

图 46：麒麟集团 2020 年营业收入&利润构成（%）



资料来源：麒麟官网、华金证券研究所；内圈营业收入、外圈营业利润

图 47：朝日集团 2020 年营业收入&利润构成（%）

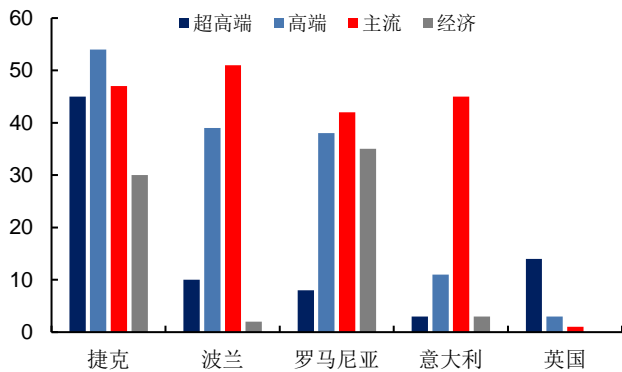


资料来源：朝日官网、华金证券研究所；内圈营业收入、外圈营业利润

朝日集团在稳定国内中端啤酒市场份额的同时积极开拓海外啤酒市场，通过并购合资等方式持有了大量欧洲、大洋洲本地中高端啤酒品牌，成功打入澳大利亚、捷克、波兰等国高端市场。同日本啤酒市场相比，欧美中高端啤酒市场仍有发展提价空间，截至 2020 年年底，朝日

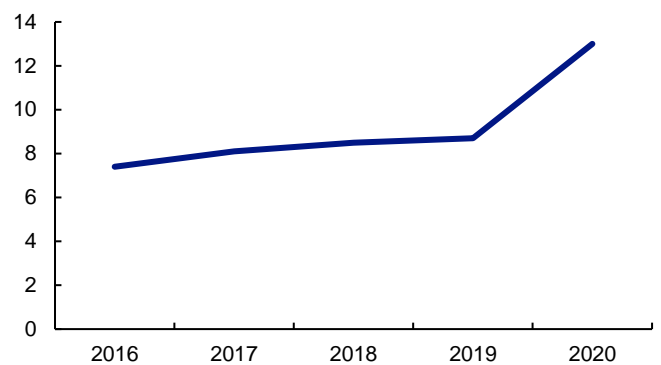
集团海外业务营业收入及利润均已超过日本本土酒精饮料业务，并且海外业务净利率（11.9%）要高于本土酒精业务（10.6%），海外啤酒市场正成为朝日集团新的利润增长点。

图 48: 2020 朝日啤酒部分欧洲国家各档次啤酒市场份额占比(%)



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

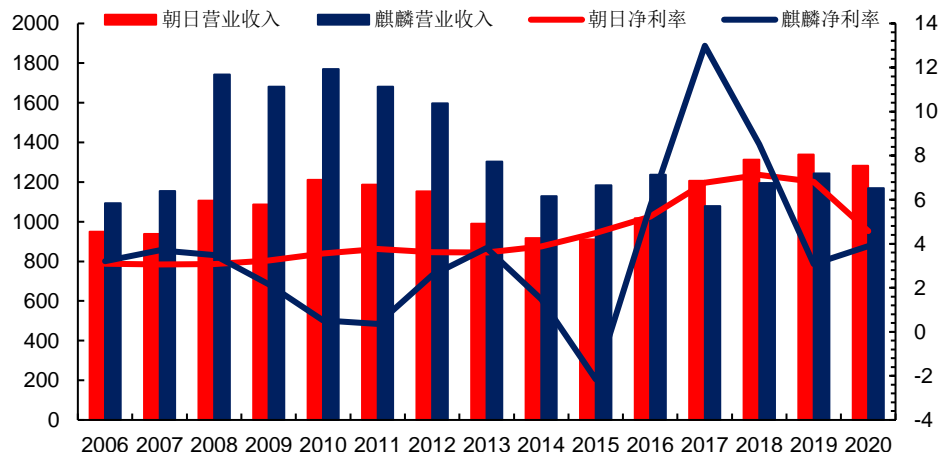
图 49: 朝日啤酒大洋洲营业利润率(%)



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

受到日本酒精饮品消费低迷的影响，朝日集团和麒麟集团的营业收入在 2010 年前后开始出现了不同程度的下滑，但是随着新兴业务的成长和发展，近几年朝日和麒麟的营业收入和盈利能力都有所回暖（不考虑 2020 疫情影响），日本本土酒类业务在两家企业总收入中的占比都在下降，朝日集团的海外业务收入已经超过了本土酒类业务，麒麟啤酒则形成了本土酒类业务、海外酒水业务、医药业务三足鼎立的格局。本土酒类业务作为传统业务支撑起了新兴业务的成长，而新兴业务的发展为企业带来了新的利润增长点，在日本啤酒市场的衰退期，日本啤酒龙头企业通过多元化和国际化来减少国内市场低迷对自身盈利的影响，保持了企业发展的活力。

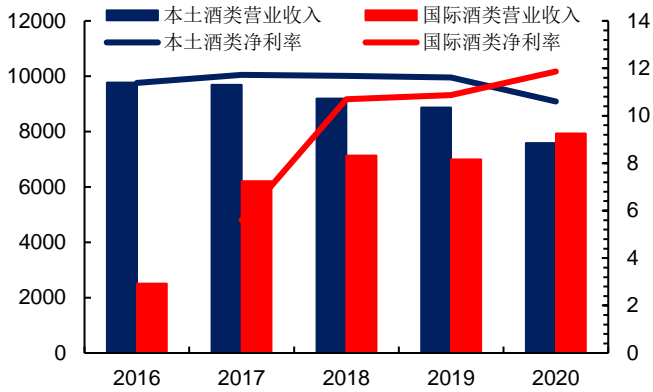
图 50: 朝日和麒麟营业收入（亿日元）及净利率（%）



资料来源: Wind、华金证券研究所

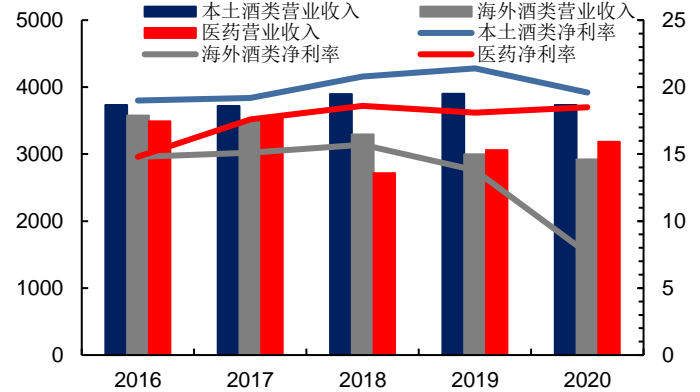
纵观朝日麒麟竞争发展历史，在啤酒市场的不同阶段，企业的经营策略有着不同的侧重点：在初创期和成长期，产能布局和渠道覆盖对占领啤酒市场起到了决定性的作用；而在成长期向成熟期过渡的关键阶段，产品品质和差异性成为了争夺消费者的关键，但是以 SuperDry 的成功为例，完善的销售渠道以及高效的生产配送能力依然是新产品推广的基础前提；在成熟期和衰退期，啤酒行业幸存的企业都具有雄厚的研发实力和市场基础，市场竞争以消费者需求为导向，剩余利润开发空间较少，市场规模持续下降，多元化经营以及扩张海外业务成为日本啤酒龙头的普遍选择。可以说在多变的市场环境中，敏锐把握消费结构、需求转变，完善市场布局，加强企业管理能力，提高产品研发投入，是朝日和麒麟两大啤酒企业长盛不衰的秘诀。

图 51: 朝日主要业务收入（十亿日元）及营业利润率（%）



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

图 52: 麒麟主要业务收入（十亿日元）及营业利润率（%）



资料来源: 麒麟官网、华金证券研究所

### 三、中日啤酒市场对比

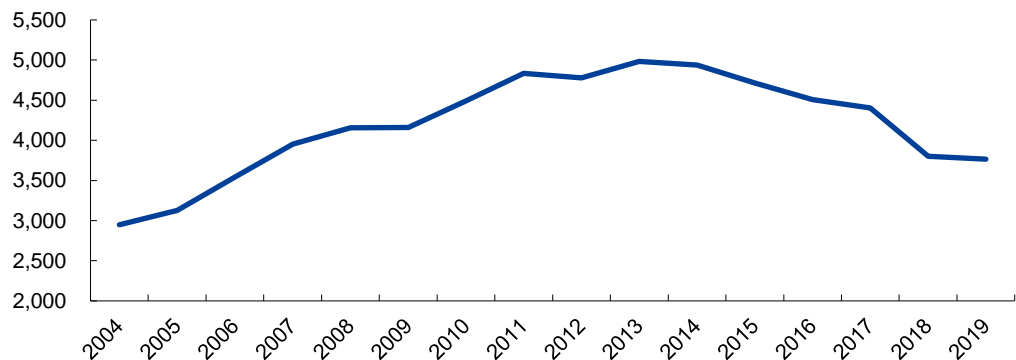
对比日本啤酒市场转型期，中国啤酒市场目前也面临着消费人群减少、消费偏好转变等问题，但是在经济环境、税收政策等方面，中国啤酒市场具有更好的发展条件，我们将根据相似度来进行比较。

#### （一）中日人口结构、市场格局等较为接近

##### 1、销量触顶下滑，人口红利不再

**2013 年我国啤酒产量达到巅峰，此后连续数年下滑。**对应日本上世纪 80-90 年代，2001-2013 年，中国啤酒产量稳步增长直至巅峰，总产量从 2001 年的 2289 万千升增长到 2013 年的 4983 万千升，GAGR 达到 6.7%。但是从 2014 年开始，中国啤酒产销量持续下滑，截至 2019 年产量已跌破 3800 万吨，与日本啤酒产销量在 1994 年达到巅峰后连年下滑的情况一致，中国啤酒市场已进入存量竞争时代。

图 53: 中国啤酒年产量（万千升）

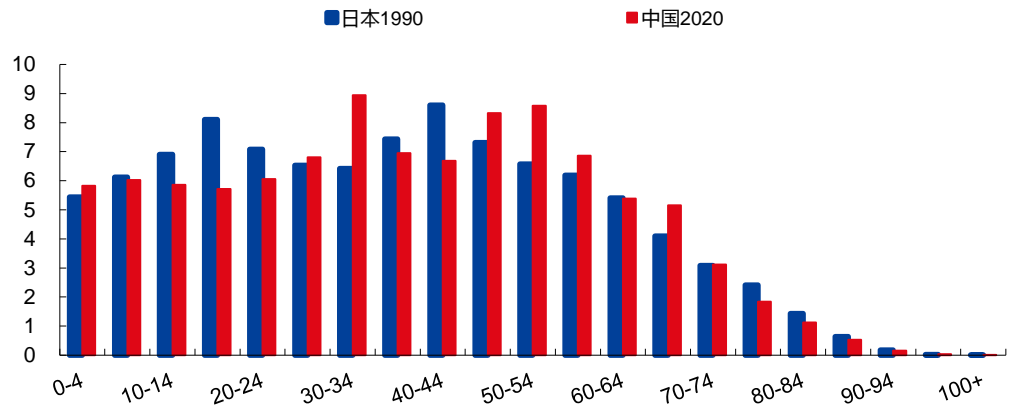


资料来源: 国家统计局、华金证券研究所



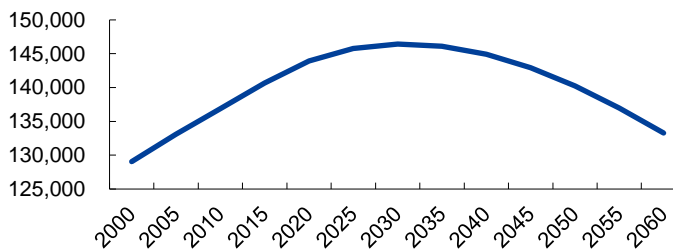
主力消费人群减少。中国啤酒的主力消费人群（20-34岁）占总人口的比例逐年降低，已从2000年的27.3%下滑到2020年的21.8%，CAGR为-2.2%。中国目前人口结构与日本1990年基本相似，正在进入老龄社会，依靠消费人群增长带动啤酒销量提升的时代已悄然落幕，行业利润驱动因素将由“量增”转变为“质增”。

图 54：中国 2020 年人口结构与日本 1990 年人口结构（%）



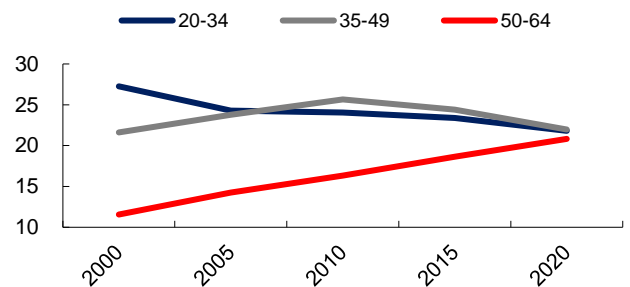
资料来源：联合国人口司、华金证券研究所

图 55：中国总人口（万人）



资料来源：联合国人口司、华金证券研究所

图 56：中国啤酒主力消费人群比例（%）



资料来源：联合国人口司、华金证券研究所

## 2、行业高度集中，龙头割据全国市场

并购整合接近尾声，寡头垄断格局成型。与日本上世纪九十年代四家企业相互竞争的市场格局类似，在多年的合并整合之后，中国啤酒市场五大龙头相互制约的竞争格局基本稳定。在五大企业中，华润市场份额与其他企业拉开身位，区域布局最为全面，工厂最多，产能最大；青岛、百威两家市场份额相近，且基本实现全国化产销布局；燕京、嘉士伯地域性较为明显，燕京啤酒在北京、广西两地有较大优势，嘉士伯通过收购重庆啤酒、乌苏啤酒，扎根我国西部地区（宁夏、新疆、重庆、云南）。目前市场格局逐渐稳定，各家销售渠道基本成熟，企业难以再通过低价竞争带来份额以及利润的提升，企业竞争思维逐渐向利润导向转变。

表 4: 国内啤酒企业部分收购案例

华润			百威英博			青岛		
交易时间	交易标的	地区	交易时间	交易标的	地区	交易时间	交易标的	地区
2000	圣泉啤酒	安徽	1995	长江啤酒	湖北	1994	扬州啤酒	江苏
2001	棒槌岛啤酒	辽宁	1997	金陵啤酒	江苏	1995	汉斯啤酒	陕西
2001	蓝剑啤酒	四川	2000	金龙泉啤酒	湖北	1995	蓝妹啤酒	山东
2004	龙津啤酒	安徽	2002	双鹿啤酒	浙江	1997	日照啤酒	山东
2004	雪源啤酒	西藏	2002	珠江啤酒	广东	1997	北海啤酒	山东
2004	狮王啤酒	江苏	2003	KK 啤酒	浙江	1998	花王啤酒	山东
2007	圣力酿酒	安徽	2004	哈尔滨啤酒	黑龙江	1998	平原啤酒	山东
2007	岳阳啤酒厂	湖南	2006	雪津啤酒	福建	1999	功勋啤酒	安徽
2007	巴特罕酒业	内蒙古	2011	大雪啤酒	辽宁	1999	南极洲啤酒	山东
2009	天柱啤酒	安徽	2011	维雪啤酒	河南	1999	皇妹酿酒	广东
2009	松林啤酒	辽宁	2013	亚洲啤酒	江西	1999	上海啤酒	上海
2009	聊城啤酒	山东	2014	金士白啤酒	吉林	1999	依组佳啤酒	广东
2009	琥珀啤酒	山东	2014	大富翁啤酒	江苏	2000	潍坊啤酒	山东
2010	滨州啤酒	山东				2000	龙泉啤酒	浙江
2010	悦泉啤酒	河南				2001	五星啤酒	福建
2010	西湖啤酒	浙江				2001	万泰啤酒	广西
2011	三泰啤酒	江苏				2001	宿迁啤酒	江苏
2011	东海啤酒	上海				2002	银城啤酒	福建
2011	蓝牌啤酒	河南				2006	宝鸡啤酒	陕西
2011	墨尼啤酒	辽宁				2008	烟台啤酒	山东
2011	大富豪啤酒	江苏				2009	趵突泉啤酒	山东
2011	亚太啤酒	上海				2010	新银麦啤酒	山东
2011	奥克啤酒	河南				2014	嘉禾啤酒	河北
2013	金威啤酒	广东				2015	绿兰莎啤酒	山东
2018	喜力中国					2015	三得利中国	

资料来源: 公司公告、智研咨询、华金证券研究所

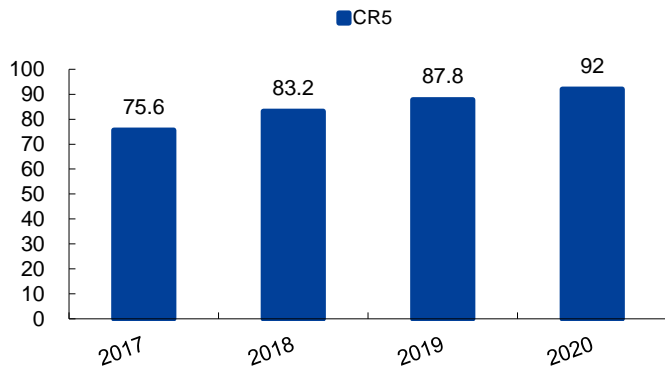
表 5: 啤酒企业强势区域分布

公司	强势市场	半强势市场
华润雪花	辽宁、四川、贵州、安徽	黑龙江、吉林、内蒙古、天津、青海、江苏
百威亚太	江西	黑龙江、湖北、福建
青岛啤酒	陕西、山东、上海	河北、山西、海南
燕京	北京、广西	内蒙古
嘉士伯	宁夏、新疆、重庆	云南

资料来源: 公司公告、前瞻产业研究院、华金证券研究所

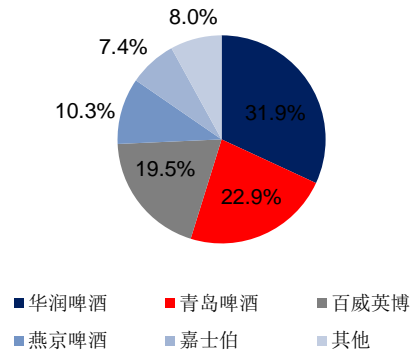
外企占据较大市场份额，市场集中度仍有上升空间。根据中国酒业协会数据，截至 2020 年底中国啤酒行业 CR5 已突破至 92%，行业高度集中，但是距离日本啤酒市场 98% 的 CR4 仍有一定上升空间。且与日本市场本土企业独大的情况不同，外资企业在中国啤酒市场占据了约 30% 的市场份额，百威等外资企业在中国高端啤酒市场地位强势。

图 57：中国啤酒行业 CR5（%）



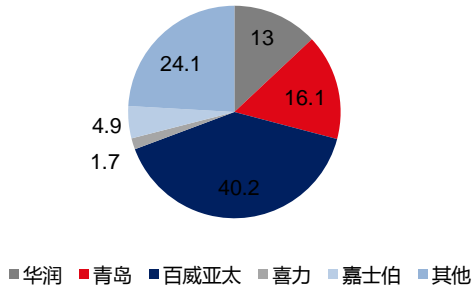
资料来源：中国酒业协会、华金证券研究所

图 58：2020 年中国啤酒市场份额（%）



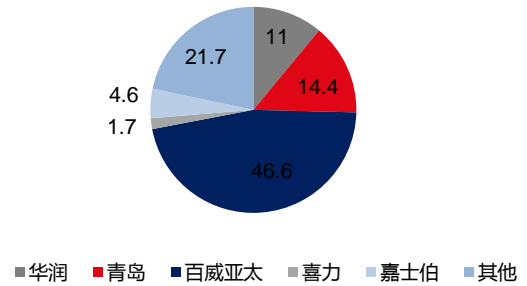
资料来源：中国酒业协会、华金证券研究所

图 59：2013 年中国啤酒高端市场份额（%）



资料来源：百威亚太招股说明书、华金证券研究所

图 60：2018 年中国啤酒高端市场份额（%）



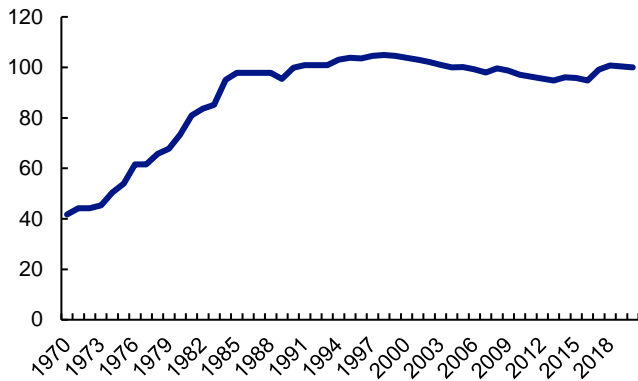
资料来源：百威亚太招股说明书、华金证券研究所

## （二）中国啤酒行业具有更好的发展环境

### 1、经济稳定发展，中国啤酒升级空间充足

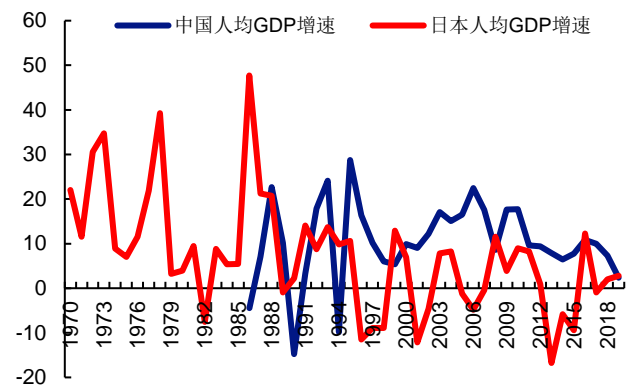
中国啤酒市场面对的经济环境优于当时的日本，结构升级动力更强。日本啤酒行业在上世纪 90 年代中期步入存量时代，但是在进行产品结构升级的关键阶段恰逢日本泡沫经济破裂，经济出现大衰退，此后日本政府长期采取金融紧缩政策，居民消费意愿急剧下降，面对如此恶劣的经济环境，日本啤酒高端化进程被迫中止，啤酒厂商产品开发方向转变为啤酒低价替代品，日本啤酒市场很快又重新陷入了低价竞争的僵局。对比日本市场，中国啤酒市场目前所处的经济环境优渥，人均 GDP 和可支配收入仍在稳定上升，从餐饮业规模来看，近几年中国居民的餐饮消费热情和消费水平都在提高。良好的经济环境为中国啤酒行业的结构升级提供了有力的支持，我们预计未来十年中国居民的消费能力仍将持续提升，对消费品质的要求也将提高，市场环境可以与日本经济高速发展的 70-80 年代对标，在这段时期中国啤酒吨价将快速提升，预估未来十年 CAGR 将在 6%-10% 区间内。

图 61: 日本啤酒消费者价格指数 (2020 年为 100)



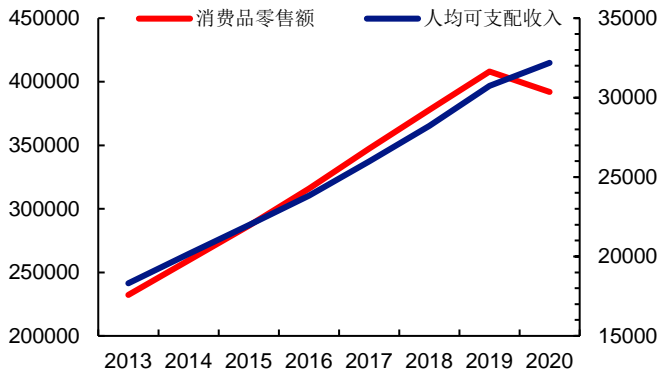
资料来源: 日本统计局、华金证券研究所

图 62: 中国和日本人均 GDP 增速 (%)



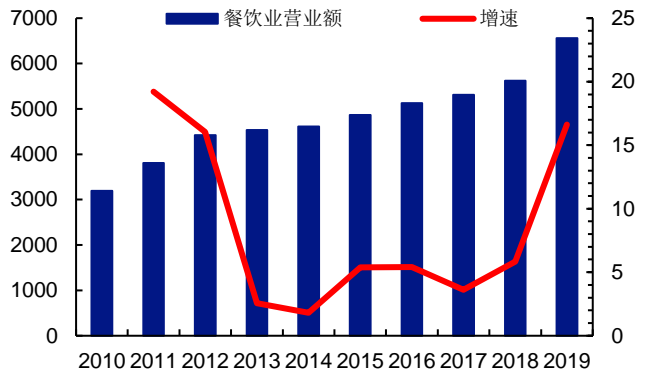
资料来源: 国家统计局、日本统计局、华金证券研究所

图 63: 中国居民可支配收入(元)和社会消费品零售总额(亿元)



资料来源: 国家统计局、华金证券研究所

图 64: 中国餐饮业营业额(亿元)及增速(%)

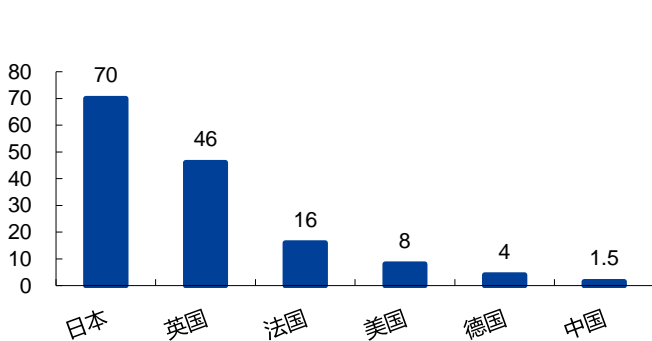


资料来源: 国家统计局、华金证券研究所

## 2、税收限制对中国啤酒企业盈利影响较小

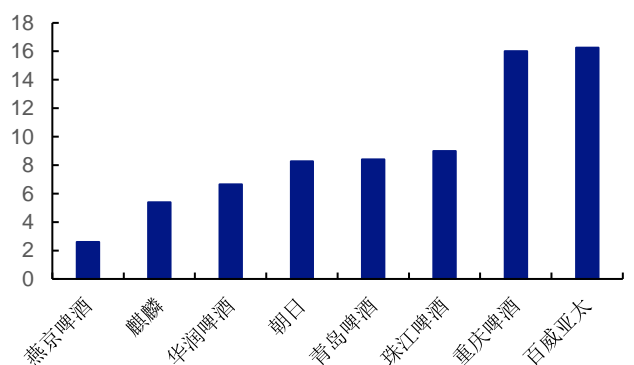
酒税负担率低, 中国啤酒企业潜在利润空间优于日本同行。日本繁重的啤酒酒税在经济不景气的情况下进一步抑制了日本啤酒的高端化进程: 为了规避酒税, 日本厂商主动开发啤酒的廉价替代品; 同时由于消费能力下降, 日本消费者也更偏爱性价比高的新型啤酒; 在多重压力

图 65: 主要国家 350ml 啤酒中酒税金额 (日元)



资料来源: 朝日官网、华金证券研究所

图 66: 中日啤酒企业 2020 年净利率对比 (%)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

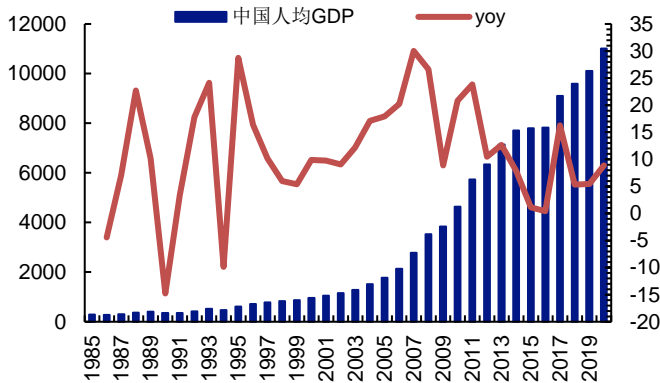
下, 日本啤酒吨价提升困难, 长期处于低价竞争的恶性循环中。中国啤酒消费税同样采用从量征收的原则, 但是金额较小, 且使用分级征收的政策, 吨价 3000 元以下的啤酒每吨收税 220

元，吨价 3000 元以上的啤酒每吨征收 250 元，企业酒税负担率普遍较低（我们估算 2020 年青岛啤酒、重庆啤酒综合消费税税率应该在 5.5-7.5% 之间），随着吨价的提升，啤酒消费税对中国企业的影响将进一步削弱。对比 2020 年中日啤酒企业的净利率，大部分中国企业已经超过了日本啤酒两大巨头，我们认为随着产品结构升级的推进，差距将进一步拉大。

### 3、产品结构升级，中高端产品全线布局

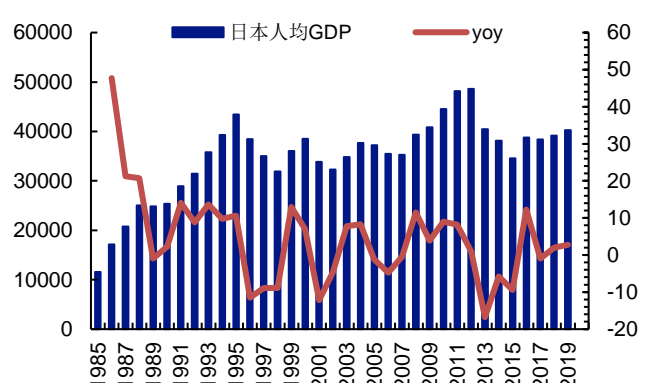
产品结构升级带动吨价提升，啤酒企业潜在利润空间巨大。日本啤酒行业在转型阶段受到经济泡沫破碎的影响，产品结构升级提前结束，行业发展方向转向新型啤酒为代表的低端产品的竞争，而中国啤酒行业则是向高端产品发展。在过去激烈的市场争夺过程中，大部分国内厂商采用低价竞争的策略，中低端产品销量占比较高，导致我国本土啤酒品牌吨价长期处于较低水平。2016 年，华润啤酒、燕京啤酒吨价仍低于 2500 元，而此时国际品牌百威吨价已超过 4500 元。近几年随着我国人均 GDP 快速提升、国产品牌产品结构升级，整体吨价有所上涨（CAGR 在 1.8%-4.3% 之间），其中珠江啤酒、青岛啤酒吨价已在 3500 左右，但距离百威、重庆（嘉士伯中国）等外资品牌仍有较大差距。

图 67：中国人均 GDP（美元）及增速（%）



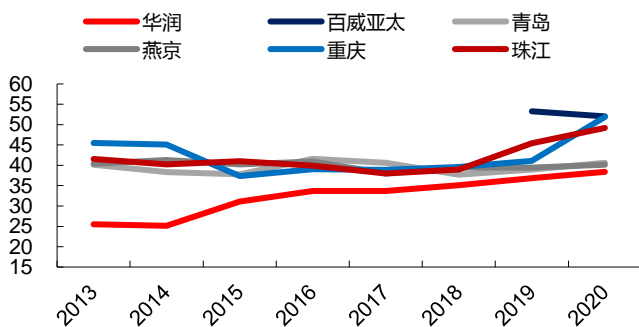
资料来源：国家统计局、华金证券研究所

图 68：日本人均 GDP（美元）及增速（%）



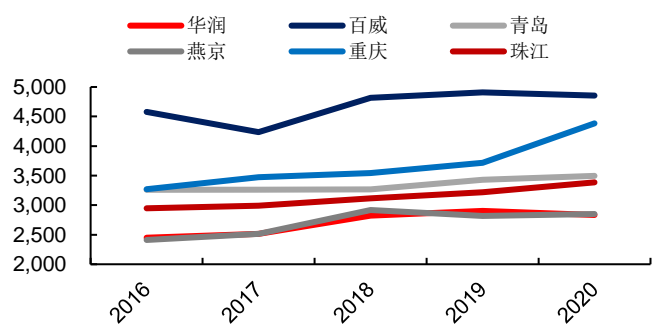
资料来源：日本统计局、华金证券研究所

图 69：中国主要啤酒企业毛利率（%）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 70：中国主要啤酒企业吨价（元/吨）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

高端市场百花齐放，各家企业纷纷进军精酿啤酒。与日本啤酒消费口味从醇厚甘苦向清淡爽口的转变不同，中国啤酒主流口味一直较为清淡，因此在产品升级、展现品牌差异化的过程

中，中国市场中高端啤酒有向醇厚型口味转变的趋势，以此重塑品牌形象，形成品牌差异，因此口感醇厚、口味丰富的精酿啤酒成了各家企业关注的焦点。

2017年中国人均可支配收入超过 25000 元，产品结构升级时机逐渐成熟，各家啤酒公司纷纷发力高端啤酒产品，啤酒行业整体产品结构重心向中高端产品转移。分公司来看：

**百威亚太：**在中国高端啤酒市场表现强劲，市场份额常年高于 40%，旗下拥有“科罗娜”、“福佳白”等多名悍将，精酿啤酒品牌亦有“拳击猫”、“鹅岛”，高端品种多样、布局最为全面；

**华润：**2018 年华润啤酒收购了喜力中国业务，这次合作对华润高端产品矩阵是一次极大补充，华润顺势推出了“4+4”计划（由勇闯天涯 superX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱组成四大中国品牌，喜力星银、苏尔等组成四大国际品牌）。经过三年磨合，华润高端产品打造已初见成效，2020 年华润中高端啤酒销量同比增长 11.1%，高于公司总体增长，依靠华润强大的销售渠道，未来有望对百威霸主地位发起冲击。

**青岛啤酒：**深化“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”战略，持续塑造差异化产品，拥有自主研发的多款高端产品，其中“百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品 2020 年共实现销量 179.2 万千升，占主品牌销量的 46.2%，未来青岛啤酒有望凭借其多年国内高端产品运营经验以及民族品牌形象，率先推出引领国内消费者口味的高质量产品。

**重庆啤酒：**2020 年嘉士伯中国资产注入重庆啤酒，重庆啤酒中高端品牌组合得到全面升级。国际高端品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林等，本地强势品牌有重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等，精酿品牌有京 A，可以满足消费者在不同消费场景和价格区间的消费需求。旗下乌苏啤酒凭借高浓度、酒花重、易上头的特质在众多清淡型啤酒中脱颖而出，目前已经是国内啤酒中高端市场的知名品牌，有成为超级大单品的潜质。

**燕京啤酒：**面对中高端市场竞争，燕京瞄准年轻消费者，不断推动品牌年轻化转型，主力推广燕京 U8，宣传侧重年轻化、低度化。2021 年上半年，燕京啤酒实现啤酒销量 213.16 万千升，同比增长 1.65%，中高档产品收入 37.1 亿元。普通产品收入 23.03 亿元，市场竞争力持续加强。

表 6：中国啤酒企业部分中高端产品：麦芽浓度较高，更突出风味

公司	品牌	酒精度	麦芽浓度	特色	价格（元/500ml）
百威英博	鹅岛	≥5.6%vol	16.0° P	印度淡色艾尔、低苦度易入口	13.8
	拳击猫	≥5.5%vol	13.4° P	口感绵密、风味浓郁	13.2
	科罗娜	≥4.5%vol	11.3° P	墨西哥风味、口感清醇	11.3
	三宝乐	≥5.0%vol	11.0° P	札幌风味、清爽顺滑	10.8
	福佳白	≥4.5%vol	11.3° P	比利时白啤风味、口感柔和浓郁	10.6
	蓝妹	≥4.5%vol	10.2° P	德国风味、口感细腻顺滑	8.8
	健力士	≥5.0%vol	11.8° P	德国风味小麦啤酒、口感醇厚浓郁	8.3
	范佳乐	≥5.0%vol	11.8° P	德国风味、醇厚浓郁	7.4
华润	百威经典	≥3.6%vol	9.7° P	口感清爽清醇	7.2
	苏尔	≥4.5%vol	11.9° P	墨西哥风味、顺滑清爽	19.7
	脸谱	≥4.1%vol	11.5° P	馥郁醇厚、畅爽口感	15
	黑狮白啤	≥4.1%vol	11.8° P	苦味适中，口感醇厚	12
	匠心营造	≥3.3%vol	10.0° P	德国风味、口感纯净饱满	11.3

	马尔斯绿	≥2.5%vol	8.0° P	纯净自然、独特冰凉感	10
	喜力星银	≥4.0%vol	9.5° P	清新顺滑爽口	9.4
	SuperX	≥3.3%vol	9.0° P	口感清爽	7
青岛	琥珀拉格	≥5.5%vol	13.8° P	浓郁醇厚	32.7
	逸品纯生	≥3.6%vol	9.0° P	清爽醇厚	28.4
	IPA	≥5.2%vol	14° P	苦香交融、浓郁水果酯香	25
	鸿运当头	≥4.3%vol	11.0° P	口感醇滑	17.5
	皮尔森	≥4.0%vol	10.5° P	苦爽丰满、顺滑细腻	14.7
	奥古特	≥4.7%vol	12° P	顺滑清爽	8.9
嘉士伯	格林堡	≥5.6%vol	13.4° P	比利时风味艾尔啤酒	27.6
	布鲁克林	≥5.2%vol	12.4° P	美式琥珀拉格	27.6
	京 A	≥4.2%vol	12.0° P	比利时小麦啤酒	25
	1664	≥3.3%vol	9.6° P	法式白啤、入口清爽、柔滑清新	13.3
	风花雪月	≥4.0%vol	10.3° P	醇爽清甜	9.5
	乌苏	≥4.0%vol	11.0° P	麦香浓郁、甘醇清烈	8
燕京	燕京白啤	≥4.1%vol	12.0° P	德式白啤、口感醇厚	11.5
	漓泉 1998	≥2.8%vol	8.0° P	甘甜清冽	8
	燕京 U8	≥2.5%vol	8.0° P	低度	7.3

资料来源：公司官网、天猫、京东、华金证券研究所

#### 4、现饮为主，销售渠道多线发展

现饮渠道占比较高，厂商注重实体消费体验。日本啤酒消费场景主要以家庭场景为主，家庭渠道占比稳定在 55%左右，而在中国啤酒市场，现饮渠道占比更高一点，以青岛啤酒为例，2019 年非即饮渠道占比约为 60%。现饮渠道的发达有利于高端啤酒的推广，现饮场景的消费者价格没有那么敏感，同时对于高端啤酒的消费客户而言，除了产品品质之外，现饮场景特有的消费环境、销售服务带来的附加价值也是整个消费体验中重要的一环，对于培养顾客忠诚度至关重要。为了增强消费者体验、吸引新顾客，中国啤酒厂商纷纷布局直营酒吧，通过提供创新的互动服务，满足顾客个性化、场景化、高端化的消费需求。

图 71：珠江啤酒精酿酒吧



资料来源：珠江啤酒官网、华金证券研究所

图 72：青岛啤酒直营酒吧分布

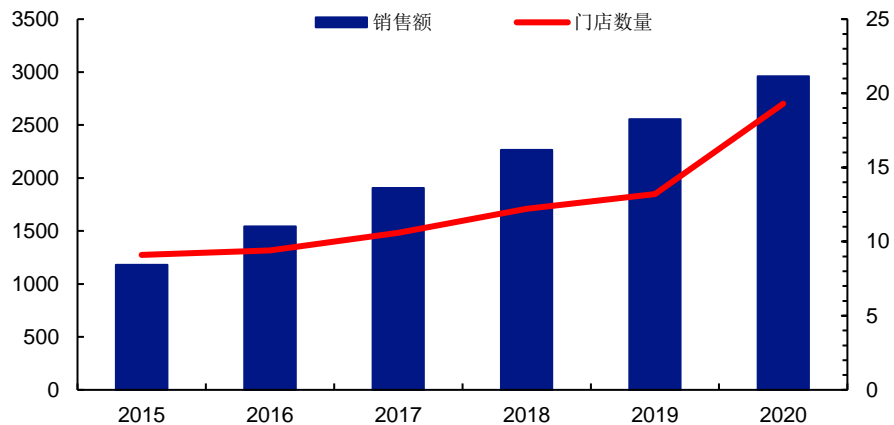


资料来源：青岛啤酒官网、华金证券研究所

非现饮渠道高速发展，国产啤酒发展良机。随着电商、商超、便利店在中国的快速发展以及疫情的压力，非即饮渠道销量占比有抬头之势。相比传统渠道，电商渠道更有利于啤酒企业渗透中小城市、加强品牌宣传，同时便利店的兴起也能有效满足消费者的即兴饮酒需求，各家啤酒厂商目前都在积极布局非现饮渠道，以满足消费者越来越多元化的消费场景需求。另一方

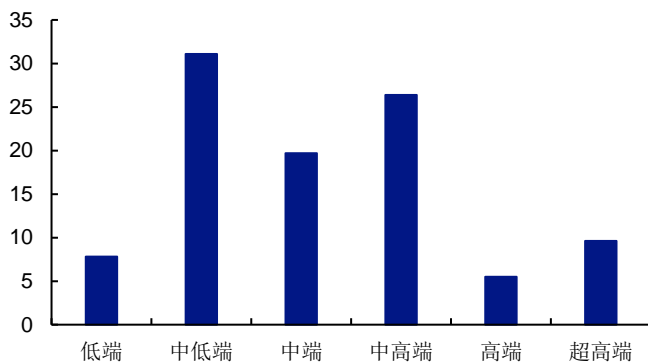
面，有别于日本市场新型啤酒占据家庭渠道，非现饮场景消费均价较低的情况，中国厂商的非现饮渠道基本实现全产品覆盖，零售均价与现饮渠道的差距没有日本市场那么悬殊，未来利润增长规模依然可观。根据阿里平台销售数据。自 2020 年 6 月至 2021 年 5 月青岛啤酒单品牌线上销量最高，百威则凭借庞大的产品矩阵夺得总体销量第一，网红品牌乌苏啤酒占据了嘉士伯近一半的线上销量，而市场份额最大的华润啤酒在线上的销量仅排第三名，且未与嘉士伯和燕京啤酒拉开差距，对于国内啤酒五大龙头而言，线上渠道的竞争可能将改变传统格局。

图 73：中国便利店数量（亿元）及销售额（万家）



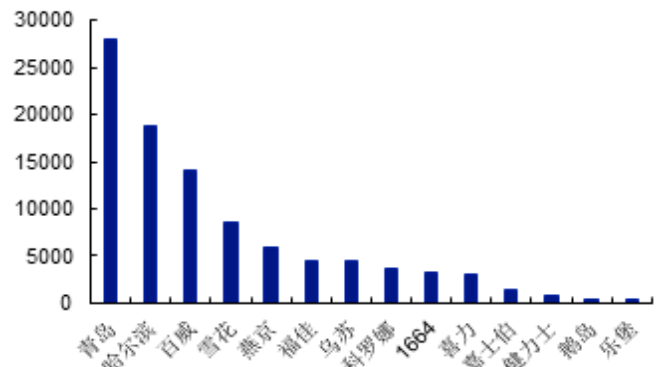
资料来源：中国连锁经营协会、华金证券研究所

图 74：2020 年啤酒线上销售销量结构（%）



资料来源：蓝色光标数据、华金证券研究所

图 75：202006-202105 阿里线上各品牌啤酒销量（千斤）



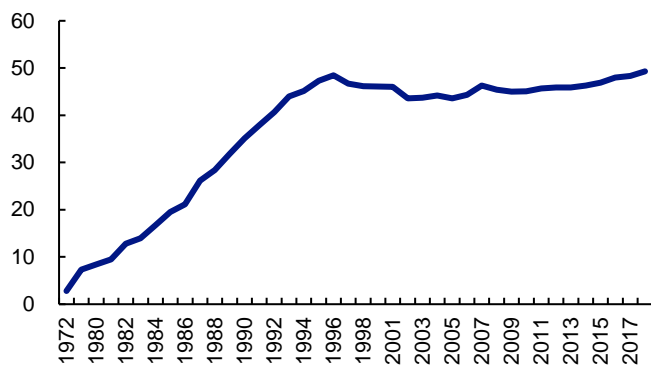
资料来源：蓝色光标数据、华金证券研究所

**便利性需求推动罐化率提升。**从日本啤酒发展经验来看，非即饮渠道的增加往往对产品包装的便利性有着更高的要求，日本啤酒罐化率随着日本啤酒家庭渠道占比的提升而增长，目前日本行业平均罐化率约为 50%，朝日啤酒类产品的罐化率接近 80%，而以家庭端为主要市场的麒麟啤酒罐化率更是达到 85%，中国啤酒行业目前平均罐化率约为 25%，还有较大提升空间。

罐装啤酒相比瓶装啤酒不仅更方便厂家运输，对于便利店和商超而言，还可以节省摆放和储存空间，从消费者的角度看，罐装啤酒也更容易开启和清理。另一方面，非现饮渠道的包装物难以回收，啤酒瓶可以重复回收利用的优势减弱，根据青岛啤酒的年报披露，啤酒的包装物成本占比大约是 50%，而一个啤酒品的造价大约是 0.8 元，铝罐成本为 0.5 元/个，如果未来青

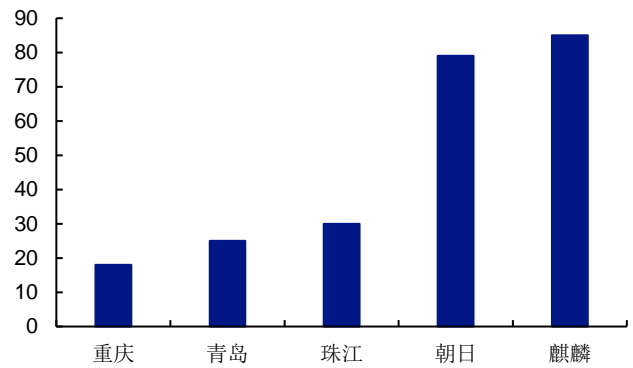


图 76: 日本啤酒罐化率 (%)



资料来源: 日本酿造协会、华金证券研究所

图 77: 中日企业啤酒罐化率 (%)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

啤酒罐化率上升到日本平均水平 (50%)，在不考虑重复利用的情况下，啤酒成本将下降 5% 左右。从罐化率提升的角度来看，非即饮渠道的发展将在销量增长和成本下降两方面助力啤酒企业利润增长。

表 7: 罐化率对成本的影响

罐化率		40%	50%	60%
成本变动幅度	青岛啤酒	-3.10%	-5.20%	-7.20%
	重庆啤酒	-4.49%	-6.53%	-8.57%
	珠江啤酒	-2.09%	-4.18%	-6.27%

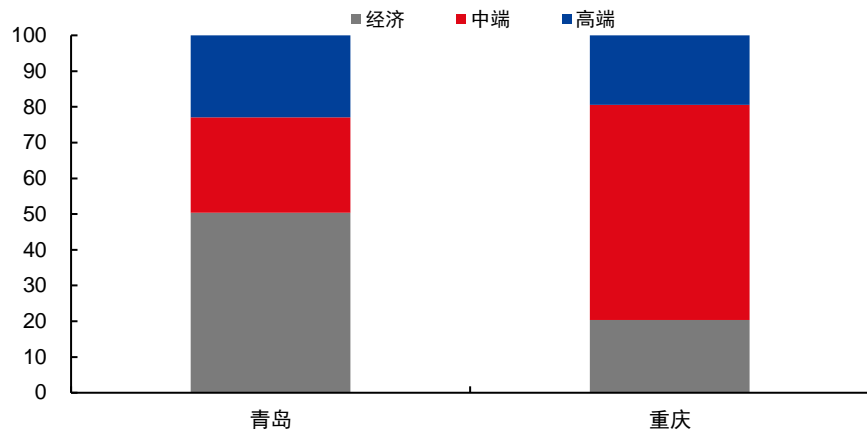
资料来源: 公司公告、华金证券研究所

## 四、以日为鉴，我国啤酒行业的增长逻辑

### (一) 中端提价放量将成为利润增长核心

**中端快速扩容，新销量支柱对企业利润影响重大。**在日本啤酒类市场，朝日啤酒在低端和高端的市场份额都不如麒麟，但是凭借 SuperDry 在中端市场的绝对统治地位，朝日啤酒在 21 世纪依然长期稳坐日本啤酒市场首位。我们认为在中国市场，中端产品的战略地位相当重要，根据对上市公司披露数据的整理，目前在中国啤酒市场，低端产品（零售价 5 元以下）的销量占比在逐渐减少，但依然是销量最大的价格带，销量占比约 60%，中端（零售价 5-8 元）销量占比约 25%，高端（零售价 8 元以上）占比约 15%；在行业结构升级的大趋势下，中端产品将逐渐接替低端产品成为新的销量支柱，未来市场格局将向日本啤酒市场靠拢，呈现中间大两头小的趋势，中低端产品向中高端产品的升级以及中端产品的放量将极大的影响企业的收入能力。2020 年，嘉士伯中国注入重庆啤酒，在融合了嘉士伯较为成熟的产品矩阵后，重庆啤酒的销量结构与我们预期的未来市场销量结构接近，我们以重庆啤酒 2020 年的销量数据进行敏感性分析，当中端产品吨价提高 5% 时，企业营业收入将提高 2.78%，相比低端和高端产品，中端产品提价扩容影响力更大。

图 78: 青岛啤酒和重庆啤酒销量结构 (%)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

表 8: 不同档次产品销量和吨价变动对重庆啤酒营业收入的影响

		公司营业收入敏感系数					
	吨价	0%	1%	2%	3%	4%	5%
高端销量	1%	0.31%	0.62%	0.93%	1.24%	1.55%	1.86%
	2%	0.61%	0.93%	1.24%	1.55%	1.87%	2.18%
	3%	0.92%	1.24%	1.55%	1.87%	2.19%	2.50%
中端销量	1%	0.56%	1.12%	1.68%	2.24%	2.80%	3.37%
	2%	1.11%	1.68%	2.25%	2.82%	3.38%	3.95%
	3%	1.67%	2.24%	2.82%	3.39%	3.96%	4.53%
低端销量	1%	0.14%	0.27%	0.41%	0.55%	0.69%	0.83%
	2%	0.27%	0.41%	0.55%	0.69%	0.83%	0.97%
	3%	0.41%	0.55%	0.69%	0.83%	0.97%	1.11%

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

## (二) 打造核心产品，树立品牌形象

在中国啤酒市场进入存量期以后，各家啤酒龙头企业都在积极地布局中高端产品，无论是通过收购还是自我研发，目前各家企业的中高端品牌矩阵都已经基本完善，然而具有市场影响力的产品并不多，大部分产品的特色依然没有超脱高麦芽度、传统酿造手法等标签，从整体角度看，中高端产品仍然存在同质化问题，难以给消费者留下深刻印象。目前中国啤酒中高端市场中，百威亚太旗下科罗娜和福佳白进入中国高端市场较早，具有一定先发优势；青岛啤酒则有中端大单品青岛纯生，在中国啤酒中高端市场品牌形象良好；重庆啤酒有凭借网红爆品乌苏啤酒复制朝日传奇的潜力。从日本啤酒的竞争历史来看，尽管麒麟啤酒在 1990 年也推出了同样优秀且具有辨识度大单品一番榨，但是相较朝日的 Super Dry 晚了三年推出，同类型产品市场已经被大量占据，并且经过抢先的宣传营销，顾客心智中对于 SuperDry 的印象和认同度也更高，麒麟一番榨最终未能撼动 Super Dry 的地位。以日为鉴，对于中国啤酒企业来说，如何推出一款真正打动消费者的产品，在有限的消费者中抢先树立高端品牌形象，将是实现产品结构升级，中高端产品放量的关键。

## (三) 加强渠道联合，提供优质服务

传统现饮渠道过去在中国占比较大，但是随着非现饮渠道的快速发展以及疫情的影响，原本的地域渠道垄断性优势将会减弱，参考朝日 SuperDry 的发展经历，在转型期，渠道对于超级大单品的影响较小，超级大单品甚至会带动企业突破渠道封锁的局限；另外一方面，朝日啤酒开创性的鲜度经营服务对于品牌形象有非常大的提升。因此，在销量下滑、产品转型的关键期，传统渠道争夺不再是主要重点，经营好电商平台、提高配送能力，联动所有渠道进行营销推广，为顾客提供更多元化的服务，营造更好的产品体验氛围，对于高端品牌形象的塑造更为重要。

## 五、投资建议

在中国啤酒行业产品结构升级的关键时期，龙头公司加大中高端产品布局力度，非现饮消费场景逐渐增加，啤酒包装便捷化需求提升。我们认为长期来看，随着高端化推进，中国啤酒有广阔的利润空间，在当前阶段，能率先完成中端产品升级放量，抢占非现饮渠道的公司将拥有先发优势。我们首推青岛啤酒和重庆啤酒。

### （一）青岛啤酒：国产品牌高端化领军人

**产品结构升级推动吨价提升，盈利能力持续提高。**青岛啤酒 2021Q1-3 营业收入 267.7 亿元，同比增长 9.6%；实现归母净利润 36.1 亿元，同比增长 21.2%。拆分量价，公司 21Q1-3 完成啤酒销量 708.2 万千升，同比增长 2.0%；吨酒价 3780.2 元，同比增长 7.5%。吨价提升主要得益于中高端产品的快速增长，公司坚持“青岛主品牌+崂山副品牌”的策略，加大品牌传播，推动强势市场中低端产品向中高端产品升级转化，实现盈利水平良好增长。

**开拓渠道创新服务，引领高端消费潮流。**青岛啤酒在全国率先开发了“无接触配送数字地图”，实现了线上销售和线下快速配送的完美结合，开辟了疫情下全新的营销渠道；同时公司在全国开设了 200 多家直营啤酒吧，为消费者提供高端、时尚、个性化的消费场景，满足消费者多层次的消费需求，保持了公司在新兴渠道和传统渠道的领先优势。未来将继续依靠渠道创新服务，不断扩大中高端市场份额。

**盈利预测：**公司继续进行产品升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额。同时公司持续推进产能利用率的优化提升，为实现业绩目标提供另一助力。我们维持盈利预测：2021-2023 年实现营收 304.17/324.55/345.27 亿元，同比 +9.6%/6.7%/6.4%，归母净利润 27.93/ 34.25/40.12 亿元，同比 +26.9%/22.6%/17.1%，对应 EPS 分别为 2.05/2.51/2.94 元，维持公司“买入-A”投资评级。

**风险提示：**销量和结构化升级不及预期；原材料成本压力；新冠疫情反复；食品安全问题等。

### （二）重庆啤酒：国际大牌注入，潮流新宠儿

**协同效应显现，高档酒业务快速增长。**2020 年嘉士伯中国注入重庆啤酒，公司中高端产品矩阵得到极大补充。2021Q1-3 公司实现营业收入 111.9 亿元，同比增长 23.9%，实现归母净利

润 10.3 亿元，同比减少 1.9%。拆分量价来看，2021Q1-3 实现啤酒销量 241.7 万千升，同比增长 18.3%；Q3 啤酒吨价达 4669.5 元/千升，同比提升 6.0%。其中，乌苏啤酒在全国表现强劲，前三季度乌苏销量同比增速达 42%，Q3 销量同比增速 54%，疆外延续高增态势。1664 也同时贡献营收增量，公司“6+6”产品战略与大城市计划效果显著。随着公司旗下乌苏啤酒逐渐走向全国以及国际高端品牌的协同效应，公司业绩有望快速提升。

**强化渠道建设，全国化布局稳步推进。**分区域来看，得益于嘉士伯中国的优质渠道资源，21Q3 西北区/南区表现亮眼，分别实现营收 13.0/10.1 亿元，同比+35.6%/27.0%。在“大城市计划”推动下，乌苏在疆外持续开发空白渠道及销售网点，实现了快速放量；同时，公司通过丰富的产品组合完善疆外的分销网络布局，带动各区域营收快速增长。今年 7 月，公司在江苏盐城新建的工厂也已经正式投产，其中乌苏啤酒年产能达到 13 万吨，充分保障乌苏啤酒在我国东部的发展扩张，并有效降低运输储存费用。

**盈利预测：**公司战略清晰明确，增长确定性强。我们预测：2021-2023 年实现营收 134.56/161.65/181.12 亿元，同比+23.0%/20.1%/12.0%，归母净利润 12.13/ 15.16/18.12 亿元，同比 +12.6%/25.1%/19.5%，对应 EPS 分别为 2.51/3.13/3.74 元，维持公司“买入-B”投资评级。

**风险提示：**高端化升级不及预期；原材料成本压力；新冠疫情反复；食品安全问题等

表 9：重点公司盈利预测表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
600600.SH	青岛啤酒	1052	2.05	2.51	2.94	62	46	37
600132.SH	重庆啤酒	786	2.51	3.13	3.74	53	62	49

资料来源：Wind，华金证券研究所。（备注：截至 2021 年 11 月 10 日）

## 六、风险提示

(1) 原材料成本短期内大幅上涨；(2) 结构升级不如预期；(3) 行业竞争加剧；(4) 新冠疫情反复；(5) 食品安全问题等。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示:**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)