

在变动中升级，在升级中破局

——啤酒行业动态报告

2021年12月21日

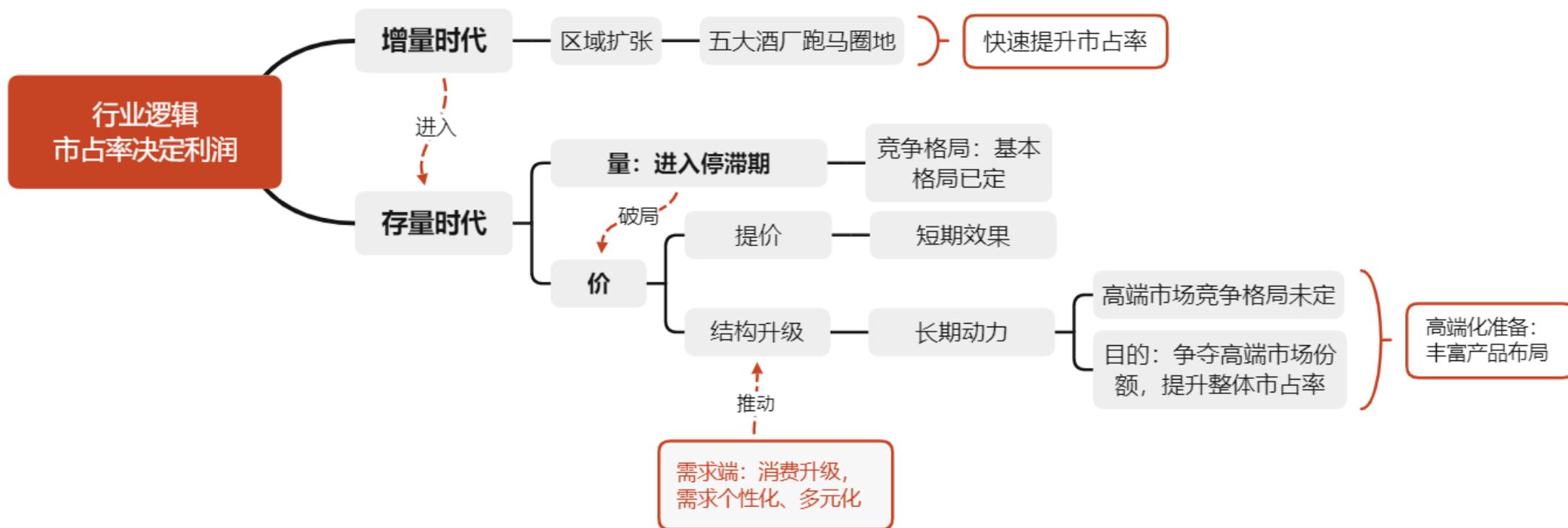
-  对于啤酒行业来说，市占率决定利润率。我们通过复盘中国啤酒历史发现，啤酒行业天然有地域性、侵略性的特点；通过复盘海外市场发现，成熟市场集中度更高，竞争格局越好的市场，品牌盈利能力越好。
-  啤酒行业已经从跑马圈地的增量时代进入存量竞争时代，行业基本格局已定，价升是破局之道。其中提价只能带来短期效果，结构升级才是长期驱动力，企业通过抢占高端市场份额获得整体市占率的提升。
-  随着行业高端化的推进，消费者的自主选择权不断提升。渠道越来越难以被“锁住”，在渠道和消费者之间，消费者的议价权也在持续提升。此时渠道面临着重塑，需要通过更丰富的产品矩阵以及品牌宣传来抓住消费者。

- 1 格局之定
- 2 破局之变
- 3 策略之变
- 4 重点公司
- 附录1 啤酒的奇妙世界
- 附录2 海外啤酒行业演变史

- ▣ 1.1 啤酒行业复盘：地域性走向全国化
- ▣ 1.2 行业奥义：高市占率带来高利润率
- ▣ 1.3 行业格局：大局已成，局部摩擦尚存

1.1 啤酒行业复盘：地域性走向全国化

图1：啤酒行业逻辑框架



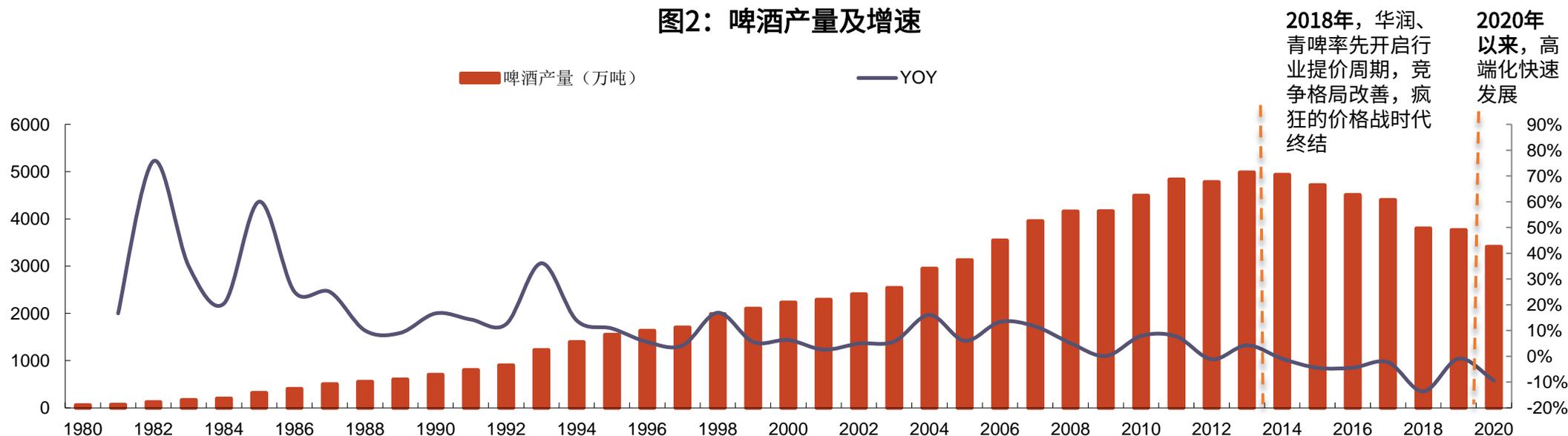
1.1 啤酒行业复盘：地域性走向全国化



从1980年至今，我国啤酒市场经历了区域性扩张期、整合并购期、总量横盘阶段，并最终迎来了快速高端化的当前阶段：

- 1980-1998年行业迈入高速增长期，由于啤酒存在运输半径限制，此时的增长为区域性扩张；
- 1998-2013年跑马圈地，兼并整合后寡头格局逐渐形成，1980-2013年间啤酒产量持续增长，年复合增速约为13%，最高年同比增速超过40%；
- 2013年-2020年市场萎缩后进入“总量横盘”阶段，啤酒总产量从2013年峰值超过5000万吨，回落到2020年的3411万吨左右，啤酒行业进入缩量调整期，结构升级成为新的方向；
- 2020年至今开启高端化迅速增长阶段，高端化已成为行业共识，各酒企开启高端化发展新阶段。

图2：啤酒产量及增速



1.1 啤酒行业复盘：地域性走向全国化

图3：啤酒行业发展四阶段



1.2 行业奥义：高市占率带来高利润率

从啤酒行业的演进过程我们发现，啤酒行业天然有**地域性**、**侵略性**的特点：

- **地域性**：区别于白酒，由于单瓶价值较低，啤酒受限于运输半径，具有区域性特征。这也带来了啤酒最开始如春秋战国般群雄割据的格局，时至今日，虽然CR5市占率极高，仍有部分地方性酒企保留了下来，如千岛湖啤酒，泰山啤酒；
- **侵略性**：高市占率是啤酒企业高盈利的终极奥秘，各酒企的高市占率市场亦是其利润池市场，贡献了公司的主要利润来源：如山东之于青岛，四川之于华润。因而啤酒企业天然具有侵略属性，巨头通过收购兼并区域性酒厂，持续扩大自己的市占率，以抢住市场，获取更高的利润率空间。2020年CR5的市占率已达到了73%。

图4：2012年CR5市占率为62.3%（按销量）

■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他

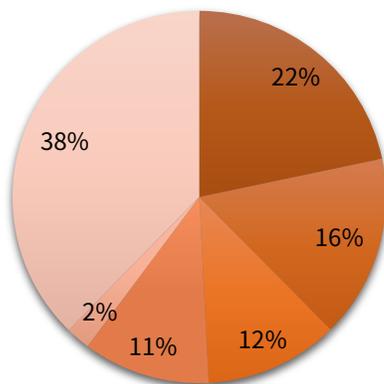
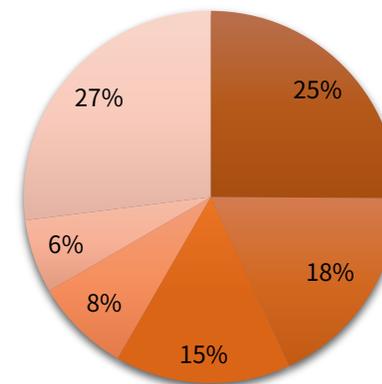


图5：2020年CR5市占率为73.0%（按销量）

■ 华润啤酒 ■ 青岛啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他



1.2 他国之见：高市占率带来高利润率



- 高市占率带来高盈利水平的例子适用于跨国界的百威英博。百威英博在强势的北美和南美地区的市占率远高于其在亚洲地区的市占率，相对应的，这两个地区的EBIT margin也更高。
- 成熟市场集中度更高，竞争格局越好的市场，品牌盈利能力越好。根据欧睿数据，2020年全球啤酒销量前10国家中，墨西哥、巴西的CR3达到95%以上；日本、越南的CR3达到80%以上；只有英国、德国、俄罗斯的集中度比我国低。通过对比各国第一品牌EBIT margin可以发现，市场集中度越高的国家，第一品牌盈利能力更好。

图6：公司EBIT margin与区域市占率正相关（2020年，按销量）

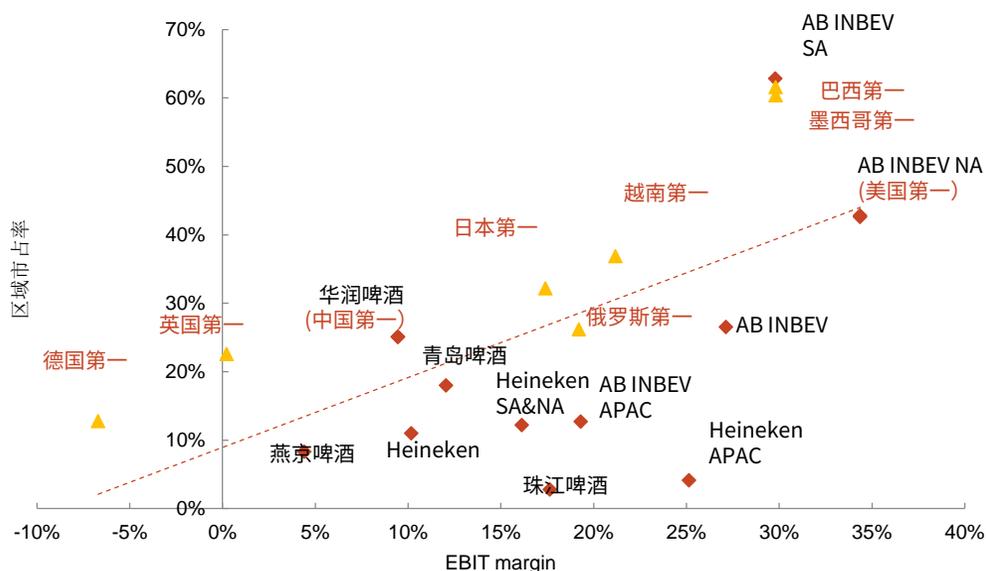


表1：2020年全球前10大啤酒市场竞争格局（按销量）

国家	销量Top1品牌	CR1市占率	CR3市占率	CR5市占率	EBIT margin	销量 (百万升)	吨酒价 (元/升)
德国(4)	Oetker-Gruppe	13%	27%	40%	-6.7%	1,152.8	19.6
英国(9)	百威	23%	58%	74%	0.2%	894.8	43.0
中国(1)	华润啤酒	25%	58%	73%	9.5%	10,733.0	9.8
俄罗斯(6)	嘉士伯	26%	54%	67%	19.2%	2,050.6	10.7
西班牙(10)	Grupo Mahou-San Miguel SA	29%	66%	76%	-	959.8	25.1
日本(7)	朝日啤酒	32%	80%	90%	17.4%	1,587.0	3.8
越南(8)	Thai Beverage PCL	37%	84%	93%	21.2%	1,561.6	13.4
美国(2)	百威	43%	79%	86%	34.4%	9,720.8	21.1
墨西哥(5)	百威	60%	98%	-	29.8%	4,865.0	16.3
巴西(3)	百威	62%	92%	-	29.8%	8,199.6	16.5

资料来源：Euromonitor，光大证券研究

注：括号内数字为2020年啤酒市场规模（按销量）排序，注美国销量Top1品牌EBIT margin来自百威北美数据，墨西哥和巴西销量Top1品牌EBIT margin来自百威南美数据，英国巴西销量Top1品牌EBIT margin来自百威西欧数据，俄罗斯销量Top1品牌EBIT margin来自嘉士伯东欧数据

请务必参阅正文之后的重要声明

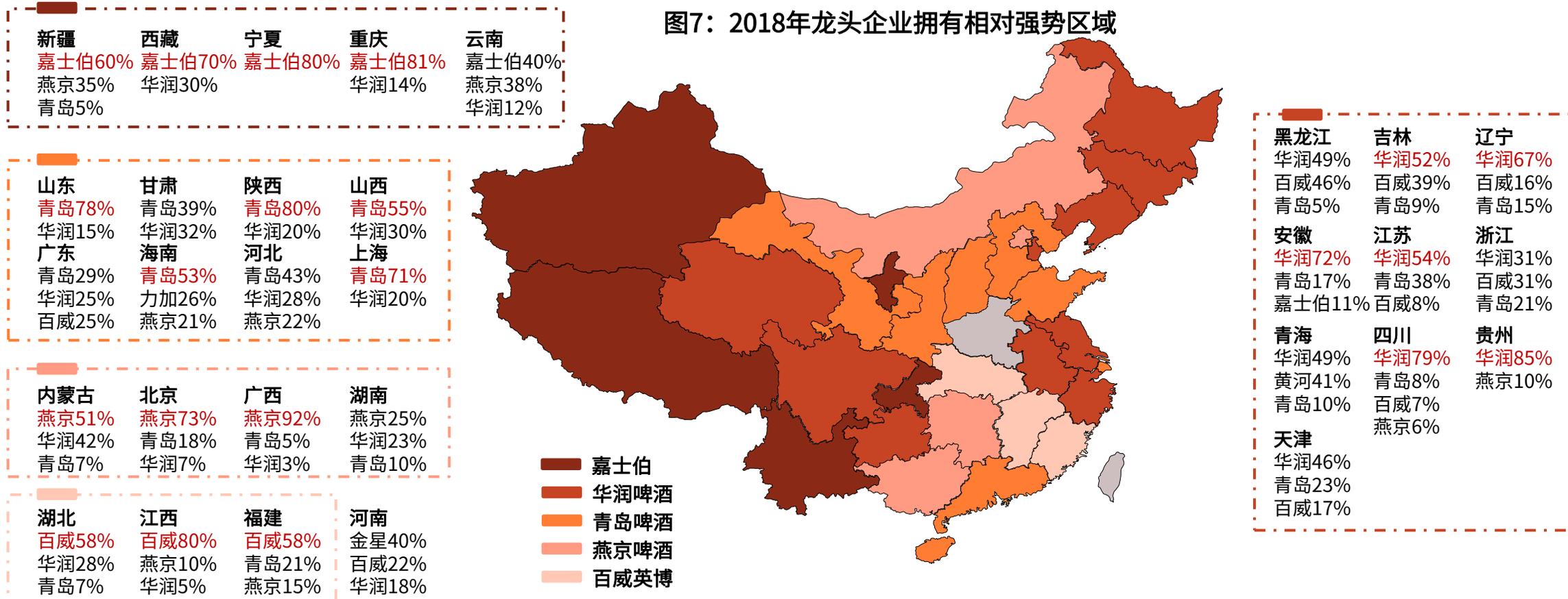
资料来源：相关公司年报，Euromonitor，光大证券研究

注：SA为南美地区、NA为北美地区、APAC为亚太地区

1.3 行业格局：寡头垄断格局形成

五大啤酒品牌通过收购划分势力范围，在整合过程形成了自己的强势区域：华润雪花在贵州、四川，燕京啤酒在广西，青岛啤酒在陕西、山东，嘉士伯在重庆、宁夏，百威英博在江西的市占率均超过75%，呈现一家独大的格局。另外，除甘肃、天津、广东、湖南、河南、浙江六个省市外，其他地区的CR2均大于75%。

图7：2018年龙头企业拥有相对强势区域



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：快消家，光大证券研究所

1.3 区域格局：华东&华南高端化升级最顺畅



- **分省市来看：**2019年规模以上啤酒企业累计产量3765.3万千升。其中，山东省以484.3万千升的产量居于首位，产量排名第2-5的省份分别是广东、河南、四川和浙江。
- **从全国范围看：**华东和华南两个区域高端化推进最为顺利，也是各酒企抢夺高端市场的重要阵地。北京、上海、南京是精酿啤酒文化的核心圈城市，精酿啤酒正在渗透杭州、武汉和西安等二线城市。

图8：2019年中国各省啤酒产量TOP10（万吨）

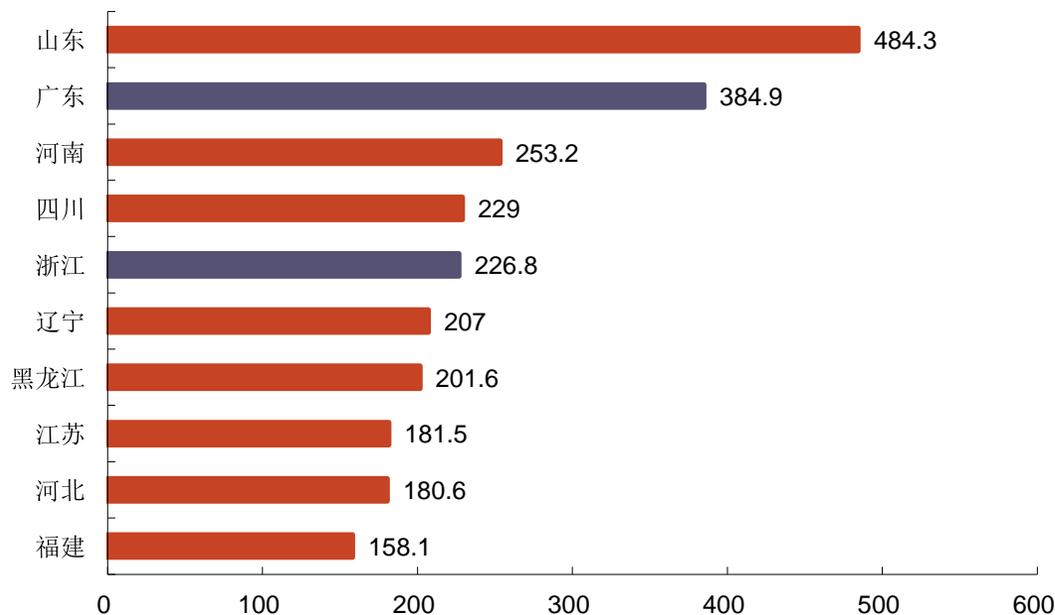
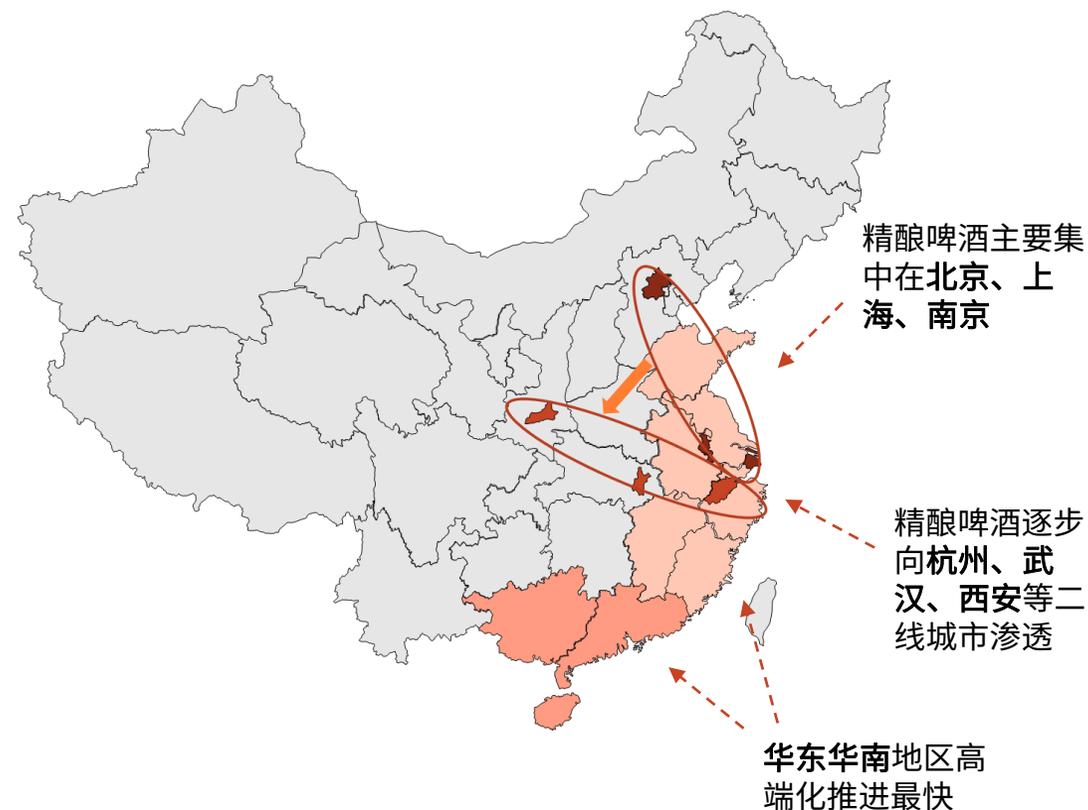


图9：高端啤酒发展情况



1.3 黄河沿岸王者——青啤

- 大本营山东是青啤的利润池，山东区域贡献了青啤50%以上的利润，此外沿黄河一代的陕西、河北、甘肃、山西亦对盈利有较好贡献；以贵州、云南、内蒙、东北为代表的低占有率市场通过良好操作已成功改善了盈利能力；长江沿线，包括上海、江苏则是减亏的重心。
- 青啤在山东的年销量约180万吨，2020年在山东，青啤的主品牌/崂山/银麦及其他品牌的市占率分别为35%/52%/13%。主品牌中，经典系列占比最大，为23%，纯生、1903系列各占约3%/2%，其他主品牌占比约7%。
- 长江沿线扭亏方式：1) 削减人员、整合团队，如江苏区域和三得利进行整合；2) 产品结构升级；3) 瓶装向听装转型；4) 产品差异化，如通过差异化小瓶酒来竞争；5) 工厂所在地推出桶装鲜啤；6) 抓住消费者，推出相应产品，如江苏市场投放的青岛冰纯听，通过1元换购有奖促销吸引消费者。

图10：青啤全国布局

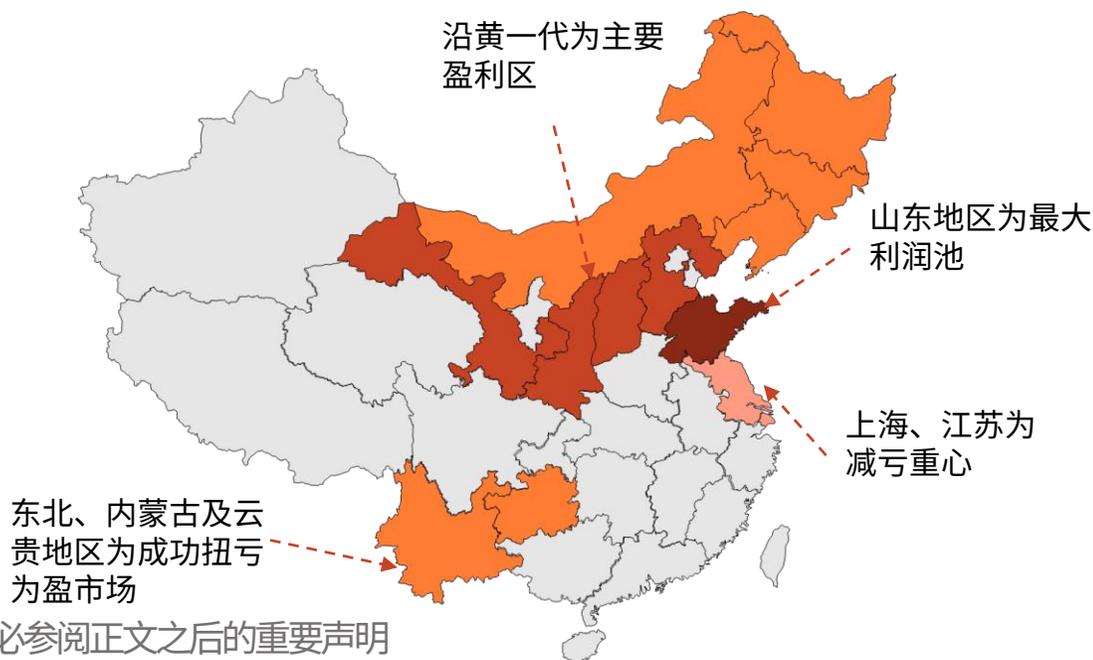


表2：2020年山东地区青啤产品结构（按销量）

品牌	系列产品	占比
青岛主品牌	纯生系列	3%
	1903系列	2%
	青岛经典系列	23%
	其他主品牌（皮尔森、白啤、鸿运当头、奥古特等）	7%
崂山品牌		52%
银麦及其他子品牌		13%

1.3 啤酒品牌领导者——华润

- 华润啤酒在四川、辽宁、贵州、安徽的市占率较高，居于强势地位。对于这部分雪花居于强势地位的省份，公司采取“扩”的策略，通过产品结构的持续提升以带来高档品相量的增长；
- 在高档产品容量较大但市占偏低的区域如广东、北京、上海，华润采取“抢”的策略。一方面继续抢占市场以获得量增，提升对当地市场的控制权；另一方面，在结构上更加注重高档价格带的发展；
- 在有一定市占基础的市场如江苏、黑龙江、山西、甘肃、吉林，雪花采取建立大高档+总量双优势的策略。此外喜力品牌基础较好的浙江、福建也是华润啤酒高档发展的重要市场。

图11：根据市场竞争格局灵活调整高端战略

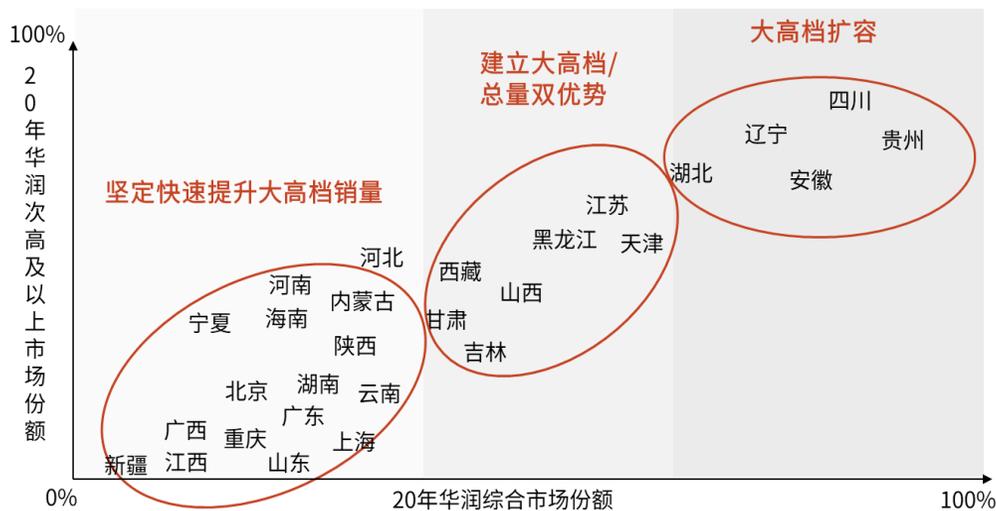
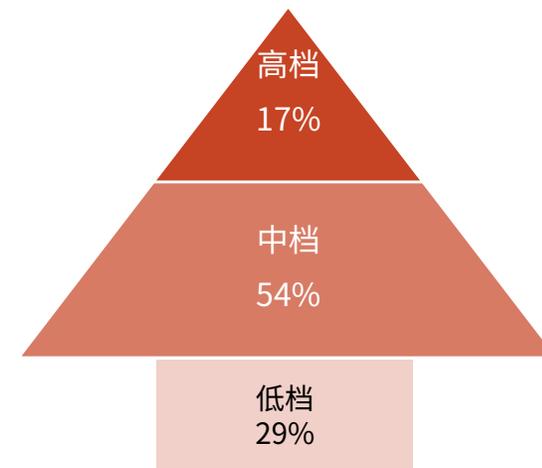


表3：2019年四川高档产品竞争格局

高档	高档占比	整体吨量	占比
雪花	62%	118	71%
百威	22%	22	13%
重啤	8%	10	6%
燕京	7%	12	7%
青岛	1%	3	2%
其他	0%	2	1%
Total	100%	167	100%

图12：2019年四川啤酒市场结构划分



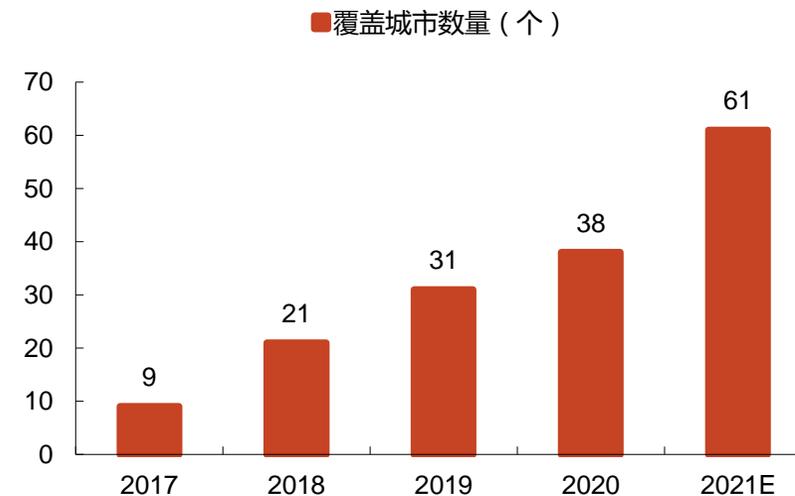
1.3 向东进发的西部狼——重啤

- ▣ 被誉为“西部狼”的嘉士伯中国，在新疆、宁夏、重庆、云南均有较高的市占率水平，这些省份也是重啤的基本盘市场。2017年起，嘉士伯中国开始推进“大城市战略”向东进发。公司在利用强势品牌巩固原有的核心市场的基础上，通过高端品牌开拓非核心销售区域的大城市市场，再逐步渗透大城市的周边地区，以抢占市场份额。截至2020年公司已开拓了38个城市，2021年计划扩增至41个+20个（针对乌苏）城市。
- ▣ 和华润聚焦雪花，百威聚焦哈尔滨不同，嘉士伯中国通过收购兼并的方式获得本土品牌后，将他们保留了下来，并形成了品牌矩阵的一部分：如乌苏、大理、西夏啤酒。也是由于良好的保留了品牌根基与文化，乌苏在重啤的经营下成为了高档啤酒奇迹。

图13: 嘉士伯“本土强势品牌+国际高端品牌”组合



图14: “大城市战略”开拓市场



1.3 局部摩擦案例一：华润在山东



虽然整体格局已相对稳定，大范围的全国性混战出现的概率较小，但局部地区的市场争夺仍然存在。以山东地区为例，山东地区为青岛啤酒的核心市场，是青岛啤酒获取利润的重要市场。华润啤酒在开拓山东市场的过程中，加大费用投放力度，以市场份额为主要目标，最终实现市占率的提升。

图15：华润在山东市场的开拓

华润啤酒

费投多，
价格低，
重市场份额。



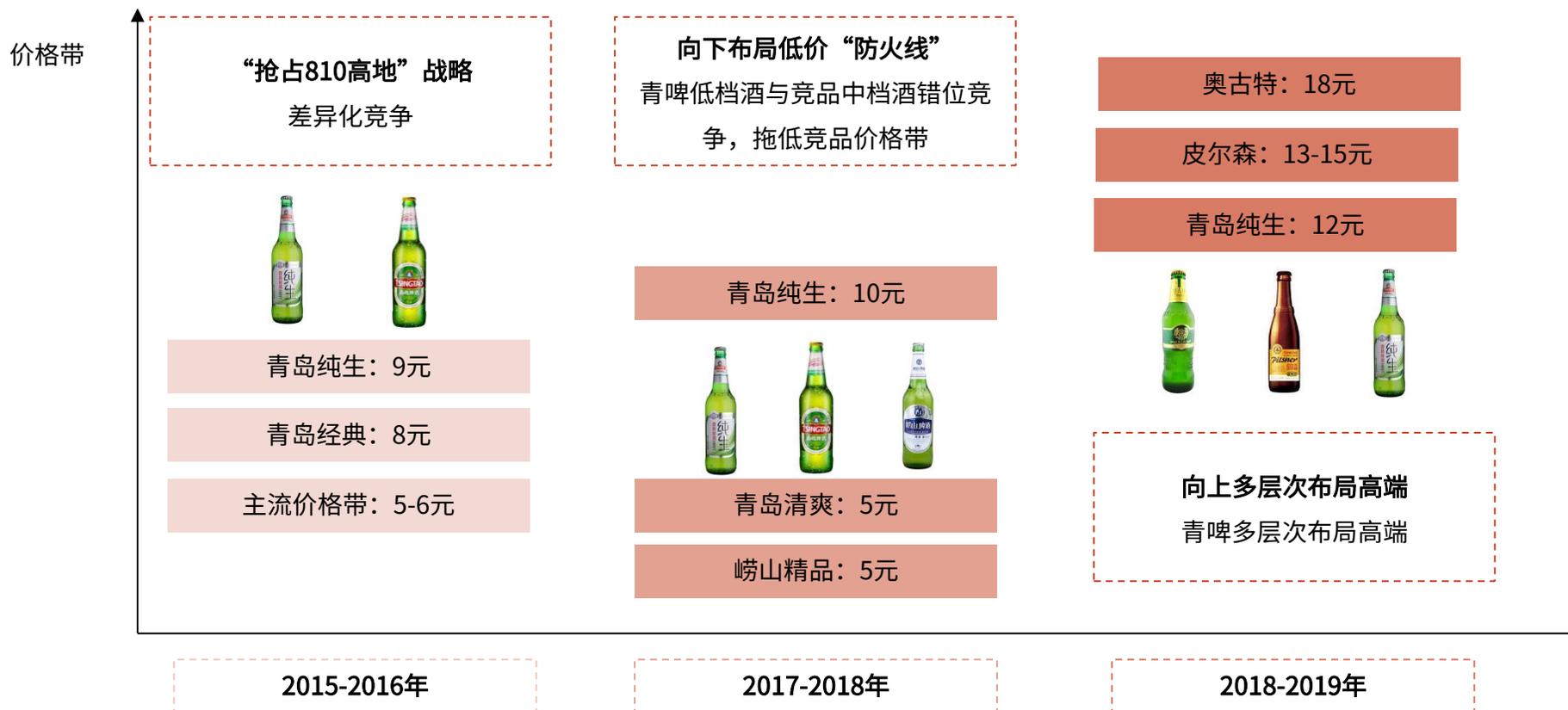
费投少，
提价多，
重利润。

青岛啤酒

1.3 局部摩擦案例二：青啤在东北

- 其他地区同样存在着区域性的摩擦：东北市场为例，青啤初入东北市场，采用差异化的竞争策略，率先布局高端站稳脚跟。随着产品结构升级与行业价格带的上移，青啤在价格带的上下两端布局其他产品建立防火线，通过多层次的产品布局，最终实现市场份额的提升。
- 随着产品的结构化升级，行业价格带的上移，各公司高端产品的后续表现将直接影响企业在当地的市场份额，行业竞争格局将呈现出长期动态的演变。

图16：青啤在东北市场的布局



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

- ❑ 2.1 行业的瓶颈：增量转存量
- ❑ 2.2 吨酒价提升的短期动力：提价
- ❑ 2.3 吨酒价提升的源动力：结构升级
- ❑ 2.4 高端化准备：产品布局丰富化
- ❑ 2.5 需求端：消费升级推动产品升级

2.1 破局之变

- 啤酒行业从增量时代转入存量时代，竞争格局趋于稳定：啤酒主力消费人群的年龄集中在20-45岁。随着主力消费人群数量的萎缩，啤酒行业趋于饱和，由增量时代转入存量时代。从竞争格局角度看，龙头的市场份额渐趋稳定：2020年销量角度，CR5集中度已达73%；销售额角度看，CR5集中度已达65%。
- 行业总量横盘、区域市场基本切割完毕的背景下，低价手段、通过砸费用抢市场带来的边际回报大幅下降，行业在竞争中达成共识：提价&产品组合升级的方式推动吨酒价提升是更优策略。此外，我国吨酒价明显偏低，有较大的提升空间。
- 短期来看，提价可带来吨酒价的提升，且竞争格局的趋稳进一步改善提价环境，使其成为行业集体行为，有利于提价的顺利落地。长期来看，产品结构升级可带来产品价格的持续增长，是实现价增的源动力。
- 虽然地域上各公司已基本划分完毕，但行业的高端升级带来新变局。高端市场空间持续扩容，竞争格局尚未明晰。争夺高端是重新划分市场的手段，可变相带来市占率提升。高端领域带来的另一维度的变化，是行业破局的关键点。

图17：消费人群数量vs啤酒产量变化

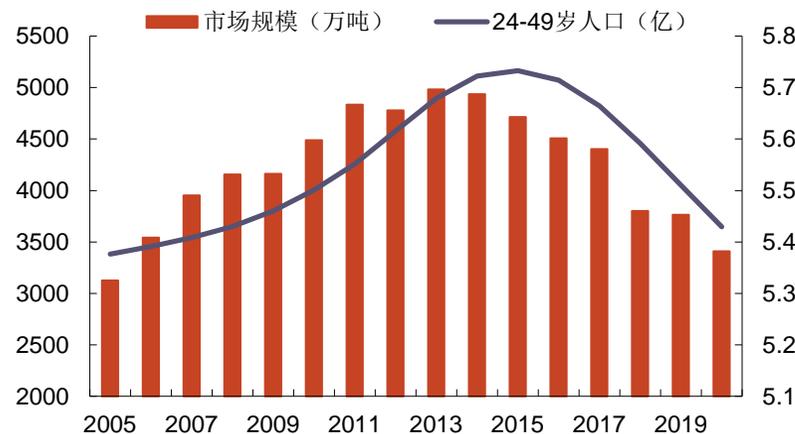


图18：啤酒销量CR3/CR5变化

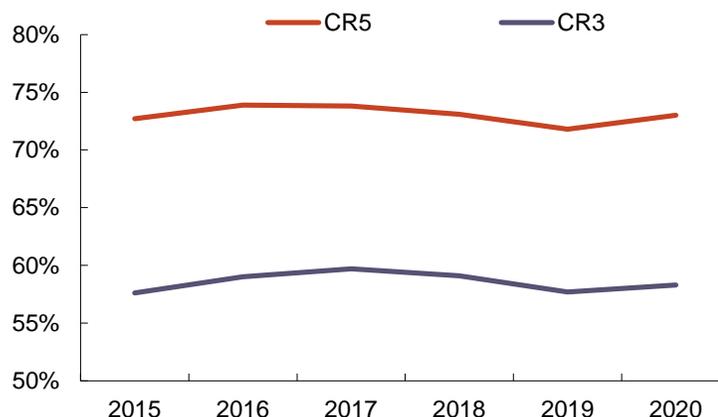
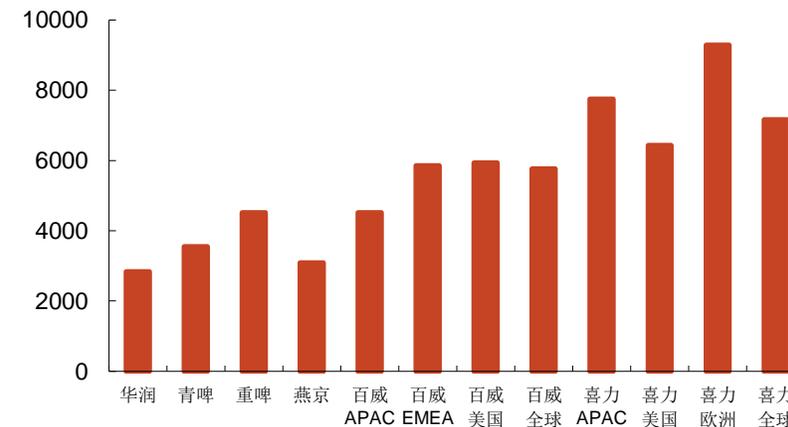


图19：我国吨酒价明显偏低（元/吨）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所

17

资料来源：wind，光大证券研究所

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

2.2 提价：吨酒价提升的短期催化力



- 原材料和包材是啤酒企业的主要成本。当大麦、瓦楞纸、玻璃、铝在内的原材料及包材价格持续提升时，啤酒企业的成本端将面临较大压力，也催化了企业端的提价行为。
- 2017年原材料价格上涨引发了啤酒行业上一轮提价潮，2018年初开始华润、青岛在内的各酒企先后宣布了提价动作。2020H2以来原材料价格再次出现大幅上涨，成本端催化啤酒行业新一轮提价周期的开启。

图20：供给端原料成本变动导致啤酒行业提价

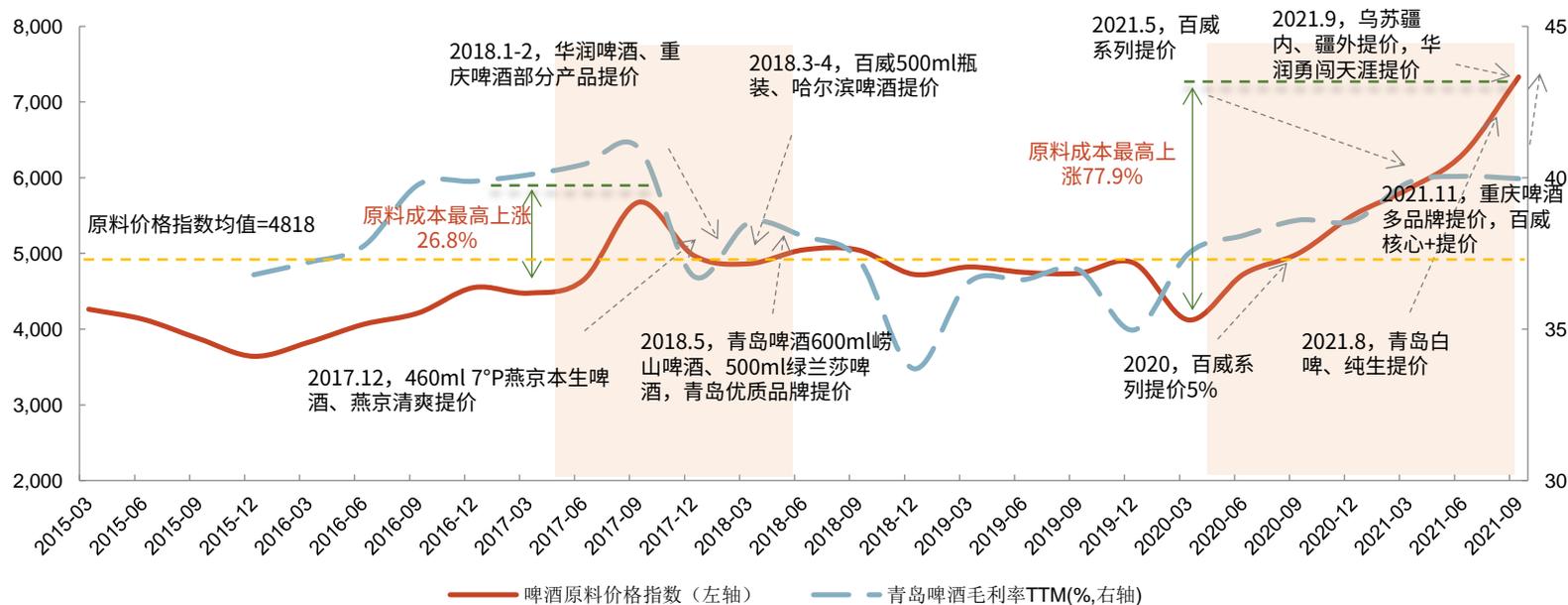
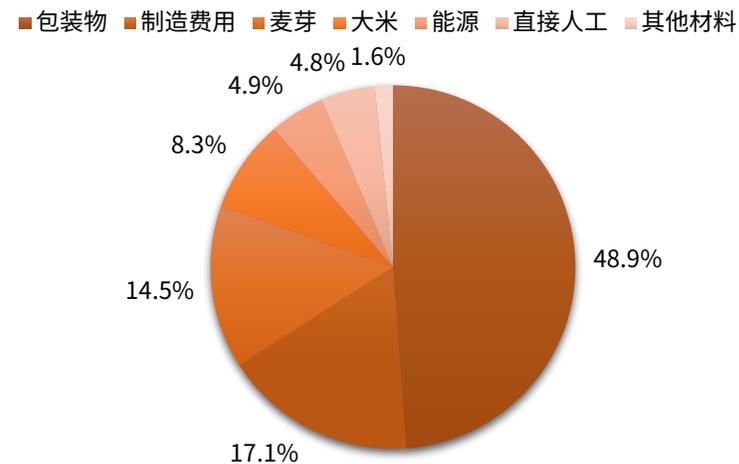


图21：啤酒成本结构拆分（以青啤为例）



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：青岛啤酒公司公告，国家统计局（注：啤酒原料价格指数=11.6%*大米大宗价+20.2%*大麦价格+22.7%*瓦楞纸价格+22.7%*铝锭价格+22.7%*浮法玻璃价格，青岛啤酒毛利率为四个季度移动平均

资料来源：青岛啤酒2013年年报，光大证券研究所

2.2 提价：吨酒价提升的短期催化力

- 啤酒行业提价周期时间点主要集中在销售淡季：一方面提价对总体销量冲击较小，另一方面给予消费者接受价格的缓冲期，保证旺季的正常动销。由于各公司在基地市场的定价权更强，提价也主要从强势地区开始推行，并叠加一定的渠道&终端补贴，降低对产品动销及整体销量的影响。
- 2018年原材料价格上涨引发了啤酒行业上一轮提价潮。这对啤酒行业而言这也是一个重要转折点：当面对成本端压力时，行业集体进入提价周期。啤酒比水便宜的时代终结，在价格长期被抑制的啤酒行业，价格中枢开始上移。
- 对于啤酒厂商而言，提价可以对冲成本上行影响，对公司的利润水平也有一定贡献。上一轮提价周期，华润啤酒2018H1毛利率同比+2.51Pcts；青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒2018Q2毛利率分别同比-4.1/-0.3/+4.6/+0.8Pcts。部分企业短期出现毛利率下滑，主要系提价后对渠道&终端的费投力度有所加大，但后续随着提价的落地，费投逐步恢复至正常水平，实现报表端的持续改善。

图22：各公司股价累计涨幅及提价反应

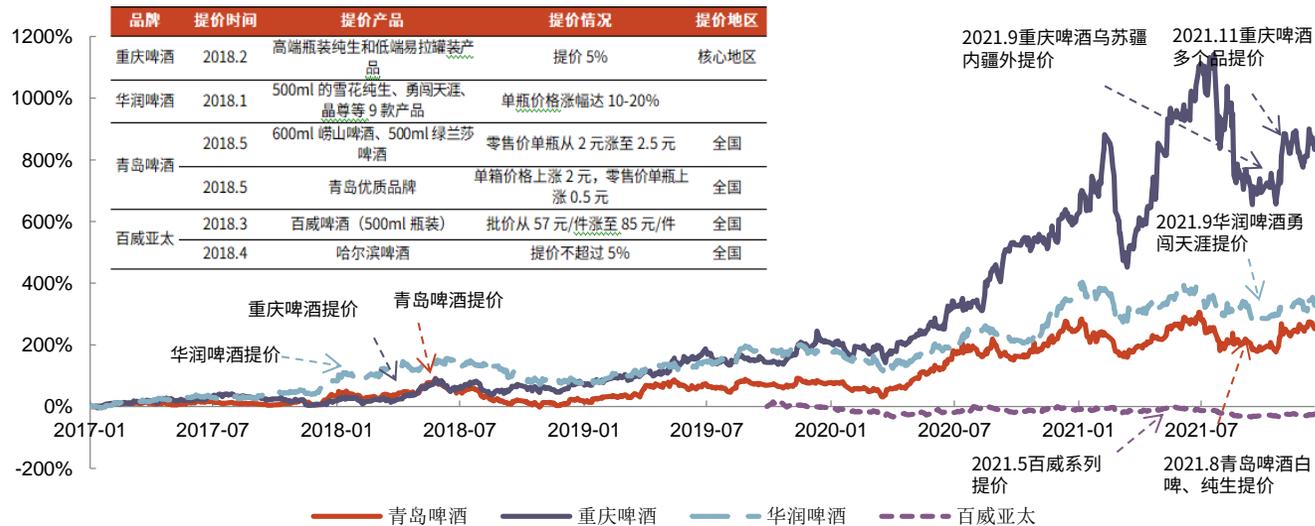
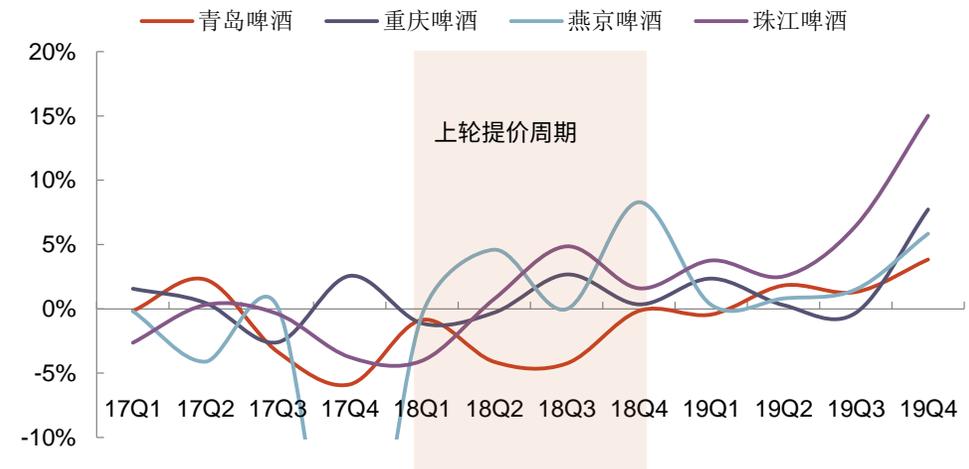


图23：提价使得企业毛利率亦有所改善



2.2 提价：吨酒价提升的短期催化力



➤ 2020H2原材料大幅上涨催化了啤酒行业的新一轮提价周期。

21H2开始，啤酒企业开启新一轮提价动作。对比上一周期，本轮提价方式更灵活，并开始触及中高端品类。随着行业高端升级的持续推进，产品价格带上行，提价空间进一步打开。本轮提价开始触及8-12元核心价格带。从各公司的提价动作看，本轮提价并非一次性的短期行为，而是持续性的：各公司结合自身情况，根据不同地区/渠道/品牌的强势程度，按不同时间节奏灵活提价，以期达到更好的提价效果。

➤ 根据业绩会，重啤Q3开始提价，预计整体产品组合综合提价幅度为4-8%，百威亚太11月开始对核心+产品提价，预计幅度为3-10%。

表4：本轮提价动作梳理

品牌	提价时间	提价产品	提价情况	提价地区
重庆啤酒	2021.9	乌苏系列	不同渠道/地区，涨幅不同	疆内
		红乌苏	出厂箱价提价6元左右，涨价幅度超过10%	疆外
	2021.11	多个品牌	不同渠道/地区的涨幅不同，提价幅度为4%-8%	-
华润啤酒	2021.9	勇闯天涯	终端价提价1元，出厂价提价4元左右，涨幅约10%	全国
青岛啤酒	2021.8	白啤	分地区提价，河南地区零售价上调2元	-
	2021.8	纯生	终端供货价上调4元/箱，提价幅度约5%	山东
	2021.11	1903听装、白啤听装	1903听装上调9%，白啤听装上调13%	全国
百威亚太	2020	百威系列	提价5%	-
	2021.5	百威系列、核心和实惠品牌	结合当地通胀水平，提价幅度为0.6%-1.8%	全国
	2021.11	核心+产品	3%-10%	-

2.3 结构升级：吨酒价提升的源动力



- 提价的效果是短期的，产品组合的升级可以带来啤酒行业长期结构的改善，是吨酒价提升的源动力。
- 2020年是啤酒高端化升级的元年，各酒企的高端产品销量均出现了快速增长：华润的喜力、superX；青岛的白啤、1903；百威的科罗娜、福佳白；重啤的乌苏、1664；燕京的V8、U10。
- 根据Euromonitor的数据，高端啤酒占比持续提升，且增速远高于中低端啤酒。2025年高端啤酒销量有望达到整体啤酒销量规模的14%。百威仍在高端啤酒市场占据主要份额，2020年销量市占率达41.9%。旗下百威品牌同样为品牌零售额市占率第一，2020年市占率达30.4%。嘉士伯紧随其后，2020年市占率达19.2%。

图24：中高端占比升高（按销量）

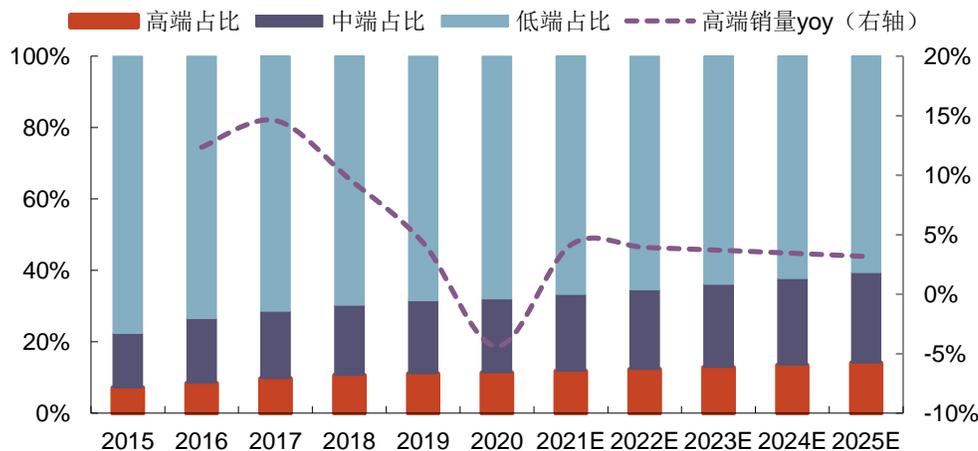


表5：高端啤酒按品牌&按公司市占率（2020）

排名(按品牌)	品牌	公司	市占率-按零售额算	排名(按公司)	公司	市占率-按零售额算
1	百威	百威	30.4%	1	百威	41.9%
2	乐堡	重啤	8.2%	2	嘉士伯	19.2%
3	嘉士伯	重啤	6.5%	3	青岛	6.7%
4	青岛	青啤	5.6%	4	喜力	4.8%
5	科罗娜	百威	5.1%	5	华润	3.8%
6	蓝妹	百威	4.2%			
7	喜力	华润	3.3%			
8	雪花	华润	3.2%			
9	原浆啤酒	金星啤酒	2.3%			
10	重庆啤酒	重啤	1.2%			

2.3 高端领域布局积极



行业高端升级趋势明确，各大啤酒厂商在中高端领域均有所突破。

- 重庆啤酒的大乌苏为行业里少有的快速放量的高端单品，预计2021年销量有望超80万吨，超高端产品1664同样增长迅速，2021前三季度销量增速达39%，预计2021年可达4.9万吨。
- 华润啤酒中高端品相增长迅速，我们预计2021年次高端及以上产品销量有望达到200万吨，增速超30%；其中纯生销量达70多万吨，有望在两年内突破100万吨；大单品Superx和喜力持续放量，预计2021年增速均将达到50%以上。
- 青岛啤酒主品牌发展出色，2020年经典销量近170万吨，纯生销量近80万吨，白啤和1903表现亮眼，1903体量超20万吨。

图25：各公司中高端品牌主要发力产品



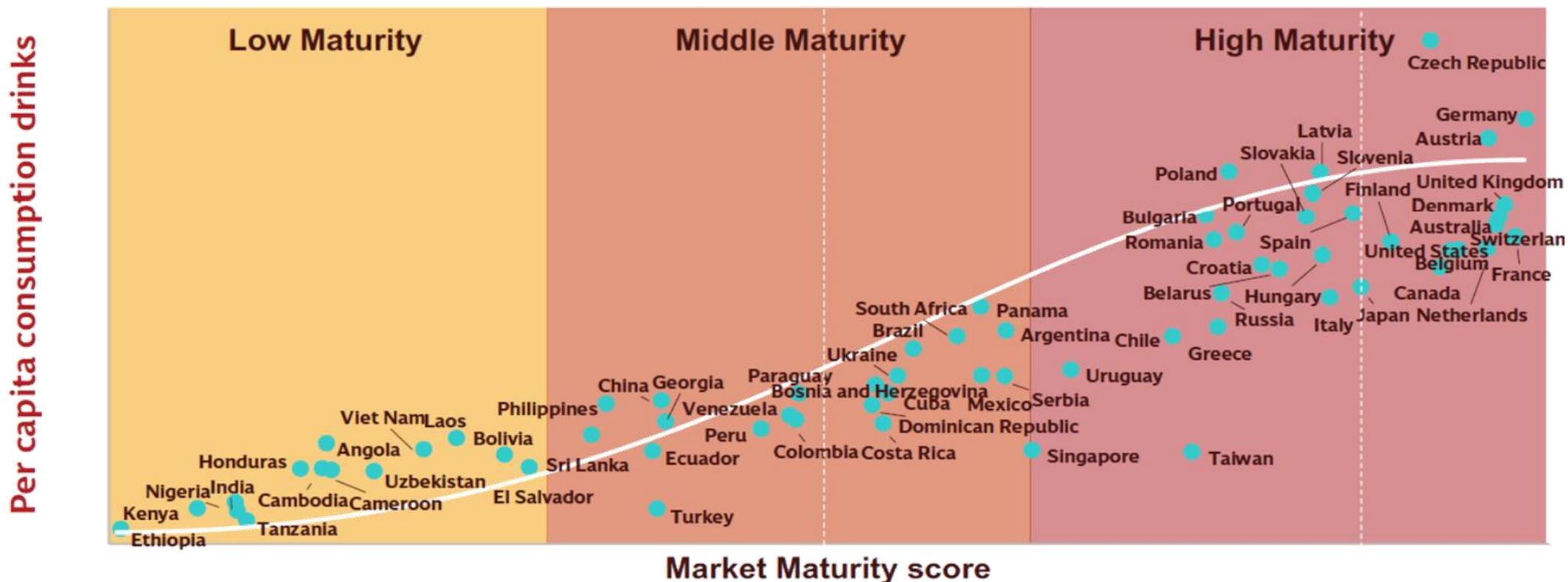
零售价 (元)	9.9	16.7	7.7	6.25	8.5	6.5	7.5	10.8
容量 (ml)	620	330	500	330	500	500	500	473
酒精浓度 (%)	4.0	4.8	2.5	3.3	5.0	4.0	3.1	4.0
麦芽浓度 (°P)	11	11.8	8	9	11.4	10	8	10

2.4 中成熟度市场品牌需求度提升



- 百威英博以人均可支配收入和人均啤酒消费量为主要维度，根据发展程度将全球各区域市场划分为不同成熟度类别。不同成熟度市场的消费行为、饮用场景、竞争格局均有所差异。市场成熟度越高，啤酒的消费场景越丰富，酒饮品类越繁多。
- 目前我国正处于市场中成熟度阶段，步入中成熟度阶段后，消费者对于中高端产品的诉求增长，中高端销量占比提升。

图26：百威集团基于市场成熟度模型的各区域市场定位



请务必参阅正文之后的重要声明

2.4 中成熟度市场品牌需求度提升



- 啤酒高端化阶段，厂商需要通过丰富化的品牌矩阵来抓住消费者。在低端啤酒时代，单一品牌可以获得极高的市占率；高端化阶段，厂商需要通丰富的品牌矩阵来满足不同消费者的需求，厂商应具备多品牌运作力。
- 根据百威英博的统计，随着市场成熟度的提升，消费者需要更多样的品牌以满足自身需求。在高成熟度市场，2018年平均品牌数量达214个，丰富度远高于中/低成熟度市场的38/9个。众多品牌中，2020年高/中/低成熟度市场中消费者主要考虑的品牌数量分别为21/16/9个。
- 我国正处于高端化的起步阶段，消费者需求愈发多元化，对啤酒品牌的认知度日益提升。各公司也在积极布局高端品牌，着重强化品牌调性，抢占消费者心智。

图27：市场成熟度越高平均品牌数量越多

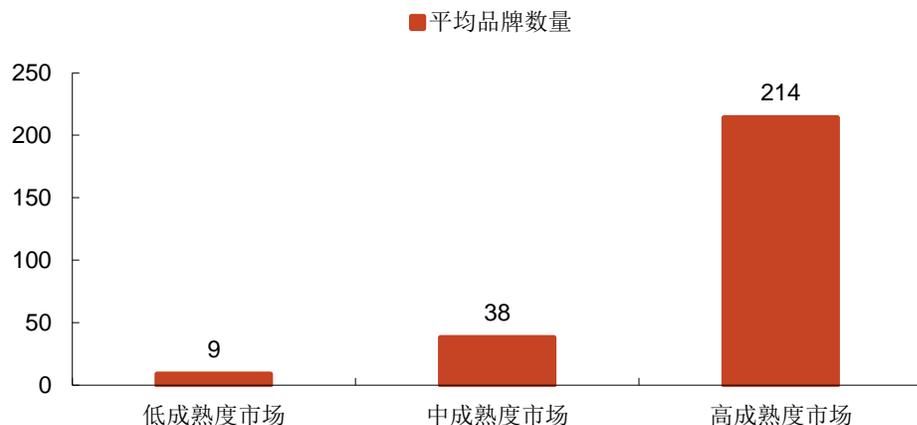
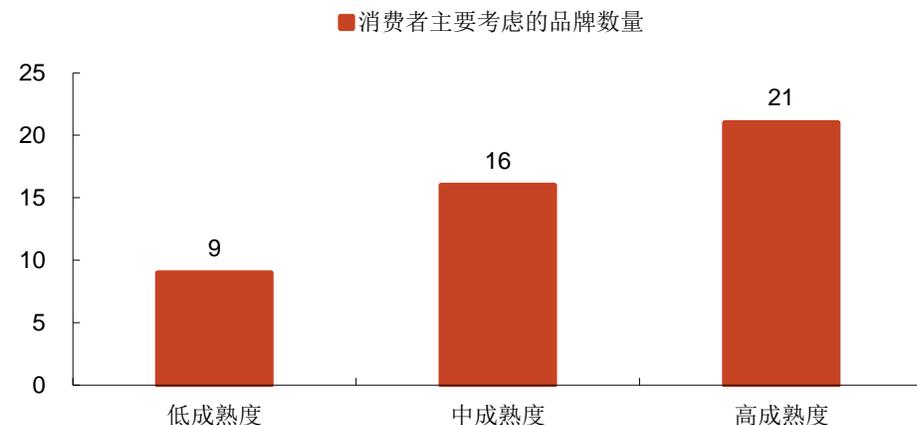


图28：市场成熟度越高消费者考虑的品牌越多

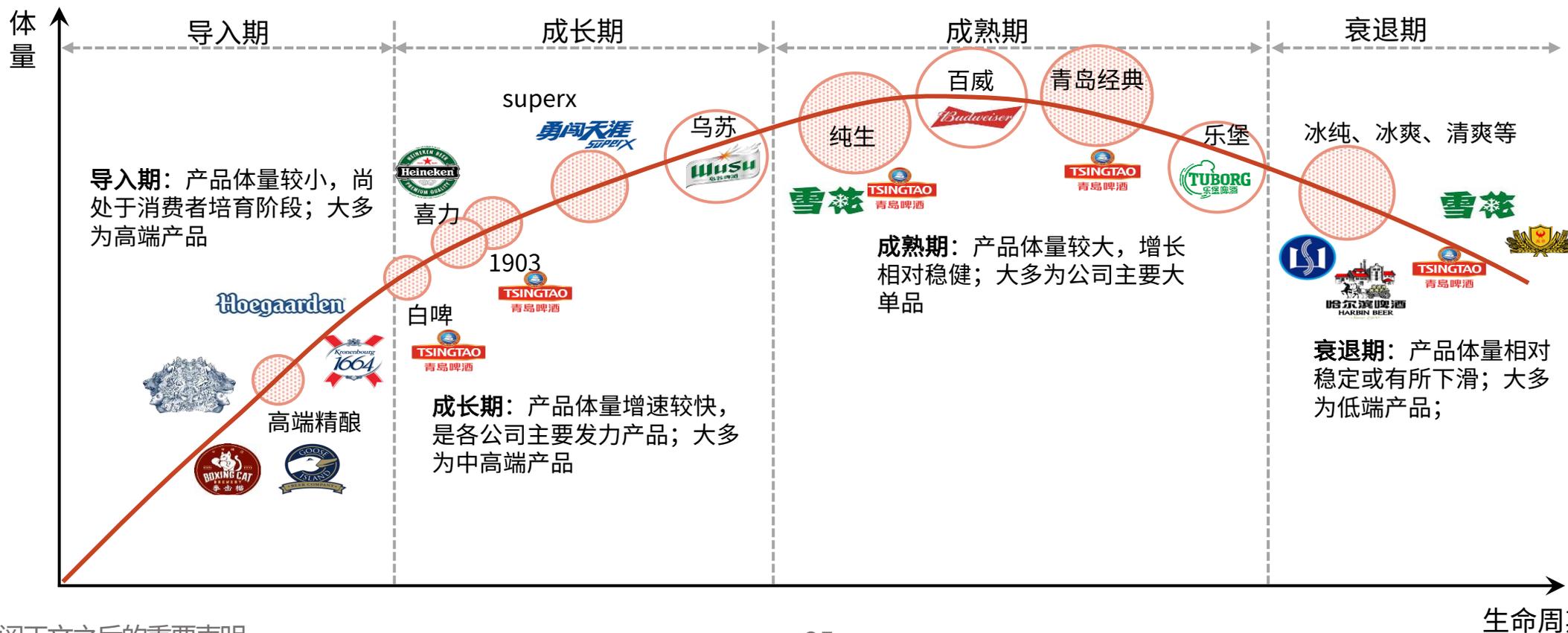


2.4 龙头企业产品布局丰富化



- 我们将当前市场上主要品牌，按照其产品的成熟度进行了划分：1) 以黑狮、福佳白为代表的超高端产品尚处于市场导入期，需要持续进行消费者教育；2) 以乌苏、superX、青岛白啤为代表的品牌正处于快速放量的成长期，消费者自点率高；3) 以雪花纯生、青岛纯生、百威为代表的品牌以进入成熟期，已成为公司的腰部核心大单品；4) 各厂家低端品牌线，当前已进入衰退期，长期看将逐步退出历史舞台。

图29：啤酒产品生命周期图



2.4 龙头企业产品布局丰富化



- 随着行业高端升级趋势的日益明确，各公司相继调整品牌策略，丰富自身产品矩阵：
- 华润啤酒采用“4+4”品牌策略补齐高端产品短板；青岛啤酒持续提升青岛主品牌影响力；重庆啤酒通过“国际+国外品牌”丰富产品矩阵；百威亚太通过引入多个海外品牌布局高端领域。

表6：各啤酒公司的品牌战略

公司	产品战略	分类	主要品牌产品
华润啤酒	布局“4+4”品牌矩阵发力高端	国内品牌：	勇闯天涯superx、马尔斯绿、匠心营造、脸谱、老勇闯、黑狮白啤
		国际品牌：	喜力、苏尔、红爵、虎牌、悠世白啤
青岛啤酒	“1+1+N”品牌策略，聚焦主品牌，经典+纯生带动N新特产品	青岛主品牌：	百年之旅、逸品纯生、琥珀拉格、鸿运当头、奥古特、皮尔森、白啤等
		其他品牌：	崂山、山水、汉斯等
重庆啤酒	“6+6”品牌矩阵丰富高端品类	国际品牌：	嘉士伯、乐堡、1664、夏日纷、布鲁克林、格林堡
		国内品牌：	乌苏、重庆、西夏、大理、风花雪月、京A
百威亚太	多元化品牌布局	高端及超高端：	百威、科罗娜、福佳、时代、乐飞、鹅岛、拳击猫、范佳乐、开巴等
		核心及核心+：	哈尔滨啤酒、雪津啤酒
		实惠：	双鹿啤酒、金士百啤酒、雁荡山啤酒

2.4 龙头企业产品布局丰富化



进入到行业高端化阶段，啤酒厂商通过大单品来抢占高端市场：

- 百威亚太：高端化结构最好，位于行业领先地位；高端大单品包括主品牌Budweiser，超高端品牌科罗娜、蓝妹、福佳白；
- 重啤：在基地市场成功实现产品结构持续升级。打造出行业近几年唯一爆品乌苏，1664和夏日纷有较大潜力。
- 华润：SuperX & 喜力分别为次高/高档价格带发力核心大单品，此外老单品纯生正在重新激活，22年会在更广范围进行推广。
- 青岛：拥有深厚历史积淀的国产品牌，公司推行1+1+N战略，聚焦主品牌，发力经典+纯生单品，“N”新品中白啤、1903已呈现良好势头。

表7：2021年主要啤酒企业产品结构

	华润啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	百威亚太
体量	1140w吨左右	280w吨左右	800w吨左右	740w吨左右
高档+超高档	17% (8元以上)	27% (10元以上)	15% (10元以上)	38% (10元以上)
中档	36% (5-8元)	56% (6-9元)	35%	30%
大众档	47% (5元以下)	17% (6元以下)	50%	32%
核心单品	纯生、SuperX、喜力	乌苏、1664、夏日纷	纯生、1903、白啤	百威、科罗娜、蓝妹、福佳白
大单品体量	纯生~60w吨 Super~40w吨 喜力30+w吨	乌苏80+w吨 超高端7-8w吨 (包括1664) 重庆~60w吨 乐堡50w吨	经典系列~170w吨 纯生~80w吨 1903系列20+w吨 白啤~8w吨	主品牌百威~240w吨 (包括红瓶、金樽等) 科罗娜>蓝妹>福佳白；科罗娜略高于10w吨

2.4 中成熟度市场品牌需求度提升



百威英博、喜力、嘉士伯在海外的中高端&精酿品牌矩阵。

图30：国际啤酒企业主要高端&精酿品牌

	百威英博	百威	科罗娜	时代	乐飞	贝克	福佳	鹅岛	Elysian	Wicked Weed	Kona	Platform	Blue point
商标													
产品图													
产地	美国	墨西哥	比利时	比利时	德国	比利时	美国	美国	美国	美国	美国	美国	
	喜力	虎牌	莫雷蒂	爱德维斯	诗庄堡	喜力	红爵	Lagunitas	Texelse	beavertown	brixton		
商标													
产品图													
产地	新加坡	意大利	奥地利	英国	荷兰	荷兰	美国	荷兰	英国	英国			
	嘉士伯	嘉士伯	乐堡	波罗的海	Staropramen	Aldaris	Yoma	1664	布鲁克林	格林堡	Duckstein	Alivaria	
商标													
产品图													
产地	丹麦	丹麦	俄罗斯	捷克	拉脱维亚	缅甸	法国	美国	比利时	德国	白俄罗斯		

请务必参阅正文之后的重要声明

2.5 消费群体演变推动需求中高端化



- 城市化是推动中国啤酒消费向高端发展的因素。2013年至2020年，中国城市人口复合增长率为2.8%，超过同期整体人口复合增长率；截至2020年，城镇人口人均可支配收入较农村高约2.6倍。
- 中等收入群体崛起，其消费和财富在总人口中的占比迅速扩大，是承受得起中高端啤酒消费的潜在人群
- 主流消费人群代际更替。苏宁易购《2021年酒水报告》显示，25-45岁的啤酒消费则贡献了近80%的啤酒消费比例，90后消费者更加追求消费品质和新潮时尚，引领了啤酒消费升级。

图31：城市化进程助推产业升级

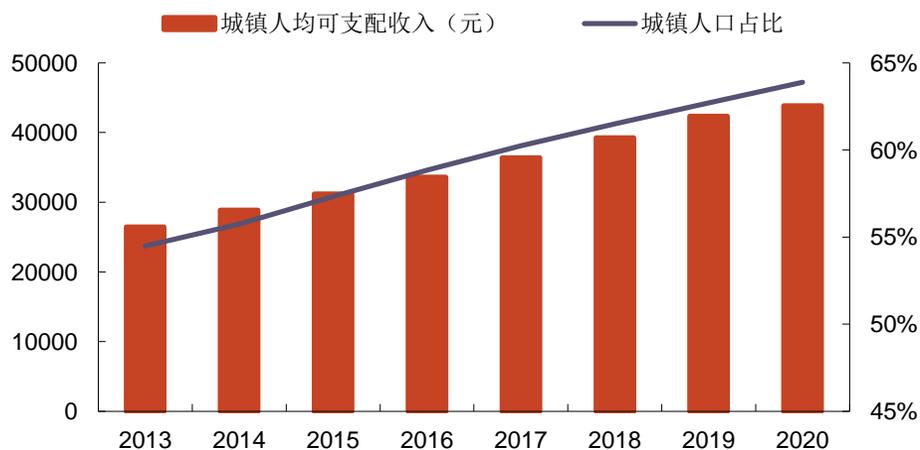
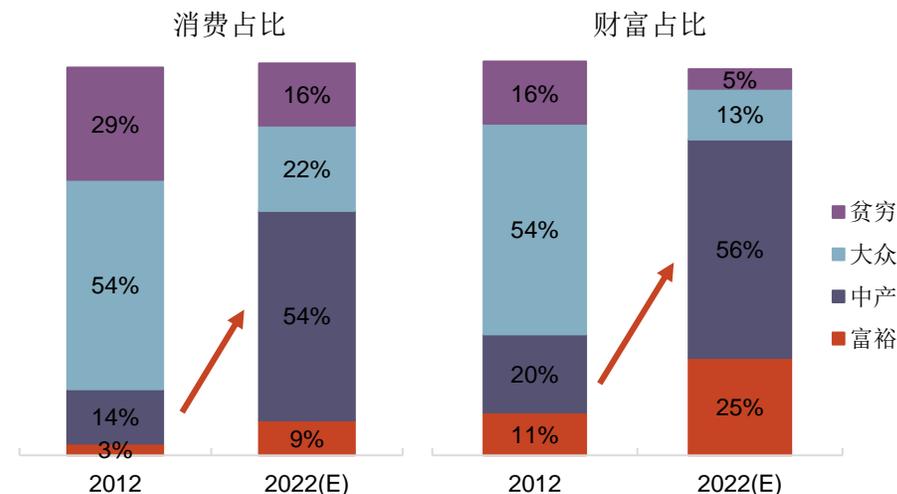


图32：中等收入人群占比大幅提升



2.5 需求端：代际更迭催化结构升级



- 2017年以来，啤酒饮料赛道出现了包括奈雪喜茶、元气森林在内的一系列快速增长的高端品牌。这些品牌背后的主力消费人群是偏好个性化、多元化产品的90后。他们愿意在泛酒饮上支付更多金额以满足自身诉求。
- 根据“90后”酒类消费图鉴，“90后”更愿意选择价位在10元以上的高端啤酒。代际更迭，新一代消费者的崛起正推动着啤酒高端化的迅速发展。供需两方共同推动下，本轮的升级是坚定且可持续的。

图33：近年相继出现高价位饮品

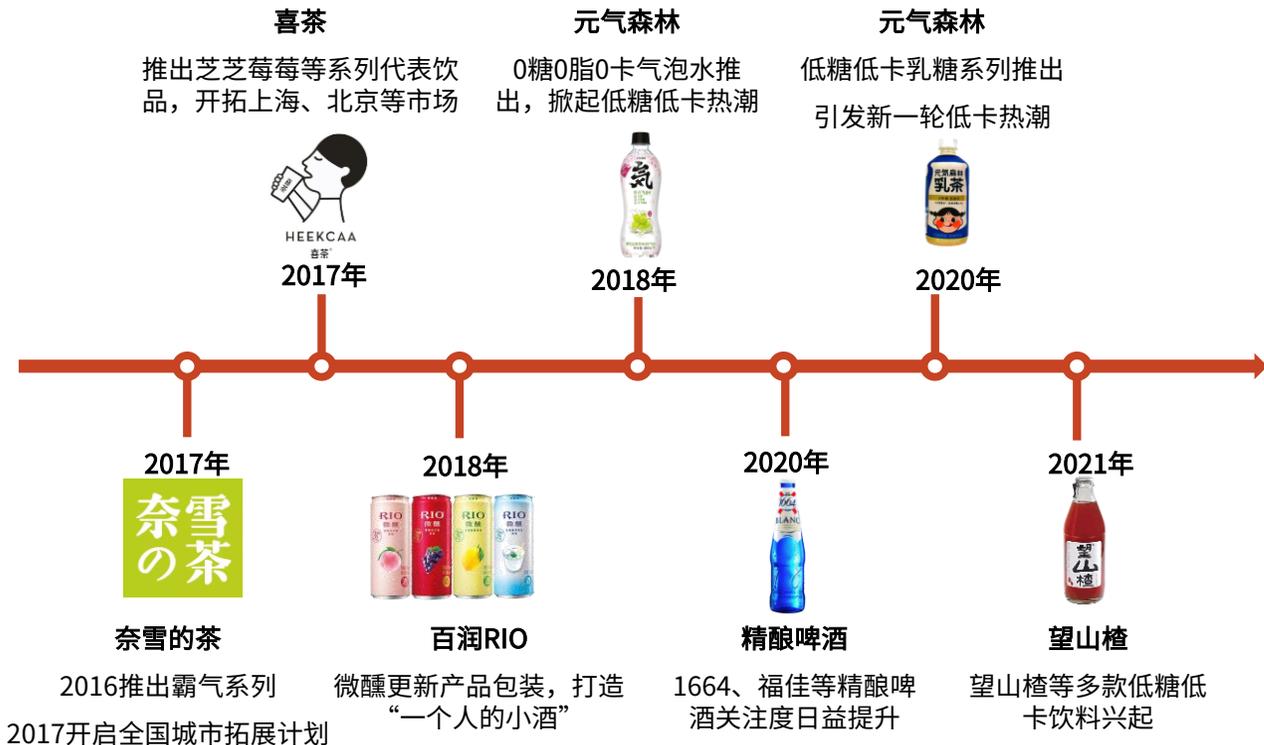
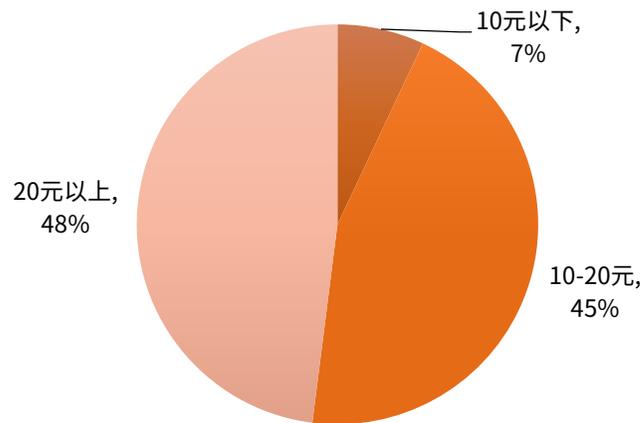
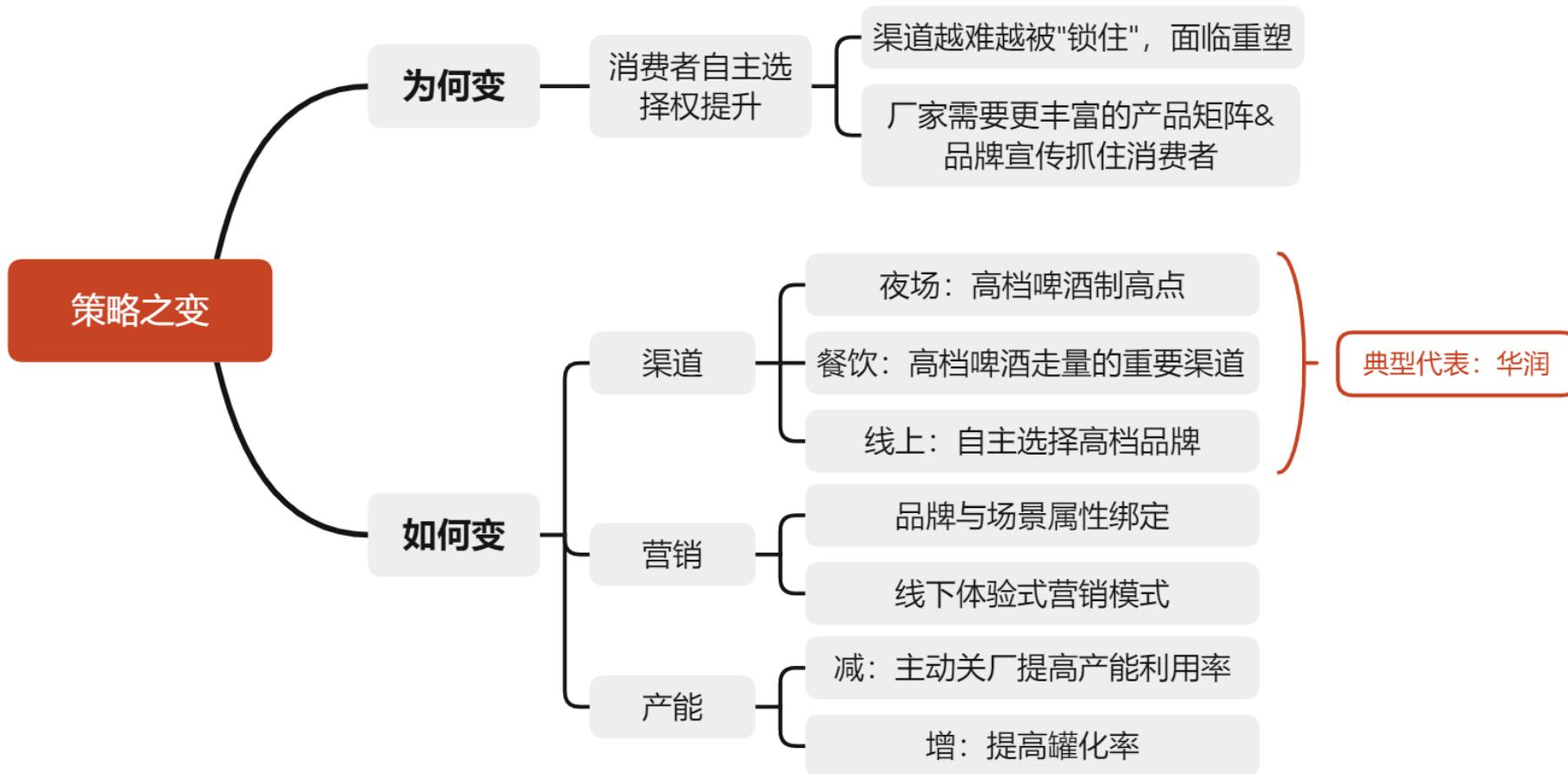


图34：90后更易接受高价位啤酒



-  3.1 为什么换打法?
-  3.2 高端渠道搭建时
-  3.3 营销手段多元化
-  3.4 产能优化提升盈利能力

图35：策略之变框架图



3.1 为什么换打法?



- 渠道推力与品牌拉力此消彼长，高端之路换打法势在必行。
- 随着行业高端化的推进，消费者的自主选择权不断提升。渠道越来越难以被“锁住”，在渠道和消费者之间，消费者的议价权也在持续提升。此时渠道面临着重塑，需要通过更丰富的产品矩阵以及品牌宣传来抓住消费者。

图36：随着行业进展不同，产品&渠道&营销策略发生转变



3.2 渠道主攻产品差异显著



啤酒渠道可以分为即饮&非即饮两大类，根据Euromonitor，两种渠道占比各约50%。不同渠道匹配的产品有所不同，操作方式也有所差异。相较非即饮渠道，即饮渠道中高端及超高端啤酒的量更大、增速更快。

- **即饮：**包括餐饮和夜场，即饮渠道是高档及以上产品售卖的主要渠道：夜场是打响品牌的兵家必争之地；餐饮渠道贡献了高档产品的主要销量。
- **非即饮：**包括传统/KA以及线上渠道：根据Euromonitor，2020年传统/KA/线上渠道的占比分别为44%/45%/11%。整体而言，非即饮渠道中高端产品售卖的比例低于即饮渠道，但在线上渠道，消费者对高档产品接受度很高。

图37：我国啤酒即饮与非即饮渠道各占一半左右

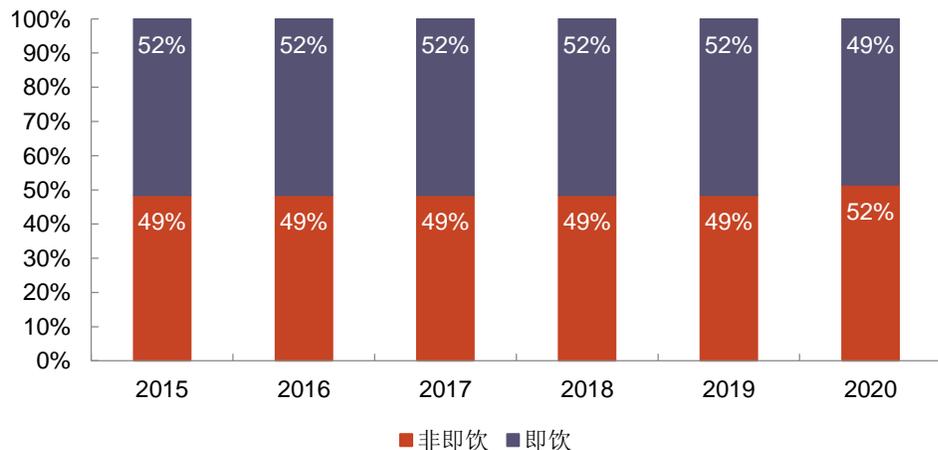
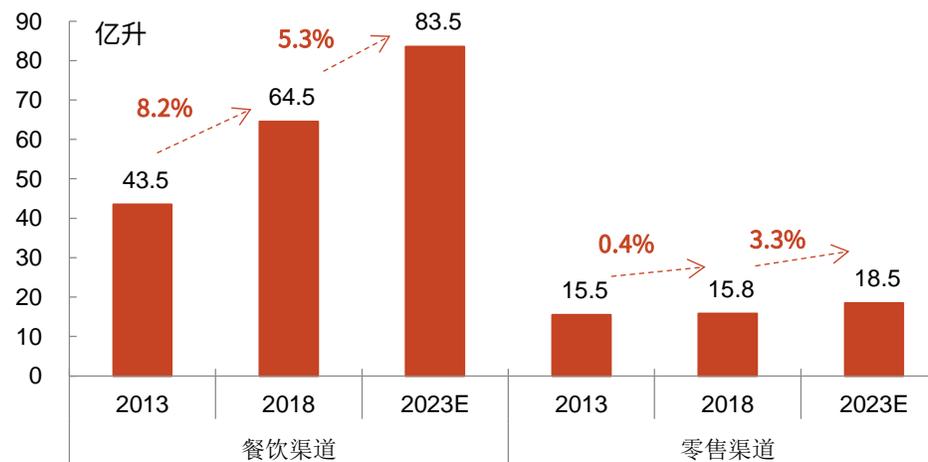


图38：按渠道划分的中国高端及超高端啤酒消费量



3.2 夜场：高档啤酒的制高点



- **夜场渠道是高端啤酒售卖的“制高点”**：消费者对于价格的敏感度低，但对品牌调性的要求度高、更青睐进口品牌。也是由于夜场的强选择性，对厂商而言，夜场是打响品牌的兵家必争之地。
- **和其他渠道不同，夜场依赖资金实力雄厚的经销商**。通常夜场为非专营，操作方式有三种：1) 包量，啤酒厂商买下一定比例销量；2) 包餐，指定品牌的啤酒会搭配在夜场的餐食中以赠餐的形式销售给客户；3) 底价进货，通过谈判压低进货价格。
- **百威在夜场渠道具有显著优势**。根据Global Data，2018年百威在高端&超高端市场的份额达到了46.6%。其他厂商亦通过旗下品牌持续攻入夜场渠道：如华润借喜力、红爵；重啤的1664；青岛的奥古特。

图39：中国高端/超高端市场份额划分（2018年按销量）

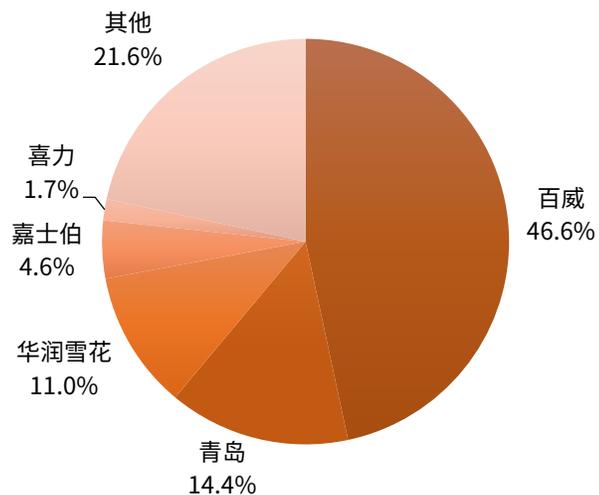


图40：喜力在夜场的广告及陈列



3.2 餐饮：高档啤酒走量的重要渠道



- **餐饮：**中高端餐饮对价格敏感度低，且对品牌有一定要求。低端餐饮对价格较为敏感，品牌要求度低。中高端餐饮同时是高端/超高端啤酒销售的重要消费渠道。酒水对于餐饮门店而言是毛利较高的品类，因而出于对自身经营利润的考虑，餐饮门店亦有动力去接受中高端价格的啤酒。
- **和夜场不同，餐饮门店存在买店和混营并行的现象。**部分酒企在强势区域可以通过买店来控制终端店，在非强势市场则通过单箱操作费用（每箱出货对终端店的让利）来竞争。啤酒行业二三季度为旺季，厂商通常在4-6月份旺季开始促销。
- **随着啤酒高端化的不断推进，消费者自主选择权的增强，我们看到强势品牌如乌苏已经可以打破渠道垄断的壁垒，进入更多的餐饮终端。**

图41：我国餐饮渠道高端&超高端啤酒销量（亿升）

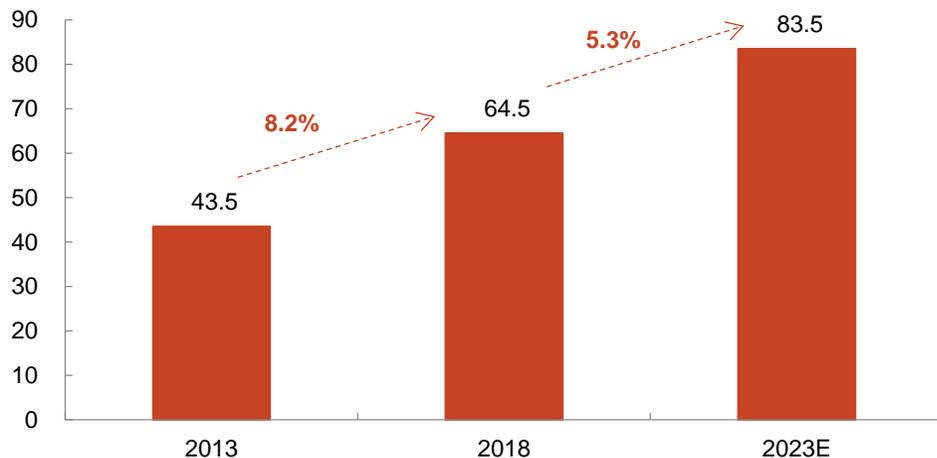
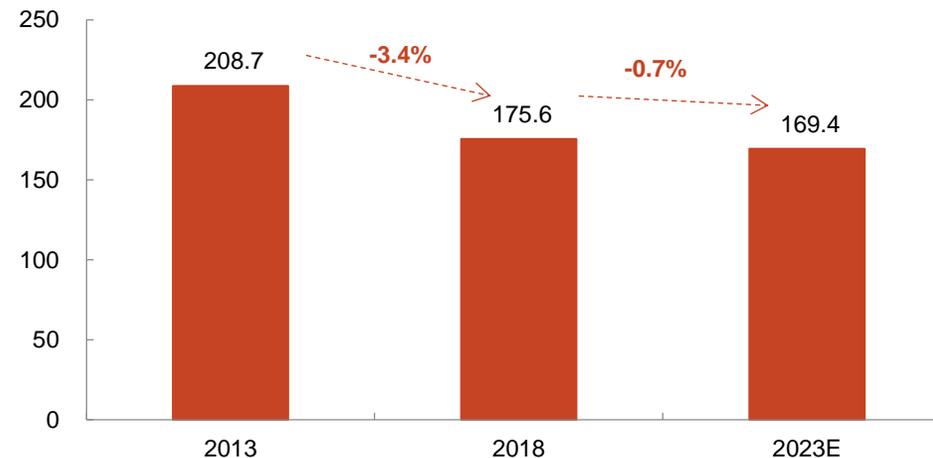


图42：我国餐饮渠道实惠&主流啤酒销量（亿升）



3.2 线上渠道：自主选择高档品牌



- 线上整体来看：百威、哈尔滨啤酒、青岛啤酒市占率排名稳居前三，2021年11月三者淘宝天猫市占率分别为18%/13%/12%。
- 从市占率趋势上看：高端啤酒百威市占率提升最快，2021年11月淘宝天猫市占率较2018年12月提升7.9pcts。
- 从热门宝贝来看：女性向的果啤、白啤销售额靠前，例如百威的MEX迷之果味啤酒、燕京V10白啤、1664小麦白销售较为火热

图43：11月线上销量前11品牌



3.2 高端渠道搭建进行时

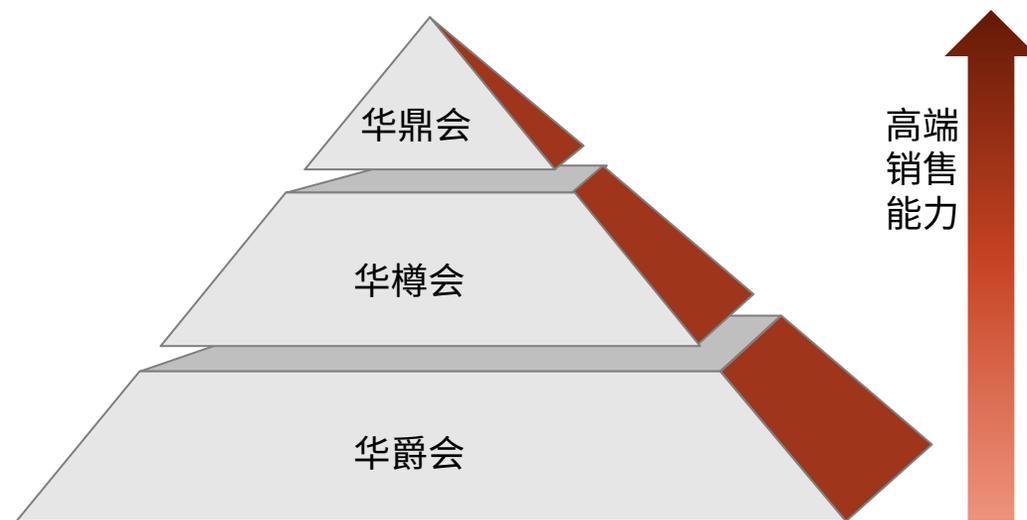


- 随着产品结构的高端升级，啤酒的饮用场景进一步丰富，消费者对于品牌调性的关注度日益提升，各厂商对渠道的投放策略也随之变化。企业着重发力高端渠道同时将费投重心从经销商返利转向终端培育，提高消费者认可度。
- 高端布局过程中，华润啤酒搭建大客户体系，通过对头部客户的持续赋能绑定优质经销商，培育高端运作能力。一方面，公司运用五维评估对客户针对性赋能、开展高端渠道专职培训，增强高端渠道开拓能力；另一方面公司向客户传达品牌理念，助力品牌调性向消费终端传递。2021年以来，公司前20%的大客户销量占据华润中国区销量的近60%，夜场专业客户贡献华润夜场销量的近50%。

图44：五维成长模型



图45：大客户三级管理体系



3.3 营销手段多元化



- ▶ 伴随着消费者需求的个性化发展，人们愈发重视消费体验，啤酒品牌内涵的重要性日益提升。消费者为品牌调性支付溢价的意愿更强。如何强化品牌影响力，增强品牌吸引力是目前营销的主要方向。
- ▶ 各家根据品牌特性，逐步明确营销方向，将产品与相对应的消费场景绑定，通过**精准化营销**增强品牌的记忆点。此外，营销形式愈发多样化，线下**体验式营销**逐渐成为新趋势。
- ▶ 各公司的线下营销主要聚焦于中高端品牌，通过沉浸式场景体验的方式，塑造高端品牌形象，构建品牌文化。体验式营销使品牌近距离触达消费者，增加彼此的互动性，提升消费者的认同感与忠诚度。

图46：品牌与场景属性的绑定



图47：线下体验式营销模式



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：各公司官网，各公司微博，光大证券研究所

资料来源：各公司官网，各公司微博，光大证券研究所

3.3 营销手段多元化



- 头部啤酒公司的领导者都有丰富的营销经验。
- 华润啤酒CEO侯总：2001年加入雪花啤酒，至今有20年的营销经验，在侯总主导下，雪花推出“勇闯天涯”品牌，成为中国啤酒品牌难以超越的经典；2006年创造了“非奥运营销理论”，使雪花啤酒在世界杯期间取得极大成功。2016年侯总成为雪花啤酒总经理后，立即开启雪花啤酒“决战高端、质量发展”之路，引领了啤酒行业的高端化进程。此后侯总还推出“3+3+3”战略（2017年）、打造“4+4”高端品牌组合群等，一步步使华润啤酒成为中国第一品牌。
- 青岛啤酒董事长黄总：2018年出任公司董事长，曾任公司总裁助理兼战略投资管理总部部长，公司副总裁，总裁兼营销总裁，青啤集团副总裁，具有丰富的啤酒行业战略规划，投资管理，经营管理及营销管理经验。
- 重庆啤酒总裁 Lee Chee Kong：在任职于嘉士伯前，曾任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理；更早前，他曾担任亨氏中国董事总经理职位，并且在高露洁棕榄中国及亚太地区长时间从事管理工作，同样具备丰富的营销经验。

图48：华润啤酒“4+4”高端品牌组合



图49：青岛啤酒社区酒吧&“青啤快购”APP



3.4 产能优化提升盈利能力



▶ 跑马圈地时期各公司为快速拓展市场，导致产能过度扩张，高额折旧压缩利润空间。随着行业量级以及格局的相对稳定，各公司陆续主动关厂提高产能利用率。虽然关厂会导致资产减值损失计提与员工安置费用大幅提高，影响短期业绩。但长期来看，产能的优化可减少成本消耗，提高运营效率，实现盈利能力的持续提升。

表8: 各公司主要关厂事件

公司	时间	事件
华润啤酒	2015	关闭3家工厂
	2016	关闭7家工厂
	2017	关闭5家工厂
	2018	关闭13家工厂
	2019	关闭4家工厂
	2020	关闭4家工厂
	2021	关闭2家工厂
青岛啤酒	2018	关闭杨浦、芜湖工厂
	2019	关闭台州、重庆工厂
	2021	关闭滕州、薛城工厂
重庆啤酒	2015	关闭綦江、柳州、九华山、永州工厂
	2016	关闭黔江、六盘水、亳州、大梁山工厂
	2018	关闭常德工厂
百威亚太	2016-2017	关闭8家工厂

图50: 各公司2021年在运营工厂分布图



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 注: 图标内数字表示所在省份的工厂数量, 数据统计截至2021.8

3.4 产能优化提升盈利能力



- 疫情影响下，人们消费场景有所改变，非即饮渠道占比的快速提升、新零售渠道的迅速发展带动听装需求提升。与玻瓶对比，铝罐的采购成本与运输成本更低，企业吨收入及利润更高。目前我国罐化率尚不足30%，与全球罐化率平均水平（近50%）仍有较大差距。
- 各公司在优化产能的同时，也在相继布局罐化生产线，提高罐化率水平。罐化率的提升可带来成本端的优化，在一定程度上提高企业毛利率水平，增强企业的盈利能力。

图51：瓶装与听装对比

	瓶装	听装
投放渠道	• 餐饮、夜场渠道为主	• 流通渠道为主
吨收入	• 采购成本及回瓶处理成本较高	• 吨收入一般为同类型瓶装产品的1.2倍
破损率	• 长途运输破损率达5%-6%	• 长途运输破损率不足1%
渠道利润	• 买店费用率高 • 渠道加价率达80%-200%	• 费用投放低 • 渠道加价率为30%-50%

表9：各家新增罐化产线

公司	时间	工厂	事件
华润啤酒	2020	兰州工厂	投产12万罐/小时罐装生产线
		黑龙江工厂	投产12万罐/小时罐装生产线
		运城工厂	6万罐/小时罐装生产线
青岛啤酒	2019	四川工厂	投产12万罐/小时听装生产线
	2020	汉中工厂	1.9万瓶装线改1.8万拉罐生产线
	2019	日照工厂	投产3.6万罐/小时拉罐生产线
		徐州工厂	投产3.6万罐/小时拉罐生产线
	2018	马鞍山工厂	投产4.2万罐/小时拉罐生产线
重庆啤酒		太原工厂	投产3.6万罐/小时拉罐生产线
		漳州工厂	投产2.4万罐/小时拉罐生产线
		珠海工厂	投产2.4万罐/小时拉罐生产线
重庆啤酒		扬州工厂	投产2.4万罐/小时拉罐生产线
	2020	大理工厂	新建年产15万吨拉罐生产线
		宜宾工厂	新建年产15万吨拉罐生产线

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

资料来源：公司公告，光大证券研究所

-  4.1 各家基本面对比
-  4.2 各家大单品情况一览
-  4.3 重点公司推荐

4.1 重点公司基本面对比



各公司经营数据与财务数据对比

表10：2020年经营数据

2020年	华润啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	百威亚太	珠江啤酒
销量（万吨）	1110	242	782	811	120
吨酒价（元/吨）	2833	3496	4384	4495	3386
在运营工厂数量（个）	68	24	55	53	39
员工数量（人）	27000	2310	35678	26489	4562
人均创收（万元）	116.5	473.7	77.8	137.7	93.1
人均销量（吨）	411.1	1049.2	219.2	306.2	262.9

表11：2020年财务数据

2020年	华润啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒	百威亚太	珠江啤酒
营业收入（亿元）	314.48	109.42	277.60	364.61	42.49
归母净利润（亿元）	20.94	10.77	22.01	33.54	5.69
毛利率（%）	38.4%	50.6%	40.4%	52.0%	50.2%
销售费用率（%）	19.5%	21.1%	18.0%	8.2%	17.5%
管理费用率（%）	14.1%	6.3%	6.0%	7.1%	8.4%
净利率（%）	6.7%	9.8%	7.9%	9.2%	13.4%

4.2 华润啤酒



当前是华润3+3战略的第二个3年，“决战高端、质量发展”是公司的重心。以SuperX和喜力为代表的次高及以上大单品增长出色，原有大单品纯生的活力重新被激活，再次进入快速增长阶段，公司预计2021年次高端及以上销量增速超30%。我们预计高端产品的良好表现会在2022年延续，同时马尔斯绿、黑狮白啤等高端品牌有望获得进一步发展。

渠道方面，公司高端渠道布局有序，大客户体系进展顺利。2021年公司新增“铸剑”客户190家，贡献了6.7%的高档销量。前20%的大客户销量占据中国区销量的近60%，夜场专业客户贡献华润夜场销量的近50%。公司计划于今年年底推出高端生意发展协议，更大程度保证大客户资源投入。并逐步建立各渠道制高点的掌控优势，通过制定产品组合、营销策略等方式提高资源投放效率，完善高端渠道网络。

盈利预测、估值与评级：华润啤酒作为啤酒赛道的龙头企业，高端化发展战略目标清晰，布局坚定。我们看好公司中高端产品的放量前景，特别是核心大单品SuperX+喜力的表现。我们维持华润啤酒2021-2023年EPS分别为1.49/1.30/1.60元。维持“买入”评级，维持目标价78.50港元。

表12：华润啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	33,190	31,448	35,947	38,669	40,954
营业收入增长率	4.2%	-5.2%	14.3%	7.6%	5.9%
归母净利润（百万元）	1,312	2,094	4,840	4,214	5,198
归母净利润增长率	34.3%	59.6%	131.1%	-12.9%	23.3%
EPS（元）	0.40	0.65	1.49	1.30	1.60
核心EBIT	3,689	3,952	5,344	6,553	7,884
yoy	21.9%	7.1%	35.2%	22.6%	20.3%
核心净利润	2,838	2,967	3,959	4,814	5,748
yoy	17.2%	4.5%	33.4%	21.6%	19.4%
P/E（核心净利润）	60	58	43	36	30
EV/EBITDA	33	33	27	24	21
P/E（归母净利润）	132	81	35	41	33

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-21，1HKD=0.83CNY，注：核心EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失，2021年归母净利润含17.55亿元的土地处置收益

4.3 重庆啤酒



重庆啤酒（嘉士伯中国）目前已形成“6+6”的本地强势品牌+国际高端品牌的多品牌矩阵。公司注重各品牌的差异化运作，通过单品品牌单团队的运作模式，精准定位&多维覆盖，增强布局高端的竞争力。采用精细化的运作模式，用高端产品作为敲门砖推进“大城市战略”，积极开拓东部市场。

公司第一大单品乌苏是行业近年来仅有的爆品，且仍处于快速成长期，是公司业绩增长的重要来源。目前公司逐步丰富疆外乌苏产品矩阵，提升乌苏产品势能，并在华南华东地区提升产能，保障产品后续供应。我们认为，乌苏在消费端有强购买意愿、渠道端有足够推力、生产端同样加速布局助力全国化，有潜力成长为全国性的大单品。

随着女性酒水消费占比的持续提升，白啤、果酒细分发展态势良好。超高端白啤1664和新品夏日纷卡位高端价格带，定位女性消费人群，后续表现值得期待。

盈利预测、估值与评级：考虑到大单品乌苏全国化进展顺利，高端产品1664和夏日纷亦值得期待，我们维持重庆啤酒2021-2023年EPS分别为2.15/2.74/3.30元，维持“买入”评级。

表13：重庆啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,212	10,942	13,296	15,571	17,645
营业收入增长率	-	7.14%	21.52%	17.11%	13.32%
净利润（百万元）	792	840	1,039	1,324	1,596
净利润增长率	-	6.05%	23.63%	27.45%	20.54%
EPS（元）	2.15	1.74	2.15	2.74	3.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	43.23%	143.54%	63.96%	44.91%	35.12%
P/E	72	89	72	56	47
P/B	30.9	127.4	45.9	25.3	16.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-21 注：2019-2020采用备考口径披露数据



产品端，“1+1+N”战略持续推进中，公司当前重新聚焦主品牌，同时发力纯生大单品，通过经典+纯生来拉动其他N个新品的发展，目前已看到白啤快速放量增长，1903表现良好。对于中低端价格带的崂山品牌，公司则采取陆续提价的策略，持续改善渠道利润。白啤方面，为应对白啤快速增长带来的产能供应问题，公司着手布局第三家工厂，预计明年1月投产。于此同时，公司积极发挥自身品牌与品质优势，推出了BGM白梨果啤、玫瑰红白啤等多款新品，丰富了高端品牌矩阵；并提出原浆啤酒72小时内冷链送达的方式为消费者提供更高品质的啤酒，提升产品竞争力。

品牌建设方面，公司着重提升青岛主品牌影响力，通过“TSINGTAO 1903”青岛啤酒吧、百年之旅艺术长廊等一系列多元化、沉浸式的线下营销活动触达目标消费人群，强化消费者认知，提升青岛啤酒在高端产品领域的影响力。随着公司高端产品力的持续提升与对消费者高端啤酒品牌认知的不断培育，公司有望进一步扩大高端领域的竞争优势。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司高端化升级战略进展顺利，产品结构持续优化，高毛利的高端产品占比提升有助于改善公司整体盈利情况。我们维持2021-2023年EPS分别为2.07/2.55/2.97元，维持“买入”评级。

表14：青岛啤酒盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	30,254	32,153	33,987
营业收入增长率	5.30%	-0.80%	8.99%	6.28%	5.70%
净利润（百万元）	1,852	2,201	2,821	3,480	4,057
净利润增长率	30.23%	18.86%	28.15%	23.38%	16.57%
EPS（元）	1.37	1.61	2.07	2.55	2.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.66%	10.67%	12.58%	14.15%	15.00%
P/E	75	64	49	40	34
P/B	7.2	6.8	6.2	5.7	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-21

4.5 百威亚太



公司立足于亚洲这一全球最大且增速最快的啤酒市场，率先进军高端啤酒领域，凭借着高端和超高端价格带的系列产品，在高端和超高端市场上占据领先地位。2020年公司高端啤酒销量市占率达41.9%，远超其他厂商。百威主品牌零售额市占率第一，达30.4%。

公司背靠母公司全球啤酒龙头企业百威英博集团，产品储备丰富，旗下品牌超50个，高端单品科罗娜、蓝妹、福佳白均表现出色。且公司注重多元化发展，一方面与威士忌、红牛等合作推高端烈酒，谋求高端化发展的新突破口；另一方面及时洞察消费动向，把握「她经济」发展趋势，推福佳果味啤酒系列及百威ME系列等产品，进一步扩大消费人群，获取销售增量。

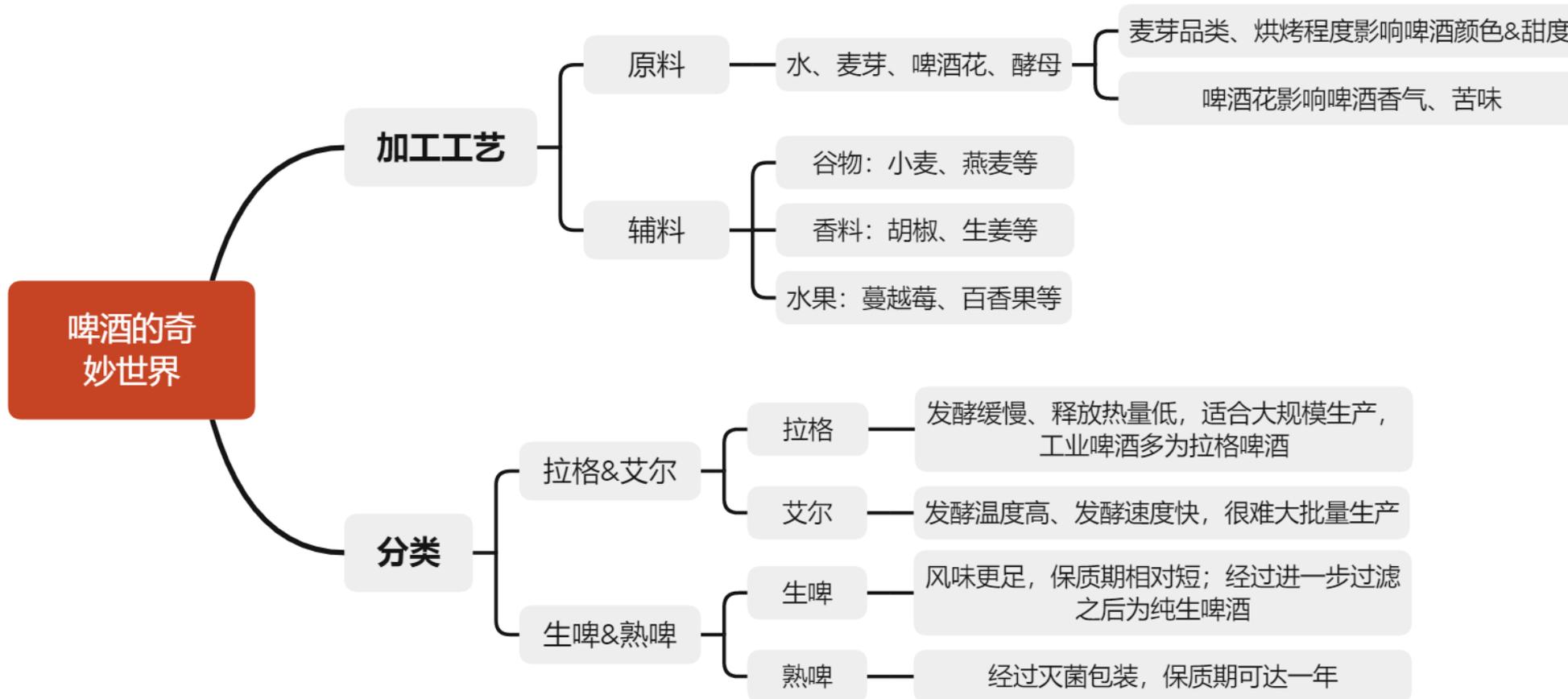
当前中国啤酒行业高端升级趋势显现，公司率先布局高端领域多年，可凭借高端市场已有根基进一步扩大优势，享受高端红利。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司在亚太市场的高端及超高端领域的领导地位，及背靠母公司百威集团的成熟战略体系和丰富的产品储备，我们持续看好公司在高端及超高端领域的竞争优势，维持2021-2023年EPS预测分别为0.07/0.08/0.09美元，维持“增持”评级。

表15：百威亚太盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万美元）	6,546	5,588	6,566	7,135	7,638
营业收入增长率	-2.9%	-14.6%	17.5%	8.7%	7.1%
净利润（百万美元）	898	514	919	1,114	1,250
净利润增长率	-6.2%	-42.8%	78.7%	21.2%	12.2%
EPS（美元）	0.07	0.04	0.07	0.08	0.09
EPS（元）	0.45	0.26	0.45	0.51	0.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.1%	4.8%	8.1%	9.1%	9.5%
P/E	39	68	39	34	30
P/B	3.6	3.3	3.1	2.9	2.7

图52：啤酒的奇妙世界框架图





- 从原料看，啤酒由四大基本原料构成：水、麦芽、啤酒花和啤酒酵母。
- 此外通过添加辅料以增添啤酒的风味：小麦、燕麦等谷物类；胡椒、生姜等香料类；蔓越莓、百香果等水果类。之后通过糖化、煮沸、沉淀、冷却、发酵、过滤流程终形成啤酒。
- 添加物的不同会直接影响啤酒的色泽和口感：麦芽的品类、烘烤程度影响了啤酒的颜色&甜度；不同啤酒花会带来不同的香气&苦味；辅料的加入则为啤酒增添了更丰富的风味。
- 部分工业啤酒为了降低成本会选用大米、玉米淀粉替代部分大麦，采用酒花浸膏、啤酒花制品等替代啤酒花，这使啤酒的口味较淡。与之相对，精酿啤酒常采用更优质的天然原料而非人工添加剂，风味更佳。

图53：啤酒加工流程

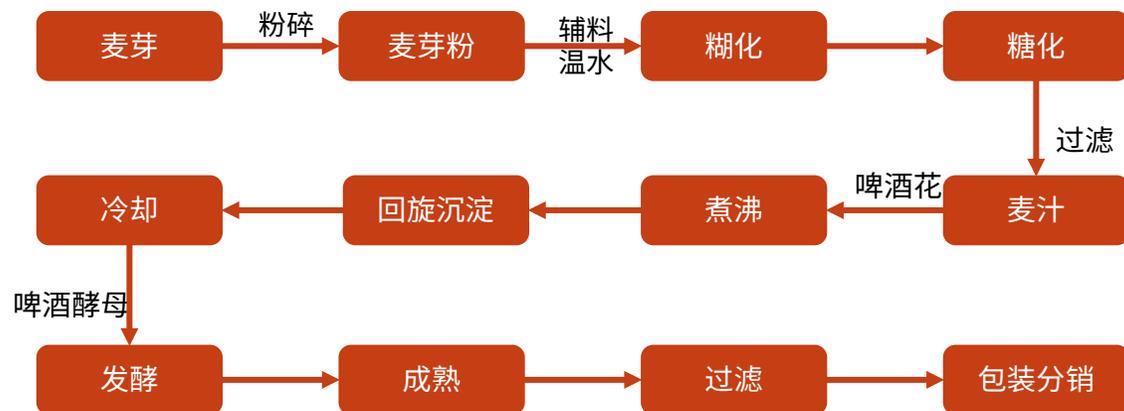


图54：啤酒的颜色差异



5.1 精酿啤酒方兴未艾



- 我国精酿啤酒自2010年进入导入期，在2015-2016年迎来小高潮。2018年以来，消费升级驱动下，精酿啤酒逐步出圈。
- 目前我国对于精酿啤酒尚无明确定义，主要有以下四类玩家：1) 各龙头企业对精酿啤酒的相继布局：企业通过收购、引入进口品牌、自主品牌等方式陆续切入精酿赛道；2) 残留的地方性老酒厂：行业并购整合时期，地方酒厂相继被龙头企业收购，部分残留的老酒厂将生产的地方性品牌转向精酿方向；3) 新兴的地方性酒厂：新投资建设的地方性精酿酒厂主要面向大众市场；4) 多地涌现的独立精酿品牌：产品品质较高且具备一定的品牌影响力，但产量相对较小。
- 目前精酿啤酒主要布局于4类渠道：1) 闪送渠道：目前以河北、河南、山东、北京等北方地区为主，是精酿啤酒的主要渠道，相关品牌有泰山原浆、乐惠鲜啤；2) 夜场渠道：如精酿小酒馆、酒吧等；3) 新零售渠道：线上销售以及便利店销售等方式；4) 传统渠道：即餐饮渠道等。

图55：国内主要的精酿品牌



图56：闪送模式的产品



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

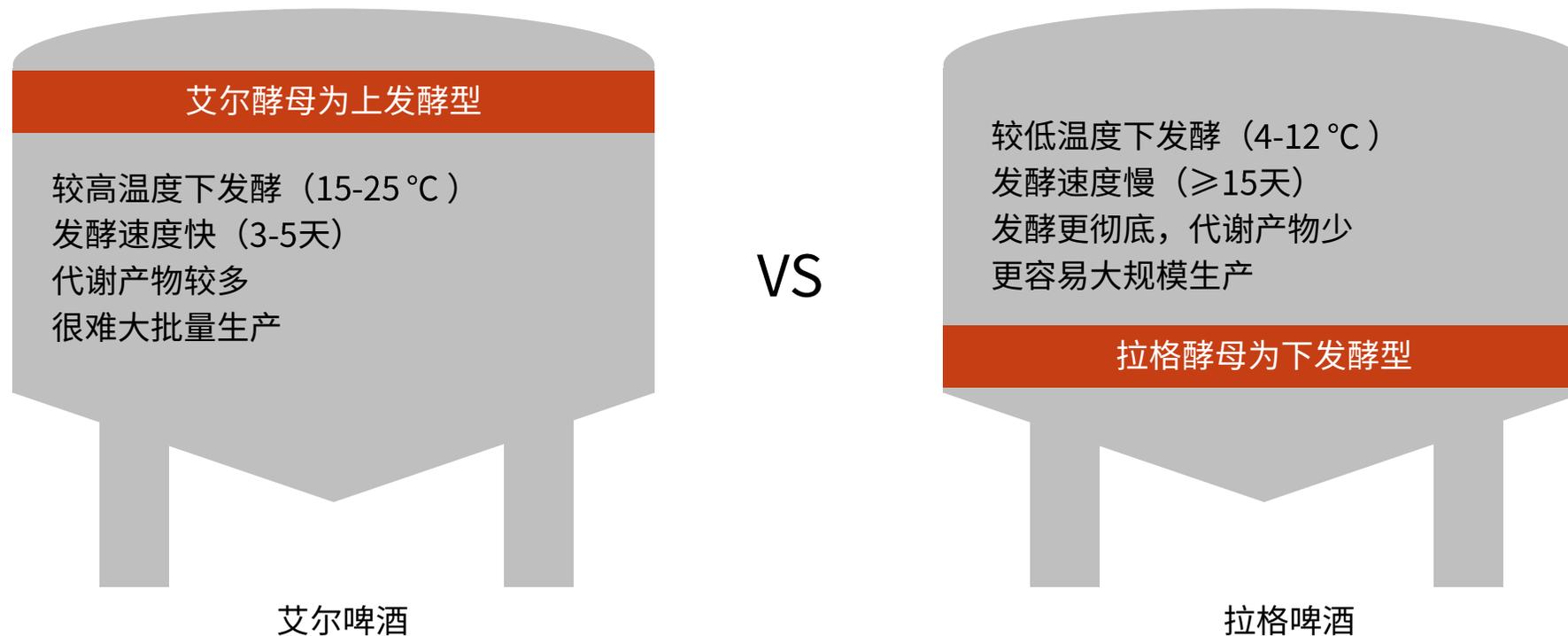
资料来源：各公司官网，光大证券研究所

5.2 啤酒的基本分类



- 啤酒按照酿造工艺可主要分为上发酵型的艾尔啤酒（Ale）和下发酵型的拉格啤酒（Lager）两大类，此外还有少部分自然发酵的啤酒(Wild)。
- 艾尔啤酒与拉格啤酒最主要的差别在于**酵母的品种不同**，由于品种不同，导致酵母的位置、发酵的温度及时间都有所差异。拉格啤酒发酵缓慢、释放热量低，更适合大规模生产，**工业啤酒多为拉格啤酒**。

图57：艾尔和拉格的对比



5.2 艾尔啤酒VS拉格啤酒



在发酵工艺分类的基础上，根据原料的选择及配比、发酵程度等方面的差异，啤酒可细分为上百种不同的品类。艾尔啤酒因发酵速度较快，代谢产物更多，因此风格更多样化。

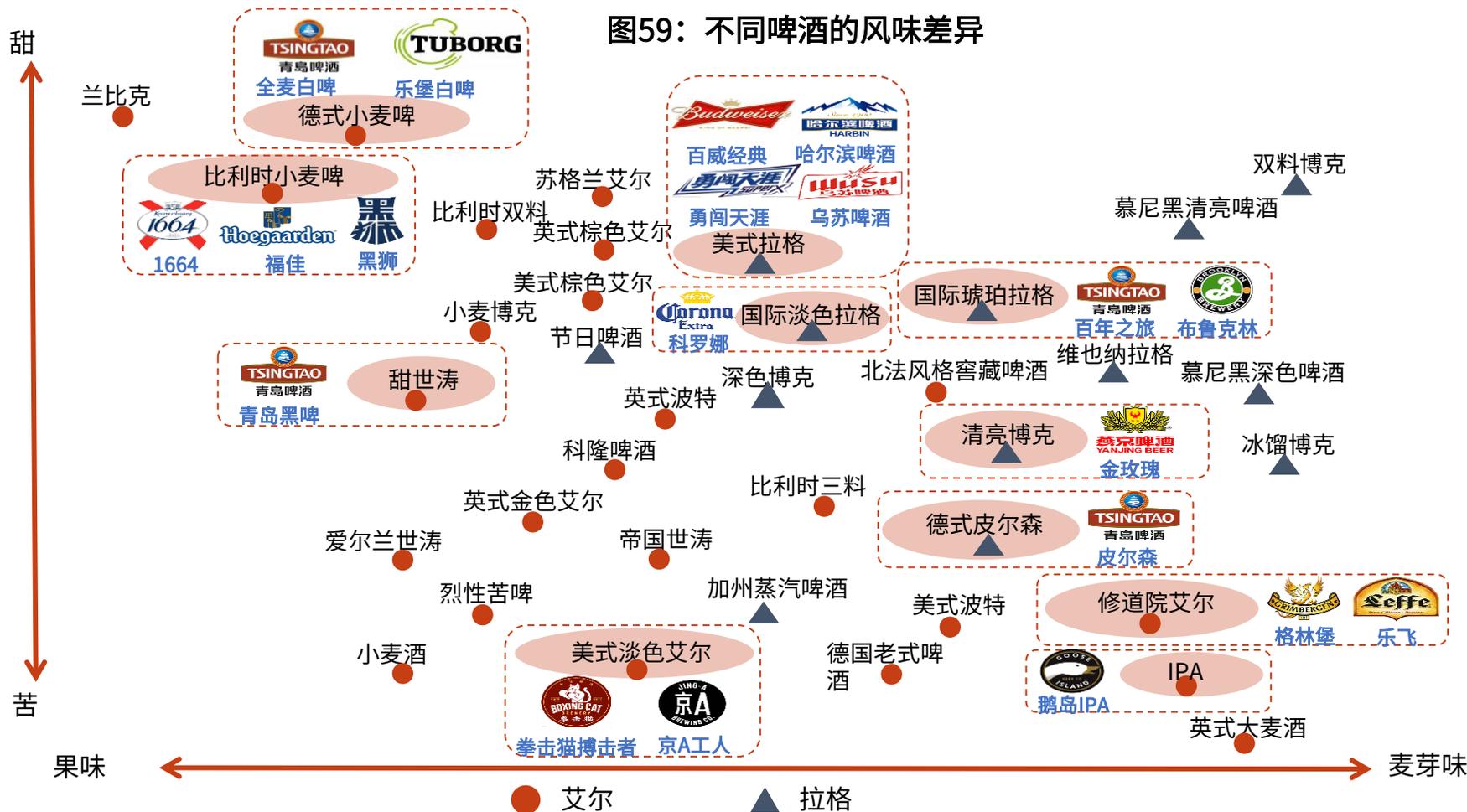
图58： 艾尔&拉格啤酒的主要品类

	艾尔		IPA		世涛	波特	小麦啤酒			修道院艾尔	
特点	最主要的品类之一，口味较淡		啤酒花比淡色艾尔多，更易长途运输，酒味也相对更重		均为黑啤，世涛的度数更高、颜色更深、口感更浓稠细腻，青岛黑啤即为世涛品类		白啤，果香更足，酒液更浅更浑浊			在工艺和原料上的标准严格，酵母味较重	
	美式拉格				国际拉格		皮尔森	博克		欧式拉格	
特点	覆盖面广，大米、玉米等辅料较多，口味更清爽，雪花、百威等工业啤酒都是美式拉格				覆盖面广，辅料相对较少，味道更浓厚		口感干爽苦味绵长，青啤旗下拥有一款皮尔森产品	采用高度数麦芽汁酿造而成的烈性啤酒		起源于德国，产品品类较多、风格差异较大	

5.2 艾尔啤酒VS拉格啤酒



由于制造工艺和添加原辅料的差异，啤酒细分在口味&口感上差异较大，风格各有不同。当前我国啤酒的品类较为单一，未来仍有很大的发展空间。



5.3 生啤VS熟啤

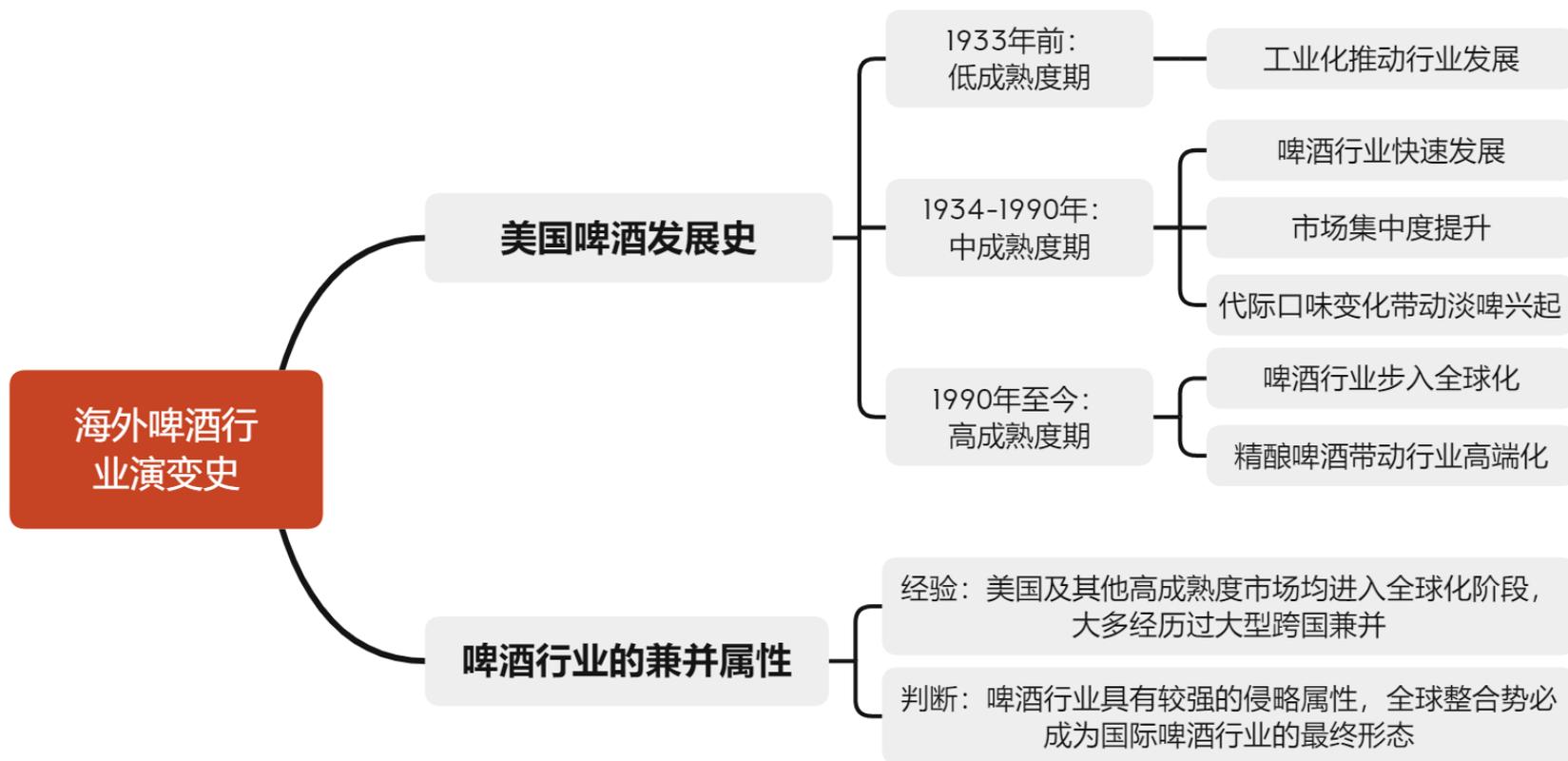


- ▶ 此外，按照酵母菌的活性程度可以将啤酒分为生啤&熟啤两大类。生啤的风味更足，但保质期也相对更短，往往只有3-7天。熟啤经过灭菌包装后，保质期可长达一年，更适合批量生产。
- ▶ 未经处理便出厂的生啤为原浆啤酒。而经进一步过滤处理后，生啤的保质期可延长至几个月，即为口感较好的纯生啤酒。
- ▶ 除普通的熟啤外，部分发酵程度较高的熟啤糖分较低，口感更干爽，因此命名为干啤。若熟啤在出厂前一直处于冰点温度，过滤冰晶后更为清亮，则称之为冰啤。市面上常见的冰纯、冰爽、清爽等啤酒都为熟啤酒。

图60：按酵母活性划分的啤酒品类



图61：海外啤酒行业演变史框架图



6.1 美国啤酒发展史



美国啤酒的发展史可以大致分为三个阶段：1) 1933年前：低成熟度时期，工业化推动行业发展；2) 1934-1990年：中成熟度时期，啤酒行业快速发展；市场集中度逐步提升，最终形成三大龙头寡头垄断的格局；代际口味变化带动淡啤兴起；3) 1990年至今：高成熟度时期，啤酒行业步入全球化，国际并购浪潮促使行业进一步整合，精酿啤酒风起带动行业走向高端化。

图62：美国啤酒行业发展历程



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：wind，光大证券研究所

6.1 1933年以前：低成熟度时期



- 随着欧洲移民的涌入，外来啤酒文化促使美国啤酒行业获得快速发展。1873年顶峰时期啤酒厂数量达4131家。进入19世纪中后期，在工业革命与拉格啤酒引入的背景下，啤酒生产走向工业化，酒厂单个规模扩大，总体数量减少。
- 1920-1933年期间禁酒令的颁布叠加大萧条的影响，促使啤酒行业开始整合，大量小型啤酒厂快速出清。酒企从1914年的1300多家降至解禁时的164家。
- 百威前身A-B成立于1865年，通过布局全国冷链网络与买店模式控制终端，百威成为首个全国性啤酒品牌。19世纪末A-B已成为美国最大的啤酒厂商，1900年年产量已超过100万桶。

图63：啤酒厂数量达顶峰后逐年下降

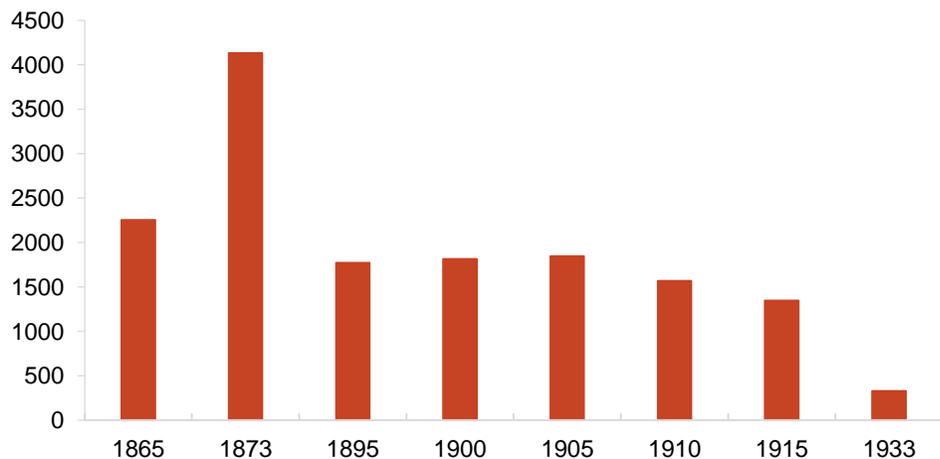
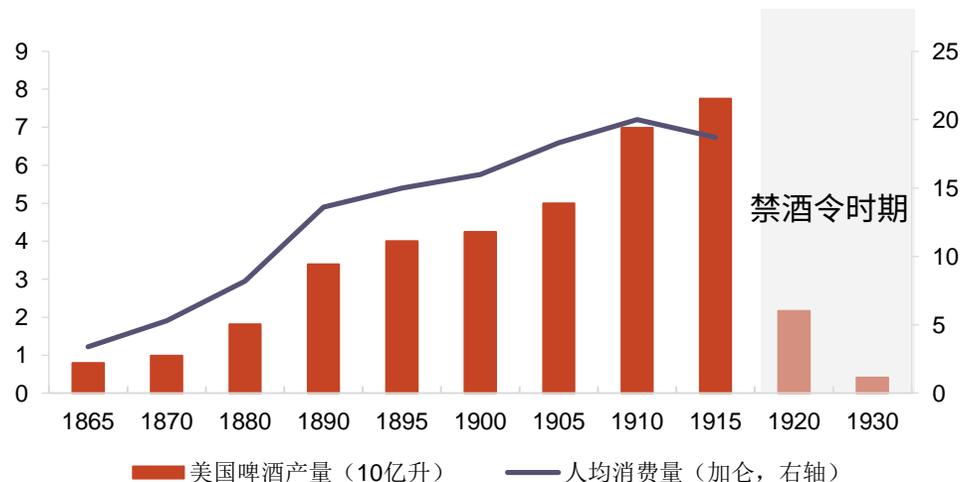


图64：啤酒产量在工业化背景下快速增长



6.1 1934-1990年：中成熟度时期



- **1934-1960年：**随着禁酒令的结束以及美国经济的复苏，啤酒行业获得快速恢复。其中百威通过一系列爱国与平复经济恐惧的广告提升品牌形象，1938年销量超200万桶，同比增长173%，远高于行业增长率26%。二战期间，政府的大规模采购推动了啤酒行业的发展，人均啤酒消费量增长50%。
- **1960-1990年：**战后婴儿潮一代成为消费主力，消费人群的快速增长使得啤酒销量获得迅速提升。婴儿潮一代偏好苦味较弱、口感清淡的啤酒，这一特性使得**淡啤迅速兴起**，在20世纪末淡啤品类的市占率达30%以上，至今仍是美国最受欢迎的品类之一。
- 米勒啤酒把握新一代的口味变化，1975年率先推出米勒淡啤。同时精准定位目标人群，通过当时兴起的电视大量投放广告，提升品牌知名度。A-B紧随其后，于1977年推出天然淡啤和米狮淡啤。

图65：啤酒产量与人均销量获得快速提升

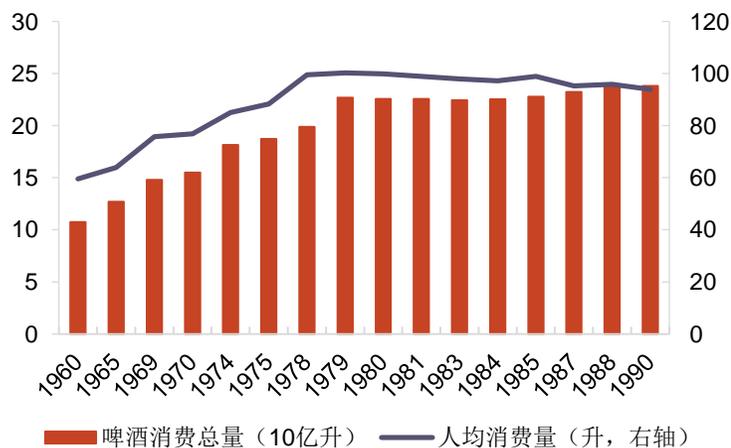


图66：1965-1980年主力消费人群占比提升

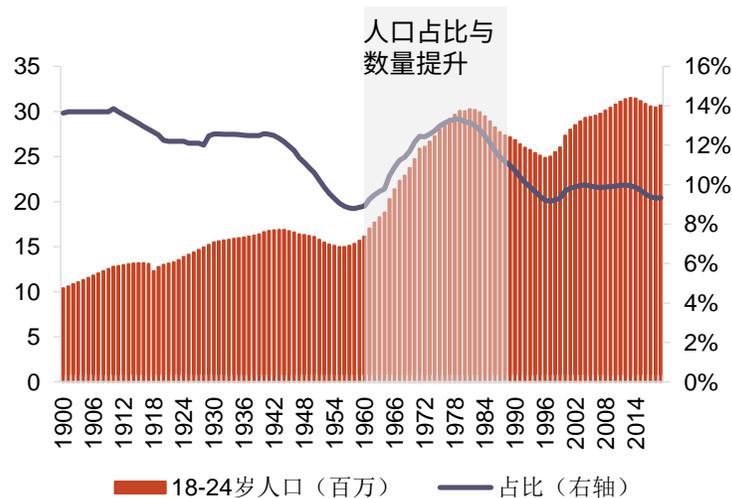
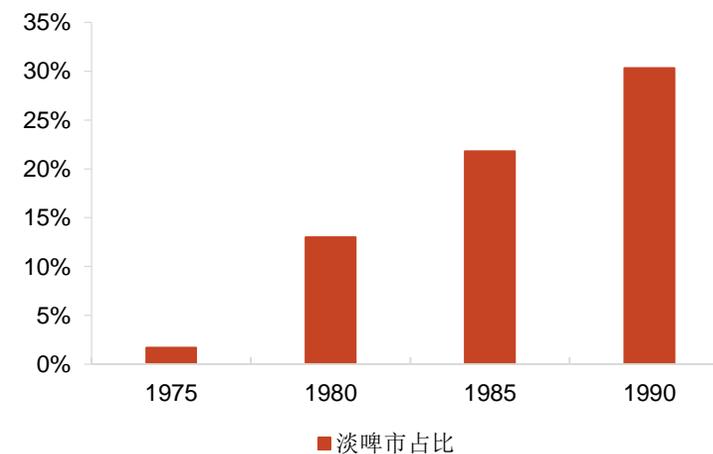


图67：淡啤的市占率快速提高（按销量）



6.1 1934-1990年：竞争格局



- 1950-1980年期间，啤酒行业获得快速发展的同时，市场竞争同样十分激烈。随着小啤酒厂的收购或淘汰，市场份额迅速向头部集中，1980年已形成A-B、米勒、康胜三大啤酒厂寡头垄断的相对稳定态势，CR3提升至58%，1991年CR3已达78%。其中A-B自1957年起始终保持在行业龙头地位，且市占率不断提升。
- 从跑马圈地到寡头垄断，竞争格局的变化可大致分为三个阶段：1) 50-60年代：竞争最为激烈，持续性的价格战使小啤酒厂陆续关闭或被收购。2) 70年代：竞争趋缓，各啤酒厂陆续扩建大工厂，单厂规模不断提高。3) 80-90年代：价格战平息，形成寡头垄断态势；各企业进行产能优化、关厂提效。

图68：啤酒厂数量进一步减少

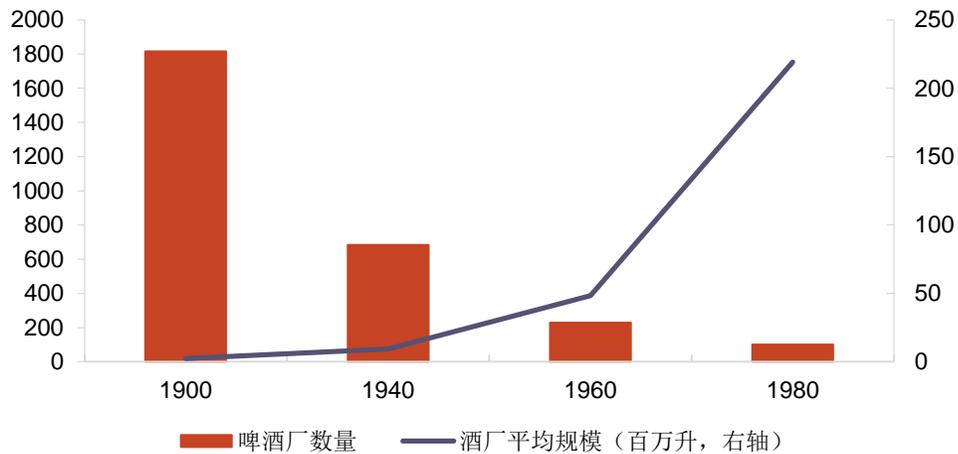
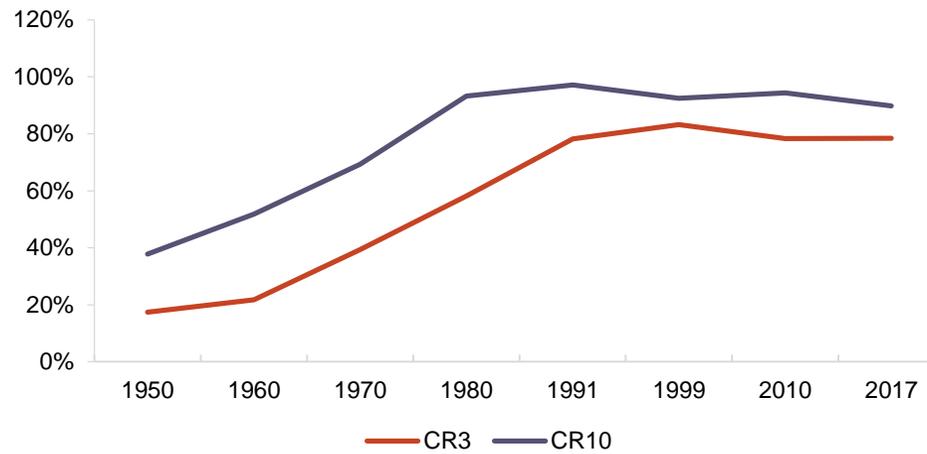


图69：市场集中度逐步提升（按销量）



6.1 1990年至今：国际并购浪潮



- 1990年后：随着美国啤酒市场进入成熟阶段，各大啤酒厂商开启了海外收购的浪潮，啤酒行业也进入了全球化阶段。
- 行业巨头之间的合并，进一步提升了在美市场的集中度。在啤酒行业步入全球化的90年代，A-B仍专注于美国本土市场，谨慎开拓海外市场，拒绝了3G资本的并购邀请，错失进军国际市场的良机。与此同时，3G资本通过收购博浪切入啤酒赛道，并不断削减费用，持续收购他国大厂，最后收购了A-B，成立了百威英博集团。

图70：3G资本收购历程



表16：A-B海外扩张进程

年份	扩张事件
1981	成立A-B国际公司
1993	投资墨西哥Grupo Modelo
1995	收购中德长江啤酒厂
2002	与青啤签署战略合作协议
2004	收购哈尔滨啤酒

6.1 1990年至今：产品结构高端化升级



- A-B出现销量下滑最终被英博收购与精酿啤酒的兴起有着密不可分的关系。1978年美国允许家庭酿制啤酒，精酿啤酒开始发展。同时90年代美国经济快速发展，人们追求个性化更强的多元化啤酒，精酿啤酒厂数量大幅增加。
- 精酿的兴起对A-B等大型啤酒厂商的销量造成了冲击，A-B、米勒等传统厂商通过收购进场，进一步推动了精酿啤酒的发展。据BA统计，2019年美国精酿啤酒市场份额已达25%。
- 当前精酿啤酒仍处在快速发展阶段，多元化的精酿小厂持续涌现，产品端呈现高端多元的升级态势。百威英博成立后，也在不断收购全球各地的精酿品牌，积极加入到精酿啤酒的浪潮之中。

图72：精酿啤酒厂数量和市占率快速提升

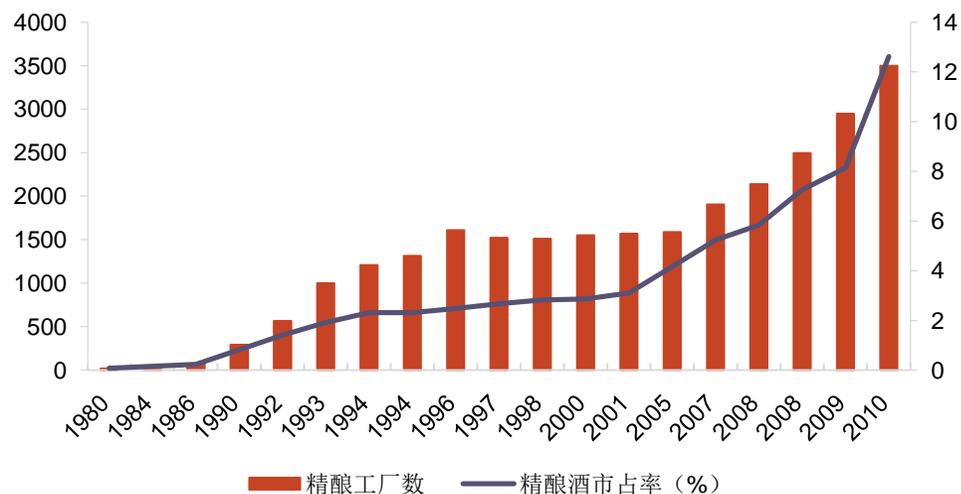


表17：百威收购的多个精酿品牌

年份	收购品牌
2011	Goose Island
2014	Blue Point
2015	Elysian
2016	Devils Backbone
2017	Wicked Weed
2017	拳击猫
2019	Platform
2019	Kona

6.2 全球整合是啤酒行业的发展终局

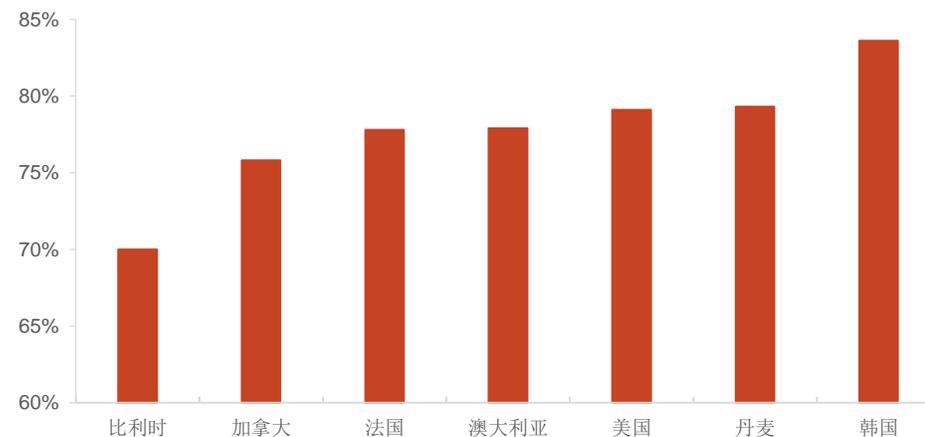


- ▶ 与美国相类似，其他高成熟度市场同样随着行业的发展进入全球化阶段，且大多经历过大型的跨国兼并，在不断整合后最终呈现出较高集中度。我们认为，啤酒行业具有较强的侵略属性，全球整合势必成为国际啤酒行业的最终形态。百威英博是少有的通过单一品类实现全球扩张发展的公司，这与啤酒行业的独特的兼并属性休戚相关。
- ▶ 产品方面，随着消费能力的提升，人们的自主需求日益增强。各企业一方面需把握消费动向，推出迎合消费者喜好的产品。另一方面为满足人们的多元化需求，各公司通过内部出新与外部收购等方式，不断丰富品牌矩阵，推动产品的多样化发展。
- ▶ 综合来看，虽然消费者的多元化需求带动啤酒的多品类发展，各类小型啤酒厂相继出现，但整体市场份额仍然在向头部集中，大厂整合的趋势依旧未变。

表18：各企业的品牌矩阵不断丰富

年份	A-B	康胜	米勒	蓝带
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

图73：各成熟市场国家CR3较高(2020年 按销量)



- ❑ 风险提示1：局部地区竞争加剧
- ❑ 风险提示2：行业高端化进程低预期
- ❑ 风险提示3：原材料上涨超预期

衷心 感谢

光大证券研究所



食品饮料研究团队

陈彦彤

🔗 执业证书编号: S0930518070002

☎ 电话: 021-52523689

✉ 邮件: chenyt@ebscn.com

汪航宇

☎ 电话: 021-52523877

✉ 邮件: wanghangyu@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。