

Beer industry sees an Upgrade of industrial structure Outperform (Maintain)

29 June 2022

 Research Analyst
 Shirui Ouyang

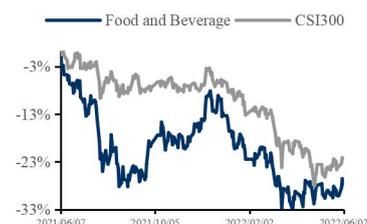
(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

Investment Thesis

- The past forty years of the beer industry saw its development from multiple competitors to oligopoly and the continuously upgrading product mix.** Throughout forty years' development, China's beer industry has moved towards an era of stable market scale and increasing product price, as well as reducing costs and increasing operating efficiency. China's beer industry has experienced multiple stages of development including introduction, growth, and maturity, and competitive factors also have shifted from early production capacity to product mix. In 2013, China's beer production peaked at 50.62 million kiloliters and a "five-oligopoly" competition pattern of China Resources Beer, Tsingtao Beer, Budweiser, Chongqing Brewery and Beijing Yanjing Brewery, has gradually formed. Under the competition in existing markets, we believe that 1) the trend of consumption upgrade is driving the acceleration of product upgrade of domestic beer brands from low-end to mid-to-high end, opening up the product price space; 2) the product mix upgrade contributes to cost-reduction and efficiency-enhancement on the production side, and process upgrade will continue to improve the profitability of companies as well.
- Opportunities in distress: Increasing cost drives price to rise, and profitability of beer companies may continue to improve.** Since the outbreak of covid-19 pandemic in 2020, raw material prices such as barley, glass bottles and aluminium cans have continued to rise, leaving the beer industry under great cost pressure. Since April 2021, the leading beer companies have announced price rises for various products and our expectation of the increase level for most products is about 5%- 10%. The review of past three rounds of price rises in beer industry suggests that cost increasing and product mix upgrading are two main reasons for price increases. We believe that this round of price rise is similar to the situation in 2018 where the cost pressure can be passed to consumers smoothly via price rises, and a greater profit elasticity would be obtained when the raw material prices fall. At the same time, leading companies can further improve product positioning with brand advantages, raise product prices and strengthen their profitability.
- Under the competition for existing markets, product mix optimization & cost reduction open up the medium and long-term growth potential.** As the market concentration continues to rise, it comes to be a consensus for leading companies to shift product positioning from "low-end" to "high-end". In terms of quantity, benchmarking with the US and Japan, China's per capita beer consumption already topped out, and demand tightening may limit the entry of emerging brands to some extent, resulting in higher beer industry entry barriers and fiercer competition in existing markets. In terms of price, in the long term leading companies will benefit from 1) product mix upgrades (the increasing proportion of mid-to-high-end products will further improve the unit price). 2) optimizing production costs by improving the use of cans when packing. 3) reducing costs, increasing operating efficiency and other trends. Also, the top companies can combine their brand, channel and product advantages to further increase their market share and open up the medium and long-term growth space.
- Recommendations:** We are bullish on the expected earnings improvement of leading beer companies in the context of price rises and higher-end products trends. Rising costs and the long-term trend towards premium products drive the upgrade of beer products' supply side, thereby meeting the growing demand for high-quality consumption. Leading companies show significant advantages in the layout of high-end products, production and sales channels. The trend of high-end products will drive leading companies to merge small and medium-sized factories so as to achieve the scale effect, leading to the expectation of further increase in market concentration in the future. We recommend focusing on China Res Beer, Tsingtao Brewery and Chongqing Brewery.
- Risks:** Recurrent pandemic risk; policy tightening risk; fiercer competition among beer companies; lower-than-expected price rises.

Industry performance



Related reports

《五粮液经营稳健, 稳中有进—结合普五批价复盘及股东大会反馈》

2022-05-30

《白酒板块 Q2 及下半年投资策略: 场景转暖, 复苏在途, 反弹可期》

2022-05-25

《啤酒高端化趋势不减, 乳制品疫情影响有限》

2022-05-22

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Jun Tang (汤军)** and **Yuzhe Li (李昱哲)**.

啤酒行业深度报告

产优暖风徐，杯酒长精神 增持（维持）

2022年06月29日

证券分析师
欧阳诗睿

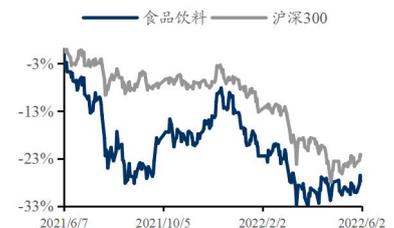
(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

投资要点

- **复盘啤酒四十年，从群雄到寡头，产品结构持续升级。**纵观行业四十年发展，我国啤酒行业迈向量稳价增、降本增效的存量博弈时代。通过复盘，我们发现国内啤酒行业已经历导入-成长-成熟等多个发展阶段，竞争要素亦实现由早期的产能到产品结构的转变。2013年我国啤酒产量见顶，达5062万千升，华润啤酒/青啤/百威/重啤/燕京啤酒五大寡头竞争格局渐成，据我们测算，2020年CR5市占率73.6%。在存量博弈下，我们认为：1) 消费升级趋势正促使国内啤酒品牌产品加速从低端向中高端升级，产品价格空间被打开。2) 产品结构升级亦驱动酒企在生产端降本增效，关停并转提升产能利用率，罐化、酿造等工艺升级亦将持续优化企业盈利能力，啤酒产业结构升级新时代大幕徐徐拉开。
- **困境下的机会：成本驱动提价，酒企盈利能力或持续上行。**2020年疫情爆发以来，大麦、玻璃瓶及铝罐等原材料价格持续上行使得行业面临较大成本压力。自2021年4月以来，华润啤酒、青啤、重啤等多家龙头啤酒企业宣布多款产品提价，我们预计大部分产品提价幅度约5~10%。复盘啤酒历史三次提价情况，成本上涨和结构升级为历次提价的两大主因。我们认为本次涨价与2018年情况类似，通过提价政策，成本端压力可以较为顺利的传导至消费者，待原料价格下降可获较大利润弹性。以青岛啤酒为例，我们测算包材和大麦价格调整区间在-20%~20%区间，利润率提升区间为7.5%至7.5%。同时，龙头企业可以借助品牌优势进一步提高产品定位，提升产品价格，盈利能力进一步加强。
- **存量博弈之下，产品结构优化&降本增效打开中长期成长空间。**行业集中度持续上升背景下，啤酒产品定位由“低端”向“高端”的转变逐渐成为龙头共识。对标美日，从量来看我国人均啤酒消费量见顶后所代表的需求收紧或在一定程度上限制新兴品牌的进入，行业进入壁垒提高转向存量博弈。我们预计未来我国人均啤酒消费量将在1.5~1.6升/人区间缓慢下降。从价来看，长期来看龙头玩家将受益于：1) 产品结构升级(加速中高端化产品布局吨价提升，2016年我国500ml啤酒均价1.16美元，相较于日本、美国的4.07、3.1美元仍有较大提升空间)；2) 罐化率提升优化生产成本(我国罐化率26%低于世界平均16pct)；3) 降本增效(头部啤酒厂商持续通过关停并转去产能提升效率、调结构提振盈利水平等方面发力)等趋势，并结合自身品牌/渠道/产品优势进一步提升市占率，打开中长期成长空间。
- **投资建议：**我们看好提价及高端化下龙头厂商的预期盈利提升。成本上升和行业的长期高端化趋势助推啤酒产品供给侧升级，从而满足消费者日益增长高质量消费需求。龙头厂商在高端布局、产销渠道上有显著优势，高端化推动厂商合并中小工厂，实现规模化效应，市场集中度进一步提升未来可期。推荐：1) 市占率领先，借助渠道端赋能经销商体系，雪花与喜力为代表的4+4品牌矩阵快速中高端化进程的华润啤酒。2) 国内最早介入高端产品系龙头酒企产品布局广泛、消费者品牌认可度较高，深耕国内外市场的青岛啤酒。建议关注：3) 战略布局前瞻，推出乌苏、1664爆款产品，吨价领先同行，后期借助大单品持续发力叠加扬帆27战略、大城市计划进一步扩张，差异竞争实现量价齐升的重庆啤酒。
- **风险提示：**疫情反复风险、政策收紧风险、啤酒厂商竞争加剧、提价落地不及预期风险。

行业走势



相关研究

- 1、《**五粮液经营稳健，稳中有进—结合普五批价复盘及股东大会反馈**》2022-05-30
- 2、《**白酒板块 Q2 及下半年投资策略：场景转暖，复苏在途，反弹可期**》2022-05-25
- 3、《**啤酒高端化趋势不减，乳制品疫情影响有限**》2022-05-22

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢**汤军**和**李昱哲**的指导。

内容目录

1. 复盘啤酒四十年，从群雄到寡头，产品结构持续升级	6
1.1. 1979-2002 年：本土企业群雄割据，逐步市场化.....	7
1.2. 2003-2013 年：市场蛋糕继续做大，整合并购不断推进.....	10
1.3. 2014-2021 年：市场格局基本稳定，高端化成为发展新目标.....	15
2. 困境下的机会：成本驱动提价，酒企盈利能力或持续上行	20
2.1. 以史为鉴：成本上涨和结构升级为历次提价的两大主因.....	21
2.1.1. 2007 年末-2008 年初：原材料价格上升直接驱动啤酒提价.....	21
2.1.2. 2011 年：成本上涨与通胀预期共同推动啤酒企业提价.....	22
2.1.3. 2018 年：成本驱动&消费结构升级是提价主要因素.....	24
2.2. 价格传导逐步验证，成本端弹性较大.....	25
3. 存量博弈之下，产品结构优化&降本增效打开中长期成长空间	28
3.1. 对标美日，价格与行业集中度仍有望持续提升.....	28
3.2. 啤酒行业未来趋势：罐化提速、降本增效、结构升级.....	30
3.2.1. 罐化率将进一步提升，啤酒厂商综合成本有望下降.....	30
3.2.2. 龙头企业关厂提效，产品结构向高端化升级.....	31
3.2.3. 高端消费场景高溢价驱动产品升级.....	33
4. 投资建议	34
5. 风险提示	35

图表目录

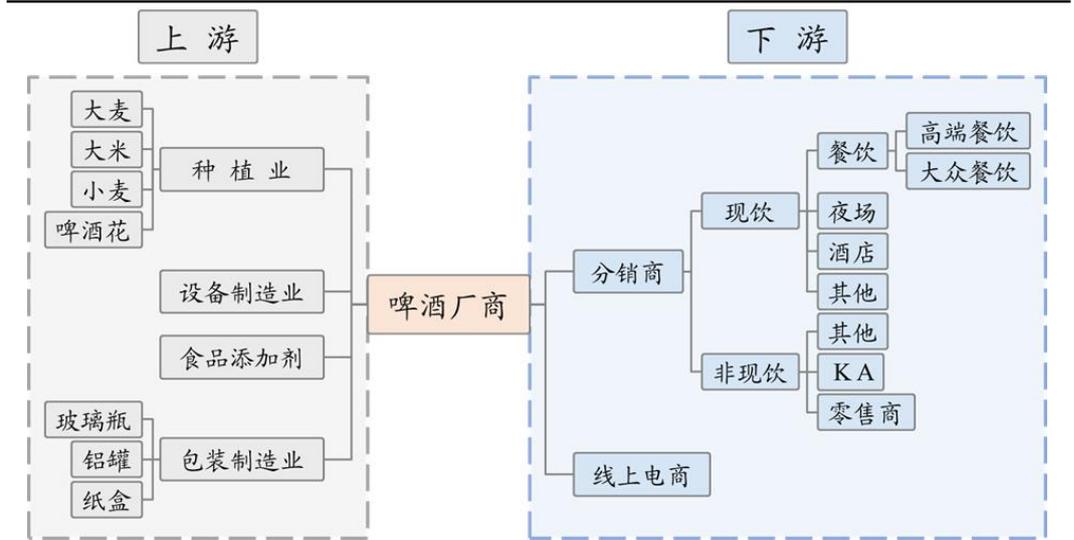
图 1:	啤酒产业链布局情况	6
图 2:	中国啤酒行业发展历程	7
图 3:	我国啤酒行业产量在 2013 年见顶	7
图 4:	百威在中国的包装进化史 (1995-2002)	10
图 5:	雪花啤酒品牌价值 (亿元)	11
图 6:	华润主要产品全家福	11
图 7:	2003-2013 年国内啤酒市场龙头竞争格局变化	11
图 8:	青岛啤酒分销体系	12
图 9:	青岛啤酒“工作站”的运作模式	12
图 10:	青岛啤酒受到国际消费者欢迎	13
图 11:	青岛啤酒广告登上纽约时代广场	13
图 12:	重庆啤酒相较于其他本土龙头具有毛利率优势	14
图 13:	百威亚太中国大陆区品牌矩阵	15
图 14:	百威英博企业文化“十原则”	15
图 15:	2020 年中国啤酒行业市场份额 (终端销量口径)	16
图 16:	龙头企业“群雄割据”	16
图 17:	2020 年全球市场高端拉格啤酒销量占比	16
图 18:	2020 年中国市场高端拉格啤酒销量占比	16
图 19:	2021 年国内啤酒企业平均销售单价 (元/吨)	17
图 20:	重庆啤酒实现销量正增长 (万千升)	19
图 21:	重庆啤酒毛利率持续增长 (%)	19
图 22:	铝罐及玻璃现货价	20
图 23:	全国大表现货价 (单位: 元/吨)	20
图 24:	中国大麦主要进口来源国	20
图 25:	2006-2013 年龙头企业毛利率 (%)	22
图 26:	2006-2013 年青岛啤酒吨酒收入及营业成本	22
图 27:	2006-2013 年重庆啤酒吨酒收入及营业成本	22
图 28:	2006-2013 年燕京啤酒吨酒收入及营业成本	22
图 29:	龙头企业 2010-2011 年毛利率情况	23
图 30:	青岛啤酒 2010-2012 吨酒收入及营业成本	23
图 31:	重庆啤酒 2010-2012 吨酒收入及及营业成本	24
图 32:	燕京啤酒 2010-2012 吨酒收入及营业成本	24
图 33:	中国啤酒年产量	24
图 34:	龙头啤酒厂商归母净利润同比增长率	24
图 35:	瓦楞纸和铝现货价 (元/吨)	25
图 36:	玻璃现货价 (元/平方米)	25
图 37:	酒类商品 CPI 与 PPI 剪刀差	26
图 38:	青岛啤酒包材/大麦原料价格变动对利润率影响测算	27
图 39:	申万行业指数相对涨跌幅	27
图 40:	中美日 15 岁以上人均啤酒消费量 (升)	28
图 41:	美国人均酒类消费总量稳定, 啤酒持续下降 (升)	29
图 42:	日本人均酒类消费总量下降, 啤酒占比下降 (升)	29

图 43:	中国人均酒类消费总量触顶回落, 啤酒占比相比高点略微下降 (升)	29
图 44:	中美日各酒种 500ml 价格对比 (2016 年, 美元)	29
图 45:	美国啤酒龙头企业市占率 (按销量)	30
图 46:	国内龙头企业未来上升空间更大	30
图 47:	包材为啤酒制造主要成本 (以青岛啤酒为例)	31
图 48:	我国啤酒罐化率有较大提升空间 (2020 年)	31
图 49:	青岛啤酒产能利用率不断提升 (单位: 万千升)	31
图 50:	龙头企业产品矩阵	32
图 51:	中美精酿啤酒渗透率持续增长 (按销量口径)	32
图 52:	现饮渠道为主要销售渠道 (销售额占比, %)	33
图 53:	现饮渠道/非现饮渠道相对售价	33
图 54:	高端消费场景溢价水平更高	33
表 1:	燕京啤酒发展里程碑事件 (1980-2002 年)	8
表 2:	青岛啤酒历史里程碑事件 (1903-2002)	9
表 3:	华润啤酒并购兼并史 (1994-2002 年)	9
表 4:	百威英博的中国发展历程 (1984-2002)	10
表 5:	2003-2013 年华润啤酒重大并购事件	11
表 6:	2003-2013 年嘉士伯重大并购/合资项目	13
表 7:	2014 年以来华润啤酒新产品布局	17
表 8:	2014 年以来青岛啤酒新产品布局	17
表 9:	重庆啤酒主要品牌产品矩阵	18
表 10:	百威啤酒精酿、果啤产品线	19
表 11:	2021 年龙头啤酒企业提价	21
表 12:	2008 年龙头啤酒企业提价	21
表 13:	2011 年龙头啤酒企业提价	23
表 14:	2018 年龙头啤酒企业集体提价	25
表 15:	2018 年龙头啤酒股价及经营表现	26

1. 复盘啤酒四十年，从群雄到寡头，产品结构持续升级

我国现代啤酒产业在改革开放后快速崛起，发展至今已有 40 余年历史，从啤酒产业链整体布局来看，产业链上游参与主体为原材料供应商，供应商为中游啤酒生产商提供大麦（主料）、小麦、酒花等原材料以及玻璃瓶、铝罐、纸盒等包装物材料；产业链中游参与者为啤酒生产商。产业链下游涉及销售渠道和消费者，销售渠道主要分为现饮和非现饮渠道，其中以餐饮、夜场、酒店等场所为主的现饮渠道是啤酒主要销售渠道。

图 1：啤酒产业链布局情况



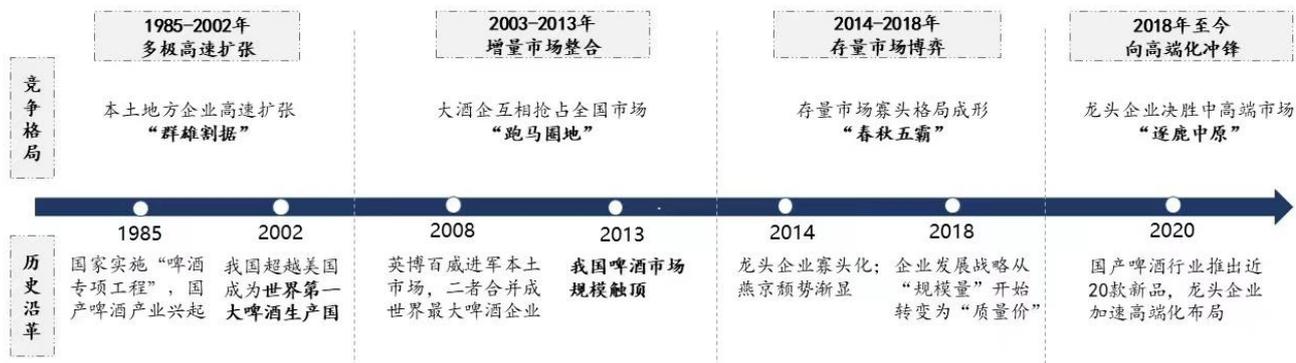
数据来源：东吴证券(香港)整理

纵观行业四十年发展，我国啤酒行业已迈向量稳价增、降本增效的存量博弈时代。通过复盘，我们发现国内啤酒行业已经历导入-成长-成熟等多个发展阶段，竞争要素亦实现由早期的产能到结构的转变。

由于早期啤酒生产工艺与运输半径限制，区域品牌百花齐放，到 2002 年我国成为全球第一大啤酒生产国。啤酒产业蓬勃发展的同时外资品牌介入与国内过剩产能洗牌，华润、青啤等兼具品牌与产品力酒厂依靠兼并收购快速崛起为全国性龙头。但受制于啤酒消费需求边际放缓，2013 年我国啤酒产量见顶，华润、青啤、百威、重啤、燕京五大寡头竞争格局渐成。

在存量博弈下，我国中高端产品市场高地仍由百威等国际品牌占据。我们认为，消费升级趋势正促使国内啤酒品牌产品加速从低端向中高端升级，产品价格空间被打开。同时，产品结构升级亦驱动酒企在生产端降本增效，关停并转提升产能利用率，罐化、酿造等工艺升级亦将持续优化企业盈利能力，啤酒产业结构升级新时代大幕徐徐拉开。

图 2: 中国啤酒行业发展历程



数据来源: 东吴证券(香港)整理

图 3: 我国啤酒行业产量在 2013 年见顶



数据来源: 国家统计局, 东吴证券(香港)

1.1. 1979-2002 年: 本土企业群雄割据, 逐步市场化

一城一啤格局渐成, 厂商能力参差奠定整合基础。伴随改革开放, 我国啤酒行业在此阶段实现真正的市场化。1985 年国家实施“啤酒专项工程”, 到 1988 年中国各地啤酒厂超 800 家, 基本上形成“一城一啤格局”, 每个省的地级市都至少拥有 1 家年生产能力接近或达到 1 万吨的啤酒厂, 行业总体生产规模接近 1000 万吨。但由于行业多以各地本土化的中小企业为主, 产品质量和管理水平的参差为后期行业整合奠定基础。

1992 年-2002 年期间百威、嘉士伯、狮王等为代表的国外啤酒品牌纷纷在中国建立合资企业或外商独资企业。与此同时, 以燕京啤酒、青岛啤酒、华润雪花为代表的国内本土巨头开始兼并收购步伐。

- **燕京啤酒：主打华北市场，把握整合机遇。**公司于1980年成立于北京，以“胡同战略”的分销模式快速崛起，并在1996年成为我国市占率第一品牌。1997年以“红筹背景、A股身份”的股权结构模式完成股份制改造，在两地顺利上市。在20世纪90年代国内啤酒行业大整合背景下，燕京啤酒加速兼并收购，大致以北京为中心的华北市场和以广西为主的华南市场为强势领地，山西、河南、湖北及湖南市场为纽带，形成“工”字型发展路径。

表 1: 燕京啤酒发展里程碑事件（1980-2002 年）

时间	里程碑
1980	北京市顺义县啤酒厂成立
1984	顺义县啤酒厂正式更名为“北京市燕京啤酒厂”
1988	中国食品发酵研究所和燕京技术人员研制的11°P清爽型啤酒投放市场
1989	实施“胡同战略”，定位为北京市民服务
1993	正式注册为北京燕京啤酒集团
1995	并购华斯啤酒，燕京在北京市占率达70%
1997	在港交所及深交所上市
1999	在湖南湘乡成立公司；率先突破100万吨大关
2000	收购包头雪鹿啤酒，提升了内蒙古市场占有率
2001	通过收购山东地方啤酒公司，整合山东近1/4的市场

数据来源：公司官网，东吴证券(香港)

- **青岛啤酒：底蕴丰富，走向世界。**青岛啤酒最早成立于1903年，其前身是德国英国合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司。青啤凭借雄厚的外资、优越的地理条件及政府的大力支持，于1986年成为第一个超过年产销10万吨大关的啤酒企业，荣登行业之首。但由于管理层频繁变动且处于转轨时期，青啤于1995年跌下啤酒行业头部位置。

1996年公司改革序幕拉开，以低成本迅速扩展企业规模，在1999-2001年3年间进行36次收购，包括3家外资啤酒企业——上海嘉士伯、北京的五星和三环，率先完成全国战略布局。但粗放式扩张仅提升了市占率，公司效益并未明显提高。而后公司转向“内涵式发展”战略，依靠技术和核心竞争力提升发展质量并进行一系列资本运作整合。2002年引入世界最大的啤酒企业AB公司作为二股东。青岛为最早开始高端化和国际化品牌，1998年公司率先推出高端产品青岛纯生，1972年进入美国市场，至今仍然是美国市场上销量最大的亚洲啤酒品牌。

表 2: 青岛啤酒历史里程碑事件 (1903-2002)

时间	里程碑事件
1903	中国香港日耳曼啤酒公司的德国商人与英国商人在青岛合资创建日耳曼啤酒公司青岛股份公司，年产啤酒 2000 吨，这是青岛啤酒的前身。
1945	正式更名为“青岛啤酒公司”
1948	产品大批量出口至新加坡
1963	在全国啤酒品质评比会获金奖，被评为国家名酒
1972	青岛啤酒开始进入美国市场
1993	先后在联交所和上交所上市，成为内地第一个在两地上市的公司
1998	实施“大品牌发展战略”，率先开始全国范围内兼并扩张
2001	转变发展战略，由扩张转向整合，注重质量
2002	美国 AB 公司成为青啤第二大股东

数据来源：公司官网、金财社，东吴证券(香港)

- 华润啤酒：背靠集团，依托并购快速崛起。**公司由华润集团与世界最大啤酒公司之一 SABMiller 于 1994 年共同组建。在与沈阳雪花啤酒成立合资公司后以辽宁省为核心根据地，逐步建立东北三省根据地。同时，并收购战略推行沿江沿海扩展策略。1997 年从四川省开始，绵阳华润啤酒有限公司成立标志着华润雪花跨区域扩张迈出关键一步；而后分别逐步扩张安徽、武汉、天津等地，为日后成为龙头企业奠定牢固根基。

表 3: 华润啤酒并购兼并史 (1994-2002 年)

交易时间	交易标的	所在地区
1997	四川亚太啤酒股份有限公司	四川
2001	安徽啤酒厂 (3 家)	安徽
2001	大连棒棰岛啤酒厂	辽宁
2001	四川峨眉啤酒厂	四川
2001	黑龙江新三星啤酒厂	黑龙江
2001	武汉东西湖啤酒	湖北
2002	沈阳啤酒公司	辽宁
2002	金力啤酒公司	辽宁

数据来源：彭博，东吴证券(香港)

- 百威英博：中国之旅开局不利，品牌战略调整后逐渐扎根。**1995 年到 2002 年是百威在中国市场的初级发展阶段。旗下主要涵盖金陵啤酒和长江啤酒。由于早期我国地方保护主义排斥外资品牌，加之公司管理模式不成熟、营销照搬美国市场等原因，经营受挫，进入中国市场第一年即亏损 1350 万美金。**1997 年到 2002 年，百威啤酒制定“高端、关联性及一致性”战略。**这一阶段公司迅速调整，主打高档、高质、高定价产品并通过直销团队确保产品分销与高档型一致，强化消费者认知。同时，先

后并购多家本土啤酒企业，以高举高打成功站稳中国市场。

图 4：百威在中国的包装进化史（1995-2002）



数据来源：公司官网，东吴证券(香港)

表 4：百威英博的中国发展历程（1984-2002）

时间	关键事件
1984	进入中国市场，Interbrew 开始向广州珠江啤酒提供技术
1995	安海斯-布希收购原中德武汉长啤有限公司，控股 85%
1997	收购南京金陵啤酒 60% 股份
1998	收购南京亚力啤酒 80% 股份
2002	收购浙江开开集团啤酒 70% 股份

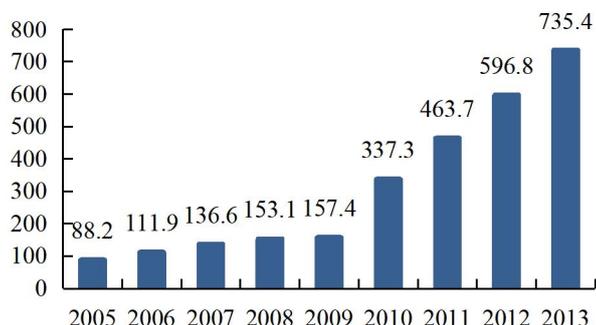
数据来源：公司官网、东吴证券(香港)

1.2. 2003-2013 年：市场蛋糕继续做大，整合并购不断推进

中外酒企跑马圈地，增量时代红利渐退。2002 年我国超过美国成为世界最大啤酒市场，随着增量市场整合过程推进，华润、青岛、燕京啤酒坐稳本土酒企的前三把交椅，其中 2006 年华润雪花啤酒的销量超越青岛啤酒成为国内第一，2008 年超越百威英博成为世界上销量最大的单一啤酒品牌，另一方面，百威英博、嘉士伯、SAB Miller（通过入股华润啤酒）成为外资酒企的前三大龙头。2013 年，龙头企业市占率（CR5）达 72%，我国啤酒总产量触顶，并购热潮逐渐退却，2013 年伴随世界第三大啤酒商嘉士伯集团控股重庆啤酒，并将其作为中国业务平台，寡头存量市场阶段正式到来。

- ▶ **华润啤酒：打造绝对优势雪花品牌，做大做强坐稳头把交椅。**2004 年华润啤酒更名为华润雪花啤酒（中国）有限公司，以新 logo 形象并将雪花啤酒品牌定位更新为“雪花啤酒，勇闯天涯”，该系列大获成功，而后逐步形成高中低三档品牌矩阵。2008 年雪花啤酒的单品销量达全球第一，2011 年销量破 1000 万吨，坐稳全国最大啤酒品牌宝座。

图 5: 雪花啤酒品牌价值 (亿元)



数据来源:《啤酒江湖》, 中国 500 最具价值品牌排行榜, 东吴证券(香港)

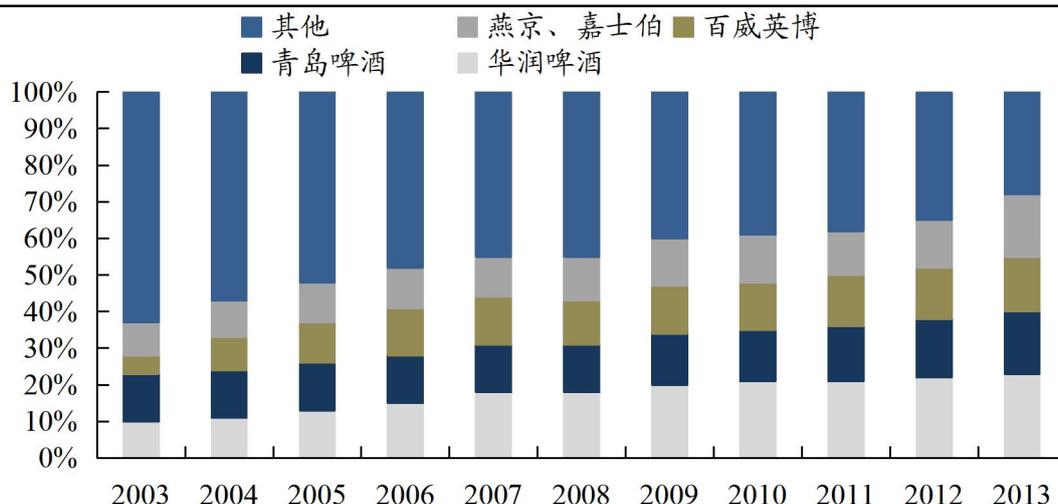
图 6: 华润主要产品全家福



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

华润集团的央企背景、核心团队进驻接管被收购企业、全国统一的雪花啤酒品牌等因素都大大加快了华润整合全国市场的步伐, 这十年间公司扩张呈现出高歌猛进之态。通过并购/合资/建厂/扩能, 公司先后深入西南、华东市场, 总产销量 2006 年起领跑行业, 这十年间公司扩张呈高歌猛进之态。

图 7: 2003-2013 年国内啤酒市场龙头竞争格局变化



注: 燕京与嘉士伯无各自品牌口径市占率数据, 两者合计份额为倒算得出

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券(香港)测算

表 5: 2003-2013 年华润啤酒重大并购事件

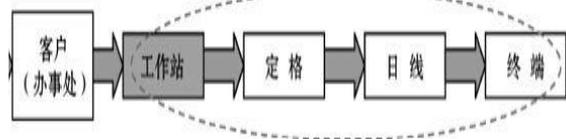
整合策略	发生年月	并购对象	所在地
沿江扩张	2004.09	澳洲狮王啤酒在华 3 家工厂	江苏苏州、常州、无锡
	2004.11	西藏昌都雪源啤酒厂	西藏昌都
	2005.04	安徽雪地啤酒	安徽阜阳

	2007.01	蓝剑集团 14 家啤酒厂	四川
	2009.02	安徽天柱啤酒、辽宁松林啤酒	安徽安庆、辽宁朝阳
	2011.03	东海啤酒	上海
沿海扩张	2006.07	银燕啤酒、淮北相王啤酒	浙江、安徽
	2008.12	洛克啤酒	浙江
	2010.11	西湖啤酒朝日有限公司 45%股权	杭州
	2011.07	大富豪啤酒 49%股权、上海亚太啤酒全部股权	江苏、上海
	2011.08	西湖啤酒朝日有限公司剩余 55%股权	杭州
	2013.02	金威啤酒 7 家啤酒厂	--
打入对手市场	2007.01	蒙原酒业有限公司	内蒙古（燕啤核心市场）
	2007.04	巴特罕酒业有限公司	内蒙古（燕啤核心市场）
	2009.03	山东琥珀啤酒厂	山东（青啤核心市场）

数据来源：《啤酒江湖》，东吴证券(香港)

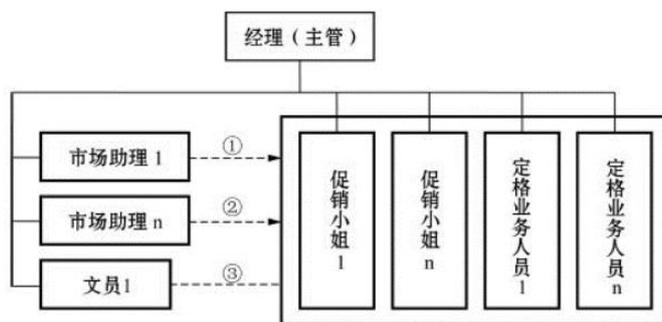
- **青岛啤酒：从外延到内生，持续优化体系建设，稳固国内地位。**在大举并购后因效率和财务压力等多因素影响，公司转向并加强人才、管理、技术、品牌、文化等多方面企业建设。这一阶段建立了优良分销体系及终端经销商店内管理方法。

图 8：青岛啤酒分销体系



数据来源：《啤酒江湖》，东吴证券(香港)

图 9：青岛啤酒“工作站”的运作模式



数据来源：《啤酒江湖》，东吴证券(香港)

借力外资，国际国内市场同步扩张。2003-2013 十年间，青岛啤酒虽然销售体量退居国内第二，但盈利指标仍在稳步提升。2009 年，英博、百威母公司（美国 AB 公司）的合并使得百威英博持有青啤 19.99% 的股份，随即日本朝日啤酒斥资 6.67 亿美元收购该部分股份，成为青啤第二大股东。2013 年，青啤通过与日本三得利啤酒在华业务合作，进一步扩展苏沪销售渠道。提出”From China to World”战略口号，努力外销产品，截至 2013 年已进军 80 多个国家和地区。

图 10: 青岛啤酒受到国际消费者欢迎



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

图 11: 青岛啤酒广告登上纽约时代广场



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

➤ **嘉士伯&重庆啤酒: 从同业竞争到优势互补, 合力打下中西部市场。**2002 年前嘉士伯在华业务经历挫折, 局限于广东市场。2003 年嘉士伯调整打法, 大胆进军西部市场, 先后收购乌苏啤酒厂等多家国内酒企, 收效良好, 2012 年嘉士伯全球销量同增 1%, 但亚洲业务同增 19%。截至 2013 年底, 嘉士伯控股或合资 20 余家知名啤酒企业, 在广袤的西部地区占据了压倒性优势, 其中里程碑性质的事件则是 2013 年嘉士伯控股重庆啤酒。

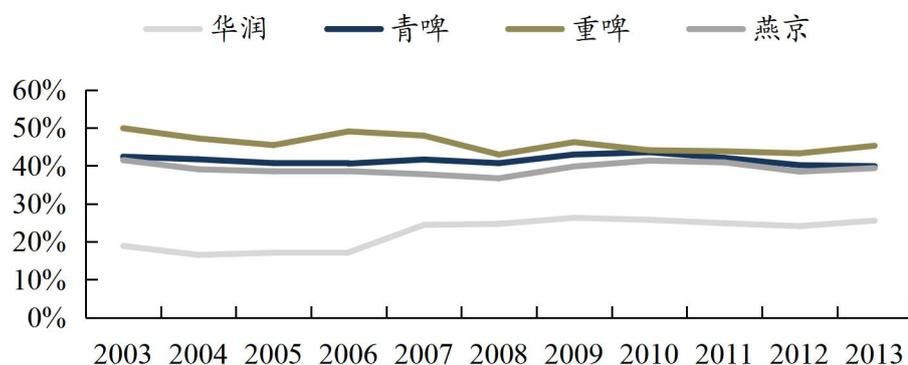
重庆啤酒是典型区域龙头企业, 在当地市场占有率一度达 80%。但生物产业投资失利, 在被嘉士伯增持控股后, 重庆啤酒从同业竞争迈向优势互补, 旗下的江苏、安徽、浙江三省 8 家啤酒企业也加入嘉士伯, 使其成为我国中西部地区最强劲外资酒企。

表 6: 2003-2013 年嘉士伯重大并购/合资项目

发生年月	事件类型	收购对象/合资伙伴	嘉士伯持股比例	备注
2003.01	收购	云南华狮啤酒	--	斥资 8500 万元
2003.05	收购	大理啤酒	100%	斥资 2.2 亿元
2004.07	合资	兰州黄河、 丹麦某基金会	青海公司为 40%, 其余为 50%	在兰州、天水、酒泉、 青海成立四家啤酒公司
2004.08	合资	西藏银河科技	50%	成立拉萨啤酒有限公司
2004.09	收购	乌苏啤酒厂股权	34.5%	嘉士伯成为西部啤酒市场的龙头
2005.12	合资	宁夏农垦企业集团	70%	成立西夏嘉酿啤酒有限公司, 年产 20 万吨
2010.06	收购	重庆啤酒股权	12.25%	嘉士伯占据西部市场份额达 55%
2013.03	收购	重庆啤酒股权	30.29%	嘉士伯实控重庆啤酒

数据来源: 人民网, 公司公告, 东吴证券(香港)

图 12: 重庆啤酒相较于其他本土龙头具有毛利率优势



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

➤ **百威亚太: 高端品牌与体量优势彰显, 人才和管理理念超前。**百威、英博在中国市场攻城略地, 在合并前, 百威啤酒于 2004 年收购黑龙江省地区龙头品牌哈尔滨啤酒; 英博公司于 2004-2006 年陆续入股控制湖南白沙、湖北金龙泉、浙江 KK、泰州三泰、东营乐兰沙等多家地方性酒企, 特别是在 2005 年实控浙江最大高档啤酒品牌红石梁、在 2006 年全资收购福建雪津啤酒。随着 2008 年英博集团以 520 亿美金收购百威啤酒母公司美国 AB 集团, 百威英博成为世界最大啤酒企业、世界五大消费品公司之一, 销量、利润均大幅领先龙二 SAB Miller。从 2009 年起, 百威英博旗下亚太业务公司百威亚太成为内地第一大外资酒企, 销量排名总体第三, 其积极在华润、青岛啤酒优势地区开业建厂, 几大龙头间竞争日趋激烈。

百威英博享受国际高端品牌溢价, 毛利率高, 更是“夜场之王”。百威英博旗下有知名品牌 200 余个, 其中品牌价值超 10 亿美元的包括哈尔滨啤酒、雪津啤酒等 17 个品牌。2003-2013 年间, 百威啤酒占据国内高、超高端啤酒赛道, 产量和盈利水平均稳步提升。除高端化优势外, 百威英博是夜场啤酒市场的领军者, 拥有专业的夜店销售队伍和举办大型主题营销活动的的能力, 深入中高端夜店消费场景, 多次举办“百威音乐王国”活动; 成立百威精英俱乐部 (BEC) 以提升高端客户和经销商忠诚度。

图 13: 百威亚太中国大陆区品牌矩阵



数据来源: 百威亚太招股书, 东吴证券(香港)

图 14: 百威英博企业文化“十原则”



数据来源: 公司官网, 东吴证券(香港)

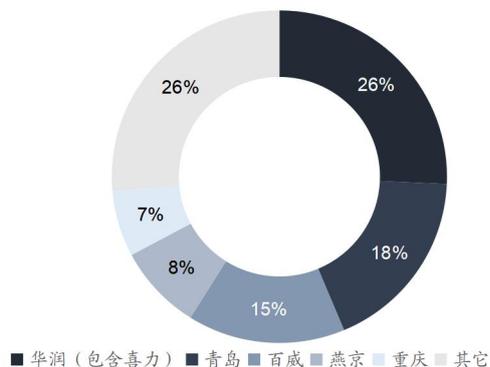
1.3. 2014-2021 年: 市场格局基本稳定, 高端化成为发展新目标

行业总体规模见顶, 开启结构化升级之路。随着啤酒产量及人均消费量与 2013 年见顶, 市场由增量竞争转入存量竞争, 大规模并购达收尾阶段, 在此阶段, 龙头企业 3+2 的寡头竞争格局已经基本形成, 但由于我国各地消费习惯差异, 龙头企业在部分区域的市场争夺上仍有摩擦。

从内资市场看, 华润作为龙头老大, 主打中低端雪花啤酒, 但在中高端产业链上仍然有待建树, 以满足新时代消费者升级的需求, 于是华润公司进行内部重组, 并于 2018 年与喜力合作, 推动高端化进程。青岛啤酒则是推出了 IPA 精酿啤酒和经典 1903 等品牌, 并且尝试推出“超高端”的千元啤酒, 如 2022 年初推出的“一世传奇”, 打破消费者对于啤酒低价的认知。相比之下, 作为区域性龙头的燕京啤酒营收能力和盈利能力日趋下滑, 高端布局也屡屡受挫, 逐渐与头部三厂拉开差距。

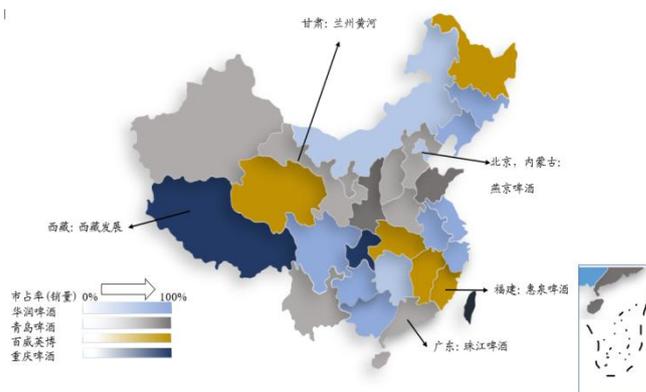
外资方面, 百威英博作为世界啤酒龙头, 在应对成熟化和高端化布局方面有着很大优势, 目前的高端化市场上百威英博占据着较大优势。2019 年, 百威亚太于香港上市, 进一步彰显了百威英博深耕中国市场的决心。对于深耕西部市场的嘉士伯而言, 2013 年全资收购重庆啤酒显示了其东进的决心, 在几年的经营中, 重庆啤酒扭亏为盈, 盈利能力逐年上升, 在高端化产品方面相比同行有更大优势。2020 年底, 重庆啤酒成为嘉士伯在中国运营唯一品牌, 成长为全国性啤酒企业。

图 15: 2020 年中国啤酒行业市场份额 (终端销量口径)



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)测算

图 16: 龙头企业“群雄割据”

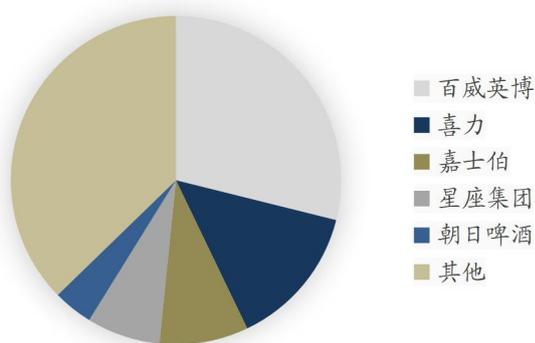


数据来源: 各公司年报, 东吴证券(香港)测算

➤ **华润啤酒: 立足资本优势, 破局高端市场。**2014 年后华润集团将战略重心转移至产品结构优化。随着大众啤酒销量触顶和国内消费结构的升级, 为了适应新时期的激烈竞争, 2015 年华润创业聚焦啤酒业务并更名华润啤酒。

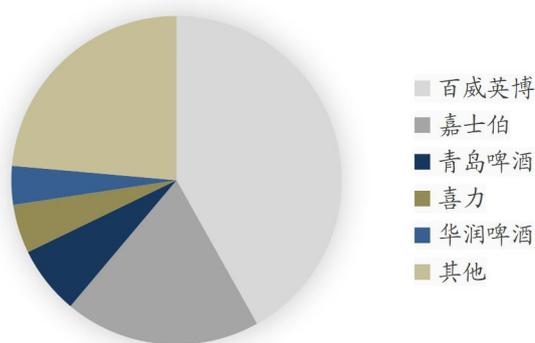
“渠道与产品”的强强联合。喜力啤酒在全球高端啤酒销量市占率仅次于百威, 位列第二。但其中国销售份额仅占 4.8%, 与百威英博的 41.9% 差距较大, 中国市场渠道开拓为喜力增长关键。而对于华润啤酒而言, 渠道充分下沉带来市占率头名, 但在中高端产品难有建树, 而喜力拥有并不逊色百威的产品矩阵和生产经验, 这两者的强强联合是华润啤酒冲击高端化、喜力布局中国市场的重要举措。2019 年华润啤酒完成喜力中国业务收购。

图 17: 2020 年全球市场高端拉格啤酒销量占比



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

图 18: 2020 年中国市场高端拉格啤酒销量占比



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

品牌矩阵丰富, 满足差异化消费需求。自 2014 年起, 华润先后推出了覆盖超高端及高端产品线“雪花脸谱”、“匠心营造”、“黑狮白啤”等, 中端产品线“马尔绿”等, 加之收购喜力品牌的“亡命之徒”、“苏尔”、“喜力”、“喜力星银”等中端以上产品线, 基本

完成了覆盖高中低端不同价格带的产品矩阵布局，满足各层级消费者的不同需求。在未来发展方向上，我们认为华润啤酒可继续深化对雪花品牌的建设，通过对高端产品的贴片优化低端品牌的消费者固有印象，品牌价值进一步深入。

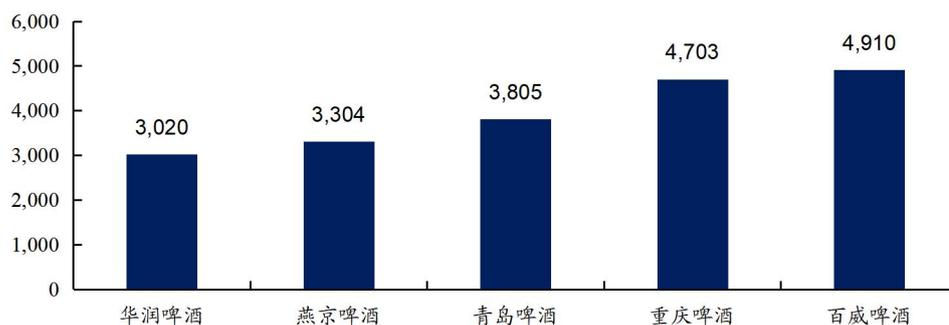
表 7：2014 年以来华润啤酒新产品布局

年份	名称	当前价格（500ML）
2014 年	雪花脸谱	18-20 元
2018 年	Super X	8-10 元
	匠心营造	10 元
2019 年	马尔斯绿	12 元
2020 年	喜力星银	12 元
	虎牌	7 元
	苏尔	17 元
	红爵	9 元

数据来源：公司公告，京东，东吴证券(香港)

- **青岛啤酒：占据先发优势，革新品牌策略。**自 2014-2018 年以来，青岛啤酒着力推出高端产品先发优势以提价带动利润上行。品牌战略经历“1+3+N、1+1+N、1+1、聚焦主品牌青啤”等多次革新，在需求下降与消费升级的大背景下，公司逐步集中资源，品牌知名度为产品赋予的附加价值要大于分散资源进行多品牌布局所带来的收益。据欧睿数据，2020 年青岛啤酒在高端啤酒市场销量位于内资榜首。其品牌丰度完善，销售吨价在内资厂商中相对较高，但低于国际厂商。

图 19：2021 年国内啤酒企业平均销售单价（元/吨）



注：百威亚太取亚太区总营收销量数据，美元兑人民币汇率取 6.36

数据来源：公司数据，东吴证券(香港)

表 8：2014 年以来青岛啤酒新产品布局

年份	名称	价格（500ML）
2015 年	原浆	30 元

	炫齐果啤	14 元
	全麦白啤	8 元
2016 年	皮尔森	11.5 元
2018 年	IPA	12 元
2022 年	一世传奇	400 元

数据来源：公司公告，京东，东吴证券(香港)测算

- **重庆啤酒：传统龙头的挑战者，新格局下的有力竞争者。**通过与嘉士伯中国业务的整合，重庆啤酒完成由西南区域龙头向全国龙头的蜕变。不同于其余厂商的薄利多销策略，嘉士伯始终坚持高端市场，这使其错失早期跑马圈地时代的市场红利，却为未来的高端化市场打下了坚实的基础。2020 年嘉士伯在中国的高端啤酒市场销量排行第二，约占 19% 市场份额，超过华润（包含喜力）和青岛啤酒的总和。作为嘉士伯在中国的唯一啤酒资产，重庆啤酒成为了消费升级时代龙头厂商的有力竞争对手。

表 9：重庆啤酒主要品牌产品矩阵

品牌	产品	价格（500ML）	产地
重庆啤酒	纯生	7.5 元	重庆
	国宾醇麦	6.5 元	重庆
	国宾	5.6 元	重庆
	山城冰爽	4 元	中国
	66 系列	4.9 元	重庆
	33 系列	3 元	重庆
乌苏	红乌苏	6.2 元	新疆、宁夏、云南、安徽、四川、湖南
	绿乌苏	6.2 元	新疆
	小麦白	10.75 元	新疆乌鲁木齐
嘉士伯	特醇	9.2 元	惠州、重庆、昆明、常州
1664	白啤	10 元	广东惠州
乐堡	乐堡啤酒	6 元	重庆、四川、惠州、昆明、天目湖、新疆、银川
	风花雪月	特酿啤酒	12.8 元
京 A	精酿啤酒	17-20 元	
格林堡	金标啤酒	22 元	法国
布鲁克林	拉格啤酒	22 元	美国

数据来源：公司官网，京东，东吴证券(香港)测算

图 20: 重庆啤酒实现销量正增长 (万千升)



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

图 21: 重庆啤酒毛利率持续增长 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券(香港)

➤ **百威亚太: 创新差异化产品, 做高端市场领军者。**根据欧睿数据, 2020 年百威亚太在国内高端市场的销量占比达 42%, 遥遥领先。除此之外, 百威在我国内啤酒市场中市场份额位居第三, 与前两名差距并不显著。凭借着高端品牌打开中国市场的百威在国内竞争态势仍处于薄利多销的时期以已树立起外来品牌的高端形象, 不仅享受到了跑马圈地的并购红利, 同样也在高端市场中完成品牌布局。

品牌矩阵完善, 突破长尾领域。由于公司旗下百威、时代、科罗娜三大品牌价值已占据全球前五, 加之中国本地的哈尔滨啤酒, 百威产品矩阵已十分完备。因此, 百威将目光集中在了精酿啤酒这一大型厂商涉足较少的领域。2018 年, 百威亚太投资 6000 余万元在武汉开办专门酿造精酿啤酒的 ZX Brewery, 这也是百威在亚太地区的第一个经酿酒厂。同时, 伴随女性消费者和 Z 世代消费者更多追求差异化口感, 在健康方面也有更多的重视, 果啤亦成为公司下注重点领域之一。

表 10: 百威啤酒精酿、果啤产品线

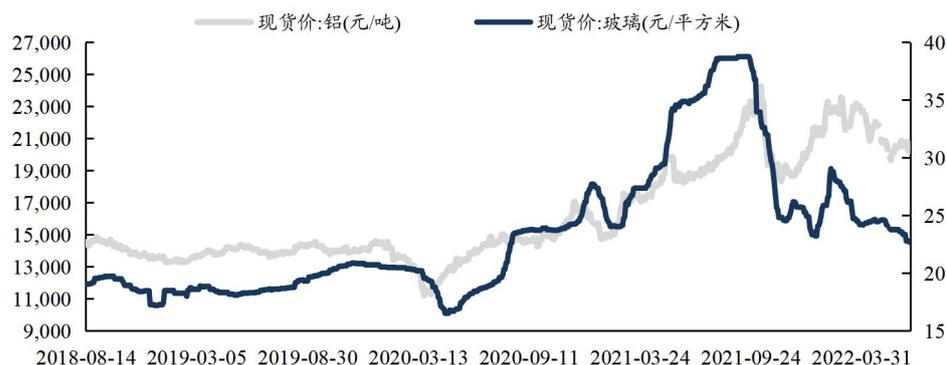
品牌	产品	价格 (500ML)	酒精度
福佳	覆盆子果啤	12 元	3.3%vol
	珊瑚柚	12 元	3.3%vol
范佳乐 (教士啤酒)	小麦白	9 元	5%vol
鹅岛	拉格精酿啤酒	22 元	5%vol
	经典小麦艾尔精酿	22 元	4.2%vol
	IPA 印度淡色艾尔精酿	16 元	5.9%vol
拳击猫	百香果精酿拉格	13 元	4.5%vol
	芒果 IPA 精酿	11.5 元	5.5%vol
健力士	精酿黑啤	12 元	4.2%vol
时代	比利时淡色拉格啤酒	11 元	5%vol
三宝乐	日本札幌啤酒	11 元	5%vol

数据来源: 京东, 东吴证券(香港)测算

2. 困境下的机会：成本驱动提价，酒企盈利能力或持续上行

疫情致啤酒原料减产，成本高企。自2020年新冠疫情爆发以来，酒类PPI呈上行趋势，主要是原材料价格持续上行所致。从上游成本端看，自2020年5月起，酒类行业PPI结束下行走向，峰值达到103.8。截至2022年2月仍旧维持正值，行业整体仍面临较大成本压力。从价格上看，啤酒主要原材料如大麦、玻璃瓶及铝罐等价格受各方压力维持高位。

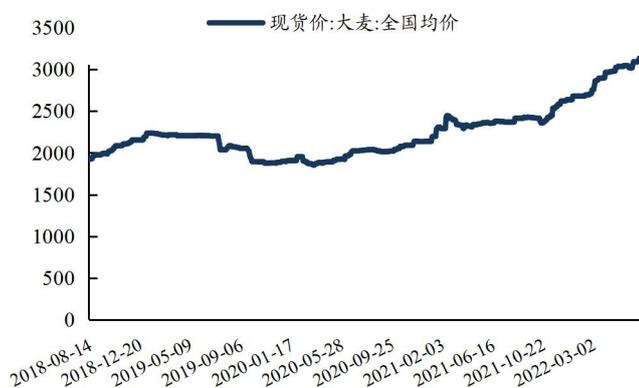
图 22：铝罐及玻璃现货价



注：2022年以来个别数据存在缺失，数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

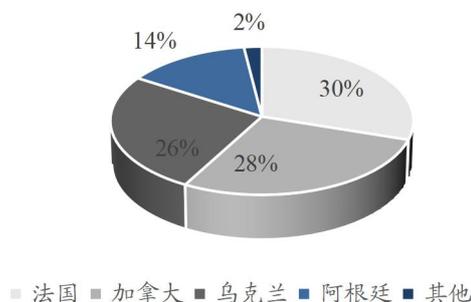
近期俄乌局势影响国际粮价，大麦价格预期将持续走高。作为啤酒生产的重要原料（占总成本比重约14%），大麦价格的持续上涨是成本端压力的重要来源。作为大麦第一进口国和世界最大的啤酒消费市场，中国啤酒厂商的生产很大程度上依赖于国际形势的稳定。据海关数据，2021年中国大麦主要进口来源为法国、加拿大及乌克兰，其中乌克兰供应进26%的大麦进口量。作为世界主要的粮食出口国，俄乌战争使得2022年的国际大麦价格预期大幅上涨。

图 23：全国大麦现货价（单位：元/吨）



数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

图 24：中国大麦主要进口来源国



数据来源：中国海关，东吴证券(香港)

啤酒涨价潮再临，酒企盈利能力或持续提升。成本压力突出，自2021年4月以来，华润、青啤等多家龙头啤酒企业宣布多款产品在出厂价、终端价等方面提价，我们预计大部分产品相对提价幅度约5~10%。本次成本驱动涨价与2018年情况类似，通过复盘当年啤酒涨价进程与结果，我们认为在龙头酒企有望在成本回落后实现盈利能力提升。

表 11: 2021 年龙头啤酒企业提价

公司	时间	产品	绝对提价幅度	相对提价幅度
华润啤酒	2021.09	勇闯天涯	终端提价 1 元/瓶	约 10%
			出厂价提升约 4 元/箱	
青岛啤酒	2021.08	青岛纯生（山东）	终端供货价提升 4 元/箱	约 5%
	2021.08	白啤	分地区提价	
	2021.09	1903、白啤听装	/	
重庆啤酒	2021.09	乌苏全系列（疆内）	分产品提价	10%以上
	2021.10	大乌苏（疆外）	出厂价提升 6 元/箱	
百威亚太	2021.04	百威系列、“核心”及“实惠”品牌	/	0.6% - 1.8%
	2021.11	“核心+”品牌	/	3% - 1.0%

数据来源：各公司公告，同花顺，东吴证券(香港)

2.1. 以史为鉴：成本上涨和结构升级为历次提价的两大主因

2.1.1. 2007 年末-2008 年初：原材料价格上涨直接驱动啤酒提价

长期以来，啤酒厂商的提价是零散的、躲藏式的，各地厂商的价格战局面愈发恶劣，啤酒净利率一直维持在低位。2008 年，由龙头企业打响第一枪，开始了世纪初以来啤酒行业第一次集体性主动提价。本次提价的主要原因是外生成本的冲击，大麦是啤酒的主要原料且我国是大麦净进口国家，国际大麦价格变动对中国啤酒行业影响较大。根据统计数据，2007 年我国大麦主要进口国澳大利亚遭受旱灾，大麦产量下降，澳大利亚大麦进口价由 07 年初 200 多美元上升至 11 月的 450 美元，这直接导致我国啤酒成本上涨，从而驱动啤酒龙头企业率先提价。

表 12: 2008 年龙头啤酒企业提价

公司	时间	产品	绝对提价幅度	相对提价幅度
华润啤酒	2008.01	广东地区产品	/	15%
青岛啤酒	2008.01	青岛啤酒	出厂价提升 2-3 元/箱	5%-8%
		部分地区青岛醇厚啤酒	0.4 元/罐	11.4%
		崂山、山水、汉斯等二线品牌	销售公司自行决定提价幅度	
燕京啤酒	2007 年底	10 度清爽型系列	出厂价提升 2 元/箱	6.25%

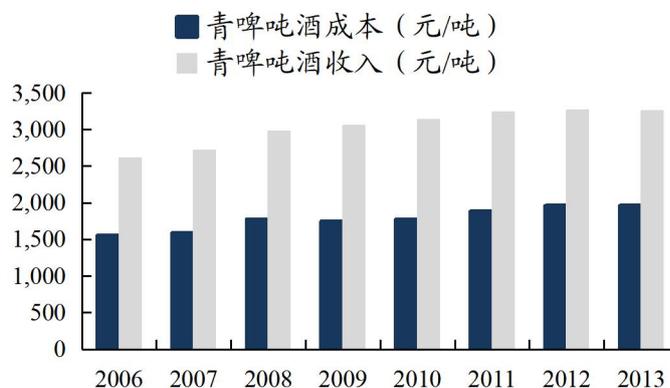
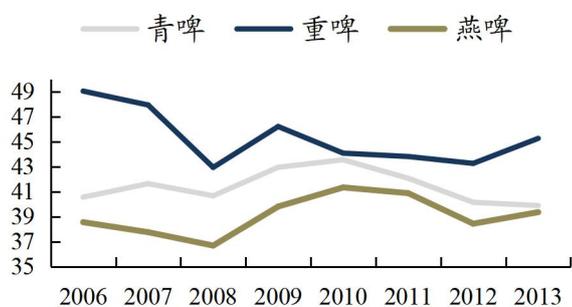
		低端产品	/	7%
哈尔滨啤酒	2007 年底	哈啤	0.5 元/瓶	约 50%
		旗下高端啤酒品牌	0.3-0.5 元/瓶	/

数据来源：国际啤酒网，东吴证券(香港)整理

此次成本推动型提价加快市场整合，头部企业毛利率提升。本次提价对龙头企业和地方企业有不同影响：由于地方企业、中小企业面对成本冲击时，覆盖现金流缺口的能力相对更弱，且其产品结构相对单一，中小企业进一步被淘汰或吞并；龙头企业财务弹性更好，抵御风险能力更强，中、高端产品占比相对更多因而价格--净利率弹性更大。同时，对比 08 年后的出厂吨价和成本变化，发现随着成本回落，涨价带来较为显著的毛利率和净利率提升。效应具有一定滞后性，峰值出现在提价后 1-2 年（2009-2010 年）。

图 25：2006-2013 年龙头企业毛利率（%）

图 26：2006-2013 年青岛啤酒吨酒收入及营业成本

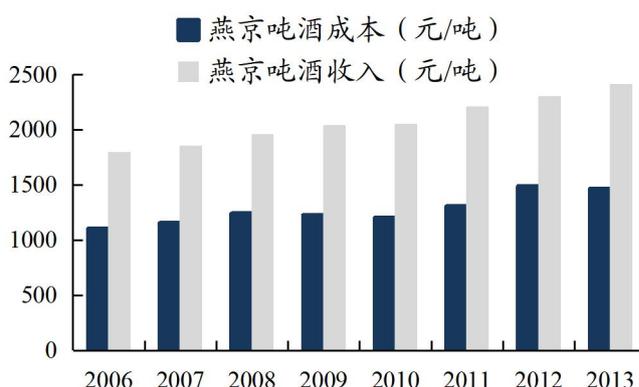
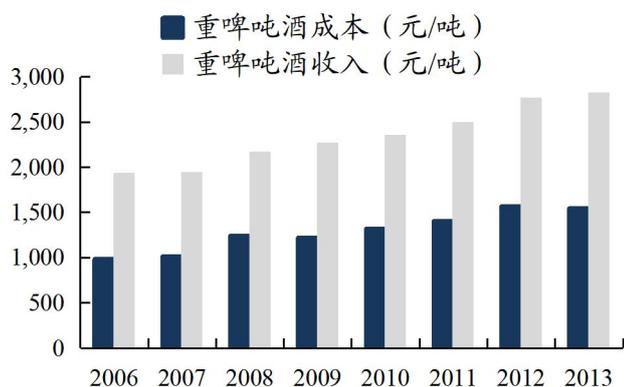


数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

图 27：2006-2013 年重庆啤酒吨酒收入及营业成本

图 28：2006-2013 年燕京啤酒吨酒收入及营业成本



数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

数据来源：同花顺，东吴证券(香港)

2.1.2. 2011 年：成本上涨与通胀预期共同推动啤酒企业提价

2011 年受到美元贬值及水灾影响，世界主要产麦区价格上涨，再加上国际航运价

格上升，导致我国大麦进口价格向上波动。据统计，2010年12月初，大米价格同比上涨10%，包装物同比上涨5%-6%。为了应对成本上涨，以华润、青岛啤酒、燕京等品牌为主的龙头企业纷纷提价，从而将成本压力转嫁给消费者。因此，此次啤酒行业提价与2008年的提价周期原因相同，仍是由进口大麦单价提升和人工成本上涨驱动的直接提价周期。但与2008年啤酒行业提价略有不同地是，与08年提价潮相比，2011年进口大麦单价上涨幅度较低，因此此次原材料涨价给啤酒企业带来的压力更小，此次啤酒提价除了成本推动型上涨，还有啤酒企业基于通胀预期提升利润空间，从而导致啤酒价格上升。

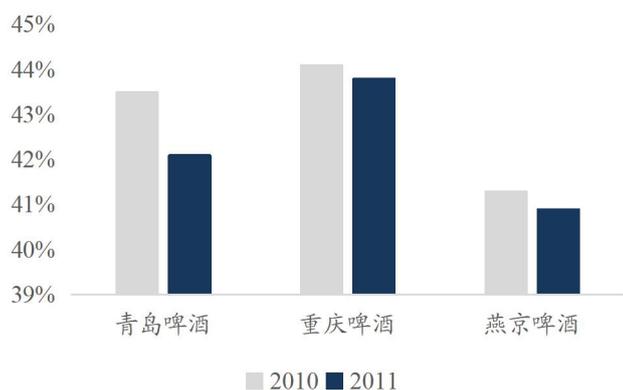
表 13: 2011 年龙头啤酒企业提价

公司	时间	产品	提价区域	相对提价幅度
华润啤酒	2010 年底	瓶装雪花	沈阳	14%
		听装雪花		20%
		部分产品	四川、辽宁、安徽等	10%+
青岛啤酒	2011 年初	青岛啤酒	全国范围	10%
燕京啤酒	2011.01	10 度清爽型系列	北京	16%-18%

数据来源：国际啤酒网，东吴证券(香港)整理

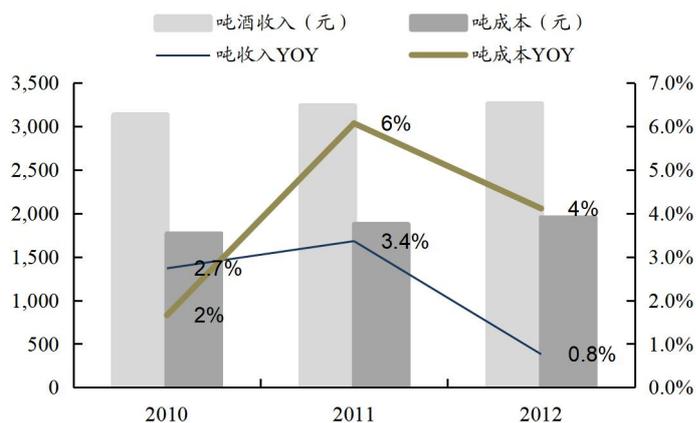
吨酒成本增长快于收入，提价后龙头企业毛利率同比下降。以青岛啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒为例，这几家龙头企业在进行提价后，吨酒收入在2011年之后都有较大增长，但行业竞争激烈，各企业考虑需求弹性对市场份额影响，亦未大幅提价覆盖成本增长，同期吨酒成本上涨幅度高于吨酒收入，毛利率微降。

图 29: 龙头企业 2010-2011 年毛利率情况



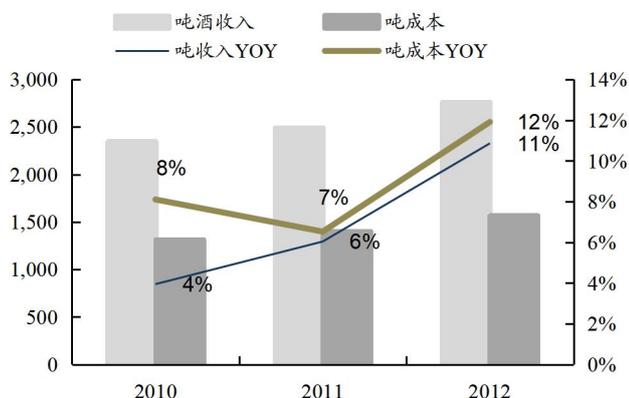
数据来源：公司公告，东吴证券(香港)

图 30: 青岛啤酒 2010-2012 吨酒收入及营业成本



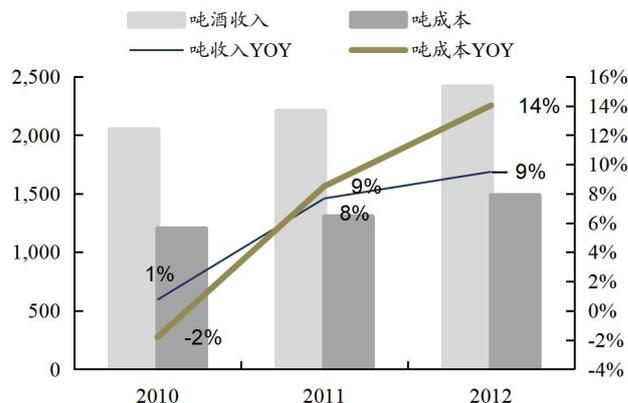
数据来源：公司公告，东吴证券(香港)

图 31: 重庆啤酒 2010-2012 吨酒收入及及营业成本



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

图 32: 燕京啤酒 2010-2012 吨酒收入及营业成本



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

2.1.3. 2018 年: 成本驱动&消费结构升级是提价主要因素

产能过剩导致盈利能力羸弱, 龙头企业由薄利多销转入价格驱动利润上行。由于激烈的竞争和低廉的价格, 龙头企业在各地建厂, 以价格战作为主要竞争手段, 盈利能力逐步下降。2013 年全国啤酒产量见顶, 各大厂商逐步调整战略布局, 结束了早期大规模提升产能的扩张方式, 整体产能逐年紧缩, 龙头厂商也进入了利润滑坡的阵痛期。到 2018 年, 啤酒行业因成本上升及消费结构升级进入提价潮, 行业盈利重点转至提升价格及优化产品矩阵, 推行中高端产品同时优化产能, 降本增效, 归母净利润增长率回正。

图 33: 中国啤酒年产量



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

图 34: 龙头啤酒厂商归母净利润同比增长率



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

表 14: 2018 年龙头啤酒企业集体提价

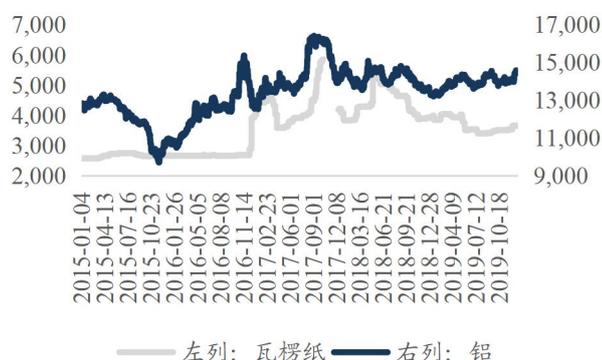
公司	时间	产品	绝对提价幅度	相对提价幅度
华润啤酒	2018.01	雪花纯生、勇闯天涯等 9 款中低端产品 (规格均为 500ml)	2-10 元/件	10-15%
青岛啤酒	2018.01	崂山、汉斯、经典等	/	平均不超过 5%
	2018.05	旗下各优质品牌	2 元/箱	无
重庆啤酒	2018.02	瓶装纯生、罐装啤酒等核心市场产品	/	出厂价提升约 5%
燕京啤酒	2017.12	本生啤酒 (460ml)	零售提升 1 元/瓶 终端进货价提升 3 元/箱	/
	2018.03	旗下低端品牌	/	约 5%
百威亚太	2018.02-04	百威啤酒品牌	年后批发价提升 28 元/件	约 50%

数据来源: 各公司公告, 同花顺, 东吴证券(香港)

2.2. 价格传导逐步验证, 成本端弹性较大

2018 年提价与此次逻辑最为类似, 成本压力减轻不影响提价策略, 利润释放周期延长。2018 年啤酒行业提价原因与本次类似, 同样受到成本端压力影响。2018 年初, 玻璃瓶、瓦楞纸、铝罐成本等价格影响, 龙头厂商纷纷宣布提价。2018 年末至 2019 年, 成本压力减轻, 但价格并未回落, 一方面由于前期价格战压缩利润空间使龙头企业间形成默契; 另一方面受益于经济增长及较为低廉的价格, 啤酒的需求弹性较小, 全行业提价对销量影响并不显著。因此, 受益于提价的净利润增长延续至 2019 年末, 使得啤酒行业利润连续两年高速增长, 整体表现强于大盘。

图 35: 瓦楞纸和铝现货价 (元/吨)



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

图 36: 玻璃现货价 (元/平方米)



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

表 15: 2018 年龙头啤酒股价及经营表现

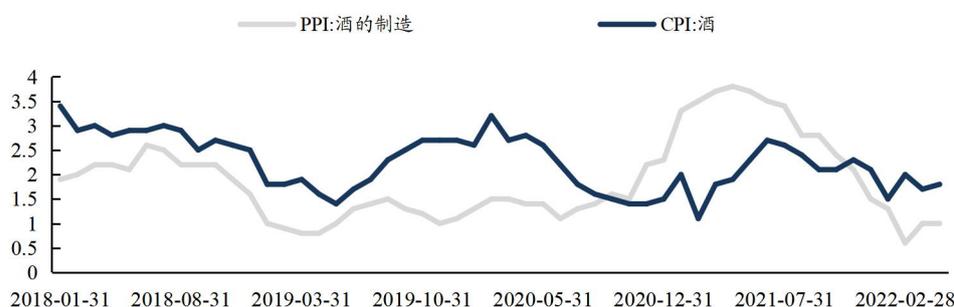
公司	2018Q1 涨幅	2018H1 涨幅	2018 全年涨幅	毛利率同比 (pct)	全年业绩同比
华润啤酒	21.21%	36.17%	-1.94%	1.41	-16.85%
青岛啤酒 (A 股)	2.80%	11.44%	-10.48%	-2.85	12.60%
重庆啤酒	3.50%	36.79%	51.80%	0.58	22.62%
燕京啤酒	13.20%	-0.15%	-16.07%	2.21	11.47%
食品饮料 (申万)	-7.09%	0.14%	-21.95%	2.42	24.74%

注: 2018 年华润啤酒整体销量下降&关厂安置费用致业绩承压, 申万食品饮料指数经营表现取成分股均值;

数据来源: 各公司公告, 同花顺, 东吴证券(香港)

我们预期成本压力带来价格上升, 行业盈利能力呈上升趋势。从产品价格角度看, 自 2021 年 3 月起, 酒类产品价格持续走高, 同比增长峰值达到 2.7%。目前来看, CPI 与 PPI 走势趋同, 剪刀差收窄。据各大公司披露的年报数据, 啤酒行业盈利能力大幅提升, 超越疫情前水准。我们认为, 通过提价政策, 成本端压力可以较为顺利的传导至消费者, 行业整体盈利能力增长有望超越 2019 年。对于短期内国际形势带来的原材料涨价情况, 龙头企业可以借助品牌优势进一步提高产品定位, 提升产品价格, 将压力传导至下游, 进一步加强盈利能力。

图 37: 酒类商品 CPI 与 PPI 剪刀差



数据来源: 同花顺, 东吴证券(香港)

啤酒盈利能力偏低且包材占成本比例高, 包材价格下降释放利润弹性大。以青岛啤酒作为样板公司, 包材价格下降对净利率的提振较为明显。参考青岛啤酒 2020 年的年报数据, 我们测算包材和大麦价格调整区间在 -20%~20% 区间, 利润率提升区间为 7.5% 至 -7.5%。其中由于包材成本占比较高, 每 5% 的价格收窄能对应 1.5% 左右毛利率提升。

图 38: 青岛啤酒包材/大麦原料价格变动对利润率影响测算

	包材									
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
大麦	-20%	7.5%	6.0%	4.5%	3.0%	1.4%	-0.1%	-1.6%	-3.1%	-4.6%
	-15%	7.1%	5.6%	4.1%	2.6%	1.1%	-0.4%	-2.0%	-3.5%	-5.0%
	-10%	6.8%	5.3%	3.7%	2.2%	0.7%	-0.8%	-2.3%	-3.8%	-5.3%
	-5%	6.4%	4.9%	3.4%	1.9%	0.4%	-1.2%	-2.7%	-4.2%	-5.7%
	0%	6.1%	4.5%	3.0%	1.5%	0.0%	-1.5%	-3.0%	-4.5%	-6.1%
	5%	5.7%	4.2%	2.7%	1.2%	-0.4%	-1.9%	-3.4%	-4.9%	-6.4%
	10%	5.3%	3.8%	2.3%	0.8%	-0.7%	-2.2%	-3.7%	-5.3%	-6.8%
	15%	5.0%	3.5%	2.0%	0.4%	-1.1%	-2.6%	-4.1%	-5.6%	-7.1%
	20%	4.6%	3.1%	1.6%	0.1%	-1.4%	-3.0%	-4.5%	-6.0%	-7.5%

数据来源: 年报数据, 东吴证券(香港)测算

我们认为, 此次提价依旧遵循 2018 年相同逻辑, 当短期因素消失, 成本回落, 行业提价并不会随之消失, 中长期来看啤酒行业的盈利能力可以持续上升, 有望带动股价持续上行。

图 39: 申万行业指数相对涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

3. 存量博弈之下，产品结构优化&降本增效打开中长期成长空间

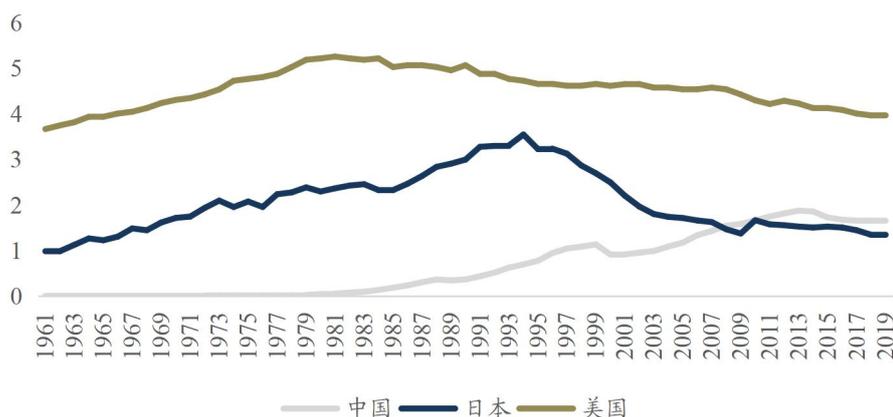
行业集中度持续上升，啤酒产品定位由“低端”向“高端”的转变逐渐成为行业共识。通过早期大规模并购建厂，龙头厂商市占率不断上升，行业集中度维持在较高水平，但与美日相比仍有差距。除去短期成本压力导致价格上行，从长期看，近年来，各大厂商纷纷调整战略布局，将着力点由薄利多销的大量销售逐渐转移到中高端产品线的创新升级上，中高端化也成为了产品价格上行的另一重要因素。

3.1. 对标美日，价格与行业集中度仍有望持续提升

我国人均啤酒消费量见顶后缓慢下降，与美日等成熟市场特征一致。上世纪 70~80 年代美国随着经济的复苏与新一代年轻人的成长，追求个性化，差异化和更好的口感成为新一代年轻人的消费特征，大众啤酒销量触顶回落，人均啤酒消费量在 1981 年见顶；日本由于每升啤酒的税收负担率超过 45%，啤酒厂商很难通过降低价格刺激啤酒消费；同时，日本的啤酒厂商通过降低麦芽比率规避啤酒税率，从而推出更具性价比的新酒种，传统啤酒的市场被逐步蚕食，人均啤酒消费量于 1996 年见顶。

中国自 2013 年起呈现相同走势，截至 2019 年人均消费量逐年下降，标志着行业进入成熟期。根据美日经验，人均消费量下降带来的需求收紧一定程度上限制了新兴品牌的进入，提高了行业进入壁垒，转向存量博弈。餐食酒饮文化更接近的东亚国家如日本，其人均消费绝对量更具参考意义，我们预计未来我国人均啤酒消费量将在 1.5~1.6 升/人区间缓速下降。

图 40：中美日 15 岁以上人均啤酒消费量（升）

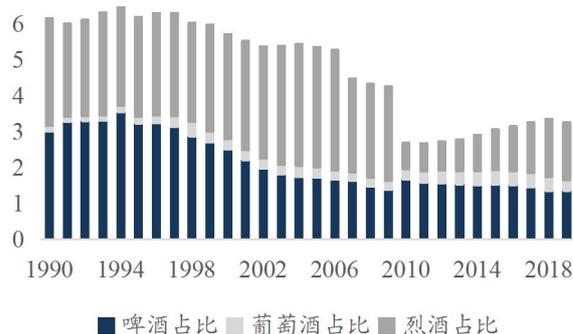


数据来源：WHO，东吴证券(香港)

图 41: 美国人均酒类消费总量稳定, 啤酒持续下降(升)



图 42: 日本人均酒类消费总量下降, 啤酒占比下降(升)



数据来源: WHO, 东吴证券(香港)整理

数据来源: WHO, 东吴证券(香港)整理

高品质啤酒需求将推动我国啤酒产品结构升级, 价格上行。改革开放以来, 我国经济始终处于高速增长态势, 消费者的消费结构日益升级, 就啤酒市场而言, 价格低廉的大众啤酒难以满足消费者增长的高品质需求是主要矛盾, 这也反映在我国啤酒综合价格当中, 2016 年我国 500ml 啤酒均价 1.16 美元, 相较日本、美国 (4.07、3.1 美元) 仍有较大提升空间。中长期来看, 产品结构升级将驱动我国啤酒均价持续上行。

图 43: 中国人均酒类消费总量触顶回落, 啤酒占比相比高点略微下降(升)

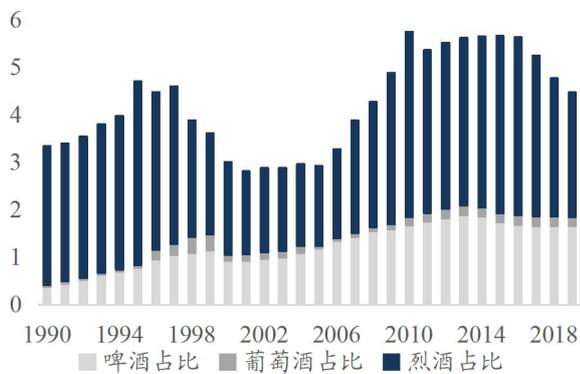
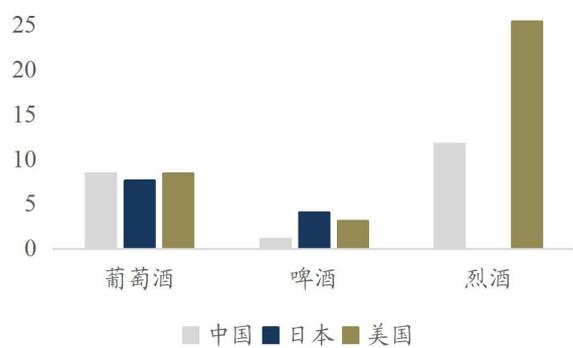


图 44: 中美日各酒种 500ml 价格对比 (2016 年, 美元)



数据来源: WHO, 东吴证券(香港)

注: 日本烈酒数据暂无

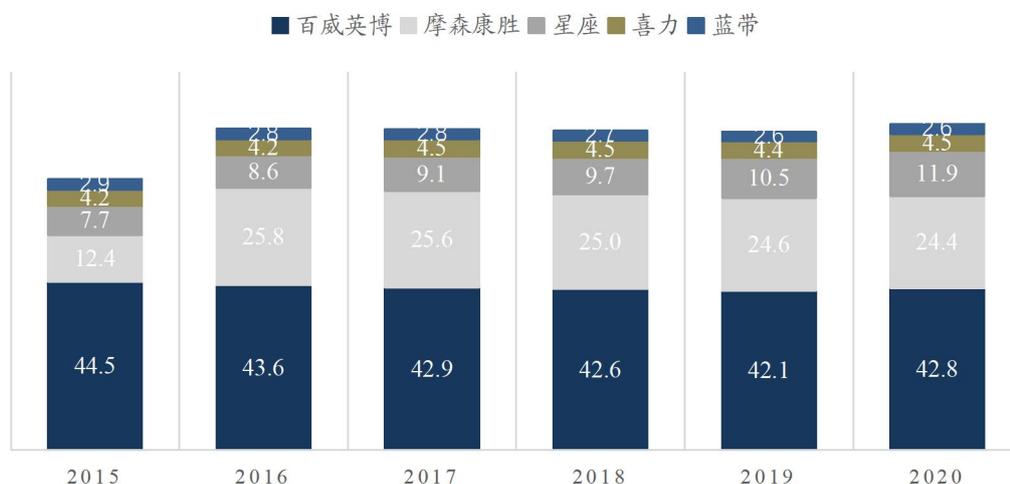
数据来源: WHO, 东吴证券(香港)

国内啤酒行业集中度仍有上行空间。以美国为例, 在啤酒工业高速发展的 20 世纪百威品牌市占率在美国一度超过 50%, 成为国民品牌。进入 21 世纪, 英博集团与百威品牌母公司安海斯-希尔合并成为百威英博, 在美国市场上牢牢占据首位, 市占率超过 40%, 大幅超越排名第二的莫尔森康胜集团。同样, 莫尔森康胜市占率是排名第三的星座集团接近两倍, 品牌之间沟壑明显, 头部企业壁垒高。

作为世界啤酒消费量最大的市场, 中国的龙头企业市占率在中高端化市场仍有较大

提升空间。参考主要境外市场，中国未来啤酒龙头企业具有继续扩展市场份额的可能，伴随集中度提升所带来的规模效应，龙头有望在成本端持续优化，提升盈利空间。

图 45: 美国啤酒龙头企业市占率 (按销量)



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)测算

图 46: 国内龙头企业未来上升空间更大



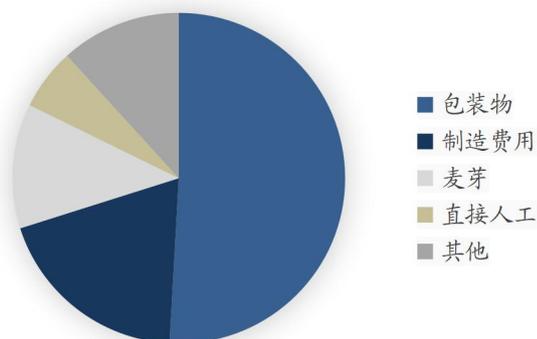
数据来源: 东吴证券(香港)测算

3.2. 啤酒行业未来趋势: 罐化提速、降本增效、结构升级

3.2.1. 罐化率将进一步提升, 啤酒厂商综合成本有望下降

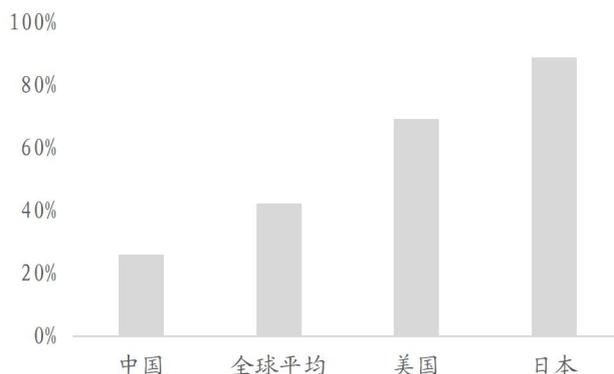
我国啤酒罐化率提升空间显著。啤酒的生产成本主要由包装材料(玻璃、铝罐、纸箱)构成, 根据青岛啤酒 2020 年年报数据显示, 包装物在啤酒制造成本中的占比可达到 50%。作为世界上最大的啤酒生产国和消费国, 我国的啤酒包材主要为玻璃瓶, 据 Euromonitor 统计, 2019 年我国啤酒罐化率仅为 25.7%, 而日本、美国等成熟市场罐化率可分别达到 88.6%、68.9%, 我国罐化率水平远低于世界平均水平(42%), 罐化产品市场份额具有很大的提升空间。

图 47: 包材为啤酒制造主要成本 (以青岛啤酒为例)



数据来源: 青岛啤酒 2020 年报, 东吴证券(香港)

图 48: 我国啤酒罐化率有较大提升空间 (2020 年)



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

铝罐较玻璃瓶在生产回收成本、终端投放方面更具优势。一方面, 铝罐耗材较少且具有保质性强、易运输的特点, 这能够直接降低啤酒厂商的包材成本和运输成本, 减少啤酒产品的长途损耗率, 扩大可覆盖的市场面积。另一方面, 随着技术升级及环保标准的提高, 玻璃瓶的回收成本呈上升趋势, 而铝罐的重量减少且制作成本下降, 采购成本低且无需回收, 这有利于拓展啤酒销售渠道, 降低投放成本。同时, 在疫情的影响下, 现饮渠道受到一定程度的冲击, 客群消费场景发生改变, 电商渠道逐步发展, 铝罐啤酒更易存储和运输, 啤酒厂商提升罐化率、降低综合成本将成为未来趋势。

3.2.2. 龙头企业关厂提效, 产品结构向高端化升级

存量市场博弈下, 去产能降本增效、结构升级成为龙头厂商发展重点。目前, 头部啤酒厂商持续通过关闭厂房的方式削减产能, 提升产能利用率。根据统计, 青岛啤酒的产能利用率已从 2016 年的 65% 上升到 2020 年的 85% 左右, 华润啤酒也已进行三年多高端化改造以释放关厂提效红利, 我们预计未来龙头企业未来将继续向去产能、调结构发力, 提振盈利水平。

图 49: 青岛啤酒产能利用率不断提升 (单位: 万千升)



数据来源: 青岛啤酒年报, 东吴证券(香港)

产品端：龙头啤酒厂商加快高端化布局，抢占品牌制高点。随着城市中产和年轻一代消费水平的上升、成本端价格上涨以及疫情的助推，国内啤酒产品消费加速升级，头部啤酒品牌不断推出高端化新产品，从而塑造议价能力，转移成本压力。2018年华润啤酒已开始中高端化转型并推出勇闯天涯 SpaceX、马尔斯绿等一系列中高端啤酒品牌，以2019年收购喜力中国为标志，华润啤酒完成高端化产品的战略布局，并于2021年推出了超高端新品“醴”，售价999元/套；2022年，青岛啤酒发布超高端新品“一世传奇”，售价1399元/瓶；百威啤酒也上线“百威大师传奇虎年限定版”，电商平台标价1588元/瓶。在存量市场博弈的背景下，各龙头厂商发力布局高端化市场，以抢占制高点。

图 50：龙头企业产品矩阵



数据来源：公司公告，东吴证券(香港)

精酿啤酒或成全新增长点。美国在80年代啤酒人均消费量触顶回落后精酿啤酒消费占比逆势上升，反映消费者追求高品质产品的消费习惯转变。对于我国而言，这一趋势日趋显著。从销量上看，2019年我国精酿啤酒销量在啤酒总销量中占比约2.4%（美国同期为13.6%），相比2012年的1.2%实现翻倍增长。考虑到美国人均产量触顶回落比我国提前近三十年，我们认为在消费升级趋势下精酿啤酒市场拥有很大潜力，足以支撑啤酒企业长期持续增长。从价格角度看，我国精酿啤酒价格可达普通啤酒3-4倍，目标客群的价格敏感性比大众啤酒低，“价格战”不易重新成为拓展市场的方式。高端啤酒市场中我国仍处于萌芽期，精酿有望成为下一增长点。

图 51：中美精酿啤酒渗透率持续增长（按销量口径）



数据来源：观研网，东吴证券(香港)

3.2.3. 高端消费场景高溢价驱动产品升级

由于啤酒属于标准化快消品且口味同质化明显，为了吸引消费者的购买，啤酒品牌商需要不断推出新产品并且通过多种营销手段增加品牌的曝光度，以进一步扩大市场份额。同时啤酒的动销及高端化创新离不开终端渠道的支持。

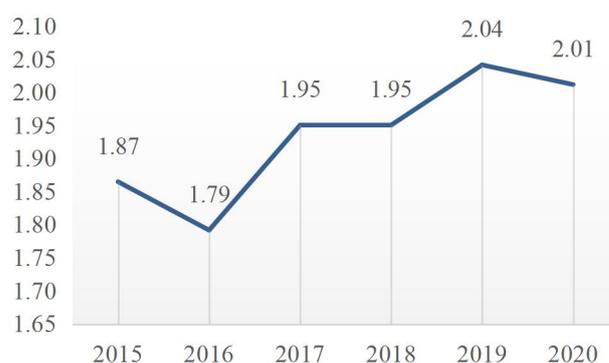
现饮渠道占比最高，龙头企业布局更具优势。按啤酒分渠道销售额统计，现饮渠道占比近五年来持续维持在65%以上，是啤酒销售的主要渠道。不同的销售渠道溢价水平各自不同，总体来看，与非现饮渠道相比，现饮渠道的啤酒销售价格更高，由于现饮消费场景的客群对价格敏感度更低且对啤酒品牌有一定要求，现饮渠道尤其是以高端餐饮、夜场为代表的中高端消费场景更适宜推广高端啤酒，这类场所的啤酒加价率可以达到100%-200%。因此，啤酒高端化及消费者消费升级的共同作用下更有利于龙头啤酒品牌在中高端现饮渠道布局高质量产品。

图 52: 现饮渠道为主要销售渠道 (销售额占比, %)



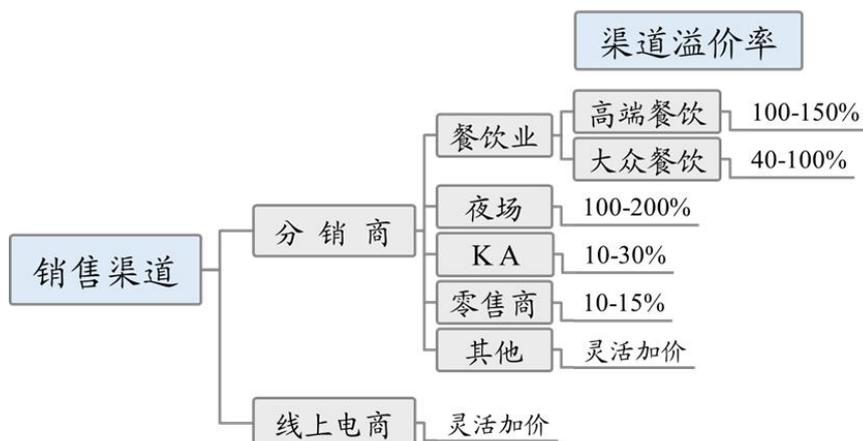
数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)

图 53: 现饮渠道/非现饮渠道相对售价



数据来源: 欧睿, 东吴证券(香港)测算

图 54: 高端消费场景溢价水平更高



数据来源: 东吴证券(香港)整理

4. 投资建议

2022年疫情措施预期放宽，整体产业进入恢复期状态下，我们看好提价及高端化下龙头厂商的预期盈利提升。成本上升和行业的长期高端化趋势助推啤酒产品供给侧升级，从而满足消费者日益增长高质量消费需求。龙头厂商在高端布局、产销渠道上有显著优势，高端化推动厂商合并中小工厂，实现规模化效应，市场集中度进一步提升未来可期。

华润啤酒：啤酒行业销量稳居第一，销量领先同时由于行业中高端化趋势明显，叠加旗下雪花品牌原主打中低端，提价空间较大，量稳价增保障公司盈利水平。产品端通过资本化运作收购喜力，赋能“高端产品线”，打造“国内+国际”4+4产品结构。渠道端通过二次升级分级赋能经销商，成立大客户平台，加速高端化进程，构筑企业护城河。

青岛啤酒：龙头地位稳固，规模优势凸显。作为国内最早介入高端产品系龙头酒企，具有先发优势，且旗下品牌口碑获得消费者认可度较高，动销流动性优于同行，渠道经验积累丰富且占据山东市场优势区域，基本面持续向好，待疫情影响消退、成本趋稳，业绩或有望进一步释放。

重庆啤酒：资产重组后重啤行业龙头地位持续巩固，西部市场之王全国化之路打开业绩成长空间。产品端：达到“国际高端+本地强势”品牌矩阵，推出乌苏、乐堡、1664爆款产品，高档销量占比不断提升，盈利能力领先行业。渠道端：核心市场地位巩固，推进大城市计划加速布局全国，扬帆27指引未来5年发展战略，盈利成长可期。

5. 风险提示

疫情反复风险。全国疫情尚未完全平复，防控政策易紧难松，若后续疫情再次大规模爆发，则对啤酒旺季下现饮消费场景产生较大冲击。

消费需求迭代与政策约束风险。疫情后消费者更加强调健康化饮食，此外我国十四五规划和 2035 年远景目标纲提出的加强限酒健康教育，控制酒精过度使用，减少酗酒。消费需求的迭代与政策约束或压制啤酒消费。

啤酒厂商竞争加剧。目前啤酒行业已经入存量竞争时代，伴随产品结构化升级风起，各大厂商纷纷加码，中高端产品竞争加剧将使得行业整体竞争格局进一步激烈，进而压制企业盈利空间。

成本高企，提价、销售传导不及预期市场风险。终端提价传导不畅、产品结构化升级销售不利等情况或使得啤酒厂商难以冲抵成本上涨压力。相关原料成本若持续维持高位，锁价期结束后酒企利润率将继续承压，盈利能力或将不及市场预期。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告,报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点;本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写,仅供东吴证券国际的客户使用,本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告,收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发,并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求,亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源,但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示),于法律及/或法规准许情况下,东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断,并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

