

2023 年 04 月 24 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

群雄逐鹿共天下，加速高端化进程

—啤酒行业深度报告

推荐(首次)

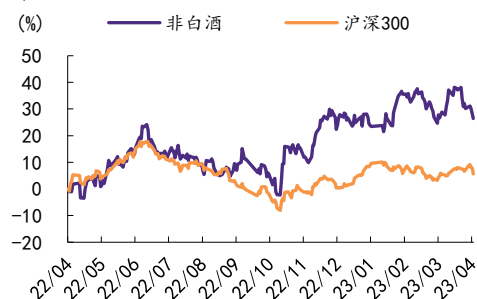
投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
非白酒(申万)	-1.1	2.4	19.1
沪深 300	-0.2	-3.6	0.5

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 高端化成效显著，行业集中度持续提升

1) 供给端：2013 年中国啤酒产量达高峰至 5065 万千升，随后逐年下滑，2017 年基本企稳。2017 年伊始，啤酒企业开启高端化，竞争策略由“份额优先”转向“利润优先”，高端化成效逐步在供需两端凸显，2021 年啤酒产量回升至 3562 万千升，同增 4.4%；2) 需求端：2013 年啤酒消费量 5394 万千升，2014-2018 年 CAGR 为 -6.7%，高端化开启后消费需求开始反弹，2019-2021 年啤酒消费量由 3796 万千升增至 3857 万千升；3) 行业容量：2019-2021 年啤酒市场规模由 1581 亿元增至 1795 亿元，2 年 CAGR 为 6.6%，2017-2021 年 CR5 均吨价由 3275 元/吨升至 3974 元/吨，4 年 CAGR 为 5%，市场规模及吨价增长系高端化策略下产品结构调整所致。4) 竞争格局：2017-2021 年啤酒行业 CR5 市占率由 76% 升至 93%，寡头格局明确，集中度不断提升，品牌盈利能力持续提升。

■ 短期继续量价齐升，中长期降本增效及高端化

我们认为啤酒未来有四大趋势：1) 短期量升趋势：疫前即饮渠道销量占比 51.5%，2020 年后降至 48.5%，疫后修复将显著增加短期销量；2) 短期价升、包材成本回落趋势：近两年包材及大麦价格上升致成本承压，2021 年行业进入新一轮提价周期；3) 中期降本增效趋势：2014 年开始，啤酒企业开始关停旧厂，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒产能利用率由 2016 年 50%-73% 升至 2021 年 60%-80%，产能利用率上移；4) 长期高端化趋势：高端化为行业发展必然趋势，目前我国啤酒吨价 639 美元/吨，较美国 1627 美元/吨仍有较大提升空间，精酿啤酒进入高增长阶段，有望加快行业高端化进程。

■ 行业评级及投资策略

我们给予啤酒行业“推荐”评级，重点推荐重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、乐惠国际。

■ 风险提示

宏观经济下行、原材料价格上涨、高端化进程及推荐标的业绩不及预期、行业政策变动等风险，报告中中美啤酒产业对比存在经济、文化等背景差异，相关比较结果仅供参考。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-04-21 股价	EPS			PE			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000729.SZ	燕京啤酒	12.91	0.12	0.21	0.27	107.58	61.48	47.81	买入
600132.SH	重庆啤酒	107.16	2.61	3.42	4.16	41.06	31.33	25.76	买入
600600.SH	青岛啤酒	114.35	2.72	3.32	3.88	42.04	34.44	29.47	买入
603076.SH	乐惠国际	42.72	0.18	0.97	2.06	237.33	44.04	20.74	买入
0291.HK	华润啤酒	61.20		1.67	2.03		36.65	30.15	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：华润啤酒盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、从群雄到寡头，中国啤酒正当潮	8
1.1、啤酒厂商处于产业链中游，终端议价能力较强	8
1.2、复盘中国及美国啤酒发展史，我国啤酒市场正处于中成熟度转高成熟度阶段	10
1.3、市场概况：存量竞争时代，高端化成效显著	12
1.4、竞争格局：寡头格局形成，集中度持续提升	13
2、行业趋势：短期量价齐升，中长期降本增效及高端化	16
2.1、短期趋势（一）：量升——现饮场景复苏带来短期量升及高端化加速	16
2.1.1 疫后修复进程良好，高端化增强企业抗压力	18
2.2、短期趋势（二）：价升——企业进入提价新潮，短期价升可期	21
2.2.1 麦芽采购替代自产，成本随大麦价格上升	22
2.2.2 成本端承压叠加产品结构升级，企业进入新一轮提价潮	24
2.2.3 包材成本缓解，盈利能力有望提升	26
2.3、中期趋势（一）：降本增效叠加产品结构升级，企业盈利能力持续上行	27
2.3.1 企业高端化战略逐步明确，降本增效成龙头共识	27
2.3.2 关停旧厂降本增效，产能利用率逐步提升	28
2.4、长期趋势（一）：供需两侧双轮驱动，高端化势在必行	30
2.4.1 “利润优先”叠加消费升级，供需两端看高端化驱动因素	30
2.4.2 我国吨酒价提升空间广阔，高端化后消费场景及产品多元化	35
2.5、长期趋势（二）：精酿市场进入高爆发阶段，行业增速可观发展潜力巨大	38
3、重点个股分析	44
3.1、重庆啤酒：嘉士伯赋能，高端化步伐领先	44
3.1、青岛啤酒：创新“啤酒+文旅”新模式，品牌力持续向上	46
3.2、华润啤酒：渠道布局完善，提价空间广阔	48
3.3、燕京啤酒：二次创业新篇章，高端化进程望加速	50
3.4、乐惠国际：设备业务稳固基本盘，精酿板块打造新优势	52
4、行业评级及投资策略	54
5、风险提示	54

图表目录

图表 1：5 种方式将啤酒分类	8
图表 2：精酿啤酒 vs. 工业啤酒	9
图表 3：啤酒制造工艺主要包括糖化、发酵、过滤、杀菌、包装	9
图表 4：啤酒厂商处于产业链中游	10
图表 5：美国啤酒行业发展史	11
图表 6：中国啤酒行业发展阶段	12
图表 7：2013 年中国啤酒产量见顶	12
图表 8：中国啤酒市场规模达 1795 亿元	12
图表 9：高端化开启后中国啤酒消费量小幅度回弹	13

图表 10: 中国人均啤酒消费量下滑	13
图表 11: 2017-2021 中国啤酒吨价持续上升	13
图表 12: 2021 年 CR5 啤酒吨价	13
图表 13: 2017-2021 我国啤酒行业 CR5 市场占比	14
图表 14: 2021 年中国啤酒行业竞争格局	14
图表 15: 2021 年我国啤酒行业梯队	14
图表 16: CR5 各区域市占率	15
图表 17: 2021 年各公司价格带及产品结构	16
图表 18: 啤酒应用场景主要分为即饮和非即饮	16
图表 19: 2020 年即饮渠道销量受损 (按销量)	17
图表 20: 2015-2020 年即饮渠道销售额平均占比	17
图表 21: 北上深 ktv 场所啤酒价格涨幅情况 (元/瓶)	18
图表 22: 精酿啤酒主要消费场景为小酒馆、酒吧、迪厅	18
图表 23: 啤酒产量已基本恢复至疫前水平 (万千升)	19
图表 24: 啤酒产量较 2019 年恢复情况	19
图表 25: CR5 销量恢复情况良好	19
图表 26: 2021 年销量 YOY 恢复情况良好	19
图表 27: 青岛啤酒 2022 年销量赶超疫前水平	20
图表 28: 青岛啤酒销量增速稳定恢复	20
图表 29: 啤酒行业营收恢复情况	20
图表 30: 企业营收较 2019 年逐步回弹	21
图表 31: 企业营收增速持续向上	21
图表 32: 净利润大幅回弹, 反超疫前水平	21
图表 33: 企业净利润较 2019 年恢复情况	21
图表 34: 啤酒制造成本构成	22
图表 35: 2021 年麦芽制造厂竞争格局	22
图表 36: 我国麦芽制造厂概况	22
图表 37: 截至 2021 年各产区大麦价格持续上升 (美元/吨)	23
图表 38: 进口大麦平均单价持续呈现上升趋势 (美元/吨)	23
图表 39: 麦芽制造厂盈利能力敏感性分析	24
图表 40: 2006-2019 年进口大麦价格 3 次重要涨幅对应我国啤酒行业提价时间	24
图表 41: 复盘前三轮啤酒提价情况	25
图表 42: 第一轮提价后企业毛利率情况	25
图表 43: 第三轮提价后企业毛利率情况	25
图表 44: 新一轮啤酒提价情况	26
图表 45: 2020Q3 包材价格开始上涨, 2022 年持续回落	26

图表 46: 2021 年提价后, 企业净利率提升.....	26
图表 47: 通过产品结构升级、降本增效提升企业盈利能力	27
图表 48: 国资企业高端化产品结构升级、降本增效战略更加明确	28
图表 49: 啤酒企业关厂情况	29
图表 50: 华润啤酒优化产能后盈利能力持续提升	29
图表 51: 青岛啤酒产能利用率呈上升趋势, 净利率及 ROE 上升速度可观	29
图表 52: 重庆啤酒产能利用率呈上升趋势, 资产重组后 ROE 达 107%.....	29
图表 53: 重庆啤酒原厂产能利用率	30
图表 54: 重庆啤酒完成资产重组后各厂产能利用率	30
图表 55: 我国啤酒产量于 2013 年见顶	31
图表 56: 中国人均 GDP、可支配收入持续上升, 推动消费升级.....	31
图表 57: 我国城镇化持续推进	32
图表 58: 城镇居民可支配收入及人均消费远高农村居民	32
图表 59: 啤酒吨酒价与人均 GDP 正相关 (对比别国)	32
图表 60: 我国啤酒吨酒价与人均 GDP 存在强正相关性	32
图表 61: 2022 年消费者购买啤酒时考虑因素.....	33
图表 62: 2022 年消费者愿意支付更高价格购买啤酒的卖点.....	33
图表 63: 口感和品质已超越价格, 成为更重要因素	33
图表 64: 2021 年中国各年龄段啤酒消费占比.....	34
图表 65: 疫情期间千禧一代时尚品购买意愿只增不减	34
图表 66: 2020 年奢侈品消费年龄分布及支出分布.....	34
图表 67: 消费者购买奢侈品目的分析	34
图表 68: 女性饮酒驱动因素	35
图表 69: 果啤口味繁多且包装颜值较高	35
图表 70: 低度酒兴趣用户占比中, 女性占比逐步上升	35
图表 71: 对低度酒感兴趣的女性人数同比增速更快	35
图表 72: 中高端啤酒销售额占比逐年递增, 2024 年或达 75%	36
图表 73: 2021 天猫各档次啤酒销售金额同比增速.....	36
图表 74: 各国啤酒吨酒价 (美元/吨)	36
图表 75: CR5 啤酒吨酒价 (元/吨)	36
图表 76: 中国啤酒市场属于中成熟度阶段	37
图表 77: 啤酒消费场景多元化	37
图表 78: CR5 全面布局高端及超高端产品.....	37
图表 79: 2021 年各公司价格带及产品结构.....	38
图表 80: 精酿啤酒与工业啤酒区别在于原料使用不同, 精酿啤酒不使用麦芽替代材料或辅料	39
图表 81: 我国精酿啤酒市场规模近 10 年保持 20%以上增速.....	40

图表 82: 我国精酿啤酒新成立企业数量	40
图表 83: 我国精酿啤酒销量在啤酒中占比	40
图表 84: 我国精酿啤酒销量增速	40
图表 85: 我国精酿啤酒消费量增速保持高位	40
图表 86: 我国精酿啤酒与啤酒消费量增速变化对比	40
图表 87: 精酿啤酒 CR4 市占率仅 47%	41
图表 88: 2016-2021 中美精酿啤酒市场渗透率对比	41
图表 89: 市场对精酿啤酒认知高达 76%	41
图表 90: “十四五”我国啤酒产业发展目标	42
图表 91: 常见精酿啤酒风味、工艺、种类、特征	43
图表 92: 2021 年精酿啤酒各风味中酸啤增速领跑	43
图表 93: 2018-2022 我国果啤消费量	43
图表 94: 资产重组后公司营收及销量成倍上升	44
图表 95: 2021 年公司吨酒价行业第二, 追平百威	44
图表 96: 公司 5 大业务单元	45
图表 97: 重庆啤酒主要市场市占率	45
图表 98: 2020 年后公司毛利率行业保持第二	45
图表 99: 2019 年后公司净利率稳居第一	45
图表 100: 青啤高端化产品丰富	46
图表 101: 啤酒营收及销量增速回弹	47
图表 102: 高端化后啤酒吨价加速上升	47
图表 103: 公司控费能力增强	47
图表 104: 公司盈利能力向上	47
图表 105: 1903 时光精酿工坊	48
图表 106: 消费者可参观式精酿啤酒生产线	48
图表 107: 公司业务集中在东部地区	48
图表 108: 公司业务按省份分布	48
图表 109: 华润啤酒高端产品	49
图表 110: 次高端及以上啤酒销量占比逐年攀升	49
图表 111: 公司核心盈利能力稳步提升	49
图表 112: 公司营收实现高个位数增长	50
图表 113: 公司盈利能力持续修复	50
图表 114: 燕京啤酒加速布局高端产品	51
图表 115: 公司毛利率处低位, 有较大上升空间	51
图表 116: 公司净利率处低位, 有较大上升空间	51
图表 117: 公司啤酒设备布局完善	52

图表 118：乐惠国际资质证书齐全 53

图表 119：精酿啤酒投资布局梳理 54

图表 120：精酿啤酒产能布局 54

图表 121：重点关注公司及盈利预测 54

1、从群雄到寡头，中国啤酒正当潮

1.1、啤酒厂商处于产业链中游，终端议价能力较强

啤酒主要由水、麦芽、啤酒花、啤酒酵母构成，我们通过 5 种方式将啤酒进行分类：

- 1. 按啤酒色泽分类：主要包括白啤、黄啤、黑啤，白啤使用小麦代替大麦或大麦加小麦形式酿造，加入小麦后使得啤酒颜色淡于一般黄啤，酒花香气突出；黑啤主要使用烘烤后焦麦芽、黑麦芽为原料，焦香味突出，口味浓醇。
- 2. 按酿后工艺分类：主要包括生啤、原浆啤酒、熟啤酒。1) 生啤主要包括鲜啤酒及纯生啤酒，是在酿成后经过滤处理但未杀菌类啤酒，含有丰富酵母菌，促进消化吸收，但因酵母菌持续发酵易导致生啤稳定性差，保存时间通常小于 3 天；纯生啤酒，在酿造、过滤、包装过程种严格控制微生物，达到无菌酿造，利用无菌膜过滤技术滤除酵母菌、杂菌等微生物，保留啤酒纯正口感，保质期 6-12 个月，价格较高；2) 原浆啤酒，不添加任何防腐剂、添加剂，不经过滤及杀菌处理，口味纯正，保质期通常在 7 天左右；熟啤酒，经过滤及杀菌类啤酒，保质期一般在 1 年以上。

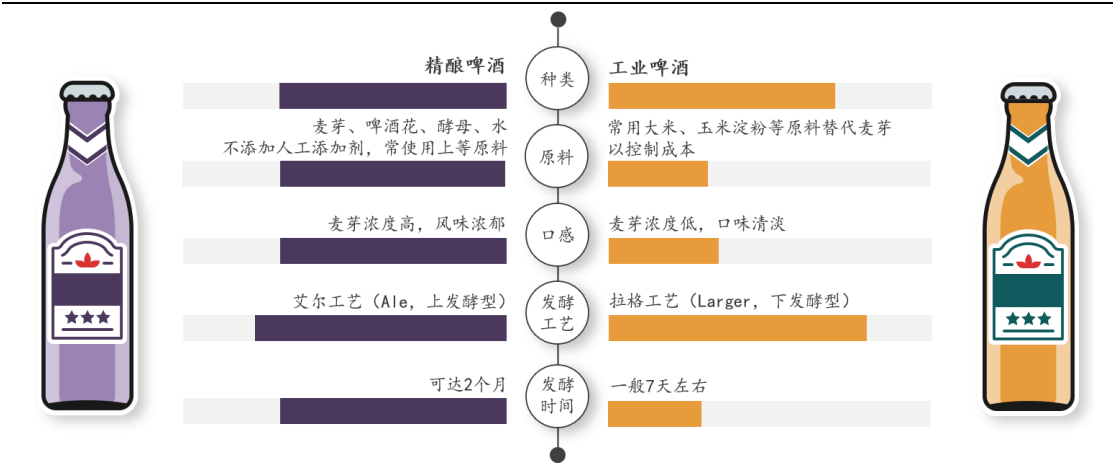
图表 1：5 种方式将啤酒分类

色泽	白啤（浅色啤酒）	黄啤（普通啤酒）	黑啤（浓色啤酒）
酿后工艺	生啤：过滤但未杀菌（鲜啤酒、纯生啤酒）	原浆啤酒：未过滤未杀菌	熟啤酒：过滤且杀菌
酿造工艺	艾尔啤酒（上发酵型精酿啤酒）	拉格啤酒（下发酵型工业啤酒）	拉比克啤酒（自然发酵）
原麦汁浓度	低浓度型（原麦汁浓度 2.5%-9%；酒精浓度 0.8%-2.5%）	中浓度型（原麦汁浓度 11%-14%；酒精浓度 3.2%-4.2%）	高浓度型（原麦汁浓度 14%-20%；酒精浓度 4.2%-5.5%）
包装	罐装啤酒（330ml-550ml）	瓶装啤酒（330ml-640ml）	桶装啤酒（1L、2L、5L）

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

- 3. 按酿造工艺分类：主要分为艾尔啤酒、拉格啤酒、拉比克啤酒。艾尔工艺为上发酵型工艺，精酿啤酒主要使用工艺，麦芽浓度高，采用上等原料，发酵时间可达 2 个月；拉格工艺为下发酵型工艺，主要酿造工业啤酒，成本较低，麦芽浓度低，口味清淡，发酵时间一般为 7 天；拉比克啤酒为自然发酵啤酒，利用空气种漂浮的野生酵母发酵，具有较强陈年能力。
- 4. 按原麦汁浓度分类：主要分为低浓度型（原麦汁浓度 2.5%-9%；酒精浓度 0.8%-2.5%）、中浓度型（原麦汁浓度 11%-14%；酒精浓度 3.2%-4.2%）、高浓度型（原麦汁浓度 14%-20%；酒精浓度 4.2%-5.5%）。
- 5. 按包装分类：主要分为罐装啤酒（330-550ml）、瓶装啤酒（330ml-640ml）、桶装啤酒（1L、2L、5L）。

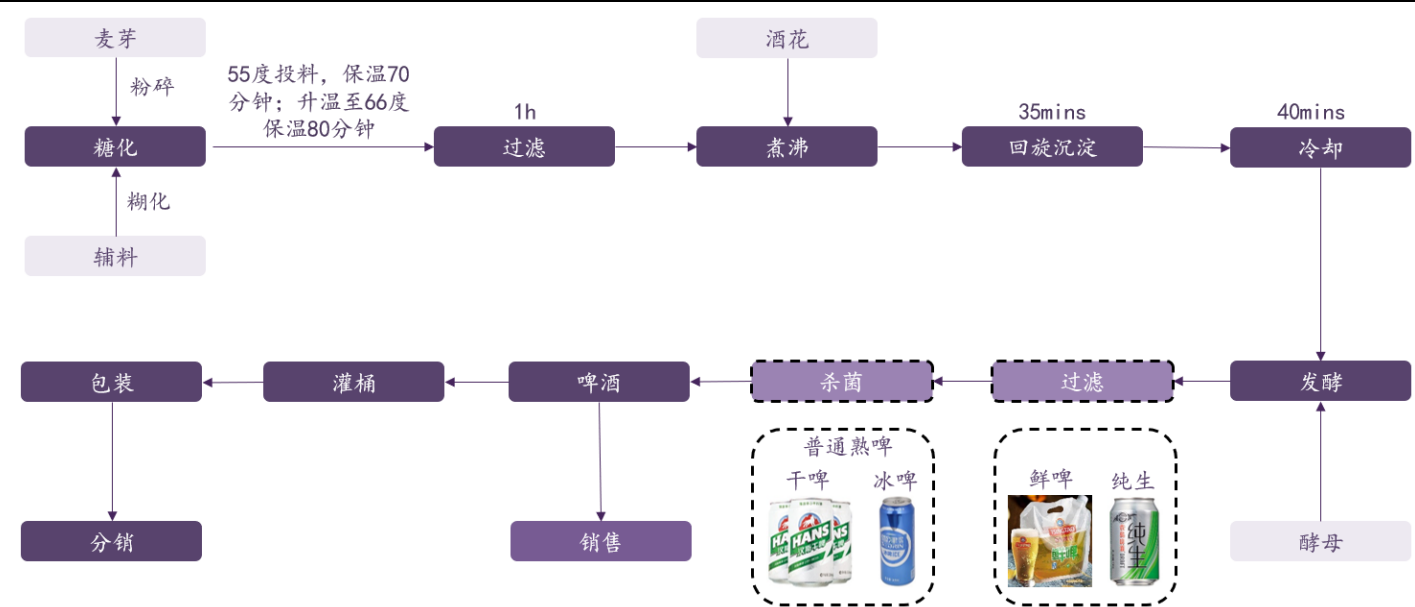
图表 2：精酿啤酒 vs. 工业啤酒



资料来源：观研天下，国际发酵协会，华鑫证券研究

啤酒主要通过麦芽糖化后发酵制成，麦芽为重要原材料。啤酒制造工艺流程主要包括原料粉碎、材料糖化、过滤、煮沸、沉淀、冷却、发酵、发酵后过滤、杀菌、灌桶等 10 个步骤。其中，不同啤酒拥有不同发酵后过滤及杀菌程序，鲜啤及纯生啤酒仅需过滤，熟啤如干啤、冰啤则需过滤及杀菌两道程序。

图表 3：啤酒制造工艺主要包括糖化、发酵、过滤、杀菌、包装



资料来源：山东豪鲁啤酒设备公司官网，华鑫证券研究

啤酒行业处于产业链中游，对上游成本敏感，下游终端议价能力较强。上游成本敏感：啤酒行业上游主要包括麦芽等酿造材料供应商以及包材供应商，其中麦芽主要由大麦制成，部分工业啤酒会使用大米及玉米淀粉代替大麦以降低成本，啤酒企业向上议价能力较弱，同时因啤酒原材料相对单一，对主要材料价格波动尤为敏感，大麦、玻璃、易拉罐、瓦楞纸为影响啤酒成本主要材料；中游寡头格局：产业链中游由啤酒厂商构成，主要分为国产

头部品牌、区域品牌、海外品牌、外资收购品牌，目前我国啤酒市场已形成寡头格局，头部企业拥有规模效益及较强渠道壁垒；**终端议价力强**：下游主要包括线上、线下渠道商以及终端消费者，在进入存量竞争时代后，企业为向高端化转型已多次实施提价举措，消费者接受度较高，对终端消费者议价能力强。

图表 4：啤酒厂商处于产业链中游



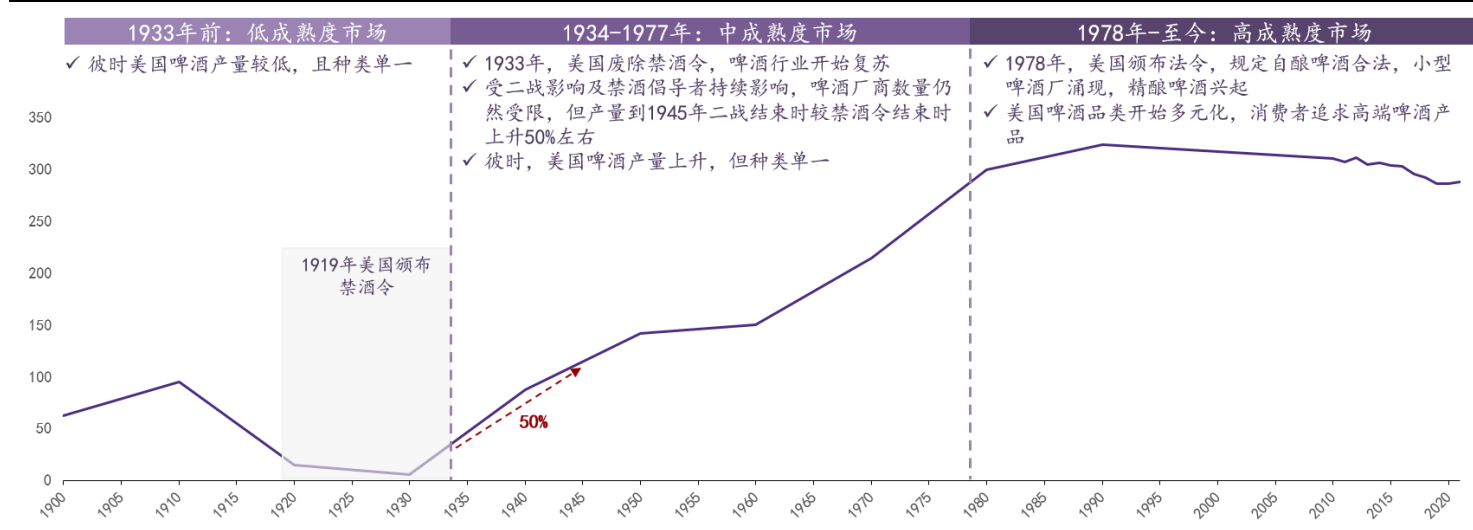
资料来源：珠江啤酒年报，艾瑞咨询，前瞻产业研究院，巨量算数，华鑫证券研究

1.2、复盘中国及美国啤酒发展史，我国啤酒市场正处于中成熟度转高成熟度阶段

美国深耕高端啤酒产品多年，对中国啤酒未来发展趋势具有重要参考价值。百威英博投资者研讨会报告显示，低成熟度啤酒市场拥有产量较低、品类单一等特点；中成熟度市场产量及饮酒量较低成熟市场上升，但啤酒品类仍然单一；进入高成熟度市场后，啤酒消费场景开始多样化，消费者开始追求啤酒品质及产品多样化。回顾美国历史，其在 1933 年至 1978 年已经历由低成熟度市场转向中成熟市场，并于 1978 年开始转向高成熟度市场，发展高端化精酿啤酒；对比我国啤酒行业，同样经历由低成熟度市场转向中成熟度市场、并于近年开始转向高成熟度市场的发展过程，与美国啤酒行业发展路径一致；介于美国 1978 年开始进入高成熟度市场，深耕高端化市场多年，其发展历程对中国啤酒市场未来发展趋势具有重要参考意义。

美国于 1978 年开始由中成熟度市场转向高成熟度市场。1) 1933 年前：1919 年美国颁布禁酒令，啤酒行业发展缓慢，产量较低属于低成熟度市场；2) 1934-1977 年：1933 年，美国废除禁酒令，啤酒行业复苏，但由于禁酒倡导者持续活跃，同时二战爆发导致对原材料供应产生影响，行业发展及啤酒厂商数量仍然受限，但产量持续上升，到 1945 年二战结束时较 1933 年产量上升 50%左右，彼时美国啤酒产量不断上升但产品种类单一，大部分啤酒厂商更注重产品均一性；3) 1978 年，美国颁布法令规定自酿啤酒合法，大批小型啤酒厂涌现，自此精酿啤酒兴起，美国啤酒品类开始多元化，消费者开始逐步追求高端化及多元化啤酒产品，美国啤酒市场转为高成熟市场。

图表 5：美国啤酒行业发展史



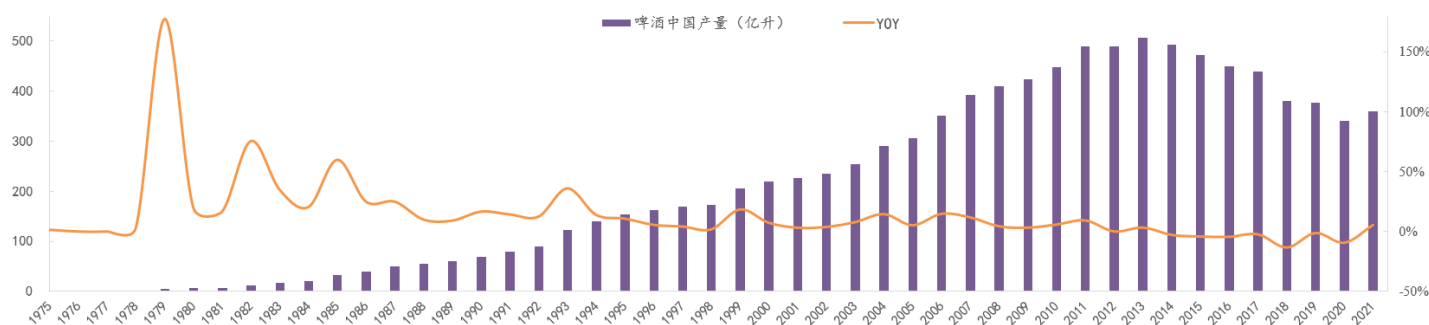
资料来源：Statista, Economic History Association, 华鑫证券研究

我国啤酒行业主要经历“技术引进”、“一城一啤”、“圈地跑马”、“存量竞争”、“高端化”五个历程，目前正处于中成熟度市场转向高成熟度市场阶段：

- 阶段一（1900-1978 年）：技术引进。**20 世纪初期，中国啤酒市场基本被外资企业垄断，酿造技术主要由西方企业掌握，新中国成立后工业快速发展带动啤酒业进入新阶段，通过合作及引进形式，中国啤酒酿造技术逐步实现国产化。
- 阶段二（1979-1993 年）：一城一啤。**得益于改革开放政策及其他相关经济政策，中国啤酒行业开始快速发展，1985 年国家开始实施“啤酒专项工程”，到 1988 年地方啤酒品牌数量超 800 家，形成“一城一啤”局面，1993 年中国啤酒产量超越德国稳居世界第二，在此阶段由于酿造技术及物流发展等因素，存在生产半径、运输半径较短问题，啤酒行业形成突出的地域性特征，发展出北燕京、南珠江、东青岛、西蓝剑格局。
- 阶段三（1998-2013 年）：圈地跑马。**由于啤酒行业具有侵略属性，并购其他啤酒厂商并扩大市占率成为企业壮大必经之路，华润集团、百威亚太、嘉士伯先后开启并购举措，华润集团在与蓝剑竞争多年后于 2007 年完全收购蓝剑品牌酒，行业寡头格局由此形成，以华润、青岛、燕京、百威、嘉士伯为头部企业。
- 阶段四（2014-2016 年）：存量竞争。**2013 年中国啤酒产量达到峰值，自 2014 年开始进入存量竞争阶段，整体产量开始下滑，同比增速减缓。
- 阶段五（2017 年-至今）：高端化进军。**对标美国市场，我国在 2017 年前属于中成熟度市场，产品相对单一同质化，此后开始逐步转向高成熟度市场，年轻群体及女性群体等新啤酒消费群体开始出现，对于多元化啤酒口感、口味、品类等追求推动消费升级，表现出与美国进入高成熟度后相似的市场消费特征，啤酒产品高端化、啤酒种类多元化成为新趋势及必然趋势。

图表 6：中国啤酒行业发展阶段

1900-1978年： 发展初期	1979-1997年： 快速扩张阶段	1998-2013年： 并购大规模迸发，形成寡头格局	2014-2017年： 存量竞争	2018-至今： 转向高成熟度市场
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 中国本土啤酒业发展缓慢，国内啤酒基本被外资企业垄断，酿造技术由西方企业掌握 ✓ 新中国成立后工业得到快速发展，啤酒业进入发展新阶段 ✓ 通过合作和技术引进形式实现啤酒酿造技术国产化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 得益于改革开放等相关经济政策，中国啤酒行业快速发展 ✓ 国家在1985年实施“啤酒专项工程”，到1988年地方啤酒品牌数量超800家，形成“一城一啤”盛况，北燕京、南珠江、东青岛、西蓝剑格局产生 ✓ 1993年，中国啤酒产量超越德国，此后8年时间稳居世界第二 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 华润集团在2001年与蓝剑集团合资成立公司并于2007年收购蓝剑剩余股份；2012年收购深圳地方品牌“金威”啤酒 ✓ 百威英博在1998-2000年收购金陵啤酒等品牌；2004-2012收购哈尔滨啤酒、牡丹江啤酒等 ✓ 嘉士伯收购云南华狮啤酒、大理啤酒、重庆啤酒等一众西部知名品牌后进入中国市场，2015年收购乌苏啤酒 ✓ 我国啤酒行业形成寡头格局，以华润、青岛、燕京、百威、嘉士伯为头部企业 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 到2013年，中国啤酒产量达到顶峰，并于2014年开始下滑，同比增速减缓 ✓ 中国啤酒行业正式进入存量竞争时代 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 年轻群体、女性群体等新啤酒消费群体出现，对于啤酒的口味及品类开始出现新需求 ✓ 中国啤酒行业逐步由中成熟度市场转为高度啤酒市场，啤酒应用场景开始多元化，企业布局高端化产品

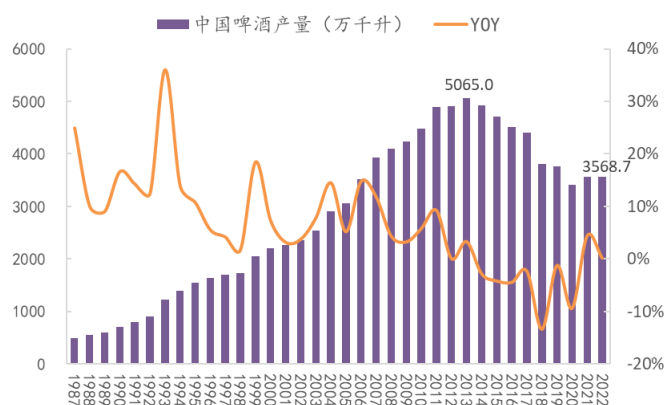


资料来源：《跨国啤酒企业在华本土化发展对策研究——以嘉士伯为例》，Wind，华鑫证券研究

1.3、市场概况：存量竞争时代，高端化成效显著

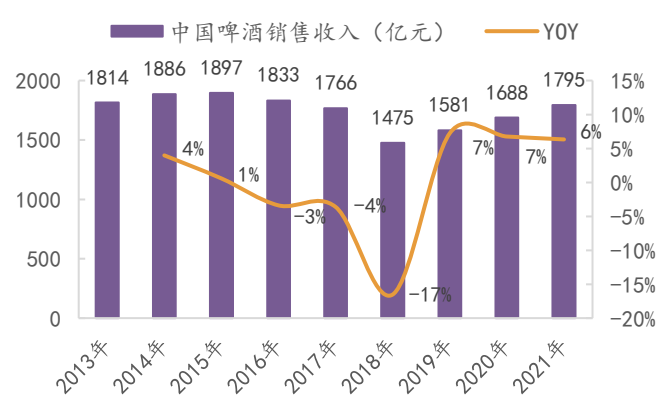
我国啤酒行业于 2014 年进入存量竞争时代，2017 年开启高端化发展，目前高端化成效初显。1) 供给端：2013 年中国啤酒产量达 5065 万千升，随后开始逐年下滑进入存量竞争时代，2013-2017 年四年 CAGR 为-3.4%。2017 年伊始，啤酒企业开启高端化，企业竞争策略由“份额优先”转向“利润优先”，高端化成效逐步在供需两端凸显，2021 年啤酒产量回调至 3562 万千升，同增 4.4%；2) 需求端：2013 年啤酒消费量 5394 万千升，2014-2018 年四年 CAGR 为-6.7%，高端化开启后消费需求开始回弹，2019-2021 年啤酒消费量由 3796 万千升增至 3857 万千升；3) 行业容量：2019-2021 年啤酒市场规模由 1581 亿元增至 1795 亿元，2 年 CAGR 为 6.6%，2017-2021 年 CR5 均吨价由 3275 元/吨上升至 3974 元/吨，4 年 CAGR 为 5.0%，市场规模及吨价增长系高端化策略下产品结构调整所致。

图表 7：2013 年中国啤酒产量见顶



资料来源：Wind，华鑫证券研究

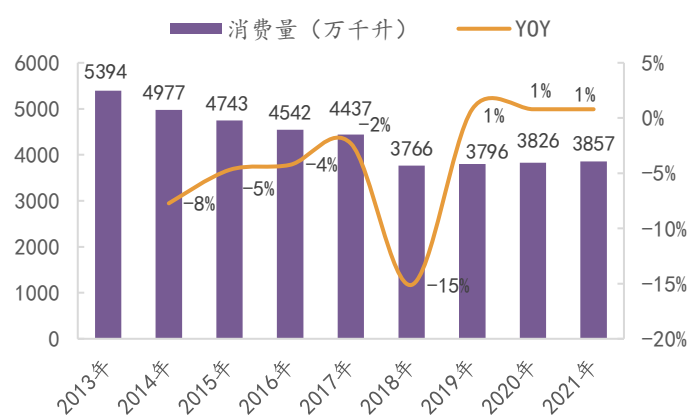
图表 8：中国啤酒市场规模达 1795 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，智研咨询，华鑫

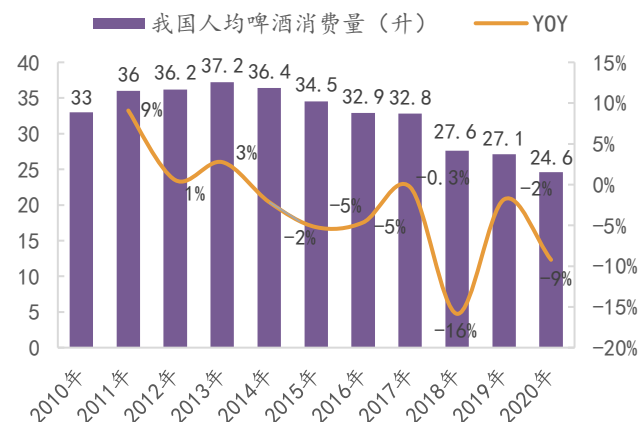
证券研究

图表 9：高端化开启后中国啤酒消费量小幅度回弹



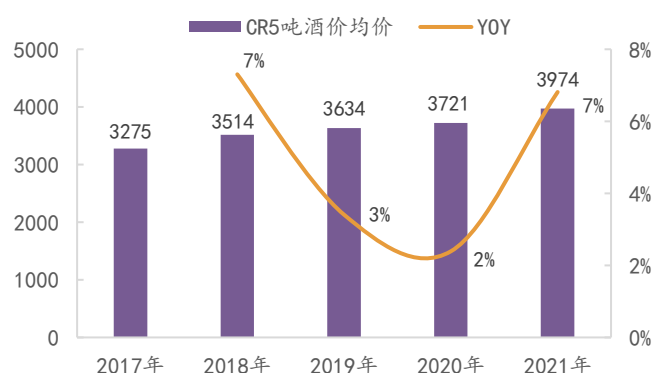
资料来源：前瞻产业研究院，国家统计局，酒爱好，华鑫证券研究

图表 10：中国人均啤酒消费量下滑



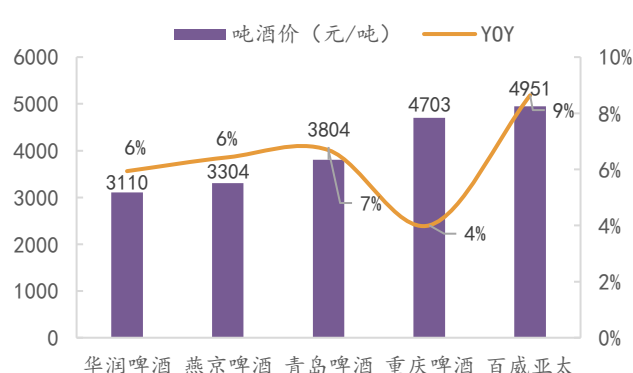
资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

图表 11：2017-2021 中国啤酒吨价持续上升 (元/吨)



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 12：2021 年 CR5 啤酒吨价

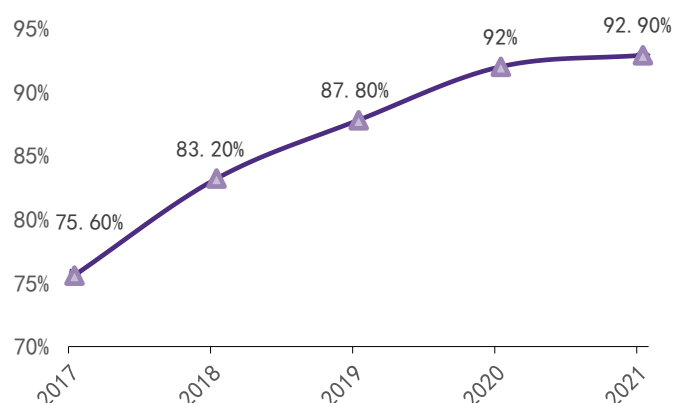


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.4、竞争格局：寡头格局形成，集中度持续提升

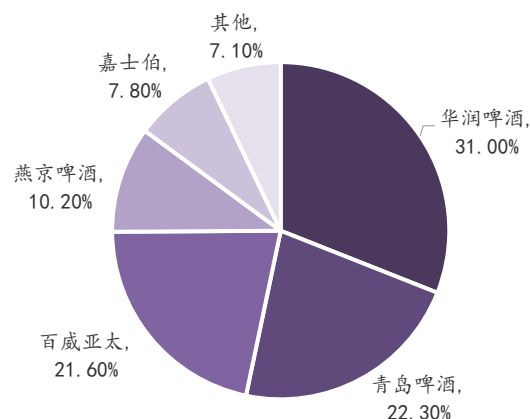
我国啤酒行业市场集中度到 2021 年达 92%，头部品牌享龙头效益，盈利能力不断加强。2017-2021 年，我国啤酒行业 CR5 市占率由 75.6% 升至 92.9%，行业集中度不断提升；其中华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯市占率分别为 31%、22.3%、21.6%、10.2%、7.8%，形成寡头格局。高集中度市场中品牌盈利能力更强，主要系集中度提升带来规模效益，龙头企业在成本端可持续修复或优化，提升盈利空间；目前我国 CR5 市占率已达到较高水平，品牌盈利能力有望得到一定提升。我国 CR1 市占率属于中等水平，市场集中度仍有提升空间，待 CR1 市占率提升后头部企业将有望进一步提升盈利水平。

图表 13：2017-2021 我国啤酒行业 CR5 市场占比



资料来源：中国酒业协会，头豹研究院，华鑫证券研究

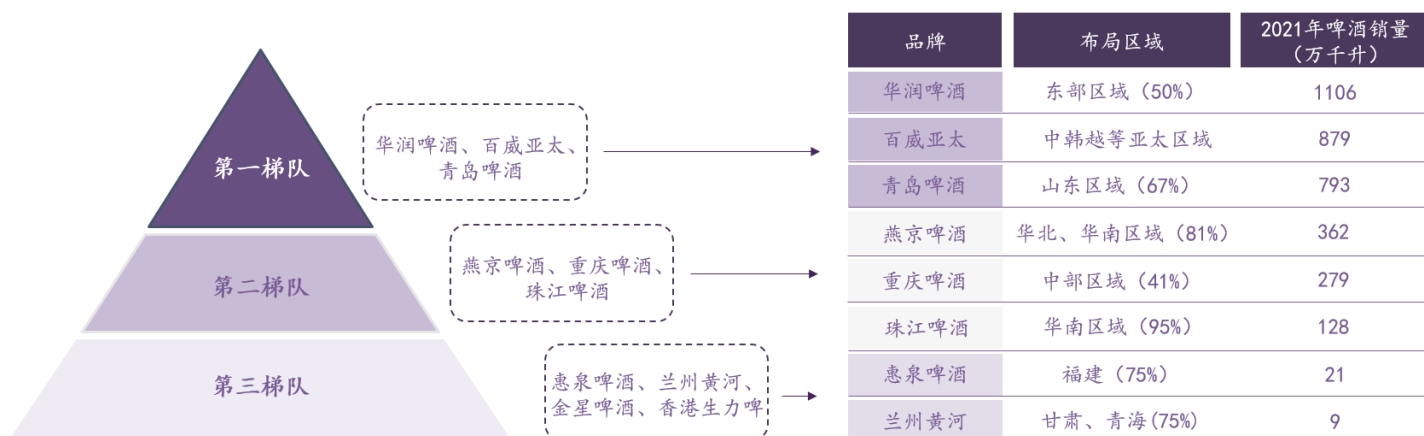
图表 14：2021 年中国啤酒行业竞争格局



资料来源：中国酒业协会，头豹研究院，华鑫证券研究

不同梯队间存在销量断层情况，寡头格局明确。基于市占率情况，我国啤酒行业第一梯队企业为华润啤酒、青島啤酒、百威亚太；第二梯队为燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒；第三梯队为惠泉啤酒、兰州黄河、金星啤酒、香港生力啤，行业格局明晰。其中，华润啤酒 2021 年啤酒销量达 1105 万千升，约为第二梯队燕京啤酒销量 3 倍，同时燕京啤酒销量与青島啤酒相差约 400 万千升，第一梯队与第二梯队间断层较大，寡头格局明确。

图表 15：2021 年我国啤酒行业梯队



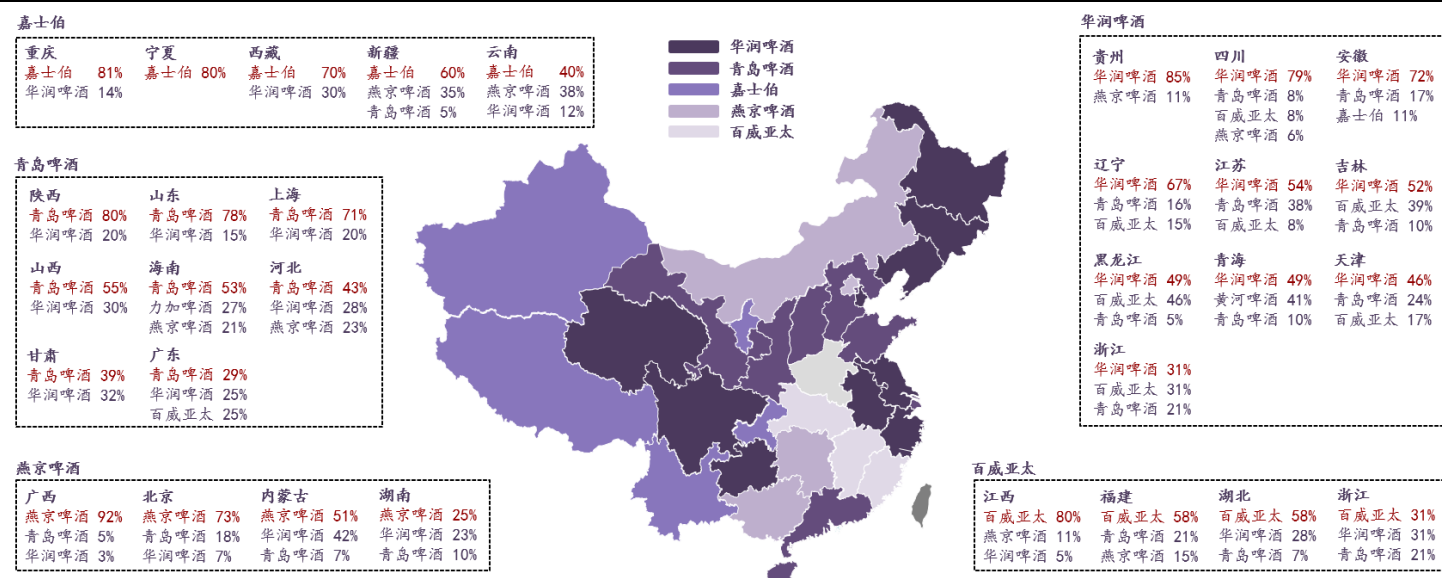
资料来源：前瞻产业研究院，公司年报，产业研究院，华鑫证券研究

华南地区竞争激烈，小体量啤酒厂销售区域更集中。1) 第一梯队中，华润啤酒重点布局东部地区，区域营收占比 50%；青島啤酒主要占据山东地区，区域营收占比 67%；2) 第二梯队中，燕京啤酒与珠江啤酒同步布局华区域，区域营收占比分别为 31%、95%，占比较大，同样布局华南地区的还有华润啤酒（占总营收 26%）、重庆啤酒（24%）、青島啤酒（11%），

5 家啤酒厂商共同角逐，华南地区存在较强区域竞争性；3) 第三梯队中，惠泉啤酒主要集中在福建省，区域营收占比达 75%，兰州黄河主要布局甘肃、青海两省，营收占比达 75%；从各公司区域营收占比情况来看，体量相对更小企业，如第二、第三梯队企业主要集中在 1-2 两个销售区域，区域集中性表现更强。

各大啤酒厂商展现出较强区域性。根据我国 CR5 啤酒销量分布区域来看，1) 华润啤酒主要集中在东部、华南以及中部地区，其在贵州、四川、安徽、辽宁、江苏、吉林、黑龙江、青海、天津、浙江市 10 个地区拥有领先市占率，分别达 85%、79%、72%、67%、54%、52%、49%、49%、46%、31%；2) 青岛啤酒主要集中在山东、华北、华南地区，其在陕西、山东、上海、山西、海南、河北、甘肃、广东 8 个地区市占率分别达 80%、78%、71%、55%、53%、43%、39%、29%；3) 嘉士伯主要占领中部地区的重庆，以及宁夏、西藏、新疆、云南 5 个地区，市占率分别达 81%、80%、70%、60%、40%；4) 百威亚太在江西、福建、湖北、浙江 4 地拥有领先市占率，分别达 80%、58%、58%、31%；5) 燕京啤酒主攻华北及华南地区，在广西、北京、内蒙古、湖南 4 地市占率分别达 92%、73%、51%、25%。

图表 16：CR5 各区域城市占率



资料来源：中国食品报官方平台，华鑫证券研究，注：因统计口径未注明，平台提供数据或与实际情况略有出入

聚焦高端化进程，重庆啤酒及百威亚太高端化进程较快。根据价格将啤酒产品分为经济型（5 元及以下）、主流型（6-9 元）、高端及超高端型（10 元+）。到 2021 年，我国 CR5 企业中经济型啤酒产品占比均小于 50%，以中高端产品为主，其中华润啤酒经济型产品占比达 47%，占比仍然较高，高端化进程相对缓慢；重庆啤酒和百威亚太高端及超高端产品占比分别达到 36.47%、38%，展现出较强产品高端化能力以及市场对其高端产品较高认可度。

图表 17：2021 年各公司价格带及产品结构

	重庆啤酒		青岛啤酒		华润啤酒		百威亚太		燕京啤酒	
	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌
高端及超端高 (10 元+)	36.47%	红乌苏、夏日纷、1664	55%	青岛原浆、琥珀拉格	17%	雪花纯生、喜力经典、脸谱	38%	科罗娜、福佳、蓝妹	60.17%	燕京 S12 皮尔森、狮王
主流型 (6-9 元)	51.02%	乐堡、国宾醇麦		青岛纯生	36%	勇闯天涯	30%	哈啤冰爽、哈啤冰纯		燕京纯生、燕京 U8
经济型 (5 元及以下)	12.50%	西夏、天目湖	41%	崂山、汉斯	47%	雪花金标、雪花银标	32%	雪津、双鹿	39.83%	燕京干啤

资料来源：重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

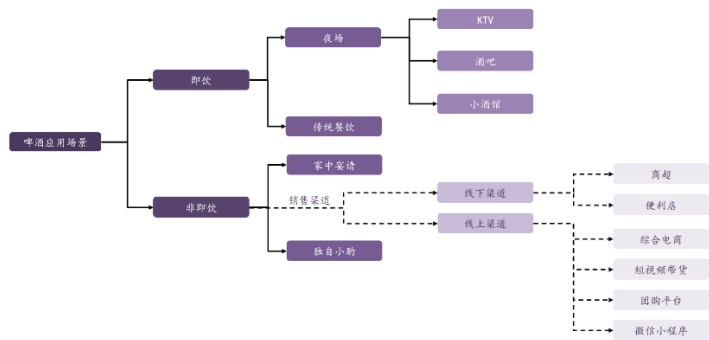
2、行业趋势：短期量价齐升，中长期降本增效及高端化

2.1、短期趋势（一）：量升——现饮场景复苏带来短期量升及高端化加速

2023 年是疫后“全面恢复”第一年，更是商务部确定的“消费提振年”，啤酒作为消费领域重点行业，受益于消费场景复苏，行业基本面正在逐渐修复。伴随两会“扩内需、促消费”政策效应持续释放，行业即将迎来新一轮发展机遇。

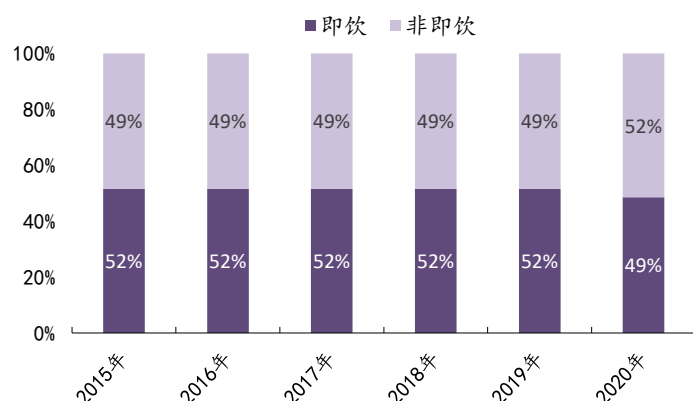
2020 年疫情爆发，现饮渠道受损严重。啤酒应用场景分为即饮和非即饮，其中即饮主要发生在夜场，如 ktv、酒吧、小酒馆，或传统餐饮场景；非即饮啤酒则主要由消费者通过线上渠道（淘宝等综合电商、短视频带货、团购平台、微信小程序、外卖平台）或线下渠道（商超、便利店）购买后留存家中。根据 Euromonitor 数据，2019 年（疫情前）即饮渠道销量占比 51.5%，2020 年（疫情后）即饮渠道销量占比 48.5%，同比下滑 3pct，主要系疫情期间我国多次采取居家隔离政策，导致现饮渠道受损所致。

图表 18：啤酒应用场景主要分为即饮和非即饮



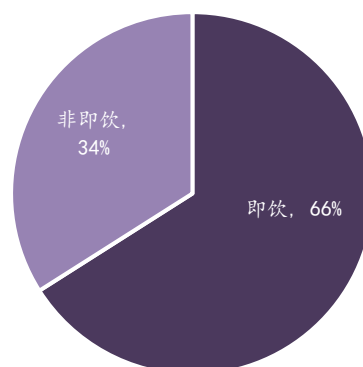
资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 19：2020 年即饮渠道销量受损（按销量）



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 20：2015-2020 年即饮渠道销售额平均占比



资料来源：环洋市场调研，白酒啤酒头条，华鑫证券研究

夜场为高端啤酒主要销售渠道，2023 年疫情全面开放后高端化进程有望加速推进，并为企业带来短期量升。根据 Euromonitor 及环洋市场调研数据（图 19 及图 20），啤酒在即饮和非即饮渠道销量基本一致，但即饮渠道啤酒销售额远超非即饮渠道，表明即饮场景中啤酒产品单价更高、高端产品占比更高，而即饮场景中，夜场为高端产品主力场。我们选取在北上深热度靠前的 3 家 ktv 进行啤酒价格调研，根据调研结果，啤酒产品在 ktv 中的加价涨幅达到 140%-210%，其中涨幅最高的达到 211%，最低达 142%，远高于在传统餐饮场景中加价幅度，消费者对 ktv、酒吧、小酒馆中高价位啤酒接受度高，比价权小，因此夜场也成为能够助力啤酒企业实现高端化转型主要渠道。同时根据巨量算数调研，工业啤酒消费场景主要为家中自饮或大众餐厅，而高端啤酒产品如精酿啤酒主要消费场景为小酒馆、酒吧、娱乐场所、迪厅等。疫情爆发后居家隔离政策导致夜场及餐饮频繁关停，现饮场景受到巨大冲击，企业高端化进程相对放慢。2023 年我国疫情全面放开后，现饮场景复苏，将加速啤酒企业高端化进程，同时疫后修复的过渡阶段将为企业带来短期的产量及销量释放，企业短期收益可期。

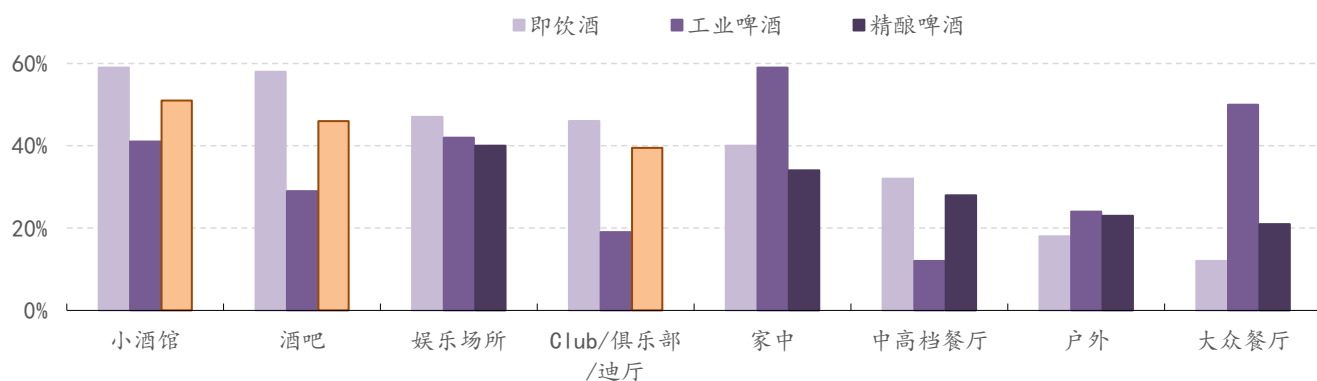
百威亚太在 2023 年 3 月 2 日业绩交流会上透露，2022 年中国线下渠道大量关闭，同时防疫措施导致消费者流动性下降，最终导致公司 EBITDA 有所下降，但到 2022Q4 末及 2023 年 1 月后情况有所好转，公司预估 2023 年 2 月份所有渠道将有可能全面开放，全国一二线及其他线城市复苏模式展现出一致性，公司将会在第一季度过渡性疫后复苏中获得巨大收益。

图表 21：北上深 ktv 场所啤酒价格涨幅情况（元/瓶）

啤酒品牌	深圳	北京	上海	均价	商超价格	价格涨幅
冰爽哈尔滨			21	21	6.8	211%
蓝妹	33			33	12.0	178%
嘉士伯	30			30	9.9	203%
百威经典	28	26	22	25	8.9	183%
百威铝罐	48	35	29	37	14.0	168%
科罗娜	31	30	28	30	11.0	168%
福佳白啤	33	32	32	32	10.9	198%
1664 白/桃红		46	32	39	16.0	142%

资料来源：电话调研，家乐福，华润万家，京东超市，哆鲸选超市，1919 酒类直供，华鑫证券研究

图表 22：精酿啤酒主要消费场景为小酒馆、酒吧、迪厅



资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

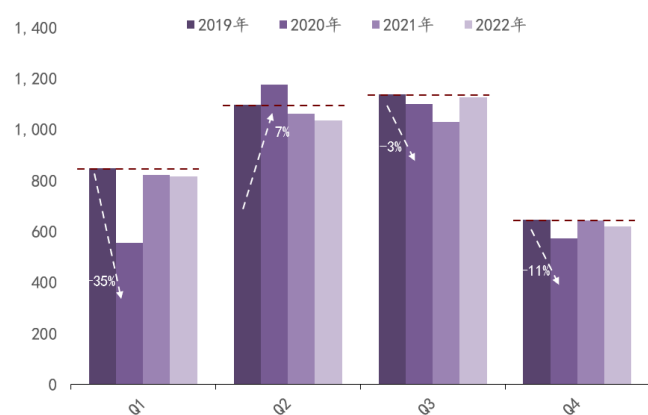
2.1.1 疫后修复进程良好，高端化增强企业抗压力

产量端来看，我国啤酒产量持续修复，已基本恢复至疫前水平。受新冠疫情及爆发初期停产停工影响，2020 年第一季度啤酒产量受到较大冲击，同比-35%，居家政策、娱乐场所反复关停等因素也导致 2020 年 Q3-Q4 啤酒产量同比-3%、-11%。

2021-2022 年，新冠疫情在我国已得到有效控制，与疫情共存成为常态化，复工情况恢复有序，啤酒产量逐渐恢复至疫情前水平。对比 2022 年与 2019 年季度产量，2022Q1 达 815.8 万千升（2019Q1:848 万千升），2022Q2 达 1034.7 万千升（1096.1 万千升），2022Q3 达 1125.1 万千升（1137.6 万千升），2022Q4 达 618.5 万千升（644.5 万千升），产量数据已基本一致。

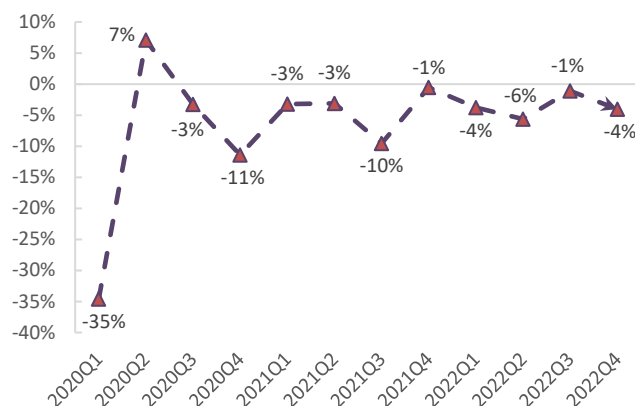
降幅情况来看：2020-2022 啤酒年产量相对 2019 年分别下跌 9%、5%、4%，降幅逐渐缩小；从季度情况来看降幅由 2020-2021 年-35%至-3%变为 2022 年-6%至-1%，降幅幅度不断减小并趋向 0 值，啤酒产量正在持续修复中。

图表 23：啤酒产量已基本恢复至疫前水平（万千升）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

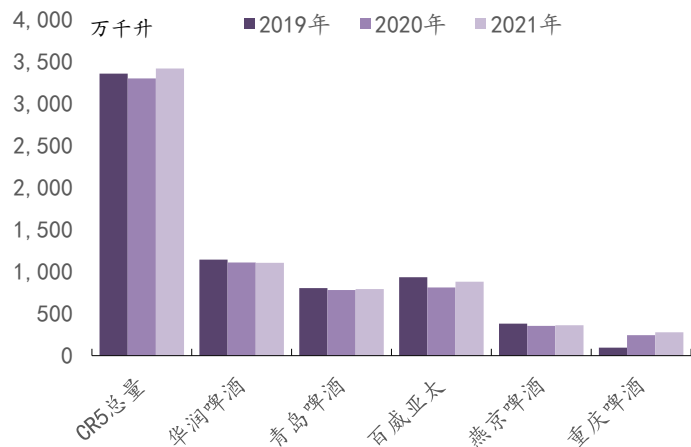
图表 24：啤酒产量较 2019 年恢复情况



资料来源：Wind，华鑫证券研究

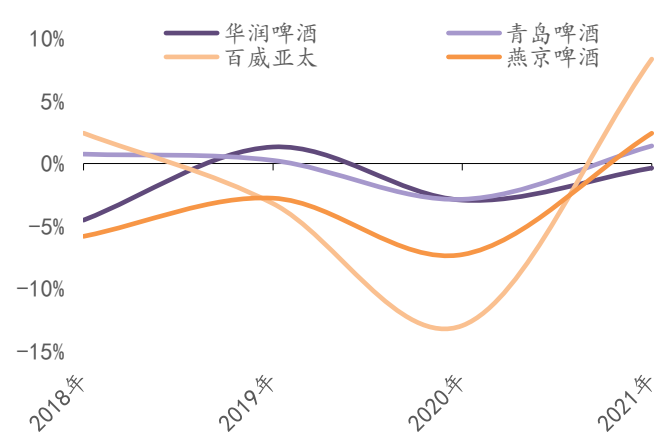
销量端来看，其受影响程度相对较小，恢复迅速。2019-2021 年，CR5 啤酒销量分别为 3356、3299、3419 万千升，2020 年降幅 2%，2021 年销量较 2019 年上升 2%，主要系啤酒企业持续高端化后应用场景拓宽带来的销量上升。从 2022 年数据来看，青岛啤酒销量已基本追平甚至赶超 2019 年水平，2022Q1 达 212.9 万千升（2019Q1:216.6 万千升），2022Q2 达 259.1 万千升（256.4 万千升），2022Q3 达 255.9 万千升（246.5 万千升），销量增速稳步回升。

图表 25：CR5 销量恢复情况良好



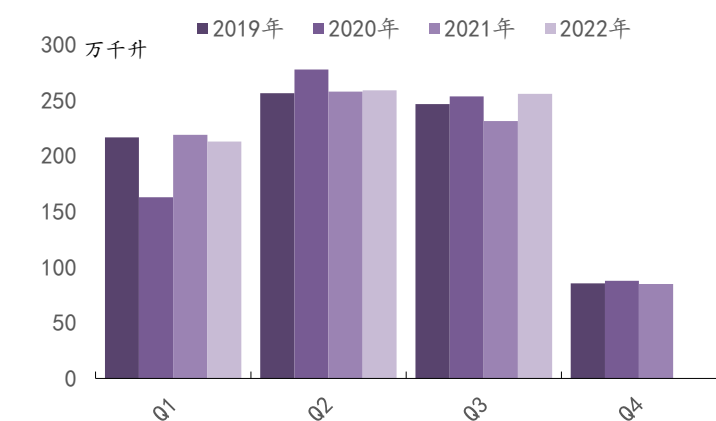
资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

图表 26：2021 年销量 YOY 恢复情况良好



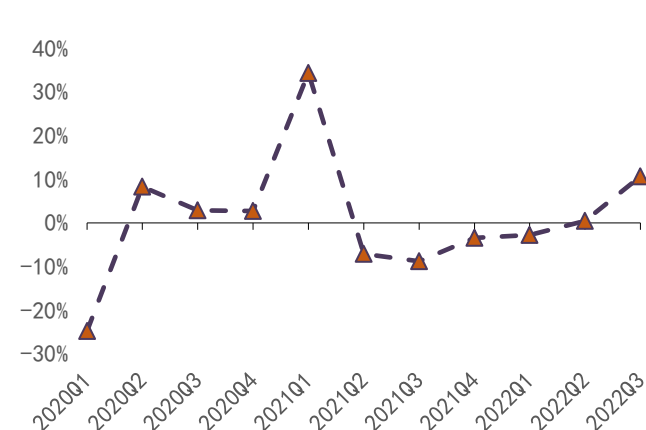
资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

图表 27：青岛啤酒 2022 年销量赶超疫前水平



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

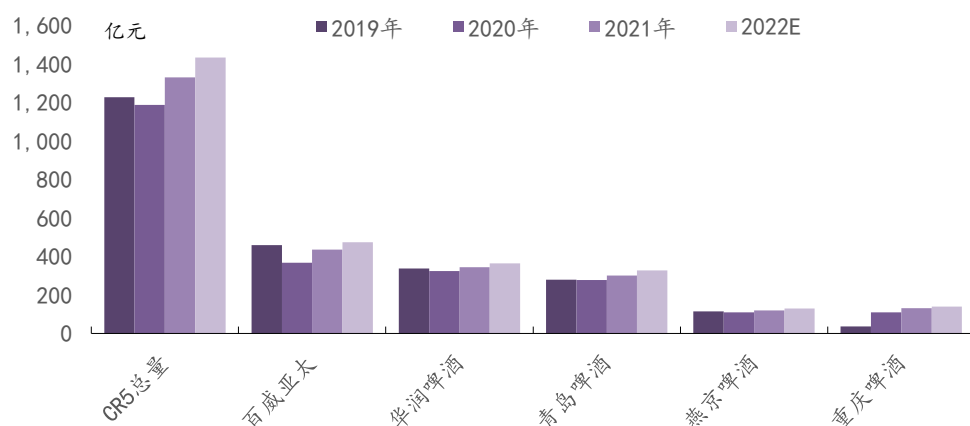
图表 28：青岛啤酒销量增速稳定恢复



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

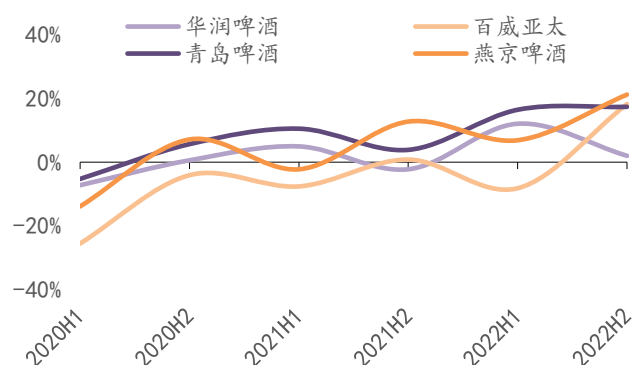
盈利端看，营收及归母净利润大幅提升，高端化及降本增效成果凸显。在销量与疫前水平相近情况下，营收大幅增长主要系企业高端化后对产品提价所致，2019-2021 年 CR5 营收为 1227.83/1187.88/1331.48/1434.55 亿元，公司营收持续修复；此外，CR5 归母净利润攀升更为显著，除高端化提价因素，企业近年开始关停旧厂以提高产能利用率并减少管理费用，该部分有效降低企业成本，2019-2021 年 CR5 归母净利润分别为 103.16/89.23/151.93 亿元，2021 年较 2019 年上涨幅度达 47%，企业高端化及降本增效成果显著。

图表 29：啤酒行业营收恢复情况



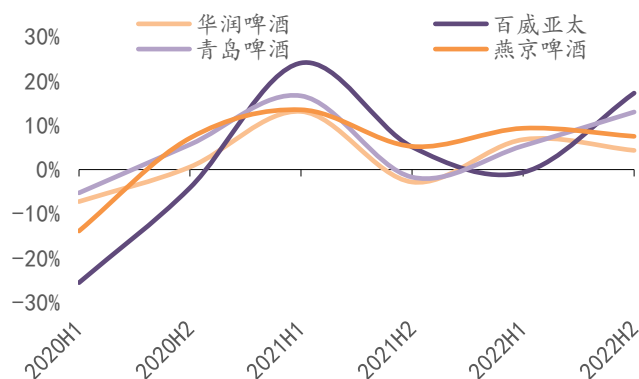
资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

图表 30：企业营收较 2019 年逐步回弹



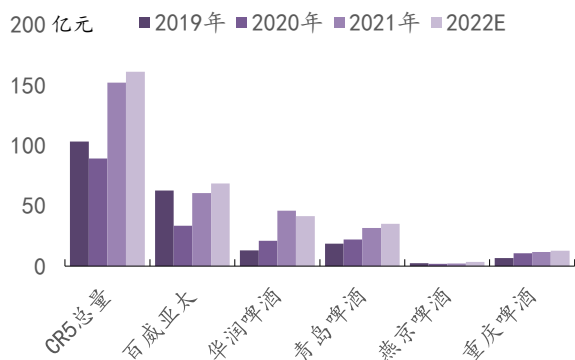
资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

图表 31：企业营收增速持续向上



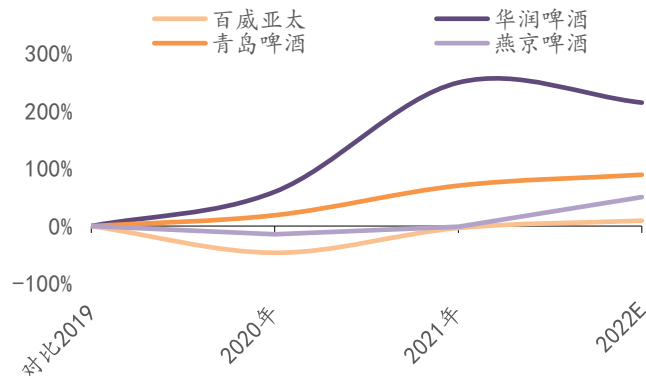
资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

图表 32：净利润大幅回弹，反超疫前水平



资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

图表 33：企业净利润较 2019 年恢复情况

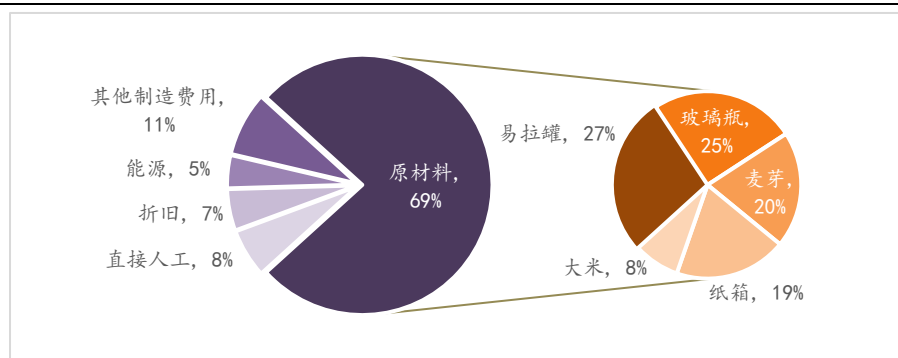


资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

2.2、短期趋势（二）：价升——企业进入提价新潮，短期价升可期

拆分成本构成，包材/麦芽占比 50%/14%，其价格涨跌直接影响企业盈利水平。根据珠江啤酒年报，其原材料成本占总成本 69%、制造费用占 11%、直接人工费用占 8%、折旧占 7%、能源占 5%；原材料成本中，易拉罐占比 27%、玻璃瓶占 25%、纸箱占 19%，包材总成本占比 50%；麦芽占原材料采购成本 20%、大米占 8%，麦芽约占总成本 14%，酿酒原材料占总成本 19%；包材及麦芽占总成本比例较高，其价格涨跌将会较大程度影响企业毛利及净利润水平，根据青岛啤酒敏感性测试表明，麦芽价格上升 10%或包材价格上升 1%时，盈利分别下降 9.7%、3.2%，企业盈利水平对包材及麦芽成本涨跌比较敏感，大麦作为麦芽主要原材料将决定麦芽采购价格升降。

图表 34：啤酒制造成本构成

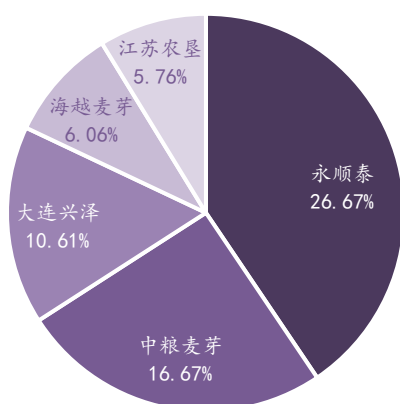


资料来源：珠江啤酒 2021 年年报，华鑫证券研究

2.2.1 麦芽采购替代自产，成本随大麦价格上涨

从经济性等方面考虑，我国啤酒厂商以采购麦芽为主，少数购进大麦或其他原材料后自产麦芽。根据永顺泰招股说明书显示，我国啤酒制造厂商大多直接采购麦芽，少部分如青岛啤酒等拥有麦芽厂可自产麦芽，2019 年其产能约为 15 万吨，产量为 11 万吨；下游啤酒厂不选择自产麦芽，主要从经济性、资金投入、产品研发效率等因素考虑，1) 麦芽制造商规模经济性更强：麦芽制造呈现大规模、自动化、批量化趋势，制麦设备占地面积大，建造成本高，建设时间长，且在达到一定规模前不具备经济性，同时啤酒具备区域性，销售半径较短，在其麦芽厂经济运输半径内需求量难以满足产能，造成较大产能浪费，超出麦芽厂经济运输半径又容易造成较大运输成本；2) 制麦业务具有较高资金壁垒：麦芽厂建设需要较大资金投入，同时大部分啤酒厂选择进口大麦，而使用海运进行大批量采购将会造成较大的资金压力；3) 麦芽制造商更具产品研发效率优势：麦芽制造商需对接多家啤酒厂商，因此产品种类更加多样，更能把握新产品发展趋势，同时能够熟练掌握各类产品的生产工艺及具体参数指标的技术要求；综上，外部购买麦芽对啤酒厂商来说更具经济性，同时考虑其他方面因素，其性价比更高。

图表 35：2021 年麦芽制造厂竞争格局



资料来源：永顺泰招股说明书，华鑫证券研究

图表 36：我国麦芽制造厂概况

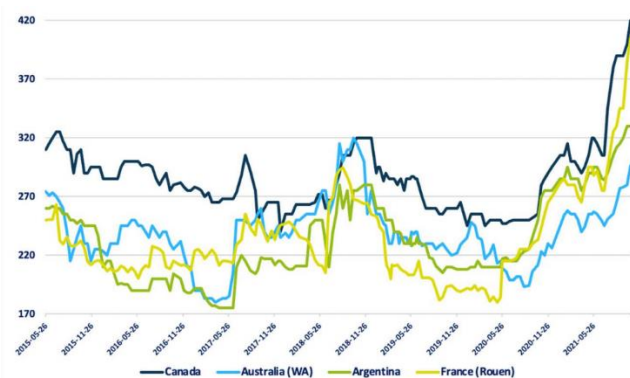
公司	简介	2021 年 产能	2021 年 产量
永顺泰	目前拥有 11 条生产线，均已实现自动化生产，产能规模位居中国第一、世界第五	85 万吨	88 万吨
中粮麦芽	中粮麦芽旗下两家工厂单厂规模较大，产能均在 30 万吨以上	66 万吨	55 万吨
大连兴泽	位于辽宁省大连市金州区，中外合资企业，是东北地区最大的麦芽生产基地之一，拥有 4 条生产线，2019 年前产能 45 万吨，2019 年扩建至 60 万吨产能，2021 年产量为 35 万吨	60 万吨	35 万吨
海越麦芽	在山东烟台、江苏盐城、湖北黄石共有三个工厂	33 万吨	20 万吨
江苏农垦	拥有 2 条生产线	20 万吨	19 万吨

资料来源：永顺泰招股说明书，华鑫证券研究

具体来看麦芽制造厂商，我国麦芽制造行业 CR5 达 66%，竞争格局较为集中。目前，麦芽制造业头部企业主要包括永顺泰、中粮麦芽、大连兴泽、海越麦芽、江苏农垦，各自市占率依次为 26.67%、16.67%、10.61%、6.06%、5.76%，行业集中度较高，其中永顺泰产能规模达到中国第一，世界第五，其主要客户包括百威英博、华润啤酒、燕京啤酒、嘉士伯、珠江啤酒，2022 年 H1 占永顺泰营业收入 28.05%、21.22%、11.75%、7.84%、4.51%，占各啤酒厂商麦芽采购比 50%、10%-35%、20%-43%、5%-10%、50%，除嘉士伯外，为其余 4 家头部啤酒企业酿酒原材料的主要供应来源。

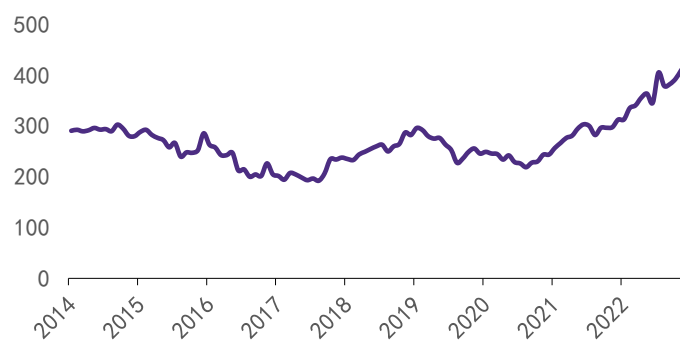
我国麦芽原材料主要采用进口大麦，从加拿大、法国、阿根廷等北美、欧洲、南美洲地区采购。1) 加拿大：每年大麦产量约 1000 万吨；2) 法国：是欧洲粮食生产与出口大国，拥有 1,500 万公顷农业土地，其中 900 万公顷用于种植谷物，大麦生产占比 16%，每年大麦产量约 360 万吨；3) 阿根廷：近几年开始向中国出口大麦，每年大麦产量约 350-420 万吨；4) 澳大利亚：世界上最主要大麦出口国，每年大麦产量约 800-1300 万吨，由于 2020 年出台“双反”政策，征收反倾销及反补贴税，国内啤酒厂已基本停止使用澳大利亚大麦作为原材料。

图表 37：截至 2021 年各产区大麦价格持续上升(美元/吨)



资料来源：RMI Analytics GmbH，永顺泰招股说明书，华鑫证券研究

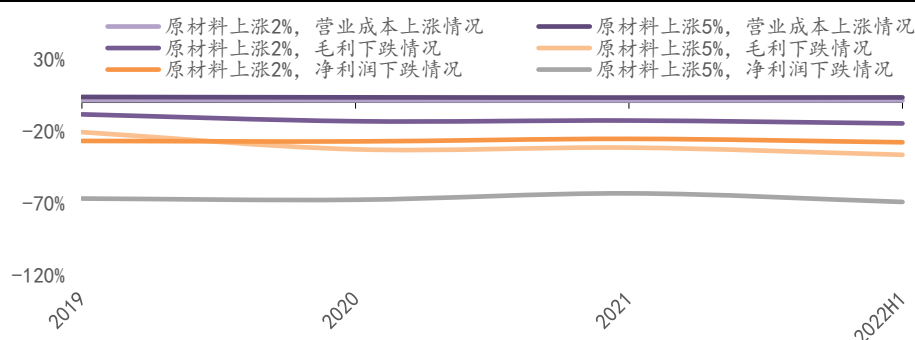
图表 38：进口大麦平均单价持续呈现上升趋势(美元/吨)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

受多方面负面因素影响，进口大麦价格持续上升，啤酒厂商麦芽采购成本上行。2020H2 开始，受疫情影响粮食产量稳定性下降，各国大麦出口价格开始持续上升，其中加拿大大麦价格保持高位，在 2021 年达到 420 美元/吨，其次为法国、阿根廷、澳大利亚；到 2022 年，俄乌战争加剧粮价上涨，进口大麦平均单价到年底达到 410 美元/吨峰值，较 2020 年 12 月价格上涨幅度达 69%，呈现持续上升趋势。根据永顺泰招股说明书显示，其产品报价采取成本加成定价方式，基于大麦市场价格加上合理毛利后确定销售价格，大麦价格的持续上涨将带动麦芽制造厂商对产品提价，导致啤酒厂商麦芽采购成本上升。

图表 39：麦芽制造厂盈利能力敏感性分析



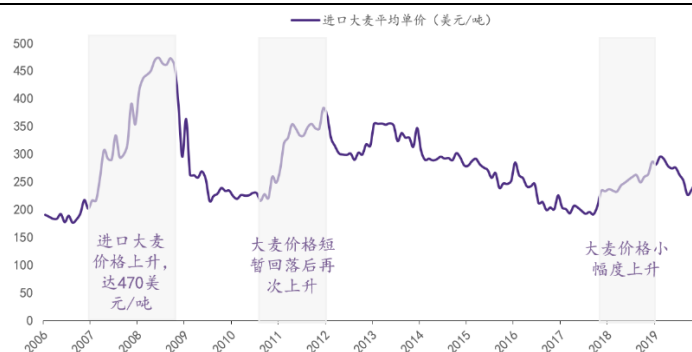
资料来源：永顺泰招股说明书，华鑫证券研究

2.2.2 成本端承压叠加产品结构升级，企业进入新一轮提价潮

由于进口大麦价格持续上涨，导致麦芽采购价格上升，同时玻璃、铝锭、瓦楞纸价格在 2021 年 9 月-11 月上涨到峰值，较 2020 年同比上升 59%、57%、29%，对企业造成较大成本压力，我国啤酒厂商在 2021 年进入新一轮提价期。

回顾啤酒提价历史，成本压力增加及产品结构升级为提价主要驱动因素。2007-2008 年大麦价格由 217 美元/吨上涨至 470 美元/吨，2010 年底-2011 年底，大麦价格在短暂回落后再次提升，因此第一、第二轮提价主要是由于大麦进口价格持续上涨导致成本受压；2017 年底-2018 年底，进口大麦价格出现小幅度上涨，但价格控制在 300 美元/吨以内，此时我国啤酒行业已进入存量时代，啤酒产量出现停滞，企业开始逐步放弃以量取胜，第三轮提价主要在于企业产品结构升级。

图表 40：2006-2019 年进口大麦价格 3 次重要涨幅对应我国啤酒行业提价时间



资料来源：Wind，华鑫证券研究

啤酒提价趋势：提价涨幅、频次、企业参与数量高增，提价区域由部分到全国。第一轮（2007-2008 年）：主要系销售费用及原材料价格上升带来被动提价，由少数头部企业进行提价，提价幅度较低，在 5%-12%，且仅提升部分区域价格；**第二轮（2010-2011 年）：**主要系原材料价格波动带来被动提价，提价幅度在 10%-20%，提价区域增多，开始出现全国性提价；**第三轮（2017-2018 年）：**主要系产品结构升级带来主动提价，从提价趋势来看，各方面要区别于前两轮，本轮提价企业数量及频次增多、涨幅加大，其中燕京啤酒、青岛啤酒、百威亚太分别进行 2 次提价，百威瓶装啤酒批价上涨幅度达到 49%，同时本轮以全国性提价

为主。

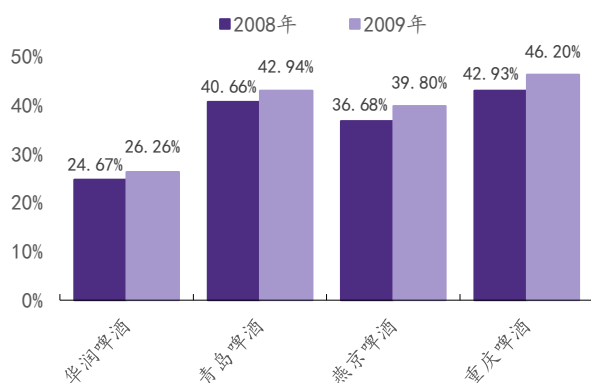
图表 41：复盘前三轮啤酒提价情况

轮次	企业	提价时间	提价情况	提价区域
第一轮	青岛啤酒	2007 年底	对青岛啤酒提价 5%-8%，出厂价提升 2-3 元/箱；对部分地区青岛醇厚啤酒提价 11%；崂山、山水等二线品牌提价	广州、青岛等部分地区
	哈尔滨啤酒	2007 年底	对哈啤提价 0.5 元/瓶、旗下高端品牌提价 0.3-0.5 元/罐	
	华润啤酒	2008 年初	对广东地区产品进行 15%的提价	广东
	燕京啤酒	2008 年初	对北京地区 10 度清爽系列提价 6.25%，出厂价提升 2 元/箱；对低端产品提价 7%	北京
第二轮	华润啤酒	2010 年底	对沈阳地区瓶装雪花啤酒提价 14%；听装雪花提价 20%；四川、辽宁、安徽等地部分产品提价 10%；吉林地区瓶装酒终端价格上涨 6.75%-16.7%	沈阳、四川、辽宁、安徽、吉林
	青岛啤酒	2011 年初	全国范围内青岛啤酒提价 10%	全国
	燕京啤酒	2011 年初	北京地区 10 度清爽系列提价 16%	北京
第三轮	燕京啤酒	2017 年底	对“本生”啤酒终端进价提升 3 元/箱，终端零售单价提升 1 元/瓶，对“清爽”出厂价提 30%	浙江、北京
		2018 年 3 月	旗下低端品牌提价 5%	
	华润啤酒	2018 年初	雪花纯生、勇闯天涯等中低端产品提价 10%-15%，价格每件提升 2-10 元	浙江
	青岛啤酒	2018 年初	对崂山、汉斯等低端啤酒提价，零售单价由 2 元上涨至 2.5 元	全国
		2018 年 5 月	对青岛啤酒优质品牌提价，单箱价格上涨 2 元，零售价单瓶上涨 0.5 元	全国
	重庆啤酒	2018 年 2 月	对高低端瓶装及易拉罐装产品提价 5%	核心地区
	百威亚太	2018 年 3 月	瓶装百威啤酒批价上涨，由 57 元/件上涨至 85 元/件，上涨幅度达 49%	全国
		2018 年 4 月	对哈啤进行不超过 5%的提价	全国

资料来源：青岛啤酒，华润啤酒，燕京啤酒，重庆啤酒，百威亚太年报及官网，酒业家，创业家，全景网，CAQI，第一财经，36 氪，中欧商业评论，台海网，华鑫证券研究

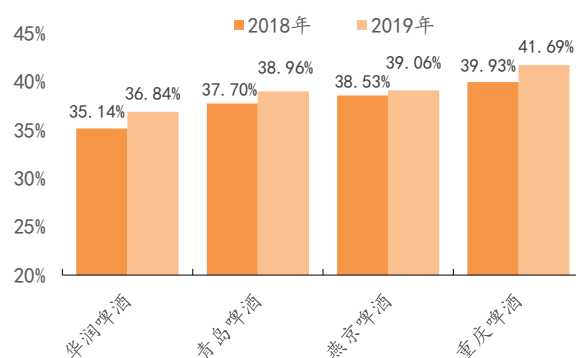
提价对企业毛利产生积极影响。在 2008 年啤酒成本遭受冲击后，第一轮提价有效帮助企业毛利率提升，2009 年经过提价后华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒毛利率分别提升 1.59pct/2.28 pct/3.12pct/3.27pct；进入存量时代后，产品价格提升同样使企业毛利率得到优化，2019 年经过提价后华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒毛利率分别提升 1.7pct/1.26pct/0.53pct/1.76pct。

图表 42：第一轮提价后企业毛利率情况



资料来源：主要啤酒企业年报，华鑫证券研究

图表 43：第三轮提价后企业毛利率情况



资料来源：主要啤酒企业年报，华鑫证券研究

本轮提价（2020-2021 年）：成本端同样受压，产品结构持续升级。2018 年后，各公司持续推进产品结构升级举措，带来高端化驱动主动提价；成本端看，2020-2021 年，进口大麦价格的持续上涨，导致麦芽采购价格上升，同时玻璃、铝锭、瓦楞纸价格在 2021 年 9 月-11 月上涨到峰值，较 2020 年同比上升 59%、57%、29%，对企业造成较大成本压力，我国啤酒厂商在 2021 年进入新一轮提价期。本轮提价中，青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒提价次数在 3 次或以上，且大部分为全国提价。

图表 44：新一轮啤酒提价情况

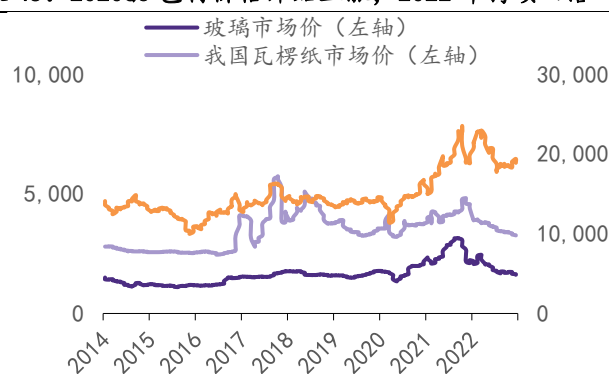
轮次	企业	提价时间	提价情况	提价区域
第四轮	青岛啤酒	2021 年 8 月	对山东地区纯生啤酒终端供货价上调 4 元/箱，涨幅约 5%	山东
		2021 年 12 月	全国范围内，对纯生、经典出厂及终端价提升 8%-10%	全国
		2022 年 1 月	对听装 1903 提价 9%，听装白啤提价 13%	全国
	百威亚太	2020 年	百威系列提价 5%	
		2021 年 5 月	全国范围百威系列、核心、实惠品牌提价 0.6%-1.8%	全国
		2021 年 11 月	对核心+产品提价 3%-10%	
	华润啤酒	2021 年 9 月	全国范围内，对勇闯天涯终端价提价 1 元，供货价提价 4 元左右，涨幅约 10%	全国
	重庆啤酒	2021 年 9 月	对疆内乌苏全系列根据不同区域或渠道进行不同涨幅提价	疆内
		2021 年 9 月	对疆外红乌苏供货箱价提价 6 元，涨幅约 10%	疆外
		2021 年 11 月	对多个品牌在不同区域或渠道进行提价，涨幅约 4%-8%	

资料来源：青岛啤酒，华润啤酒，燕京啤酒，重庆啤酒，百威亚太年报及官网，中国酒业协会，研讯社，观研天下，华鑫证券研究

2.2.3 包材成本缓解，盈利能力有望提升

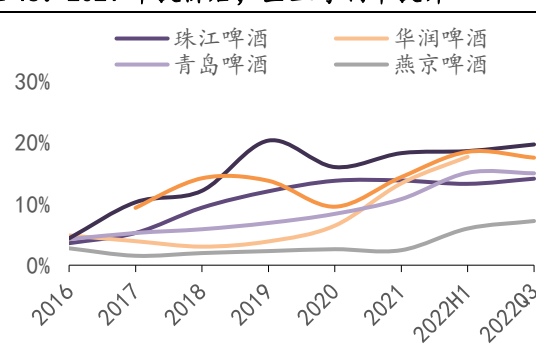
成本压力缓解，盈利能力提升具备确定性。2023 年 1 月，我国玻璃、铝锭、瓦楞纸市场价格回调，除铝锭外基本恢复到 2020 年价格水平，成本压力减缓；我们认为 2021 年提价，叠加包材价格回落、产能优化、旧厂人员缩减将能够有效提升企业毛利率及净利率，企业盈利能力上升具备确定性。

图表 45：2020Q3 包材价格开始上涨，2022 年持续回落（元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 46：2021 年提价后，企业净利率提升



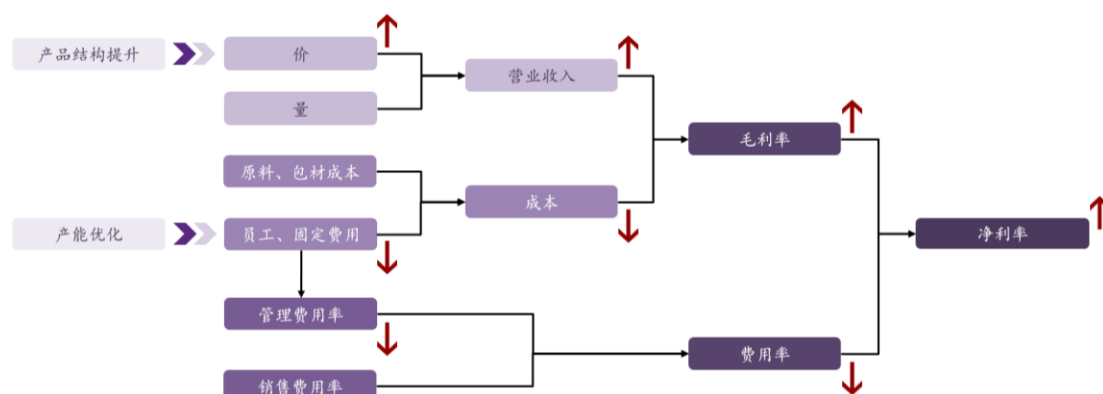
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

2.3、中期趋势（一）：降本增效叠加产品结构升级，企业盈利能力持续上行

2.3.1 企业高端化战略逐步明确，降本增效成龙头共识

从企业盈利角度看，降本增效及产品结构升级将能够有效提升企业盈利能力。拆解净利率构成指标，产品结构升级带来营收提升将能够有效带动毛利率上升；同时，产能优化、精简人员、组织架构革新等策略将能够降低固定成本及费用率、提升管理效率，达到降本增效目的；毛利率提升叠加费用率下降将有效推动企业净利率及盈利能力向上。

图表 47：通过产品结构升级、降本增效提升企业盈利能力



资料来源：会计网，华鑫证券研究

国资企业战略目标发生转变，决战高端、降本增效成为企业战略共识。1) **高端化战略更加明确**：2017 年全国高端化初期，我国头部国资啤酒企业大多以为保障质量、市场开拓、业绩增长为核心战略目标，到 2021-2022 各企业已将“决战高端”、“丰富产品矩阵”等明确的产品结构升级举措作为企业核心战略目标，以价代量成为明确发展趋势；2) **降本增效战略成行业共识**：2017 到 2021 年，燕京啤酒在职人员由 37003 人精简至 26145 人，减少约 1 万人，青岛啤酒在职人员由 40810 精简至 32947 人，减少约 8000 人，同时，燕京啤酒在 2022 年提出精简组织架构，制定“1+5+N”整合计划，在企业内部成立 5 大中心，在厂房端实施“1+9”即 1 个负责人+9 个部门的组织架构策略，结合人员的精简以及组织架构调整后带来的管理效率提升，企业将能够有效降低薪资成本、提升毛利率，同时降低管理费用率，最终达到提升企业净利率及盈利水平目的。

图表 48：国资企业高端化产品结构升级、降本增效战略更加明确

	2017 年	2021-2022 年
燕京啤酒	1) 战略目标：坚定“做中国最好的啤酒”战略目标，实现产品、市场、管理升级 2) 在职员工人数：37003	1) 战略目标：推进十四五规划，紧扣“高质量发展”主题，以“二次创业、复兴燕京”为主基调，争取做到每年攀升，年年攀升。 2) 降本增效： a. 精简组织架构：制定“1+5+N”整合计划，成立五大中心；工厂方面实施“1+9”即 1 个工厂负责人+9 个部门的组织架构 b. 成立帮扶办公室，对接亏损子公司，到 2022 年所有企业实现减亏，5-6 家子公司实现盈利 c. 人员精简：26145 在职人员
青岛啤酒	1) 战略目标：“稳中求进促发展”为方针积极开拓国内外市场，加快建设“沿海沿黄”基地市场战略带，致力构建完善立体化、结构化、层次化的全国市场战略布局 2) 在职员工人数：40810	1) 战略目标：坚持高质量发展战略，坚定“1+1”品牌战略，培育并发展明星产品，全面提升品牌影响力；深度挖掘多样化消费需求，丰富公司产品矩阵，持续优化产品结构，加快布局高端及超高端市场。依据“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”六大战略指引，继续坚定不移做强做优啤酒主业。 2) 降本增效： a. 通过技术与产业融合深度实践取得了管理效率的持续优化提升 b. 人员精简：32947 在职人员
华润啤酒	1) 战略目标：围绕“有质量增长、转型升级、创新发展”三大主题，实施组织再造、品牌重塑、产能优化、精益销售、渠道改造、营运变革等战略举措	1) 战略目标：配合第二个三年“决战高端”策略，积极拥抱啤酒行业升级和品类多元化新时代，持续完善中国与国际品牌的组合，建立高端大客户平台。 2) 降本增效：持续优化产能布局

资料来源：燕京啤酒、青岛啤酒、华润啤酒年报，华鑫证券研究

2.3.2 关停旧厂降本增效，产能利用率逐步提升

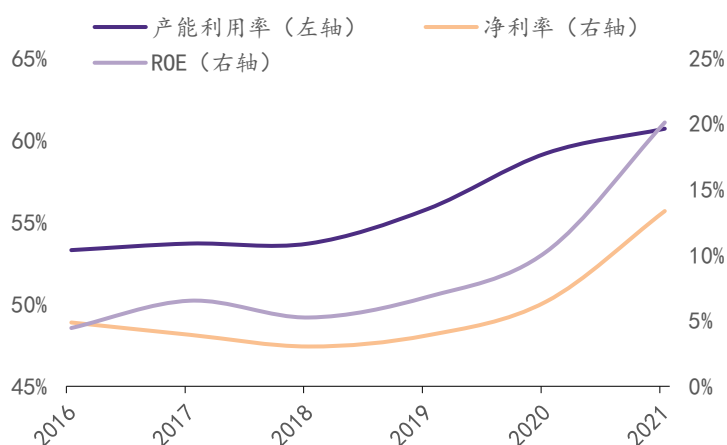
头部啤酒企业陆续关闭低效啤酒工厂，提升产能利用率及盈利能力。在进入存量竞争前企业疯狂扩产导致产能过剩局面，2014 年进入存量竞争时代后，国内啤酒企业开始关闭生产效率低或生产设备老旧工厂，重新调整产能布局以提高产能利用率，减免不必要开支，增强企业盈利能力。1) 华润啤酒：2016-2021 年，公司共关闭 41 家工厂，在前 3 年连续关闭 25 家工厂后，公司产能利用率、净利率、ROE 发生明显上升，产能利用率由 2016 年 53.3% 上升至 2021 年 60.7%，净利率由 4.86% 上升至 13.35%，ROE 由 4.44% 上升至 20.1%。2) 青岛啤酒：于 2019、2021 年各关闭 2 家工厂，产能利用率由 2016 年 73% 上升至 2021 年 80%，净利率由 4.24% 上升至 10.79%，ROE 由 6.43% 上升至 14.47%。

图表 49：啤酒企业关厂情况

企业	年份	工厂关闭情况
华润啤酒	2016	关闭 7 家
	2017	关闭 5 家
	2018	关闭 13 家
	2019	关闭 7 家
	2020	关闭 4 家
	2021	关闭 5 家
青岛啤酒	2019-2021	关闭 4 家
重庆啤酒	2016-2018	关闭 6 家
百威亚太	2016-2017	关闭 8 家
嘉士伯	2017	关闭 17 家
珠江啤酒	2017	关闭汕头工厂

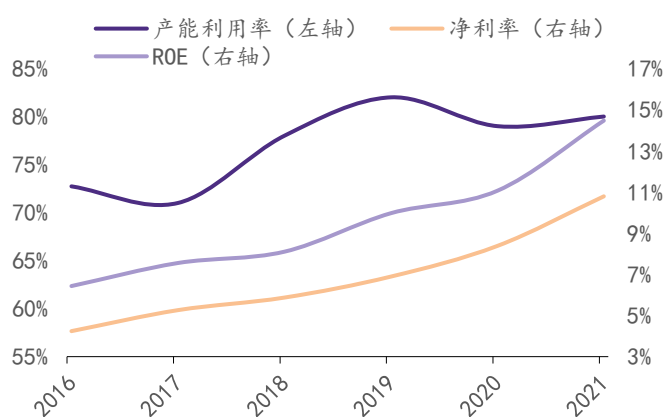
资料来源：公司年报，Wind，华鑫证券研究

图表 50：华润啤酒优化产能后盈利能力持续提升



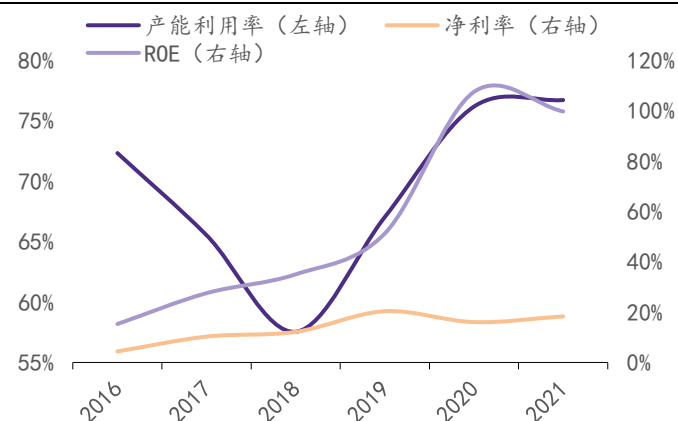
资料来源：华润啤酒年报，Wind，华鑫证券研究

图表 51：青岛啤酒产能利用率呈上升趋势，净利率及 ROE 上升速度可观



资料来源：青岛啤酒年报，Wind，华鑫证券研究

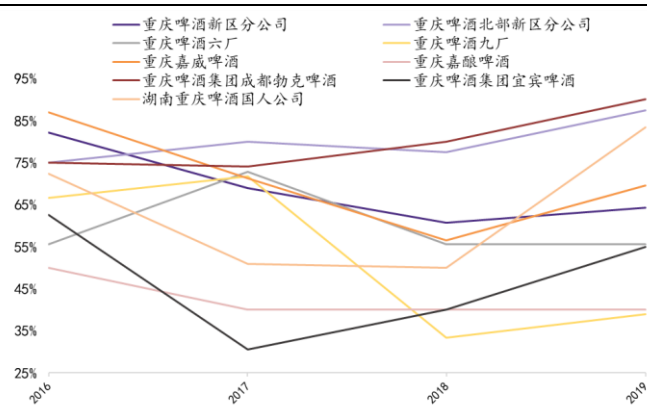
图表 52：重庆啤酒产能利用率呈上升趋势，资产重组后 ROE 达 107%



资料来源：重庆啤酒年报，Wind，华鑫证券研究

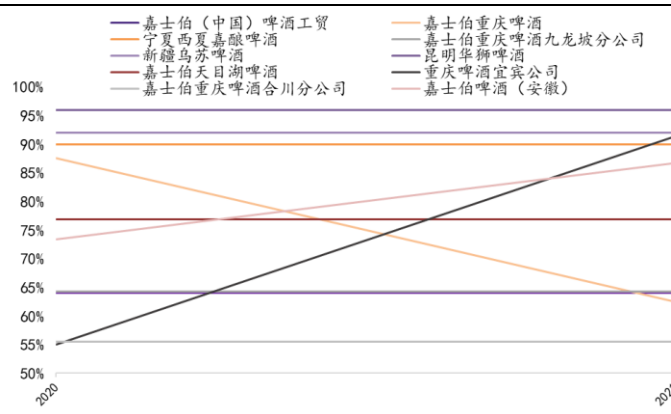
3) 重庆啤酒：2016-2018 年间公司共关闭 6 家工厂，整体产能利用率在 2020 年资产重组后开始回升，由 2016 年 72% 上升至 2021 年 77%，净利率由 4.38% 上升至 18.29%，ROE 由 15.27% 上升至 99.69%，ROE 表现亮眼。从重庆啤酒资产重组前后单个公司产能利用率来看，宜宾啤酒产能利用率发生显著上升，由 2017-2019 的 31%-55% 上升至 2021 年 91%，同时产能保持扩张，由 20 万千升上升至 35 万千升；资产重组后，华狮啤酒、新疆乌苏、宁夏西夏佳酿产能利用率保持在 90% 以上。

图表 53：重庆啤酒原厂产能利用率



资料来源：重庆啤酒年报，华鑫证券研究

图表 54：重庆啤酒完成资产重组后各厂产能利用率



资料来源：重庆啤酒年报，华鑫证券研究

综上，在关停旧厂后，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒产能利用率由 2016 年 50%-73%提升至 2021 年 60%-80%，产能利用率水平上移；净利率由 4%提升至 10%-20%，盈利能力大幅提升；我们看好企业降本增效中期战略并认为产能利用率偏低酒企仍有较大提升空间，因此随着产能利用率逐步提升，企业盈利水平将有望 3-5 年内进一步上升。

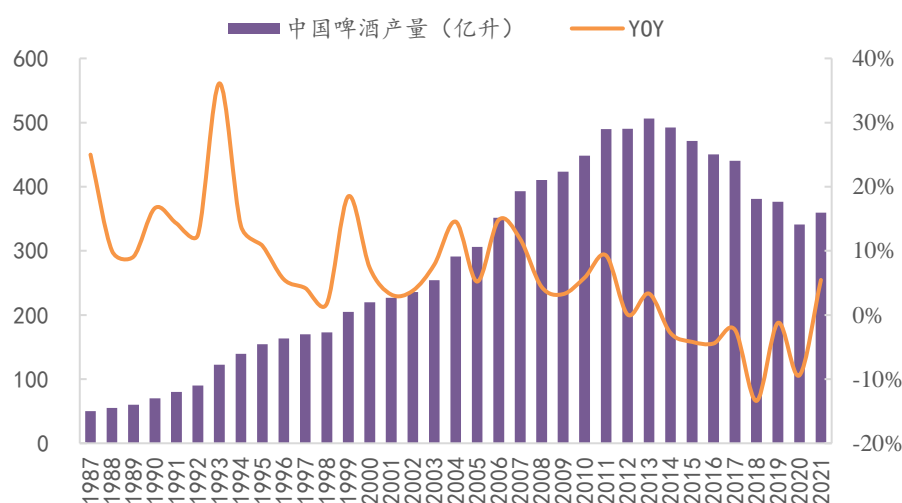
2.4、长期趋势（一）：供需两侧双轮驱动，高端化势在必行

2.4.1 “利润优先”叠加消费升级，供需两端看高端化驱动因素

供给端高端化驱动因素：

2013 年我国啤酒产量见顶，“利润优先”以价代量为企业发展新方向。我国啤酒产量于 2013 年达到 5065 万千升，随后产量逐年递减，2014-2019 年我国啤酒产量增速同比-2.83%、-4.19%、-4.45%、-2.32%、-13.39%、-1.23%，啤酒行业正式进入减量博弈阶段，行业发展呈现量平价升趋势，各大啤酒企业竞争策略纷纷由“份额优先”转向“利润优先”。在进入存量竞争时代前，我国啤酒市场属于中低成熟度市场，产品同质化严重，主要通过高市占率获得规模效应，达到降本提“量”效果，并以价格战搏量取胜；在进入存量时代后，啤酒产量及销量停滞甚至倒退，以量取胜商业模式难以为继，企业开始寻求产品结构升级带来价格提升，啤酒高端化成行业必然趋势。

图表 55：我国啤酒产量于 2013 年见顶

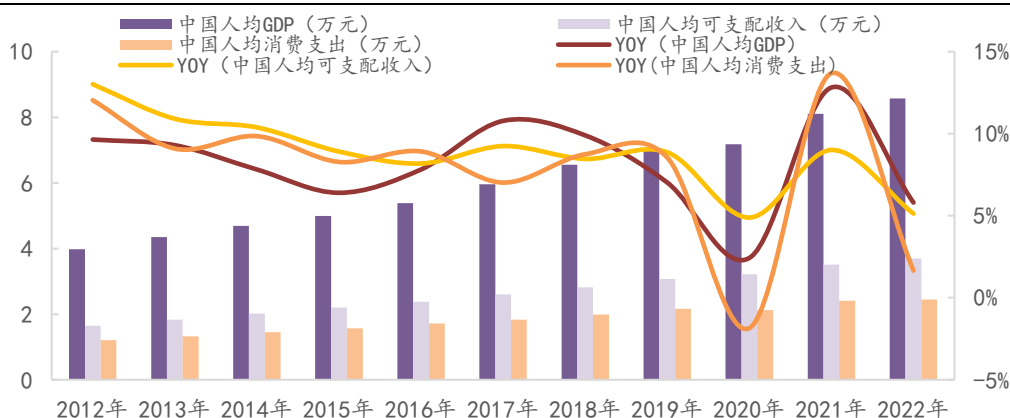


资料来源：Wind，华鑫证券研究

需求端高端化驱动因素：

因素（一）：大众生活水平及可支配收入提升，推动消费升级。2012-2022 年，我国人均 GDP 由 3.98 万元人民币增长至 8.57 万元人民币，CAGR 达 7.97%；人均可支配收入则由 1.65 万元人民币增长至 3.69 万元人民币，CAGR 达 8.38%；人均消费支出由 1.21 万元人民币增长至 2.45 万元人民币，CAGR 达 7.3%，综上我国人均 GDP、人均可支配收入、人均消费支出稳中有升。随着我国人均 GDP 持续增长，人民生活水平不断提升；同时人均可支配收入提升也给予大众追求更好生活品质的基本能力，刺激消费水平不断升级。

图表 56：中国人均 GDP、可支配收入持续上升，推动消费升级

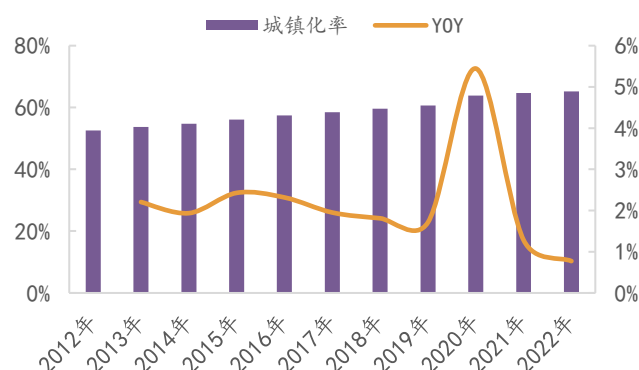


资料来源：中经数据，华鑫证券研究

城镇化持续推进为人均可支配收入增长原因之一，助力消费升级。2022 年，城镇居民可支配收入为 4.93 万元，为农村居民 2.01 万元 2.45 倍；城镇居民人均消费支出为 3.04 万元，为农村居民 1.66 万元 1.83 倍，城镇居民较农村居民拥有显著高收入、高消费特征。2012-2022 年，我国城镇化率由 52.57% 上升至 65.22%，CAGR 达 2.18%，随着城镇化率不断提升，

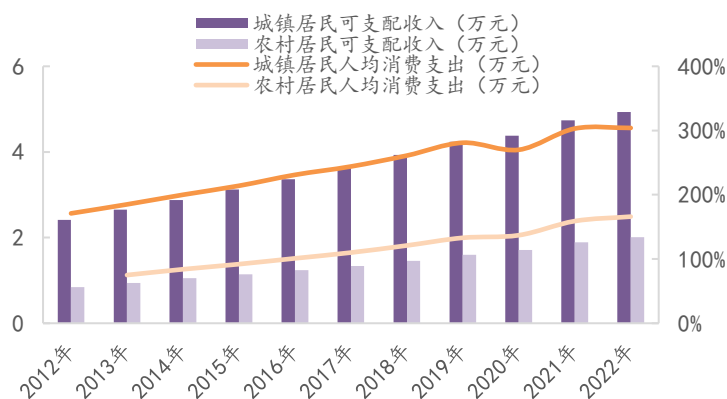
人均可支配收入将持续上行，同时伴随着消费水平不断上升。

图表 57：我国城镇化持续推进



资料来源：国家统计局，中国经济网，中国政府网，央广网，人民网，中国人大网，华鑫证券研究

图表 58：城镇居民可支配收入及人均消费远高于农村居民

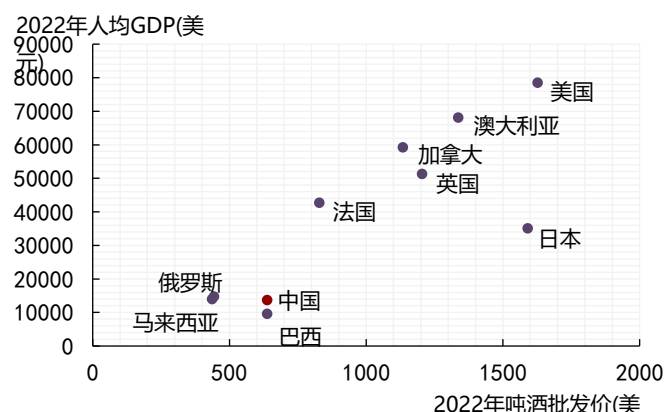


资料来源：中经数据，华鑫证券研究

从全球维度看，啤酒吨价与人均 GDP 呈正向关系，高端化随 GDP 上升持续推进。美国、澳大利亚、加拿大、英国等人均 GDP 较高国家啤酒吨价为 829-1727 美元，中国、俄罗斯、马来西亚、巴西等人均 GDP 较低国家啤酒吨价在 437-639 美元；从我国数据可以得到相同结论，经过函数计算我国人均 GDP 与 CR5 平均吨酒价格相关性达 0.9958，为强正相关性。因此，可以进一步佐证我国人均 GDP 不断上升将能够直接带来大众在啤酒行业消费升级，向高端化持续迈进。

聚焦精酿啤酒产品，高端啤酒消费金额与人均消费水平呈明显正相关关系。根据中国农业大学发布的《精酿啤酒的消费者偏好分析》显示，消费者对精酿啤酒消费与个人消费水平存在正相关关系，月平均消费在 4000 元以上消费者是精酿啤酒主要消费人群；月平均消费在 2000 元以下消费者鲜有购买精酿啤酒习惯；在月平均消费 2 万元以上消费者中，14.52% 的人每月在精酿啤酒上消费为 201—500 元，9.52% 的人在精酿啤酒上消费大于 500 元。随着人均 GDP 和人均消费水平提升，我国人均高端啤酒产品消费水平将会逐步上升。

图表 59：啤酒吨酒价与人均 GDP 正相关（对比别国）



资料来源：Selina Wamucii, World Population Review, International Monetary Fund, 华鑫证券研究

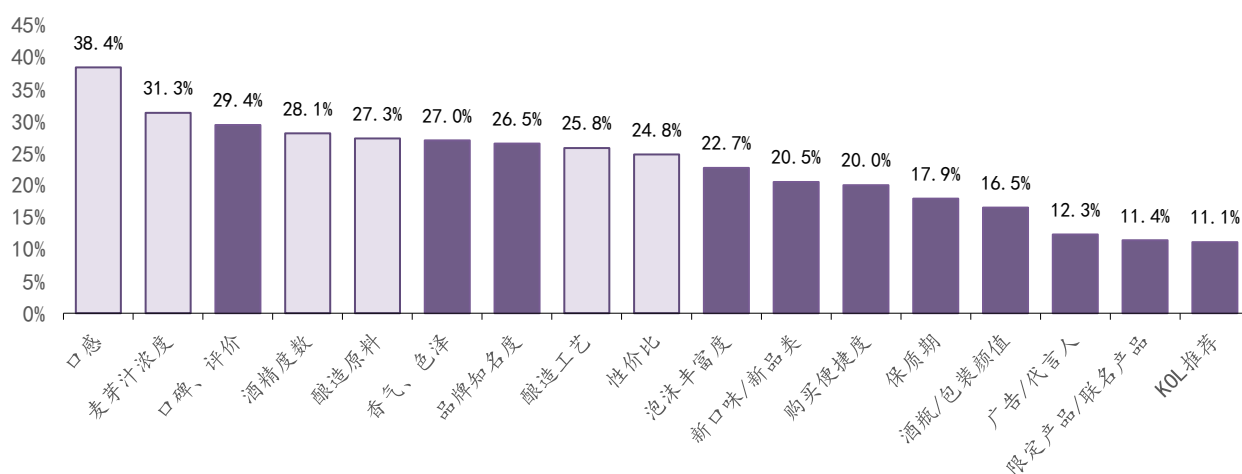
图表 60：我国啤酒吨酒价与人均 GDP 存在强正相关性

	中国人均 GDP (万元)	中国 CR5 吨酒均价 (元)	相关性
2017	5.96	3275	0.9958
2018	6.55	3514	
2019	7.01	3634	
2020	7.18	3721	
2021	8.1	3974	

资料来源：中经数据，各公司公告，华鑫证券研究

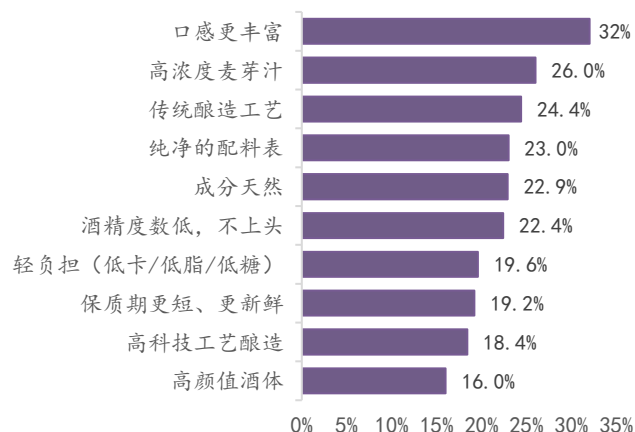
随着消费意识升级，大众对价格敏感度降低，更在意啤酒品质及口感。1) 根据艾瑞咨询数据，2022 年消费者购买啤酒时 Top6 考虑因素为口感、麦芽浓度、口碑及评价、酒精度数、酿造原料、香气及色泽，分别占比 38.4%、31.3%、29.4%、28.1%、27.3%、27.0%，而对于价格的考虑仅排位第九；同时，根据天猫白皮书数据，33.5%的人对啤酒价格不太关心，只关心好不好喝，大众对啤酒价格敏感度正在降低。2) 决定消费者是否愿意出更高价格购买啤酒卖点主要包括口感、高浓度麦芽汁、传统酿造工艺、成分天然、低酒精度数、对身体轻负担、更新鲜、高科技酿造工艺、高颜值酒体等。综上，消费升级后大众观念改变，更加注重啤酒产品品质、口感、对健康或外形影响、是否高科技工艺以及包装颜值。

图表 61：2022 年消费者购买啤酒时考虑因素



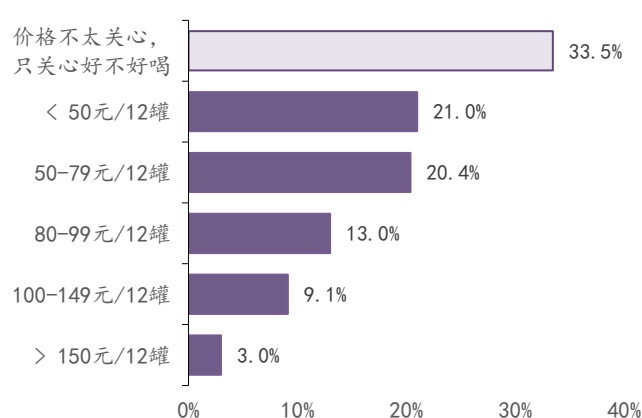
资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 62：2022 年消费者愿意支付更高价格购买啤酒的卖点



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 63：口感和品质已超越价格，成为更重要因素

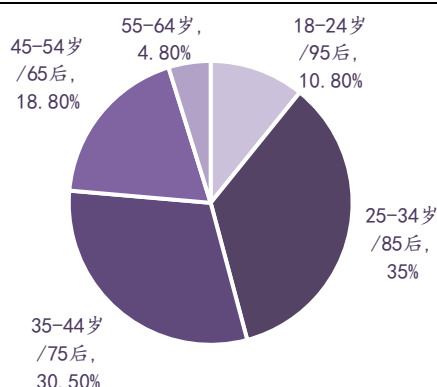


资料来源：《2022 天猫啤酒趋势白皮书》，华鑫证券研究

因素二：千禧一代、Z 世代消费群体正在崛起，该群体对消费升级及高端产品需求强烈。2021 年啤酒消费人群中 85-95 后占据 45.8%，高于 75 后的 30.5%，为目前啤酒消费新主力，消费人群亿迭代，同时 95 及 00 后 Z 时代消费人群正在崛起。根据艾媒咨询数据，2020 年

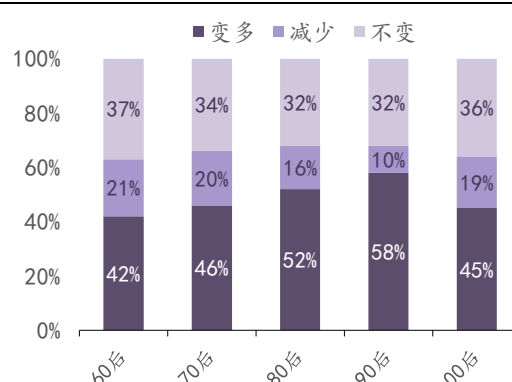
中国城市家庭平均生育子女数量 0.94 个，远低于 1990 年 1.55 个，庞大独生群体对社交需求更为强烈，以 95 后为代表的 Z 世代消费者饮酒观念更加理性、追求舒适和多元新潮，具有较强个性化消费理念和消费升级需求。根据时尚集团《2021 年时尚产业趋势调研》，疫情期间 80、90、00 后时尚品购买意愿增强人数占比 52%、58%、45%，千禧一代及 Z 世代消费者喜欢追求时尚高端产品，以彰显个性、提升自信，消费水平及消费意愿处于高位。我们认为，千禧一代及 Z 世代对高端产品需求强烈，同时随着 Z 世代逐步走入社会，其特有**兴趣消费、兴趣社交**等特征将为消费市场带来新元素，驱动消费升及啤酒市场高端化发展。

图表 64：2021 年中国各年龄段啤酒消费占比



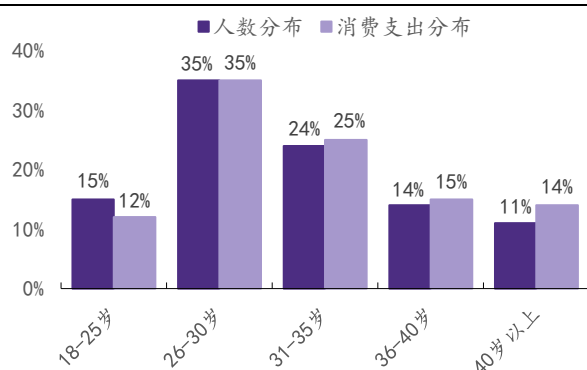
资料来源：Statista，华鑫证券研究

图表 65：疫情期间千禧一代时尚品购买意愿只增不减



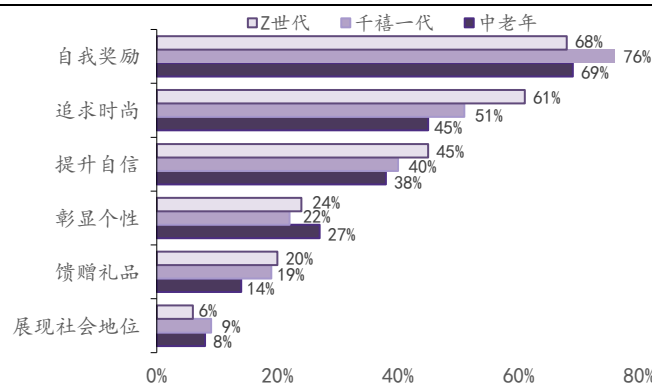
资料来源：时尚集团 2021 年时尚产业趋势调研，华鑫证券研究

图表 66：2020 年奢侈品消费年龄分布及支出分布



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

图表 67：消费者购买奢侈品目的分析

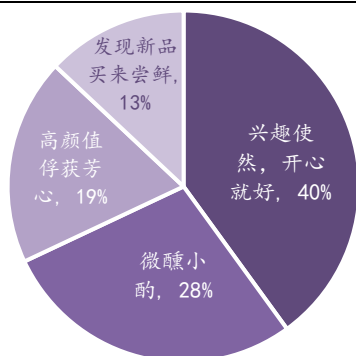


资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

因素三：女性悦己经济带动果味啤酒，对口感多元化追求驱动高端化发展。根据艾媒咨询数据，2021 年中国女性人口超 6.88 亿人，社会就业女性占比超四成，新时代女性经济更加独立，注重悦己、追求仪式感，因此女性饮酒社交属性较弱，更多由悦己因素驱动，根据 CBNDdata 数据，40%女性饮酒因为兴趣使然、28%出于微醺小酌、19%出于产品颜值、13%因为想尝鲜，使其容易偏好酒精度数低、口感好、口味多、外包颜值高的果啤。女性悦己主义使其愿意付出更高价格为自己愉悦买单，消费行为相对男性更加感性，因此当口感、口味和外包颜值能够为女性带来愉悦感时，其将愿意付出更高价格购买产品，女性群体特性

为果啤市场高端化发展奠定坚实基础。细腻的女性群体对口感感知能力更强，因此也更加追求多元化、差异化口感，啤酒高端化成为必然趋势，根据巨量算数显示，女性对低度数酒感兴趣人数占比由 2021 年 44.6% 上升至 2022 年 47.4%，随着女性饮酒人数不断渗透，将进一步推动啤酒高端化进程。

图表 68：女性饮酒驱动因素



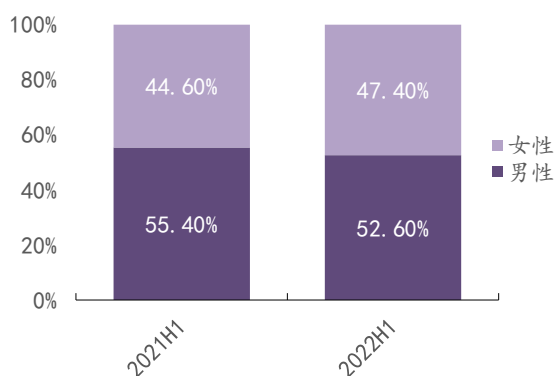
资料来源：《2021 女性品质生活趋势洞察报告》，华鑫证券研究

图表 69：果啤口味繁多且包装颜值较高



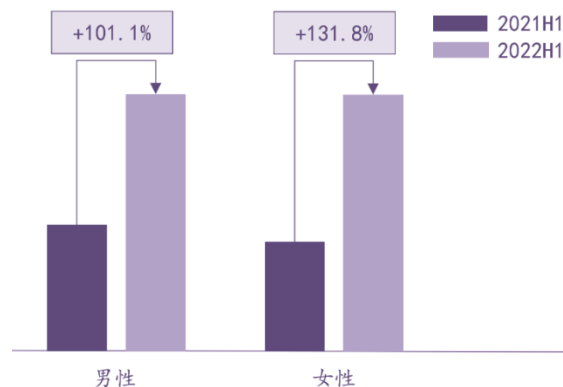
资料来源：foxy 小酒馆淘宝店，华鑫证券研究

图表 70：低度酒兴趣用户占比中，女性占比逐步上升



资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

图表 71：对低度酒感兴趣的女性人数同比增速更快

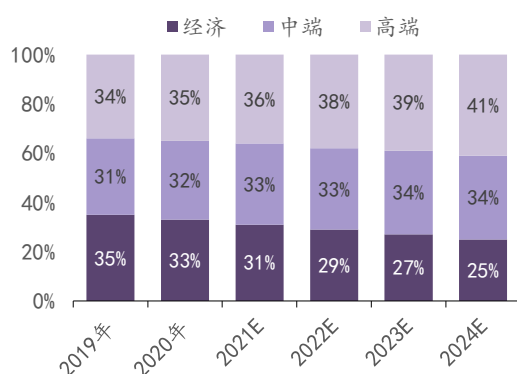


资料来源：巨量算数，华鑫证券研究

2.4.2 我国吨酒价提升空间广阔，高端化后消费场景及产品多元化

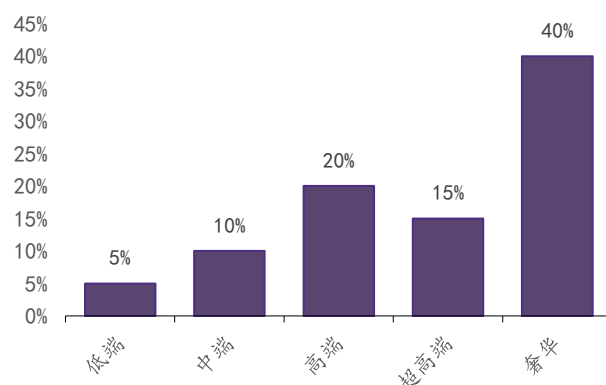
2020 年我国高端啤酒消费量占比 11%，对标美国仍有非常大上升空间。根据 Euromonitor 数据显示，2015-2020 年，我国高端啤酒消费量占比由 7.1% 上升至 11%，高端啤酒市场规模占比由 24.6% 上升至 35%，反观低价啤酒市场规模占比逐年递减，到 2020 年占比 33%，首次低于高端啤酒市场占比。对比美国 42.1% 高端及超高端啤酒消费量占比，中国高端啤酒消费市场仍具备非常大潜力空间。

图表 72：中高端啤酒销售额占比逐年递增，2024 年或达 75%



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

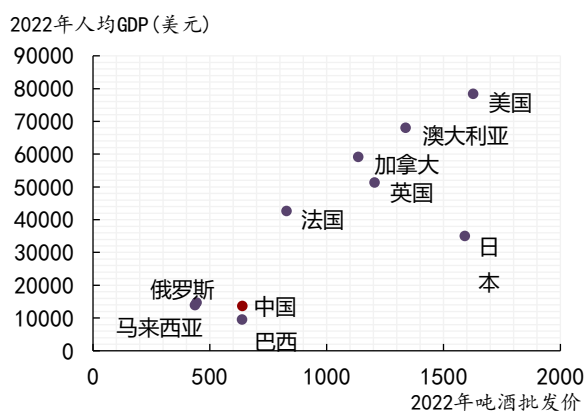
图表 73：2021 天猫各档次啤酒销售金额同比增速



资料来源：《2022 天猫啤酒趋势白皮书》，华鑫证券研究

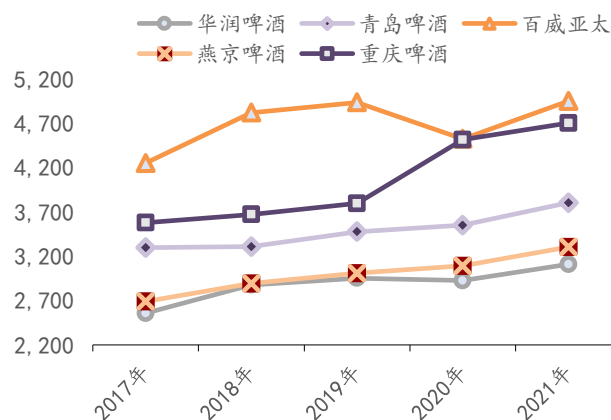
我国啤酒吨价与经济发达国家水平仍有较大差距，提价空间广阔。2022 年，我国啤酒吨价为 638.61 美元/吨，而高人均 GDP 国家如美国、澳大利亚、加拿大、英国等啤酒吨价分别为 1627.32 美元/吨、1337.68 美元/吨、1135.36 美元/吨、1205.23 美元/吨，为我国啤酒吨价 2 倍以上，存在较大差距，我国啤酒市场高端化提价空间广阔；随着我国经济水平及消费水平不断上行，啤酒吨酒价有望进一步提升，为酒企带来可观利润。

图表 74：各国啤酒吨酒价（美元/吨）



资料来源：Selina Wamucii, World Population Review, International Monetary Fund, 华鑫证券研究

图表 75：CR5 啤酒吨酒价（元/吨）



资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

随着高端化推进，啤酒产品及消费场景逐渐多元化。根据百威投资者研讨会显示，我国正处于中成熟度市场，随着步入高成熟度市场后，消费场景将更加多元，酒饮品类更加丰富。目前我国消费场景已初现多元化趋势，催生露营野餐（11%）、DIY 调酒（6%）、户外 BBQ（32%）、旅行度假（21%）、追逐潮流（22%）、宅家追剧（8%）等新消费场景。

图表 76：中国啤酒市场属于中成熟度阶段



资料来源：百威投资者研讨会，华鑫证券研究

图表 77：啤酒消费场景多元化



资料来源：艺恩咨询，华鑫证券研究

图表 78：CR5 全面布局高端及超高端产品

	百元级	超高端 (12+)	高端 (10-11元)	主流 (6-9元)	低端 (≤ 5元)
百威啤酒	 虎年限量 ¥1588 (2022)	 兔年限量 ¥1588 (2023)	 福佳果味 白啤 ¥13	 福佳果味 白啤 ¥12	 福佳果味 白啤 ¥12
青岛啤酒	 一世传奇 ¥1399 (2022)	 百年之旅 ¥388 (2020)	 青島原裝 ¥72	 生啤 ¥32	 琥珀拉格 ¥33 (2020)
燕京啤酒	 獅王 ¥50 (2023)	 獅王酒花酸 小麥精釀 ¥16 (2022)	 獅王生薑 木槿花 ¥15 (2022)	 獅王香草 世濤精釀 ¥15 (2021)	 原裝白啤 ¥11
华润啤酒	 醴 ¥500 (2021)	 悠世 ¥52/L (2021)	 匠心管造 ¥15 (2018)	 臉譜 ¥12	 紅爵 ¥12
嘉士伯	 凱旋 1664 ¥16	 風花 雪月 ¥12	 格林 堡 ¥12	 布魯 克林 ¥12	 夏日紛 果啤 ¥12

资料来源：公司官网，公司淘宝/京东旗舰店，天猫超市，京东超市，青岛啤酒俱乐部，壹品好酒，商超外卖零售价，中国经济网，华鑫证券研究

我国啤酒厂积极布局高端产品，青岛啤酒率先推出百元级产品。1) 在百元级产品上，青岛啤酒率先在 2020 年率先推出“百年之旅”，售价 388 元，并在 2022 年推出价值 1399 元的“一世传奇”；华润啤酒随后在 2021 年推出售价 999 元/盒，单价 499.5 元/瓶“醴”产品；

百威啤酒则在 2022-2023 年先后推出价值 1588 元百威大师传奇虎年限量版、百威大师传奇兔年限量版，酒企产品高端化趋势明显；**2) 超高端产品方面**，青岛啤酒、嘉士伯、百威啤酒已拥有成熟产品矩阵，其中青岛啤酒超高端产品价位最高，均价约 29 元/瓶，最高达 72 元/瓶；其次为嘉士伯，均价约 13 元/瓶，最高达 16 元/瓶；百威产品均价约 12 元/瓶，最高达 13 元/瓶；燕京啤酒于 2021 年开始推动超高端“狮王”系列，均价约 24 元/瓶，最高达 50 元/瓶；**3) 高端产品方面**，青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、嘉士伯产品相对丰富。

综上，外资企业百威及嘉士伯高端化进程领先，青岛啤酒超高端布局丰富。青岛啤酒、嘉士伯、燕京啤酒高端及超高端产品布局丰富，百威主要集中在超高端产品带；**收入结构来看**，百威、嘉士伯 2021 年高端及超高端产品营收占比分别达 38%、36.47%，超过其他价格带收入占比，表明其高端化进程推进良好，在达到产品多元化情况下，市场对其高端产品接纳及认可度较高；**华润啤酒**高端及超高端产品仅占其收入占比 17%，而经济型（5 元以下）产品收入占比达 47%，表明目前市场更加认可、熟悉其经济型产品如勇闯天涯等，但对其高端产品认知度或接受度相对偏低，公司提价空间较大，高端化完成后利润可期；**燕京啤酒**由燕京 U8 为其高端及超高端产品带来势能，2021-2022 年加速布局高端及超高端产品。

图表 79：2021 年各公司价格带及产品结构

	重庆啤酒		青岛啤酒		华润啤酒		百威亚太		燕京啤酒	
	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌	收入占比	代表品牌
高端及超端高 (10 元+)	36.47%	红乌苏、夏日纷、1664	55%	青岛原浆、琥珀拉格	17%	雪花纯生、喜力经典、脸谱	38%	科罗娜、福佳、蓝妹	60.17%	燕京 S12 皮尔森、狮王
主流型 (6-9 元)	51.02%	乐堡、国宾醇麦		青岛纯生	36%	勇闯天涯	30%	哈啤冰爽、哈啤冰纯		燕京纯生、燕京 U8
经济型 (5 元及以下)	12.50%	西夏、天目湖	41%	崂山、汉斯	47%	雪花金标、雪花银标	32%	雪津、双鹿	39.83%	燕京干啤

资料来源：重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒年报，华鑫证券研究

2.5、长期趋势（二）：精酿市场进入高爆发阶段，行业增速可观发展潜力巨大

精酿啤酒主要使用艾尔工艺，但精酿与工业啤酒区别不在于酿造工艺，而在于原材料选取。精酿啤酒只采用麦芽、酒花、酵母、水作为原料，而工业啤酒则会使用大米、玉米、淀粉等辅料替代麦芽成分，以降低生产成本，这主要与工业啤酒发展史相关。

1) 拉格工艺：皮尔森是第一款拉格啤酒，起源于捷克，由于其具备不易变质、适合大规模生产运输等特性开始流行于欧洲，后在美国市场受到追捧。由于美国地产大麦芽蛋白质含量较高，美国人开始在大麦芽里添加玉米淀粉进行稀释，这种由麦芽、玉米酿制啤酒成为美国拉格特点。后来为降低成本，美国市场开发了工业拉格，用大米或淀粉等来代替大麦，逐步形成如今市面上常见的工业啤酒，又称辅料拉格。由于加入大米或玉米等辅料，酒花该有的浓郁香气被大米或面味覆盖住，本该由酵母带来的酵香面包香也都消失，使啤酒口感大打折扣，因此被戏称为“工业水啤”。而皮尔森啤酒或比利时时代啤酒等坚持全麦酿造的拉格工艺啤酒则仍然属于精酿啤酒。因此，虽然精酿啤酒主要采用

艾尔工艺，但部分使用高品质原材料的拉格工艺仍能够酿造精酿啤酒。

2) 艾尔工艺：是最早的传统手工啤酒也是最初始啤酒酿造工艺，其酵母在发酵罐上层工作，发酵温度通常在 10-25°，该温度是绝大部分微生物理想代谢温度，可以使发酵代谢产物呈多样化，也是艾尔啤酒中复杂香气重要来源。艾尔工艺主要选用纯正大麦、小麦，对酒花品种及新鲜度也尤为讲究，部分甚至酿酒厂会自产酵母，对原料高标准、严要求也使其成为高端精酿啤酒主要工艺方法。

图表 80：精酿啤酒与工业啤酒区别在于原料使用不同，精酿啤酒不使用麦芽替代材料或辅料

	精酿啤酒	工业啤酒
原材料	只使用麦芽、酒花、酵母和水	六成麦芽、四成大米或玉米、淀粉、水、酒花制品、酵母
发酵工艺	艾尔工艺（上部发酵） 上层酵母高温发酵工艺，发酵温度通常在 10-30° 少部分采用拉格工艺，如皮尔森、比利时时代啤酒等坚持全麦酿造拉格工艺啤酒	拉格工艺（下部发酵） 下层酵母低温发酵，发酵温度通常在 10° 以下
发酵时长	半个月至 2 个月	3-7 天
营养成分	营养丰富，麦汁浓度多为 12° P 以上，富含氨基酸、酯、有机酸、黄酮等物质	麦芽汁浓度多为 12° P 以下，营养物质含量偏少
风味	全麦汁，浓度高，口味香醇，后味优雅	有辅料，麦汁浓度低，口感偏淡
成本	原料成本、制作生产、保存成本均较高	原料成本、制作生产、保存等成本相对较低
生产规模	低产，存在较多手工酿造	大规模工业化生产，年产量是精酿啤酒的十几倍或几十倍
主要受众	热爱啤酒文化的啤酒爱好者和追求个性、重视消费体验的年轻消费者	大众消费者
行业格局	集中度较低，区域化强	寡头垄断

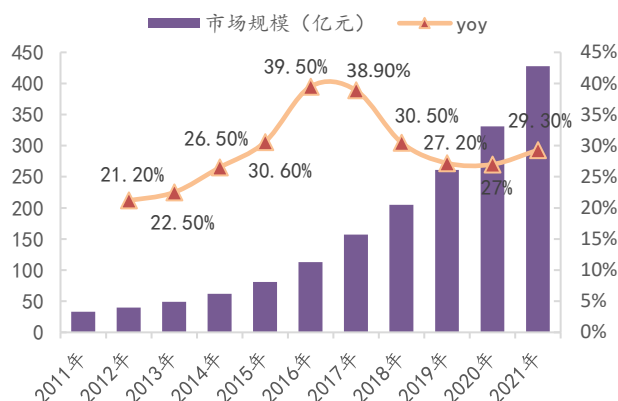
资料来源：观研天下，国际发酵协会，华鑫证券研究

参考美国啤酒发展史，在步入高端化后美国精酿啤酒开始兴起，主要在于精酿啤酒更能满足消费者对品质追求及其社交需求。精酿啤酒在工艺上主要采用是上发酵型艾尔工艺，工艺难度相对更高，艾尔工艺普遍发酵剧烈且在发酵罐上部，可控性低，此外其产生的热量和压力较大，产品质量及生产过程安全把控难度更高；1) 从产品品质来看，精酿啤酒麦芽浓度高，并采用上等原料，只添加麦芽、酒花、酵母和水，而不添加其他辅料，味道更加浓郁，而部分工业啤酒会使用大米及玉米淀粉代替大麦以降低成本，口感偏淡，因而精酿啤酒更能够满足消费者消费升级需求及产品品质追求；2) 从社交需求来看，因为麦芽度数与酒精含量成正比关系，精酿啤酒中高麦芽浓度也导致酒精度更高，更能够满足消费者在优雅小酌的同时达到微醺的社交需求。

目前我国精酿啤酒已进入爆发增长阶段，行业增速保持高位。1) 市场规模：2011 年至 2021 年我国精酿啤酒市场规模由 33 亿元增长至 428 亿元，十年 CAGR 达 29.21%，实现由几十亿元向几百亿元跨越；2) 市场规模增速：近 10 年来看，我国精酿啤酒市场规模增速均保持在 20%以上，2016 年同比增速更是达到 39.5%，此后同比增速随小幅度下滑，但仍维持在 25%以上；在精酿啤酒市场消费量快速增长背景下，大批企业纷纷入局，行业进入爆发增长阶段，市场规模在近十年呈逐年递增态势；3) 销量占比及增速：2016 年至 2021 年我国精酿啤酒销量占比由 0.9%上升至 2.4%，5 年 CAGR 达 21.67%，同比增速除 2020 年受疫情影响均在 20%以上；4) 消费量：我国精酿啤酒消费量逐年递增，从 2016 年 36 万千升增长至

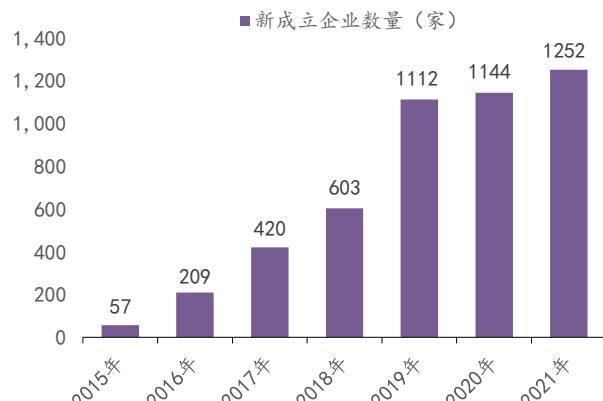
2021 年 100 万千升，4 年 CAGR 达 29.1%，同比增速除 2020 年受新冠居家隔离政策影响外，均保持在 25% 以上；对比啤酒消费量增速情况，近 5 年精酿啤酒消费量增速始终快于啤酒行业整体增速。

图表 81：我国精酿啤酒市场规模近 10 年保持 20% 以上增速



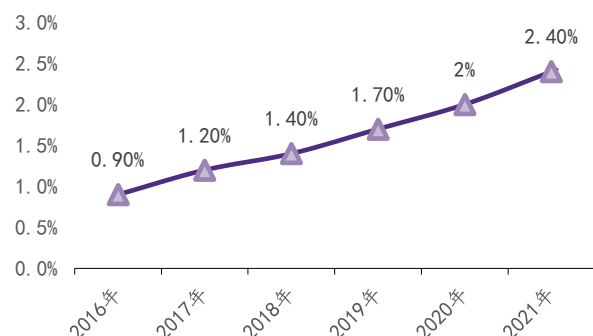
资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 82：我国精酿啤酒新成立企业数量



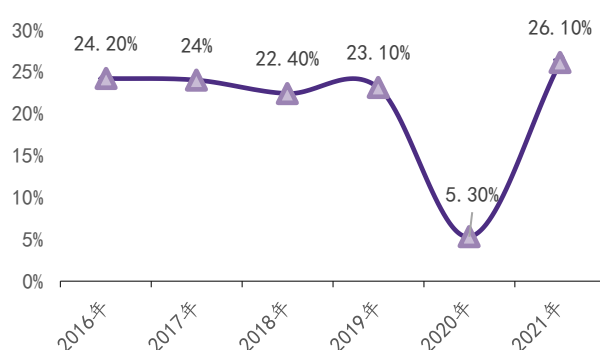
资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 83：我国精酿啤酒销量在啤酒中占比



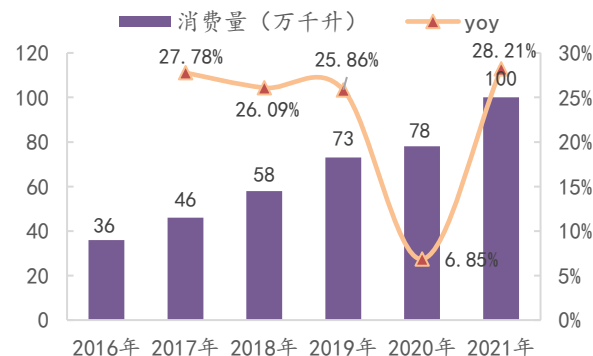
资料来源：巨量算数，Euromonitor，华鑫证券研究

图表 84：我国精酿啤酒销量增速



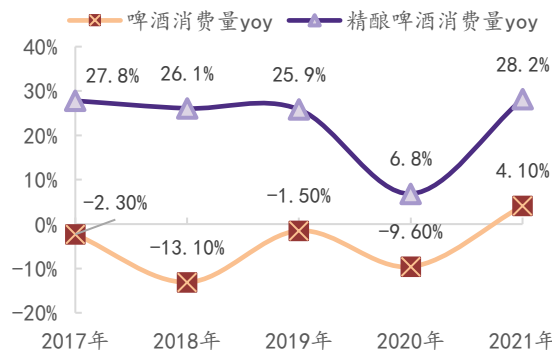
资料来源：巨量算数，Euromonitor，华鑫证券研究

图表 85：我国精酿啤酒消费量增速保持高位



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

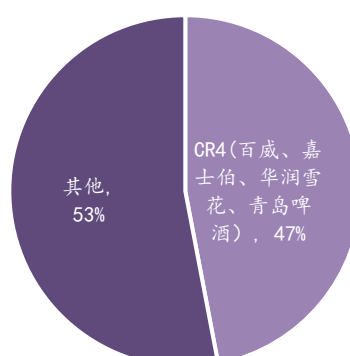
图表 86：我国精酿啤酒与啤酒消费量增速变化对比



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

行业格局：目前精酿行业竞争格局高度分散，仍处于洗牌阶段。根据观研天下数据，我国精酿啤酒市场 CR4 约为 47%，行业竞争格局高度分散，其中百威、嘉士伯等外资龙头厂商凭借成熟精酿大单品占据最高份额。其他 53% 市场份额中，部分独立精酿厂如优布劳劳动、熊猫精酿等虽展现出一定全国化潜质，但其年销量仍在 5 万吨以下，且部分销量来源于非自有品牌代工，更多区域性独立精酿厂商年销量难以破千吨，市场格局高度分散。精酿行业在未来几年将仍处于洗牌过程，集中度存在较大提升空间。

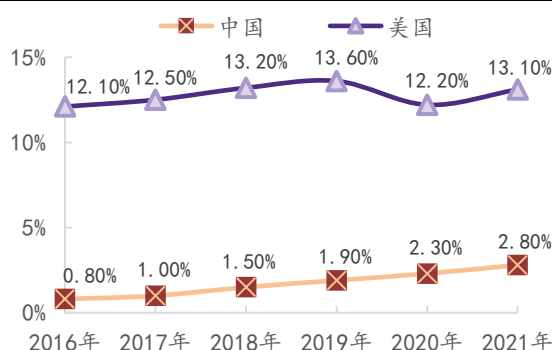
图表 87：精酿啤酒 CR4 市占率仅 47%



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

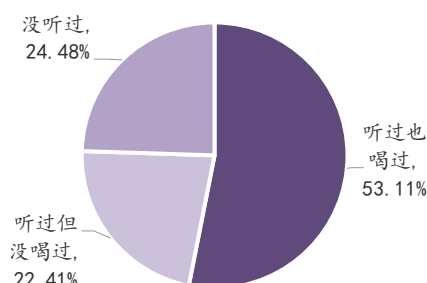
未来展望：横纵向对比，我国精酿啤酒市场拥有巨大发展空间。美国早在 1978 年开始发展精酿市场，发展到目前已拥有成熟精酿市场。横向对比美国，2016 年美国与我国精酿市场渗透率分别为 12.1%、0.8%，为中国市场 15 倍；到 2021 年，美国与我国精酿市场渗透率分别为 13.1%、2.8%，仍为中国市场 4.68 倍，中国精酿市场渗透率处于较低水平，在成长为成熟精酿市场前仍有广阔开拓空间。纵向来看，我国精酿啤酒渗透率尚未达到 3%，仍然属于蓝海市场，叠加市场对精酿啤酒的高熟悉度及接纳度（认知度达 76%），我国精酿行业拥有巨大发展空间及潜力。

图表 88：2016-2021 中美精酿啤酒市场渗透率对比



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 89：市场对精酿啤酒认知高达 76%



资料来源：《2022 天猫啤酒趋势白皮书》，华鑫证券研究

另根据“十四五”中国酒类产业发展目标，到 2025 年我国啤酒产业产量目标为 3800 万千升，较“十三五”末同比上升 11.5%；销售收入应达 2400 亿元，同比增长 63.4%；净利润应达 300 亿元，同比增长 124%。在消费者对当下啤酒产品需求量趋于饱和情况下，要达到“十四五”发展目标则需要依赖精酿啤酒市场能够带来新增量及高客单价，我国精酿啤酒行业发展潜力巨大。

图表 90：“十四五”我国啤酒产业发展目标

指标	2025 年	较“十三五”末同增	年均增速
总产量 (万千升)	3800	11.4%	2.2%
销售收入 (亿元)	2400	63.4%	10.3%
利润 (亿元)	300	124%	17.5%

资料来源：观研天下，华鑫证券研究

精酿细分：精酿啤酒风味多元，市场增速快于啤酒行业。根据美国酿酒师协会，精酿啤酒包括酸啤、果啤、IPA、世涛、修道院等；《2022 天猫啤酒趋势白皮书》数据显示，2021 年以上提及精酿种类同比增速分别为 45%、35%、19%、14%、9%，快于啤酒行业整体增速。

1) 酸啤：所有具有酸味啤酒统称为酸啤，酸啤中酸味一般来源于水果、乳酸菌或野生菌，高级酸啤往往会使用葡萄酒桶进行长达一至三年的陈酿，使其产生复杂且每批次独一无二口感。

2) 果啤：深受女性啤酒消费者喜爱，在酿造中加入水果或果汁的精酿啤酒风格，水果味道明显，酒精度数一般偏低。

3) IPA：原为“印度淡色艾尔”，是由于英国为将啤酒远运至印度而研发出来的产品，通过加入大量啤酒花达到防腐目，但根据 BJCP《世界啤酒分类指南》指出，IPA 类啤酒在历史上并没有真正被大量运往印度；IPA 兴起源于美国精酿革命，迫切想要酿造出高品质啤酒的美国啤酒厂商开始向欧洲啤酒看齐，但由于美国麦芽不如欧洲麦芽般富有麦芽香气，美国啤酒厂商开始关注啤酒花这另一重要原料，经过多轮迭代终于研发出带有柑橘、热带水果或花香芬芳，但口感偏苦的美式 IPA。

4) 世涛：带有浅棕色或浅褐色泡沫，有烘焙咖啡、焦糖和巧克力香气，麦芽甜度不高，口感细腻，酒体饱满。

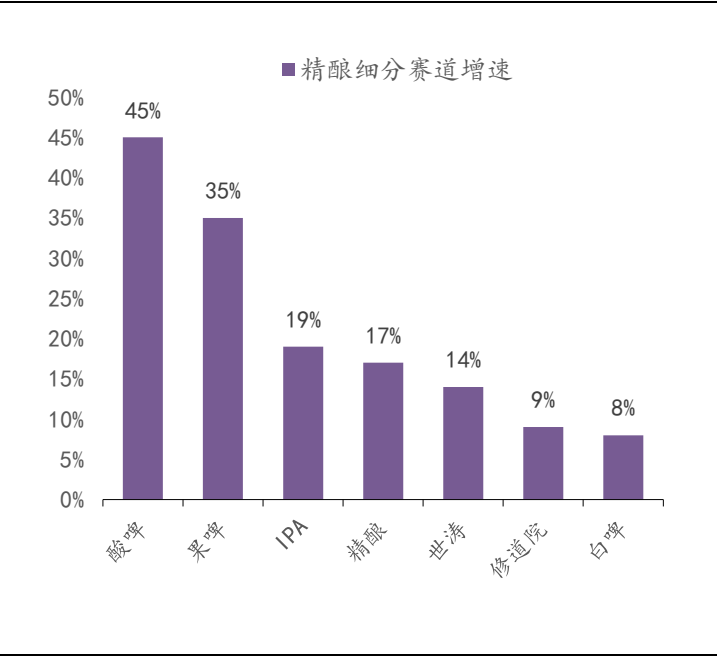
5) 修道院：发酵温度可达 30°，根据酿造过程中麦芽含有可发酵糖分含量以及发酵前麦汁初始比重度的不同可大致分为单料、双料、三料、四料。

图表 91：常见精酿啤酒风味、工艺、种类、特征

风味	工艺及原料	种类	特点
小麦风味	啤酒花投放少、低酒精度和苦味度；大众口味，不宜存放	德式小麦	有强烈的香蕉或丁香香气
		比利时小麦	酒体略浑浊，有较明显的芫荽子、橙皮和蜂蜜香气
		美式小麦	浓郁的麦香香气
艾尔风味	啤酒花投入多，酒精度及苦味度更高	美式 IPA	橙子、柚子等柑橘香气，苦味高，香气比英式浓郁
		英式 IPA	橙子、柚子为主的柑橘香气，苦味度高
		混浊 IPA	香气浓郁，苦味度低
修道院风味	口味清爽、酒精度低	双料	深红铜色酒体，麦芽甜香，有巧克力、焦糖和水果香气
		三料	深黄或金黄酒体，复杂而明显辛香、花果香
		四料	深黄或金黄酒体，复杂而明显辛香、花果香
水果风味	添加水果或果汁	西打	苹果及其他水果风味明显，低酒精度
世涛风味	使用烘焙后大麦酿造	牛奶世涛	酒体浅棕色或浅褐色，有烘焙咖啡、焦糖和深色巧克力香气

资料来源：观研天下，华鑫证券研究

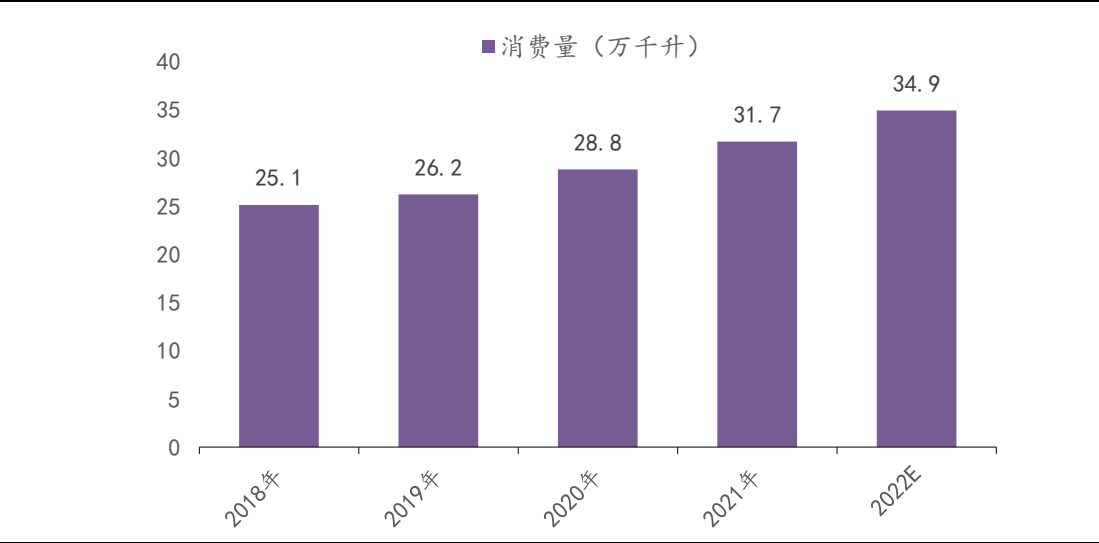
图表 92：2021 年精酿啤酒各风味中酸啤增速领跑



资料来源：《2022 天猫啤酒趋势白皮书》，华鑫证券研究

我国果啤市场三年 CAGR 达 10.03%，以女性用户为主要消费群体。随着啤酒市场女性消费者上升，各企业顺势推出果啤产品，以提高品牌渗透率。根据观研天下数据，2019 年我国果啤消费量为 26.2 万千升，同比上升 4.38%，占啤酒市场消费总量 0.7%；到 2020 年将上升至 28.8 万千升，2022 年将达到 34.9 万千升，三年 CAGR 达 10.03%。从性别画像来看，我国果啤消费群体主要为女性，且消费占比逐年上升，由 2015 年男女占比 45%、55% 上升至 2018 年 10%、90%，女性成为果啤市场中坚力量。随着女性悦己经济以及“她”经济不断发展，果啤市场将有望持续上行。

图表 93：2018-2022 我国果啤消费量



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

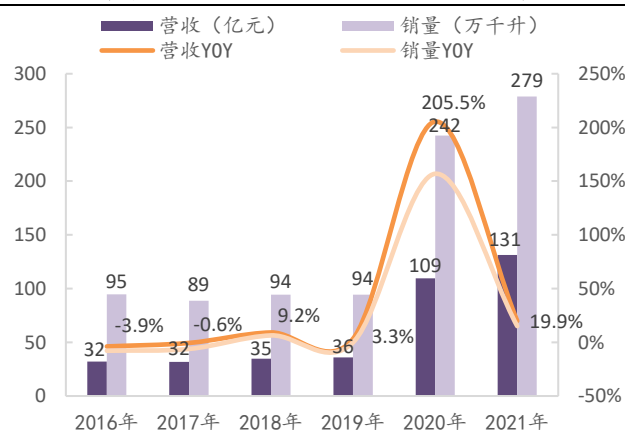
综上所述我们认为，精酿啤酒目前属于蓝海市场，拥有巨大发展潜力及空间，且目前行业格局未定，企业拥有弯道超车机会；基于精酿啤酒多元风味发展趋势，产品风味及应用场景布局多元化企业，将更加能够顺应精酿市场发展趋势，拥有长期可持续发展潜力，并有望成为行业新引领者。

3、重点个股分析

3.1、重庆啤酒：嘉士伯赋能，高端化步伐领先

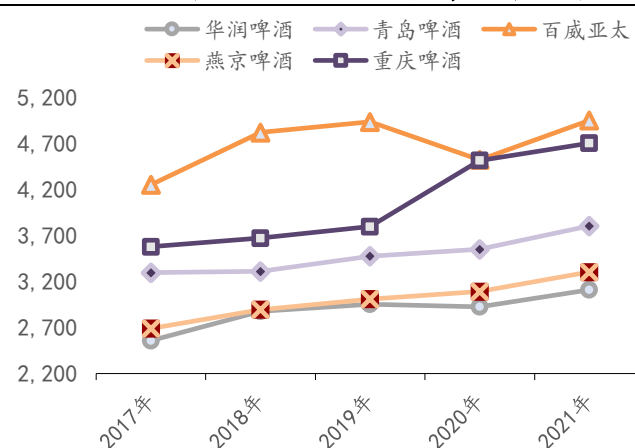
嘉士伯赋能，重啤实现高端化步伐领先。品牌端：公司自 1968 年建厂以来，深耕啤酒领域 60 余载，2013 年底成为嘉士伯集团成员后，获得乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等品牌生产及销售权，形成“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌组合，国际品牌注入加快公司高端化进程；业绩端：2019-2021 年，公司营收为 36/109/131 亿元，同增 3.3%/205.5%/19.9%，销量达 94/242/279 万千升，同增-0.1%/156.9%/15.1%。2020 年 12 月完成资产重组后，嘉士伯将在华控制优质啤酒资产注入重庆啤酒，公司成为嘉士伯在华运营啤酒资产唯一平台，2020 年公司啤酒销量及营收实现近 2-3 倍增长，营收规模达 100 亿级别；吨酒价：2020 年完成资产重组后，重庆啤酒吨价达 4514 元，同比上升 19%，追平百威 2020 年 4523 元吨酒价，成为行业第二；产品结构升级：2021 年重啤高端及超高端产品占总营收 36.47%，在收入结构上齐肩作为高端品牌龙头企业百威亚太（高端及超高端营收占比达 38%）；嘉士伯赋能后，公司获得更强势及多元化产品矩阵，同时产品结构得到升级，高端化步伐加快并一跃处于行业领先地位。

图表 94：资产重组后公司营收及销量成倍上升



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 95：2021 年公司吨酒价行业第二，追平百威

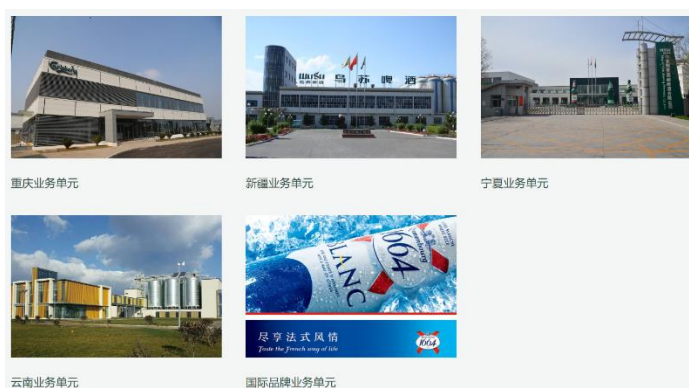


资料来源：华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

公司由区域型啤酒企业成长为全国性啤酒企业，高端市场渠道逐步建立。2020 年前，公司业务主要集中在重庆、四川、湖南，分别占比营收 71%、20%、7%，2020 年资产重组后，公

司由区域型啤酒企业成长为全国性啤酒企业，核心市场从重庆、四川和湖南三省市，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北各省，覆盖全国各地，2020 年开始公司财报中不再以省划分业务板块，改为区域分类，2021 年中区、西北区、南区分别占比总营收 41%、33%、26%，同比增速分别为 14%、25%、28%，中区及西北区营收贡献较大，南区增速最快；公司业务布局不断拓宽，开始逐步建立高端市场渠道优势。

图表 96：公司 5 大业务单元



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

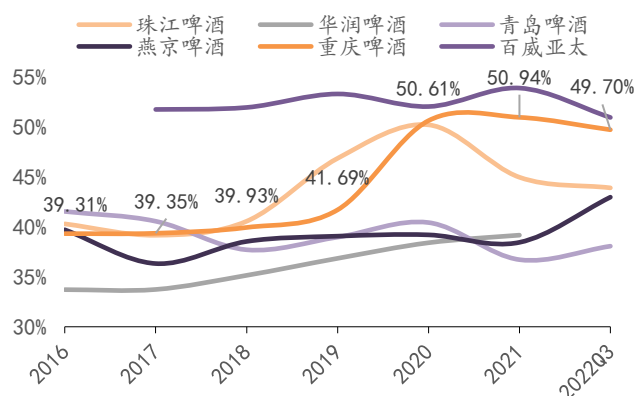
图表 97：重庆啤酒主要市场市占率

	重庆啤酒	华润啤酒	燕京啤酒	青岛啤酒
重庆	81%	14%		
宁夏	80%			
西藏	70%	30%		
新疆	60%		35%	5%
云南	40%	12%	38%	

资料来源：中国食品报官方平台，华鑫证券研究

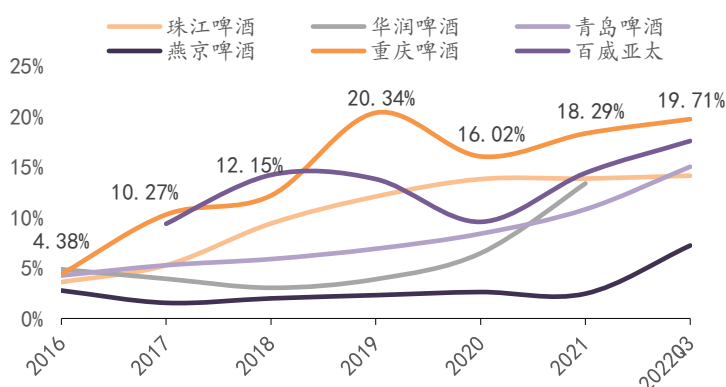
横向对比，公司盈利能力优秀，保持行业领先。毛利率：2020-2022Q3 公司毛利率分别为 50.61%、50.94%、49.70%，超越珠江啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒成为行业第二，与百威啤酒毛利率差距逐年缩小，由相差 11.69pct（2019 年）缩减至 1.41、2.93、1.23pct（2020-2022Q3）；净利率：2016-2022Q3 公司净利率分别为 4.28%、10.27%、12.15%、20.34%、16.02%、18.29%、19.71%，净利率自 2017 年开始不断上行，并于 2019 年后稳居行业第一。我们看好公司持续上行且业内领先的盈利能力，并认为随着中国啤酒行业高端化路径持续演绎，叠加产能优化、管理效率提升，公司盈利能力将不断上行。

图表 98：2020 年后公司毛利率行业保持第二



资料来源：主要啤酒企业年报，华鑫证券研究

图表 99：2019 年后公司净利率稳居第一



资料来源：主要啤酒企业年报，华鑫证券研究

3.1、青岛啤酒：创新“啤酒+文旅”新模式，品牌力持续向上

品牌价值中国第一，品牌实力强劲。公司拥有“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一，在国内外市场具有较强品牌影响力及较高知名度，2022 年“青岛啤酒”以 2182.25 亿元人民币品牌价值继续保持中国啤酒行业品牌价值第一，旗下“青岛啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒、青岛啤酒博物馆、王子以及 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”等品牌总价值已突破人民币 3400 亿元。

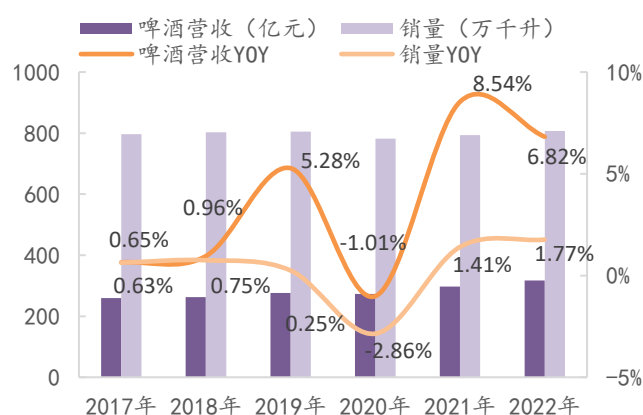
图表 100：青啤高端化产品丰富

百元级		超高端 (12+)							
									
单瓶价格 推出时间	一世传奇 ¥1399 (2022)	百年之旅 ¥388 (2020)	青岛原浆 ¥72	生啤 ¥32	琥珀拉格 ¥33 (2020)	狮壮 ¥29	IPA ¥15 (2018)	鸿运当头 ¥12	红玫瑰白啤 ¥12
高端 (10-11元)				主流 (6-9元)				低端 (≤ 5元)	
								崂山、汉斯、 银麦、山水	
1903 精酿 ¥11	奥古特 ¥10	皮尔森 ¥10	国潮 ¥9	黑啤 ¥7	白啤 ¥7	纯生 ¥7	经典 ¥6		

资料来源：青岛啤酒官网，公司淘宝/京东旗舰店、商超外卖零售价，华鑫证券研究

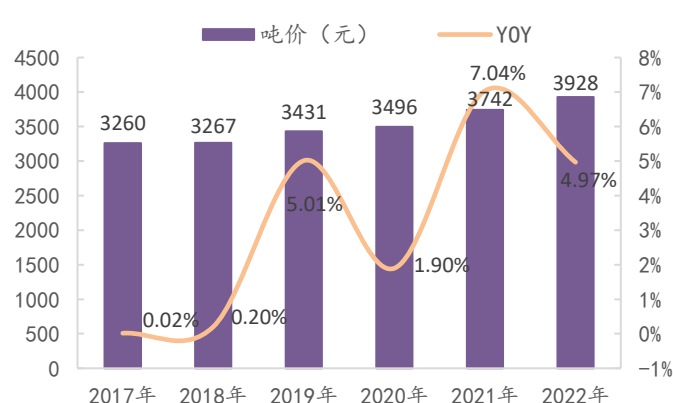
产品结构持续优化，高端化驱动量价齐升。公司坚持高质量发展战略，坚定“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”1+1 品牌战略，在高端化布局上深度挖掘多样化消费需求、丰富产品矩阵、优化产品结构，加快布局高端及超高端市场。**产品布局来看**，公司在 2020 年推出百元级产品“百年之旅”，并在 2022 年继续推出“一世传奇”，在高端及超高端领域拥有青岛原浆、青岛生啤、琥珀拉格、狮壮、IPA、鸿运当头、红玫瑰白啤、1903 精酿、奥古特、皮尔森等热销产品，**高端类产品布局丰富**。**量价拆分来看**，1) 量：2022 年公司啤酒总销量 807 万千升 (yoy+8.2%)，青岛品牌销量 444 万千升 (yoy+2.6%)，销量占比提至 55%，其中中高端产品销量 293 万千升 (yoy+5%)，销量占比 36%，**中高端产品结构持续优化**。崂山类其他品牌销量 363 万千升 (yoy+0.8%)；2) 价：2022 年整体吨价 3928 元/吨 (yoy+4.9%)，青岛品牌/其他品牌吨价分别为 4836/2832 元/吨，同增 5.5%/3.2%。**量价齐升带动营收增长**：2022 年公司啤酒整体营收 316.97 亿元 (yoy+6.8%)；其中青岛品牌及其他品牌营收分别为 214.71/102.8 亿元 (yoy+8.2%/4.2%)，高端产品营收增速可观。

图表 101：啤酒营收及销量增速回弹



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

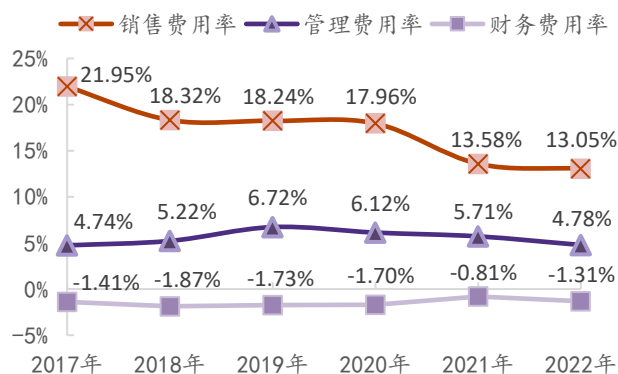
图表 102：高端化后啤酒吨价加速上升



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

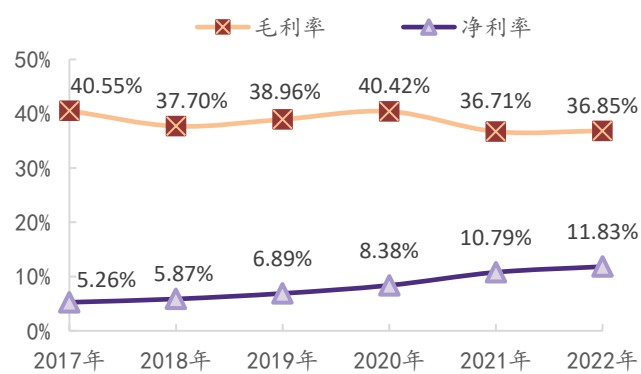
控费能力加强，带动盈利能力提升：2022 年，公司销售费用率/管理费用率/毛利率分别为 13.1%/4.8%/36.9%，同比-0.53pct/-0.93pct/+0.14pct，期间费用降低叠加毛利率提升致净利率达到 11.83% (yoy+1.04pct)；公司控费能力加强叠加产品结构升级，带来盈利能力向上，2022Q4 公司归母净利润-5.56 亿元 (yoy-22.2%)，扣非归母净利润-6.51 亿元 (yoy+35.5%)，四季度利润超预期，带动全年实现归母净利润 37.11 亿元 (yoy+17.6%)，扣非归母净利润 32.09 亿元 (yoy+45.4%)。

图表 103：公司控费能力增强



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

图表 104：公司盈利能力向上



资料来源：青岛啤酒年报，华鑫证券研究

以创新拓宽消费场景，公司开启“啤酒+文旅”新模式。
产品端：2022 年公司围绕北京冬奥会及足球世界杯等国际体育盛会推出“青岛啤酒冬奥冰雪罐”、“青岛啤酒 1903 炫彩加油罐”、“青岛纯生球迷狂欢罐”系列产品，融合体育激情，创新消费者沉浸式品牌体验；
消费新场景：1) 2022 年 6 月公司推出时光海岸精酿啤酒花园正式开业，该地聚集 1903 时光精酿工坊、啤酒主题度假酒店、威士忌俱乐部、啤酒 SPA、1903 面包坊、婚恋基地六大时尚业态，将休闲慢文化与啤酒文化相融合，打造“啤酒+文旅”新模式，创新消费体验并使消费者更深入了解品牌，有效提升品牌力；2) 目前，全国已拥有超过 200 家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，覆盖全国 23 个省市 62 座城市；3) 2022 年公司举办 53 场“青岛啤酒节”，丰富啤酒文化消费氛围并带动消费扩容升级。

图表 105: 1903 时光精酿工坊



资料来源: 澎湃新闻, 华鑫证券研究

图表 106: 消费者可参观式精酿啤酒生产线

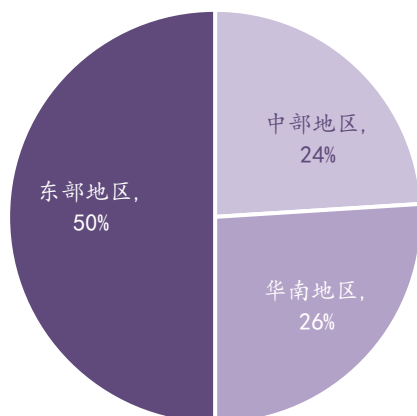


资料来源: 澎湃新闻, 华鑫证券研究

3.2、华润啤酒: 渠道布局完善, 提价空间广阔

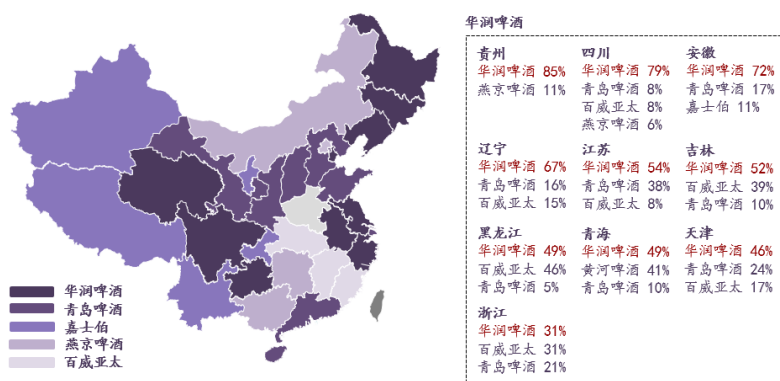
公司业务遍布全国, 渠道布局完善拥有较高护城河。公司业务主要集中在东部 (占营收 50%)、华南 (26%) 以及中部 (24%) 地区, 其在贵州、四川、安徽、辽宁、江苏、吉林、黑龙江、青海、天津、浙江省 10 个地区拥有领先市占率, 分别达到 85%、79%、72%、67%、54%、52%、49%、49%、46%、31%; 在西藏 (市占率 30%)、陕西 (20%)、山东 (15%)、上海 (20%)、山西 (30%)、河北 (28%)、甘肃 (32%)、广东 (25%)、湖南 (25%)、湖北 (28%) 等地拥有第二大市场份额, 全国渠道布局完善, 拥有较高渠道护城河。

图表 107: 公司业务集中在东部地区



资料来源: 公司年报, 华鑫证券研究

图表 108: 公司业务按省份分布



资料来源: 中国食品报官方平台, 华鑫证券研究, 注: 因统计口径未注明, 平台提供数据或与实际情况略有出入

2017 年以来, 公司实施“3+3+3”战略, 落地品牌重塑、产能优化、组织再造、营运变革、企业文化重塑、信息化升级等重大举措项目, 提质增效, 盈利水平跨越式增长; 2019 年, 公司与全球第二大啤酒生产商 Heineken 集团完成交易, 展开战略合作, 推动高端细分发展至新高度。

图表 109：华润啤酒高端产品

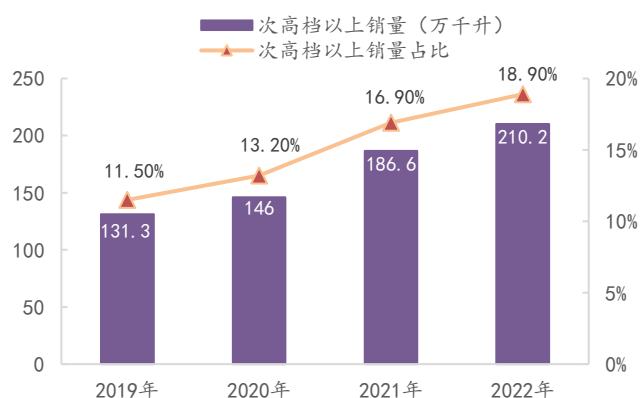


资料来源：公司业绩说明会，华鑫证券研究

产品组合不断丰富，带动高端增长。公司通过“聚焦、精益、精简”原则，全渠道全场景拓展，并打造元宇宙赋能新营销模式，建立高端品牌群“喜力+SuperX+纯生，以及其他产品”，稳定中档，夯实底部。**产品推新方面**，2019 年公司收购喜力中国，并推出“雪花马尔斯铝啤酒”、“黑狮白啤”，发力中国啤酒高端市场；2021 年公司推出超高端新品“醴”及首款果啤产品“果狮啤酒”，引进国际品牌“红爵”、“悠世”啤酒；2023 年将推出雪花全麦纯生、喜力无醇啤酒，产品矩阵不断丰富，满足细分消费者多元化需求。其中，喜力侧重非现饮渠道，2019 年开始增速不断加快，到 2022H1 实现销量双位数增长，2023 年增速将持续加快；星银侧重夜场及餐饮渠道，根据公司业绩会披露将成为未来增速最快产品。

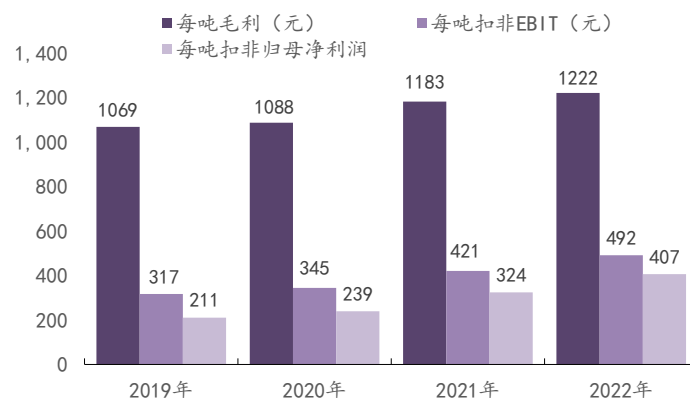
目前公司主要销量来自中低端产品，价格释放空间广阔，高端化加速推进。2019-2022 年公司次高端及以上啤酒销量占比 11.5%/13.2%/16.9%/18.9%，目前仍以中低端啤酒为主要销量，价格释放空间广阔；2020-2022 年公司次高端及以上啤酒销量占比同增 11.2%/27.8%/12.7%，同时根据 2022 年公司业绩交流会披露，目标到 2025 年次高端及以上产品销量占比达 30%-35%（约 350 万吨），公司高端产品目前正在加速发展，价升后叠加公司在啤酒销量及市占率绝对优势，未来利润空间可期。

图表 110：次高端及以上啤酒销量占比逐年攀升



资料来源：公司业绩说明会，华鑫证券研究

图表 111：公司核心盈利能力稳步提升



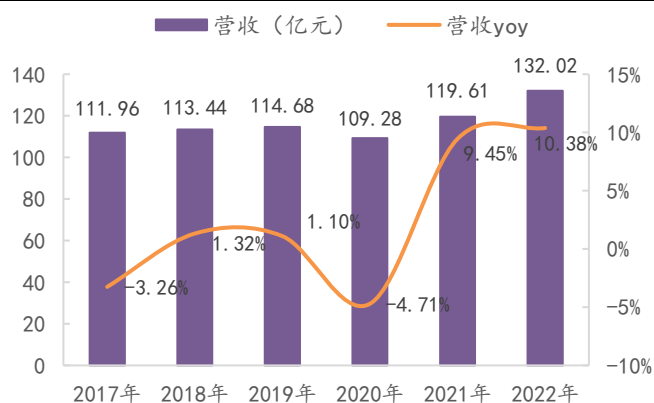
资料来源：公司业绩说明会，华鑫证券研究

量价齐升驱动盈利能力高升，公司利润增速亮眼。业绩及利润端来看，2022 年公司营收 352.63 亿元，同增 5.62%；扣非净利润 45.2 亿元，同增 26%，营收实现中个位增长，利润增速表现优异，实现高双位数增长。**量价拆分来看**，2022 年销量 1109.6 万千升，同增 0.4%，吨价 3178 元，同增 5.2%，实现吨价中个位数增长以及量价齐升。**量价齐升带动盈利能力提升**，2019-2022 年公司啤酒产品每吨毛利 1069/1088/1183/1222 元，每吨扣非 EBIT 317/345/421/492 元，每吨扣非归母净利润 211/239/324/407 元，公司核心盈利能力稳步提升。

3.3、燕京啤酒：二次创业新篇章，高端化进程望加速

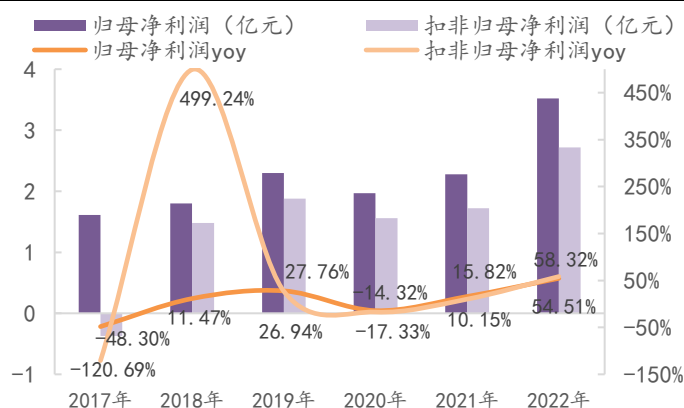
高层履新企业革新，2022 年利润增速可观。2022 年 5 月公司新任董事长耿超履新，其在国资委工作 13 年间对燕京啤酒长期关注，了解并熟悉公司情况，后于 2020 年调入燕京集团任党委书记，任职期间耿超董事长破旧立新，开启公司二次创业变革之路，其强调公司发展的整体性、系统性，紧抓十四五“五战五胜”目标，力争实现年年攀升，通过五年持续快跑实现复兴目标。公司业绩快报披露，2022 年营收 132.02 亿元（同增 10.38%），归母净利润 3.52 亿元（同增 54.51%），扣非归母净利润 2.72 亿元（同增 58.32%）。其中 2022Q4 营收 18.8 亿元（同增 19.36%），归母净利润-3.2 亿元（同增 4.52%），扣非归母净利润-3.58 亿元（同增 3.95%），2022 年在经历管理层换届、产品结构及渠道革新后，公司利润水平得到大幅提升，复兴可期，目前呈现“质”有效提升、“量”稳步增长良好态势。

图表 112：公司营收实现高个位数增长



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 113：公司盈利能力持续修复



资料来源：公司年报，华鑫证券研究

加速布局高端化，紧抓复兴新机遇。高端化趋势大背景下，燕京啤酒迎来复兴及弯道超车新机遇，公司紧抓机会加快品牌建设及成长速度。公司业绩说明会披露，2022 年 6 月凯度消费者指数发布品牌足迹，显示我国饮料市场增长最快前五品牌当中，燕京为唯一啤酒品牌。**品牌战略方面**，公司推行“1+3”品牌战略，目前已形成以燕京 U8、燕京 V10、新雪鹿为代表大单品与特色产品组合产品矩阵。**高端布局方面**，a) 公司推出狮王精酿高端品牌，目前已实现“20+7”产品矩阵，狮王精酿门店正在快速拓展，已布局北京两家门店，将在新一线城市继续落地推广，加速提高狮王高端品牌势能；b) 燕京九号小酒馆已达 300+家，新消费场景布局可满足消费者线上及线下需求，同时打通消费者“足不出户，新鲜到家”体验。**产品推新方面**，2021 年公司推出“狮王世涛”，2022 年公司推新动作频繁，酒花酸小麦、狮王生姜木槿花、鲜啤 2022、U8plus、高端拉格 S12 皮尔森等陆续上新，2023 年公司推出首款狮王“玻尿酸”啤酒，产品矩阵逐步多元，中高布局端持续发力。**产品结构方面**，公司中高档产品收入占比由 2019 年 54.62% 上升至 2022 年 61.7%，3 年 CAGR 达 37.65%，产品结构正在快速优化。

图表 114：燕京啤酒加速布局高端产品

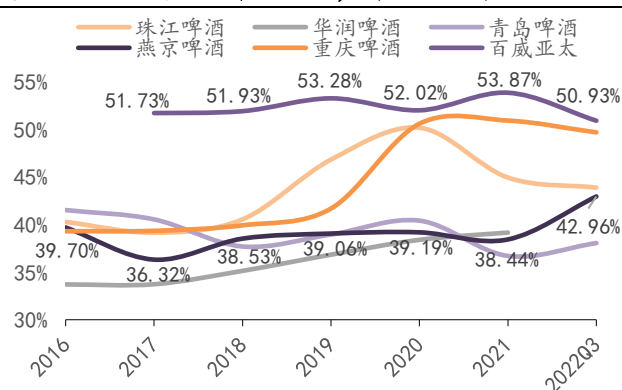


资料来源：公司官网，公司淘宝旗舰店，商超外卖零售价，华鑫证券研究

聚焦中高档单品，燕京 U8 百万吨目标，带动两翼产品起飞。十四五规划中，公司将燕京 U8 百万吨销量设为大单品战略目标，2022 年 U8 已实现 39 万吨、超 8 亿瓶年销量，成为公司近三年成长速度最快、表现最亮眼大单品之一，是公司利润抬升和产品结构调整重要支撑。产品打造上，公司以 U8 为中间带承上启下，借势带动高于及低于 U8 的两翼产品起飞，其中高端产品包括燕京 V10、S12 及狮王精酿等。

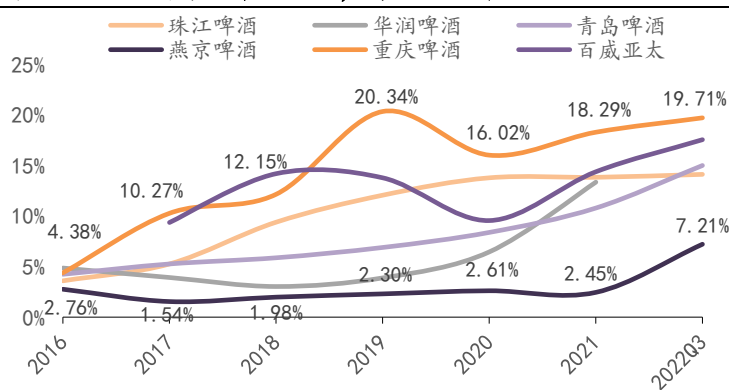
公司将从 4 方面保障百万吨目标达成：1) 战略层面：公司发布十四五规划作为战略引领，明确以 U8 单品作为未来战略核心，将 U8 定位为公司产品高端化首要任务；2) 战术层面：全要素保障以确保燕京 U8 百万级目标实现，包括全链路品牌营销、营销队伍全员参与、全国全区域推广、全品项组合销售；3) 市场管理角度：加大市场管理力度，稳定产品价格体系，确保渠道利润空间合理。

图表 115：公司毛利率处低位，有较大上升空间



资料来源：华润啤酒、青島啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

图表 116：公司净利率处低位，有较大上升空间



资料来源：华润啤酒、青島啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒、重庆啤酒年报，华鑫证券研究

精简组织架构，加强经营效率，实现降本增效。1. 精简组织架构，提升管理效能：当前公司按照“1+5+N”整合计划成立生产中心、市场营销中心、供应链中心、财务核算评价中心、

技术中心五大中心，精简组织架构，优化资源配置，同时采取“1+9”组织架构配备啤酒工厂，即一个工厂负责人+九个部门模式。**2. 人员配备优化，加强经营效率：**目前公司整体人员偏多，拥有较大人员优化空间，2017 年到 2021 年公司在职工人数由 37003 人精简至 26145 人，降幅达 29.34%。2023 年，公司规划做强总部，赋能一线，具体措施包括 1) 赋能一线，实行部分人员集中制，提高办事效率；2) 定量、定岗、定编，编制数量统一由总部决定，避免超编现象出现；3) 压缩管理层级，实现管理扁平化；4) 强化考核，实施末位淘汰制；5) 逐步实现自动化、智能化以提升人均效率。

减亏方面，2021 年公司制定弱势企业责任制，每位企业高管联系一家亏损弱势企业，通过总部赋能、其他区域协同、激活亏损企业领导团队活力来实现减亏目标，目前所有企业在 2022 年实现减亏，其中 5-6 家实现盈利。目前，公司毛利率及净利率仍处行业低位，较排位第一公司毛利率相差 7.97pct，净利率相差 12.5pct，盈利能力有较大提升空间。公司从产能布局、组织架构、人员配备等方面开展措施，逐步降低经营成本及管理成本，提升运营效率，实现降本增效，叠加子公司陆续扭亏为盈以及向高端化持续发力，我们看好公司未来盈利能力提升趋势。

3.4、乐惠国际：设备业务稳固基本盘，精酿板块打造新优势

龙头设备供应商，具备整厂交钥匙能力。公司主营为液体食品装备研发、生产和制造，包括啤酒酿造及包装设备、饮料前处理及包装设备、乳品包装设备。啤酒酿造设备涵盖啤酒生产过程所需全部核心设备，包括原料处理系统、糖化系统、发酵系统和过滤系统等。无菌灌装设备主要包括啤酒纯生灌装设备及饮料无菌冷灌装设备，适用于玻璃瓶、易拉罐、PET 瓶、不锈钢桶等多种包装形式。公司既可以生产包装线上关键单机设备，也可以为客户提供“一站式”整线解决方案，是全球少数具备整厂交钥匙能力供应商之一。

整厂交钥匙包含规划、设计、设备制造、安装和调试、公用工程、售后服务等各个环节，对供应商业绩及商誉、质量及项目管理、风险控制能力、语言沟通等有较高要求；**优势在于整厂交钥匙模式系统耦合性好、设备供应商售后服务更便捷、全面**，目前是少数被百威、喜力、嘉士伯、东洋制罐、Diageo、青岛啤酒、华润啤酒等世界顶级客户长期认可的优秀供应商。

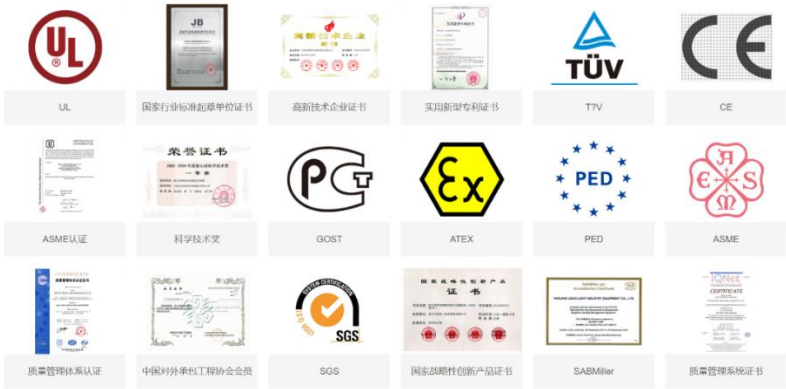
图表 117：公司啤酒设备布局完善



资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

国际化业务布局，夯实主营业务基本盘。公司着力发展海外市场，目前公司产品已出口至超过 40 个国家及地区，2014 年公司在埃塞俄比亚设立分公司并于 2015 年建立生产工厂；2017 年公司在美国、墨西哥、印度等国家设立子公司，海外销售额保持持续增长；2020 年公司投资设立尼日利亚西非子公司、巴西孙公司、德国孙公司、缅甸办公室等，与非洲埃塞子公司、印度子公司及墨西哥子公司对非洲、拉丁美洲、亚洲等重点市场形成覆盖；安全及质量认证方面，公司已通过美国 ASME、欧洲 PED、日本 JIS、澳洲 AS1210、俄罗斯 CUTR 及马来西亚 DOSH 等安全质量认证，熟悉欧美等先进国家质量及安全标准。

图表 118：乐惠国际资质证书齐全



资料来源：乐惠国际官网，华鑫证券研究

杨帆精酿啤酒第二主业，具备行业先发优势。目前精酿啤酒市场仍处于蓝海市场，到 2021 年我国精酿市场渗透率为 2.8%，拥有较大发展空间，同时行业已经入高增速爆发期，市场规模增速近 10 年均保持在 20%以上，市场前景优异。投资布局来看，1) 2014 年收购英国著名精酿设备制造商 microdat 全部 IP，致使公司精酿啤酒装备技术已接近甚至达到国际水平，实现进口替代，同时大量装备出口海外，走向国际市场；2) 2017 年，投资“大目湾精酿啤酒服务平台项目”，在大目湾建立精酿啤酒 OEM 共享平台；3) 2018 年，公司投资宁波精酿谷科技公司，建设宁波大目湾精酿文旅综合体及多家城市精酿体验工厂；4) 2019 年，公司建立上海松江城市精酿体验工厂；5) 2020 年，公司投资梭子蟹精酿啤酒公司；6) 2021 年公司同华与华签署 3 年战略合作协议，明确精酿鲜啤产品定位，创立新品牌“鲜啤 30 公里”，建立“酒厂越近越新鲜”啤酒消费价值观，实施“百城百厂”战略规划，同时宁波大目湾酒厂于 2021 年 10 月顺利投产，此外公司投资设立杭州梭子蟹工业互联网公司、杭州精酿谷公司、杭州三十公里餐饮/品牌管理公司。产能布局来看，公司精酿鲜啤（上海松江+宁波）总体产能达 1.3 万吨/年，2022H1，沈阳工厂（5000 吨/年）已达到预投产状态，长沙工厂（1 万吨/年）已完成设备安装，并开始销售渠道铺设，同时公司确立武汉工厂（2 万吨/年）选址立项。公司较早洞察到精酿啤酒发展趋势，目前已具备国际水平酿造技术且拥有完整产品线，在精酿领域具备显著先发优势。

图表 119：精酿啤酒投资布局梳理

	投资布局情况
2014 年	收购英国精酿设备制造商 microdat 全部 IP，精酿啤酒装备技术接近国际水平
2017 年	投资“大目湾精酿啤酒服务平台项目”，在大目湾建立精酿啤酒 OEM 共享平台
2018 年	投资宁波精酿谷科技公司，建设宁波大目湾精酿文旅综合体及多家城市精酿体验工厂
2019 年	建立上海松江城市精酿体验工厂
2020 年	投资梭子蟹精酿啤酒公司
2021 年	1) 创立“鲜啤 30 公里”；2) 投资设立杭州梭子蟹工业互联网公司、杭州精酿谷公司、杭州三十公里餐饮/品牌管理公司；3) 宁波大目湾酒厂于 2021 年 10 月顺利投产

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 120：精酿啤酒产能布局

城市	产能布局情况
上海松江+宁波	1.3 万吨/年，已投产
沈阳	5000 吨/年，预投产状态
长沙	1 万吨/年，完成设备安装
武汉	2 万吨/年，确立选址立项
建成后总产能	4.8 万吨/年

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

当前主要啤酒企业开启高端化进程，关厂谋盈利，品牌拉升推新品，改革进度有望加快，未来量价齐升态势仍明显。我们给予啤酒行业“推荐”评级，重点推荐重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、乐惠国际。

图表 121：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-04-21 股价	EPS			PE			投资评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000729.SZ	燕京啤酒	12.91	0.12	0.21	0.27	107.58	61.48	47.81	买入
600132.SH	重庆啤酒	107.16	2.61	3.42	4.16	41.06	31.33	25.76	买入
600600.SH	青岛啤酒	114.35	2.72	3.32	3.88	42.04	34.44	29.47	买入
603076.SH	乐惠国际	42.72	0.18	0.97	2.06	237.33	44.04	20.74	买入
0291.HK	华润啤酒	61.20		1.67	2.03		36.65	30.15	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：华润啤酒盈利预测取自万得一致预期）

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行；
- (2) 原材料价格上涨；
- (3) 高端化进程及推荐标的业绩不及预期；
- (4) 行业政策变动等风险；
- (5) 报告中中美啤酒产业对比存在经济、文化等背景差异，相关比较结果仅供参考。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。