

啤酒行业深度报告

啤酒高端化方兴未艾，龙头错位竞争共享红利

超配

核心观点

回顾与展望：产品结构升级成为主要增长工具，未来行业高端化趋势仍将延续。我国啤酒行业产销量于2013年达到顶峰，标志着我国啤酒市场转入存量竞争时期。在龙头企业引领下，啤酒行业在2017年前后进入高端化发展时期，均价提升成为行业规模增长的核心驱动力，产品结构升级则为主要工具。在均价提升及降本增效的共同作用下，啤酒企业在此期间实现了盈利能力显著改善，2017-2023年间华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太归母净利率分别提升9.3pct、7.8pct、3.0pct。展望未来，因头部啤酒厂商推动高端化意愿依然强烈、引导高端化的能力进一步强化，且因我国啤酒单价绝对水平尚低，消费者对于啤酒小幅度价位升级的接受度较高，我们认为我国啤酒行业仍将延续高端化发展趋势。

格局演绎：区域割据、错位竞争，共享行业高端化红利。啤酒行业CR5已达90%以上，市场集中度高，但五大龙头的优势区域市场、优势细分价格带布局有所不同。**分区域看**，单寡头型及一超一强型区域市场居多（产量占比达63.5%），此类市场的区域龙头享有较为稳固的领先地位，为其实现高端化提供便利。少数地区因区域龙头优势并不明显，啤酒龙头间的竞争相对激烈，未来市场格局仍有变数。**分价格带看**，龙头根据自身资源禀赋进行价格带错位竞争，以共享行业高端化红利。外资啤酒公司擅长品牌塑造，在高端及超高端啤酒市场享有品牌力优势，如百威亚太在10元以上细分市场处于领先地位；内资啤酒公司渠道基础扎实，对国内消费者相对更熟悉，更善于立足于基地市场、借力重点单品逐步推进产品结构升级，近年来在8-10元价格带成长迅速。

高端化途径：推广资源聚焦，8-12元档重点产品较快增长。目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型，预计6元以下经济型产品占比超40%，6-8元中档型产品占比20-30%，8-10元次高档产品占比10-20%，10元以上高档及超高档型产品占比接近20%。在行业高端化发展趋势下，啤酒厂商的推广资源主要向8元以上核心产品集中。经过前期持续投入与培育，目前我国消费者对8-10元价位的接受度已有明显提高，此价位产品具备进一步向低线城市渗透的势能，其中代表产品青岛经典体量已达200余万吨，且自然动销能力突出；10-12元价位部分产品已成功树立高端产品形象，消费场景亦在逐步拓宽，同样具备较大的成长潜力；12元及以上产品目前消费场景具有局限性，近年来受到疫情及消费力偏弱的影响，此价格带的消费氛围提升速度相对较慢。综合来看，现阶段8-12元细分市场扩容能力相对更强，其中的重点产品较快增长是拉动行业高端化的重要力量。

投资建议：把握行业高端化发展红利，重视啤酒龙头配置价值。啤酒行业未来高端化发展方向明确，啤酒龙头仍将继续提升盈利能力，进而带动利润较快增长、ROE进一步提升。稳定的利润增长及充沛的现金为啤酒龙头实施高分红政策创造条件，预计未来部分啤酒龙头分红比率稳步提升，这将进一步增强啤酒龙头的配置价值。当前啤酒板块估值回落至历史低位附近，板块迎来布局良机。推荐核心产品势能向上、盈利能力提升确定性强的低估值龙头华润啤酒、青岛啤酒；推荐产品组合优势突出、渠道能力逐步强化的高股息标的重庆啤酒；推荐改革红利释放、业绩具备较强成长性的燕京啤酒。

风险提示：消费力持续走弱；啤酒消费场景受外部环境冲击；市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨；食品安全风险；市场系统性风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
0291.HK	华润啤酒	买入	34.40	109,819	1.88	2.18	18.3	15.7
600600.SH	青岛啤酒	买入	85.97	117,280	3.73	4.36	23.0	19.7
600132.SH	重庆啤酒	买入	74.00	35,814	3.02	3.28	24.5	22.6
000729.SZ	燕京啤酒	买入	10.17	28,665	0.32	0.41	31.7	24.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

食品饮料

超配·维持评级

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《食品饮料行业2023年及2024年一季度业绩总结-白酒报表展现韧性，大众品成本红利逐步释放》——2024-05-13

《食品饮料周报（24年第18周）-五一消费持续回温，食品饮料行业顺利实现开门红》——2024-05-12

《食品饮料行业5月月度策略：一季报兑现稳健增长，多重利好下市场信心修复》——2024-05-12

《食品饮料行业2024年一季度基金持仓分析-食品饮料行业基金重仓占比小幅下滑，非茅白酒获得加仓》——2024-04-24

《食品饮料周报（24年第15周）-白酒分红比率或存上修空间，建议关注一季报高增长标的》——2024-04-22

内容目录

1 历史回顾：栉风沐雨，高端化打破盈利困局	5
2 未来展望 1：啤酒行业高端化趋势仍将延续	8
2.1 供给侧：啤酒企业有意愿且有能力推动行业高端化	8
2.2 需求侧：消费者对啤酒价位小幅提升的接受度较高	12
2.3 短期经济波动不改高端化趋势，节奏或稍有放缓	13
3 未来展望 2：错位竞争共享红利，8-12 元价区扩容潜力大	15
3.1 格局演绎：区域割据、错位竞争，共享行业高端化红利	15
3.2 重要途径：推广资源聚焦，8-12 元档重点产品较快增长	19
4 投资建议：把握行业高端化发展红利，重视啤酒龙头配置价值	22
风险提示	24

图表目录

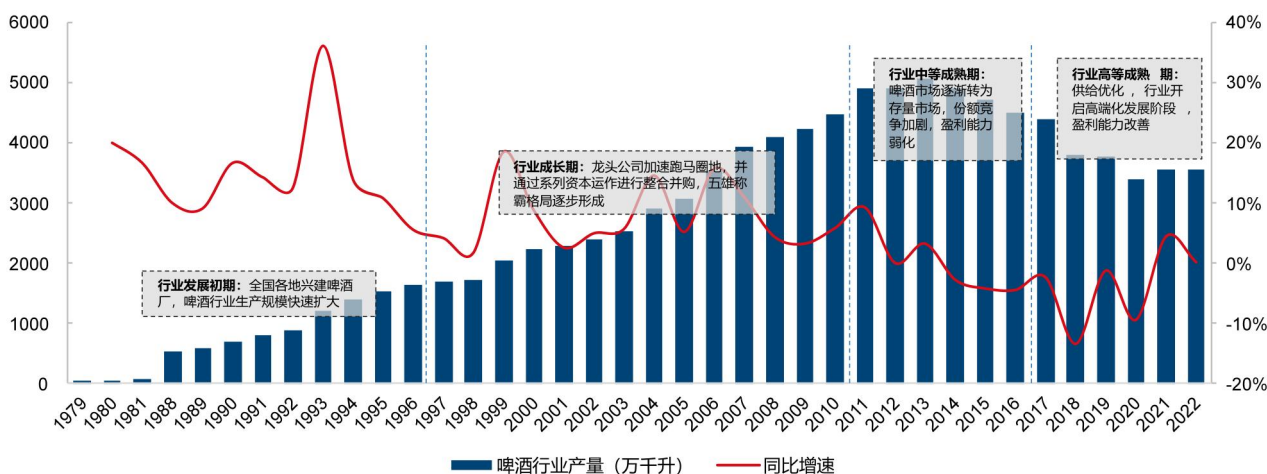
图 1: 我国啤酒行业经历本地化啤酒厂快速兴起、行业龙头大举进行并购整合、酒企激烈竞争盈利低迷阶段后, 进入高端化发展时期	5
图 2: 我国啤酒行业产销量于 2013 年见顶, 行业自此进入存量竞争时期	6
图 3: 我国啤酒行业零售均价持续提升, 成为行业零售额增长的主要动力	6
图 4: 多数啤酒厂商啤酒销售均价持续提升, 2017 年后有加速提升趋势	7
图 5: 行业开启高端化发展新时期, 积极实施战略转型的企业实现盈利能力大幅改善	7
图 6: 酒类行业价位升级机制: 龙头厂商引领、社交属性助推、渠道客户支持、竞争对手跟随	8
图 7: 2013 年开始规模以上啤酒企业数量逐渐减少	9
图 8: 2022 年啤酒行业五大龙头市场份额已达 90% 以上	9
图 9: 2013 年开始啤酒消费人群数量逐渐减少	9
图 10: 现人均啤酒消费量较 2013 年高点有所回落	9
图 11: 受益于啤酒行业高端化, 2017-2022 年啤酒企业归母净利润增长显著	10
图 12: 近年来啤酒企业持续丰富高端产品矩阵	10
图 13: 华润啤酒持续优化渠道体系, 成立大客户平台以促进高端渠道的开拓	11
图 14: 燕京啤酒创新品牌营销方式, 实施“线上+线下”营销组合拳, 有效提升品牌影响力	11
图 15: 啤酒位于酒类消费价格带的底部, 高档、中档、低档之间价差相对较小	12
图 16: 因啤酒档次间的价差小, 消费者进行啤酒档次升级的成本较低	12
图 17: 中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距	13
图 18: 我国内资啤酒企业啤酒销售均价及 EBIT 利润率落后于外资啤酒企业	13
图 19: 中国高档啤酒销量占比相较于美国及亚太地区仍有差距	13
图 20: 青岛啤酒旗下青岛主品牌(中档及高档啤酒)销量占比持续提升	15
图 21: 华润啤酒旗下次高端及以上产品销量占比持续提升	15
图 22: 啤酒行业五大龙头各自具备市占率领先的优势市场	16
图 23: 我国各省市啤酒市场竞争类型划分	17
图 24: 高端及超高端啤酒市场销量及销售额保持较快增长	19
图 25: 百威亚太在高端及超高端啤酒市场市占率领先	19
图 26: 目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型	19
图 27: 8-10 元档产品相较于经济型啤酒有产品品质上的提升	20
图 28: 主要啤酒龙头净利率仍有提升空间	22
图 29: 多数啤酒公司 2019 年至 2023 年间 ROE 提升	22
图 30: 啤酒板块估值回落至历史低位附近	23
图 31: 多数啤酒公司估值分位降至 10% 以下	23

表1: 啤酒龙头的核心中高档产品增速均快于总销量增速	14
表2: 我国各省市啤酒市场类型梳理	17
表3: 主要啤酒公司分红比例变化	22
表4: 主要啤酒公司估值表	24

1 历史回顾：栉风沐雨，高端化打破盈利困局

我国啤酒行业在改革开放后迎来快速发展，至今已有 40 余年历史。复盘历史，行业主要经历了本地化啤酒厂快速兴起、行业龙头大举进行并购整合、酒企激烈竞争盈利低迷阶段，并在 2017 年前后开启高端化发展新阶段。

图1：我国啤酒行业经历本地化啤酒厂快速兴起、行业龙头大举进行并购整合、酒企激烈竞争盈利低迷阶段后，进入高端化发展时期



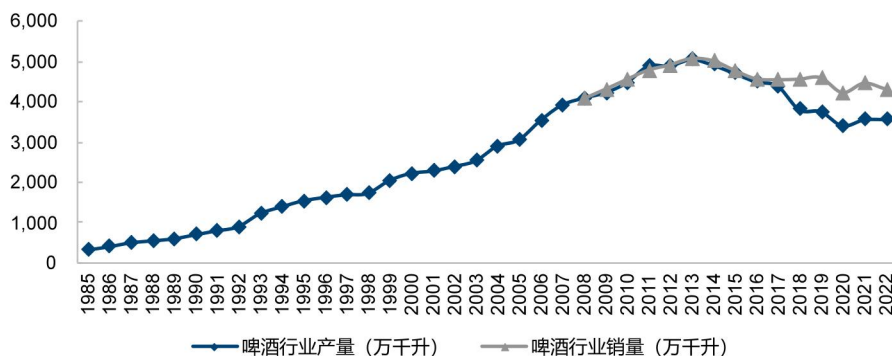
资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

- ◆ **1979-1996：行业发展初期，生产规模快速扩大。**20 世纪 80 年代，改革开放为啤酒行业发展创造了良好的市场环境。1985 年国家实施“啤酒专项”工程，在国家政策的支持下，全国各地纷纷兴建啤酒厂，行业中诞生众多本地化啤酒品牌，如四川蓝剑啤酒、重庆山城啤酒、河南金星啤酒、陕西汉斯啤酒、福建惠泉啤酒等。此时行业生产规模快速扩大，行业呈现供销两旺状态。
- ◆ **1997-2010：行业成长期，龙头加速跑马圈地，行业迎来并购整合。**为做大做强，龙头企业凭借自身雄厚的资金实力，开始在行业内大举进行并购整合。青岛啤酒在 1999-2001 年间进行 36 次收购，实现规模快速扩张，但粗放式扩张也给企业带来品牌繁杂、效益较低的问题，此后青岛啤酒暂缓兼并收购脚步，重心转向品牌整合。此时华润啤酒、百威啤酒等龙头继续通过兼并收购等方式实现产能及规模快速扩张。本轮并购整合后，市场份额已集中在华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯（后控股重庆啤酒）五大龙头手中。
- ◆ **2011-2016：行业中等成熟期，逐渐转为存量市场，份额竞争加剧。**2013 年前啤酒销量增长开始显露疲态，2013 年啤酒销量见顶，此后几年销量持续回落。起初行业龙头并未就战略转型达成一致共识，多数企业延续跑马圈地、份额优先的竞争意识，且在青岛啤酒、百威英博主导下，2010-2015 年行业处于第二轮产能扩张期，行业供给过剩矛盾加剧。在此背景下，啤酒企业陷入低价争夺份额的泥潭，企业面临销量下滑、盈利能力走弱的双重压力。
- ◆ **2017 年至今：行业高等成熟期，供给优化，高端化发展助力盈利改善。**由于我国啤酒消费群体人口数量下降及人均啤酒消费量下滑，我国啤酒销量自 2013 年来持续收缩，而销售均价具备较大的提升潜力。此前啤酒企业的份额优先战略不再适应行业发展方向，2017 年前后各厂商逐步明确战略转型，陆续关闭落

后产能，推动产品结构升级，同时行业于 2017 年底在成本压力驱动下开启提价，标志行业开始突破低价竞争困境，实现盈利能力逐步改善。

产销量维度，啤酒行业产销量于 2013 年见顶，行业自此进入存量竞争时期。由于啤酒消费群体人口增长放缓、人均啤酒消费量已接近饱和，啤酒行业产销量于 2013 年达到顶峰后逐步回落。直至 2016 年，啤酒行业产销量在较快下跌后开始趋于平稳，2019-2022 年啤酒行业年均总销量在 4400 万千升左右，期间新冠肺炎疫情的反复出现对啤酒总销量造成扰动。

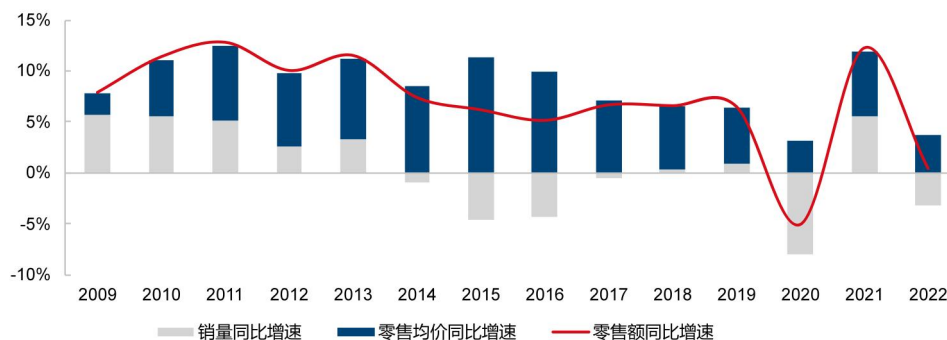
图2：我国啤酒行业产销量于 2013 年见顶，行业自此进入存量竞争时期



资料来源：Wind，国家统计局，Euromonitor，国信证券经济研究所整理；注：图中 2018-2022 年产量、销量之间的差异主要源于国家统计局缩小啤酒行业产量数据口径为规模以上啤酒企业总产量。

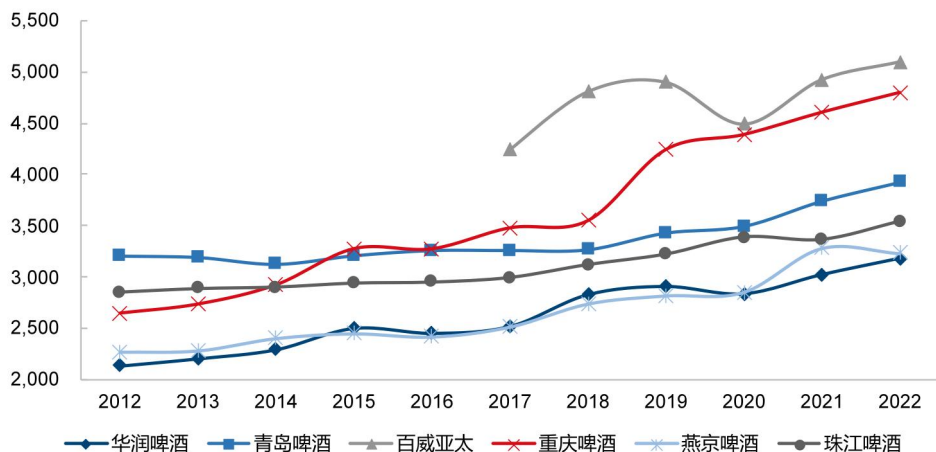
价格维度，啤酒零售端均价持续增长，头部啤酒厂商销售均价 2017 年后加速提升，均价提升成为行业规模增长的核心动力。零售端，啤酒零售均价持续提升，据 Euromonitor 数据，2017-2019 年，我国啤酒市场零售均价同比增速维持在 5.5-7.5% 区间，2020 年、2022 年受疫情冲击较大，零售均价同比增速短期回落至 3.0-4.0%。啤酒厂商销售口径下，啤酒厂商销售均价亦呈上升趋势，2017 年后多数啤酒龙头的销售均价增长曲线变得更为陡峭。2017-2022 年间，多数啤酒龙头的销售均价年均复合增速位于 3.4-5.2% 区间，重庆啤酒受益于 2020 年重大资产重组（嘉士伯中国旗下优质啤酒资产注入重庆啤酒上市公司主体），2017-2022 年销售均价年均复合增速高达 6.7%。百威亚太 2017-2022 年销售均价年均复合增速略低于行业平均水平，为 2.4%，但其销售均价绝对水平始终领先于其他竞争对手。

图3：我国啤酒行业零售均价持续提升，成为行业零售额增长的主要动力



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

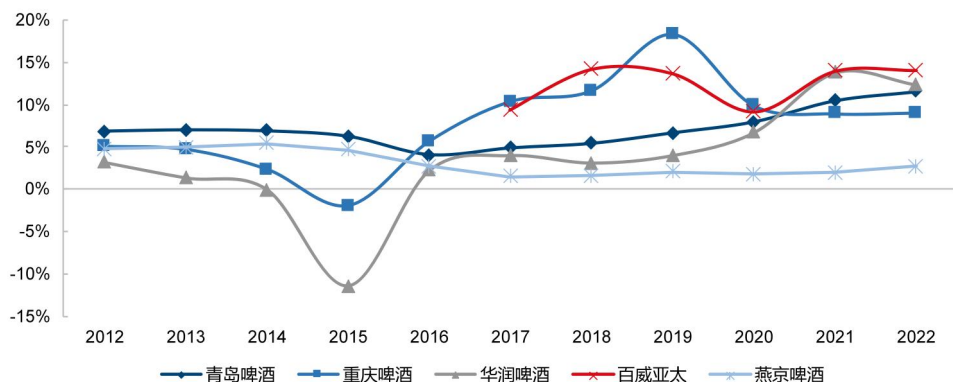
图4: 多数啤酒厂商啤酒销售均价持续提升, 2017年后有加速提升趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力维度, 啤酒龙头通过高端化战略走出盈利能力低迷之泥潭。早期啤酒龙头重视总销售量的增长及份额的提升, 但随着行业销量增长放缓并见顶回落、供需矛盾愈发突出, 啤酒企业的“总量优先”策略将行业拖入2011-2016年的激烈低价竞争阶段, 在此期间, 啤酒企业收入增速放缓, 同时费用高企, 导致啤酒企业盈利低迷。为突破自身发展瓶颈, 2017年前后啤酒龙头陆续开启高端化战略转型, 逐步将战略重心从销售体量向增长质量转移, 利润诉求明显增强。啤酒企业一方面聚焦于内部优化改革, 通过关闭落后产能等系列举措实现降本增效; 另一方面大力推动产品结构升级。行业竞争环境改善, 积极实施战略转型的啤酒企业均实现盈利能力大幅改善, 如华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太在2017-2023年间归母净利率分别提升9.3pct、7.8pct、3.0pct。

图5: 行业开启高端化发展新时期, 积极实施战略转型的企业实现盈利能力大幅改善

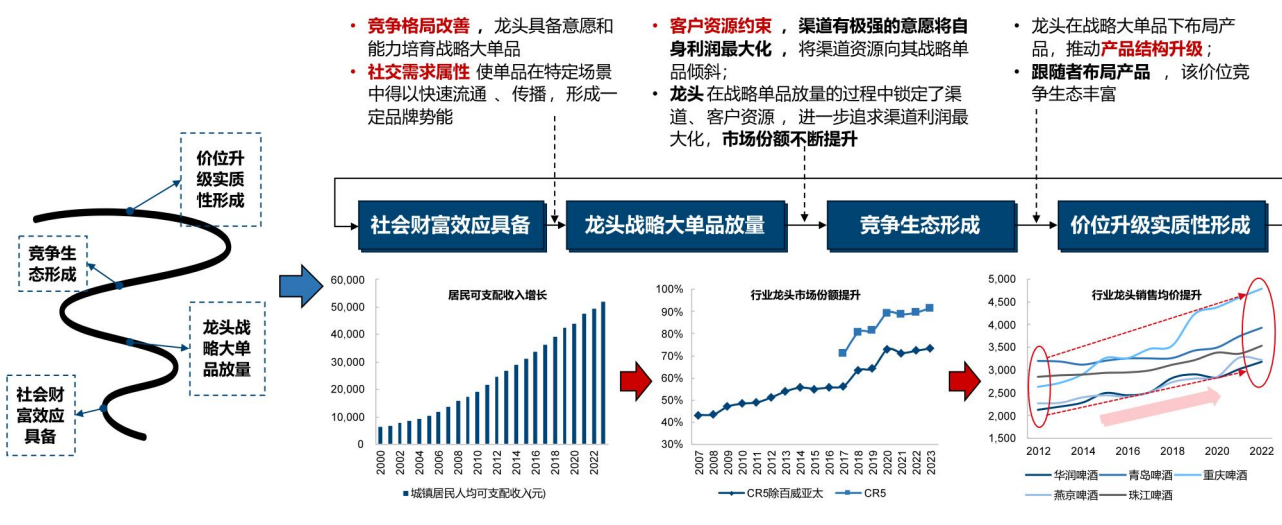


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2 未来展望 1：啤酒行业高端化趋势仍将延续

通过对酒类行业价位升级的研究，我们总结价位升级机制如下：随着社会财富积累、行业竞争格局改善，龙头厂商具备培育更高价位产品的意愿及能力，龙头厂商开始集中资源重点打造更高价位的战略单品；酒类的社交属性帮助战略单品在特定场景中快速流行。此时渠道客户为实现自身利益最大化，将有限的渠道资源向龙头厂商的战略单品倾斜，促进战略单品市场份额逐步提升，渠道客户的利润空间也进一步打开。逐渐地，其他酒企也跟随龙头厂商在此价位打造战略单品，使得该价位的产品选择多样化。丰富的竞争生态进一步强化该价位的流行速度，最终价位升级实质性形成。

图6：酒类行业价位升级机制：龙头厂商引领、社交属性助推、渠道客户支持、竞争对手跟随



资料来源：国家统计局，公司公告，国信证券经济研究所整理

在当前消费能力与消费意愿恢复速率偏慢的环境下，市场担忧未来啤酒行业高端化是否还能继续。从供给侧看，我国头部啤酒厂商对高端化的推动意愿强烈，龙头企业亦有能力引导啤酒产品结构升级；从需求侧看，我国啤酒单价绝对水平尚低，消费者对于小幅度价位升级的接受度较高。因此我们认为我国啤酒行业高端化具备韧性。

2.1 供给侧：啤酒企业有意愿且有能力推动行业高端化

1. 行业量增空间受限，啤酒龙头有强烈的意愿引导行业高端化发展

我国啤酒行业市场份额高度集中于五大龙头，龙头战略选择对行业的引导作用强。历经啤酒行业多轮并购整合以及激烈竞争时期，中小啤酒企业或被龙头公司收购，或陆续退出市场，啤酒市场份额持续向龙头公司集中。目前啤酒销量份额排名前五位的龙头公司分别为华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒。据国家统计局公布的规模以上啤酒企业产量数据，2022年啤酒行业CR5达到90%以上，市场份额已高度集中，这也意味着五大龙头的战略选择将对行业发展方向产生较强的引导作用。

行业量增空间有限，啤酒龙头达成推动均价提升的共识，产品结构升级是可行性较强的路径。由于我国啤酒消费群体人口增长放缓，叠加“少喝酒、喝好酒”的

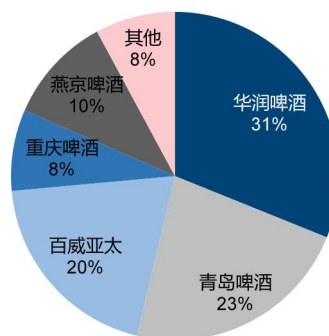
消费理念趋于流行，预计我国啤酒行业未来量增空间有限。2017年前后，各家啤酒企业已充分意识到这一发展约束，同时也观察到国内啤酒产品的结构升级空间可观，因此啤酒龙头达成共识，主要通过推动产品结构升级来实现销售均价提升，从而构建驱动中长期业绩增长的新引擎。

图7：2013年开始规模以上啤酒企业数量逐渐减少



资料来源：公司公告，中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

图8：2022年啤酒行业五大龙头市场份额已达90%以上



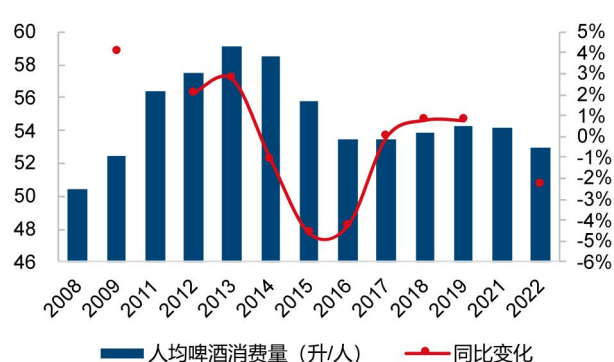
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：2013年开始啤酒消费人群数量逐渐减少



资料来源：公司公告，中国酒业协会，国信证券经济研究所整理

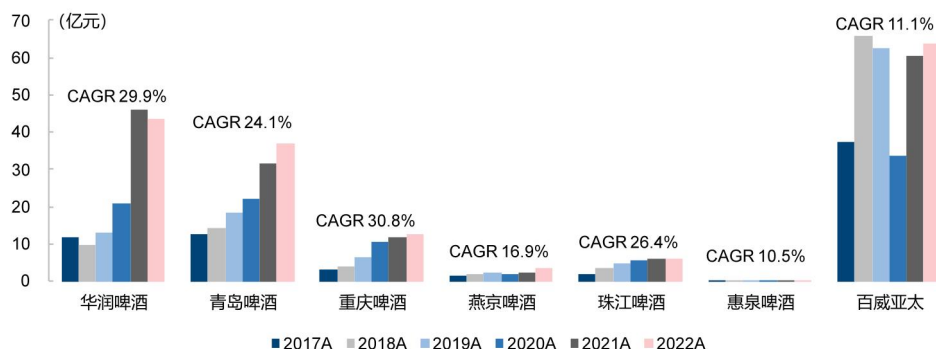
图10：现人均啤酒消费量较2013年高点有所回落



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017年以来，多数啤酒企业均受益于行业高端化红利，进一步强化其推动高端化的意愿。2017年前后啤酒企业明确高端化发展战略，逐步走出低价竞争的泥潭。随着行业竞争缓和，同时销售均价持续提升，各家啤酒企业均得到显著的盈利改善。2017-2022年，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/百威亚太的归母净利润年均复合增速分别为29.9%/24.1%/30.8%/16.9%/26.4%/11.1%，验证战略转型的有效性，也进一步强化各家啤酒公司维系当前增长路径的意愿。从当前各大啤酒企业的战略制定来看，高端化发展方向坚定，产品策略、渠道策略及考核体系等均围绕高端化发展目标制定。

图11: 受益于啤酒行业高端化, 2017-2022 年啤酒企业归母净利润增长显著



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2. 啤酒企业已提升高端化运营能力, 区域市占率优势助力产品结构升级

目前头部啤酒企业均已具备较强的高端化运营能力。行业高端化发展对于啤酒企业的生产、运营等方面均提出了更高的要求, 目前我国啤酒行业各大龙头已具备较强的产品研发创新、渠道管理运营以及品牌营销能力, 助力产品结构持续提升。

- ◆ **产品研发创新:** 更优质的产品是啤酒企业推动结构升级的核心抓手, 近年来龙头酒企持续推出高品质新品, 或对老产品在口感、口味、包装等方面进行升级, 高端产品矩阵更趋丰富。

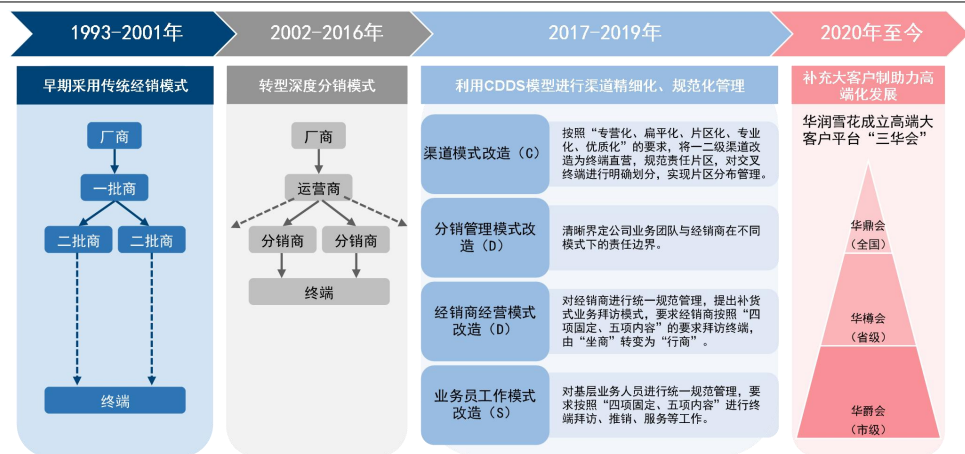
图12: 近年来啤酒企业持续丰富高端产品矩阵



资料来源: 京东, 天猫, 国信证券经济研究所整理; 注: 图中产品价格为电商平台零售价, 仅供参考

- ◆ **渠道运营管理:** 完备的渠道体系是酒企实现产品放量的基础。近年来龙头酒企通过优化渠道模式、招募优质渠道客户、解决渠道客户难题等方式补齐渠道短板, 提升渠道积极性。例如华润啤酒 2021 年正式成立大客户平台, 帮助公司招募核心渠道客户, 极大促进了喜力等高端产品组合的渠道拓展工作。

图13: 华润啤酒持续优化渠道体系, 成立大客户平台以促进高端渠道的开拓



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **品牌营销创新:** 与十年前相比, 当前啤酒企业的品牌打造能力大幅提升, 酒企借助多样化的营销工具进行品牌的宣传推广, 品牌营销突出产品的品牌特性及文化价值, 以提升消费者对于其产品高端定位的认可度。例如重庆啤酒在打造核心单品乌苏时, 充分强调乌苏的差异化特征及“硬核”的品牌调性, 巧妙借力社交媒体引爆品牌传播, 实现乌苏品牌拉力大幅提升; 燕京 U8 聘请流量明星作为品牌代言人、董事长直播带货、线下举办啤酒文化节等活动, 与消费者加强互动, 快速提升品牌影响力。

图14: 燕京啤酒创新品牌营销方式, 实施“线上+线下”营销组合拳, 有效提升品牌影响力



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **费用精细化投放:** 一方面, 啤酒厂商费用投放向高端产品倾斜, 激励渠道及终端销售更多高端产品; 另一方面, 费用投放向终端消费者倾斜, 如开盖有奖等促销活动可加强消费者培育。费用管控精细化使得企业在保持费用率基本稳定的基础上实现资源使用效率的提升。

2.2 需求侧：消费者对啤酒价位小幅提升的接受度较高

啤酒单价绝对水平低，是高性价比的酒种。啤酒与白酒、红酒等其他酒类相似，可给人带来放松、愉悦的体验，并有助兴的功能。啤酒的消费场景较为广泛，包括多数大众聚饮、大众自饮以及部分宴请场景。对比价格来看，在我国，啤酒位于酒类消费价格带底部，即便是广义的高档啤酒（产品主要分布在8-15元价格带），其价格仍然低于低档红酒、低档白酒等常见的酒类产品，与主流预调鸡尾酒产品价格带相近。大量中、低档啤酒产品单价位于8元以下，价格低于其他酒类产品。因此我们认为啤酒是高性价比的酒种。

图15: 啤酒位于酒类消费价格带的底部，高档、中档、低档之间价差相对较小

酒类产品	主要价格带	酒类产品	主要价格带
白酒：高档	800-3000元	红酒：高档	800-1500元
白酒：次高档	300-800元	红酒：中档	300-800元
白酒：中档酒	100-300元	红酒：大众	80-300元
白酒：光瓶酒	15-40元	黄酒	20-60元
啤酒：高档	8-15元	预调酒	8-15元
啤酒：中档	5-8元		
啤酒：低档	2-5元		

资料来源：公司公告，京东，淘宝，国信证券经济研究所整理

啤酒档次间的价差较小，因档次升级的成本较低，消费者对啤酒消费价位小幅提升的接受度较高。在啤酒品类中，档次之间的价差相对较小，啤酒消费者从某一档次提升至更高一档次的啤酒仅需增加小额的支出。举例说明，原消费4元/瓶的经济型啤酒的消费者，额外支付2元便可享受更高一档次的中档啤酒。我们做以下测算：假设我国啤酒消费群体为20-59岁人群，据国家统计局数据，2022年我国20-59岁人口数量约8.15亿人，据Euromonitor数据，2022年我国啤酒消费总量为4310万千升，计算啤酒消费群体每年人均啤酒消费量为52.9升，换算成标准瓶型（500ml/瓶）为106瓶。假设消费者将每瓶啤酒的消费价位提升2元，对应年均啤酒消费支出增加约212元人民币（约占中国居民人均可支配收入的0.5%，约占中国居民人均食品烟酒类支出的2.7%）。啤酒消费价位升级的成本相对较低，且高端啤酒为消费者提供了更好的产品品质、更大的品牌价值，因此消费者对啤酒消费价位小幅提升的接受度较高。

图16: 因啤酒档次间的价差小，消费者进行啤酒档次升级的成本较低

啤酒消费金额增加幅度（元）	年消费量（瓶）	价位升级幅度（元/瓶）										
		1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0
90	90	108	126	144	162	180	198	216	234	252	270	
95	95	114	133	152	171	190	209	228	247	266	285	
100	100	120	140	160	180	200	220	240	260	280	300	
105	105	126	147	168	189	210	231	252	273	294	315	
110	110	132	154	176	198	220	242	264	286	308	330	

资料来源：Wind，国家统计局，Euromonitor，国信证券经济研究所整理

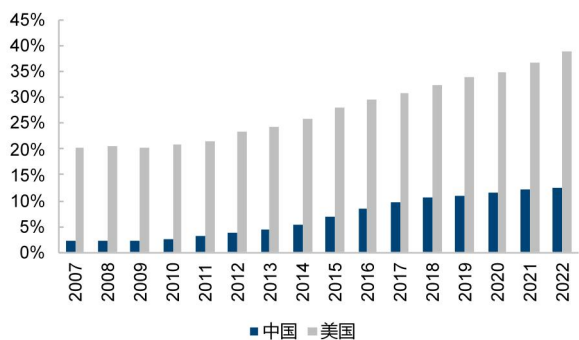
此外，占比较高的现饮渠道具有一定的封闭性，消费者更易接受价位升级。现饮渠道是啤酒的重要消费渠道之一，疫情前现饮渠道销量占比约50%，疫情及疫后的疤痕效应导致现饮渠道占比有所下滑，但目前现饮渠道占比仍在40%以上。在餐饮、夜场等现饮终端，啤酒消费具有即时性特征，消费者的啤酒产品选择极大

程度取决于店家供给。根据我们门店走访观察，通常餐饮店为消费者提供的啤酒产品选择有限，相较于商超、电商等渠道，消费者难以充分比价。因此，随着啤酒企业逐步升级现饮渠道的产品结构，消费者往往会被动实现价位升级。

2.3 短期经济波动不改高端化趋势，节奏或稍有放缓

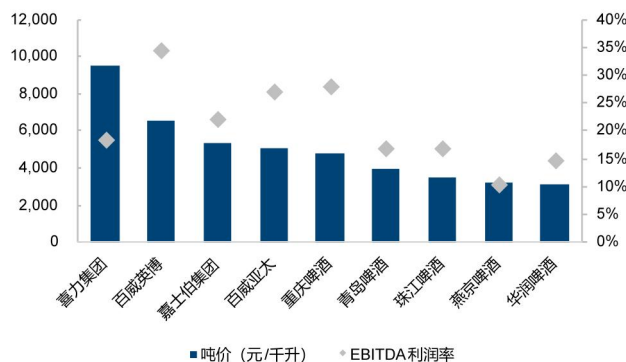
我国啤酒行业产品结构升级空间依然充足。近年来我国高档、中档拉格啤酒销量占比持续提升，但对比美国啤酒行业，我国啤酒行业的高端化水平仍有一定的差距。据欧睿数据，2007年我国高档拉格啤酒销量占比2.2%，同期美国高档拉格啤酒销量占比20.2%。2022年，我国高档拉格啤酒销量占比提升至12.6%，而同期美国高档拉格啤酒销量占比则进一步上升至38.8%。对比内资啤酒与海外啤酒企业，我国龙头企业销售均价低于外资啤酒公司，且在盈利能力方面较为落后。聚焦亚太啤酒市场，国际啤酒龙头之一的百威亚太2023年高端及超高端销量占比接近45%，啤酒销售均价达到5234.5元/千升，而国内其他主要啤酒龙头的高端啤酒销量占比普遍低于25%，销售均价也落后于百威亚太。这也表明国内其他啤酒企业在产品结构优化及均价提升方面仍有较大空间。

图17：中国高档啤酒销量占比相较于美国仍有较大差距



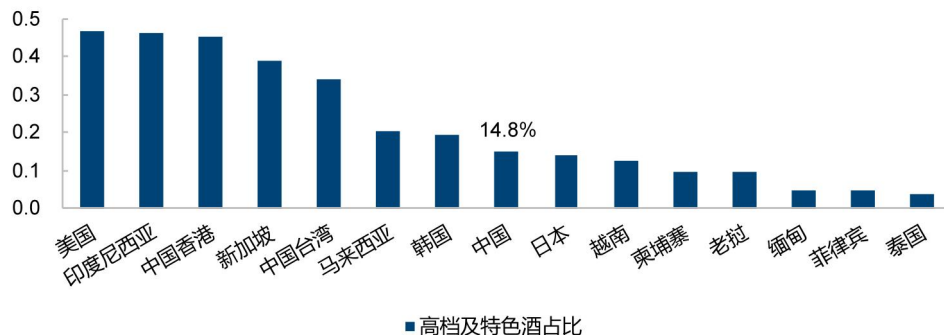
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理（高档啤酒标准：中国为非即饮渠道超14元/升，美国为2.63-5.30美元/升）

图18：我国内资啤酒企业啤酒销售均价及EBITDA利润率落后于外资啤酒企业



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：中国高档啤酒销量占比相较于美国及亚太地区仍有差距



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

短期经济周期波动不足以改变啤酒企业推动高端化发展的共识与信心。在宏观经

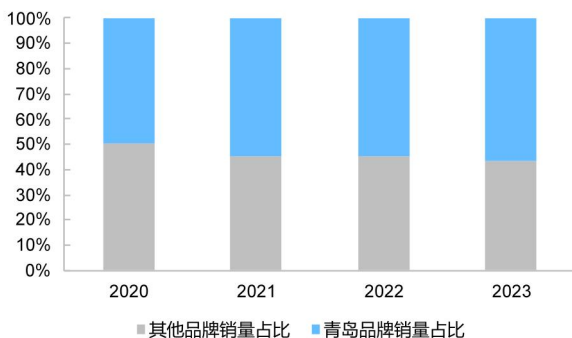
济承压环境下，市场担忧啤酒行业高端化持续性、担忧啤酒市场再现低价激烈竞争。事实上，2020-2023 年间，疫情扰动叠加消费弱复苏的外部环境已对啤酒行业高端化做了压力测试。期间啤酒龙头坚持高端化发展战略，稳步升级产品结构，最终成功实现销售均价及盈利能力提升。除百威亚太外，其他头部啤酒企业 2020-2022 年间啤酒销售均价年均复合增长率跑赢通货膨胀率（2019-2023 年核心 CPI 年均增速约 0.8%）。展望未来，在中性假设下，宏观经济将进入提质换挡后的低速长跑模式，啤酒企业实施高端化战略的远期收益依然可观。相比之下，以价换量的策略虽可在短期帮助酒企销量增长，但也将损伤品牌，导致其在后续高端化竞争中处于劣势。故我们认为行业重回低价竞争的概率小。事实上，当前各家啤酒企业均表示对未来高端化发展仍有较强信心，将继续推动自身产品结构升级，从而保障利润稳健增长。

表1：啤酒龙头的核心中高档产品增速均快于总销量增速

公司	档次	主要单品	销量增速	
			2022	2023
华润啤酒	次高档及以上	喜力	30%左右	接近 60%
		雪花纯生	单位数增长	10%以上
		SPX	单位数增长	单位数增长
		合计	12.60%	接近 20%
	全部啤酒产品		0.4%	0.5%
青岛啤酒	青岛主品牌	青岛经典	7-8%	10%以上
		青岛纯生	双位数下滑	单位数增长
		青岛白啤	50%以上	-
		合计	2.60%	正增长
	全部啤酒产品		1.8%	-0.8%
百威亚太	高档及超高档	超高端系列	-	10%以上
		百威系列	-	10%以上
		全部啤酒产品		0.7%
重庆啤酒	高档及主流	嘉士伯	-	10%以上
		乐堡	中到大个位数	8%左右
		重庆	-	接近 5%
	全部啤酒产品		2.4%	4.9%
燕京啤酒	中高档产品	U8	超 50%	超 36%
		全部啤酒产品		4.1%
珠江啤酒	高档	97 纯生	40.73%	-
		纯生系列	15.28%	预计 10%以上
		全部啤酒产品		4.9%
啤酒行业			1.1%	0.3%

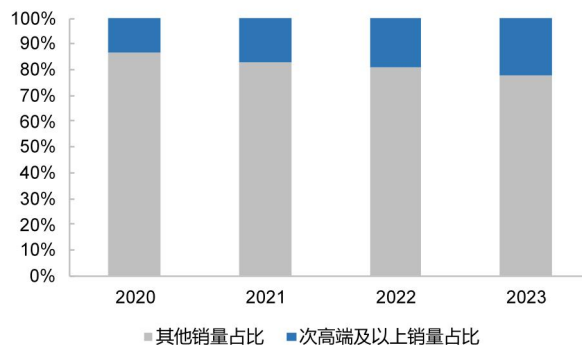
资料来源：公司公告，国信证券研究所整理

图20: 青岛啤酒旗下青岛主品牌（中档及高档啤酒）销量占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 华润啤酒旗下次高端及以上产品销量占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售均价提升速度依赖于需求复苏速度，预计短期高端化节奏稍有放缓。啤酒行业结构升级方向虽明确，但升级速度仍与消费能力及消费信心有关。在当前整体需求偏疲软的环境中，高端餐饮、夜场等高档啤酒的消费场景修复速度偏慢，可能导致高档及超高档价格带扩容速度稍有放缓，但高档及超高档产品销量增速快于总销量增速依然具备较强确定性。此外，啤酒企业亦将通过推动低档、中档、次高档产品间的梯次升级来补充高端化动力。高端化节奏放缓对于各家啤酒企业的影响不同，预计此前主要依靠高端及超高端产品增长的企业销售均价增速放缓相对更明显，此前产品结构升级动力分布更为均衡的企业受影响程度较小。

3 未来展望 2：错位竞争共享红利，8-12 元价区扩容潜力大

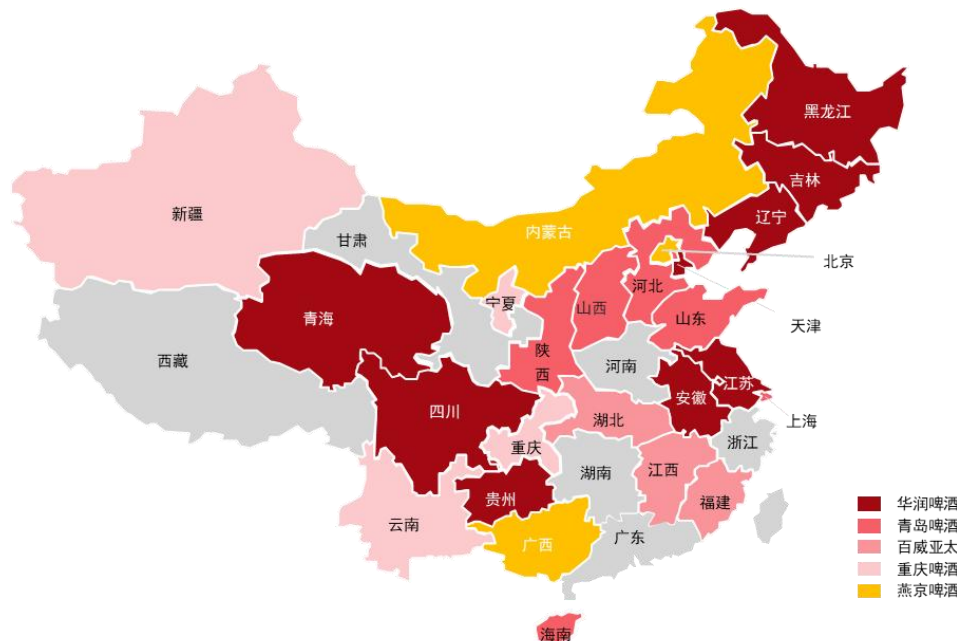
3.1 格局演绎：区域割据、错位竞争，共享行业高端化红利

行业早期并购整合与激烈竞争加速中小啤酒企业出清，目前市场份额高度集中于五大龙头。历经啤酒行业多轮并购整合以及激烈竞争时期，中小啤酒企业或被龙头公司收购，或陆续退出市场，啤酒市场份额持续向龙头公司集中。目前啤酒销量份额排名前五位的龙头公司分别为华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒。据国家统计局公布的规模以上啤酒企业产量数据，2022 年啤酒行业 CR5 达到 90%以上，市场份额已高度集中。

分区域看，龙头各自具备优势市场，减小产品结构升级阻力。早期我国啤酒行业产品以玻璃瓶包装为主导，运输与销售范围受到一定程度的限制，因此啤酒品牌呈现较为明显的区域性特征。后啤酒行业经历一系列并购整合事件、龙头公司加速跑马圈地，多数本地品牌或被龙头公司并购整合，或逐步退出市场让渡市场份额，龙头公司逐步巩固自身在部分区域市场的竞争优势，最终行业形成了区域割据的竞争格局：青岛啤酒在山东省市占率约七成，在陕西、山西、上海、海南等优势市场市占率在 50%以上；华润啤酒在四川、贵州、安徽省占率在 70%以上，在东北区域亦享有高市场份额；百威则在福建、江西、湖北等地占有高市场份额；重啤拥有重庆、新疆、云南、宁夏等基地市场，在重庆、新疆地区市占率高达八成；燕京啤酒在北京、广西、内蒙古区域占据绝对优势。啤酒龙头各自具备强势市场，品牌在当地的消费氛围浓厚、厂商对渠道的话语权强，这也使得企业在强势区域

更容易执行产品结构升级、产品提价、费用收缩等经营动作，产品结构升级的阻力小。例如燕京啤酒在基地市场利用燕京 U8 快速实现产品结构升级，青岛啤酒在山东地区对青岛经典、青岛纯生等核心产品提价的传导效果较好，华润啤酒在四川地区对雪花纯生收缩费用并未影响产品正常销售。

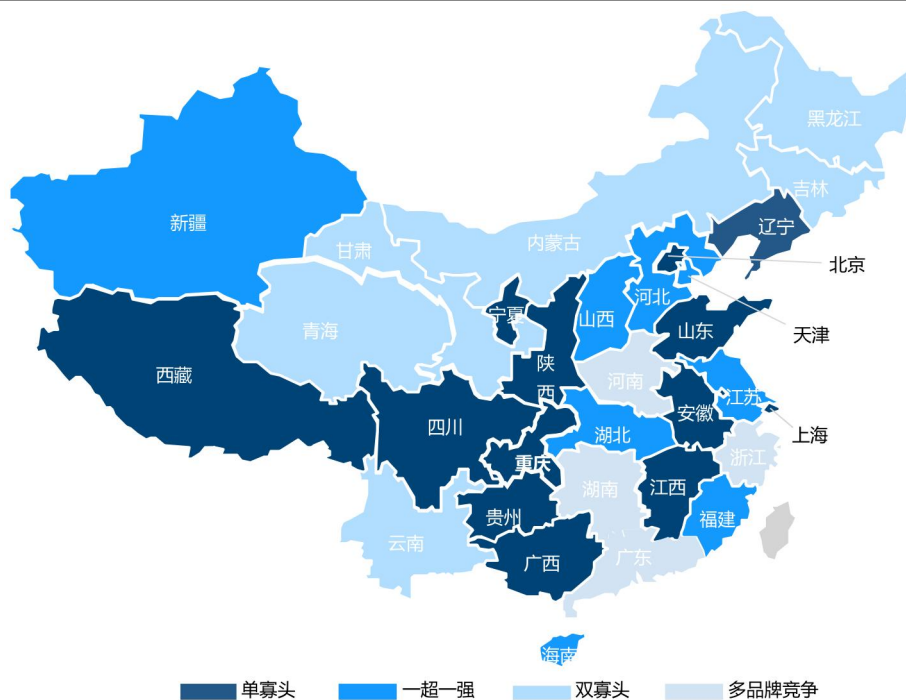
图22: 啤酒行业五大龙头各自具备市占率领先的优势市场



资料来源：公司公告，中国酒业新闻网，啤酒板，国信证券经济研究所整理；注：受限于作图版面，此地图仅为示意图，或与标准版中国地图有出入

- ◆ **单寡头及一超一强类型市场居多，此类市场龙头竞争优势显著，区域竞争格局相对稳定。**经过行业多轮兼并整合，我国绝大多数区域已决出区域啤酒龙头。单寡头（CR1 大于 65%）及一超一强（CR2 大于 65%，第一名与第二名之间的差距在 15%以上）为我国主要的啤酒市场类型，两类市场的啤酒产量占全国产量的比例达 63.5%。在单寡头型市场中，龙头的品牌、渠道优势十分突出，在当地市场具有强话语权，区域竞争格局稳固。一超一强型市场的格局稳定性稍弱于单寡头型市场，但市占率第一的龙头仍然占据主导，其他啤酒公司撬动龙头市场份额的难度大，区域竞争格局仍然相对稳定。仅个别区域因高端啤酒消费能力在全国领先，吸引啤酒龙头进行份额争夺，如福建市场。近年来华润啤酒凭借喜力的快速增长，在福建市场持续追赶百威英博的市场份额。**单寡头及一超一强类型市场通常为啤酒厂商的利润池市场，五大啤酒厂商中，华润啤酒、青岛啤酒掌握的单寡头及一超一强类型市场合计销量规模排名居前。**
- ◆ **双寡头及多品牌竞争类型市场占比较小，区域市场竞争未达稳态，竞争格局仍有变数。**我国仍有小部分区域尚未决出区域龙头，呈现双寡头（CR2 市占率在 65%以上，市占率第一名与第二名之间差距低于 15%）或多品牌竞争（CR1 小于 35%，CR2 小于 65%）格局。双寡头及多品牌竞争类型市场的啤酒产量占全国产量的比例达 36.5%。**此类区域，因本土品牌尚未形成绝对优势，或区内啤酒消费层次较高，或与其他啤酒龙头的优势市场相近，成为了两家或多家啤酒企业重点争夺之地。现阶段市场竞争较为胶着，未来竞争格局仍有变数。**

图23: 我国各省市啤酒市场竞争类型划分



资料来源：公司公告，中国酒业新闻网，啤酒板，国信证券经济研究所整理；注：受限于作图版面，此地图仅为示意图，或与标准版中国地图有出入

表2: 我国各省市啤酒市场类型梳理

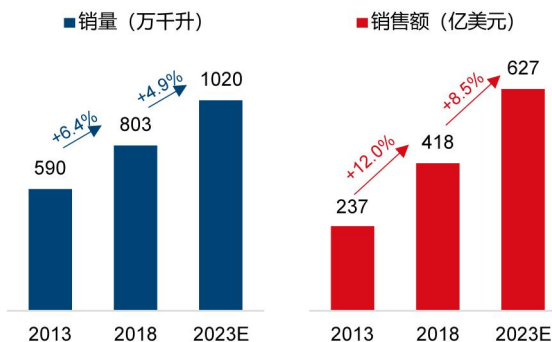
市场类型	划分标准	领先的厂商	省市	2022年区域产量合计（万千升）	占全国产量比重
单寡头	CR1 大于 65%	华润啤酒	辽宁、四川、贵州、安徽	651.5	18.3%
		燕京啤酒	北京、广西	211.2	5.9%
		青岛啤酒	山东、陕西、上海	582.9	16.3%
		嘉士伯	重庆、宁夏	17.9	0.5%
		拉萨啤酒	西藏	9.8	0.3%
		百威英博	江西	59.7	1.7%
一超一强	CR2 大于 65%，市占率第一名与第二名之间的差距在 15% 以上	华润啤酒	天津、江苏	213.1	6.0%
		青岛啤酒	河北、山西、海南	204.2	5.7%
		嘉士伯	新疆	48.3	1.4%
		百威英博	湖北、福建	268.1	7.5%
双寡头	CR2 市占率在 65% 以上，市占率第一名与第二名之间差距低于 15%	华润啤酒、百威英博	黑龙江、吉林	195.7	5.5%
		燕京啤酒、华润啤酒	内蒙古	63.8	1.8%
		青岛啤酒、华润啤酒	甘肃	40.8	1.1%
		华润啤酒、黄河啤酒	青海	1.6	0.0%
		嘉士伯、燕京啤酒	云南	76.3	2.1%
多品牌竞争	CR1 小于 35%，CR2 小于 65%	青岛啤酒、华润啤酒、百威英博	广东	394.1	11.0%
		燕京啤酒、华润啤酒、青岛啤酒	湖南	70.8	2.0%
		金星啤酒、百威英博、华润啤酒	河南	188.5	5.3%
		华润啤酒、百威英博、青岛啤酒	浙江	270.3	7.6%

资料来源：公司公告，中国酒业新闻网，啤酒板，国信证券经济研究所整理

分价格带看，龙头自身资源禀赋有差异，错位竞争共享行业高端化红利。外资啤酒公司百威、嘉士伯擅长品牌塑造，且有国际知名品牌形象，在高端啤酒市场享有品牌力优势。内资啤酒公司华润啤酒、青岛啤酒渠道能力领先，燕京啤酒开启改革后，渠道能力亦显著增强，同时内资啤酒品牌对国内消费者相对更熟悉，铸就突出的大单品打造能力，内资啤酒公司可立足于基地市场、借力重点单品逐步推进产品结构升级。

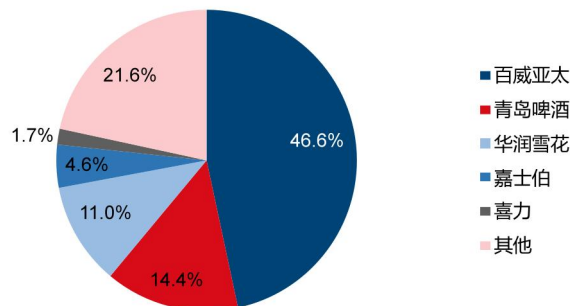
- ◆ **超高档（12元以上）**：在超高档价格带，消费者更加看重产品个性化、差异化特征，对产品形象、品牌内涵的要求更高。目前外资啤酒公司百威亚太市占率领先。百威旗下拥有百威、科罗娜、福佳、蓝妹、鹅岛等知名国际啤酒品牌，形成强大的超高档产品矩阵，强化其高端品牌形象。此外，百威亚太在战略上高度重视超高档细分市场，自进入中国市场便定位于高端品牌，此后持续投入资源培育超高档产品。近年来同样为国际知名品牌的喜力保持高增速（2023年喜力增速接近60%，显著高于竞品），帮助华润啤酒在超高档啤酒提升市场份额。展望未来，在12-15元细分市场，目前华润啤酒旗下喜力增长势能最强，考虑到喜力品牌基因优质、华润啤酒的渠道操作能力突出且当前公司针对喜力投入大量推广资源，喜力有望逐渐在12-15元价格带奠定市占率第一的地位。而在15元及以上细分市场，百威亚太的品牌积淀深厚、产品储备充足、高端渠道体系最为健全，预计仍将保持超高端龙头的地位。
- ◆ **次高及普高档（8-12元）**：8-12元档市场容量扩张潜力大，目前外资啤酒品牌百威、嘉士伯、乐堡等与内资啤酒品牌青岛、雪花、燕京等均参与其中，企业竞争需综合品牌拉力与渠道推力。各家厂商选择的主要细分赛场有差异：
 - 1) 10-12元细分市场中，百威系列品牌拉力强且百威公司对百威品牌持续投入，其中百威经典大单品为10-12元档百万吨级大单品；雪花纯生则受益于喜力带动公司现饮渠道覆盖范围扩大，2023年增长提速，目前体量已达约80万吨。鉴于百威亚太、华润啤酒两家公司在10-12元价格带具备强势产品，且在消费水平相对较高的东南沿海、华中、华南市场基础更好，预计将继续在10-12元细分市场保持领先地位。
 - 2) 8-10元细分市场中，青岛经典为第一大单品，2023年销量达220-230万千升（包含少部分零售价在6-8元的青岛经典产品）。青岛经典凭借着出色的产品品质、高辨识度的品牌，叠加有厂商重点投入推广资源的加持，近年来连续实现较快增长；燕京啤酒核心单品U8具备产品差异化特征且品牌营销能力突出，近年来成长性领先，2023年体量达53万吨，增速超36%。参与此价格带竞争的还包括重庆啤酒旗下乐堡，华润啤酒旗下SuperX，百威亚太旗下哈啤冰极纯生及小部分百威经典，燕京啤酒旗下区域品牌漓泉1998等产品。考虑到青岛经典及燕京U8维持高产品势能、市场反馈佳，且企业集中投入资源予以支持，预计青岛啤酒及燕京啤酒的市场份额逐步提升，可更大程度享受8-10元档扩容红利。重庆啤酒正加大力度推动乐堡全国化，并将在2024年强化渠道网络建设，其在8-10元档的竞争力有望增强。百威亚太及华润啤酒对此价格带的战略重视程度相对较低。
- ◆ **中低档（8元以下）**：常见的中低档啤酒产品包括全国性品牌雪花、哈尔滨啤酒旗下中低档产品，也包括以区域销售为主的崂山啤酒、汉斯啤酒、山城啤酒、天目湖等。中低档产品差异化程度较低，企业竞争更注重渠道及终端掌控力。在中低端啤酒市场中，渠道能力突出且具备更大容量基地市场华润啤酒、青岛啤酒销量规模领先。但近年来，随着啤酒龙头共同推动行业高端化发展，6元以下低档啤酒市场规模萎缩，6-8元档市场规模相对稳定。

图24: 高端及超高端啤酒市场销量及销售额保持较快增长



资料来源: 百威亚太招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图25: 百威亚太在高端及超高端啤酒市场市场占有率领先

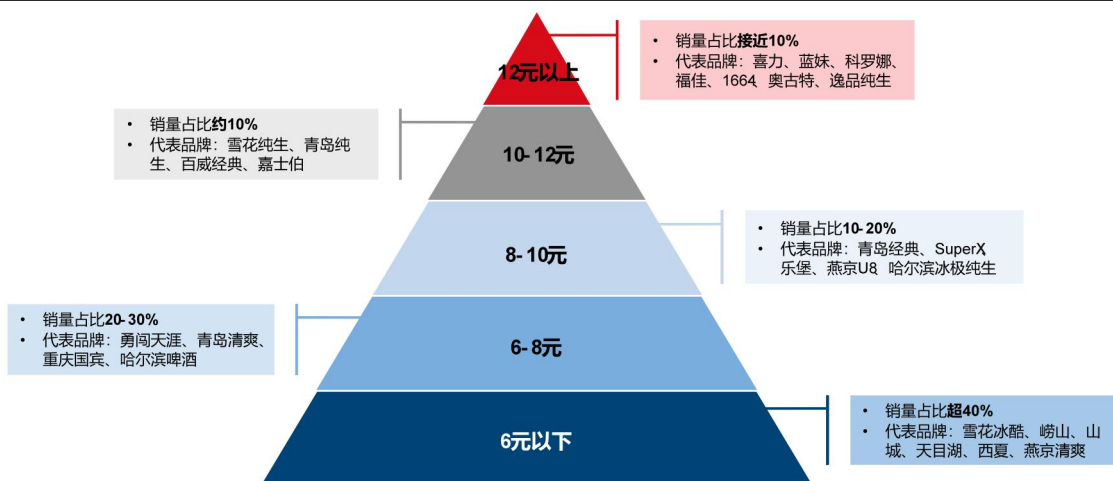


资料来源: 百威亚太招股说明书, 国信证券经济研究所整理; 注: 图中数据为以销量计算的市场份额; 根据百威亚太的产品档次划分标准, 单瓶 10 元以上 (大瓶, 餐饮渠道口径) 为高端啤酒。

3.2 重要途径: 推广资源聚焦, 8-12 元档重点产品较快增长

目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型, 预计 6 元以下经济型产品占比超 40%, 6-8 元中档型产品占比 20-30%, 8-10 元次高档产品占比 10-20%, 10 元以上高档及超高档型产品占比接近 20%。在行业高端化发展趋势下, 啤酒厂商持续将推广资源向中高档核心产品集中, 并给与中高档产品更大的渠道利润空间, 促使普低档产品向中高档产品转移。经过前期持续投入与培育, 目前我国消费者对 8-10 元价位的接受度已有明显提高, 青岛经典等代表产品的自然动销能力突出, 当前此价位具备进一步向低线城市渗透的势能; 10-12 元价位部分产品已成功树立高端产品形象, 且消费场景正逐步拓宽, 同样具备较大的成长潜力; 12 元及以上产品目前消费场景具有局限性, 近年来受到疫情及消费力偏弱的影响, 此价格带的消费氛围提升速度较慢。综合考虑啤酒厂商的资源投放方向与力度, 以及细分价格带成熟程度, 我们认为现阶段 8-12 元价区扩容能力相对更强, 其中的重点产品较快增长是拉动啤酒行业高端化的重要力量。

图26: 目前我国啤酒行业产品结构呈金字塔型



资料来源: 国家统计局, 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

1. 8-10 元档产品的消费者接受度已较高，产品势能进一步辐射中档啤酒消费者

8-10 元档产品可被视为入门级高档产品。早期国内啤酒厂商的啤酒产品同质化较为严重，集中在主流及低档价区，而高端啤酒市场主要被国内市场外资啤酒品牌及进口啤酒占领。随着啤酒行业开启战略转型大幕，国内啤酒企业先后关停低端产能、加速补齐高端啤酒产品线、提升产品品质，我国啤酒市场高端啤酒供给日益丰富。近年来一些内资啤酒品牌的 8-10 元价格带产品快速成长起来，它们相较于主流档及低档产品具有更优质的产品品质、更佳的产品形象，可被视为入门级高档产品，既能给消费者带来消费升级体验，又因价位跃迁幅度较小而更易被大众消费者接受。

图27: 8-10 元档产品相较于经济型啤酒有产品品质上的提升



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

8-10 元档重点单品势能快速提升，持续承接中低档啤酒消费升级需求。目前 8-10 元档已布局有各大啤酒龙头的重点单品，其中不乏有 200 余万吨级大单品青岛经典，也有 Super X、哈尔滨冰极纯生、部分规格的百威经典、乐堡、燕京 U8 等代表单品。从渠道及终端走访的结果来看，目前 8-10 元档产品已广泛渗入餐饮、KA、BC 超市、便利店等终端，并在多数二三线城市成为自然动销能力最强的价格带之一。以青岛经典为例，2020-2022 年间青岛经典在全国多数地区零售价从此前 6 元提升至 8 元以上，但其依然在多类细分渠道为畅销产品，产品热度有增不减，体现产品的消费氛围已趋于成熟、自然动销能力显著强化。与此同时，在广东等东南沿海省份的四五线城市及乡镇市场，8-10 元价位产品已从此前的铺货阶段进入到自然动销阶段。从实际销量表现来看，2023 年在社会消费需求偏弱的环境下，8-10 元价位表现最为突出，超级大单品青岛经典销量保持双位数增长，成长性单品燕京 U8 销量同比增长超 36%，乐堡销量增速 8% 左右，预计 2023 年 8-10 元价格带扩容速度在 10% 附近。由于当前 8-10 元价格带重点产品势能持续积累，消费氛围逐渐成熟，预计此价格带仍将维持较快扩容速度，增量将主要来自于中低档啤酒消费的升级。

2. 10-12 元档产品餐饮渠道渗透率较高，头部啤酒品牌持续重点培育

10-12 元档主要产品的高端品牌形象已树立，具备一定的市场基础。我国啤酒市场 10-12 元档产品除百威经典、嘉士伯等外资品牌外，其余以纯生品类居多，包括青岛纯生、雪花纯生、乐堡纯生等。百威经典、嘉士伯等外资品牌初入中国市场即定位高端，国内纯生品类啤酒推出时间较早，经过长时间的品类教育，纯生啤酒高端产品的形象已经深入人心。纯生品类啤酒采用纯净工艺，在酿造过程中

不对酵母进行过滤、加热等处理，使其活性更强，采用无菌膜过滤的方式杀菌而非普通啤酒的热杀菌方式，因此纯生啤酒具备口感更新鲜、口味更纯正、营养价值更高的特点。目前 10-12 元档啤酒产品的渠道结构以消费层次相对较高的现饮渠道为主，非现饮渠道仍有较大的渗透空间。

近年来 10-12 元档产品的消费场景逐步拓宽，为此价格带打开成长空间。受益于我国居民收入稳步提升及啤酒厂商对于高端啤酒消费习惯的培育，高端产品消费场景正持续拓宽。以武汉市场为例，此前 10-12 元档纯生产品主要出现在消费层次最高的 AB 类餐饮店的包厢消费场景中，2020-2021 年疆外乌苏的火热提升 10-12 元档产品的消费氛围，其消费场景延伸至 BC 类餐饮店，而在 2023 年下半年，例如东北饺子、盖码饭、小酒馆等 D+ 类餐饮店已经具备动销 10-12 元档产品的能力。随着高端产品的消费场景持续拓宽，10-12 元档细分市场容量有望继续扩大。

在啤酒品牌重点推广努力下，高端产品在非现饮渠道渗透加快，叠加在现饮渠道的覆盖范围扩大。目前头部啤酒品牌均布局有 10-12 元档核心产品，并对其倾注推广资源、促进其渠道扩张。近两年来，受疫情疤痕效应影响，以高档餐饮、夜场为代表的现饮渠道恢复速度较慢，而非现饮渠道则相对受益。在此背景下，头部啤酒厂商开始推动高档产品加速向非现饮渠道渗透，有望增强 10-12 元档产品的增长动能。例如 2023 年 12 月，百威公司与太古可口可乐签署经销合同，太古可口可乐获得百威公司系列产品在安徽省、湖北省主要渠道的经销权，此番合作较大程度促进了百威公司旗下高端产品在流通等非现饮渠道的渗透。另一方面，啤酒厂商也致力于扩大高档产品在现饮渠道的覆盖范围，例如青岛啤酒推出小瓶装纯生进入夜场渠道，雪花纯生借力喜力在东南沿海市场餐饮渠道的突破实现餐饮渠道扩张。

3. 12 元及以上产品目前与高档餐饮、夜场场景关联度高，后续 12 元及以上细分市场加速扩容有待于宏观景气度上行及大单品效应形成

12 元及以上细分市场以海外品牌为主，目前销量占比较小，消费场景仍有局限性。我国 12 元以上档啤酒市场主要被外资啤酒品牌占领，包括百威亚太旗下科罗娜、福佳、蓝妹、鹅岛等，华润啤酒旗下喜力，及其他进口啤酒产品，内资啤酒品牌占比较小，我们测算目前 12 元以上啤酒销量占比接近 10%。12 元及以上产品主要在消费层次相对较高的高档餐饮及渠道封闭性较强的夜场进行销售，而在非现饮渠道的自然动销能力偏弱。

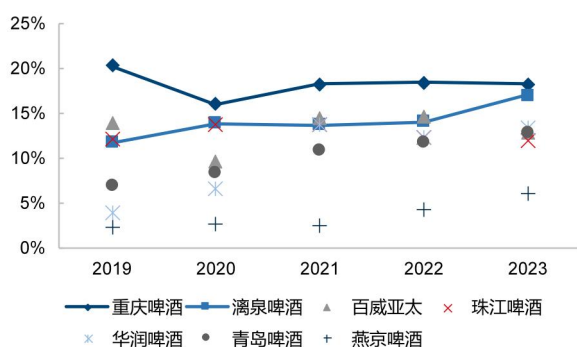
12 元及以上产品因与高档餐饮、夜场消费场景的关联度高，可选消费品属性相对较强，近年来细分市场扩容速度受到疫情及消费力影响。2020 年至 2022 年间疫情的反复出现导致高档餐饮、夜场等消费场景频繁受到冲击，2023 年后由于疫情疤痕效应，餐饮（尤其是高档餐饮）及夜场渠道尚未完全修复，且居民消费能力及消费意愿修复速度较慢，导致近年来 12 元及以上细分市场扩容速度有所放缓。

12 元及以上细分市场加速扩容有待于后续宏观景气度上行及大单品效应形成。在当前社会消费力仍偏弱的环境下，一方面，高档餐饮、夜场等渠道的啤酒消费需求缺口回补较慢，另一方面，居民消费更趋理性，啤酒消费价位从高档向超高档升级的阻力增大，因此我们预计 12 元及以上价格带扩容能力相对逊于 8-12 元价格带，后续宏观景气度上行将促进此细分市场的需求改善。此外，强势大单品的出现也有助于拉升此价格带的消费氛围，加速消费者培育过程，例如 2019-2020 年乌苏爆发式成长对于 10-12 元细分市场需求的拉动。目前 12 元档喜力增速较快但销售市场仍集中与福建、浙江、广东三省，随着喜力逐步打开全国市场，大单品效应强化有望加速 12 元及以上细分市场扩容。

4 投资建议：把握行业高端化发展红利，重视啤酒龙头配置价值

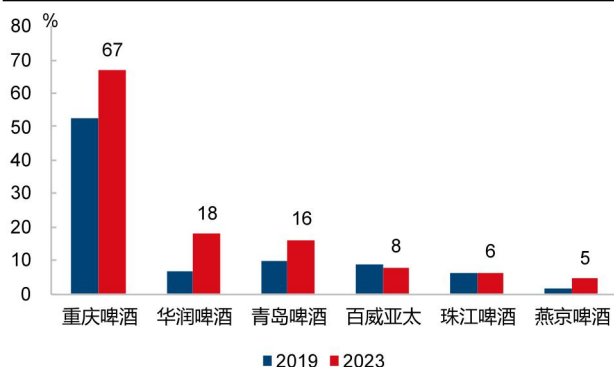
啤酒行业高端化方向明确，龙头仍将继续提升盈利能力。综前所述，我们认为啤酒行业未来高端化发展方向明确，目前主要啤酒厂商推动高端化的目标一致性较强，且行业竞争格局整体较为稳定，啤酒厂商基于自身资源禀赋进行错位竞争，未来仍可继续共享行业高端化红利。对标高端啤酒占比较高的泛全国化啤酒公司重庆啤酒（嘉士伯中国）以及广西地区啤酒寡头漓泉啤酒的净利率水平，我们认为随着啤酒行业高端化继续演绎，未来头部啤酒厂商净利率有望提升至接近 20% 水平。啤酒企业盈利能力继续改善也将带动利润较快增长、ROE 进一步提升。

图28：主要啤酒龙头净利率仍有提升空间



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：多数啤酒公司 2019 年至 2023 年间 ROE 提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

啤酒龙头具备高分红的能力，后续有望提升，增强配置价值。啤酒优质的商业模式为啤酒公司带来持续稳定的现金流，上市啤酒公司账上现金充沛，且啤酒行业进入成熟期，大幅增加资本开支的必要性降低，稳定的利润增长及充沛的现金为啤酒龙头实施高分红政策创造条件。从近三年分红率数据来看，重庆啤酒维持高分红比率，2021-2023 年分别为 83%/100%/101%；青岛啤酒近三年基础分红比率呈提升趋势；华润啤酒近几年基础分红比率维持在 40% 附近，2023 年公司增派特别股息，综合分红比率提升至 59%。当前监管层鼓励上市公司提高股东回报，同时啤酒龙头也具备提高分红的能力，预计后续部分啤酒龙头分红比率稳步提升，这将进一步增强啤酒龙头的配置价值。

表3：主要啤酒公司分红比例变化

公司	分红类型	2019	2020	2021	2022	2023
华润啤酒	分红比例	40.8%	40.1%	40.0%	40.0%	58.9%
	其中：基础分红	40.8%	40.1%	40.0%	40.0%	40.0%
	其中：特别分红	-	-	-	-	18.9%
青岛啤酒	分红比例	40.1%	46.5%	47.6%	66.2%	63.9%
	其中：基础分红	40.1%	46.5%	47.6%	47.8%	63.9%
	其中：特别分红	-	-	-	18.4%	-
百威亚太	分红比例	38.8%	72.9%	42.1%	54.8%	82.2%
燕京啤酒	分红比例	27.0%	31.5%	49.4%	64.0%	43.7%
重庆啤酒	分红比例	103.1%	0.0%	83.0%	99.6%	101.4%
珠江啤酒	分红比例	44.5%	44.7%	43.5%	44.4%	44.4%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券研究所整理

投资建议：估值回落至历史低位附近，啤酒板块迎布局良机。当前啤酒板块估值

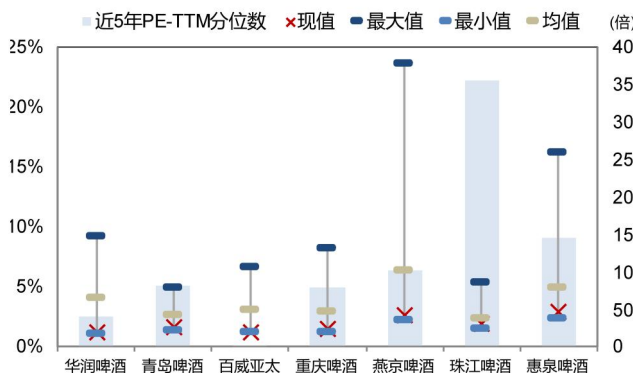
回落至历史低位附近，悲观预期已释放得较为充分，啤酒板块迎来较好的布局时机。基于上文分析，我们认为短期外部环境压力仅改变行业高端化的节奏但不改变高端化趋势，综合考虑啤酒厂商的资源投放方向与力度，以及细分价格带成熟程度，我们认为现阶段 8-12 元价区扩容能力相对更强，其中的重点产品较快增长是拉动啤酒行业高端化的重要力量。12 元以上价格带亦将继续扩容，但短期扩容速度放缓或加剧产品间增长分化。**推荐核心产品势能向上、盈利能力提升确定性强的低估值龙头华润啤酒、青岛啤酒；推荐产品组合优势突出、渠道能力逐步强化的高股息标的重庆啤酒；推荐改革红利释放、业绩具备较强成长性的燕京啤酒。**

图30：啤酒板块估值回落至历史低位附近



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：多数啤酒公司估值分位降至 10% 以下



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ **华润啤酒：啤酒业务高端化发展路径清晰，白酒业务调整基本到位有望步入发展快车道。**啤酒业务方面，公司继续聚焦以喜力、纯生、SuperX 为核心的次高档及以上产品组合，2024 年将开启喜力的第二个五年战略，公司力求提升喜力在 12-15 元细分市场第一品牌地位。目前喜力增长势能突出，并已从福建、浙江基地市场辐射至粤东区域，2024 年将有序推进全国化扩张；纯生将扩大渠道覆盖面，巩固非现饮渠道优势的同时加强非现饮渠道渗透；SuperX 升级换代将于今年完成，加强产品增长动能。其他产品如老雪、红爵、马尔绿等构建轻骑兵产品矩阵，可灵活应对区域市场竞争情况，为核心产品组合保驾护航。整体来看，目前公司啤酒业务发展路径清晰，前期战略执行效果好，为公司积累了成功经验并巩固了竞争优势，后续继续推动高端化战略落地即可，因此啤酒业务稳健性强，且能实现盈利能力持续提升。白酒业务方面，2023 年公司大幅清理了白酒库存、核心产品价盘恢复健康，同时向内对组织架构、管理体系、产品矩阵等进行重塑，目前白酒业务调整基本到位。随着政商务版摘要、金沙小酱、金沙系列新品陆续上市，2024 年公司白酒业务的增长动力强化，预计可在低基数上实现较快增长。短期来看，2024 年原材料大麦采购价格预计同比下降双位数，成本下行有利于放大公司利润增幅。预计公司 2024-2025 年实现营业收入 415.4/441.8 亿元，实现归母净利润 60.3/70.0 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/16 倍。
- ◆ **青岛啤酒：核心产品组合继续发力，短期成本下行放大利润增幅。**公司聚力打造中高档核心产品组合，其中大单品青岛经典消费者认可度显著提升，产品展现出强自然动销能力；青岛白啤渠道拓展较快推进，产品成长性较强；青岛纯生作为老牌高端产品，消费者对其品牌的信任基础较好，随着 10-12 元档纯生啤酒的消费场景拓展，青岛纯生有望加速增长。核心产品仍在上升周期，为公司持续提升产品结构、强化盈利能力提供保障。短期来看，2024 年原材料大麦采购价格同比下降约 10%，公司回瓶率提升有助于降低综合包材成本，2024 年每千升酒生产成本预计同比下

降,有利于放大公司利润增幅。此外,公司高度重视提高股东回报,2023年度基础分红比例提升至64%,后续有望稳中有升。预计公司2024-2025年实现营业收入357.0/376.0亿元,实现归母净利润50.9/59.5亿元,当前股价对应PE分别为23/20倍。

- ◆ **重庆啤酒:疆外乌苏积极调整蓄力增长,乐堡加快渠道渗透补充动能。**经过较长时间的渠道优化调整,核心产品乌苏在疆外价盘趋于稳定,虽短期疆外乌苏销量增长受制于12元以上消费需求较为疲弱,但公司持续投入乌苏品牌建设、丰富乌苏品牌产品矩阵,为后续宏观环境回暖后乌苏重回增长快车道蓄力。2023年乐堡等产品在基地市场韧性增长帮助公司实现改革调整期平稳过渡,2024年乐堡将加快全国化进程,配合大城市计划实现渗透率逐步提升。考虑到消费能力及消费信心尚未充分恢复,公司制定了2024年中到高个位数的收入增长目标。2024年公司将继续依托“6+6”优势产品组合进行市场拓展,并升级大城市计划,预计公司渠道深耕能力强化、渠道质量进一步提升。此外,公司近年来维持高分红比率,综合股东回报可观。预计公司2024-2025年实现营业收入157.1/167.1亿元,实现归母净利润14.6/15.9亿元,当前股价对应PE分别为24/23倍。
- ◆ **燕京啤酒:改革红利持续释放,核心产品U8维持高势能,公司进一步强化产品组合。**公司正处改革深化期,本轮改革以燕京U8为核心抓手,2022年以来燕京U8开始进入快速成长期,拉动公司产品结构显著提升。目前U8在公司强势市场维持高增长势能,并在非强势市场逐步提升渗透率。除U8外,2024年公司借助升级版鲜啤、清爽对中低档产品进行整合,核心产品矩阵更趋完善,燕京品牌的市场竞争力有望强化。改革方面,公司将深化生产、营销、供应链等方面的改革,继续推行卓越管理体系,预计降本增效红利将更大程度释放。此外,2024年大麦采购价格同比降幅较大,包材成本整体稳定,成本压力减轻有助于增厚公司利润。综合来看,在产品结构升级、降本增效叠加成本改善共振作用下,2024年公司有望继续展现较强业绩弹性。预计公司2024-2025年实现营业收入152.5/163.2亿元,实现归母净利润9.0/11.5亿元,当前股价对应PE分别为32/25倍。

表4: 主要啤酒公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
0291.HK	华润啤酒	21.2	34.40	1.88	2.18	18.3	15.7	1,098	买入
600600.SH	青岛啤酒	26.6	85.97	3.73	4.36	23.0	19.7	1,173	买入
600132.SH	重庆啤酒	25.6	74.00	3.02	3.28	24.5	22.6	358	买入
000729.SZ	燕京啤酒	42.0	10.17	0.32	0.41	31.7	24.9	287	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理;注:据2024/05/16日数据计算

风险提示

- 1、消费力持续走弱导致中高档产品销售不及预期;
- 2、啤酒消费场景受外部环境冲击;
- 3、市场竞争加剧导致酒企中高档产品销售受阻、费用投放大量增加;
- 4、地缘政治等因素导致原材料价格大幅上涨;
- 5、食品安全风险;
- 6、市场系统性风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032