

食品饮料

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

啤酒高端化系列之一：美国经验显示高端化趋势有望长期延续

中国啤酒吨价与人均消费额偏低

取较成熟的美日韩啤酒市场与中国比较，2022 年美国/韩国/日本/中国啤酒市场规模同比增速分别为 8.53%/1.16%/10.17%/5.18%，拆分量价来看，美国/韩国/日本/中国 2022 年啤酒销量分别同比-0.81%/-8.19%/+1.06%/-1.05%，而均价分别同比+9.42%/+10.18%/+9.02%/+6.30%，啤酒市场增长主要由均价提升带动。均价横向比较，2022 年美/韩/日啤酒均价分别为中国的 1.68/1.73/2.09 倍。消费者结构来看，中国啤酒高收入消费者占比偏低，为 36.5%，而美/韩/日高收入人群占比分别为 46.4%/38.1%/42.6%。

中国啤酒即饮占比较高

Statista 数据显示美国/韩国/日本/中国即饮啤酒销售额占比分别为 34.95%/35.81%/33.94%/67.72%，中国即饮占比较高。增速来看，各国即饮市场 2018-2022 年 CAGR 受场景影响均略有下滑，美国/韩国/日本/中国 2018-2022 年 CAGR 分别为-6.10%/-4.94%/-3.76%/-1.76%，中国即饮市场韧性较强。均价来看，各国均呈现即饮均价高于非即饮的趋势，美国/韩国/日本/中国的即饮啤酒均价分别为非即饮啤酒均价的 2.63/1.80/1.58/2.55 倍。横向比较，美国/韩国/日本即饮啤酒均价分别为中国即饮啤酒均价的 2.30/1.59/1.81 倍。

无醇啤酒有望带动啤酒均价提升

各国无醇啤酒市场均较小而增速较快，2022 年美国/韩国/日本/中国无醇啤酒销售额分别占啤酒市场销售额 4.92%/4.97%/6.34%/4.99%，规模 2018-2022 年 CAGR 分别为 8.97%/5.74%/8.32%/11.67%。2022 年美国/韩国/中国的无醇啤酒均价均高于酒精啤酒，无醇啤酒均价分别为酒精啤酒均价的 1.18/1.20/1.49 倍，无醇啤酒等兴起有望带动啤酒行业整体吨价提升。

美国存量时代均价提升受宏观波动影响较小

美国啤酒 1980 年进入存量时代后均价仍有十年高速增长，CAGR 达 4.33%，均价度过高速增长长期后进入稳健增长期，在结构升级的引领下延续稳定提升趋势至今，龙头创新与细分品类表现优异带动行业结构不断升级，1993-2016 年啤酒均价 CAGR 达 2.09%。1990 年以来美国 GDP 经历三次波动，同期人均可支配收入增速同比下行、失业率同比增加，而三个时期内啤酒均价维持正增长，且期间增速分别+6.23%/-0.43%/+0.1pct，仅 2001 年增速有小幅下滑。2020 年美国吨价受疫情影响吨价有所下滑，但 2022 年已恢复至超疫情前水平，均价提升长期趋势不变、受宏观环境波动的影响较低。

美国啤酒龙头引领行业不断推进高端化

美国近年高端啤酒市占率提升，超高端啤酒增速更亮眼，带动行业均价提升。Beverage Industry 数据显示 2022 年啤酒行业仅超高端啤酒实现增长，规模增长 5%、箱数增长 1.1%。集中度来看，高端与超高端啤酒品牌集中度更高，CR5 均达 98.5%，或受益品牌力加成下强者更强。百威的结构升级主要来自不断推出多元化与差异化高端新品和品牌，如百威品牌内部更专注高端产品、推出迎合健康需求的 Michelob Ultra 品牌实现高增，且在啤酒之外积极布局其他单价更高的酒类业务如硬苏打，拉高公司整体均价。

投资建议：高端化逻辑不变，关注低估值龙头

从消费者结构看我国啤酒均价仍有提升空间。我国啤酒企业高端化在消费弱复苏的情况下或以结构性升级为短期主要特性，但参考美国经验，啤酒均价长期的提升逻辑较稳固、受宏观经济短期低迷的影响不大，龙头达成高端化共识、通过产品结构优化升级不断推进高端化，均价持续稳步提升，我们认为国内啤酒高端化空间仍大，且仍为行业主要逻辑。推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

风险提示：宏观经济不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险

相对大盘走势



作者

分析师：邓周贵

执业证书编号：S0590524040005

邮箱：dzhg@glsc.com.cn

分析师：徐锡联

执业证书编号：S0590524040004

邮箱：xuxl@glsc.com.cn

分析师：刘景瑜

执业证书编号：S0590524030005

邮箱：jyl@glsc.com.cn

联系人：吴雪枫

邮箱：wxuef@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《食品饮料：河北白酒市场专题：大众消费表现良好，老白干酒盈利改善》2024.05.29
- 2、《食品饮料：宏观催化渐起，重视白酒板块估值修复》2024.05.19

投资聚焦

核心逻辑

本篇报告中，考虑到美国/日本/韩国啤酒市场较成熟，我们分析三国啤酒市场与中国啤酒市场当前存在的差异，并详细分析美国啤酒高端化历程，以求为中国啤酒高端化进程提供借鉴。第一，当前我国啤酒行业仍处于高端化发展的前中期，从美国市场来看，进入存量发展阶段后，啤酒行业均价提升迎来一段持续时间较长的吨价提升期。第二，宏观环境的波动对啤酒吨价提升的长期趋势影响较小，啤酒需求具备较强的韧性，受宏观经济的影响相对较弱。第三，稳态阶段之后龙头通过产品创新和品类创新继续驱动均价持续稳步提升。我国啤酒行业 2017-2018 年开始迈入高端化发展阶段，当前仍处于量稳价增发展阶段的前中期，提价和结构升级仍有操作空间，短期的宏观环境的波动不会改变行业的发展趋势，啤酒龙头高端化共识较强，创新产品、新品类尚处于极为早期，对标海外还有极为广阔的发展空间。

不同于市场的观点

市场对啤酒高端化升级进程能否延续存在疑虑，我们认为从需求角度，中国啤酒消费基础较强、从当前消费者结构看仍有提升空间；从供给角度，参考美国啤酒高端化经验，行业高端化长期趋势不变、受宏观经济波动的影响较小，在龙头结构升级的带领下稳步推进。因此我们认为我国啤酒高端化短期或体现为结构性升级但长期看趋势有望延续、整体空间仍大。

投资看点

高端化逻辑有望长期延续。我国啤酒企业高端化在消费弱复苏的情况下或以结构性升级为短期主要特性，但参考美国经验，啤酒均价长期的提升逻辑较稳固、受宏观经济短期低迷的影响不大，龙头达成高端化共识、通过产品结构优化升级不断推进高端化，均价持续稳步提升，我们认为国内啤酒高端化空间仍大，且仍为行业主要逻辑。

盈利能力持续提升，关注低估值龙头。当前酒厂供给端信心改善，啤酒旺季即将到来，销量有望迎来逐步复苏；叠加成本端改善与提质增效稳步推进，国内龙头啤酒企业盈利空间或进一步释放，有望走出估值底部。推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

正文目录

1. 全球现状：对比海外，中国啤酒均价空间较大	5
1.1 中国啤酒人均消费额与均价偏低	5
1.2 中国啤酒即饮占比较高	7
2. 海外经验：美国高端化大趋势稳定，龙头带领推进	9
2.1 进入存量时代后吨价维持十年左右的高速提升期	10
2.2 宏观环境波动对均价提升大趋势的影响较小	11
2.3 龙头通过结构升级驱动吨价持续提升	13
3. 投资建议：高端化逻辑不变，关注低估值龙头	18
3.1 高端化逻辑有望长期延续	18
3.2 盈利能力持续提升，关注低估值龙头	18
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1：美、日韩人均啤酒行业成熟度分别在世界、亚洲较高	5
图表 2：2022 年中国啤酒市场增速略低于美日	6
图表 3：2022 年各国啤酒行业均价同比增速快于销量	6
图表 4：中国啤酒平均单位售价低于美日韩（元）	6
图表 5：中国 25-34 岁啤酒消费者占比更高	6
图表 6：中国女性啤酒消费者占比更高	7
图表 7：中国高收入啤酒消费者占比偏低	7
图表 8：中国非即饮销售额占比显著低于美日韩	7
图表 9：各国非即饮啤酒销售额增速均高于即饮	7
图表 10：2022 年各国即饮单价均较高	8
图表 11：2022 年美国/韩国/中国无醇啤酒单价较高	8
图表 12：中国非即饮单价低于美日韩（元）	8
图表 13：中国即饮单价低于美日韩（元）	8
图表 14：各国无醇啤酒销售额占比均偏低	9
图表 15：各国无醇啤酒收入增速高于酒精啤酒	9
图表 16：中国酒精啤酒单价低于美日韩（元）	9
图表 17：中日无醇啤酒单价较低（元）	9
图表 18：美国啤酒 1980 年以来进入存量时代（万千升）	10
图表 19：美国市场规模提升主要由均价提升拉动	10
图表 20：2010 年后精酿酒厂增速较快（家）	10
图表 21：2020-2023 年美国啤酒市场规模加速回升	10
图表 22：美国啤酒吨价在 1972-1992 年之间增速较高	11
图表 23：1994 至 2016 年美国啤酒单价 CAGR 仍超 2%	11
图表 24：1990-1991、2001、2008-2009 年的经济低迷对啤酒均价提升的影响均较小	12
图表 25：1990-1991、2001、2008-2009 年的人均可支配收入增速下行对啤酒均价提升的影响均较小	12
图表 26：1990-1991、2001、2008-2009 年的失业率提升对啤酒均价提升的影响均较小	12
图表 27：美国啤酒单价 2020 年小幅下滑但 2021 年重回提升趋势且 2022 年已恢复至超 2019 年水平（美元）	12
图表 28：美国宏观经济指标波动时期啤酒均价加速增长受影响较小	12
图表 29：美国啤酒占酒类人均销售量较大比例（加仓）	13
图表 30：2022 年美国啤酒销量领先但市场份额与烈酒接近	13
图表 31：美国超高端啤酒品牌集中度更高	14
图表 32：美国啤酒集中度 1990 年后趋于平稳	14

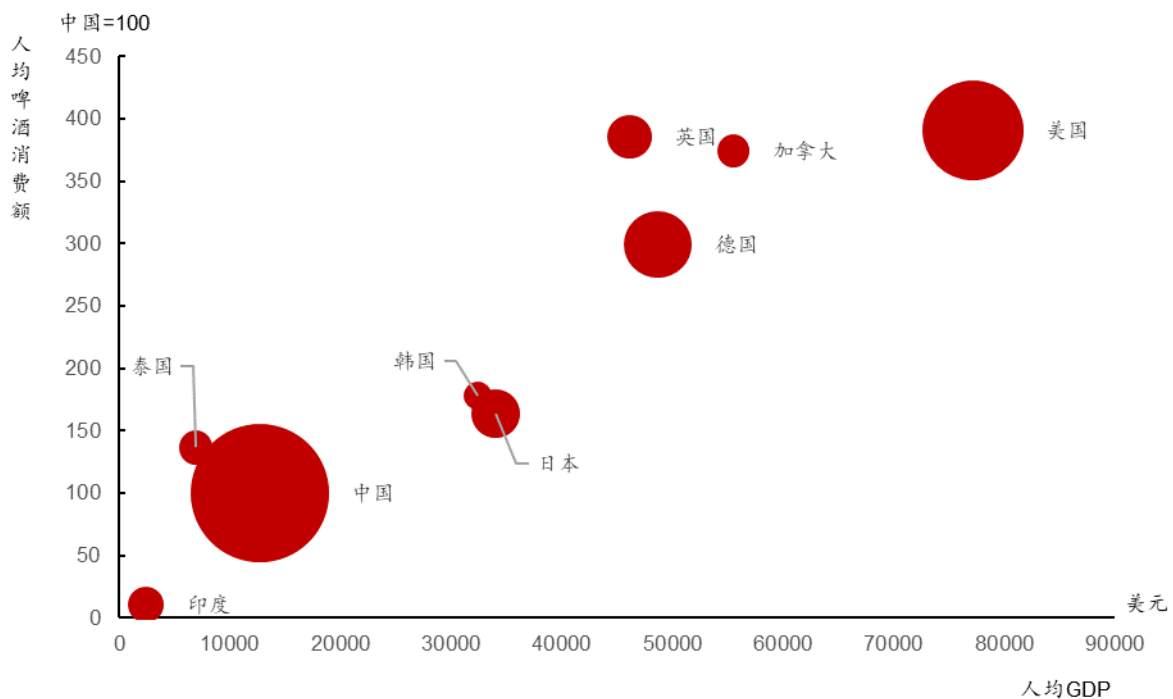
图表 33:	高端品牌市占率提升	14
图表 34:	1995 年来美国啤酒超高端与进口啤酒等市占率保持增长	15
图表 35:	2023 年美国仅超高端啤酒规模实现正增速	15
图表 36:	美国啤酒消费者从价值啤酒向高端啤酒转移	15
图表 37:	2022 年消费者饮用的啤酒种类多元化	15
图表 38:	百威产品结构逐步提升	16
图表 39:	超高端中前四名市占率品牌均属百威旗下	16
图表 40:	百威推出原有品牌系列中更高价格的新品, 带动原有品牌升级	17
图表 41:	百威旗下超高端品牌 Michelob Ultra 单价比原有品牌更高	17
图表 42:	Michelob ultra 主打 0 脂、低卡、低碳水	17
图表 43:	酒类中规模增速最快的硬苏打单价显著高于啤酒 (美元)	18
图表 44:	bud light 品牌推出硬苏打产品	18

1. 全球现状：对比海外，中国啤酒均价空间较大

1.1 中国啤酒人均消费额与均价偏低

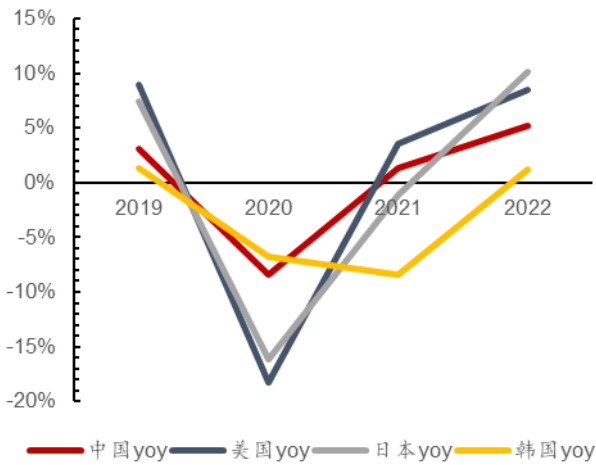
美国/韩国/日本/中国啤酒市场 2022 年均实现小幅增长，均价对增长贡献较大。根据 Statista 数据，2022 年美国/韩国/日本人均啤酒消费额分别为中国的 3.91/1.78/1.64 倍。考虑到美日韩啤酒市场较中国更成熟，本文主要参考美日韩啤酒市场经验为中国啤酒市场发展趋势提供借鉴。收入来看，四国啤酒市场规模增长均主要受均价提升驱动，2022 年美国/韩国/日本/中国啤酒市场规模同比增速分别为 8.53%/1.16%/10.17%/5.18%，拆分量价来看，美国/韩国/日本/中国 2022 年啤酒销量分别同比 -0.81%/-8.19%/+1.06%/-1.05%，而均价分别同比 +9.42%/+10.18%/+9.02%/+6.30%。

图表1：美、日韩人均啤酒行业成熟度分别在世界、亚洲较高



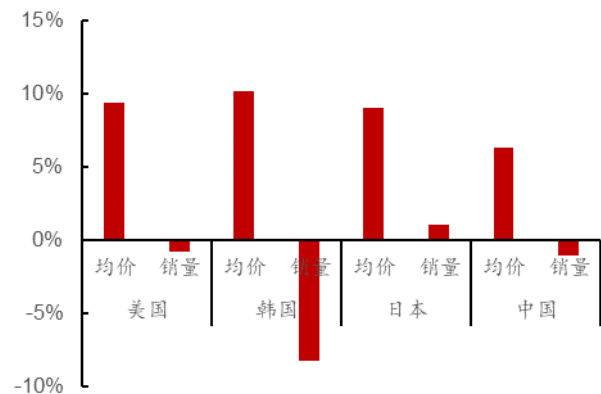
资料来源：Wind, Statista, 国联证券研究所
注：气泡大小代表产量大小

图表2：2022年中国啤酒市场增速略低于美日



资料来源：Statista，国联证券研究所

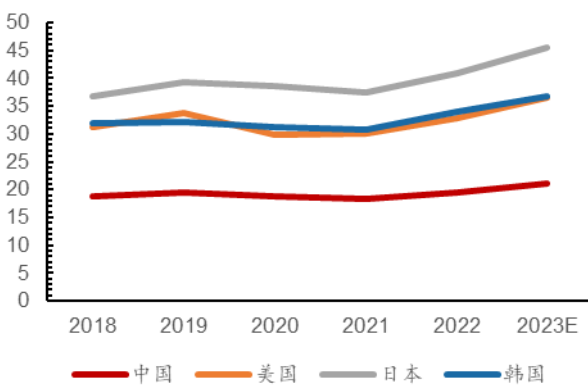
图表3：2022年各国啤酒行业均价同比增速快于销量



资料来源：Statista，国联证券研究所

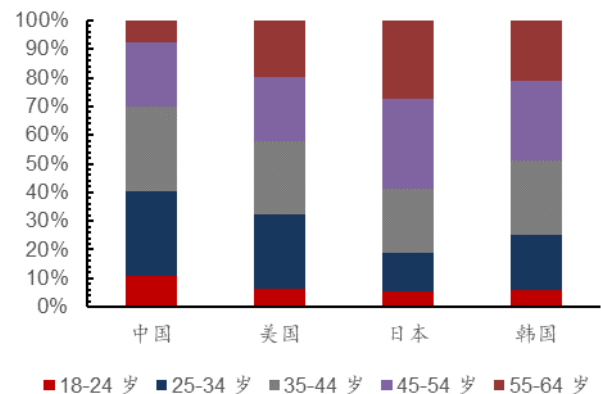
中国啤酒均价较美日韩均偏低，从消费者收入结构来看仍有提升空间。中国啤酒平均单位售价低于美日韩，2022年美国/韩国/日本啤酒均价分别为中国的1.68/1.73/2.09倍，美国/韩国/日本/中国啤酒均价2018-2022年CAGR分别为1.27%/1.44%/2.65%/0.92%。从消费者结构来看，当前中国25-44岁人口占比较高，达58.98%，高于美国/韩国/日本的51.28%/35.82%/45.02%，啤酒消费主力人群充足。中国女性消费者占比较高，为40.4%，美国/韩国/日本女性消费者占比分别为34.9%/42.5%/37.7%。考虑到中国高收入消费者占比偏低，为36.5%，美国/韩国/日本高收入人群占比分别为46.4%/38.1%/42.6%，我们认为从消费者的收入结构上看啤酒均价有提升空间。

图表4：中国啤酒平均单位售价低于美日韩（元）



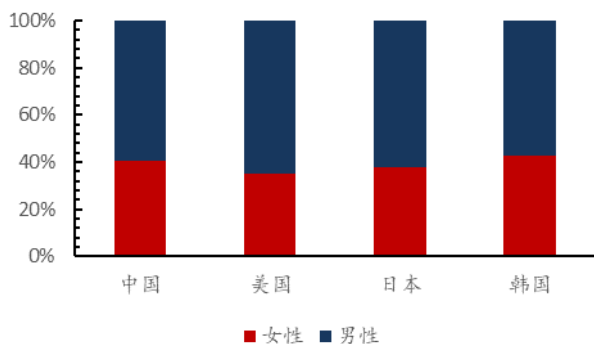
资料来源：Statista，国联证券研究所

图表5：中国25-34岁啤酒消费者占比更高



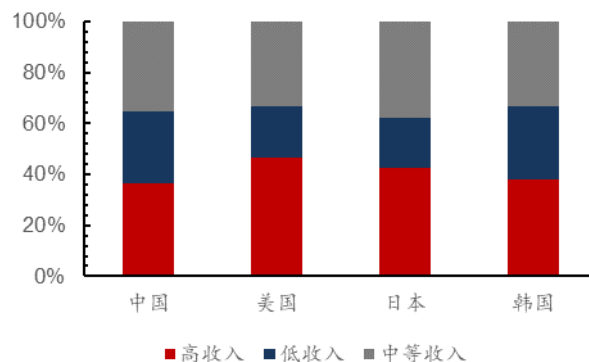
资料来源：Statista，国联证券研究所

图表6: 中国女性啤酒消费者占比更高



资料来源: Statista, 国联证券研究所

图表7: 中国高收入啤酒消费者占比偏低

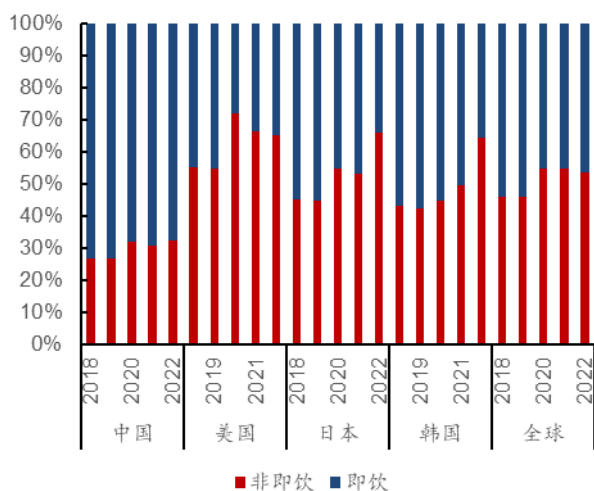


资料来源: Statista, 国联证券研究所

1.2 中国啤酒即饮占比较高

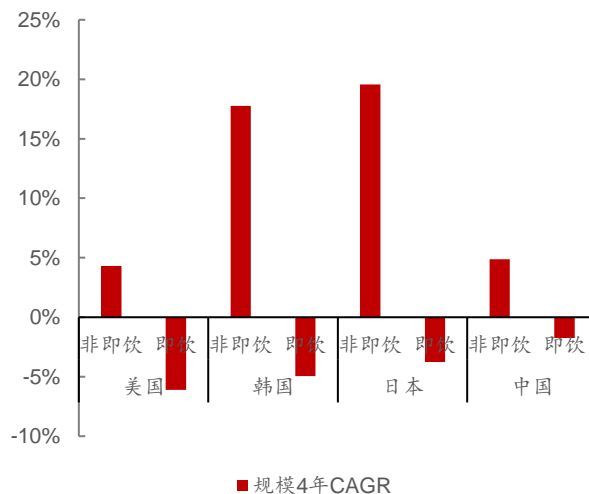
分场景看, 中国啤酒即饮销售额占比高于美日韩、增速韧性较强。根据 Statista 数据, 全球即饮啤酒销售额占比 46.30%, 美国/韩国/日本/中国即饮啤酒销售额占比分别为 34.95%/35.81%/33.94%/67.72%, 中国即饮啤酒销售额占比较高, 或更受餐饮场景影响。增速来看, 各国非即饮市场增速均较高, 美国/韩国/日本/中国非即饮啤酒规模 2018-2022 年 CAGR 分别为 4.30%/17.76%/19.58%/4.87%, 而即饮市场 2018-2022 年 CAGR 受场景影响均略有下滑, 美国/韩国/日本/中国 2018-2022 年 CAGR 分别为 -6.10%/-4.94%/-3.76%/-1.76%, 其中中国即饮市场韧性较强。

图表8: 中国非即饮销售额占比显著低于美日韩



资料来源: Statista, 国联证券研究所

图表9: 各国非即饮啤酒销售额增速均高于即饮

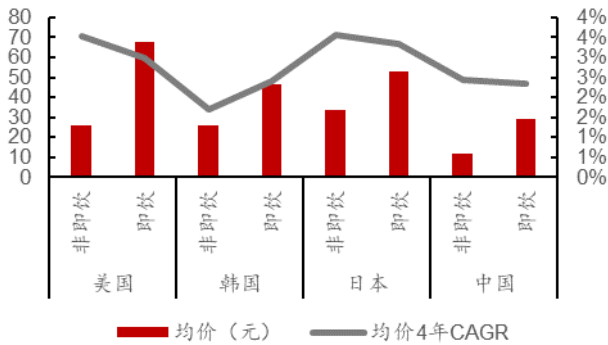


资料来源: Statista, 国联证券研究所

均价来看, 各国均呈现即饮均价高于非即饮均价且增速更高的趋势。美国/韩国/日本/中国即饮均价均高于非即饮, 美国/韩国/日本/中国的即饮啤酒均价分别为非

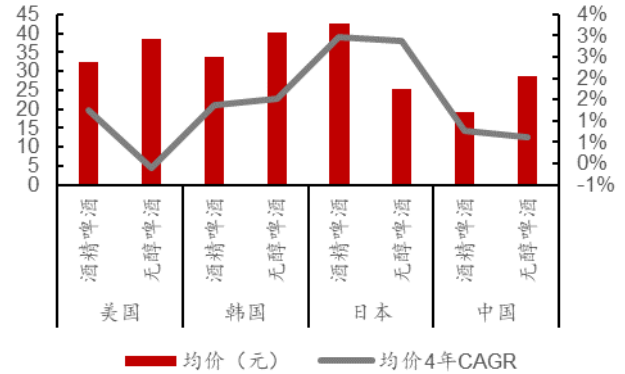
即饮啤酒均价的 2.63/1.80/1.58/2.55 倍，即饮啤酒均价 2018-2022 年 CAGR 分别为 8.22%/8.47%/8.21%/7.64%，而非即饮啤酒均价 2018-2022 年 CAGR 分别为 3.00%/2.41%/3.33%/2.33%。横向对比来看，中国不同场景的啤酒均价均较美日韩偏低，美国/韩国/日本即饮啤酒均价分别为中国即饮啤酒均价的 2.30/1.59/1.81 倍，非即饮啤酒均价分别为中国的 2.23/2.25/2.92 倍。

图表10：2022 年各国即饮单价均较高



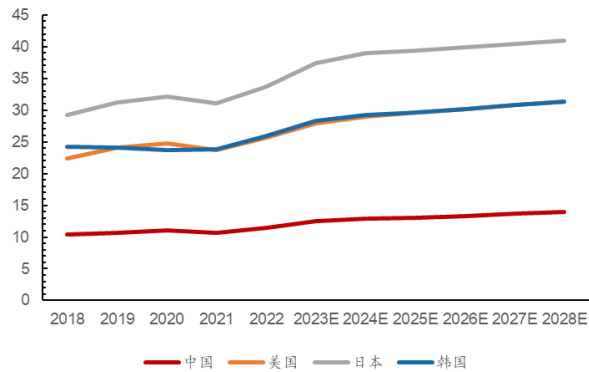
资料来源：Statista，国联证券研究所

图表11：2022 年美国/韩国/中国无醇啤酒单价较高



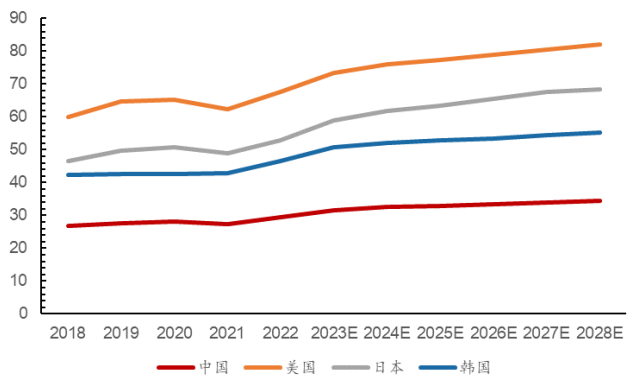
资料来源：Statista，国联证券研究所

图表12：中国非即饮单价低于美日韩 (元)



资料来源：Statista，国联证券研究所

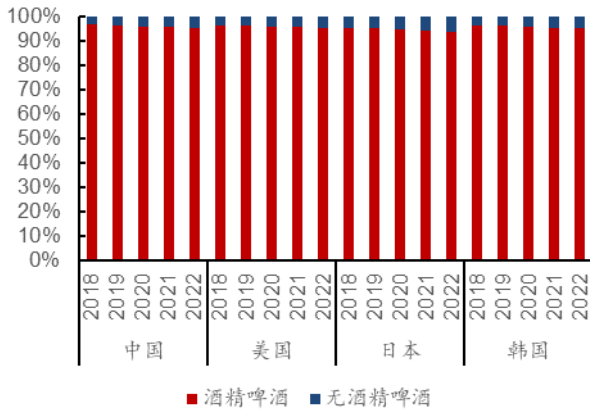
图表13：中国即饮单价低于美日韩 (元)



资料来源：Statista，国联证券研究所

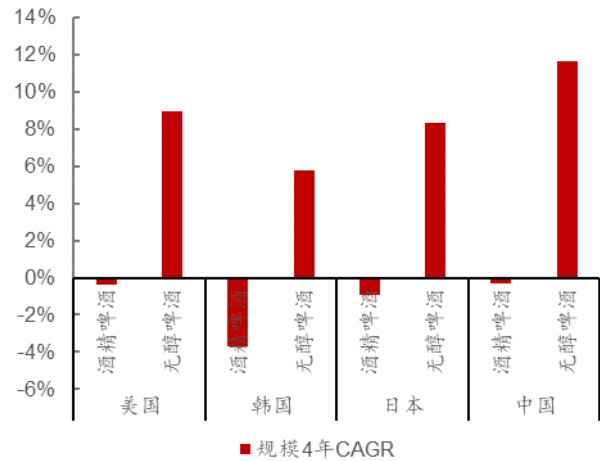
分品类看，各国无醇啤酒市场均较小而增速较快。根据 Statista 数据，近年各国无醇啤酒占比均较低，2022 年美国/韩国/日本/中国无醇啤酒销售额分别占啤酒市场销售额 4.92%/4.97%/6.34%/4.99%。各国无醇啤酒市场增速均较高，美国/韩国/日本/中国市场规模 2018-2022 年 CAGR 分别为 8.97%/5.74%/8.32%/11.67%。

图表14：各国无醇啤酒销售额占比均偏低



资料来源：Statista，国联证券研究所

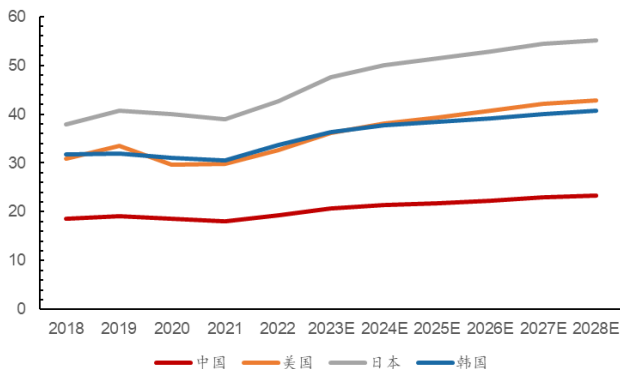
图表15：各国无醇啤酒收入增速高于酒精啤酒



资料来源：Statista，国联证券研究所

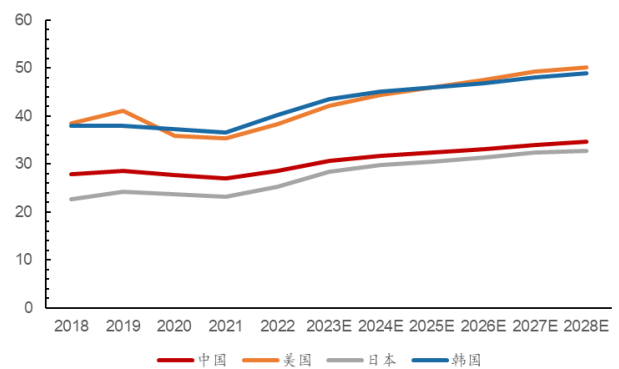
均价来看，美国/中国/韩国的无醇啤酒均价更高，作为发展潜力较大的品类有望打开啤酒行业单价空间。2022年美国/韩国/中国的无醇啤酒均价均高于酒精啤酒，无醇啤酒均价分别为酒精啤酒均价的1.18/1.20/1.49倍，美国无醇啤酒均价2018-2022年CAGR较酒精啤酒低，酒精啤酒/无醇啤酒CAGR分别为+1.26%/-0.11%，而中日韩两个品类的2018-2022年CAGR接近，韩国、日本、中国的酒精啤酒/无醇啤酒均价4年CAGR分别为1.38%/1.51%、2.97%/2.88%、0.78%/0.63%。横向比较来看，中国酒精啤酒均价与美日韩的差距较无醇啤酒均价差距更大，美国/韩国/日本的酒精啤酒均价分别为中国酒精啤酒均价的1.69/1.75/2.21倍，而无醇啤酒分别为中国的1.34/1.41/0.88倍。

图表16：中国酒精啤酒单价低于美日韩（元）



资料来源：Statista，国联证券研究所

图表17：中日无醇啤酒单价较低（元）



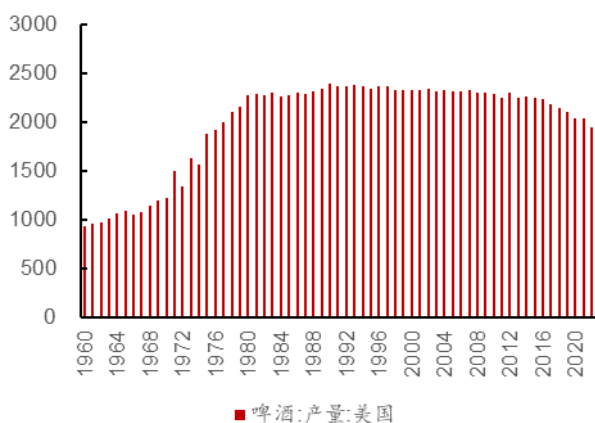
资料来源：Statista，国联证券研究所

2. 海外经验：美国高端化大趋势稳定，龙头带领推进

2.1 进入存量时代后吨价维持十年左右的高速提升期

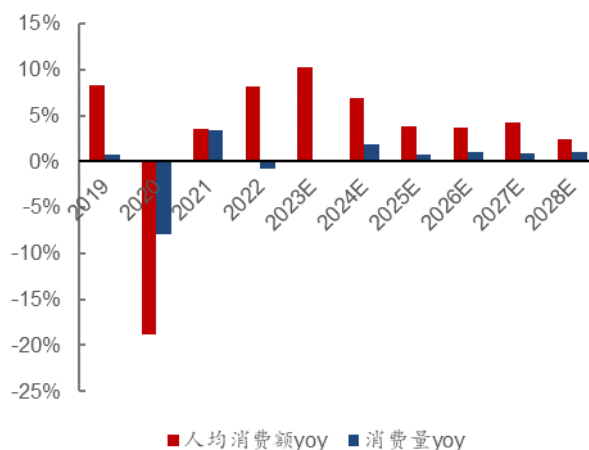
存量时代美国啤酒行业规模仍维持稳定增长，主要由均价提升带动。美国啤酒自 1980 进入存量时代后，产量基本稳定在 2000 万千升以上，每年同比变动维持在-2%至 2%，啤酒市场规模的提升主要来自均价提升带动，其中细分品类表现优异带动行业结构不断升级。根据 Brewers Association 数据，2010 年后精酿酒厂增速较快，带动整体啤酒厂数量高增，至 2023 年复合增速达 7.62%，根据 Brookston Beer Bulletin 可比数据，美国啤酒均价从 2010 年的 3.68 美元/品脱提升至 2016 年的 3.99 美元/品脱，CAGR 达 1.36%，而同期美国啤酒产量 CAGR 为-0.40%。

图表18：美国啤酒 1980 年以来进入存量时代(万千升)



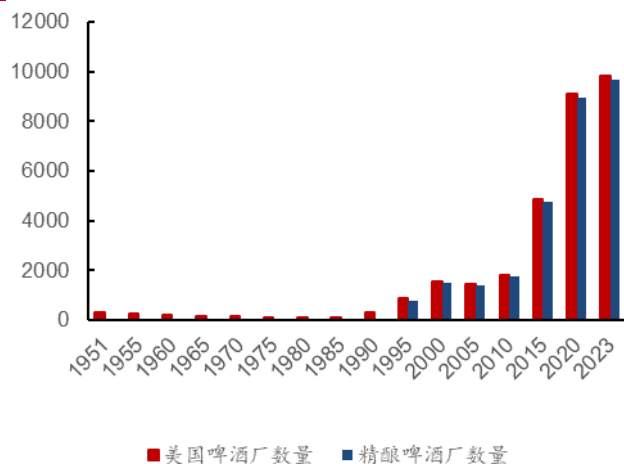
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：美国市场规模提升主要由均价提升拉动



资料来源：Statista，国联证券研究所

图表20：2010 年后精酿酒厂增速较快 (家)



资料来源：Brewers Association，国联证券研究所

图表21：2020-2023 年美国啤酒市场规模加速回升

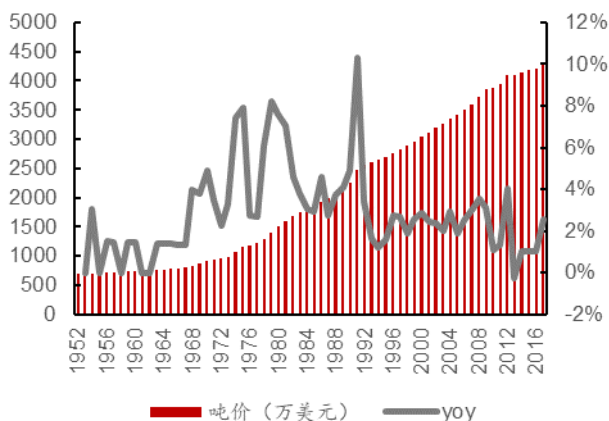


资料来源：Statista，国联证券研究所

进入存量时代后的十年中吨价仍高速增长，进入存量时代十年后均价增速放缓但维持稳定提升趋势。具体来看，美国啤酒行业吨价在 1972-1992 年消费升级与通

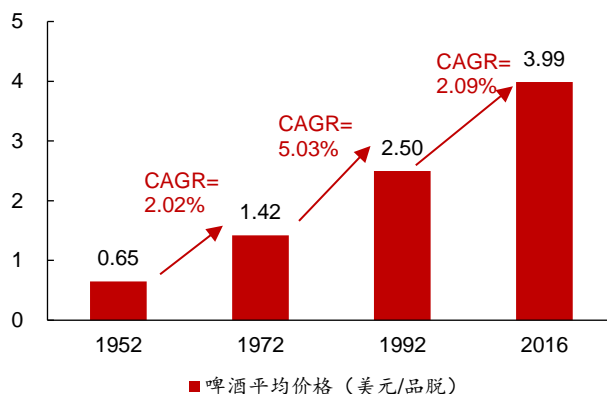
胀的催化下高速增长，1972-1992年美国GDP/CPI/人均可支配收入/啤酒吨价复合增速分别达8.99%/6.40%/7.64%/5.03%，其中进入存量时代之前的十年(1972-1982年)吨价CAGR为5.74%，进入存量时代后的十年(1982-1992年)吨价CAGR为4.33%。进入存量时代十年后，美国高速增长期后，美国啤酒价格在结构升级的引领下仍延续提升趋势，1993-2016年啤酒均价CAGR达2.09%。

图表22：美国啤酒吨价在1972-1992年之间增速较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：1994至2016年美国啤酒单价CAGR仍超2%

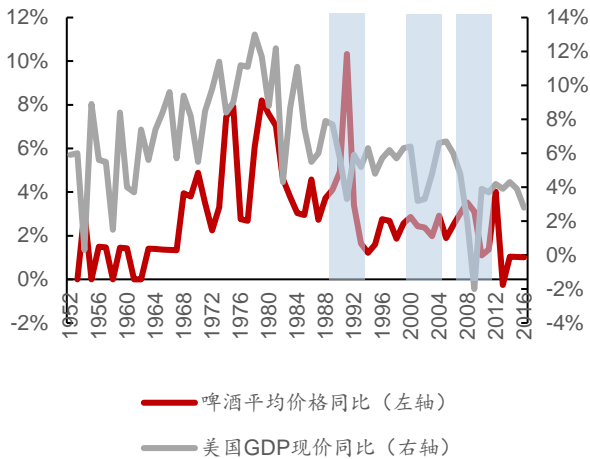


资料来源：Brookston Beer Bulletin，美国劳工局，国联证券研究所

2.2 宏观环境波动对均价提升大趋势的影响较小

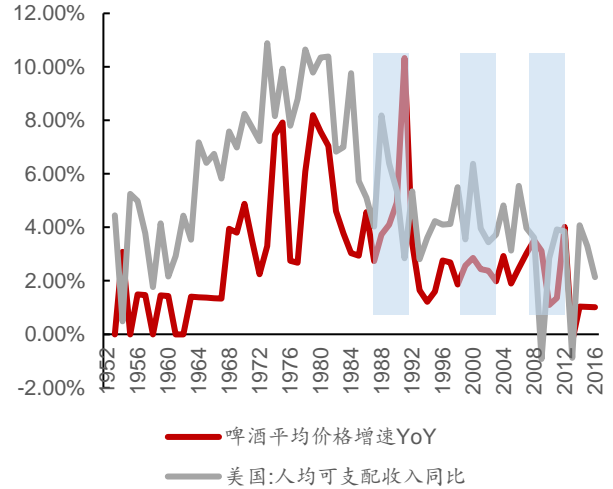
存量时代中，均价提升大趋势受宏观环境波动的影响较低。1990年以来美国GDP经历三次波动，1989年的储蓄和贷款危机、高利率及世界局部地区形势不稳定造成1990-1991宏观环境偏弱，GDP现价增速/CPI增速/人均可支配收入增速/失业率两年分别-4.4/-0.6/-3.54/+1.5pct；2001年互联网行业萧条，GDP现价增速/CPI增速/人均可支配收入增速/失业率分别-3.2/-0.6/-2.42/+0.8pct，2008-2009年大衰退造成宏观指标较大波动，GDP现价增速/CPI增速/人均可支配收入增速/失业率两年分别-6.8/-2.2/-4.89/+4.7pct。这三个时期中，总体来看，啤酒均价增长受宏观环境波动的影响均较小，三个时期内均价维持正增长，且增速分别+6.23/-0.43/+0.1pct，仅有2001年增速小幅下滑。2020年美国吨价受疫情影响有所下滑，但2022年已恢复至超疫情前水平。我们判断或由于啤酒在食品饮料中更具刚性，支撑其均价长期增长趋势不变。

图表24：1990-1991、2001、2008-2009 年的经济低迷对啤酒均价提升的影响均较小



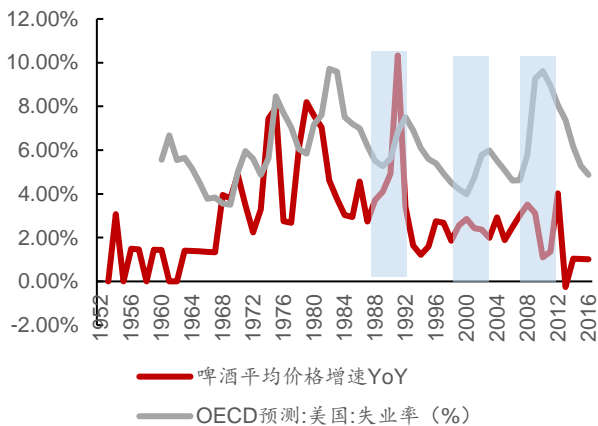
资料来源：Wind, Brookston Beer Bulletin, 美国劳工局, 国联证券研究所

图表25：1990-1991、2001、2008-2009 年的人均可支配收入增速下行对啤酒均价提升的影响均较小



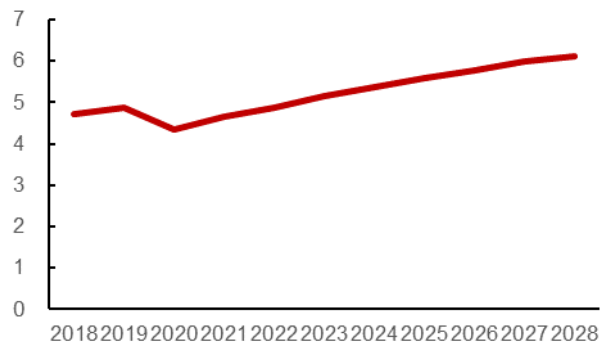
资料来源：Wind, Brookston Beer Bulletin, 美国劳工局, 国联证券研究所

图表26：1990-1991、2001、2008-2009 年的失业率提升对啤酒均价提升的影响均较小



资料来源：Wind, Brookston Beer Bulletin, 美国劳工局, 国联证券研究所

图表27：美国啤酒单价 2020 年小幅下滑但 2021 年重回提升趋势且 2022 年已恢复至超 2019 年水平（美元）



资料来源：Statista, 国联证券研究所

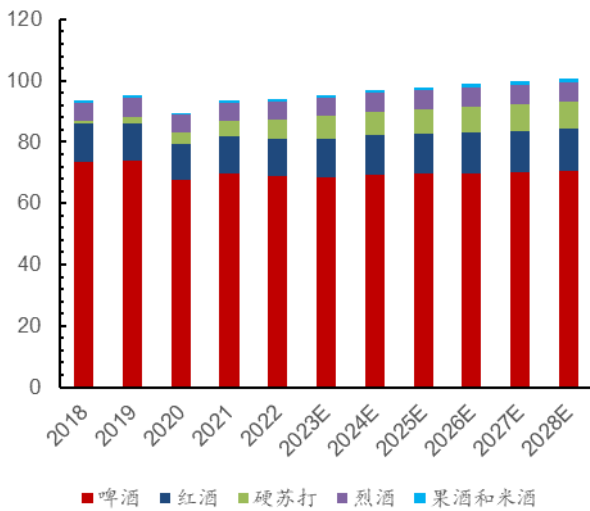
图表28：美国宏观经济指标波动时期啤酒均价加速增长受影响较小

年份	GDP 现价 同比	yoy (pct)	CPI 同比	yoy (pct)	人均可支 配收入同 比	yoy (pct)	失业率	yoy (pct)	啤酒平均价 格同比	yoy (pct)
1990	5.7%	-2	5.4%	0.6	5.36%	-1.02	5.6%	0.3	4.93%	0.83
1991	3.3%	-2.4	4.2%	-1.2	2.84%	-2.52	6.8%	1.2	10.33%	5.4
2001	3.2%	-3.2	2.80%	-0.6	3.96%	-2.42	4.80%	0.8	2.43%	-0.43
2008	2.0%	-2.8	-0.4%	-4.2	3.61%	-0.36	5.8%	1.2	3.52%	0.5
2009	-2.0%	-4	1.6%	2	-0.92%	-4.53	9.3%	3.5	3.12%	-0.4

资料来源：Brookston Beer Bulletin, 美国劳工局, Wind, 国联证券研究所

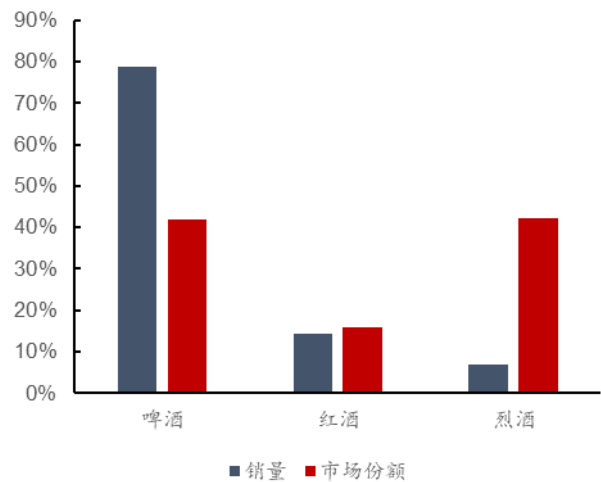
宏观波动对均价提升较小的原因之一或为啤酒作为第一大消费酒种，需求韧性较强，且价格较烈酒、红酒等更有优势。根据 Statista 数据，2022 年啤酒人均消费量占比达 73.02%，而红酒/硬苏打/烈酒/果酒和米酒分别占比 13.20%/6.43%/6.42%/0.92%。啤酒销量领先但市场份额与烈酒接近，主要由于均价更具性价比，2022 年啤酒/红酒/烈酒销量比为 1:0.18:0.09，而市场份额比为 1:0.38:1。

图表29：美国啤酒占酒类人均销售量较大比例（加仑）



资料来源：Statista，国联证券研究所

图表30：2022 年美国啤酒销量领先但市场份额与烈酒接近

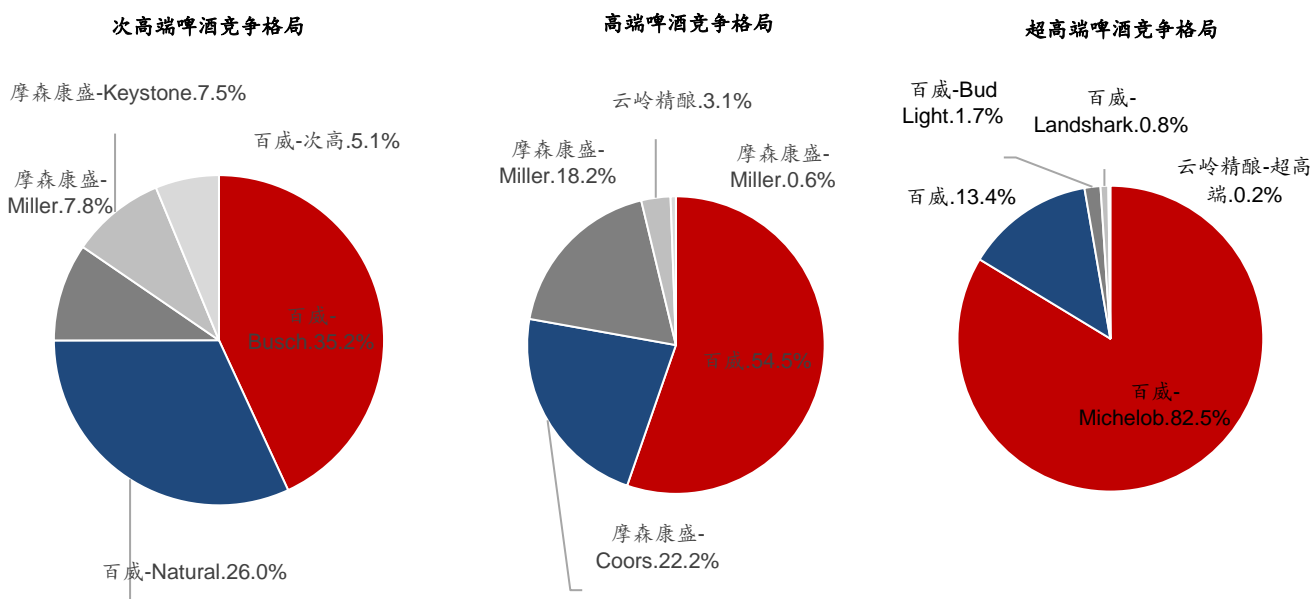


资料来源：Statista，国联证券研究所

2.3 龙头通过结构升级驱动吨价持续提升

当前美国啤酒市场龙头格局较稳定，高端啤酒品或因品牌力加成更明显，龙头集中度更高。2023 年美国啤酒市场 CR5 超 80%，其中百威英博/摩森康盛/星座集团/喜力/波士顿啤酒分别占比 40.40%/25.30%/9.40%/4.20%/1.00%。根据 Beverage Industry 数据，美国次高端、高端与超高端啤酒头部竞争者主要有百威、摩森康胜与云岭，其中次高端啤酒中百威旗下品牌 Busch/Natural/百威次高端市占率分别排名第 1/2/5，市占率分别达 35.2%/26.0%/5.1%，而摩森康胜旗下两个品牌 Miller 和 Keystone 分别排名 3/4，市占率分别为 7.8%/7.5%，次高端前五品牌市占率之和为 81.6%。高端与超高端啤酒的 CR5 均达 98.5%，较次高端 CR5 更高，其中摩森康胜旗下品牌在高端前五品牌中占领三个席位、百威旗下品牌在超高端前五品牌中占领四个席位，美国最大的精酿啤酒公司云岭旗下产品分别在高端与超高端前五品牌中各占一个席位。总体来看，高端及超高端龙头品牌市占率更为集中，我们认为原因或为高端品牌力对销售的促进作用更明显，带动强者更强。

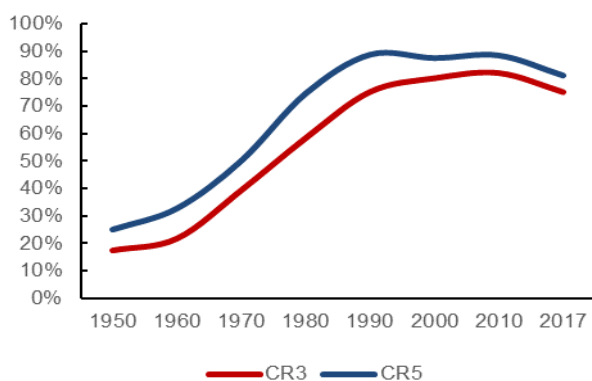
图表31：美国超高端啤酒品牌集中度更高



资料来源：beverage industry, 国联证券研究所

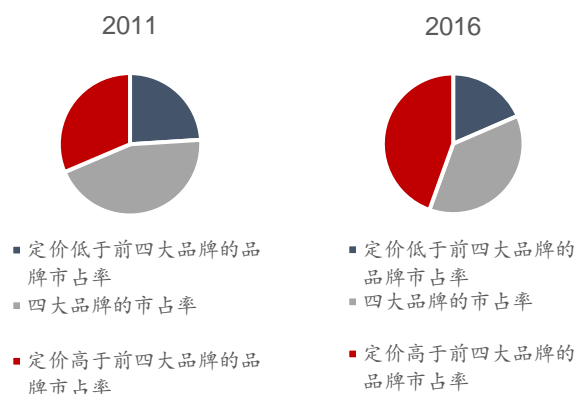
整体啤酒市场分价格带来看，高端品牌占比提升，超高端啤酒增速更为亮眼。随着对品质、多元化要求更高，消费者的消费价格带正逐步向高端、超高端啤酒转移。根据 IRI 数据，2022 年下半年购买高端/超高端啤酒的消费者占比分别较前两年增加 2/1pct。细分行业集中度来看，更高端的品牌的市占率有所提升，而若将高端价格带进一步拆分为次高端、高端与超高端，则可见超高端啤酒增速更为亮眼。根据 Brewers Association 数据，1995 年来美国超高端啤酒等市占率稳步提升，抢占高端与传统和价值啤酒的份额，至 2015 年占比已达 35.1%；定价高于四大龙头的品牌的市占率从 2011 年的 31%提升至 2016 年的 35%，近年仍在稳步提升。根据 Beverage Industry 数据，2022 年美国啤酒行业高端和高端以下整体规模持平下滑，高端以下/高端箱数分别下滑 6.6%/7.5%，而超高端啤酒有所增长，规模增长 5%、箱数增长 1.1%。

图表32：美国啤酒集中度 1990 年后趋于平稳



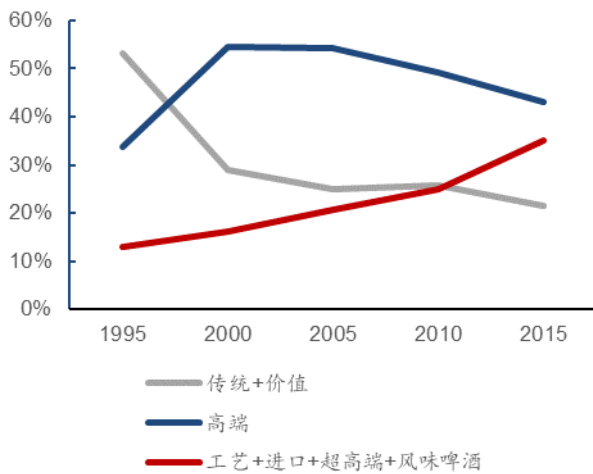
资料来源：beerhistory.com, 国联证券研究所

图表33：高端品牌市占率提升



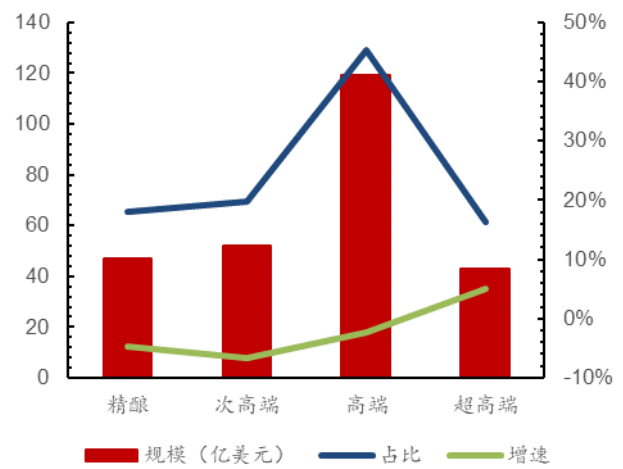
资料来源：Brewers Association, IRI, 国联证券研究所

图表34：1995 年来美国啤酒超高端与进口啤酒等市占率保持增长



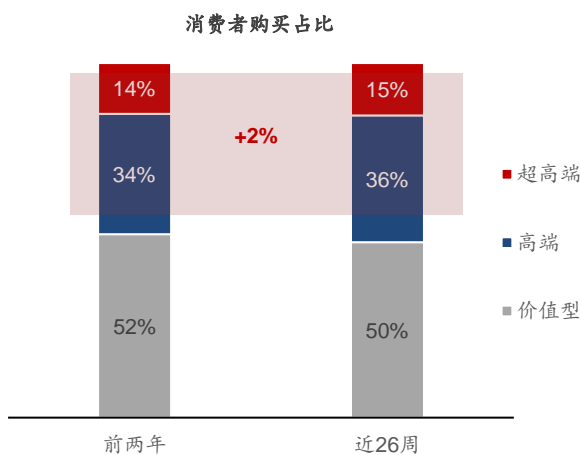
资料来源：Brewers association, Beer Marketer's Insights, 国联证券研究所

图表35：2023 年美国仅超高端啤酒规模实现正增速



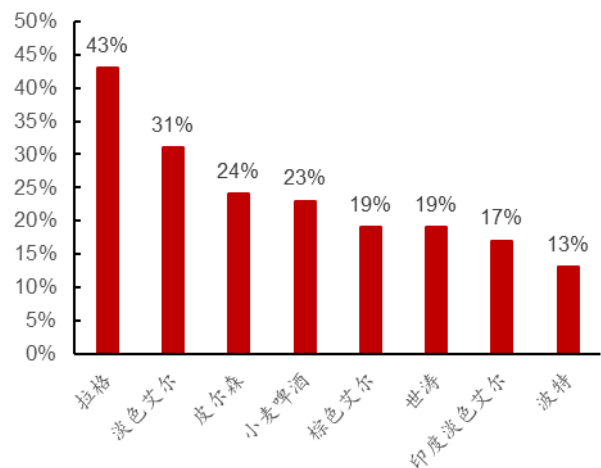
资料来源：Beverage Industry, IRI, 国联证券研究所

图表36：美国啤酒消费者从价值啤酒向高端啤酒转移



资料来源：IRI, 国联证券研究所

图表37：2022 年消费者饮用的啤酒种类多元化



资料来源：Statista, 国联证券研究所

高端化逻辑不变下，美国啤酒行业均价从高速增长期转向稳健增长期后，龙头产品体系的创新与结构升级成为带动行业均价提升的主要因素。具体来看，美国酒企当前的高端化较少体现为针对同一产品的直接提价，而更多体现在产品结构的整体提升，一方面体现为主流价格带产品的系统性升级，另一方面体现为高端产品向超高端升级，结构升级带动的高端化是更具长期特性，较针对同一产品提价的高端化更加可持续。以百威为例，公司一方面将原有品牌低价格带的产品提价、同时推出原有品牌高价格带新品拉动经典形象上行，另一方面也在原有品牌百威系列的基础上延展更高端的新品牌，带动整体品牌升级、同时规避单一品牌结构老化的问题。

图表38: 百威产品结构逐步提升



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所

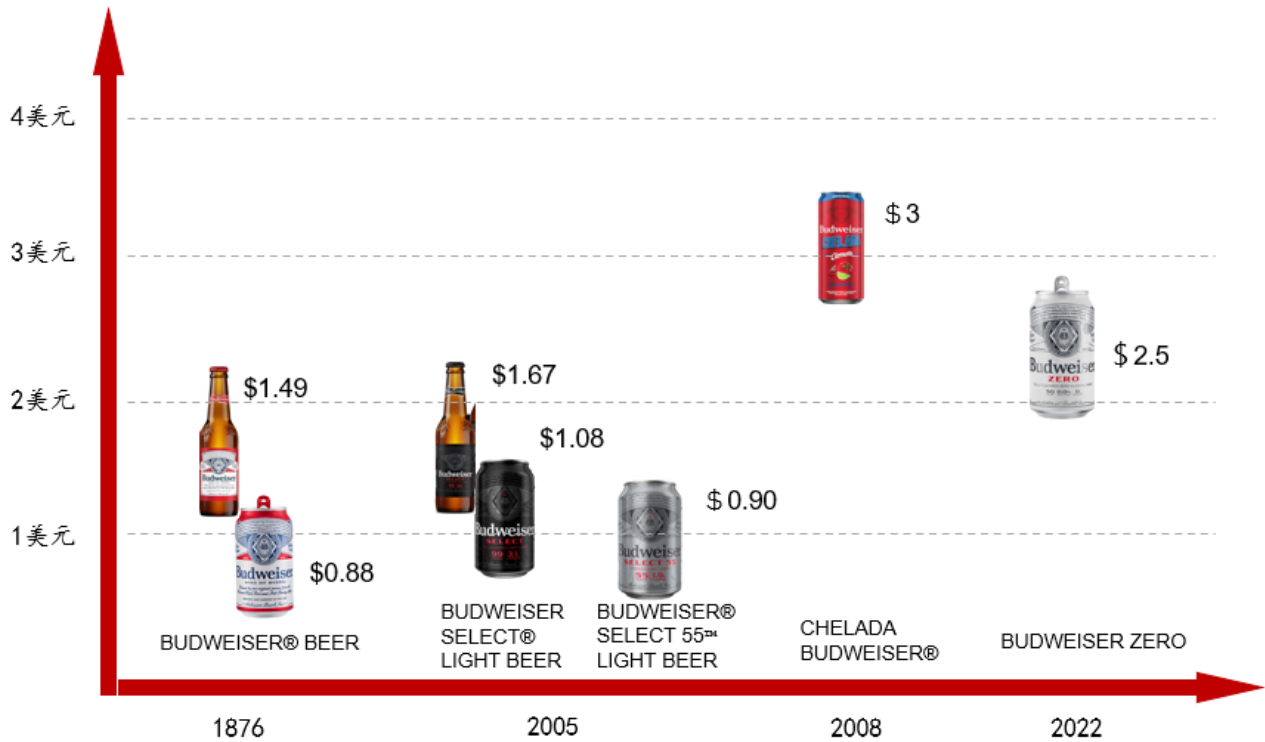
图表39: 超高端中前四名市占率品牌均属百威旗下

品牌	市占率	所属公司	公司占比
米凯罗	82.5%	百威	98.3%
百威	13.4%	百威	
百威昕蓝	1.7%	百威	
大地鲨	0.8%	百威	
云岭超高端	0.2%	云岭	0.2%

资料来源: Beverage industry, 国联证券研究所

具体来看, 龙头百威通过推新带动增量, 以结构升级逐步提升超高端占比、占领超高端市场, 带动市占率与公司吨价提升。啤酒量增趋缓趋势下, 百威 (1) 对次高端的 bud light 提价, 促进消费者购买高端产品; (2) 更专注高端品牌; (3) 推出超高端创新品牌, 通过多元化、差异化高端产品提升高端占比等。旗下品牌 Michelob Ultra 大单品迎合女性消费者需求、顺应消费者日益追求健康的心理, 定位“高价、超优质、低碳水、低卡路里”, 带动销量实现快速增长。

图表40: 百威推出原有品牌系列中更高价格的新品, 带动原有品牌升级



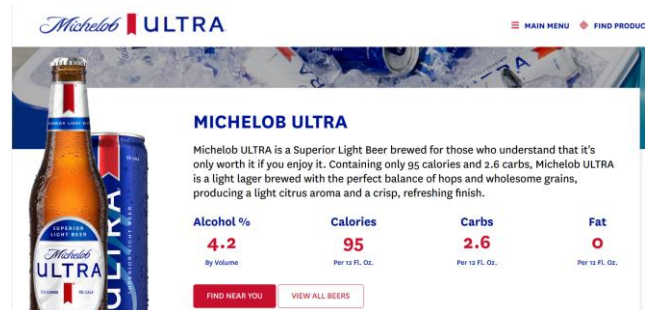
资料来源: 公司官网, totalwine, 沃尔玛, 亚马逊, target, 国联证券研究所

图表41: 百威旗下超高端品牌 Michelob Ultra 单价比原有品牌更高

品牌	平均价格 (美元/350ml)
busch	0.68
keystone light	0.73
Natural light beer	0.82
bud light	0.87
coors light	0.90
Miller high life	0.92
Miller lite	0.96
平均价格	0.84
coors original	1.04
miller genuine draft	1.08
budweiser	1.08
yuengling Lager beer	1.11
landshark	1.17
平均价格	1.09
Michelob Ultra	1.21
bud light next	1.27
yuengling	1.29
平均价格	1.26

资料来源: 亚马逊, 沃尔玛, 711, 国联证券研究所

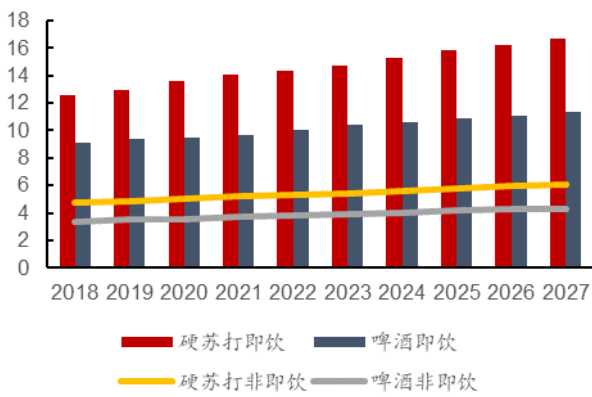
图表42: Michelob ultra 主打0脂、低卡、低碳水



资料来源: Michelob Ultra 官网, 国联证券研究所

同时，百威在啤酒之外积极布局其他相关性较强且均价更高的业务，拉高公司整体吨价空间。啤酒之外，龙头持续布局其他高速增长且均价更高的相关品类，如百威近年加速硬苏打、罐装鸡尾酒等品类布局。根据 Statista 数据，2022 年美国酒类市场中人均消费量增速最快的细分品类为硬苏打/果酒和米酒/烈酒，同比增速分别为 30.04%/2.35%/1.68%，人均消费量分别为 6.06/0.87/6.05 加仑，远低于啤酒人均 68.77 加仑的年消费量。考虑到硬苏打品类单价较啤酒品类更高，我们认为跨品类的扩张有望带动龙头酒企整体吨价的进一步提升，同时也有望助力啤酒品类打开单价空间。

图表43：酒类中规模增速最快的硬苏打单价显著高于啤酒（美元）



资料来源：Statista，国联证券研究所

图表44：bud light 品牌推出硬苏打产品



资料来源：公司官网，国联证券研究所

3. 投资建议：高端化逻辑不变，关注低估值龙头

3.1 高端化逻辑有望长期延续

啤酒行业高端化逻辑有望维持不变。量方面，中长期看，人口结构而言，啤酒行业需求有支撑，销量预计表现平稳；短期看，渠道结构而言，国内餐饮业持续修复下行业有望延续受益。价方面，我国啤酒企业高端化空间充足，且仍为行业主要逻辑，消费弱复苏的情况下结构性升级或为现阶段行业的主要特性，但参考美国经验，啤酒均价长期的提升逻辑较稳固、受宏观经济短期低迷的影响不大，龙头达成高端化共识、通过产品结构优化升级不断推进高端化，均价持续稳步提升，我们认为国内啤酒高端化空间仍大。

3.2 盈利能力持续提升，关注低估值龙头

盈利能力持续提升，关注低估值龙头。当前酒厂供给端信心改善，啤酒旺季即将到来，销量有望迎来逐步复苏；叠加成本端改善与提质增效稳步推进，国内龙头啤酒企业盈利空间或进一步释放，有望走出估值底部。推荐低估值的啤酒龙头青岛啤酒、华润啤酒以及改革预期的燕京啤酒，建议关注重庆啤酒。

4. 风险提示

(1) 宏观经济不达预期的风险。若宏观经济不达预期，可能导致消费偏弱、酒企业绩表现不达预期。

(2) 行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，可能导致酒企费用投放增加、影响实际业绩。

(3) 食品安全的风险。若行业出现食品安全问题，可能导致消费者信心减弱、减少消费，进而导致企业业绩不达预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼