

## 蓄势破局的啤酒王者

### ——华润啤酒(0291.HK)投资价值分析报告

海外公司深度

#### ◆啤酒消费：总量横盘阶段，中高端趋势显现

伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，大幅跑量的红利时代已经过去。主要啤酒厂商亦经过了跑马圈地的产能扩张期，已形成了较为稳定的寡头垄断格局：在兼并收购中形成了自己的强势区域。在这一背景下，结构性的变化正在发生，中高档啤酒的占比不断提升。而推动整体啤酒升级的动力是供需两端共同作用的结果：需求端，城市化带来可支配收入的增加，中等收入群体的崛起以及主流消费人群的代际更迭都促使了对啤酒要求的提升；供给端，寡头垄断的格局下，争夺市场份额变得事半功倍，啤酒厂商有动力去增加利润率更高的中高档产品的比例。

#### ◆华润啤酒：联手喜力中国，破局高端决心坚定

在行业跑马圈地的时代，华润雪花通过低价格、淡口味的大众型啤酒迅速扩大了自己的市场份额，成为了国内市占率第一的品牌。但伴随而来的问题是，在大众对于雪花品牌的固有印象困囿下，雪花产品的自身产品中高端化推广尚需时间的积累。

华润在收购喜力中国后，可以借助这一拥有两百多年历史的品牌作为“敲门砖”来攻入夜店以及高端餐饮渠道，亦可进一步拉动华润的中高端品牌，另一方面，喜力在中高端的渠道运营经验也可以帮助到华润。

此前华润于2017年已进行了大刀阔斧的改革，集中关厂并进行减员。当前轻装重新上阵的华润目标明确：抓住中高端啤酒升级的趋势，我们相信在公司的强执行力下，**华润终将蓄势破局而出，提升在高端啤酒的市场份额。**回顾美国的啤酒升级过程我们也发现，行业龙头的集中度提升是整体趋势所在，抓住存量市场中的产品升级过程，龙头公司方能重获增长动力。米勒1)借力1950-60s迅速发展的电视广告，塑造出自己的全国性品牌力；2)适时推出多样产品组合，Miller Lite(light型)成为公司新的增长点。

◆盈利预测、估值与评级：考虑到疫情对于即饮渠道的冲击，我们下调了2020年的盈利预测，看好公司在中高端市场的表现，上调2021年盈利预测。我们预测华润啤酒2020-2022年的归母净利润分别为24.47/40.16/49.14亿元，EPS分别为0.75/1.24/1.51元。2020-2022年归母净利润CAGR为42%。对应2020-2022年EV/EBITDA分别为25x/17x/15x。给予2021年21x EV/EBITDA，对应目标价50元港币，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨快于预期；华润啤酒融合喜力速度低于预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31,867	33,190	31,491	35,197	37,247
营业收入增长率	7.2%	4.2%	-1.2%	6.0%	5.8%
净利润(百万元)	977	1,312	2,447	4,016	4,914
净利润增长率	-17%	34%	86%	64%	22%
EPS(元)	0.30	0.40	0.75	1.24	1.51
P/E	127.31	94.80	50.83	30.97	25.31
EV/EBITDA	38.44	31.84	25.10	17.31	14.69

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年06月01日；汇率：HKD=0.9CNY

#### 买入(维持)

当前价/目标价：42.60/50.00 港元

#### 分析师

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)  
021-52523689  
[chenyt@ebcn.com](mailto:chenyt@ebcn.com)

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebcn.com](mailto:zhangzhe@ebcn.com)

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebcn.com](mailto:yeqianyu@ebcn.com)

#### 市场数据

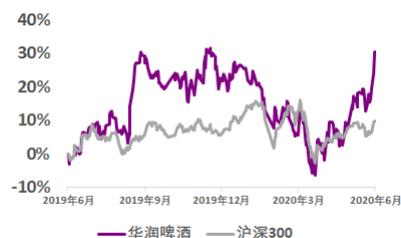
总股本(亿股)：32.44

总市值(亿元)：1332

一年最低/最高(元)：32.10/45.20

近3月换手率：18.91%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	23.87	32.29	41.20
绝对	21.24	23.59	30.42

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

我们预测华润啤酒 2020 年高档/中档和低档啤酒的销售量分别同比 +3%/-5%/-10%（高档品类受益于喜力产品的丰富）；2021 年各品类的销量同比增速分别为 +30%/+5%/+3%；2022 年各品类的销售同比增速分别为 +20%/+1%/-4%。预测整体吨价 2020-2022 年分别同比增长 2%/5%/5%。基于以上预测，我们预计公司 2020-2022 年公司收入同比增速分别为 -5%/+12%/+6%。

从成本端看，占比最大的是包装物和原材料（其中大麦占比最大），其他还包括消费税、制造费用以及人工成本等。随着高端产品占比的提升，我们预计整体毛利率将逐步改善，2020-2022 年分别为 35.9%/39.0%/41.1%。

### 我们区别于市场的观点

伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，大幅跑量的红利时代已经过去。主要啤酒厂商亦经过了跑马圈地的产能扩张期，已形成了较为稳定的寡头垄断格局：在兼并收购中形成了自己的强势区域。

在这一背景下，结构性的变化正在发生，中高档啤酒的占比不断提升。而推动整体啤酒升级的动力是供需两端共同作用的结果：需求端，城市化带来可支配收入的增加，中等收入群体的崛起以及主流消费人群的代际更迭都促使了对啤酒要求的提升；供给端，寡头垄断的格局下，争夺市场份额变得事半功倍，啤酒厂商有动力去增加利润率更高的中高档产品的比例。

我们看好华润和喜力的联手。在行业跑马圈地的时代，华润雪花通过低价格、淡口味的大众型啤酒迅速扩大了自己的市场份额，成为了国内市占率第一的品牌。但伴随而来的问题是，在大众对于雪花品牌的固有印象困囿下，雪花产品的自身产品中高端化推广尚需时间的积累。

华润在收购喜力中国后，可以借助这一拥有两百多年历史的品牌作为“敲门砖”来攻入夜店以及高端餐饮渠道，并进一步拉动华润的中高端品牌，同时喜力在中高端的渠道运营经验也可以帮助到华润。借助喜力既有的高端品牌形象，可以提高华润自身品牌调性，也利于华润未来进入国际市场。华润于 2017 年已进行了大刀阔斧的改革，进行了一系列的关厂和调整人员，当前轻装重新上阵的华润目标明确：抓住中高端啤酒升级的趋势，我们相信在公司的强执行力下，华润终将蓄力提升在高端啤酒的市场份额。

回顾美国的啤酒升级过程我们也发现，行业龙头的集中度提升是整体趋势所在，抓住存量市场中的产品升级过程，龙头公司方能重获增长动力。米勒 1) 借力 1950-60s 快速发展的电视广告，塑造出自己的全国性品牌力；2) 适时推出多样产品组合：Miller Lite(light 型)成为公司新的增长点。米勒的市场份额在 1970s 从 6%左右迅速提升至 1980 年的 21.1%。喜力不仅自带品牌流量，而且可以进一步丰富华润的品牌矩阵，我们看好华润在行业转型的分叉口做出和喜力强强联手的选择，我们相信华润终将成功破局中高端啤酒市场。

### 股价上涨的催化因素

啤酒行业当前正在进入销售旺季，疫情对于行业的负面影响逐渐减弱。华润在和喜力中国携手后，及时推出新品[喜力星银]，并通过新品开始发力。我们看好华润破局中高端市场的决心。

### 估值与目标价

考虑到疫情对于即饮渠道的冲击，我们下调了 2020 年的盈利预测，我们看好公司在中高端市场的表现，上调 2021 年盈利预测。我们预测华润啤酒 2020-2022 年的归母净利分别为 24.47/40.16/49.14 亿元，EPS 分别为 0.75/1.24/1.51 元。2020-2022 年归母净利润 CAGR 为 42%。对应 2020-2022 年 EV/EBITDA 分别为 25x/17x/15x。给予 2021 年 21x EV/EBITDA，对应目标价 50 元港币，维持“买入”评级。

## 目 录

1、 啤酒迈入总量横盘阶段，寡头垄断格局形成 .....	8
2、 供需两端促成的消费结构升级 .....	14
2.1、 消费群体演变推动需求中高端化 .....	15
2.2、 行业缩量调整，供给端谋求中高端化 .....	17
2.3、 渠道主攻产品差异显著 .....	21
3、 蓄势高端化的啤酒王者 .....	24
3.1、 供给端强力改革，为高端化铺垫 .....	24
3.2、 产品的高端化 .....	28
3.3、 扁平化层级催生对终端的强把控 .....	36
3.4、 文化形象开道，力推中高端品牌 .....	37
4、 对于行业未来格局的思考，为什么看好华润？ .....	39
4.1、 国内厂商纷纷抢占中高端市场 .....	39
4.2、 未来格局 .....	41
5、 盈利预测、估值与评级 .....	49
5.1、 盈利预测 .....	49
5.2、 相对估值——EV/EBITDA 法 .....	50
5.3、 相对估值——PE 法 .....	51
5.4、 估值结论与投资评级 .....	51
6、 风险提示 .....	51

## 图表目录

图 1：啤酒行业发展的四个阶段 .....	8
图 2：2018 年世界啤酒产量构成 .....	8
图 3：中国啤酒总产量见顶回落（万吨） .....	8
图 4：中国 20-49 岁人口变化趋势（亿人） .....	9
图 5：中国 20-49 岁人口 VS 啤酒市场规模 .....	9
图 6：2013 年国内啤酒市场 CR5=65.2%（按销量） .....	9
图 7：2018 年国内啤酒市场 CR5=70.4%（按销量） .....	9
表 1：五大啤酒品牌通过收购划分势力范围 .....	10
图 8：2018 年各省市龙头品牌强势程度（按强势程度由强至弱，颜色由深至浅） .....	11
表 2：2018 年各省啤酒市场格局及规模 .....	11
图 9：2013-2018 年我国啤酒厂数量减少（家） .....	12
表 3：2015 年以来啤酒行业主要关厂事件 .....	13
图 10：高端&超高端市场规模扩大（亿升） .....	14
图 11：中国市场啤酒消费结构升级 .....	14
图 12：啤酒价格指数攀升（2010 年=100） .....	14
图 13：预期高端市场增长带来更高价值 .....	15
图 14：城市化进程助推产业升级 .....	16
图 15：2012 年-2022 年我国中等收入群体及其消费占比大幅提升（单位：%） .....	16
图 16：啤酒消费人群年龄分布（%） .....	16
表 4：2007 年以来啤酒行业提价情况 .....	18
图 17：2016 年以来进口大麦每月平均单价及增速 .....	18
图 18：2015 年以来浮法玻璃每月平均价格及增速 .....	18
图 19：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间 .....	19
图 20：百威在中国市场的精酿品牌 .....	20
图 21：嘉士伯在中国市场的精酿品牌 .....	20
图 22：五大啤酒厂商产品价格布局 .....	20
图 23：百威集团基于市场成熟度模型的各区域市场定位 .....	21
图 24：我国啤酒现饮与非现饮渠道各占一半左右 .....	21
图 25：啤酒非现饮销售渠道（2019） .....	21
图 26：中国高端&超高端市场份额划分（2013） .....	22
图 27：中国高端&超高端市场份额划分（2018） .....	22
图 28：我国餐饮渠道高端&超高端啤酒销量（亿升） .....	23
图 29：我国餐饮渠道实惠&主流啤酒销量（亿升） .....	23
图 30：1998-2019 年华润啤酒产能及增速（百万千升） .....	24
表 5：华润啤酒发展大事记 .....	24
图 31：华润啤酒走向高质量发展的关键节点 .....	25

图 32：华润啤酒股权结构变化 .....	25
图 34：2019 年华润雪花啤酒市场划分 .....	26
图 35：2013-2019 华润啤酒厂房数/产能/销量变化 .....	27
图 36：2015-2019 华润啤酒雇员数（人） .....	27
图 37：华润雪花各省啤酒厂房数（2019 年，家） .....	27
图 38：针对不同消费群体、使用场景推出的中高端啤酒“四大金刚” .....	28
图 39：公司产品布局 .....	29
图 40：华润啤酒吨价低于青岛啤酒（元/每千升） .....	29
图 41：华润与青岛不同价格带产品及上市时间对比 .....	30
图 42：华润与喜力合作的交易要点 .....	30
图 43：喜力与华润的优势高度互补 .....	31
图 44：百威淡啤、百威、喜力分获 2019 年全球最有价值啤酒品牌前三名 .....	31
图 45：2019 年中国啤酒品牌排名 .....	31
图 46：喜力在中国的强势区域和 3 家酒厂 .....	32
图 47：喜力推出更符合中国人口味的星银系列 .....	32
图 48：喜力星银在口味上更接近百威和科罗娜 .....	32
表 6：电商渠道喜力星银与喜力经典价格对比 .....	32
图 49：2013-2023 越南啤酒市场规模及预测（十亿美元） .....	33
图 50：2013-2023 越南高端、超高端市场规模及预测（十亿美元） .....	33
图 51：2018 年越南啤酒市场集中度提高 .....	33
图 52：喜力经典和喜力银在越南售价情况 .....	33
图 53：喜力推出的全球和国际酒饮品牌 .....	34
表 7：喜力近年推出新品情况 .....	34
图 54：2019 年喜力集团亚太地区啤酒、喜力啤酒销量 .....	35
图 55：2019 年喜力亚太地区营业利润、销售收入及占比 .....	35
图 56：喜力在中国布局的各价格带品牌组合 .....	35
图 57：华润雪花在城市市场的销售渠道策略 .....	36
图 58：勇闯天涯 SuperX 赞助《这！就是街舞》 .....	37
图 59：匠心营造赞助[风味人间]美食寻味节目 .....	37
表 8：啤酒厂商赞助活动 .....	37
图 60：喜力原定的多项赞助活动由于疫情原因取消或推迟 .....	38
图 61：嘉士伯注资重啤前史回顾 .....	39
图 62：重庆啤酒自有中高端产品及嘉士伯引入国际、本土高端品牌 .....	39
图 63：青岛啤酒股权激励计划具体授予情况 .....	40
图 64：青岛啤酒各年度考核目标 .....	40
图 66：啤酒品牌 EBIT margin 与区域市占率呈正相关（2019 年） .....	41
图 67：多寡头市场内的公司 EBITDA 率明显更低（2019 年） .....	41
图 68：2019 全球前十大啤酒市场国家的竞争格局 .....	42

图 69 : 1900-1980 年美国啤酒厂数量减少同时规模增加.....	42
图 70 : 1947-1981 年美国啤酒市场 CR5 和 CR10.....	42
图 71 : 1950-2018 年美国啤酒产量与 18-64 岁人口.....	43
图 72 : 1952-2016 年美国啤酒价格 ( 美元/品脱 ) 及增速 .....	43
图 73 : 1960-2019 年美国居民人均可支配收入增速 .....	43
图 74 : 1960 年-1980 年美国 18-24 岁人口增加 ( 百万 ) .....	43
图 75 : 1950-2015 年美国各等级啤酒占比.....	44
图 76 : 1969-1998 年米勒和 A-B 的市占变化 .....	45
图 77 : 1969-2004 年美国啤酒龙头公司广告费用 ( 美元/桶 ) .....	45
图 78 : 1973 年起淡啤酒逐渐占领啤酒市场 .....	45
图 79 : 2003-2018 年中国啤酒产量和 20-64 岁人口数量.....	46
图 80 : 2013-2019 年中国居民人均可支配收入同比增速.....	46
图 81 : 2014-2019 年美国精酿啤酒销量占比提升 .....	47
图 82 : 2014-2018 年美国精酿啤酒厂数量持续上升.....	47
图 83 : 2011-2019 年百威英博收购精酿品牌 .....	48
图 84 : 2019 年行业主要公司销售单价及与国际比较 ( 人民币元/千升 ) .....	48
图 85 : 高端/中档/低档产品销量拆分 .....	49
表 9 : 高档/中档/低档产品销量增速预测 .....	49
表 10 : 2020-2022 年收入预测 .....	49
图 86 : 2019 年成本端拆分情况 .....	50
表 11 : 可比公司 EV/EBITDA 情况.....	50
表 12 : 可比公司 PE 情况.....	51

## 1、啤酒迈入总量横盘阶段，寡头垄断格局形成

伴随着啤酒主力消费人群的萎缩，当前我国的啤酒消费市场整体进入了“总量横盘”阶段，大幅跑量的红利时代已经过去。主要啤酒厂商亦经过了跑马圈地的产能扩张期，已形成了较为稳定的寡头垄断格局。

2019 年我国啤酒产量达 3700 万吨，是全球啤酒产量最高的国家。从 1980 年至今，我国的啤酒行业发展经历了几个阶段：

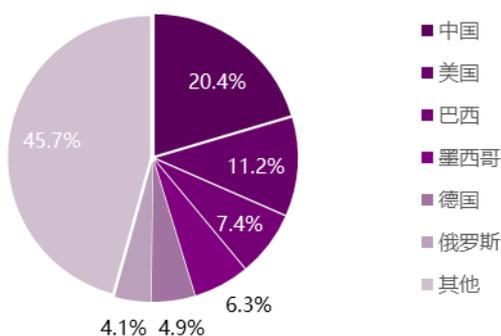
- 1980-1998 年行业红利时代，高速增长期；
- 1998-2013 年跑马圈地，兼并整合后寡头格局逐渐形成，根据国家统计局数据，1980-2013 年期间，中国啤酒产量持续增长，年复合增速约为 13%，最高年同比增速超过 40%；
- 2013 年至今市场萎缩后进入“总量横盘”阶段，啤酒总产量从 2013 年峰值超过 5000 万吨，回落到 2019 年的 3700 万吨左右，啤酒行业进入缩量调整期，结构升级成为新的方向。

图 1：啤酒行业发展的四个阶段



资料来源：光大证券研究所整理

图 2：2018 年世界啤酒产量构成



资料来源：Kirin

图 3：中国啤酒总产量见顶回落（万吨）



资料来源：国家统计局

2014 年我国啤酒产量出现较为明显的负增长，背后的原因是啤酒消费主力人群的萎缩。由于人口的老龄化，我国啤酒消费主力人群——20-49 岁的人口占比从 2010 年的 49.70% 下降到 2019 年的 44.61%。预计 20-49 岁人群占比还将继续下降，同时 20-49 岁人口的绝对数量亦将逐年减少。

图 4：中国 20-49 岁人口变化趋势（亿人）



资料来源：PopulationPyramid.net 预测

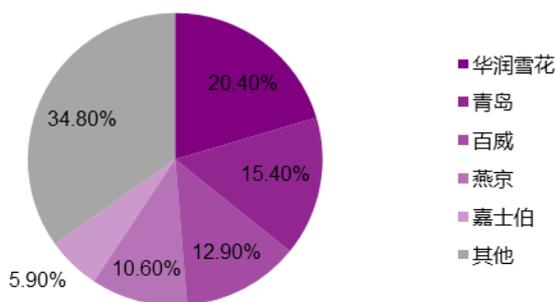
图 5：中国 20-49 岁人口 VS 啤酒市场规模



资料来源：Euromonitor, PopulationPyramid.net

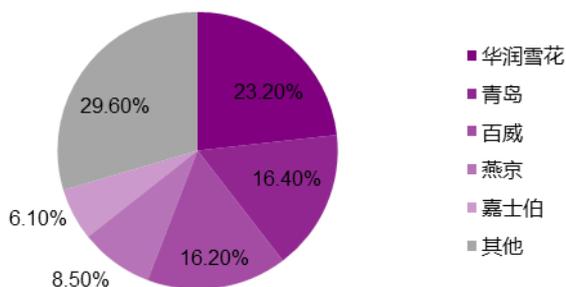
伴随着行业整体量级的稳定，国内的啤酒巨头经过跑马圈地的产能扩张期，已形成了稳定的寡头垄断格局。华润雪花、青岛、百威、燕京和嘉士伯五大啤酒龙头企业的 CR5 从 2013 年的 65.2% 上升至 2018 年的 70.4%。

图 6：2013 年国内啤酒市场 CR5=65.2%（按销量）



资料来源：百威招股说明书

图 7：2018 年国内啤酒市场 CR5=70.4%（按销量）



资料来源：百威招股说明书

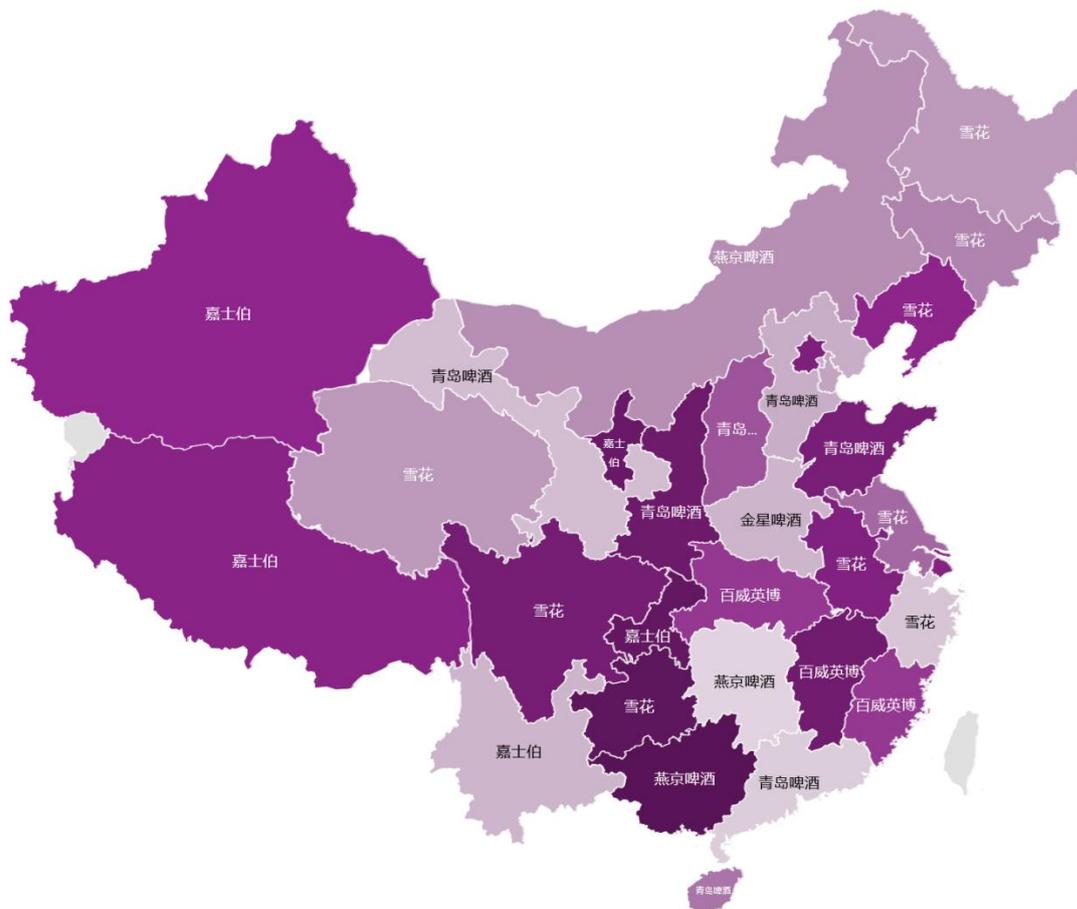
同时，在整合过程中，五大啤酒厂商均形成了自己的强势区域：华润雪花在贵州、四川，燕京啤酒在广西，青岛啤酒在陕西、山东，嘉士伯在重庆、宁夏，百威英博在江西的市占率均超过 75%，呈现一家独大的格局。另外，除甘肃、天津、广东、湖南、河南、浙江六个省市外，其他地区的 CR2 均大于 75%。

表 1：五大啤酒品牌通过收购划分势力范围

品牌	时间	参与方式	目标品牌	对应地区	该地区份额
华润雪花	1993 年	全资	辽宁雪花啤酒厂	辽宁	67%
	2004 年	全资	澳洲狮王中国业务	江苏	54%
	2006 年	全资	四川蓝剑	四川	79%
	2006 年	全资	浙江银燕啤酒	浙江	31%
	2007 年	全资	安徽淮北相王啤酒	安徽	72%
	2009 年	控股	山东琥珀啤酒	山东	15%
	2009 年	全资	山东聊城啤酒	山东	15%
	2010 年 4 月	全资	驻马店悦泉啤酒	河南	18%
	2010 年 11 月	控股	西湖啤酒	浙江	31%
	2011 年 1 月	全资	河南奥克啤酒	河南	18%
	2011 年 2 月	全资	江苏三泰啤酒	江苏	54%
	2011 年 7 月	全资	河南商丘蓝牌啤酒	河南	18%
	2011 年 6 月	控股	清河墨尼啤酒	辽宁	67%
	2011 年 7 月	合资	江苏大富豪啤酒	江苏	54%
	2011 年 7 月	全资	上海亚太啤酒	上海	19.70%
	2011 年 8 月	全资	杭州西湖啤酒	浙江	31%
	2011 年 8 月	控股	茅台啤酒	贵州	84.50%
	2013 年 2 月	全资	广东金威啤酒	广东	25%
2018 年 11 月	全资	喜力啤酒中国区业务	-	-	
青岛啤酒	2008 年	全资	烟台啤酒	山东	78%
	2009 年		朝日集团控股中国区啤酒业务	山东	78%
	2009 年 6 月	全资	山东趵突泉啤酒	山东	78%
	2010 年 12 月	控股	山东新银麦啤酒	山东	78%
	2014 年 7 月	控股	山东绿兰莎啤酒	山东	78%
百威英博	2008 年 11 月		英博集团		
	2011 年 2 月	全资	辽宁大连大雪啤酒	辽宁	15%
	2011 年 3 月	全资	河南维雪啤酒	河南	22%
	2012 年	全资	莫德罗集团		
	2013 年	全资	南昌亚洲啤酒	江西	79.50%
	2014 年 4 月	全资	吉林金士白啤酒	吉林	39%
	2014 年 8 月	全资	江苏大富豪啤酒	江苏	8%
2015 年 8 月	合资	珠江啤酒	广东	24.50%	
嘉士伯	1995 年	全资	惠州啤酒有限公司 (改名嘉士伯啤酒 (广东) 有限公司)	广东	
	2003 年	全资	云南省昆明华狮啤酒厂	云南	40%
	2003 年	全资	大理啤酒集团	云南	40%
	2004 年	合资	兰州黄河集团	甘肃	
	2004 年	合资	西藏拉萨啤酒有限公司	西藏	70%
	2006 年	合资	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	宁夏	80%
	2015 年 5 月	全资	重庆啤酒	重庆	81%
2016 年 5 月	全资	乌苏啤酒	新疆	60.20%	
燕京啤酒	2010 年 8 月	控股	焦作月山啤酒	河南	
	2011 年 11 月	全资	内蒙古金川保健啤酒	内蒙古	50.50%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图 8：2018 年各省市龙头品牌强势程度（按强势程度由强至弱，颜色由深至浅）



资料来源：酒业家

表 2：2018 年各省啤酒市场格局及规模

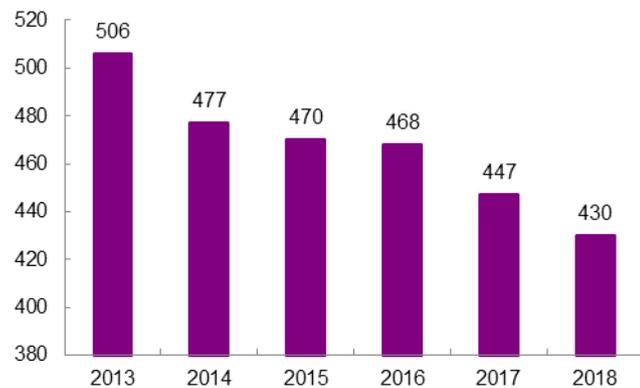
省份	Top1	Top 1 份额	Top 2	Top 2 份额	CR2	华润份额	啤酒产量 (万千升)
<b>单一龙头且市占&gt;50%</b>							
贵州	华润雪花	84.5%	燕京啤酒	10.5%	95%	84.50%	95.6
四川	华润雪花	79.0%	青島啤酒	7.5%	87%	79%	221.36
安徽	华润雪花	72.0%	青島啤酒	17.0%	89%	72%	52.84
辽宁	华润雪花	67.0%	青島啤酒	16.0%	83%	67%	213.3
广西	燕京啤酒	92.0%	青島啤酒	5.0%	97%	3%	155.6
北京	燕京啤酒	73.0%	青島啤酒	18.0%	91%	7%	108.46
陕西	青島啤酒	79.8%	华润雪花	20.2%	100%	20.20%	93.06
山东	青島啤酒	78.0%	华润雪花	15.0%	93%	15%	471.9
上海	青島啤酒	70.5%	华润雪花	19.7%	90%	19.70%	49.96
重庆	嘉士伯	81.0%	华润雪花	14.0%	95%	14%	70.61
宁夏	嘉士伯	80.0%	-	0.0%	80%		20.79
新疆	嘉士伯	60.2%	燕京啤酒	34.8%	95%		48.63
江西	百威英博	79.5%	燕京啤酒	10.5%	90%	5%	83.62
湖北	百威英博	58.0%	华润雪花	28.0%	86%	28%	171.04

福建	百威英博	58.0%	青岛啤酒	21.0%	79%		150.28
西藏	嘉士伯	70.0%	华润雪花	30.0%	100%	30%	13.34
<b>双寡头且 CR2&gt;75%</b>							
江苏	华润雪花	54.0%	青岛啤酒	38.0%	92%	54%	173.11
吉林	华润雪花	51.5%	百威英博	39.0%	91%	51.50%	92.17
黑龙江	华润雪花	49.0%	百威英博	46.0%	95%	49%	185.01
青海	华润雪花	49.0%	黄河啤酒	41.0%	90%	49%	1.94
内蒙古	燕京啤酒	50.5%	华润雪花	42.0%	93%	42%	64.62
云南	嘉士伯	40.0%	燕京啤酒	38.0%	78%	12%	72.82
山西	青岛啤酒	54.5%	华润雪花	29.5%	84.0%	29.50%	17.52
海南	青岛啤酒	52.5%	力加啤酒	26.5%	79%		3.45
<b>CR2&lt;75%</b>							
甘肃	青岛啤酒	39.0%	华润雪花	32.0%	71%	32%	44.55
天津	华润雪花	46.0%	青岛啤酒	23.5%	69.5%	46%	32.83
广东	青岛啤酒	29.0%	华润雪花	25.0%	54%	25%	387.29
湖南	燕京啤酒	25.0%	华润雪花	23.0%	48%	23%	56.34
河南	金星啤酒	40.0%	百威英博	22.0%	62%	18%	256.13
浙江	华润雪花	31.0%	百威英博	31.0%	62%	31%	237.31
河北	青岛啤酒	43.0%	华润啤酒	27.5%	71%	27.50%	166.76

资料来源：酒业家，WIND

虽然在大举扩展的过程中，前五大龙头的市场份额得到进一步提升。但“跑马圈地”伴随着产能的过度扩张，也埋下了隐患。随着行业整体量级的稳定，啤酒厂商开始通过主动关厂来去产能。

图 9：2013-2018 年我国啤酒厂数量减少（家）



资料来源：Euromonitor

表 3：2015 年以来啤酒行业主要关厂事件

	时间	事件
重庆啤酒	2015.04	关闭广西柳州山城公司，2014 年销量 2.2 万千升
	2015.10	停止九华山有限公司生产业务，2014 年销量 2 万千升
	2015.11	关闭永川分公司，2014 年销量 1.56 万千升
	2016.01	关闭黔江分公司，2015 年销量 1.26 万升
	2016.02	关闭六盘水分公司，2016 年销量 3.72 万千升
	2016.05	关闭安徽亳州公司，2015 年销量 2.73 万千升
	2016.07	转让宁波大梁山 70% 股权，2015 年销量 7.02 万千升
	2016.10	转让六盘水公司 100% 的股权，2015 年销量 3.72 万千升
	2017.02	转让安徽亳州公司 100% 股权
	2017.02	转让安徽九华山公司 100% 股权
	2017.07	转让甘肃金山啤酒原料公司 60% 股权
	2018.07	转让柳州山城公司 100% 股权
	2018.12	关闭湖南常德酒厂
青岛啤酒	2018	对杨浦、芜湖两家进行关闭清算
华润雪花	2015	关闭 3 家工厂
	2016	关闭 7 家工厂
	2017	关闭 5 家工厂
	2018	关闭 13 家工厂
百威英博	2016.03	关闭舟山工厂
	2016.04	关闭新乡亚洲啤酒厂
	2016-2017	关闭大连、长沙、松江、三明、沈阳、洛阳工厂

资料来源：各公司公告、光大证券研究所整理

## 2、供需两端促成的消费结构升级

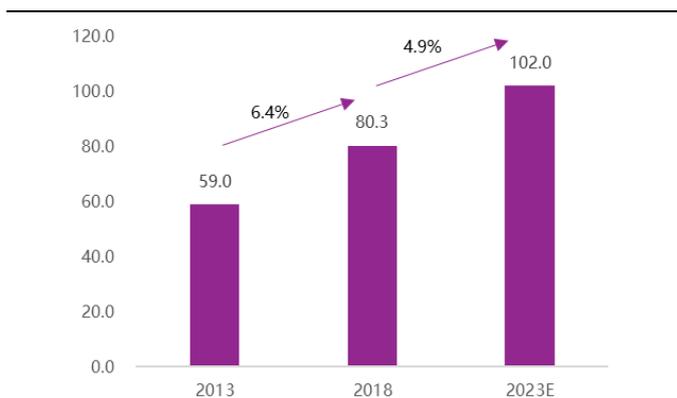
随着啤酒消费主力人群的萎缩，啤酒消费市场迈入总量横盘阶段，但结构性的变化正在孕育发生：中档以上啤酒消费市场规模逐年稳步增长。

2013年至2018年，经济型啤酒消费占比下降，中高档啤酒消费占比逐渐上升。根据 Global Data 预测，预计到2023年高端&超高端市场规模将破百亿升。

我们认为啤酒市场走出以量取胜、跑马圈地的阶段，行业未来的发展方向将是持续的中高端升级。推动这一发展趋势的是供需两端力量相互作用的结果：

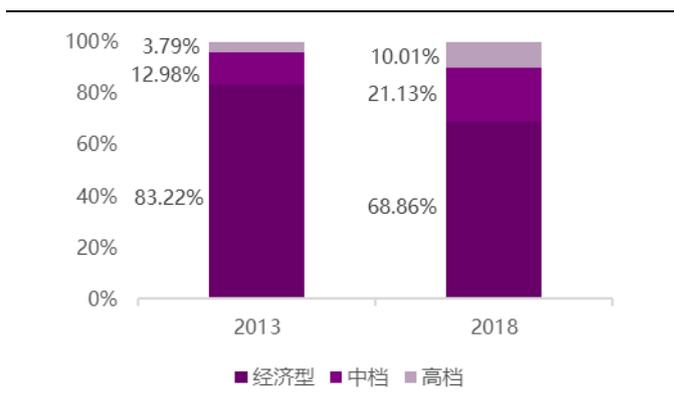
- **需求端**：城市化和城镇人均可支配收入的增长提供人口和购买力基础，中等收入人群崛起扩大中高端啤酒的潜在消费人群，主流消费人群代际更迭后新一代将引领啤酒消费潮流。
- **供给端**：寡头垄断的市场格局下，啤酒厂商继续争夺市场份额变得事半功倍。由于中高端产品的利润率更高，出于提升整体利润率的目的，厂商也有意愿进行产品改良和升级。

图 10：高端&超高端市场规模扩大（亿升）



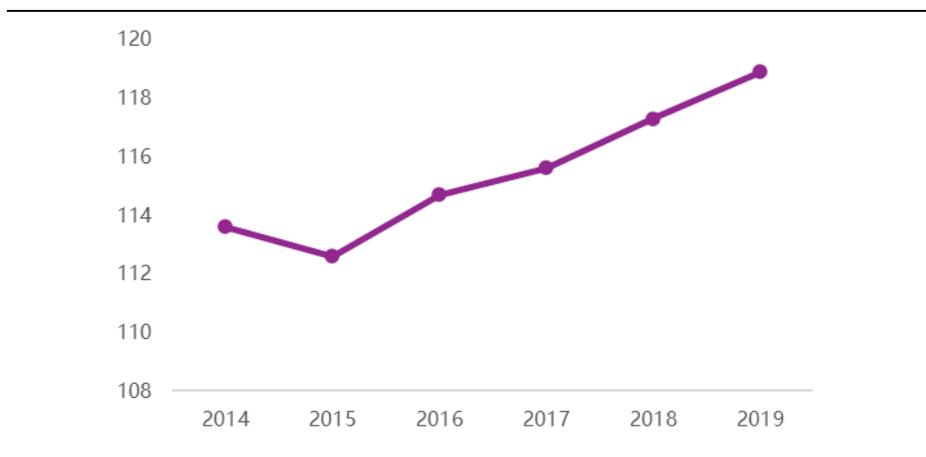
资料来源：百威招股说明书，Global Data 预测

图 11：中国市场啤酒消费结构升级



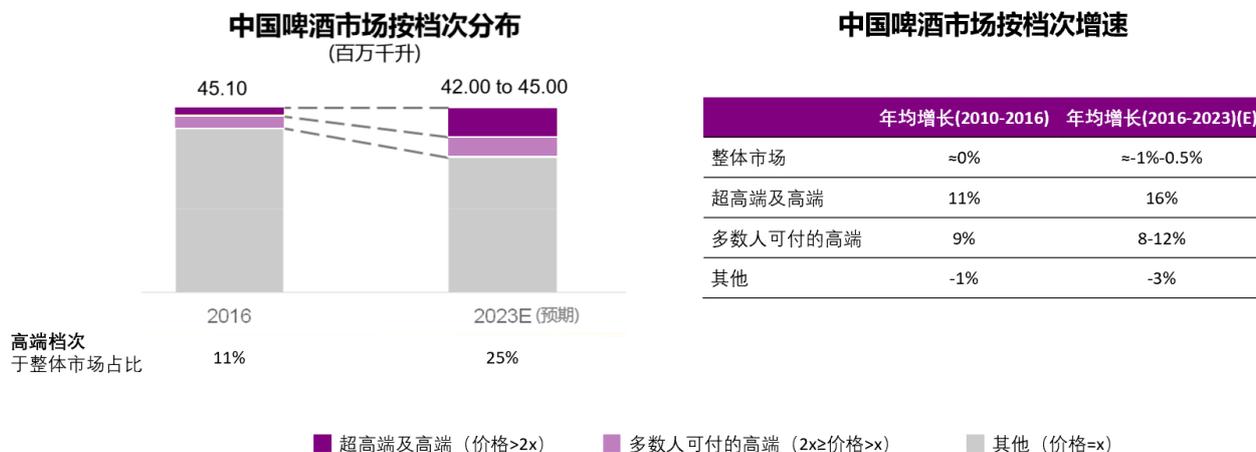
资料来源：前瞻产业研究院

图 12：啤酒价格指数攀升（2010年=100）



资料来源：Euromonitor

图 13：预期高端市场增长带来更高价值



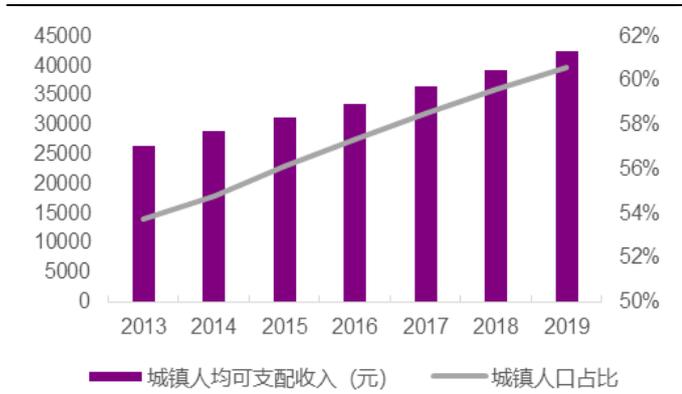
资料来源：公司财报

## 2.1、消费群体演变推动需求中高端化

**需求端：城镇化、中等收入群体的崛起以及主流消费人群代际更迭都带来了中高端啤酒需求的增加。**

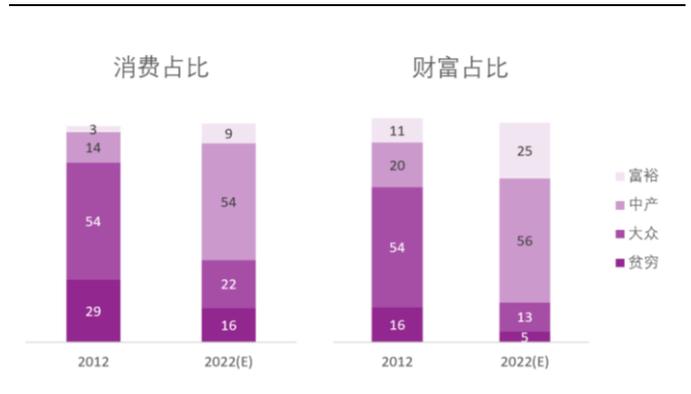
- 城市化是推动中国啤酒消费向高端发展的因素。根据国家统计局数据，2013年至2018年，中国城市人口复合增长率为2.6%，超过同期整体人口复合增长率；截至2018年，中国城镇人口人均可支配收入较农村高约2.7倍。城市化背景下城镇人口和城镇人均可支配收入的双重增长赋予城市人群巨大的啤酒消费潜能，为啤酒产业高端化提供了人口和购买力基础。
- 中国中等收入群体崛起，其消费和财富在总人口中的占比迅速扩大。作为社会阶级结构的“中流砥柱”，中等收入群体人数众多，且具有较强消费水平，成为承受得起中高端啤酒消费的潜在人群。
- 苏宁易购《2018年酒水报告》显示，啤酒消费者集中在25-46岁人群，这部分人群贡献了近80%的啤酒消费比例，而31-36岁人群又是其中的主力，贡献了近30%的啤酒消费。这部分80后消费者更加追求消费品质和新潮时尚，引领了啤酒消费升级。

图 14：城市化进程助推产业升级



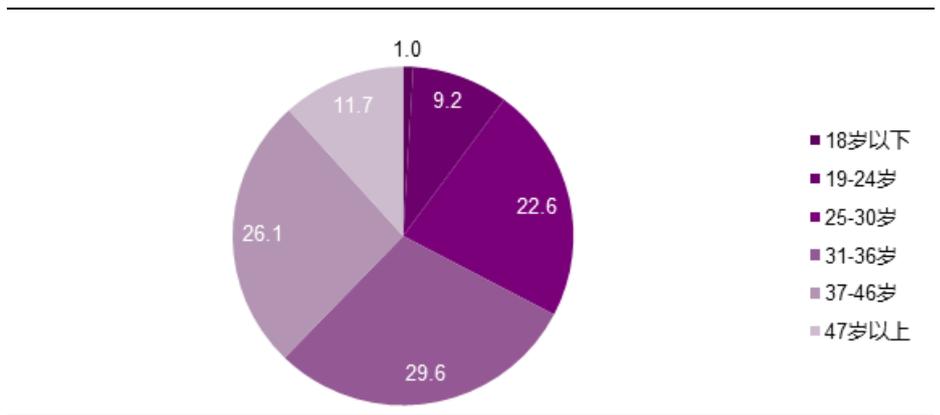
资料来源：国家统计局

图 15：2012 年-2022 年我国中等收入群体及其消费占比大幅提升（单位：%）



资料来源：麦肯锡预测

图 16：啤酒消费人群年龄分布 (%)



资料来源：苏宁易购（2018 年）

## 2.2、行业缩量调整，供给端谋求中高端化

在总量横盘、多寡头垄断的稳定格局下，通过降价在特定区域抢夺市场份额的代价越来越高。在这样的背景下，厂商们通过 1) 提价的方式来改善整体盈利情况； 2) 组合产品升级，增加高毛利的高端产品的占比，行业龙头通过自创品牌或收购两种途径来丰富自己的中高端价格带。

相较而言，提价是最为直接的方式，但也存在着提价之后丢失市场份额的风险。而中高端组合产品升级虽然是一个相对缓慢的过程，但长期来看，可以带动整体价格带的上移，也是当前各啤酒厂商布局的重点。

### 2.2.1、提价

国内的啤酒公司在跑马圈地期，通过低价策略来提升市场占有率。但在当前已趋于稳定的寡头垄断竞争格局下，这一策略的性价比越来越低。横向看，对比其他国家，我国上市啤酒公司的平均吨价显著偏低，且整体盈利情况亦较弱。

- 从吨价对比来看，我国啤酒公司的吨价水平远低于其他国家。2019 年主要啤酒上市公司（华润、青岛、燕京、重啤）平均每吨酒价格（加权计算，下同）为 3144 元，仅为欧美龙头企业百威英博的 48.95%，百威英博亚太地区的 64.88%。
- 从盈利的角度看，低价策略也会影响公司的整体利润水平。2019 年中国啤酒公司的平均毛利（加权计算，下同）为 38.18%，而百威英博、喜力、嘉士伯分别为 61.09%、50.27%、49.53%。如果继续实行低价战略，势必会对利润空间造成更大压力。

随着寡头垄断格局的形成，我们认为当前提价将变成一种“沉默的集体行为”：当某一酒企“按下”提价按钮后，伴随而来的可能是行业集体调价行为。例如 2016 年以来，由于环保风暴等原因，纸箱、玻璃瓶等价格都有较高幅度的上涨，叠加 2018 年澳麦价格上行，啤酒行业迎来了提价潮，国内市场 CR5 厂商纷纷调整价格。

对于啤酒厂商而言，提价可以对冲成本上行影响，对公司的利润水平也有直接贡献。2018 年提价的效果在 2019 年得到集中释放，2019 年，主要啤酒上市公司的平均吨酒价从 2016 年的 2773 元上涨至 2019 年 3144 元，平均毛利率由 2016 年的 37.90% 上涨至 2019 年的 38.18%，平均净利率也由 2016 年的 4.26% 上涨至 2019 年的 5.52%。

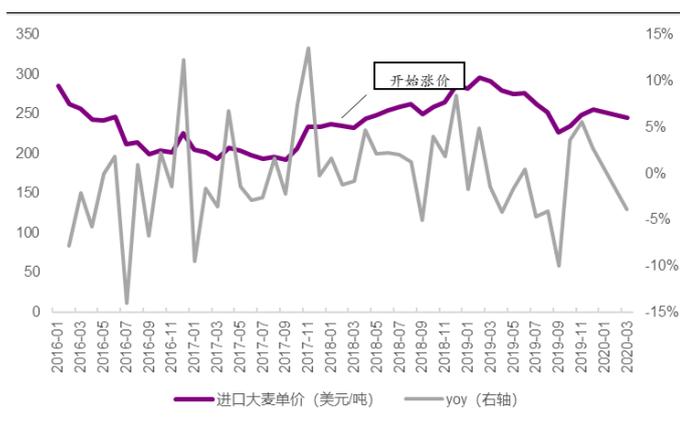
在提价的过程中，啤酒公司通常选择淡季在强势区域先进行提价，因为在这些区域内公司享有更高的话语权。公司在提价初期通常会以返利的形式将利润返还给终端，随着之后厂商和终端、消费者的博弈，在终端和消费者接受价格后，提价完成。

表 4：2007 年以来啤酒行业提价情况

提价时间	厂商	提价区域	提价品牌	价格较提价前涨幅
<b>2007-2008</b>				
2007 年底	燕京	北京	10 度清爽型	6.30%
2007 年底	燕京	其他市场	部分产品	5%
2008 年初	青岛	广州/青岛	纯生	8-10%
<b>2010-2012</b>				
2010 年	华润雪花	安徽、四川、辽宁	部分产品	约 10%
2011 年	燕京	全国	主要品牌	10%
2011 年	青岛	全国	主要品牌	10%
2011 年	华润雪花	吉林	500ml 瓶装	6.7-16.7%
2012 年	青岛		中高端	4-5%
2011-2012 年	百威英博	上海	580ml 罐装/330ml 瓶装	10%
<b>2017-2018</b>				
2017 年 12 月	燕京		460ml 本生	涨 3 元/箱, 1 元/瓶
2017 年 12 月	华润雪花		部分产品	批发价涨 1-5 元
2018 年 1 月	青岛	部分区域	部分产品	<5%
2018 年 1 月	华润雪花		纯生、勇闯天涯、晶尊等九款产品	2-10 元
2018 年 2 月	重庆	核心市场	纯生、易拉罐	5%
2018 年 2 月	燕京	北京	清爽	终端提价 30%
2018 年 3 月	百威英博		500ml 瓶装	终端提价 50%
2018 年 3 月	燕京	北京	低端产品	5%
2018 年 4 月	哈尔滨		部分产品	≤5%
2018 年 5 月	青岛	全国	优质品牌	2 元/箱
2018 年 11 月	喜力 (华润收购后)	全国	喜力啤酒、虎牌啤酒	分别提价 3.8%和 4%

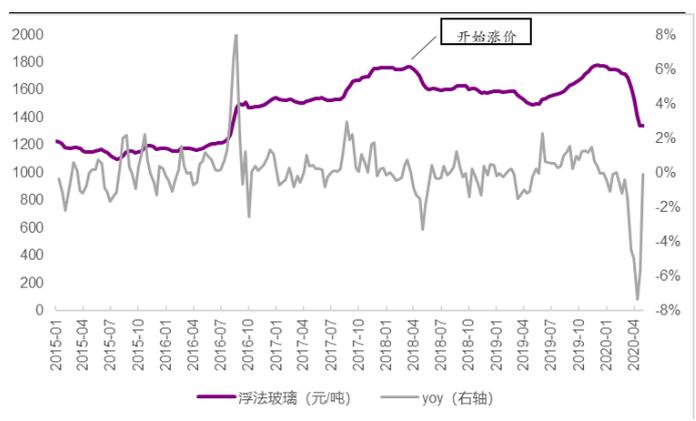
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 17：2016 年以来进口大麦每月平均单价及增速



资料来源：WIND，截止 5 月 31 日

图 18：2015 年以来浮法玻璃每月平均价格及增速



资料来源：WIND，截止 5 月 31 日

2018 年为了对抗原材料成本上涨压力，啤酒厂商开启了一轮集体提价过程，2018 年 1 月 4 日左右包括青岛啤酒、华润啤酒在内的酒企发布公告，对于部分地区提价行为进行说明，声明发布后股价表现显著。

## 2.2.2、组合产品升级

虽然涨价能为啤酒厂商带来短期利润的直接改善，但长期来看，**组合产品升级方能带动整体价格带的上移。**

长期以来，国内厂商在价格带上的位置相对较低，没有或缺少中高端品牌。近年来，谋求高端化的趋势愈加明显：

- 青岛啤酒中档和中档以上布局最早始于 1994 年。2010 年推出逸品纯生和奥古特、2013 年推出鸿运当头；
- 华润雪花自 2005 年推出[勇闯天涯]品牌后，开始涉足中档以上产品。2013 年推出脸谱系列、2018 年推出勇闯天涯 SuperX 和匠心营造，2019 年推出雪花马尔斯绿啤酒和黑狮白啤。2018 年，华润雪花收购喜力在中国的所有啤酒业务，以双方高度互补优势向高端领域拓展。

图 19：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

百威和嘉士伯作为外来啤酒厂商，一开始就以高端品牌的形象示人，近年来面对国内厂商向中高端的进军，采取了积极防御的战略：

- 创设和引入更多的中高端品牌丰富品牌阵列。如百威推出的百威金尊、百威魄斯等高端产品；嘉士伯向中国引进集团下属的凯旋 1664、乐堡等品牌。
- 在国内布局精酿啤酒品牌。如百威收购了拳击猫，并推广旗下其他精酿品牌；嘉士伯收购了京 A、风花雪月等。这些精酿啤酒大多属艾尔啤酒，价格比中高端的工业拉格啤酒更上一层。外来厂商对精酿啤酒的重视，表明中高端啤酒自身向上延展，进一步精致化和小众化。

图 20：百威在中国市场的精酿品牌



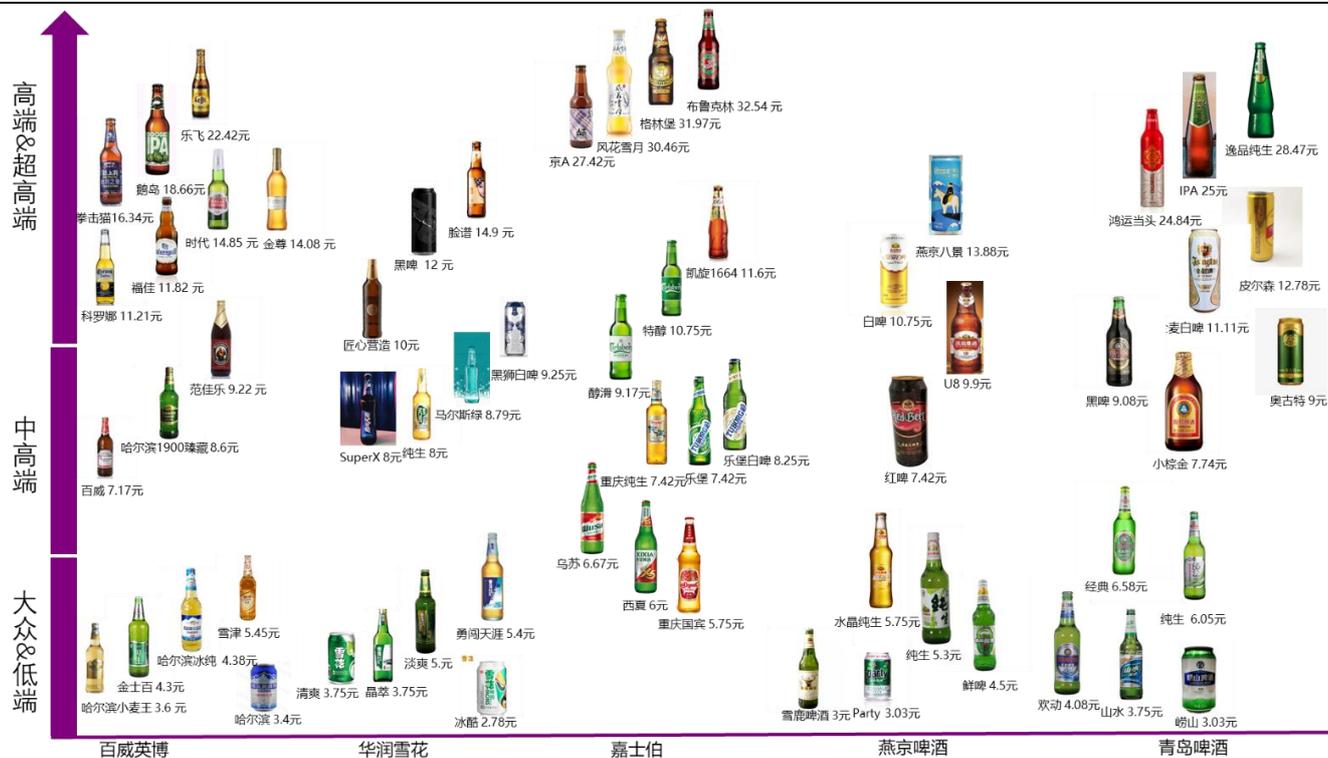
资料来源：百威招股说明书

图 21：嘉士伯在中国市场的精酿品牌



资料来源：嘉士伯官网

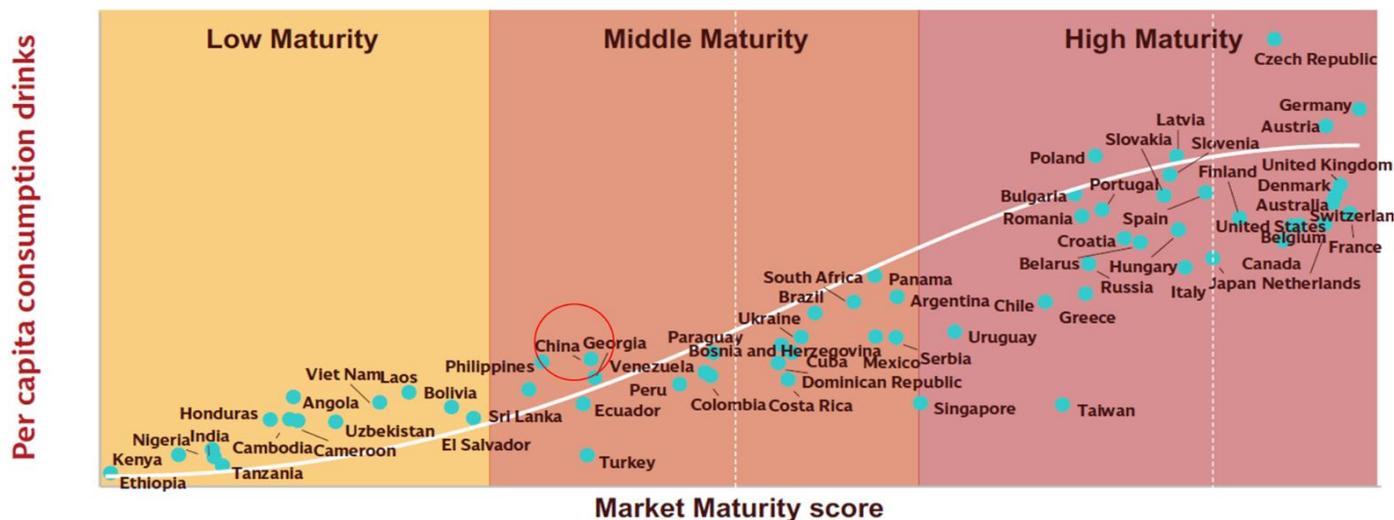
图 22：五大啤酒厂商产品价格布局



资料来源：光大证券研究所根据天猫旗舰店价格整理，数据截止5月30日

啤酒厂商开启中高端化进程，既是适应需求端的变化，也是为了用高利润率的中高端产品提升整体利润率。国际市场上看：中国属于中等成熟度市场，居民的啤酒消费还有很大提升空间。国内啤酒厂商对标外国成熟市场，期望在中国啤酒市场走向成熟的过程中，依靠中高端新品改善盈利情况。

图 23：百威集团基于市场成熟度模型的各区域市场定位



资料来源：百威集团官网

注：图中 China 指中国大陆，Taiwan 指中国台湾地区

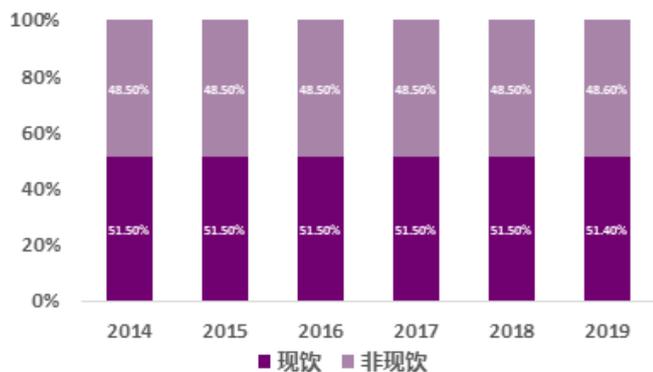
### 2.3、渠道主攻产品差异显著

啤酒渠道较为特殊的地方在于，不同渠道匹配的产品有较大差异性。

啤酒的销售终端渠道主要可以划分为现饮和非现饮两大类，根据 Euromonitor 的数据，两者各占约 50%。

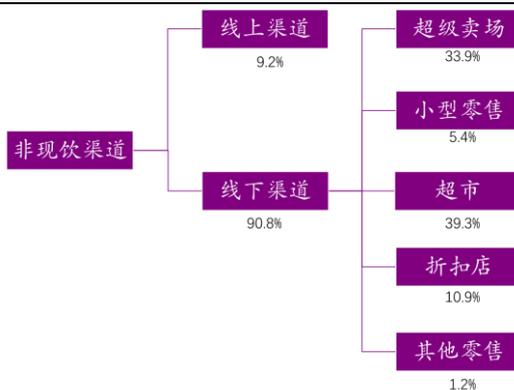
- 现饮包括餐饮和夜场；非现饮包括传统零售和 KA 渠道。
- 从渠道匹配的产品情况看，现饮渠道中，夜场多销售超高端啤酒，A/B 类（中高档）餐饮多销售中高端产品。非现饮渠道中，包括社区店在内的传统渠道占了主流，线上占比较低，非现饮渠道多销售中低端产品。

图 24：我国啤酒现饮与非现饮渠道各占一半左右



资料来源：Euromonitor

图 25：啤酒非现饮销售渠道（2019）



资料来源：Euromonitor

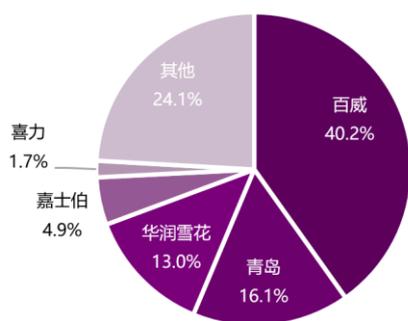
具体来看现饮渠道的销售：

➤ **夜场：**对于价格敏感度低，但对品牌要求高。

夜场渠道对于经销商的依赖较强，通常夜场为非专营，买店方式通常有三种：1、**包量**，啤酒厂商买下一定比例销量；2、**包餐**，指定品牌的啤酒会搭配在夜场的餐食中以赠餐的形式销售给客户；3、**底价进货**，通过谈判压低进货价格。不管哪一种买店形式，夜场都需保证总销售额中该约定比例的啤酒为买店厂商的产品。

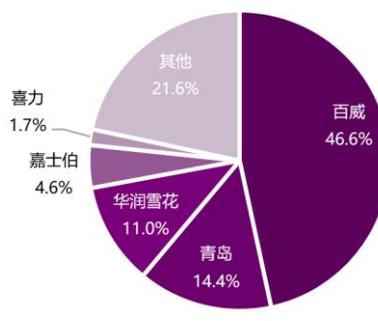
百威主打“进口酒精酿主题”，在夜场渠道具有显著优势。百威自进入中国就着力发展高端餐饮和夜场渠道，在夜场居于强势地位。百威在高端餐饮和夜场渠道的强势使其在高端&超高端细分市场占有最多的市场份额，从2013年-2018年，百威在高端&超高端市场的份额进一步增长至46.6%。华润雪花+喜力从14.7%小幅下降至12.7%。

图 26：中国高端&超高端市场份额划分（2013）



资料来源：百威亚太招股说明书

图 27：中国高端&超高端市场份额划分（2018）



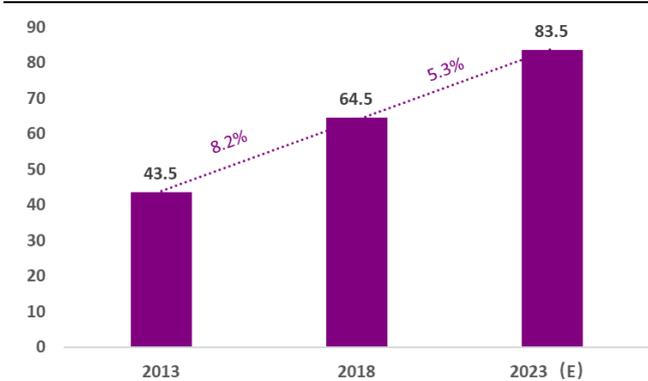
资料来源：百威亚太招股说明书

➤ **餐饮：**中高端餐饮对价格敏感度低，且对品牌有一定要求。低端餐饮对价格较为敏感，品牌要求度低。**AB类餐饮同时是高端/超高端啤酒的主要消费场所。**

和夜场不同，餐饮门店存在买店和混营并行的现象。部分酒企在强势区域可以通过买店来控制终端店，在半强势市场则通过单箱操作费用（每箱出货对终端店的让利）来竞争。啤酒行业二三季度为旺季，厂商通常在4-6月份旺季开始促销。

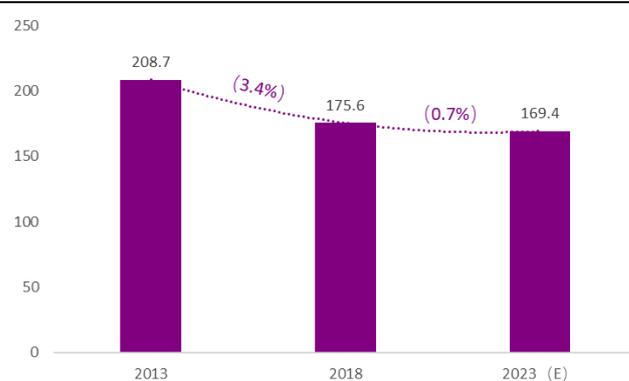
酒水对于餐饮门店而言是毛利较高的品类，因而出于对自身经营利润的考虑，餐饮门店亦有动力去接受中高端价格的啤酒。

图 28：我国餐饮渠道高端&amp;超高端啤酒销量（亿升）



资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data 预测

图 29：我国餐饮渠道实惠&amp;主流啤酒销量（亿升）



资料来源：百威亚太招股说明书，Global Data 预测

### 3、蓄势高端化的啤酒王者

#### 3.1、供给端强力改革，为高端化铺垫

2019 年华润雪花啤酒总销量达到 11.4 百万千升，共占有中国啤酒市场约 25% 的份额，自 2006 年起连续 13 年为全国啤酒销量第一企业，其中“雪花 Snow”是全球销量最高的啤酒品牌。

迈入优质化发展阶段后，华润啤酒在公司架构上做了三个重要动作：1) 剥离非啤酒业务，打造啤酒专业化上市公司；2) 回购 SAB Miller Asia 持有的 49% 股权，使华润啤酒独立；3) 收购喜力中国区全部业务。

图 30：1998-2019 年华润啤酒产能及增速（百万千升）



资料来源：公司公告

表 5：华润啤酒发展大事记

时间	事件
1993	成立华润雪花啤酒（中国）有限公司
1994	与南非酿酒公司达成协议，共同拓展中国啤酒业务
1996	通过股权转让，持有沈阳华润雪花啤酒 90% 的股份
2002	推行大品牌战略，整合旗下所有品牌统一为“雪花”
2005	出售非核心业务，专注发展零售及消费品业务
2005	雪花啤酒荣升中国单品牌啤酒销量第一
2006	啤酒业务总销量位居中国市场第一
2008	雪花品牌啤酒成为全球销量最高啤酒品牌
2011	与麒麟控股株式会社成立合营公司，华润创业占 60% 权益
2014	雪花啤酒成为支持 2022 北京申办冬奥会的唯一啤酒企业
2015	出售全部非啤酒业务，包括零售、食品及饮品业务予华润集团
2015	公司名称由「华润创业有限公司」更名为「华润啤酒（控股）有限公司」
2016	购入南非米勒酿酒持有华润雪花的 49% 股权，华润雪花全资化
2018	与全球第二大啤酒生产商喜力达成长期战略合作安排，签订股份购买协议
2019	与喜力集团正式完成交易，推动啤酒产品的高档细分发展

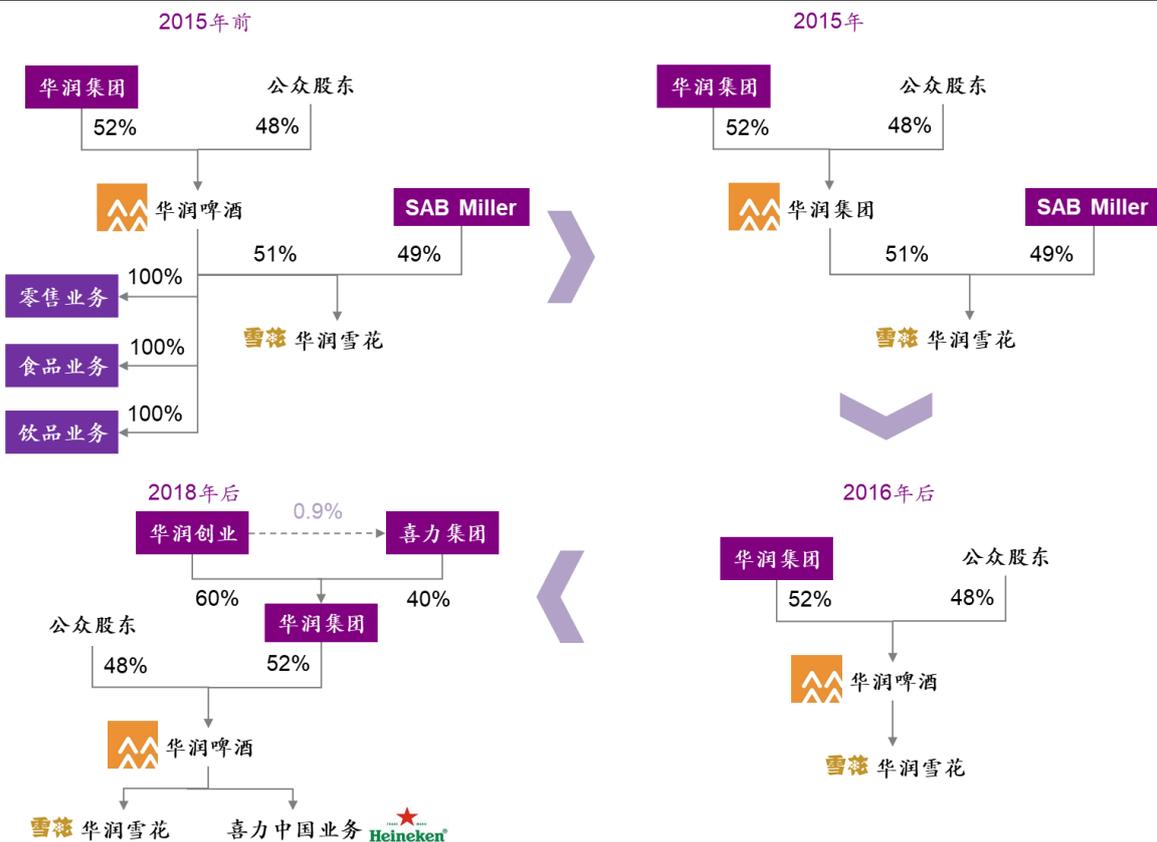
资料来源：公司官网

图 31：华润啤酒走向高质量发展的关键节点



资料来源：光大证券研究所整理

图 32：华润啤酒股权结构变化



资料来源：公司公告

在不断发展中，华润形成了自己的 7 个强势市场（市占率 $\geq 50\%$ ）、8 个半强势市场（ $50\% >$ 市场占有率 $\geq 30\%$ ），另有 17 个市场市占率 $< 30\%$ 。

- 其中：**辽宁**是华润啤酒起家之地，也是公司的传统强势市场；**四川**，公司通过收购当地品牌蓝剑啤酒，将四川变成了自己的优势市场。类似的，通过收购区域性主要厂商，华润在天津、安徽、贵州、江苏的市占率均超过了 50%。
- 另一方面，和其他 CR5 厂商相比，华润的布局更为全国化，单一强势区域对整体营收的贡献低于 20%。

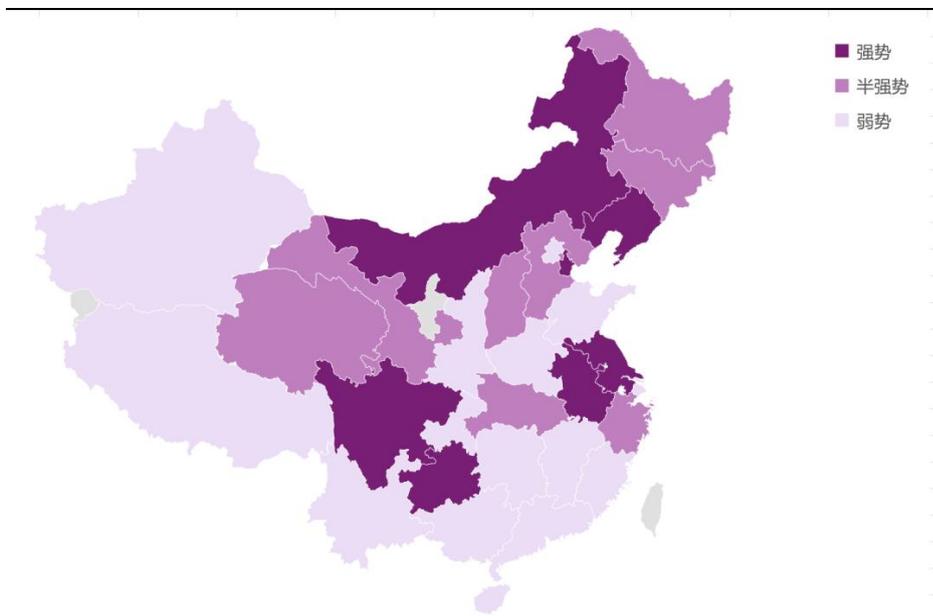
从渠道端看，公司在即饮渠道中的餐饮渠道表现强势，夜店渠道占比略低于行业平均水平。非即饮渠道 KA+ 电商占比约为 5-10%。

图 33：2008 年以来华润啤酒主要的收购事件



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 34：2019 年华润雪花啤酒市场划分

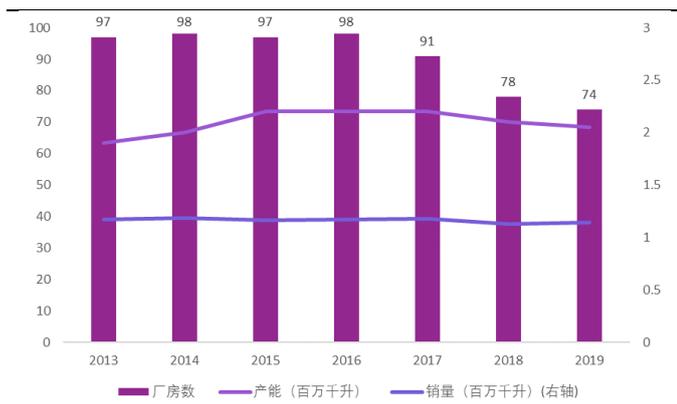


资料来源：光大证券研究整理

注：其中内蒙古东（锡林浩特为界）为强势，内蒙古西为弱势

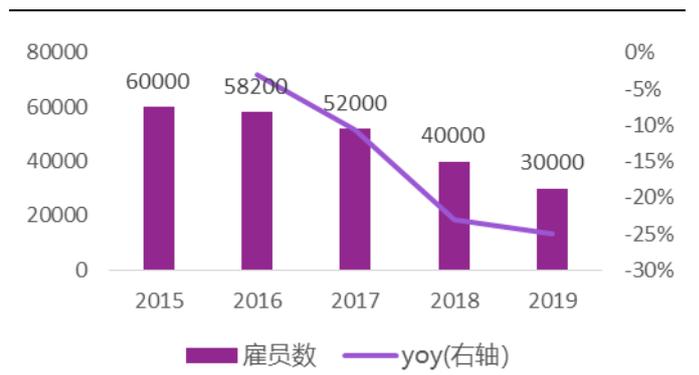
跨过大举扩张期的啤酒行业进入了供给端调整过程，华润亦在 2017 年进行了大刀阔斧的改革，关厂 13 家，减员 12,000 人。截止 2019 年末，公司有啤酒厂数 74 家，雇员数约 30000 人。

图 35: 2013-2019 华润啤酒厂房数/产能/销量变化



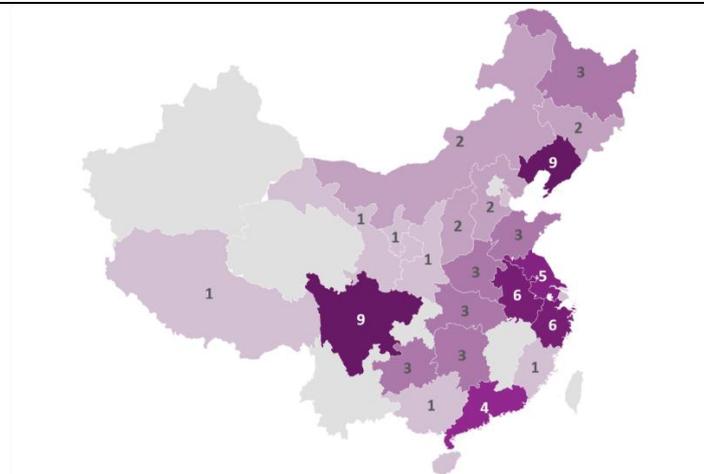
资料来源: 公司公告, 注: 2019 年原喜力并入 3 家工厂

图 36: 2015-2019 华润啤酒雇员数 (人)



资料来源: 公司年报

图 37: 华润雪花各省啤酒厂房数 (2019 年, 家)



资料来源: 公司年报

注: 共 71 家, 另有 3 家工厂于 2019 年由原喜力并入

## 3.2、产品的高端化

在进行供给端调整的同时，华润开启了中高端产品组合升级之路：

- 一方面通过推出新品牌来弥补自身产品价格带的空白；
- 另一方面借助[喜力]品牌弥补在超高端价格带的空白，以和百威抗衡。雪花的主品牌价格偏低，喜力的加入有助于提升整体的品牌调性，同时中长期看对雪花的中高端产品也会有帮助。

### 3.2.1、四大金刚组合出击：

华润针对不同的消费群体、使用场景推出了一系列高端品牌。

- 对于年轻消费者，雪花于 2005 年以极限冒险文化为营销突破口，开展“勇闯天涯”主题活动，成功打造明星产品——勇闯天涯；于 2018 年、2019 年分别推出了勇闯天涯 SuperX 和马尔绿，借助粉丝经济，配合潮流外观设计，再次引起风潮。
- 对中年高端人士，华润在 2013 年推出了超高端试水产品——脸谱系列，营销绑定传统戏剧文化，以“戏味人生”作为宣传标语。
- 针对高端餐饮场景，公司也于 2018 年专门推出了匠心营造系列，并选择冠名知名美食纪录片《风味人间第二季》，收获了对美食具有一定鉴赏力和高端化追求的消费者好感。

自此，勇闯天涯 SuperX、马尔绿、脸谱系列、匠心营造四款产品组成了雪花中高端啤酒领域的“四大金刚”。

图 38：针对不同消费群体、使用场景推出的中高端啤酒“四大金刚”



资料来源：光大证券研究所整理

图 39：公司产品布局



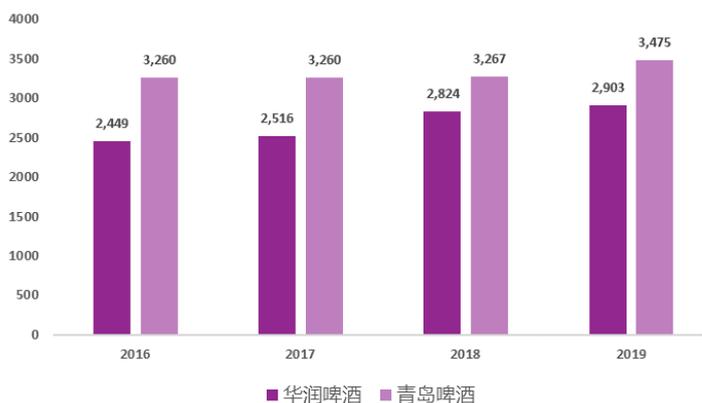
资料来源：公司公告

### 3.2.2、携手喜力抢夺中高端市场

在行业跑马圈地的时代，华润雪花通过低价格、淡口味的大众型啤酒迅速扩大了自己的市场份额，成为了国内市占率第一的品牌。但伴随而来的问题是，随着主流啤酒消费价格带的上移，大众对于雪花“大众为主”的印象需要时间去转变。此外，雪花在高端价格带发力时间较晚、和青岛啤酒相比，高档（6-10元）及超高档（10元以上）价格带的产品也较少。

在大众对于雪花品牌的固有印象困囿下，雪花产品的中高端化推广需要时间的积累。而当前啤酒市场的中高端大趋势已形成，各大品牌均在发力。这样的背景下，携手喜力对于华润而言是最优的选择。

图 40：华润啤酒吨价低于青岛啤酒（元/每千升）



资料来源：各公司年报

图 41：华润与青岛不同价格带产品及上市时间对比

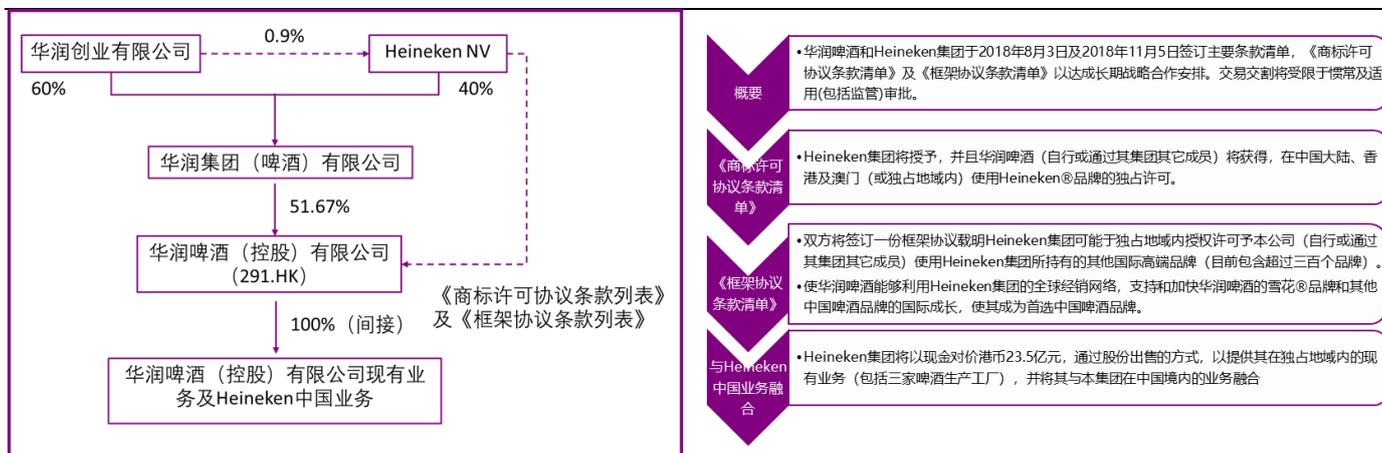


资料来源：光大证券研究所根据淘宝网数据整理

啤酒和白酒有所不同，属于舶来品，有比较强的西方文化属性。尤其在超高端产品为主的夜店渠道，百威以及高端精酿啤酒占据了主导地位。超高端产品独有的品牌文化是需要时间积累的，新创品牌难以在短时间打入。

华润在收购喜力中国后，可以借助这一拥有两百多年历史的品牌作为“敲门砖”来攻入夜店以及高端餐饮渠道，并进一步拉动华润的中高端品牌，同时喜力在中高端的渠道运营经验也可以帮助到华润。另外，借助喜力既有的高端品牌形象，可以提高华润自身品牌调性，也利于未来进入国际市场。

图 42：华润与喜力合作的交易要点



资料来源：公司年报

图 43：喜力与华润的优势高度互补



资料来源：公司年报

图 44：百威淡啤、百威、喜力分获 2019 年全球最有价值啤酒品牌前三名



资料来源：Brand Finance

图 45：2019 年中国啤酒品牌排名

排名	品牌	品牌发源地	C-BPI 得分
1	雪花	辽宁	557.2
2	青島	山东	539.8
3	百威	美国	403.2
4	哈尔滨	黑龙江	366
5	燕京	北京	354.3
6	嘉士伯	丹麦	284.4
7	蓝带	美国	283.8
8	喜力	荷兰	274.2
9	珠江	广东	253.2
10	生力	香港	243.2

资料来源：Chnbrand

另一方面，喜力也需要雪花，喜力此前在中国只有三个工厂，且主要销售区域较为局限，福建、广东和浙江为其强势区域。喜力+华润联合后，华润优秀的团队可以进一步帮助喜力提升整体品牌力。

图 46: 喜力在中国的强势区域和 3 家酒厂



资料来源：公司公告

强强联手后，喜力的产品首先进行了调整。喜力经典产品的口味偏重，而大部分中国消费者偏爱淡口味啤酒。2020 年 5 月 1 日喜力上新了更适合中国年轻消费者的清淡口味产品[星银系列]，此后推出了主攻夜场和高端餐饮的苏尔 SOL。

图 47: 喜力推出更符合中国人口味的星银系列



资料来源：喜力官网

图 48: 喜力星银在口味上更接近百威和科罗娜



资料来源：淘宝网

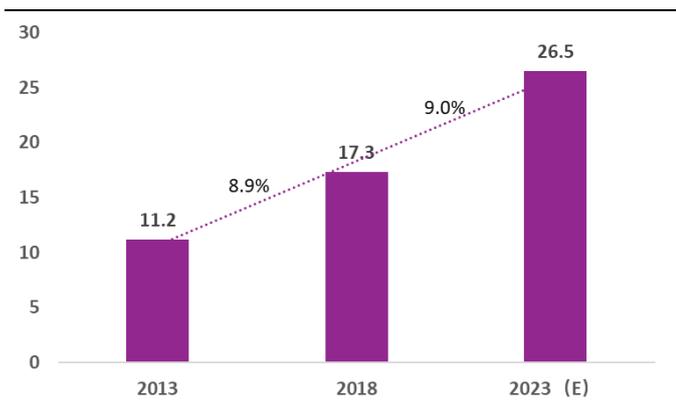
表 6: 电商渠道喜力星银与喜力经典价格对比

		喜力星银		喜力经典	
		零售价 (元)	单位价格 (元/500ml)	零售价 (元)	单位价格 (元/500ml)
罐装	500ml*18 听	159	8.8	119	6.6
	500ml*24 听	189	7.8	152	6.3
瓶装	500ml*12 瓶	129	10.8	129	10.8

资料来源：喜力京东自营店（数据取自 5 月 27 日）

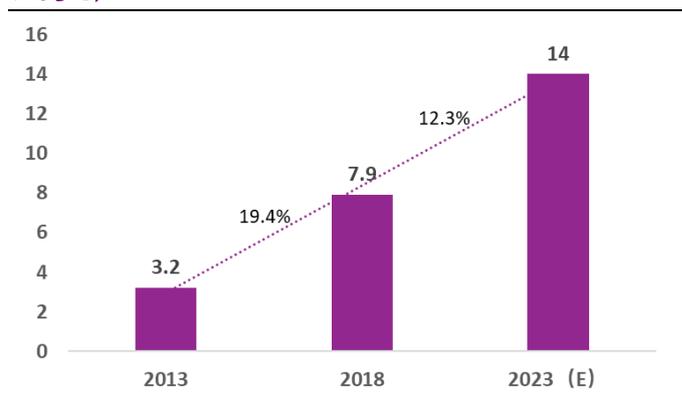
**[喜力星银]**在亚太地区首先在越南推出，推出之后取得了不错的成绩。越南啤酒市场和中国具有一定相似性，对照星银在越南的成功推广，我们看好星银在中国市场的表现：**越南是亚太地区最大及增长最快的啤酒市场之一**，根据 Euromonitor 的数据，2014 年至 2019 年期间越南啤酒消费量及价值的增长率分别为 7.3%和 10.8%。根据百威亚太招股书披露，2018 年，越南啤酒消费量占酒类饮品总消费量 95%，人均啤酒年消费量达到 50L，预计 2018-2023 啤酒消费量复合增长率达到 3.9%。**越南的啤酒消费市场和中国相比有相似性**：随着主流消费群体中年轻人收入的增长、城市化加快带来的中等收入群体崛起，高端、超高端啤酒的消费需求不断增加。

图 49: 2013-2023 越南啤酒市场规模及预测(十亿美元)



资料来源：百威亚太招股书, Global Data 预测

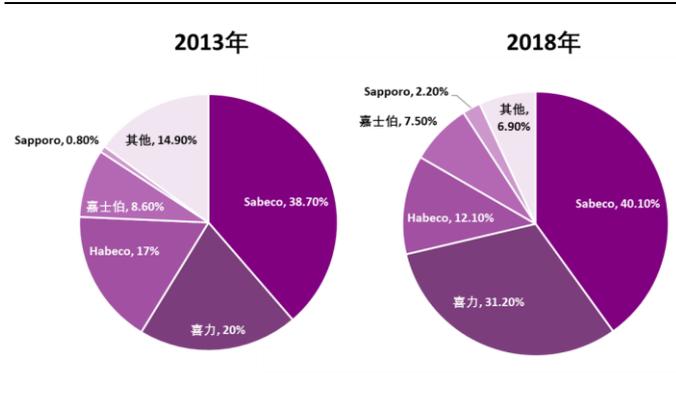
图 50: 2013-2023 越南高端、超高端市场规模及预测(十亿美元)



资料来源：百威亚太招股书, Global Data 预测

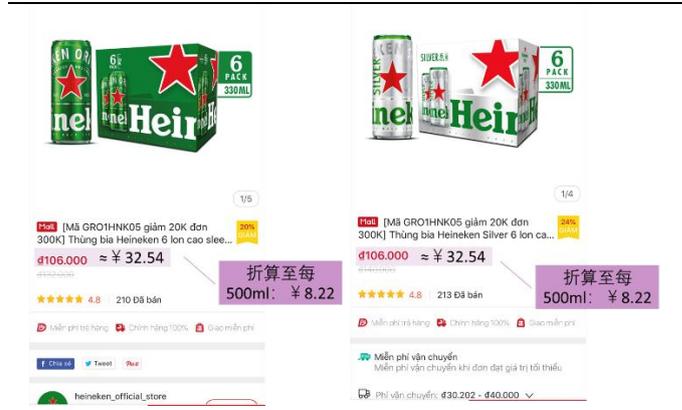
越南是喜力近几年增长最快的市场之一，2017 年-2019 年连续三年销售量增长均超过 10%。2018 年喜力在越南的市场份额达到 31.2%，成为除当地品牌西贡啤酒外第二大啤酒品牌。为提振高端市场的销量，喜力于 2019 年三月专为越南推出了苦味更低的淡啤酒 Heineken Silver 系列，即今年在中国区新上市的喜力星银，与喜力原版定价相同。根据喜力 2019 年报的披露，Heineken Silver 的上市使其在越南市场的份额进一步增加。

图 51: 2018 年越南啤酒市场集中度提高



资料来源：百威亚太招股书

图 52: 喜力经典和喜力银在越南售价情况



资料来源：Shopee.vn，取自 5 月 18 日，汇率为 CNY: VND=3257.33

### 3.2.3、酿酒巨头喜力品牌

喜力拥有全球 190 个国家的三百多个品牌，旗下全球和国际啤酒品牌超过十个，除啤酒外，果酒和无酒精/低酒精饮料也是喜力主推和目前增速较快的两个品类。

图 53：喜力推出的全球和国际酒饮品牌

定位	品牌	销售情况
全球品牌	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Heineken</li> <li>• Heineken 0.0</li> </ul> 	2019年Heineken全球销量增长8.3%，在超过40个市场增速超过10%；Heineken 0.0已在全球57个国家上市。
国际品牌	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amstel</li> <li>• Tiger</li> <li>• Desperados</li> <li>• Birra Moretti</li> <li>• Sol</li> </ul> 	2019年，国际品牌销量实现高单位数增长，其中Tiger和Amstel实现两位数增长；Desperados已在80个国家上市；Tiger和Sol已在中国上市。
国际精酿品牌	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lagunitas</li> <li>• Edelweiss</li> </ul> 	2019年精酿品牌全球销量为5.6百万千升，其中欧洲区增速超过10%，美洲区销量减小；Lagunitas已在35个国家上市，yoy起一倍；2019年加入新的精酿品牌Oedipus和Gallia。
全球果酒	<ul style="list-style-type: none"> <li>• StrongBow</li> <li>• Orchard Thieves</li> <li>• Stassen</li> <li>• Old Mout</li> <li>• Bulmers</li> <li>• Blind Pig</li> </ul> 	果酒是酒精饮料里增长最快的一类产品，2019年果酒全球销量5.6百万千升，在40个市场发售，其中最强势的品牌为StrongBow和Orchard Thieves。

资料来源：喜力年报

喜力星银是面向特定区域消费者专门发售的产品，回顾喜力历年推出的各项新品，针对细分市场和细分人群的产品不在少数，且反响不错。

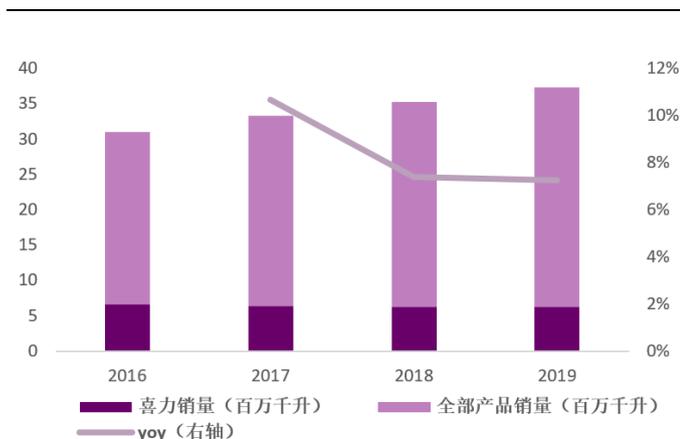
表 7：喜力近年推出新品情况

时间	事件
2016	针对女性消费者，在澳洲推出低碳水化合物、低卡路里的中低酒精浓度新品 Heineken3，酒精浓度 3.3%，热量 86 卡。
2017	推出全新精酿品牌 Maltsmiths Brewery，定位为精酿啤酒，针对对啤酒有好奇心、愿意尝试丰富风味啤酒的消费者。该品牌旗下两款啤酒酒精浓度为 4.6%。
2019	针对苹果酒、罐装葡萄酒、低卡饮料流行的美国地区推出苹果酒 100 卡瘦身罐，每罐 8.5 盎司，热量 100 卡，包含三种口味，一次吸引新的女性消费者。
2019	利用美国便利店高浓度啤酒销售的增长趋势，推出酒精浓度 7.5% 的高浓度墨西哥啤酒 Tecate Titanium。

资料来源：光大证券研究所整理

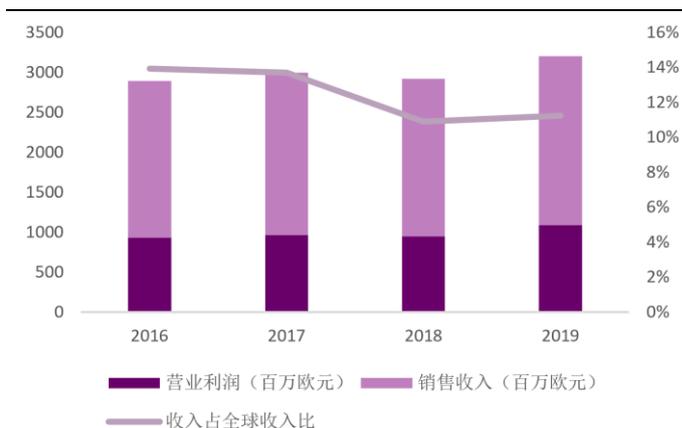
亚太区是喜力全球四个大区中体量最小、增速最快的市场，2019 年亚太区销售额达到 21.18 亿欧元，yoy 增速 7.2%，越南、柬埔寨是喜力在亚太地区最大市场，2019 年增速均在 10% 以上。

图 54：2019 年喜力集团亚太地区啤酒、喜力啤酒销量



资料来源：公司公告

图 55：2019 年喜力亚太地区营业利润、销售收入及占比



资料来源：公司公告

喜力面向全球四个大区的主推品牌各有不同。针对亚太地区，喜力推出的主力品牌包括喜力、Anchor、Larue、Tiger（虎牌）、Bintang 等，部分市场还单独推出其他品牌，如 2018 年 Amstel 在越南、印度上市，2019 年在缅甸推出的全新品牌 Bawdar 等。其中 Tiger 啤酒增长最快，2019 年亚太区 Tiger 虎牌啤酒销售 14 百万千升，同比增速超过 10%。目前喜力在中国区上市的啤酒品牌有喜力、苏尔（Sol）和虎牌（Tiger）。

2019 年喜力在亚太区新上市品牌包括 Tiger Crystal、Heineken Silver 及 Heineken 0.0。Tiger Crystal 已在新加坡、马来西亚、老挝、斯里兰卡四国上市；Heineken Silver 先于越南上市，今年 5 月来到中国；Heineken 0.0 已在印度、澳大利亚、泰国、新加坡、马来西亚上市。

图 56：喜力在中国布局的各价格带品牌组合

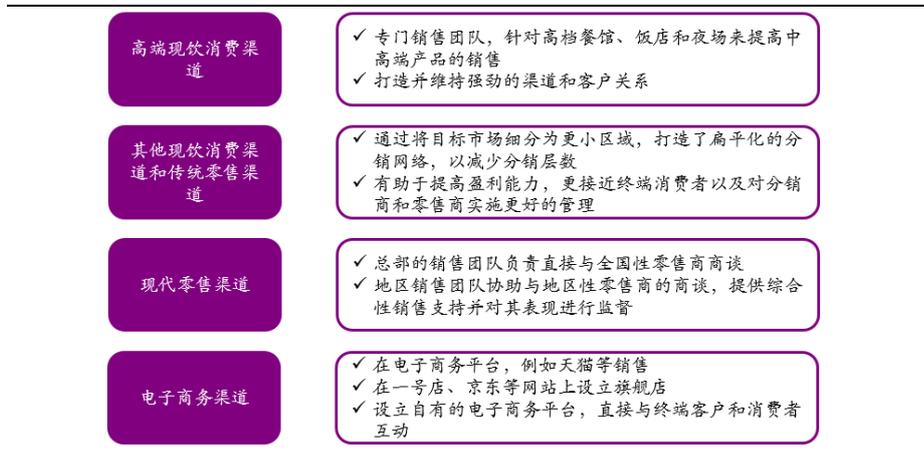


资料来源：光大证券研究所整理

### 3.3、扁平化层级催生对终端的强把控

华润雪花啤酒采取的是经销商渠道的扁平化+深度分销。扁平化是指减少不必要的中间环节，深度分销即华润直接进行终端渠道维护，以增强对渠道的把控力。

图 57：华润雪花在城市市场的销售渠道策略



资料来源：公司公告

相较而言，华润雪花的扁平化+深度分销模式有以下优势：

- 扁平化的经销渠道有助于保障经销商的利润，同时确保经销商对公司的忠诚度。
- 扁平结构下公司直接委派业务员协助经销商管理终端店。在餐饮渠道，业务员平均保持较高的拜访频率，保证了公司对终端的掌控能力。
- 买店费用需要由经销商先行垫付，区域内单一经销商供货避免了因分摊买店费产生的交流和时间成本。

对于品牌来说，大客户制是一个快速进入不熟悉市场的有效方法，但弊端也很明显，例如经销商话语权过高、厂家的策略难以落地、厂家对终端把控能力差等。我们认为，相比百威英博采取的典型的大经销商模式，能够理顺经销机制、管理高效的扁平化+深度分销模式更加适合华润雪花。

- 青岛啤酒在北方区域主推深度分销模式，在华南区域主推大经销商模式。公司在 2019 年报中提出，要在分区域深度分销模式的基础上，不断提高区域市场的分销能力、对终端客户的掌控能力。
- 百威英博在中国实行大经销商模式，厂商将产品交付经销商，由经销商自行对当地市场进行开发。一方面节省公司在终端的投入费用，另一方面可以利用大客户在当地的人脉资源开拓市场。

2018 年 6 月，华润雪花宣布启动全国“渠道二次改造”，计划用三年时间完成。“二次改造”的核心是 CDDS 模型，包括渠道建设和管理模型，由渠

道模式、分销管理模式、经销商经营模式和业务员工作模式构成。CDDS 模式能够进一步加强公司对终端的掌控力，在终端建立强壁垒。

### 3.4、文化形象开道，力推中高端品牌

对于比较重视品牌的超高端啤酒领域，华润选择借由品牌实力较强的喜力打入这一市场；而对于自身推出的中高端啤酒，则选择通过建设文化形象进行品牌的宣传。这是因为中高端啤酒的消费者除啤酒品质外也非常重视品牌蕴含的文化和倡导的价值观。

- 华润旗下勇闯天涯 SuperX 通过 IP 化推广，赞助《热血街舞团》、《明日之子》等节目，使自身品牌与街舞、音乐偶像等潮流元素结合，将自身定位在多元文化的年轻一代。
- 匠心营造，则选择了和品牌高端餐饮定位相匹配的美食节目[风味人间]。

图 58：勇闯天涯 SuperX 赞助《这！就是街舞》



资料来源：新浪微博

图 59：匠心营造赞助[风味人间]美食寻味节目



资料来源：新浪微博

表 8：啤酒厂商赞助活动

赞助活动		时间	活动类型	宣传产品
<b>产品赞助</b>				
百威	百威风暴 EDM 电音节	2013-2019	音乐节	百威铝瓶
	十二道锋味	2019	美食真人秀	百威金尊
嘉士伯	乐堡开噪音乐节	2016-2019	音乐节	乐堡
华润雪花	热血街舞团	2018	综艺节目	SuperX
	明日之子	2018	音乐偶像养成节目	SuperX
	X Games			SuperX
	这就是街舞	2019	舞选拔类真人秀	SuperX
	风味人间	2018/2020	美食节目	匠心营造
<b>品牌赞助</b>				
喜力	欧冠联赛	1994-2020	体育赛事	
	上海网球大师赛	2012-2019	体育赛事	
	F1 中国大奖赛	2017-2019	体育赛事	
	欧洲橄榄球世界杯		体育赛事	
百威	奥运会	1996-2008	体育赛事	
	NBA		体育赛事	
	FIFA 世界杯	1986-2018	体育赛事	

	NASCAR	1982-2007	体育赛事
	高校足球联赛	2000-2002	体育赛事
	全国足球甲 A 联赛	2001-2002	体育赛事
	英超联赛	2019-2022	体育赛事
嘉士伯	欧洲杯	1988-2016	体育赛事
	FIFA 世界杯		体育赛事
	中超联赛	2014-2016	体育赛事
	英超利物浦足球俱乐部	1992-2010	俱乐部
青岛	FIFA 世界杯	2014-2018	体育赛事
	奥运会	2008	体育赛事
	冬奥会	2022	体育赛事
	NBA	2008-2010	体育赛事
	CBA	2012-2020	体育赛事
华润雪花	冬奥会	2022	体育赛事
	西甲联赛	2015	体育赛事

资料来源：光大证券研究所整理

喜力的赞助以运动赛事为主，如欧洲杯、欧冠、ATP 职业网球巡回赛等，包括其旗下二线品牌阿姆斯特宣传也以足球、自行车等国际赛事的赞助为主。2020 年喜力原本的宣传计划包括赞助电影 007、2020 年 F1、欧冠、欧洲杯、ATP 巡回赛等。虽然这些活动由于疫情原因多数被取消或推迟，但给了华润、喜力空隙时间来更好地整合，喜力预计也会将上半年的宣传重心放在新产品星银上。

图 60：喜力原定的多项赞助活动由于疫情原因取消或推迟



资料来源：光大证券研究所绘制

## 4、对于行业未来格局的思考，为什么看好华润？

### 4.1、国内厂商纷纷抢占中高端市场

跨过了行业整合、进入多寡头垄断阶段的啤酒厂商们下一阶段要做的是抢占中高端市场。观察头部品牌的动作，可以发现**主要啤酒企业都在积极进军中高端市场**。

2013 年嘉士伯成为重啤的绝对控股股东，并开始对重啤进行整合。相较而言，重啤整体的产品中高端化升级以及产能优化在啤酒厂商中均处于领先地位。**[乐堡]品牌通过积极的产品宣传，在年轻消费群体中积累了不错的口碑。**

图 61：嘉士伯注资重啤前史回顾



资料来源：嘉士伯公司公告

除引进外资、引入嘉士伯以及嘉士伯旗下的乐堡、1664 等国际高端品牌外，重庆啤酒自身也在尝试推出高端产品。如 2019 年初推出的重庆国宾醇麦啤酒，零售价在 8 元/瓶，主要在餐饮渠道销售。

图 62：重庆啤酒自有中高端产品及嘉士伯引入国际、本土高端品牌



资料来源：光大证券研究所整理

青岛啤酒高端系列产品推出时间相较国内其他品牌比较早，根据美国咨询机构世界品牌实验室（World Brand Lab）2018年发布的《世界品牌500强》排行榜，青岛啤酒成为唯一入选的中国啤酒品牌，可见其在国际上遥遥领先的 品牌影响力。

今年，青岛啤酒通过股权激励进一步激活活力。青岛啤酒于今年4月公告宣布向683名公司高管、骨干人员授予1350万股，约占该计划公告时公司总股本的0.9993%。

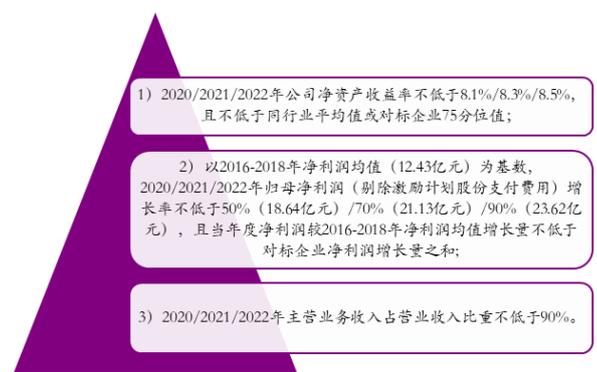
此外，青啤于2015年收购了日本老牌酒饮企业三得利在中国的全部业务。双方与2012年开展合资业务，2015年三得利退出合资经营，将双方对半出资公司的股份出售给青岛啤酒，转为向青岛啤酒收取品牌授权费的模式。

图 63：青岛啤酒股权激励计划具体授予情况

序号	姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益占授予总量比例	标的股票占总股本的比例
1	黄克兴	董事长、党委书记	15.00	1.11%	0.0111%
2	于竹明	执行董事、财务总监	11.00	0.81%	0.0081%
3	王瑞永	执行董事、副总裁	11.00	0.81%	0.0081%
4	蔡志伟	营销总裁	13.00	0.96%	0.0096%
5	姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11.00	0.81%	0.0081%
6	徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11.00	0.81%	0.0081%
7	王少波	副总裁	11.00	0.81%	0.0081%
8	张瑞祥	董事会秘书	9.00	0.67%	0.0067%
其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员（不超过652人）			1,228.00	90.96%	0.9090%
预留部分			30.00	2.22%	0.0222%
合计			1,350.00	100.00%	0.9993%

资料来源：青岛啤酒公司公告

图 64：青岛啤酒各年度考核目标



资料来源：青岛啤酒公司公告

图 65：青岛啤酒旗下的高端、超高端产品

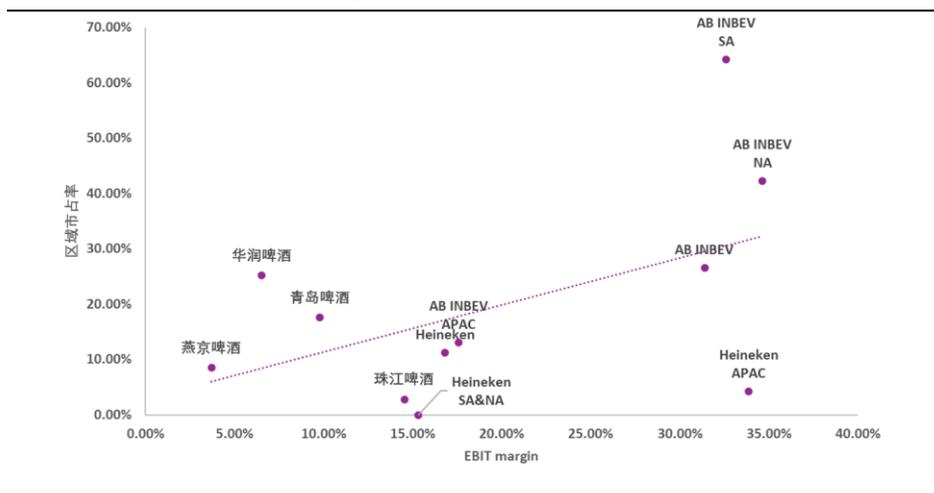


资料来源：光大证券研究所整理

## 4.2、未来格局

啤酒行业具有较显著的规模优势，啤酒厂商在强势区域的盈利水平更好。百威英博在强势的北美和南美地区的市占率远高于其在亚洲地区的市占率，相对应的，这两个地区的 EBIT margin 也更高。在单一龙头地区，公司的 EBIT margin 表现比双寡头格局市场更好，多寡头格局市场的 EBIT margin 最差。

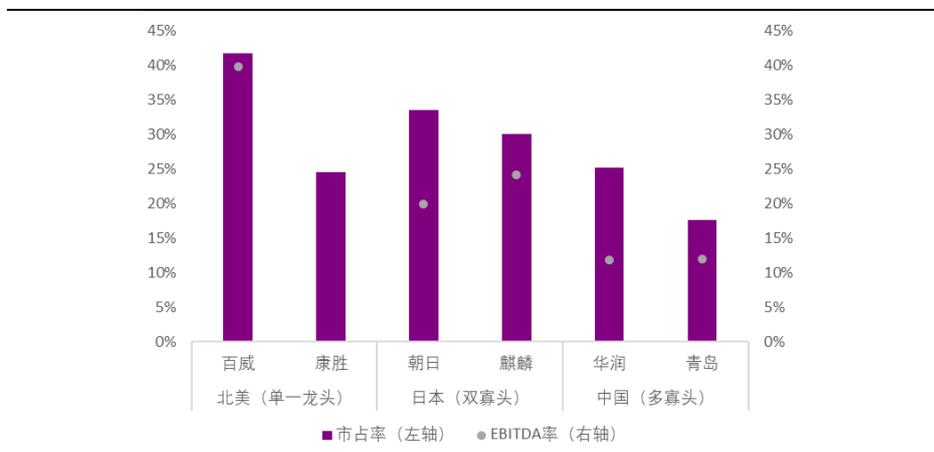
图 66：啤酒品牌 EBIT margin 与区域市占率呈正相关（2019 年）



资料来源：相关公司年报，Euromonitor

注：SA 为南美地区、NA 为北美地区、APAC 为亚太地区

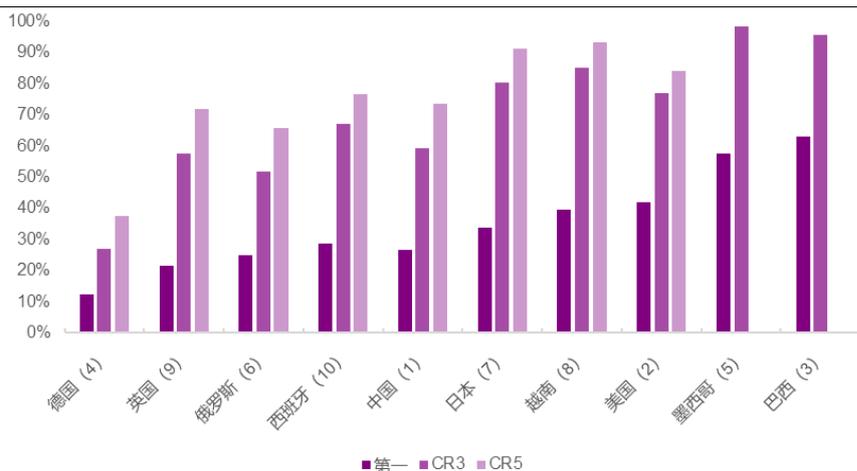
图 67：多寡头市场内的公司 EBITDA 率明显更低（2019 年）



资料来源：Euromonitor, WIND, 相关公司官网

由于啤酒行业的这一特点，我们发现整体来看不同国家啤酒厂商的垄断程度普遍较高，且成熟市场集中度更高。根据 Euromonitor 的数据，2019 年全球啤酒销量前 10 国家中，墨西哥、巴西的 CR3 达到 95% 以上；日本、越南的 CR3 达到 80% 以上；只有英国、德国、俄罗斯的集中度比我国低。部分国家出现绝对龙头企业：百威英博在美国的份额达到 41.8%，较第二名高出 17.2%；墨西哥和巴西的绝对龙头也是百威英博，分别占到 57.7% 和 62.9%。

图 68：2019 全球前十大啤酒市场国家的竞争格局



资料来源：Euromonitor

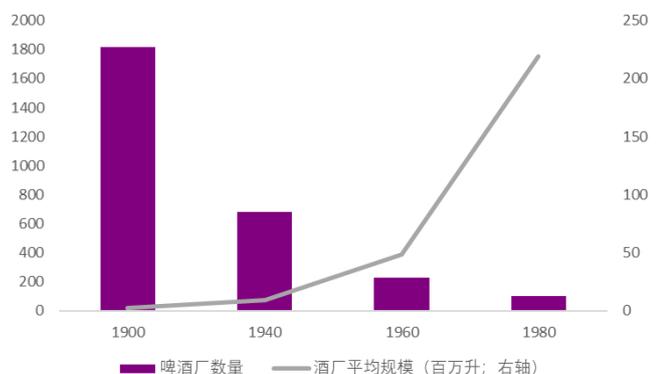
注：括号内数字为 19 年啤酒市场规模排序

### 4.2.1、未来啤酒行业走向何方——以美国经验为参考

同中国一样，美国也经历了集中度提高的过程。行业诞生之初，技术条件限制了啤酒销售半径，导致行业高度分散。随着市场竞争加剧、中小厂商被并购或淘汰，特别是二战后啤酒行业的集中度快速提升，并最终出现了单一龙头 A-B 公司。

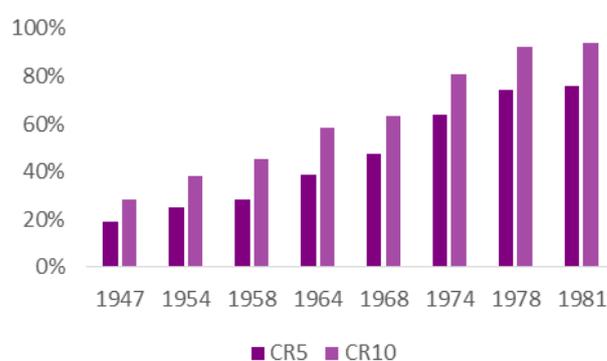
- 上世纪 50-60 年代，价格战风起云涌，中小厂商被淘汰或并购。期间啤酒价格增长 CAGR 仅为 1.6%，而同期人均 GDP 增长 CAGR 为 5%。到 1958 年，前五大啤酒公司仅控制了美国 28.5% 的市场份额。
- 上世纪 70 年代，随着小啤酒厂的基本消失，价格战有所放缓，各大集团纷纷扩建和新建啤酒厂。1980 年美国啤酒行业 CR10 达到 93.9%。
- 上世纪 80-90 年代，各集团势力范围划分完毕，价格战平息，大型集团纷纷关闭地理位置不利、效率不高的酒厂。1970-1990 年啤酒价格增长 CAGR 提升至 4.9%，同期人均 GDP 增长 CAGR 为 7.9%。同时市场份额向前三名公司集中。1998 年美国啤酒行业 CR3 达到 79.9%，出现单一龙头安海斯布希 (A-B 公司)，市占率接近 50%。

图 69：1900-1980 年美国啤酒厂数量减少同时规模增加



资料来源：Beeronomics:How Beer Explain the Word (Johan Wsinnen 等)

图 70：1947-1981 年美国啤酒市场 CR5 和 CR10

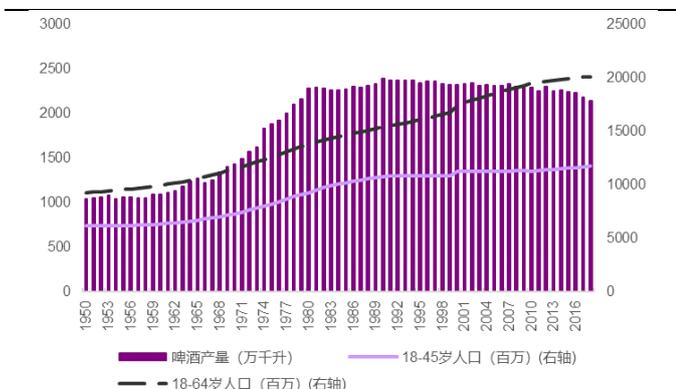


资料来源：The Structure of American Industry(Adams 等),1995.

美国啤酒产量在 1965-1980 年历经了高速增长，从 1269.70 万千升上升至 2277.46 万千升。规模扩张的同时，市场份额向大型啤酒厂商集中。由于在上世界 60 年代，美国大型啤酒公司的产能和酒厂数量有限，旗下产品销往全国需要承担更高的费用，同时要保证产品在消费者心中高品质的定位，因此全国性大型品牌旗下品牌定价更高，随着他们的市占提升，啤酒价格也随之提升，由此开启了美国啤酒行业第一次消费升级。

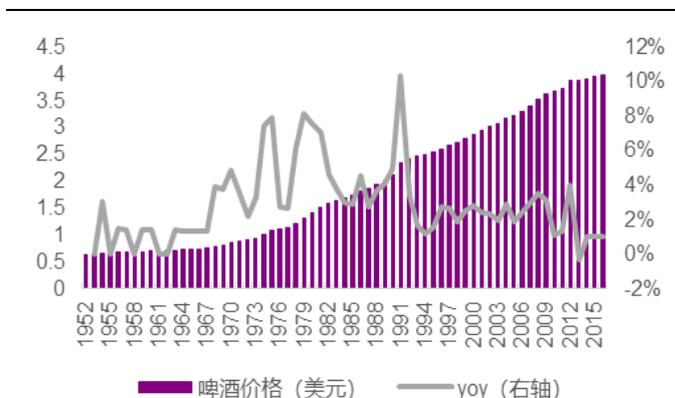
当时社会正处在人均可支配收入高速增长期，同期人均可支配收入增速基本维持在 8% 以上，并在 1973-1981 年间达到高峰。同时年轻人口数量高增，啤酒行业出现代际更替。1960 年-1980 年间美国 18-24 岁人口出现快速增长。18-24 岁人口占比在经历了持续近 20 年的下降后也回升至 1940 年前的水平。

图 71：1950-2018 美国啤酒产量与 18-64 岁人口



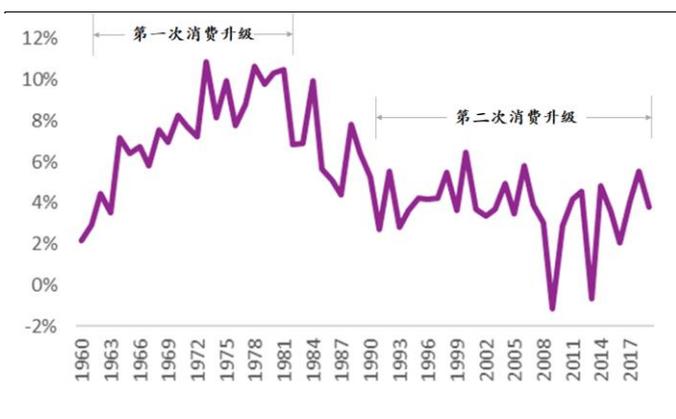
资料来源：WIND

图 72：1952-2016 美国啤酒价格（美元/品脱）及增速



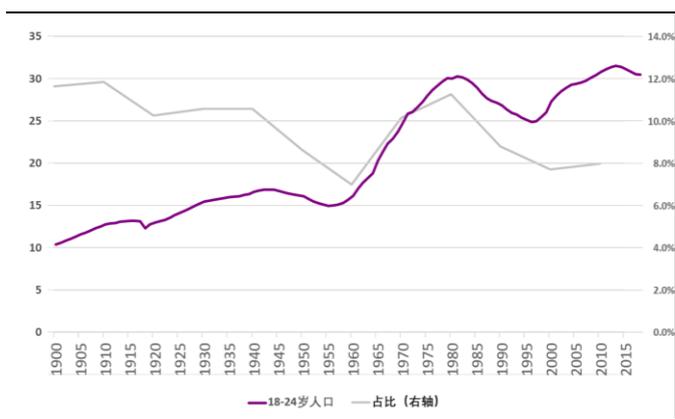
资料来源：US Bureau of Labor Statistics

图 73：1960-2019 年美国居民人均可支配收入增速



资料来源：WIND

图 74：1960 年-1980 年美国 18-24 岁人口增加（百万）

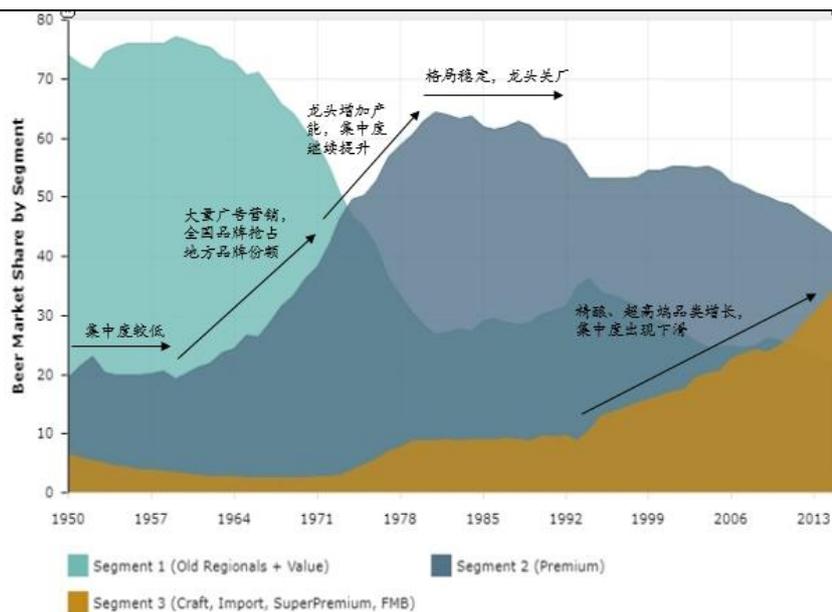


资料来源：WIND

此时啤酒行业正处于竞争最激烈的时期，大型的全国性品牌迅速占领地方小品牌的市场份额。根据 Brewer Association 的数据，1965 年-1980 年间高端啤酒（主要为大型啤酒集团旗下品牌）占比从 25% 左右快速增长到 60% 以上。

- 上世纪 60 年代，大型啤酒集团通过大量广告投放快速提升品牌力，扩大在消费者心中的影响力。主要是得益于上世纪 50 年代美国电视的快速普及：1950-1960 年美国的电视普及率由不到 10% 增长至接近 90%。
- 上世纪 70 年代，在已经具备良好的品牌力的基础上，大型啤酒集团纷纷扩产能建新厂，帮助公司在增量市场中抢占市场份额。1970 年到 1979 年，美国的啤酒消费量增加了约 36%，而 A-B 公司的产能增长 100%，米勒的产能增长则高达 500%。

图 75：1950-2015 年美国各等级啤酒占比



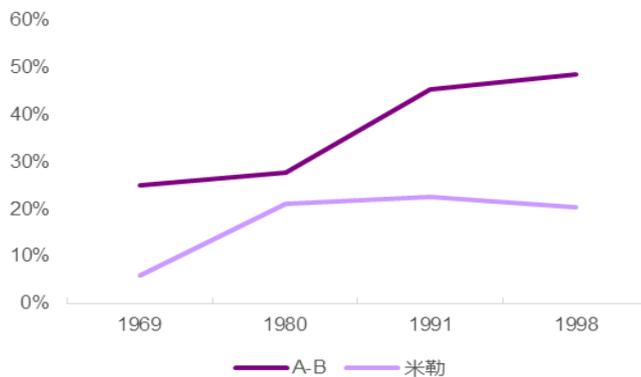
资料来源：US Brewer Association

注 1：Segment 1（普通啤酒），Segment 2（高端啤酒），Segment 3（精酿、进口、超高端、风味麦芽饮料）

注 2：高端啤酒主要为大型啤酒厂商旗下品牌，包括百威、米勒海雷夫等。

上世纪 70 年代，米勒顺势而为大幅提升市占率：市场营销提升品牌力、产品矩阵多元化获增量。1970 年被美国烟草巨头菲利普·莫里斯公司收购前，米勒的市占率仅为 6% 左右，位列第八，此时 A-B 公司市占率为 25%。收购完成后，凭借菲利普·莫里斯公司在烟草行业高超的营销技巧和丰富产品矩阵的经验，米勒针对重度使用者、健康敏感客户群和高档啤酒三类细分市场进行布局，1980 年市占份额跃升至 21.1%，位列第二，仅次于 A-B 公司。

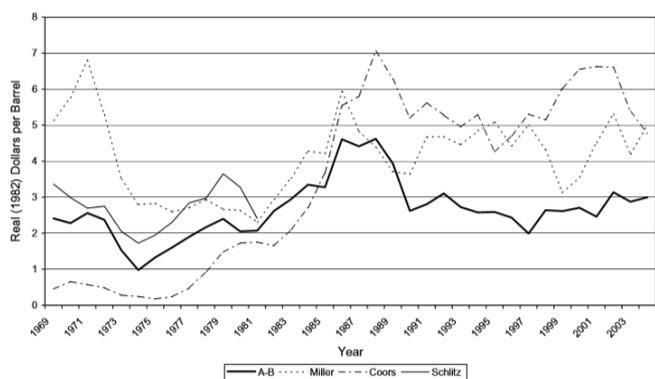
图 76：1969-1998 年米勒和 A-B 的市占变化



资料来源：《苦酿百威—啤酒之王的百年风云》、啤酒科技：《美国啤酒市场的概况》，2001

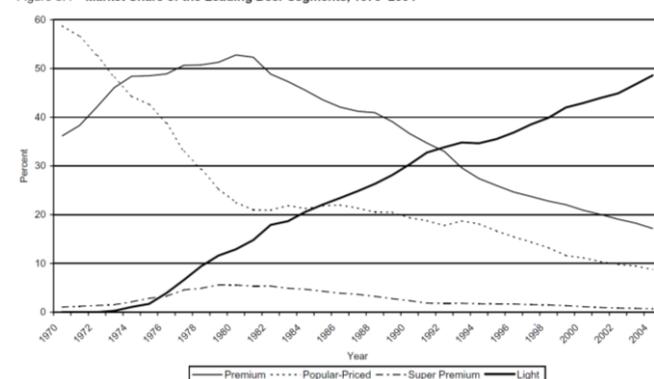
- **市场营销：定位目标人群进行大量广告投放。**米勒公司旗下海雷夫 High Life 的产品定位一直是“价高质优的精品啤酒”，收购完成后公司将目标人群定位为重度使用者（主要为蓝领工人），满足了社会消费升级下蓝领阶层对高质量啤酒的需求，米勒针对他们的特征重新制定了广告营销策略并进行了大量的推广。1971 年，米勒公司一桶啤酒的广告费用为 6.8 美元，是当时市场上龙头公司（A-B、Schlitz、Coors）的 2.5 倍。1978 年海雷夫销量达到 2000 万箱，仅次于百威啤酒。
- 上世纪 70 年代人均可支配收入增速达到巅峰，同时年轻群体人口数量增加，对啤酒多元化的需求增加。此前所有厂商的品牌数量都很少，米勒把握住了时机，成为第一个依靠多品牌战略获得市场份额的啤酒品牌。上世纪 70 年代中期，大多数巨头的营销还集中在单一品牌上，此时米勒推出了包含莱特 Lite 在内的四个品牌。1975 年米勒全面推广淡啤酒莱特 Lite，通过电视、广播、报纸广告对目标顾客进行轰炸，当年达到销量 200 万箱，1979 年达到了 1000 多万箱。
- **借助国外品牌布局超高端。**1974 年米勒公司进军超高端啤酒市场，购买在美国很受欢迎的德国高档啤酒老温伯 MGD 的特许使用权在美国进行生产。

图 77：1969-2004 美国啤酒龙头公司广告费用（美元/桶）



资料来源：Beer Industry Updates: A Review of Recent Developments

图 78：1973 年起淡啤酒逐渐占领啤酒市场



资料来源：Beer Industry Updates: A Review of Recent Developments

**百威回击：同样依靠品牌宣传以及品牌矩阵的多元化，1980 市占快速提升。**面对强势增长的米勒，当时市占第一名的 A-B 公司一度遭遇了增长瓶颈。多年来，A-B 公司长期绑定老客户，出现品牌老化的问题。上世纪 70 年代末，面对消费者日益多样化的需求，A-B 公司通过广告营销和丰富的产品矩阵彻底巩固自己市场第一的位置。

- 加大对原有品牌广告的投入，特别是在大多数啤酒饮用者都喜爱的体育赛事上。这个时期 A-B 公司创造了经典广告语“百威，敬你付出的一切”，并通过创新的广告创意极大的刺激了百威的销量，在第一支广告播出后的 18 个月里，百威销量增加了 1000 多万桶。
- 跟随米勒进入淡啤市场。1977 年，A-B 公司推出天然淡啤 Natural Light 和米狮龙淡啤 Michelob Light 抢占米勒主打产品莱特的市场份额。1982 年，百威淡啤 Bud Light 正式投放市场，通过一系列的广告营销获得了成功。

目前中国的各大啤酒厂商已经历了并购小酒厂，扩建酒厂和缩减产能的阶段，行业进入存量市场。参考米勒的先发经验，我们认为未来抢占市场份额的重要途径是品牌力的培育、以及对产品结构的完善，尤其是高端品牌的布局将成为不容错过的战略制高点。

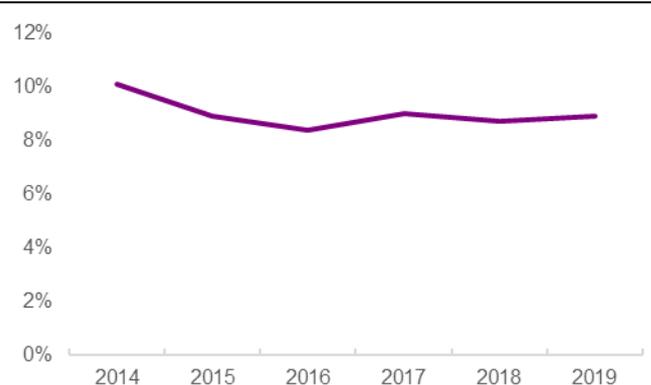
- 目前中国人均可支配收入增速维持较高水平，同时随着 80、90 后成为主要消费人群，对啤酒品质和多样化的需求更高。各大厂商势力划分完毕，不再进行激烈的价格战，已经具备消费升级的条件。
- 产品高端化能够为公司带来更高的边际利润，同时有助于公司在存量市场抢占更大的份额来加强规模优势，进一步提升公司的盈利能力。

图 79: 2003-2018 年中国啤酒产量和 20-64 岁人口数量



资料来源：WIND

图 80: 2013-2019 年中国居民人均可支配收入同比增速



资料来源：WIND

华润雪花前期通过低价战略已经成功登上市占第一的宝座，现在进一步与喜力品牌合作。

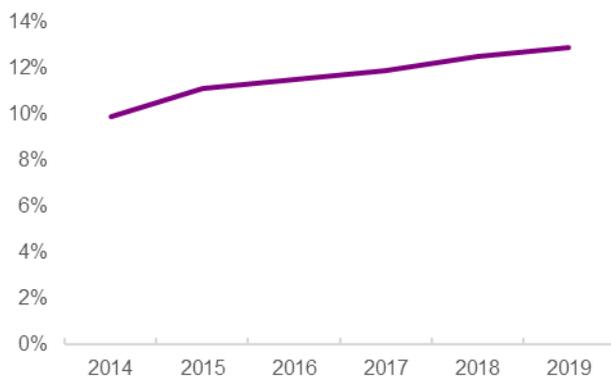
- 利用喜力的产品进一步丰富华润的高端/超高端产品矩阵，带动整体的产品升级。例如 2020 年 5 月 1 日喜力上新了更适合中国年轻消费者的清淡口味产品[星银系列]，之后推广了[Sol]系列。
- 借助喜力的高端定位，满足当代中国消费者对品质的追求。喜力品牌活跃在国际各大体育赛事中，华润自有的高端品牌也通过爆款节目 IP 来扩大自己的品牌力：superX 连续冠名 [这！就是街舞]，匠心营造冠名[风味人间]。

类比米勒的发展，我们看好华润在高端趋势开始之初的积极布局，且当前华润所处的市场格局整体优于米勒（A-B 份额显著领先），我们相信华润有能力取得更好的表现。

#### 第二次消费升级：小众化、个性化、品质化。

上世纪 80 年代以后，精酿啤酒和高档啤酒开始流行，并在 21 世纪得到飞速发展。精酿啤酒的出现和发展给传统啤酒集团带来了挑战。近几年来，美国啤酒行业集中度呈现下降趋势，精酿啤酒份额逐渐上升。精酿酒厂数量飞速增加，至 2018 年占全部啤酒厂数量 98% 以上。

图 81：2014-2019 美国精酿啤酒销量占比提升



资料来源：Euromonitor

图 82：2014-2018 美国精酿啤酒厂数量持续上升



资料来源：Euromonitor

类比美国的啤酒行业发展过程，我们认为中国啤酒市场的整体趋势将先经历高端啤酒的提量升级，而后方迎来精酿啤酒的发展。

图 83：2011-2019 年百威英博收购精酿品牌

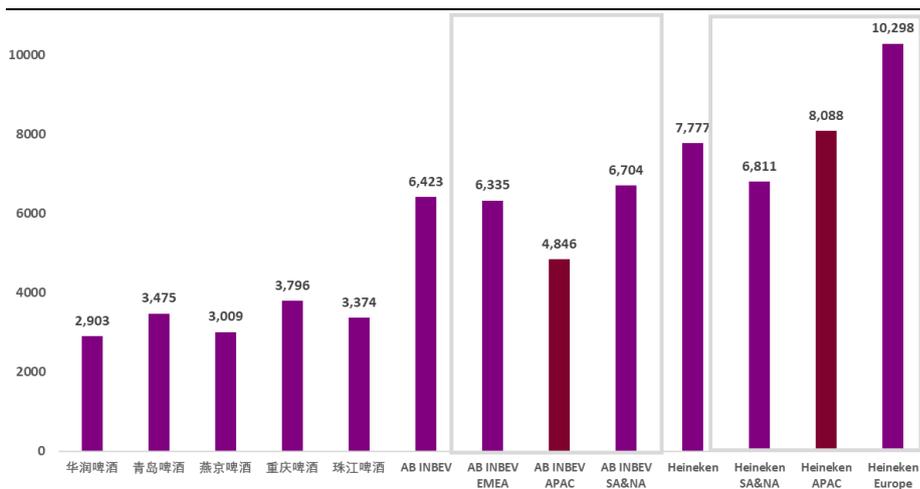


资料来源：光大证券研究所整理

目前我国啤酒行业进入存量争夺阶段，由于中国啤酒行业发展时间较短，相比发达国家，龙头企业市占率偏低。结合以上分析，我们认为伴随着啤酒行业迈向中高端升级方向，未来啤酒行业巨头之间的整合将加剧，可能会出现CR5向CR4/CR3的转变。

华润在行业升级的岔路口选择和喜力合作以提升整体品牌力并丰富高端/超高端产品矩阵，而通过华润的强运营能力，喜力品牌也有望获得进一步的发展。我们相信啤酒王者华润啤酒将会把握住啤酒升级的过程，持续提升中高端市场份额，成为最后洗牌而出的赢家。

图 84：2019 年行业主要公司销售单价及与国际比较（人民币元/千升）



资料来源：相关公司年报

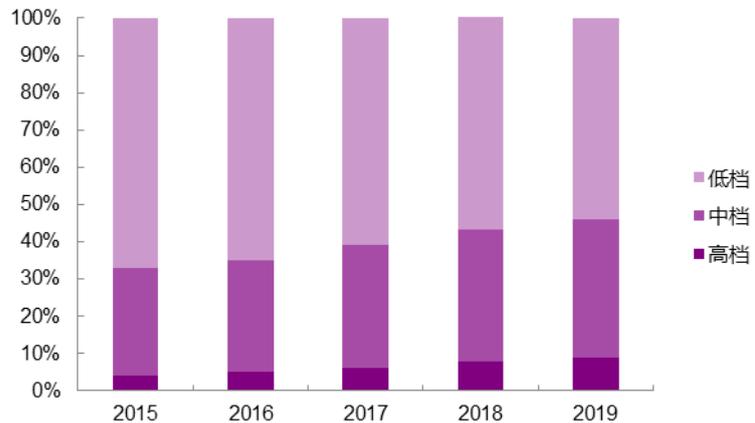
## 5、盈利预测、估值与评级

### 5.1、盈利预测

新冠疫情对于啤酒行业即饮渠道影响显著，根据公司公告，1/2 月营业额预计同比下降约 26%/42%。随着餐饮渠道的恢复，我们预计销售情况自 4 月开始逐步回暖。

由于疫情影响，我们预测 2020 年高档/中档和低档的销售量同比增速将有所放缓，分别为+3%/-5%/-10%（高档品类受益于喜力产品的丰富）；2021 年我们相信喜力的新品将逐步发力，高档的贡献将不断增加，预计各品类的销量同比增速分别为+30%/+5%/+3%；2022 年各品类的销量同比增速分别为+20%/+1%/-4%。预测整体吨价 2020-2022 年分别同比增长 2%/5%/5%。基于以上预测，我们预计公司 2020-2022 年公司收入同比增速分别为-5%/+12%/+6%。

图 85：高端/中档/低档产品销量拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 9：高档/中档/低档产品销量增速预测

	2020E	2021E	2022E
高档	3%	30%	20%
中档	-5%	5%	1%
低档	-10%	3%	-4%

资料来源：光大证券研究所预测

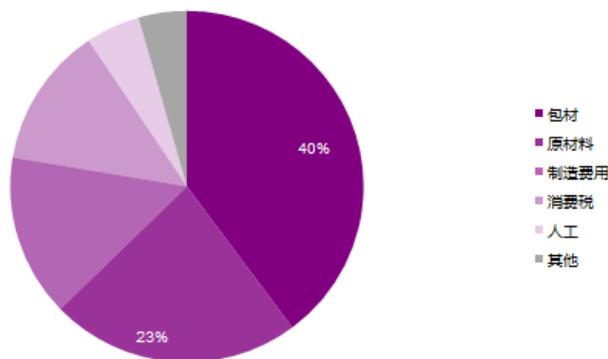
表 10：2020-2022 年收入预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	27,851	28,694	29,732	31,867	33,190	31,491	35,197	37,247
yoy		3%	4%	7%	4%	-5%	12%	6%
啤酒单价 (元/吨)	2,384	2,449	2,515	2,824	2,903	2,961	3,109	3,264
yoy		3%	3%	12%	3%	2%	5%	5%
销售量(百万千升)	11.68	11.72	11.82	11.29	11.43	10.64	11.32	11.41
yoy		0.3%	0.9%	-4.5%	1.3%	-7.0%	6.4%	0.8%
毛利率	31.1%	33.7%	33.7%	35.1%	36.8%	35.9%	39.0%	41.1%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

从成本端看，占比最大的是包装物和原材料（其中大麦占比最大），其他还包括消费税、制造费用以及人工成本等。随着高端产品占比的提升，我们预计整体毛利率将逐步改善，2020-2022 年分别为 35.9%/39.0%/41.1%。

图 86：2019 年成本端拆分情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

公司大规模供给侧改革时期已过，预计关厂带来的资产减值损失以及员工安置费用将逐步减少；另一方面，随着喜力产品的并入，预计公司用于宣传的广告费用（销售费用）将有所提升。

考虑到疫情对于即饮渠道的冲击，我们下调了 2020 年的盈利预测，我们看好公司在中高端市场的表现，上调 2021 年盈利预测。我们预测华润啤酒 2020-2022 年的归母净利润分别为 24.47/40.16/49.14 亿元，EPS 分别为 0.75/1.24/1.51 元。2020-2022 年归母净利润 CAGR 为 42%。对应 2020-2022 年 EV/EBITDA 分别为 25x/17x/15x，PE 分别为 51x/31x/25x。

## 5.2、相对估值——EV/EBITDA 法

考虑到啤酒行业上市公司属于资本密集型企业，前期厂房等投入会产生折旧摊销费用，账面净利无法准确反映盈利情况，因此我们采用 EV/EBITDA 估值法。参考可比公司估值，嘉士伯在入主重啤后，进行了一系列大刀阔斧的改革，包括率先进行产能调整、对中低端产品进行梳理并引入高端产品丰富产品矩阵。从估值看，市场也给予了其一定的估值溢价，其余龙头的 2021 年 EV/EBITDA 主要在 15x-20x 的范围。

表 11：可比公司 EV/EBITDA 情况

	货币	市值(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
华润啤酒	HKD	133,173	31.8	26.4	19.4	16.4
青岛啤酒股份	HKD	83,036	16.1	21.7	16.6	14.5
百威亚太	HKD	301,949	21.6	22.4	16.6	14.7
<b>港股行业平均</b>			<b>23.2</b>	<b>23.5</b>	<b>17.5</b>	<b>15.2</b>
重庆啤酒	CNY	28,709	31.5	36.3	30.1	26.6
青岛啤酒	CNY	76,293	16.1	20.8	16.0	13.9
燕京啤酒	CNY	18,010	13.9	12.5	11.0	10.2
<b>A 股行业平均</b>			<b>20.5</b>	<b>23.2</b>	<b>19.1</b>	<b>16.9</b>

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，2020 年 6 月 1 日

### 5.3、相对估值——PE 法

港股行业平均 2021 年 PE 为 33.2x，A 股平均为 46.2x。考虑到华润领先的行业地位，以及公司在高端啤酒领域的提前布局与决心，我们认为给予一定的估值溢价是合理的。

表 12：可比公司 PE 情况

	货币	市值 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
华润啤酒	HKD	133,173	96.3	56.2	37.6	30.5
青岛啤酒股份	HKD	83,036	37.2	36.9	29.1	25.3
百威亚太	HKD	301,949	45.0	51.6	33.1	28.9
<b>港股行业平均</b>			<b>59.5</b>	<b>48.2</b>	<b>33.2</b>	<b>28.2</b>
重庆啤酒	CNY	28,709	38.9	55.4	45.5	40.2
青岛啤酒	CNY	76,293	37.2	43.9	35.1	30.6
燕京啤酒	CNY	18,010	79.5	91.3	58.1	47.3
<b>A 股行业平均</b>			<b>51.9</b>	<b>63.5</b>	<b>46.2</b>	<b>39.4</b>

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，2020 年 6 月 1 日

### 5.4、估值结论与投资评级

考虑到华润的长期潜力，以及公司在高端啤酒领域的提前布局与决心：提前完善自身品牌结构并与喜力中国携手，我们认为一定的估值溢价具有合理性。考虑到疫情对于公司基本面的扰动，选取 2021 年估值水平，给予 2021 年 21x EV/EBITDA，即 40xPE。上调目标价至 50 元港币，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

- 1) 原材料价格上涨快于预期：包材以及原材料（大麦）构成啤酒行业的主要成本来源，如果原材料价格短期出现较快上涨，则会给啤酒厂商带来较大压力。
- 2) 华润啤酒融合喜力速度低于预期：华润融合喜力后，需要新搭建团队来配合喜力的销售，如果整体整合速度低于预期，则亦会影响整体中国高端推进速度。

利润表 (百万 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,867	33,190	31,491	35,197	37,247
YOY	7.2%	4.2%	-1.2%	6.0%	5.8%
COGS	-20,669	-20,964	-20,194	-21,484	-21,941
毛利	11,198	12,226	11,297	13,713	15,306
毛利率	35.1%	36.8%	35.9%	39.0%	41.1%
其他收入-经营	993	1,017	1,017	1,017	1,017
销售费用 (包括运输费用)	-5,570	-5,925	-5,653	-6,354	-6,761
管理费用	-5,041	-5,046	-3,384	-2,992	-2,980
营业利润	1,580	2,272	3,276	5,385	6,582
D&A	-1,653	-1,601	-1,608	-1,649	-1,686
EBITDA	3,118	3,764	4,775	6,925	8,159
财务费用	-48	-70	-30	-30	-30
应占联营公司损益					
应占共同控制实体损益					
除税前溢利	1,532	2,202	3,306	5,355	6,552
所得税	-547	-892	-860	-1,339	-1,638
持续经营净利润	985	1,310	2,447	4,016	4,914
净利润(含少数股东权益)	985	1,310	2,447	4,016	4,914

资产负债表 (百万 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产:</b>					
现金及现金等价物	1,858	2,340	5,146	9,628	15,036
应收款项合计	906	1,000	998	1,008	1,037
存货	5,379	6,018	5,949	6,024	6,277
其他流动资产	307	417	417	417	417
流动资产合计	8,450	9,775	12,510	17,077	22,767
<b>非流动资产:</b>					
Gross PPE	36,704	36,017	37,030	37,941	38,761
累积折旧	-17,072	-16,604	-18,163	-19,763	-21,400
Goodwill	8,390	9,365	9,365	9,365	9,365
递延所得税资产	2,426	2,532	2,532	2,532	2,532
其他非流动资产	124	384	335	286	237
可供出售投资	9	9	9	9	9
预付款项	240	113	113	113	113
<b>总资产</b>	<b>39,271</b>	<b>41,591</b>	<b>43,731</b>	<b>47,560</b>	<b>52,384</b>
<b>流动负债:</b>					
应付账款及票据	17,637	19,061	18,844	19,081	19,881
应交税金	29	194	194	194	194
短期借贷及长期借贷当期到期部分	704	511	511	511	511
租赁-流动负债		90	90	90	90
流动负债合计	18,370	19,856	19,639	19,876	20,676
<b>非流动负债:</b>					
长期借贷	9		0	0	0
其他非流动负债	1,982	1,884	2,184	2,485	2,787
租赁-非流动负债		124	124	124	124
非流动负债合计	1,991	2,008	2,308	2,609	2,911
<b>总负债</b>	<b>20,361</b>	<b>21,864</b>	<b>21,947</b>	<b>22,485</b>	<b>23,587</b>

<b>股东权益:</b>					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	4,758	5,580	7,638	10,928	14,650
普通股权益总额	18,848	19,670	21,728	25,018	28,740
归属母公司股东权益	18,848	19,670	21,728	25,018	28,740
少数股东权益	62	57	57	57	57
股东权益合计	18,910	19,727	21,785	25,075	28,797
总负债及总权益	39,271	41,591	43,731	47,560	52,384

现金流量表 (百万 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
将净利润调整为经营活动的现金流量:					
净利润	977	2,202	2,447	4,016	4,914
加: 折旧与摊销	1,654	1,724	1,608	1,649	1,686
营运资本变动	1,579	691	-147	153	518
其他非现金调整	-276	-519	300	301	302
经营活动产生的现金流量净额	3,934	4,098	4,208	6,119	7,420
投资活动:					
出售固定资产收到的现金	394	688			
减: 资本性支出	1,641	1,490	1,013	911	820
其他投资活动产生的现金流量净额	233	-1,966			
投资活动产生的现金流量净额	-1,014	-2,768	-1,013	-911	-820
筹资活动:					
债务增加	867	1,875			
减: 债务减少	3,729	2,116			
股本增加		-78			
支付的股利合计	519	487	389	726	1,192
其他筹资活动产生的现金流量净额	-73	-72			
筹资活动产生的现金流量净额	-3,454	-878	-389	-726	-1,192
现金净流量:					
汇率变动影响	31	30			
现金及现金等价物净增加额	-503	482	2,806	4,482	5,409
现金及现金等价物期末余额	1,858	2,340	5,146	9,628	15,036

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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

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

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

### 分析师声明

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

### 特别声明

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

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

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

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

### 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼