

# 食品饮料

## 以美日为鉴，探析我国啤酒行业进阶之路

**美国啤酒行业：营销和资本强者获取最后胜利。**1940-1980年得益于人口增长、经济繁荣，美国啤酒消费量持续增长，至1980年达到高位。1950-1970年美国家庭电视机普及，A-B加大营销投入并确立了行业龙头地位；1970-80年美国啤酒行业整体销量进入存量期，同时淡啤开始流行，A-B紧跟行业趋势推出大单品BUD LIGHT稳固龙头地位。1990年代啤酒行业进入整合期，资本强者通过收购兼拓展区域和产品组合。A-B市场份额自1980年28.5%提升至2002年的49.2%，同期净利润率自5%左右提升至12.3%。

**日本啤酒行业：高税收政策下，企业被迫加快创新周期。**日本政府对酒类行业施加高税收，1975-1985年啤酒税率涨幅达到125.6%，啤酒增长放缓。1987年朝日抓住消费者口味清淡化需求推出大单品Super Dry，此后市场份额超越麒麟成为行业龙头。1990年代啤酒消费量增长停滞，麦芽率较低、售价更低的发泡酒、第三类啤酒诞生，消费量迅速增长并超过啤酒。此外1990年代日本零售业态发展促进酒类流通渠道变革，啤酒罐装化率、清淡化趋势明显。2011年后朝日与麒麟市场份额拉开，营业利润率明显提升。

**归纳与对比：我国啤酒行业进入高端化关键阶段，CR3集中度仍有20%空间，竞争格局改善后盈利能力提升。**当前我国啤酒行业可类比于美国的20世纪70-80年代、日本的80-90年代：1)年轻人口占比下降，啤酒消费进入存量期；2)可支配收入增长加快，消费升级趋势明显；3)行业CR3集中度接近60%，未来仍有20%提升空间；4)竞争格局改善，盈利能力提升。

**未来国内啤酒企业利润率提升空间有多大？来自于开源、节流、回收渠道话语权三个方面。**1)开源：产品结构升级+直接提价，预计未来5-10年吨酒价增幅保持4-6%；叠加罐装化率提升，10年维度测算我国啤酒行业整体毛利率能达到49.3%-54.0%。2)节流：供应链优化空间大，测算产能利用率提升、人均产销量增长后预计EBIT利润率提升空间8-10 pct。3)回收渠道话语权：当前啤酒行业利润蛋糕分配偏向渠道终端，现饮类终端毛利率空间约50-70%。假设未来渠道终端毛利率空间缩减至30-40%，啤酒企业利润会有大幅改善。

**投资建议：中期关注低档酒向中档酒的升级+产能优化；长期关注高端市场话语权的争夺。**中期5-10年角度是中档酒占比快速提升阶段，主要来自于现有主流价格带啤酒的升级，因而主流价格带市场份额高的华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒受益。长期看高端及超高端啤酒市场空间扩容，主要玩家座次或有变局，关注百威亚太、重庆啤酒。

**风险提示：宏观经济波动、疫情持续时间具有不确定性、天气及政策法规等因素不确定性、原材料成本波动、行业竞争激烈。**

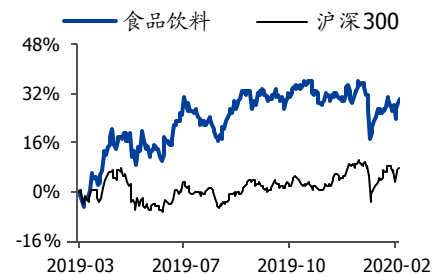
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600600	青岛啤酒	买入	1.05	1.26	1.53	1.85	42.1	35.1	28.9	23.9
600132	重庆啤酒	买入	0.83	1.33	1.22	1.43	57.1	35.6	38.8	33.1
002461	珠江啤酒	增持	0.17	0.22	0.24	0.28	38.8	30.0	27.5	23.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 沈阳

邮箱：shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 《食品饮料：本周专题：为什么看好泸州老窖？》  
2020-03-01
- 《食品饮料：本周专题：春季线上闭门会调研反馈》  
2020-02-23
- 《食品饮料：本周专题：海外啤酒品牌在中国系列之百威英博》2020-02-16



## 内容目录

他山之石：详细复盘美国、日本啤酒行业发展历史 .....	4
美国：营销和资本强者获取最后胜利 .....	4
日本：高税收政策下，企业被迫加快创新周期 .....	9
归纳与对标：我国啤酒行业高端化正当时 .....	14
人口及供需结构对标 .....	14
竞争格局对标 .....	15
头部企业 CR 3 集中度仍有 20%提升空间 .....	15
集中度提升后，啤酒价格加快上行 .....	17
政府管制对行业发展有较大影响 .....	19
探析国内啤酒企业盈利改善空间 .....	19
开源：产品结构提升+直接提价 .....	20
罐装化率增长，有利于毛利率提升 .....	21
节流：供应链优化 .....	22
回收渠道话语权 .....	24
投资建议 .....	25
中期角度：关注低档酒向中档酒的升级+产能优化 .....	25
长期角度：高端市场话语权的争夺 .....	25
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 美国啤酒产量(万桶)及人均啤酒消费量(加仑) .....	4
图表 2: 1940-1964 年美国出生率高增 .....	5
图表 3: 青年人口占比在 1965-1980 年达到高位(单位: %) .....	5
图表 4: 美国 1900-1980 年啤酒厂数量变化(单位: 个) .....	5
图表 5: 美国 1900-1980 年平均啤酒厂规模提升 .....	5
图表 6: 1950-1980 年美国啤酒行业集中度快速提升 .....	6
图表 7: 1950-1980 年代美国前十大酿酒商产量及市占率 .....	6
图表 8: 美国家庭电视的普及率 .....	7
图表 9: 1950-2009 年美国头部啤酒企业每桶啤酒营销费用 .....	7
图表 10: 美国啤酒品牌市场占有率(%) .....	8
图表 11: 主要啤酒企业旗下品牌数量(个) .....	8
图表 12: 日本啤酒税率(日元/升) .....	9
图表 13: 日本啤酒产量(万吨)及人均啤酒消费量(升) .....	10
图表 14: 朝日 super dry 2016 年销量市场份额 49% .....	10
图表 15: 朝日 super dry 销量持续上涨 .....	10
图表 16: 日本啤酒市占率变化 .....	11
图表 17: 1990s 日本经济发展 .....	11
图表 18: 日本人口结构趋于老龄化(单位: %) .....	11
图表 19: 日本对啤酒税率变化(日元/升) .....	12
图表 20: 日本酒类饮料消费结构变化 .....	12
图表 21: 日本东京都啤酒价格(日元/包) .....	13

图表 22: 日本啤酒瓶装占比下降(%).....	13
图表 23: 超市、便利店、折扣店是啤酒主要销售渠道.....	13
图表 24: 中国啤酒行业的不同发展阶段.....	14
图表 25: 美国人均可支配收入快速增长(万美元).....	15
图表 26: 美国按档次啤酒销量结构变化(%).....	15
图表 27: 我国啤酒进口量快速增长.....	15
图表 28: 我国啤酒进口平均单价(美元/吨).....	15
图表 29: 美国啤酒行业 CR 3 集中度变化.....	16
图表 30: 我国啤酒行业 CR 3 集中度.....	16
图表 31: 龙头企业 A-B 公司市场份额变化.....	16
图表 32: 我国头部企业市场份额变化.....	16
图表 33: 美国啤酒价格(美元/包).....	17
图表 34: 中国啤酒零售单价及增速(元/升).....	17
图表 35: 主要啤酒企业吨价提升幅度(单位: 元/吨).....	17
图表 36: 1991-2018 年安海斯布希盈利能力变化.....	18
图表 37: 朝日啤酒和麒麟啤酒市场份额走势.....	19
图表 38: 1995-2018 年朝日酒精类业务盈利能力变化.....	19
图表 39: 我国历年各档次啤酒销量及增速(单位: 亿升).....	20
图表 40: 我国啤酒销量分档次占比.....	20
图表 41: 美国啤酒销量结构(单位: 亿升).....	20
图表 42: 我国啤酒行业结构升级对吨酒价影响测算.....	21
图表 43: 我国不同品类啤酒包装数量及增速(单位: 百万个).....	21
图表 44: 我国啤酒行业罐装化率仍有提升空间.....	21
图表 45: 我国啤酒销售渠道结构.....	22
图表 46: 啤酒非即饮市场中不同销售渠道的占比.....	22
图表 47: 罐装化率提升对吨成本影响测算.....	22
图表 48: 国内啤酒企业毛利率提升空间测算.....	22
图表 49: 规模以上啤酒厂数量明显减少.....	23
图表 50: 单厂产量(2018).....	23
图表 51: 国内啤酒企业产能优化测算.....	23
图表 52: 啤酒产业链利润分布(元/瓶).....	24
图表 53: 主要啤酒企业不同档次销量占比(%).....	25
图表 54: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018).....	26
图表 55: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018).....	26
图表 56: 百威英博中国地区收入增速拆分.....	26
图表 57: 百威英博中国地区 EBITDA 增长.....	26
图表 58: 嘉士伯中国地区销量增速(%).....	27
图表 59: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%).....	27

## 他山之石：详细复盘美国、日本啤酒行业发展历史

### 美国：营销和资本强者获取最后胜利

美国啤酒行业的发展经历了百花齐放、价格战群雄逐鹿、集中度提升、成熟阶段寡头竞争阶段，对我国更具借鉴意义。回顾美国啤酒行业发展历程，安海斯布希除了具备深厚历史积淀、上等啤酒品质外，更是于1950-70年间凭借优秀的营销能力坐稳行业龙头位置。1980年在与米勒进行淡啤话语权的争夺时，出色的营销能力也发挥重要作用。1990年代是全球啤酒行业海外扩张整合的时期，资本强者通过收购兼并扩大啤酒版图，最终成就了全球市场份额第一的啤酒帝国——百威英博。

#### 1820-1910：百花齐放的初级阶段，人均消费量快速增长

这一阶段伴随欧洲移民涌入，外来啤酒文化植根美国，美国啤酒行业蓬勃发展。

1820-1870年750万移民的到来使美国人口增长了一倍多，其中2/3的移民来自嗜好饮酒的德国和爱尔兰。1850年美国共有431家啤酒厂，年产量75万桶。安海斯布希(后文称A-B公司)成立于1852年的美国圣路易斯市，彼时城里1/4以上为德国移民，城内30-40家啤酒厂每年生产6万桶左右啤酒，并且都在当地销售。

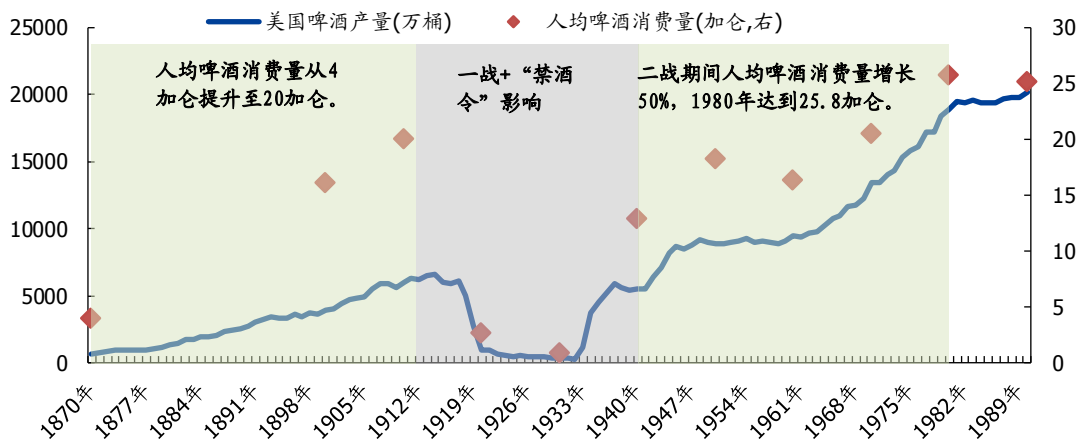
1870-1910年间，美国的人均啤酒消费量增长至原来的4倍，从每年4加仑提升至16加仑。1873年美国有4131家啤酒公司，达到美国啤酒发展史峰值，接近1850年的10倍。1911年美国超越德国成为世界排名第一的啤酒生产国，年产量接近6300万桶，人均啤酒消费量达到每年20加仑。

#### 1910-1940：一战叠加“禁酒令”阻碍发展，推动行业整合

1880年以后虽然整体消费量不断增长，但美国啤酒市场出现供过于求现象，竞争格局分散，1911年A-B公司产量160万桶，市占率2.5%。这一阶段市场竞争加剧，啤酒企业间为抢夺份额开启价格战，大量的小型啤酒工厂合并、倒闭。

1914年一战爆发、1920-1933年“禁酒令”使美国啤酒行业发展受阻，同时淘汰了大量中小啤酒厂。“禁酒令”1920年正式生效，直到1933年美国长达13年的禁酒期终于接近尾声。这期间众多小型啤酒厂关闭，美国啤酒厂数量减少了44%，1934年还剩下756家。大萧条结束后的3年美国经济茁壮复苏，啤酒销量迅猛增长，1938年整个行业增长率达到26%。

图表 1: 美国啤酒产量(万桶)及人均啤酒消费量(加仑)



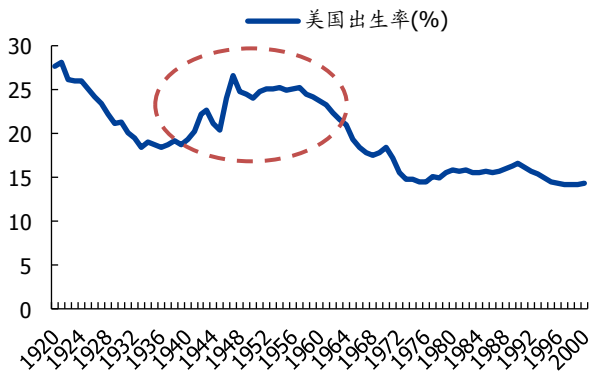
资料来源: Brewers association, 布鲁尔年鉴, 国盛证券研究所(注: 一桶=31加仑)

**1940-1980: 恢复增长, 集中度加快提升**

1940s 二战进一步成就了美国啤酒生意。二战期间美国人均啤酒消费量增长了 50%，1950 年人均啤酒消费量达到 18.2 加仑。美国国内三大啤酒巨头——安海斯布希、帕布斯特和喜立滋，承包了军队需要的大部分啤酒。二战结束后 1946-1964 年出生的美国婴儿潮一代在 1965-1980 年成为消费主力，促进了美国经济的繁荣，也推动啤酒人均消费量提升。

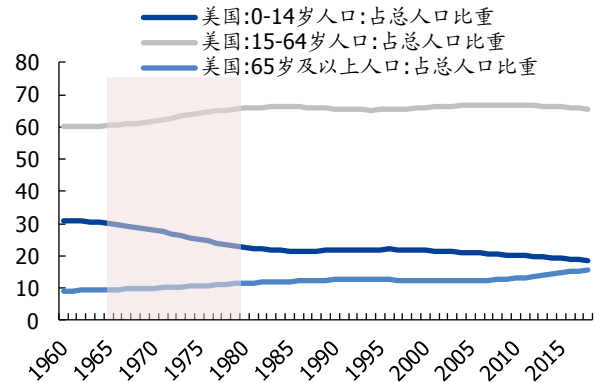
**1960-1980 年人口及收入增长, 人均啤酒消费量继续增长。**受益于婴儿潮一代, 1965-1980 年美国 15-64 岁人口占比逐步提升, 啤酒的目标消费群体不断扩大。这一阶段美国人均 GDP 快速上升, 1978 年突破一万美元大关, 啤酒行业发展势头向好, 人均啤酒消费量突破 20 加仑, 这是自禁酒令颁布前到当时为止最高的人均消费纪录。

图表 2: 1940-1964 年美国出生率高增



资料来源: wind, 国盛证券研究所

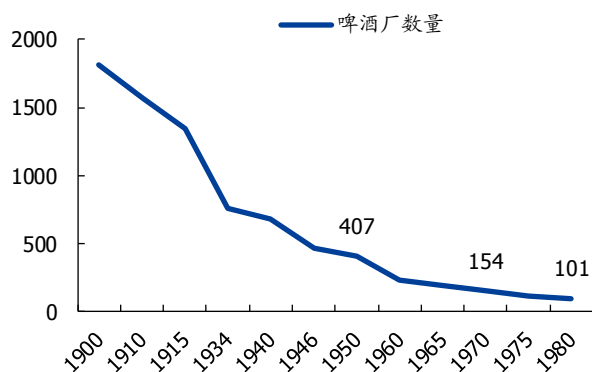
图表 3: 青年人口占比在 1965-1980 年达到高位(单位: %)



资料来源: wind, 盛证券研究所

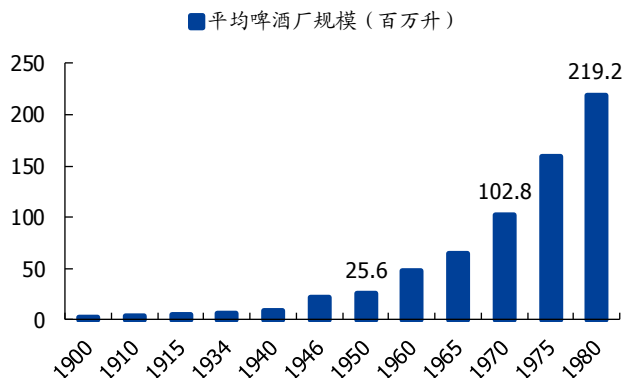
**行业持续整合, 啤酒厂数量减少、平均单厂规模提升。**1950-1980 年代美国啤酒行业竞争激烈, 地方小酒厂由于无法与几大酒商的全国经销网络和雄厚的广告预算抗衡, 接连倒闭退出市场。1970 年“禁酒令”结束后在营的 700 多家啤酒厂只剩下 154 家, 1980 年减少至 101 家。与此同时美国平均啤酒厂规模快速提升, 自 1950 年的 25.6 百万升提升至 219.2 百万升。

图表 4: 美国 1900-1980 年啤酒厂数量变化(单位: 个)



资料来源: Brewers association, 国盛证券研究所

图表 5: 美国 1900-1980 年平均啤酒厂规模提升

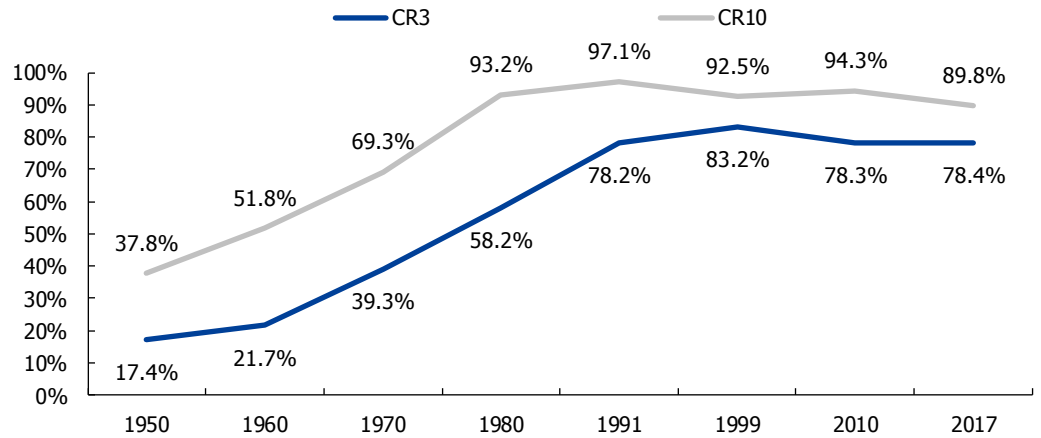


资料来源: Brewers association, 国盛证券研究所

**美国啤酒行业集中度提升, 于 1980 年基本达到稳态。**1950-1980 年美国啤酒行业集中度逐步提升, 位于前十名的啤酒公司基本稳定, A-B 公司自 1960 年代遥遥领先。1980

年美国啤酒行业 CR 10 达到 93.2%，CR 3 为 58.2%，前三名中 A-B 公司和米勒啤酒遥遥领先，三至六名差距不大。此后 10 年市场份额逐步向前三名公司集中，1991 年 CR 3 达到 78.2%，基本形成 A-B、米勒、康胜三国鼎立的格局。

图表 6: 1950-1980 年美国啤酒行业集中度快速提升



资料来源: Beerhistory, 国盛证券研究所

图表 7: 1950-1980 年代美国前十大酿酒商产量及市占率

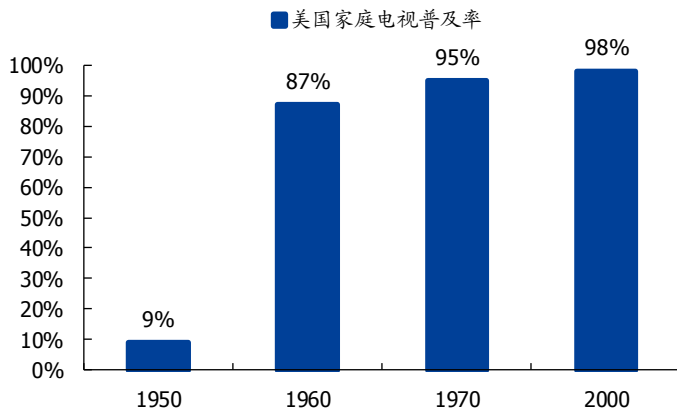
排名	1950		1960		1970		1980	
	酿酒商	万桶	酿酒商	万桶	酿酒商	万桶	酿酒商	万桶
1	Jos. Schlitz Brewing Co.	509.7	Anheuser-Busch, Inc.	847.7	Anheuser-Busch, Inc.	2220.2	Anheuser-Busch, Inc.	5020.0
2	Anheuser-Busch, Inc.	492.8	Jos. Schlitz Brewing Co.	569.4	Jos. Schlitz Brewing Co.	1512.9	Miller Brewing Co.	3730.0
3	Ballantine, Inc.	437.5	Falstaff Brewing Corp.	491.5	Pabst Brewing Co.	1051.7	Pabst Brewing Co.	1509.1
4	Pabst Brewing Co.	341.9	Carling Brewing Co.	482.2	Adolph Coors Co.	727.7	Jos. Schlitz Brewing Co.	1490.0
5	F & M Schaefer Brewing Co.	277.2	Pabst Brewing Co.	473.8	F & M Schaefer Brewing Co.	574.9	Adolph Coors Co.	1380.0
6	Liebmann Bros.	296.6	P. Ballantine & Sons	440.9	Falstaff Brewing Corp.	538.6	G. Heileman Brewing Co.	1327.0
7	Falstaff Brewing Corp.	228.7	Theo. Hamm Brewing Corp.	390.7	Miller Brewing Co.	515.0	Stroh Brewery Co.	616.1
8	Miller Brewing Co.	210.6	F & M Schaefer Brewing Co.	320.3	Carling Brewing Co.	481.9	Olympia Brewing Co.	609.1
9	Blatz Brewing Co.	175.6	Liebmann Breweries	295.0	Theo. Hamm Brewing Co.	447.0	Falstaff Brewing Co.	390.1
10	Pfeiffer Brewing Co.	161.8	Miller Brewing Co.	237.7	Associated Brewing Co.	375.0	C. Schmidt & Sons	362.5
<b>总产量</b>		<b>8283</b>		<b>8791</b>		<b>12186</b>		<b>17631</b>
<b>CR 10</b>		<b>38%</b>		<b>52%</b>		<b>69%</b>		<b>93%</b>

资料来源: Beerhistory, 国盛证券研究所

**1950-70 年是美国啤酒行业价格战时期，龙头企业加大广告营销、竞争趋于激烈。**1950-1960 年美国家庭电视普及率大幅提升，10 年时间内家庭电视普及率从 9% 提升至 87%，这一背景下美国广告行业高速发展。龙头啤酒企业凭借雄厚的资金实力加大广告营销投入，抢占消费者心智以获取更多的市场份额。1950-60 年 A-B 公司、Miller、Pabst 每桶啤酒的营销费用迅速攀升，A-B 公司投入力度较大。1969 年米勒啤酒被菲利普莫里斯烟草公司收购，加大市场投入通过一系列电视广告宣传，米勒的定位从啤酒中的香槟转变为适宜工薪人群的饮料，1975 年米勒啤酒市场份额和产量都已扩张了一倍，总销量自行业第 7 名攀升到第 4 名。

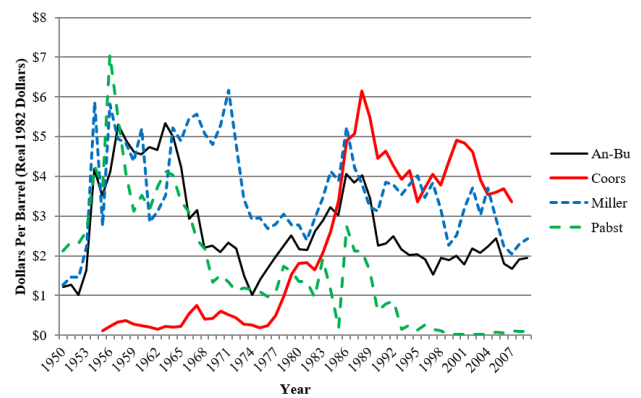
1970 年代后期淡啤开始流行，头部企业争夺话语权。1970 年由于人均啤酒消费量已经达到较高位置，且青年人口增长速度正在放缓，啤酒行业努力寻找新的消费群体并推出适合他们口味的新产品。为迎合更为年轻的年轻大学生群体，1975-1976 年间米勒率先推出了自己的新款低卡啤酒——米勒淡啤，在投入市场的第一个整年就创下了 500 万桶的销量，获得了极大成功。1977 年 A-B 公司快速跟进，推出百威天然淡啤和米狮龙淡啤两款新品，并将 1978 年广告预算提高至 1 亿美元，最终凭借出色的营销能力取代米勒成为淡啤销量冠军。

图表 8: 美国家庭电视的普及率



资料来源: Brewers association, 国盛证券研究所

图表 9: 1950-2009 年美国头部啤酒企业每桶啤酒营销费用

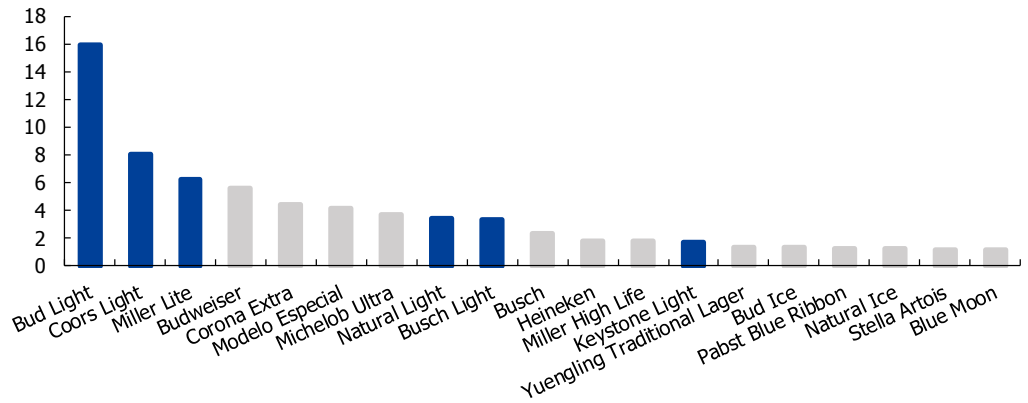


资料来源: 《Journal of Industrial Economics》, 国盛证券研究所

**1980 年美国啤酒销量达到高位，人均啤酒消费量也达到 25.8 加仑的顶峰，美国啤酒主流消费结构转变为淡啤。**这一阶段市场集中度进一步向龙头集中，1985 年 A-B 公司啤酒总产量 6400 万桶，市场份额达到 36%，较 1980 年提升了 7.5 pct。其中百威啤酒销量 4650 万桶，同比增长 4.5%；而 1982 年推出的百威淡啤销售量达到 540 万桶，同比增长 28.6%。

淡啤成为主流，2000 年前后淡啤占到美国啤酒消费量的 40% 左右。淡啤一方面迎合了美国便利店业态走向成熟后家庭消费啤酒趋势，另一方面低卡的特点也符合人们对健康的追求。21 世纪美国最畅销的 20 款啤酒里，淡啤占据 10 名，BUD LIGHT 成为迄今为止美国最受欢迎的啤酒，单品牌市占率约为 16%。Coors 和 Miller 淡啤市占率也分别位列第二/第三，占比 8%/6.2%。

图表 10: 美国啤酒品牌市场占有率(%)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

### 1990s 后: 美国内部整合+全球化并购潮

美国啤酒行业 1990 年代后步入成熟期, 主要啤酒企业开启了国际扩张。1991 年 1 月起, 政府将啤酒的联邦货物税翻倍增加到 18 美元/桶, 给本就增长乏力的国内啤酒企业施加了压力, 1991 年百威销量出现首次下滑, 下跌接近 6%。这一阶段 A-B 公司开始进行对外扩张先后收购欧洲、韩国啤酒品牌。此后 A-B 公司百威开始在亚太地区进行布局, 2002 年 A-B 公司与青岛啤酒签署《战略性投资协议》, 2004 年收购国内的哈尔滨啤酒。2008 年英博啤酒收购 A-B 公司, 成立百威英博公司, 交易对价 520 亿美元, 成为全球啤酒航母。

与此同时, 美国第二大品牌米勒啤酒 2002 年被总部位于伦敦的南非啤酒公司收购, 交易对价 56 亿美元, 收购结束后南非啤酒公司更名为 SABMiller。2008 年 SABMiller 和 Molson Coors 合并成立了合资公司 MillerCoors, 美国位列第二、三名的啤酒公司合并。

需求多元化, 啤酒企业扩大品牌组合。1950 年大多数啤酒厂商仅生产 1-2 种旗舰品牌, 1970-1980 年淡啤的流行促进企业进行多品牌战略。随着生活水平提升, 消费者需求逐步多元化, 这一趋势在 1990 年后更加明显。2010 年百威英博旗下啤酒品牌多达 55 个, MillerCoors 旗下啤酒品牌 61 个。

图表 11: 主要啤酒企业旗下品牌数量(个)

年份	Anheuser-Busch	Coors	Miller	Pabst
1950	2	1	1	1
1960	4	1	1	9
1970	3	1	4	5
1980	5	2	3	10
1990	10	10	9	17
2000	29	14	21	54
2010	55	-	61	33

资料来源: 《Journal of Industrial Economics》, 国盛证券研究所



## 日本：高税收政策下，企业被迫加快创新周期

日本啤酒市场由于政府管控原因天生集中度高，此外政府高税收政策下，企业被迫加快创新周期。对我国而言，日本啤酒行业的借鉴意义在于两个方面：1) 朝日抓住消费者喜好变化，推出大单品 Super Dry 后市占率超越麒麟，改变了行业格局。2) 随着 1990 年代日本零售业态的发展，酒类流通渠道也发生明显变化，为行业罐装化、口味清淡化趋势带来契机。

### 1949-1984：二战后起步发展，经济高速增长，啤酒大众化

二战之前啤酒在日本是高端饮料，行业垄断程度高。二战之前日本啤酒是高级奢侈饮品，日本啤酒企业严格使用正宗的德国原料、配方和酿造技术，并且以此标榜为高品质且正宗的啤酒，主要在西餐馆、酒吧饮用。彼时日本最大的啤酒生产企业是日本麦酒公司，控制了餐饮业的批发店网络；而第二名麒麟啤酒致力于开发面向个人家庭消费的批发零售网络。二次世界大战后日本经过解散财阀、排除垄断的战后改革，日本麦酒公司被分割为后来的札幌啤酒、朝日啤酒，和麒麟啤酒三分天下。

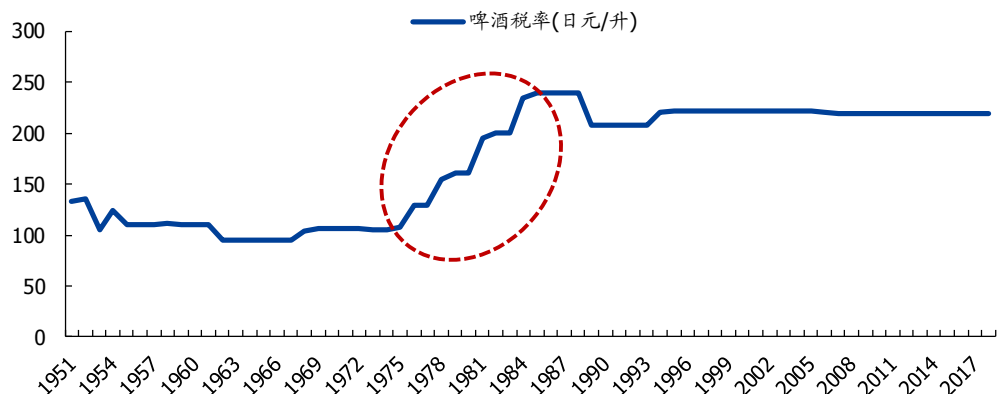
伴随经济复苏、家庭冰箱普及，啤酒消费大众化。战后 1950-1970 年日本经济快速复苏，社会&企业设备投资空前活跃，城镇化水平提升、全民奔小康，带动啤酒消费量增长。日本人口从 1950 年的 0.84 亿上升到 1970 年 1.05 亿，人均 GDP 从 400 美元上升到 4000 美元。1952 年日本市场上开始出售家庭小型冰箱，1965 年冰箱普及率达到 50%，1976 年达到 100%。随着国民收入增加和冰箱的普及，人们对饮料的需求增加，啤酒的消费从高级餐馆走进了家庭。消费结构从餐饮业向家庭转移，到 1970 年代，家庭啤酒消费量扩大到餐饮业消费量的两倍。

这一阶段，家庭零售渠道占优的麒麟市占率领先。1960 年代中，排名第一的企业有 50% 以上的市场份额，并且前两个企业的市场份额合计有 75% 以上。进入 1970 年代，麒麟份额慢慢提高到 60%，1976 年达到 65% 的高位。

### 1975-1985 年：酒类加税涨价，啤酒消费增长放缓的 10 年

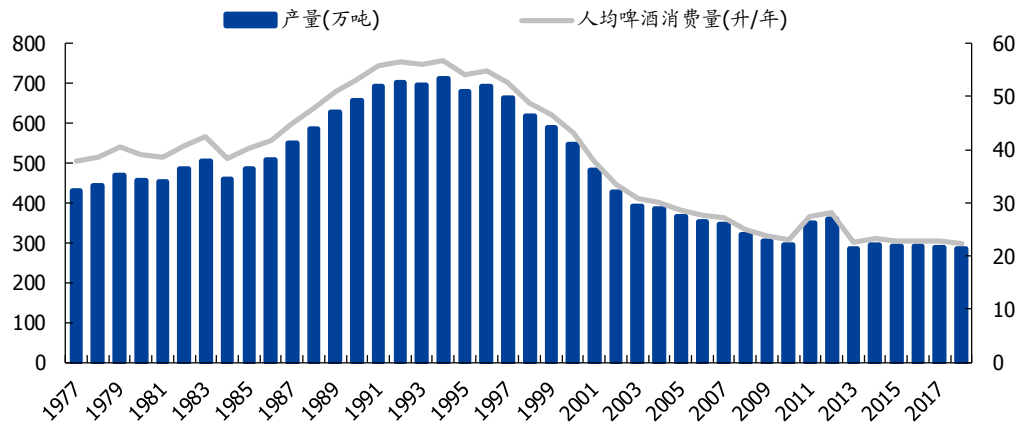
日本是酒类重税制度国家，政府税收政策对啤酒行业发展影响深远。啤酒实施从量税，自 1975 年日本啤酒税率开始明显提升，自 1970 年的 106 日元/升增长至 1984 年的 239.1 日元/升，涨幅达到 125.6%。根据日本酒税厅，1984 年啤酒消费量占整体饮料消费量的 64.8%，征税额占整体酒税的 60.4%。这一阶段日本啤酒产量增长放缓至个位数，而烧酒销量较快增长。

图表 12：日本啤酒税率(日元/升)



资料来源：日本酒税厅，国盛证券研究所

图表 13: 日本啤酒产量(万吨)及人均啤酒消费量(升)



资料来源: 欧睿, 世界银行, 国盛证券研究所

### 1985-1993: 朝日推出“Super Dry”生啤, 带动日本啤酒行业突破瓶颈

1987年朝日啤酒通过对消费者需求的深入研究发现, 消费者想要一种清爽干净的口味, 可以大量饮用, 并且可以与任何类型的食物搭配的啤酒, 因而朝日1987年发布了“Super Dry”, 将其推向市场的巅峰, 带动日本啤酒业突破瓶颈, 也奠定了朝日啤酒行业龙头地位。

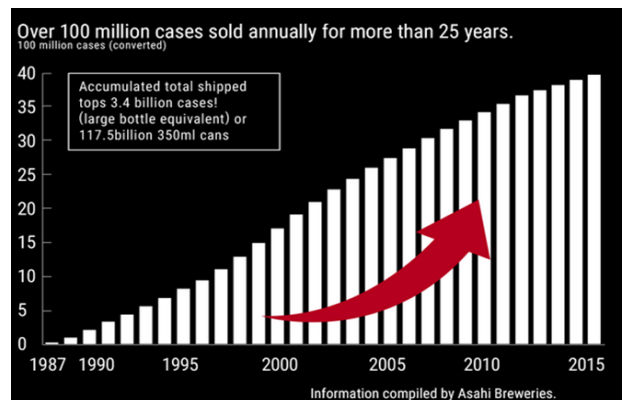
“Super Dry”在日本推出的当年销售1350万桶(约159KL)。1988年日本市场销售的啤酒中, 生啤的市占率达到39%。“Super Dry”自上市以来连续25年每年都可以卖出超过1亿箱, 2016年“Super Dry”的销量占日本啤酒总销量的49%。

图表 14: 朝日 super dry 2016 年销量市场份额 49%



资料来源: 朝日官网, 国盛证券研究所

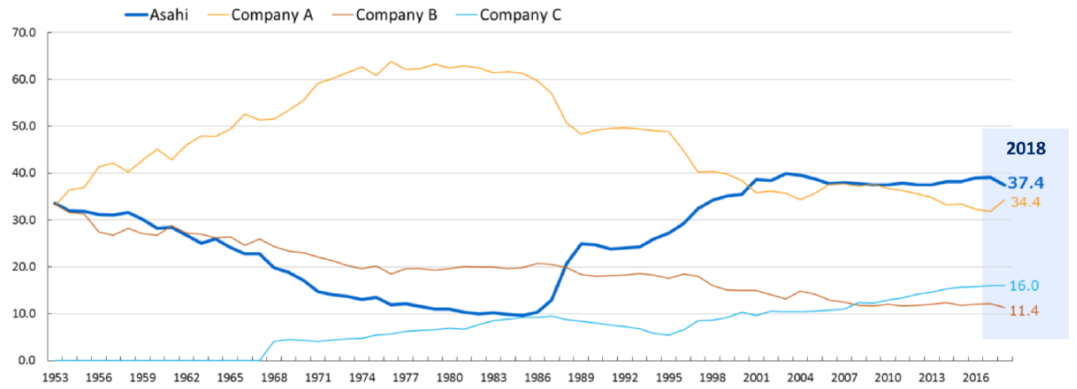
图表 15: 朝日 super dry 销量持续上涨



资料来源: 朝日官网, 国盛证券研究所

朝日超越麒麟成为日本啤酒行业龙头, 二者分列伯仲。凭借“Super Dry”这一大单品, 朝日在日本啤酒市场的市占份额自1986年开始快速上升, 并于2000年前后首次超越麒麟。2018年朝日啤酒以37.4%保持首位, 麒麟啤酒以34.4%排名第二, 三得利和札幌啤酒的市场份额分别为16.0%和11.4%, Orion啤酒为0.9%。

图表 16: 日本啤酒市占率变化



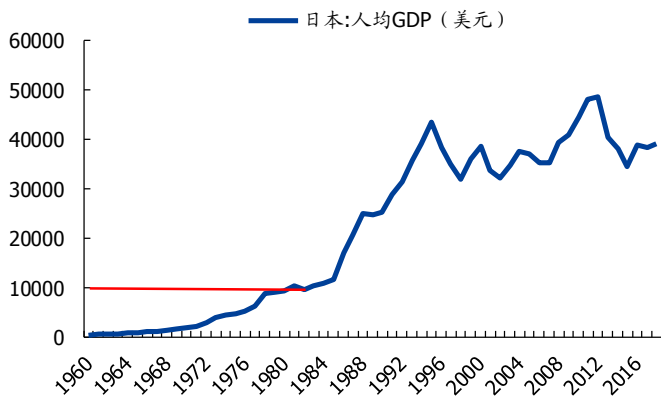
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 1990年代: 量增停滞, 发泡酒诞生, 啤酒消费结构改变

1990年代日本经济增长放缓, 人均GDP于1995年达到4.34万美元后开始下滑。同时人口结构老龄化, 15-64岁人口占比高位下滑, 酒精类饮料需求下滑。日本啤酒消费量的最高水平出现在1994年, 人均啤酒消费量55升。

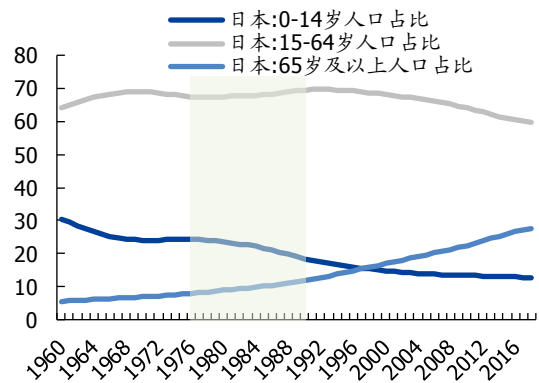
此外1988年日本再次提高酒类税率, 全面实施从量税, 并且所有酒类加征3%的消费税。1989年啤酒税额占整体酒税比重达到73.6%。根据日本统计局数据, 日本东京地区啤酒价格在这一阶段小幅提升。

图表 17: 1990s 日本经济发展



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 日本人口结构趋于老龄化(单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**产品创新突破政策限制, 发泡酒诞生。**日本啤酒依据“麦芽使用量”决定税率, 麦芽率在66.7%以上才被成为啤酒。1994年三得利发明了发泡酒, 麦芽使用率低于67%, 大量使用了大米、玉米、淀粉作为辅料。外观、饮用口味与啤酒相近, 具有口味淡、苦味少、久饮不醉的特点, 税约比啤酒税低30%左右, 售价调低25%左右。此后发泡酒销量快速提升, 札幌和麒麟也相继推出发泡酒拳头产品, 成为日本仅次于啤酒的第二大酒净饮料。

1996年日本政府后来又对发泡酒提高税收, 规定麦芽率超过50%的发泡酒也同啤酒一样征税, 三得利公司很快推出麦芽率25%以下的新型发泡酒。2003年政府再次提高发泡酒税率, 厂商推出了不含麦芽、使用大豆或豌豆为原料的啤酒饮料(第三类啤酒)。

2009年麒麟推出了无酒精啤酒“FREE”，由于日本政府修改了《道路交通安全法》，加大酒驾处罚力度，无酒精啤酒受到欢迎。2016年日本共卖出了1769万箱无酒精啤酒，较去年同期增长1.8%。2016年无酒精啤酒约占日本啤酒市场4.5%的市场份额。

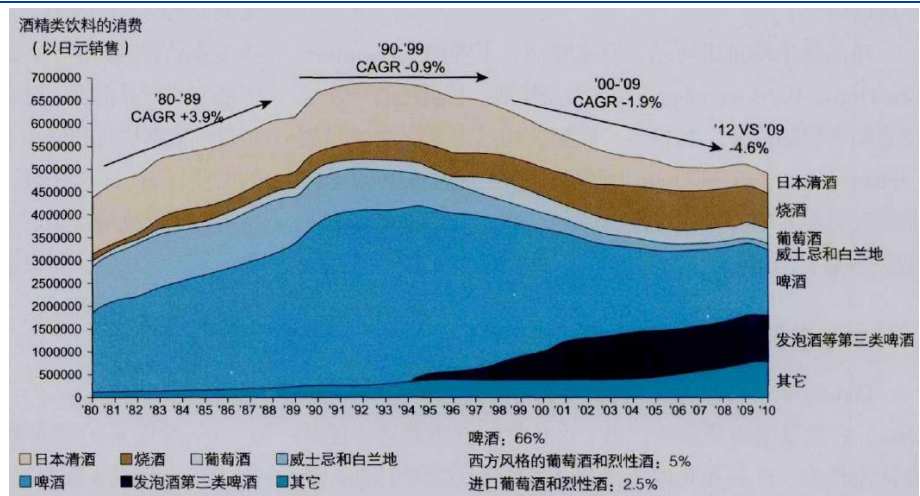
图表 19: 日本对啤酒税率变化(日元/升)

酒的分类	麦芽/酒精含量	1993年	1996年	2003年
啤酒	66.7%以上/10° 以上	222	222	222
发泡酒	50%以上/10° 以上	152.7	222	222
	25%-50%/10° 以下	152.7	152.7	178.125
	小于25%/10° 以下	83.3	105	134.250
第三类啤酒	0%/10° 以下	-	-	80(2006年)

资料来源: 日本国税厅, 国盛证券研究所

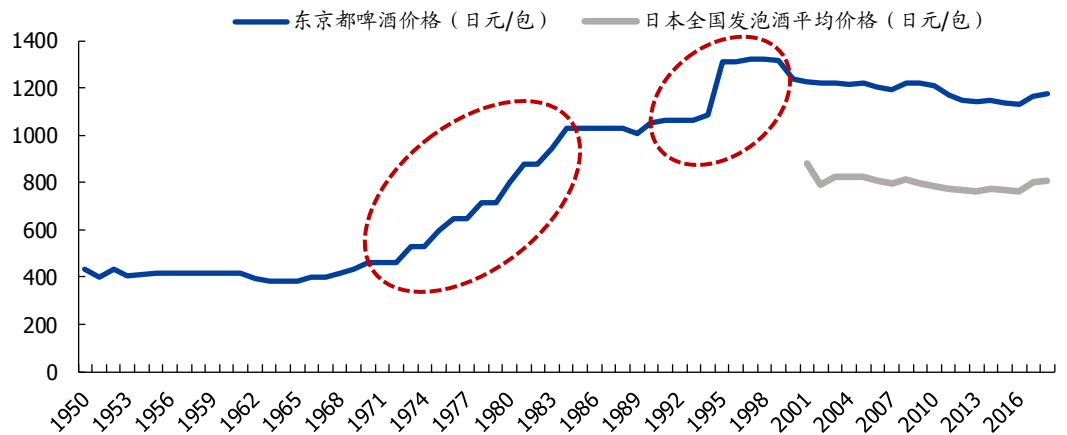
发泡酒及第三类啤酒消费量占比提升，啤酒类价格趋于平稳。1995年后日本发泡酒消费量快速增长，2002年发泡酒产量达到246.5万吨，占整体酒类消费量的26.1%；随着第三类啤酒消费量的快速增长，2012年发泡酒+第三类啤酒消费量超过啤酒。2018年二者销量合计276万吨，占整体酒类消费量的33.5%；啤酒销量238.5万吨，占整体酒类消费量的28.9%。日本发泡酒销售价格通常比啤酒低30%，2003年后酒类税收政策没有大幅变动，日本啤酒、发泡酒价格趋于平稳。

图表 20: 日本酒类饮料消费结构变化



资料来源: 日本国税厅, 国盛证券研究所

图表 21: 日本东京都啤酒价格(日元/包)



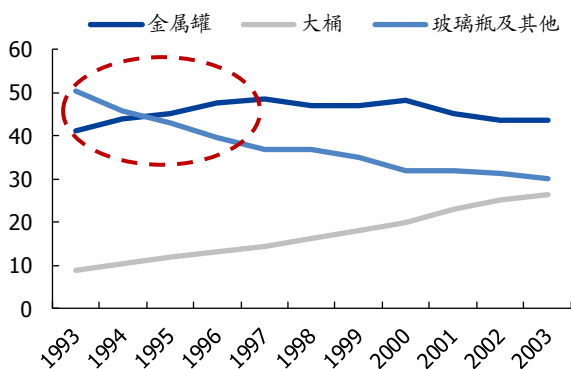
资料来源: 日本总务省统计局, 国盛证券研究所 (注: 一包为 350ml\*6 罐)

**1990 年代伴随零售方式转变, 日本罐装化率上升。**

零售业态发展促进啤酒销售渠道转向以超市、便利店为主。1990 年代日本百货业进入萧条, 便利店业态快速发展, 进一步提高了时间、距离、商品, 以及消费者生活的便利程度。从 1983 年到 2016 年, 日本 8 家主流连锁便利店的数量由最初的不到 1 万家, 增长到了 5 万多家。日本零售业态的快速发展也使得啤酒的销售渠道逐步由专门的酒饭店转移到超市、便利店, 目前超市、便利店、折扣店啤酒销量占比约为 72%, 成为主流销售渠道。

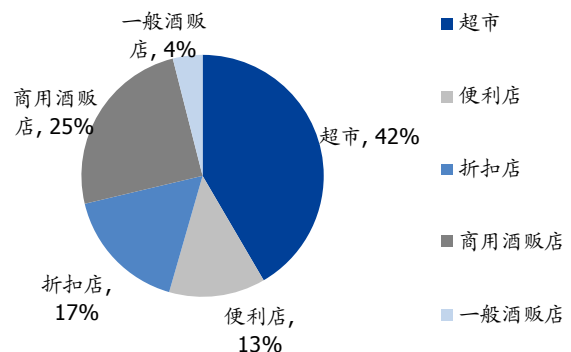
销售渠道的改变进而促进罐装化率快速提升。玻璃瓶曾长期在日本啤酒包装市场上占有统治地位, 1993 年玻璃瓶装啤酒仍然占 50% 以上。1990-2000 年玻璃瓶包装占比逐年明显下降, 金属罐、大桶包装占比逐年提升, 2011 年日本啤酒金属罐、大桶、玻璃瓶包装分别占比 71.6%、18.1%、10.3%。

图表 22: 日本啤酒瓶装占比下降(%)



资料来源: 日本《食品与包装》, 国盛证券研究所

图表 23: 超市、便利店、折扣店是啤酒主要销售渠道



资料来源: 麒麟啤酒年报, 国盛证券研究所

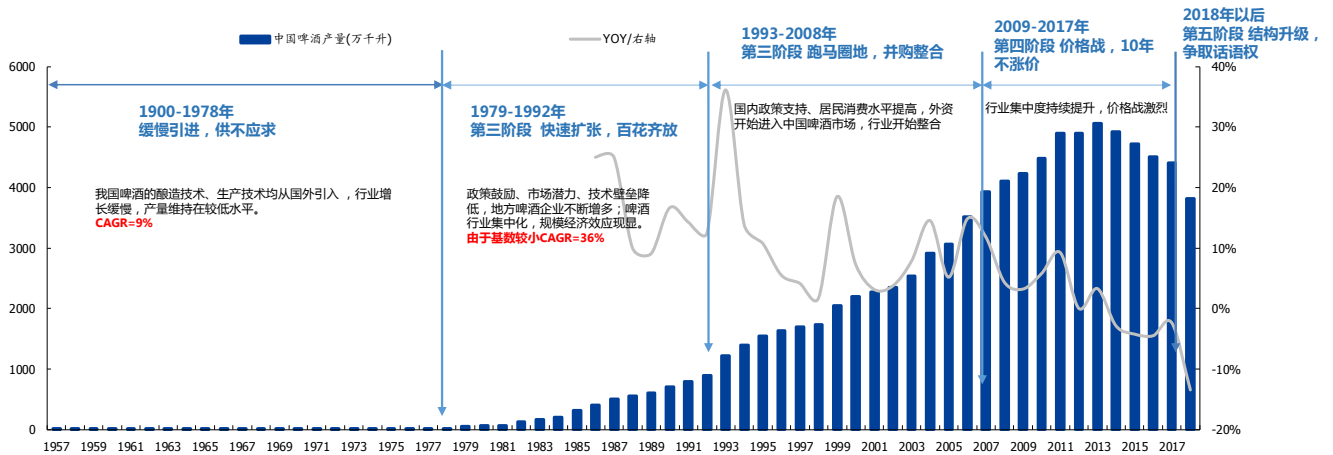
## 归纳与对标：我国啤酒行业高端化正当时

我国啤酒行业当前可类比于美国的 70-80 年代，日本的 80-90 年代。通过归纳美国、日本啤酒行业的发展历史，总结出人口及供需结构、竞争格局、政府管控几个关键要素。通过对标和借鉴，我们认为我国啤酒行业正处于龙头集中度进一步提升、高端化加速的阶段。

### 人口及供需结构对标

人口红利不再，啤酒销量进入存量期。从美国、日本经验看，美国 15-64 岁人口占比在 20 世纪 70-80 年代达到顶峰；日本该年龄段人口比例在 19 世纪 90 年代达到高点，相对应美国、日本啤酒产量在这一阶段同时达到高位开始进入存量时期。2013 年前后我国 15-64 岁人口占比达到顶峰，随之而来我国啤酒产量也达到高位，步入存量竞争阶段。

图表 24：中国啤酒行业的不同发展阶段



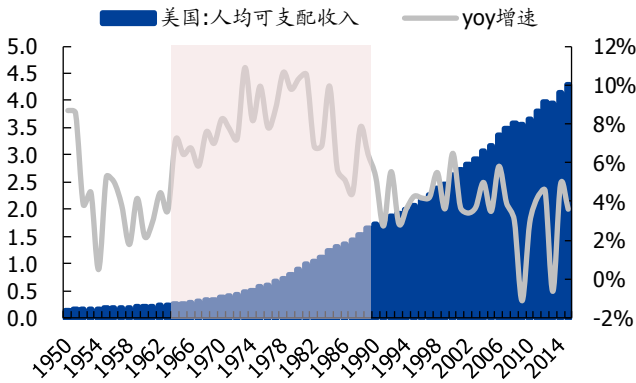
资料来源：wind，国盛证券研究所

美国 1960-1990 年代人均可支配收入快速增长，啤酒高端化占比加速提升。二战后美国经济逐步恢复繁荣，1960-1990 年间人均可支配收入从 2080 美元/年提升至 17264 美元/年，CAGR 增速达到 7.3%。这一时期美国啤酒行业高端化加速，1960 年美国区域性啤酒品牌及低端啤酒品牌销量占比 76.6%，高端啤酒销量占比 20.2%；至 1990 年高端啤酒销量占比提升至 60.1%，取代了区域性啤酒品牌和低端啤酒的份额。

生活水平提升后消费者更注重健康，啤酒口味清淡化，消费结构发生变化。美国在 1970-80 年代淡啤流行，并且逐步成为最受欢迎的啤酒品类，销量占比接近 40%；日本在 1980 年代也出现了这一趋势，随着人们对健康的日益重视，啤酒也开始向低热量、低嘌呤、低酒精度的方向发展。

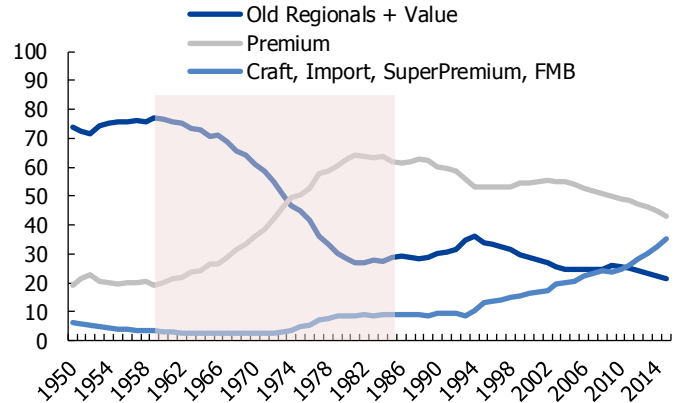
这一阶段顺应趋势出现畅销大单品，改变行业格局。百威跟随消费趋势顺势推出 Bud Light，凭借强大营销能力获得领先销量，稳住行业龙头地位。朝日 1987 年推出“Super Dry”两年时间内销量高达 1 亿箱，1998 年“Super Dry”单品种销量跃居日本第一，本土市占率超越麒麟成为龙头。由于我国啤酒消费习惯多为配餐、豪饮，本身偏向于清淡，预计跨过美国、日本口味清淡化过程，完成高端化。

图表 25: 美国人均可支配收入快速增长(万美元)



资料来源: 美国经济分析局, 国盛证券研究所

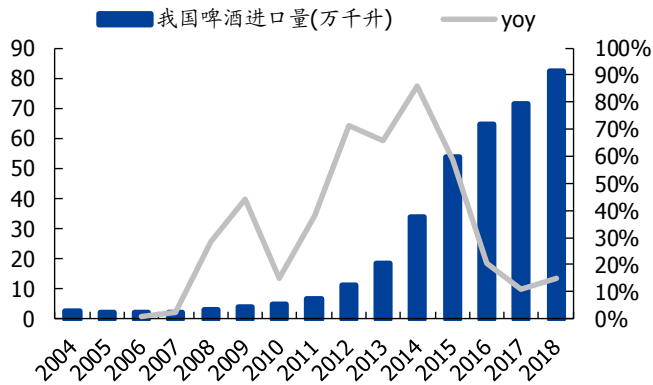
图表 26: 美国按档次啤酒销量结构变化(%)



资料来源: 美国啤酒商协会, 国盛证券研究所

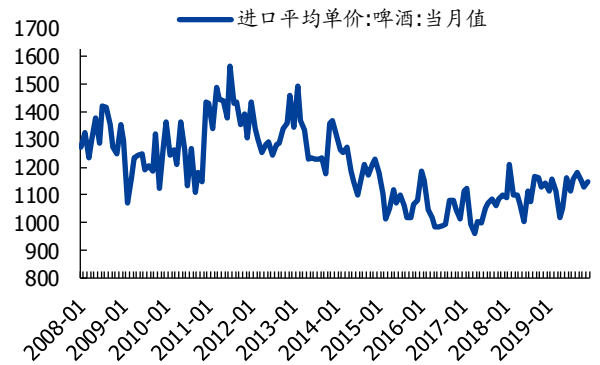
**我国啤酒消费结构的供需错配: 2011-2015 年进口啤酒销量快速增长。**2010 年前后我国 1986-90 年代婴儿潮时期出生人口达到饮酒年龄, 生长在经济快速繁荣时期的他们消费需求较父母辈更为多元化, 对进口高端啤酒需求增加。2011-2015 年进口啤酒销量增长 CAGR 达到 70.2%, 2011 年我国进口啤酒均价达到 1417 美元/吨(约为 9210 元/吨)。这一价格远高于我国当时主流啤酒 3-4 元/瓶的消费价格带, 国内啤酒企业看到契机纷纷加紧布局高端化, 2012 年前后青岛啤酒才推出奥古特、鸿运当头等高端产品。2015 年后随着国内高端啤酒升级、进口啤酒国产化, 啤酒进口量增速下滑, 进口平均单价也出现逐步下行。2013-18 年我国人均可支配收入增速保持 8% 左右较快增长, 判断我国啤酒行业当前处于高端化关键时期。

图表 27: 我国啤酒进口量快速增长



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 28: 我国啤酒进口平均单价(美元/吨)



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

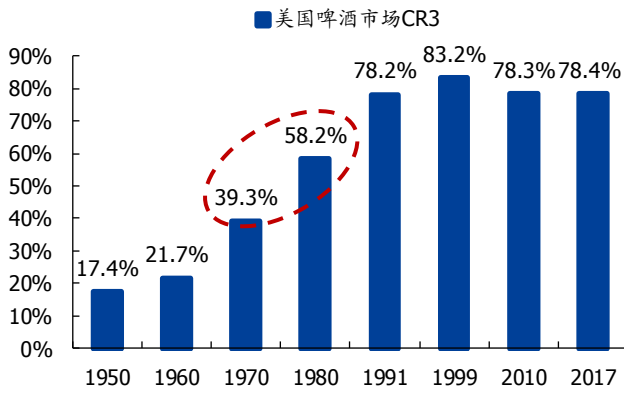
## 竞争格局对标

### 头部企业 CR3 集中度仍有 20% 提升空间

行业竞争已经进入头部企业之间的较量, 前三格局或有变数。我国啤酒行业集中度当前类似美国 1980 年代, 2018 年我国 CR3 集中度达到 58.8%, 美国 1980 年 CR3 集中度达到 58.2%。与美国类似, 我国啤酒行业 CR3 集中度也是用近 10 年时间提升了 20 pct。2016 年之前国内头部啤酒企业通过挤压、收购地方小品牌获得更多市场份额。头部企业通过并购整合已经建立了全国化的销售渠道, 成为全国化品牌且拥有各自主导大单品。

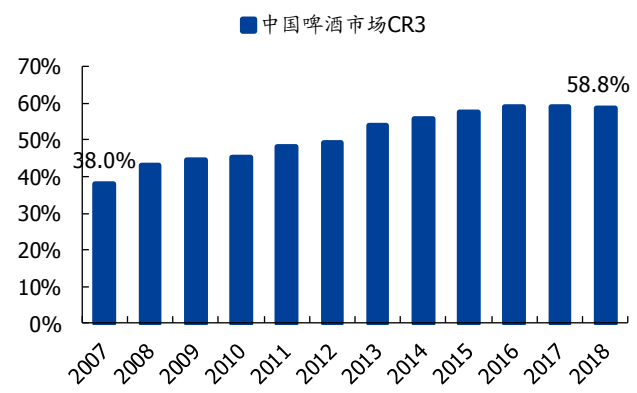
2017-2018年CR3集中度保持平稳，这一阶段各个地方小品牌尽数被收购，量增红利不再后头部企业通过渠道价格战获取销量的边际效用递减，行业竞争已经到达头部企业之间的较量。

图表 29: 美国啤酒行业 CR3 集中度变化



资料来源: beerhistory, 国盛证券研究所

图表 30: 我国啤酒行业 CR3 集中度

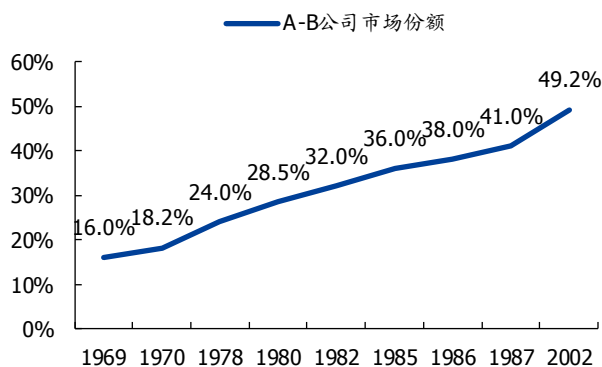


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

稳态阶段,美国啤酒行业形成 1 超 2 强局面,龙头集中度再提升。美国 A-B 公司、Miller、Pabst 三家公司 1980 年市占率分别为 28.5%/21.2%/8.6%。此后 20 年百威市占率保持上行趋势,继续与第二、三名拉开差距,2002 年百威市占率达到 49.2%, 占半壁江山; Miller、Coors 二者合计市占率约 30%紧随其后,形成 1 超 2 强的局面。2008 年 Miller、Coors 合并,Crown Imports 市占率逐步提升,至 2018 年美国前三名啤酒企业百威英博、MillerCoors、Crown Imports 市占率分别为 42.7%/25.4%/10.1%。

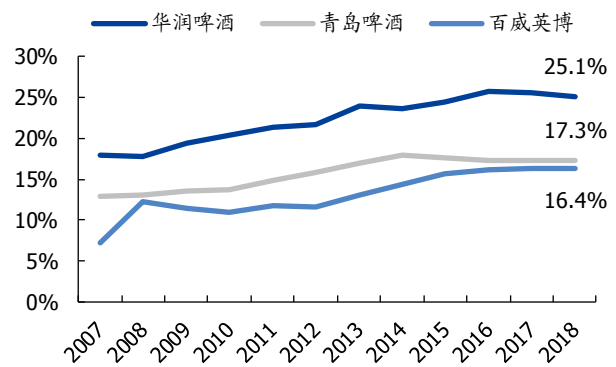
预计我国啤酒行业 CR 3 集中度仍有 20%提升空间,龙头座次或有变局。根据欧睿数据,2016-2018 年我国前三强市占率保持平稳,华润保持领先态势,青岛、百威市占率逐步缩小差距。参考美国经验,1990 年代后 CR 3 集中度稳定在 80%左右,我国 CR 3 集中度预计仍有 20%提升空间。考虑到美国在 1980 年代整体销量平稳后,淡啤的流行作为行业集中度的再次跃升提供了催化剂,百威正是通过成功的淡啤营销稳固行业龙头地位。而我国啤酒行业口味已经比较清淡,目前处于高端化的关键时期,把握高端化趋势的企业有望获得份额的持续增长。入场券已经发放完毕,但前三甲座次或有变数。

图表 31: 龙头企业 A-B 公司市场份额变化



资料来源: beerhistory, 国盛证券研究所

图表 32: 我国头部企业市场份额变化



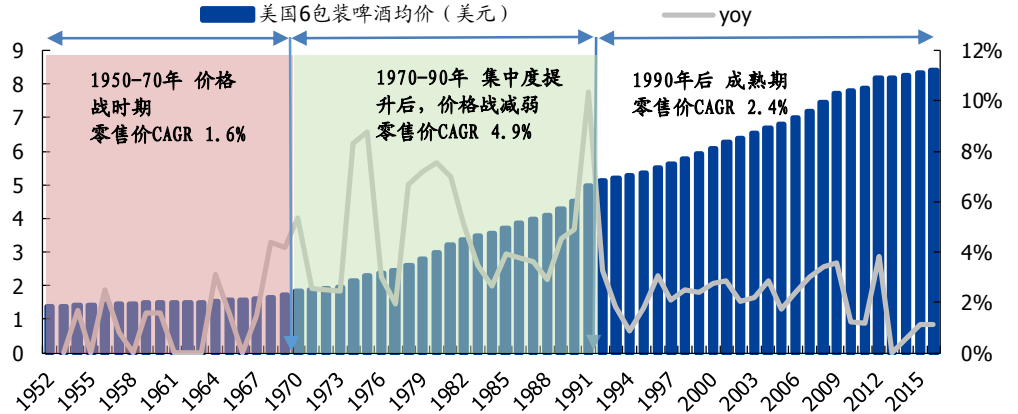
资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所



集中度提升后，啤酒价格加快上行

价格战过后美国啤酒价格加快增长，成熟啤酒市场价格涨幅与人均GDP涨幅接近。美国1950-70年啤酒行业价格战时期，啤酒价格增长CAGR仅为1.6%，而同期人均GDP增长CAGR为5%；1970-90年行业集中度格局趋于稳固，价格战放缓，啤酒价格增长CAGR提升至4.9%，同期人均GDP增长CAGR为7.9%；1990年后美国人均GDP增长CAGR增速放缓至3.5%，啤酒价格增长CAGR为2.4%。

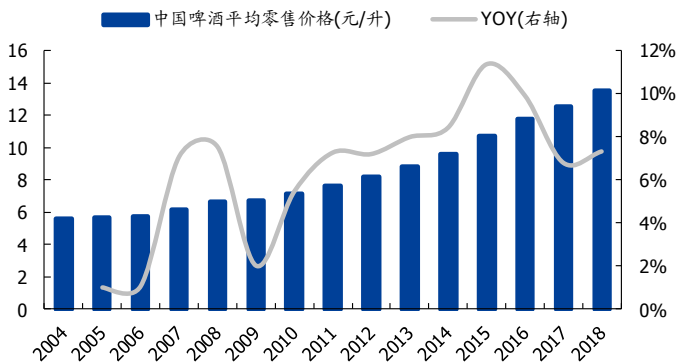
图表 33: 美国啤酒价格(美元/包)



资料来源: BCG, 美国酿酒协会, 国盛证券研究所

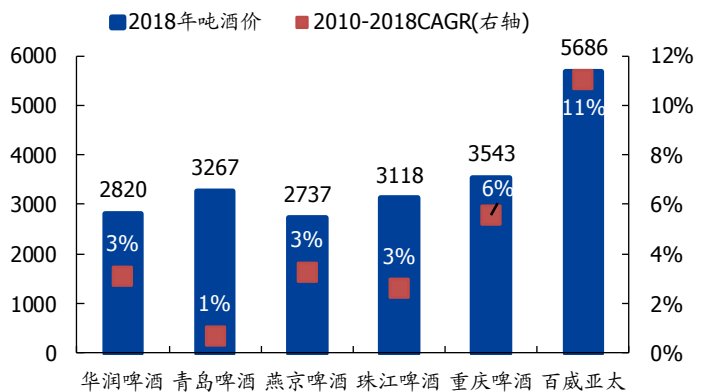
我国啤酒行业价格战期间，啤酒零售价增速显著高于国内企业出厂吨酒价增幅，餐饮终端利润空间大。2008年之前啤酒行业主流价格带为5-6元/升，增幅较为缓慢。2008年通货膨胀压力下大麦、包材价格大幅上涨，啤酒企业为抵御成本压力集体提价。2009-17年行业仍处于价格战时期，国内啤酒企业为争夺市场份额不敢轻易提价，2011-12年通过缩包装变相提价。这一阶段为争夺销量较大的餐饮终端，厂商让渡利润空间，发明了开瓶费、买店费等诸多补贴措施，餐饮终端利润空间达到50%-70%。因此2008-2017年我国啤酒平均零售价增长CAGR达到7%，但啤酒企业出厂吨酒价增长CAGR仅为3%左右，受益者为餐饮终端。

图表 34: 中国啤酒零售单价及增速(元/升)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 35: 主要啤酒企业吨价提升幅度(单位: 元/吨)



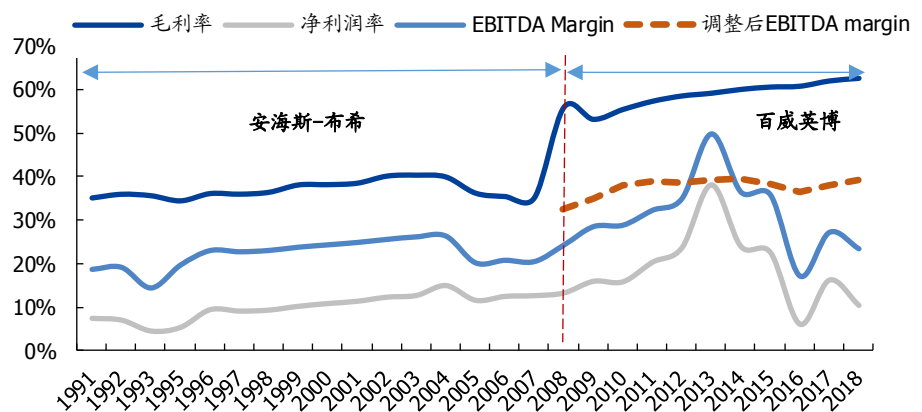
资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

**竞争格局改善，龙头企业盈利能力改善。**1980-1987年A-B公司市场份额从28.5%提升至41%，净利润率逐步提升。由于1991年起政府将啤酒的联邦货物税翻倍增加到18美元/桶（同比增长一倍），叠加经济形势衰退，啤酒销量出现下滑，且消费者选择低价啤酒，这一阶段盈利能力承压。

**1993年至2002年A-B公司的市占率自44.3%进一步提升至49.2%后保持平稳，竞争格局趋稳后盈利能力逐步改善。**自1993-2003年安海斯布希毛利率水平自35.5%提升至40.3%；同期EBITDA利润率也从14.4%左右提升至26.2%；净利润率自4.5%提升至12.7%。EBITDA利润率、净利润率提升幅度高于毛利率，体现出竞争改善、费用投放减少，盈利能力提升。

2008年安海斯布希与英博啤酒合并后成立百威英博。秉持高端化战略下，2008-2018年百威英博毛利率水平自56%提升至62.7%。由于合并及整合产生大量负债、减值，净利润率出现较大波动，但2008-2018年经调整的EBITDA利润率平稳提升，自32.5%提升至39.1%。

图表 36: 1991-2018 年安海斯布希盈利能力变化

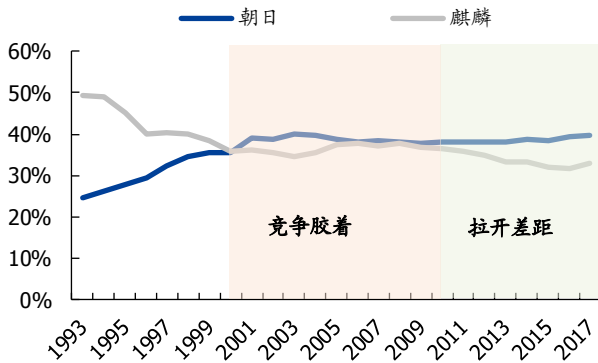


资料来源: 美国 SEC, 国盛证券研究所

**朝日啤酒与麒麟啤酒市占率拉开差距后，营业利润率提升。**朝日啤酒自1987年推出“Super Dry”后市场份额快速提升，并于2001年首次超过麒麟啤酒达到39%。2001-2010年双方市场份额一直相差不远，竞争状态胶着。2011年后朝日市场份额逐步与麒麟拉开差距，高于后者5-7pct，酒类业务营业利润率出现明显提升。2018年啤酒、发泡酒、第三类啤酒合计占朝日酒精类业务收入的76%，酒精类业务整体的含酒税/不含酒税营业利润率达到12.7%/21.3%。

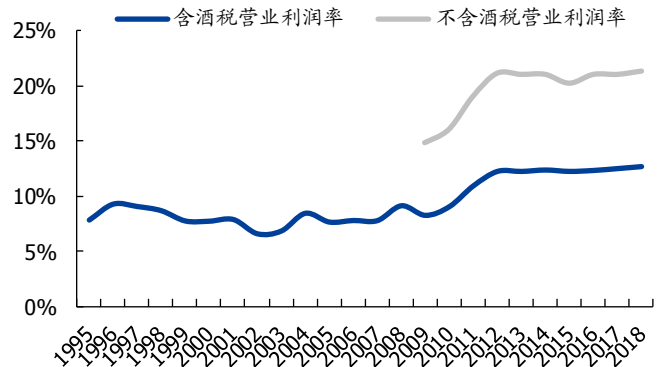
**啤酒企业转变业务心态，注重利润增长。**在日本啤酒类饮品消费量持续下行阶段，朝日未来将更关注提升品牌价值和盈利能力，计划自2020年1月起不再公布啤酒总销量，只披露其三大主要品牌销量。2017年华润啤酒转变竞争策略，注重利润高质量增长。一方面加速推动产品结构高端化，推出Super X、匠心营造等升级新品；另一方面加速去产能，关闭亏损工厂。

图表 37: 朝日啤酒和麒麟啤酒市场份额走势



资料来源: 朝日官网, 国盛证券研究所

图表 38: 1995-2018 年朝日酒精类业务盈利能力变化



资料来源: 朝日官网, 国盛证券研究所

### 政府管制对行业发展有较大影响

政府管制措施如禁酒令、加征税收等, 抑制行业发展。美国 1920-1933 年禁酒令使得啤酒行业停滞十多年, 同时也使得中小啤酒厂退出市场。日本啤酒行业前期管制严格, 造成集中度天然较高的局面; 同时日本是强税收国家, 企业被迫加快了创新周期, 推出发泡酒、第三类啤酒以谋求发展。按照目前日本酒税规定, 以 350 毫升罐装计, 啤酒/发泡酒/第三类啤酒的酒税分别为 77/47/28 日元, 分别占到零售价格的约 35%/29%/20%。印度各州对啤酒征收 25%-65% 不等的消费税, 啤酒比烈酒更贵, 因而 2018 年印度啤酒消费量占酒精饮品总量的 47%, 低于日本 (62.4%)、韩国 (56.1%)、中国 (71.7%)。

日本计划 2026 年取消啤酒分类制度, 调高发泡酒税率、调低啤酒税率。自 2016 年以来, 日本开始打破啤酒分类壁垒, 啤酒麦芽汁浓度标准下降为 50%, 且允许添加不超过麦芽重量 5% 的香料。根据酒税法修改案, 日本政府计划分几步统一啤酒类产品税率, 至 2026 年彻底取消啤酒分类制度, 统一各类产品税率为 54.25 日元/瓶。发泡酒及第三类啤酒的税率优势将不复存在, 部分因添加大量香料而被归为第三类啤酒的进口产品也将无法享有优惠税率, 预计日本啤酒企业将重心移至传统啤酒品类。

我国自 1985 年以来啤酒消费税多年没有变化, 出厂价 3000 元/吨以上的啤酒消费税是 250 元/吨, 出厂价 3000 元/吨以下的啤酒消费税为 220 元/吨, 目前尚未看到啤酒消费税提升的迹象。

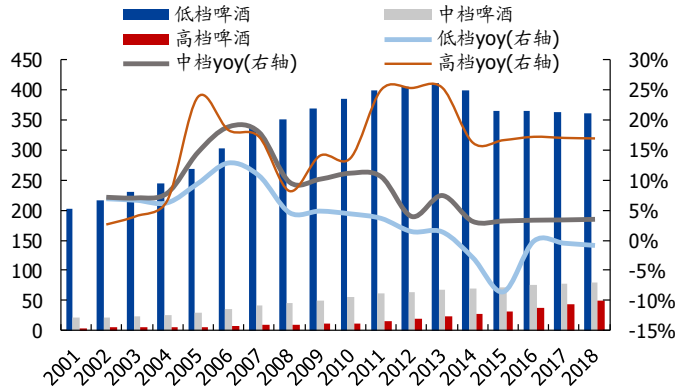
### 探析国内啤酒企业盈利改善空间

国内啤酒行业利润水平还有多少提升空间? 我们认为可以从开源、节流、话语权三个角度考虑。1) 开源: 抓住高端化趋势、提升吨酒价是国内啤酒企业突围的首要任务, 叠加罐装化率提升推动毛利率上行; 2) 节流: 国内啤酒企业产能优化及效率提升空间大; 3) 产业链话语权转移: 由于前期竞争激烈, 当前国内啤酒行业利润多留存在终端, 随着啤酒企业品牌力增强, 话语权有望从终端渠道转移部分至产商。

## 开源：产品结构提升+直接提价

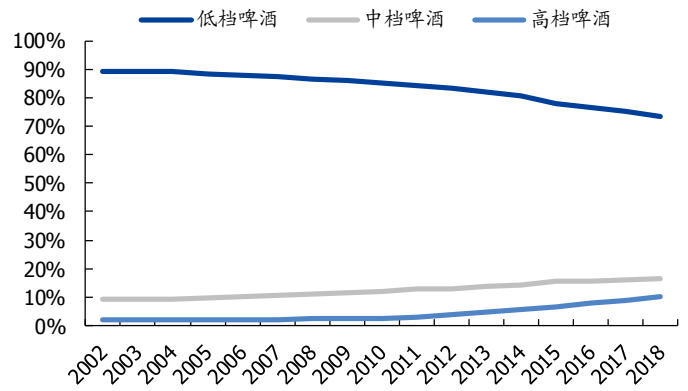
中长期角度看，我国啤酒行业正处于产品结构升级阶段。2014年整体啤酒消费量进入存量期，低档啤酒销量同比单位数下降，中档啤酒销量保持3-4%增长，高档啤酒销量保持15-20%增长。根据欧睿划分标准，低档酒销售价格低于7元/升，中档酒销售价格7-14元/升，高档酒销售价格大于14元/升。2002-18年我国低档啤酒销量占比持续下行，2018年我国低档、中档、高档啤酒销量占比分别为73.4%、16.4%、10.3%。

图表 39: 我国历年各档次啤酒销量及增速(单位: 亿升)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

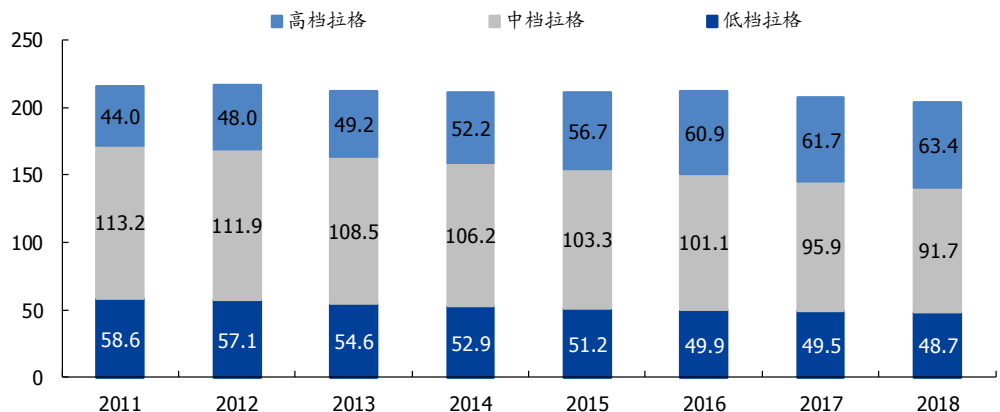
图表 40: 我国啤酒销量分档次占比



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

对标美国啤酒行业销量结构，当前处于以中档啤酒为主，向高档啤酒升级。美国啤酒行业成熟阶段以中档啤酒为主流价格带，消费量占比45%；低档、高档啤酒销量占比分别为24%、31%。2011年以来中低档啤酒消费量小幅下滑，高档啤酒消费量保持个位数增幅。参考美国经验，预计我国啤酒行业未来一段时间以低档向中档升级为主流趋势，消费量主力从底部向腰部转移。

图表 41: 美国啤酒销量结构(单位: 亿升)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

预计我国啤酒行业未来5-10年吨酒价增幅保持4-6%。我们将吨酒价增幅拆分为产品结构提升、直接提价两部分：

1) 经测算，产品结构提升贡献未来10年吨酒价增长CAGR 2.4%。假设低档/中档/高档啤酒吨酒价分别为2500/3500/5000元/吨。假设我国啤酒销量结构将于10年后达到美国成熟时期销量结构，则行业平均吨酒价从当前的2924元/吨提升至3700元/吨，对应

10年吨酒价增长的CAGR为2.4%。

2) 假设啤酒行业每年直接提价幅度为2-4%。2018年以来青啤、雪花等头部啤酒企业每年对部分产品进行提价，根据不同省份的市场销售情况确定提价产品、幅度，通常对整体吨酒价拉动幅度约2-4%。

图表 42: 我国啤酒行业结构升级对吨酒价影响测算

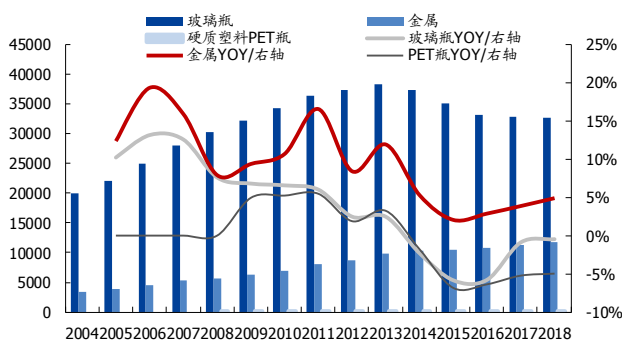
	低档(7元/升以下)	中档(7-14元/升)	高档(14元/升以上)	平均吨酒价(元/吨)
假设吨酒价(元/吨)	2500	3500	5000	
我国销量占比(2018年)	73.4%	16.4%	10.3%	2924
美国成熟时期销量占比	25.0%	45.0%	30.0%	3700

资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

### 罐装化率增长, 有利于毛利率提升

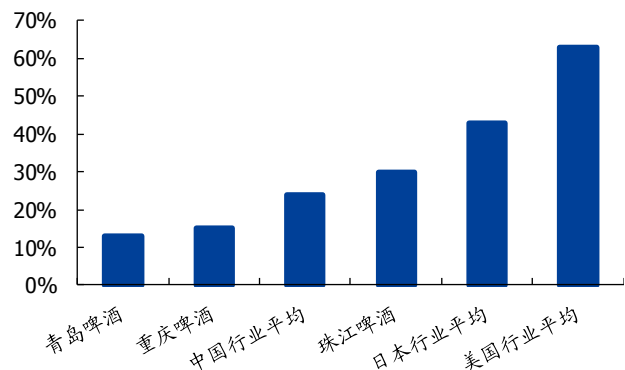
零售业态持续发展, 把握罐装化率提升趋势。我国啤酒行业发展早期以瓶装为主, 1998年瓶装占比94.3%, 主要源于我国啤酒消费渠道以餐饮渠道为主, 且行业发展早期铝材成本较高。随着啤酒消费场景的拓展, 以及远距离调运需求, 罐装啤酒占比逐步提高。2018年我国啤酒消费量中玻璃瓶装占比73.5%, 罐装占比24%。相较于美国、日本成熟啤酒行业, 我国啤酒罐装化率仍有较大提升空间。国内啤酒企业珠江啤酒由于流通渠道销售占比接近70%, 罐装化率领先。

图表 43: 我国不同品类啤酒包装数量及增速(单位: 百万个)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 44: 我国啤酒行业罐装化率仍有提升空间

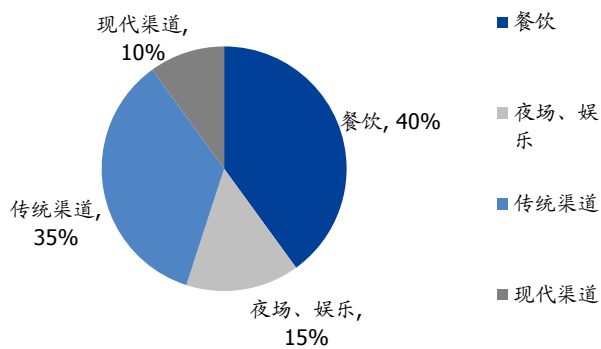


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

参考日本1990年代零售行业便利店、折扣店业态增多, 啤酒罐装化率明显提升。啤酒消费渠道的变化不可忽视, 当前我国现饮渠道消费量合计占啤酒消费量的55%左右, 非现饮渠道中占比较高的小杂货店份额持续下行, 被超市逐步取代。

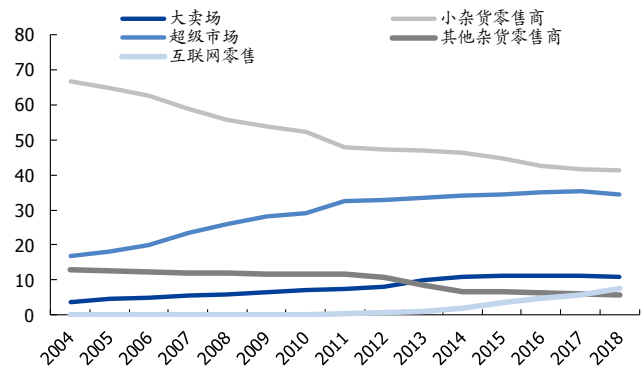
2014年随着互联网电商兴起, 电商渠道份额快速增长, 2018年电商渠道啤酒消费量占非现饮渠道的7.6%。百威英博主要在电商渠道销售超高端啤酒品牌, 2018年百威中国区电子商务业务同比增长78%。根据Kantar Consulting的数据, 中国于2017年通过电子商贸渠道销售的快消品总量占比约13%, 而其中饮料的占比仅为2%, 预期到2022年前将增加至10%。

图表 45: 我国啤酒销售渠道结构



资料来源: 中国国际啤酒网, 国盛证券研究所整理

图表 46: 啤酒非即饮市场中不同销售渠道的占比



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

假设我国啤酒罐装化率达到 **40%**, 啤酒吨成本下降空间约 **5.3%**。国内啤酒企业仍以玻璃瓶包装为主, 平均罐装化率约为 15%。根据青岛啤酒年报, 2018 年成本构成中包装物占比约为 50%。我们了解到一个铝罐成本约为 0.5 元, 一个玻璃瓶成本约为 0.8 元。根据以上假设, 我们对罐装化率提升对吨成本影响进行敏感性测算, 中性条件下未来我国罐装化率达到 40%, 吨成本下降幅度约为 5.3%。

图表 47: 罐装化率提升对吨成本影响测算

未来罐装化率	30%	40%	50%
吨成本下降幅度	-3.4%	-5.3%	-7.3%

资料来源: 国盛证券研究所测算

### 国内啤酒企业毛利率天花板能够达到多少?

我们考虑 3 个要素: **1) 吨价上涨**。根据前文测算, 我们预计产品结构优化+直接提价背景下, 未来 10 年我国啤酒行业每年吨价涨幅在 4-6%。**2) 吨成本上涨**。考虑人工、原材料等成本上涨, 假设啤酒企业每年吨成本涨幅为 2-3%。**3) 罐装化率提升**。假设啤酒行业罐装化率未来 10 年达到 40%水平, 即整体吨成本下行 5.3%。经测算, 中性假设下, 未来 10 年我国啤酒行业毛利率水平能够达到 49.3%-54.0%。

图表 48: 国内啤酒企业毛利率提升空间测算

横轴: 每年吨价涨幅	悲观	中性	乐观
纵轴: 每年吨成本涨幅			
	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
<b>2%</b>	49.4%	<b>54.0%</b>	58.2%
<b>3%</b>	44.2%	<b>49.3%</b>	53.9%

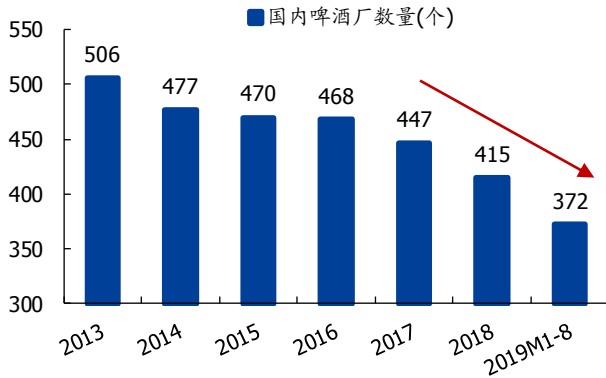
资料来源: 国盛证券研究所测算

### 节流: 供应链优化

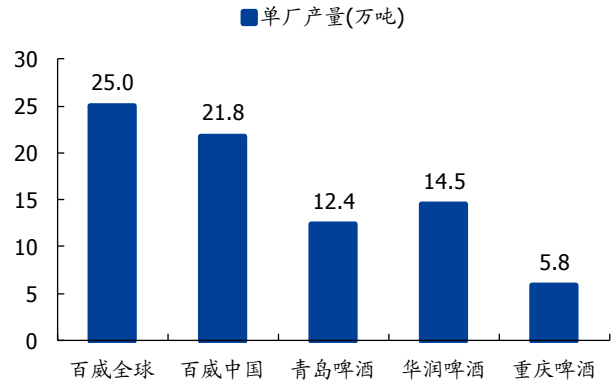
国内啤酒企业在产能优化、供应链效率改善方面仍有较大提升空间。国内啤酒企业在扩张阶段收购了很多低效产能, 导致产能利用率偏低。考虑淡旺季影响, 啤酒行业理想产能利用率在 70%左右。2018 年百威亚太西部(52 家工厂中 35 家位于中国)产能利用率为 58%, 略高于国内啤酒企业青岛 54.5%、华润雪花 53.7%。2018 年百威中国单厂产量

达到 21.8 万吨，高于国内啤酒企业 10-15 万吨的平均水平。

图表 49: 规模以上啤酒厂数量明显减少



图表 50: 单厂产量(2018)



资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

我们从折旧摊销、员工支出两个角度分析产能优化空间。

- **关键假设 1: 假设产能利用率达到 70%，计算单位产量折旧摊销的优化空间。** 根据公司公告的设计产能，我们假设产能利用率达到 70%，计算出公司理想产量。公司固定资产的折旧摊销金额相对稳定，假设公司达到理想产量，以对应“折旧摊销/理想产量”作为优化后指标。从而得到产能利用率提升对单位产量折旧摊销的优化空间，理论上百威亚太优化空间为 13.5%，华润、青啤优化空间分别为 23.2%、22.2%，重啤由于设计产能偏高，优化空间理论值为 34.9%。
- **关键假设 2: 假设人均产销量水平达到百威亚太 330.8 吨/人的理想水平。** 百威亚太人均产销量水平高于国内啤酒企业，仅重庆啤酒 292.5 吨/人与其接近。假设国内企业人均产销量达到 330.8 吨/人，并除上文理想产量得出理想员工人数。通过计算结果可以大致看出华润啤酒、青岛啤酒员工支出有 40%左右优化空间。

最后根据以上两个方面优化后的折旧摊销、员工费用测算公司的 EBIT margin 提升空间。百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒 EBIT margin 提升空间分别为 1.1、9.4、8.4、2.8pct。

图表 51: 国内啤酒企业产能优化测算

	百威亚太	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
<b>折旧摊销优化测算</b>				
设计产能(万吨)	1721.1	2100.0	1408.0	179.0
实际产量(万吨)	1042.7	1128.5	767.0	81.5
产能利用率	60.6%	53.7%	54.5%	45.5%
理想产量(万吨)	1204.8	1470.0	985.6	125.3
折旧摊销/实际产量(元/吨)	471.97	146.48	150.38	212.93
折旧摊销/理想产量(元/吨)	408.46	112.45	117.03	138.53
优化空间	13.5%	23.2%	22.2%	34.9%
<b>员工支出优化测算</b>				
员工费用(百万)	6076	6324.0	4793.3	326.1
员工总人数(人)	31523	58200	39320	2787

人均产销量(吨/人)	330.8	193.9	195.1	292.5
理想员工人数(人)		34114	23186	2464
可减少人数(人)		24086	16134	323
员工平均薪酬(万/年)	19.3	10.9	12.2	11.7
可节省员工开支(百万)		2617.2	1966.8	37.8
优化空间		41.4%	41.0%	11.6%
<b>EBIT margin 提升幅度</b>				
折旧摊销/收入	8.3%	5.2%	4.3%	5.0%
员工费用/收入	10.2%	19.8%	18.0%	9.4%
优化后折旧摊销/收入	7.2%	4.0%	3.4%	3.3%
优化后员工费用/收入	10.2%	11.6%	10.6%	8.3%
EBIT margin 提升幅度	1.1 pct	9.4 pct	8.4 pct	2.8 pct

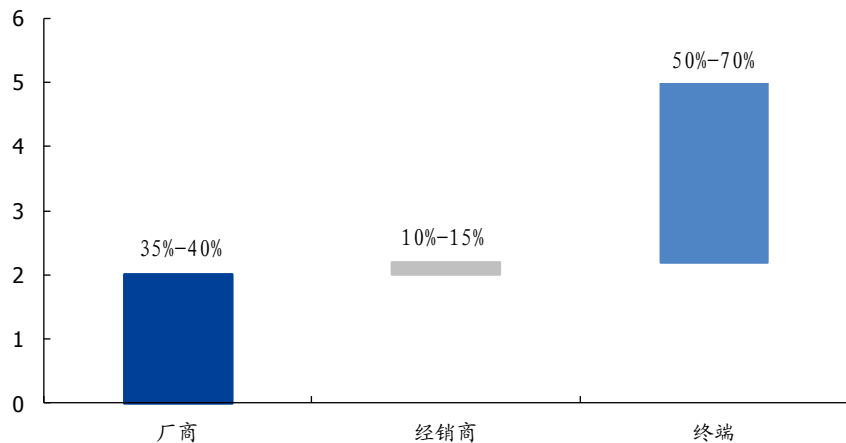
资料来源:公司公告,国盛证券研究所

### 回收渠道话语权

**现饮类渠道终端话语权强, 占据更大利润蛋糕。**由于啤酒动销对终端依赖程度高, 且主流价格带经济型拉格啤酒口味同质化明显, 导致零售终端在渠道利润分配中占有较大优势。根据终端调研及访谈, 通常现饮类终端渠道利润空间在 50%以上, 强势的终端比如夜场加价率可以达到 100%。在竞争激烈的区域市场, 厂家为鼓励终端渠道动销, 会通过返利、锁店等方式给予零售终端补贴。啤酒行业厂商通过深度分销方式直控终端, 经销商的功能被弱化为配送及维护, 毛利率空间为 10-15%, 主要以高周转率获利。

**啤酒企业加快提高品牌拉力、增强渠道控制力, 逐步回收渠道话语权。**百威英博重视品牌营销投入, 2018 年百威亚太销售费用率为 26.8%, 高于百威全球的 25.3%, 远高于国内啤酒企业的 17-18%。当前阶段国内啤酒企业正加快提升品牌拉力, 青岛啤酒成为北京冬奥会官方赞助商、华润雪花赞助综艺节目《明日之子》, 提升品牌形象。2018 年以来国内啤酒企业每年对部分产品进行提价, 并且通过逐步减少渠道终端返利的方式, 回收渠道话语权。假设未来将渠道终端利润缩减到 30-40%, 即使部分用于品牌营销投放, 啤酒企业利润也会有较大幅度提升。

图表 52: 啤酒产业链利润分布 (元/瓶)



资料来源: 中国国际啤酒网, 国盛证券研究所整理



## 投资建议

### 中期角度：关注低档酒向中档酒的升级+产能优化

我国当前处于中档啤酒占比快速提升的阶段，主流价格带市场份额高的酒企受益，关注华润啤酒、青岛啤酒。我国啤酒行业当前仍以7元/升以下(非现饮渠道)的低档啤酒为主流价格带，2018年低档啤酒销量占比约73.4%。参考美国成熟时期啤酒销量结构，7-14元/升的中档啤酒将成为销量的中流砥柱。从产品结构看，我国当前正处于低档酒向中档酒快速升级的红利期，于主流价格带市场份额较高的酒企受益。2018年华润雪花、青岛啤酒主流价格带销量占比分别为57%、51.3%，是低档向中档升级的主要发起者和受益者。

国内啤酒企业加快产能优化进程，运营效率改善促进盈利能力回升。重庆啤酒于2015-16年关停省外大部分亏损工厂，华润啤酒2017-19年也加快产能整合，青啤2018年也计划未来5年关10家亏损工厂。啤酒行业进入存量期，啤酒企业通过整合多余落后产能以提升产能利用率，有利于毛利率水平提升、费用支出下降，盈利能力得以改善。

我们认为我国啤酒行业已经进入高端化+产能优化双轮驱动，利润加速提升的阶段，从开源、节流两个方面考虑，中期角度关注华润啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒。

图表 53: 主要啤酒企业不同档次销量占比(%)

	2015	2016	2017	2018
<b>华润啤酒</b>				
主流(雪花清爽、原麦汁为主，4元及以下)			61.0%	57.0%
中档及以上(勇闯及以上，5元及以上)			39.0%	43.0%
<b>青岛啤酒</b>				
其他品牌(崂山为主，4元及以下)	50.9%	51.9%	52.8%	51.3%
青岛品牌(青岛经典及以上，5元及以上)	49.1%	48.1%	47.2%	48.7%
其中：高附加值品牌(1903、纯生等，8元及以上)	20.5%	20.6%	20.4%	21.6%
<b>重庆啤酒</b>				
高档(乐堡、重庆纯生，8元以上)		9.2%	10.1%	10.0%
中档(重庆国宾为主，5-8元)		66.3%	69.3%	71.4%
低档(山城为主，4元及以下)		24.5%	20.6%	18.6%
<b>珠江啤酒</b>				
高档(珠江纯生及以上，6元以上)	25.1%	28.8%	33.5%	35.0%
中档(珠江0度为主，4-6元)	56.9%	56.0%	53.7%	53.2%
大众档(4元及以下)	18.1%	15.1%	12.9%	12.1%

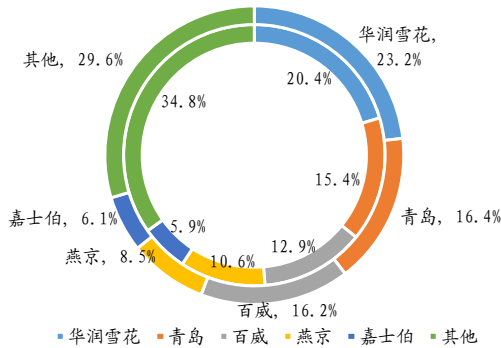
资料来源：公司公告，国盛证券研究所(价格划分区间参照非现饮渠道，元/500ml)

### 长期角度：高端市场话语权的争夺

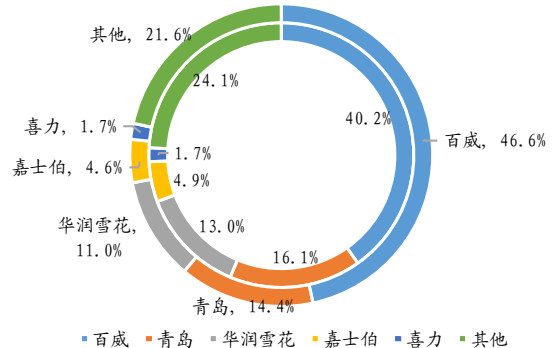
高端啤酒市场空间扩容，主要玩家座次或存在变局，关注百威亚太、重庆啤酒。根据百威亚太招股说明书，2018年我国高端及超高端啤酒销量约800万吨，并预计未来5年高端及超高端市场销量以CAGR 4.9%的速度增长，至2023年达到1020万吨。百威英博于该市场市占率46.6%，其次是青岛(14.4%)、华润雪花(11.0%)、嘉士伯(4.6%)、喜力(1.7%)。在超高端市场百威旗下的科罗娜、嘉士伯旗下1664均以年轻时尚化的品

牌形象受到消费者喜爱。2019年嘉士伯中国地区高端组合销量同比增长7%，1664销量增长近50%。2020年是嘉士伯中国资产注入重啤的窗口期，嘉士伯中国在高端市场增长强劲，如若落地将大幅增厚重庆啤酒业绩弹性。

图表 54: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



图表 55: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018)

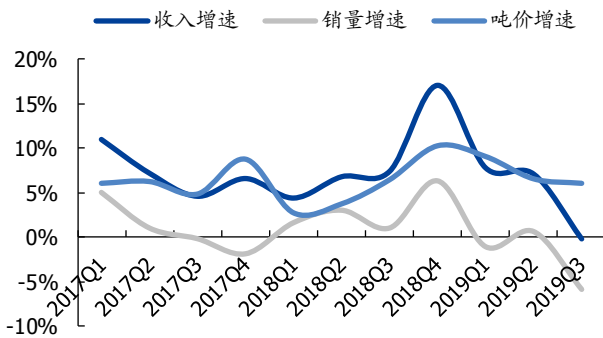


资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

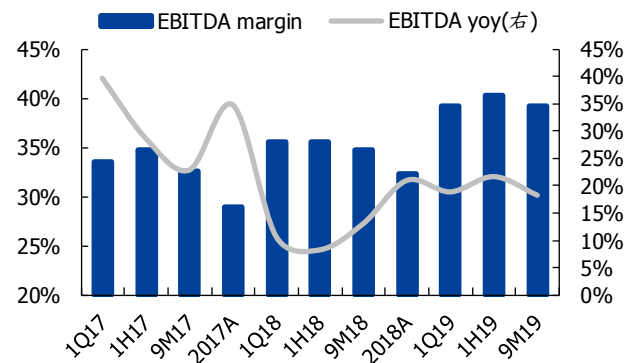
资料来源: GlobalData, 招股说明书, 国盛证券研究所

**百威英博中国产品结构升级+提价, 吨价、盈利能力稳定提升。**百威英博中国地区超高端啤酒销量近年来保持双位数增长, 高端百威保持单位数增速, 叠加每年会对高端、核心+品类啤酒进行小幅提价, 共同推动百威中国吨酒价增速保持在6-8%。百威中国高端化战略持续拉动 EBITDA 增长, 其高端及超高端啤酒的盈利能力是核心&实惠的 5-9 倍。2019 年公司 EBITDA 增速保持在 18-20%, 2019 年前三季度百威中国 EBITDA margin 提升 4.5 pct 至 39.2%。

图表 56: 百威英博中国地区收入增速拆分



图表 57: 百威英博中国地区 EBITDA 增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

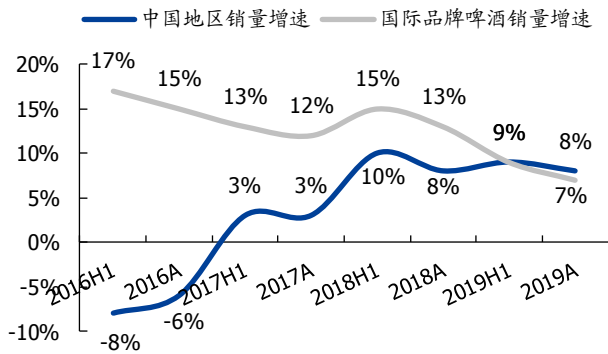
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国是嘉士伯集团重要战略市场, 2019 年已经成为嘉士伯最大的市场。2019 年嘉士伯中国收入接近 90 亿丹麦克朗, 同比增速达到 19%。其中销量同比增长 8%, 高端啤酒组合销量增速达到 7%。

2017 年以来嘉士伯中国本土、国际品牌升级齐头并进。本土品牌乌苏、重庆、大理进行换包装升级取得良好成效, 例如乌苏啤酒在 2019 年也成为网红啤酒, 销量增速达到 45%。得益于嘉士伯集团自 2017 年对其进行换装升级, 红乌苏走出新疆, 凭借阳刚的品牌形象以及丰富口味受到消费者欢迎。此外, 2017 年以来重庆啤酒推出重庆纯生、小麦白、醇麦国宾, 抢占更高价格带。国际品牌方面, 公司持续推动乐堡、嘉士伯、1664 等高端

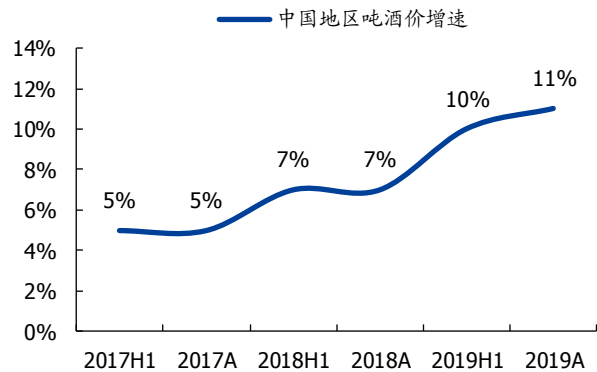
及超高端品牌增长，提升吨酒价；同时引入国际品牌格林堡白啤，投资国内精酿啤酒京A，布局超高端啤酒市场。

图表 58: 嘉士伯中国地区销量增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 59: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 风险提示

**宏观经济波动。**啤酒行业整体消费量与宏观经济情况、餐饮行业具有较强的相关性，如果宏观经济衰退，可能导致啤酒销量或售价下滑，继而导致收入和利润减少。

**疫情持续时间具有不确定性。**受到肺炎疫情影响，啤酒消费需求受到影响销量下滑明显。如果疫情持续时间较长，啤酒消费需求无法恢复导致行业利润下滑。

**天气及政策法规等因素不确定性。**啤酒消费通常在夏季为主，如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多，会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严，夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。

**原材料成本波动。**如果原材料成本、包材成本发生波动，会对公司的盈利能力影响。

**行业竞争激烈。**国内啤酒企业与全球其他的啤酒品牌竞争，也与其他酒精类饮品竞争。如果竞争对手通过整合大幅增加费用投放，行业整体价格战激烈，利润明显下降。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com