



啤酒制造

2020.12.01

评级: **增持**

上次评级:

# 高端新时代，盈利新起点

## ——啤酒行业专题报告

细分行业评级

	<b>瞿猛(分析师)</b>	<b>姚世佳(分析师)</b>	<b>陈力宇(研究助理)</b>
	021-38676442	021-38676912	021-38677618
	zimeng@gtjas.com	yaoshijia@gtjas.com	chenliyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880520070001	S0880120080010

### 本报告导读:

啤酒行业步入成熟期，效率提升和高端化成为盈利提升之道，在管理优化基础上形成体系化竞争优势的企业将赢得高端时代竞争。

相关报告

### 摘要:

- **投资建议:** 啤酒传统上是重资产、高周转、薄利多销的行业，要求企业追求规模。我国啤酒业发展各阶段核心竞争要素动态变化，从资本、渠道再到效率，实现集中度提升、格局趋稳。随行业步入成熟期，价升取代量增成为行业增长逻辑，效率提升和高端化取代规模竞争成为破局之道，在管理优化基础上形成综合竞争力的企业将在下一阶段的竞争中脱颖而出。**建议增持：机制革新带来效率提升和品牌价值释放的青岛啤酒；受益标的：华润啤酒、重庆啤酒等。**
- **薄利多销、追求规模是啤酒行业传统特征。** 工业生产、低度、季节性、运输半径小等产品特点决定了传统啤酒是一个重资产、高周转、薄利多销的行业。啤酒毛利率低，易受原材料价格波动影响，唯有扩大销量才能形成规模利润。扩大规模则依赖渠道开拓，啤酒企业产品同质性较强、对渠道依赖性较强，因此对下游议价能力较弱，依赖较高的渠道费用投放维持市场份额。
- **资本、渠道、效率先后成为行业各阶段核心竞争要素。** 资本是啤酒行业导入和成长期的核心竞争要素，资本杠杆和并购整合在企业突破产能瓶颈及区域经营限制时起到关键作用，华润依靠强大资本实力和凌厉并购攻势将雪花打造成为全国性品牌并久据规模第一。渠道是成长期核心竞争要素，产能建立后将产品送达更多消费者就成为关键，燕啤率先深度分销、雪花嫁接被收购品牌渠道成功做大规模。效率是步入成熟期的核心竞争要素，需求见顶背景下产能优化势在必行，重啤率先降本增效实现盈利大幅提升。最终，各阶段抓住核心竞争要素的企业顺利脱颖而出成为头部企业。
- **效率提升和高端化新时代，综合竞争力较强企业将实现盈利提升。** 当前行业竞争格局趋稳，2019年销量CR5达73.5%且呈提升趋势，主要市场基本被瓜分完毕，头部企业深耕优势市场、巩固渠道，增厚利润补充资本。短期看，行业产能优化、降本增效尚有空间。中长期看，产品高端化、结构升级空间大。参考百威在高端市场成功经验，无论是依靠资本整合还是品牌培育，企业面对高端化竞争，都需要从管理着手、革新机制、提升效率，充分挖掘和运用自身在品牌、产品、渠道、资本等各方面的资源，形成综合竞争力方能取胜。
- **风险提示:** 原材料成本上涨；全年高温天偏少；疫情反复压制需求。

## 目 录

1. 啤酒：薄利多销的快消品 .....	5
1.1. 啤酒产品特点决定行业重资产、高周转特征 .....	5
1.2. 低利润率和重资产下，啤酒企业追求规模效应 .....	7
1.3. 下游议价能力不强，渠道依赖费用投放 .....	9
2. 百年啤酒史：资本为矛，渠道为盾，效率为王 .....	12
2.1. 1900-1978 导入期：啤酒传入中国，清爽口味成为主流 .....	13
2.2. 1979-1996 年成长期：需求快速增长，渠道改革贴近市场 .....	14
2.3. 1997-2013 年兼并期：整合浪潮启动，资本发力跑马圈地 .....	16
2.4. 2014 年起步入成熟期：需求见顶，产能优化降本提效 .....	18
2.5. 啤酒行业竞争要素总结：资本、渠道、效率 .....	21
3. 啤酒行业未来：管理引领，走向综合性竞争 .....	23
3.1. 产能优化推进，降本增效持续 .....	23
3.2. 竞争格局趋稳，优势市场利润率更高 .....	24
3.3. 产品结构升级成趋势，高端化比拼综合竞争力 .....	26
4. 投资建议 .....	31
5. 风险提示 .....	31

图 1：啤酒的商业模式决定企业比拼规模和效率 .....	5
图 2：啤酒行业呈现明显的季节性特点 .....	6
图 3：青啤和重啤的“实际产能/设计产能”低于 75% .....	6
图 4：啤酒企业固定资产投资规模大、占比高 .....	6
图 5：啤酒行业高杠杆经营，资产负债率约 60% .....	6
图 6：啤酒行业产销率接近 100% .....	7
图 7：啤酒行业期末库存占比下降 .....	7
图 8：啤酒公司毛利率维持在 40% 左右 .....	8
图 9：青啤直接成本 7 成来自包材和原料（2013 年） .....	8
图 10：2017 年玻璃价格提升带动啤酒涨价 .....	8
图 11：2017 年瓦楞纸价格提升带动啤酒涨价 .....	8
图 12：2018 年大麦价格上涨带动啤酒涨价 .....	9
图 13：2015 年后青啤制造费用占比上升，压低净利率 .....	9
图 14：啤酒产品成本费用占比高，利润率低（以 2019 年青啤、重啤、燕京年报披露数据为例） .....	9
图 15：2019 年重庆啤酒批发代理销售占比接近 100% .....	10
图 16：即饮和非即饮渠道占比常年保持均衡态势 .....	10
图 17：非即饮渠道中，电商渠道销售占比快速增长 .....	10
图 18：啤酒高端进餐饮，低端偏零售（2018 年数据） .....	11
图 19：各啤酒企业销售费用率维持相对稳定 .....	12
图 20：2019 年重啤销售费用 41% 用于广告促销 .....	12
图 21：中国啤酒产量（1989-2019）及行业发展阶段 .....	13
图 22：1990 年起欧美啤酒市场饱和，外资品牌进入中国市场 .....	15
图 23：营销改革后燕京营收增速高于青啤 .....	15
图 24：1996 年起，青啤产量随并购扩张快速提升 .....	16
图 25：青啤净利率在并购过程中大幅下滑 .....	16
图 26：华润啤酒依靠资本收购大举扩张 .....	17

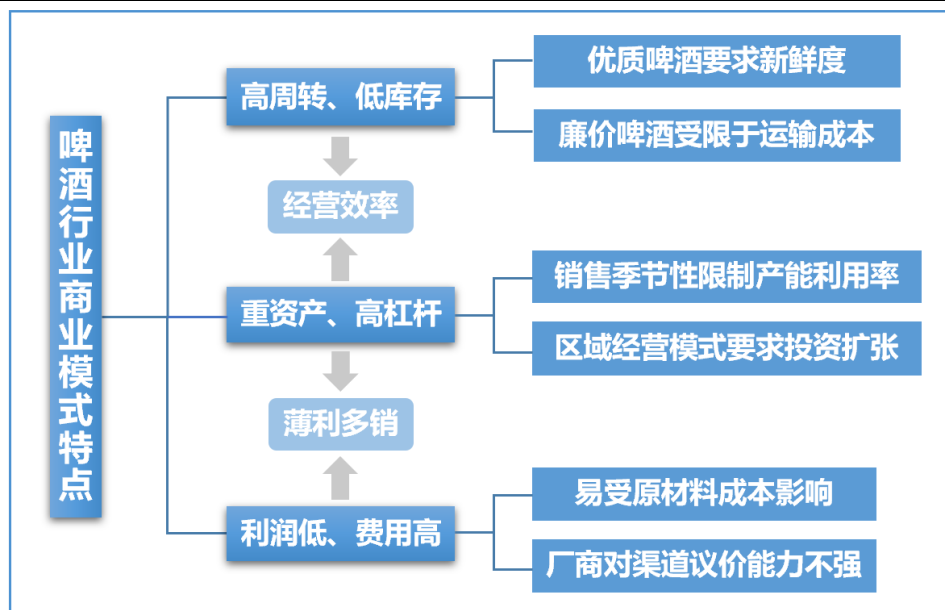
图 27: 华润 2006 年销量超过青啤成为市占率第一 .....	17
图 28: 2005 年中国啤酒行业 CR5 为 47% .....	18
图 29: 2013 年中国啤酒行业 CR5 达到 70% .....	18
图 30: 2014 年开始, 中国啤酒产量出现连年下滑 .....	18
图 31: 中国人均年啤酒消费量超亚洲平均水平 .....	19
图 32: 人口老龄化下啤酒主力消费人口占比减少 .....	19
图 33: 2016 年起啤酒新增产能持续同比下降 .....	19
图 34: 2016 年起啤酒固定资产投资持续同比减少 .....	19
图 35: 啤酒行业利润率下降, 去产能后维持 ROE .....	20
图 36: 啤酒行业五霸格局稳定, CR5 维持在 72-75% .....	20
图 37: 重啤总资产周转率率先提升, 位居第一 .....	20
图 38: 重啤提升效率后, 净利率位居行业第一 .....	20
图 39: 重啤控制费用率, 提升净利率 .....	21
图 40: 重啤率先降本提效后 ROE 升至行业第一 .....	21
图 41: 2007-2015 年, 华润啤酒资本性开支在行业中遥遥领先 .....	21
图 42: 华润雪花嫁接渠道后销量快速增长 .....	22
图 43: 2013 年珠江啤酒华南外收入占比明显下降 .....	22
图 44: 青岛啤酒的存货周转率高于行业均值 .....	23
图 45: 重啤、青啤的固定资产周转率较高 .....	23
图 46: 华润雪花的销量产能比仍然不到 60% .....	24
图 47: 青岛啤酒的销量产能比超过 80% .....	24
图 48: 重庆啤酒的销量产能比维持在 80% 左右 .....	24
图 49: 青啤和重啤的实际产能/设计产能不足 75% .....	24
图 50: 中国啤酒行业目前呈现五霸格局 .....	25
图 51: 2019 年青啤在山东、华北的营收占比达 78% .....	26
图 52: 行业低谷期, 青啤山东、华北销量维持增长 .....	26
图 53: 青岛啤酒在山东、华北市场的毛利率较高 .....	26
图 54: 青啤在山东、华北市场的销售费用率较低 .....	26
图 55: 头部啤酒企业出厂吨价近年来逐步提升 .....	26
图 56: 罐装啤酒终端提价能力较弱 .....	26
图 57: 美国人均啤酒消费量在上世纪 80 年代见顶 .....	27
图 58: 美国从生产厂家的角度来定义精酿啤酒 .....	27
图 59: 美国精酿啤酒在啤酒销量中的占比提升 .....	28
图 60: 美国高档拉格消费量提升 .....	28
图 61: 中国啤酒市场仍以中低端产品为主 (2018 年) .....	28
图 62: 高端及超高端啤酒消费量将持续增长 .....	28
图 63: 中国啤酒零售价逐年提升但较国际水平仍偏低 .....	29
图 64: 百威出厂价在亚太偏低, 但仍明显高于中国 .....	29
图 65: 综合各国人均 GDP 情况比较来看, 中国啤酒出厂吨价偏低 .....	29
图 66: 2014 年后行业低谷期华润雪花销量增长停滞 .....	30
图 67: 华润雪花转型高端化, 吨酒价格提升 .....	30
图 68: 近年青啤高端销量增速高于总体销量增速 .....	30
图 69: 青啤高端产品销量占比逐步提升 .....	30
图 70: 2018 年, 中国高端啤酒市场 CR5 达到 78% .....	31
图 71: 百威在中国高端啤酒市场的份额有所提升 .....	31

表 1: 啤酒要求较高的新鲜度、保质期短 .....	7
表 2: 中国啤酒行业大致经历了四个发展阶段 .....	12
表 3: 国内早期啤酒厂多为外商建立, 数量不多、规模较小 .....	13
表 4: 相比于艾尔啤酒, 拉格啤酒更适合大规模工业化生产 .....	14
表 5: 入世后外资啤酒在中国掀起第二波投资并购高潮 .....	17
表 6: 重点公司盈利预测估值表 (更新日期 2020 年 10 月 13 日) .....	31

## 1. 啤酒：薄利多销的快消品

啤酒是典型的快消品。从厂商角度来看，啤酒产品周转快、企业资产重，因此追求经营效率。从产品角度来看，啤酒毛利率低、易受原材料价格波动影响，扩大销量才能形成规模利润。从渠道角度来看，啤酒厂商对下游议价能力不强，保住市场份额依赖宣传促销费用。

图 1：啤酒的商业模式决定企业比拼规模和效率



数据来源：国泰君安证券研究

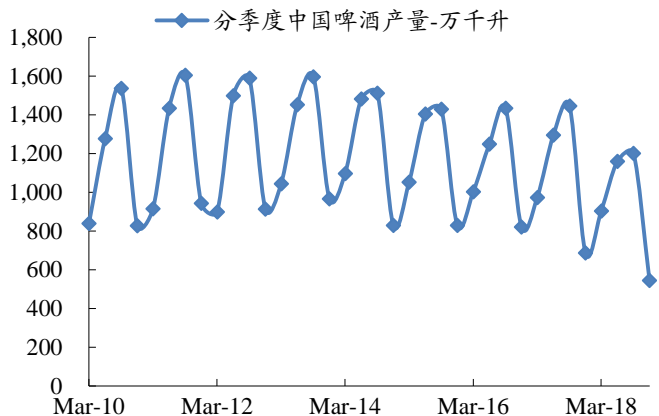
### 1.1. 啤酒产品特点决定行业重资产、高周转特征

现代啤酒是一种工业舶来品。现代主流啤酒产品生产的机械化程度高，且具有度数低、单次消费量大、需求季节性波动大、保鲜要求高等特征，这决定了啤酒生产需要较大的设计产能、固定资产投入高。同时啤酒重量大、货值低导致物流成本高、运输半径较小，产销的区域性特点明显，很难通过扩大销售半径来摊低固定成本、实现规模效应。

销售季节性导致啤酒企业实际产能远低于设计产能。啤酒有着明显的季节性，夏秋旺季（占全年产量 60% 以上）、冬春淡季（占全年产量 40% 以下），这主要由于啤酒清凉爽口的特性适合夏日饮用。由于啤酒品质对新鲜度要求高，大部分产品只能即产即销，所以企业整体的设计产能更高、固定资产投资规模更大，但平衡销售淡旺季以及设备检修因素后的实际产能却要大打折扣。近年，青岛啤酒和重庆啤酒的“实际产能/设计产能”这一项指标均未超过 75%。

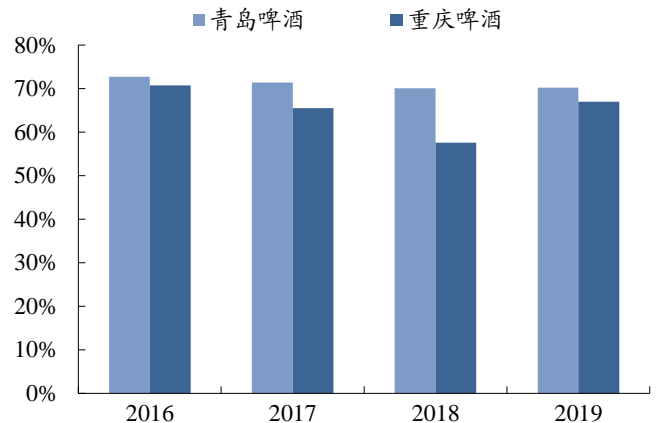


图 2: 啤酒行业呈现明显的季节性特点



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

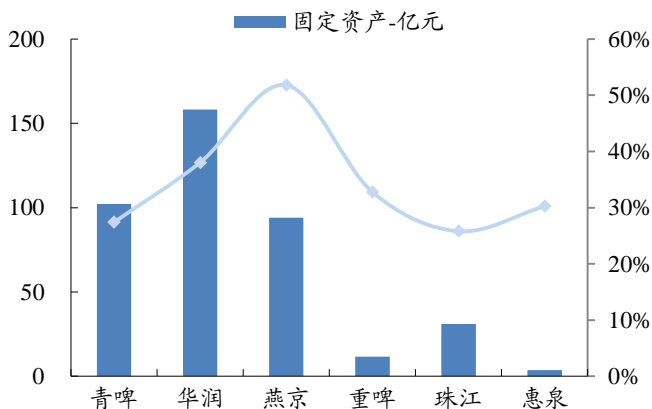
图 3: 青啤和重啤的“实际产能/设计产能”低于 75%



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

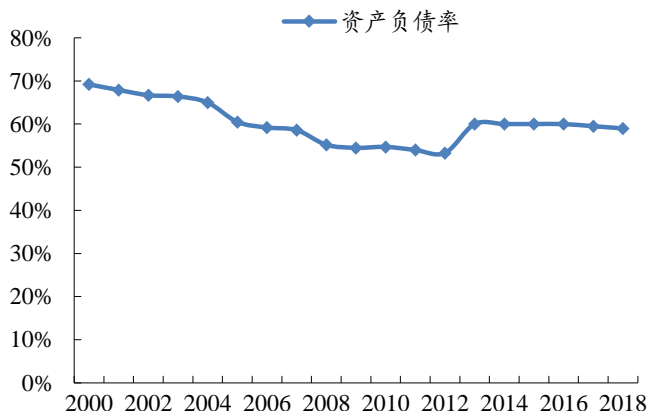
**啤酒行业重资产、高杠杆特征明显。**由于单个啤酒厂经营范围有限, 企业为了争夺市场份额会选择在主要市场附近建厂或收购其他厂商。目前行业内 10 万吨产能的大厂大约需要 1.5-2 亿元左右的投资, 再考虑到啤酒的季节性销售特征导致产能无法在全年充分利用, 因此对于动辄百万吨级销量的啤酒企业, 固定资产投资额非常大, 这也导致行业呈现重资产、高杠杆的特点。2019 年青啤和华润啤酒的固定资产规模均超过 100 亿元, 龙头公司的固定资产占总资产比例都在 30% 以上, 燕京啤酒甚至达到 51.8%。高比例的固定资产投资也导致行业资产负债率居高不下, 长期处于 60% 左右的水平。

图 4: 啤酒企业固定资产投资规模大、占比高



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究 注: 2019 年数据

图 5: 啤酒行业高杠杆经营, 资产负债率约 60%



数据来源: 国资委, Wind, 国泰君安证券研究

**普通工业啤酒受运输成本限制, 经营的区域性特征明显。**在我国, 普通工业啤酒占主流, 这些产品普遍价格低廉, 运输成本成为制约其销售半径的重要因素。低端啤酒目前仍以玻璃瓶包装为主, 一方面重量大货值低、单位运输成本高, 在啤酒毛利不高的限制下运输半径不宜过大, 一般不超过 300km; 另一方面, 包材占成本比例高, 玻璃瓶等需要回收利用以降低成本, 因此运输半径过长将加倍增加运输成本。受限于上述因素, 靠近市场建立或收购产能、区域性经营仍为目前啤酒行业的主流经营方式。

优质啤酒要求更高的新鲜度，保鲜需求限制运输半径。虽然啤酒和白酒同是酒精饮品，但白酒存放时间越长愈发酵厚，而啤酒则是越新鲜口味越好。通常而言，啤酒的新鲜度与保质期不易兼得，越新鲜则保质期越短，新鲜度上依次是原浆>扎啤>纯生>普通熟啤。

1) 原浆啤酒新鲜度最高。刚出炉的原浆保留鲜活酵母，麦芽香浓郁、口感醇厚、泡沫丰富，但保质期短，市场比较常见的高鲜啤酒如扎啤是在原浆的基础上过滤了酵母，也是餐饮店的主流产品之一。

2) 普通工业啤酒大多是熟啤，需要经过高温杀菌来提高保质期，一般2-6月左右或更长，新鲜度和口感一般。

3) 纯生啤酒在无菌发酵工艺上取得了突破，兼具了熟啤的长保质期及一定的新鲜度，是市场上比较主流的中高档产品。

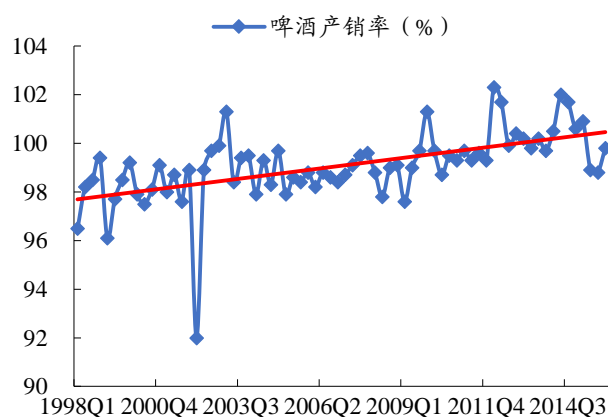
表 1：啤酒要求较高的新鲜度、保质期短

产品类别	新鲜度	保质期	口感	工艺
原浆	最高	1-3 天	最好	刚酿制出来的啤酒，保留鲜活酵母
扎啤	高	一周以内	好	过滤了鲜活酵母菌的鲜啤酒
纯生	较高	2-6 月或更长	较好	无菌发酵工艺，过滤酵母菌
普通熟啤	一般	2-6 月或更长	一般	高温杀菌提高保质期

数据来源：酒书网，国泰君安证券研究

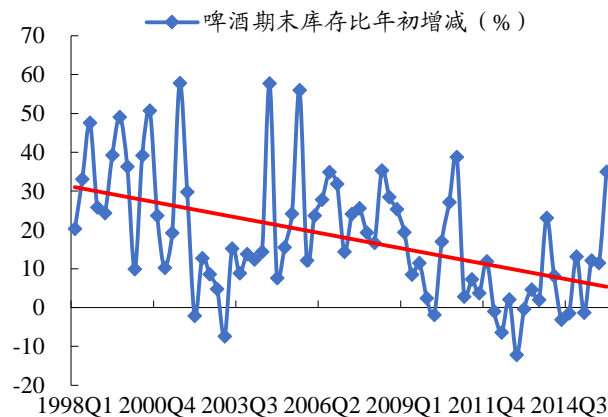
高周转、低库存，啤酒要求即产即销。优质啤酒新鲜度要求高、保质期短，普通工业啤酒受限于成本需要回瓶利用，因此啤酒企业需要尽量做到即产即销，维持较高的产销率和较低的库存水平。从历史数据看，1998年至 2015 年，啤酒行业的产销率基本维持在接近 100%的水平，仅有 2002Q1 因非典影响造成啤酒滞销。同期，啤酒行业期末库存较年初的比例总体呈现下降的趋势。

图 6：啤酒行业产销率接近 100%



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 7：啤酒行业期末库存占比下降



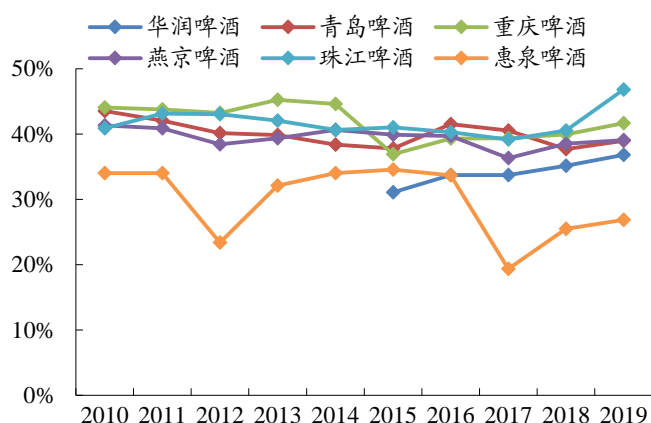
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

## 1.2. 低利润率和重资产下，啤酒企业追求规模效应

啤酒毛利低，原料、包材成本占比较高。啤酒价格相对较低，毛利率低于其他酒精饮品，国内头部企业的毛利率普遍在 40% 左右。啤酒生产的

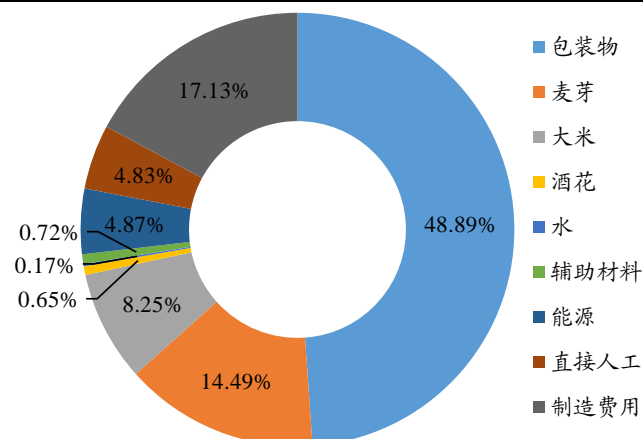
直接成本以包材和原材料为主，包材包括纸箱（瓦楞纸）、铝质易拉罐、玻璃瓶等用于包装和运输啤酒，原材料包括大麦、大米、啤酒花、酵母等用于酿造啤酒。以青岛啤酒 2013 年披露数据为例，包材占比达到 49%，原材料占比达到 24%，合计占比超过 7 成。这也导致啤酒终端价格受上游原料包材价格波动的影响较大。例如，因供给侧改革和环保限产等原因，玻璃和瓦楞纸价格在 2017 年大幅上涨，带动终端啤酒价格上涨，滞后约 1 年。2018 年大麦进口平均单价同比大幅增长，同样是导致 2018 年啤酒终端售价上涨的原因之一。同时可以观察到，啤酒终端价波动幅度远小于成本波动幅度。啤酒较低的价格和利润空间导致其对上游原料包材价格波动极为敏感，但同时消费者对啤酒价格的敏感性也很强，啤酒厂家难以将成本上涨完全转嫁给下游。厂家更多需要依靠规模效应来提升对上游议价能力、尽可能平抑成本波动，否则只能自负大部分上涨成本、出现利润下滑。

图 8：啤酒公司毛利率维持在 40%左右



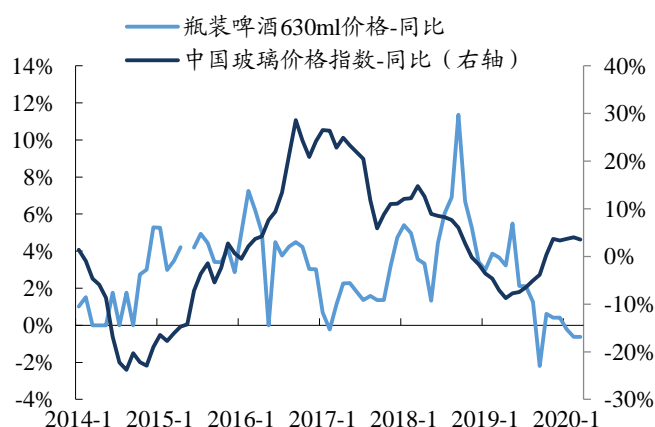
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 9：青啤直接成本 7 成来自包材和原料（2013 年）



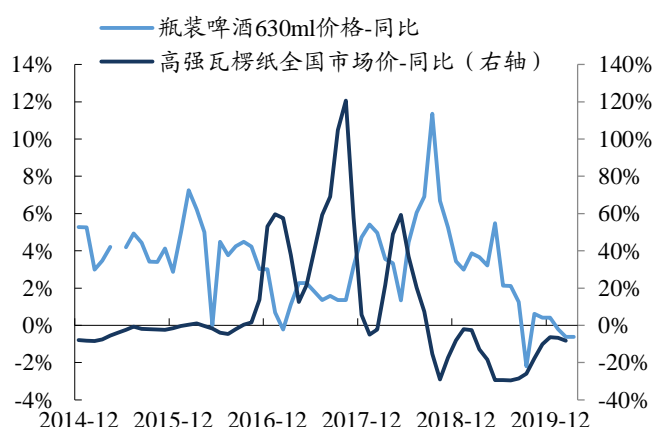
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 10：2017 年玻璃价格提升带动啤酒涨价



数据来源：国家发改委，Wind，国泰君安证券研究

图 11：2017 年瓦楞纸价格提升带动啤酒涨价



数据来源：国家发改委，国家统计局，国泰君安证券研究

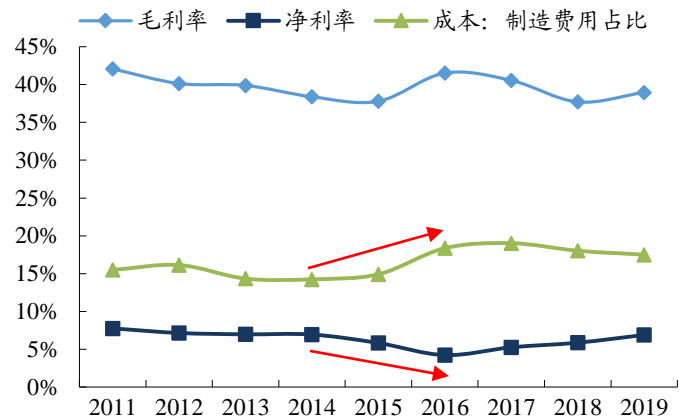


图 12：2018 年大麦价格上涨带动啤酒涨价



数据来源：国家发改委，海关总署，国泰君安证券研究

图 13：2015 年后青啤制造费用占比上升，压低净利率



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

**单瓶利润微薄，扩大规模形成规模利润。**若将青啤、重啤和燕京平均每瓶啤酒（500ml）的收入分解为成本、费用和利润，可以发现单瓶啤酒的成本费用占比高、利润率低。薄利多销是过去国内啤酒行业主流的盈利模式。此外，啤酒企业资产重，也需要更大的销量来摊薄固定成本，销量下降则固定成本平摊上升，导致利润率进一步下滑。由于 2014 年起国内啤酒整体需求量开始下降，销量下降导致制造费用占比提升，进而压低了啤酒企业的净利率。行业销量见顶后，龙头啤酒厂商仍在通过抢夺存量市场份额的方式来获取更大的规模效应，但供大于求的情况下，通过收购产能、扩张市场来扩大规模的方式已然失效，品牌越来越成为份额竞争的核心要素。

图 14：啤酒产品成本费用占比高，利润率低（以 2019 年青岛、重啤、燕京年报披露数据为例）



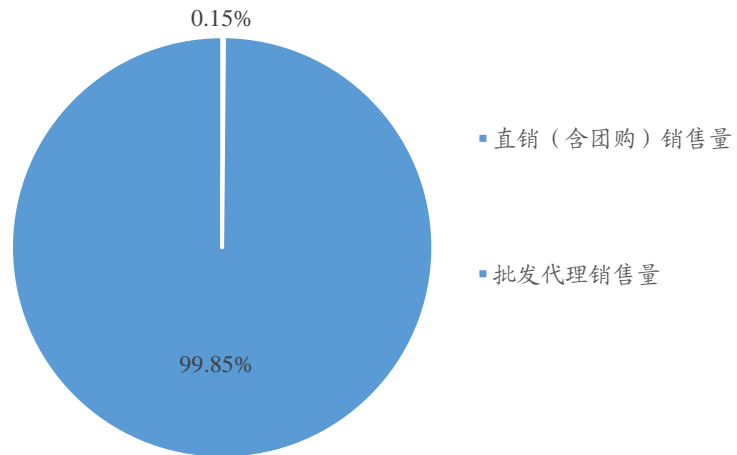
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 1.3. 下游议价能力不强，渠道依赖费用投放

啤酒销售以深度分销和大商模式为主。啤酒生产出厂后主要的销售路径是通过经销商到达终端，例如重庆啤酒批发代理销售量占比接近 100%。目前啤酒厂商主要采取深度分销或者大商模式这两类渠道模式。深度分销是指由厂家直接负责下沉市场的开拓和精细网点的覆盖，例如华润雪

花在城市市场打造的扁平化分销网络，通过专门的销售团队与餐馆、夜场等维持客户关系，从而更加贴近终端消费者，产品管理更加灵活。大商模式是指厂家和地区大经销商合作，由经销商负责市场拓展工作，例如华润啤酒在中小城镇和乡村等区域性市场通过与地方分销商的长期合作拓宽市场覆盖和渗透。

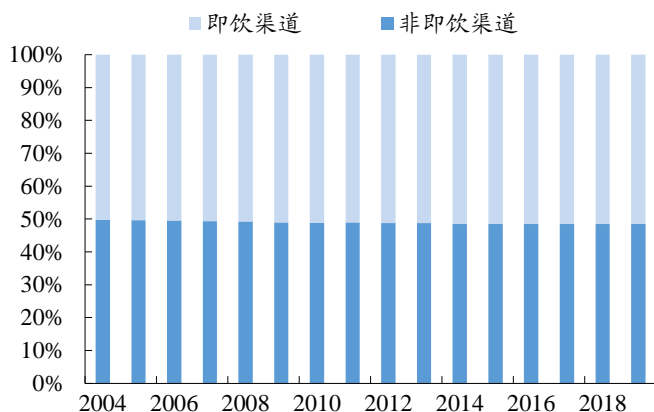
图 15: 2019 年重庆啤酒批发代理销售占比接近 100%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

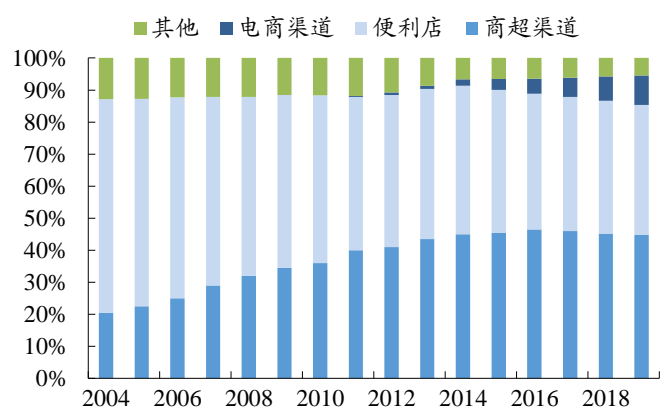
**电商销售占比快速增长，逐步成为新的渠道竞争点。**啤酒销售的另一种路径是通过电商渠道直接销售给消费者，例如天猫、一号店、京东以及各大啤酒厂商自有的电子商务平台。电商渠道销售灵活、促销力度大，一方面有助于品牌宣传和产品推广，另一方面能够消化库存、加快周转。加之网上消费越来越深入百姓的日常生活，电商渠道已成为各大啤酒企业的必争之地。例如青岛啤酒建立了“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道体系，搭建了自有电商渠道，上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”。近年来啤酒的电商销售得到快速发展，根据欧睿数据，2019 年非即饮渠道中电商销售占比达到 9.2%，且增长势头强劲。

图 16: 即饮和非即饮渠道占比常年保持均衡态势



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

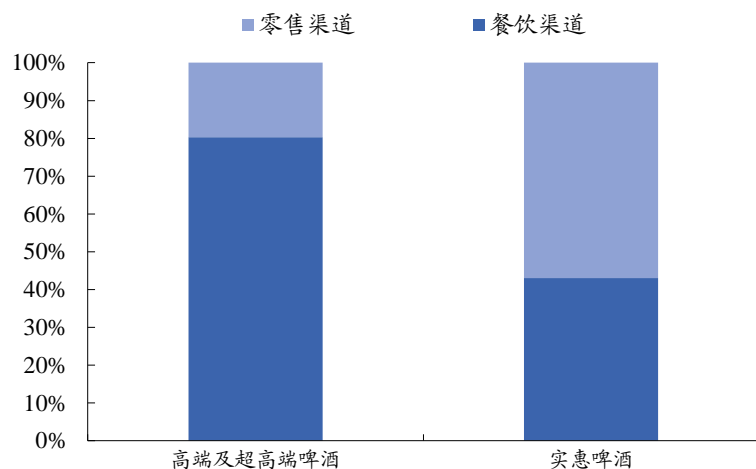
图 17: 非即饮渠道中，电商渠道销售占比快速增长



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

**高端进餐饮，低端偏零售。**啤酒的终端消费场景分为即饮和非即饮两类，即饮多在餐饮终端，非即饮则对应超市、便利店等零售场景。我国啤酒的即饮和非即饮渠道占比常年保持均衡态势，但不同价格带的啤酒产品却通常归属于不同的终端消费场景。根据 GlobalData，80%的高端及超高端啤酒进入餐饮渠道，而超过一半的实惠啤酒在零售渠道销售。餐饮渠道中，顾客往往对啤酒价格不敏感，因此啤酒厂商和餐厅均可以通过品牌高端化提升价格，获得更多利润。例如夜场渠道往往以高端进口啤酒为主，包括百威、嘉士伯、喜力等。而零售渠道中啤酒品类多、可选范围广，加之消费者对价格更为敏感，因此性价比更高、口感更容易接受的实惠啤酒更多的出现在零售渠道中。

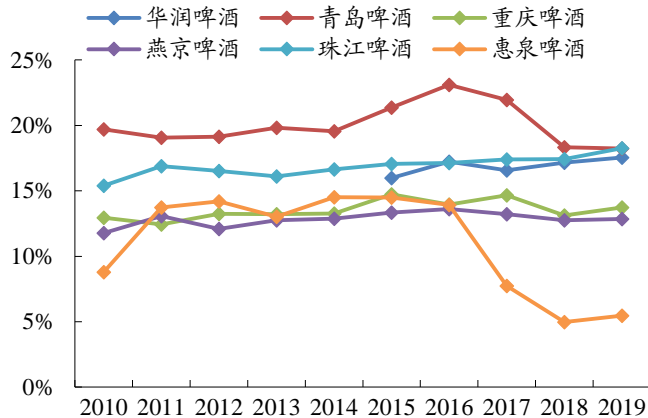
图 18：啤酒高端进餐饮，低端偏零售（2018 年）



数据来源：GlobalData，国泰君安证券研究

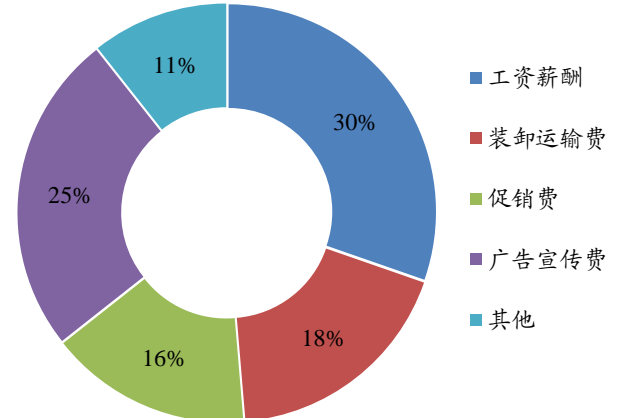
**厂商对下游议价能力不强，啤酒市场份额仍需较高费用维持。**相对于白酒、红酒来说，啤酒产品同质化程度较高，被消费者选择的互相替代性较强，因此啤酒企业需要投放大量销售费用于产品的宣传推广。近年来，国内龙头啤酒厂商虽然由于去产能放慢了市场扩张的节奏，但用于维护市场份额的销售费用仍然保持相对稳定。2019 年华润销售费用率约为 18%，青啤为 18%，重啤为 14%，燕啤为 13%。较高的销售费用主要来自销售员工资薪酬支出和广告促销费用。例如，重庆啤酒 2019 年销售费用中销售员工资薪酬占比为 30%，产品促销和广告宣传费用合计达 41%，此外还有 18%的装卸运输费。在品牌集中度进一步提升、竞争格局继续优化之前，啤酒企业想要保持市场份额稳定，维持较高销售费用投入是必不可少的。

图 19：各啤酒企业销售费用率维持相对稳定



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 20：2019 年重啤销售费用 41%用于广告促销



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

## 2. 百年啤酒史：资本为矛，渠道为盾，效率为王

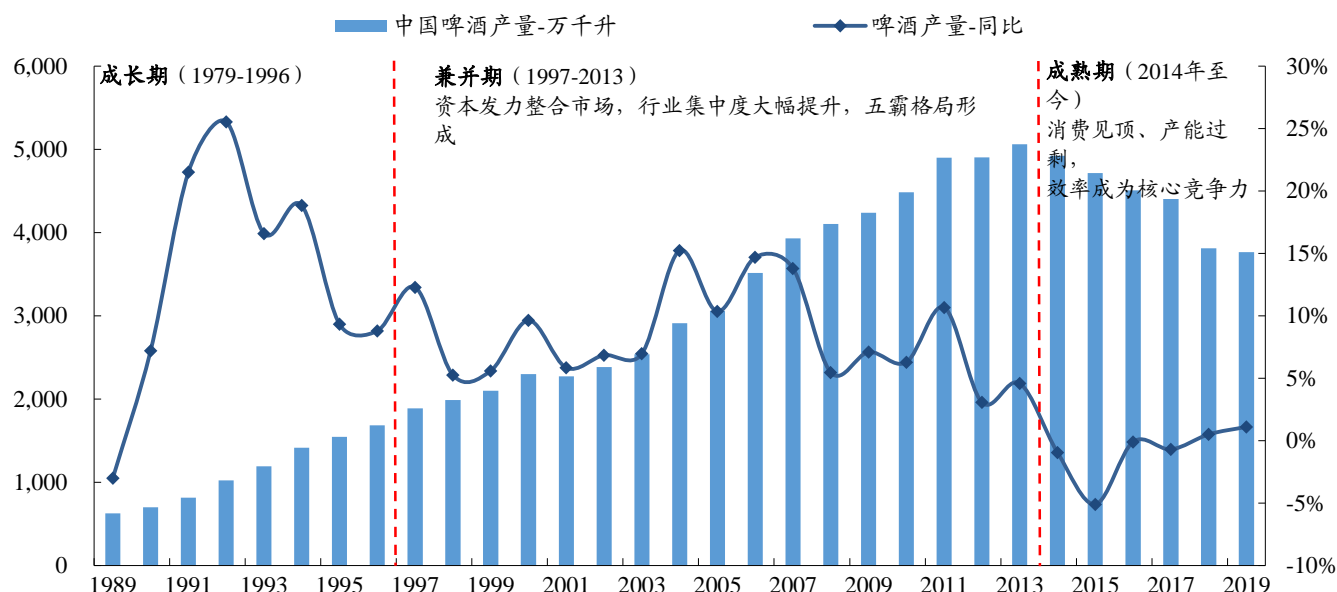
百年啤酒史，从群雄逐鹿到五强争霸，行业竞争要素不断演变。从我国啤酒行业历史发展来看，以资本为“矛”，并购扩张是抢占市场份额的高效手段；以渠道为“盾”，深耕市场是打造品牌护城河的必要方式。而对于啤酒这种经营杠杆高、销售周转快的行业，经营效率的重要性不断强化。在行业的不同发展阶段，核心竞争要素存在差异，是一个动态演变的过程。

表 2：中国啤酒行业大致经历了四个发展阶段

时间	阶段	发展特点	问题	核心竞争要素
1900-1978	导入期	<ul style="list-style-type: none"> <li>建国前啤酒生产销售范围小，外国人消费为主；</li> <li>建国后新建一批地方啤酒厂，实现啤酒国产化。</li> </ul>	经济水平低 啤酒需求不高	产能
1979-1996	成长期	<ul style="list-style-type: none"> <li>啤酒需求快速发展，各地政府扶持兴建啤酒厂；</li> <li>燕京进行渠道改革，贴近消费者成为销量冠军；</li> <li>外资品牌败走中国，地方保护主义限制市场竞争。</li> </ul>	地方保护主义 啤酒厂商林立	渠道
1997-2013	兼并期	<ul style="list-style-type: none"> <li>2002 年起中国成为世界最大啤酒消费市场；</li> <li>资本发力整合市场，行业集中度大幅提升，形成华润雪花、青啤、百威英博、燕京、嘉士伯的五霸格局；</li> <li>啤酒品牌力开始崛起，雪花成为全国畅销大单品。</li> </ul>	行业产能过剩 厂商盈利能力弱 产品偏大众低端	资本
2014 至今	成熟期	<ul style="list-style-type: none"> <li>啤酒消费见顶，2014 年起产量连续 4 年下降；</li> <li>行业逐步优化产能，降本提效，提升盈利能力；</li> <li>竞争态势趋缓，龙头割据一方，CR5 维持 72-75%。</li> </ul>	产品高端化不足 品牌溢价低	效率

数据来源：国泰君安证券研究

图 21：中国啤酒产量（1989-2019）及行业发展阶段



数据来源：国家统计局，巴特哈斯集团，wind，国泰君安证券研究

## 2.1. 1900-1978 导入期：啤酒传入中国，清爽口味成为主流

**现代啤酒是舶来品。**中国古代曾出现过类似啤酒的低度酒精饮料，约有 4000 至 5000 年的历史，称之为“醴”，用“蘖”即谷芽酿造。大约在汉代后，醴被酒曲酿造的黄酒所淘汰。直到 1860 年第二次鸦片战争后，现代啤酒才传入中国，流行于在华外籍人士。对当时的中国人来说，低度数的啤酒与传统高度酒的主流文化格格不入，艰难时期更是无福消受。

**1900-1949 年萌芽期，啤酒开始小规模生产。**时值中国半殖民地半封建，为满足在华外籍人士需求，殖民地开始兴建啤酒厂。1900 年俄国人在哈尔滨建立乌卢布列夫斯基啤酒厂，这是中国第一家啤酒生产作坊，也是哈尔滨啤酒的前身。1903 年德国商人与英国商人合资在青岛创建日耳曼啤酒公司青岛股份公司，啤酒产能约 300 吨，后被日本人接管，于抗战胜利后被青岛市政府收回。这些啤酒厂由外国人自主经营，机器和原材料大部分依赖进口，主要消费者是在华外籍人士和上流社会小部分中国人。这一时期政局动荡、战争不断，因此啤酒市场规模很小，1949 年前仅有啤酒厂十家左右，并仅限于区域化的生产和销售，年产量约为 7000 吨。

表 3：国内早期啤酒厂多为外商建立，数量不多、规模较小

时间	国内部分早期啤酒厂建厂情况
1900 年	俄国人在哈尔滨建立乌卢布列夫斯基啤酒厂（哈尔滨啤酒前身）
1901 年	俄国人和德国人在哈尔滨建立哈盖迈耶尔-柳切尔曼啤酒厂
1903 年	捷克人在哈尔滨建立东巴伐利亚啤酒厂
1903 年	德国人和英国人在青岛建立日耳曼啤酒青岛公司（青岛啤酒前身）
1904 年	中国人在哈尔滨建立东北三省啤酒厂
1911 年	德国人在上海建立友啤啤酒厂（上海啤酒厂前身）
1914 年	中国人在哈尔滨建立五洲啤酒汽水厂



1915 年	中国人在北京建立双合盛啤酒厂
1920 年	中国人在山东烟台建立醴泉啤酒厂（烟台啤酒厂前身）
1933 年	英国人在上海建立怡和啤酒厂（华光啤酒厂前身）
1935 年	中国人在广州建立五羊啤酒厂（广州啤酒厂前身）
1941 年	日本人建立北京麦酒株式会社（飞马啤酒、北京啤酒厂前身）

数据来源：中国糖酒网、国泰君安证券研究

**1950-1978 年奠基期，啤酒酿造实现国产化。**战争结束后我国社会生产快速恢复，逐步实现了麦芽和啤酒花等啤酒原材料的国产化。1958 年天津、杭州、武汉、重庆、西安、兰州、昆明等大城市投资新建了一批规模在 2000 吨左右的啤酒厂，成为我国啤酒业发展的一批骨干企业。这一阶段是我国啤酒行业发展的奠基期，通过引进国外现代啤酒酿造技术并培养一大批啤酒生产人才，我国的啤酒生产体系初步建立。啤酒的产量也得以提升，1978 年底啤酒年产量约为 40 万千升，是建国初的 50 多倍。

**淡色拉格成为国内啤酒市场主流。**啤酒作为舶来品，一开始进入中国市场的便是拉格，如哈啤和青啤均为其中代表。建国后我国的啤酒工业由国有计划经济主导，进一步导致拉格啤酒的绝对垄断。更重要的是这一段时间内经济水平落后、人民消费能力有限，只能消费工业量产、口味清爽、性价比高的拉格啤酒。经过长期的消费市场培育，拉格啤酒的清淡口味深入人心，成为国内啤酒市场的主流产品。

表 4：相比于艾尔啤酒，拉格啤酒更适合大规模工业化生产

啤酒类别	拉格啤酒	艾尔啤酒
温度和时间	7-13℃，发酵时间长	16-24℃，发酵时间短
酵母	巴氏酵母	酿酒酵母
发酵特点	酵母大多在酒液的底部，产生的泡沫较少。品质稳定，容易保存， <b>适合工业化生产。</b>	酵母大多在酒液的上层，产生的泡沫较多。质量难以控制，不太容易保存， <b>适合精酿。</b>
风味口感	口味清爽，香气较为单一。	丰富浓重，附有多种水果、坚果的香气。

数据来源：酒书网，国泰君安证券研究

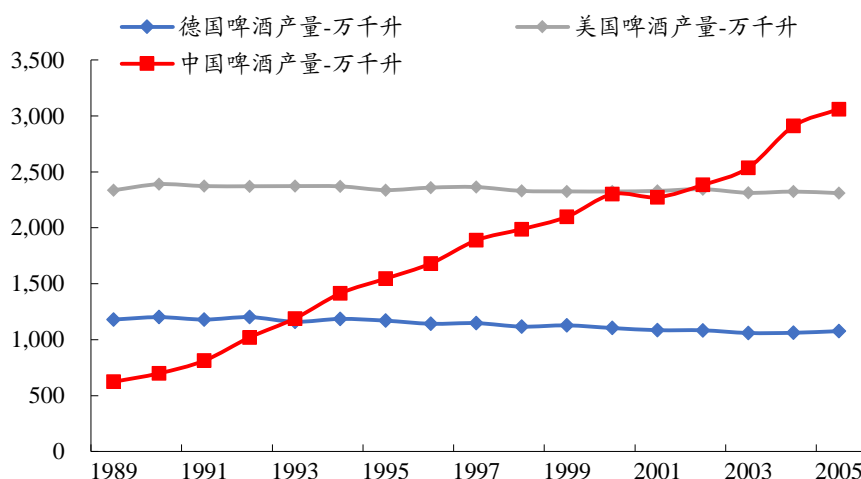
## 2.2. 1979-1996 年成长期：需求快速增长，渠道改革贴近市场

**供需两热带动啤酒业快速发展。**改革开放后我国居民购买力不断提升，廉价的啤酒成为大众消费的宠儿。在冰箱尚未普及的年代，人们拎着家里暖瓶、铝锅甚至塑料脸盆去打散装啤酒，需求非常旺盛。面对供不应求的形势，1985 年“啤酒专项工程”实施，建设银行出资 8 亿，地方自筹 26 亿，加上国家用来购买国外先进流水线的 2000 万美元，各市县的地方啤酒厂数量迅速上升，1988 年底共计 813 家，总产量达到了 656 万千升。这一时期啤酒呈现出供需两热的情形，行业平均增速超过 30%，我国成为了仅次于美德的世界第三大啤酒生产国。

**地方税收利益下，啤酒地方保护盛行，外资败走。**1980 年代中期我国开始施行财政包干制度，地方企业税成为了地方财政收入的主要来源。啤酒地产地销，需求旺盛同时还缴纳消费税，因此啤酒企业成为地方政府扶持和保护的重点对象。同时，这一阶段的销售模式仍采用计划经济的

包销模式，销售渠道一直为地方糖酒公司垄断。地方保护主义限制了啤酒的市场竞争，产品质量参差不齐，产能利用率较低，规模效应有限，一定程度上扭曲了啤酒市场发展。1990年后，啤酒工业高度发达的欧美市场基本饱和，外资啤酒巨头瞄准高增速大体量的中国市场，60多家跨国公司纷纷入场。外资品牌定位较高端，从建厂生产到营销全流程把控，但对销售渠道和消费者口味缺乏了解。且当时啤酒的地方保护主义盛行，对外资品牌排斥严重。最终外资品牌难以承受与本土品牌的竞争，巴斯、富士达、喜力等一大批品牌纷纷选择暂时撤离。

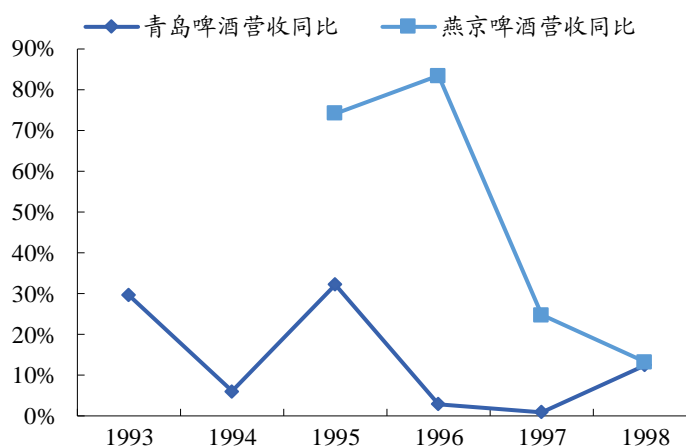
图 22: 1990 年起欧美啤酒市场饱和，外资品牌进入中国市场



数据来源：GlobalData，国泰君安证券研究

**渠道之争：燕京啤酒引领渠道改革。**1988年，燕京啤酒率先进行营销模式改革：不再依靠糖酒公司，而是组织销售团队走街串巷，面向大众消费者，将啤酒送到胡同里，形成“家家喝燕京”的北京一景。通过这种深度分销模式，燕京销量快速增长，1996年率先突破50万吨，超过青啤成为市占率第一的品牌。这一阶段，渠道改革带动啤酒市场扩容，充分发掘了消费者需求，1993年中国成为世界第二大啤酒生产国，1996年产量达到1682万吨，是1989年的2.7倍。

图 23: 营销改革后燕京营收增速高于青啤

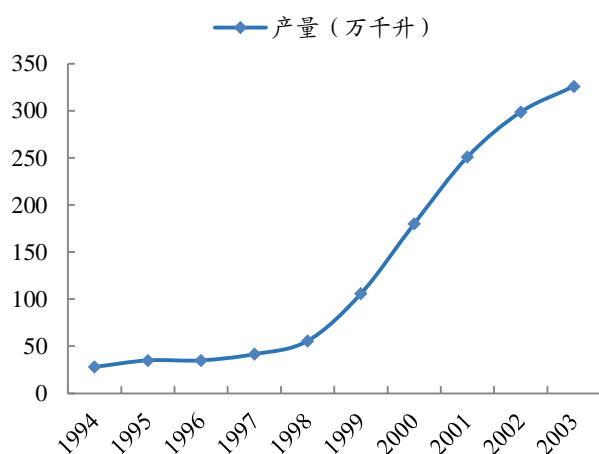


数据来源：GlobalData，国泰君安证券研究

## 2.3. 1997-2013 年兼并期：整合浪潮启动，资本发力跑马圈地

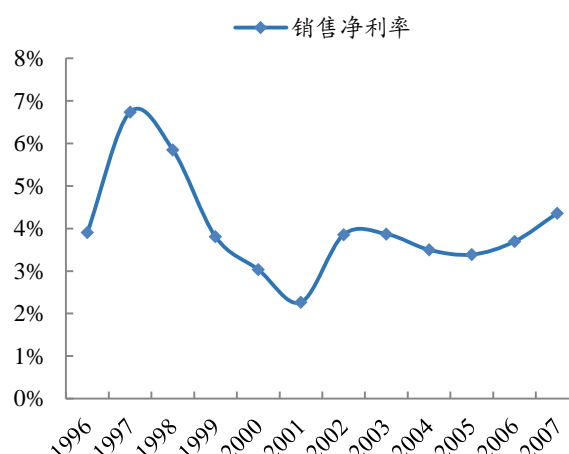
青啤率先大举并购，掀起行业整合浪潮。1996 年被燕京啤酒超越的青啤提出“大名牌发展战略”，通过并购扩张解决“品牌大但规模小”的问题。1996-2001 年青啤共收购了 47 家啤酒企业，厂房遍布 17 省，初步完成了全国性战略布局，产量从 35 万吨提升至 251 万吨，市占率从不及 3% 提升至 11%，重夺行业第一。但由于收购公司费用开支庞大但效益不佳，青啤面临增收不增利的局面，从 2002 年开始暂缓外延扩张，转向内部整合和精益管理。然而整个行业的整合浪潮只是刚刚开始。如燕京啤酒先后收购包头雪鹿、桂林漓泉、泉州惠泉等地方啤酒厂，在内蒙古、广西、福建等市场扎根。

图 24：1996 年起，青啤产量随并购扩张快速提升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 25：青啤净利率在并购过程中大幅下滑



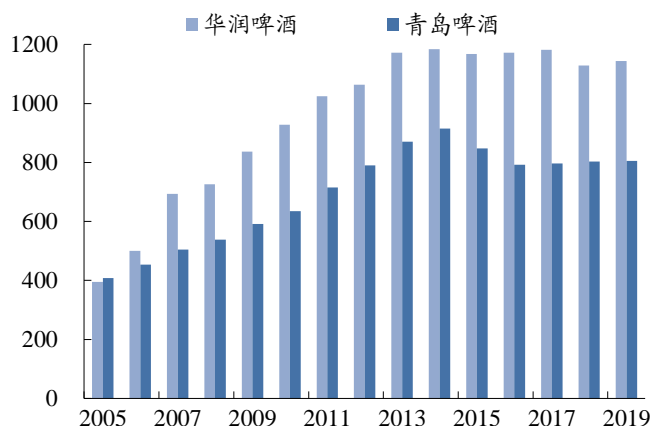
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

华润凭借资本优势在兼并扩张中异军突起。华润啤酒成立于 1994 年，初创时相比青啤等缺乏知名度，但依靠央企资本优势，步步将兼并扩张模式发扬光大。2000 年起华润先后收购四川蓝剑、浙江钱啤、狮王啤酒、西湖啤酒、金威啤酒等地方啤酒厂。华润通过资源整合解决了收购啤酒厂各自为战、效益不佳的问题，从 2002 年起大力推广“雪花啤酒”，打造全国性品牌。2005 年雪花啤酒的销量达到 158 万吨，同比增长 46%，远超国内啤酒行业增速，并超过青岛啤酒的 133 万吨和燕京啤酒的 140 万吨，成为国内销量最高的啤酒品牌，至今仍为市占率第一。

**图 26：华润啤酒依靠资本收购大举扩张**

时间	被收购方（股权比例）
2000 年	安徽圣泉啤酒
2001 年	蓝剑啤酒 62%
2004 年	浙江钱啤集团 70%、龙津啤酒、澳洲狮王啤酒
2005 年	阜阳雪帝啤酒
2006 年	泉州清源啤酒、浙江银燕、安徽淮北项王啤酒、山西月山啤酒、内蒙古蒙原啤酒
2007 年	蓝剑啤酒 38%
2009 年	安徽天柱山啤酒、辽宁松林啤酒、琥珀啤酒 90%
2010 年	奥克啤酒、西湖啤酒 45%
2011 年	商丘蓝牌啤酒、西湖啤酒 55%
2013 年	金威啤酒

数据来源：《中国品牌》，新浪财经，国泰君安证券研究

**图 27：华润 2006 年销量超过青啤成为市占率第一**


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。单位：万千升。

**外资啤酒掀起第二波投资并购高潮。**2001 年中国加入 WTO 后，外资啤酒龙头再次进入中国市场，并掀起第二波投资并购高潮。最初外资品牌选择与国内龙头强强联合，包括南非米勒入股华润啤酒，AB 公司入股青岛啤酒、英博入股珠江啤酒。随后外资品牌加码中国市场，大举收购地方啤酒龙头，例如嘉士伯收购云南华狮、云南大理、乌苏啤酒、重庆啤酒，百威英博收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒等。

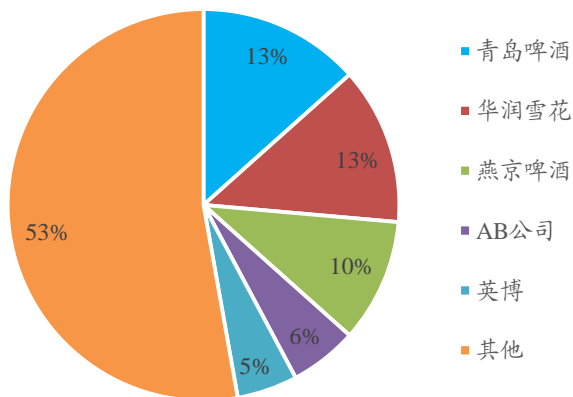
**表 5：入世后外资啤酒在中国掀起第二波投资并购高潮**

时间	并购事件
2001 年	● 南非米勒：以 6.1 亿元购买华润啤酒 30.38% 的股权、后增资华润啤酒 1 亿美元。
2002 年	● 英博：以 1.6 亿元购买珠江啤酒 24% 的股权。 ● AB 公司：持有青岛啤酒 27% 的股权（后将 19.9% 出售给日本朝日啤酒，7.01% 出售给紫金矿业董事长陈发树）
2003 年	● 嘉士伯：斥资 8500 万元收购云南华狮啤酒、2.2 亿元收购云南大理啤酒。 ● 英博：以 3500 万美元收购 KK 啤酒 70% 股份、以 2.6 亿美元收购金狮集团在华啤酒业务。
2004 年	● 嘉士伯：与西藏银河科技各出资 3.8 亿元重组拉萨啤酒厂、收购兰州黄河啤酒 50% 股份及青海省一个正在建设中的啤酒厂 40% 股份、收购新疆乌苏啤酒 34.5% 股份。 ● AB 公司：以 49.7 亿元收购哈尔滨啤酒 100% 股份。
2006 年	● 英博：收购福建最大啤酒企业雪津啤酒 100% 股权，交易总额达 58.86 亿元。
2008 年	● 嘉士伯：通过收购苏纽公司取得重庆啤酒 17.46% 股权。
2010 年	● 嘉士伯：以 23.84 亿元购买重庆啤酒 12.25% 股权，合计持股比例达到 29.71%。
2013 年	● 嘉士伯：要约收购重啤 30.29% 股权，合计持股比例达到 60%，成为重啤绝对控股股东。

数据来源：《财经时报》，《新京报》，国泰君安证券研究

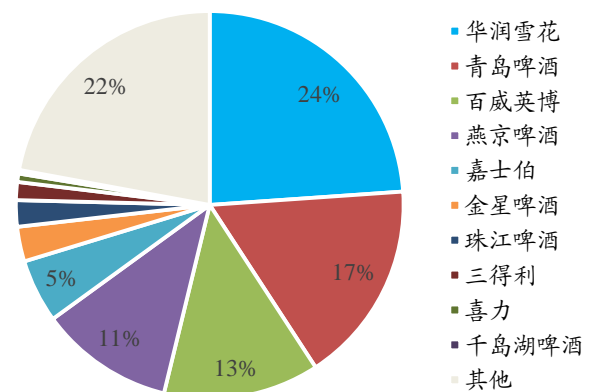
**资本之争：华润带领行业整合。**1997-2013 年中国啤酒市场竞争激烈，龙头凭借资本优势跑马圈地，行业集中度快速提升，销量口径 CR5 从 2005 年的 47% 增长到 2013 年的 70%，华润、青啤、百威、燕京、嘉士伯的五霸格局确立。同时，这一阶段中国啤酒产量维持较快增长，复合增速达到 6.4%。2002 年以来中国啤酒产量一直保持世界第一，占全球总产量比例长期超过 20%，并于 2013 年达到巅峰时刻，产量突破 5000 万千升，是 1997 年的 2.7 倍。

图 28：2005 年中国啤酒行业 CR5 为 47%



数据来源：观研天下，国泰君安证券研究

图 29：2013 年中国啤酒行业 CR5 达到 70%

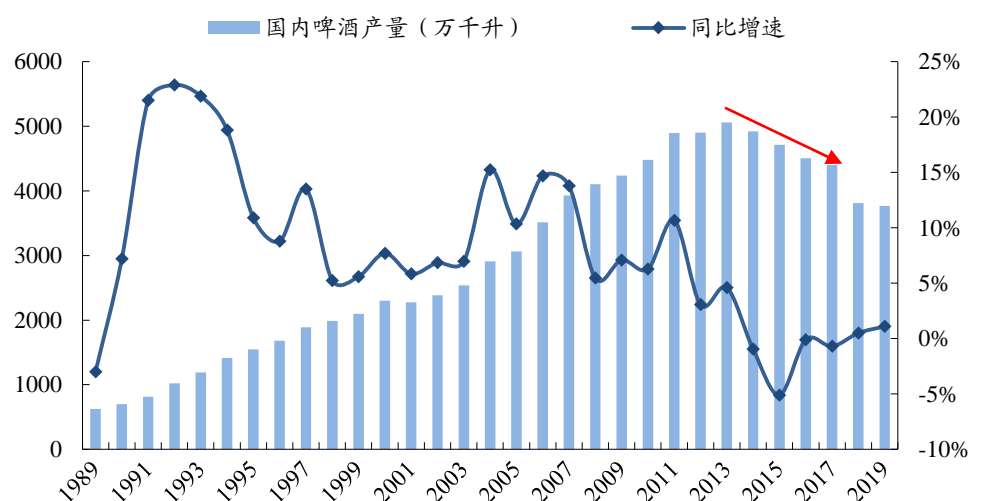


数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

## 2.4. 2014 年起步入成熟期：需求见顶，产能优化降本提效

啤酒产量见顶回落，产能过剩问题突出。2014 年起，中国啤酒产量逐步回调，连续 4 年同比下滑。随后啤酒产量逐步企稳，2018 年和 2019 年啤酒产量同比增长 0.5%、1.1%，统计局口径下规模以上企业产量维持在 3800 万千升左右的水平。啤酒产量连续下降的背景下，行业产能过剩、盈利差等问题凸显。2008 年金融危机后中国开启了新一轮产能投资，2009-2013 年啤酒累计新增产能达到 1550 万吨，而 2013 年产量仅比 2009 年高出 825 万吨。在啤酒总产量、利润率连续下滑的背景下，行业去产能的迫切性可见一斑。

图 30：2014 年开始，中国啤酒产量出现连年下滑



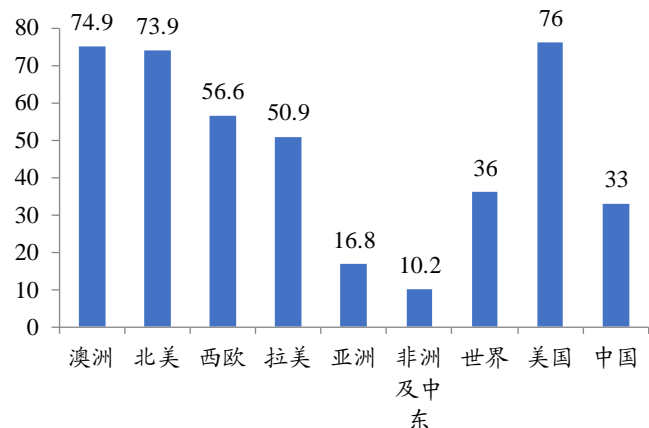
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

人口老龄化和人均消费增量有限决定啤酒行业销量天花板已现。根据智研咨询的数据，2016 年中国人均年啤酒消费量为 33 升，超过亚洲平均水平 17 升，接近世界平均水平 36 升。同时考虑到国民健康意识提升，对酒精饮料的态度逐步向“少喝点、喝好点”转变，未来人均啤酒消费量增长空间相对有限。另一方面，中国啤酒的主力消费人群是 20-39 岁



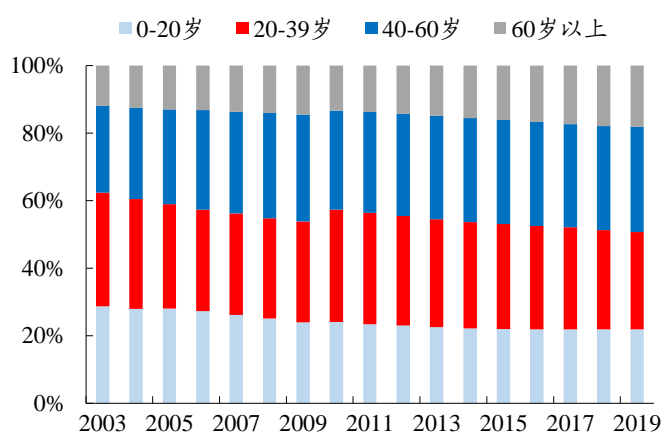
的青壮年。而在人口老龄化的结构性变化趋势下，这部分人群的占比从2011年的32.9%下降到2019年的28.9%。在主力消费人群规模萎缩的背景下，啤酒行业从销量上看已经触及天花板，未来量增空间有限。

图 31：中国人均年啤酒消费量超亚洲平均水平



数据来源：智研咨询，国泰君安证券研究。单位：升。

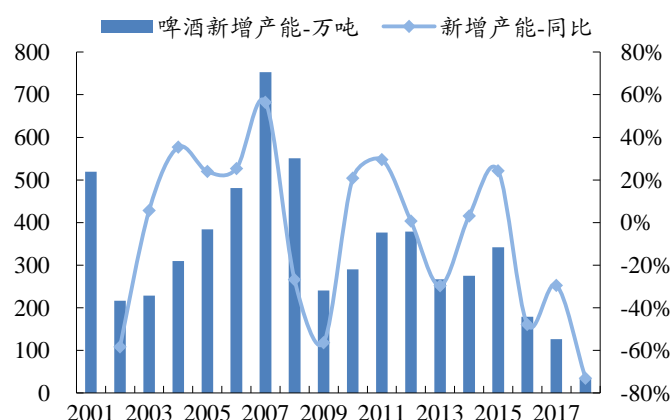
图 32：人口老龄化下啤酒主力消费人口占比减少



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

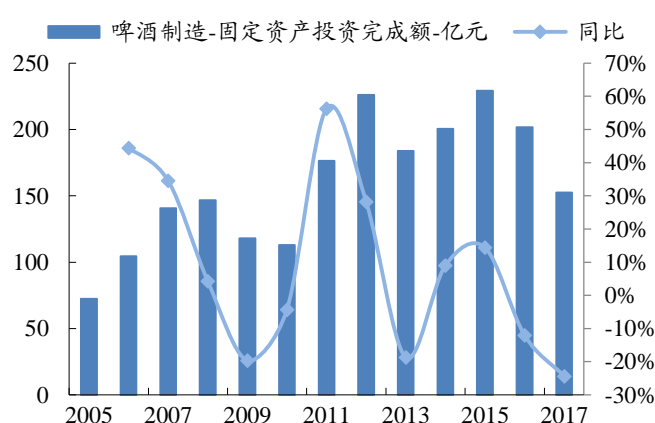
**啤酒行业优胜劣汰，龙头企业稳住市场份额。**2014年后啤酒行业量的需求见顶，规模化去产能的时机来临。2016年啤酒行业新增产能、固定资产投资完成额均出现大幅下降，同时龙头企业开始关停小规模、低效率、高成本的工厂，到2017年嘉士伯关厂17家、华润关厂13家、百威关厂8家，燕京、珠江啤酒等企业也相继关闭部分工厂。通过优化产能，啤酒行业运营效率得以提升，从而能够在销售利润率降低的情况下仍然维持净资产收益率在7%以上的水平。这一阶段随着行业投资热潮退去，啤酒行业的竞争格局暂时稳定，龙头企业凭借规模和渠道优势保持市场份额，销量口径CR5维持在70%以上且有提升趋势。

图 33：2016年起啤酒新增产能持续同比下降



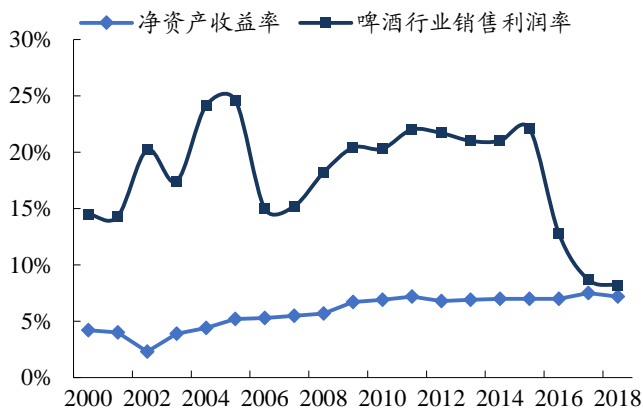
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 34：2016年起啤酒固定资产投资持续同比减少



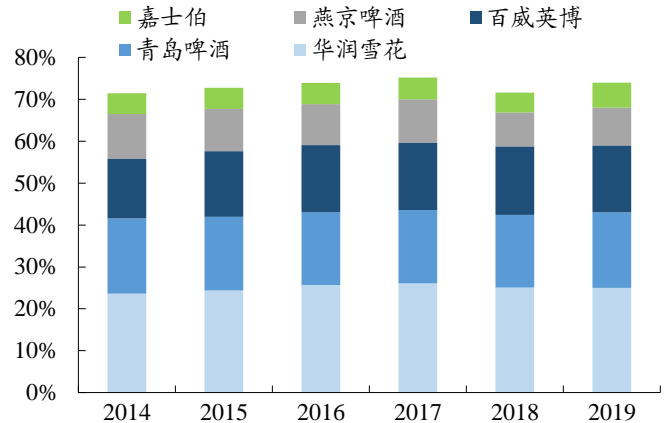
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 35: 啤酒行业利润率下降、去产能后维持 ROE



数据来源: 国资委, wind, 国泰君安证券研究

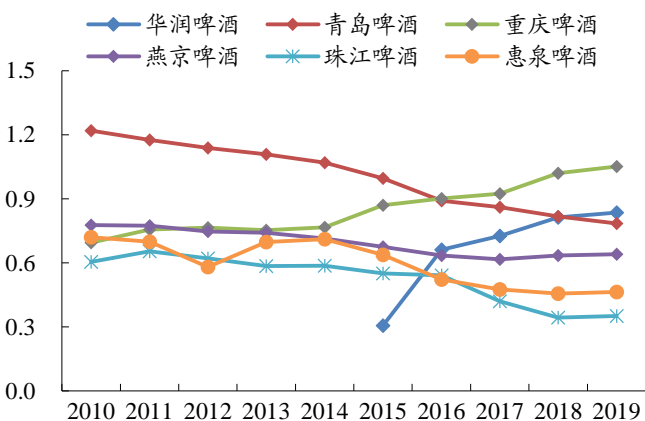
图 36: 啤酒行业格局稳定, CR5 维持 70%以上



数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

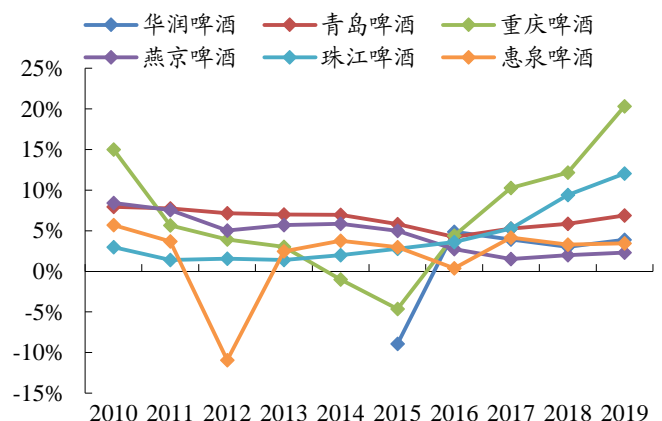
**效率之争: 重啤率先降本提效。**2013 年重庆啤酒被嘉士伯收购时经营效率不高, 又恰逢中国啤酒产量见顶回落, 于是嘉士伯对其进行了产能优化, 2014 年起先后关闭 5 个并卖掉 4 个工厂。通过产能优化, 2019 年重啤的总资产周转率较明显提升, 同一阶段内另外五家啤酒厂商的总资产周转率均有所下降。通过经营效率提升, 2019 年重啤的期间费用率较 2014 年下降了 11pct, 从而带动净利率提升 21pct 至 20%。正是凭借产能优化和效率提升, 2019 年重啤的 ROE 大幅提升至 46%, 而同期内其他啤酒厂商的 ROE 并无较大增长。在重啤的示范效应下, 华润啤酒、青岛啤酒等纷纷开始去产能、提效率, 对盈利能力更为注重。啤酒行业销量见顶回落, 逐渐转向产能优化、效率提升的新阶段, 未来啤酒企业的竞争将是效率之争。

图 37: 重啤总资产周转率先提升, 位居第一



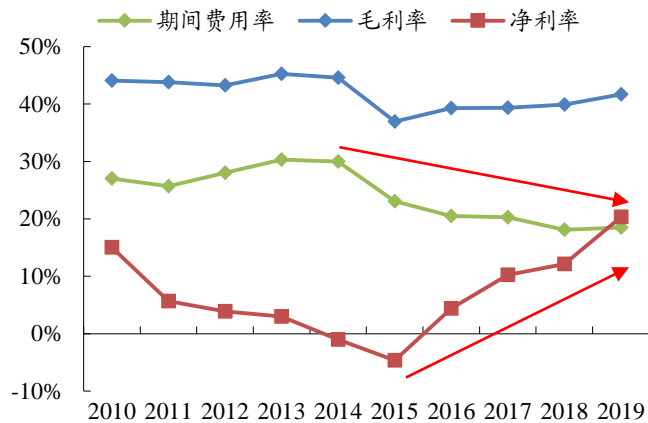
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 38: 重啤提升效率后, 净利率位居行业第一



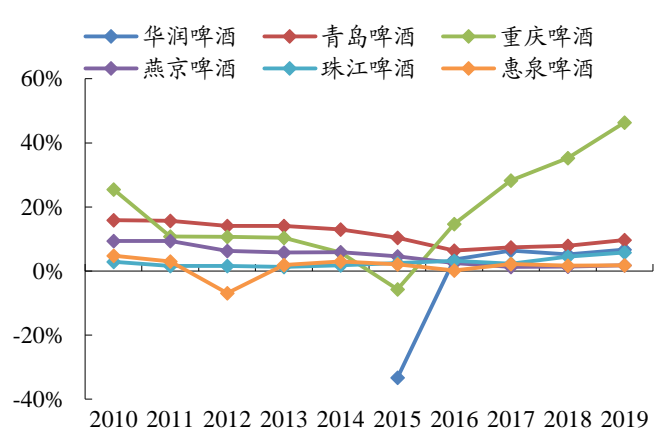
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 39: 重啤控制费用率, 提升净利率



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 40: 重啤率先降本提效后 ROE 升至行业第一

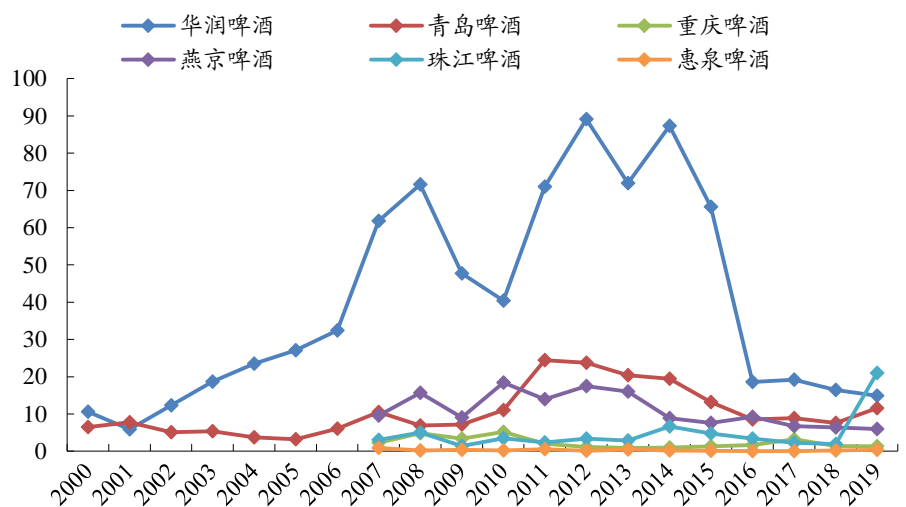


数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

## 2.5. 啤酒行业竞争要素总结: 资本、渠道、效率

资本是啤酒行业导入和成长期的核心竞争要素。啤酒行业在导入期首先要解决产能瓶颈, 而单个啤酒厂经营覆盖区域受制于运输成本和保质期, 一般难以超过 300 公里。为了实现全国扩张, 企业最快速和低成本的方式就是收购地方啤酒厂, 因此资本能力就成了关键。自 1997 年至 2013 年, 啤酒行业经历了由资本主导的整合和集中度提升, 一方面是本土大厂大鱼吃小鱼的兼并整合, 另一方面是外资进入中国市场的资本化运作。其中最成功的案例莫过于华润啤酒, 当时作为一个缺少品牌支撑的后起之秀, 华润依靠雄厚的资本不断收购各地啤酒厂, 产能和市场规模均快速提升, 一举成为行业龙头。相比之下, 资本实力一般的燕京啤酒拒绝了外资加入, 导致其在并购竞争时捉襟见肘, 尤其是 2012 年本将以 50 亿元收购金威进军华南市场, 却被华润以 54 亿元截胡, 自此扩张乏力。

图 41: 2007-2015 年, 华润啤酒资本性开支在行业中遥遥领先

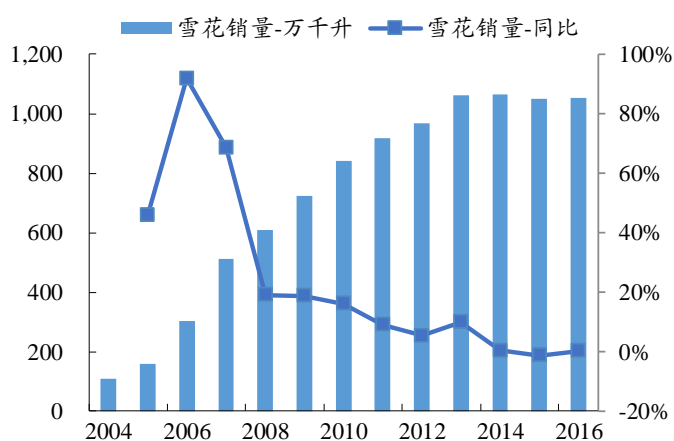


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 资本性开支单位为亿元人民币

渠道是啤酒行业成长期的核心竞争要素。啤酒相对于白酒、红酒来说同质性较强、品牌溢价偏低, 更依赖产品性价比展开竞争。当各大啤酒企

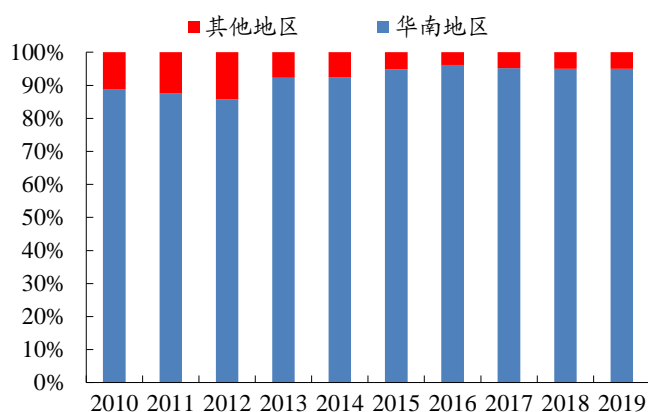
业产能逐步跟上需求、开始直接争夺市场时，渠道的争夺就显得至关重要。20 世纪 90 年代燕京啤酒率先实行深度分销，在北京建立起牢固的市场网络，一举成为销量冠军。随后雪花成为全国大单品，一方面得益于广告营销，另一方面是华润大量并购后整合了原品牌渠道。华润在许多省市收购啤酒厂后，逐步用雪花代替原有品牌，从而嫁接了这些地方啤酒厂在各自区域内的渠道，雪花得到了快速推广。相比之下，广东区域龙头珠江啤酒为实现向外拓张，分别在广西、河北、湖南建厂，但却难以像雪花一样获得渠道支持，因此华南以外的地区销售收入占比逐年下降。即使是具备先进技术和管理经验的外资企业，首次登陆中国市场时也由于对地方市场的营销渠道把控不足，在与本土企业的价格战中败下阵来。后来外资再次入场时选择收购地方龙头啤酒厂，也是看重其渠道优势。

图 42：华润雪花嫁接渠道后销量快速增长



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

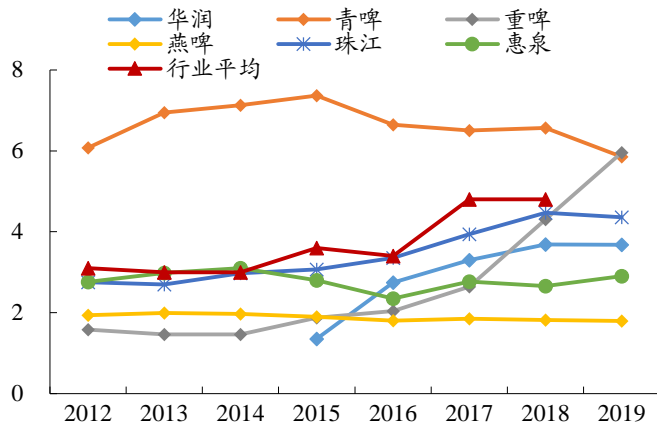
图 43：2013 年珠江啤酒华南外收入占比明显下降



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

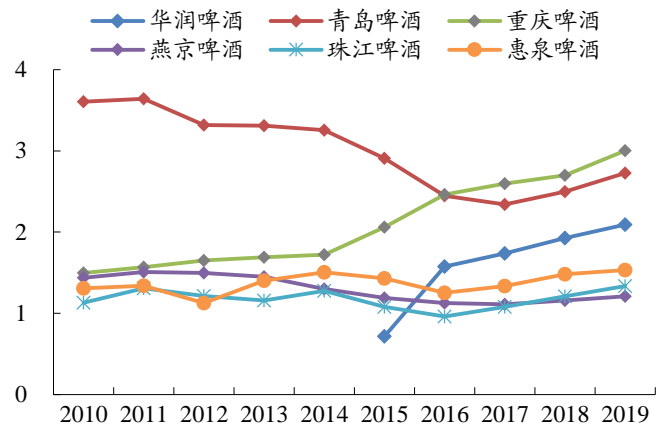
**效率是啤酒行业步入成熟期的核心竞争要素。**啤酒是薄利多销的快消品，对周转率要求较高。同时企业呈现重资产、高杠杆的特点，因此对资产使用效率要求较高。在上一轮兼并收购热潮后，龙头企业大规模扩张，也遗留了产能过剩、效率不高等问题。在行业产量连续下滑的背景下，啤酒企业大而不断的弱点充分暴露。重庆啤酒通过产能优化提升经营效率，率先提升了资产周转率和利润率，引领行业走向效率竞争的新阶段。目前来看，重啤、青啤经营效率较好，存货周转率和总资产周转率均较高，产能优化逐步推进。上一阶段扩张规模最大的华润自 2014 年起销量增长停滞，逐步将企业重心从“市场份额导向”转型为“经营效率导向”，也开始通过去产能、产品结构升级等措施提升经营效率。

图 44：青岛啤酒的存货周转率高于行业均值



数据来源：公司年报，国资委，国泰君安证券研究

图 45：重啤、青啤的固定资产周转率较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 3. 啤酒行业未来：管理引领，走向综合性竞争

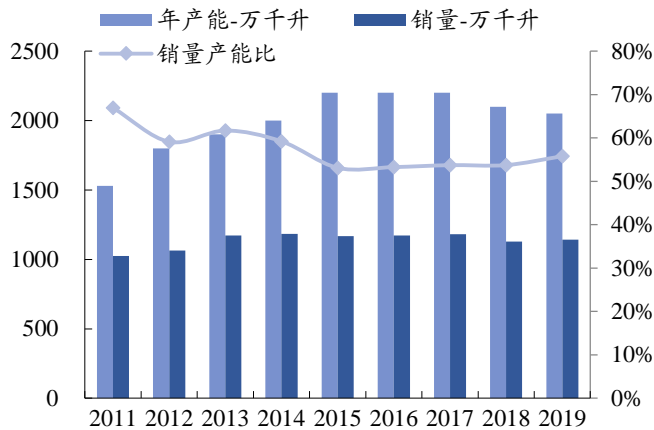
行业进入成熟期，将走向以精益管理为基础的综合性的多要素竞争。目前中国啤酒行业 CR5 的市场份额相对稳固，各大市场基本已被瓜分完毕。从成长期到成熟期的过渡阶段，啤酒行业所谓的效率竞争本质上是产能优化，但去产能为企业带来的效益提升终将结束。龙头企业需要深耕市场、巩固渠道、强化品牌，同时增厚利润补充资本，中长期看啤酒产品结构升级是大势所趋，在高端化竞争中，拥有稳固渠道、深厚品牌、充足资本和高经营效率的企业才能走得更远。而企业要在上述要素的综合性竞争中胜出，本质上需要依靠管理优化带来的效率提升和品牌资源释放。

#### 3.1. 产能优化推进，降本增效持续

产能利用率仍有继续优化空间。在啤酒消费见顶回落的大背景下，龙头企业一方面需要稳住销量、保证市场份额，另一方面则要逐渐淘汰过剩产能，提高资产使用效率。近年来主流啤酒厂商纷纷采取产能优化的方式降本提效，取得了较好的效果。目前来看，华润、青啤和重啤的年销量分别维持在 1150 万千升、800 万千升和 95 万千升的水平，较好的稳住了市场份额。但就产能利用率而言，龙头企业仍有优化空间。华润雪花近 5 年来关闭工厂 24 家，减少产能 150 万千升，但销量产能比仍不足 60%。青啤和重啤虽然销量产能比已提升至 80% 以上，但“实际产能/设计产能”一项指标均不足 75%，仍有一定提升空间。

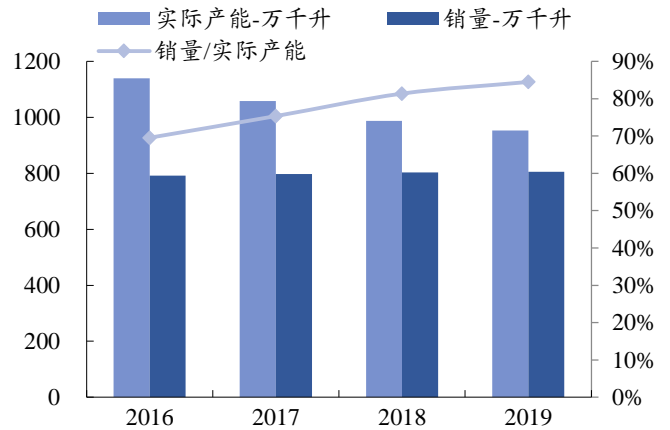


图 46: 华润雪花的销量产能比仍然不到 60%



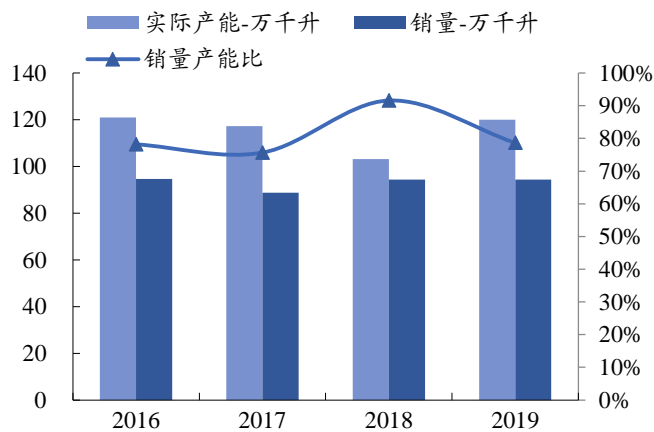
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 47: 青岛啤酒的销量产能比超过 80%



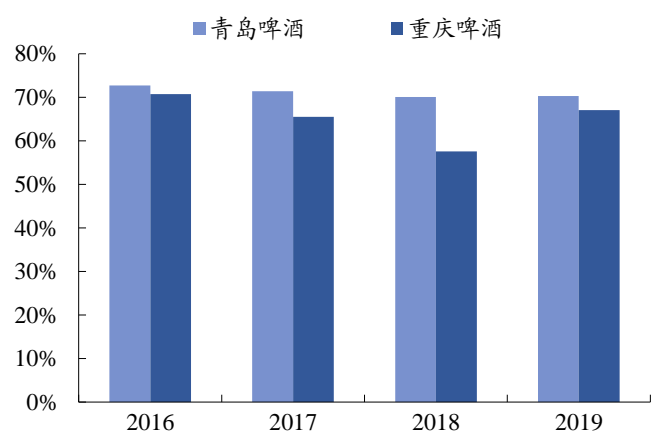
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 48: 重庆啤酒的销量产能比维持在 80%左右



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 49: 青啤和重啤的实际产能/设计产能不足 75%

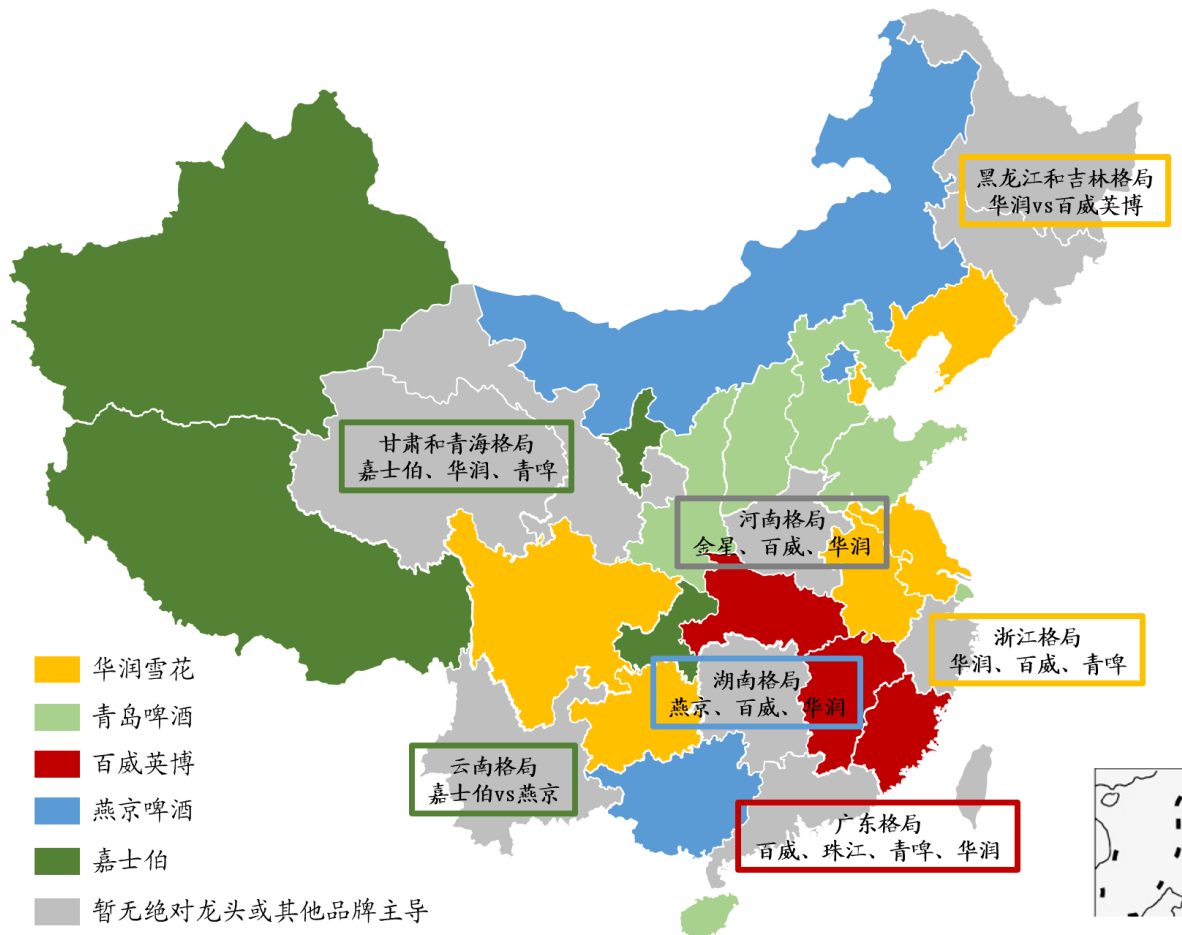


数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

### 3.2. 竞争格局趋稳, 优势市场利润率更高

短期竞争格局趋于稳定, 头部企业各据优势市场。经过一轮资本并购扩张的跑马圈地后, 目前中国啤酒市场的竞争格局较为稳定, 2014 年以来行业前五华润雪花、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯份额相对稳定。从市场分布来看, 华润雪花在辽宁、四川、贵州、江苏、安徽占有绝对优势, 同时在东北地区、江浙地区、湖广地区、青海甘肃都具备较强竞争力, 截至 2019 年底, 74 家啤酒厂遍布 25 省, 是规模最大的全国性品牌。青岛啤酒则牢牢抓住山东大本营, 在河北、山西、陕西、上海、海南的市场份额领先, 同时积极参与广东、浙江等沿海省份的竞争。百威英博通过大举收购和投资布局, 在湖北、江西、福建占据绝对优势, 同时在东北地区(哈尔滨啤酒)、沿海地区都具备较强竞争力。燕京啤酒主要占据北京、内蒙古、广西和湖南, 并通过控股惠泉啤酒在福建保持竞争力。嘉士伯则另辟蹊径, 与重庆啤酒合作在西部地区大举收购, 目前已占据重庆、新疆、西藏、宁夏, 同时在青海、甘肃、云南具备很强的竞争力, 堪称“西部王”。

图 50: 中国啤酒行业目前呈现五霸格局

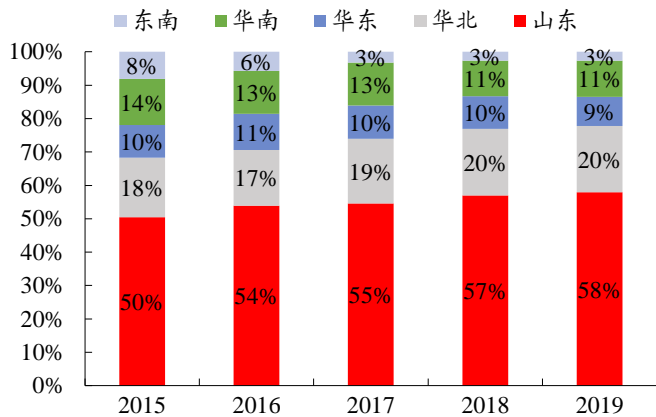


数据来源：澄泓研究，酒业家，国泰君安证券研究 注：标色代表该品牌在该省市占率第一且领先优势明显

**巩固优势市场，获取更大利润空间。**在当前竞争格局相对稳固、行业竞争焦点从市场份额转向盈利能力的背景下，短期内啤酒厂商获得了深耕市场的最佳时机。这些市场部分是通过收购当地龙头品牌获得，部分仍处于市场份额激烈竞争阶段，各大龙头仍需投放费用争夺渠道。当跑马圈地所获领地转化为一个企业的核心市场，该企业便可不断巩固渠道和品牌粘性，积累消费群体，甚至可以在行业下行时期逆势增长；同时借助规模效应和上下游议价能力实现较高利润率。

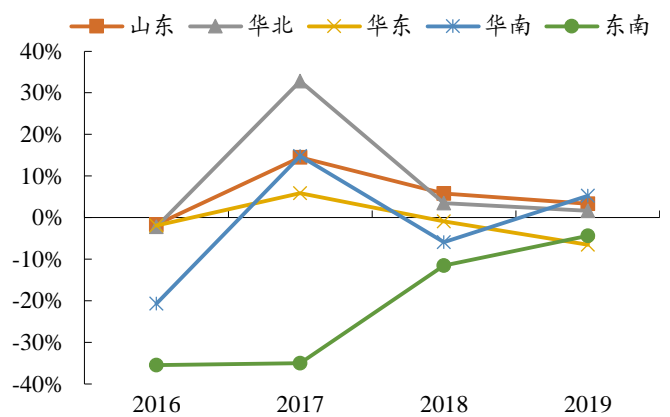
**青岛啤酒深耕山东和华北市场，打造高效经营典范。**山东和华北是青岛啤酒深耕多载的优势市场，不仅为公司带来稳定收益，且对其他市场的高效经营起到了良好的示范作用。2019 年青啤在山东和华北地区的营收占比合计达到 78%。即使是在 2014 年之后的行业低迷期，山东和华北地区的啤酒销量仍能维持较好增长。不仅如此，公司通过在这些地区的多年深耕，形成了更强的上下游议价能力，使得产品毛利率高于其他地区，同时积累了较强的品牌粘性，销售费用率也低于其他地区，从而获得更高的利润率。

图 51: 2019 年青啤在山东、华北的营收占比达 78%



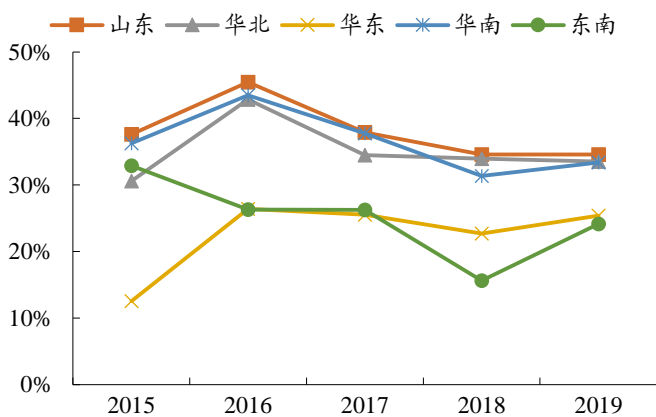
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 52: 行业低谷期，青啤山东、华北销量维持增长



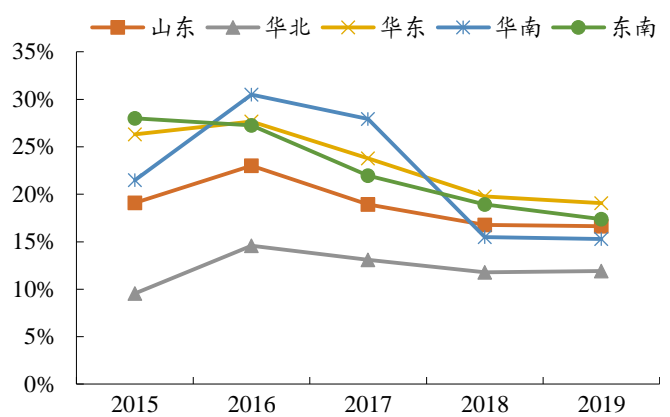
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 53: 青岛啤酒在山东、华北市场的毛利率较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 54: 青啤在山东、华北市场的销售费用率较低



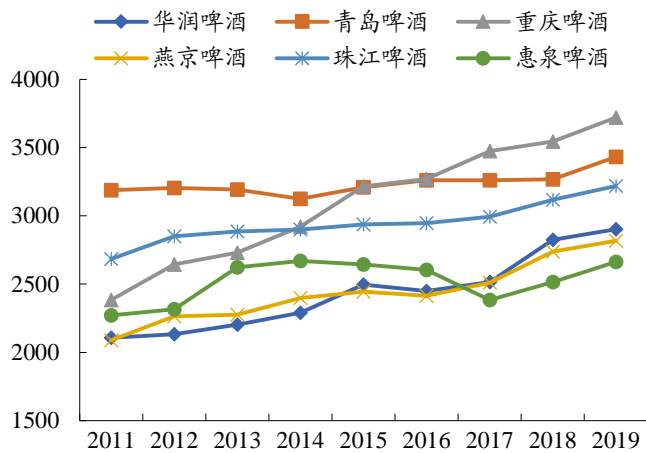
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 3.3. 产品结构升级成趋势，高端化比拼综合竞争力

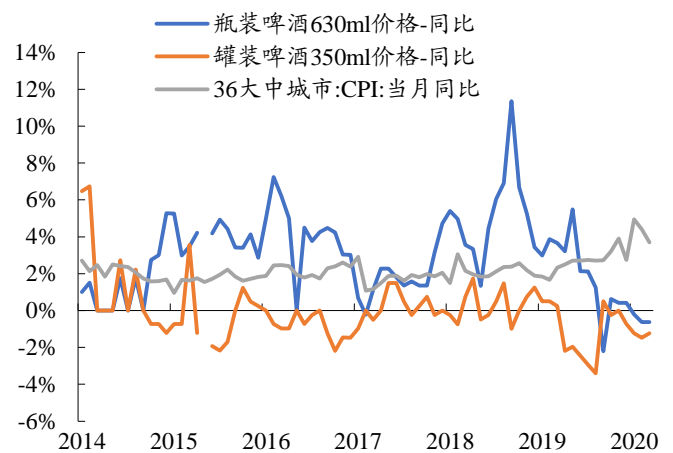
中长期看，啤酒盈利增厚主要依靠产品结构升级带动吨价提升。在行业量增空间有限、份额竞争趋缓的背景下，降本增效和深耕市场是短期增厚利润的有效途径。而从中长期来看，提升产品价格是盈利可持续增长的根本途径。啤酒的商业模式决定厂商以重资产、高杠杆的区域经营模式为主，依赖产品的快速周转和薄利多销，因此销量是基础。中低端产品同质化较强，价格敏感度较高，啤酒厂商对原有产品的直接提价通常极为谨慎。在保证销量的前提下，产品结构升级是带动啤酒价格提升的变通之法，通过推广高端新品吸引新的消费人群，既能够保证原有市场份额，又能够通过品牌溢价增厚利润。

图 55: 头部啤酒企业出厂吨价近年来逐步提升

图 56: 罐装啤酒终端提价能力较弱



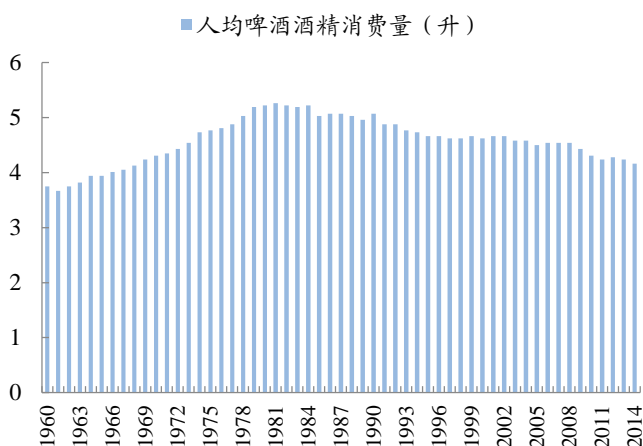
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究 注：单位：元/吨。



数据来源：国家发改委，国家统计局，国泰君安证券研究

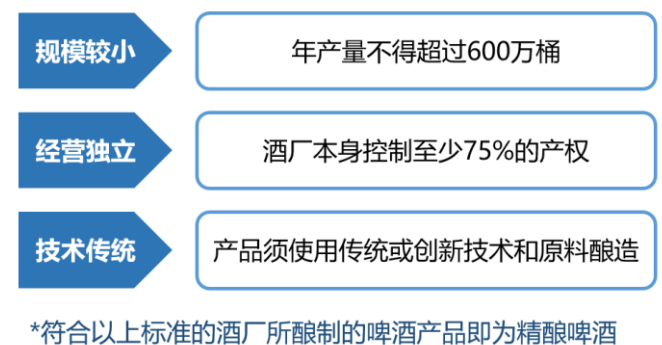
**参考美国市场，啤酒消费升级趋势明显。**啤酒自二战后就是美国民众消费量最大的酒种。上世纪 60 年代，美国的人均啤酒酒精消费量快速增长，纯酒精口径的份额在 45% 上下波动。进入 70 年代后，因滞胀危机，啤酒凭借低价优势扩大份额，啤酒酒精消费占比提升到 50% 以上。80 年代以后，美国 20-30 岁人口占比见顶，同时人均可支配收入升至 1 万美元以上，居民越来越追求品牌化、个性化、品质化消费，导致啤酒酒精的人均消费量开始下滑，与中国 2014 年以来的情况相似。但同时，1978 年后美国颁布法令允许家庭酿制啤酒，一批小型啤酒厂涌现。这些小酒厂酿造的啤酒被美国酿酒师协会定义为精酿啤酒，以区别于大规模工业制造的啤酒，其平均售价高出啤酒市场均价 70% 以上。虽然美国啤酒消费整体规模持续萎缩，但精酿啤酒和高档啤酒流行趋势延续至今，表现依旧较为强劲。

图 57：美国人均啤酒消费量在上世纪 80 年代见顶



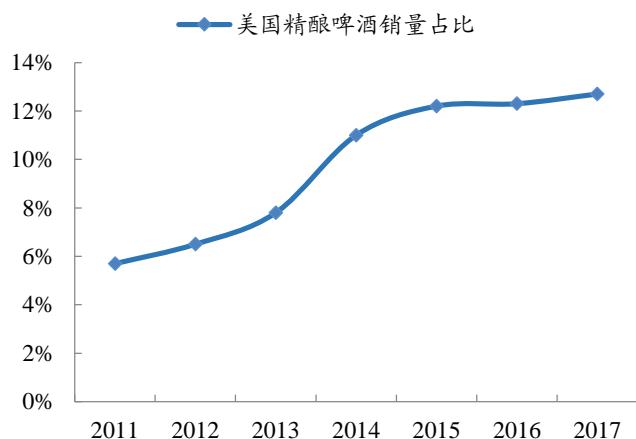
数据来源：WHO，国泰君安证券研究

图 58：美国从生产厂家的角度来定义精酿啤酒



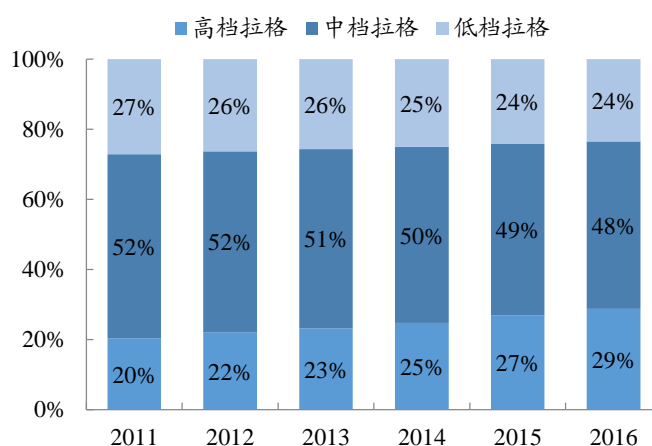
数据来源：美国酿酒师协会，国泰君安证券研究

图 59：美国精酿啤酒在啤酒销量中的占比提升



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

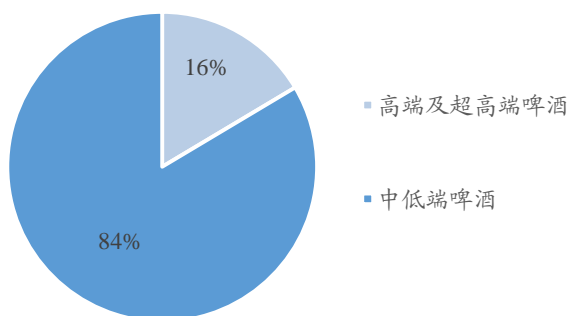
图 60：美国高档拉格消费量提升



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究 注：拉格啤酒由发酵工艺划分而来，其销量占美国啤酒市场 90% 以上

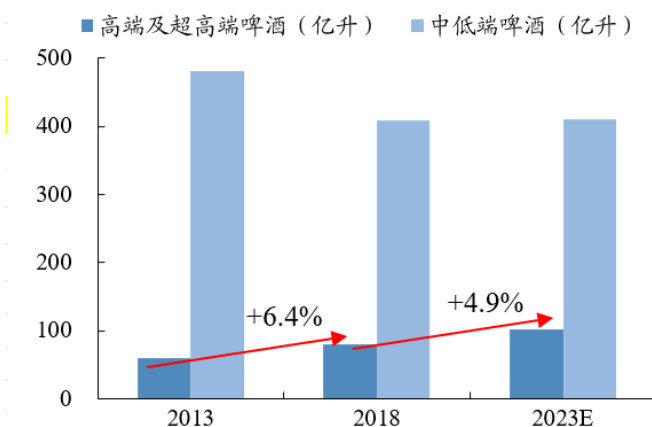
国内市场仍以中低端啤酒为主，高端增长空间较大。根据 Global Data 的数据，2018 年中国啤酒市场中低端占比达到 83.6%，仍是绝对主流。高端及超高端啤酒消费量占比从 2013 年的 10.9% 提升至 2018 年的 16.4%，但距离美国 42.1% 的水平仍有很大差距。与啤酒市场整体销量见顶回落不同，未来高端啤酒销量仍将保持 5% 左右的销量增速，同时价格空间明显，因此高端市场成为各大啤酒厂商的必争之地。

图 61：中国啤酒市场仍以中低端产品为主（2018 年）



数据来源：GlobalData、国泰君安证券研究 注：销量口径

图 62：高端及超高端啤酒消费量将持续增长

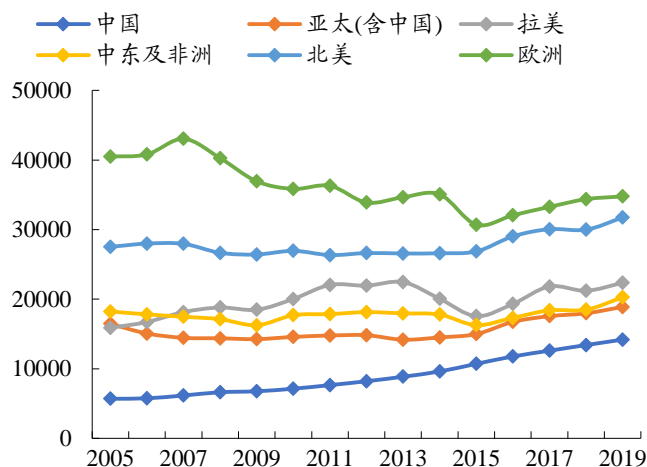


数据来源：GlobalData、国泰君安证券研究

国际比较来看，中国啤酒价格显著偏低。从欧睿零售端数据看，中国啤酒零售吨价虽然在逐年提升，但仍比亚太区整体低了 4700 元/千升，不到欧洲北美吨价的一半。从欧睿出厂端数据看，中国啤酒出厂价约 612 美元/千升，合人民币 4220 元/千升，与俄罗斯相近，但明显低于巴西、墨西哥等人均 GDP 水平相仿的国家，甚至低于印度、印尼等人均 GDP 明显较低的国家，与日韩、欧美经济较发达国家差距悬殊。另外，参考百威英博 2019 年在各大洲吨价，亚太区仅 4850 元左右，已明显低于其他大洲，但仍高于中国国内头部厂家 3000 元-4000 元左右的主流吨价。

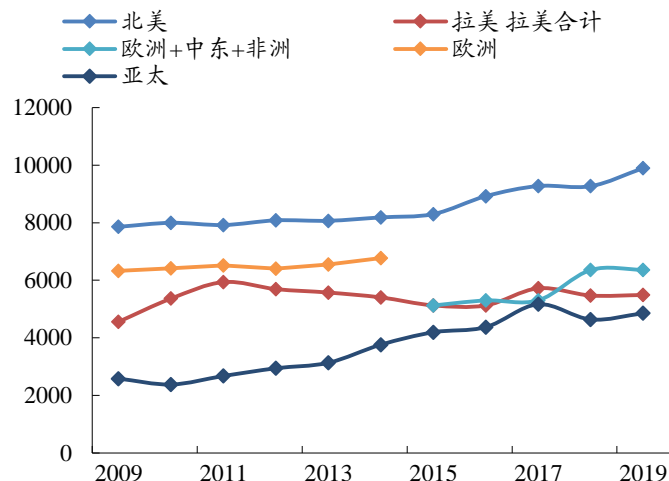


图 63: 中国啤酒零售价逐年提升但较国际水平仍偏低



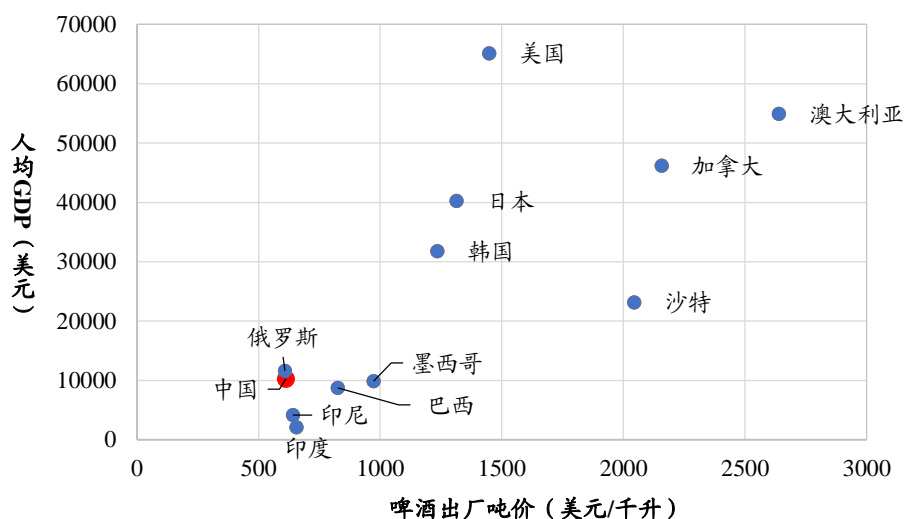
数据来源: 欧睿, 国泰君安证券研究 单位: 元/千升

图 64: 百威出厂价在亚太偏低, 但仍明显高于中国



数据来源: 百威年报, 国泰君安证券研究 单位: 元/千升

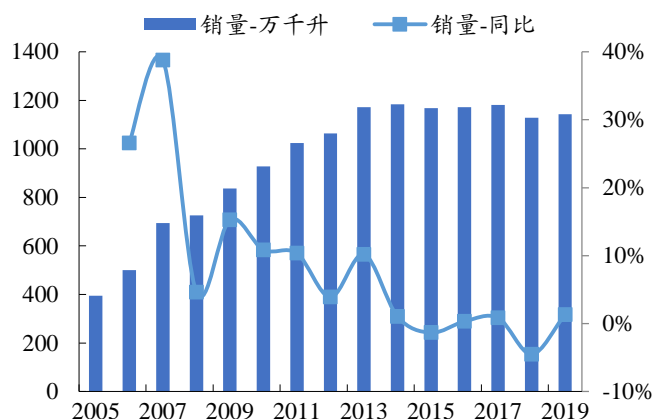
图 65: 综合各国人均 GDP 情况比较来看, 中国啤酒出厂吨价偏低



数据来源: 欧睿, 国泰君安证券研究 注: 2019 年数据

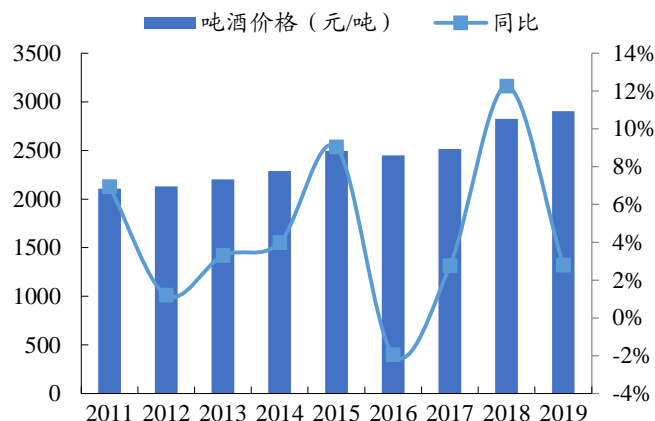
资本整合是国内企业切入高端市场的一种路径。借助资本整合品牌和渠道资源是弥补企业高端品牌资源不足的一种方式, 例如华润收购喜力中国。2014 年行业陷入低谷, 以中低端产品为主的华润雪花受影响较大, 连续多年销量增长停滞。2018 年华润推出勇闯天涯 super X 和匠心营造两大高端产品, 实现了吨价 12.8% 的提升, 中档及以上啤酒销量增长 4.8%。但华润并不满足于此, 2018 年 8 月, 其与全球第二大啤酒生产商喜力集团达成长期战略合作协议, 以 243.5 亿港元为 40% 股权对价获得喜力品牌在大中华区的独家销售权、喜力 0.9% 股权以及全球范围推广合作等。2019 年 4 月华润完成对喜力中国股份的收购, 凭借自身在国内市场的渠道优势和运营经验推广喜力产品, 2019 年实现中档及以上啤酒销量增长 8.8%。此外, 重庆啤酒也通过与嘉士伯不断深化合作、开展资产重组来强化高端布局, 形成嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际高端品牌+乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等本地强势品牌的矩阵, 整合西部市场渠道、打造协同优势。

图 66：2014 年后行业低谷期华润雪花销量增长停滞



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

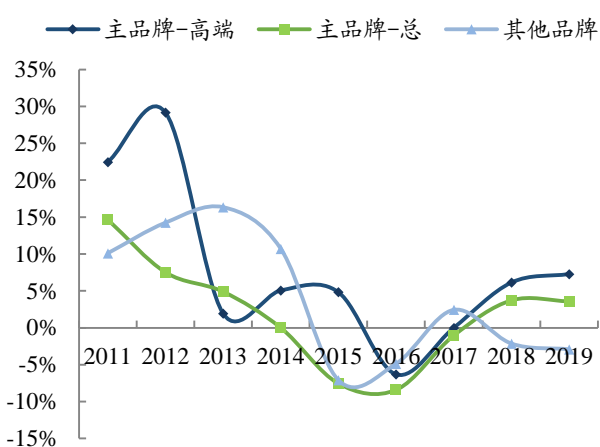
图 67：华润雪花转型高端化，吨酒价格提升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

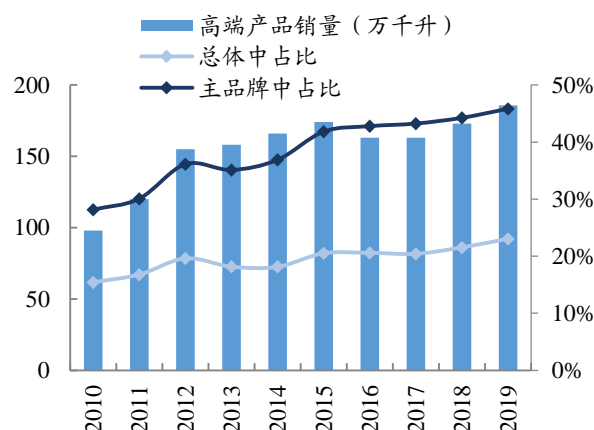
自有品牌升级和培育是布局高端的另一路径，以青岛啤酒为代表。青岛啤酒作为百年民族品牌，具有历史长度、覆盖广度、品质厚度，品牌是其核心资源。青啤在 2008 年之后积极卡位中高端，陆续推出了奥古特、逸品纯生、黑啤、鸿运当头等新特产品。顺应精酿啤酒快速发展的行业热潮，青啤又推出了经典 1903、全麦白啤、皮尔森、IPA 等产品。2010-2019 年，青啤主品牌高端产品销量的年复合增速达 7.4%，显著高于主品牌 1.7% 的增速和总体 2.7% 的增速。同期，公司高端产品销量在总销量中的占比由 15% 提升至 23%，在主品牌中的占比也由 28% 提升至 46%，主品牌高端化进程不断推进。

图 68：近年青啤高端销量增速高于总体销量增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 69：青啤高端产品销量占比逐步提升

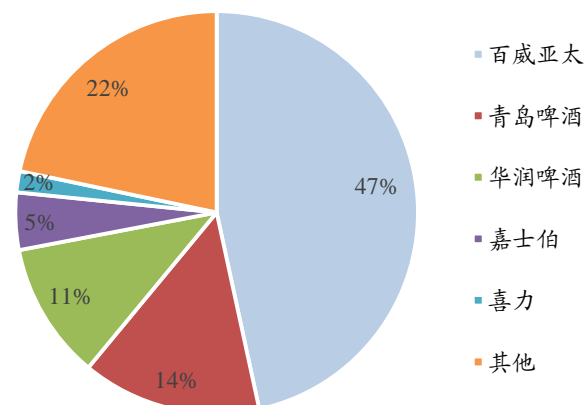


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

不论何种路径，啤酒高端化都需比拼综合竞争力。根据 Global Data 的数据，目前中国啤酒市场高端及超高端类别的 CR5 达到 78%，相对于啤酒整体的集中度更高，头部效应更加明显。这主要是由于布局高端啤酒对企业综合实力要求更高，强大品牌、稳固渠道、持续有效的费用投入乃至资本并购缺一不可。百威作为目前国内高端啤酒市场的领跑者，2018 年高端市场占有率达到 47%，且是唯一一家高端市场份额较 2013 年有所提升的厂商。百威是一家不断进行资产整合和管理优化的国际企业，

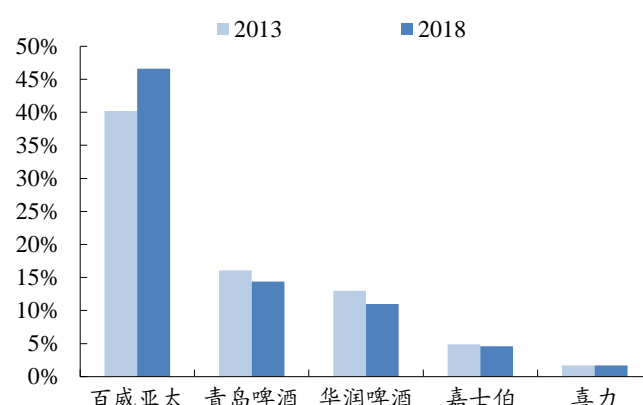
拥有科罗娜、福佳白等诸多高端品牌资源，通过大力的费用投入在国内形成了夜场渠道优势，2019 年百威亚太销售费用率达 29%，其他企业则普遍不到 20%。百威通过早期的并购布局、品牌培育和渠道深耕，在国内高端啤酒市场积累了先发优势。对青啤、华润、重啤等国内企业而言，它们在过去的行业发展历程中把握住了一个或几个阶段的核心竞争要素，积累了自身优势，但下一个阶段要在高端市场争夺战中胜出，就需要从管理着手、革新机制、提升效率，充分挖掘和运用自身在品牌、产品、渠道、资本等各方面的资源，形成综合竞争力。

图 70：2018 年，中国高端啤酒市场 CR5 达到 78%



数据来源：GlobalData，国泰君安证券研究

图 71：百威在中国高端啤酒市场的份额有所提升



数据来源：GlobalData，国泰君安证券研究

## 4. 投资建议

**投资建议：**啤酒传统上是重资产、高周转、薄利多销的行业，要求企业追求规模。我国啤酒业发展各阶段核心竞争要素动态变化，从资本、渠道再到效率，实现集中度提升、格局趋稳。随行业步入成熟期，价升取代量增成为行业增长逻辑，高端化取代份额争夺成为破局之道，在管理优化基础上形成综合竞争力的企业将在下一阶段的竞争中脱颖而出。**建议增持：**机制革新带来效率提升和品牌价值释放的青岛啤酒；受益标的：华润啤酒、重庆啤酒等。

表 6：重点公司盈利预测估值表（截至 2020 年 11 月 27 日）

	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			PS			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
青岛啤酒	1217	1.37	1.45	1.81	65	62	49	4.3	4.3	4.0	增持
华润啤酒	1638	0.40	0.77	1.14	126	66	44	4.9	5.0	4.5	-
重庆啤酒	524	1.36	1.30	1.63	80	83	66	14.6	11.6	8.9	-

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：青岛啤酒来自国泰君安证券研究，华润啤酒、重庆啤酒来自 wind 一致预期，货币单位均为人民币

## 5. 风险提示

### 1、原材料成本上涨

请务必阅读正文之后的免责条款部分

啤酒向下游转嫁成本能力较弱，受玻璃、瓦楞纸、大麦等原材料价格波动影响较大；若上游原料包材涨价，啤酒毛利率将受到压制，削弱企业阶段性盈利能力。

## 2、全年高温天偏少

啤酒淡旺季特征仍较明显，消费者更倾向于在气温较高时饮用啤酒，若全年高温天较少，会对啤酒消费量有所压制。

## 3、疫情反复压制需求

新冠疫情在国内外的反复均可能导致餐饮、赛会等部分啤酒消费场景缺失，且主要压制即饮渠道，可能对企业业绩产生负面影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		