

# 走向高端化的啤酒行业

——寻找高质量系列报告

民生食饮团队：王言海、李啸



## 核心观点

### 1. 啤酒行业竞争由“规模量”转向“利润价”，行业高端化将是长期发展趋势

- 消费者对啤酒由单纯的酒精需求向更高层次（社交，自我满足）发展，居民消费升级是啤酒行业高端化的基础
- 行业量稳价增，格局稳定下，企业转向“利润”考核，高端化成行业共识
- 展望海外成熟市场，我国啤酒行业吨价将由3000+元向5000元提升

### 2. 提效降本，企业高质量发展

- 优秀的品牌/产品战略、合理的资产规划、企业管理效能将为企业带来更高质量的发展
- 从产品结构、产能利用率、人效三个维度追寻企业的 $\alpha$

### 3. 高端化叠加提价周期下的2022年

- 2021年行业高端化显著提速，行业总销量实现增长
- 提价效应叠加消费场景修复，2022年啤酒行业将迎来量价齐升

**投资建议：推荐青岛啤酒、重庆啤酒，关注华润啤酒、燕京啤酒**

**风险提示：1）疫情反复影响居民消费；2）企业关厂导致资产减值；3）市场竞争加剧；4）食品安全事故**



01

追本溯源，居民消费升级是根本动力

02

知往鉴今，量稳价增下企业共同选择

03

他山之石，从海外看啤酒行业的未来

04

降本提效，寻找企业高质量发展之路

05

潮起潮落，提价周期下的2022年展望

06

风险提示

CONTENTS

# 目录



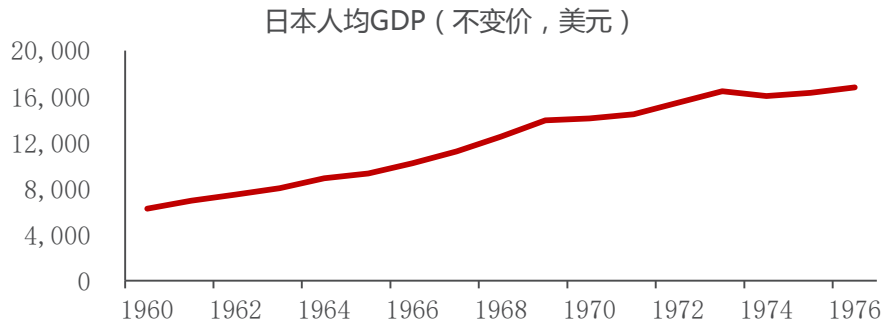


# 01. 追本溯源， 居民消费升级是根本动力

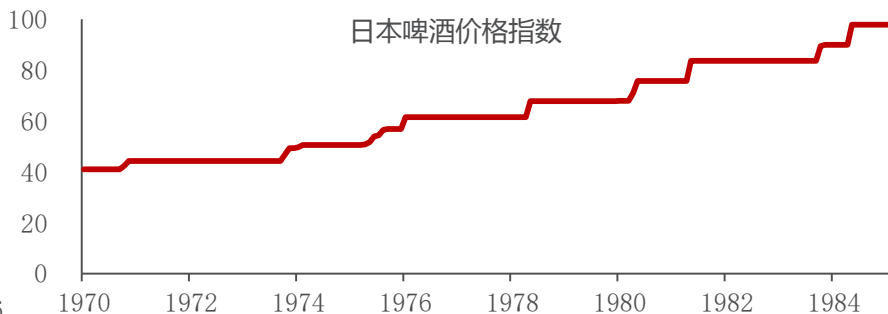
01

# 居民消费能力提升是行业高端化的根本动力

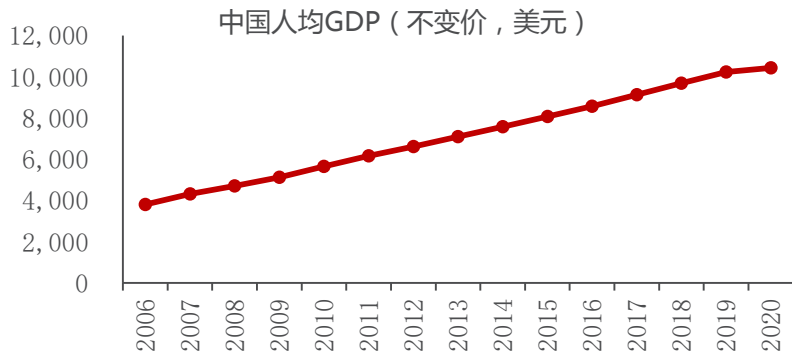
图表：上世纪60年代日本人均GDP突破1万美元



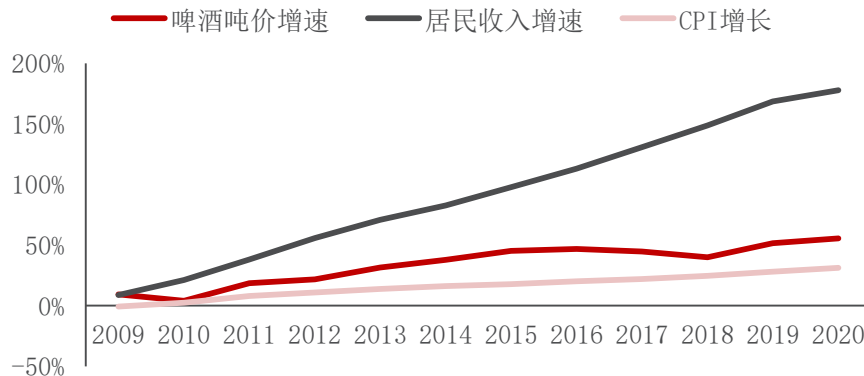
图表：1970年起，日本啤酒吨价指数快速提高



图表：中国人均GDP突破1万美元



图表：中国啤酒吨价持续提升

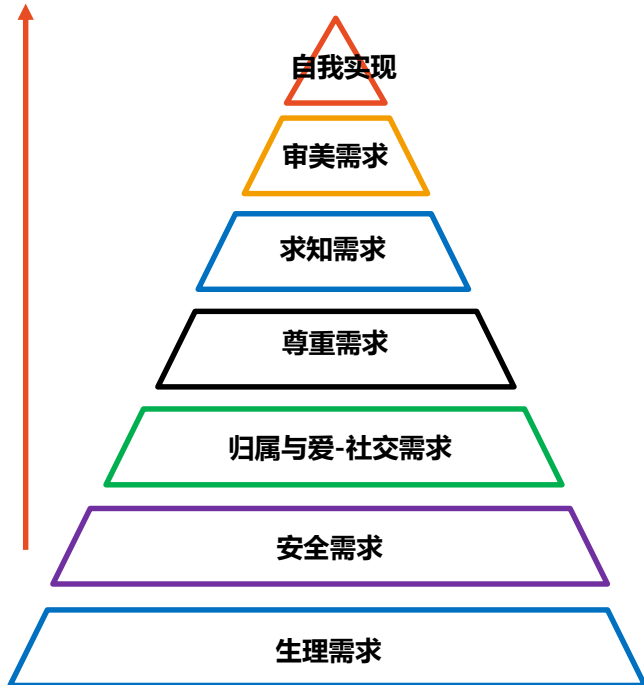


资料来源：wind，中国酒业协会，民生证券研究院

# 01

## 啤酒的消费需求展现多元化

图表：消费者对啤酒需求多元化



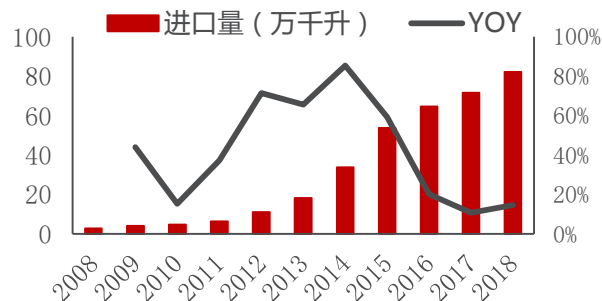
图表：啤酒种类更加丰富



图表：精酿企业数量快速增长



图表：2008-2018年进口啤酒快速增长



资料来源：百度百科，啤酒版，海关总署，民生证券研究院

# 01

## 啤酒的消费需求展现多元化

- 差异化为高端化创造了契机：依托柔性生产以及多品类布局，高端产品与经济类产品实现差异化竞争，培育消费者认知，为高端化创造了契机
- 高端市场多元化，碎片化，能容纳多个品类，多个品牌

图表：啤酒分类

分类方法	类别	描述
发酵方式	拉格（Lager）	通常使用“酿酒酵母”，以上层发酵方式酿制，发酵温度一般在10℃-20℃左右
	爱尔（Ale）	通常使用“巴士酵母”，以下层发酵方式酿制，发酵温度通常在10℃以下
	自然发酵啤酒（Wild）	全部使用野生酵母发酵的啤酒
除菌方式	原浆/鲜啤	不经过巴氏灭菌或瞬间高温灭菌，成品中允许含有一定量活酵母菌，达到一定生物稳定性的啤酒
	生啤/纯生	不经过巴氏灭菌或瞬间高温灭菌，而采用其他物理方法除菌，达到一定生物稳定性的啤酒
	熟啤	经过巴氏灭菌或瞬间高温灭菌的啤酒
原材料	白啤	以大麦芽和小麦芽为原料，有时加入5%的燕麦
	黑啤	用焦香麦芽、黑麦芽和浅色麦芽为原料
包装方式	玻璃瓶	用玻璃瓶装的啤酒，可分为新瓶和回收瓶
	铝罐	铝罐装啤酒，密封性更好，便于长距离运输

资料来源：啤博士，百度百科，民生证券研究院



## 02. 知往鉴今， 量稳价增下企业共同选择



图表：中国啤酒早期发展历史

时间	事件
1900年	俄国人在哈尔滨市首先建立了乌卢布列希夫斯基啤酒厂
1901年	俄国人和德国人联合建立了哈盖迈耶尔-柳切尔曼啤酒厂
1903年	德国人和英国人合营在青岛建立了英德啤酒公司( 青岛啤酒厂前身，产能约300T)
1903年	捷克人在哈尔滨建立了东巴伐利亚啤酒厂
1904年	在哈尔滨建立的东北三省啤酒厂，为中国人最早自建的啤酒厂
1905年	德国人在哈尔滨建立了梭忌怒啤酒厂，此后,不少外国人在东北和天津、上海、北京等地建厂
1910年	英商在上海开办斯堪德奈维亚啤酒厂，为上海啤酒厂前身
1915 年	民族企业家张廷阁、赫升堂建立北京双合盛啤酒厂
1920 年	山东烟台醴泉啤酒厂建立(烟台啤酒厂前身)
1934年	上海怡和啤酒厂成立(华光啤酒厂前身)
1935年	广州五羊啤酒厂建立(广州啤酒厂前身)

资料来源：蓝带啤酒百科，初心精酿，民生证券研究院

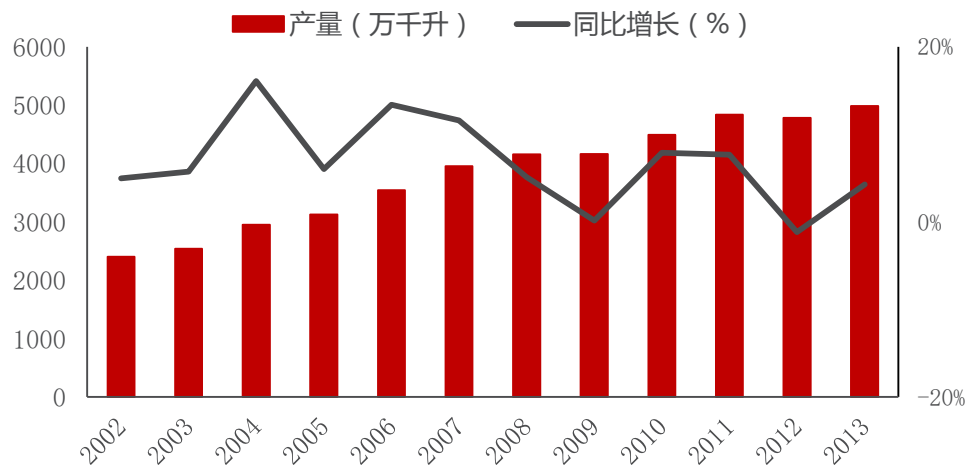
- 到1979年，我国啤酒厂达到90多家，年产量37万余吨
- 1979年改革开放以后，通过从国外引进技术、装备、人才，啤酒工业高速发展，全国扩建和新建的啤酒厂如雨后春笋，啤酒生产规模也逐步扩大，在有的省份，几乎每个县市都有啤酒厂，据1987年的统计，在浙江省就有啤酒厂104个，中国啤酒产量年增速近30%。到2002年，中国啤酒以2400万产量吨超过美国，成为全球产量第一，并保持至今

02

## 产量稳居全球第一，2013年达到峰值

- 得益于我国庞大的人口基数，21世纪伊始，伴随着渠道下沉以及城市化带来的消费人口，我国啤酒产量持续提升，在2013年达到历史峰值约5000万千升
- 在此期间，啤酒本身也经历了低度化浪潮，在对销量的追求下，为了提升啤酒消费量，啤酒企业纷纷降低啤酒酒精度，也让啤酒打上了“水啤酒”的标签

图表：2013中国啤酒产量达到顶峰约5000万千升



图表：2002-2013中国啤酒产能快速扩展



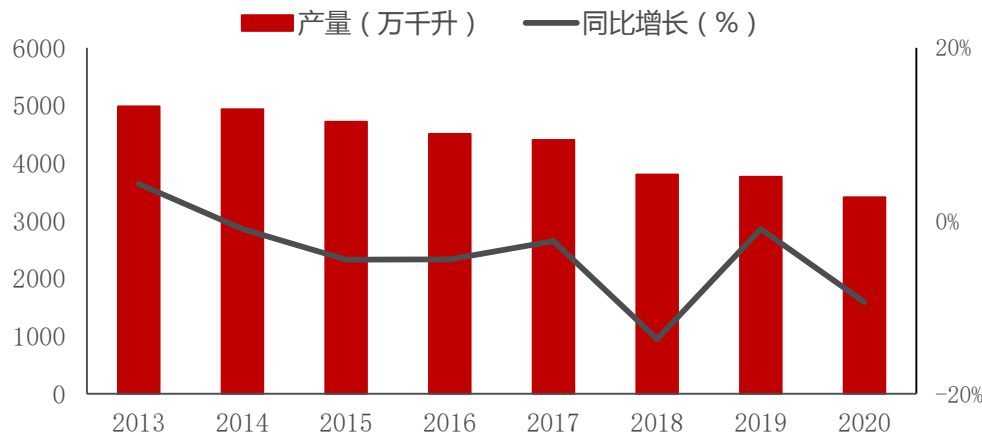
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

02

## 2013至今，行业吨价提升，高端化成共识

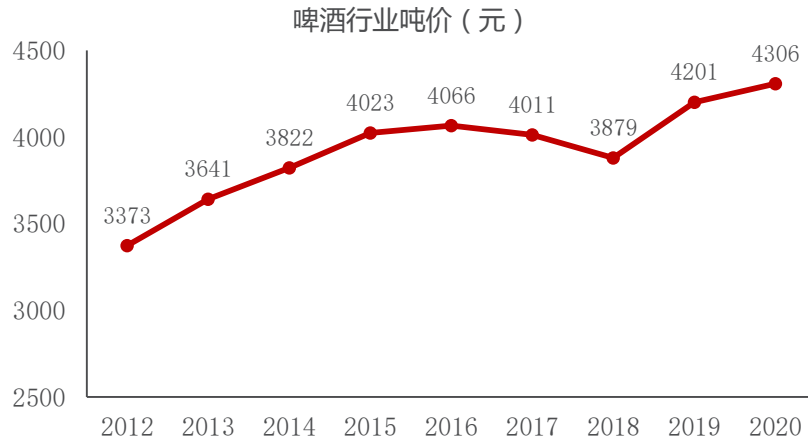
- 随着人口红利消失以及老龄化，啤酒主力消费人群（25-40岁）数量增速放缓，加上居民消费习惯变迁，2013年以来，啤酒产量逐年下行至2020年3411万千升
- 啤酒行业竞争由“规模量”转向“利润价”，2021年啤酒行业预计产量3530万千升，同比增长3.5%，增速转正。长期来看，我们预计我国啤酒产量相对稳定，结构升级，吨价提升将是长期趋势

图表：中国啤酒产量下滑至2020年3411万千升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：中国啤酒吨价持续提升



# 02

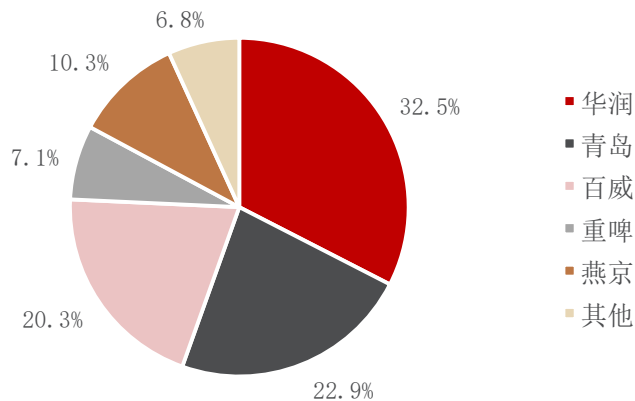
## 行业总量趋稳，五大玩家已定

图表：21世纪以来中国啤酒行业并购整合基本完成

时间	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒/嘉士伯
2000~2005	收购安徽圣泉啤酒、辽宁棒槌岛啤酒、四川蓝剑啤酒、澳洲狮王啤酒中国区业务，安徽龙津啤酒	收购徐州、河北、山东、浙江、哈尔滨、甘肃、北京、上海、福州等各地，合计约19个啤酒厂	收购重庆第二啤酒厂 收购华狮啤酒、大理啤酒
2006~2010	收购四川蓝剑剩余股权 收购泉州清源啤酒、安徽相王啤酒等4家啤酒厂	收购烟台朝日啤酒 收购趵突泉啤酒 收购太原嘉禾、山东银麦啤酒	收购银川西夏啤酒
2011~2015	收购杭州西湖啤酒、湖州啤酒 收购金威啤酒	收购杭州紫金滩啤酒、广东韶关活力啤酒 收购三得利中国区业务	嘉士伯控股重啤60%
2016~2020	收购喜力啤酒中国区业务		全资新疆乌苏啤酒 嘉士伯与重啤完成重大资产重组

资料来源：国家统计局，公司公告，民生证券研究院

图表：2020年中国啤酒CR5超90%



- 由于啤酒销售有运输半径限制，而国内啤酒厂遍布，巨头跨区域扩张时，倾向于收购当地企业，同时在资本推动下，啤酒行业并购整合不断，巨头不断收购各城市地产啤酒企业
- 至2020年，啤酒行业整合基本完成，前5大企业占据全行业超90%产量，行业呈现“寡头”格局



## 企业业绩考核由规模转向利润质量

图表：青岛啤酒2020年股权激励考核目标

时期	业绩考核目标
授予期	2018年净利润增长率不低于10% 2018年加权平均净资产收益率不低于7.5%，且不低于对标企业50分位值 2018年主营业务收入占营收比重不低于90%
第一个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2020年加权平均净资产收益率不低于8.1%，且不低于对标企业75分位值 2020年主营业务收入占营收比重不低于90%
第二个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2021年加权平均净资产收益率不低于8.3%，且不低于对标企业75分位值 2021年主营业务收入占营收比重不低于90%
第三个解除限售期	以2016-2018年净利润均值为基数，2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和 2022年加权平均净资产收益率不低于8.5%，且不低于对标企业75分位值 2022年主营业务收入占营收比重不低于90%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：最新重庆啤酒高管考核指标向利润端倾斜

时期	业绩考核指标	考核指标权重
2019年4月修订	息税前利润	35%
	净销售收入	35%
	可控现金流	10%
	个人指标	20%
2021年8月	营业利润	35%-50%
	营业收入	20%-35%
	营运现金	10%-25%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 啤酒企业已经抛弃了单纯追求销量规模的竞争策略，转向寻求利润增长，企业战略层面考核转向利润
- 利润考核下，向高端产品发力是必然选择

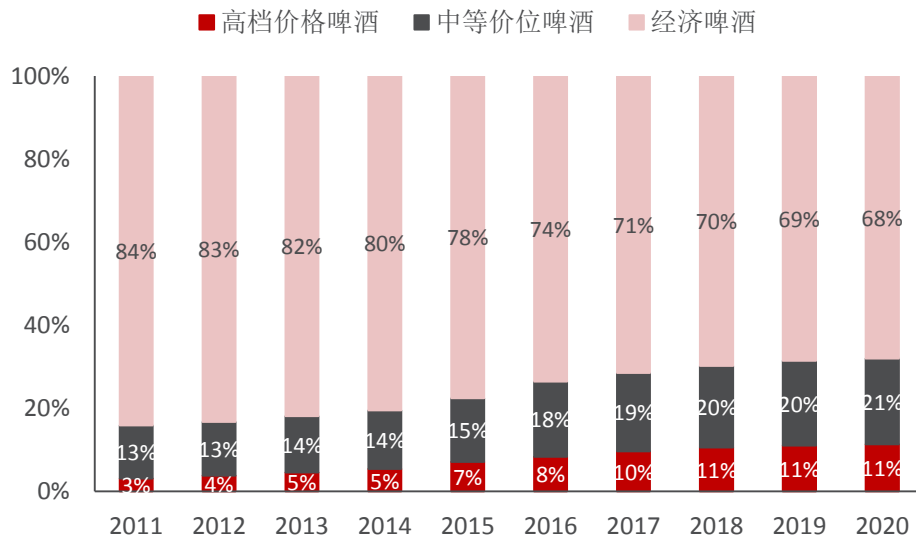
# 03. 他山之石， 从海外看啤酒行业的未来

03

# 中国啤酒高端化进程刚起步

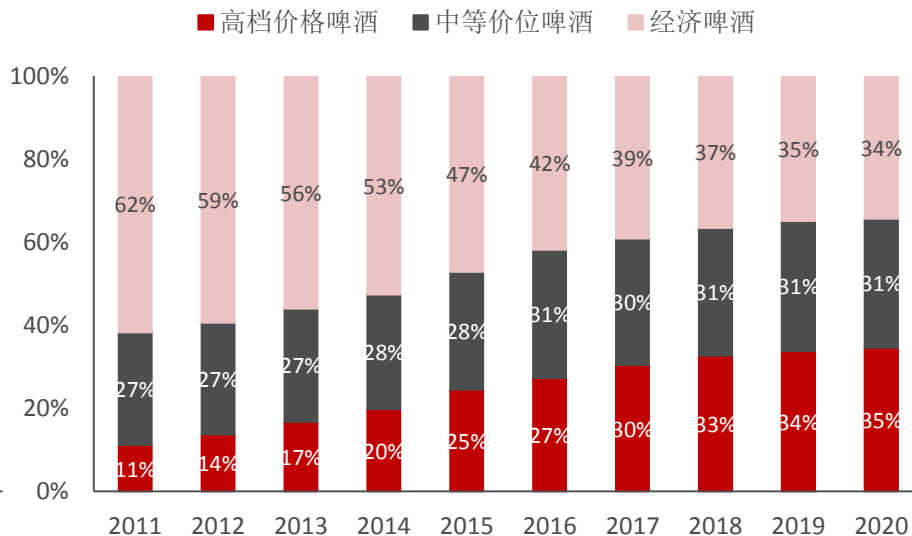
- 中国啤酒仍以经济型为主，近几年在进口啤酒、精酿等多品类的教育下，高端产品逐步起量，凭借更高的定价，2020年占据约35%市场份额（注：欧睿数据以市场零售价划分经济、中档、高档啤酒）
- 参考成熟市场（如美国），2020年高端啤酒销量占比超1/3，占据近50%的市场份额

图表：2020年中国高档啤酒销售量占比仅11%



资料来源：萝卜投研，欧睿数据，民生证券研究院

图表：2020年中国高档啤酒销售额占比约35%



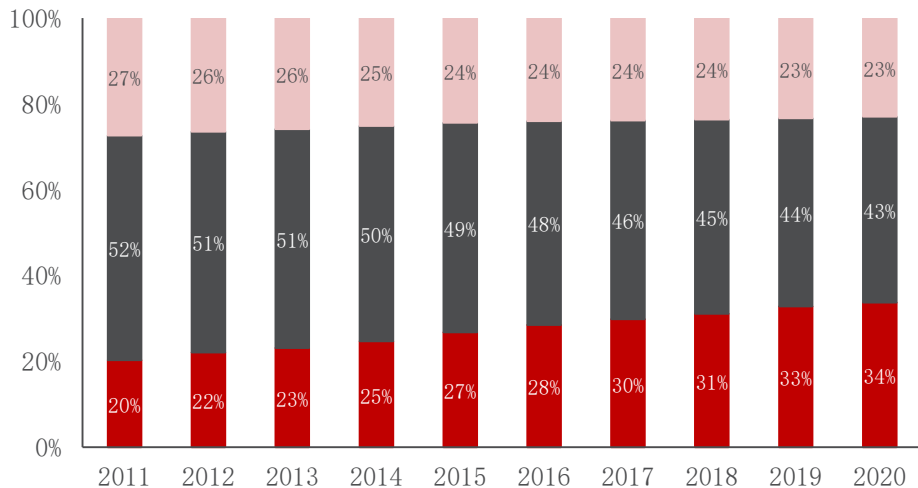
资料来源：萝卜投研，欧睿数据，民生证券研究院

03

## 美国成熟市场下，高端啤酒销售额占比近50%

图表：2020年美国高档啤酒销量占比超1/3

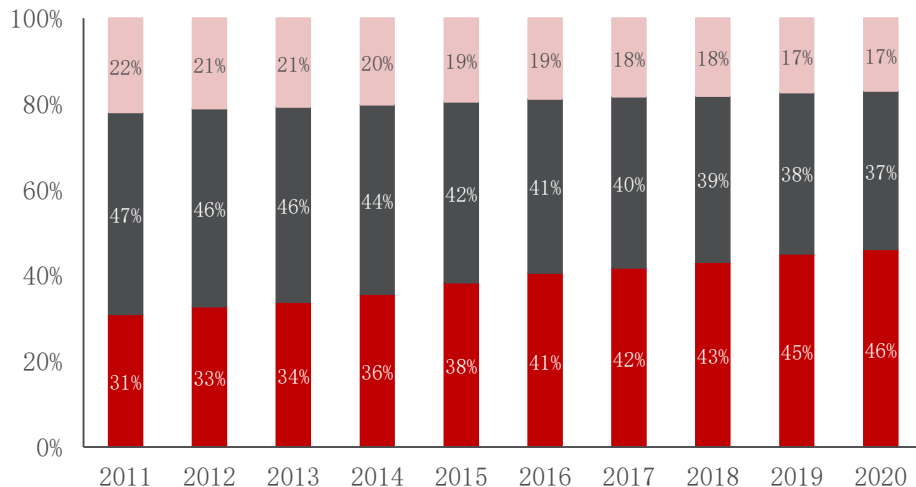
■ 高档价格啤酒 ■ 中等价位啤酒 ■ 经济啤酒



资料来源：萝卜投研，欧睿数据，民生证券研究院

图表：2020年美国高档啤酒销售额占比达46%

■ 高档价格啤酒 ■ 中等价位啤酒 ■ 经济啤酒



资料来源：萝卜投研，欧睿数据，民生证券研究院

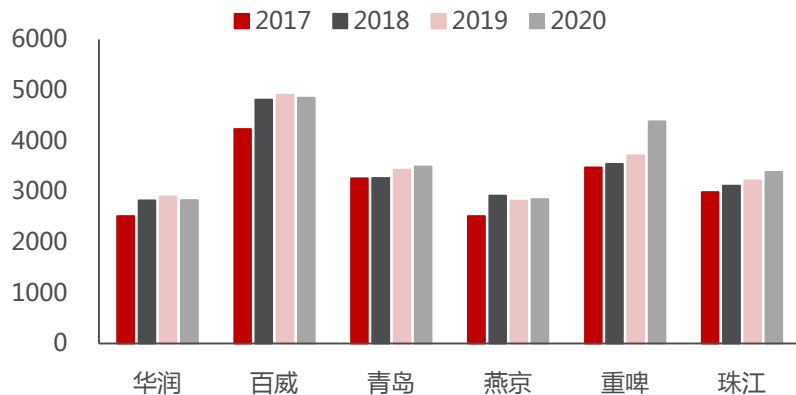


03

## 中国啤酒企业吨价仍有较大提升空间

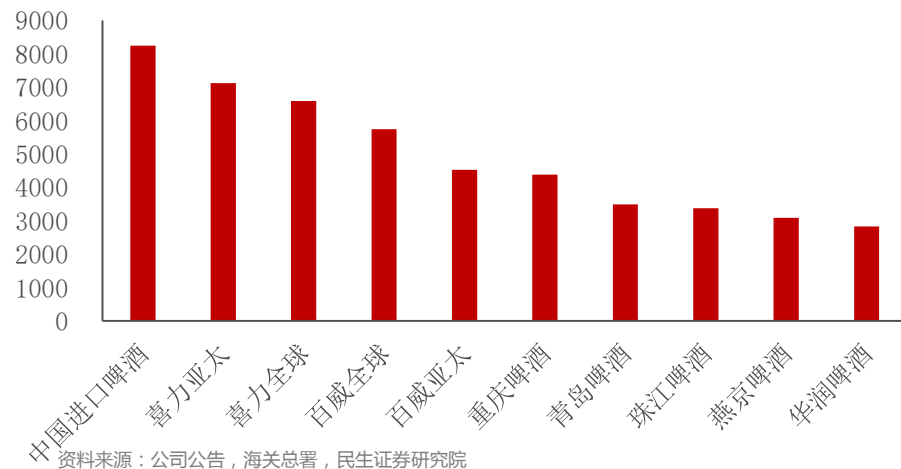
- 中国高端啤酒市场长期由海外品牌占据，百威亚太啤酒吨价近5000元，而国内企业普遍处于3000+，相较发达国家成熟市场6000-7000元仍有较大提升空间
- 重庆啤酒完成与嘉士伯资产重组后，2020年啤酒吨价提升至4383元/吨，高端化领先

图表：啤酒企业吨价稳步提升（元/千升）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：国内啤酒企业吨价提升空间较大（元/千升）

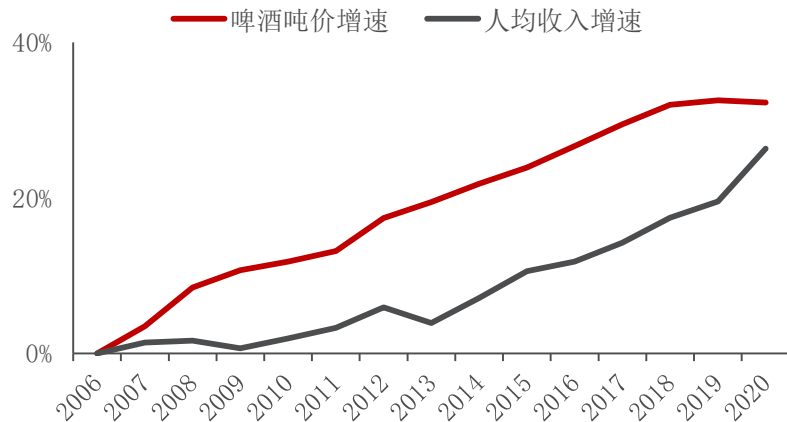


资料来源：公司公告，海关总署，民生证券研究院

# 中国啤酒行业吨价增速将追上居民收入增速

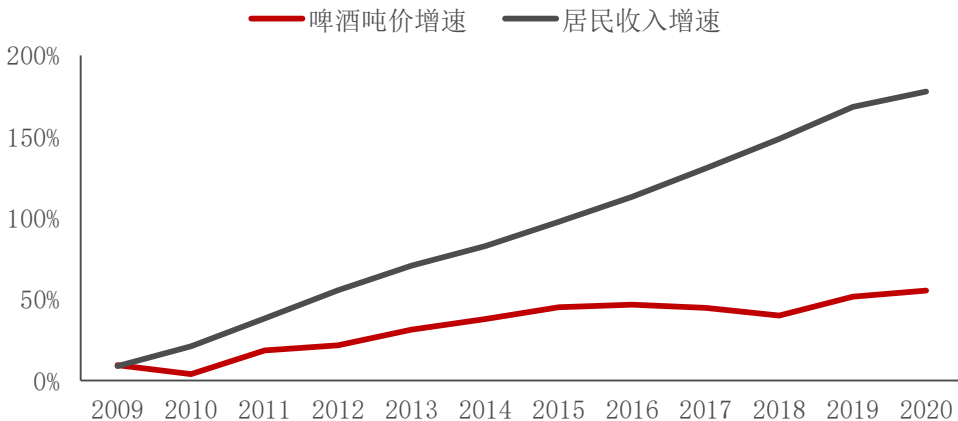
- 啤酒行业吨价提升的根本动力是居民消费能力的提升，在美国等成熟市场，啤酒吨价的增速高于人均收入增长
- 由于我国啤酒行业曾长期陷于低端价格战，行业吨价提升速度远低于居民收入增长，我们认为随着啤酒高端化以及消费者对啤酒认知改变，我国啤酒行业吨价将加速提升

图表：美国啤酒吨价提升高于居民消费能力提升



资料来源：wind，萝卜投研，欧睿数据，民生证券研究院

图表：中国啤酒吨价提升落后于居民消费能力提升



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

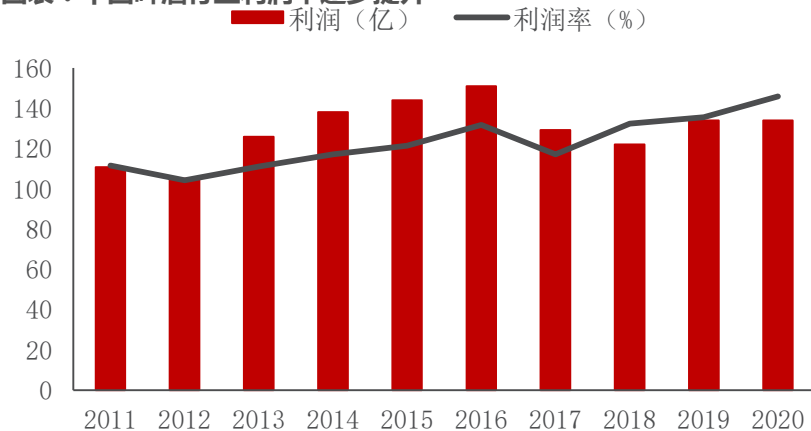
## 04. 降本提效， 寻找企业高质量发展之路

04

# 中国啤酒企业盈利能力分化

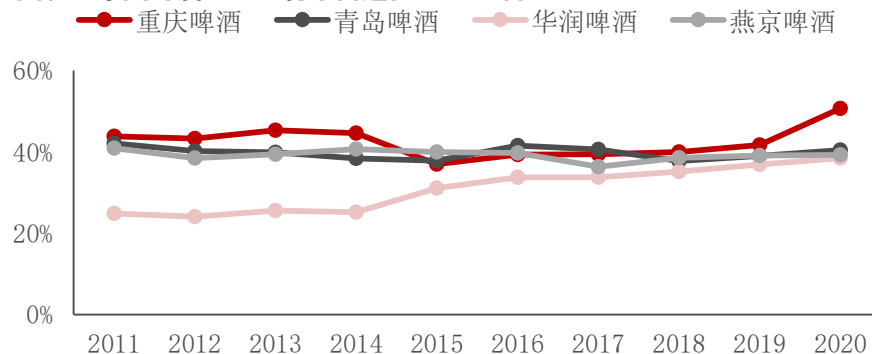
- 整体上，啤酒行业盈利逐年提升，但各个公司的盈利能力表现分化，重庆啤酒在完成与嘉士伯的重组后，表现出众
- 我们从产品结构、产能利用率、人效三个方面分析啤酒企业的盈利差异，产品结构升级、产能利用率、人效的提升将带来公司的 $\alpha$

图表：中国啤酒行业利润率逐步提升

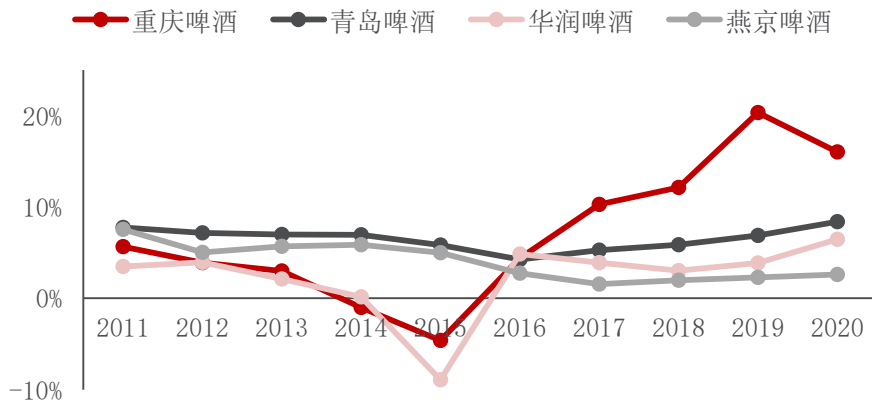


资料来源：wind，中国酒业协会，国家统计局，民生证券研究院

图表：中国啤酒企业毛利率普遍在40%左右



图表：中国啤酒企业净利率分化

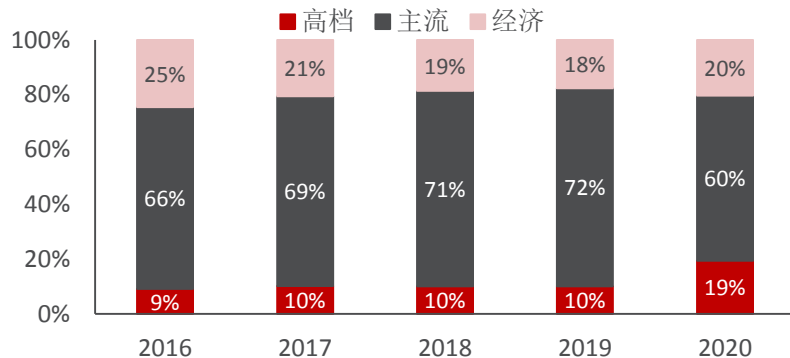




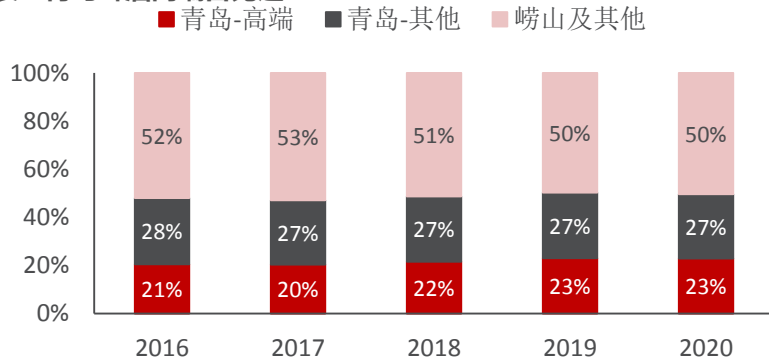
04

## 高质量发展之路：产品结构升级

图表：重庆啤酒完成重组后，结构升级明显



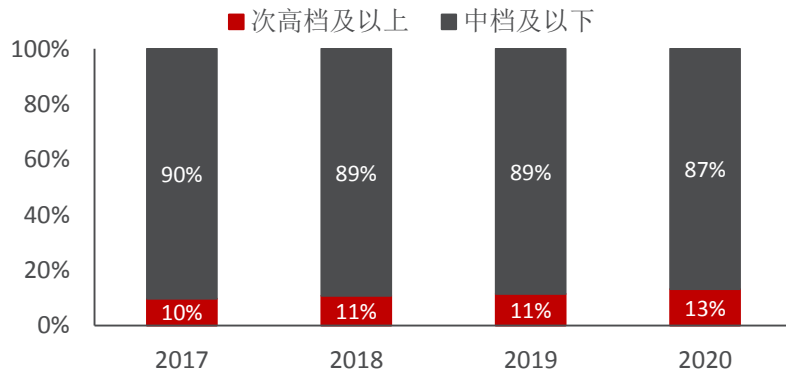
图表：青岛啤酒高端占比超20%



资料来源：wind，民生证券研究院

- 乌苏引领重啤高端产品线
- 聚焦青岛主品牌，青啤推出1903、纯生、白啤等多品类
- 超级勇闯、superX带动雪花向上，携手喜力进军高端

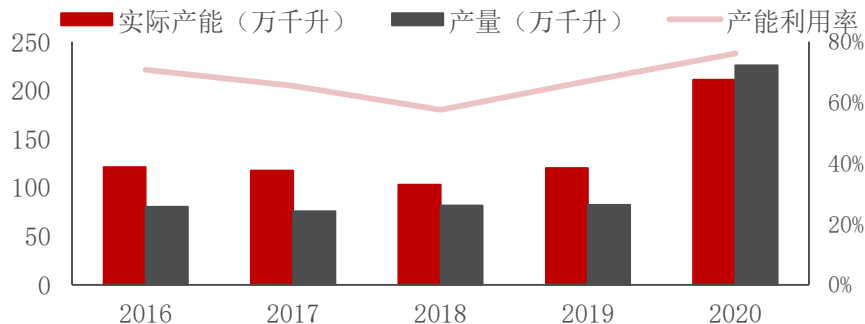
图表：华润啤酒中档及以下产品为主



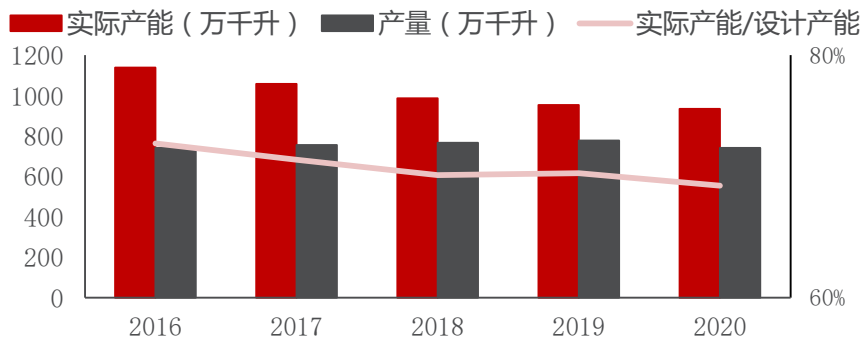
04

## 高质量发展之路：产能优化，提升利用率

图表：重庆啤酒重组后产能利用率大幅提升



图表：青岛啤酒产能利用率相对稳定

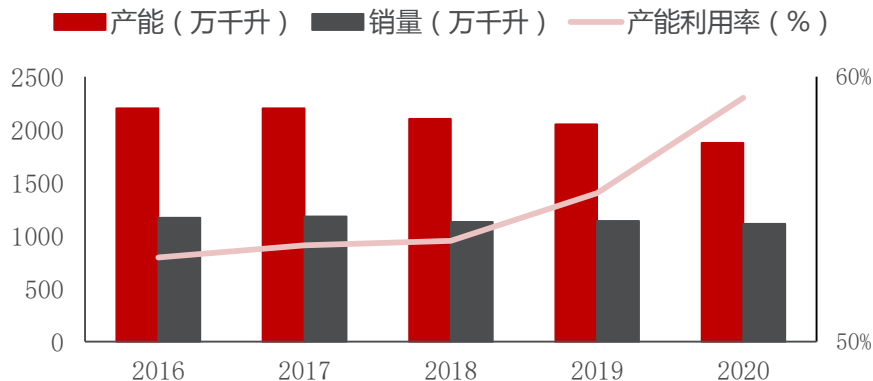


资料来源：wind，民生证券研究院

图表：近年来酒企关厂不断

时间	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒/嘉士伯
2017	关闭7家工厂		
2018	关闭13家工厂	关闭芜湖、杨浦分公司	关闭湖南常德酒厂
2019	关闭4家工厂	关闭台州等2家子公司 计划3-5年内关闭10家工厂	
2020	关闭4家工厂		

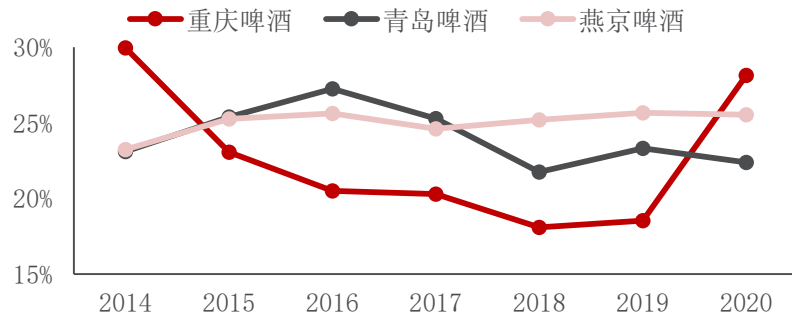
图表：华润啤酒产能利用率偏低



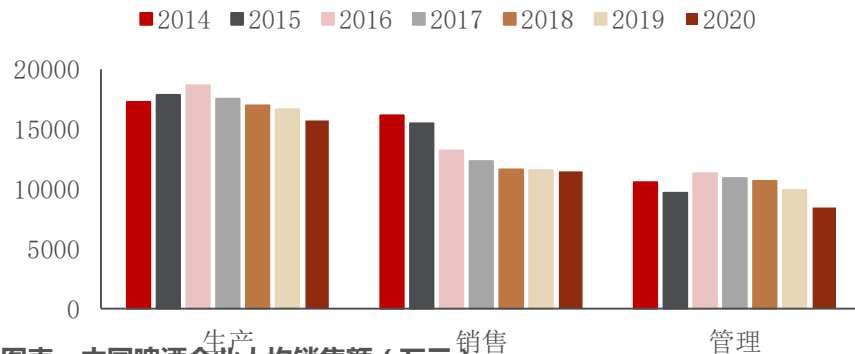
04

# 高质量发展之路：管理优化，人效将是重要变量

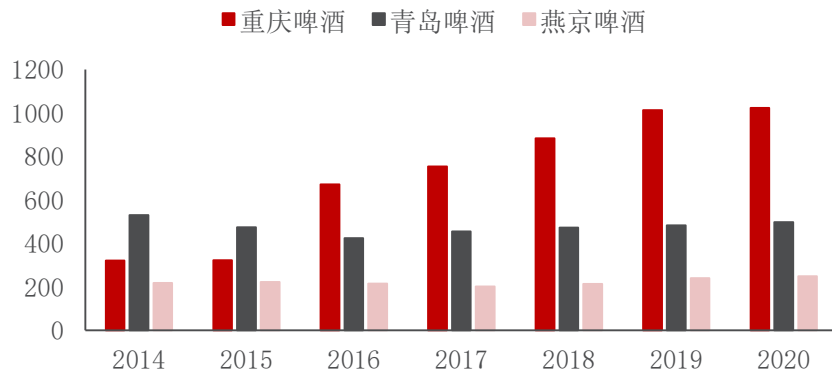
图表：中国啤酒期间费用率变化



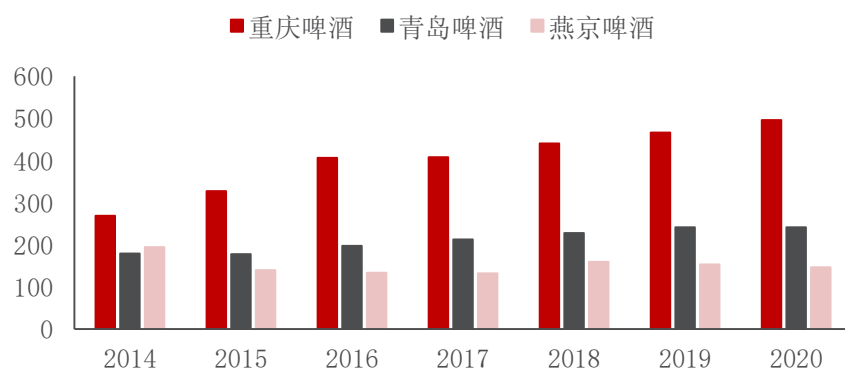
图表：啤酒企业精简人员（以青岛啤酒为例）



图表：中国啤酒企业人均产量（千升）



图表：中国啤酒企业人均销售额（万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

# 05. 潮起潮落， 提价周期下的2022年展望

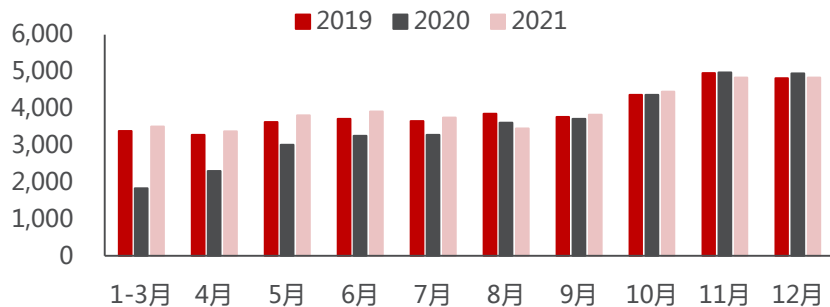


05

# 不惧疫情扰动，2021高端化加速

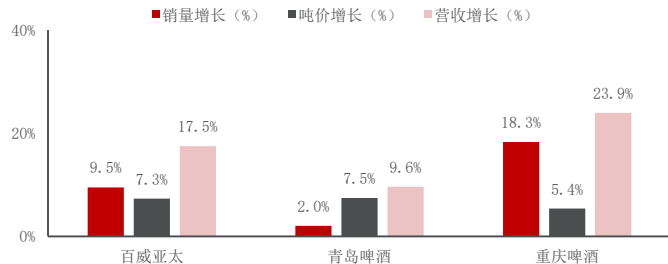
- 啤酒即饮消费场景2021年旺季受疫情约束和天气影响。2021年餐饮整体成复苏态势，但夏季受突发疫情扰动影响，啤酒产量出现下滑
- 龙头企业销量、吨价保持增长：龙头企业渠道布局完善，覆盖区域广，产品结构合理，啤酒销量保持增长，受益于提价以及产品结构升级，吨价实现“大个位数”提高。
- 高端产品销量逆势高增，消费升级加速：2021年啤酒企业高端产品销量增速大幅提升，较过去几年明显加速，部分大单品如乌苏、青岛经典、超级勇闯表现靓丽

图表：2021餐饮消费缓慢复苏（亿元）



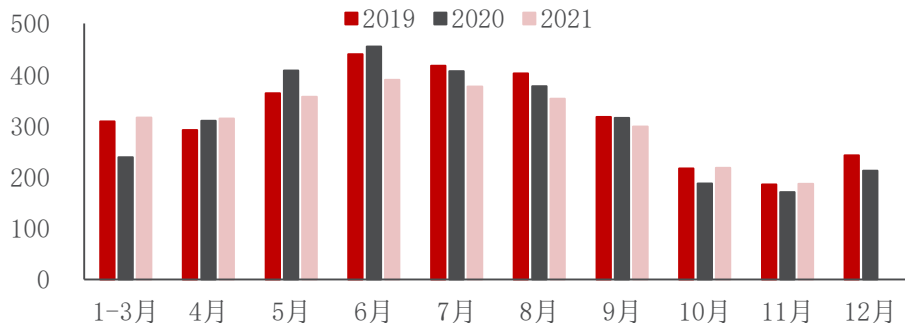
资料来源：国家统计局，wind，民生证券研究院

图表：2021年前三季度啤酒企业吨价持续提升



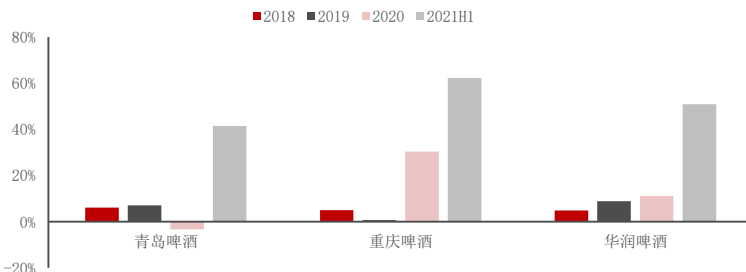
资料来源：公司公告，国家统计局，wind，民生证券研究院

图表：疫情影响下2021年啤酒产量“旺季不旺”（万千升）



资料来源：国家统计局，wind，民生证券研究院

图表：高端产品销量逆势高增（%）



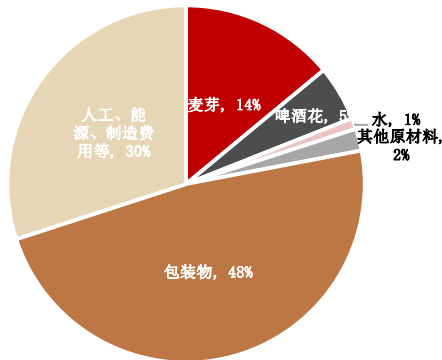
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

05

# 成本驱动提价，2022年有望迎来量价齐升

- 成本上行，龙头企业纷纷提价：包装及大麦成本占啤酒成本较高，2020年以来延续上涨，21年以来，多家啤酒企业纷纷对自身核心产品提价
- 展望2022年，提价落地，成本端压力减弱：22年旺季提价效应将逐步体现，成本端，多数原材料价格已处于历史高位，玻璃等价格已明显回落，2022年成本端压力将减弱

图表：啤酒成本构成



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图表：玻璃价格高位回落



图表：2021年啤酒提价

公司	提价时间	提价产品	提价幅度
华润啤酒	7月	勇闯天涯	出厂价提高约4元/箱，约10%
青岛啤酒	8月	纯生	终端提价6元/箱，约5%
重庆啤酒	9月	乌苏	乌苏提价6元/箱，约10%
百威亚太	11月	部分地区部分产品	3%-10%

资料来源：腾讯新闻，啤酒版，民生证券研究院

图表：进口大麦价格维持高位



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：瓦楞纸价格上行



# 06

## 重点啤酒企业盈利预测

图表：重点啤酒公司盈利预测

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600132.SH	重庆啤酒	633	10.77	11.88	15.18	59	53	42
600600.SH	青岛啤酒	991	22.01	28.21	33.28	45	35	30
000729.SZ	燕京啤酒	225	1.97	2.71	3.54	115	83	64
002461.SZ	珠江啤酒	202	5.69	6.73	7.36	35	30	27
0291.HK	华润啤酒*	1,831	20.94	42.52	45.36	87	43	40
1876.HK	百威亚太*	2,627	33.54	60.32	72.3	78	44	36

资料来源：wind，民生证券研究院，\*为wind一致预测，数据截止2022.01.18

# 风险提示



## 风险提示

- 疫情反复影响居民消费：疫情管控将使得部分消费场景受损，居民消费意愿降低
- 企业关厂导致资产减值：企业关厂导致的资产减值或人员安置费用可能降低企业盈利
- 市场竞争加剧：市场竞争加剧将导致企业销量下滑或费用增长
- 食品安全事故：食品安全问题将使得企业品牌受损，销量下滑



# THANKS 致谢

## 食品饮料研究团队：



**分析师 王言海**  
执业证号：  
S0100521090002



**分析师 姚启璠**  
执业证号：  
S01001211100006



**分析师 李啸**  
执业证号：  
S01005211100002



**分析师 熊航**  
执业证号：  
S0100520080003



**研究助理 孙伟**  
执业证号：  
S01001211100003



**研究助理 王玲瑶**  
执业证号：  
S01001211070022

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120  
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005  
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明：

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。