

海外食品饮料行业研究系列报告（一）： 百年浮沉，美国啤酒迈向多元化发展路径

2023年8月3日

行业评级

食品饮料 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号： S1060521030001

王 萌 投资咨询资格编号： S1060522030001

证券研究助理

王星云 一般从业资格编号： S1060123070041

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- 1850-1920年：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- 1920-1933年：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- 1933-1980年：行业重启，大型企业圈地跑马推动行业规模化
- 1980-2010年：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

进入21世纪，美国啤酒进入存量竞争时代，人均啤酒消费量出现下滑，但经济增长推动了啤酒消费升级，消费者健康饮食的消费理念持续加强，美国啤酒市场逐渐向两大趋势演变：

一、多元化。随着精酿啤酒在2010年代的爆发式发展，更多小型的本土啤酒公司开始创新地推出不同类型的啤酒，如硬苏打水、无醇啤酒等，并逐渐占领市场份额，啤酒行业的集中度有所下降，2011年Cr3为81%，而到2021年下降至70%，啤酒市场逐渐回归多元竞争格局。

二、高端化。各大啤酒公司开启高端化，多款高端高价位啤酒已超越低端啤酒成为主要销售品牌，推动行业吨价不断提升。

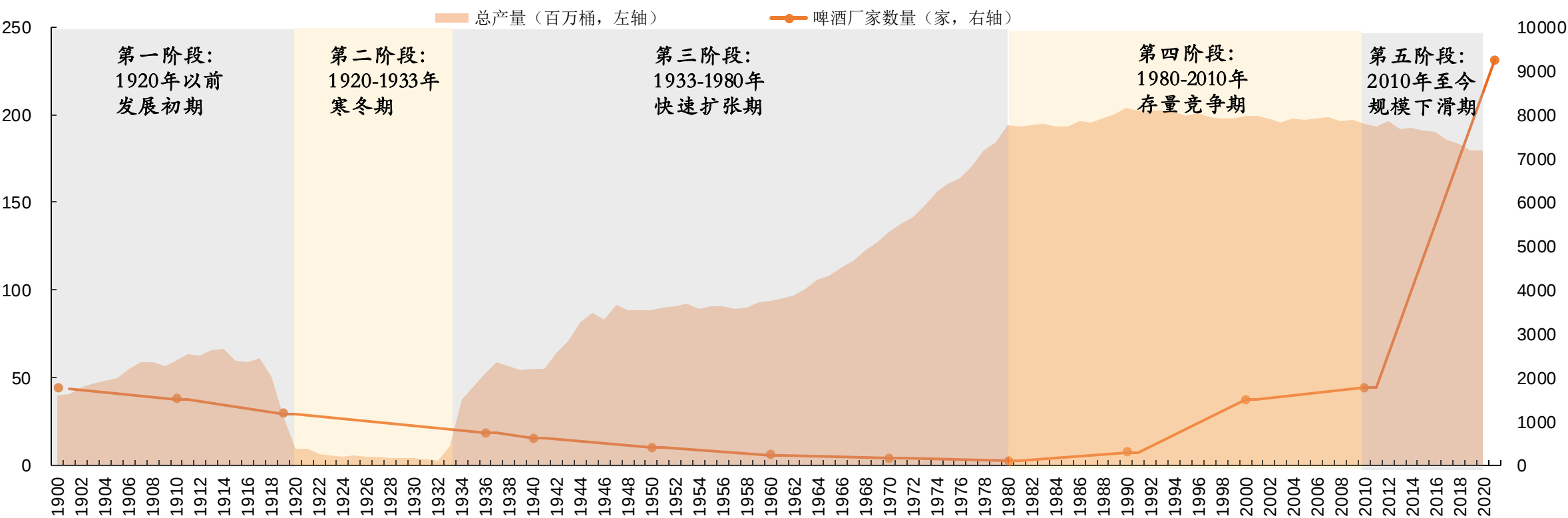
基于此，啤酒公司两大发展路径：一、波士顿啤酒公司等，专注于创新新种类啤酒的小而美；二、星座品牌等，打造啤酒、红酒、烈酒多种类酒品牌消费的公司。

风险提示：1) 宏观经济波动影响；2) 食品安全问题； 3) 原材料波动影响； 4) 行业竞争加剧风险。

引子：

➤ 探索美国啤酒百年发展史，对研究我国啤酒发展提供参考。美国是全球啤酒最大的消费市场之一，从行业起步至今，历经百余年，沉沉浮浮，经历了雏形期-寒冬期-快速扩张-存量竞争-规模下滑等五个阶段，期间啤酒企业也经历跑马圈地、合并整合、海外并购和如今的企业数量快速增长。中国啤酒行业正处于快速扩张后的存量竞争时期，通过研究美国啤酒市场的发展历程及现状，能够给我国的啤酒市场发展路线以及发展趋势带来重要的借鉴意义。

1900-2020美国啤酒产量及啤酒厂家数量



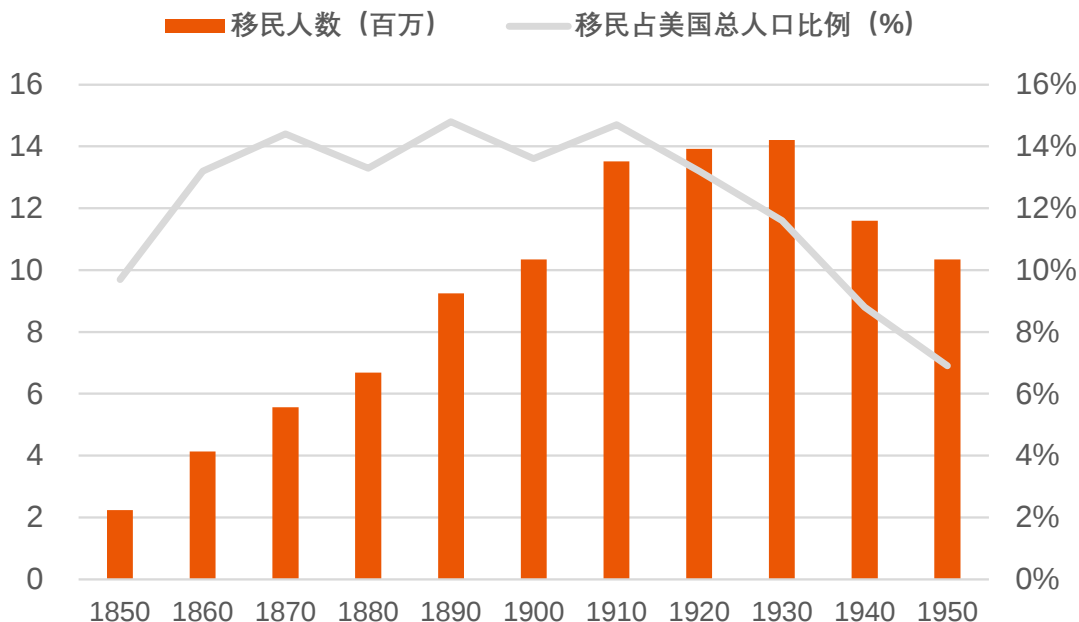
目录 CONTENTS

- ① 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- ② 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- ③ 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- ④ 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- ⑤ 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- ⑥ 投资建议及风险提示

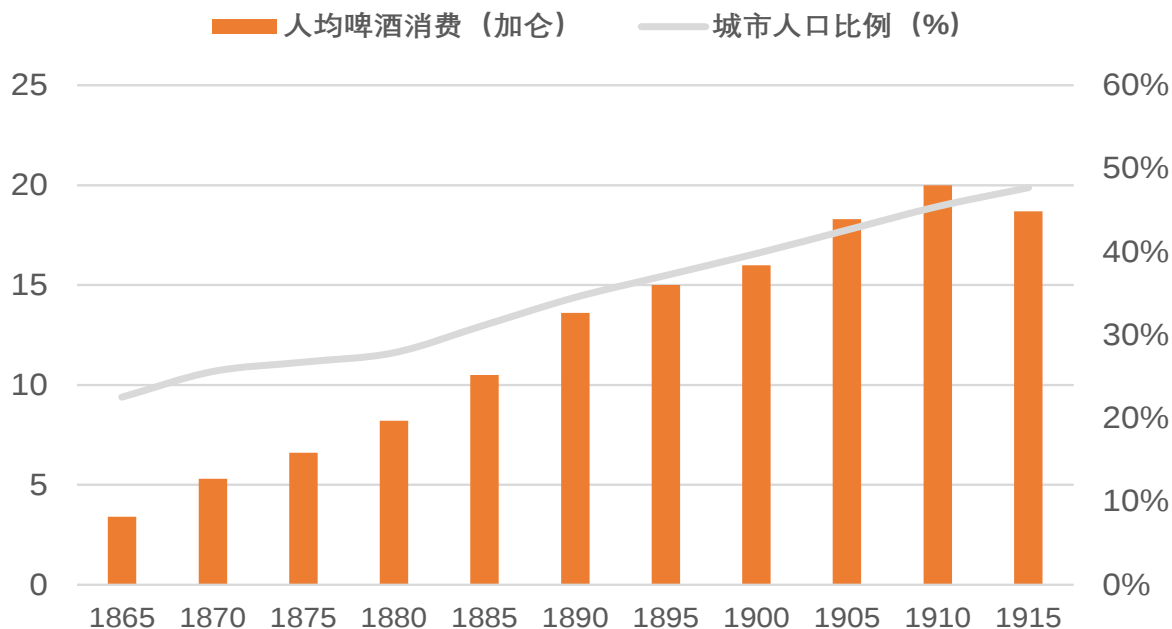
1.1 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展

- **19世纪移民潮提供人口基础并促进啤酒文化形成：**自19世纪中后期起，美国内战结束以及西欧粮食歉收，大量爱尔兰、德国等西欧移民涌入美国中西部地区，尤其是圣路易斯、密尔沃基和辛辛那提等美国传统制造业中心。至1920年，美国年均移民人数已达1400万人，移民占美国人口总比例13.2%。大量的移民涌入为美国啤酒行业提供消费基础，且传统啤酒消费大国移民的进入促进了美国啤酒文化的形成。其中，密尔沃基在19世纪末成为美国最大啤酒生产城市，拥有Pabst和Schlitz等大型啤酒厂。
- **美国工业化城市化促进人均啤酒消费：**自19世纪起，美国逐渐开始城市化与工业化进程。城市化以及工业化促进了人们的啤酒消费，工人在工作结束后购买啤酒成为了日常生活需求之一。据美国人口普查数据，美国城市人口比例从1865年的22%升至1910年的45.5%，高速的城市化进程促进了啤酒消费，从1865年的人均3.4加仑增加至1910年的人均20加仑。啤酒需求的增加推动了美国啤酒行业的初步发展。

1850-1950美国移民人数及占人口比例



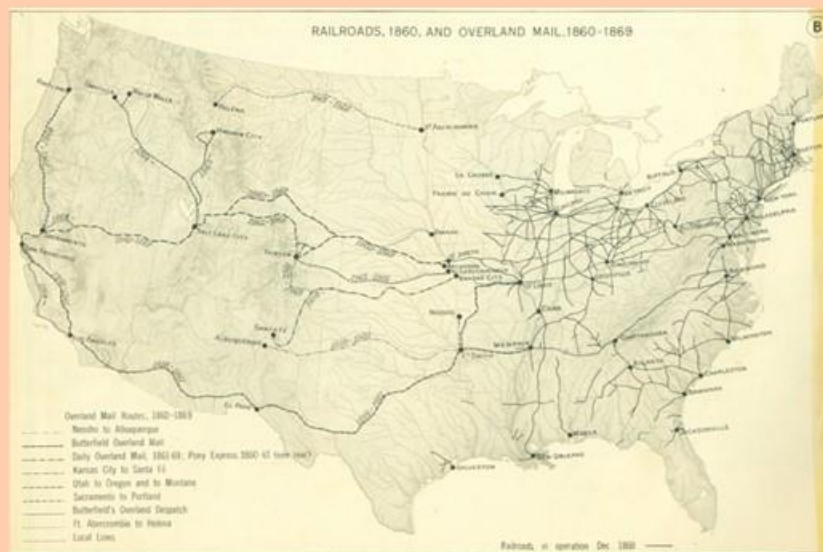
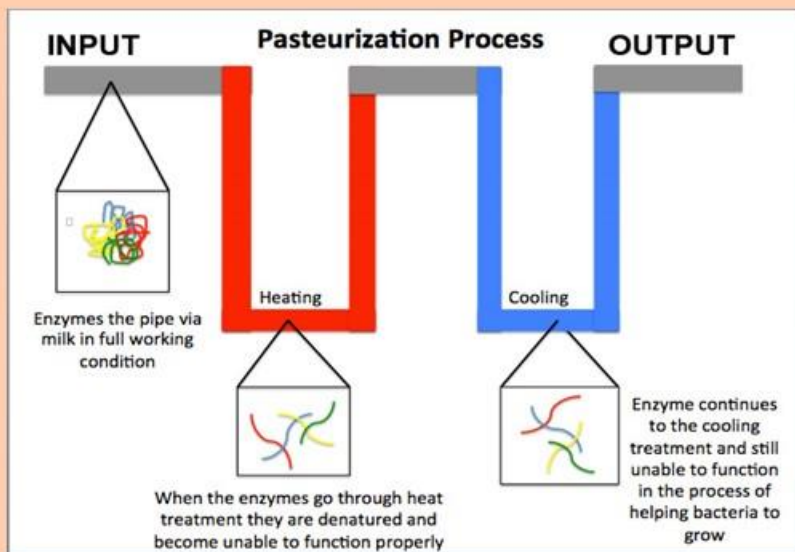
1790-1950美国城市化推动啤酒消费



1.2 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展

- **冷藏和运输技术革新为啤酒全国化提供技术支持。** 1860年代，巴氏杀菌工艺首次被提出，其通过热处理再冷却的方法能够杀除食品中的微生物及细菌，啤酒等产品得以长时间保存且不容易变质。同样在1860年代，美国北部和中西部的铁路几乎完全贯通。1869年，横跨美国东西海岸的铁道正式完工，标志着美国第一次建立全国性交通网络。巴氏杀菌工艺和美国铁路发展为啤酒厂全国分销供应提供条件，因此一些大型啤酒企业如Anheuser-Busch、Pabst、Schlitz逐渐成为全国性啤酒企业。Anheuser-Busch是第一家使用巴氏灭菌法保持啤酒新鲜度的啤酒厂，1876年第一个推出冷藏车厢，并于1877年组建火车车队用于运输其生产的啤酒，甚至建立了铁路公司。区别于其他仍在当地发展的小型啤酒厂，Anheuser-Busch通过扩大分销范围与完善运输链体系成为早期全国供应啤酒的厂商之一。Pabst和Schlitz作为密尔沃基的大型啤酒厂，在19世纪就已是当时全国性啤酒企业，其通过轮船运输将品牌啤酒分销全国，甚至在1893年芝加哥世博会上两家公司的啤酒分别获奖，其中Pabst的啤酒之后被称为蓝丝带。

巴氏消毒法的出现和美国铁道的发展为啤酒运输全国提供技术支持



目录 CONTENTS

- ① 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- ② 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- ③ 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- ④ 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- ⑤ 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- ⑥ 投资建议及风险提示

2.1 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件

➤ **禁酒令的颁布使啤酒业受到重大打击，大量啤酒企业倒闭。**19世纪，新教教派支持禁酒运动，认为“酒吧带来政治腐败，饮酒让人罪过”，这一理由陆续得到一些州的支持，禁酒派逐渐增多。1917年美国对德国宣战，主要反对禁酒的德裔美国人被边缘化，因此战时禁酒法案通过，美国禁止销售酒精含量大于1.28%的酒精饮料。1919年10月，美国颁布《沃尔斯特德法案》，修改宪法将禁酒令扩展至全国，并禁止销售酒精含量超过0.5%的酒精饮料。受此影响，部分公司开始转型做无醇啤酒，但是产量仍继续下跌，导致大量啤酒企业倒闭。直至上世纪30年代，由于经济大萧条，美国政府急需酒精饮料行业增加税收收入，于1933年12月，第十八修正案废除，禁酒令才正式结束。

禁酒令政策变迁过程

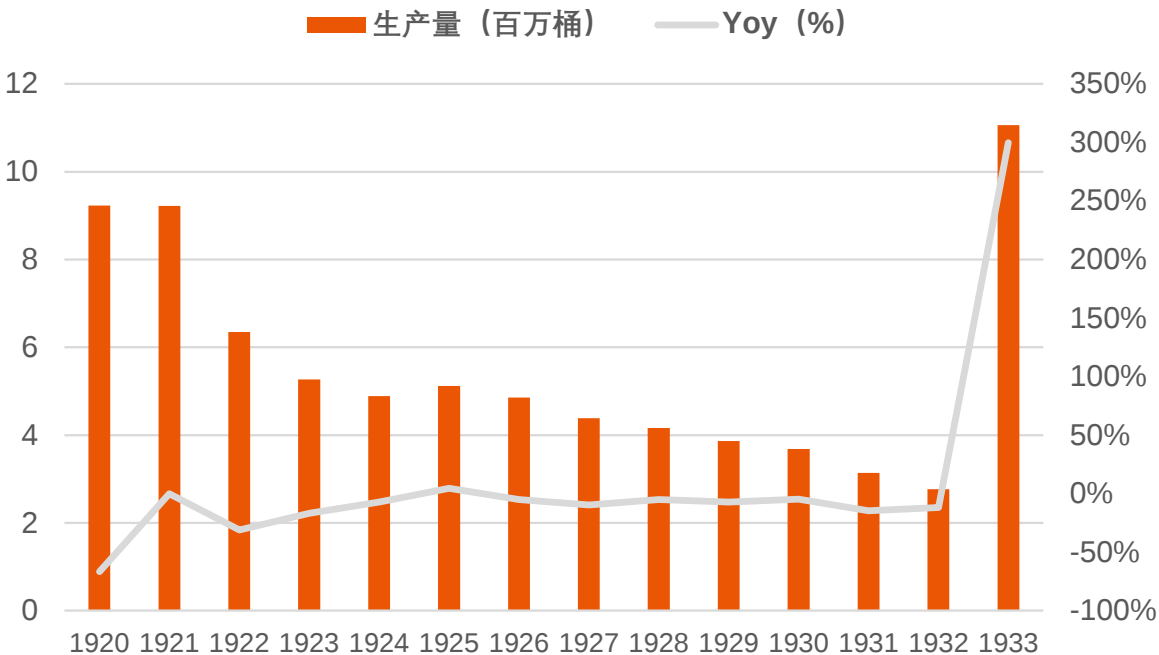
1918年通过临时战时禁酒法案，禁止销售酒精含量大于1.28%的酒精饮料

1919年国会通过第十八修正案，定义酒精含量超过0.5%为醉酒饮料且禁止销售

1933年3月修改第十八修正案，允许生产销售3.2%的啤酒

1933年12月，第十八修正案废除，禁酒令结束

啤酒产量由于禁酒令断崖下跌（无醇啤酒产量）



注：禁酒令期间国内啤酒企业无法销售酒精饮料，因此以无醇啤酒产量代替

2.2 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件

- 劣币驱逐良币，走私啤酒泛滥。**由于禁酒令主要禁止生产、销售运输酒，但并未阻止饮用和储存酒。因此禁酒令时期，大量进口啤酒进入美国市场，而本土企业因只能销售无醇啤酒从而缺乏竞争力，导致禁酒令后期无醇啤酒销量下降，如Anheuser-Busch曾在禁酒令期间推出Bevo的非酒精饮料，其销量曾一度在禁酒令初期达500万箱，但由于走私啤酒的泛滥，1929年Bevo停止生产。Anheuser-Busch也因此调整策略转向其他业务如地产、乳制品等。
- 少量啤酒企业转型存活，为未来垄断市场提供条件。**禁酒令导致大量企业倒闭，从1918年的1000多家下降到1933年重新复产的企业仅300多家。这些复产的企业在禁酒令期间，由于禁止生产啤酒，因此选择转型涉及其他业务来躲过行业寒冬。如Coors开始转型制作麦芽奶等业务，Pabst生产芝士、奶酪等乳产品。这些公司通过转型相邻业务而保留生产链和运输链，为未来行业复苏恢复扩大生产打下基础。

Anheuser-Busch禁酒令时业务

啤酒企业在禁酒令时期转型度过行业寒冬

百威禁酒令时Bevo
以及汽车业务



Coors
麦芽奶产品



Pabst
芝士等奶酪产品



Yuengling
冰激凌



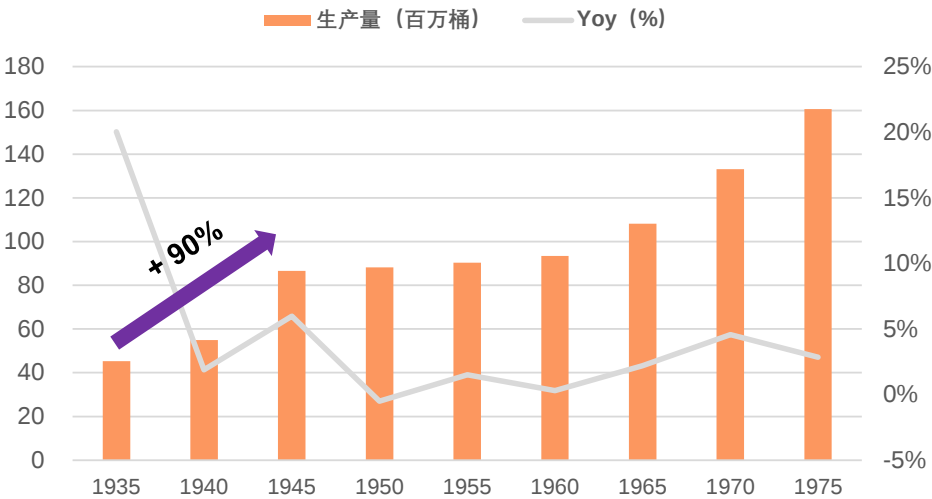
目录 CONTENTS

- ① 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- ② 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- ③ 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- ④ 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- ⑤ 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- ⑥ 投资建议及风险提示

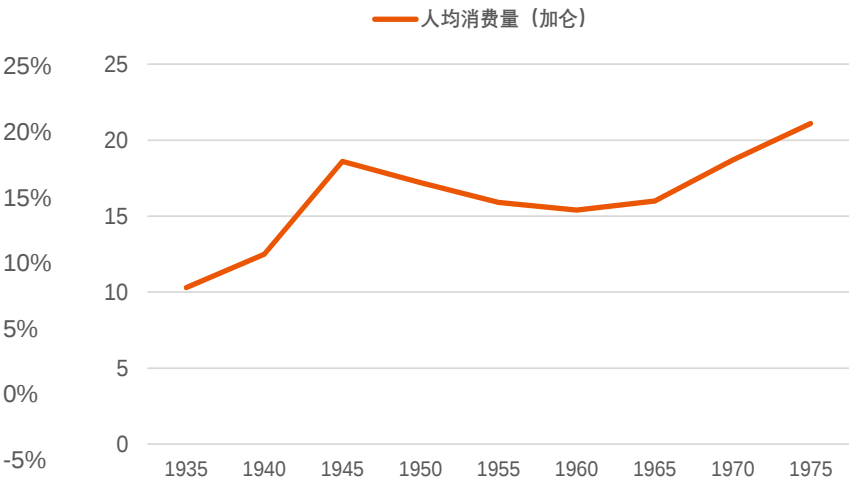
3.1 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化

- **禁酒令废除，啤酒行业重新恢复发展。**1933年禁酒令解除后，啤酒行业重新复苏。二战爆发后，虽仍有禁酒的呼声响起，但政府为了给军队提供娱乐来源，允许啤酒厂商将其15%产量提供给军队。同时，为了加大税收，政府鼓励啤酒行业加大生产，因此啤酒产量迅速上升，自1935年至1945年间几近翻倍，人均消费量也在1944年达到了18加仑，恢复至禁酒令前状态，啤酒产业成为重要的战时产业之一。
- **经济繁荣促进啤酒行业继续发展。**根据Brewer's Almanac，1945-1960年由于二战结束，战时啤酒库存仍需消化，因此产量增长放缓，平均Yoy在1%左右。虽然啤酒行业放缓，但美国整体战后经济并未因此减缓。1946年政府宣布减税后，美国进入经济繁荣发展期。1945-1970年，美国GDP增速CAGR为3.5%，中产家庭年均收入从1953年3.7万到1978年6.7万美元。经济发展与人均收入的提升也增加更多消费需求，啤酒生产提速。据Brewer's Almanac，啤酒产量从1960年的9300万桶到1978年的1.79亿桶，平均Yoy在5%左右。

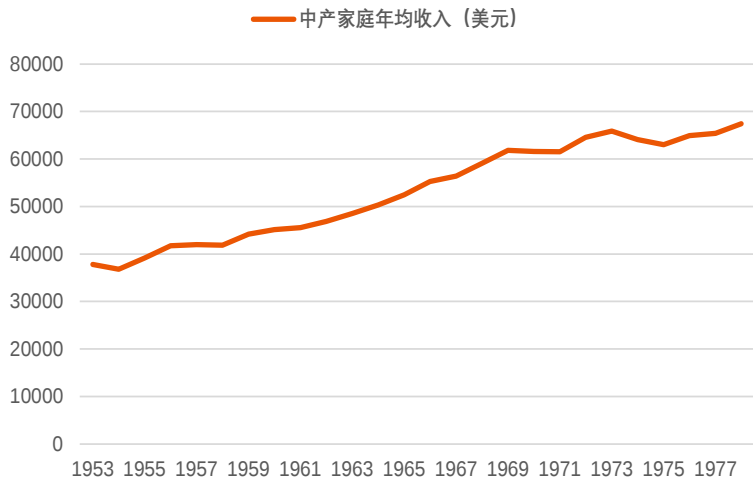
1935-1975年啤酒产量及增速



1935-1975啤酒人均消费量



二战后家庭支配收入高速提升

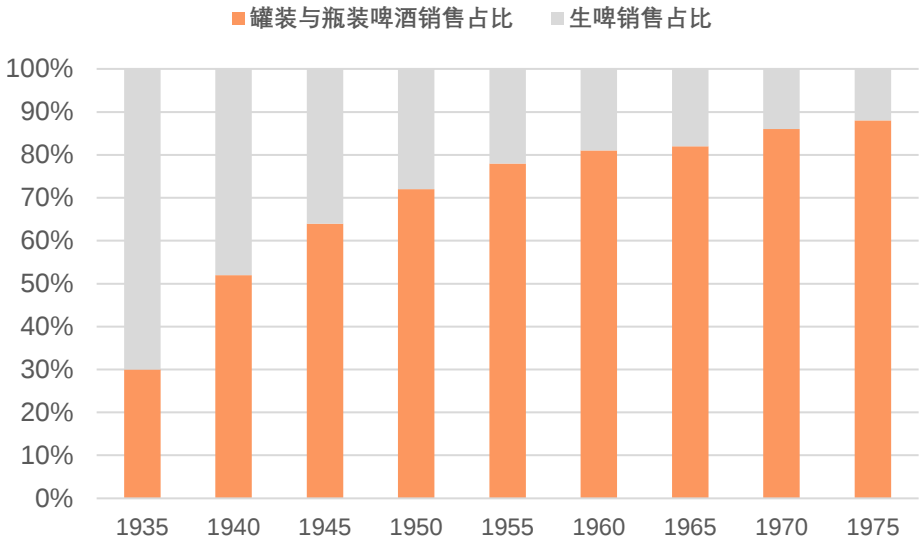


注：以2021年美元价格为基准

3.2 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化

- **啤酒包装发展改变销售方式，促进行业发展。** 禁酒令前，啤酒销售主要以桶装生啤为主，并在酒吧、酒馆内销售。虽然当时已有瓶装啤酒出现，但因为运输条件受限等原因导致成本较大。而1935年罐装啤酒出现后，由于其低成本以及运输条件改善，罐装与瓶装啤酒成为主要销售方式。从1935年全国包装销售占35%，到1975年的88%。包装的发展也改变了销售方式，大型啤酒厂更易于通过其运输链分销至全国，这为大型企业的发展以及规模化提供条件。
- **二战为大型啤酒企业发展提供契机。** 二战爆发后，政府允许啤酒厂商将其15%产量提供给军队。因此，大型企业纷纷加大生产供应给军队。如Anheuser-Busch、Pabst、Schlitz等大型啤酒企业均生产了专门供应给军队的啤酒，并且大都以罐装啤酒形式供应给军队以方便运输和保存。这也为大型企业迅速发展，并且在战后开始圈地跑马推动行业规模化提供契机。

1935-1975年啤酒包装方式变化



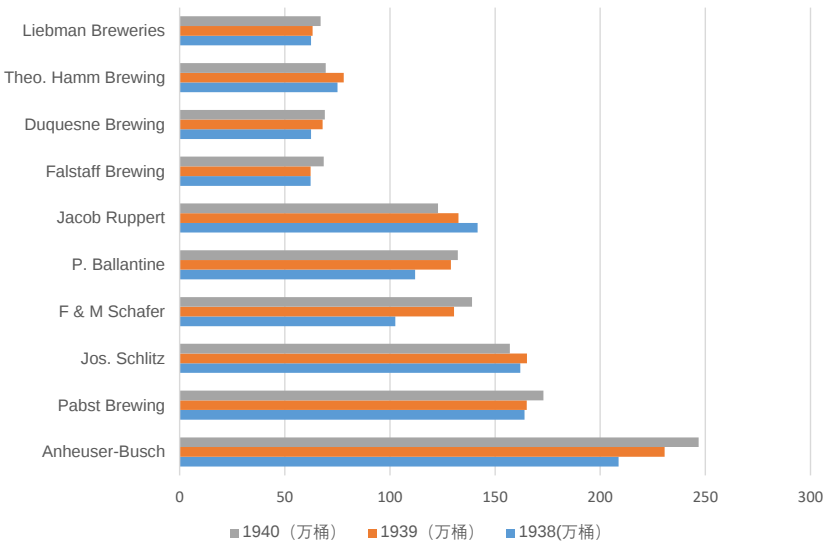
二战时啤酒厂商向军队供应啤酒



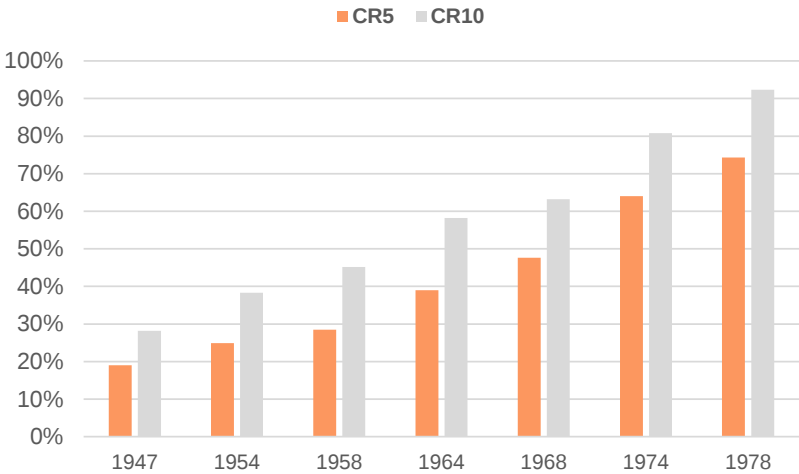
3.3 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化

- **大型企业跑马圈地推动行业规模化。**大型企业得益于其大规模生产和分销能力，在禁酒令结束后迅速恢复投产。由于销售包装的变化推动分销范围的扩张以及战时向军队供应获得的市场，这些大企业迅速获得了竞争优势。而一些小型的啤酒厂虽在禁酒令后重新开业，但因缺少自身优势而退出市场或被大型公司收购，行业逐渐呈垄断形势。
- **行业集中度不断提升，1978年CR10达到92.3%。**据Brewers Association，在1947年，CR5仅占19%市场份额，而到1978年CR5已占74.3%，CR10更是占据92.3%市场份额。在产量方面，1950年第一名与第十名仅差约350万桶，而到1980年差距已扩大约4600万桶。龙头企业与其他大型企业的差距也加速了行业的整合程度，因此进入1980年代后大型啤酒商开始整合收购。

大型啤酒厂在禁酒令后迅速获得优势地位



大型企业跑马圈地扩大市场



大型企业之间差距也越来越大

1950年前十大啤酒商产量			1980年前十大啤酒商产量		
	啤酒商	产量 (桶)		啤酒商	产量 (桶)
1	Schlitz	5,096,840	1	Anheuser-Busch	50,200,000
2	Anheuser-Busch	4,928,000	2	Miller	37,300,000
3	Ballantine	4,375,000	3	Pabst	15,091,000
4	Pabst	3,418,677	4	Schlitz	14,900,000
5	F & M Schaefer	2,772,000	5	Coors	13,800,000
6	Liebmann Bros.	2,965,522	6	Heileman	13,270,000
7	Falstaff	2,286,707	7	Stroh	6,161,255
8	Miller	2,105,706	8	Olympia	6,091,000
9	Blatz	1,756,000	9	Falstaff	3,901,000
10	Pfeiffer	1,618,077	10	C. Schmidt	3,625,000

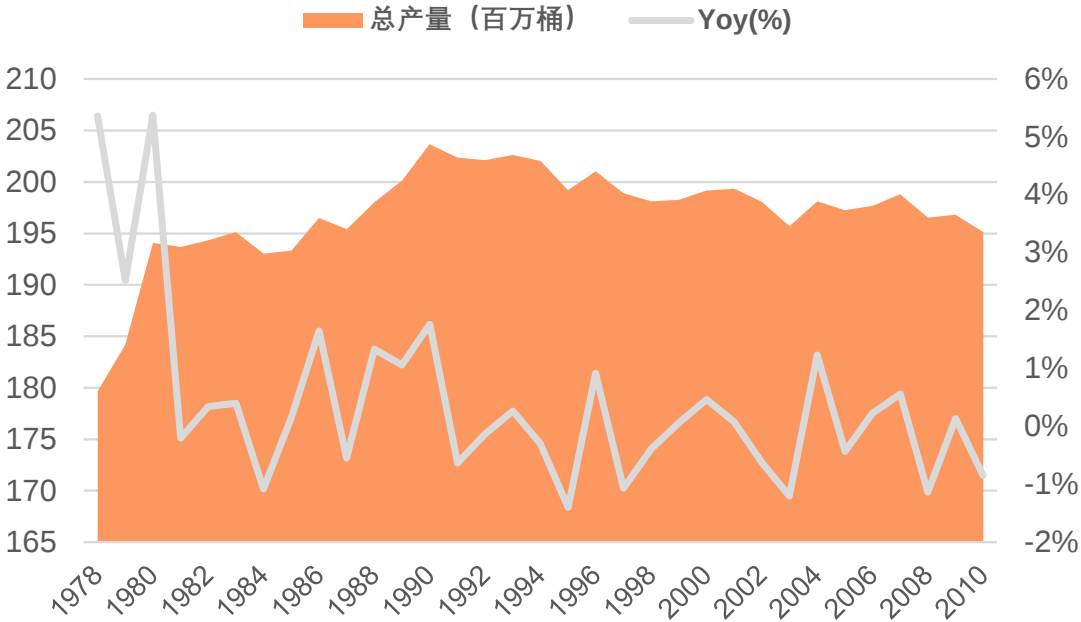
目录 CONTENTS

- 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- 投资建议及风险提示

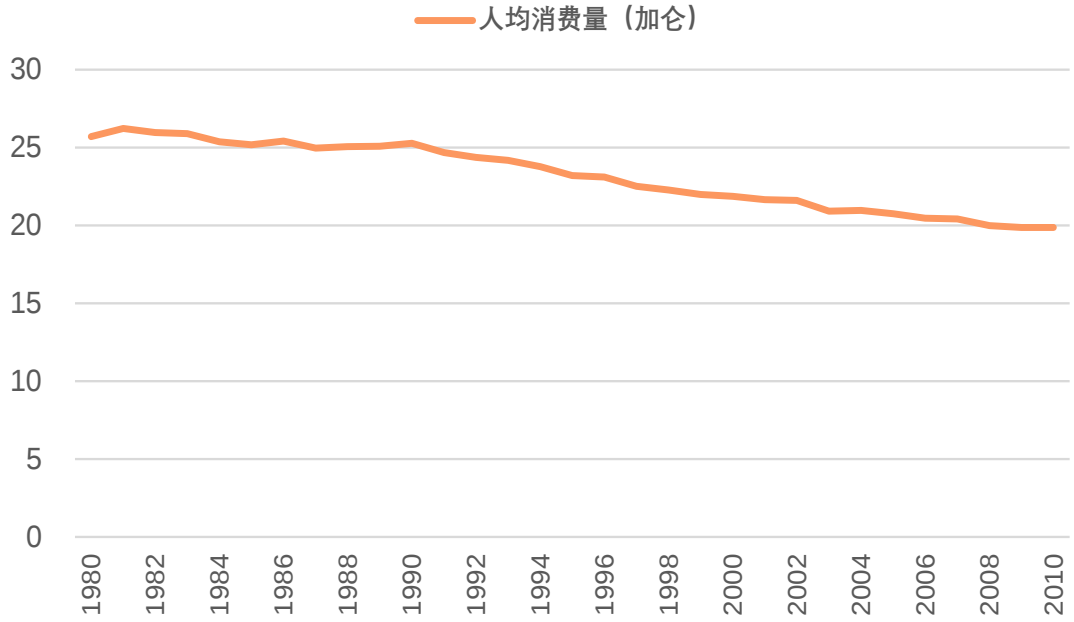
4.1 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

- **增量时代结束，1990年后行业进入存量竞争。**据Brewers Almanac，进入1980年后，啤酒行业总产量逐渐进入存量市场。在1981年开始增速放缓之后，于1989年首次年产量突破2亿桶，并于1990年到达至今最高值2.03亿桶，此后产量便开始逐渐下降，到2010年已降至1.95亿桶。自1981年后，Yoy也基本保持在-1%-1%之间。
- **人均消费量下降。**与产量类似，啤酒的人均消费量也从1981年的最高26加仑后逐渐下降，截止2010年人均啤酒消费量为19加仑。

1980-2010美国啤酒产量进入存量市场



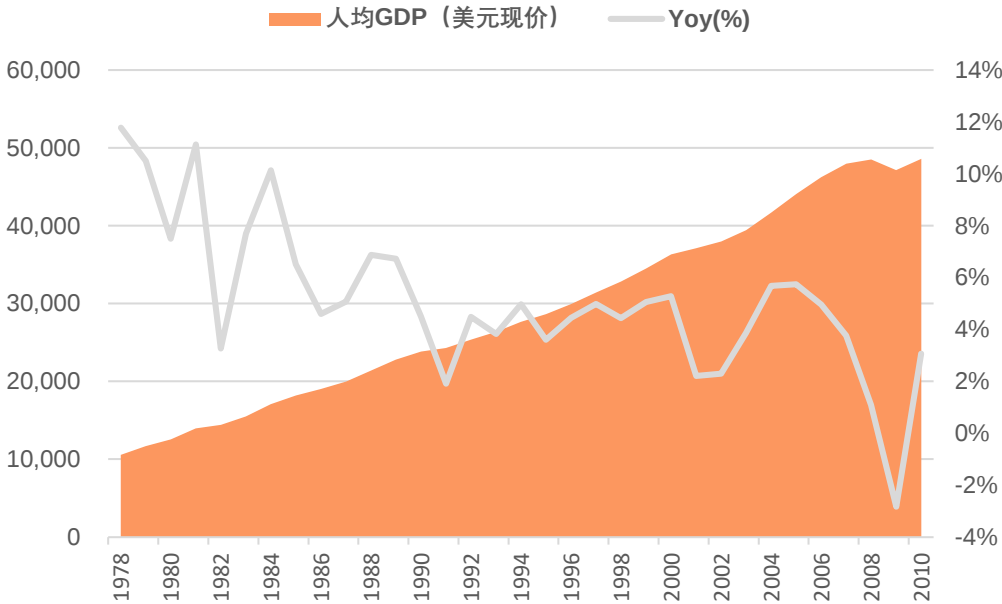
人均消费量逐渐下降



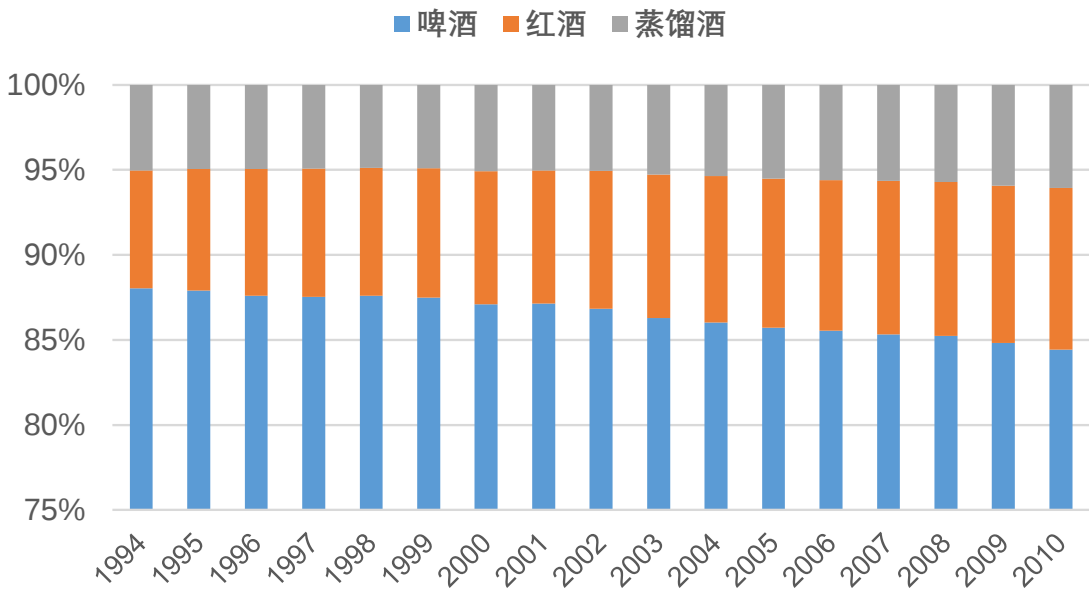
4.2 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

- **人均收入增加，消费开始升级。**1980年代里根当选后实施的减税、增加军费开支等一系列政策逆转了70年代的滞胀危机，美国经济又一次复苏。据美国经济分析局，美国人均GDP在1978年首次突破1万美元，并在之后加快增速，到1988年已突破2万美元，并在2010年达到约48000美元。家庭财富的积累使得人们已不满足于基本物质需求，同时由于鼓励自由市场及减税等政策，美国社会开始逐渐崇尚消费文化，消费升级兴起。
- **啤酒需求减少，酒类需求逐渐向其他酒类变化。**由于消费升级，人们对酒类的品质及种类需求越来越高以及多样化。据Brewers Almanac，人均啤酒消费的减少的部分原因是消费者对酒类的需求逐渐向红酒、蒸馏酒等其他酒类变化，啤酒的人均消费量从1981年的26加仑逐渐下降至2010年19加仑，同时红酒、蒸馏的需求占比逐渐上升。

1980-2010美国人均GDP及增速



啤酒需求逐渐转向其他酒类

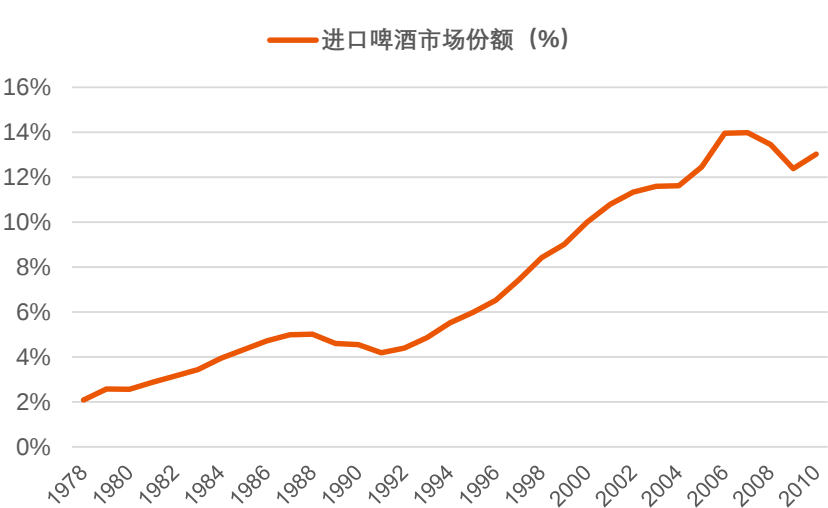


4.3 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

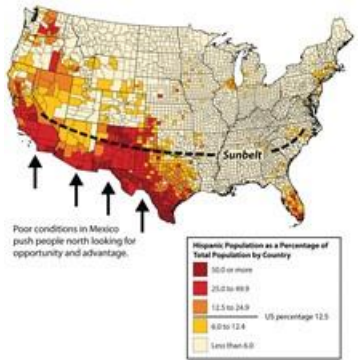
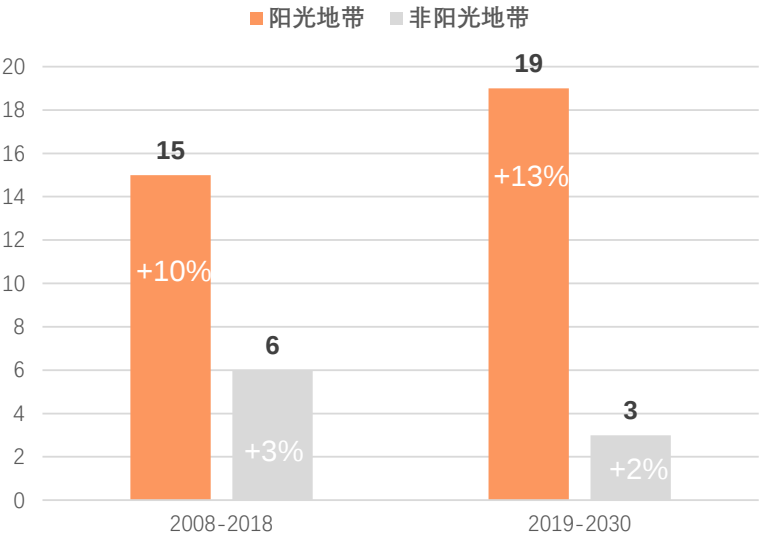
- **海外进口啤酒争夺市场份额。**在1970年代前，美国的啤酒市场几乎被本土啤酒品牌垄断，在1974年之前，进口啤酒的市场份额一直未及美国啤酒市场的1%。而进入1980年代，自由市场经济带来的经济复苏，让美国家庭财富重新积累，消费者也开始消费升级。在啤酒市场，消费者已不满足于国产啤酒，而更青睐于价格更高、品质更好的进口啤酒。进口啤酒逐渐开始抢占市场份额。据Brewers Association，到2010年，进口啤酒的市场份额已经达到了13%。
- **科罗娜异军突起成为进口啤酒第一品牌。**1979年科罗娜首次进入美国市场，随着1980年代开始，美国制造业从东北部“锈带”逐渐向南部“阳光地带”转移，拉丁美移民以及千禧一代向阳光地带发展。由于消费升级以及清爽的中南美口感，科罗娜虽然远高于市场平均价格的定价，却仍然受到消费者青睐。在90年代，科罗娜首度超越喜力成为美国进口啤酒第一品牌，墨西哥啤酒也在2000年首次超过荷兰成为美国第一啤酒进口国。

☉ 阳光地带是拉丁美裔主要居住地区

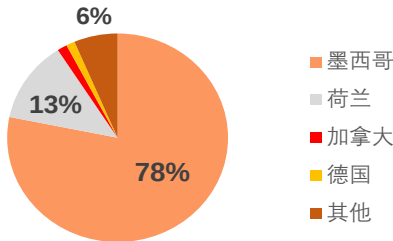
☉ 1978-2010美国进口啤酒市场份额



☉ 美国阳光地带与非阳光地带的人口增长数（百万人）



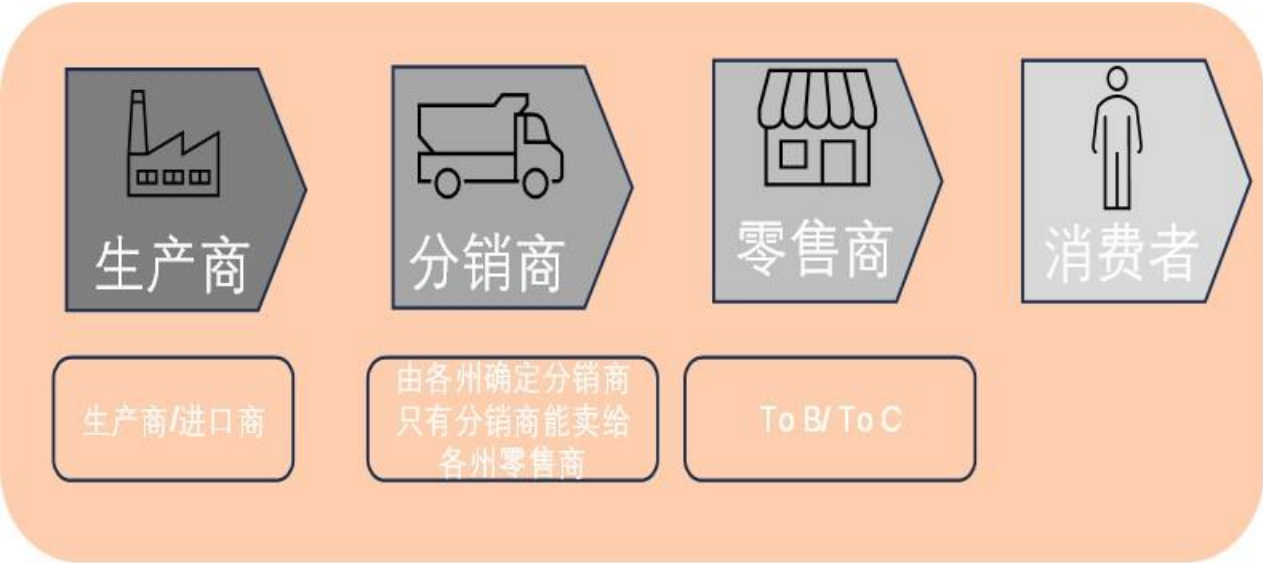
☉ 进口啤酒来源地市场份额 (%)



4.4 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

➤ **1978年法案通过，家酿啤酒市场兴起。**1978年卡特总统签署法案，允许家庭酿酒合法化。同时，由于美国的酒精饮料监管三级制度。既生产商/进口商只能出售给各州指定的分销商，再只能由分销商售卖给零售商的制度。并且由于各州的三层制度法律不同，部分州会对本州的销售分销系统保护，如犹他州和宾夕法尼亚州垄断了分销和零售层。这些各州不同的法律阻止大型啤酒厂与分销公司合作，保护了家庭酿酒与小型啤酒厂的销售渠道，同时一些家庭酿酒与小型啤酒厂通过自产自销给自己的酒馆、餐厅，绕过了三级制度，促进了家酿啤酒市场的兴起，也为后来的精酿啤酒市场的发展提供了基础。

美国酒精饮料监管三级制度



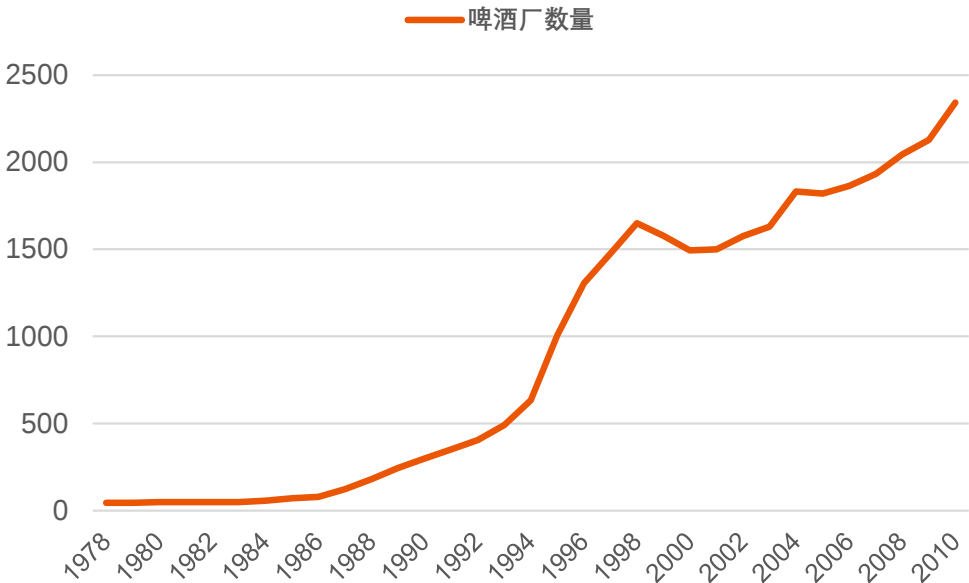
美国部分州对酒精饮料的监管制度

州	监管法律制度
犹他州	酒精浓度> 5.0+% 仅在州立商店出售。 低于5% 啤酒可在杂货店和便利店出售。
俄勒冈州	酒类在销售给消费者之前全部归属于州政府所有，并在私人酒类商店出售。 州立商店出售酒类，其中许多在高速公路休息区出售。
新罕布什尔	啤酒酒精度上限为 14%。
密西根州	在购买之前，州政府拥有酒类，分销商则为出售给零售商的酒类提供送货服务。
马萨诸塞	任何个人、合伙企业或公司在该州不得拥有超过 9 个To C销售许可证
堪萨斯	杂货店和便利店可以出售酒精含量不超过 6.0% 的啤酒。
特拉华	对于场外消费，只能在拥有To C许可证的酒类商店、酒吧或啤酒吧购买酒精。
亚利桑那	在任何拥有To C酒类许可证的商店销售任何类型的酒类都是合法的。
加州	相对不受限制：杂货店、便利店、加油站和仓库俱乐部出售啤酒、葡萄酒和烈酒。
纽约	酒类商店不出售啤酒；必须在超市和便利店出售。

4.5 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

- **精酿啤酒生产企业快速增长。**进入1980年代后，由于大型啤酒厂并购以及小型企业的退出，全国啤酒厂数量仅剩48家，这是自禁酒令结束以来最低。行业基本整合完成，大型啤酒公司开始互相整合并购。同时，为寻求继续发展，Anheuser-Busch等公司开始着眼海外市场，将产品分销海外。同时1978年的新法律允许家酿啤酒生产，精酿市场开始逐渐兴起，到2010年已达2300家，为未来精酿市场快速发展奠定基础。
- **国内啤酒市场呈寡头垄断，整合基本完成。**进入1980年代后，国内啤酒市场基本整合完成。大型企业之间开始互相吞并收购。1980年代，Stroh先后收购了Schaefer、Schlitz成为美国第三大啤酒厂，仅次于Anheuser-Busch和Miller。Heileman也收购Olympia和C. Schmidt来扩大产能。然而收购后他们业绩并未好转，却因为周转不足，最后分别被Pabst收购。

精酿啤酒推动啤酒企业数量快速增长



1981-2001年美国啤酒企业主要并购事件

时间	公司	主要并购事件
1981	Stroh	收购F. & M. Schaefer (1970年生产量第五)
1982	Stroh	收购Schlitz (1980年生产量第四)，成为美国第三大啤酒厂
1983	Heileman	收购Olympia (1980年生产量第八)
1985	Pabst	收购P. Ballantine (1960年生产量第六)
1987	Heileman	收购Christian Schmidt (1980年生产量第10)
1990	Pabst	收购Falstaff (1980生产量第9) 最后一个啤酒厂Fort Wayne，并获 得其品牌名称
1996	Stroh	1994年Heileman (1980年生产量第6) 被私募机构收购，1996年被卖 给Stroh
1999	Pabst和 Miller	Stroh (1980年生产量第7) 被Pabst和Miller收购，其中Pabst收购了 最多的品牌
2001	Miller	Pabst (1980年生产量第3) 的生产部分承包给Miller

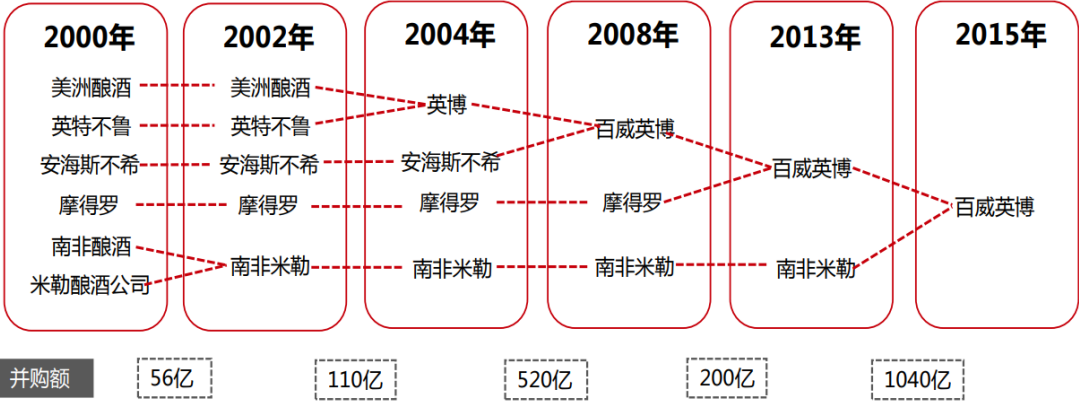
4.6 1980-2010:寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局

➤ **龙头企业继续海外扩张并购。**随着国内生产消费量到达瓶颈，同时海外啤酒开始占据市场，一些美国龙头企业开始寻求向海外市场发展扩张。1981年，Anheuser-Busch国际公司成立，开始着力国际业务，1995年通过收购了武汉中德啤酒落户中国。2002年Miller被南非SAB收购，合并成为SAB Miller。2005年Coors和加拿大Molson合并成立Molson Coors（摩森康胜），并于2008年和SAB Miller合资Miller Coors，负责美国业务。此后2008年，Anheuser-Busch被收购改名为百威英博。2013年，百威英博在收购墨西哥啤酒商Modelo后，由于反垄断，Constellation收购了Modelo的美国业务，其作为美国葡萄酒商开始进军啤酒市场。此后，2015年百威英博收购SAB Miller后，摩森康胜又收购原Miller Coors的剩余股份，成为美国第二大，全球第三大啤酒商。至此，美国的啤酒市场基本整合完成。

美国啤酒公司海外扩张并购事件

时间	公司	主要并购事件
1981	Anheuser-Busch	Anheuser-Busch国际公司成立
2002	Miller	SAB收购Miller啤酒公司，合并成为SAB Miller
2002	Coors	收购英格兰Bass Brewers, 并创立英国第二大啤酒Coors Brewers
2005	Coors	Molson和Coors合并，并收购加拿大Creemore Springs啤酒厂
2008	Molson Coors	和SAB Miller组建MillerCoors, 合并美国和波多黎各业务
2008	AB Inbev	Anheuser-Busch被比利时英博恶意收购成功，合并改名为AB Inbev
2013	AB Inbev	收购墨西哥啤酒品牌Corona的制造商Grupo Modelo
2013	Constellation	收购Grupo Modelo的美国业务
2015	AB Inbev	收购 SAB Miller业务
2015	Molson Coors	收购前SAB·Miller在Miller Coors的剩余股份

百威英博并购历史



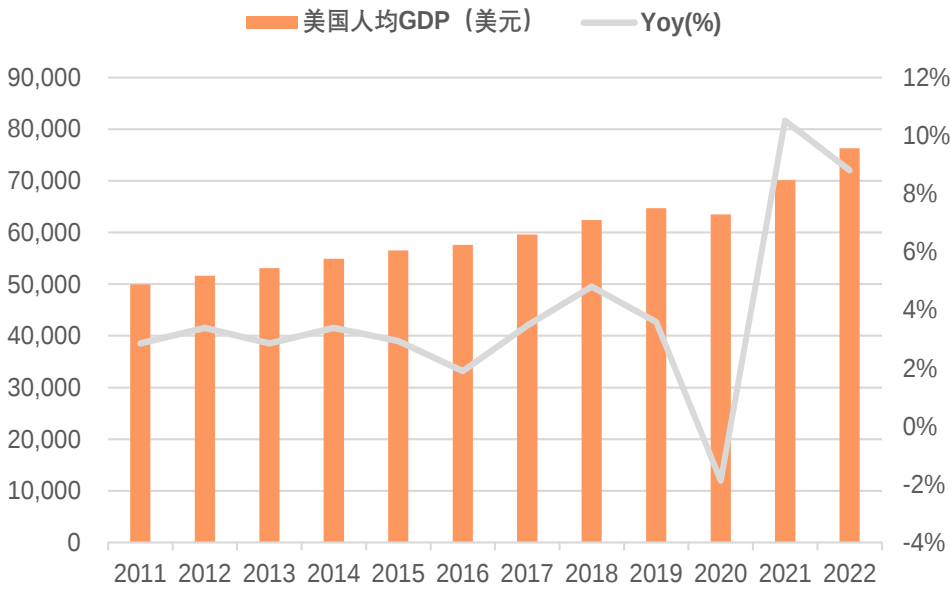
目录 CONTENTS

- ① 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- ② 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- ③ 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- ④ 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- ⑤ 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- ⑥ 投资建议及风险提示

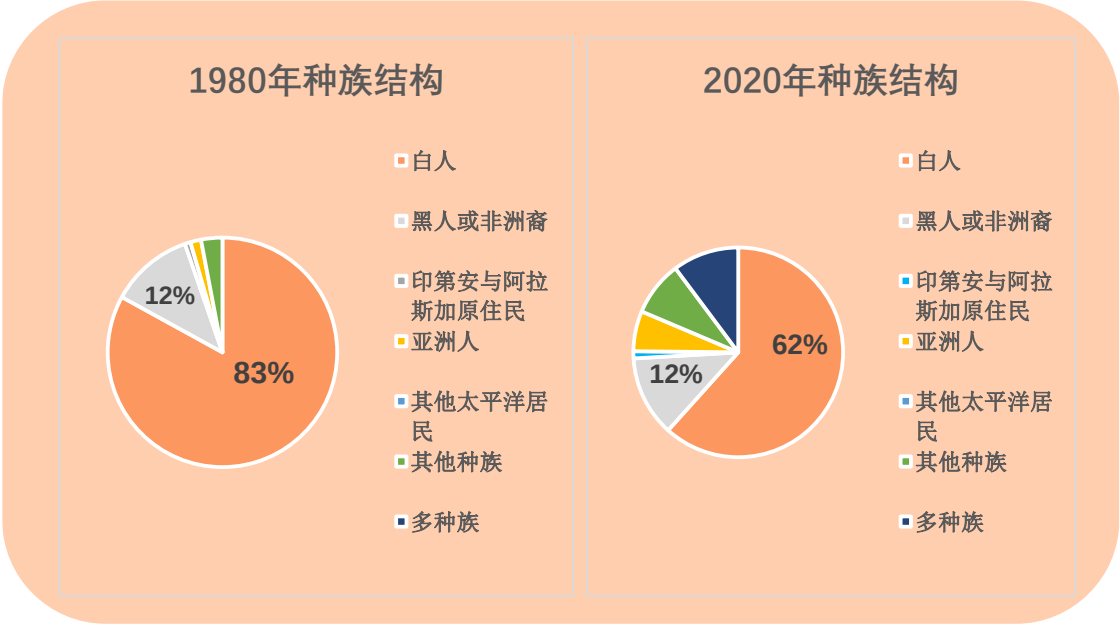
5.1 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- **经济稳定发展，消费持续升级。** 经历2009年金融危机后，美国经济仍稳步发展，人均GDP缓慢上升。据美国政府数据，自2012年人均GDP已超50000美元，到2020年虽经历疫情略有下降，但是21/22年迅速复苏，并突破70000美元。2011-2019年Yoy稳定每年2%-3%的增速当中，虽2020年因疫情影响有所影响，但2021年逐渐放开后又开始复苏，居民生活水平不断提高，也促使消费者的消费不断升级。
- **人种结构变化，消费习惯多元化。** 美国作为移民国家，在早期移民大多来自欧洲，以德国、爱尔兰后裔等为主。而目前随着全球化以及经济发展，更多不同种族的移民来到美国，如亚洲、太平洋居民以及其他多种族，目前美国白人比例已下降至62%，并在未来或将将继续下降。多人种的趋势也将使美国的消费习惯变得更加多元化。

● 人均GDP稳定上升



● 美国人种结构更加多元化



5.2 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- **目前美国啤酒主流价格带在1美元/350ML左右。**根据WISK的调查显示，2022年美国主要的本土畅销瓶装啤酒为Bud Light、Michelob Ultra、Miller Lite等，主要以淡啤为主。由于美国消费习惯以购买整装为主，他们的主要价格区间（以12瓶350ml整装为例）在7-12美元左右，如百威和摩森康胜的明星产品Bud Light和Miller Lite都定价为10.98美元。
- **高端市场成未来发展趋势。**虽然目前低端啤酒仍是主要销售产品，但是产品高端化趋势已不可忽视。进口啤酒主要价格区间在14-16美元之间，而精酿高端啤酒和硬苏打水的价格普遍在17-21美元之间。根据WISK的调查显示，瓶装啤酒中Corona Extra、Heineken等进口啤酒已经在销售榜单中占据前六。根据NIQ的数据显示，进口啤酒Modelo在2023年6月连续两月超越Bud Light成为最畅销啤酒，而在罐装啤酒榜单中，除了进口啤酒、精酿啤酒外还有硬苏打水在销售榜单中。因此，大型啤酒公司也开始着力高端啤酒市场，如摩森康胜的Blue Moon在高端啤酒市场也有较好成绩。

● 低端及高端啤酒市场价格

低端	容量	数量	价格（美元）
Budlight	350ml	12	10.98
Michelob Ultra	350ml	12	12.27
Budweiser	350ml	12	10.98
Miller Lite	350ml	12	10.98
Coors Light	350ml	12	10.98

高端	容量	数量	价格（美元）
Blue Moon	350ml	12	18.98
Little Things	350ml	12	18.73
FireStone Walker	350ml	12	16.98
Truly（硬苏打水）	350ml	12	18.98
White Claw（硬苏打水）	350ml	12	17.48

数据来源：2023.7.26沃尔玛，加州

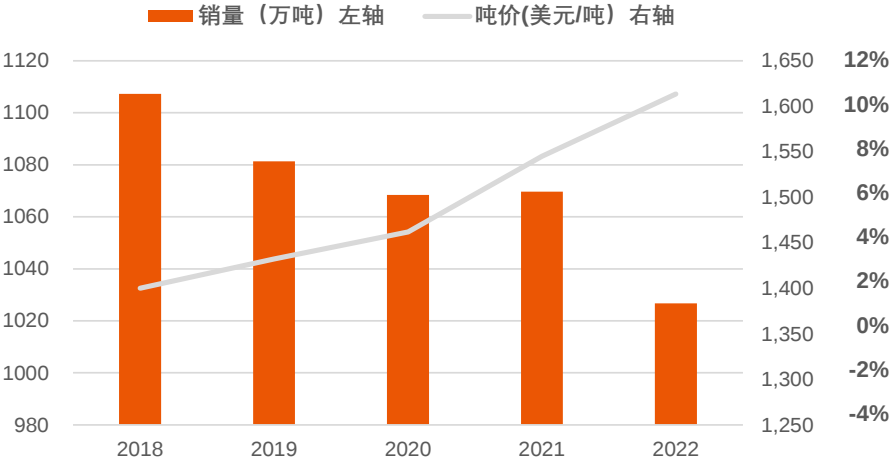
● 2022年美国瓶装及罐装啤酒销售榜单



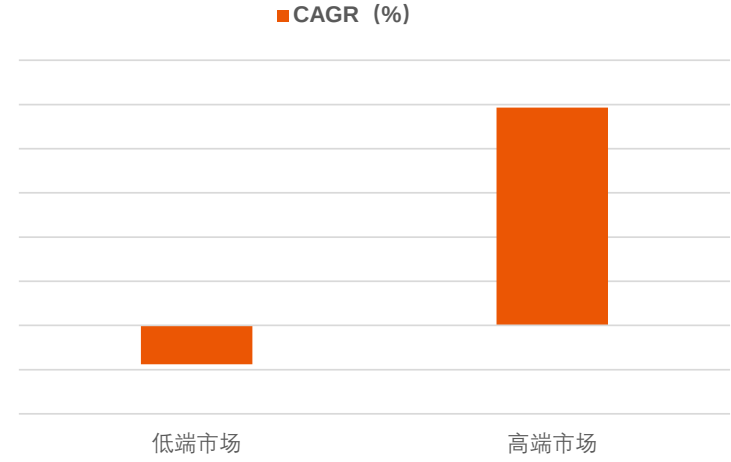
5.3 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

➤ **大型啤酒企业着力于啤酒高端化。**随着人均啤酒的消费量逐渐下降以及进口啤酒和消费升级的影响，大型啤酒企业致力于推动啤酒高端化。以百威在北美区的销量及吨价为例，百威2018年销售1107万吨啤酒，而到2022年下降至1027万吨，但其吨价则从1400美元/吨上升至1613美元/吨，2021年吨价Yoy更是一度达5.68%，大型啤酒企业高端化策略是吨价大幅上涨的主要原因。据Constellation Brands，在2010年低端啤酒市场仍占71%的市场份额，而到了2022年低端啤酒市场仅占40%，取而代之的是高端啤酒市场的崛起，从2010年仅占29%的市场份额，到2019年首次超过低端啤酒市场份额，到目前已占60%的份额。同时，高端市场的CAGR在2019-2023年达到了9%。因此，随着消费升级以及高端啤酒市场发展的巨大潜力，未来大型啤酒企业将继续高端化。

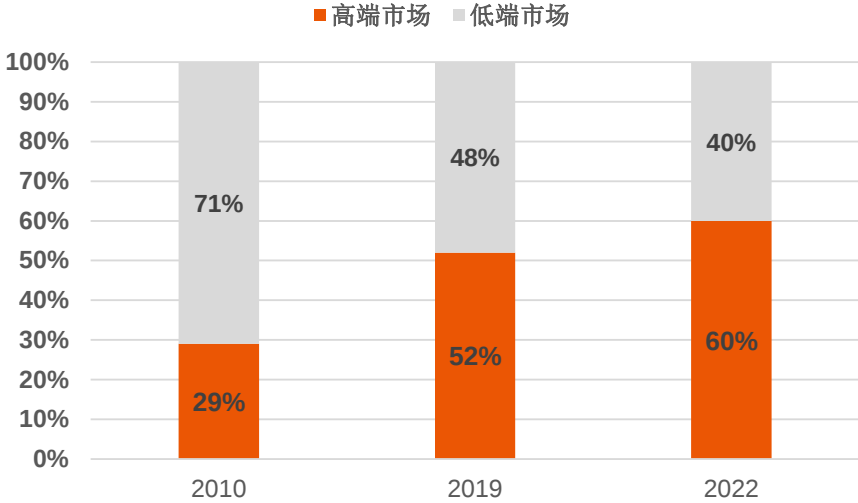
2018-2022百威英博北美地区销量及吨价



2019-2023啤酒市场销售CAGR (%)



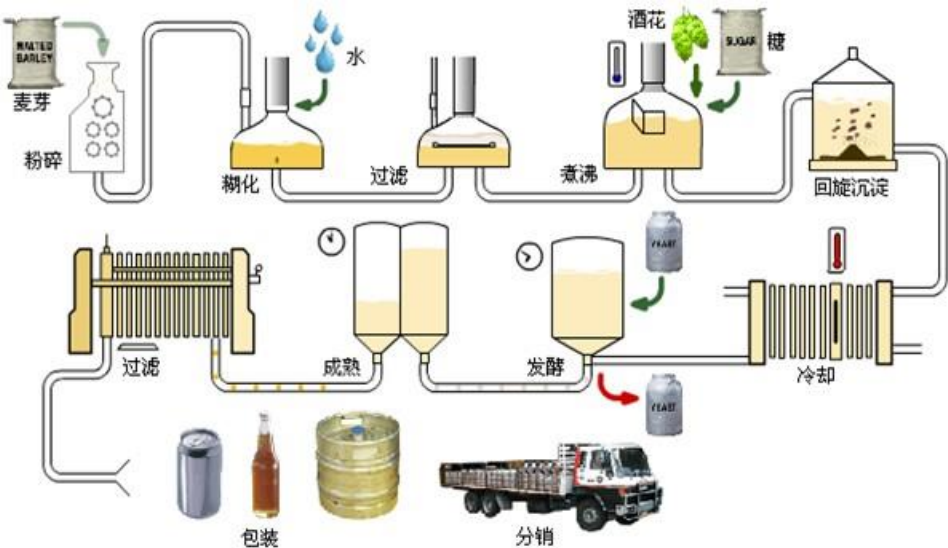
高端啤酒市场份额不断增长



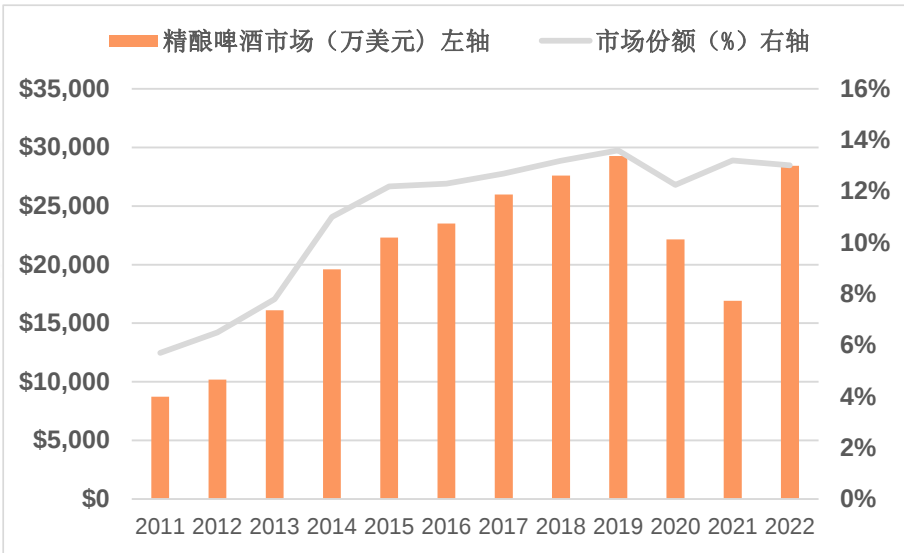
5.4 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- **原材料变革引领啤酒市场发展。**啤酒花（Hops）作为啤酒制作工艺中的必备材料，用于在麦芽煮沸的过程中加入。其主要用作提供啤酒的苦味、防腐的作用，并且主要用于提供啤酒香味。自20世纪，一些机构便开始研发啤酒花品种来丰富风味。在2008年，商用啤酒花Citra首次推出，不同于原先的单一柠檬苦味，Citra的柑橘、柠檬柚等热带水果风味能够丰富啤酒的风味。许多小型啤酒厂纷纷通过新的啤酒花酿造不同口味以及不同种类的啤酒，如IPA、比利时白啤酒、艾尔等，目前已有75种不同啤酒记录在案。精酿啤酒市场因此开始爆发式发展。
- **精酿市场不容小觑。**据NBWA，2011年起精酿啤酒市场得到快速发展，从2011年的87亿美元市场总额，到2022年的280亿美元市场总额，虽中间因为疫情原因有所下降，但是市场迅速恢复了其活力，精酿市场的爆发也同样扩展了其市场份额，从2011年的5.7%到2022年占市场总额的13%。如1984年才成立的波士顿啤酒公司（Boston Beer Company），专注于精酿啤酒、苹果酒、硬苏打水等高端啤酒市场，目前已成为2021年美国第四大啤酒公司，占市场份额的4%。其快速发展证明了精酿啤酒市场的未来发展前景。

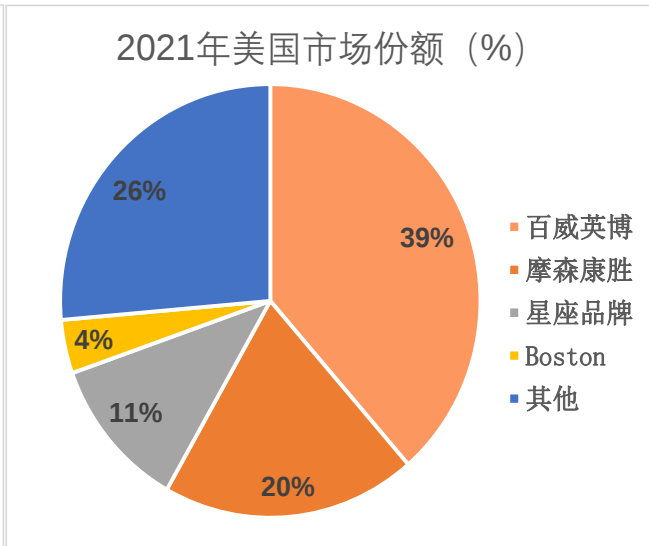
啤酒制造流程



精酿啤酒市场份额



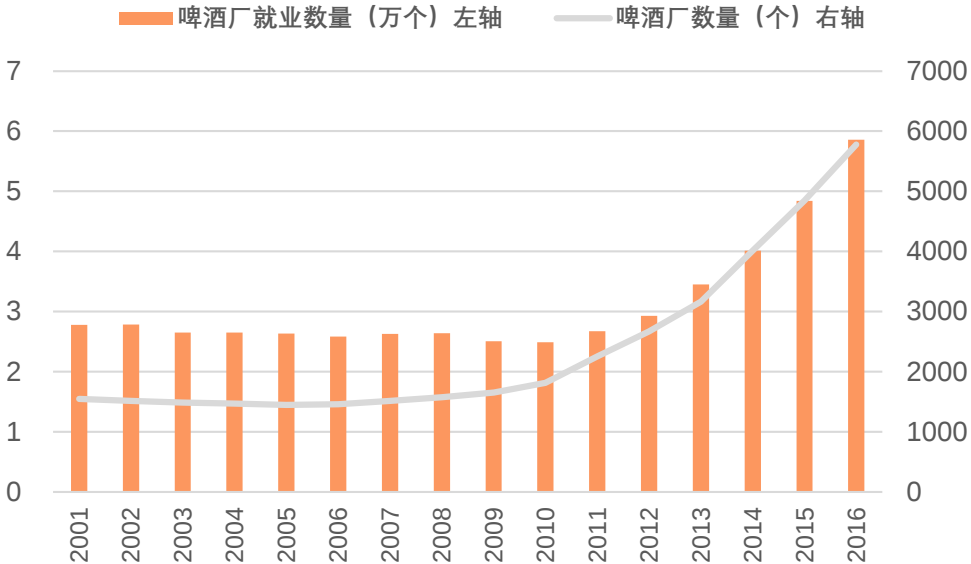
波士顿啤酒公司市场份额



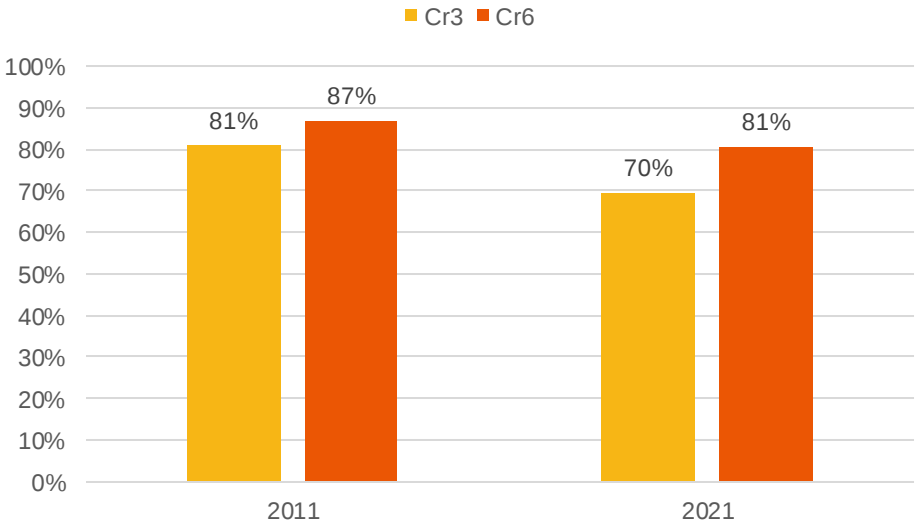
5.5 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- **2010年初美国啤酒厂数量井喷式发展。**据Brewers Association，2001年后美国国内啤酒厂度过了一段稳定发展期，在2001-2010年啤酒厂数量稳定在约1500家，并且就业岗位保持在约2.5万人。而在2010年后，美国的啤酒行业如井喷般发展，从2010年初的1813家发展到2022年底约9700家，增长435%。而就业岗位也增长至2016年的约5.86万人。美国本土啤酒行业的蓬勃发展主要来自于精酿啤酒细分市场的迅速增长。
- **大型啤酒企业市场份额逐渐减少。**随着精酿以及进口啤酒市场的蓬勃发展，美国大型啤酒企业的市场份额逐渐减少。如百威英博、摩森康胜的市场份大幅下降，2011年Cr3为81%，而到2021年Cr3已经下降到70%。这是因为精酿市场的发展促进了品牌多元化，并且消费者的消费习惯也更加多元从原本以成本较低的淡啤逐渐转向更多其他类型的啤酒。因此，美国啤酒市场由原先的寡头垄断逐渐转向多元竞争的趋势。

2001-2016美国啤酒厂数量及就业数量



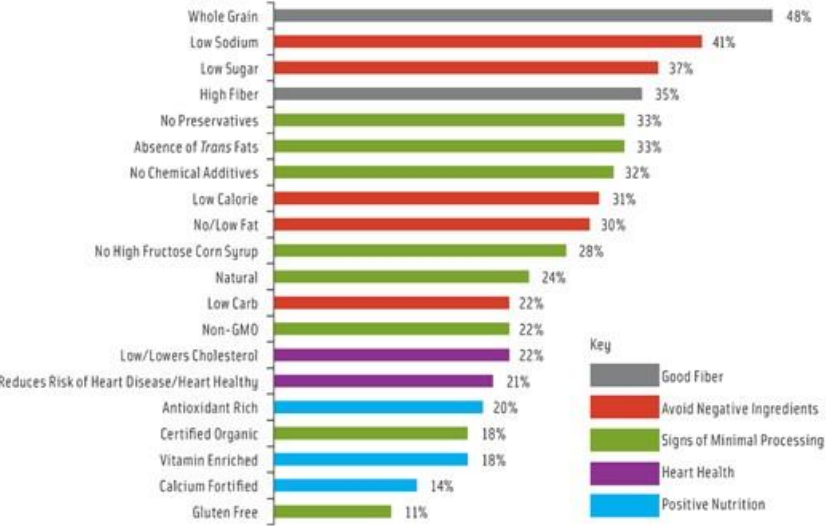
2011与2022年美国啤酒市场集中度



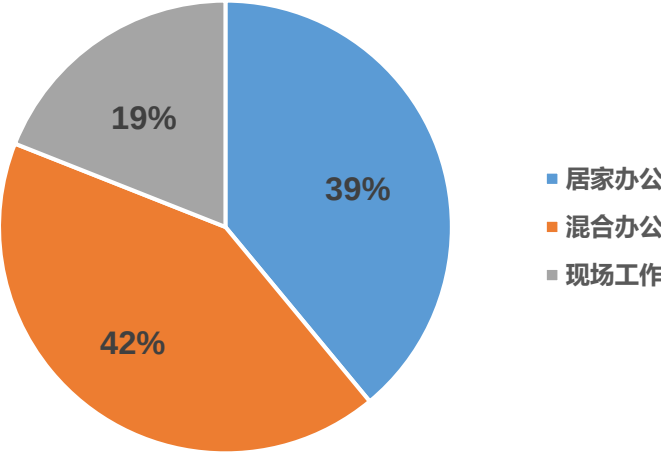
5.6 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- **饮食习惯健康化。**根据美国新闻2022年的调查显示，疫情后78%的人认为自己已经是健康饮食者。这说明健康饮食也成为了目前主流饮食趋势。同时，根据德勤的报告显示，目前美国的健康饮食习惯主要倾向于高纤维、预防有害成分、纯天然、预防心脏疾病以及高营养等关键词。而其中全麦、少钠少糖、无防腐剂、无反式脂肪等为主的饮食选择。随着对健康饮食的注重，消费者对酒精饮料产品也将越来越注重健康化。
- **疫情后办公场景发生变化。**自从新冠疫情后，为保证工作进行顺利，许多公司允许居家办公和混合办公模式（线上和线下灵活办公）。而在疫情结束后，许多公司继续保留了混合办公制。根据盖普调查显示，2022年42%的员工采用混合办公，24%的员工线上办公，完全线下办公仅占23%，并且未来将开放更多混合办公工作机会，预计未来将有59%的员工采用混合办公制。办公场景发生变化势必带来消费场所以及消费习惯的变化，消费者将更青睐于在家做饭以及家庭周边的小餐馆就餐。同时，消费者也将更青睐于社区周围的市场购物，这也将改变未来零售模式。

美国主要健康饮食习惯倾向



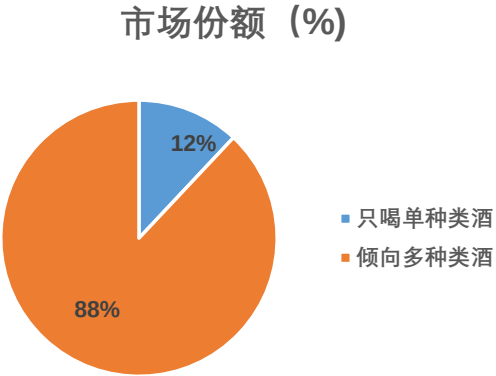
2022年混合（居家+现场）办公为主要方式



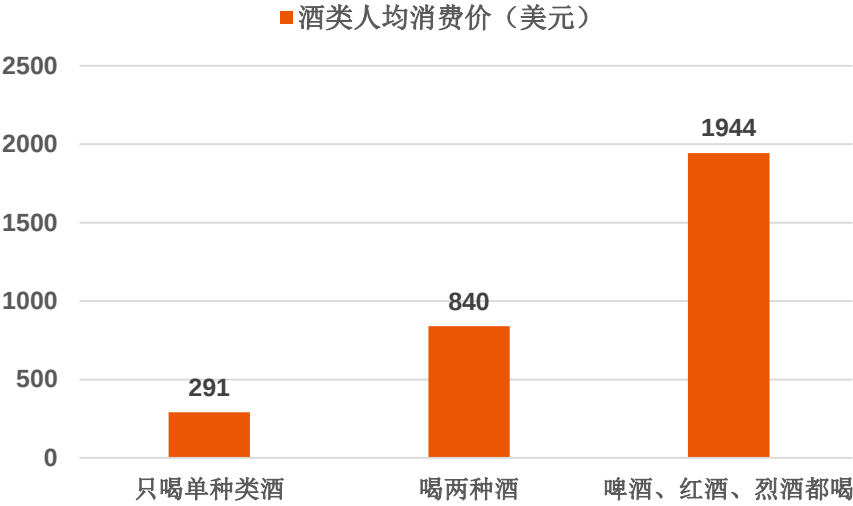
5.7 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势

- 酒类消费者将更倾向于多种类酒类消费。随着消费习惯的变化，酒类消费也越加多元化，消费者不再局限于单一类别酒如啤酒、红酒、烈酒，更多的消费者将倾向于多类别的酒类消费。根据IRI的调查显示，88%的人倾向于多类别酒消费，这也导致人均酒类消费水平的提高。单类别酒的消费者2022年平均消费291美元，而三种酒类都喝的消费者平均消费达1944美元，这体现了未来酒类市场将更加多元化和横向发展。
- 星座品牌作为传统的美国红酒公司，一直致力于高端红酒品牌的发展，在1993年宣布扩展其业务至啤酒与烈酒后，在2013年收购了墨西哥啤酒企业Modelo的美国业务，旗下拥有著名品牌Corona，一跃成为美国第三大啤酒商。并且在之后继续高端化发展，收购精酿品牌Funky Buddha，并继续开拓硬苏打水、精酿啤酒等细分赛道。

目前消费者更倾向于多种类饮酒



2023年酒类人均消费价格



星座品牌近五年收盘价 (美元)



目录 CONTENTS

- ① 1850-1920：行业萌芽，移民潮及工业城市化推动行业初步发展
- ② 1920-1933：禁酒令倒逼行业洗牌，为后期寡头垄断提供条件
- ③ 1933-1980：行业重启，大型企业跑马圈地推动行业规模化
- ④ 1980-2010：寡头垄断基本形成，行业进入存量竞争格局
- ⑤ 2010至今：消费升级，啤酒市场呈现多元化、高端化趋势
- ⑥ 投资建议及风险提示

6.1 投资建议

➤ 投资建议：

美国啤酒发展的百年历史中，经历了起起伏伏，行业从高度分散-集中度提升-多元化发展，不同阶段行业发展的主逻辑不断更迭，但居民对美好生活的向往、对高质量商品的追求是不变的主题。复盘美国啤酒行业发展历程，清晰地看到行业发展的现状：

- (1) 美国啤酒市场经历大型公司圈地跑马后，行业整合完成，也形成了辐射全球的啤酒巨头。
- (2) 美国居民消费习惯更倾向于多种类酒类消费以及健康化饮食，啤酒在酒类的市占率逐渐下降，红酒、烈酒的份额不断提升。
- (3) 伴随着消费升级，啤酒消费呈现高端化、多元化，啤酒吨价持续提升，同时精酿、无醇、低醇等不同品类的啤酒陆续出现且抢占一定的市场份额。

映射到我国啤酒市场，消费升级的主逻辑仍然不变。对现阶段啤酒企业而言，降本增效，加速构架中高端啤酒产品为主的产品线，推动利润率提升仍是主要目标。但同时，产品老化问题、消费者对新鲜事物的追求也需要厂商不断推陈出新，以满足各类消费者的需求。可借鉴美国啤酒公司两大发展路径：一、波士顿啤酒公司等，专注于创新新种类啤酒的小而美；二、星座品牌等，打造啤酒、红酒、烈酒多种类酒品牌消费的公司，以满足消费者对产品横向扩张、纵向多元化的需求。

啤酒行业观点：量价齐升，全年维持高景气。随着消费场景恢复，加上高温旺季来临以及基数效应，我们预计啤酒行业全年有望维持高景气，同时今年成本端预计持续下行，行业盈利能力有望得到改善。中长期在消费升级背景下，啤酒高端化趋势仍将延续，看好板块性机会，推荐重庆啤酒、燕京啤酒，建议关注青岛啤酒。

6.2 重点公司估值

证券代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元）			PE(倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600600.SH	青岛啤酒	96.45	2.72	3.27	3.85	35.5	29.5	25.1	/
600132.SH	重庆啤酒	91.27	2.61	3.35	3.88	34.9	27.3	23.5	推荐
000729.SZ	燕京啤酒	11.21	0.12	0.21	0.30	89.7	53.9	37.8	推荐

6.3 风险提示

➤ 风险提示：

- 1) 宏观经济波动影响：白酒等子行业受宏观经济影响较大，如果宏观经济下行对行业需求有较大影响；
- 2) 食品安全问题：食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 3) 原材料波动影响：啤酒行业一般将原材料计入营业成本，以国内龙头青岛啤酒为例，2022年毛利率为36.85%，如果原材料价格上涨，则会导致行业毛利率向下压力较大；
- 4) 行业竞争加剧风险：竞争格局恶化会一定影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

股票投资评级：

- 强烈推荐 （预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐 （预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性 （预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避 （预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市 （预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性 （预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市 （预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。