

啤酒行业深度报告

空间充足韧性强，高端化步履稳健

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

薛涵

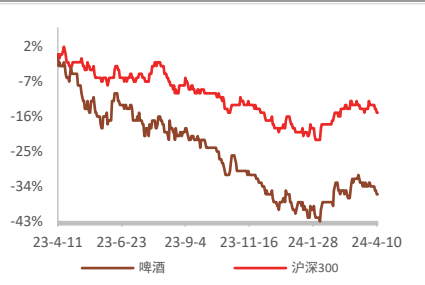
登记编号：S1220523060005

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	10
总股本(亿股)	240.67
销售收入(亿元)	1,268.85
利润总额(亿元)	224.36
行业平均 PE	9.58
平均股价(元)	28.05

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

市场对于啤酒高端化预期悲观，板块估值当前已降至历史低位。自2018年起，啤酒行业全面进入高端化新阶段，各酒企在降本增效三板斧：增效-高端化，降本-关闭低效工厂&裁员+激励优化的清晰路径下，毛利率、盈利能力持续提升。啤酒板块23年4月以来估值持续下探，截至2024年4月8日，啤酒板块相对2023年年初累计跌幅达28.7%。我们认为，主要系：外部经济环境压力下，市场对于啤酒消费升级的担忧提升（伴随23年极端天气、需求较弱等因素影响）。

我们对美日啤酒市场进行了复盘，旨在解决两个问题：1）美日啤酒行业整体高端化发展历程；2）外部经济压力下美日啤酒行业表现

我们发现，1）美日啤酒行业均经历吨价高速提升期，持续时间长。美日吨价快速提升阶段分别持续时间20/10年，对应区间CAGR分别为5.3%/6.8%。后续发展存在分化：日本市场：而后啤酒价格涨幅放缓，2000年后受通缩影响价格小幅回落，但渠道之间表现存在分化，外食啤酒价格仍有小幅上涨；美国市场韧性更强，进入成熟期后仍在第二轮结构升级下，吨价持续提升（1993-2023年CAGR达2.1%）；2）外部经济压力下，美日啤酒高端化仍均展现出韧性。美国表现优于日本（百威08-12年吨价提升CAGR 3.7%，幅度高于CPI），我们认为，二者供给端存在较大差异，美国龙头高端化战略定力强，高速增长期，通过“加速创新+高举高打”打造高端品牌，实现集中度进一步提升，外部经济环境压力下，仍能通过“调整价格+推广高端新品”等方式，推动结构升级。反观日本，高端啤酒市场当前仍定位于利基市场，主要参与者为“三得利+札幌”，龙一&龙二“朝日+麒麟”推广力度不足。但在三得利推广下，高端啤酒占日本传统啤酒市场比重仍从2003年的3.5%提升至2017年的15.2%。

我们认为，当前中国高端化空间仍充足、确定性强；龙头具备高端化战略定力，有望展现强韧性。从当前发展阶段看，我国啤酒行业高端化程度（产品结构+吨价）与发达市场仍有差距，且考虑到我国即饮渠道占比高+当前各价格带之间价差较大的因素，未来升级空间应更加充足。我们认为，我国供给端和美国类似，龙头酒企在高端化+盈利诉求上达成了共识，高端化新周期下，1）成本压力下，直接提价力度更大，效果更明显，补贴力度降低；2）应对“产品+渠道+区域”端的高端化竞争新要求，龙头酒企在产品端“通过创新+引入外资”等方式，已搭建起多元化产品矩阵，并形成各自主力大单品；在渠道端，重视大客户建设和服务，以及终端制高点的抢占；在区域端发力拓展高端化高地市场以及在各自优势市场持续引领结构升级。因此，我们认为，中国啤酒行业结构升级有望展现较强的韧性。

投资建议：高端化空间仍充足、确定性强，当前估值处于历史低位，迎来价值布局机会。23年至今受“外部经济压力下消费升级减速”的影响，市场对啤酒中长期高端化趋势表示担忧，当前板块估值处于历史低位。我国啤酒结构升级空间仍充足确定性强，同时啤酒行业龙头已达成“高端化高质量发展+盈利诉求”的共识，在“产品+渠道+区域”端持续推动啤酒行业升级的举措下，我们认为我国啤酒行业高端化具备韧性，有望在外部经济环境承压下，延续升级趋势。叠加24年大麦成本红利兑现的 β 。我们认

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

为，当下龙头估值回落至近五年低位，具备价值布局机会，建议关注具备“ α 大单品喜力+强渠道掌控力”的华润啤酒；“基地市场把控力强，非基地市场提速明显”的青岛啤酒；“改革进程加速，盈利持续兑现的”燕京啤酒；“持续渠道改革，品牌矩阵特色突出”的重庆啤酒；“品牌+渠道”优势凸显的百威亚太。

风险提示：市场竞争加剧，原材料价格上涨、高端化不及预期等

正文目录

1 啤酒行业：高端化路径清晰，经营效率持续提升	7
1.1 啤酒行业历程复盘：高端化新阶段，经营效率持续提升	7
1.2 各酒企盈利能力提升路径复盘：路径明晰，效果显著	8
2 海外对比看行业：中国高端化空间充足，确定性强	11
2.1 日本-酒税政策主导+经济低迷影响下，市场升降级并存	12
2.2 美国-两轮结构升级，吨价展现强韧性	20
2.3 中国-高端化进程具备确定性，空间仍充足	23
3 新周期下，龙头具备高端化定力	29
3.1 直接提价：成本压力是提价原动力，高端化逻辑下，提价效果更优	29
3.2 结构升级：供给端“产品+渠道+区域”三维发力持续引领结构升级	33
3.2.1 产品端：各家逐步补齐高端产品短板，搭建产品矩阵	33
3.2.2 渠道端：渠道仍是高端化竞争关键要素，渠道改革进程持续推动	35
3.2.3 区域端：各区域发展成熟度差异较大，升级区域特征明显	37
4 当前情况&展望：估值已具备性价比，价值布局机会凸显	39
5 投资建议	42
6 风险提示	43

图表目录

图表 1: 啤酒行业发展历程复盘-量价拆分 (量: 万吨; 价: 元/吨)	7
图表 2: 啤酒行业发展历程复盘-盈利能力变动	8
图表 3: 主要企业关厂情况 (家)	8
图表 4: 主要企业人员变动情况	8
图表 5: 主要公司人均薪酬对比 (万元/人)	9
图表 7: 主要啤酒公司中高端产品推出时间线	9
图表 8: 啤酒行业主要公司净利率变动情况对比 (%)	10
图表 9: 2017-2022 年啤酒行业主要公司 ROE 变动情况	10
图表 10: 各酒企盈利能力提升路径复盘 (%、元/吨)	11
图表 11: 22 年国内酒企与百威英博 EBIT Margin (%)	11
图表 12: 22 年国内酒企与百威英博毛利率 (%)	11
图表 13: 海外对比部分核心内容	12
图表 15: 1950-1993 年日本啤酒行业竞争格局变化 (%)	13
图表 16: 1964-1993 年日本啤酒行业新品数量	13
图表 17: 日本啤酒酿造厂数量 (个)	14
图表 19: 麒麟啤酒&朝日啤酒规模比较 (亿日元)	14
图表 20: 麒麟&朝日营业利润率比较 (%)	14
图表 21: 1948-2021 年日本啤酒结构变迁 (千 KL)	15
图表 23: 啤酒税收变化 (千日元/千升)	15
图表 25: 日本各类型啤酒销售渠道分布 (%)	16
图表 26: 朝日 superdry 大单品销量及占传统啤酒销量比 (万箱, %)	16
图表 27: 朝日传统啤酒销售均价变动 (日元/箱)	16
图表 28: Asahi Breweries 毛利率/促销及广告费用率/经营利润率变动情况 (%)	17
图表 29: Asahi Breweries 营业利润变动拆分 (十亿日元)	17
图表 30: 主要国家啤酒税对比 (日元/350ml)	17
图表 31: 优质啤酒与传统啤酒价格对比 (日元/350ml) -便利店渠道	17
图表 32: 2013-2017E 日本高端啤酒市场份额变化 (%)	18
图表 33: 三得利 The premium Malt's 销售情况 (万箱)	18
图表 34: 惠比寿啤酒销量变化 (万箱)	18
图表 35: 在家饮用高端啤酒的时刻分布	19
图表 36: 高端啤酒在啤酒礼赠市场中占比	19
图表 37: 日本啤酒市场格局 (含发泡酒及第三类啤酒)	20
图表 38: 日本高端啤酒市场格局变动 (%)	20
图表 39: 美国啤酒行业结构升级情况 (%)	20
图表 40: 淡啤品类销量情况 (万桶)	20
图表 41: 龙头酒企营销投放情况 (美元/桶)	21
图表 42: 美国啤酒行业竞争格局变化 (%) -国内市占率	21
图表 43: 美国啤酒行业吨价变动情况	21
图表 44: 高端/流行价格带啤酒价格 (美元/12 盎司, 6 罐装)	22
图表 45: 百威英博结构变化 (%)	22
图表 46: Anheuser-Busch 毛利率/净利率/费用率变动情况	22
图表 47: 主要啤酒公司均价变动情况 (美元/桶)	22
图表 48: 07-11 年美国啤酒行业表现情况 (%)	23
图表 49: 百威英博北美区域表现情况 (美元/吨, %)	23
图表 50: 百威英博美国产品结构变动情况 (%)	23

图表 51: 百威英博美国出厂价格变动与 CPI 比较.....	23
图表 52: 百威英博折扣幅度持续下降	23
图表 53: Stella Artois 美国销量变动情况	23
图表 54: 2022 年各国即饮渠道销量占比 (%)	24
图表 55: 美国即饮/非即饮渠道啤酒价格指数变动.....	24
图表 56: 主要市场即饮/非即饮渠道吨均零售价对比 (美元/升)	24
图表 57: 主要市场全渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)	24
图表 58: 主要市场非即饮渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)	25
图表 59: 主要市场即饮渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)	25
图表 60: 2022 年各国啤酒零售吨价 (美元/升)	25
图表 61: 2022 年各国拉格结构情况 (%)	25
图表 62: 啤酒吨均价空间测算-对标美国日本 (吨价法)	26
图表 63: 浙江/福建人均 GDP 及高端化渗透率 (万元,%)	26
图表 64: 不同人均 GDP 对应啤酒高端化渗透率假设 (%)	26
图表 65: 高端产品理想渗透率测算 (万元, 万吨)	27
图表 66: 中国啤酒销量结构预测 (%)	28
图表 67: 美国 2017/2013 年啤酒销量结构 (%)	28
图表 68: 百威中国不同档次产品利润贡献.....	28
图表 69: 到达美国 2013 年产品结构对应吨价 CAGR 敏感性测算.....	29
图表 70: 2022 年青岛啤酒成本结构 (%)	29
图表 71: 青岛啤酒麦芽/包材成本占比.....	29
图表 72: 啤酒主要原材料成本变动情况.....	30
图表 73: 四轮啤酒大规模提价周期梳理.....	31
图表 74: 几轮成本上涨周期吨均价/吨成本变动幅度对比.....	32
图表 75: 17-18/21-22 周期中不同档次产品吨价变动情况	32
图表 76: 几轮成本上涨周期销售费用率/毛销差变动幅度对比 (pct)	33
图表 77: 美国高端价格带各品牌竞争格局-销量 (%)	33
图表 78: 美国中档价格带各品牌竞争格局-销量 (%)	33
图表 79: 韩国高端价格带各品牌竞争格局-销量 (%)	34
图表 80: 韩国中档价格带各品牌竞争格局-销量 (%)	34
图表 81: 美/韩高档啤酒价格带进口品牌销量占比.....	34
图表 82: 啤酒品牌各价格带布局	35
图表 83: 啤酒行业各渠道特征	36
图表 84: 百威各渠道收入贡献情况 (%)	36
图表 85: 大客户在高端化发展中作用重大 (%) -Top200 客户贡献	36
图表 86: 主要公司经销商情况对比 (万人民币/吨/家)	37
图表 87: 百威经销商分级架构及核心经销商数量变动.....	37
图表 88: 主要公司销售人员数量及人均负责经销商情况对比 (人、家/人)	37
图表 89: 各主要啤酒企业大客户渠道策略.....	37
图表 90: 五大啤酒市占率竞争格局	38
图表 91: 福建省啤酒销量结构	38
图表 92: 浙江省啤酒销量结构	38
图表 93: 重庆啤酒“大城市计划”覆盖城市数	39
图表 94: 百威/超高端分销地级市数量.....	39
图表 95: 燕京啤酒华北区域收入及增速变动情况 (亿元, %)	39
图表 96: 青岛啤酒一纵两横市场建设战略.....	39
图表 97: 2023 年年初至今啤酒板块及主要公司累计收益率.....	40

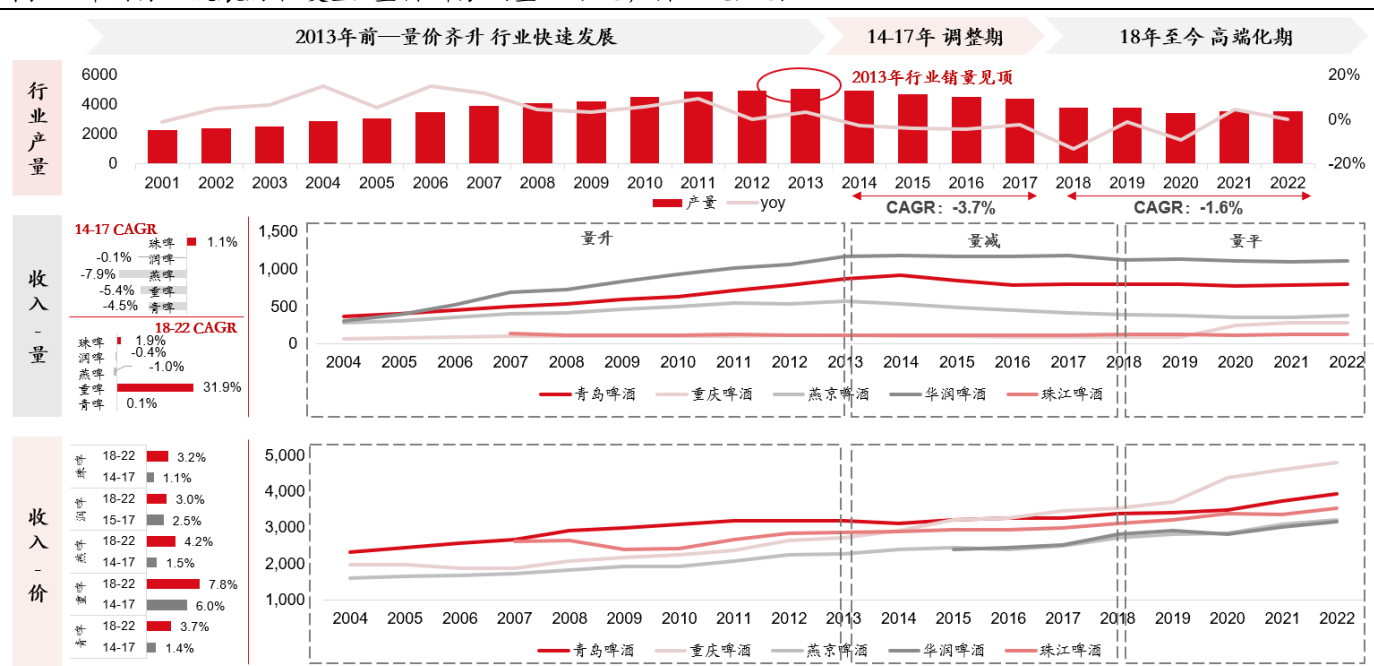
图表 98: 主要啤酒公司近五年估值水平 (PE-TTM)	40
图表 99: 啤酒月度产量情况 (万吨, %)	40
图表 100: 23 年主要啤酒公司吨价/毛利率同比变化情况 (% , pct)	41
图表 101: 23 年主要啤酒公司分结构销量/销售额同比	41
图表 102: 啤酒行业主要原材料价格同比变动情况.....	42
图表 103: 大麦成本下行对毛利率影响的敏感性测算 (pcts)	42

1 啤酒行业：高端化路径清晰，经营效率持续提升

1.1 啤酒行业历程复盘：高端化新阶段，经营效率持续提升

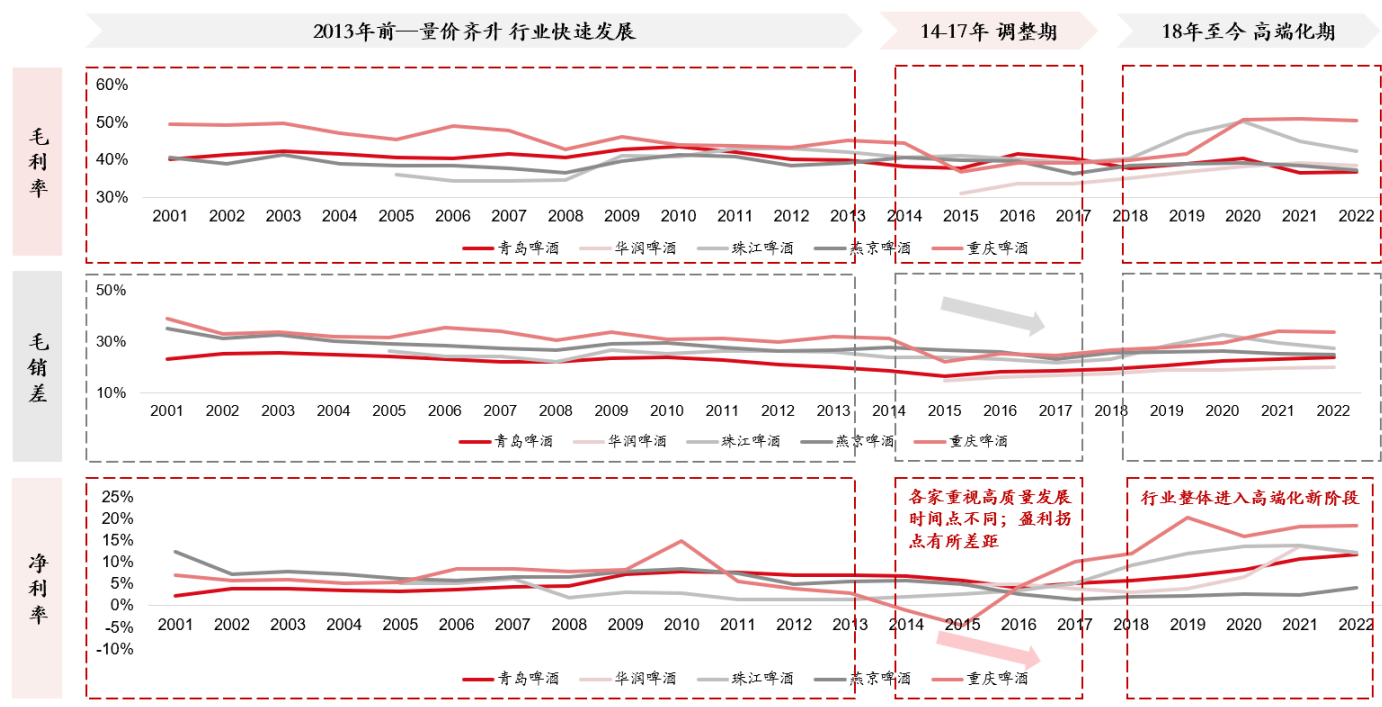
当前啤酒行业处于量平价升的高端化阶段。啤酒行业销量于 2013 年见顶回落。2014-2017 年，销量见顶后，行业经历调整期。前期各酒企在惯性下仍粗放式竞争，以牺牲利润低价竞争方式抢占份额，体现在报表端为费投提升及盈利能力下滑。2015 年，青啤/润啤/珠啤/燕啤/重啤净利率分别降至 5.8%/4.8%/2.8%/5.0%/-4.6%。后期各酒企陆续意识到高质量发展的重要性，先后开启高端化改革，迎来盈利能力拐点。17 年底，在竞争格局趋于稳定，叠加外部成本压力下，行业集体提价，达成高端化高质量发展的共识。2018 年后，行业全面进入高端化新阶段，龙头酒企加码高端产品布局和推广，同时持续关厂裁员，提升经营效率。

图表1:啤酒行业发展历程复盘-量价拆分(量:万吨;价:元/吨)



资料来源: , 方正证券研究所

图表2:啤酒行业发展历程复盘-盈利能力变动



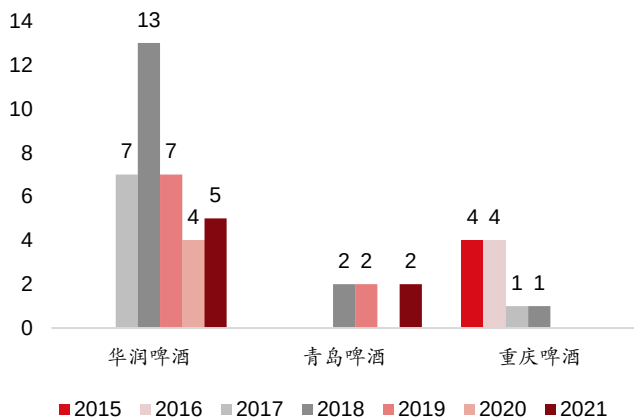
资料来源: , 方正证券研究所

注: 毛利率/毛销差/净利率为报表端披露数据 (未经调整)

1.2 各酒企盈利能力提升路径复盘: 路径明晰, 效果显著

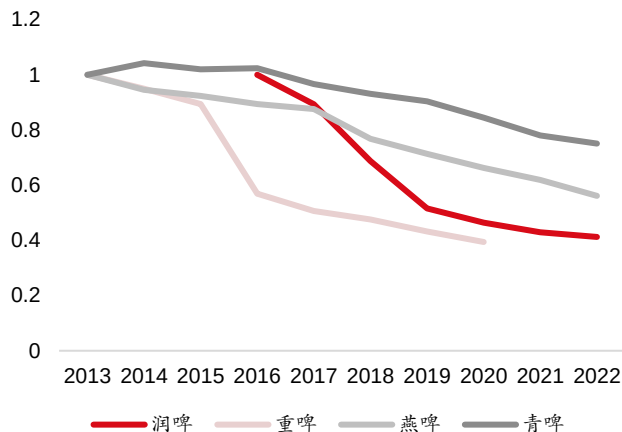
降本增效三板斧: 增效-高端化, 降本-关闭低效工厂&裁员+激励优化。行业销量见顶后, 各酒企先后开启改革提效和高端化实现收入质量和盈利水平的提升。
改革提效方面: 1) 关厂方面: 重庆啤酒 15-18 年共关闭 10 家工厂, 润啤 17-22 年共关闭 38 家工厂; 2) 裁员+激励优化方面: 重啤、华润节奏较快, 重啤 15-18 年, 润啤 17-22 年裁员比例分别为 47%/54%。激励方面, 润啤人均薪酬从 2017 年的 11.66 万元提升至 2022 年的 23.87 万元 (涨幅超过一倍)。
高端化方面: 各酒企逐步完善高端化产品矩阵, 并加大中高端单品推广力度。吨价/毛利提升幅度加速。

图表3:主要企业关厂情况 (家)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

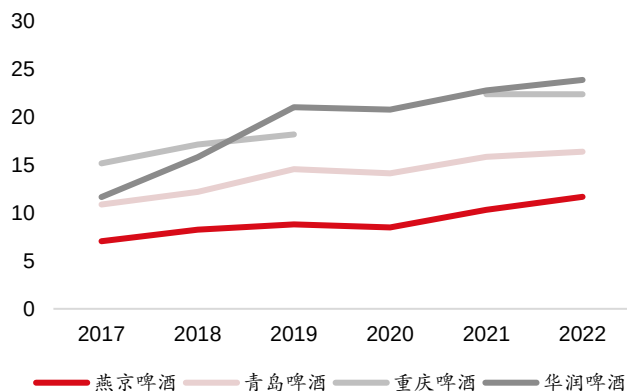
图表4:主要企业人员变动情况



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

注: 重啤/燕啤/青啤以 2013 年为基数; 润啤以 2016 年为基数

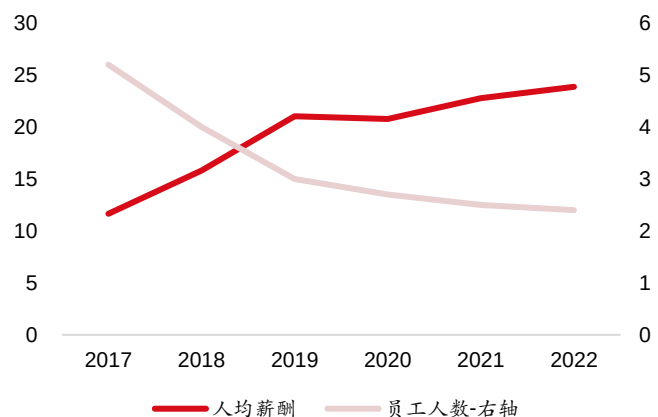
图表5: 主要公司人均薪酬对比 (万元/人)



资料来源: , 方正证券研究所

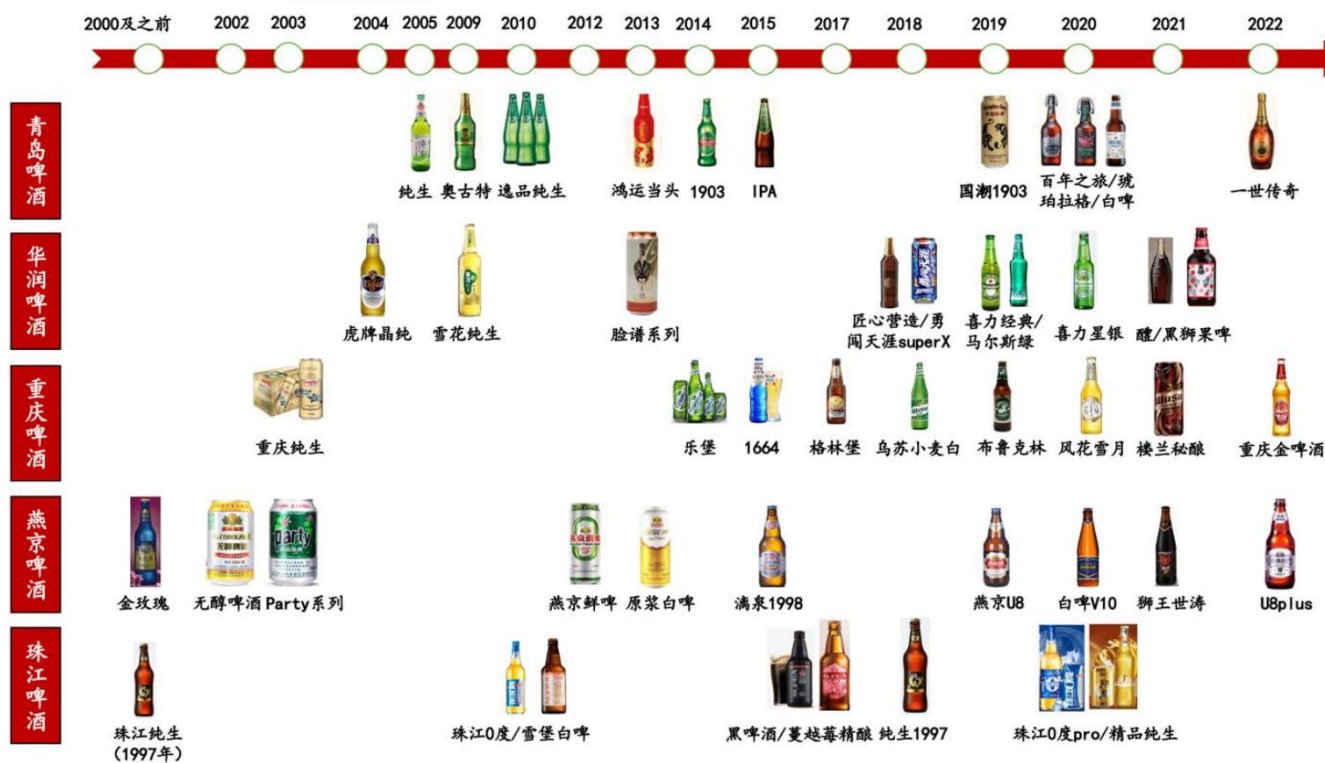
注: 重啤、青啤、燕啤已扣除辞退福利影响

图表6: 润啤员工人数和人均薪酬变动情况 (万人, 万元/人)



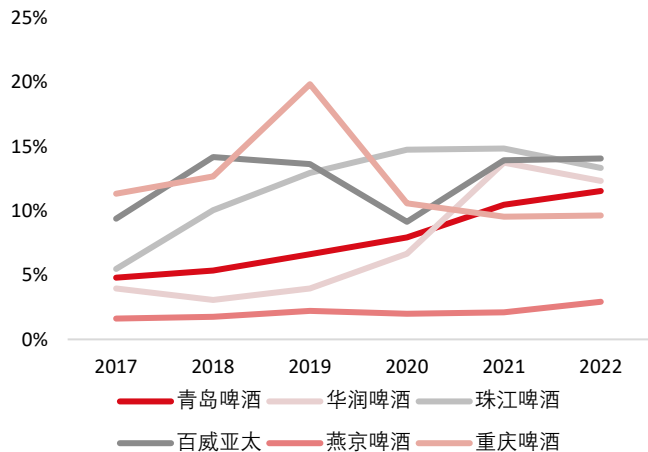
资料来源: , 方正证券研究所

图表7: 主要啤酒公司中高端产品推出时间线



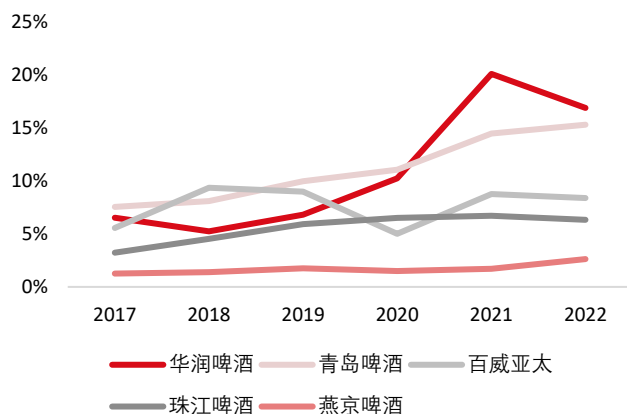
资料来源: 各公司官网, 京东商城, 方正证券研究所

图表8:啤酒行业主要公司净利率变动情况对比 (%)



资料来源:百威亚太官网, , 方正证券研究所

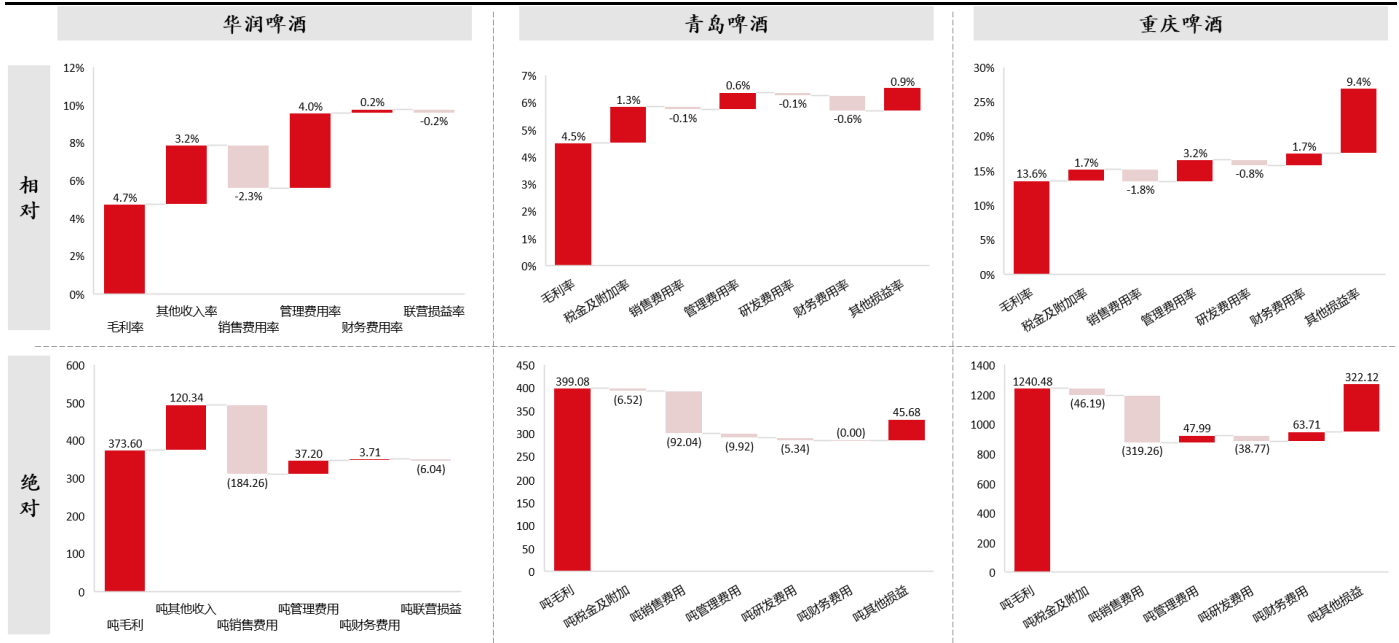
图表9:2017-2022 年啤酒行业主要公司 ROE 变动情况



资料来源: , 方正证券研究所

按三板斧贡献情况看,我们认为,高端化是盈利能力提升的核心动力,效率提升贡献与各家效率提升空间有关,主要酒企之间存在差异。由于燕京啤酒改革进程较晚,我们复盘对比了青啤/润啤/重啤的效率提升路径,发现:高端化是核心动力,体现在毛利率提升和价增拉高收入带来费率规模效应两方面。经过降本增效和高端化改革,润啤/重啤/青啤营业利润率分别提升 9.6/26.9/6.6pct (考虑会计政策变化带来的可比性及各公司改革进程之间存在的差异,分别采取可比区间:17-22 年/15-22 年/18-22 年)。拆解营业利润率提升贡献 Top3 项目来看:润啤:毛利率提升/管理费用率节省/其他收入率提升,分别带来 4.7/4.0/3.2pct 的营业利润率提升贡献;重啤:毛利率提升/其他收入率提升/管理费用率节省,分别带来 13.6/9.4/3.2pct 的营业利润率提升贡献;青啤:毛利率提升/税金及附加率节省/其他收入率提升,分别带来 4.5/1.3/0.9pct 的营业利润率提升贡献。对润啤/重啤/青啤而言,毛利率提升对营业利润率提升贡献均最大。若考虑,高端化拉高吨价(收入),对费用的稀释影响。我们比较了各酒厂可比区间内的吨营业利润变化。润啤/重啤/青啤吨营业利润分别提升 344.6/1270.1/323.6 元/吨。其中吨毛利提升贡献分别占 108.4%/97.7%/123.3%。

图表10:各酒企盈利能力提升路径复盘(%,元/吨)

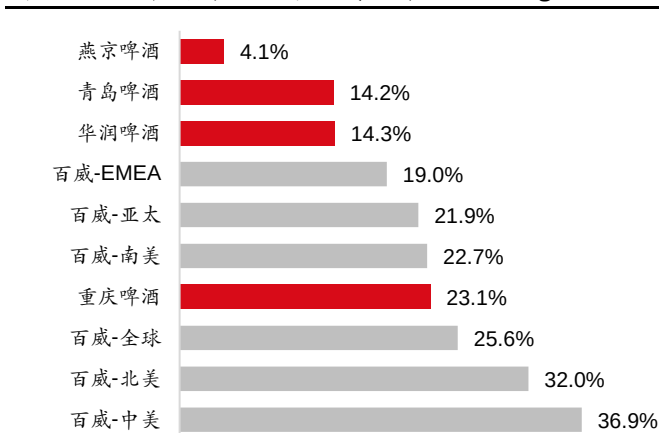


资料来源: , 方正证券研究所

注: 考虑会计政策变化带来的可比性及各公司改革进程之间存在的差异, 分别采取可比区间: 润啤 17-22 年/重啤 15-22 年/青啤 18-22 年

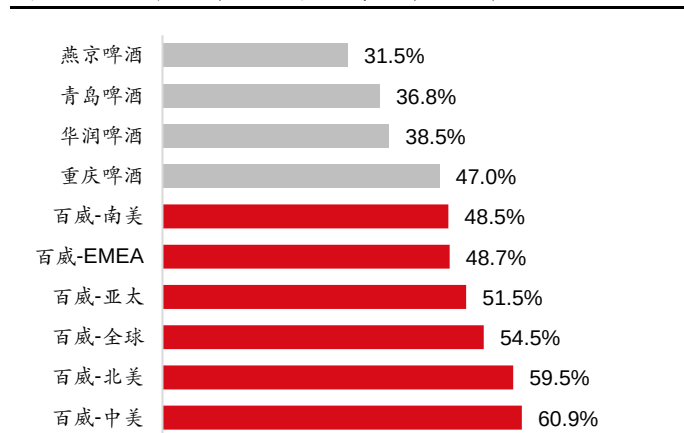
总的来看, 我们认为各主要啤酒企业盈利能力提升路径清晰, 且效果显著。从后续节奏看, 除燕啤外, 大规模关厂提效已接近尾声。从利润率上看, 当前我国啤酒企业 EBIT Margin 与海外龙头百威仍有较大差距, 2022 年, 国内啤酒企业燕啤/青啤/润啤/重啤 EBIT Margin 分别为 4.1%/14.2%/14.3%/23.1%, 海外龙头百威 EMEA/亚太/南美/全球/北美/中美区域 EBIT Margin 分别为 19.0%/21.9%/22.7%/25.6%/32.0%/36.9%。拆分来看: 毛利率端差距明显, 2022 年, 国内啤酒企业燕啤/青啤/润啤/重啤毛利率分别为 31.5%/36.8%/38.5%/47.0%, 海外龙头百威南美/EMEA/亚太/全球/北美/中美区域毛利率分别为 48.5%/48.7%/51.5%/54.5%/59.5%/60.9%。未来随着高端化进一步加速, 以及经营效率的持续优化, 毛利率&盈利能力提升空间仍较大。

图表11:22 年国内酒企与百威英博 EBIT Margin (%)



资料来源: , 百威英博财报, 方正证券研究所

图表12:22 年国内酒企与百威英博毛利率 (%)



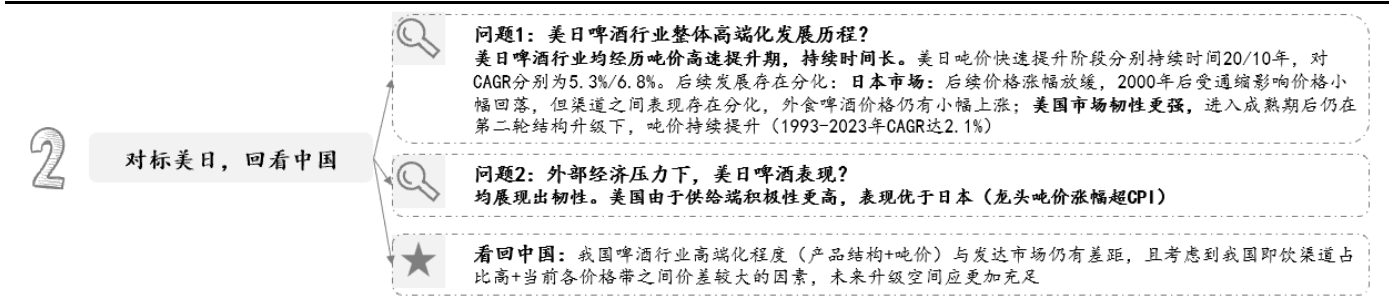
资料来源: , 百威英博财报, 方正证券研究所

2 海外对比看行业: 中国高端化空间充足, 确定性强

对标美日，解答两个关键问题。我们对整个美日啤酒行业进行了复盘推演，主要解决两个问题，一是美日啤酒行业整体高端化发展历程；二是外部经济压力下，美日啤酒行业的表现。我们发现：1) 美日啤酒行业均经历吨价高速提升期，持续时间长。美日吨价快速提升阶段分别持续时间 20/10 年，对应 CAGR 分别为 5.3%/6.8%。后续发展存在分化：日本市场：后续价格涨幅放缓，2000 年后通缩影响价格小幅回落，但渠道之间表现存在分化，外食啤酒价格仍有小幅上涨；美国市场韧性更强，进入成熟期后仍在第二轮结构升级下，吨价持续提升（1993-2023 年 CAGR 达 2.1%）。2) 外部经济压力下，美日啤酒高端化仍均展现出韧性，美国由于供给端龙头积极性更高，表现优于日本（外部经济压力下龙头吨价涨幅超 CPI）。

看回国内市场，我们认为：我国啤酒行业高端化程度（产品结构+吨价）与发达市场仍有差距，且考虑到我国即饮渠道占比高+当前各价格带之间价差较大的因素，未来升级空间应更加充足。针对压力下表现，美日市场的经验表明：外部环境承压，不改高端化升级趋势，但斜率要看供给端推力。我们认为当前国内啤酒行业龙头，在高端化+盈利诉求上达成了共识，吨价在外部经济环境承压下应展现较强韧性（将在第三部分展开分析）。

图表13: 海外对比部分核心内容



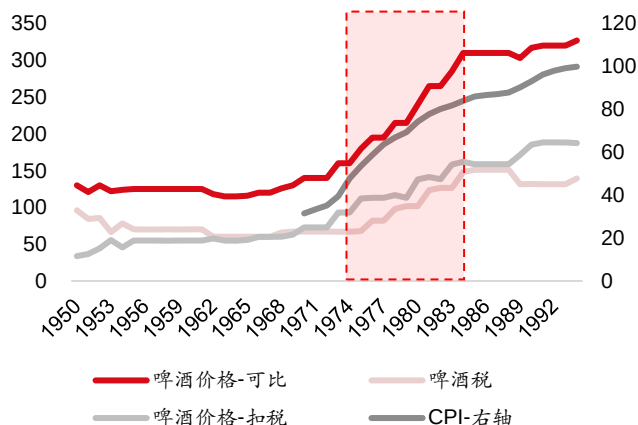
资料来源：方正证券研究所

2.1 日本-酒税政策主导+经济低迷影响下，市场升降级并存

问题1：日本啤酒行业发展历程？

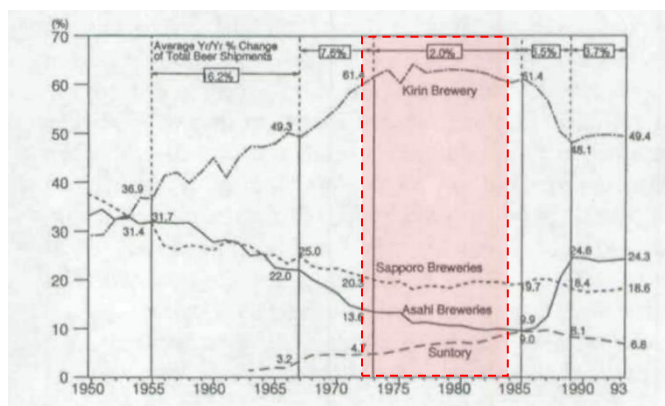
1974-1984 年，在“居民消费力升级+良好的提价环境”推动下，日本啤酒均价快速提升。东京都地区啤酒价格累计提升幅度高达 93.8%（CAGR 6.8%，持续 10 年）。从整个宏观环境来看，居民消费快速升级，CPI 同期涨幅达 75.7%。此外，提价环境方面：从格局角度看，由于日本政府对啤酒行业整合出清以及经营壁垒的干预，日本啤酒行业参与者较少（只有四位主要参与者：麒麟、朝日、札幌、三得利）。虽然 1974-1984 年，日本啤酒行业出现“生啤竞争”（生啤占比 1977/1987/1993 年分别为 10%/50%/70%）及“集装箱竞争”，但更多局限于对现有口味的微创新，以及包装方面的差异化竞争，未出现颠覆新产品，规模仍是竞争核心要素。规模优势下，龙头麒麟啤酒持续巩固广告+掌握分销渠道+高渠道周转（高新鲜度）+品牌等方面的优势，牢牢占据市场主导地位（市占率稳定在 60%+）。较少的竞争者以及稳固的龙头地位为提价的顺利进行提供了有力保障；从政策角度看，啤酒税为日本政府重要的财政收入（1989 年，啤酒税占日本政府总收入的 2.5%）。从 1974 年的 106 日元/升上调至 1984 年的 234 日元/升，涨幅达 121%。

图表14:1950-1992 年日本东京都啤酒均价/啤酒税/扣税均价/cpi 变动情况 (日元/633ml)



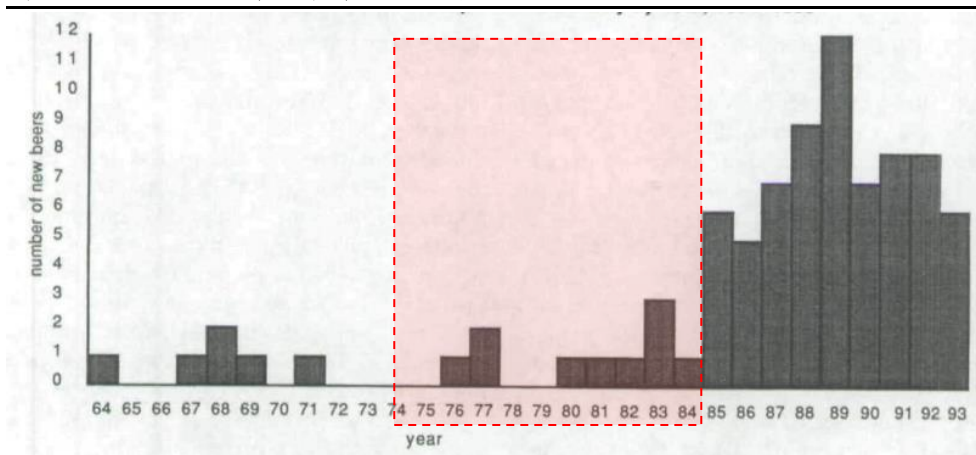
资料来源：日本国税厅，日本统计局，方正证券研究所

图表15:1950-1993 年日本啤酒行业竞争格局变化 (%)



资料来源：《The Japanese Beer Wars: Initiating and Responding to Hypercompetition in New Product Development》，方正证券研究所

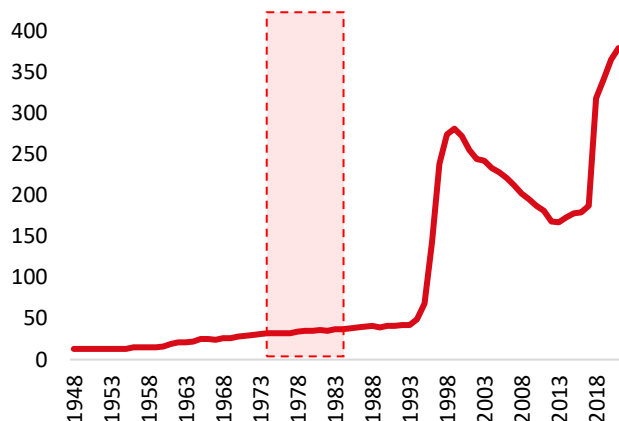
图表16:1964-1993 年日本啤酒行业新品数量



资料来源：《The Japanese Beer Wars: Initiating and Responding to Hypercompetition in New Product Development》，方正证券研究所

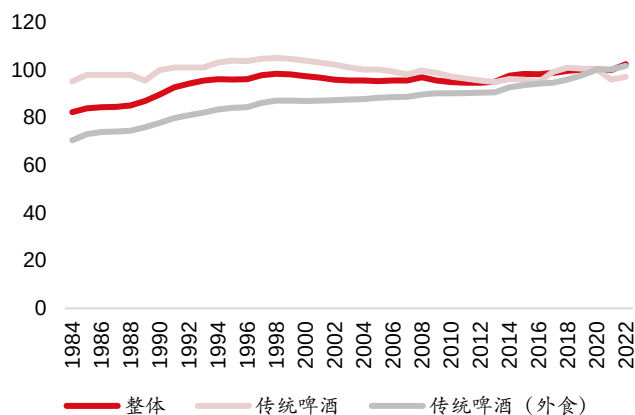
而后啤酒价格涨幅放缓，2000年后受“通缩+高性价比新品类创新”影响价格小幅回落，但渠道之间表现存在分化，外食啤酒价格仍有小幅上涨。产品端受“新产品竞争热潮+酒税影响”，行业出现颠覆新产品/类别创新。随着消费者对新口味和品种的追求度提升，以及分销渠道（便利店）、人口趋势、饮食习惯等外部因素的变化。1985年开始行业内啤酒产品创新数量增多，开启新一轮“新产品竞争”。1987年3月，朝日现象超级大单品 Super Dry 上市，迅速成为朝日最畅销的单品，当年销量达 1350 万箱，带动朝日当年销售额同增 33%。1989年 Super Dry 销量占日本啤酒销量 20%+，带动朝日市占率从 1986 年的 10.3% 提升 14.5pct 至 1989 年的 24.8%，同时也带动朝日啤酒营业利润率提升。Super Dry 的成功使各酒企加快产品推新速度，行业竞争加剧。1994 年，日本传统啤酒销量见顶，叠加泡沫经济的破裂。需求端，消费者对新啤酒的兴趣消退；供给端，各酒企逐渐降低新产品推新速度。

图表17: 日本啤酒酿造厂数量(个)



资料来源: 日本国税厅, 方正证券研究所

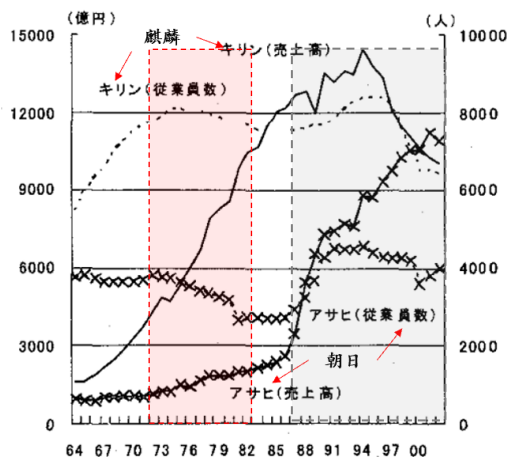
图表18: 日本 cpi/传统啤酒 cpi/传统啤酒(外卖) cpi 变动情况



资料来源: 日本统计局, 方正证券研究所

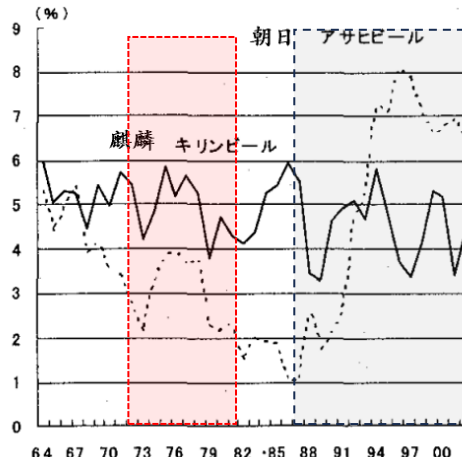
注: 基期为 2020 年

图表19: 麒麟啤酒&朝日啤酒规模比较(亿日元)



资料来源: 《国内ビール市場における競争逆転》, 方正证券研究所

图表20: 麒麟&朝日营业利润率比较(%)



资料来源: 《国内ビール市場における競争逆転》, 方正证券研究所

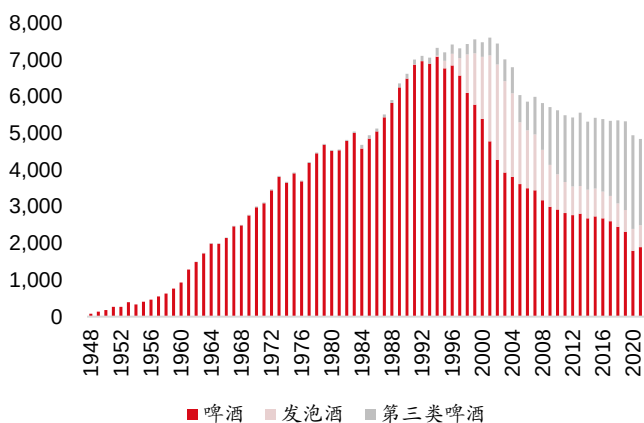
问题 2: 外部经济压力下日本啤酒行业表现?

纵观日本啤酒行业的价格变化历程: 日本啤酒市场呈现两级分化, 降级&升级并存的特征。日本酒企在“经济低迷+竞争加剧+高酒税压力”下, 更多专注高性价比新品类的创新开发, 如: 低价的发泡酒&第三类啤酒。但即便在苛刻的外部条件下, 日本高端啤酒凭借“触手可及的奢侈”概念, 渗透率仍稳步提升。

受税率调整的推动, 低价的发泡酒&第三类啤酒在整个消费结构中占比提升, 发泡酒&第三类啤酒低价竞争较激烈。1989 年, 日本酒类销售执照放宽, 大型折扣店也可以经营啤酒 (以往以建议零售价购买), 对批发商和生产厂家的降价要求更高, 行业出现低价竞争。但啤酒零售价格中 42.6% 为税金 (1994 年), 很难降价。因此, 经营廉价进口啤酒的商店激增, 国内大型啤酒厂经营压力增大, 开始研发低税率的起泡酒。1994 年三得利推出第一款发泡酒 Hops (麦芽含量 65%, 定价 180 日元/350ml), 次年札幌推出定价和麦芽含量都更低的 Drafty (麦芽含量 25%, 定价 160 日元/350ml)。1996 年, 政府修订酒税, 对麦芽含量在 50% 以上的发泡酒实行与啤酒相同的税率。因此三得利于同年推出价格更低、麦芽含量低于 25% 的新产品 (定价 145 日元/350ml)。2002 年, 麒麟推出定价更低的发泡酒 Gokunama, 通过无广告、简化包装来降低销售成本 (定价 135 日元/350ml)。其他企业纷纷效仿, 啤酒厂商返利升温, 陷入折扣、返利竞争和价格战。高性

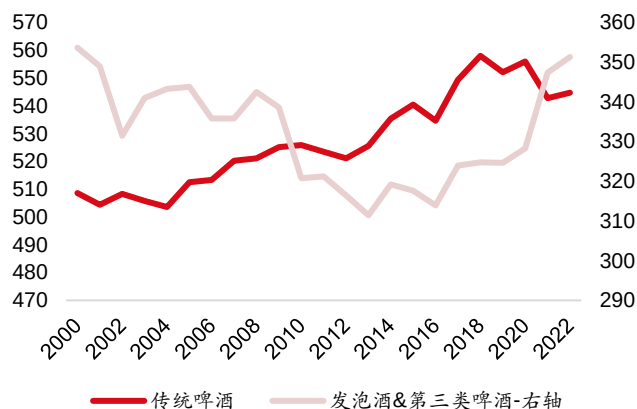
价比属性，使发泡酒在整个啤酒市场中占比迅速提升，2003 年达到啤酒行业销量的 35%。2003 年日本政府提高发泡酒税率，次年札幌推出不含麦芽的第三类啤酒“Draft One”，税收负担和价格比发泡酒更低。因此发泡酒销量见顶，“第三类啤酒”占比迅速提升。2021 年第三类啤酒占啤酒行业销量的 49%，发泡酒+第三类啤酒合计占比达到 61%。从渠道角度看，传统啤酒与新型啤酒在渠道上有所差异。以“发泡酒&第三类啤酒”为代表的新型啤酒多在家庭渠道销售，即饮渠道销售仅占 2-3%，而传统啤酒即饮渠道/家庭渠道占比接近 1:1，分布相对均衡。

图表21:1948-2021 年日本啤酒结构变迁 (千 KL)



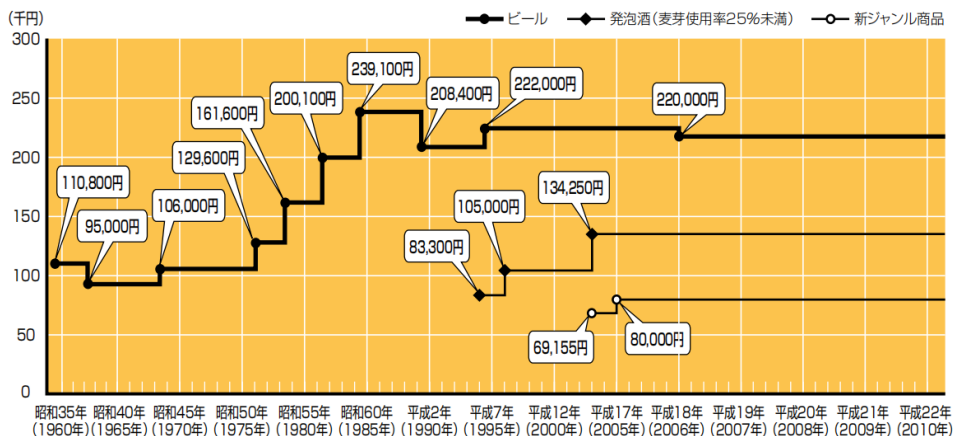
资料来源：日本国税厅，方正证券研究所

图表22:日本户均传统啤酒及发泡酒&第三类啤酒支出单价 (日元/升)



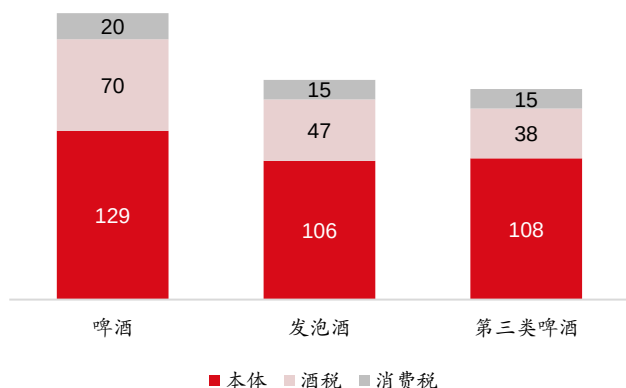
资料来源：日本统计局，方正证券研究所

图表23:啤酒税收变化 (千日元/千升)



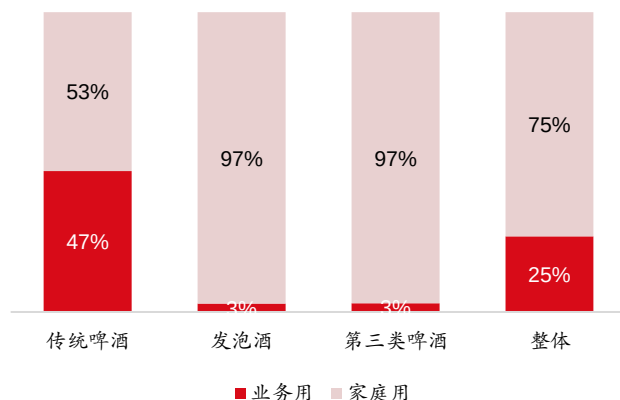
资料来源：啤酒酿造协会，方正证券研究所

图表24:2022 年传统啤酒、发泡酒、第三类啤酒终端单价构成 (日元/350ml)



资料来源:札幌啤酒官网, 方正证券研究所

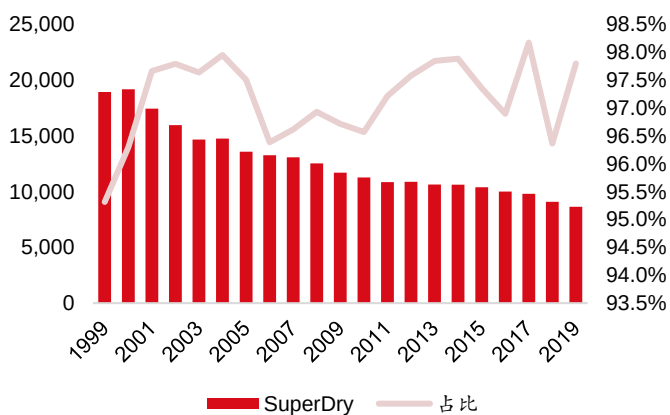
图表25:日本各类型啤酒销售渠道分布 (%)



资料来源:食品产业新闻社, 方正证券研究所

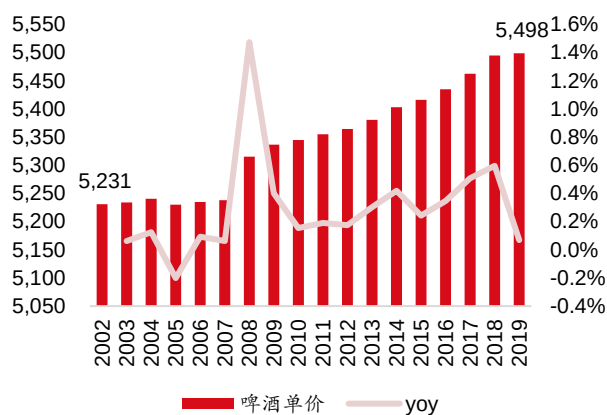
环境压力下,龙头公司通过“发展其他酒类+提升效率”提升酒类营业利润率,但促销及广告费率并未缩减。根据朝日啤酒财务业绩报告,朝日传统啤酒销售均价(出厂口径)2002-2019年变动幅度较小,从2002年的5,231日元/箱提升到2019年的5,498日元/箱(CAGR:0.29%)。Asahi Breweries(啤酒业务)经营利润率从2001年的6.99%提升至2018年的12.74%。拆分细项看,主要系:1、其他酒精饮料收入增加;2、净制造成本节省;3、其他成本节省贡献。此外,2011-2012年,通过过渡到纯控股公司结构,Asahi Breweries固定成本分别节省84/53亿日元。

图表26:朝日 superdry 大单品销量及占传统啤酒销量比 (万箱, %)



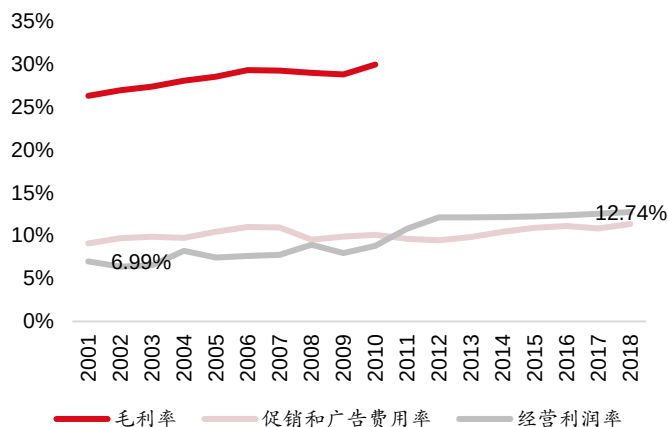
资料来源:朝日啤酒 IR 月度销售数据, 方正证券研究所

图表27:朝日传统啤酒销售均价变动 (日元/箱)



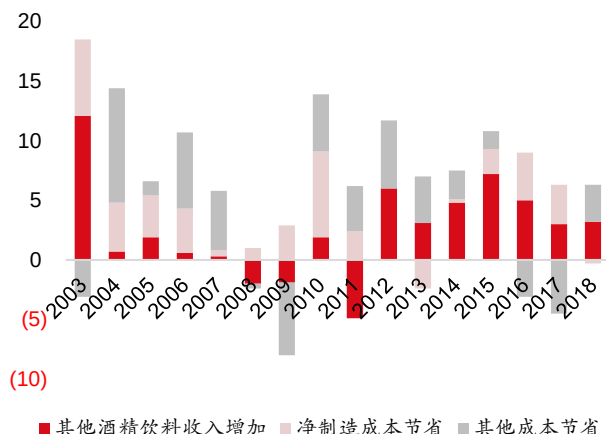
资料来源:朝日啤酒财务业绩, 方正证券研究所
注:1箱=633ml(大瓶)×20瓶

图表28:Asahi Breweries 毛利率/促销及广告费用率/经营利润率变动情况 (%)



资料来源:朝日啤酒财务业绩,方正证券研究所

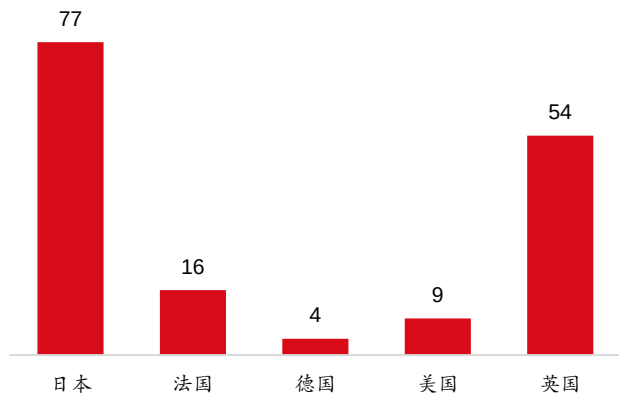
图表29:Asahi Breweries 营业利润变动拆分 (十亿日元)



资料来源:朝日啤酒财务业绩,方正证券研究所

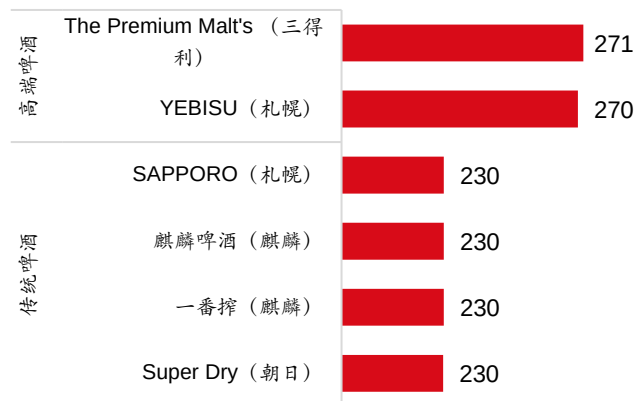
日本酒企在“经济低迷+竞争激烈+高酒税压力”下,更多专注高性价比新品类的创新开发,高端啤酒进程较为缓慢。但即便在苛刻的外部条件下,高端啤酒凭借“触手可及的奢侈”概念,渗透率仍稳步提升。根据三得利官网的数据,高端啤酒占日本传统啤酒市场比重从2003年的3.5%提升至2017年的15.2%;占整个啤酒市场比重从2003年的2.1%提升至2017年的7.7%。

图表30:主要国家啤酒税对比 (日元/350ml)



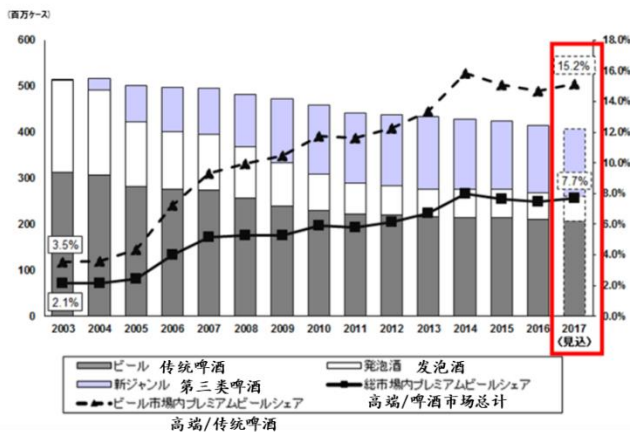
资料来源:啤酒酿造协会,方正证券研究所

图表31:优质啤酒与传统啤酒价格对比 (日元/350ml) -便利店渠道



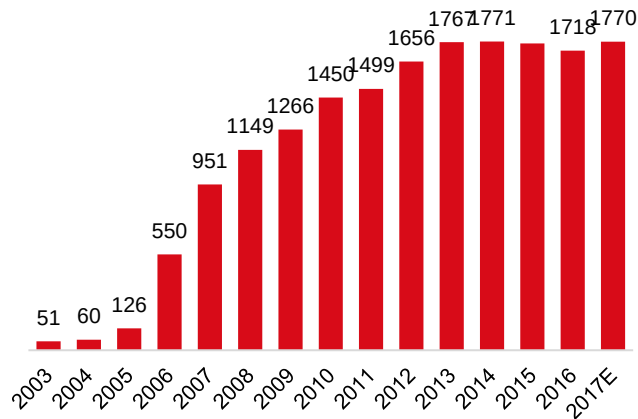
资料来源:we-love-beer 网站,方正证券研究所

图表32: 2013-2017E 日本高端啤酒市场份额变化 (%)



资料来源: 三得利官网, 方正证券研究所
注: 2017 年为预测数据

图表33: 三得利 The premium Malt' s 销售情况 (万箱)

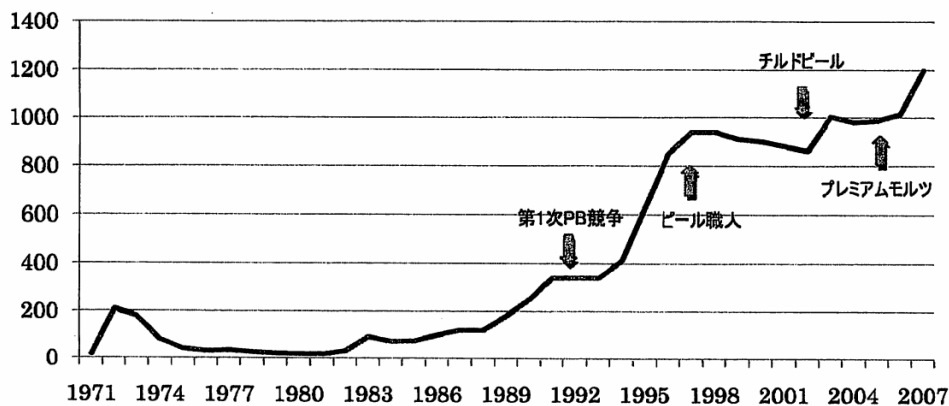


资料来源: 三得利官网, 方正证券研究所

日本高端啤酒市场当前仍定位于利基市场, 主要参与者为“三得利+札幌”。札幌于 1971 年重新上市高端啤酒-“惠比寿啤酒”, 此后一直垄断高端啤酒行业直至 1990 年前后, 啤酒行业开始涌入其他竞争者加入高端啤酒竞争。复盘来看, 共经历四轮高端啤酒竞争热潮: 1) 第一轮: 1990 年前后, 同行业其他公司推出新产品进入高端啤酒市场, 如: Kirin Premium (麒麟)、Asahi Super Premium (朝日) 等, 但由于品牌建设不理想, 惠比寿外其他高端啤酒产品很快停产或缩小份额; 2) 第二轮: 1993 年麒麟啤酒推进全线战略, 重新进军高端啤酒市场, 并于 1997 年一度销量略高于惠比寿, 但由于后续公司战略上专注于当时正在快速增长的发泡酒市场, 对高端啤酒的持续投入不足。3) 第三轮: 2000 年前期, 惠比寿利用高端啤酒的先发优势, 建立了强势地位和高端品牌心智。各家开发针对便利店渠道的高端冰鲜啤酒, 但并未取得理想成绩; 4) 第四轮: 2005 年前后, 三得利强势入局高端啤酒市场。

图表34: 惠比寿啤酒销量变化 (万箱)

万箱 (大瓶20本相当为1箱)

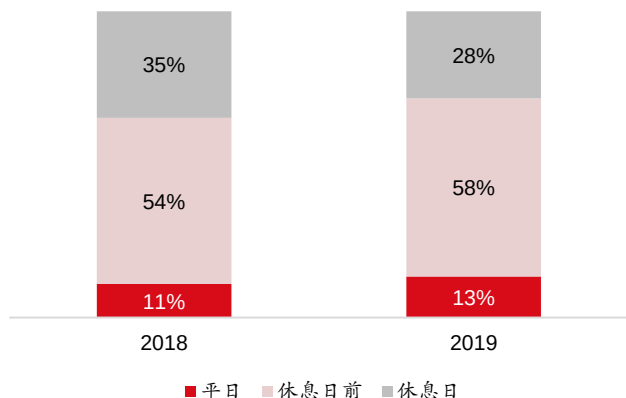


资料来源: 《プレミアムビール市場形成の歴史》, 方正证券研究所

三得利重视高端啤酒利基市场建设, 营销+渠道双维发力打造 The Premium Malt' s。三得利于 2003 年开始发售 Premium Malt' s, 2005 年成为日本国内首款获国际大赛 Monde Selection 金奖的啤酒。获奖后, 三得利加大对 The Premium Malt' s 的推广力度。营销方面, 加大广告投入 (牺牲了部分主力品牌

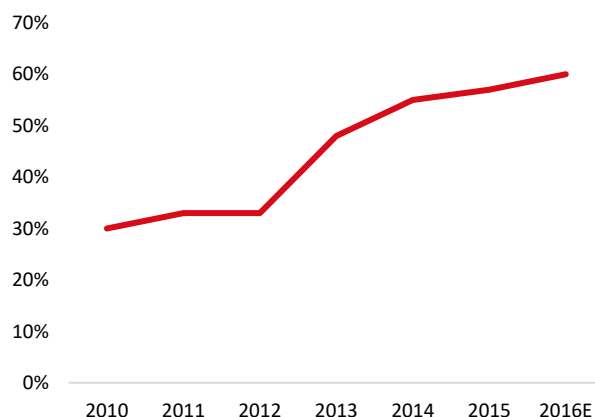
Malt 的市场投放费用), 在场景打造上: 1) 强调“用最高金奖的啤酒度过最好的周末”概念, 向平时饮用低价发泡酒或第三类啤酒的消费者, 提供了周末或休息日“奖赏犒劳”自己的啤酒选择, 根据三得利的调查, 2019 年, 在家饮用啤酒的场景中有 58% 发生在休息日前, 28% 发生在休息日; 2) 强调礼赠产品属性, 高端啤酒在啤酒礼赠市场中占比持续提升, 从 2010 年的 30% 提升至 2016 年的 60%。渠道上, 家用渠道深耕 CVS。商用渠道方面, 推动主力品牌 Malt 向高端品牌 The Premium Malt's 的消费升级 (更高的定价带来更高的渠道利润), 并在 2006 年 6 月设立了专门经营高端产品的高级事业部, 积极开拓银座的高端餐饮渠道。在营销+渠道发力下, The premium Malt's 销量从 2003 年的 51 万箱增长至 2017 年的 1770 万箱 (CAGR: 29%)。

图表35: 在家饮用高端啤酒的时刻分布



资料来源: 三得利官网, 方正证券研究所

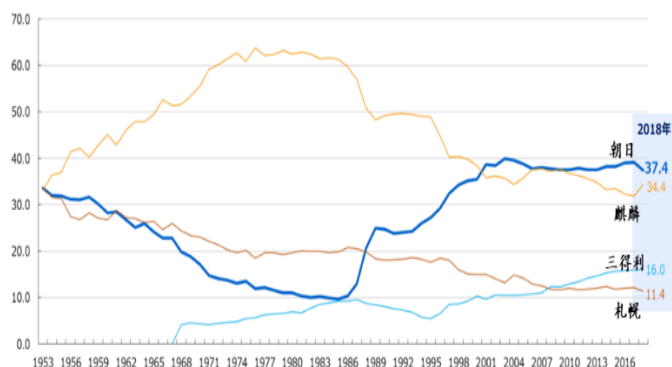
图表36: 高端啤酒在啤酒礼赠市场中占比



资料来源: 三得利官网, 方正证券研究所

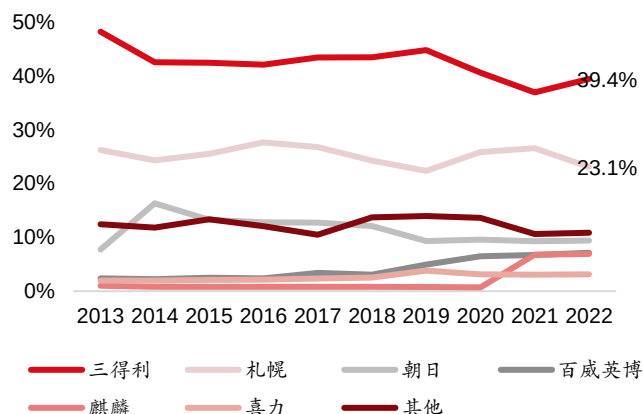
我们认为日本高端啤酒当前占比不高的原因主要系: 日本酒企在“经济低迷+竞争激烈+高酒税压力”下, 更多专注高性价比新品类的创新开发。当前高端啤酒仍定位利基市场, 龙一&龙二“朝日+麒麟”的推广力度不足。我们认为除受到高性价比产品销售分散精力影响外, 推广力度不足还受到原有主力大单品定位的影响, “朝日+麒麟”主力大单品: 朝日 SuperDry (占朝日传统啤酒销量比重超 95%)、麒麟一番榨, 并非定位高端, 若加大高端啤酒推广力度将导致原主力大单品被迫降级, 影响销量。高端化啤酒的主要推动者为注重酒水多元化业务的三得利和此前高端化啤酒引领者札幌啤酒, 根据欧睿数据 2022 年三得利/札幌高端啤酒市场市占率分别为 39.4%/23.1%。

图表37: 日本啤酒市场格局 (含发泡酒及第三类啤酒)



资料来源: 朝日啤酒, 方正证券研究所

图表38: 日本高端啤酒市场格局变动 (%)

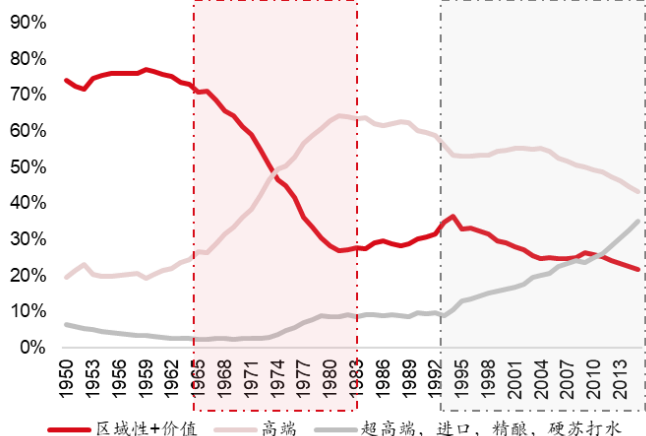


资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

2.2 美国-两轮结构升级, 吨价展现强韧性

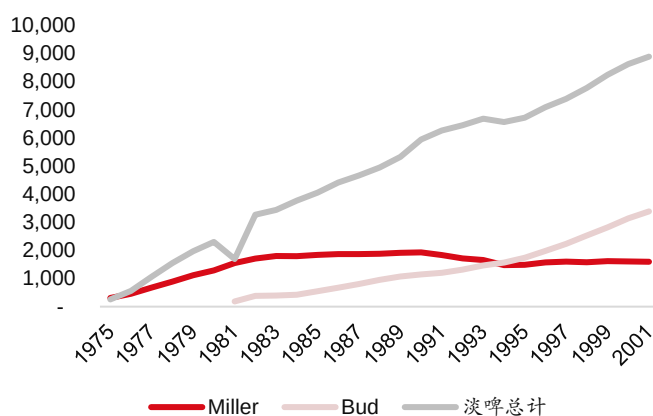
美国啤酒行业共历经两轮结构升级, 第一轮升级体现为高端替代中端+区域品牌, 第二轮由进口+超高端+精酿引领。第一轮产品结构升级发生在 1966-1981 年, 啤酒消费由区域性+中端向高端啤酒升级, 高端销量占比从 1966 年的 26.4% 提升至 1981 年的 64.3%; “区域+中端”销量占比从 1966 年的 71.1% 下降至 1981 年的 26.8%。第二轮产品结构升级发生在, 1990 年至今, 体现为高端向超高端+进口+精酿的升级, 同时区域性+中端向高端品牌升级仍在持续。带动产品结构由: “区域性+中端”/高端/“超高端+进口+精酿”占比从 1990 年的 30.1%/60.1%/9.6%, 变化至 2015 年的 21.6%/43.1%/35.1%。

图表39: 美国啤酒行业结构升级情况 (%)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所

图表40: 淡啤品类销量情况 (万桶)

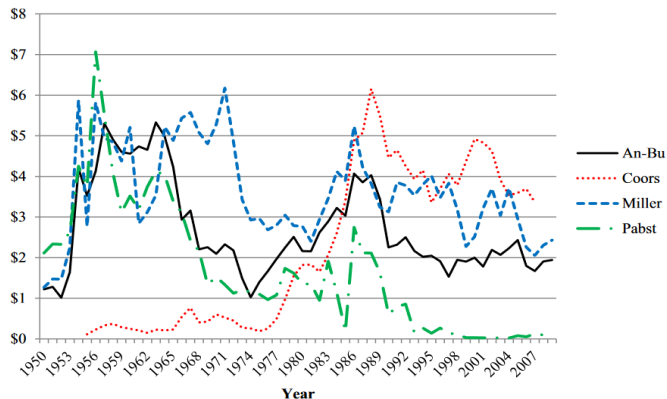


资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

龙头“加快产品创新+高举高打营销”推动结构升级意愿强烈, 因为可以凭借营销上的规模优势进一步实现竞争格局的集中。产品创新方面: 各大酒企为在产品端实现差异化竞争, 加快产品创新进程, 在 ale、干啤、冰啤、淡啤等多个类别推出新品, 其中淡啤成为现象级品类。淡啤品类的兴起起源于: Miller 于 1975 年推出高端淡啤 Miller Lite, Miller Lite 一经推出受到市场青睐, 叠加营销端的大力宣传, Miller Lite 销量从 1975 年的 310 万桶增长至 1990 年的 1292 万桶。其他龙头也转向开发推广淡啤, 如: 百威于 1981 年推出 Bud Light, 在合力推动下, 1992 年淡啤成为美国最大的国产啤酒类别, 销量达到 8885 万桶。营销方面: 在龙头酒企加大广告营销投放推广新品/树立品牌形象, 由于二、三

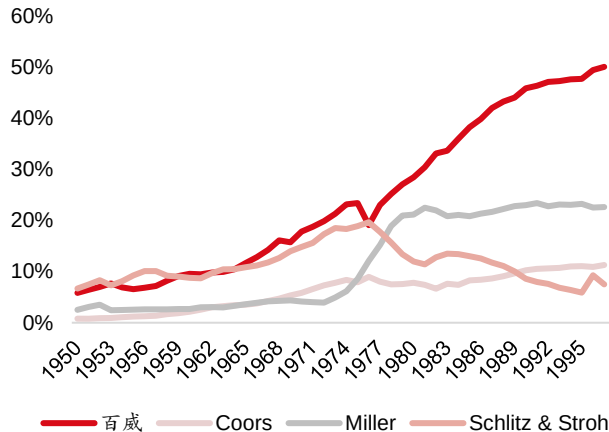
线及区域性酒厂相比龙头在营销投放效率上存在劣势，竞争格局进一步集中，推动“区域性+价值”产品向高端产品升级，CR4 从 1972 年的 50.77% 增长 37.28pct 至 1992 年的 88.05%。

图表41:龙头酒企营销投放情况（美元/桶）



资料来源: *Competition and Price Wars in the U.S. Brewing Industry*, 方正证券研究所
注: 为实际支出, 已折算至 1982 年

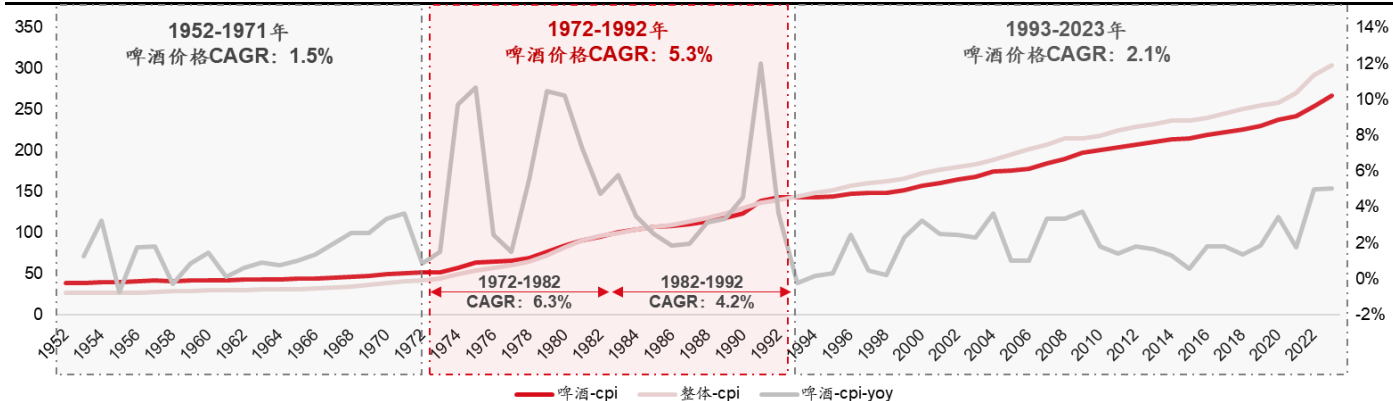
图表42:美国啤酒行业竞争格局变化(%) -国内市占率



资料来源: *The US Brewing Industry*, 方正证券研究所

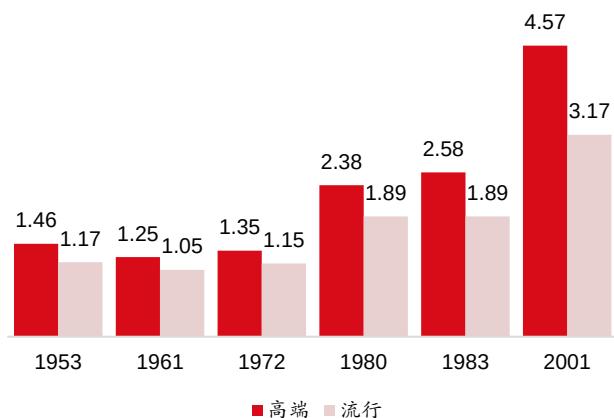
“消费升级+通胀催化”下 1972-1992 年吨价快速提升，进入成熟期后吨价仍持续提升。在百威引领下，美国啤酒行业吨价在 1972-1992 年高速增长，CAGR 达到 5.3%，其中前十年（1972-1982 年）吨价 CAGR 为 6.3%，后十年（1982-1992 年）吨价 CAGR 为 4.2%。价格提升体现在提价和产品升级两方面。龙头百威毛利率持续提升，从 1972 年的 29.6% 提升 11.1pct 至 1992 年的 40.7%（1972-1974 年成本压力下，毛利率迅速下降至 19.1%，若对比 1974-1992 年毛利率则提升 21.6pct）。经过快速成长期后，美国啤酒价格在第二轮结构升级的引领下仍持续提升，1993-2023 年，啤酒均价 CAGR 仍有 2.1%。

图表43:美国啤酒行业吨价变动情况



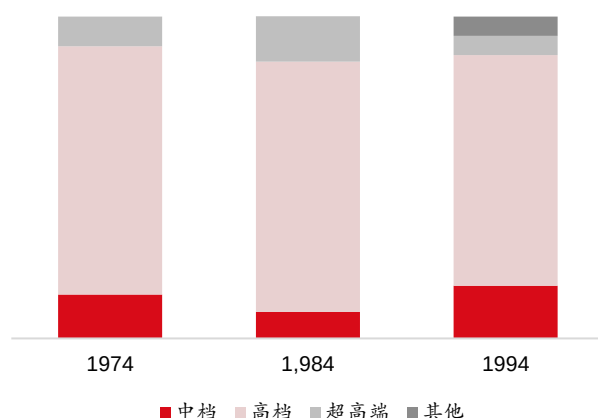
资料来源: 美国劳工统计局, 方正证券研究所

图表44: 高端/流行价格带啤酒价格 (美元/12 盎司, 6 罐装)



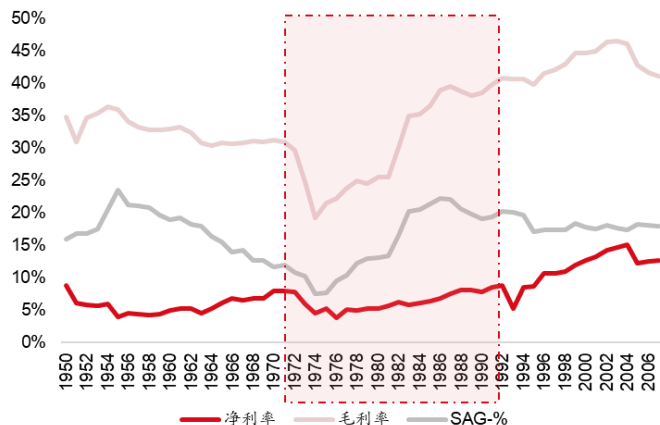
资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

图表45: 百威英博结构变化 (%)



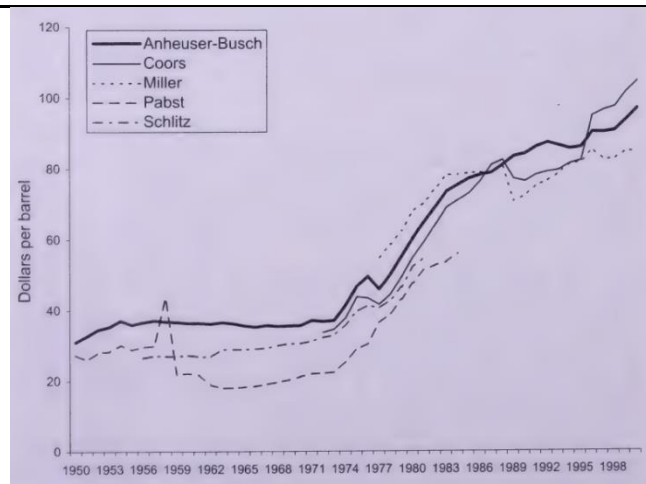
资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所
注: 其他代表小众新品种, 如: 干啤、冰啤等

图表46: Anheuser-Busch 毛利率/净利率/费用率变动情况



资料来源: WRDS, 方正证券研究所

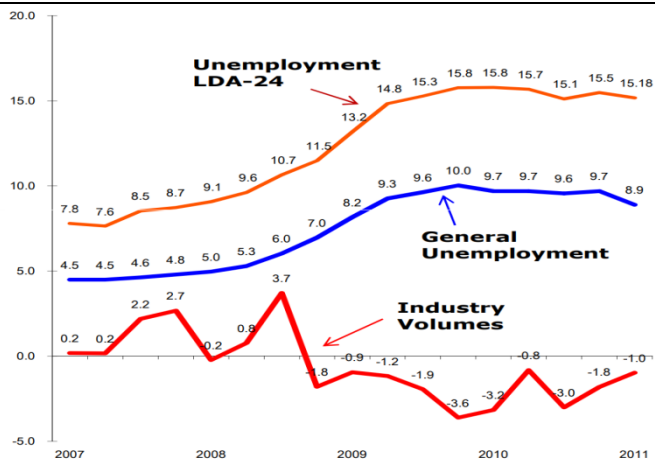
图表47: 主要啤酒公司均价变动情况 (美元/桶)



资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

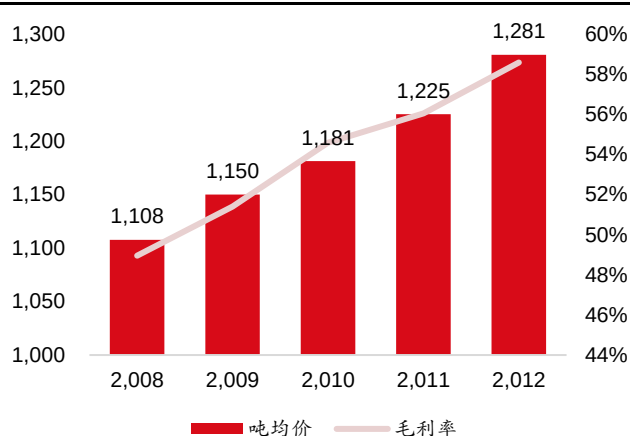
经济低迷期, 高端化进程仍持续推进。受金融危机影响, 美国啤酒行业在 08-11 年面临较大的外部经济压力, 失业率高企使得美国啤酒销量下滑, 同时部分消费者由消费高端啤酒降级至消费价值档次啤酒。百威英博通过: 1) 对 Value 档次啤酒提价幅度更高, 缩小 value 和 premium 之间的价格差距, 来维持 premium 占比的稳定; 2) 加大 high-end 档次啤酒推广力度 (Stella Artois and Shocktop), 其中 Stella Artois, 2007 年到 2013 年销量 CAGR 为 18%; 3) 推出 Premium 以上创新品牌, 提升高端占比等; 4) 降低折扣幅度等方式持续推动高端化进程。08-12 年吨均价/毛利率持续提升, 吨均价从 2008 年的 1108 美元/吨提升至 2012 年的 1281 美元/吨 (CAGR 3.7%), 涨幅高于 CPI, 毛利率从 2008 年的 49.0% 提升至 2011 年的 58.6% (提升了 9.6pct)。从产品结构上看, 高端/高端+档次产品占比保持稳定, 价值档次产品占比下降, 超高端档次占比提升。

图表48: 07-11 年美国啤酒行业表现情况 (%)



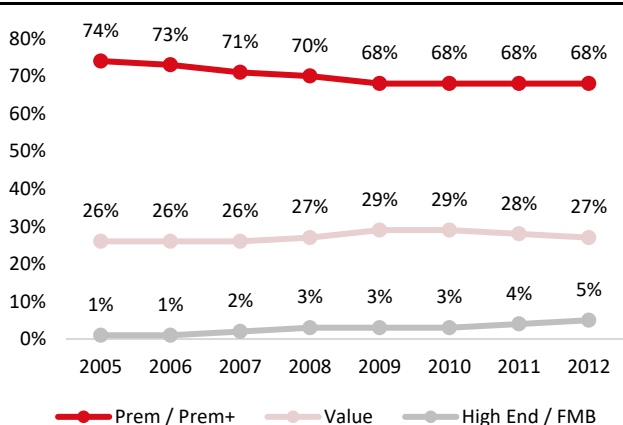
资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

图表49: 百威英博北美区域表现情况 (美元/吨, %)



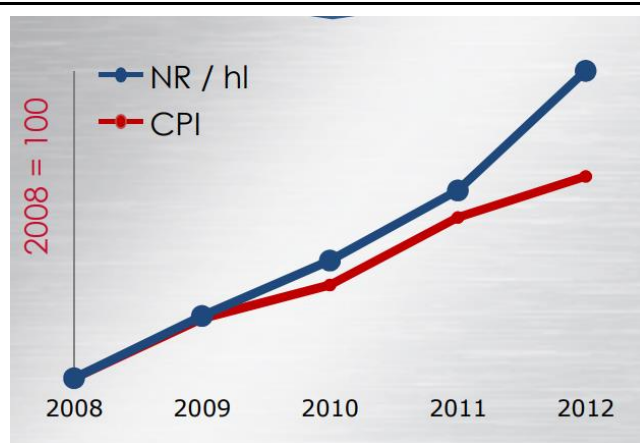
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表50: 百威英博美国产品结构变动情况 (%)



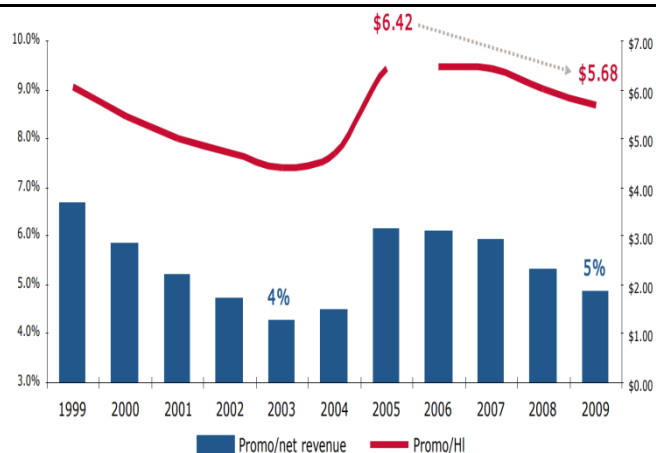
资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

图表51: 百威英博美国出厂价格变动与 CPI 比较



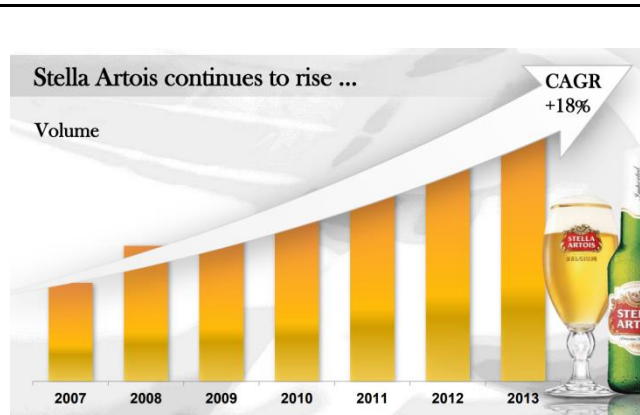
资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

图表52: 百威英博折扣幅度持续下降



资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

图表53: Stella Artois 美国销量变动情况



资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

2.3 中国-高端化进程具备确定性, 空间仍充足

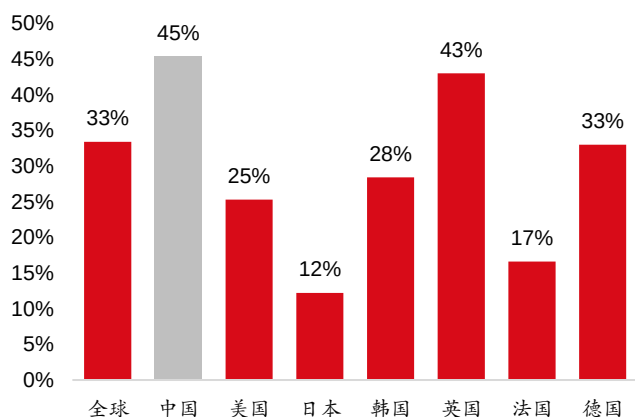
从和其他市场差距角度看:

1) 中国即饮渠道占比高, 具备吨价及增速更高的潜质

从渠道结构上看, 根据欧睿咨询数据。中国即饮渠道占比 45%, 全球/美国/日本/韩国/英国/法国/德国等其他市场占比分别为 33%/25%/12%/28%/43%/17%/33%, 其中中国即饮渠道占比高。而即饮渠道具备单价更高 (主要市场即饮渠道吨均

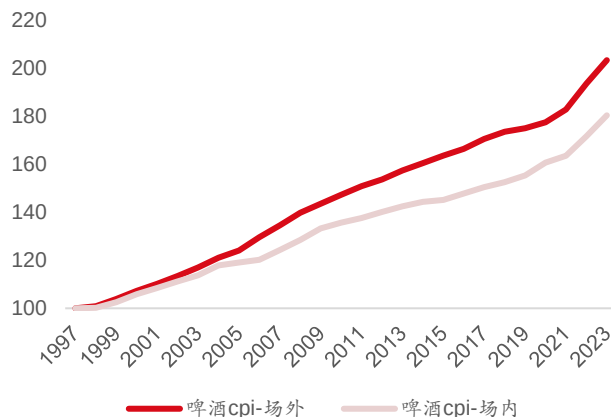
价为非即饮市场 2 倍及以上), 且增速更高的性质 (美国/日本), 我们认为中国的渠道结构上更重即饮, 具备吨价及增速更高的潜质。

图表54: 2022 年各国即饮渠道销量占比 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

图表55: 美国即饮/非即饮渠道啤酒价格指数变动

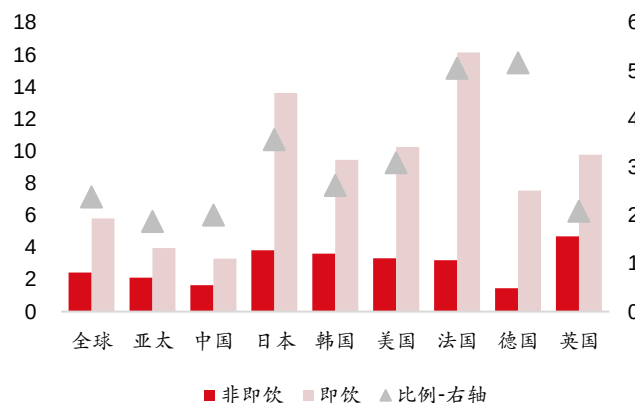


资料来源: 美国劳工统计局, 方正证券研究所

2) 主流/中档/高档价差大, 除直接提价外, 结构升级空间有望更高

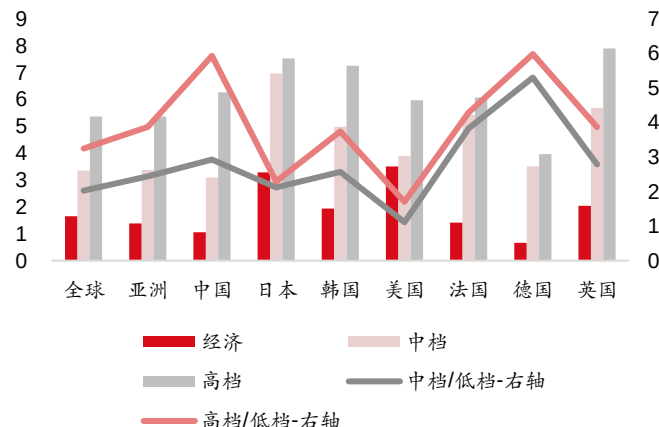
中国各产品档次价差更大, 体现在产品结构上, 即低档/中档/高档产品跨度更大, 中间细分价格带涵盖产品更丰富。全渠道口径下, 中国中档/高档拉格分别为低档拉格的 2.9/5.9 倍, 在主要市场中处在高水平 (法国德国由于渠道结构上, 低档啤酒均为非即饮渠道, 因此差异倍数较高), 若考虑渠道结构差异, 非即饮渠道口径下, 中国中档/高档拉格分别为低档拉格的 2.6/5.1 倍 (主要市场中最高水平); 即饮渠道下, 中国中档/高档拉格分别为低档拉格的 3.1/6.4 倍 (较高水平)。我们认为, 由于不同档次之间价差更大, 相比国外, 中国高端化进程中, 产品结构升级的空间有望更大 (日美吨价快速提升阶段, 更多依靠直接提价)。

图表56: 主要市场即饮/非即饮渠道吨均零售价对比 (美元/升)



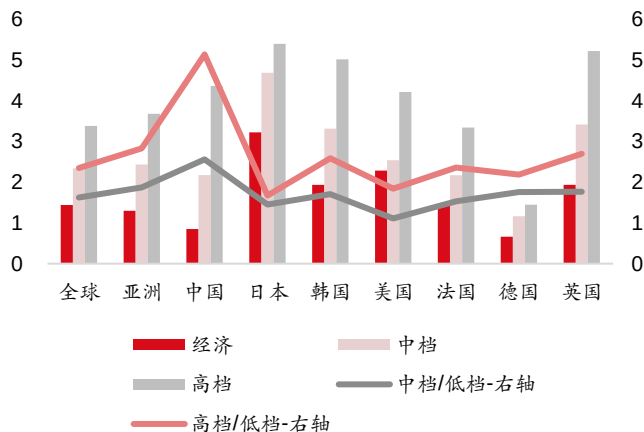
资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

图表57: 主要市场全渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)



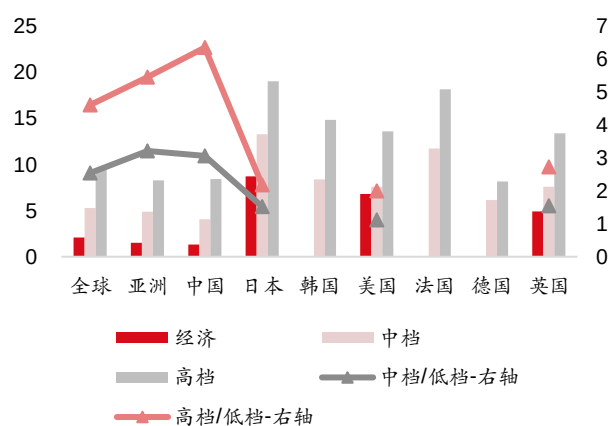
资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

图表58: 主要市场非即饮渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)



资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

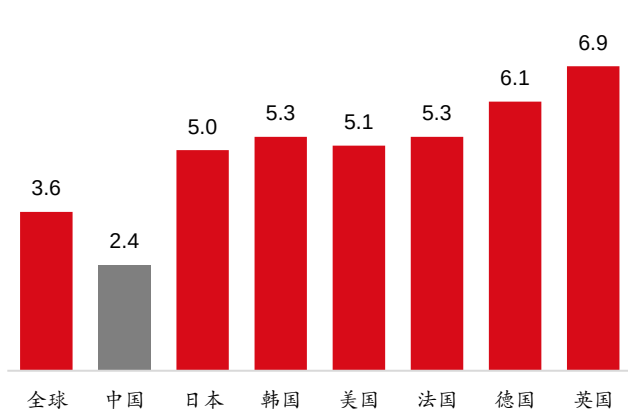
图表59: 主要市场即饮渠道各价格档次吨均零售价对比 (美元/升)



资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

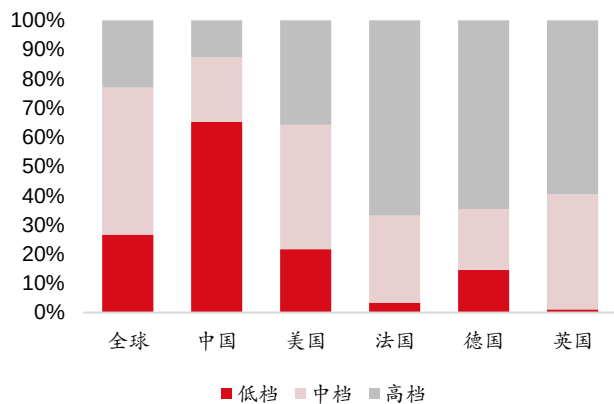
从当前发展阶段看: 高端化程度与发达市场仍有差距, 未来升级空间充足、确定性高。我国啤酒消费在均价和产品结构上对标海外发达市场仍有差距。从吨价角度看: 22 年我国啤酒零售吨价为 2.4 美元/升, 美日韩等市场的吨价分别为 5.1/5.0/5.3 美元/升, 是中国市场的 2 倍+。从产品结构上看, 相比全球/美国/法国/德国/英国市场, 中国高档啤酒占比较低。

图表60: 2022 年各国啤酒零售吨价 (美元/升)



资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

图表61: 2022 年各国拉格结构情况 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 方正证券研究所

空间测算

1) 法 1: 海外对标—吨价对标

中国 2022 年人均 GDP 为 8.57 万元, 对应美国 1988 年 (7.99 万元) 和日本 1987 年 (7.89 万元)。对应当年啤酒零售价格, 分别为: 美国: 15.5 元/升; 日本: 24.2 元/升 (根据欧睿数据, 2022 年中国啤酒零售端零售价为 16.1 元/升), 分别相当于美国/日本对应年度的 95.9%/156.4%。其中对应年份之后, 美国啤酒价格在 1988 年至 1992 年四年间以 5.8% 的 CAGR 增长, 而后以 2.1% 的 CAGR 增长至 2023 年; 日本啤酒价格在 1987 年至 1993 年 6 年间以 2.1% 的 CAGR 增长, 而后价格波动, 但拉长看整体基本维持不动 (CAGR 0.2%), 若我们假设中国 5 年后 (相对 2022 年) 分别能达到美国/日本对标年份 5 年后的零售均价, 则到 2027 年, CAGR 分别为 4.2%/11.6% (分别对标美国/日本)。

图表62:啤酒吨均价空间测算-对标美国日本(吨价法)

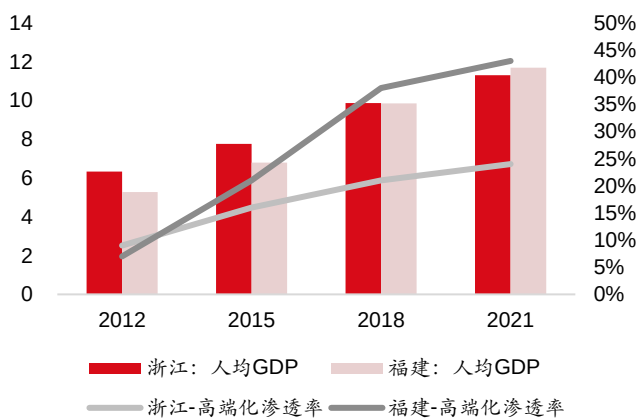
	中国-2022	美国-1988	日本-1987
人均 GDP (万元)	8.57	7.99	7.89
啤酒零售价 (元/升)	16.1	15.5	24.2
/中国		95.9%	156.4%
后续增速描述	1988-1992 年 (4 年) 单位售价 CAGR 5.8%, 而后以 2.1% 的 CAGR 增长至 2023 年	1987-1993 年 (6 年) 单位售价 CAGR 2.1%, 而后价格波动, 整体看基本维持不动 (CAGR 0.2%)	
对标看 5 年 CAGR (2027 年)		4.2%	11.6%
对标看 5 年后吨价增长空间		22.7%	73.5%
对标看 2030 年 CAGR		3.4%	7.5%
对标看 2030 年吨价增长空间		30.6%	77.8%

资料来源: 日本国税局, wind, 欧睿数据, usatoday 等, 方正证券研究所

2) 法 2: 区域角度看结构升级实现难度

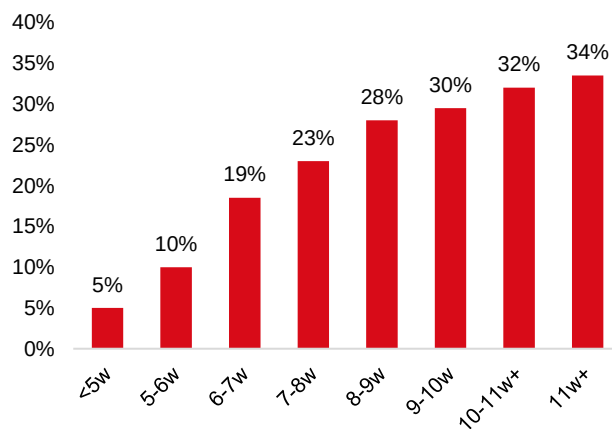
根据百威亚太披露, 浙江/福建市场, 12-21 年高端啤酒渗透率逐渐提升。我们参考 2015/2018/2021 年两地对应年份的人均 GDP 及高端产品渗透率, 做出了假设(取平均值)。并用将该假设用于测算各省级市场对应的理想状态下-高端产品渗透率, 得出理想渗透率为 27%。

图表63:浙江/福建人均 GDP 及高端化渗透率 (万元, %)



资料来源: 百威亚太投资者日, 方正证券研究所

图表64:不同人均 GDP 对应啤酒高端化渗透率假设 (%)



资料来源: 方正证券研究所

图表65: 高端产品理想渗透率测算 (万元, 万吨)

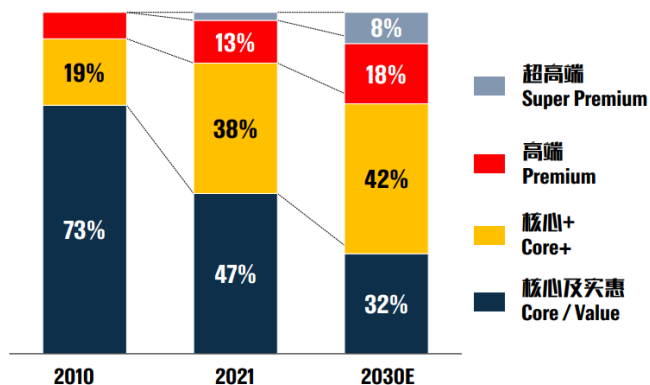
省份	2022年人均GDP	理想高端渗透率	2023年啤酒产量	理想高端产量
安徽	7.36	23%	84.02	19.32
北京	19.03	34%	97.40	33.12
福建	12.68	34%	160.74	54.65
甘肃	4.50	18%	40.80	7.34
广东	10.19	32%	394.11	126.12
广西	5.22	20%	113.75	22.75
贵州	5.23	20%	67.89	13.58
海南	6.66	22%	2.94	0.65
河北	5.70	20%	182.35	36.47
河南	6.21	22%	188.46	41.46
黑龙江	5.11	20%	129.96	25.99
湖北	9.21	30%	107.40	32.22
湖南	7.36	26%	70.81	18.41
吉林	5.53	20%	65.77	13.15
江苏	14.44	34%	201.07	68.36
江西	7.09	26%	59.70	15.52
辽宁	6.88	22%	158.54	34.88
内蒙古	9.65	30%	63.84	19.15
宁夏	6.98	22%	17.85	3.93
青海	6.07	22%	1.57	0.35
山东	8.60	28%	489.39	137.03
山西	7.37	26%	18.88	4.91
陕西	8.29	28%	71.15	19.92
上海	17.99	34%	22.39	7.61
四川	6.78	22%	260.30	57.27
天津	11.92	34%	12.04	4.09
西藏	5.84	20%	9.80	1.96
新疆	6.86	22%	48.31	10.63
云南	6.17	22%	76.34	16.79
浙江	11.85	34%	270.33	91.91
重庆	9.07	30%	80.75	24.23
总计	-	27.0%	3568.65	963.78

资料来源: wind, 方正证券研究所

3) 法3: 贝恩咨询/美国—结构对标

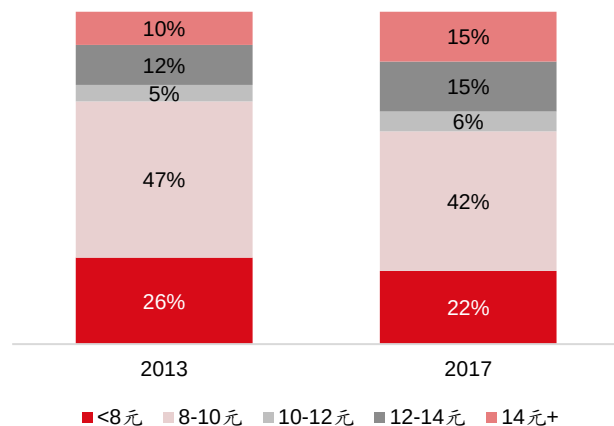
根据贝恩咨询数据, 2021 年核心及实惠/核心+/高端/超高端销量占比分别为 47%/38%/13%/2%; 预计 2030 年核心及实惠/核心+/高端/超高端销量占比分别为 32%/42%/18%/8%。根据百威披露的各档次产品收入贡献测算, 我们假设未来各档次吨价 CAGR 为 1%, 则到 2030 年吨收入较 2021 年吨收入增长 42.8%, 对应 CAGR 为 4.0%。

图表66: 中国啤酒销量结构预测 (%)



资料来源: 百威亚太投资者日, 贝恩咨询, 方正证券研究所

图表67: 美国 2017/2013 年啤酒销量结构 (%)



资料来源: 百威英博投资者日, 方正证券研究所

图表68: 百威中国不同档次产品利润贡献

产品组合 Portfolio	消费者售价 Price to consumer ¹	净收入 Net revenues	毛利 Gross Profit
精酿 Craft & Specialties	~6.0x	~8.0x	~12.5x
超高端 Super Premium	~5.0x	~7.0x	~11.0x
高端 Premium	~2.5x	~3.0x	~6.0x
核心+ Core+	~1.5x	~1.5x	~2.0x
核心及实惠 Core & Value	100%	100%	100%

资料来源: 百威亚太投资者日, 方正证券研究所

若对标美国: 假设 35 年达到美国 13 年产品结构 (对应核心及实惠/核心+/高端/超高端+四个档次), 同时保持未来各档次吨价 CAGR 1%假设不变, 则对应 2035 年吨收入较 2021 年增长 95.0%, 对应 CAGR 为 4.9%。但根据我们的敏感性测算, 年度吨价增速受具体结构升级和年度提价的速度 (及高端化的斜率) 影响较大。我们认为不同于日本, 中国和美国类似, 龙头酒企在高端化+盈利诉求上达成了共识, 1) 提价方面: 高端化新周期下, 提价力度更大, 效果更明显; 2) 结构升级方面: 根据高端化“产品+渠道+区域”的特征, 龙头酒企逐步补齐短板, 如: 产品上, 搭建多元产品矩阵, 满足消费者差异化产品需求; 渠道上, 重视大客户和制高点终端的抢占; 区域上, 拓展高端化成熟区域以及自身优势区域。

图表69:到达美国 2013 年产品结构对应吨价 CAGR 敏感性测算

CAGR		到达美国 2013 年结构所需时间				
		2030	2035	2040	2045	2055
年同档	0.0%	6.0%	3.8%	2.8%	2.2%	1.6%
次产品	0.5%	6.6%	4.4%	3.3%	2.7%	2.1%
价格增	1.0%	7.1%	4.9%	3.8%	3.2%	2.6%
速	1.5%	7.6%	5.4%	4.4%	3.8%	3.1%
	2.0%	8.2%	5.9%	4.9%	4.3%	3.6%

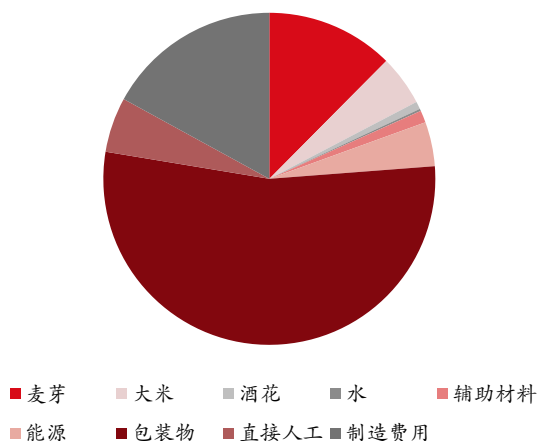
资料来源:方正证券研究所

3 新周期下,龙头具备高端化定力

3.1 直接提价:成本压力是提价原动力,高端化逻辑下,提价效果更优

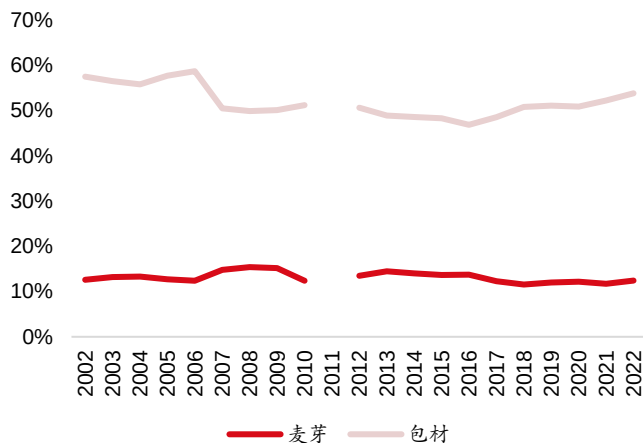
提价主要源于成本端的压力,从成本构成上看,包材和麦芽是啤酒企业成本波动的主要影响因素。根据青岛啤酒年报披露,包材和麦芽原材料成本占比分别约为 52%/12%。其中:包材主要是玻璃瓶、易拉罐与纸箱。(玻璃和易拉罐占比和各企业罐化率有关)。同时,由于啤酒公司的供应链管理要求,关键原材料通过锁价机制采购,成本上涨体现在报表端存在一定滞后性。

图表70:2022 年青岛啤酒成本结构 (%)



资料来源:青岛啤酒年报,方正证券研究所

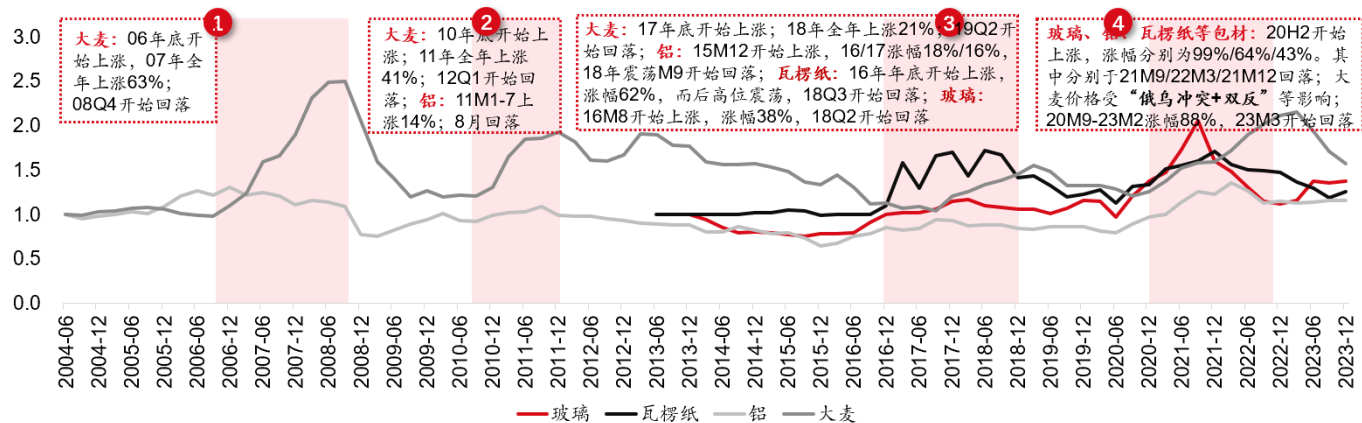
图表71:青岛啤酒麦芽/包材成本占比



资料来源:青岛啤酒年报,方正证券研究所

啤酒行业共出现四轮较明显的成本上涨,分别为 2007-2008、2010-2011、2017-2018 年,20H2-22 年,对应四次大规模的提价周期,分别来看:

图表72:啤酒主要原材料成本变动情况



资料来源: , 方正证券研究所

- 1) 2007-2008 年:** 受澳大利亚旱灾影响, 进口大麦价格于 2006 年底开始上涨, 2007 年全年上涨 63%, 2008 年大麦价格持续上涨并维持高位, Q4 开始回落 (相比 10 月, 12 月进口大麦价格下降 36%)。由于各家酒企锁价行为, 成本压力更多体现在 2008 年, 其中青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒, 2008 年吨成本分别同比上涨 11.5%/21.7%/8.1%。
- 2) 2010-2011 年:** 受到美元贬值、自然灾害等影响, 大麦价格从 2010 年底开始上涨, 2011 年全年涨幅达 41%。此外, 包材端也出现上涨, 其中铝材价格 2011 年 1-7 月上涨 14%。带动青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒 2012 年 吨成本较 2009 年上涨 12.1%/28.6%/19.4%。
- 3) 2017-2018 年:** 受澳大利亚干旱减产影响, 进口大麦价格从 2017 年底开始上涨, 2018 年全年涨幅达 21%; 2019Q2 开始回落。此外, 包材端受到环保政策、供给侧改革等因素影响, 价格出现不同幅度的上涨。具体看, 铝: 2015 年年底开始上涨, 2016/2017 涨幅 18%/16%, 2018 年 9 月开始回落; 瓦楞纸: 2016 年年底开始上涨, 涨幅 62%, 而后高位震荡, 2018Q3 开始回落; 玻璃: 2016M8 开始上涨, 涨幅 38%, 2018Q2 开始回落。带动青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒 2018 年吨成本较 2016 年上涨 6.9%/7.4%/16.3%。
- 4) 2021-2022 年:** 大麦价格受“俄乌冲突+双反”等影响; 2020 年 9 月至 2023 年 2 月持续推高, 涨幅达 88% (已于 2023 年 3 月开始回落)。包材方面也面临成本压力, 玻璃/铝/瓦楞纸 20H2 开始的涨幅分别为 99%/64%/43%, 分别于 21M9/22M3/21M12 回落。本轮原材料上涨周期带动青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒 2022 年吨成本较 2020 年上涨 10.0%/4.7%/16.6%。

图表73: 四轮啤酒大规模提价周期梳理

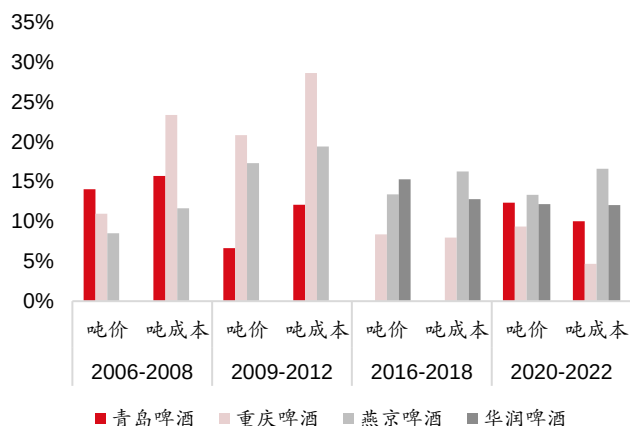
对应周期	公司名称	提价时间	提价产品
07-08 年	燕京啤酒	2007 年 12 月	针对 6 个产品提价（共 70+款产品），包括在北京市占率最高的 10 度清爽型以及纯生系列，其中在市场上最受欢迎的燕京 10 度清爽型出厂价从 32 元/箱提高到 34 元/箱
		2008 年 3 月	北京市场对 6 种易拉罐产品提价（幅度 5%+）
	华润啤酒	2007 年	在四川及沈阳等 A 区的涨价幅度超 10%
		2008 年 1 月	广东等市场的啤酒产品涨价 10%
	青岛啤酒	2008 年 1 月	在全线产品中，青岛纯厚在京每箱提价两元，出厂价从 34 元/箱提高到 36 元/箱
		2008 年 2 月	调整华东地区熟啤、纯生两个品类中部分啤酒价格，上调幅度在 5%左右
10-11 年	燕京啤酒	2010 年 1 月	普通装产品 10 度燕京清爽、燕京本生每瓶出厂价提高约 1.62 元，涨幅约 14%
		2011 年 1 月	北京市场每箱提价 3.3 元以上，普通装产品 10 度燕京清爽、燕京本生每瓶出厂价提高约 16%-18%
	青岛啤酒	2011Q1	对高档啤酒，如：纯生、小瓶和易拉罐装等提价 4%-5%
		2011 年 4 月	宣布提高中档酒价格，针对青岛经典大瓶提价 5%
	华润啤酒	2010 年 11 月起	沈阳市场，瓶装 500 毫升雪花啤酒 3.5 元涨到 4 元，330 毫升听装雪花啤酒从 2 元变为 2.4 元；在四川、辽宁、安徽等强势地区，对部分产品提价 20%，平均提价 10%+
		2011 年 12 月	在吉林市场提价，500ml 瓶装啤酒从 3 元涨至 3.2 元
17-18 年	燕京啤酒	2017 年 12 月	对旗下本生啤酒终端进货结算价格提高 3 元/箱，单瓶零售价上涨 1 元
		2018 年 3 月	对低端产品涨价 5%左右
	华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低档产品价格，包括雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/箱
		2018 年 11 月	全系产品提价，其中喜力啤酒全系产品提价 3.8%，虎牌啤酒全系产品提价 4%
	青岛啤酒	2018 年 1 月	对部分区域部分产品进行价格上涨，涨价产品平均涨幅不超过 5%
		2018 年 5 月	旗下青岛优质品牌提价，单款单箱全国提价 2 元
	百威亚太	2018 年 2 月	百威旗下啤酒批价提高 3.9%
		2018 年 3 月	百威啤酒批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%
21-22 年	重庆啤酒	2018 年 1 月	对高端瓶装纯生和低端易拉罐装产品提价，幅度约 3%
	珠江啤酒	2018 年 5 月	2018 年 5 月，部分产品提价 5%左右。
	青岛啤酒	2021H1	对苏北经典、陕西汉斯小木屋、上海经典和纯生提价，幅度 5%-10%
		2021 年 8 月	山东市场，青岛纯生终端供货价上调 4 元/箱，提价幅度约 5%
		2021 年 11 月	全国范围内对 1903 听装、白啤听装实行提价，最高幅度达到 13%
		2021 年 12 月	经典、纯生出厂价、终端供货价提价 8-10%
		2022 年 4 月	对纯生升级换代，并伴随提价动作，涨幅约 6%
	华润啤酒	2021 年 9 月	通过升级勇闯天涯包装，将其出厂价上调约 4 元/箱，提价约 10%
		2022 年 1 月	浙江市场对雪花系列产品（清爽、超爽、精致、冰酷、原麦汁产品）提价 2 元/箱
		2022 年 6 月	红区市场中档产品（除勇闯）拟每箱提价 6 元左右
	重庆啤酒	2021 年 9 月	在疆内对绿乌苏等产品提价 10%
		2021 年 10 月	疆外大乌苏出厂价提升 6 元左右，提价幅度超过 10%
		2021 年 11 月	再次上调产品出厂价格
		2022 年 2 月	上调 620ml 红乌苏产品的价格
		2022 年 12 月	上调乌苏价格 3-5%
	百威亚太	2021 年左右	对百威提价，幅度+50%CPI（CPI 大概 1.6%）
		2021 年 4 月	全国范围内提价，针对核心和实惠价格带，幅度+100%CPI（CPI 大概 1.6%）
		2021 年 11 月	在特定城市提高了核心+价格带的价格，幅度在+3%至+11%（具体取决于城市和品牌）
		2021 年 12 月	对百威提价，幅度+100%CPI
		2022 年 4 月	全国范围内提价，针对实惠&核心价格带，幅度中个位数
		2022 年 11 月	对高端和超高端价格带进行提价，幅度+100%CPI
		2023 年 3 月	核心和实惠价格带进行提价，幅度>+100%CPI

资料来源：新浪财经，啤酒板，广州日报等，方正证券研究所

每轮成本上行周期均伴随提价窗口，高端化新周期下，提价力度更大，效果更明显。复盘四轮提价周期，我们发现高端化周期下，提价时间选择更灵活、提价周期更长、力度更大，范围更广，中、高档单品提价幅度增高。具体看，2021-2022 年提价周期下，1) 在提价时间选择上更灵活。此前更多集中在 12 月

至次年3月的淡季，但2021-2022年提价还包含6-9月等消费旺季；2) 提价周期更长。此前提价周期维持在半年左右；但2021-2022年提价周期维持时间更长，频次更高；3) 提价力度更大，冲抵成本压力更明显。2006年至2008年、2009年至2012年，各酒企吨价涨幅均小于吨成本涨幅；2016年至2018年，重庆啤酒/燕京啤酒/华润啤酒吨价分别提升8.4%/13.4%/15.3%，吨成本分别提升8.0%/16.3%/12.8%，其中重啤、润啤提价幅度对冲成本上涨幅度；2020年至2022年，青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/华润啤酒吨价分别提升12.4%/9.4%/13.3%/12.2%，吨成本分别提升10.0%/4.7%/16.6%/12.1%，其中除燕啤（受改革节奏影响）外，吨价提升幅度均成功对冲成本上涨幅度。4) 提价范围更广，中、高档单品提价幅度增高。从提价涉及产品范围上看，此前提价针对低、中档产品较多，2021-2022年提价范围中纳入更多中、高档单品（如：乌苏、青岛纯生等）。从报表端数据看，虽受结构优化影响，2021-2022周期下，重啤-高档/青岛品牌吨价提升幅度高于2017-2018周期下的提升幅度。

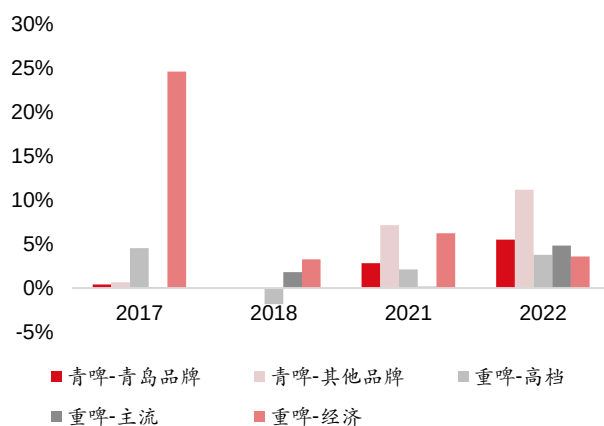
图表74：几轮成本上涨周期吨均价/吨成本变动幅度对比



资料来源：wind，方正证券研究所

注：其中青啤/重啤数据已调整为可比口径，青啤2018年数据不可比

图表75：17-18/21-22周期中不同档次产品吨价变动情况

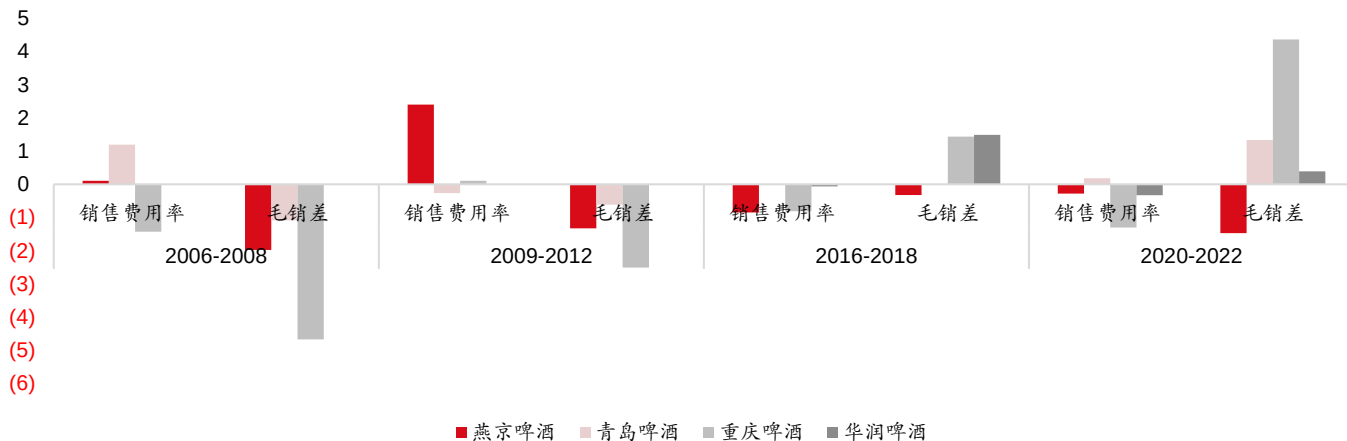


资料来源：wind，方正证券研究所

注：其中青啤由于会计口径变化，暂无2018年数据

从报表端兑现情况来看：跑马圈地的发展阶段下，啤酒企业提价效果在报表端兑现结果较差，主要系：竞争环境较为激烈，为减轻对渠道及动销的负面影响，提价后，龙头企业往往增大费用投放保证提价落地。高端化新周期下，提价后针对渠道和终端的补贴力度明显降低，传导效果更优。从几轮提价周期的毛销差及销售费用率变动来看，前两轮周期下，各龙头酒企提价过程中，加大费用投放，毛销差并未伴随提价改善。2017-2018、2021-2022周期下，酒企费用投放更理性，销售费用率下降，毛销差得到实质性提升。

图表76:几轮成本上涨周期销售费用率/毛销差变动幅度对比 (pct)



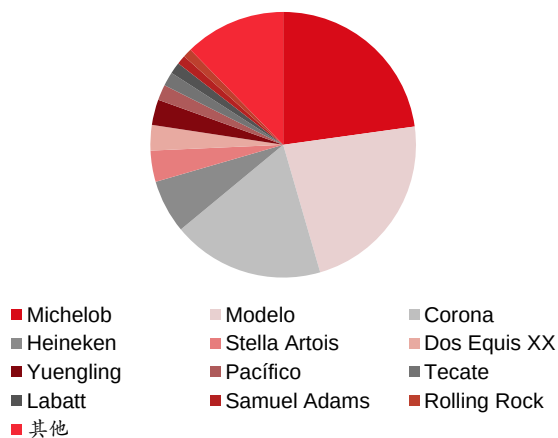
资料来源: wind, 方正证券研究所

3.2 结构升级: 供给端“产品+渠道+区域”三维发力持续引领结构升级

3.2.1 产品端: 各家逐步补齐高端产品短板, 搭建产品矩阵

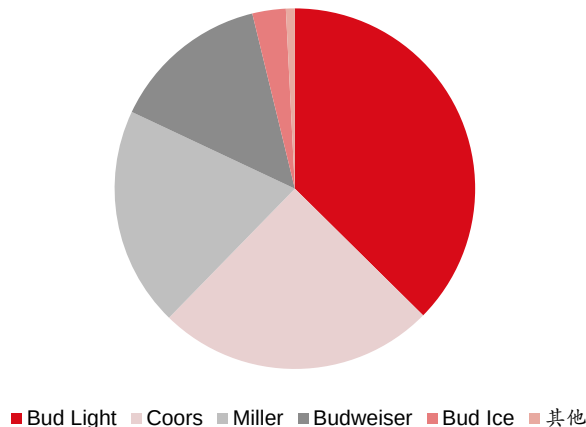
产品端竞争要素: 与主流/主流+价格带竞争不同, 我们认为, 高端/超高端价格带竞争格局更加碎片化, 需要依靠产品组合, 且超高端竞争进口品牌占比较高。通过对比美国/韩国高端和中档价格带的市场格局, 我们发现高端价格带的品牌丰富度更高。高端价格带龙头往往通过多个品牌的所有权, 占据高端价格带核心地位。其中进口品牌在美/韩高端啤酒价格带中销量分别占比较高, 22 年分别占比 61.4%/89.5%。

图表77:美国高端价格带各品牌竞争格局-销量 (%)



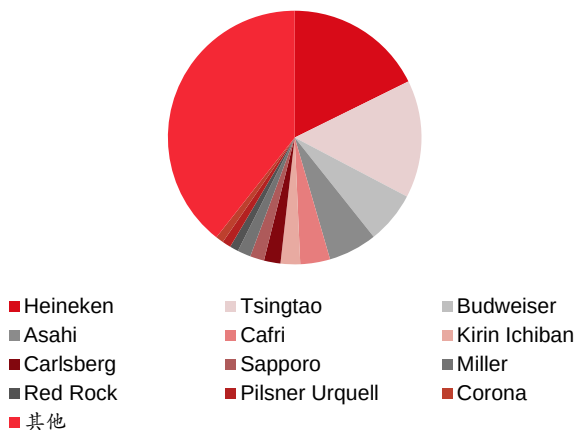
资料来源: 欧睿数据, 方正证券研究所
注: 图中列出市占率>1%的品牌

图表78:美国中档价格带各品牌竞争格局-销量 (%)



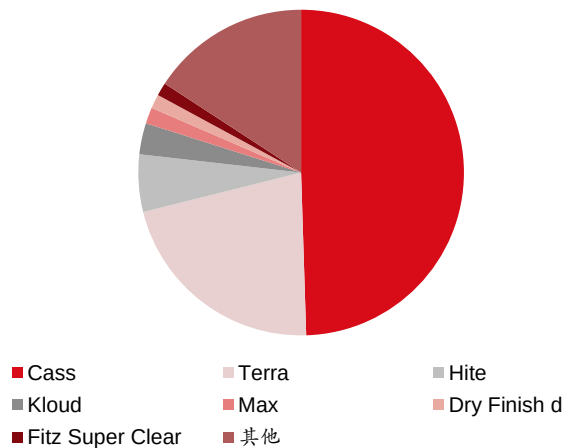
资料来源: 欧睿数据, 方正证券研究所
注: 图中列出市占率>1%的品牌

图表79: 韩国高端价格带各品牌竞争格局-销量 (%)



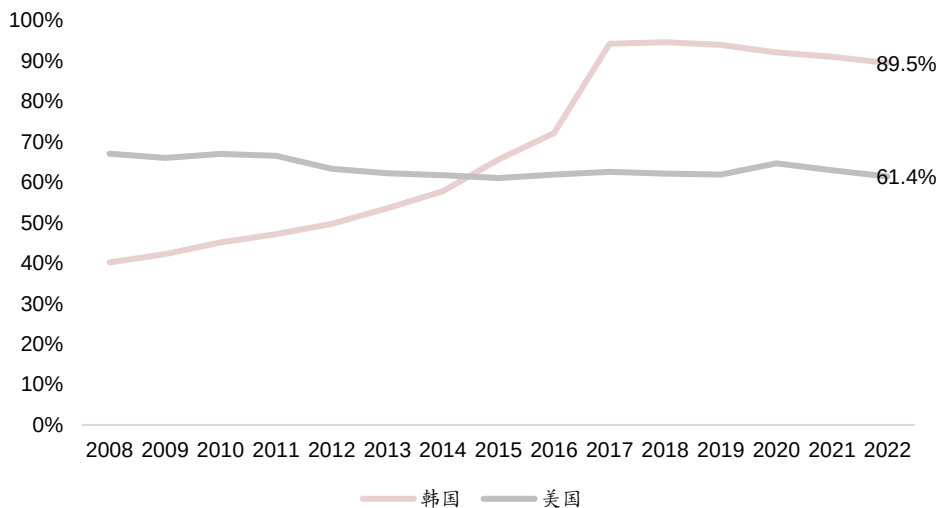
资料来源：欧睿数据，方正证券研究所
注：图中列出市占率>1%的品牌

图表80: 韩国中档价格带各品牌竞争格局-销量 (%)



资料来源：欧睿数据，方正证券研究所
注：图中列出市占率>1%的品牌

图表81: 美/韩高档啤酒价格带进口品牌销量占比



资料来源：欧睿数据，方正证券研究所

当前各啤酒企业通过高端化布局，已在供给端搭建起完整的产品矩阵，并形成各自主力大单品。从产品矩阵布局上看，华润啤酒/百威亚太/重庆啤酒搭建起“国内+国外”品牌矩阵，其中华润啤酒为“4+4”产品矩阵，百威亚太为“六大高端化旗舰品牌”，重庆啤酒为“6+6”产品矩阵。青岛啤酒采用“1+1”品牌战略，燕京啤酒搭建起“1+3”品牌矩阵。从主力大单品角度看，超高端价格带（15 元+）强势单品以国外品牌为代表：百威（福佳白、科罗娜、蓝妹），重啤（1664）；高端价格带（12-15 元）强势大单品为：华润啤酒（喜力、喜力星银）；重啤（乌苏）。普高档价格带（10-12 元）主力大单品以纯生（雪花纯生、青岛纯生），百威经典，青岛白啤为主。次高档价格带（8-10 元），各家均有成规模的单品布局，分别为华润啤酒（Super X）、百威亚太（哈啤）、重庆啤酒（乐堡）、青岛啤酒（青岛 1903）、燕京啤酒（U8、漓泉 1998）。

图表82: 啤酒品牌各价格带布局

	价格带	华润啤酒	百威亚太	重庆啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒
超高	15元≤P	 匠心营造  雪花脸谱	 福佳白  科罗娜  蓝妹	 1664  夏日纷	 青岛黑啤  鸿运当头	 狮王精酿
高档	12≤P<15元	 喜力 (星银)  马尔斯绿	 百威金尊 (等创新产品)	 疆外乌苏	 皮尔森  奥古特	 燕京八景  皮尔森S12
普高	10≤P<12元	 雪花纯生  老雪花	 百威经典	 乐堡纯生  重啤纯生	 青岛纯生  全麦白啤	 U8 plus  V 10
次高	8≤P<10元	 勇闯天涯SuperX	 哈啤冰纯	 乐堡  疆内乌苏	 青岛1903	 燕京U8  漓泉1998
中档	6≤P<8元	 勇闯天涯	 雪津	 重庆国宴	 青岛经典	 燕京精品  无醇啤酒
主流及以下	P<6元	 雪花清爽  雪花冰酷	 金士百  雁荡山	 山城啤酒  33系列	 崂山啤酒  汉斯啤酒	 漓泉啤酒  燕京啤酒

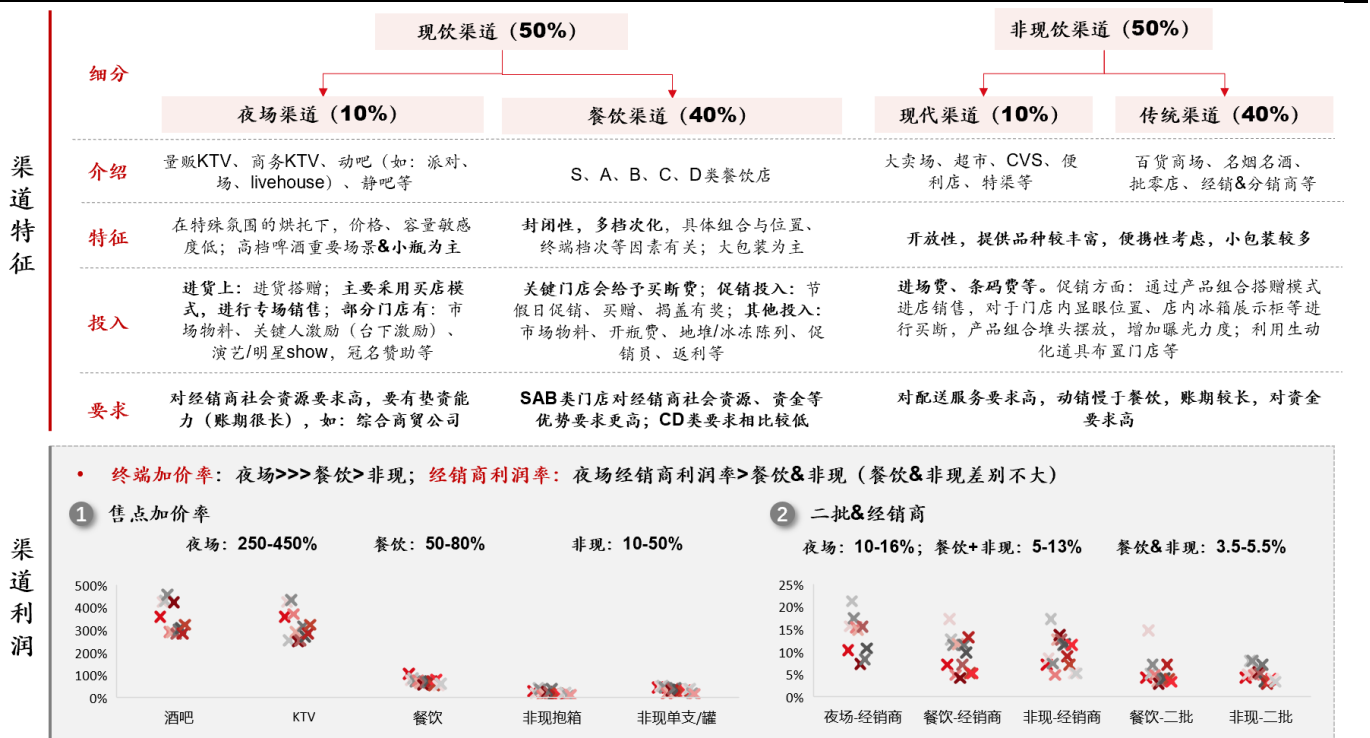
资料来源：京东商城，方正证券研究所

注：强调部分为各大品牌重点发力大单品

3.2.2 渠道端：渠道仍是高端化竞争关键要素，渠道改革进程持续推动

渠道仍是竞争的关键要素，高端啤酒注重优质经销商和制高点门店的抢占。从啤酒行业渠道结构看：现饮和非现饮渠道各占一半。其中现饮渠道可进一步分为餐饮和夜场（娱乐），分别占比 40%/10%；非现饮进一步分为现代渠道和传统渠道，分别占比 40%/10%。其中夜场和 A、B 类餐饮渠道是高端啤酒的重要销售渠道（2021 年夜场渠道占百威收入的 38%，在超高端单品科罗娜和福佳中，夜场渠道收入贡献更高，占比 62%）。夜场&高端餐饮渠道的经营，对于经销商社会资源、垫资能力、人力资源等要求更高，终端议价权也更大。从售点加价率看，以百威在粤东市场的情况为例，夜场的加价率在 250-450%之间，餐饮渠道加价率在 50-80%，非现饮渠道在 10-50%。夜场加价率远大于餐饮大于非现饮。从经销商利润率看，夜场经销商利润率也高于餐饮&非现渠道。优质经销商资源在高端化发展中作用重大，根据华润在 2021 雪花渠道伙伴大会上的披露，TOP200 客户（占总经销商数量 1.4%），贡献了 superX 11%的销量和 17%的增量；贡献了马尔斯绿 21%的销量和 24%的增量；贡献了纯生 27%的销量和 48%的增量；贡献了喜力 49%的销量和 52%的增量。除优质经销商资源外，制高点终端，在高端啤酒区域销售中，起到了“以点带面”的重要作用。制高点终端指：在一定商圈/区域内有代表性的 2-3 家门店。啤酒企业通过对“制高点”黄金资源的抢占，可以实现“以点带面”，影响整条街/商圈的其他门店。

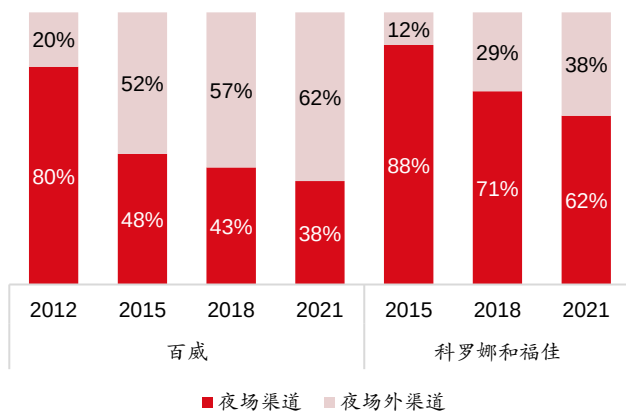
图表83:啤酒行业各渠道特征



资料来源:《百威(中国)粤东市场营销策略研究》等,方正证券研究所

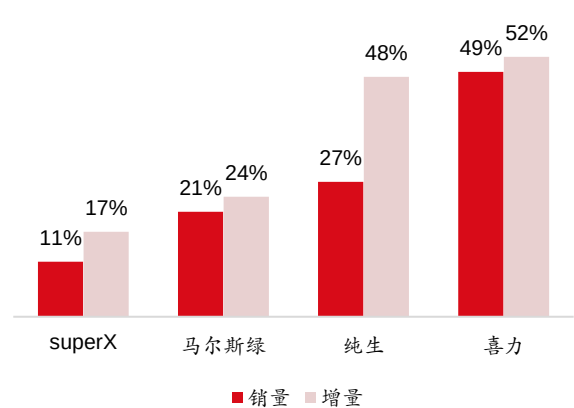
注:渠道利润数据来源于百威粤东地区市场数据,不同区域&品牌存在差异

图表84:百威各渠道收入贡献情况(%)



资料来源:百威亚太官网,方正证券研究所

图表85:大客户在高端化发展中作用重大(%) - Top200 客户贡献

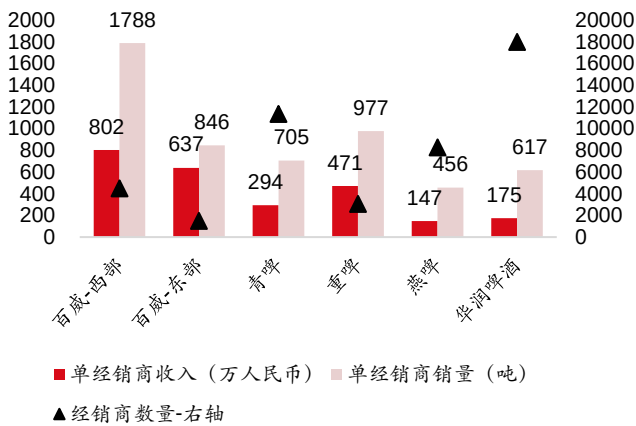


资料来源:酒业家,方正证券研究所

当前各酒企在高端渠道管理上重视大客户开发与服务。各主要企业由于前期高端化开展的节奏有所差异,在高端渠道建设上积累不同,百威作为高端化行业龙头,开展高端化建设较早。从经销商体量上看,百威亚太经销商体量高于啤酒行业主要公司,2019年,百威亚太西部地区单经销商平均收入规模为802万元,销量规模为1788吨;收入规模为其他主要公司的2-5倍;销量规模为2-4倍。且百威亚太配备销售人员数量充足,平均每个经销商有2.6个销售人员服务,远高于青啤/重啤/燕啤,分别为0.9/1.0/0.8。在大客户管理上,搭建大客户层级平台,百威大使数量从2019年的6位增长至2023年的8位;“精英俱乐部+精英挑战者”数量从2019年的63位增长至2023年的81位。华润啤酒此前采用深度分销模式,经销商普遍体量小。为适应高端化发展要求,华润啤酒自2019年开始,通过“铸剑行动”、建立高端大客户平台“三华会”、开展“火尖

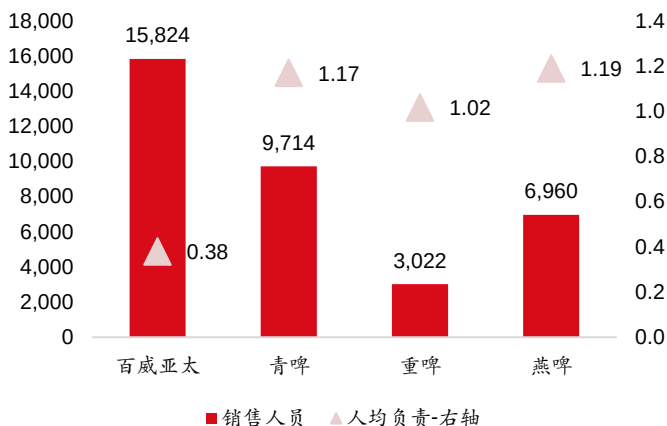
枪”培训、推出“千街万店”规划等补齐高端化渠道短板。并将在 2024 年赋予大客户更大的决策权，把大部分终端费用交给客户自己操作。

图表86:主要公司经销商情况对比 (万人民币/吨/家)



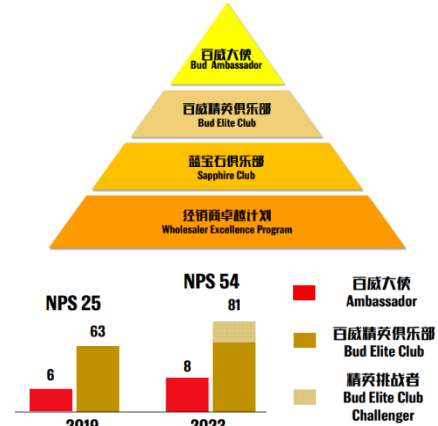
资料来源:百威亚太招股书,各公司财报,小食代,方正证券研究所;注:华润啤酒为2020年数据;百威为2019年数据;燕京啤酒为2022年数据;其余为2023年数据

图表88:主要公司销售人员数量及人均负责经销商情况对比 (人、家/人)



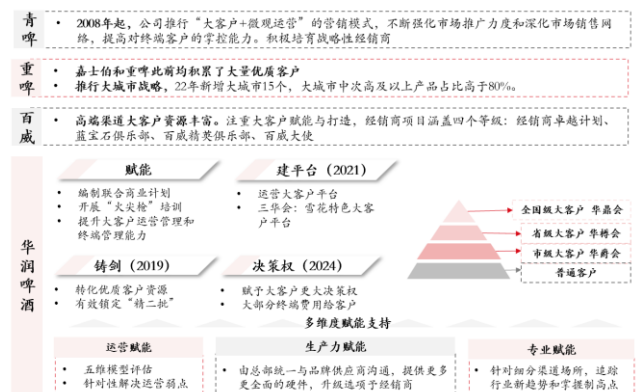
资料来源:百威亚太招股书,各公司财报,方正证券研究所;注:百威为2019年数据;燕京啤酒为2022年数据;其余为2023年数据

图表87:百威经销商分级架构及核心经销商数量变动



资料来源:百威亚太投资者日,方正证券研究所

图表89:各主要啤酒企业大客户渠道策略

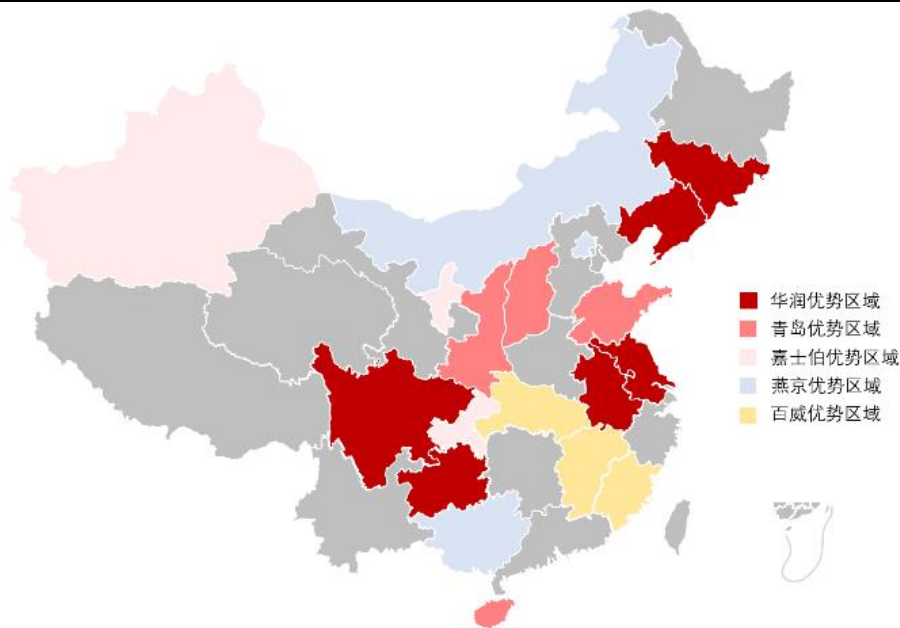


资料来源:华润啤酒官网,百威投资者日,重啤公告,方正证券研究所

3.2.3 区域端:各区域发展成熟度差异较大,升级区域特征明显

区域割据的竞争格局,龙头酒企掌握各自基地市场。啤酒行业历经多年竞争,已形成较为稳定的区域割据格局,其中华润啤酒优势地区为吉林、辽宁、安徽、江苏、四川、贵州等;青岛啤酒优势地区为山东、陕西、山西、海南等;重庆啤酒优势地区主要分布在新疆、重庆、宁夏等区域;百威亚太优势地区分布在江西、福建、湖北等区域;燕京啤酒的主要市场为内蒙古、北京和广西市场。

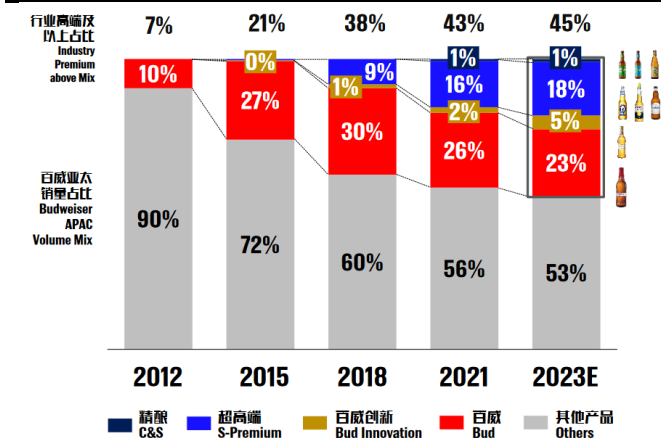
图表90: 五大啤酒市占率竞争格局



资料来源：啤酒板，方正证券研究所

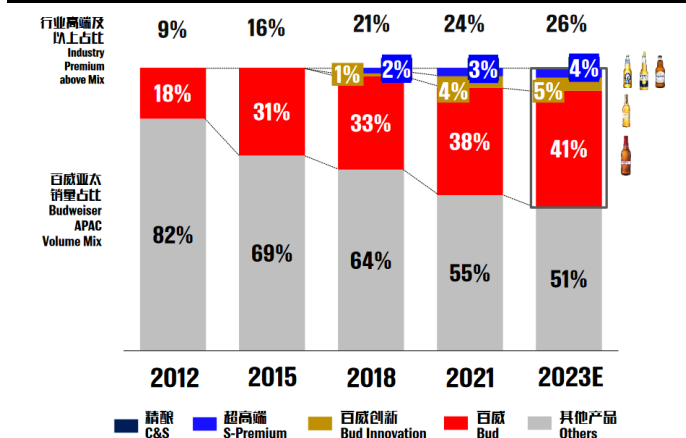
高端化升级区域特性明显。由于各地经济水平差异较大，且各地高端化市场教育阶段不同。如：虽然浙江省人均 GDP 高于福建省，但 2021 年百威/百威创新/超高端在福建和浙江省销量结构分别为 26%/2%/16%和 38%/4%/3%。从结果上看，福建省高端及以上啤酒销量占比更高。原因是：福建省作为百威深耕省份，高端化市场教育程度较完善。

图表91: 福建省啤酒销量结构



资料来源：百威亚太投资者日，方正证券研究所

图表92: 浙江省啤酒销量结构

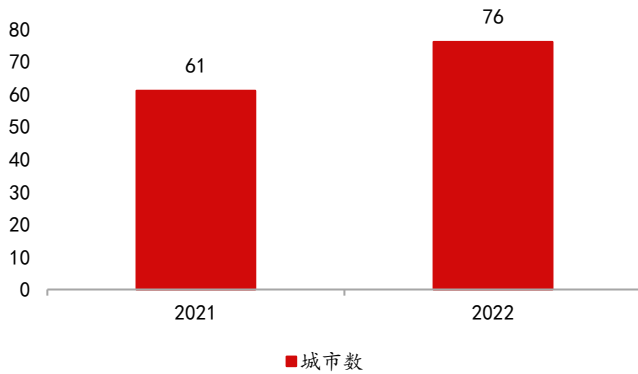


资料来源：百威亚太投资者日，方正证券研究所

在高端化区域拓展进程中，各酒企首选高端化高地市场以及各自优势区域进行升级。其中：华润啤酒在高端化区域拓展上强调“两省五市、八大高地、N 个重点省会”战略布局，包含：两省：浙江、福建；五市：北上广深港；八大高地：成都、武汉、重庆、杭州、南京、郑州、西安、天津；青岛啤酒以“一纵两横”规划市场建设，“一纵”指沿海省份，南起海南，北到黑龙江，包括广东、福建、浙江等；“两横”分别指沿黄河战略带和沿长江战略带；百威亚太搭建精细地域扩张模型，持续拓展高端及超高端的地域布局；重庆啤酒先后启动“扬帆 22”及“扬帆 27”计划，在强势市场和核心大城市推广高端化产品；燕京啤

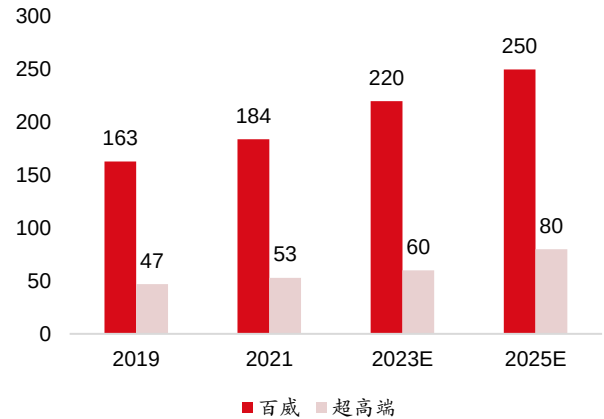
酒率先在华北基地市场铺开高端化大单品 U8，带动 21/22 年燕啤华北区域营业收入增长 18%/17%（超过公司整体增速水平 11%/9%）。

图表93:重庆啤酒“大城市计划”覆盖城市数



资料来源：重啤年报、方正证券研究所

图表94:百威/超高端分销地级市数量



资料来源：百威亚太投资者日，方正证券研究所

图表95:燕京啤酒华北区域收入及增速变动情况（亿元，%）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表96:青岛啤酒一纵两横市场建设战略

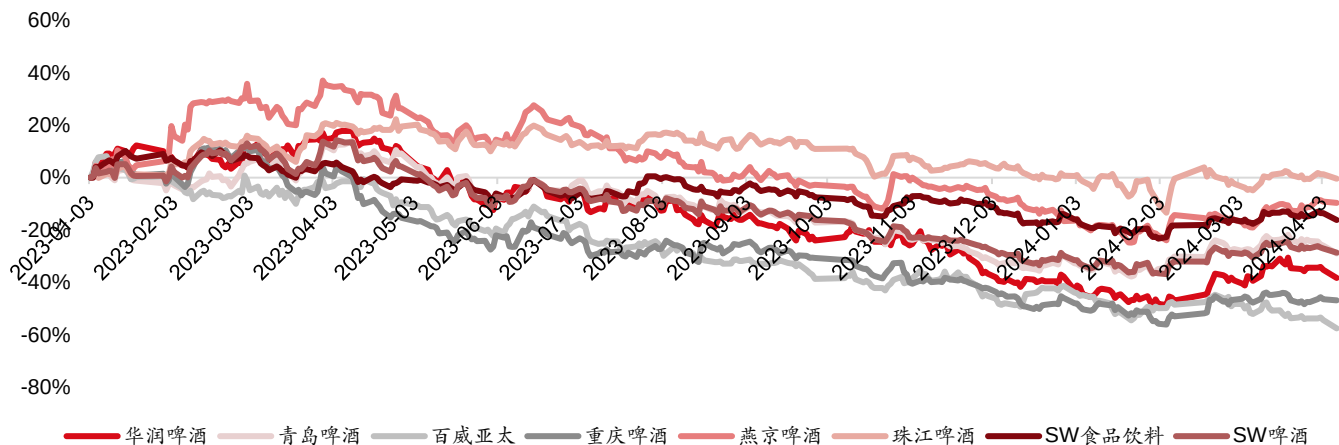


资料来源：青岛啤酒业绩说明会资料，方正证券研究所

4 当前情况&展望：估值已具备性价比，价值布局机会凸显

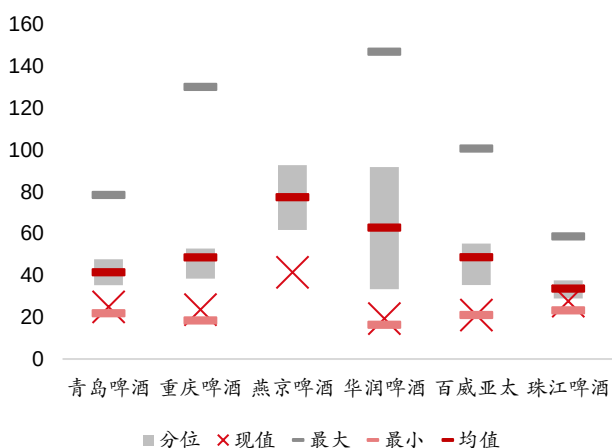
啤酒板块估值仍处历史低位，具备价值布局机会。随着外部经济环境承压，市场对于啤酒消费升级的担忧提升。23Q2 以来需求较弱，叠加 23Q3 “外部极端天气环境+高基数+消费疲软”下，销量承压。啤酒板块 23 年 4 月以来估值持续下探，截至 2024 年 4 月 8 日，啤酒板块相对 2023 年年初累计跌幅达 28.7%。具体到各主要啤酒公司，截至 2024 年 4 月 8 日，青啤/重啤/燕啤/润啤/百威亚太/珠江 PE-TTM 分别为 25/24/41/19/21/28，已降至过去五年的最低值附近。

图表97:2023 年年初至今啤酒板块及主要公司累计收益率



资料来源: , 方正证券研究所

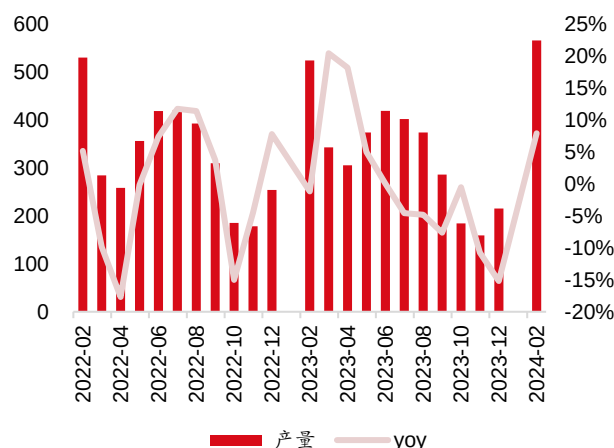
图表98:主要啤酒公司近五年估值水平 (PE-TTM)



资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 已删除燕京啤酒最大/最小值, 分位指: 25-75 分位数区间

图表99:啤酒月度产量情况 (万吨, %)

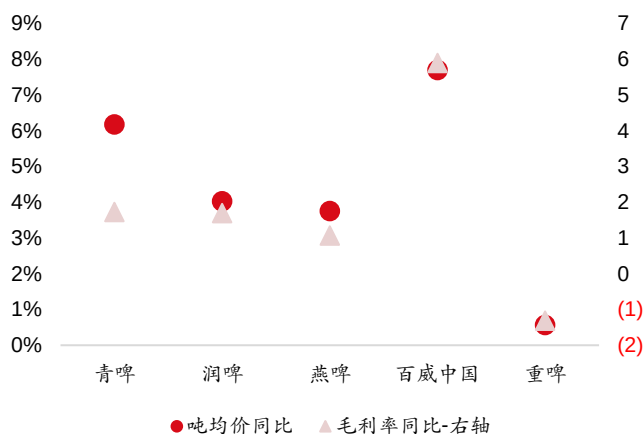


资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 2月产量为当年1-2月累计产量

23 年啤酒升级持续, 但消费疲软下升级速度仍受到影响。整体看, 23 年啤酒行业主要公司吨价/毛利率持续提升, 产品结构持续升级, 各酒企高端大单品持续增长 (如: 润啤喜力 23 年销量同比增长近 60%; 纯生实现双位数增长; 百威金尊和黑金等创新产品实现双位数增长)。但外部消费大环境疲软下, 升级速度仍受到一定影响, 如: 重啤 10 元以上价格带增速承压 (自身渠道调整+外部消费疲软), 主流价格带增速较高。

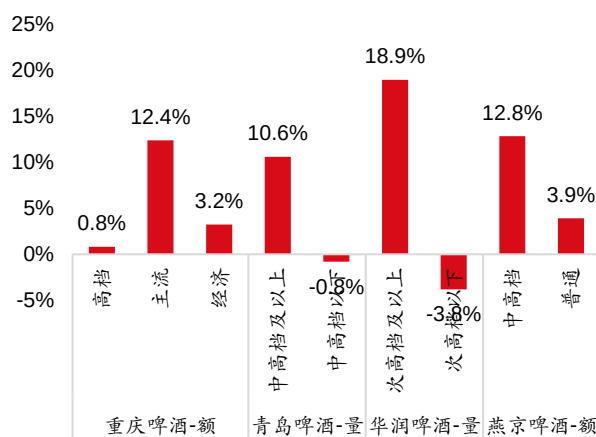
图表100:23 年主要啤酒公司吨价/毛利率同比变化情况(%, pct)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

注: 其中燕京啤酒为 23Q1-3 数据; 百威吨均价同比为西部区域内生增速; 毛利率同比为整体内生增速

图表101:23 年主要啤酒公司分结构销量/销售额同比



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

注: 其中燕京啤酒为 23H1 数据; 重庆啤酒为 23Q1-3 数据

展望 2024 年, 我们认为啤酒行业结构升级持续、同时看好成本红利对盈利能力的增厚作用。成本端看, 商务部宣布, 自 2023 年 8 月 5 日起, 终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。当前, 大麦价格已经进入下行通道。最新(2024 年 2 月)进口大麦价格为 280.2 美元/吨, 同比下降 31.5%, 较 2022 年最高点下降 31.7%。我们假设毛利率 40%、大麦占成本 15%, 测算大麦成本每下行 10%, 毛利率可提升约 0.9pcts。预计 24 年成本端的改善有望增厚啤酒企业盈利能力。

图表102: 啤酒行业主要原材料价格同比变动情况

	大麦	玻璃	瓦楞纸	铝
2022M1	28.2%	17.3%	9.3%	44.8%
2022M2	21.8%	11.9%	4.3%	43.6%
2022M3	25.7%	-4.6%	-3.2%	33.4%
2022M4	23.1%	15.1%	-1.3%	22.2%
2022M5	26.5%	32.9%	-2.2%	18.6%
2022M6	23.3%	37.9%	-4.6%	9.1%
2022M7	13.9%	49.8%	-5.9%	-2.9%
2022M8	35.1%	45.8%	-6.9%	-5.0%
2022M9	34.2%	46.9%	-6.8%	-19.0%
2022M10	29.1%	29.5%	-12.3%	-24.2%
2022M11	32.6%	20.7%	-15.7%	-8.1%
2022M12	38.0%	18.6%	-13.1%	-5.5%
2023M1	31.2%	18.1%	-13.3%	-15.0%
2023M2	30.9%	30.3%	-14.2%	-18.1%
2023M3	15.8%	22.4%	-11.0%	-19.6%
2023M4	9.7%	-0.8%	-10.0%	-14.1%
2023M5	1.3%	15.0%	-11.3%	-11.5%
2023M6	-4.3%	4.2%	-20.4%	-8.5%
2023M7	0.1%	15.7%	-21.3%	-1.0%
2023M8	-23.7%	17.5%	-21.0%	-2.6%
2023M9	-20.6%	26.1%	-18.2%	1.5%
2023M10	-23.6%	21.4%	-15.2%	-0.8%
2023M11	-24.9%	26.6%	-16.1%	-1.7%
2023M12	-29.5%	21.4%	-12.4%	-3.3%
2024M1	-31.2%	13.5%	-11.1%	1.0%
2024M2	-31.5%	16.9%	-10.0%	-1.5%
变动22M1-23M12				

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表103: 大麦成本下行对毛利率影响的敏感性测算 (pcts)

	-6%	-8%	-10%	-12%	-14%	-16%	-18%
34%	0.59	0.79	0.99	1.19	1.39	1.58	1.78
36%	0.58	0.77	0.96	1.15	1.34	1.54	1.73
38%	0.56	0.74	0.93	1.12	1.30	1.49	1.67
40%	0.54	0.72	0.90	1.08	1.26	1.44	1.62
42%	0.52	0.70	0.87	1.04	1.22	1.39	1.57
44%	0.50	0.67	0.84	1.01	1.18	1.34	1.51
46%	0.49	0.65	0.81	0.97	1.13	1.30	1.46
48%	0.47	0.62	0.78	0.94	1.09	1.25	1.40

资料来源: 方正证券研究所, 注: 假设大麦成本占比 15%

5 投资建议

高端化空间仍充足、确定性强, 当前估值已降至历史低位, 迎来价值布局机会。23 年至今受“外部经济压力下消费升级减速”的影响, 市场对啤酒中长期高端化趋势表示担忧, 当下龙头估值回落至近五年低位。我国啤酒结构升级空间仍充足确定性强, 同时啤酒行业龙头已达成“高端化高质量发展+盈利诉求”的共识, 在“产品+渠道+区域”端持续推动啤酒行业升级的举措下, 我国啤酒行业高端化具备韧性, 有望在外部经济环境承压下, 延续升级趋势。叠加 24 年大麦成本红利兑现的β。我们认为, 当前啤酒板块具备价值布局机会, 建议关注具备“α大单品喜力+强渠道掌控力”的华润啤酒; “基地市场把控力强, 非基地市场提速明显”的青岛啤酒; “改革进程加速, 盈利持续兑现的”燕京啤酒;

“持续推进改革，品牌矩阵特色突出”的重庆啤酒；“品牌+渠道”优势凸显的百威亚太。

6 风险提示

市场竞争加剧，原材料价格上涨、高端化不及预期等

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com