

啤酒行业深度报告

海外对比系列报告 1：美国啤酒行业定价与结构升级复盘

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

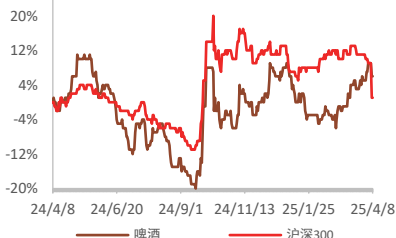
联系人 黄馨平

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)	1,351.61
利润总额(亿元)	291.86
行业平均 PE	30.10
平均股价(元)	26.99

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《空间充足韧性强，高端化步履稳健》
2024.04.11

本篇报告，我们聚焦美国啤酒行业吨价表现和产品结构升级两个核心问题进行复盘：

问题 1：行业层面（BPI）和公司层面（龙头百威 ASP）不同阶段如何表现？

我们认为价格表现，主要受竞争格局+CPI 环境影响，此外由于啤酒行业寡头垄断格局的特征，龙头战略在其中也起到重要作用。具体看：

1) 价格表现的最终现象：

格局出清前，定价环境压力较大，BPI 跑输 CPI（平均看，1953-1998 年 BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 74%左右，部分竞争激烈时期跑输幅度更大，BPI-CAGR/CPI-CAGR 在 50%+左右），龙头百威 ASP 跑输 BPI（平均看，1953-1998 年 ASP-CAGR 为 BPI-CAGR 的 88%左右，为 CPI-CAGR 的 65%左右，部分竞争激烈阶段跑输幅度更大，ASP 增速为负）。其中仅有吨价快速上升年份，ASP & BPI 能跑赢 CPI，但跑输成本涨幅。

格局出清后（1999 年之后），BPI 基本紧贴 CPI（平均看，1999-2004 年 BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 94%），部分年份跑赢 CPI。龙头百威 ASP 同时跑赢 BPI 和 CPI（平均看，1999-2007 & 2010-2024 年，ASP-CAGR 分别为 BPI-CAGR/CPI-CAGR 的 117%/103%）。

2) 背后的龙头战略：

啤酒作为寡头垄断市场的代表，定价本质是参与者之间的价格博弈。行业龙头的战略在市场价格表现中起决定性作用。百威在美国市场重视价格&利润&高端品牌形象。在竞争激烈时，不主动发起折扣战，采取竞争性价格折扣策略被动迎合价格战。在竞争环境改善后，引领行业提价（保持涨价幅度贴近 CPI&部分年度超过 CPI）、降低折扣及高端化。产品结构升级+提价引领下，1999-2024 年百威英博-美国市场 ASP 跑赢 CPI。

3) 对应到利润端表现：

2008-2017 年，成本端压力整体较小+价格表现跑赢 CPI，百威英博北美区域毛利率&正常化 EBIT-%持续提升（平均年提升幅度均在 1pcts+）。

问题 2：美国啤酒行业的结构升级？

我们认为啤酒行业历经两轮产品结构升级，其中：1) 第一轮升级本质为，高端全国化酒厂的旗舰品牌对区域性品牌替换带动的结构升级；2) 第二轮升级由“超高端+进口+精酿+啤酒替代品”引领，实质是“高端+多元化”并行发展。

从当前截面数据看，“进口+精酿+Beyond Beer”销量占比 40%左右。销量口径下，美国啤酒行业中，啤酒类别总计占比 86%，其中：传统国内啤酒共计占比 59%，国内超高端/国内高端/国内高端以下啤酒分别占比 9%/31%/18%；进口/精酿啤酒分别占比 20%/7%。非啤酒类别共计占比 14%，其中：无醇啤酒/苹果酒/硬苏打水/麦芽风味饮料分别占比 1%/1%/6%/7%。

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

从对市场格局的影响角度看，随着美国啤酒市场多元化程度提升，品牌数量增多，品牌口径格局分散，头部通过布局多个品牌占据领导地位。“进口啤酒+精酿+麦芽饮料+硬苏打水”四大主要品类龙头均非美国工业啤酒龙头。其他品类占比提升一定程度上蚕食龙头市占率。原有工业啤酒龙头主要通过收并购+开发新产品应对新品类趋势，但市占率仍有所下滑。其中：进口啤酒品类内部格局集中，CR2 达到 70%+，该品牌已被百威英博收购，但出于反垄断限制美国业务被出售；精酿啤酒行业格局分散程度最高，且尾部长尾，头部公司市占率也不高；“麦芽饮料+硬苏打水”品类龙头公司为 Boston Beer 和 Mark Anthony，创新程度高引领的新品类。

风险提示：行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境变化风险等。

正文目录

1 定价：格局稳定后，BPI 紧贴 CPI/ASP 跑赢 CPI，龙头引领性作用	6
1.1 量：总适龄人口增长延缓总销量下滑，国产工业啤酒被进口+精酿侵蚀	6
1.2 格局：寡头垄断市场，2000 年后行业基本出清	8
1.3 价：格局稳定后，BPI 紧贴 CPI；百威降低货折+推动升级，ASP 跑赢 CPI	12
1.3.1 问题 1：BPI/CPI/百威 ASP 比较	12
1.3.2 问题 2：龙头在价格表现中起到什么作用？	16
1.4 利润：提价顺利+成本压力小阶段，毛利率&利润率年提升幅度 1pcts+	20
2 结构升级：第二轮结构升级对应产品多元化明显	23
2.1 总述两轮升级：第二轮结构升级对应产品多元化明显	23
2.2 当前结构：更多元化，“进口+精酿+Beyond Beer”销量占比 40%左右	23
2.2.1 美国当前啤酒行业产品结构？	23
2.2.2 创新周期：1970 年中期开始，传统美国啤酒生产商推新节奏加快	24
2.2.3 背后动因：对多元化口味的需求	26
2.2.4 格局：品牌数量增多，格局分散，头部通过布局多个品牌占据领导地位	27
3 风险提示	32

图表目录

图表 1: 美国啤酒销量变动情况 (百万桶)	7
图表 2: 美国适龄饮酒人口变化 (亿人)	7
图表 3: 美国适龄人口人均饮用啤酒量 (桶/人)	7
图表 4: 进口啤酒销量及占比变动情况 (百万桶, %)	8
图表 5: 精酿啤酒产量及占比变动情况 (百万桶, %)	8
图表 6: 美国啤酒总销量/国内啤酒销量/国内工业啤酒销量变动情况 (百万桶)	8
图表 7: 美国啤酒市场竞争格局变化 (%)	9
图表 8: 美国国内工业啤酒市场 CR1/CR3/CR5 变动 (%)	9
图表 9: 美国工业啤酒酿造厂数量 (家)	9
图表 10: 美国啤酒市场份额排名第 1-5 名不同时间段内市场份额变动情况 (%)	10
图表 11: 美国啤酒行业利润率表现 (%)	11
图表 12: 美国市场整体 cpi, 酒类 cpi, 啤酒 cpi 对比 (%)	13
图表 13: 美国啤酒市场滞胀期前 (1953-1968 年), 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)	13
图表 14: 美国市场同样规格的高端与主流啤酒价格差	14
图表 15: 美国啤酒市场滞胀期 (1969-1983 年), 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)	14
图表 16: 美国啤酒市场滞胀期后, 百威被并购前 (1984-2007 年) 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)	15
图表 17: 百威被收购后 (2008-2024 年), 美国啤酒市场吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)	16
图表 18: 百威财报中对“格局尚未出清+行业竞争激烈”阶段价格策略及竞争环境的描述	17
图表 19: 美国啤酒行业吨收入表现 (美元/桶)	18
图表 20: 百威财报中对格局出清后, 价格策略及竞争环境的描述	18
图表 21: 07-11 年美国啤酒行业表现情况 (%)	19
图表 22: 百威英博北美区域表现情况 (美元/吨, %)	19
图表 23: 百威英博美国产品结构变动情况 (%)	20
图表 24: 百威英博美国出厂价格变动与 CPI 比较	20
图表 25: 百威英博折扣幅度持续下降	20
图表 26: Stella Artois 美国销量变动情况	20
图表 27: 百威 1951-2007 年盈利能力变动情况 (%)	21
图表 28: 百威英博-北美区域 2008-2024 年盈利能力变动情况 (%)	22
图表 29: 百威英博北美区域收入&销量变动情况 (%)	22
图表 30: 百威英博北美区域正常化 EBIT 变动 (亿美元, %)	22
图表 31: 美国啤酒行业结构升级情况 (%) -销量口径	23
图表 32: 美国啤酒行业结构 (%) -销售额口径	24
图表 33: 美国啤酒行业结构 (%) -销售量口径	24
图表 34: 美国啤酒行业售价 (美元/箱)	24
图表 35: 美国市场不同类别啤酒市场份额 (%)	25
图表 36: 1950-2002 年啤酒厂销售品牌/标签数量	25
图表 37: 美国啤酒行业 2000 年之前产品推新节奏-1970 年代中期后推新节奏明显加快	26
图表 38: 美国啤酒行业不同细分类别集中度表现 (%)	27
图表 39: 国内高端啤酒竞争格局 (%) -销售量口径	28
图表 40: 国内超高端啤酒竞争格局 (%) -销售量口径	28
图表 41: 国内高端以下啤酒竞争格局 (%) -销售量口径	28
图表 42: 进口啤酒竞争格局 (%) -销售量口径	28
图表 43: 精酿竞争格局 (%) -销售量口径	29
图表 44: 苹果酒竞争格局 (%) -销售量口径	29
图表 45: 硬苏打水竞争格局 (%) -销售量口径	29

图表 46: 麦芽风味饮料竞争格局 (%) -销售量口径.....	29
图表 47: 无醇啤酒竞争格局 (%) -销售量口径.....	30
图表 48: 美国啤酒市场品牌市占率变化-销量口径 (%)	31
图表 49: 美国啤酒市场公司市占率变化-销量口径 (%)	31
图表 50: 20 年美国啤酒行业各品牌市占率-销量口径 (%)	32
图表 51: 23 年美国啤酒行业各公司市占率-销量口径 (%)	32
图表 52: 百威英博美国市场各品牌销量分布情况 (%)	32

1 定价：格局稳定后，BPI 紧贴 CPI/ASP 跑赢 CPI，龙头引领性作用

1.1 量：总适龄人口增长延缓总销量下滑，国产工业啤酒被进口+精酿侵蚀

适龄人口人均销量于 1981 年见顶，而后缓慢下滑，但总适龄人口仍在增长，延缓啤酒总销量下滑，行业总销量于 2008 年才见顶。本文定义 18-64 岁人口为美国啤酒适龄饮用人口（简称“适龄人口”）。美国啤酒市场中，虽适龄人口人均销量于 1981 年见顶（1981 年到 2023 年适龄人口人均销量累计-27%，CAGR：-0.8%），但总适龄人口仍在增长（1981 年到 2023 年适龄人口 CAGR：+0.9%），导致整个盘子并未明显缩量，整体行业销量 2008 年才见顶（2008-2023 年累计-18%；CAGR：-0.7%），但“进口品牌份额的提升+精酿啤酒渗透率的提升+啤酒替代品增长”侵蚀国内工业啤酒销量，23 年国内工业啤酒销量相较高点累计下滑 28%。从美国啤酒行业整体销量增速情况看：

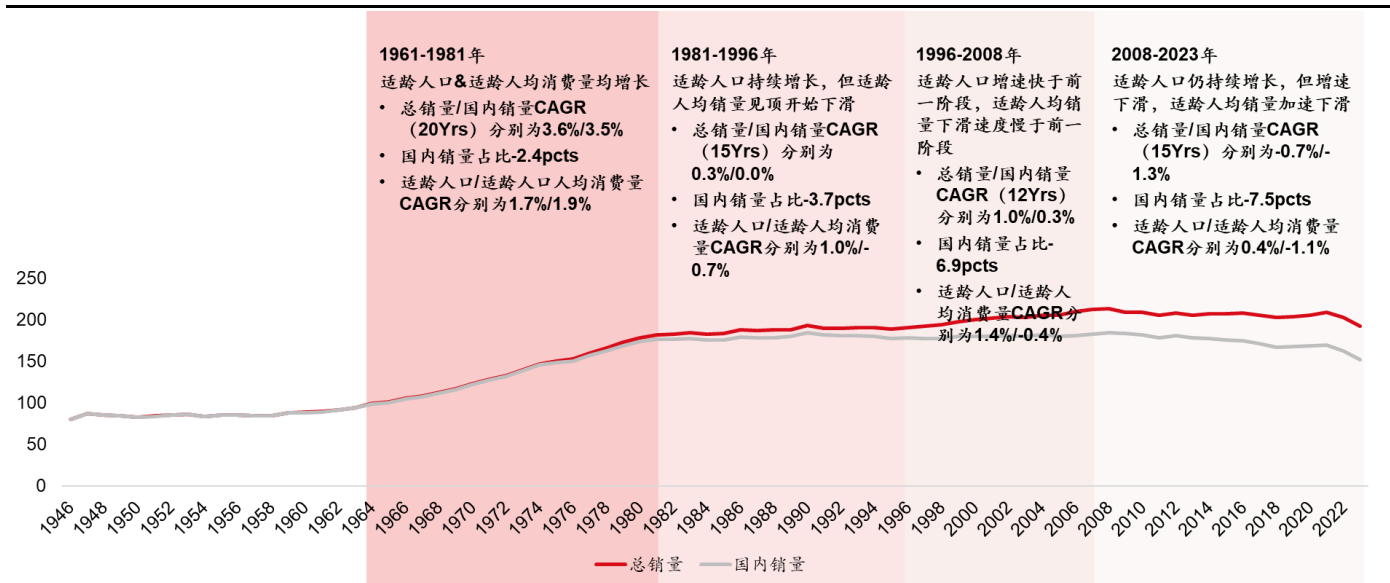
1) 1961-1981 年：美国啤酒行业销量增速最快时间段，总销量/国内啤酒销量 CAGR 分别为+3.6%/+3.5%。对应美国啤酒适龄人口及适龄人均消费量均增长，CAGR 分别为+1.7%/+1.9%；

2) 1981-1996 年：美国啤酒行业销量低速增长，增速较前一阶段下滑幅度较大（总销量/国内啤酒销量 CAGR 分别下滑至+0.3%/+0.0%），主要系：美国适龄人口人均销量于 1981 年见顶后开始下滑，但适龄人口仍持续增长（适龄人口/适龄人均消费量 CAGR 分别为+1.0%/-0.7%）；

3) 1996-2008 年：美国啤酒行业销量增速较上一阶段有所提升（总销量/国内销量 CAGR 分别为+1.0%/+0.3%），但主要增长的是进口销量（进口销量 CAGR 为+7.2%，销量占比从 1996 年的 7%增长 6.9pcts，至 2008 年的 13%），国内销量增速相较前一阶段提升不多。主要系：美国适龄人口增速快于前一阶段，适龄人均销量下滑速度慢于前一阶段（适龄人口/适龄人均消费量 CAGR 分别为+1.4%/-0.4%）；

4) 2008-2023 年：美国啤酒行业销量增速转负（总销量/国内销量 CAGR 分别为-0.7%/-1.3%）。进口销量仍保持增长，但增速有所下滑（进口销量 CAGR 为+2.3%，销量占比从 2008 年的 13%增长 7.5pcts 至 2023 年的 21%）主要系：适龄人口增速下滑&适龄人均销量加速下滑（适龄人口/适龄人均消费量 CAGR 分别为+0.4%/-1.1%）。

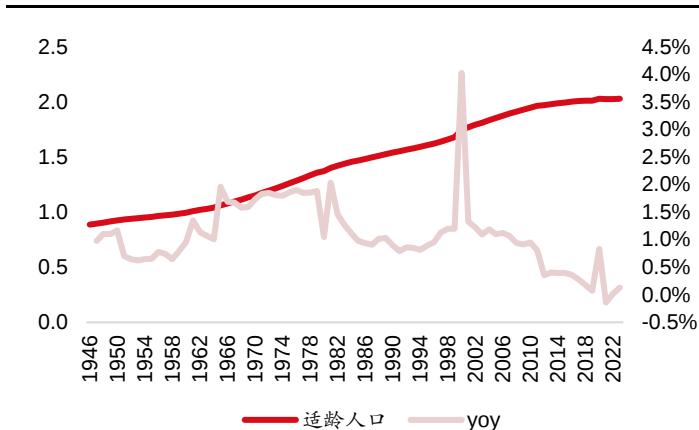
图表1: 美国啤酒销量变动情况 (百万桶)



资料来源: Beer Institute, U. S. Census Bureau, 方正证券研究所

注: 适龄人群选用 18-64 岁人口

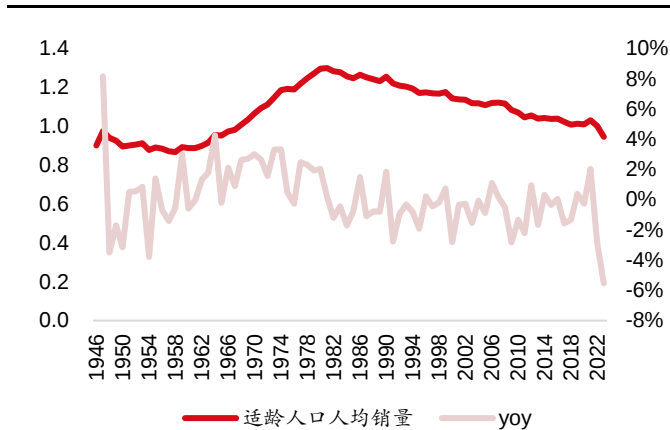
图表2: 美国适龄饮酒人口变化 (亿人)



资料来源: U. S. Census Bureau, 方正证券研究所

注: 适龄人群选用 18-64 岁人口

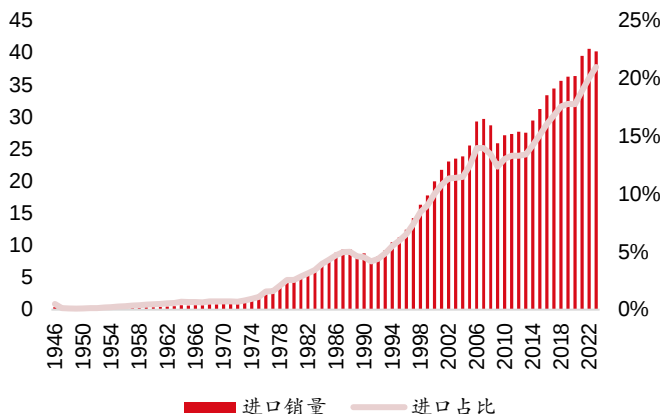
图表3: 美国适龄人口人均饮用啤酒量 (桶/人)



资料来源: Beer Institute, U. S. Census Bureau, 方正证券研究所

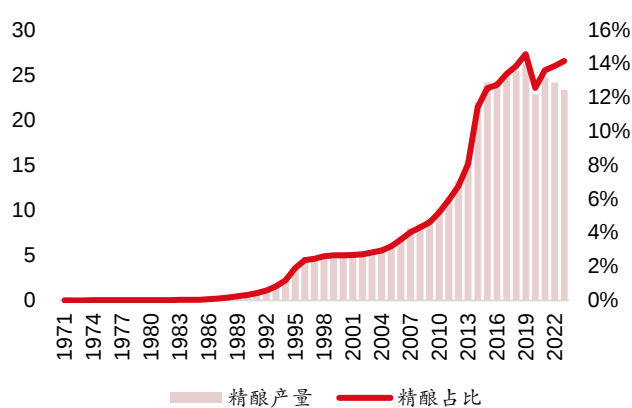
注: 适龄人群选用 18-64 岁人口

图表4:进口啤酒销量及占比变动情况(百万桶, %)



资料来源: Beer Institute, 方正证券研究所

图表5:精酿啤酒产量及占比变动情况(百万桶, %)

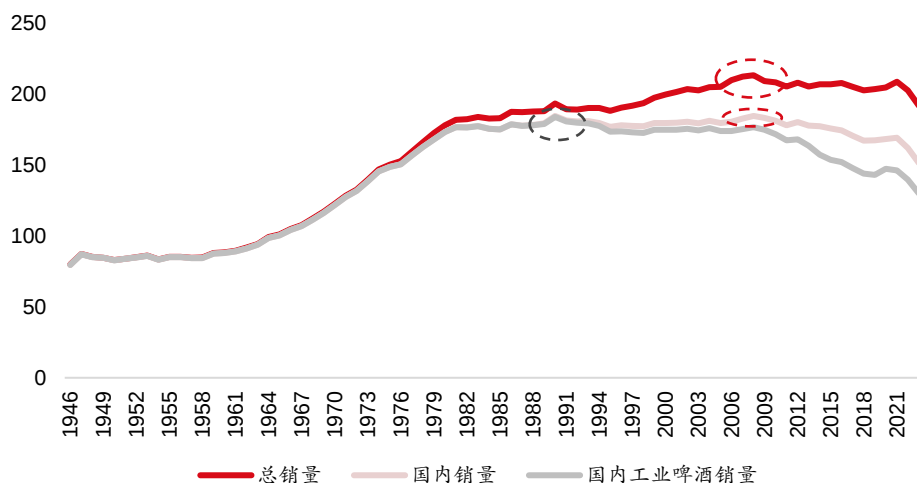


资料来源: Brewers Association, Brewers Almanac, TTB, 方正证券研究所;

注: 精酿定义为 Brewers Association 标准; 占比为占国内产量比重(不包括进口啤酒)

“进口品牌份额的提升+精酿啤酒渗透率的提升+啤酒替代品增长”侵蚀国内工业啤酒销售量, 23 年销量相较高点(1990 年)累计下滑 28.1%, 对应 CAGR-1.0%。考虑到进口&精酿啤酒对国产工业啤酒的侵蚀, 我们测算下, 国产工业啤酒销量见顶时间点更早在 1990 年(总量见顶时间点在 2008 年), 而后 1990-2008 年累计下滑 4.0%, 对应 CAGR-0.2%; 2008-2023 年累计下滑 25.1%, 对应 CAGR-1.9%。2023 年较 1990 年(高点)累计变动-28.1%, 对应 CAGR-1.0%。其中, 进口啤酒/精酿啤酒占美国啤酒总销量比重在 2023 年分别达到 21%/10%。

图表6:美国啤酒总销量/国内啤酒销量/国内工业啤酒销量变动情况(百万桶)



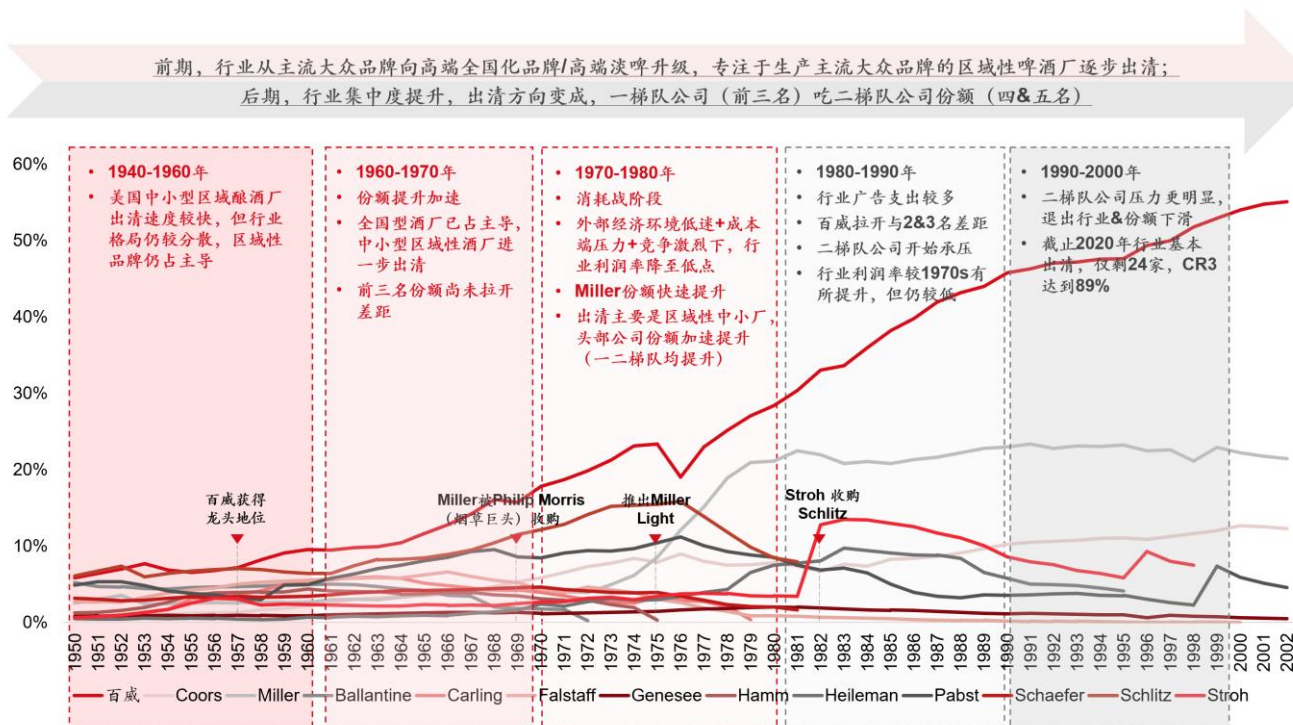
资料来源: Brewers Association, Beer Institute, Brewers Almanac, TTB, 方正证券研究所; 注: 由于精酿为产量数据存在口径出入, 我们采取精酿占比计算精酿销量规模及国内工业啤酒销量规模

1.2 格局: 寡头垄断市场, 2000 年后行业基本出清

寡头垄断市场, 2000 年后行业基本出清。从行业出清节奏看, 美国啤酒行业竞争格局形成周期较长, 大致可分为两个大的阶段。第一阶段为: 从主流大众品牌向高端全国化品牌/高端淡啤升级, 专注于生产主流大众品牌的区域性啤酒厂逐步

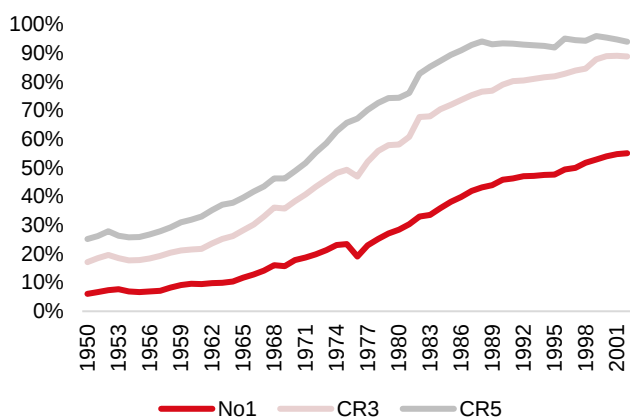
出清。一二梯队公司吃区域性中小酿酒厂份额。第二阶段为：行业集中度进一步提升，出清方向变成，一梯队公司（前三名）吃二梯队公司份额（四&五名）。到具体看：

图表7: 美国啤酒市场竞争格局变化 (%)



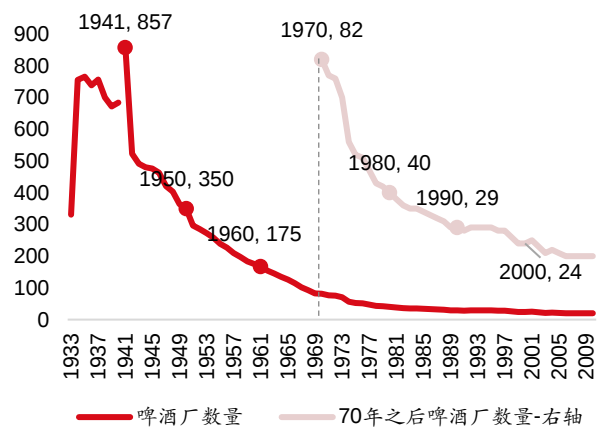
资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

图表8: 美国国内工业啤酒市场 CR1/CR3/CR5 变动 (%)



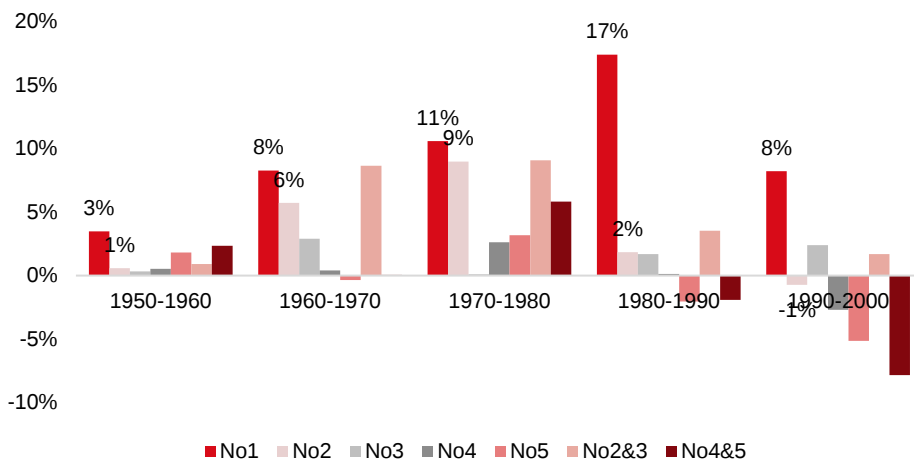
资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

图表9: 美国工业啤酒酿造厂数量 (家)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所

图表10: 美国啤酒市场份额排名第1-5名不同时间段内市场份额变动情况 (%)

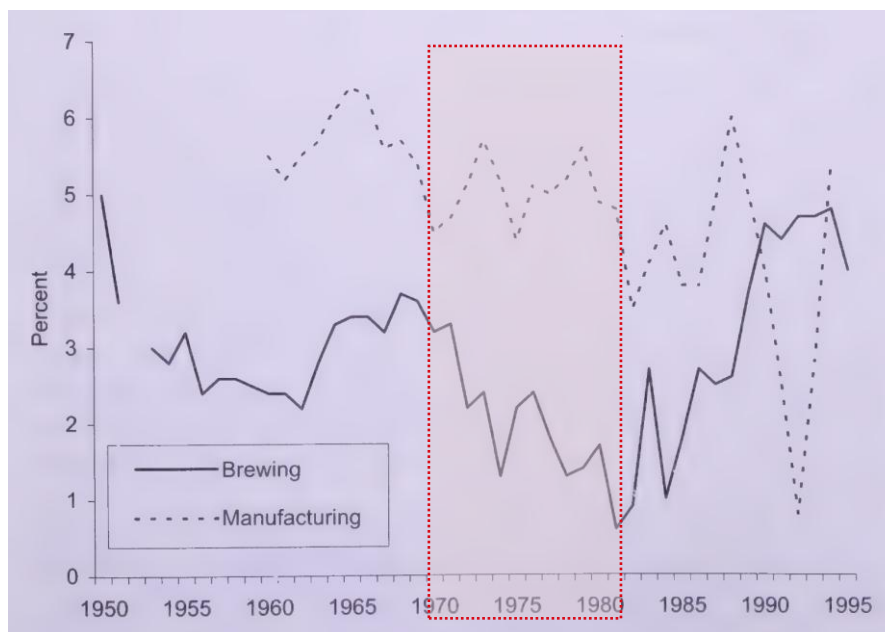


资料来源: The US Brewing Industry, 方正证券研究所

1) 1940-1960 年, 美国中小型区域酿酒厂出清速度较快, 但行业格局仍较分散, 区域性品牌仍占主导。1941-1950 年/1950-1960 年美国工业酿酒厂数量分别减少 507/175 家。虽然这一阶段美国中小型区域酿酒厂出清速度较快, 但截止 1960 年行业集中度仍较低, CR1/CR3/CR5 分别为 9.6%/21.5%/31.9%。区域&价值销量占比 1960 年为 76.6%。

2) 1960-1970 年, 龙头份额提升加速, 全国型酒厂已占主导, 中小型区域性酒厂进一步出清, 但前三名份额尚未拉开差距。1960-1970 年美国工业酿酒厂数量减少 93 家。这一阶段龙头份额提升幅度相比前一阶段明显提速, 且龙二&龙三份额提升较多, 前三名份额并未拉开明显差距。截止 1970 年, 美国啤酒行业前五名的份额分别为 17.8%/12.2%/8.5%/5.8%/4.6%, CR3/CR5 分别为 38.4%/48.9%。根据《The US Brewing Industry》, 截止 1968 年, CR10 达到 66%+, 全国型酒厂已占据主导地位。

图表11:美国啤酒行业利润率表现(%)



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

3) 1970-1980 年, 竞争激烈的啤酒大战阶段, 龙头份额提升进一步加速(一二梯队均有提升)。由于 Miller Lite 单品的成功及 Philip Morris 在营销上的投入, 龙二 Miller 份额提升幅度较大, 龙一&龙二尚未拉开差距。1970-1980 年, 美国啤酒行业竞争激烈, 全国酿酒厂扩大产能和市场份额, 推出新品牌、增加广告支出。同时区域小厂持续退出行业(退出前往往伴随降价促销), 行业价格竞争激烈, 同时外部经济环境对应美国滞胀期, 成本较高, 行业利润率降至低点。这一阶段, 美国工业酿酒厂数量减少 42 家, 龙头份额提升幅度相较前一阶段进一步提速。由于 Miller Lite 单品的成功及 Philip Morris 在营销上的投入, 龙二 Miller 份额提升幅度较大(从 1970 年的 4.1% 提升 17pcts 至 1980 年的 21.1%)。此外, 二梯队(行业排名四五名)公司份额之和, 从 1970 年的 10.5%, 提升至 1980 年的 16.3%。截止 1980 年, 美国啤酒行业前五名的份额分别为 28.4%/21.1%/8.6%/8.5%/7.8%, CR3/CR5 分别为 58.1%/74.4%。

4) 1980-1990 年, 人均销量于 1981 年见顶, 啤酒消费降速。龙一百威份额提升加速, 龙二&龙三份额小幅提升, 龙一与龙二&龙三差距明显。二梯队酿酒厂开始承压。这一阶段, 整体行业竞争仍较激烈, 但整体盈利能力较前一阶段有所好转。人均饮酒量于 1981 年开始见顶下滑, 啤酒行业竞争仍较为激烈。这一阶段, 美国工业酿酒厂数量减少 11 家。龙一百威份额提升加速, 从 1980 年的 28.4% 提升 17pcts 至 1990 年的 45.8%。龙二&龙三份额提升幅度较小(合计 1990 年相比 1980 年份额提升 3.5pcts), 龙一格局确定, 与龙二&龙三拉开明显差距。二梯队(前三名外)酿酒厂开始承压, 第四&五名份额之和从 1980 年的 16.3% 下降至 1990 年的 14.4% (-1.9pcts)。截止 1990 年, 美国啤酒行业前五名的份额分别为 45.8%/23.0%/10.2%/8.6%/5.8%, CR3/CR5 分别为 79.0%/93.4%。

5) 1990-2000 年, 龙一份额持续提升, 龙二&龙三份额基本持平, T2 酿酒厂进一步承压&出清, 到 2000 年, 行业基本出清。虽然 1990 年行业集中度已较高, 但由于 1991 年消费税翻倍&经济环境表现较弱&部分 T2 酿酒厂尚未出清完毕, 1990-2000 年仍有提价压力。这一阶段, 美国工业酿酒厂数量减少 5 家。龙一百威份额

仍持续提升,但幅度放缓,从1990年的45.8%提升8.2pcts至2000年的54.0%。龙二&龙三份额提升幅度较小(合计2000年相比1990年份额提升1.7pcts)。二梯队(前三名外)酿酒厂进一步承压&出清(Heileman于1996年退出行业,Stroh于1999年退出行业),第四&五名份额之和从1990年的14.4%下降至2000年的6.5%(-7.9pcts)。截止2000年,行业基本出清,美国工业酿酒厂仅剩24家,其中前五名份额分别为54.0%/22.3%/12.6%/5.9%/0.6%,CR3/CR5分别为88.9%/95.5%。

整体看,行业集中度持续提升。但受反垄断法限制,整合过程中退出行业的中小型酒厂多被经营相对成功的中型酒厂并购。一方面,延缓了行业出清的时间;另一方面,收购后往往伴随对被收购品牌商誉剩余价值的收割,对行业价格形成压力。1950-2000年,美国啤酒行业集中度持续提升,在此期间中小酒厂退出方式主要为被其他啤酒厂合并。但由于反垄断法限制(大型啤酒制造商收购受限较大),收购的执行者多为经营相对成功的中型啤酒厂。收购后往往伴随对原有失败品牌广告营销费用、管理费用等的缩减及降价,以收获失败品牌的剩余价值,对整个行业的价盘形成压力。这些经营相对成功的中型啤酒厂在收购后获得市场份额的短暂增长,而后因行业继续集中,而份额下降,如:Stroh于1982年收购Schlitz/1996年收购Heileman,市场份额均短暂增长,但此后份额下降,Stroh于1999年被出售。

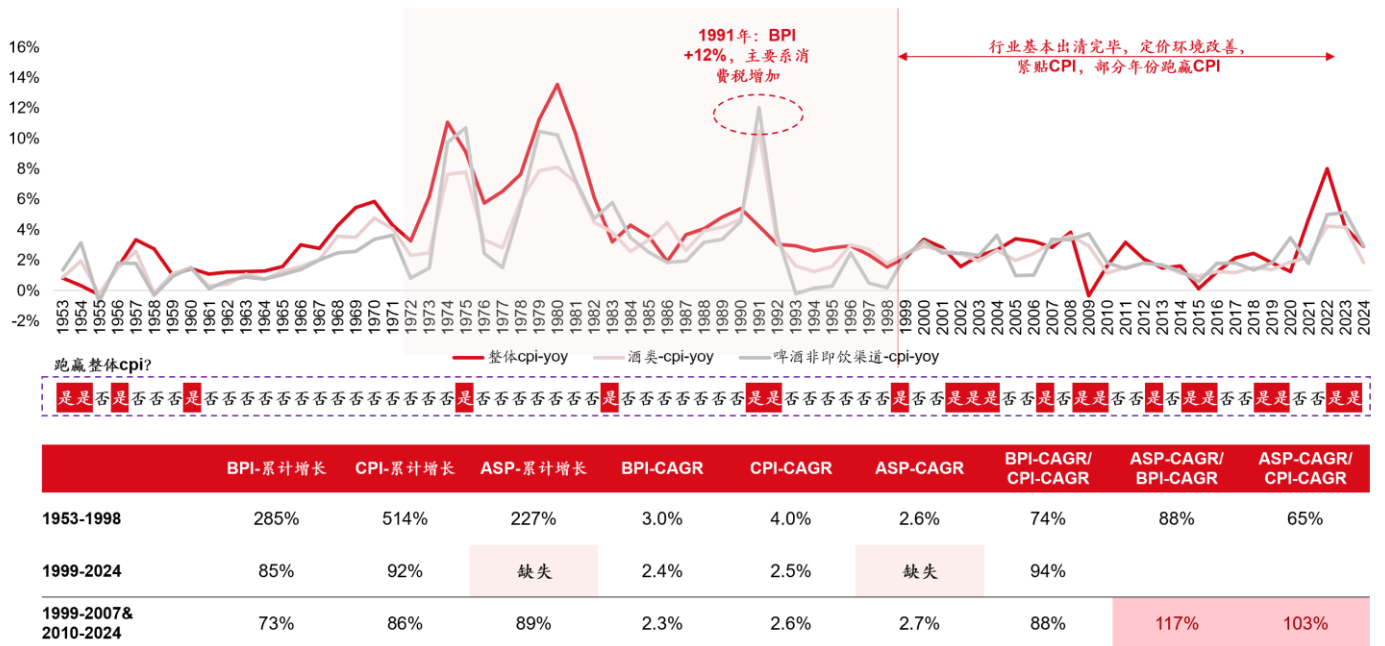
1.3 价: 格局稳定后, BPI 紧贴 CPI; 百威降低货折+推动升级, ASP 跑赢 CPI
本段核心解答两个关键问题, 问题 1: BPI (Beer Price Index) 与 CPI 与龙头百威 ASP 的比较? 问题 2: 龙头在价格表现中起到什么作用?

1.3.1 问题 1: BPI/CPI/百威 ASP 比较

核心结论: 格局出清前, 定价环境压力较大, BPI 跑输 CPI (平均看, 1953-1998 年 BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 74%左右, 部分竞争激烈时期跑输幅度更大, BPI-CAGR/CPI-CAGR 在 50%+左右), 龙头百威 ASP 跑输 BPI (平均看, 1953-1998 年 ASP-CAGR 为 BPI-CAGR 的 88%左右, 为 CPI-CAGR 的 65%左右, 部分竞争激励阶段跑输幅度更大, ASP 增速为负)。其中仅有吨价快速上升年份, ASP & BPI 能跑赢 CPI, 但跑输成本涨幅 (如: 1953-1957 年)。

格局出清后 (1999 年之后), BPI 基本紧贴 CPI (平均看, 1999-2004 年 BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 94%), 部分年份跑赢 CPI。龙头百威 ASP 同时跑赢 BPI 和 CPI (平均看, 1999-2007 & 2010-2024 年, ASP-CAGR 分别为 BPI-CAGR/CPI-CAGR 的 117%/103%)。

图表12: 美国市场整体 cpi, 酒类 cpi, 啤酒 cpi 对比 (%)



资料来源: 美国劳工统计局, 百威财报, 百威英博财报, 百威英博官网, 方正证券研究所

数据说明: 本部分我们分析美国市场 BPI、CPI 与百威 ASP 的关系。其中: ASP 与 BPI 的区别: 1) 出厂价与零售价差异在货折、渠道利润、消费税等; 2) BPI 是加权数据, 除百威外, 其他酒企价格变动也对 BPI 有影响。在数据口径上, 我们在这里做出了特别提示: 与行业数据价格指数的连贯口径不同, 美国市场中百威吨价表现并没有统一口径的数值 (主要系: 收入端存在并入&剥离其他业务, 后续美国以外市场收入占比提升等)。具体看各阶段情况:

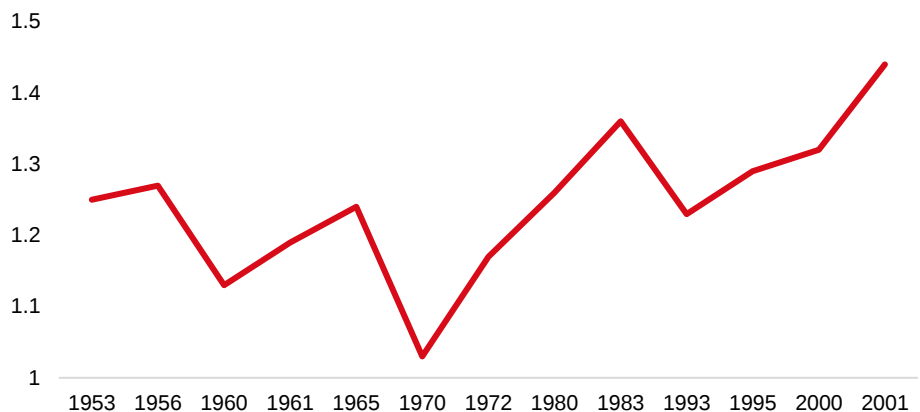
图表13: 美国啤酒市场滞胀期前 (1953-1968 年), 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)

滞胀期前													
53-57年吨成本涨幅较大下, ASP&BPI跑赢CPI, 58-68年, BPI大幅跑输CPI; ASP大幅跑输BPI&CPI, 主要系: 行业竞争激烈, 提价困难													
	1953	1954	1955	1956	1957	53/57累计	CAGR	53/68累计	CAGR	情况描述			
ASP yoy-计算所得	2.4%	4.9%	-3.1%	1.9%	1.5%	7.7%	1.5%	1.7%	0.1%	53-57年吨成本涨幅较大下, ASP&BPI跑赢CPI, 58-68年, BPI大幅跑输CPI; ASP大幅跑输BPI&CPI, 主要系: 行业竞争激烈, 提价困难; 但ASP为总收入/销量, 可能存在口径出入; 整个周期内BPI跑输CPI, ASP大幅跑输BPI&CPI			
吨成本yoy-计算所得	0.9%	4.2%	-1.6%	4.6%	2.6%	11.0%	2.1%	10.5%	0.6%				
成本端-财报描述	上涨			上涨			上涨						
BPI-yoy	1.4%	3.1%	-0.7%	1.8%	1.8%	7.5%	1.5%	20.4%	1.2%				
CPI-yoy	0.8%	0.3%	-0.3%	1.5%	3.3%	5.8%	1.1%	31.0%	1.7%				
BPI-yoy/CPI-yoy	167%	1006%	266%	119%	53%	129%	129%	65.8%	68.6%				
	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	58/68累计	CAGR
ASP yoy-计算所得	-0.9%	-0.3%	-0.8%	0.0%	-0.5%	1.0%	-0.8%	-1.8%	-0.9%	0.0%	-0.6%	-5.6%	-0.5%
吨成本yoy-计算所得	-0.3%	-1.0%	-1.0%	-0.2%	0.9%	3.3%	-0.3%	-2.5%	-0.5%	2.6%	-1.2%	-0.4%	0.0%
成本端-财报描述	上涨			上涨			上涨			上涨			
BPI-yoy	-0.3%	0.9%	1.5%	0.1%	0.6%	0.9%	0.8%	1.0%	1.4%	2.0%	2.5%	12.0%	1.0%
CPI-yoy	2.7%	1.0%	1.5%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.6%	3.0%	2.8%	4.3%	23.8%	2.0%
BPI-yoy/CPI-yoy	-11%	90%	103%	11%	54%	71%	59%	65%	45%	73%	58%	50.3%	52.7%

资料来源: 百威财报, 美国劳工统计局, 方正证券研究所

注: 本表中 ASP 为百威财报中总收入/销量, 可能由于合并口径差异和实际情况存在出入 (不全为啤酒部门收入)

图表14: 美国市场同样规格的高端与主流啤酒价格差



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

注: 计算方式为高端啤酒价格/主流啤酒价格

1) 滞胀期前 (1953-1968 年), 整个周期 BPI 跑输 CPI, ASP 大幅跑输 BPI&CPI。拆分两阶段看: 前期成本涨幅较大, ASP & BPI 跑赢 CPI 但跑输成本涨幅; 后期 BPI 大幅跑输 CPI, ASP 大幅跑输 BPI&CPI, 行业竞争激烈。53-57 年 BPI 跑赢 CPI, 主要系啤酒成本上涨幅度较大 (吨成本 CAGR 为 2.1%), BPI/CPI/ASP 的 CAGR 分别为 1.5%/1.1%/1.5%。虽然 BPI&ASP 跑赢 CPI 但跑输吨成本增幅。58-68 年 BPI 大幅跑输 CPI, ASP 大幅跑输 BPI&CPI, BPI/CPI/ASP 的 CAGR 分别为 1.0%/2.0%/-0.5%。58-68 年 BPI-CAGR 仅为 CPI-CAGR 的 53%。整个周期看, 53-68 年 BPI-CAGR/CPI-CAGR/ASP-CAGR 分别为 1.2%/1.7%/0.1%, BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 69%, ASP 大幅跑输 BPI&CPI, 甚至为负。主要系 1950s&1960s 为美国区域性中小啤酒厂的主要出清阶段, 由于区域性中小啤酒厂销售的啤酒为主流价格带大众啤酒, 并无高端形象, 本质为低价竞争产品。受此主流价格带大众啤酒低价竞争影响, 定位高端价格带的全国化品牌被迫降低与主流价格带品牌之间的价格差距 (根据 The US Brewing Industry, 美国市场同样规格的高端与主流啤酒价格差于 1970 年降至低点)。

图表15: 美国啤酒市场滞胀期 (1969-1983 年), 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)

滞胀期																
69-83 年: 滞胀期, BPI 增速最快阶段, 表现: BPI 跑输 CPI (主要受竞争压力、经济环境低迷、价格控制等因素影响)																
	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	69/83 累计
ASP yoy-计算所得	0.4%	0.2%	4.0%	-0.7%	0.7%	11.6%	12.8%	6.0%	1.4%	8.2%	10.6%	9.3%	7.6%	6.7%	6.1%	125%
吨成本yoy-计算所得	1.1%	-0.5%	3.9%	0.8%	7.2%	18.9%	9.6%	5.8%	-1.0%	6.0%	11.0%	8.2%	7.3%	3.3%	20.6%	162%
成本端-财报描述	缺失					成本上涨较大					缺失					
BPI-yoy	2.6%	3.4%	3.6%	0.8%	1.5%	9.7%	10.7%	2.4%	1.5%	5.5%	10.5%	10.2%	7.2%	4.7%	5.8%	117%
CPI-yoy	5.5%	5.8%	4.3%	3.3%	6.2%	11.1%	9.1%	5.7%	6.5%	7.6%	11.3%	13.5%	10.3%	6.1%	3.2%	186%
BPI-yoy/CPI-yoy	47%	57%	85%	25%	24%	88%	117%	42%	23%	73%	93%	76%	70%	77%	180%	63%
情况描述															69/77 累计	CAGR
滞胀期, BPI 增速最快阶段: BPI 跑输 CPI, ASP 跑输 CPI, 但跑赢 BPI; 若分阶段看, 1977 年前, 跑输幅度更高, 主要系: 竞争压力 (啤酒大战阶段)、价格控制 (1972/73) 等因素影响, 1978 年及之后, Schlitz 由于生产劣质啤酒实更低价格, 被消费者发现, 品牌形象大受影响, 销量下滑, 恶劣竞争环境减弱; 吨价/成本为计算所得, 存在口径差异问题															78/83 累计	CAGR
															42%	4.0%
															74%	6.4%
															56%	62%

资料来源: 百威财报, 美国劳工统计局, 方正证券研究所

注: 本表中 ASP 为百威财报中总收入/销量, 可能由于合并口径差异和实际情况存在出入 (不全为啤酒部门收入)

2) 滞胀期 (1969-1983 年), 美国啤酒价格增速最快阶段, 但受外部竞争环境激烈+经济低迷影响, 跑输 CPI (期间内 BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 70%左右)。受外部高通胀影响 (69-83 年, CPI-CAGR 为 7.3%), 滞胀期 (1969-1983 年) 为美国啤酒市场价格增长速度最快的阶段。但受外部竞争环境激烈 (见 1.2 分析, 1970s&1980s 为美国啤酒行业消耗战阶段)+经济环境低迷影响, 期间内 BPI 跑输

CPI, ASP 跑输 CPI, 但跑赢 BPI (ASP 为总收入口径计算, 可能与实际情况存在出入)。整个期间内, BPI-CAGR/CPI-CAGR/ASP-CAGR 分别为 5.3%/7.3%/5.6%, BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 73%。

拆分阶段看, a) 前期 BPI 表现更差, 大幅跑输 CPI。1969-1977 年, 主要系: 外部竞争环境激烈 (啤酒消耗战阶段, 且 Schlitz 低价战略初期, 造成的质量问题尚未显露, 份额迅速提升, 对整个行业价盘形成压力)+尼克松总统经济稳定计划的价格控制 (1972/1973 年)+经济环境低迷。虽然外部高通胀+成本涨幅大, 但 BPI 表现仍较差, 1969-1977 年 BPI-CAGR 仅为 CPI-CAGR 的 62%。b) 后期 Schlitz 由于生产劣质啤酒卖更低价格, 于 1976 年被消费者发现, 品牌形象大受影响, 销量下滑, 恶劣竞争环境减弱。1978-1983 年, BPI-CAGR/CPI-CAGR 分别为 7.3%/8.6%, BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 85%。

图表16: 美国啤酒市场滞胀期后, 百威被并购前 (1984-2007 年) 吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)

滞胀期后, 并购前												
84-90 年: BPI 跑输 CPI, ASP 大幅跑输 CPI&BPI, 主要系竞争环境影响 (百威财报中 85 年后反复提及竞对依靠低价销售, 百威被迫迎合)												
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	84/90 累计	CAGR	情况描述		
ASP yoy-财报披露	2.5%	2.4%	1.3%	1.0%	2.9%	2.8%	0.9%	14.6%	1.7%	84-90 年: BPI 略跑输 CPI, ASP 跑输 CPI&BPI, 主要系竞争环境影响 (百威财报中 85 年后反复提及竞对依靠低价销售, 百威被迫迎合竞争对手, 采取竞争性价格折扣, 增加促销等方式, 对吨价端表现产生影响)		
吨成本yoy-计算所得	1.4%	-0.3%	0.0%	1.6%	5.1%	4.8%	5.5%	19.2%	2.2%			
成本端-财报描述	上涨	上涨	成本红利期		上涨	整个区间口径变动较大, yoy 参考意义低						
BPI-yoy	3.5%	2.5%	1.8%	1.9%	3.2%	3.4%	4.6%	22.8%	2.6%			
CPI-yoy	4.3%	3.5%	1.9%	3.7%	4.1%	4.8%	5.4%	31.2%	3.5%			
BPI-yoy/CPI-yoy	81%	70%	97%	53%	77%	70%	84%	73%	75%			
ASP-yoy/BPI-yoy	72%	96%	70%	52%	92%	83%	20%	64%	66%			
ASP-yoy/CPI-yoy	58%	68%	68%	27%	71%	58%	17%	47%	50%			
91-98 年: BPI 略跑输 CPI, ASP 扣税后明显跑输 CPI。91 年消费税翻倍, BPI 大幅提升 (+12%), 其余期间内受价格竞争激烈&消化消费税翻倍等因素影响, 除成本端大幅增长阶段												
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	91/98 累计	CAGR	情况描述	
ASP yoy-财报披露	2.3% /提价		-1%	1%	秋季提价	价格上涨	略有下降	基本持平 /年底提价3%	12.2% /20.0%	1.4%/ 2.3%	联邦消费税于 91 年 1 月 1 日生效 (翻倍), 叠加常态化提价, BPI 91 年+12%, 而后年份 (除 96 年-成本涨价后) BPI 均明显跑输 CPI, 主要系: 91-94 年消费税翻倍导致啤酒零售端价格上涨, 消费降级; 且较低的原材料成本、过剩产能等导致折扣增加+97 年竞争环境恶化, 价格竞争激烈	
吨成本yoy-计算所得	0.1%	0.5%	1.0%	3.4%	5.1%	-2.0%	0.3%	-2.3%	6.0%	0.7%		
成本端-财报描述	上涨	成本端保持较低水平			包材大幅 涨价	上涨	略上涨					
BPI-yoy	12.0%	3.7%	-0.2%	0.2%	0.3%	2.5%	0.5%	0.2%	20.1%	2.3%		
CPI-yoy	4.2%	3.0%	3.0%	2.6%	2.8%	2.9%	2.3%	1.6%	24.8%	2.8%		
BPI-yoy/CPI-yoy	284%	121%	-7%	6%	11%	85%	21%	13%	81%	83%		
99-07 年: BPI 紧贴 CPI, ASP 紧贴 BPI&CPI, 99-04 年竞争环境较优, 百威持续提价 (6 年中 4 年, 同时跑赢 BPI&CPI), 但 05 年受竞争环境影响百威有所下降价												
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	99/07 累计	CAGR	情况描述
ASP yoy-财报披露	2.7%	2.5%	3.0%	3.5%	3.1%	2.5%	-0.5%	1.4%	3.0%	23.2%	2.3%	99-04 年, 啤酒行业定价环境表现优异, 百威持续提价, 叠加产品结构升级 (6 年中 4 年, 同时跑赢 BPI&CPI), 但 05 年竞争环境恶化, ASP 增速转负, 06 年定价环境趋于稳定, 适当提价, 07 年跑赢 CPI
吨成本yoy-计算所得	-1.0%	2.5%	0.0%	-0.1%	3.2%	1.0%	2.0%	3.2%	3.8%	15.4%	1.6%	
成本端-财报描述			成本红利期		上涨	上涨	上涨	上涨	上涨			
BPI-yoy	2.3%	3.2%	2.5%	2.5%	2.3%	3.6%	1.0%	1.0%	3.4%	24.0%	2.4%	
CPI-yoy	2.2%	3.4%	2.8%	1.6%	2.3%	2.7%	3.4%	3.2%	2.9%	27.2%	2.7%	
BPI-yoy/CPI-yoy	106%	96%	88%	156%	101%	136%	29%	31%	118%	88%	89%	
ASP-yoy/BPI-yoy	116%	77%	121%	142%	135%	69%	-50%	140%	89%	97%	97%	
ASP-yoy/CPI-yoy	123%	74%	106%	221%	137%	93%	-15%	43%	105%	85%	87%	

资料来源: 百威财报, 美国劳工统计局, 方正证券研究所

注: 本表中 ASP 数据口径均为财报直接披露数值 (除 91-98 年 ASP 累计增长及对应 CAGR 外)

3) 滞胀期后, 百威被并购前 (1984-2007 年), 可以明显看出 1999 年后, 行业基本出清完毕, 定价环境表现较优, 啤酒市场增速提升。BPI 基本紧贴 CPI, 部分年份跑赢 CPI, ASP 与 BPI 变动幅度基本相当, 部分年度同时跑赢 BPI&CPI。根据行业事件&竞争格局发生变化时间点, 我们把此阶段拆分成了三个小阶段, 分别是 a) 84-90 年; b) 91-98 年; c) 99-07 年。分段原则为: 1991 年, 联邦消费税翻倍, 当年 BPI+12%, 对后续年度 BPI 表现产生影响, 需要较长时间消化; 1999 年开始, 啤酒行业定价环境改善, 行业基本出清完毕, CR3 在 2000 年达到 89%。具体看各细分阶段表现:

i) 1984-1990 年，外部竞争环境影响下，BPI 略跑输 CPI，ASP 大幅跑输 CPI (ASP-CAGR 为 CPI-CAGR 的 50%)。整个期间内，BPI-CAGR/CPI-CAGR/ASP-CAGR 分别为 2.6%/3.5%/1.7%，BPI-CAGR 为 ASP-CAGR 的 75%。ASP-CAGR 分别为 BPI-CAGR/CPI-CAGR 的 66%/50%。主要系外部竞争环境激烈影响，百威财报中 1985 年后反复提及竞对依靠低价销售，百威被迫迎合竞争对手，采取竞争性价格折扣，增加促销等方式，对吨价表现产生影响。

ii) 1991-1998 年，BPI 略跑输 CPI，91 年消费税翻倍，BPI 大幅提升 (+12%)，其余期间内受价格竞争激烈&消化消费税翻倍等因素影响，除成本端大幅增长阶段外，BPI 均大幅跑输 CPI。联邦消费税于 1991 年 1 月 1 日生效（消费税翻倍），叠加常态化提价，BPI 91 年同比+12%，而后年份，除 96 年成本压力下，BPI&ASP 明显跑输 CPI，各年度 BPI-yoy 普遍为 CPI-yoy 的 10%左右。整个期间内，BPI-CAGR/CPI-CAGR/ASP-CAGR(税前)/ASP-CAGR(税后)分别为 2.3%/2.8%/1.4%/2.3%，BPI-CAGR 为 ASP-CAGR 的 83%。主要系：91 年消费税翻倍导致啤酒零售端价格上涨，消费者出现降级。较低的原材料成本、过剩产能等导致折扣增加，竞争环境恶化，价格竞争激烈。

iii) 1999-2007 年，竞争环境改善，BPI 紧贴 CPI，ASP 紧贴 BPI&CPI。1999-2004 年，美国啤酒行业定价环境表现优异，百威持续提价，叠加产品结构升级，99-04 年中 4 年百威-ASP 同时跑赢 BPI&CPI。但 05 年，竞争环境恶化，百威-ASP 增速转负，06 年定价环境趋于稳定，百威适当提价，07 年百威 ASP 跑赢 CPI。整个期间内，BPI-CAGR/CPI-CAGR/ASP-CAGR 分别为 2.3%/2.7%/2.3%，BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 89%，ASP-CAGR 分别为 BPI-CAGR/CPI-CAGR 的 97%/87%。

图表17: 百威被收购后 (2008-2024 年)，美国啤酒市场吨价/吨成本/BPI/CPI 表现 (%)

百威被收购后																			
08-24年，百威被收购，由于母公司3G资本重视利润，且美国工业啤酒行业格局已较稳定，百威美国ASP表现跑赢BPI&CPI，周期内BPI紧贴CPI																			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	08/24累计	CAGR
ASP yoy-财报披露	缺失		3.0%	3.1%	4.9%	3.1%	1.7%	1.6%	1.8%	1.5%	1.9%	2.8%	2.6%	3.3%	6.7%	3.7%	1.9%	不适用	53%
BPI-yoy	3.4%	3.7%	1.8%	1.4%	1.7%	1.3%	0.6%	1.8%	1.8%	1.4%	1.8%	3.5%	1.8%	5.0%	5.1%	2.9%	49%	2.4%	39%
CPI-yoy	3.8%	-0.4%	1.6%	3.2%	2.1%	1.5%	1.6%	0.1%	1.3%	2.1%	2.4%	1.8%	1.2%	4.7%	8.0%	4.1%	2.9%	51%	2.5%
BPI-yoy/CPI-yoy	88%	大幅跑赢	110%	45%	88%	115%	79%	487%	144%	85%	56%	102%	280%	38%	62%	125%	100%	97%	85%
ASP-yoy/BPI-yoy	不适用		167%	216%	270%	185%	132%	277%	99%	82%	140%	152%	75%	186%	134%	72%	66%	不适用	136%
ASP-yoy/CPI-yoy	不适用		183%	98%	237%	212%	105%	1349%	143%	70%	78%	155%	211%	70%	84%	90%	66%	不适用	116%

资料来源：百威英博财报，百威英博官网，美国劳工统计局，方正证券研究所

4) 百威被收购后 (2008-2024 年)，降低折扣&推动结构升级下，百威 ASP 跑赢 CPI&BPI。百威被收购后，由于母公司 3G 资本重视利润，且美国工业啤酒行业格局已较稳定，百威提价+降低折扣+推动结构升级。10-24 年，百威 ASP-CAGR 为 2.9%，同时时间段 BPI-CAGR 和 CPI-CAGR 分别为 2.2%/2.6%。ASP-CAGR 分别为 BPI-CAGR 和 CPI-CAGR 的 130%/113%，跑赢 CPI&BPI。若比较 CPI 与 BPI，BPI 紧贴 CPI 表现。2008-2024 年，BPI-CAGR/CPI-CAGR 分别为 2.4%/2.5%，BPI-CAGR 为 CPI-CAGR 的 97%。整个周期看，21-24 年疫情影响下，ASP 跑输 CPI，21-24 年 ASP-CAGR/CPI-CAGR 分别为 3.9%/4.9%，ASP-CAGR 为 CPI-CAGR 的 79.1%。若排除结构升级，提价跑输 CPI 幅度更大。

1.3.2 问题 2：龙头在价格表现中起到什么作用？

核心结论：啤酒作为寡头垄断市场的代表，定价本质是参与者之间的价格博弈。行业龙头的战略在市场价格表现中起决定性作用。百威在美国市场重视价格&利润&高端品牌形象。在竞争激烈时，不主动发起折扣战，采取竞争性价格折扣策

略被动迎合价格战。在竞争环境改善后，引领行业提价（保持涨价幅度贴近 CPI & 部分年度超过 CPI）、降低折扣及高端化。

1) 当工会协议工资在 1953 年上涨后，百威提高产品售价。尽管许多地区和当地的酿酒商纷纷效仿，但中西部的几个竞争对手并没有提价。1954 年 1 月-6 月，百威消除了在中西部几个地区与不配合涨价竞争对手之间的价格溢价，给不配合涨价的竞争对手带来了压力。此后 1955 年，百威再次涨价后，此前不配合的竞争对手也因此提高价格。

2) 1988 年，当 Miller 和 Coors 对高端和主流品牌打折，与 Stroh 和 Heileman 竞争时，在 18 个月的深折扣后，百威宣布如果竞争对手继续降价，百威将在部分区域大幅降价，因此竞争对手降价迅速减弱。

3) 我们复盘整理了百威财报&百威英博官网中对价格表现的描述，认为百威在美国市场中重视价格、利润及高端品牌形象。

a) 在行业竞争激烈时，不选择主动发起折扣战，采取竞争性价格折扣策略被动迎合价格战。公司在年报中反复提及，1980s 末及 1990s，竞对加大折扣，对公司部分市场的销量产生压力。公司为了保持销量及利润增长，在部分市场（受影响较大的市场）与竞对折扣保持匹配，但不超过竞对折扣。根据 The US Brewing Industry 的数据，百威吨价表现持续优于行业。

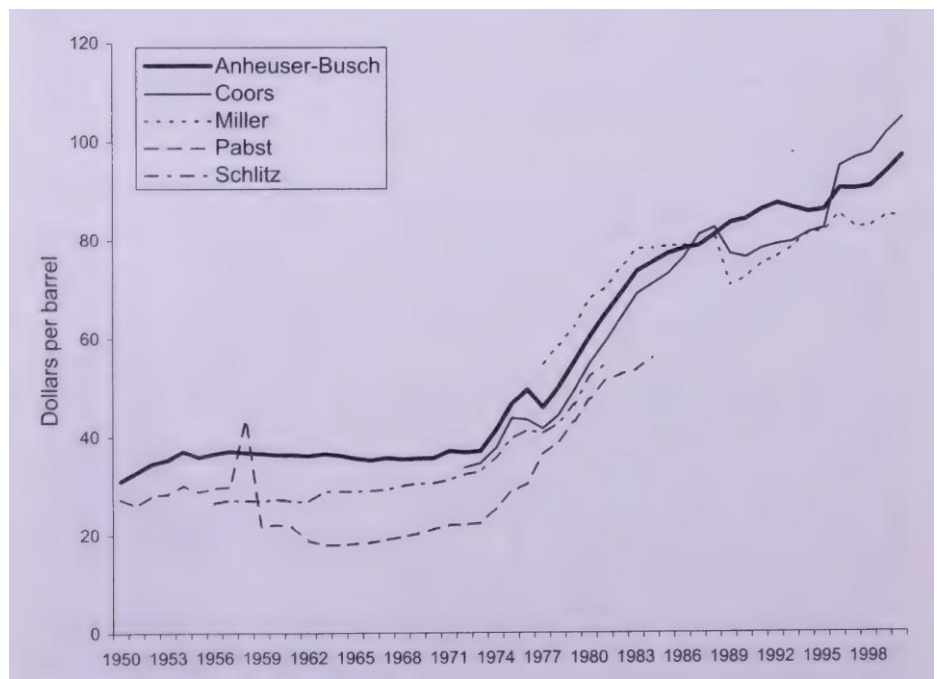
图表18:百威财报中对“格局尚未出清+行业竞争激烈”阶段价格策略及竞争环境的描述

年份	描述
1985-87	部分竞争对手低价销售
1988 年	竞争对手通过降价获得市场份额，但百威还是坚持高品质
1989 年	竞争加剧，行业整合加速，叠加产能过剩，导致竞对提高高端品牌折扣力度，并更积极推广低价品牌。虽然百威不愿对高端品牌进行大幅折扣，但不断扩大的价格差距减缓了百威在某些市场的高端品牌增长。 <u>因此百威在 89 年 10 月，选择在这些市场降价到竞对的高端价格水平，</u> 这一策略在 1989 年下半年减缓了收益增长
1990 年	1) 采取竞争性价格折扣，为了保持销量和利润增长， <u>公司与竞对的折扣保持匹配，但并未超过竞对（matched but never exceed），迎合竞争而非加速竞争；</u> 2) 专注于主要品牌，在必要时增加促销活动； 3) 引入新产品，如：bud dry draft 和 busch light draft，在最小的蚕食下带来最大增量
1991 年	1) 联邦消费税于 1991 年 1 月 1 日生效（增加一倍），叠加常态化提价，啤酒消费者 1991 年支付的啤酒价格升高 10%-12%（平均 11%），啤酒消费出现了消费降级（从 premium 到 popular） 2) 公司继续保持 busch 和 natural 品牌做为价格敏感性客户的高质量选择， <u>继续保持竞争性折扣战略。</u> 价格小幅上涨（成本上涨）
1993 年	每桶啤酒净收入下降约 1%，主要由于竞争定价、品牌和包装组合变化和地理趋势， <u>价格竞争非常激烈</u>
1994 年	提价，缩小 premium 和 lower-priced brands 之间的价格差距 整个行业降低了价格折扣，预期消费者消费降级行为减少 <u>1991-1994 年，经济疲软+1991 年联邦消费税翻倍导致啤酒价格上涨，消费者降级，叠加过剩的行业产能和较低的材料成本导致折扣增加。由于公司高端产品比例较高，受到折扣影响更大</u>
1995 年	1995 年秋季成功地在七个州提高了啤酒价格。1996 年初将在美国其他地区实施提价（ <u>包材成本大幅上涨</u> ）

- 当前定价前景更优，使得 ASP 更接近 cpi 速度增长，原因：1) 消费者对啤酒重新产生了兴趣，新品拓宽了口味&价格范围，并提升了消费者意识；2) 啤酒相对其他品类价格更为实惠；高端和次高端价差已缩小，消费升级，与 1990 年代初期的降级趋势相反；3) 小瓶&精酿提升了消费者对于啤酒的价格意识，高端和超高端品牌更被接受；4) 原材料成本上升使得供给端啤酒厂对于盈利能力更重视；5) 产能出清，降低通过折扣获得市场份额的动机
- 1996 年
- 行业价格竞争激烈，为了阻止市场份额下降，第二大啤酒制造商加大了促销折扣的深度和频次，对二线啤酒制造商产生了重大影响（次高端品牌，占比销售比重较大）；百威也进行折扣，从 Q1 开始全年逐渐加深，定价环境在年底得到稳定；年初，百威曾试图提高前端销售价格，但竟对增加折扣并推出促销套餐，因此百威匹配相应折扣
- 1997 年
- 公司减少折扣的深度、持续时间和频率（过度折扣对品牌形象损害）。公司在全国范围内启动了折扣减少计划,从而提
- 1998 年
- 高三级分销系统的盈利能力
- 1998 年底&1999 年初，百威选择性提价以及进行额外的折扣

资料来源：百威财报，方正证券研究所

图表19: 美国啤酒行业吨收入表现（美元/桶）



资料来源：The US Brewing Industry，方正证券研究所

b) 在行业竞争格局转好时，引领行业提价（保持涨价幅度贴近 CPI&部分年度超过 CPI）、降低折扣及推动产品结构高端化，在市场份额下滑时仍提价+推动高端化，不以低价换市场份额。在 1999 年及之后，行业产能过剩下降，整体竞争强度减弱，消费者重回升级。公司保持价格涨幅贴近 CPI，使产品保持可负担性，并通常在前年 Q4 和当年 Q1 分别在部分市场实施涨价&降低折扣。

图表20: 百威财报中对格局出清后，价格策略及竞争环境的描述

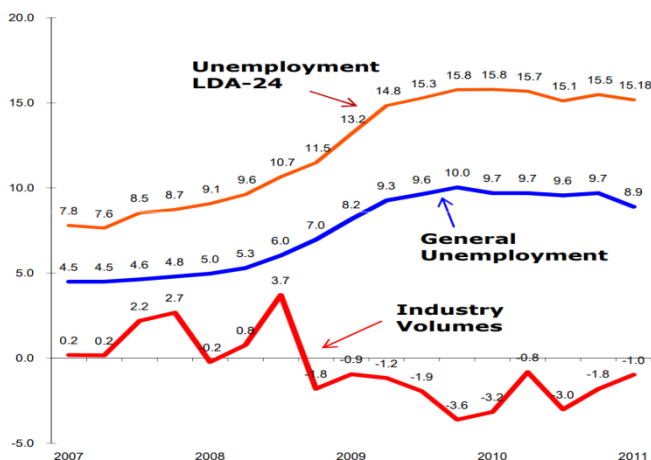
年份	描述
	人口结构变迁（啤酒饮用人群增加）总量增加+产能过剩下降，产能利用率提升，整体行业竞争强度减弱+消费者消费升级（从次高端转向高端及以上品牌）
1999 年	1999Q4，百威在全国 72%的地区对选定的品牌和包装进行了提价，这些品牌和包装约占其销量的 43%。虽然必要的时候会通过竞争性定价来保护市场份额，但公司高度重视&提高啤酒利润率；专注于建立优质的品牌资产，而非依赖价格促销来增加销量

2000 年	保持价格涨幅平均略低于 CPI 涨幅，使产品保持可负担性，2000 年 10 月，百威在 40% 的市场实施第一轮涨价，2001 年 2 月在另外 35% 的市场实施了第二轮涨价&减少折扣
2001 年	1999-2001 年定价环境较为有利；消费者消费升级（选择购买高端及以上产品），1999-2001 年中，公司成功引领国内提价，消费者价格上涨=cpi，保持了啤酒的可负担性，每桶收入涨幅 2.5%-3% 2001 年 10 月初，百威在 40% 的市场实施了 2002 年第一轮涨价，2002 年 2 月在另外 25% 的市场实施了第二轮涨价 2002 年，ASP 增长了 3.5%（涨价贡献 2.8%，其余为结构升级）
2002 年	行业整合，1990 年以来 Heileman and Stroh 退出行业，Pabst 转为 100% 合同生产，这些举措导致五家美国酿酒厂关闭，国内行业产能利用率达到 86%，提供了更稳定的竞争环境；努力使涨价接近或略低于 cpi 涨幅 2002 年 10 月，公司在 45% 的市场实施了 2003 年的第一轮涨价，2003 年在另外 20% 的市场实施了第二轮涨价 2003 年 10 月，公司在 40% 的市场完成了 2004 年第一轮涨价，在 2004 年年初在另外 25%+ 的市场实施第二轮涨价
2003 年	消费升级，消费者升级到超高端 Michelob
2004 年	2003 年 10 月，第一轮涨价；2005 年 2 月，第二轮涨价
2005 年	针对竞争环境，公司选择降价
2006 年	定价环境趋于稳定，适度提价，消费者继续消费升级（更优质&高档啤酒品牌）
2007 年	吨均价增长得益于涨价&结构升级

资料来源：百威财报，方正证券研究所

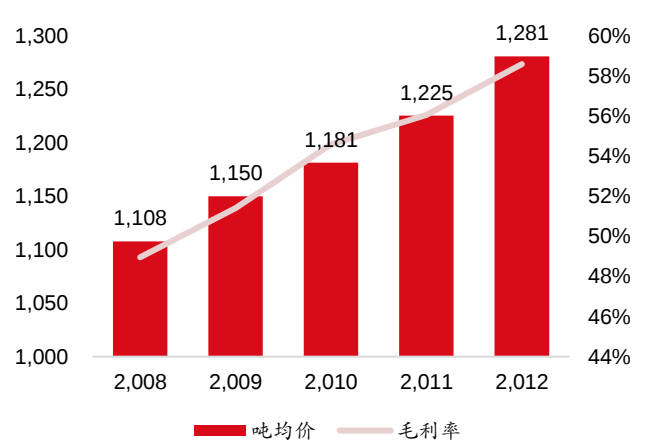
在公司的引领下，啤酒行业价格展现较强韧性。受金融危机影响，美国啤酒行业在 08-11 年面临较大的外部经济压力，失业率高企使得美国啤酒销量下滑，同时部分消费者由消费高端啤酒降级至消费价值档次啤酒。百威英博通过：1) 对 Value 档次啤酒提价幅度更高，缩小 value 和 premium 之间的价格差距，来维持 premium 占比的稳定；2) 加大 high-end 档次啤酒推广力度 (Stella Artois and Shocktop)，其中 Stella Artois，2007 年到 2013 年销量 CAGR 为 18%；3) 推出 Premium 以上创新品牌，提升高端占比等；4) 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21：07-11 年美国啤酒行业表现情况 (%)



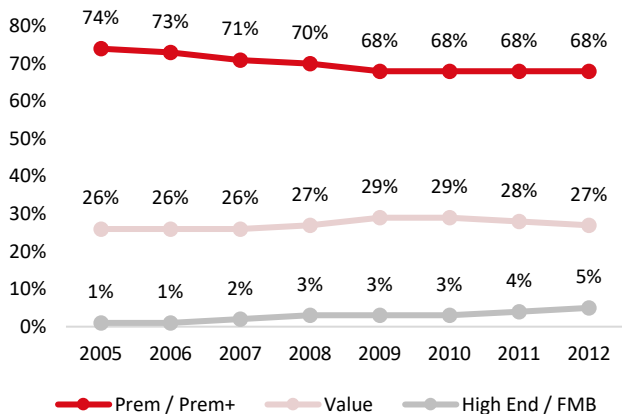
资料来源：百威英博官网，方正证券研究所

图表22：百威英博北美区域表现情况 (美元/吨, %)



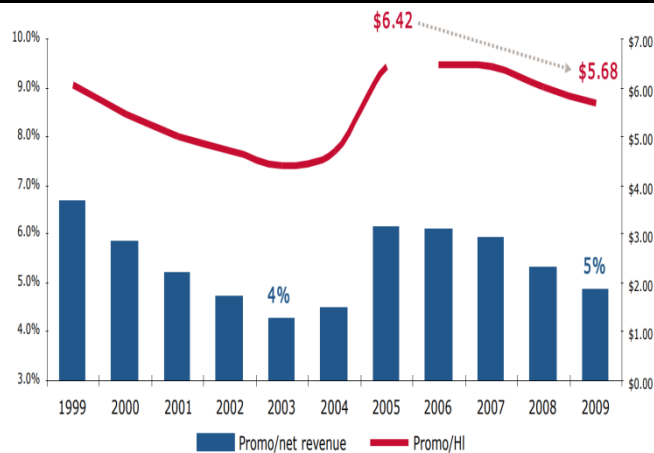
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表23:百威英博美国产品结构变动情况 (%)



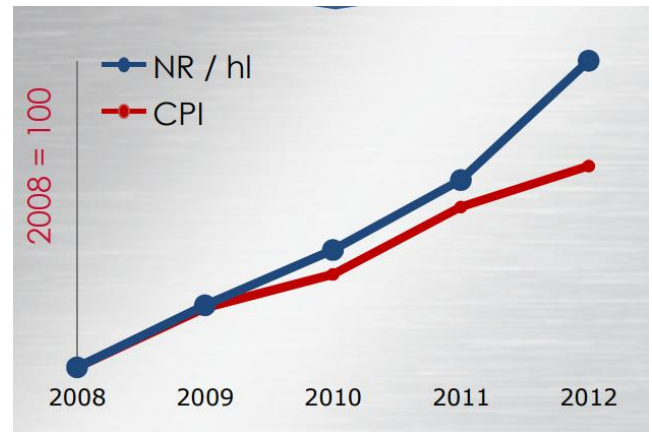
资料来源:百威英博官网,方正证券研究所

图表25:百威英博折扣幅度持续下降



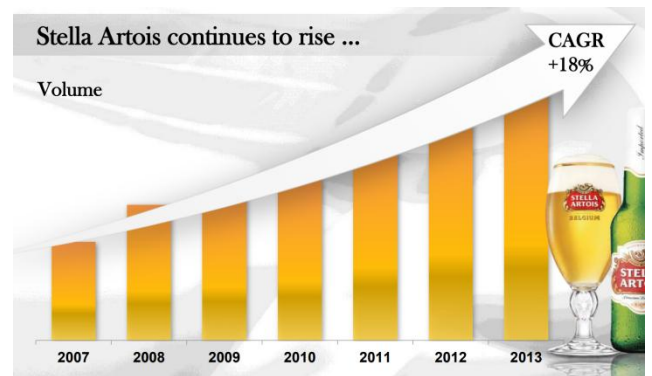
资料来源:百威英博官网,方正证券研究所

图表24:百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26:Stella Artois 美国销量变动情况



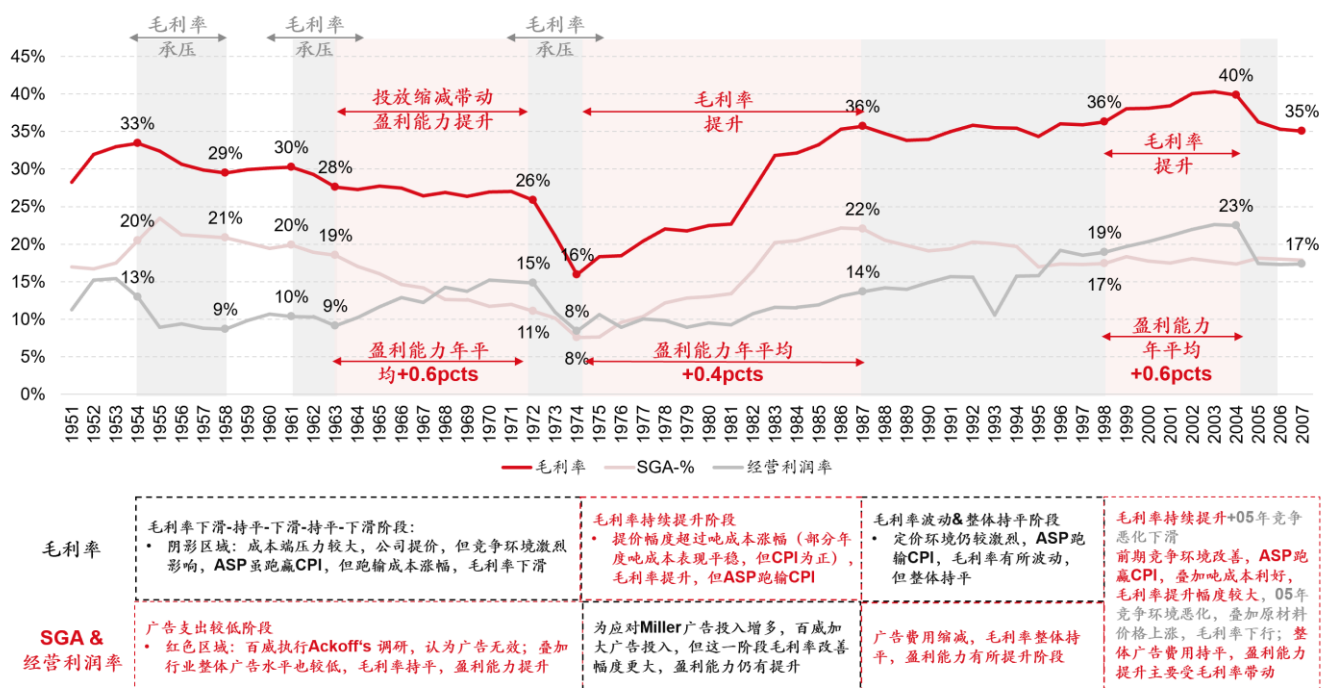
资料来源:百威英博官网,方正证券研究所

1.4 利润:提价顺利+成本压力小阶段,毛利率&利润率年提升幅度 1pcts+

(一) 并购前

1954-1974 年,整体提价较困难,在成本涨幅较大时间段,毛利率承压明显;1963-1972 年广告投放较低,费用端节省明显,叠加毛利率保持平稳,经营利润率有所提升,其余阶段均随毛利率波动,部分毛利率承压明显阶段,经营利润率亦承压明显:由于竞争环境激烈,行业格局仍较为分散,叠加 1972&1973 年的价格控制,提价较困难。在成本端上涨幅度较大的阶段,毛利率持续下滑,从 1954 年的 33.4% 下滑至 1974 年的 15.9% (累计-17.5pcts)。若不考虑价格滞涨期+价格控制阶段的影响,毛利率亦从 1954 年的 33.4% 下滑至 1971 年的 27.0% (累计-6.4pcts)。1963-1972 年,百威执行 Ackoff's,认为广告无效;叠加行业整体广告水平也较低,费用端节省明显。销售、一般及管理费用率从 1963 年的 18.5% 下滑至 1972 年的 11.0% (累计-7.5pcts)。叠加 1963-1972 年毛利率端表现较为平稳,经营利润率受益于费用端的收窄,从 1963 年的 9.1% 提升至 1972 年的 14.8% (累计+5.7pcts,平均年提升幅度+0.6pcts)。其余阶段均随毛利率波动,部分毛利率承压明显阶段,经营利润率亦承压明显。

图表27:百威 1951-2007 年盈利能力变动情况 (%)



资料来源：百威财报，方正证券研究所

1974-1987 年：毛利率持续提升，但在广告投放上加大投入，一定程度上降低了整体经营利润率的提升幅度。1974-1987 年，虽受竞争影响 ASP 跑输 CPI，但公司提价幅度超过吨成本涨幅，带动毛利率持续提升，从 1974 年的 15.9% 提升至 1987 年的 35.7%（累计+19.8pcts，平均年提升幅度 1.5pcts）。但行业中其他竞争者 Miller 广告投入增多，因此百威加大广告投入，销售、一般及管理费用率从 1974 年的 7.5% 提升至 1987 年的 22.0%（累计+14.5pcts，平均年提升幅度 1.1pcts）。毛利率改善幅度更大，整体经营利润率小幅提升，从 1974 年的 8.4% 提升至 1987 年的 13.7%（累计+5.3pcts，平均年提升幅度 0.4pcts）。

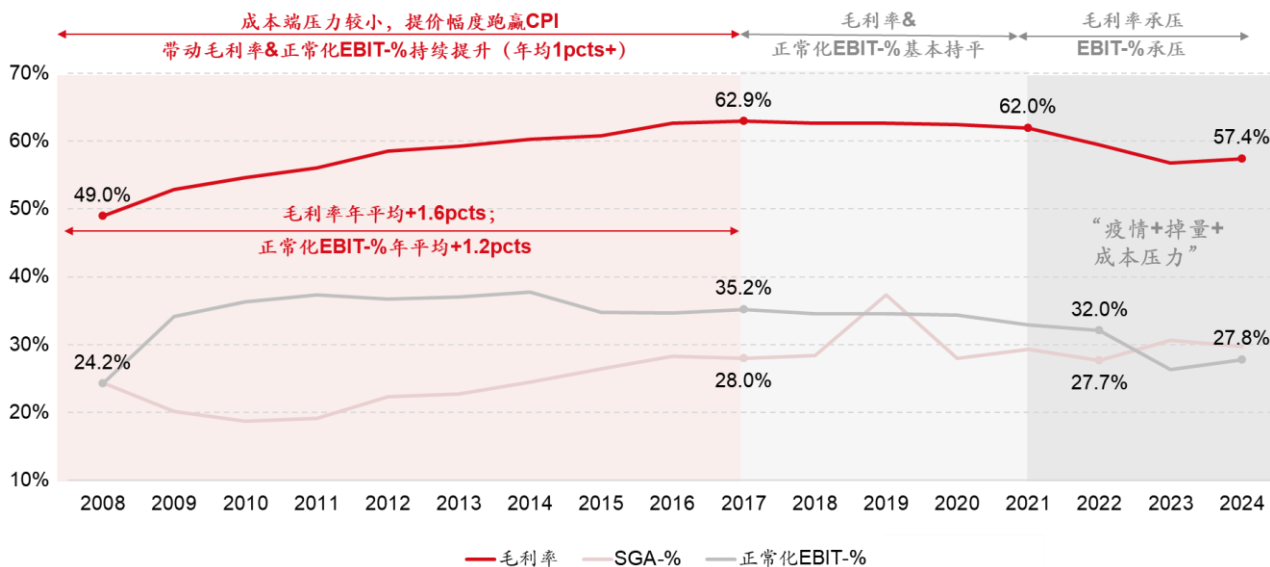
1987-1998 年：毛利率有所波动，但整体持平，广告费用缩减下，带动经营利润率提升。1987-1998 年，定价环境仍竞争较激烈，ASP 跑输 CPI，毛利率期间内有所波动，但整体持平。1987/1998 年毛利率分别为 35.7%/36.3%。期间内广告费用有所缩减，销售、一般及管理费用率从 1987 年的 22.0% 下降至 1998 年的 17.4%（累计-4.6pcts）。带动整体经营利润率从 1987 年的 13.7% 提升至 1998 年的 18.9%（累计+5.2pcts）。

1998-2007 年：整体费用率持平，前期毛利率持续提升带动盈利能力持续提升，05 年竞争恶化毛利率下滑，盈利能力下滑。前期竞争环境改善，ASP 跑赢 CPI，叠加吨成本利好，毛利率提升幅度较大。毛利率从 1998 年的 36.3% 提升至 2004 年的 39.9%（累计+3.5pcts，平均年提升幅度 0.6pcts），带动经营利润率从 1998 年的 18.9% 提升至 2004 年的 22.5%（累计+3.6pcts，平均年提升幅度 0.6pcts）。05 年竞争环境恶化，叠加原材料价格上涨，毛利率下行，毛利率从 2004 年的 39.9% 下降至 2007 年的 35.1%（累计-4.8pcts），带动经营利润率从 2004 年的 22.5% 下降至 2007 年的 17.3%（累计-5.2pcts）。

（二）并购后

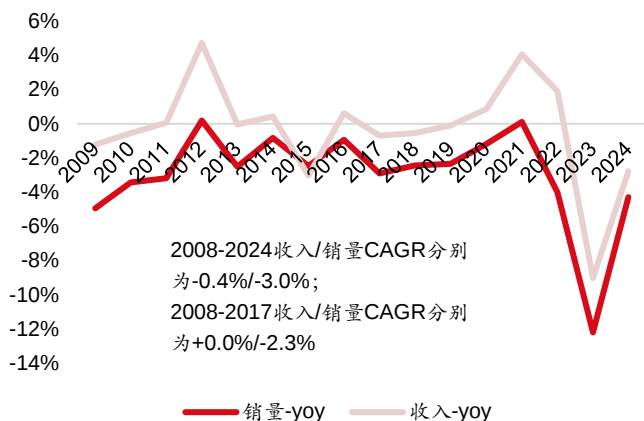
成本端压力较小+价格表现跑赢CPI，毛利率&正常化EBIT-%持续提升（平均年提升幅度均在1pcts+）。2008-2017年，成本端压力较小，叠加行业定价环境较为宽松，公司通过提价+推动结构升级，ASP表现持续跑赢CPI。带动毛利率从2008年的49.0%提升至2017年的62.9%（累计+14.0pcts，平均年提升幅度1.6pcts），正常化EBIT-%从2008年的24.2%提升至2017年的35.2%（累计+11.0pcts，平均年提升幅度1.2pcts）。盈利能力变动并不均匀，主要系费用率前期下降幅度较大，而后升高，提前打满盈利能力提升幅度。2017-2021年，受量端下滑影响，规模效应有所减弱，毛利率端略降，费用率略增，带动盈利能力有所下滑。2017-2021年毛利率/销售、一般及管理费用率/EBIT-%分别累计变动-1.0%/+1.4%/-2.3%。2021-2024年，量端大幅下滑，叠加原材料成本上升，毛利率下滑幅度较大，费用率提升，盈利能力下滑明显。2021-2024年毛利率/销售、一般及管理费用率/EBIT-%分别累计变动-4.5%/+0.4%/-5.1%。

图表28: 百威英博-北美区域 2008-2024 年盈利能力变动情况 (%)



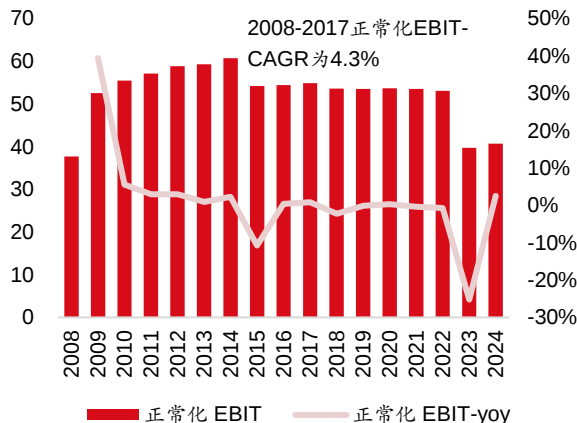
资料来源：百威英博财报，方正证券研究所

图表29: 百威英博北美区域收入&销量变动情况 (%)



资料来源：百威英博财报，方正证券研究所

图表30: 百威英博北美区域正常化 EBIT 变动 (亿美元, %)



资料来源：百威英博财报，方正证券研究所

2 结构升级：第二轮结构升级对应产品多元化明显

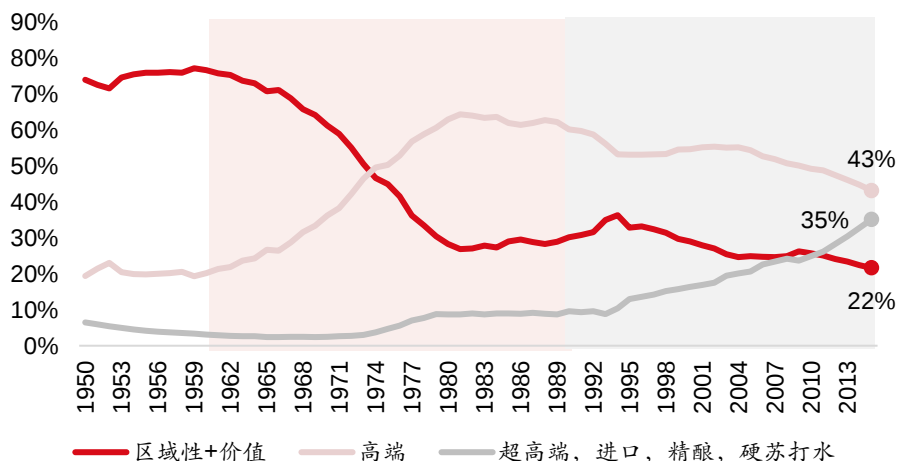
2.1 总述两轮升级：第二轮结构升级对应产品多元化明显

第一轮结构升级对应的时间段为1966-1990年，此轮结构升级并非由创新性高端新产品引导，而是龙头的全国性品牌对区域性小厂品牌替代带动的结构升级。对应高端化为：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1990年的60.1%；“区域+中端”销量占比从1966年的71.1%下降至1990年的30.1%。全国性啤酒龙头旗舰品牌与区域啤酒品牌相比生产的产品并无本质区别，溢价主要来源于：早期由于工厂数量有限，且制冷技术较不发达，此类“全国性啤酒厂”进行跨区域销售时，面临较高的运输成本。为收回运输成本，此类“全国性啤酒厂”通常营销高端品牌形象以销售更高的价格。后续多地建厂后，虽然运输成本下降，但“全国性啤酒厂”的旗舰品牌仍维持其相对于区域啤酒厂品牌的消费溢价。

第二轮周期为对应的时间段为1990年至今，体现为“高端”向“超高端+进口+精酿+啤酒替代品”的升级，实质是“高端+多元化”并行发展，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31：美国啤酒行业结构升级情况（%）-销量口径



资料来源：The US Brewing Industry，方正证券研究所

2.2 当前结构：更多元化，“进口+精酿+Beyond Beer”销量占比40%左右

2.2.1 美国当前啤酒行业产品结构？

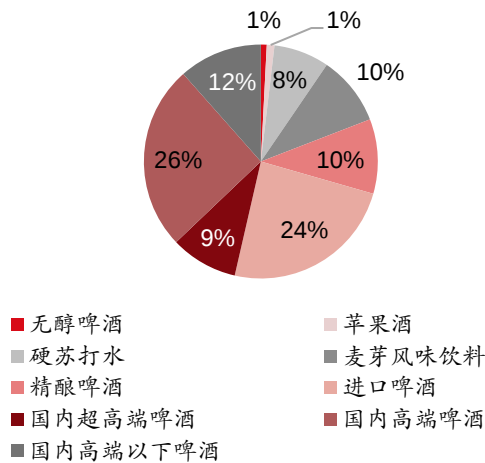
从当前截面数据看，根据Circana《2024 Beer Report》的数据：

1) 销售额口径看：美国啤酒行业中，啤酒类别总计占比81%，其中：传统国内啤酒共计占比46%，国内超高端/国内高端/国内高端以下啤酒分别占比9%/26%/12%；进口/精酿啤酒分别占比24%/10%。非啤酒类别共计占比19%，其中：无醇啤酒/苹果酒/硬苏打水/麦芽风味饮料分别占比1%/1%/8%/10%（无醇啤酒和苹果酒占比较低，非啤酒类别主要以硬苏打水和麦芽风味饮料为主）；

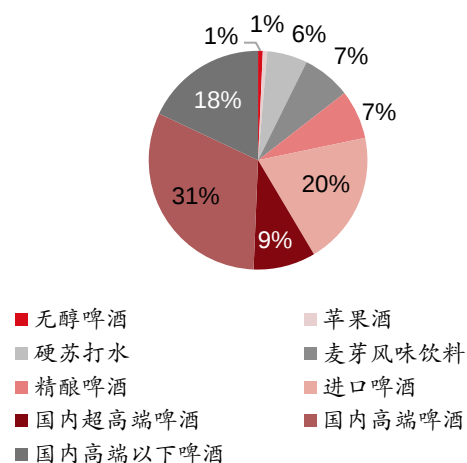
2) 销售量口径看：美国啤酒行业中，啤酒类别总计占比86%，其中：传统国内啤酒共计占比59%，国内超高端/国内高端/国内高端以下啤酒分别占比9%/31%/18%；进口/精酿啤酒分别占比20%/7%。非啤酒类别共计占比14%，其中：无醇啤酒/苹果酒/硬苏打水/麦芽风味饮料分别占比1%/1%/6%/7%；

3) 单价角度看：创新品类中，超高端&精酿&啤酒替代品的销售均价均较传统国内啤酒有较大幅度提升，若与美国国内高端产品（主要以：百威、Coors 品牌为主）相比较，超高端产品价格提升 28%，进口啤酒价格提升 54%，精酿啤酒价格提升 80%。啤酒替代品方面：无醇啤酒价格相较国内高端啤酒价格提升 48%，硬苏打水与麦芽风味饮料价格相近，分别提升 62%/69%。苹果酒价格较高，相较国内高端啤酒价格提升 104%。

图表32:美国啤酒行业结构（%）-销售额口径



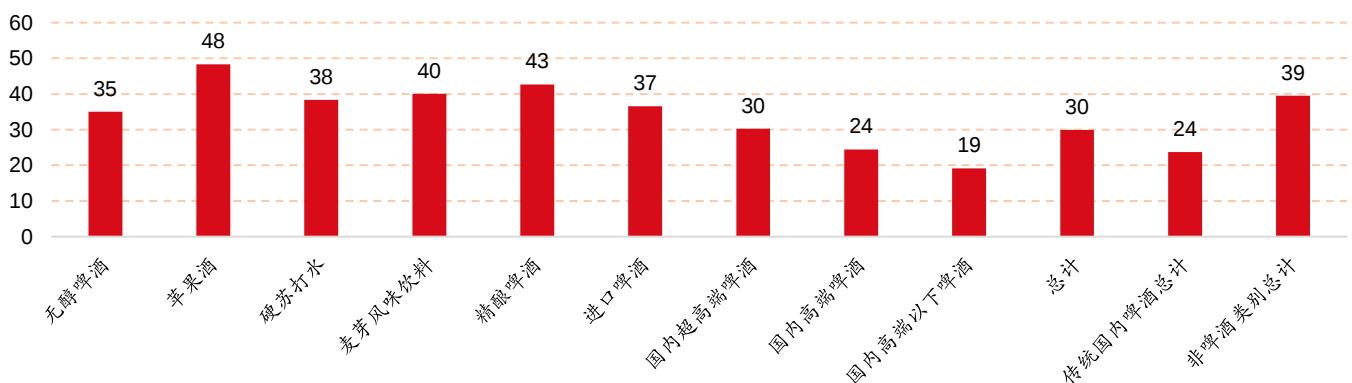
图表33:美国啤酒行业结构（%）-销售量口径



资料来源：Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所；注：数据范围，截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内，美国多门店（杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店）精酿口径包含大厂旗下品牌

资料来源：Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所；注：数据范围，截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内，美国多门店（杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店）精酿口径包含大厂旗下品牌

图表34:美国啤酒行业售价（美元/箱）



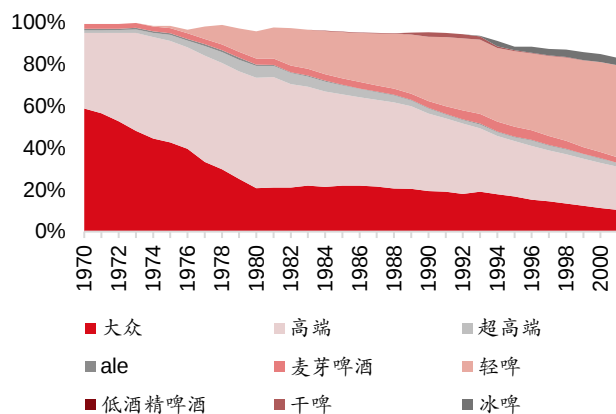
资料来源：Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所；注：数据范围，截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内，美国多门店（杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店）精酿口径包含大厂旗下品牌

2.2.2 创新周期：1970 年中期开始，传统美国啤酒生产商推新节奏加快

从 1970 年代中期开始，美国啤酒生产商的品牌推新节奏加快，酒厂旗下品牌数量大幅增加。其中代表性品类有：无醇啤酒、干啤、冰啤、淡啤等。其中成功的品类较少，只有淡啤。Miller 于 1975 年推出高端淡啤 Miller Lite（卡路里和酒精含量更低），Miller Lite 一经推出销量快速提升。其他龙头也转向开发推广淡啤，如：百威于 1981 年推出 Bud Light。在多家大型啤酒商的合力推动下，淡

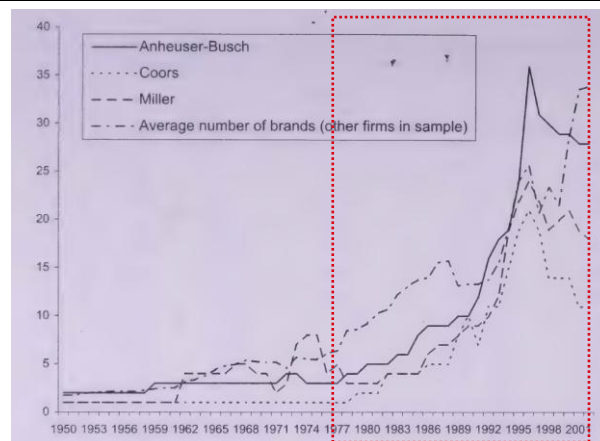
啤成为美国最大的国产啤酒类别，市场份额从 1975 年的 1.1% 提升至 2001 年的 44.0%。但 Bud Light 和百威经典所在价格带均属高端价格带，并未出现创新性产品引领升级。

图表35: 美国市场不同类别啤酒市场份额 (%)



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

图表36: 1950-2002 年啤酒厂销售品牌/标签数量



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

图表37: 美国啤酒行业 2000 年之前产品推新节奏-1970 年代中期后推新节奏明显加快

	pre-1950	1950-1959	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999
超高端	AB(Michelob,1896)	Pabst(Andeker,1957) Heileman(Special Export,1953)		Miller(Löwenbräu,1977)	Schlitz(Erlanger,1980) Stroh(Signature,1982) Hamm(Waldech,1982) Coors(Herman Joseph,1982)	
艾尔啤酒	Many firms(pre-1950)	Pabst(Old Tankard,1957) Carling(Red Cap,1950) Ballantine(Ballantine,1952) C.Schaefer(Schaefer,1953) National(Sportsman,1955) Goebel(Goebel,1958)	Duquesne(Duke,1960) Associated(Pfeiffer,1961) Falstaff(Croft,1966)	Miller(Miller,1974-75) Heileman(20 Grand,1973) Rainier(Rainier,1970) Pittsburgh(Robin Hood,1975)	Coors(G.Killian,1982)	AB(Elk,1995;Michelob,1996)
黑啤		Schmidt(Schmidt bock,1954) Ruppert dark,1958)		Pabst(Pabst,1970) Miller(Löwenbräu,1977) Carling(Tuborg,1973) Peter Hand(Old Chicago,1975) Schaefer(Schaefer bock,1979)	AB(Michelob,1985) Coors(Winterfest,1989) Heileman(H.Weinhard,1987) General(Luck bock,1983) Pittsburgh(Iron City dark,1984)	Genesee(Genesee bock,1994)
麦芽烈酒		Metropolis(Champale,1952) Goetz(Country Club,1956) Heileman(Special Export,1959)	Schlitz(Schlitz,1965) Miller(University Club,1967-68) Blitz-Weinhard(Old English 800,1964) National(Colt 45,1964) Pittsburgh(Mustang,1964) Carling(Calgary,1965) Associated(Michey's,1965) Hamm(Velvet Glove,1969)	Miller(Miller,1972-75) AB(Bud,1972-73) Schaefer(Malta,1973)	Miller(Magnum,1986) AB(King Cobra 1984) Pabst(Iceman,1985) Coors(Turbo 1000,1988)	Stroh(Silver Thunder,1993)
高端淡啤			Piel(Trommers RL,1961) Rheingold(Gablinger,1967) Meister Brau(MeisterBrau,1968)	Miller(Miller Lite,1975) Schlitz(Schlitz,1975) Pabst(Pabst Extra,1976) AB(Natural,1977) Coors(Coors, 1978) Heileman(Old Style,1977)	AB(Bud,1981) Stroh(Stroh,1981)	
大众淡啤				Pabst(Burgie,1978) Genesee(Fyfe & Drum,1976) Heileman(Heileman,1977) Pearl(Pearl,1974) Schmidt(Schmidt,1975) General(Lucky,1978) Schaefer(Piel,1978) Pittsburgh(Iron City,1979)	Schlitz(Old Milwaukee,1981) AB(Natural,1983) Stroh(Old Milwaukee,1980) Miller(Milwaukee's Best,1986) Olympia(Olympia,1980) Falstaff(Falstaff,1986)	AB(Busch,1990) Coors(Keystone,1990)
超高端淡啤				Miller(Löwenbräu,1977) AB(Michelob,1978)	Coors(H.Joseph,1989) Heileman(Special Export,1988) AB(LA,1985-1990) Strohd(Schaefer LA,1986) Heileman(Blatz LA,1985-1988) Hudepohl(Pace Pilsner,1983-1989)	
低酒精啤酒					AB(Michelob Dry,1988;Bud Dry,1989) Heileman(Old Style,Ranier,1988) Pabst(Olympia,1988) Pittsburgh(Iron City Dry,1989) Jones(Esquire Dry,1989)	Coors(Coors Dry,1991;Keystone Dry,1992)
干啤						AB(Bud Ice,1993) Miller(High Life Ice,1993;Icehouse,1994) Coors(Coors Ice,1993) Stroh (Schlitz Ice,1993;Old Milwaukee Ice,1993) Genesee(Genesee Ice,1994)
冰啤						

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

2.2.3 背后动因: 对多元化口味的需求

在多元化新品类中占比较高的为精酿啤酒、进口啤酒、麦芽风味饮料及硬苏打水。

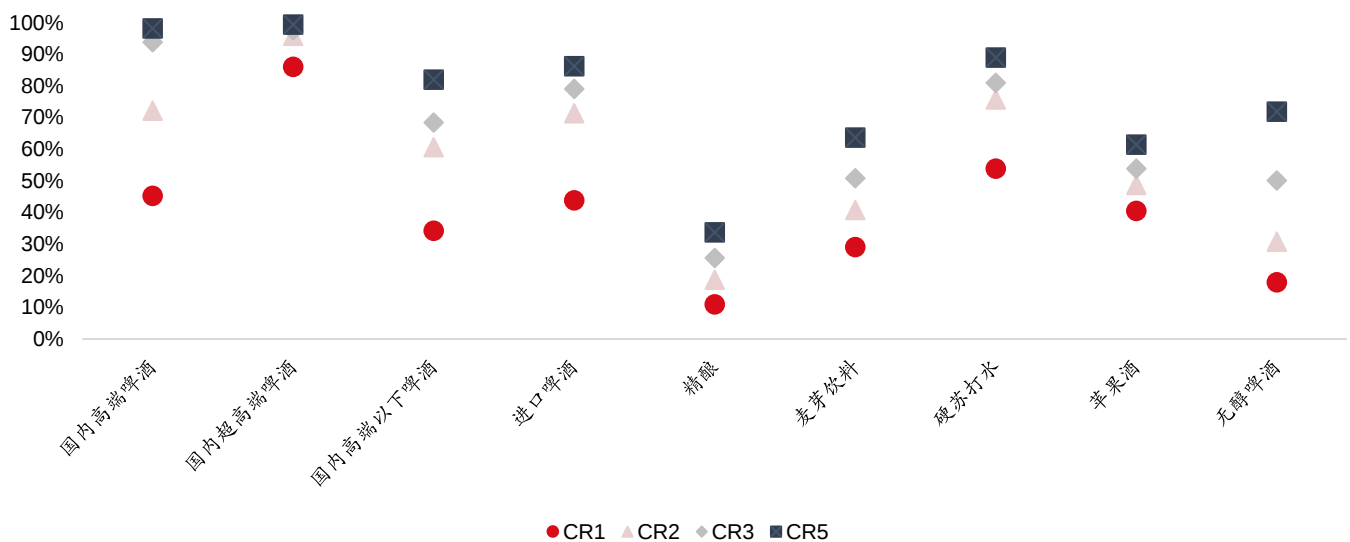
我们认为, 多元化新品类占比提升主要系:

1) 供给侧: 美国大型啤酒商生产同质化的淡啤, 为口味更浓郁的精酿和进口啤酒以及风味多元化的预调酒创造了空间。如前文分析, 淡啤在 2001 年销量占比达到 44.0%, 而精酿啤酒及进口啤酒在口味上更丰富(颜色更深&味道更浓郁), 麦芽风味饮料和硬苏打水为预调酒, 融合口味较多, 如: 水果口味; 2) 需求侧: 居民收入水平的提升导致对多元化和高端产品的需求增加; 3) 政策端: 针对精酿啤酒的税收降低, 供给端限制减弱。1977 年, 政府降低了小型酿酒厂的税收, 在降低税收之前, 所有酿酒厂都要缴纳每桶 9 美元的消费税。降低后, 销售量小于 200 万桶的酿酒商对前 6 万桶, 缴纳每桶 7 美元的消费税, 对其余部分仍缴纳每桶 9 美元的消费税。1991 年, 联邦消费税从每桶 9 美元增加至每桶 18 美元, 但年销售额低于 200 万桶的酿酒厂年销售量的前 6 万桶对应的消费税仍为每桶 7 美

元，税收优惠进一步扩大。此外：1979 年，政府将家庭酿造业合法化（大多数早期精酿啤酒都从家庭酿造中获取经验）。

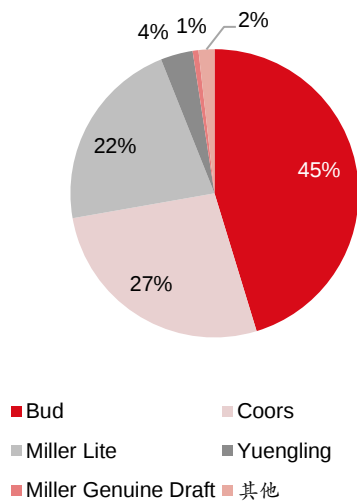
2.2.4 格局：品牌数量增多，格局分散，头部通过布局多个品牌占据领导地位
从各细分类别内部竞争格局看，精酿格局最为分散，呈现“头部分散+尾部长尾”特征，CR1/CR2/CR5 分别为：11%/19%/34%。（针对精酿啤酒格局的详细分析见外发报告《乐惠国际：啤酒酿造设备龙头，外延探索精酿业务》），其余品类中：传统国内啤酒及进口啤酒格局集中，高端以下/高端/超高端价格带中，CR1 均在 30%+，CR2 在 60%+，CR5 在 80%+（品牌口径，由于不同品牌可能属于同家公司，实际格局更加集中）。进口啤酒类别下，CR1/CR2/CR5 分别为：44%/71%/86%。啤酒替代品格局虽低于国内传统&进口啤酒，但 CR5 均在 60%+，高于精酿啤酒。具体看各细分品类表现，集中度排序为，硬苏打水>无醇啤酒>麦芽饮料>苹果酒。

图表 38: 美国啤酒行业不同细分类别集中度表现 (%)



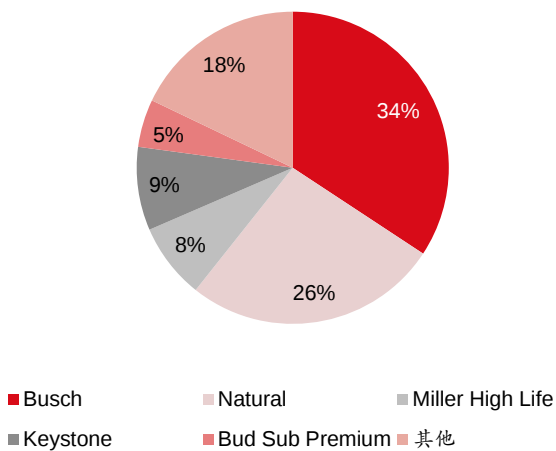
资料来源：Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所；注：数据范围，截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内，美国多门店（杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店）精酿口径包含大厂旗下品牌

图表39:国内高端啤酒竞争格局(%) -销售量口径



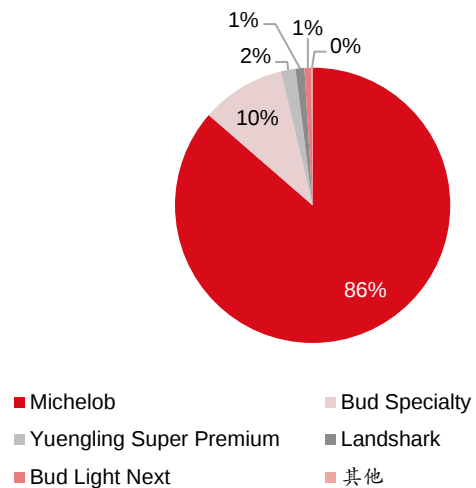
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表41:国内高端以下啤酒竞争格局(%) -销售量口径



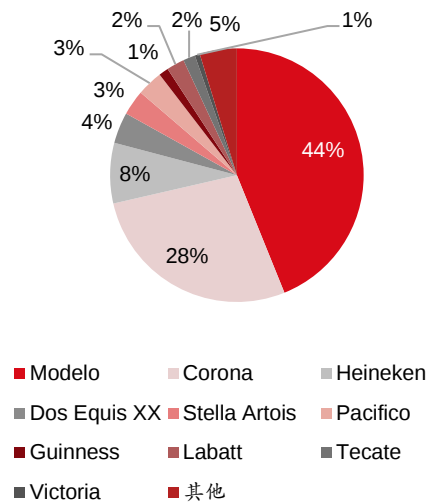
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表40:国内超高端啤酒竞争格局(%) -销售量口径



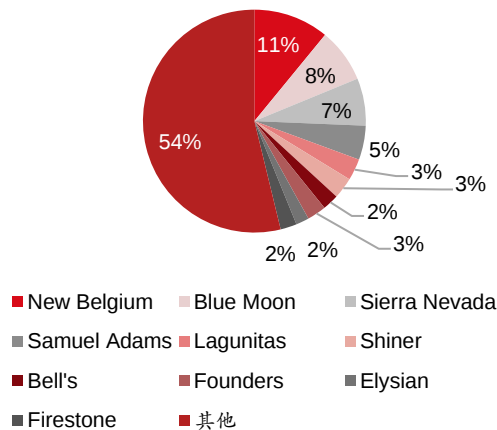
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表42:进口啤酒竞争格局(%) -销售量口径



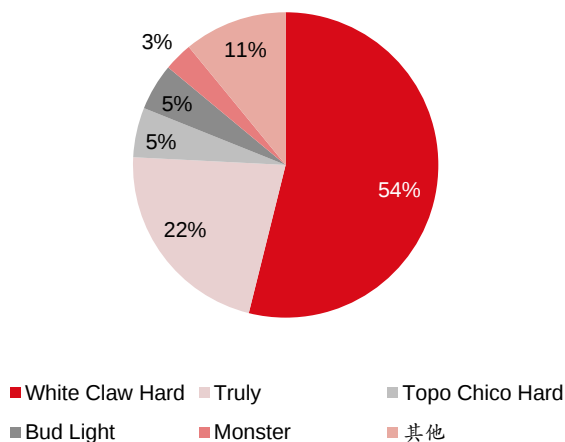
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表43:精酿竞争格局(%) -销售量口径



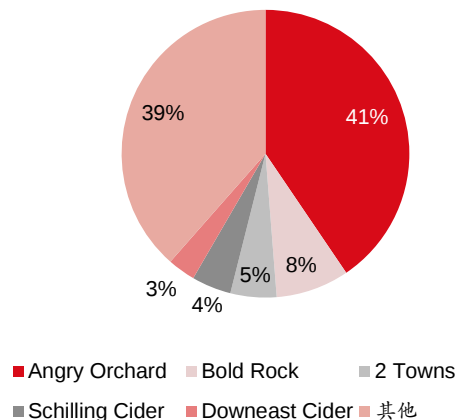
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表45:硬苏打水竞争格局(%) -销售量口径



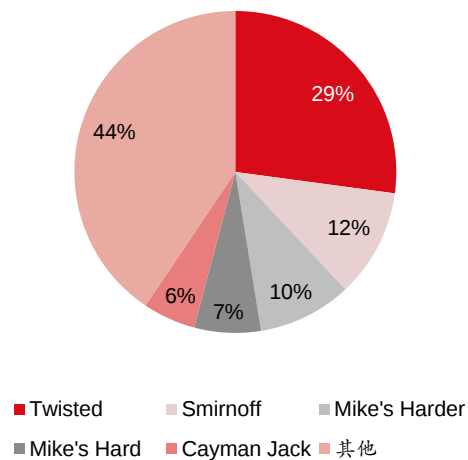
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表44:苹果酒竞争格局(%) -销售量口径



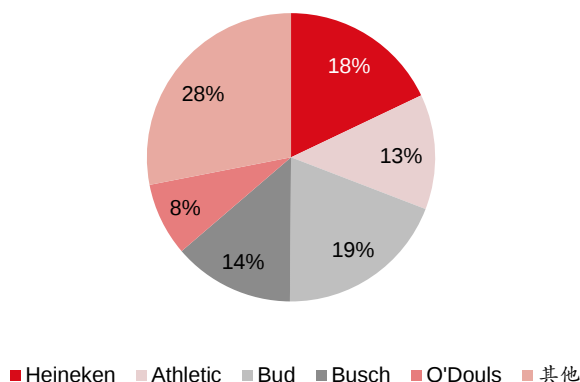
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表46:麦芽风味饮料竞争格局(%) -销售量口径



资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

图表47:无醇啤酒竞争格局(%)—销售量口径



资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店 (杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店) 精酿口径包含大厂旗下品牌

“进口啤酒+精酿+麦芽饮料+硬苏打水”四大主要品类龙一均非美国工业啤酒龙头。其他品类占比提升一定程度上蚕食龙头市占率。原有工业啤酒龙头主要通过收并购+开发新产品应对新品类趋势, 但市占率仍有所下滑。具体看:

1) 进口品类头部品牌被百威英博收购, 但因反垄断限制出售美国业务: 龙一品牌 Modelo/龙二品牌 Corona 在进口啤酒品类内部销量口径市占率分别为 44%/28% (合计 70%+)。2013 年, 百威英博收购了墨西哥的 Grupo Modelo (拥有 Modelo、Corona 等品牌)。后续为了满足美国反垄断的要求, 百威英博将 Grupo Modelo 在美国的业务以约 47.5 亿美元的价格出售给 Constellation Brands。

2) 精酿品类内格局分散, 头部品牌分为私营精酿酒厂品牌+龙头自己开发品牌+被出售给工业啤酒龙头三类。龙一品牌 New Belgium, 占精酿品类销量的 11%, 原私营精酿酒厂品牌, 当前已出售给麒麟旗下精酿饮料部门; 龙二品牌 Blue Moon, 占精酿品类销量的 8%, 为工业啤酒龙头 Molson Coors 子公司旗下的品牌; 龙三品牌 Sierra Nevada, 占精酿品类销量的 7%, 为私营精酿酒厂; 龙四品牌 Samuel Adams, 占精酿品类销量的 5%, 为“精酿+Beyond Beer”品类龙头酒厂 Boston Beer 旗下品牌; 龙五品牌 Lagunitas, 占精酿品类销量的 3%, 原私营精酿酒厂品牌, 当前已出售给喜力。

3) 硬苏打水&麦芽风味饮料, 龙头为专注 Beyond Beer 细分市场的 Boston Beer 以及 Mark Anthony。

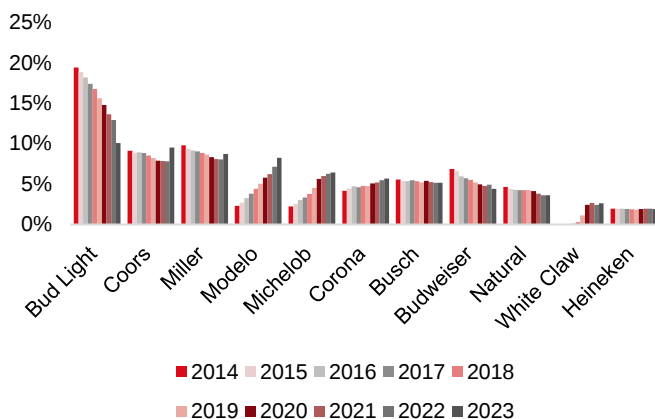
a) 硬苏打水龙一品牌 White Claw Hard, 占硬苏打水品类销量的 54%, 由经营葡萄酒起家的公司 Mark Anthony 于 2016 年推出; 硬苏打水龙二品牌 Truly, 占硬苏打水品类销量的 22%, 为“精酿+Beyond Beer”品类龙头酒厂 Boston Beer 旗下品牌。

b) 麦芽风味饮料龙一品牌 Twisted, 占麦芽风味饮料品类销量的 29%, 为“精酿+Beyond Beer”品类龙头酒厂 Boston Beer 旗下品牌; 麦芽风味饮料龙二品牌 Smirnoff, 占麦芽风味饮料品类销量的 12%, 是英国伏特加酒厂 Smirnoff 旗下的品牌; 麦芽风味饮料龙三/四品牌 Mike's Harder/Mike's Hard (Harder 更浓郁),

分别占麦芽风味饮料品类销量的 10%/7%，均由经营葡萄酒起家的公司 Mark Anthony 推出。

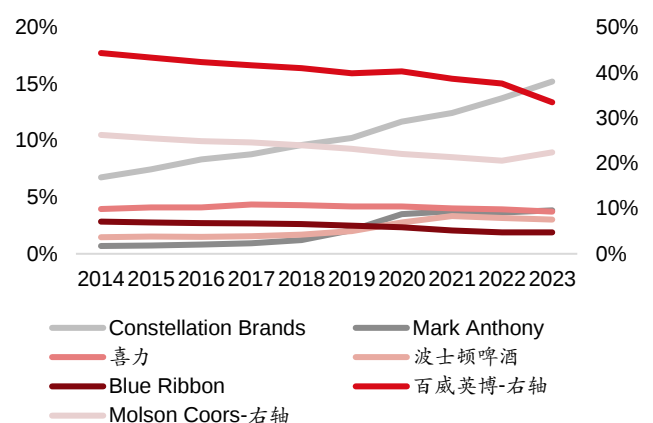
美国工业啤酒龙头旗舰品牌份额被“进口+精酿+Beyond Beer”品类侵蚀，虽然工业啤酒龙头通过收购+开发新产品应对趋势变化，但市占率仍下滑。根据欧睿数据，美国啤酒市场中（啤酒+RTD），龙一品牌 Bud Light 市场份额从 2014 年的 19.4% 下降至 2023 年的 10.1%（累计-9.4pcts），而进口品牌 Modelo 市场份额从 2014 年的 2.3% 增长至 2023 年的 8.2%（累计+5.9pcts），超高端品牌 Michelob 市场份额从 2014 年的 2.2% 增长至 2023 年的 6.4%（累计+4.2pcts），RTD 品牌 White Claw 市场份额从 2014 年的 0% 增长至 2023 年的 2.6%（累计+2.6pcts）。虽然原有工业啤酒龙头通过收购+开发新产品应对趋势变化，但百威英博市占率仍从 2014 年的 44.3% 下降 10.9pcts 至 2023 年的 33.5%，Molson Coors 市占率从 2014 年的 26.3% 下降 3.8pcts 至 2023 年的 22.4%。而进口品类龙头公司 Constellation Brands 市占率从 2014 年的 6.8% 提升 8.5pcts 至 2023 年的 15.2%；RTD 龙头公司 Mark Anthony 市占率从 2014 年的 0.7% 提升 3.2pcts 至 2023 年的 3.8%；RTD 和精酿啤酒龙头公司波士顿啤酒市占率从 2014 年的 1.5% 提升 1.6pcts 至 2023 年的 3.0%。

图表48: 美国啤酒市场品牌市占率变化-销量口径 (%)



资料来源：欧睿数据，方正证券研究所；注：口径采用欧睿的 Beer+RTD

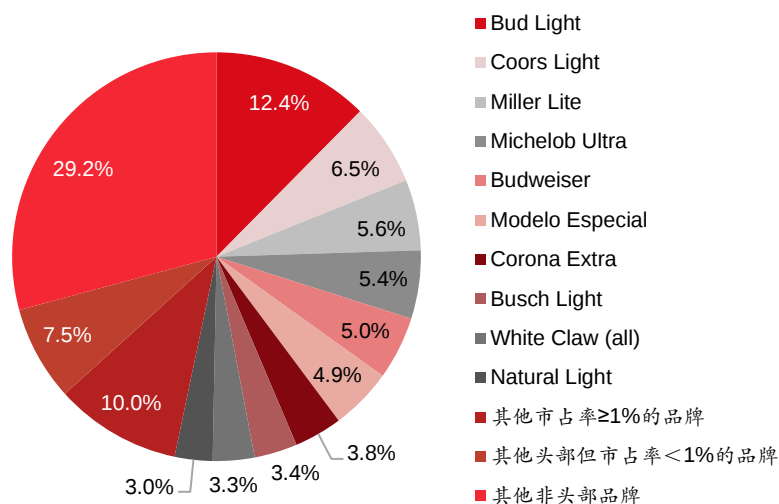
图表49: 美国啤酒市场公司市占率变化-销量口径 (%)



资料来源：欧睿数据，方正证券研究所；注：口径采用欧睿的 Beer+RTD

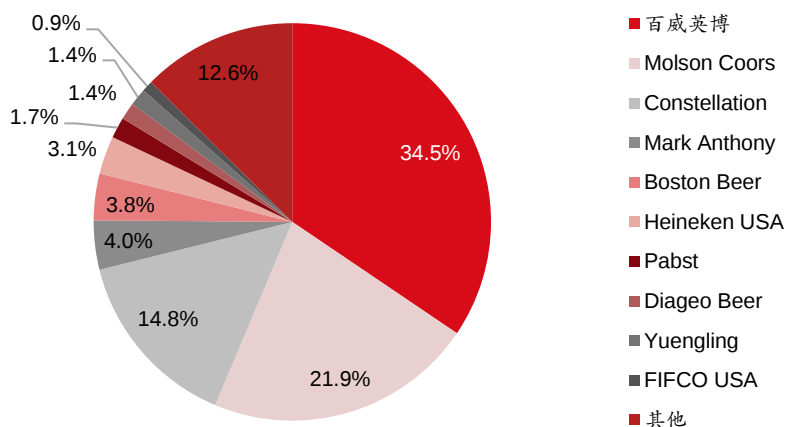
整体格局角度看，由于品牌数量增多，单个头部品牌规模占比不高，头部通过布局多个品牌占据领导地位。根据 Beer Insights 的数据，从品牌市占率角度看：2020 年美国啤酒行业市占率第一的品牌为 Bud Light 市场份额仅有 12.4%，排名第二和第三的品牌市占率分别为 6.5% 和 5.6%。CR3/CR5/CR10/CR25 分别为 24.5%/34.9%/53.3%/69.7%。市占率≥1%但<3%的品牌共有 7 个，合计市占率为 10%。从公司市占率角度看，2023 年龙一百威英博市占率为 34.5%，龙二/龙三市占率分别为 21.9%/14.8%。CR3/CR5/CR10 分别为 71.2%/79.0%/87.5%，相较品牌格局更集中。根据欧睿数据，百威英博旗下前五大品牌销量占比为 89%，分别为 Bud Light/Michelob/Busch/Budweiser/Natural 分别占比 30%/19%/15%/13%/11%。其余品牌销量占比均较小。

图表50:20 年美国啤酒行业各品牌市占率-销量口径 (%)



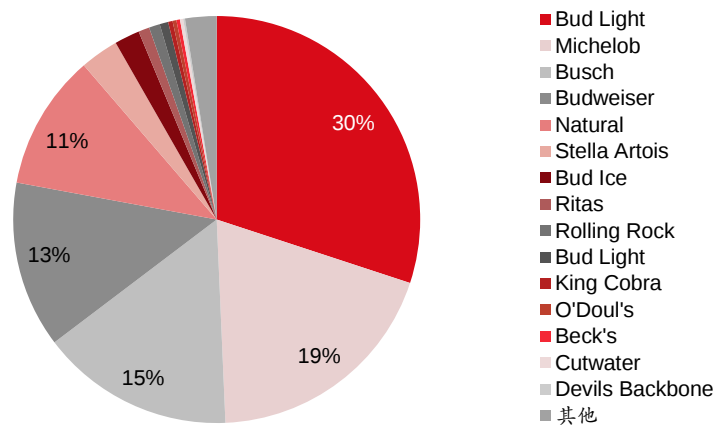
资料来源: beerinsights, 方正证券研究所

图表51:23 年美国啤酒行业各公司市占率-销量口径 (%)



资料来源: beerinsights, 方正证券研究所

图表52:百威英博美国市场各品牌销量分布情况 (%)



资料来源: 欧睿数据, 方正证券研究所; 注: 口径采用欧睿的 Beer+RTD

3 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境变化风险等

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：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 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