

啤酒行业专题报告

中式精酿金星啤酒招股书梳理

方正证券研究所证券研究报告

分析师

王泽华

登记编号：S1220523060002

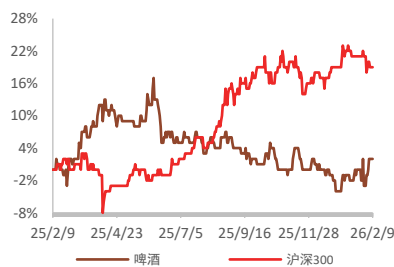
联系人 黄馨平

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)	1,216.47
利润总额(亿元)	274.77
行业平均 PE	26.94
平均股价(元)	26.18

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《24 中报总结：多因素下需求承压，升级持续但放缓，板块表现分化》2024.09.05

金星啤酒招股书梳理：

22 年战略转型专注精酿啤酒，大单品引领公司成长。金星啤酒前身可追溯至 1982 年，1988-2021 年逐步积累品牌势能及扩张产品矩阵。考虑到中国精酿啤酒市场的增长潜力，公司于 2022 年 12 月成立，以河南金星啤酒厂为核心实体，专注精酿啤酒的生产及销售。并于 2024 年 3 月确立将茶元素融入啤酒酿造的产品理念，8 月推出爆品中式精酿啤酒毛尖茶啤。截止 2025Q3，公司中式精酿啤酒包含 50 个 SKU，贡献了截至 25Q1-3 收入的 78.1%。

中式精酿带动公司销售收入及盈利能力持续提升。公司 2024/2025Q1-3 分别实现归母净利率 17.2%/27.5%，分别同比+13.7pcts/+20.8pcts，主要系：产品结构升级带来的毛利率提升，及收入拉升带来的规模效应。2024 年中式精酿啤酒/中式精酿外啤酒毛利率分别为 49%/26%。

精酿市场情况：

1) 美国精酿啤酒行业：23 年精酿啤酒销量/销售额渗透率分别达到 13.5%/24.7%，升级本质是“工业啤酒同质化+消费升级”下对高品质差异化产品的需求。从格局上看，“头部分散+尾部长尾”，由于精酿啤酒更强调独特性和差异化，市场格局必然分散，且头部市场份额随行业新参与者加入而减小。尾部微型&小型酿酒厂多通过酒吧餐吧及周边即饮渠道销售啤酒，分销层面限制较大，规模增长阻力较大，叠加市场参与者数量增多后，单个小品牌规模萎缩，整体市场长尾特征明显。从头部精酿酒厂表现看，主要通过开发新品类（啤酒外品类）拓展规模，前期规模较小阶段，为建立品牌形象销售费用率较高，净利率在 4-6%左右（部分年份更低），后期通过拓品类+拓规模，规模效应提升，销售费用率下降，发展较成熟阶段的净利率在 10%左右。

2) 中国市场：根据灼识咨询数据，2025 年中国精酿啤酒市场零售额规模为 830 亿元，对应零售额渗透率为 11%；风味精酿啤酒零售额规模为 177 亿元，占精酿啤酒的 21%。展望未来，我们认为：1) 中国精酿啤酒市场增速仍将持续：中国精酿啤酒预计 2029 年零售额达到 1821 亿元，对应 25-29 年 CAGR 为 22%；2) 饮料化、风味化拓宽消费受众的趋势将持续：风味精酿啤酒预计 2029 年零售额达到 660 亿元，对应 25-29 年 CAGR 为 39%，占精酿啤酒零售额比重提升至 36%；3) 当前环境下“大众化平价”渠道型精酿品牌占优，但长期空间一定程度上受制于渠道扩张；传统啤酒大厂 25 年加速推新，新品多，但受当前消费环境等因素影响，大范围推广意愿较低，规模仍较小。定位广泛的区域精酿品牌，发展模式更为多元，当前消费环境下主要有以下三种发展方式：a) 通过专营店/打酒站模式全国化铺设渠道，如：优步劳、泰山原浆等，但当下消费环境下打酒站模式普遍承压，这类品牌也在不断调整自身渠道打法；b) 爆品模式，金星啤酒打造单品“信阳毛尖中式精酿”；c) OEM 为重心，自有品牌亦有布局，如：千岛湖，为胖东来等代工，同时也布局了自有精酿品牌。

风险提示：外部需求疲软、精酿渠道拓展不及预期、原材料成本上涨等。

正文目录

1 金星啤酒：22 年战略转型专注精酿啤酒，大单品引领公司成长.....	5
1.1 发展历程：专注精酿啤酒赛道，创新推出中式精酿啤酒	5
1.2 产品结构：中式精酿带动公司销售收入及盈利能力持续提升	5
1.3 渠道&区域结构：随着精酿大单品放量线上渠道及华中外区域占比逐渐提升	7
1.4 财务拆分：费控能力强，利润率持续提升	9
2 看海外：本质“工业啤酒同质化+消费升级”下对高品质差异化产品的需求	11
3 中国市场：8-10 元价格带 1L 装风味精酿发展势头较强.....	20
4 风险提示	28

图表目录

图表 1: 金星啤酒发展历程	5
图表 2: 金星啤酒产品矩阵	6
图表 3: 金星啤酒收入结构拆分 (亿元, %)	6
图表 4: 金星啤酒收入变动拆分 (亿元, %)	6
图表 5: 金星啤酒分产品毛利率变动 (%)	7
图表 6: 金星啤酒毛&净利率变动 (%)	7
图表 7: 金星啤酒分渠道收入变动 (亿元, %)	7
图表 8: 金星啤酒分渠道毛利率变动 (%)	7
图表 9: 金星啤酒分销商数量及单分销商规模变动 (家, 万元/家)	8
图表 10: 主要公司经销商情况对比(万元/家, 家)	8
图表 11: 金星啤酒分区域线下分销商收入变动 (亿元, %)	8
图表 12: 公司分区域分销商数量变动(家, %)	8
图表 13: 公司分区域单分销商规模变动 (万元/家)	9
图表 14: 公司盈利能力变动情况 (亿元, %, pcts)	10
图表 15: 2024 啤酒行业主要公司盈利能力对比 (%)	11
图表 16: 2025Q1-3 啤酒行业主要公司盈利能力对比 (%)	11
图表 17: 精酿啤酒&工业啤酒对比	12
图表 18: 美国啤酒行业结构升级情况 (%) -销量口径	12
图表 19: 美国人均可支配收入 (实际值) 变动 (万美元, %)	12
图表 20: 美国市场不同类别啤酒市场份额 (%)	13
图表 21: 精酿酒厂数量变动情况 (家, %)	14
图表 22: 区域酿酒厂数量及规模变动情况 (家, 万桶/家)	14
图表 23: 美国精酿啤酒行业发展历程 (百万桶, %,)	15
图表 24: 19 年精酿酒厂销售渠道分布 (%) -销量口径	16
图表 25: 19 年精酿酒厂销售模式分布 (%)	16
图表 26: 19 年不同渠道销售方式分布 (%) -销量口径	16
图表 27: 百威英博与最大竞争对手分销商规模对比	16
图表 28: 2019 年美国市场不同类别精酿啤酒厂-现场销售额及比重 (桶, %)	17
图表 29: 09 年美国龙头酿酒厂分销商平均销量贡献 (%)	17
图表 30: 美国分销商数量变动情况 (家)	17
图表 31: 美国不同类型精酿酒厂单厂产量 (桶)	18
图表 32: 美国精酿啤酒市场竞争格局 (%) -销售额口径	18
图表 33: 美国精酿啤酒市场竞争格局 (%) -销售量口径	19
图表 34: 美国啤酒厂数量&产量分布 (家, %)	19
图表 35: 按类别划分的历史精酿啤酒产量 (%)	19
图表 36: 按类别划分的历史精酿啤酒厂数量 (%)	19
图表 37: 波士顿啤酒销量变动情况 (万桶, %)	20
图表 38: 波士顿啤酒毛利率/销售费用率变动情况 (%)	20
图表 39: 波士顿啤酒管理费用率/净利率变动情况 (%)	20
图表 40: 工业啤酒&精酿啤酒成本拆分 (美元/6 包)	20
图表 41: 不同类型啤酒规模及增速变动 (亿元, %)	21
图表 42: 精酿渗透率变动情况 (%)	21
图表 43: 精酿啤酒市场按总部所在地拆分 (亿元, %)	21
图表 44: 中国风味精酿啤酒市场规模 (亿元, %)	21
图表 45: 25Q1-3 中国啤酒市场竞争格局 (%)	22

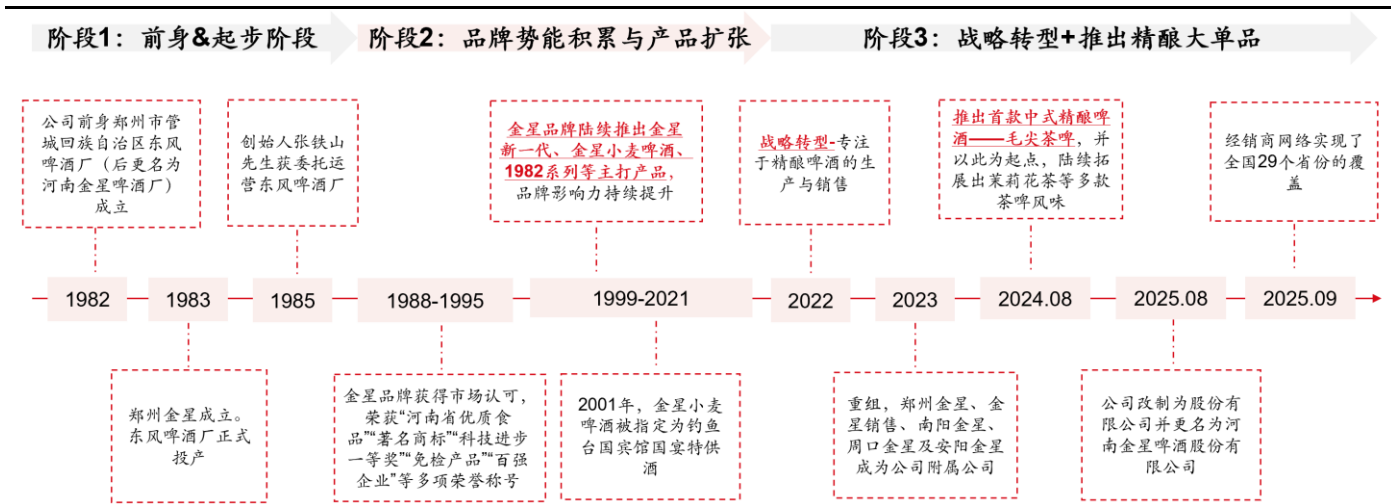
图表 46: 25Q1-3 中国精酿啤酒市场竞争格局 (%)	22
图表 47: 25Q1-3 中国风味精酿啤酒市场竞争格局 (%)	22
图表 48: 金星中式精酿零售额、报表口径销售收入、加价倍率变动 (亿元)	22
图表 49: 精酿啤酒在中国市场的几种发展模式 (元/500ml-线上, 元/杯-线下)	23
图表 50: 盒马精酿啤酒新品推出情况	24
图表 51: 每年与“精酿”相关新注册数量 (家)	24
图表 52: 盒马精酿鲜啤售价变动 (元)	24
图表 53: 中国酒馆渠道细分赛道全景图	25
图表 54: 被调研酒吧中对情绪价值是否重要的态度分布 (%)	26
图表 55: 不同运营年限的酒吧盈利情况-百分比为盈利酒吧占比 (%)	26
图表 56: 被调研酒吧收入与 23 年收入情况对比 (%)	26
图表 57: 桶啤平均进货价 (元/桶)	26
图表 58: 京 A 品牌销量/吨收入/吨成本情况 (吨, 元/吨)-其中吨收入/成本均为生厂商角度	27
图表 59: 京 A 生产商角度盈利能力-22 年 (%)	27
图表 60: 京 A 生产商角度盈利能力-23M1-5 (%)	27
图表 61: 京 A 精酿餐吧盈利能力拆分 (%)	27

1 金星啤酒：22 年战略转型专注精酿啤酒，大单品引领公司成长

1.1 发展历程：专注精酿啤酒赛道，创新推出中式精酿啤酒

2022 年战略转型专注精酿啤酒赛道，2024 年 8 月推出首款中式精酿啤酒-毛尖茶啤（大单品）。公司发展历程可追溯至 1982 年，公司前身郑州市管城回族东风啤酒厂（后文简称为“东风啤酒厂”）成立。于 1985 年，公司创始人张铁山先生获委托运营东风啤酒厂。1988 年-2021 年金星品牌凭借卓越的品质和创新能力获得了众多荣誉称号，并推出广受欢迎的旗舰产品，如：金星新一代、金星小麦啤酒及 1982 系列。考虑到中国精酿啤酒市场的增长潜力，公司于 2022 年 12 月成立，以河南金星啤酒厂为核心实体，专注精酿啤酒的生产及销售。公司于 2024 年 3 月确立将茶元素融入啤酒酿造的产品理念，并于 2024 年 8 月推出首款中式精酿啤酒-毛尖茶啤，并陆续拓展出茉莉花茶、冰糖葫芦及砂糖橘等更多品种。截至 2025 年 9 月 30 日，公司中式精酿啤酒包含 50 个 SKU，贡献了 25Q1-3 收入的 78.1%。

图表1:金星啤酒发展历程



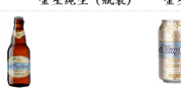
资料来源：招股说明书，方正证券研究所

1.2 产品结构：中式精酿带动公司销售收入及盈利能力持续提升

产品矩阵覆盖全面，2024 年 8 月推出首款中式精酿啤酒（“毛尖茶啤”）后，中式精酿啤酒占收入比重持续提升，2025Q1-3 已提升至 78%，由于中式精酿啤酒售价更高（标准零售价格 20 元/L，10 元/500ml）带动公司毛/净利率持续提升。公司产品组合涵盖经典的纯生、原浆和白啤等系列，同时推出中式精酿啤酒，特别打造出茉莉花茶、金星毛尖等茶风味创新产品。此外，公司按区域和渠道进行产品迭代，并定期通过推出季节限定与限量版产品，呼应地域偏好与文化节点。2023/2024/2025Q3 公司分别有 229/241/166 个在售 SKU。2023 年公司收入仅为 3.6 亿元，其中 1982 原酿啤酒/新一代啤酒/纯生分别实现收入规模 1.5/1.3/0.4 亿元，分别占当年收入比重 42%/36%/11%。2024 年公司实现收入 7.3 亿元，同比+105%，均由中式精酿带动（实现收入 3.8 亿元，占比 52%），中式精酿外产品实现收入 3.5 亿元，同比-1%。2025Q1-3 公司实现收入 11.1 亿元，同比+191%，均由中式精酿带动（实现收入 8.7 亿元，占比提升至 78%，2024Q1-3 收入为 0.4 亿元），中式精酿外产品实现收入 2.4 亿元，同比-30%。此前主打产品 1982 原浆啤酒（标准零售均价 4.5-6 元/500ml）、金星新一代啤酒（标准零售均价 3-3.8 元/500ml）、金星纯生（标准零售均价 4.5-6 元/500ml）价格较低，2024 年中式精酿外产品毛利率为 26%。公司 2024 年新推出产品中式精酿啤酒售价更高（标准零售均价 10 元/500ml），对应毛利率更高，2024 年中式精酿毛利率为 49%。产品结

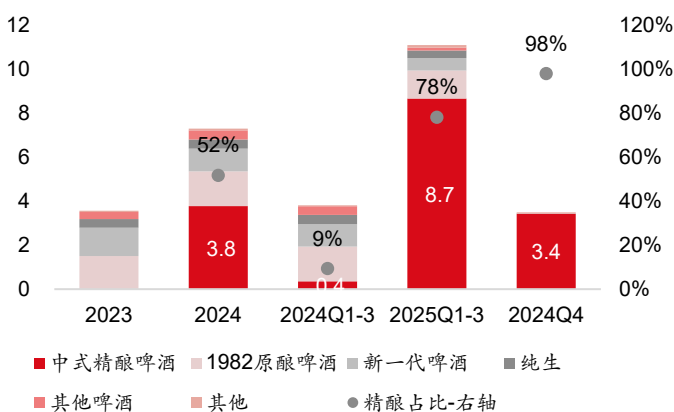
构高端化带动公司毛/净利率持续提升，2024 年公司毛利率提升至 38%，同比+11pcts，净利率提升至 17%，同比+14pcts；2025Q1-3 公司毛利率提升至 47%，同比+16pcts，净利率提升至 28%，同比+21pcts。

图表2: 金星啤酒产品矩阵

产品类别 /25Q1-3收入 规模&占比	产品图	上市时间	价格/规格	价格/500ML
中式精酿啤酒 8.7亿元 /78%		2024年	20元/罐/1L	10元/罐
		2025年	20元/罐/1L	10元/罐
1982原浆啤酒 1.3亿元 /12%		2018年	3元/罐/330ML 6元/瓶/500ML	4.5元/罐 6元/瓶
金星新一代 0.6亿元 /5%		2000年代	2.5元/罐/330ML 3元/瓶/500ML	3.8元/罐 3元/瓶
金星纯生 0.3亿元 /3%		2021年	3元/罐/330ML 6元/瓶/500ML	4.5元/罐 6元/瓶
其他类 0.1亿元 /1%		2021年	4元/罐/330ML 6元/瓶/500ML	6.1元/罐 6元/瓶
		2021年	59元/袋/2.5L 15元/瓶/1.5L	11.8元/袋 5元/瓶
		2021年	5元/瓶/500ML	5元/瓶
		2023年	4元/瓶/500ML	4元/瓶

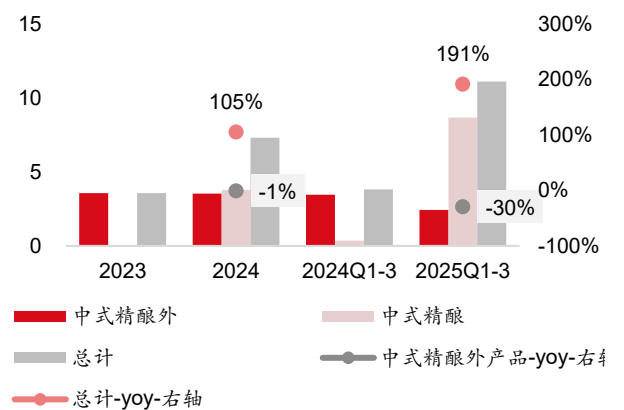
资料来源：招股说明书，方正证券研究所；注：图中为标准零售价格

图表3: 金星啤酒收入结构拆分 (亿元, %)



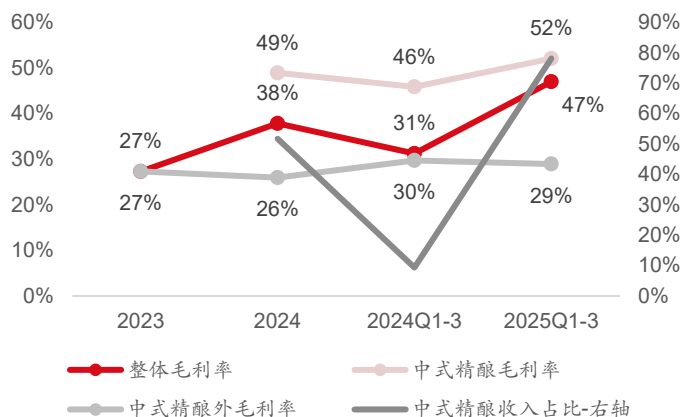
资料来源：招股说明书，方正证券研究所；注：其他收入主要包括与原材料及废料销售相关的收入

图表4: 金星啤酒收入变动拆分 (亿元, %)



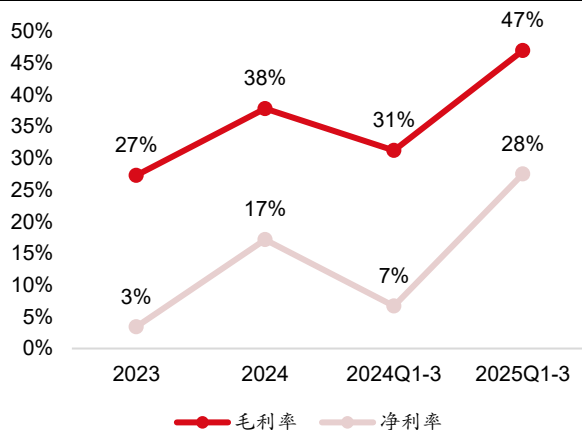
资料来源：招股说明书，方正证券研究所

图表5:金星啤酒分产品毛利率变动 (%)



资料来源:招股说明书,方正证券研究所

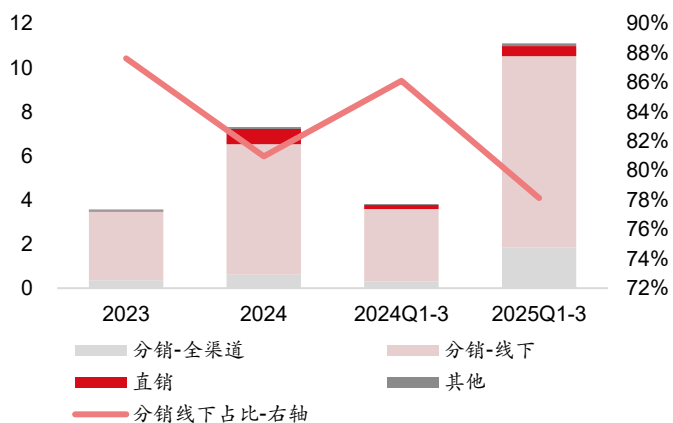
图表6:金星啤酒毛&净利率变动 (%)



资料来源:招股说明书,方正证券研究所

1.3 渠道&区域结构: 随着精酿大单品放量线上渠道及华中外区域占比逐渐提升从渠道结构看,公司销售渠道仍以线下分销为主,但24年8月推出精酿大单品后,线上渠道占比逐渐提升。2025Q1-3公司分销-全渠道/分销-线下/直销/其他渠道收入规模分别为1.8/8.7/0.5/0.1亿元,其中线下分销为公司主要渠道,收入占比78%。直销渠道主要为通过天猫、京东及抖音等平台进行销售,此外公司也向当地超市进行少量线下直销。随着公司精酿大单品的放量,线下分销外销售渠道占比逐渐提升,25Q1-3线下分销外销售渠道占比达到22%,同比+8pcts。

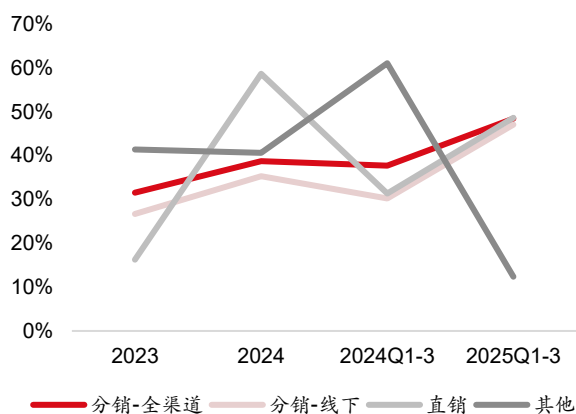
图表7:金星啤酒分渠道收入变动 (亿元, %)



资料来源:招股说明书,方正证券研究所;

注:其他收入主要包括原材料及废料销售相关的收入

图表8:金星啤酒分渠道毛利率变动 (%)

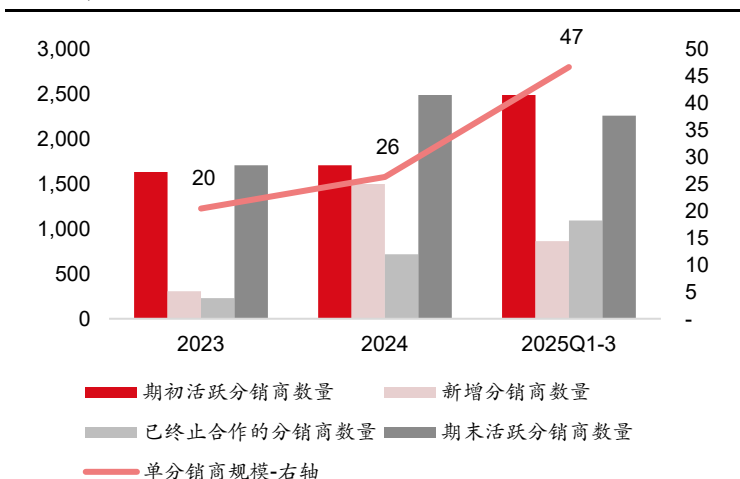


资料来源:招股说明书,方正证券研究所;

注:其他收入主要包括原材料及废料销售相关的收入

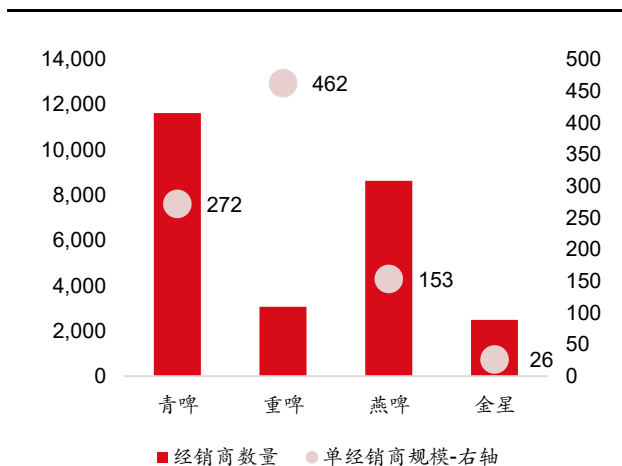
公司单分销商规模相对较小,精酿大单品及战略精简计划助力公司单分销商规模提升。从分销商数量上看,2023至2024年,公司分销商数量有所增长,主要受益于24H2公司成功推出新SKU及公司努力深化重点省份的市场渗透率。2024至2025Q3,分销商数量有所下降,主要系公司实施战略精简计划,提升分销商质量。公司单分销商规模相对较小,2024年单分销商规模为26万元/家,显著低于其他龙头酒企(2024年青啤/重啤/燕啤单经销规模分别为272/462/153万元/家)。随着公司精酿大单品发展及战略精简计划的逐步实施,公司单分销商规模逐渐提升,2025Q1-3公司单分销商规模提升至47万元/家。

图表9:金星啤酒分销商数量及单分销商规模变动(家,万元/家)



资料来源:招股说明书,方正证券研究所;

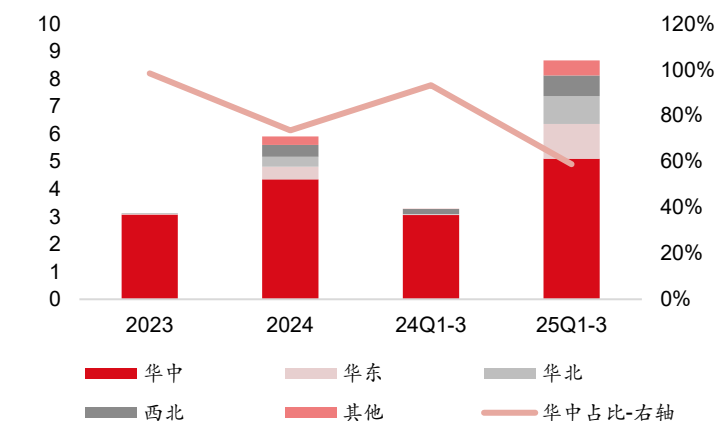
图表10:主要公司经销商情况对比(万元/家,家)



资料来源:招股说明书,各公司公告,方正证券研究所;

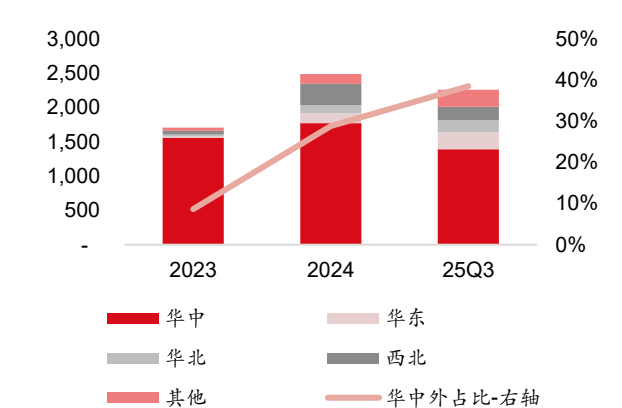
从区域结构看,24年8月推出精酿大单品后,华中区域外占比逐渐提升。2025Q1-3公司华中/华东/华北/西北/其他区域线下分销商收入规模分别为5.1/1.3/1.0/0.7/0.6亿元,其中华中为公司主要销售区域,收入占线下分销商总收入比重为59%。随着公司精酿大单品的放量,基地市场华中区域外销售占比逐渐提升,2023年华中区域外销售收入仅占比2%,2025Q1-3华中区域外销售占比达到41%。从经销商层面看,爆品精酿啤酒助力公司拓展基地市场外分销商资源,华中区域外分销商数量从2024年底的716家增长至25Q3的868家,占比从29%提升至38%。华中区域分销商数量调整精简,华中区域外经销商数量增长。

图表11:金星啤酒分区域线下分销商收入变动(亿元,%)



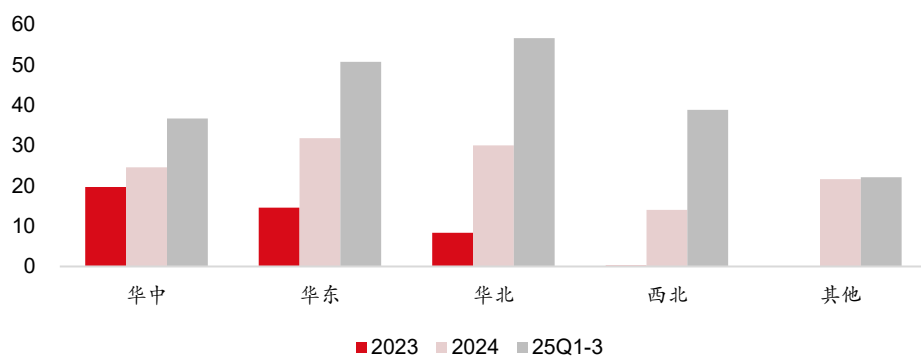
资料来源:招股说明书,方正证券研究所;注:其他主要包括东北、西南以及中国其余地区

图表12:公司分区域分销商数量变动(家,%)



资料来源:招股说明书,方正证券研究所;注:其他主要包括东北、西南以及中国其余地区

图表13: 公司分区域单分销商规模变动 (万元/家)



资料来源：招股说明书，方正证券研究所；注：其他主要包括东北、西南以及中国其余地区

1.4 财务拆分：费控能力强，利润率持续提升

随着精酿大单品放量，叠加公司费控能力强，利润率持续提升。公司 2024/2025Q1-3 分别实现归母净利率 17.2%/27.5%，分别同比+13.7pcts/+20.8pcts，主要系：产品结构升级带来的毛利率提升，及收入拉升带来的规模效应。具体看：1) 2024/2025Q1-3 分别实现毛利率 37.8%/47.0%，分别同比+10.5pcts/+15.8pcts；2) 费用端看，2024/2025Q1-3 公司销售及分销费率分别为 8.9%/6.8%，分别同比-3.3pcts/-4.9pcts（市场及推广费率下降幅度贡献较少，主要系职工薪酬费率下降贡献）；2024/2025Q1-3 公司管理费用率分别为 4.2%/3.4%，分别同比-3.1pcts/-2.4pcts。

图表14: 公司盈利能力变动情况 (亿元, %, pcts)

	2023	2024	2024Q1-3	2025Q1-3
营业收入	3.6	7.3	3.8	11.1
yoy		105%		191%
毛利率	27.3%	37.8%	31.2%	47.0%
+/-pcts		10.5%		15.8%
费用端:				
销售及分销开支	0.4	0.6	0.4	0.8
yoy		49%		68%
销售及分销开支/收入	12.2%	8.9%	11.7%	6.8%
+/-pcts		-3.3%		-4.9%
拆分看:				
1) 市场及推广费	0.1	0.2	0.1	0.3
yoy		72%		181%
市场及推广费/收入	3.2%	2.7%	3.1%	3.0%
+/-pcts		-0.5%		-0.1%
2) 职工薪酬	0.3	0.4	0.3	0.3
yoy		41%		20%
职工薪酬/收入	8%	5%	8%	3%
+/-pcts		-2.4%		-4.4%
行政开支	0.3	0.3	0.2	0.4
yoy		18%		71%
行政开支/收入	7.4%	4.2%	5.8%	3.4%
+/-pcts		-3.1%		-2.4%
研发费用	0.1	0.2	0.2	0.1
yoy		271%		-43%
研发费用/收入	1.4%	2.6%	4.1%	0.8%
+/-pcts		1.2%		-3.3%
其他收入	0.1	0.2	0.1	0.2
其他收入/收入	3.2%	2.1%	2.3%	1.6%
+/-pcts		-1.2%		-0.8%
财务费用	0.2	0.1	0.1	0.0
财务费用/收入	4.6%	1.4%	2.3%	0.3%
+/-pcts		-3.2%		-2.0%
营业利润	0.2	1.6	0.4	4.1
yoy		929%		1038%
营业利润率	4.5%	22.5%	9.4%	36.9%
+/-pcts		18.1%		27.5%
归母净利润	0.1	1.3	0.3	3.1
yoy		928%		1096%
归母净利率	3.4%	17.2%	6.7%	27.5%
+/-pcts		13.7%		20.8%

资料来源: 招股说明书, 方正证券研究所;

图表15:2024 啤酒行业主要公司盈利能力对比 (%)

	2024						
	燕京啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	华润啤酒	百威亚太	金星啤酒
毛利率	40.7%	40.2%	48.6%	46.3%	42.6%	50.4%	37.8%
税金及附加费率	8.5%	7.2%	6.5%	8.4%			
销售费用率	10.8%	14.3%	17.2%	14.9%	21.7%	26.0%	8.9%
管理费用率	10.7%	4.4%	3.5%	7.4%	8.5%	7.6%	4.2%
研发费用率	1.6%	0.3%	0.2%	3.1%			2.6%
财务费用率	-1.3%	-1.8%	-0.2%	-2.9%	0.2%	-0.5%	1.4%
其他收入/总收入	0.7%	1.6%	0.4%	1.8%	5.0%	1.8%	2.1%
营业利润率	11.0%	18.2%	21.7%	16.6%	17.2%	18.6%	22.5%
归母净利率	7.2%	13.5%	7.6%	14.1%	12.3%	11.6%	17.2%

资料来源： ， 方正证券研究所

图表16:2025Q1-3 啤酒行业主要公司盈利能力对比 (%)

	2025Q1-3				
	燕京啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒	金星啤酒
毛利率	47.2%	43.7%	50.2%	51.5%	47.0%
税金及附加费率	8.1%	7.0%	6.5%	8.0%	
销售费用率	11.6%	11.6%	15.6%	14.7%	6.8%
管理费用率	10.2%	3.3%	3.4%	6.6%	3.4%
研发费用率	1.6%	0.3%	0.1%	3.0%	0.8%
财务费用率	-1.2%	-1.1%	-0.1%	-2.5%	0.3%
其他收入/总收入	0.4%	1.0%	0.3%	1.2%	1.6%
营业利润率	17.8%	24.3%	24.8%	22.5%	36.9%
归母净利率	13.2%	18.0%	9.5%	18.6%	27.5%

资料来源： ， 方正证券研究所

2 看海外：本质“工业啤酒同质化+消费升级”下对高品质差异化产品的需求

相较普通工业啤酒，精酿啤酒品质更高，口味更丰富。从原料角度看，精酿啤酒通常为纯麦酿造且麦芽、啤酒花等原料用量更多，酿造出的口感更浓郁；工业啤酒会加入大米、淀粉等成本较低且使得口味更加清淡的原料以适应更多消费人群。从工艺角度看，精酿啤酒普遍使用上发酵工艺且发酵时间更长，以保留啤酒本身更多的风味；而工业啤酒为了批量标准化生产和提高周转，普遍采用下发酵工艺且发酵时间更短。对于精酿啤酒的定义口径较多，其中美国市场运用较为广泛的是 Brewers Association 的定义：将满足以下两个条件的啤酒定义为精酿啤酒：1) 产量少：年产量不多于 600 万桶（对应 70.4 万吨）；2) 独立：非精酿公司持股不超过 25%。

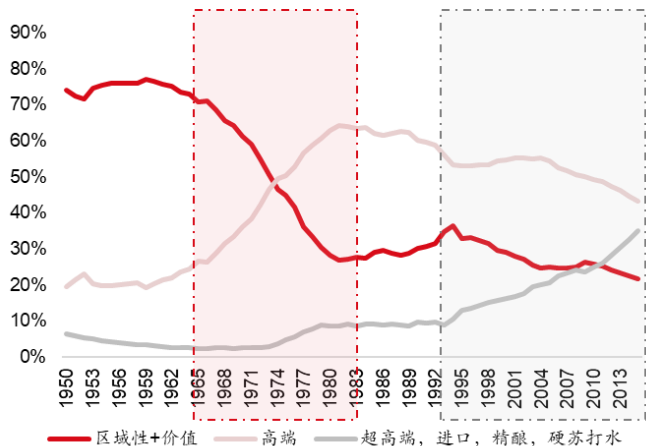
图表17: 精酿啤酒&工业啤酒对比

	精酿啤酒	工业啤酒
原料	酵母、麦芽、啤酒花	大米、玉米、淀粉、麦芽等
口感	麦芽汁浓度高，风味浓郁	麦芽汁浓度低，口味清淡
风味	添加多种精制辅料，可酿造多种风味啤酒	为统一标准化，降低成本，通常酿造工艺和风格单一
发酵方式	多为上发酵艾尔工艺发酵过程中所产生的活性酵母较多，口感层次更为丰富	多采用下发酵拉格工艺且在发酵后进行高浓稀释，酒体较为清澈
发酵时间	根据产品风格不同最长发酵周期可达数年	为保证出酒率，发酵周期通常不超过半个月

资料来源：优布劳官网，方正证券研究所

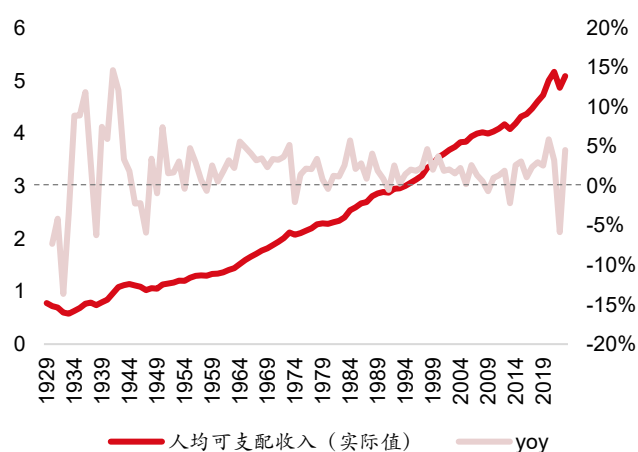
美国啤酒行业共历经两轮结构升级，第一轮升级体现为高端替代中端+区域品牌，第二轮由进口+超高端+精酿引领。第一轮产品结构升级发生在1966-1981年，啤酒消费由区域性+中端向高端啤酒升级，高端销量占比从1966年的26.4%提升至1981年的64.3%；“区域+中端”销量占比从1966年的71.1%下降至1981年的26.8%。第二轮产品结构升级发生在，1990年至今，体现为高端向超高端+进口+精酿的升级，同时区域性+中端向高端品牌升级仍在持续。带动产品结构由：“区域性+中端”/高端/“超高端+进口+精酿”占比从1990年的30.1%/60.1%/9.6%，变化至2015年的21.6%/43.1%/35.1%。

图表18: 美国啤酒行业结构升级情况 (%) - 销量口径



资料来源：Brewers Association，方正证券研究所

图表19: 美国人均可支配收入（实际值）变动（万美元，%）

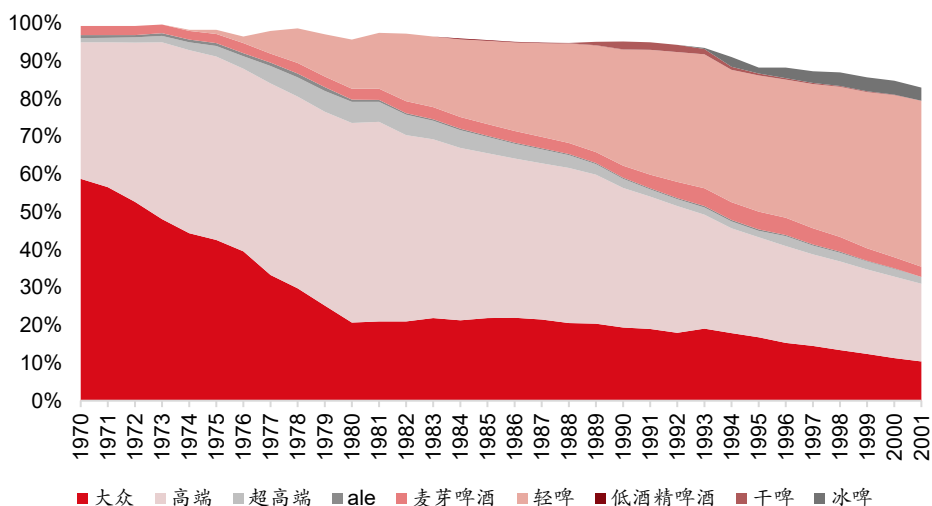


资料来源：FRED，方正证券研究所

我们认为，精酿及进口啤酒占比提升主要系，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创造了空间。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%。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）。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，税收角度看：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，但年销售量低于 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）。

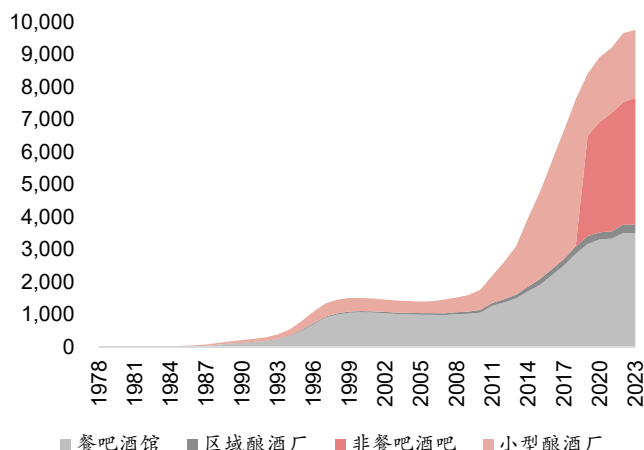
图表20: 美国市场不同类别啤酒市场份额 (%)



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

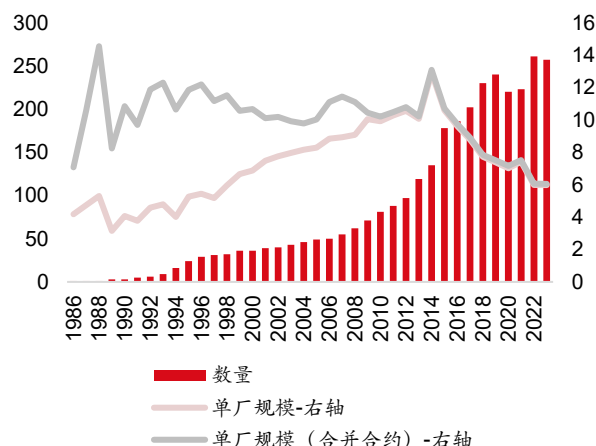
美国啤酒市场 23 年精酿啤酒销量/销售额渗透率分别达到 13.5%/24.7%。根据 Brewers Association 的数据，截至 2023 年，美国精酿啤酒销量达到 2336 万桶（换算得 274 万吨），占比 13.5%（总计 2031 万吨），销售额达到 289 亿美元，占比 24.7%。截至 2023 年，精酿酒厂数共 9761 家，餐吧酒吧/区域酿酒厂/非餐吧酒吧/小型酿酒厂分别 3502/257/3910/2092 家，分别占比 36%/3%/40%/21%。根据 Brewers Association 的定义，非餐吧酒吧（Taproom）为，至少 25%+为自有品牌产品，在酒厂现场销售且不提供餐食的酒厂店；餐吧酒吧（Brewpub）：餐厅与酒厂的结合体，现场自有啤酒占比 25%+，与 Taproom 的区别主要在于是否提供餐食；小型酿酒厂（Microbrewery）为：年产量不到 15,000 桶（1750 吨）的啤酒厂，且 75%+在场外销售（不在现场）；区域酿酒厂（Regional Craft Brewery）为：年产量在 1.5 万-600 万桶之间的酒厂（1750 吨-70 万吨）。

图表21:精酿酒厂数量变动情况 (家, %)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所;

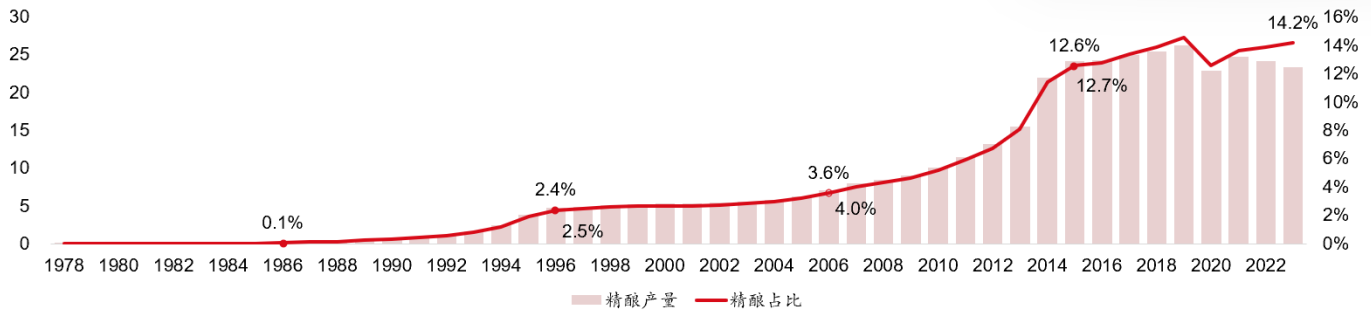
图表22:区域酿酒厂数量及规模变动情况 (家, 万桶/家)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所

我们将美国精酿啤酒行业发展历程拆分成四个阶段 (两轮增长期&两轮调整期)。两轮增长期, 酒厂数量提升贡献较大, 第二轮增长期由于竞争激烈, 单厂规模下降: 其中第一轮增长期 1986-1996 年, 对应销量 CAGR:44%, 渗透率从 0.1%提升至 2.4% (+2.3pcts), 酒厂数量从 47 家增长至 1087 家 (CAGR: +37%); 第二轮增长期 2007-2015 年, 对应销量 CAGR:14.9%, 渗透率从 4.0%提升至 12.6%(+8.5pcts), 酒厂数量从 1459 家增长至 4776 家 (CAGR: +16%)。从产量结构和单厂产量看, 两轮周期有所差异, 第一轮中: 餐吧和小型酒馆存量数较少, 行业处于发展初始阶段, 竞争环境较优, 因此餐吧&小型酒厂在整个区间维度内单厂规模提升 (区间内分别+62%/+20%), 但后续因竞争激烈分别在 93/92 年开始下滑, 区域酒厂规模波动中提升, 区间内+30%; 但第二轮中: 市场中存量竞争酒厂数量较多, 餐吧和小型酒馆的单厂规模均下滑 (餐吧/小型分别-15%/-36%)。仅有区域酒厂单厂规模在增长期提升 (更多是合约模式转区域酒厂带动, 若扣除则整体小幅下滑)。两轮调整期, 表现存在差距, 第一轮调整期更多是行业沉淀缓冲, 部分低效酒厂出清, 但单厂规模提升; 第二轮调整则是数量持续增长+竞争加剧下, 单厂规模下滑幅度较大: 其中第一轮调整期 1997-2006 年, 对应销量 CAGR:4.2%, 渗透率从 2.5%提升至 3.6% (+1.1pcts), 酒厂数量从 1334 家增长至 1409 家 (CAGR: +1%); 第二轮增长期 2016 至今 (2023 年), 对应销量 CAGR: -0.6%, 渗透率从 12.7%提升至 14.2% (+1.4pcts), 酒厂数量从 5713 家增长至 9761 家 (CAGR: +8%)。

图表23: 美国精酿啤酒行业发展历程（百万桶，%，）



	1986-1996年 第一轮增长期	1997-2006年 调整期（区域酒厂规模增长）	2007-2015年 第二轮高速增长期	2016-至今 竞争加剧
产量CAGR	+44%（10Yrs）	+4.2%（9Yrs）	+14.9%（8Yrs）	-0.6%（7Yrs）
渗透率变动	0.1%/2.4%（+2.3pcts）	2.5%/3.6%（+1.1pcts）	4.0%/12.6%（+8.5pcts）	12.7%/14.2%
酒厂数量 及CAGR	47/1087家（+37%）	1334/1409家（+1%） 数量增长至2000年后下滑	1459/4776家（+16%） 酒厂数量持续增长	5713/9761家（+8%） 数量仍持续增长
酒厂结构 区域/餐吧/小型/非餐吧（18 年以后拆分出）	数量上餐馆酒吧和小型酿酒 厂增长较快。96年分别占 3%/64%/34%	区域酿酒厂增长，餐吧酒馆 和小型酿酒厂小幅调整，06 年分别占4%/70%/26%	小型增速快，区域/餐吧/小型 CAGR分别为： 16%/9%/26%。15年分别占 比4%/40%/56%	区域/餐吧/小型（合并非餐 吧）CAGR分别为： 5%/7%/9%。23年分别占 比3%/36%/21%/40%
产量结构 合约/区域/餐吧/小型/非餐吧	96年分别占比 41%/33%/11%/15%	06年分别占比 16%/62%/10%/12%	15年分别占比 1%/78%/5%/16%	23年占比分别为 1%/66%/7%/18%/8%
单厂产量	区域酒厂单厂规模波动中提 升，餐吧&小型整个区间维 度看提升，但拆分看，分别 增长至93/92年开始下滑	区域酒厂单厂规模持续增长 （若考虑合约转回则基本持 平），餐吧&小型初期延续 下滑、后增长，整体餐吧未 恢复至期初，小型超过期初	餐吧&小型均下滑，分别- 15%/-36%。区域单厂规模提 升至14年后下滑（区间内 +19%），考虑合约转回后- 6%	均下滑（小熊酒厂拆分后 不可比），区域酒厂下滑 较大（区间内-38%），餐 吧区间内-20%

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；注：产量结构 18 年前小型酿酒厂包含非餐吧模式，18 年后非餐吧模式单独拆出

渠道角度：不同类型精酿啤酒主要发展的渠道？是否受到大型酒厂的限制？

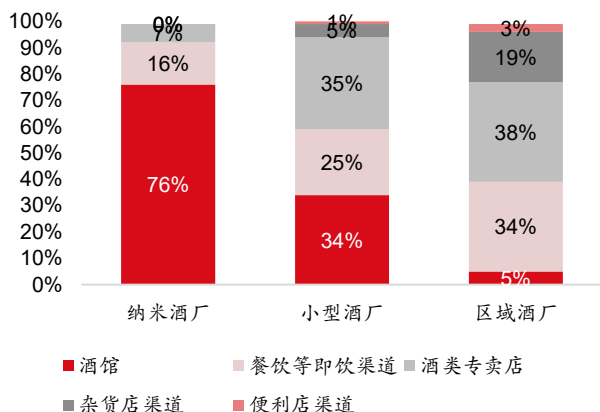
渠道角度看，大型工业啤酒厂拥有绝对优势，一定程度上制约精酿啤酒的发展。

1) 美国在啤酒分销方面的法规：“三级分销系统+自行分销模式”，在法规层面禁止啤酒厂对销售终端进行控制。禁酒令前，酒吧、餐馆等销售渠道通常只销售一种品牌的啤酒（“tied-houses”）。啤酒生产者和零售商之间，通过所有权或其他形式进行绑定。禁酒令废除后，联邦政府将管制酒精进口、分销和销售的权力移交给了各州。美国各州在管理啤酒销售时，通常规定三级分销系统“进口商/生产商-分销商-零售商”，即生产商只能将产品出售给分销商，再由分销商将产品出售给零售商。三级分销系统禁止了销售终端与生产商的直接绑定。此外，大概 4/5 的州允许小型精酿酒厂自行分销他们的产品（通常仅适用于产能和产量有限的精酿酒厂）。但在一些州，自行分销也适用于大型生产商。由于部分精酿酒厂规模较小，开发独立分销商、为分销商提供服务、安排销售人员、投放广告宣传等难度较高，因此往往会通过自行分销方式，在其自有酒馆或其他即饮渠道销售。

根据《Beer Sales in Grocery and Convenience Stores》的调查，在科罗拉多州，纳米酒厂（销量小于 1k 桶）分别有 76%/16% 的销量由自有酒馆/其他即饮渠道销售，仅有 7% 的销量由酒类专卖店渠道销售。而对于小型精酿酒厂（销量在 1k-1.5w 桶之间）分别有 35%/25% 的销量由酒馆/其他即饮渠道销售。35%/5%/1% 的销量分别由非即饮渠道的酒类专卖店/杂货店/便利店渠道销售。对于区域酒厂（销量在 1.5w-600w 桶之间），仅有 5% 的销量由酒馆渠道销售。其余 34%/38%/19%/3% 的销量分别由其他即饮渠道/酒类专卖店/杂货店/便利店渠道销售。在销售方式选择上，纳米酒厂/小型酒厂/区域酒厂分别有 2%/36%/86% 的销量由第三方分销商贡献。其中，纳米酒厂由于体量较小，多在自有酒馆或通过自行分销方式在其他

即饮渠道（通常为附近的）销售。根据 brewers association 的数据，2019 年整个啤酒行业渠道组合中，即饮渠道+酒厂现场仅占不到 20%，但在精酿酒厂中占比达 40%。

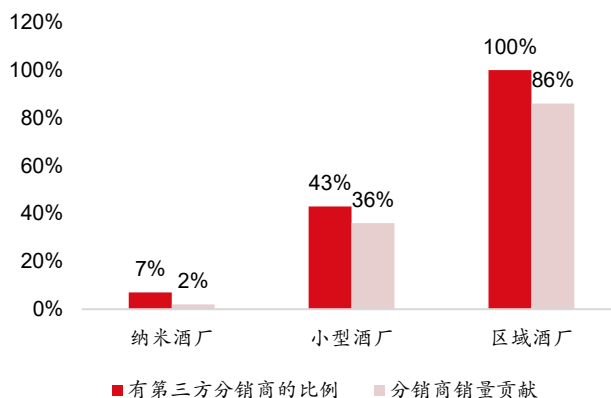
图表24:19 年精酿酒厂销售渠道分布 (%) -销量口径



资料来源:《Beer Sales in Grocery and Convenience Stores》, 方正证券研究所

注: 纳米酒厂销量小于 1k 桶; 小型酒厂销量在 1k-1.5w 桶之间; 区域酒厂销量在 1.5w-600w 桶之间

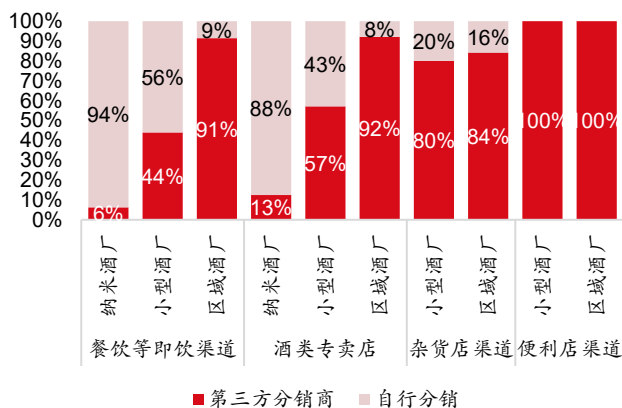
图表25:19 年精酿酒厂销售模式分布 (%)



资料来源:《Beer Sales in Grocery and Convenience Stores》, 方正证券研究所

注: 纳米酒厂销量小于 1k 桶; 小型酒厂销量在 1k-1.5w 桶之间; 区域酒厂销量在 1.5w-600w 桶之间

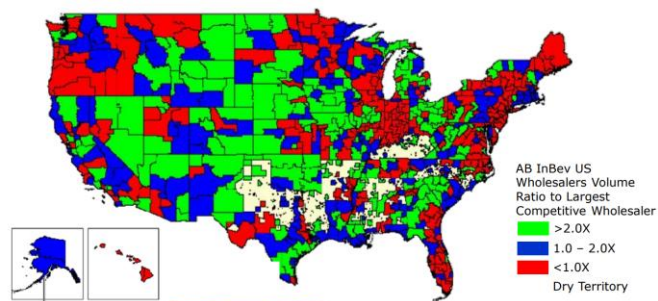
图表26:19 年不同渠道销售方式分布 (%) -销量口径



资料来源:《Beer Sales in Grocery and Convenience Stores》, 方正证券研究所

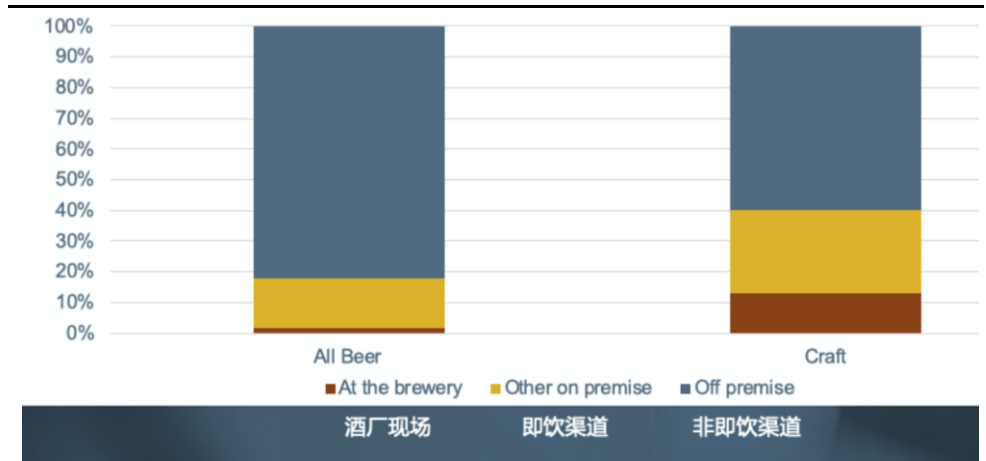
注: 纳米酒厂销量小于 1k 桶; 小型酒厂销量在 1k-1.5w 桶之间; 区域酒厂销量在 1.5w-600w 桶之间

图表27:百威英博与最大竞争对手分销商规模对比



资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

图表28:2019年美国市场不同类别精酿啤酒厂-现场销售额及比重(桶, %)



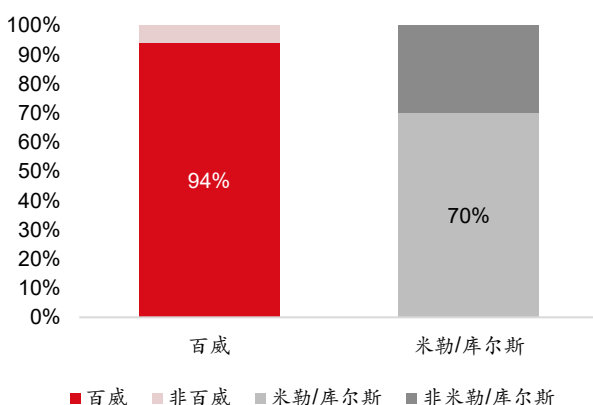
资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所

注: 此处 onsite 口径为自有即饮渠道, 不包含分销商分销至其他即饮渠道

2) 但大型工业酿酒厂通过独家分销商模式, 实现对重要渠道资源的掌控, 啤酒分销商层面持续整合出清。具体看: 龙一百威, 1997 年要求分销商签署“排他性激励计划”, “计划”中并未直接要求经销商只销售百威旗下产品。但如果分销商放弃竞争对手产品, 会获得激励。在 2008 年, 百威修改了协议, 允许分销商销售小型精酿酒厂的产品。此外, 百威也拥有部分经销商的少数/全部股权。龙二米勒, 1994 年开始巩固其经销网络, 在 1999 年米勒和库尔斯通过“共享分销商”模式建立分销网络。整体看, 截至 2009 年, 百威分销商的销量中有 94% 为百威及旗下品牌贡献, 仅有 6% 为其他品牌贡献。米勒和库尔斯分销商的销量中有 70% 为米勒和库尔斯贡献。此外, 从分销商规模角度看, 截至 2009 年, 百威分销商平均规模为其最大竞争对手的 1.6x。

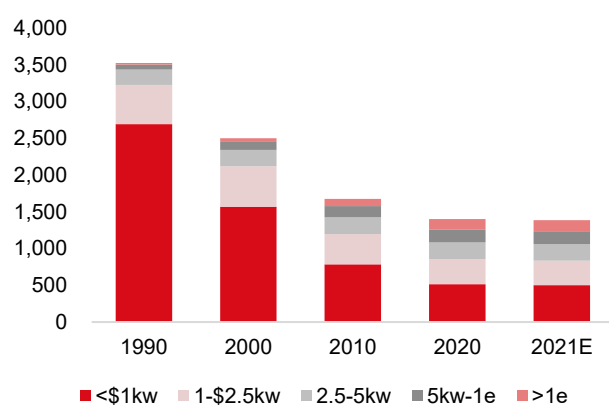
分销商层面也在持续整合, 许多中型的分销商被大型分销商收购, 而一些较小的分销商退出了行业。根据 DrinkTell 数据库, 啤酒分销商总数从 1990 年的 3,523 家减少至 2021 年的 1,386 家 (-61%)。其中: 小分销商不断被蚕食, 年收入低于 1000 万美元的分销商数量从 1990 年的 2,691 家减少至 2021 年的 502 家 (-81%), 而收入超过 1 亿美元的分销商数量从 1990 年的 21 家增长至 2021 年的 151 家 (+619%)。

图表29:09年美国龙头酿酒厂分销商平均销量贡献(%)



资料来源: 百威英博官网, 方正证券研究所

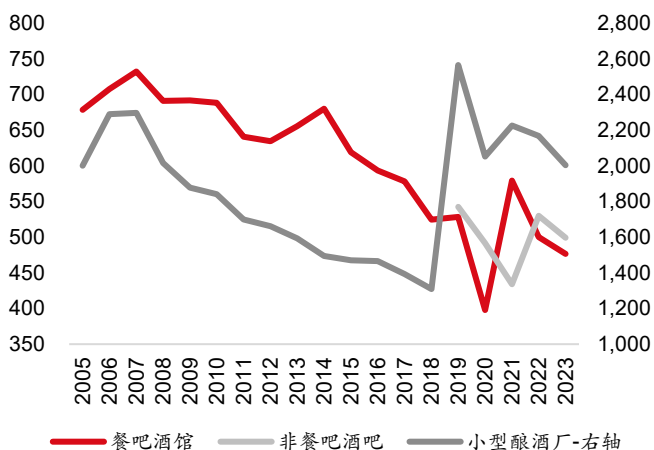
图表30:美国分销商数量变动情况(家)



资料来源: DrinkTell, 方正证券研究所

3) 精酿啤酒厂商多与独立分销商建立关系,但在与大型酒厂争夺渠道资源方面仍存在明显劣势。虽然随着精酿啤酒厂的持续发展,以及分销精酿啤酒带来的利润更高,独立分销商对精酿啤酒的重视程度较高。但精酿酒厂由于,1) 营销&销售资源投放缺乏规模优势:精酿酒厂在终端资源争夺中投入的费用不足,营销费用投放缺乏规模效应,消费者知名度较低。因此,在与大型酒厂争夺渠道资源(非即饮渠道的货架空间、即饮渠道的餐厅/酒吧龙头)方面仍存在明显劣势;2) 分销商资源瓶颈:分销商层面持续整合,单个分销商常常覆盖数百、甚至上千个SKU,对单个小品牌投入的资源不足等。因此,虽然小型精酿啤酒厂在美国数量较多,但单个小品牌规模较小,且在品牌数量增加后,单个精酿品牌平均规模下降。根据 Brewers Association 的数据,餐吧酒吧单厂产量从 2005 年的 678 桶下降至 2023 年的 477 桶(-30%),小型酿酒厂单厂产量从 2007 年的 2296 桶下降至 2018 年的 1309 桶(-43%)。

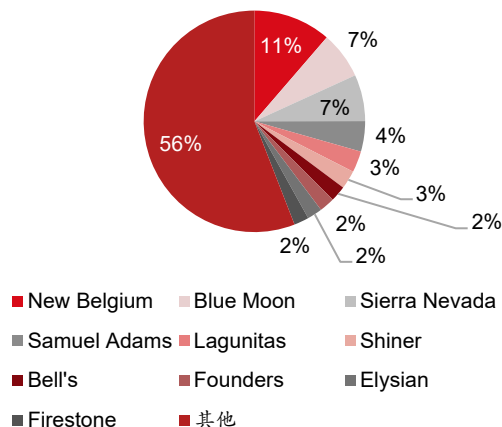
图表31:美国不同类型精酿酒厂单厂产量(桶)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所

注: 2019 年小型酿酒厂分类拆分为非餐吧酒吧, 被动拉升单厂产量

图表32:美国精酿啤酒市场竞争格局(%) - 销售口径

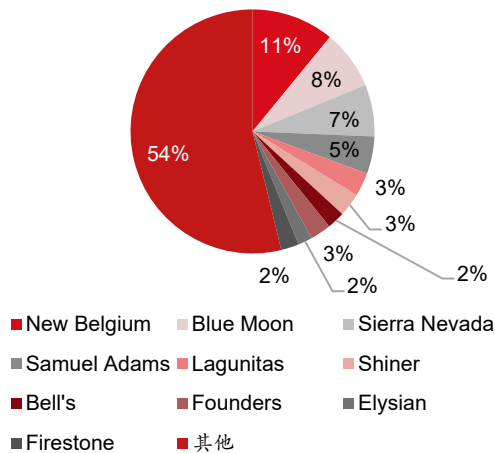


资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内, 美国多门店(杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店)精酿口径包含大厂旗下品牌

格局方面:“头部分散+尾部长尾”,由于精酿啤酒更强调独特性和差异化,市场格局必然分散,且头部市场份额随行业新参与者加入而减小。尾部微型&小型酿酒厂多通过酒吧餐吧及周边即饮渠道销售啤酒,分销层面限制较大,规模增长阻力较大,叠加市场参与者数量增多后,单个小品牌规模萎缩,整体市场长尾特征明显。据 Circana 数据显示,截至 24 年 1 月 28 日的 52 周内,在美国多门店渠道(涵盖:杂货店、药店、大众商品店、便利店等),TOP1 品牌家族(New Belgium)市占率为 11%,CR3 为 25%,CR5 为 33%,CR10 为 44%。Circana 统计口径仅涵盖非即饮渠道中的便利店、杂货店等渠道(合计换算得 803 万桶,占 Brewers Association 销量的 34%)。根据我们此前分析,小型(或微型)精酿酒厂一般不选择这些渠道销售(渠道进入和维护成本较高),实际全渠道的市场格局更为长尾(Brewers Association 口径 21 年 CR1: 7.7%; CR3: 14.7%; CR10: 26.6%)。截至 23 年,区域酿酒厂模式占销量比重的 65%+(地域属性较强),但从数量角度仅占精酿啤酒厂总数的 2.6%。从产量角度看,根据 Brewers Association 的数据,截至 2023 年区域酿酒厂/非餐吧酒馆/小型酿酒厂/餐吧酒馆/合约模式分别占比

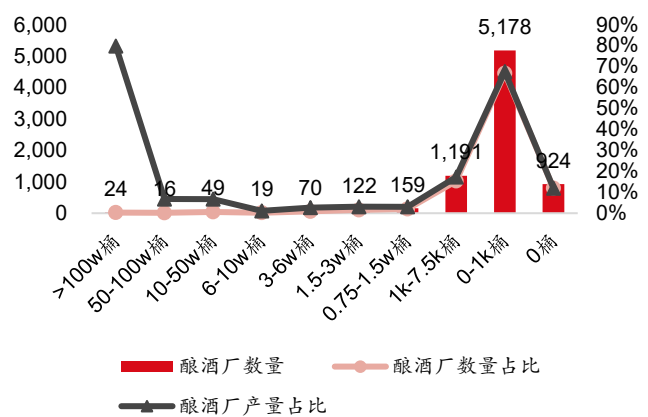
65.7%/8.4%/17.9%/7.1%/0.8%。从工厂数量角度看，截至2023年区域酿酒厂/非餐吧酒馆/小型酿酒厂/餐吧酒馆分别占比2.6%/40.1%/21.4%/35.9%。由于酿造啤酒需要对运营设施进行大量投资，为摊薄制造成本，许多精酿厂在初创阶段都采用合同酿造模式（1995年合约模式销量占比达到最高值44%），如：Boston Beer Company。在合同酿造过程中，通过评估市场对其啤酒的需求，判断是否需要建立自有生产设施。随着合同酿造啤酒商的成功，开始自建啤酒厂，合同酿造占精酿啤酒销量规模比重逐渐降低。

图表33:美国精酿啤酒市场竞争格局(%)—销售量口径



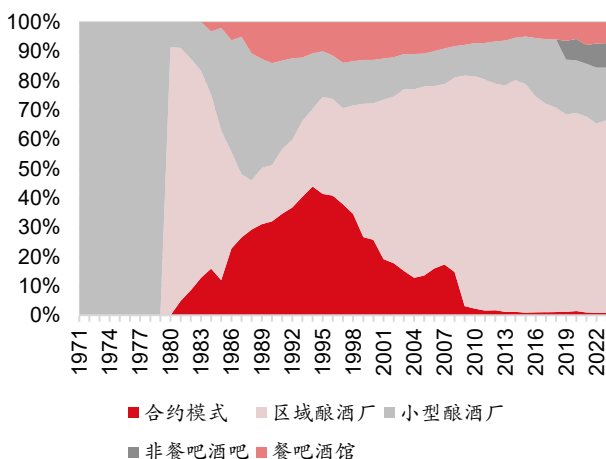
资料来源: Circana, Beverage Industry, 方正证券研究所; 注: 数据范围, 截至24年1月28日的52周内, 美国多门店(杂货店、药店、大众商品店、便利店、军事小卖部、精选俱乐部和一元零售连锁店)精酿口径包含大厂旗下品牌

图表34:美国啤酒厂数量&产量分布(家, %)



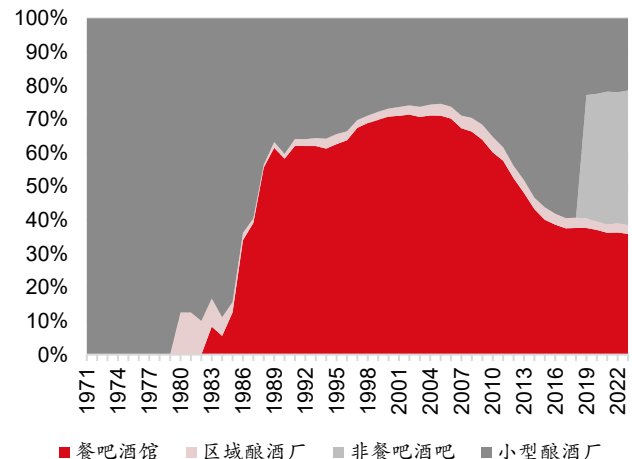
资料来源: NBWA, 方正证券研究所;

图表35:按类别划分的历史精酿啤酒产量(%)



资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所;

图表36:按类别划分的历史精酿啤酒厂数量(%)

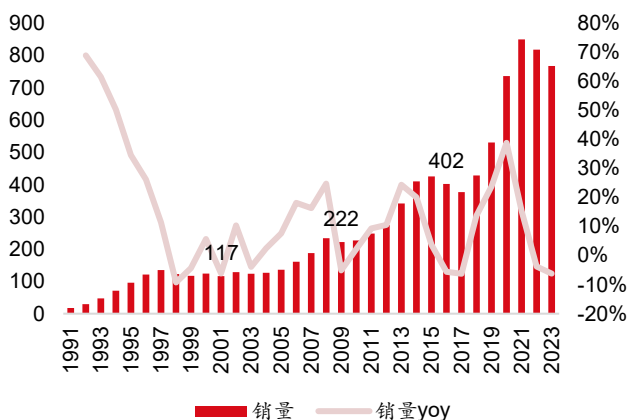


资料来源: Brewers Association, 方正证券研究所;

以波士顿啤酒为例，探究头部精酿酒厂盈利模型：通过开发新品类拓展规模，前期规模较小阶段，为建立品牌形象销售费用率较高，净利率在4-6%左右（部分年份更低），后期通过拓品类+拓规模，规模效应提升，销售费用率下降，发展较成熟阶段的净利率在10%左右。波士顿啤酒成立于1984年，位列Brewer Association

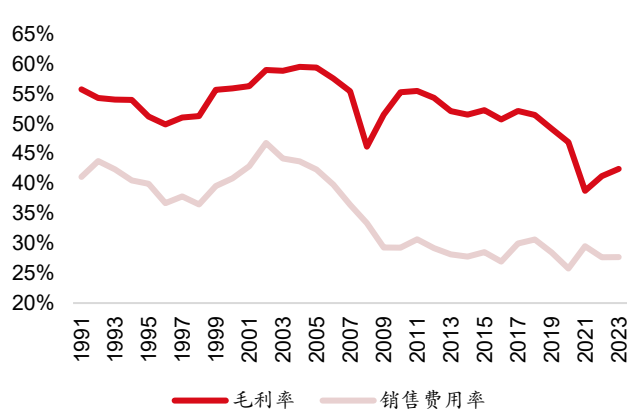
精酿啤酒厂规模排行榜的第2名，旗下有两个主要的精酿品牌：Samuel Adams 以及 Dogfish Head。精酿啤酒外，公司在2001年推出了调味麦芽饮料品牌 Twisted Tea，2009年推出了苹果酒品牌 Angry Orchard，2016年推出硬苏打水品牌 Truly Hard Seltzer。2023年总酒精饮料销量为767.8万桶（90万吨），其中啤酒销量为115.2万桶（14万吨），仅占23年总销量的15%。精酿啤酒方面，公司早期通过合约生产精酿啤酒，一方面，降低公司的成本；另一方面，通过在多个地点酿造，降低分销成本。销量提升后，公司自酿啤酒逐渐替代合同酿造。从盈利模型角度看，公司毛利率前期在55%左右，后期在50%左右。前期规模较小阶段，为建立品牌形象销售费用率较高（40%+），净利率在4-6%（部分年份更低），后期通过拓品类+拓规模，规模效应提升，销售费用率下降（28-30%），发展较成熟阶段的净利率在10%左右。

图表37: 波士顿啤酒销量变动情况（万桶，%）



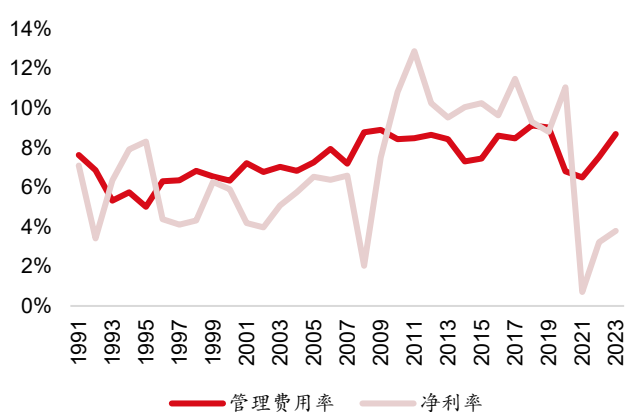
资料来源: Boston Beer 官网, 方正证券研究所;

图表38: 波士顿啤酒毛利率/销售费用率变动情况 (%)



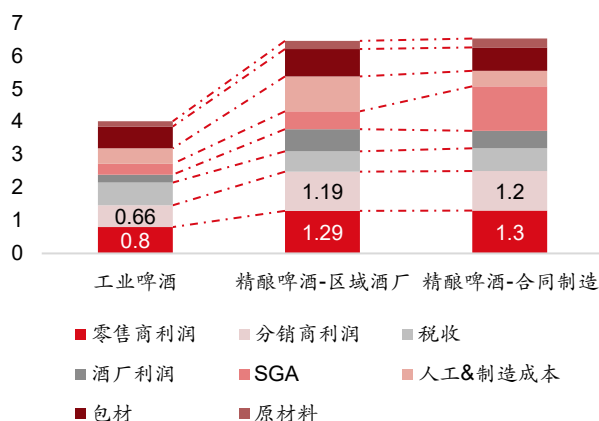
资料来源: Boston Beer 官网, 方正证券研究所;

图表39: 波士顿啤酒管理费用率/净利率变动情况 (%)



资料来源: Boston Beer 官网, 方正证券研究所;

图表40: 工业啤酒&精酿啤酒成本拆分 (美元/6包)



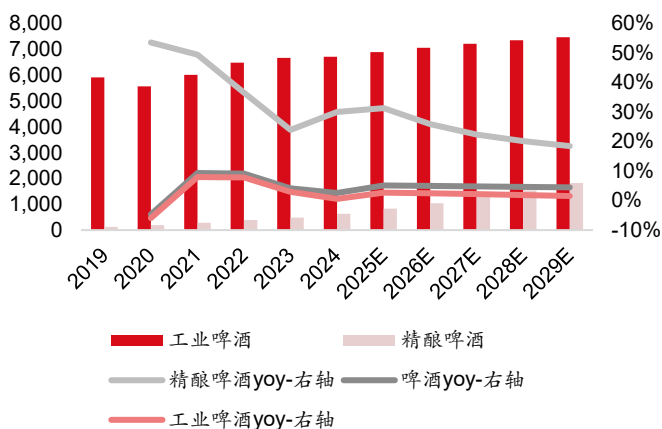
资料来源: Industry Studies, 方正证券研究所;

3 中国市场: 8-10 元价格带 1L 装风味精酿发展势头较强

我国精酿啤酒行业近年来增速较快（19-25 年 CAGR 为 37%），但从行业所处阶段上看，当前仍处于发展初期（2025 年零售额渗透率仅为 11%）。从规模角度看，2019-2025，精酿啤酒市场规模从 125 亿增长至 830 亿（CAGR: 37%），显著高于工业啤酒（CAGR: 3%）及啤酒行业整体（CAGR: 4%）。精酿啤酒渗透率持续提升，零售额占比从 2019 年的 2% 提升至 2025 年的 11%，零售量占比从 2019 年的 1% 提升至 2025 年的 6%。展望未来发展，灼识咨询预期精酿啤酒规模在 2029 年增长至

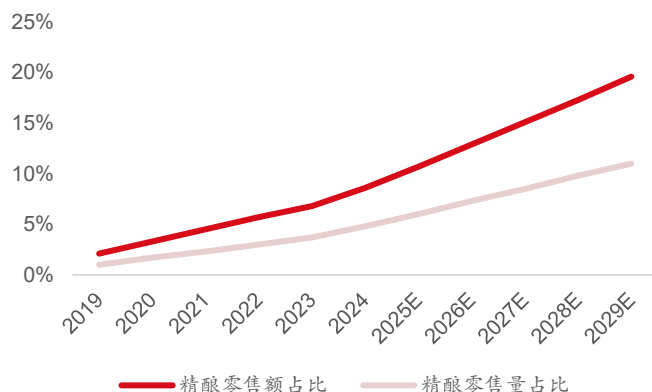
1821 亿元，对应 2025-2029 零售额 CAGR 为 22%，对应 2029 年零售额/零售量占比分别为 20%/11%。

图表41:不同类型啤酒规模及增速变动（亿元，%）



资料来源：招股说明书，灼识咨询，方正证券研究所；

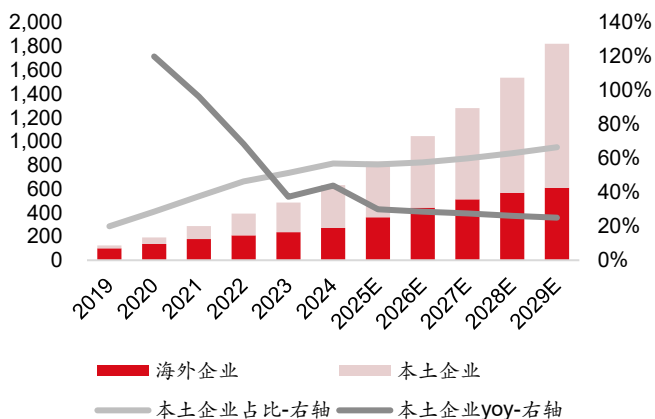
图表42:精酿渗透率变动情况（%）



资料来源：招股说明书，灼识咨询，方正证券研究所；

饮料化风味精酿啤酒助力精酿品类拓宽消费者群体，本土酒厂对本地化口味更熟悉且创新迅速，在竞争中相对进口品牌占优。饮料化产品通常能够让原本小众的产品更容易被大众接受（如威士忌嗨棒、硬苏打酒、野格炸弹、饮料化咖啡），从而创造增量市场机会。风味精酿啤酒在保留啤酒基本口味的基础上，添加茶叶、茶浓缩液、果蔬汁、果蔬风味物质、咖啡风味物质等，满足消费者对风味多样性和口感创新的需求提升，并进一步拓展消费者群体。中国风味精酿啤酒市场规模持续增长，从 2019 年的 15 亿提升至 2025 年的 177 亿（CAGR：51%），在精酿啤酒行业中的渗透率从 2019 年的 12%提升至 2025 年的 21%。在饮料化、风味化过程中，由于中国本土企业对本地化口味了解程度较高，在精酿啤酒市场中占比逐渐提升，从 2019 年的 20%提升至 2025 年的 56%。

图表43:精酿啤酒市场按总部所在地拆分（亿元，%）



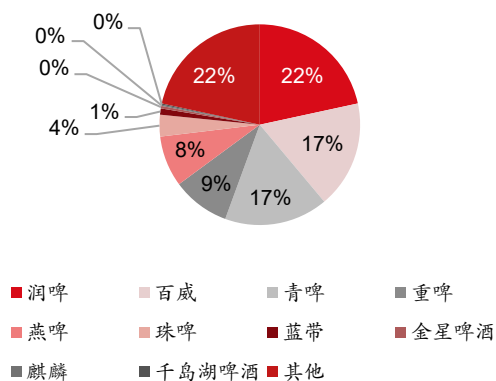
资料来源：招股说明书，灼识咨询，方正证券研究所；

图表44:中国风味精酿啤酒市场规模（亿元，%）



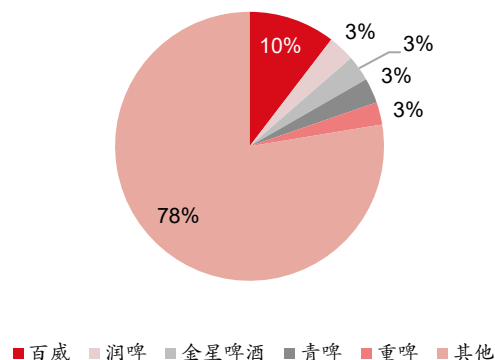
资料来源：招股说明书，灼识咨询，方正证券研究所；

图表45:25Q1-3 中国啤酒市场竞争格局 (%)



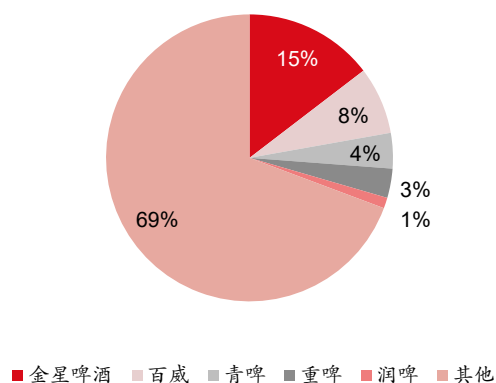
资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 方正证券研究所;

图表46:25Q1-3 中国精酿啤酒市场竞争格局 (%)



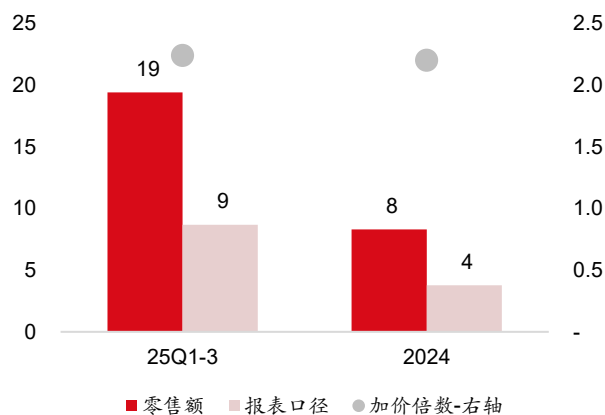
资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 方正证券研究所;

图表47:25Q1-3 中国风味精酿啤酒市场竞争格局 (%)



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 方正证券研究所;

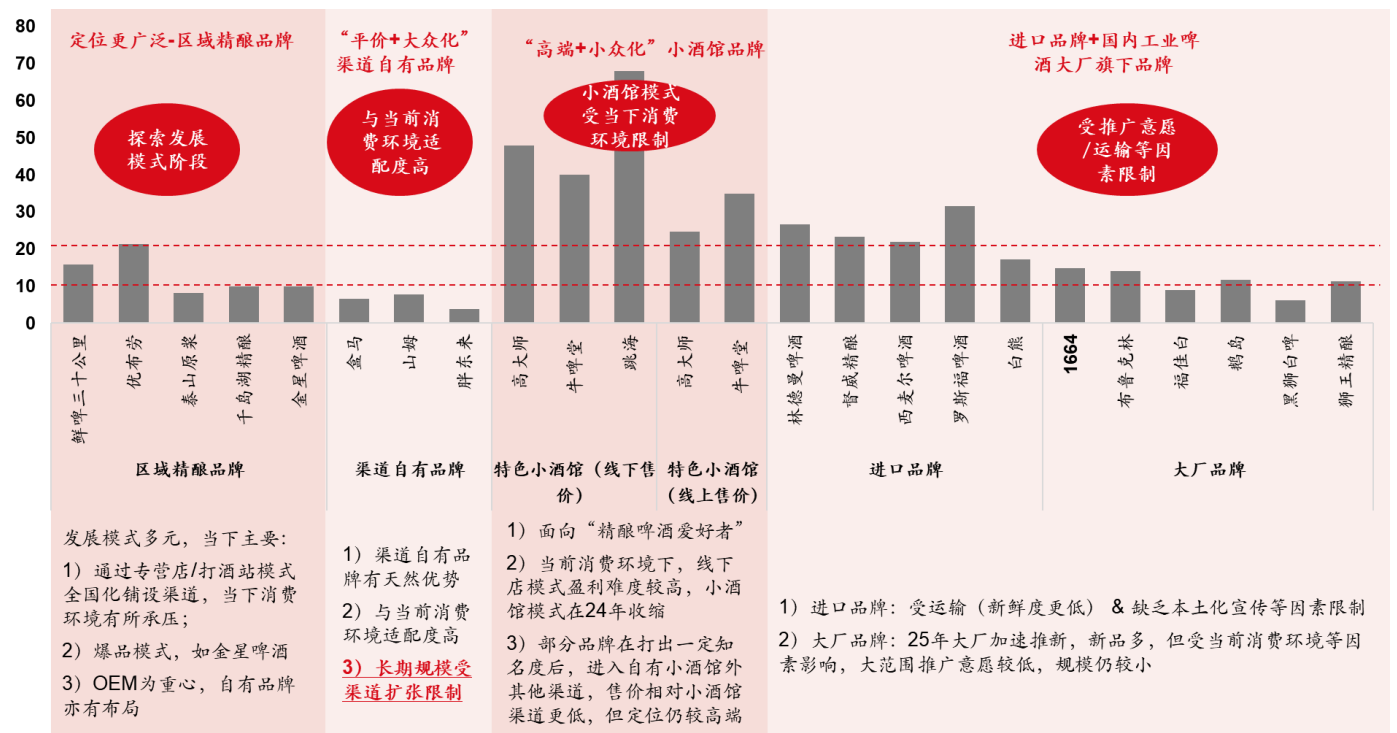
图表48:金星中式精酿零售额、报表口径销售收入、加价倍率变动 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 方正证券研究所;

我们将中国精酿市场分为四大类参与者, 1)“平价+大众化”渠道自有品牌, 降低普通消费者转向精酿门槛, 更为契合当下消费环境; 2)“高端+小众化”小酒馆品牌, 为精酿爱好者提供高品质产品与情绪价值; 3)“定位广泛的区域精酿品牌”: 不断调整渠道定位, 探索更适宜的发展方式。4) 大厂推出的精酿产品或进口精酿产品; 具体看:

图表49:精酿啤酒在中国市场的几种发展模式(元/500ml-线上,元/杯-线下)



资料来源: 京东商城、大众点评、盒马APP, 山姆APP, 方正证券研究所

1) “平价+大众化”渠道自有品牌, 如胖东来、盒马、歪马送酒等, 面向主流大众消费者, 对精酿啤酒了解程度较低, 出于尝鲜等诉求购买:

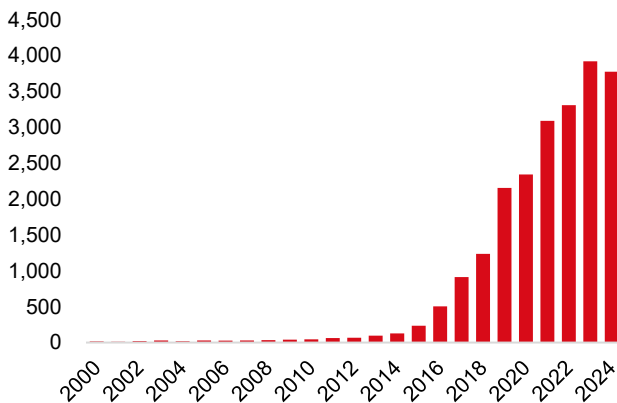
我们认为“平价+大众化”精酿品牌, 与当前消费环境适配度更高, 且渠道自有品牌具备天然优势, 主要原因如下: 1) 从商业模式上看, 主要在规模效应以及渠道可得性上, 大型连锁零售商超自有品牌自带流量; 生产成本方面, 通过更高的订单量, 拉低包材和物流成本的下降; 在销售费用方面, 节省了广告和营销成本, 且渠道自有品牌也解决了, 精酿啤酒与工业啤酒在竞争渠道资源上存在劣势的问题; 2) 从当前消费环境及精酿啤酒发展阶段看: 一方面当前消费环境下, 餐饮消费承压, 消费者更多选择在家就餐; 另一方面, 当前精酿啤酒仍处于行业发展初级阶段, 主流大众消费者认知度偏低, 且“质价比”下, 消费者对价格相对较低的优质啤酒需求上升, “平价+大众化”的精酿啤酒降低普通消费者转向精酿的门槛, 在传统啤酒基础上提供差异化单品。

图表50: 盒马精酿啤酒新品推出情况

时间	款式	类型	代表产品	24 年暑期销售占比
2021	基础款	21 年盒马首次推出 28 天精酿鲜啤系列	德式黑啤、德式小麦白、浑浊 IPA	69.8%
2022	水果款	21 年 12 月盒马将时令果汁融入清爽干啤开辟果味鲜啤系列	乳酸菌白桃风味果蔬啤酒、凤梨风味皮尔森、百香果小麦啤酒、草莓小麦啤酒精酿原浆	9.7%
2023	功能款	22 年盒马开发了零糖、无醇的精酿鲜啤	精酿原浆 0 糖皮尔森鲜啤酒、印度淡色艾尔无醇鲜啤酒	
2024	新中式	创新将绿豆等食材与啤酒结合，推出中式精酿系列	小麦啤酒绿豆爽风味、28 天锁鲜暖姜西打、精酿鲜啤双柚拉格啤酒	20.5%

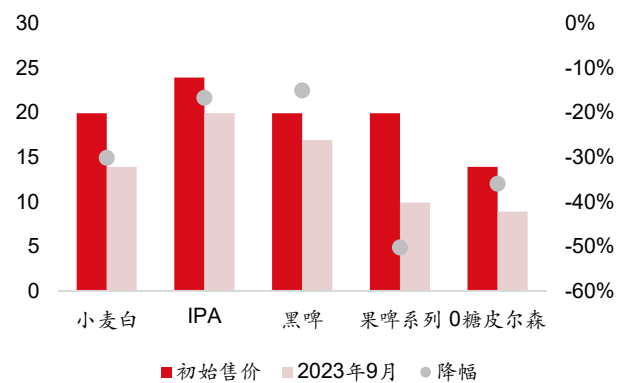
资料来源：盒马情报局，方正证券研究所

图表51: 每年与“精酿”相关新注册数量（家）



资料来源：天眼查，方正证券研究所

图表52: 盒马精酿鲜啤售价变动（元）



资料来源：盒马情报局，方正证券研究所

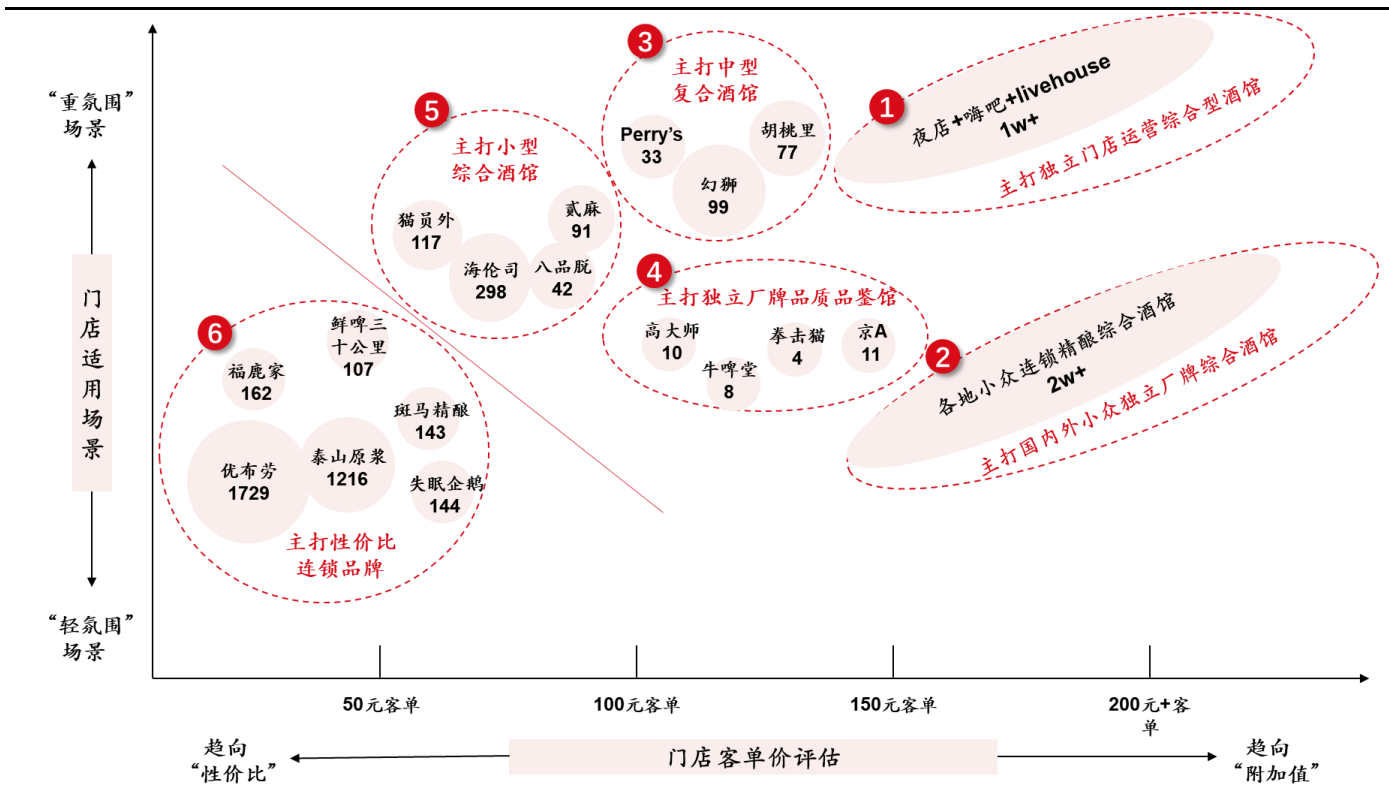
一方面迭代新品，在传统啤酒基础上，为消费者在提供差异化新品；另一方面，推进供应链整合不断降低成本。以盒马为例，2021 年盒马首次推出 28 天精酿鲜啤系列，此后在 21 年年底上新水果款，22 年开发零糖、无醇的精酿鲜啤，24 年将绿豆等食材与啤酒结合推出中式精酿系列。持续迭代新品，在传统啤酒基础上，为消费者提供差异化新品。此外，盒马推进供应链整合，不断降低精酿啤酒成本。以小麦白产品为例，23 年 9 月售价为 13.9 元，相较初始售价 19.9 元下降 30%。上市三年，盒马精酿产品销售量增幅 80%+（24 年销售规模 3-3.5kw）。展望长期，由于此类产品更多依托连锁商超的销售渠道，整体规模和连锁商超的渠道扩张等绑定，一定程度上受到限制，但在推动市场教育上作用较大。

2) “高端+小众化”小酒馆品牌：面向“精酿啤酒爱好者”，小酒馆本质是情绪消费。当前消费环境下，线下店模式盈利难度较高，连锁小酒馆模式在 24 年收缩，整体小酒馆模式精酿啤酒售价更高，且 24 年进货价格有所提升。

根据窄门餐眼数据，截至 25 年 1 月 15 日，全国共有 4.7 万家小酒馆（近一年净减少 4120 家门店）。从类别上看，参考酒业家的分类，我们将小酒馆分成以下六类：1) 主打独立门店运营综合型酒馆（以夜店+嗨吧+livehouse 为主）；2) 主打国内外小众独立厂牌综合酒馆（以各地小众连锁精酿综合酒馆）；3) 主打中型复合酒馆（如：胡桃里、幻狮、Perry's 等）；4) 主打独立厂牌品质品鉴馆（如：

牛啤堂、高大师、拳击猫、京A等)；5) 主打小型综合酒馆(如：海伦斯、八品脱、贰麻等)；6) 主打性价比连锁品牌(如：泰山原浆、优步劳、鲜啤三十公里等)。其中除第六类主打“质价比精酿”外，我们认为其余五类，均需要依托情绪消费(载体为消费氛围、装修环境、音乐等)。其中，部分“高端+小众化”品牌在打出一定知名度后，进入自有小酒馆外其他渠道，售价相对小酒馆渠道更低，但定位仍较高端。如：高大师、牛啤堂等，在电商、商超以及餐饮或其他小酒馆渠道均有销售。价格定位相较酒馆中售价更低，但仍定位高端售价普遍 20+ (啤酒行业不同渠道之间本身就存在价差，属于正常现象)。

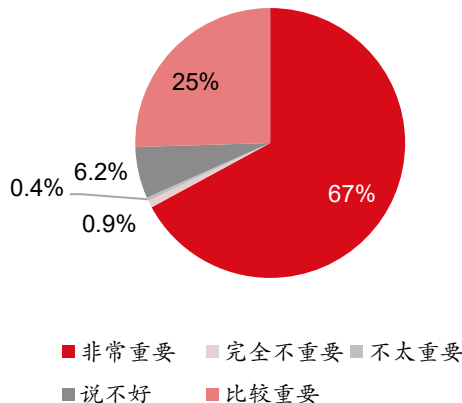
图表53: 中国酒馆渠道细分赛道全景图



资料来源：酒业家，窄门餐眼，方正证券研究所

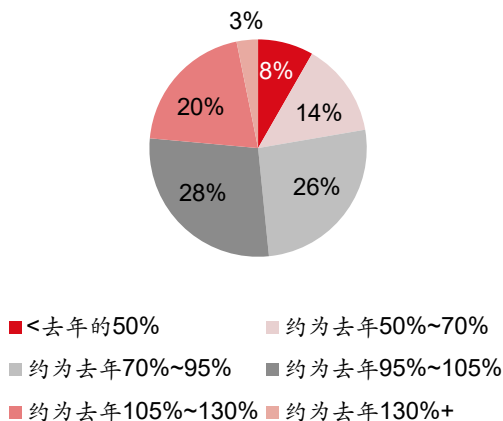
根据的《2024 中国精酿酒吧白皮书》调查，67%的酒吧认为“情绪价值”非常重要，25%的酒吧认为“情绪价值”比较重要。从盈利能力角度看：开业首年即盈利的酒吧不到 40%，运营年限超过 7 年（包括 7 年的）的酒吧，过半会盈利。平均看，全国被调查酒吧中，仅有 47%的酒吧实现盈利。整体线下酒吧模式盈利难度较高，对线下酒吧的区位因素、独特性、运营能力等较为依赖。纵向看，有 48%的酒吧收入比去年差。只有不到 23%的生意比去年好，其中 3%有 30%以上的提升。

图表54:被调研酒吧中对情绪价值是否重要的态度分布 (%)



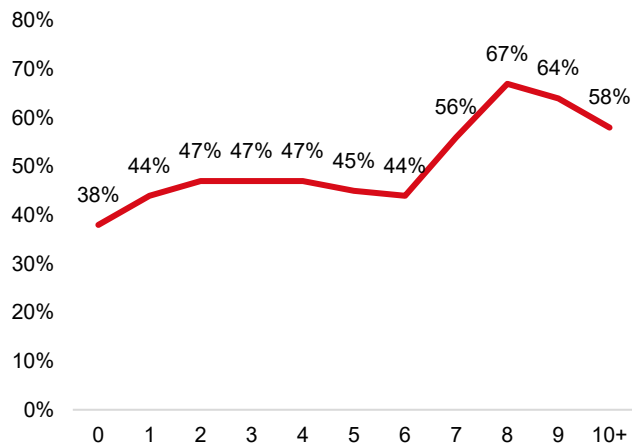
资料来源:《2024 中国精酿酒吧白皮书》, 方正证券研究所
注: 白皮书涉及样本包括 471 家精酿酒吧

图表56:被调研酒吧收入与 23 年收入情况对比 (%)



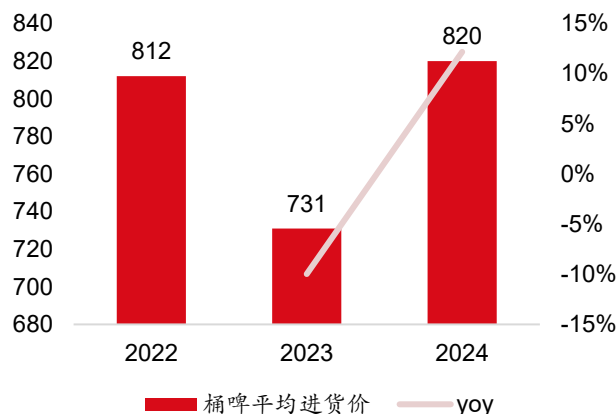
资料来源:《2024 中国精酿酒吧白皮书》, 方正证券研究所
注: 白皮书涉及样本包括 471 家精酿酒吧

图表55:不同运营年限的酒吧盈利情况-百分比为盈利酒吧占比 (%)



资料来源:《2024 中国精酿酒吧白皮书》, 方正证券研究所
注: 白皮书涉及样本包括 471 家精酿酒吧

图表57:桶啤平均进货价 (元/桶)



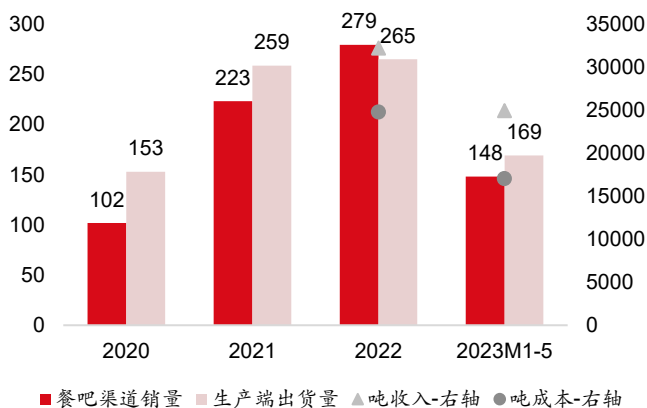
资料来源:《2024 中国精酿酒吧白皮书》, 方正证券研究所
注: 白皮书涉及样本包括 471 家精酿酒吧

我们分析京 A 在被嘉士伯收购前的业绩表现, 来分析“高端+小众化”小酒馆品牌的盈利能力, 结论为: 生产商角度, 较为理想环境下, 毛利率提升至 30%+时, EBIT-%为 10%; 但餐吧角度仍为亏损, 合计也仍为亏损, 但考虑京 A 面积大+位于一线城市繁华地区, 租金等成本高, 餐吧员工数量较多, 较多数门店仍处爬坡期, 预估行业中仍有部分高效率精酿酒吧能实现盈利。截至收购前, 京 A (首酿金麦) 中 80%通过金贝北京的精酿餐吧销售 (酒吧+餐饮结合体, 按照成本加成定价销售), 20%通过经销商小批量销售。金贝北京共开设 11 家精酿餐吧 (9 家位于北京, 2 家位于深圳), 选址上青睐商业聚集区的一楼临街地段, 单店面积相对较大 (平均在 345 平)。门店装修风格独特, 文化感强。产品方面, 线下门店主要以西餐+精酿啤酒为主。整体精酿啤酒价格在 40-60 元/杯左右。公司整体体量较小, 2020-2023 年 5 月, 精酿餐吧分别实现精酿啤酒销量 102/223/279/169 吨, 21 年单店销量 52 吨 (500ml/杯, 大概 8.9 万杯/年, 248 杯/天, 360 天)。

其中, 生产商角度 (首酿金麦), 80%的销量为成本加成向关联方销售, 不涉及门店经营, 销售/管理人员较少, 实际为理想的环境, 在毛利率提升至 30%+管理费

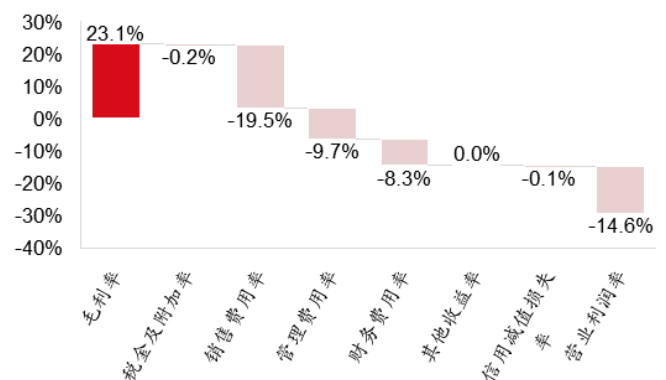
用节省后，营业利润率 2.6%（息税前利润率为 9.8%）。22/23 M1-5 分别实现营业收入 854/422 万元（对应吨收入分别为 3.2/2.5 万元/吨，吨成本分别为 2.5/1.7 万元/吨），毛利率分别为 23.1%/31.7%。在毛利率提升至 30%+，叠加管理费用节省（管理费用率从 22 年的 9.7%下降至 23M1-5 的 5.5%，对应管理费用率分别为 83/23 万元），营业利润率分别为-14.6%/+2.6%，冲回财务费用率后，EBIT-%分别为-6.4%/+9.8%。实际上由于生产商 80%销量销往关联方精酿餐吧，整体公司组织架构较为精简，仅有 8 名员工。实际为非常理想的环境。而门店角度为亏损状态（或受公司较多餐吧在 21/22 年开设，仍有爬坡期等因素影响），合计看 EBIT 仍为亏损状态，分别为-907/-230 万元，合计 EBIT-%为-11.1%/-5.3%。

图表58: 京 A 品牌销量/吨收入/吨成本情况（吨，元/吨）-其中吨收入/成本均为生厂商角度



资料来源：公司公告，方正证券研究所

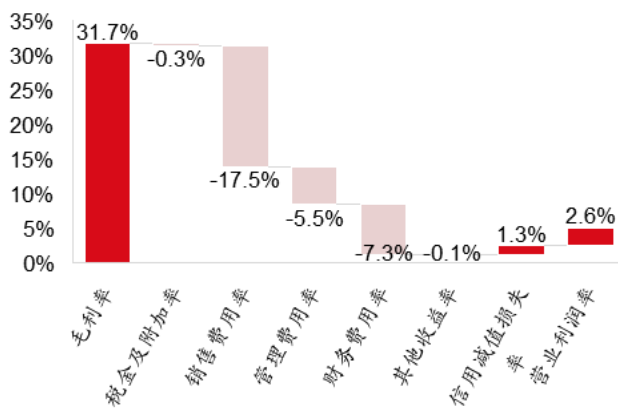
图表59: 京 A 生产商角度盈利能力-22 年 (%)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：红色代表增加，粉色代表减少

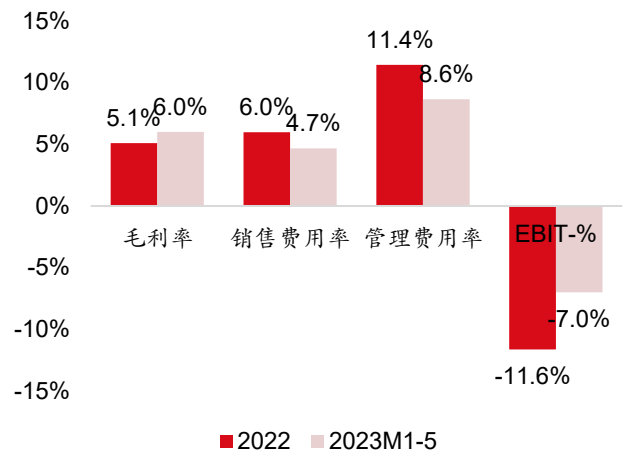
图表60: 京 A 生产商角度盈利能力-23M1-5 (%)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：红色代表增加，粉色代表减少

图表61: 京 A 精酿餐吧盈利能力拆分 (%)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

3) 定位广泛的区域精酿品牌，发展模式更为多元，当前消费环境下主要有以下三种发展方式：a) 通过专营店/打酒站模式全国化铺设渠道，如：优步劳、泰山原浆等，但当下消费环境下打酒站模式普遍承压，这类品牌也在不断调整自身渠道打法；b) 爆品模式：金星啤酒打造单品“信阳毛尖中式精酿”；c) OEM 为重心，自有品牌亦有布局，如：千岛湖，为胖东来等代工，同时也布局了自有精酿品牌。

4 风险提示

外部需求疲软、精酿渠道拓展不及预期、原材料成本上涨等

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