

## 行业高端化趋势持续，盈利能力有望继续提升 啤酒行业

### 报告要点：

报告日期：2022-10-21

**行业高端化趋势持续，盈利能力有望继续提升：**当前，我国啤酒行业正处于“量稳价升”的时期。规模以上啤酒企业每千升平均售价由2018年约3,819元持续上升至2021年约4,436元；同期利润率也由约8.3%提升至约11.8%，表明近年酒企盈利能力在产品高端化下持续提升。根据《中国酒业“十四五”发展指导意见》的规划，预计到2025年，规模以上啤酒企业总收入和利润较“十三五”末的增速将明显快于总产量，预期啤酒行业未来高端化趋势或将持续，酒企盈利能力有望继续提升。

**头部酒企集中度提升，区域性竞争优势凸显：**我国啤酒市场近年集中度持续提升，前五啤酒企业市场集中度由2017年约75.6%明显上升至2020年约92.0%。头部酒企在各自核心区域性竞争优势凸显。经过多年在核心区域持续深耕，并不断通过自建酒厂、并购整合以及渠道扩张等方式巩固区域性市场地位，头部酒企在各自核心区域的收入占比均超40%。

**打造多品牌矩阵，驱动高质量增长：**近年来，头部啤酒企业因应市场变化而积极地布局高端产品领域，打造多品牌矩阵，加速产品升级，并开辟新品类如鲜啤酒、生啤酒、精酿啤酒等，拓宽市场不同高端需求，驱动高质量增长。其中，华润啤酒和重庆啤酒近年在“中国品牌+国际品牌”品牌组合搭配的高端化战略起效下，进一步丰富了各自高档产品组合，增强其啤酒高端市场竞争优势，有助相关产品销售表现。华润啤酒和重庆啤酒近年高档产品销量占比提升幅度在头部啤酒企业中较为明显，分别由2019年约11.5%和15.4%上升至2021年约16.9%和23.7%。

**产能优化和效率提升的红利逐步释放：**头部啤酒企业近年持续去除低效产能，推动产能优化和提升经营效率，相关“关厂提效”策略引发的红利也逐步得到释放，利好酒企经营表现。其中，华润啤酒近年持续执行“关厂提效”策略的成效显著，在2016至2021年期间关闭低效工厂33家和安置员工逾三万人后，公司产能优化和人员效率得到明显提升，平均每家酒厂销量和每位员工销量贡献分别由2017年约12.5万千升和215千升提升约31.0%和98.2%至2021年约16.4万千升和425千升。

**成本进入下行周期，有望改善利润端表现：**随着啤酒企业主要原材料包括原料和包材的价格近期出现不同程度的回调，成本或已进入下行周期，酒企原材料成本压力也逐渐缓解，有望改善其未来利润端表现。

**龙头啤酒上市公司估值较为吸引：**中港上市啤酒公司近期股价已跟随大市出现不同程度的回调。其中，华润啤酒和青岛啤酒当前市盈率P/E已分别回调至约31.9倍和21.3倍，为3年平均P/E之约43.8%和64.3%，估值已回落至相对吸引水平。随着今年11月将迎来2022年卡塔尔世界杯足球盛事，叠加世界杯期间恰逢在“双11”促销活动，或将逆势拉动今年淡季的啤酒消费。长期而言，“高端化、提质增效”将继续成为行业的主要增长动力，上市龙头酒企盈利能力将有望在产品结构升级的驱动下继续提升，估值将迎来修复契机，建议重点关注中港上市啤酒代表企业华润啤酒(291.HK)、青岛啤酒(168.HK)以及重庆啤酒(600132.SH)。

### 分析员

姓名：高景东  
中央编号：AYP093  
电话：+852-2501 1037  
电邮：tony.ko@ssif.com.hk

## 目录

<b>1. 行业高端化趋势持续，利润率有望继续提升</b> .....	<b>3</b>
1.1 啤酒行业正处于“高端化、产能优化”发展新阶段 .....	3
1.2 啤酒行业高端化趋势持续，利润率有望继续提升 .....	5
<b>2. 国产啤酒产品近年国际竞争力有所提升</b> .....	<b>5</b>
2.1 啤酒出口量和金额近年整体表现呈增长态势 .....	5
2.2 啤酒出口每千升平均价格近年也有所提升 .....	6
<b>3. 头部酒企集中度提升，区域性竞争优势凸显</b> .....	<b>6</b>
3.1 前五啤酒企业当前市场集中度已突破 90% .....	6
3.2 全国逾 80% 当前啤酒产量集中在十五个省市 .....	7
3.3 头部酒企区域性竞争优势凸显 .....	8
<b>4. 打造多品牌矩阵，驱动高质量增长</b> .....	<b>9</b>
4.1 国内高端啤酒未来消费量占比将持续提升 .....	9
4.2 打造“多品牌、多品类”矩阵，加速产品升级 .....	10
4.3 润啤和重啤近年高端产品销量占比提升较快 .....	12
<b>5. 产能优化和效率提升的红利逐步释放</b> .....	<b>13</b>
5.1 润啤持续“关厂提效”，产能优化和人员效率明显提升 .....	13
5.2 青啤优化经销商网络成效显著 .....	15
<b>6. 成本进入下行周期，助力改善利润端表现</b> .....	<b>17</b>
6.1 啤酒企业原材料成本压力缓解趋势持续 .....	17
6.2 润啤和青啤原材料成本占收入比率呈下降趋势 .....	18
<b>7. 头部啤酒企业近年主要财务指标对比分析</b> .....	<b>19</b>
7.1 重啤近年销量增速最快，润啤毛利率持续改善 .....	19
7.2 重啤上半年销量仍维持增长，青啤利润率则进一步改善 .....	21
<b>8. 龙头啤酒上市公司估值较为吸引</b> .....	<b>22</b>
<b>9. 投资风险</b> .....	<b>22</b>

## 1. 行业高端化趋势持续，利润率有望继续提升

### 1.1 啤酒行业正处于“高端化、产能优化”发展新阶段

我国啤酒行业近三十年基本上已经历了三个主要阶段。1989-2003年，我国经济开放和市场化促使多个国外啤酒品牌通过建立合资企业或外商独资企业纷纷进入内地啤酒市场。同时，本土区域性啤酒企业也积极“跑马圈地”，通过并购、内生扩张等方式向所处核心省份以外的市场扩张。全国规模以上啤酒企业总产量「啤酒总产量」由1989年约624万千升增加至2003年约2,537万千升，期间年复合增长率约为10.5%，年均增加约137万千升。

2004-2013年，资本实力较强的本土啤酒企业如青岛啤酒和华润啤酒等通过新厂建设与并购等扩大业务版图布局。此外，外资啤酒企业也加大中国啤酒市场的投资，百威英博以及嘉士伯分别收购哈尔滨啤酒、雪津啤酒和乌苏啤酒、重庆啤酒等。啤酒总产量也由2004年约2,910万千升增加至2013年约5,062万千升，期间复合增长率约6.3%，年均增加约239万千升。经过两个产能扩张、渠道拓展和并购整合阶段后，我国啤酒行业集中度已明显提升，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯逐步成为行业五大啤酒商。

随着我国消费者的健康意识、消费能力以及消费理念的提升，对啤酒消费观念转以“喝少些、喝好些”为主，啤酒行业整体消费量在2014年开始见顶回落。在此背景下，啤酒整体市场竞争加剧，规模啤酒企业2016年以来陆续关停低效酒厂，并通过酒厂升级改造，以提高营运效率和产能利用率。2018年以来，面对上游原材料及包材价格上涨，啤酒企业则纷纷提价应对，并开始加大拓展中高端产品力度，经营策略也逐渐转以“高端化、产能优化”为主要导向。啤酒总产量由2014年约4,911万千升下降至2020年约3,411万千升，期间年复合增长率约为-5.9%，年均减少约252万千升。

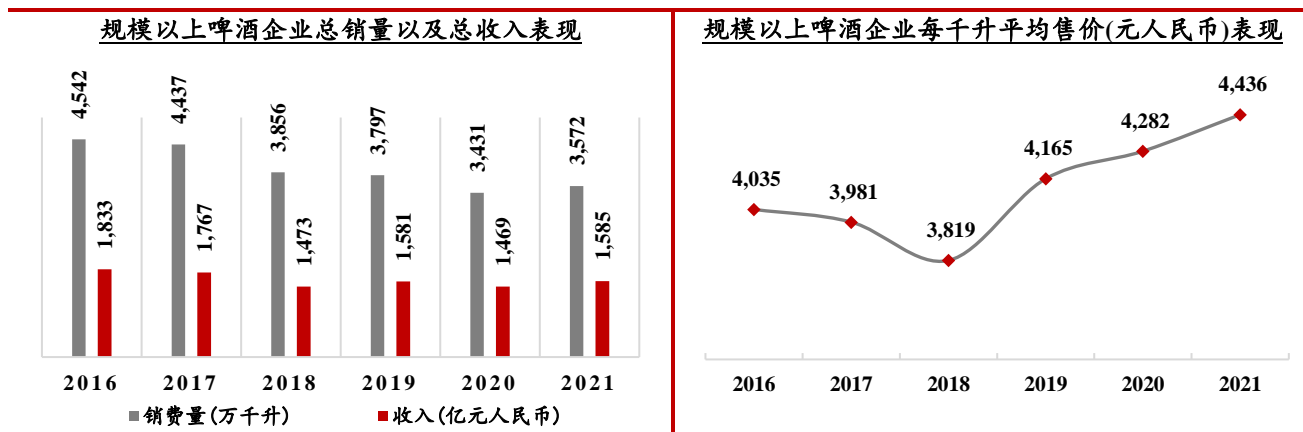
图表 1：中国啤酒行业规模以上企业产量(万千升)以及不同发展阶段展示图



数据来源：国家统计局、WIND、山证国际研究部整理

当前，我国啤酒行业正处于“量稳价升”的时期。受益于疫情对餐饮影响有所缓和，规模以上啤酒企业啤酒总产、销量 2021 年分别同比上升约 4.4% 和 4.1% 至 3,562 万千升和 3,572 万千升。相关啤酒企业 2021 年总收入也跟随销量回升至 1,585 亿元，同比涨幅约达 7.9%，高于同期产、销量涨幅。规模以上啤酒企业每千升平均售价则由 2018 年约 3,819 元持续上升至 2021 年约 4,436 元，表明啤酒企业近年整体提价趋势明显。

图表 2：中国啤酒行业规模以上企业总销量、总收入以及平均售价表现

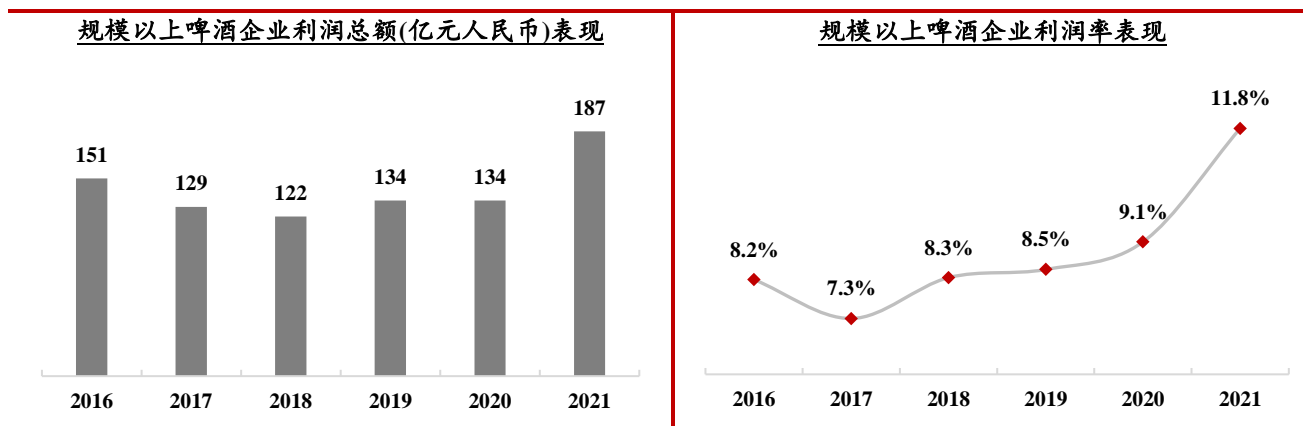


数据来源：国家统计局、中国酒业协会、啤酒工业信息网、中国酒业新闻网、华经产业研究院、山证国际研究部整理

此外，规模以上啤酒企业利润总额由 2016 年约 151 亿元下跌至 2018 年约 122 亿元。随后，利润总额在 2019 年和 2020 年均达到约 134 亿元，而在 2021 年则在量价齐升助力下同比显著上升约 39.5% 至 187 亿元。

利润率方面，规模以上啤酒企业利润率由 2016 年约 8.2% 下降至 2017 年约 7.3% 后逐步回升至 2020 年约 9.1%。2021 年，利润率则同比明显提升 2.7 个百分点至 11.8%，表示规模以上啤酒企业近年盈利能力持续改善。

图表 3：中国啤酒行业规模以上企业利润总额以及利润率表现



数据来源：国家统计局、中国酒业协会、啤酒工业信息网、中国酒业新闻网、山证国际研究部整理

## 1.2 啤酒行业高端化趋势持续，利润率有望继续提升

根据中国酒业协会发布的《中国酒业“十四五”发展指导意见》的规划，预计到2025年，啤酒行业的发展将达到几个具体目标，如规模以上啤酒企业总产量在2025年将达到3,800万千升，较“十三五”末上升约11.4%，年均增长2.3%。

同时，总收入和总利润将分别较“十三五”末上升约63.4%和124.0%，年均增长约达12.7%和24.8%。利润率也将较“十三五”末约9.1%进一步改善3.4个百分点至12.5%。预期啤酒行业在“十四五”期间高端化趋势或将持续，酒企盈利能力有望继续提升。

图表4：中国啤酒行业重点数据2020年实际值与“十四五”发展目标之对比

规模以上啤酒企业 主要指标	2020年实际值	2025年目标值	相对“十三五”末之增长	年均增长
产量(万千升)	3,411	3,800	11.4%	2.3%
收入(亿元人民币)	1,469	2,400	63.4%	12.7%
利润(亿元人民币)	134	300	124.0%	24.8%
利润率	9.1%	12.5%	3.4%	0.7%

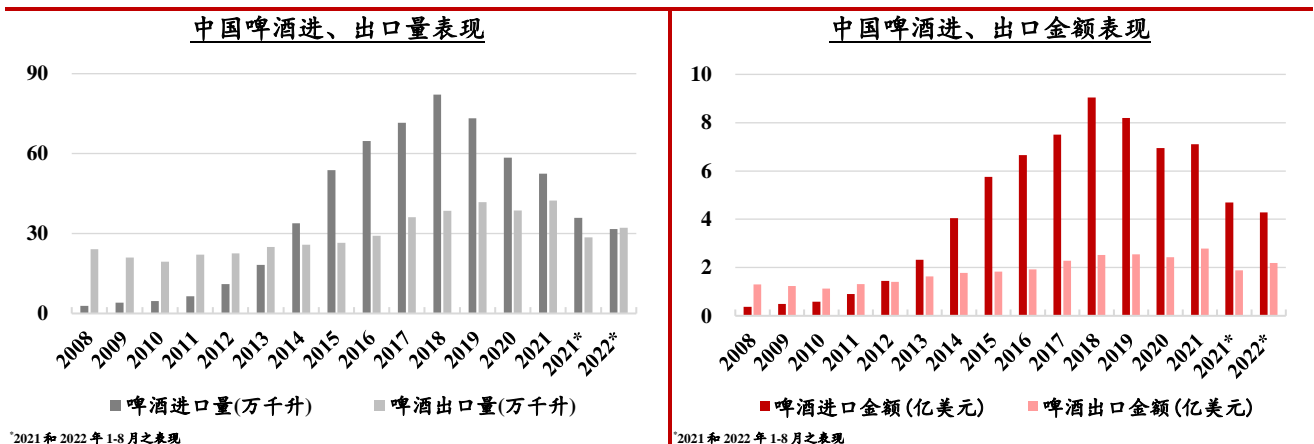
数据来源：中国酒业协会、中华网、山证国际研究部整理

## 2. 国产啤酒产品近年国际竞争力有所提升

### 2.1 啤酒出口量和金额近年整体表现呈增长态势

2010年以来，我国啤酒出口量以及出口金额基本上呈现增长态势，分别由2010年约19.4万千升和1.12亿美元上升至2019年约41.8万千升和2.55亿美元。2020年，出口量以及出口金额则受到疫情影响而倒退至38.7万千升和2.43亿美元。随着疫情影响有所缓和，出口量以及出口金额2021年和今年首8个月同比分别同比增长9.7%、14.9%和12.4%、16.4%。

图表5：中国啤酒进、出口数量以及金额表现

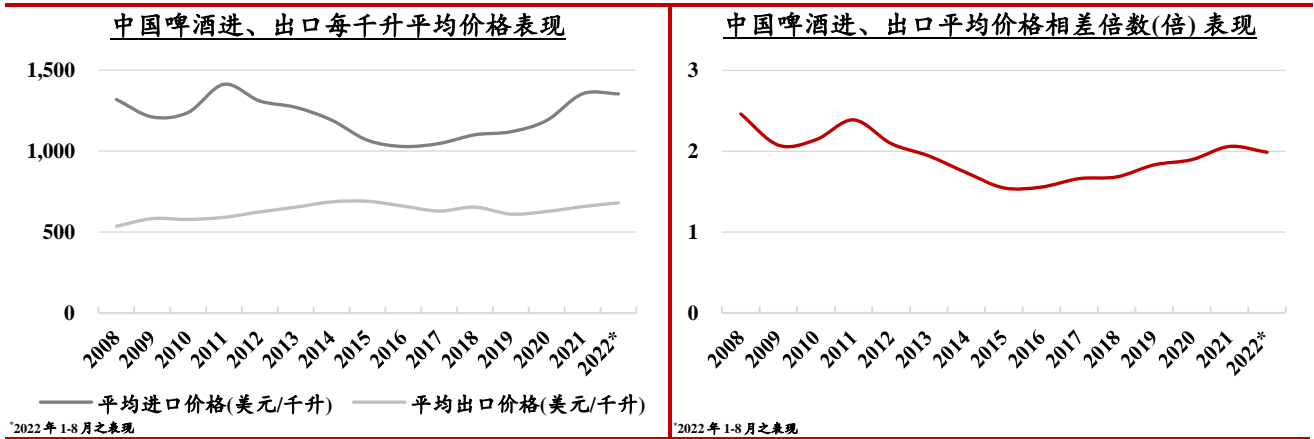


数据来源：中国海关总署、WIND、山证国际研究部整理

## 2.2 啤酒出口每千升平均价格近年也有所提升

此外，我国啤酒出口每千升平均价格近年也持续提升，由 2019 年约 611 美元上升至 2021 年约 658 美元，今年首 8 月则进一步上升至约 682 美元，表明国产啤酒产品近年国际竞争力有所提升。

图表 6：中国啤酒进、出口每千升平均价格以及进、出口平均价格相差倍数表现



数据来源：中国海关总署、WIND、山证国际研究部整理

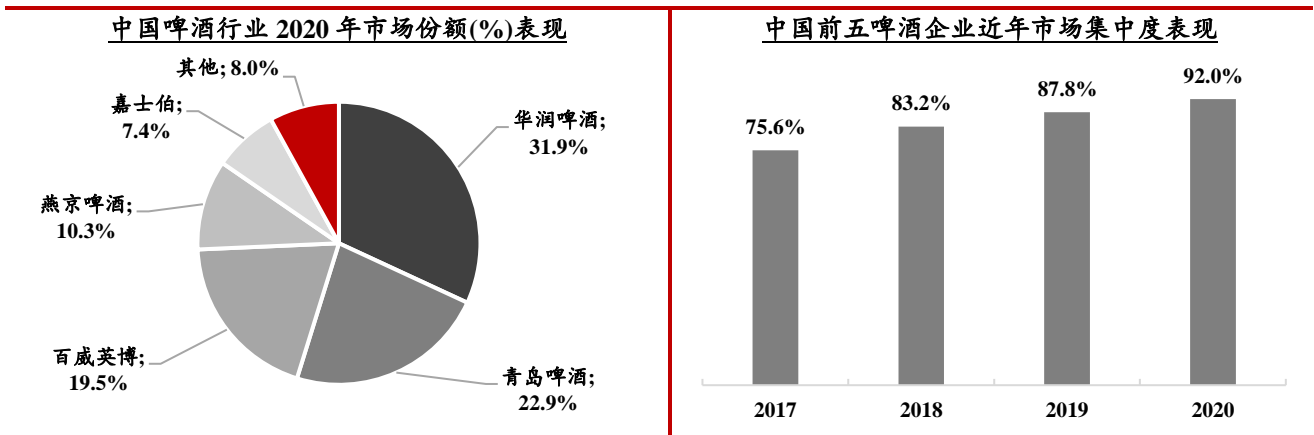
## 3. 头部酒企集中度提升，区域性竞争优势凸显

### 3.1 前五啤酒企业当前市场集中度已突破 90%

我国啤酒市场近年集中度持续提升，前五啤酒企业市场集中度由 2017 年约 75.6% 明显上升至 2020 年约 92.0%。

其中，华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒和嘉士伯 2020 年市场份额分别约为 31.9%、22.9%、19.5%、10.3% 和 7.4%。

图表 7：中国啤酒行业 2020 年市场份额以及前五啤酒企业近年集中度表现

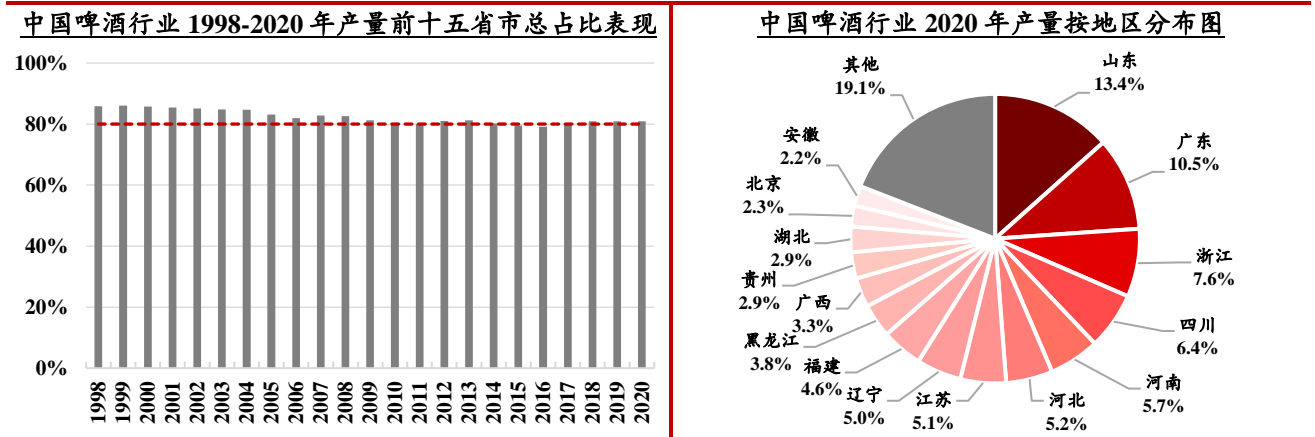


数据来源：中国酒业协会、前瞻产业研究院、山证国际研究部整理

### 3.2 全国逾 80%当前啤酒产量集中在十五个省市

1998-2020 年，全国 80%左右啤酒产量均集中在十五个省市。其中，头部啤酒企业持续在人口大省加大业务布局，并在各自核心区域持续深耕，巩固相关区域市场地位。因此，山东省、广东省、浙江省、四川省和河南省 2020 年产量占比靠前，分别约为 13.4%、10.5%、7.6%、6.4%和 5.7%。

图表 8：中国啤酒产量前十五省市 1998-2020 年产量总占比表现以及 2020 年产量按地区分布图

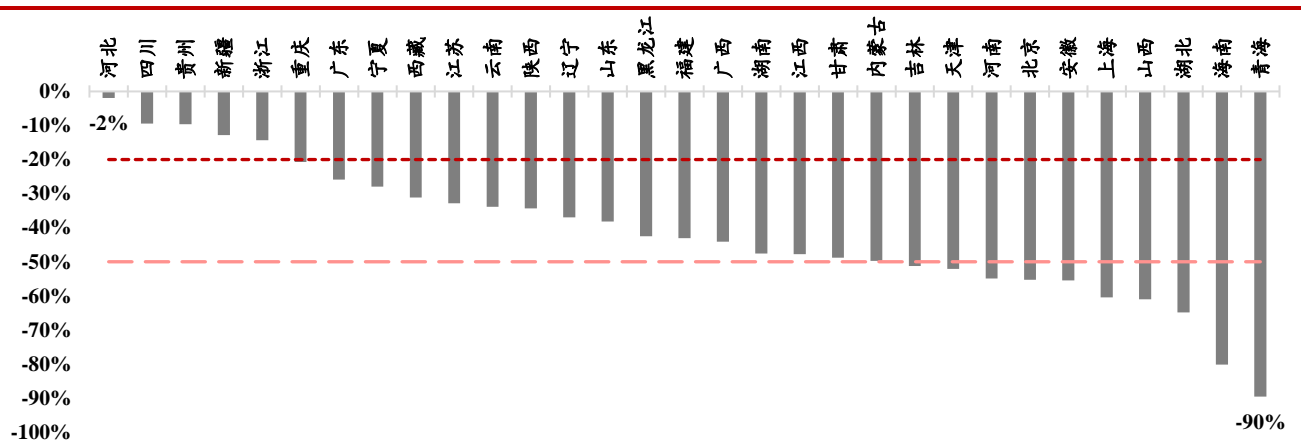


数据来源：国家统计局、WIND、山证国际研究部整理

随着头部啤酒企业 2016 年以来陆续关停旗下低效酒厂，并通过酒厂升级改造，以提高营运效率和产能利用率，31 个省市产量近年均在录得峰值后出现不同程度的倒退。

其中，有 10 个省市 2020 年啤酒总产量偏离历史峰值逾 50%，显示相关省市啤酒产量下降较为明显。此外，仅有 5 个省市缩减啤酒产量偏离历史峰值少于 20%，分别为河北省、四川省、贵州省、新疆维吾尔自治区和浙江省。

图表 9：中国各省市 2020 年啤酒产量偏离历史峰值之幅度



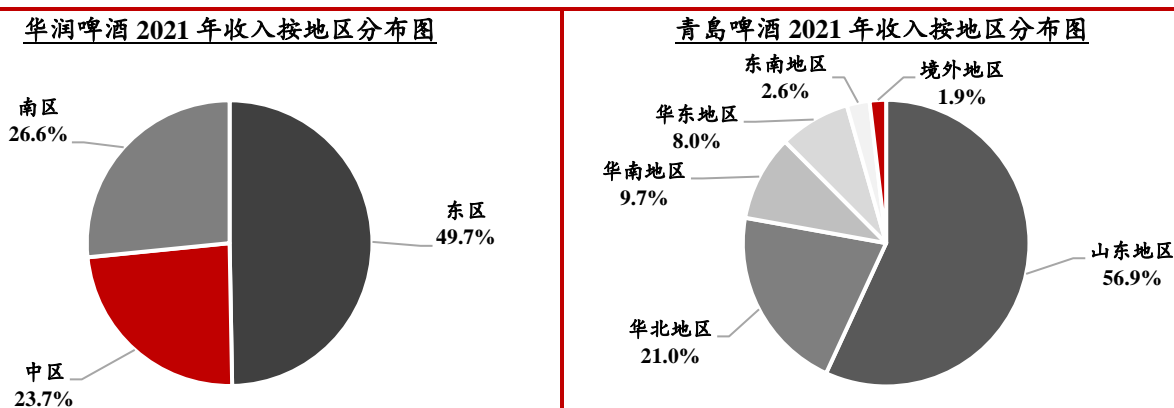
数据来源：国家统计局、WIND、山证国际研究部整理

### 3.3 头部酒企区域性竞争优势凸显

头部啤酒企业区域性竞争优势凸显。经过多年在核心区域持续深耕，并不断通过自建酒厂、并购整合以及渠道扩张等方式巩固区域性市场地位，头部酒企在各自核心区域的收入占比均超40%。

华润啤酒在发展前期制定了“沿江沿海”扩张策略，锁定在国内东部沿海中心城市等拓展业务，为公司于东部地区竞争力奠下良好的基础。2021年，公司东区收入占比在观察的头部酒企中最高，约达49.7%；此外，青岛啤酒则在山东地区拥有显著优势，公司相关区域收入占比逾半，约为56.9%。

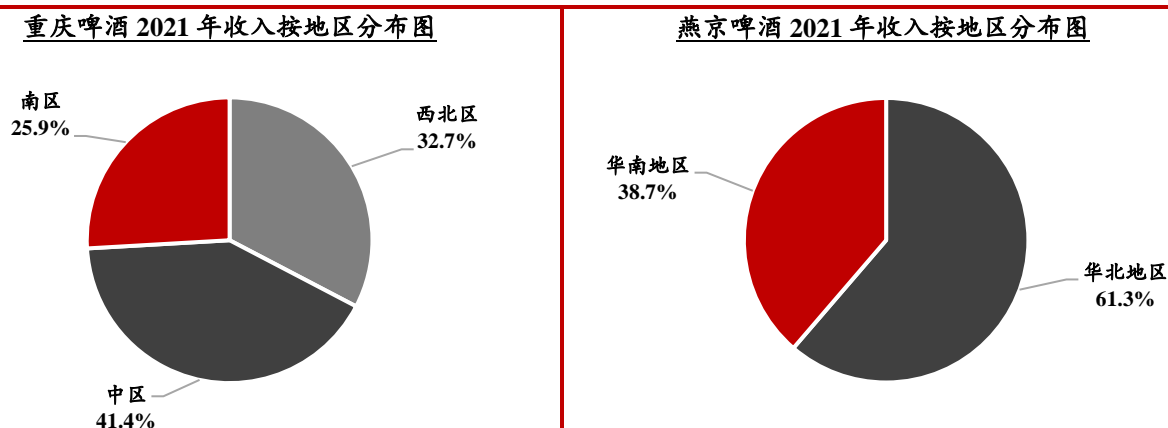
图表 10：华润啤酒和青岛啤酒 2021 年收入按地区分布图



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

同期，重庆啤酒中区收入占比则高于其他头部酒企，约达41.4%；而燕京啤酒在华北地区优势较强，公司相关地区收入占比逾6成，约达61.3%。

图表 11：重庆啤酒和燕京啤酒 2021 年收入按地区分布图



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

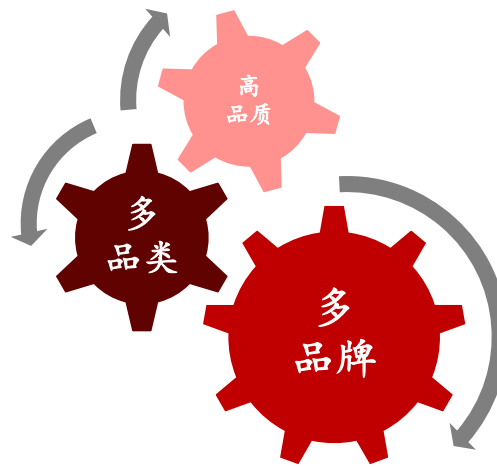


## 4. 打造多品牌矩阵，驱动高质量增长

### 4.1 国内高端啤酒未来消费量占比将持续提升

随着国民饮酒消费习惯的改变，饮酒文化也已从早年的“喝多喝醉”逐渐转向健康和理性的品酒文化。近年来，头部啤酒企业因应市场变化而积极地布局高端产品领域，打造多品牌矩阵，加速产品升级，并开辟新品类如鲜啤酒、生啤酒和精酿啤酒等，拓宽市场不同高端消费需求，驱动高质量增长。

图表 12：中国啤酒企业提升高端及超高端啤酒比例主要策略

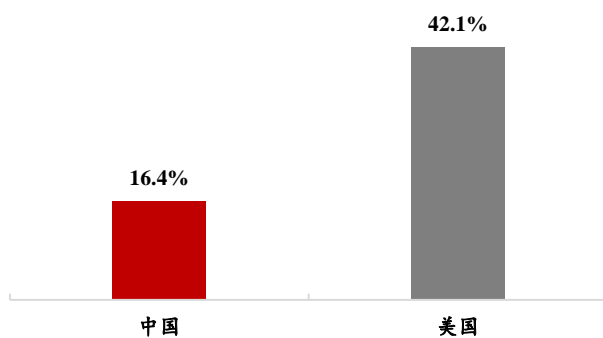


数据来源：山证国际研究部整理

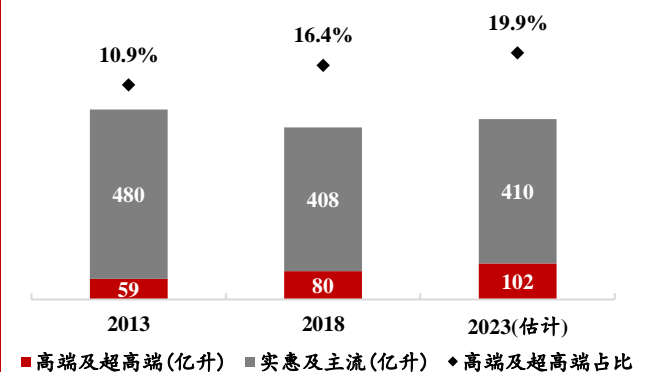
根据 Global Data 的数据显示，我国 2018 年(新冠疫情爆发前)高端及超高端啤酒消费量占比仅达约 16.4%，远低于美国约 42.1%，表示我国高端及超高端啤酒消费量占比将在未来仍有较大提升空间。此外，该机构也估计相关消费比例在 2023 年将进一步提升至约 19.9%。

图表 13：中国各类别啤酒消费量和高端及超高端啤酒占比表现

中国与美国 2018 年高端及超高端啤酒消费量占比



中国各类别啤酒消费量和高端及超高端啤酒占比表现



数据来源：Global Data、公司公告、山证国际研究部整理

## 4.2 打造“多品牌、多品类”矩阵，加速产品升级

头部啤酒企业近年纷纷在主品牌的基础下推出不同高端产品系列，加速高端化业务布局。以青岛啤酒为例，公司近年相继推出百年之旅、原浆啤酒、印度淡色艾尔精酿(IPA)、琥珀拉格、鸿运当头和奥古特等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的高端啤酒新产品，进一步丰富高端产品组合，加强在国内啤酒中高端市场的竞争优势。

图表 14：青岛啤酒以及燕京啤酒主要啤酒品牌按档次类别划分之产品简介

档次类别	青岛啤酒					燕京啤酒						
	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)
			容器	容量					容器	容量		
高档 8元以上	百年之旅	250.9	瓶装	815ML	6.0	15.0	燕京小度U8	16.6	罐装	500ML	2.5	8.0
	原浆	49.0	瓶装	1000ML	4.7	13.0	燕京原浆白啤	8.6	罐装	500ML	4.1	12.0
	印度淡色艾尔精酿(IPA)	47.5	瓶装	330ML	5.2	14.0						
	琥珀拉格	38.8	瓶装	380ML	5.5	13.8						
	鸿运当头	31.5	瓶装	355ML	4.3	11.0						
	青岛黑啤	11.6	罐装	500ML	4.5	12.0						
	全麦贵族白啤	11.6	罐装	500ML	4.1	11.0						
	皮尔森	10.7	罐装	500ML	4.0	10.5						
	奥古特	10.0	罐装	330ML	4.7	12.0						
	高端金质	9.1	瓶装	296ML	4.3	11.0						
	逸品纯生	8.4	瓶装	450ML	3.6	9.0						
中档 5-8元	纯生	7.5	罐装	500ML	3.1	8.0	燕京V10精酿白啤	7.7	瓶装	426ML	3.3	10.0
	青岛全麦白啤	7.4	罐装	500ML	4.1	11.0	燕京11度	6.7	罐装	500ML	4.0	11.0
	经典1903	6.9	罐装	500ML	4.0	10.0	漓泉1998小度特酿	6.3	罐装	330ML	2.8	8.0
	青岛经典	6.6	罐装	500ML	4.0	10.0	燕京10度特制	5.4	罐装	330ML	3.3	10.0
	青岛欢动	5.9	瓶装	316ML	3.1	7.0	燕京啤酒8度冰爽	5.3	罐装	500ML	2.5	8.0
普档 5元以下	青岛品牌：						燕京10度鲜啤	4.5	罐装	330ML	3.6	10.0
	青岛冰纯	3.7	罐装	500ML	3.1	8.0	Party	3.5	罐装	330ML	2.5	8.0
	青岛山水	2.6	罐装	500ML	3.1	8.0						
	其他品牌：											
	崂山劲爽	3.6	罐装	330ML	3.1	11.2						
	崂山友记	3.3	罐装	500ML	4.0	10.0						
	崂山8度	3.2	罐装	330ML	3.1	8.0						
崂山清爽	3.0	罐装	330ML	3.1	8.0							

注：产品信息收集时间：2022年9月22-23日

数据来源：公司网站、公司公告、淘宝网、公开讯息、山证国际研究部整理

此外，“中国品牌+国际品牌”合作也是部分头部啤酒企业布局高端业务的主要战略。华润啤酒近年除了推出雪花品牌旗下新系列如马尔斯绿、黑狮白啤和勇闯天涯superX等之外，公司在2019年完成收购喜力中国业务后，也逐步引进喜力品牌产品，进一步提升啤酒高端市场影响力。重庆啤酒则在2020年完成重大资产重组，嘉士伯将其中国资产注入公司，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，以满足消费者在不同价位的消费需求。

图表 15：华润啤酒、重庆啤酒以及百威亚太主要啤酒品牌按档次类别划分之产品简介

档次类别	华润啤酒					重庆啤酒					百威亚太							
	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)	品牌	价格/500ML (元人民币)	产品规格		酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)
			容器	容量				容器	容量					容器	容量			
高档 8元以上	雪花品牌：					布鲁克林	55.3	瓶装	330ML	4.6	10.6	范佳乐	24.9	罐装	500ML	5.0	11.8	
	脸谱	15.0	罐装	500ML	4.1	11.5	格林堡艾尔白啤	39.9	瓶装	330ML	4.6	11.9	福佳白啤	21.8	瓶装	246ML	4.5	11.7
	沈阳老雪花	12.0	罐装	500ML	4.1	12.0	京A系列	22.7	瓶装	330ML	4.2-6.5	12.0-15.0	科罗娜	15.3	瓶装	330ML	4.5	11.3
	拉撒邦黑啤	9.2	罐装	500ML	4.9	13.0	国产凯藏1664白啤	14.9	瓶装	330ML	4.8	11.8	百威金尊	11.1	罐装	500ML	4.0	10.0
	黑狮白啤	8.8	罐装	500ML	4.1	11.8	风花雪月特酿	12.5	瓶装	325ML	4.0	13.0	鹅岛IPA	10.6	瓶装	355ML	5.9	15.5
	勇闯天涯SuperX	8.3	瓶装	500ML	3.3	9.0	嘉士伯特醇	10.1	瓶装	330ML	3.2	8.0	莱福全	10.2	瓶装	330ML	6.6	15.6
	马尔绿	8.3	罐装	500ML	2.9	8.0	大红色乌苏新疆	8.4	瓶装	620ML	4.0	11.0	凯狮	9.7	罐装	500ML	4.5	10.5
	雪花纯生	8.1	罐装	330ML	2.5	8.0							贝克	8.8	罐装	330ML	5.0	11.4
	喜力品牌：												百威小麦纯生	8.1	罐装	330ML	3.1	8.0
	经典	13.2	罐装	500ML	5.0	11.4												
	星银	12.9	罐装	500ML	4.0	9.5												
	虎牌晶纯	11.9	罐装	330ML	4.5	11.5												
	红爵	8.3	罐装	500ML	3.3	8.5												
中档 5-8元	雪花勇闯天涯	5.8	罐装	500ML	3.0	8.0	嘉士伯乐堡	6.6	罐装	330ML	3.1	8.0	百威经典醇正	7.3	罐装	450ML	3.6	9.7
	匠心营造	5.8	罐装	500ML	3.3	10.0	重庆国宾	5.7	罐装	500ML	2.5	8.0						
	雪花晶粹	5.5	罐装	500ML	2.5	8.0												
普档 5元或以下	雪花清爽	3.7	罐装	330ML	2.5	8.0	重庆66系列	5.0	罐装	500ML	2.5	8.0	哈尔滨小麦王	4.5	罐装	550ML	3.6	10.0
	雪花纯9	3.3	罐装	330ML	3.3	9.0	山城1958清爽型	4.4	罐装	330ML	3.3	9.0	雪津精品	4.3	罐装	330ML	4.0	10.0
	雪花冰酷	1.6	罐装	330ML	3.3	9.0	重庆33系列	3.0	罐装	500ML	2.5	8.0	哈尔滨冰纯白啤	3.3	瓶装	500ML	3.6	10.0
							山城冰爽	1.6	罐装	500ML	2.5	8.0	哈尔滨冰萃	3.0	瓶装	500ML	3.3	9.1
												哈尔滨冰纯	2.4	瓶装	500ML	3.6	9.1	
												哈尔滨醇爽	2.3	罐装	330ML	3.3	9.0	

注：产品信息收集时间：2022年9月22-23日

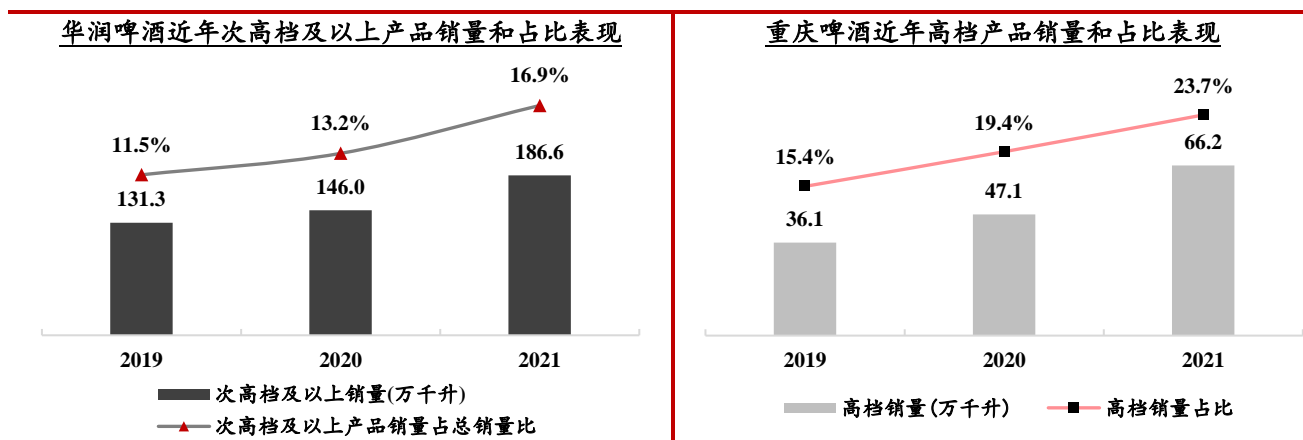
数据来源：公司网站、公司公告、淘宝网、公开讯息、山证国际研究部整理

### 4.3 润啤和重啤近年高端产品销量占比提升较快

随着头部啤酒企业近年来持续加大中高端业务布局，相关公司旗下的中高档产品销量/收入占比均有所提升。

其中，华润啤酒和重庆啤酒近年在“中国品牌+国际品牌”品牌组合搭配的高端化战略起效下，进一步丰富了各自高档产品组合，增强其啤酒高端市场竞争优势，有助相关产品销售表现。华润啤酒和重庆啤酒近年高档产品销量占比提升幅度在头部啤酒企业中较为明显，分别由 2019 年约 11.5% 和 15.4% 上升至 16.9% 和 23.7%。

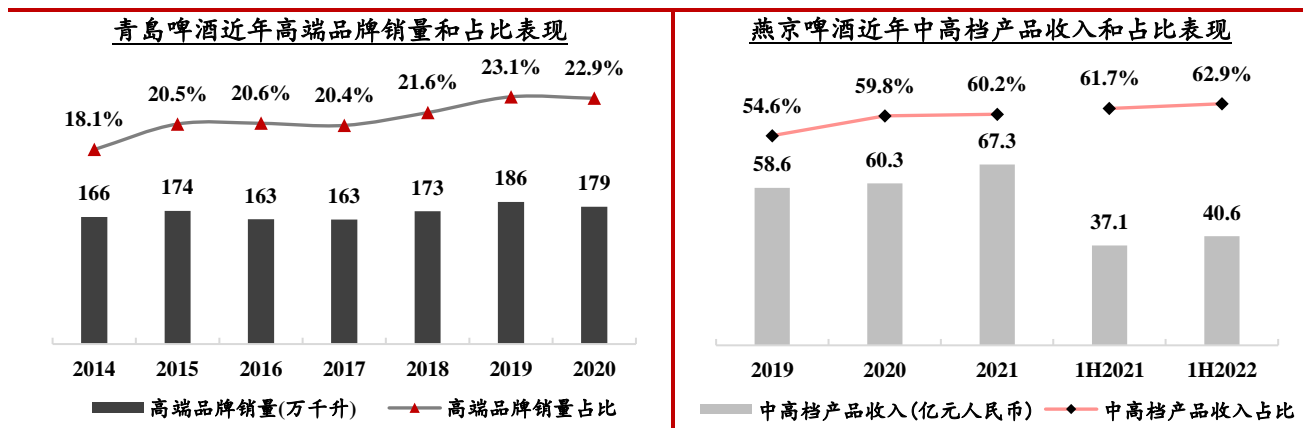
图表 16：华润啤酒和重庆啤酒近年次高档及以上/高档品牌销量和占比表现



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

此外，青岛啤酒近年高端产品销量占比也有所提升，由 2014 年约 18.1% 上升至 2020 年约 22.9%；燕京啤酒中高档产品收入占比则由 2019 年约 54.6% 上升至 2021 年约 60.2%，到 2022 上半年再进一步上升至 62.9%。

图表 17：青岛啤酒和燕京啤酒近年高端品牌销量和中高档产品收入以及占比表现



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

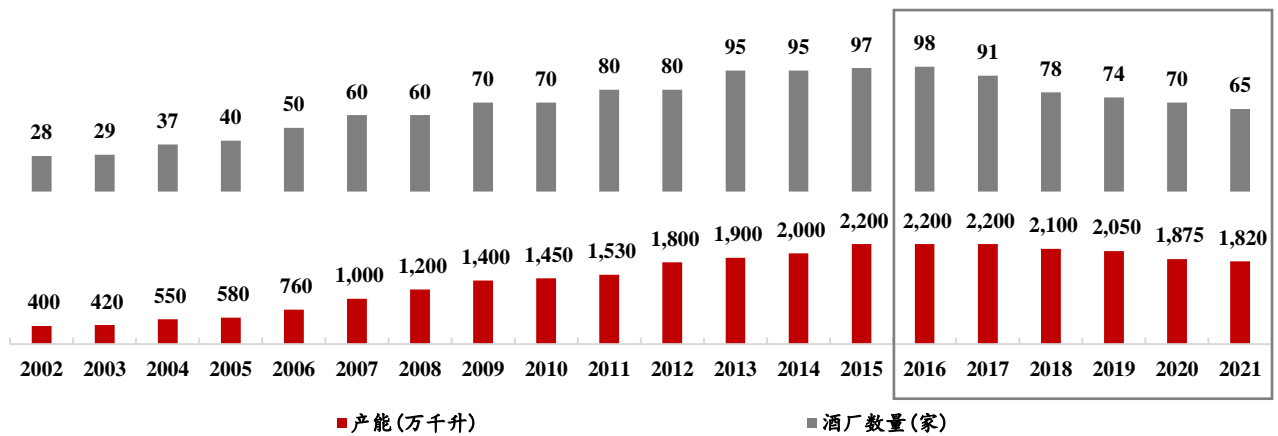
## 5. 产能优化和效率提升的红利逐步释放

### 5.1 润啤持续“关厂提效”，产能优化和人员效率明显提升

随着我国啤酒行业已由“增量”转为“提质”阶段，在产业结构全面升级的过程中，原有低效产能的工厂无法应付啤酒企业发展新阶段的要求。因此，头部啤酒企业近年持续去除低效产能，持续推动产能优化和提升经营效率，相关“关厂提效”策略引发的红利也逐步得到释放，利好酒企经营表现。

华润啤酒近年持续执行“关厂提效”策略，旗下工厂数量已从2016年峰值的98家减少约33.7%至2021年的65家，年均减少约7.9%。

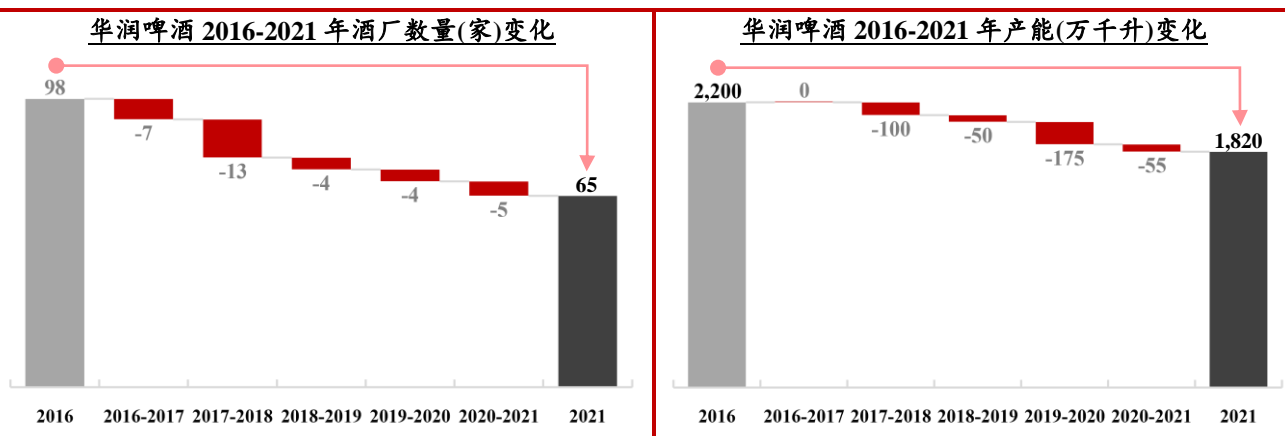
图表 18：华润啤酒 2002-2021 年酒厂数量以及产能表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，公司年度产能则伴随工厂数量由2016年的2,200万千升下降约17.3%至2021年的1,820万千升，年均降幅约为3.7%。

图表 19：华润啤酒近年酒厂数量以及产能表现

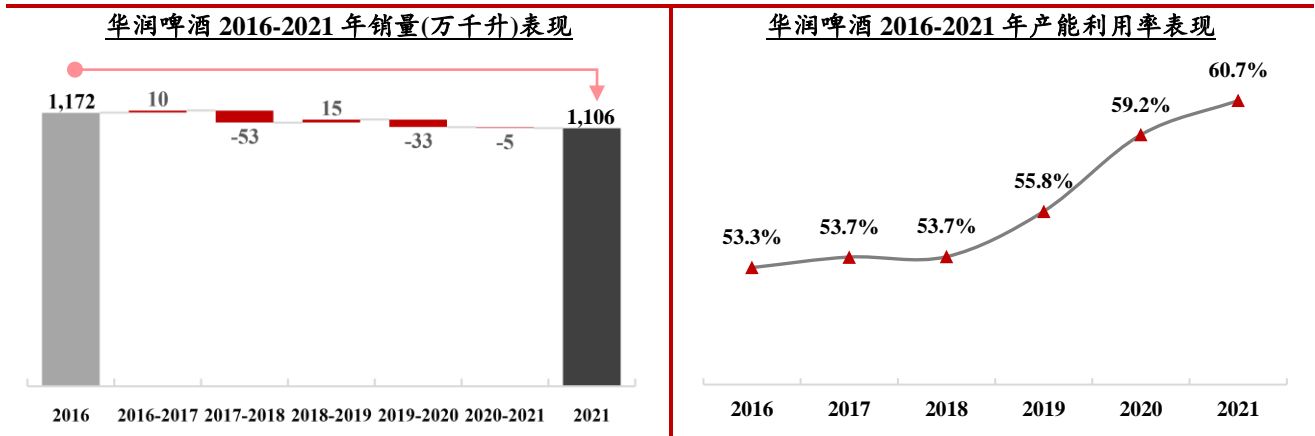


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

销量方面，公司年度啤酒销量由 2016 年约 1,172 万千升下降约 5.6% 至 2021 年的 1,106 万千升，年均降幅约为 1.2%。

由于公司近年关闭主要是低效的中小型酒厂，其销量和产能降幅远小于酒厂数量减少幅度，因此公司整体产能利用率由 2016 年约 53.3% 持续改善至 2021 年约 60.7%。

图表 20：华润啤酒近年销量以及产能利用率表现

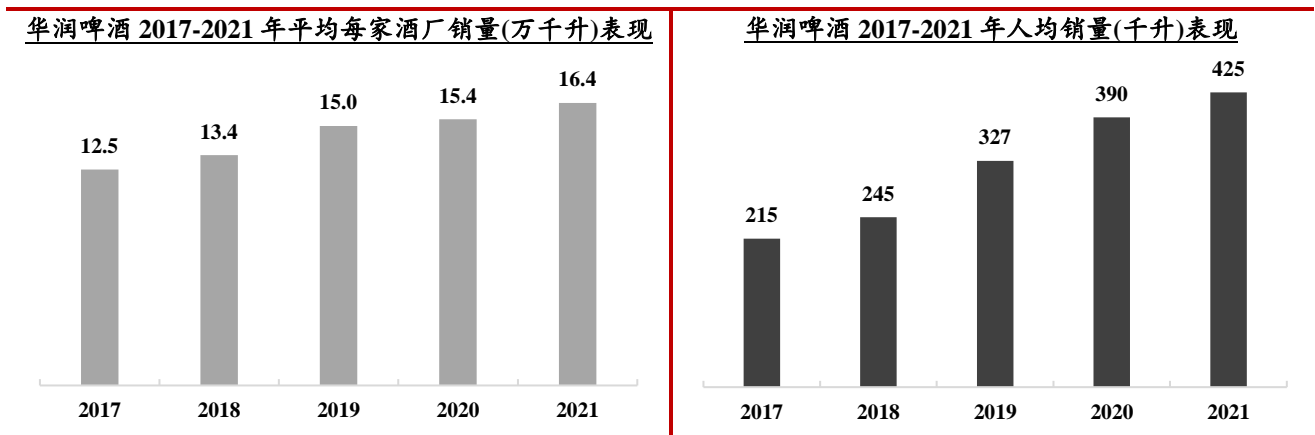


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

在 2016 至 2021 年期间关闭低效工厂 33 家和安置员工逾三万人后，公司产能优化和人员效率得到明显提升。

公司平均每家酒厂销量已由 2017 年约 12.5 万千升提升约 31.0% 至 2021 年约 16.4 万千升。公司平均每位员工销量贡献由 2017 年约 215 千升提升约 98.2% 至 2021 约 425 千升。

图表 21：华润啤酒近年平均每家酒厂销量以及人均销量表现

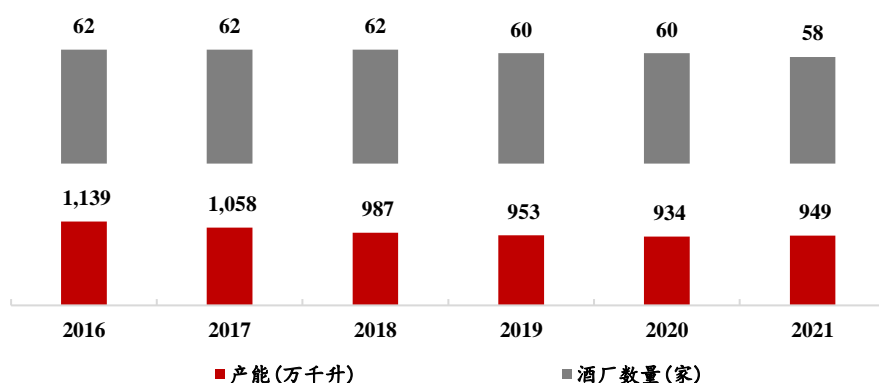


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

## 5.2 青啤优化经销商网络成效显著

青岛啤酒近年也持续产能优化和提升经营效率，但关厂的数量则远少于华润啤酒。公司旗下酒厂数量由 2016 年的 62 家减少约 6.5% 至 2021 年的 58 家，年均减少约 1.3%；公司产能则由 2016 年约 1,139 万千升下降 16.7% 至 2021 年约 949 万千升，年均降幅约为 3.6%。

图表 22：青島啤酒近年酒厂数量以及产能表现

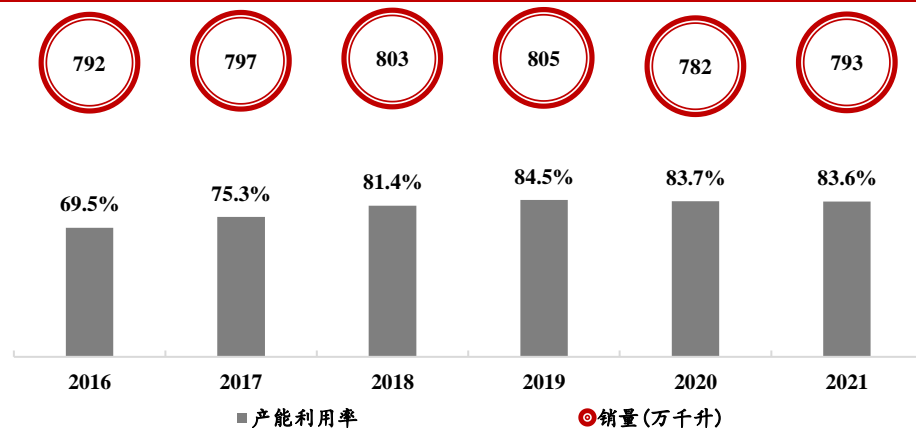


数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

公司近年啤酒销量没有太大变化，公司 2021 年啤酒销量基本上与 2016 年持平，约达 793 万千升。

由于公司近年关闭每家酒厂所导致的平均产能降幅较华润啤酒为大，叠加同期销量没有太大变化，因此公司整体产能利用率由 2016 年约 69.5% 持续改善至 2021 年约 83.6%，明显高于华润啤酒。

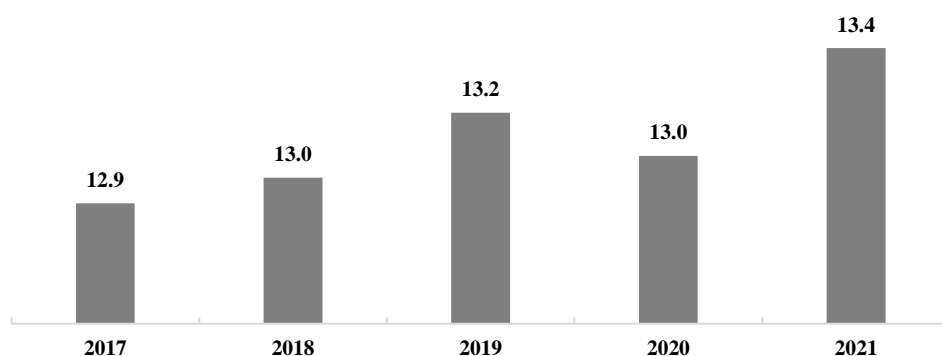
图表 23：青島啤酒近年销量以及产能利用率表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

公司平均每家酒厂销量由 2017 年约 12.9 万千升提升 2.3% 至 2019 年约 13.2 万千升。受疫情影响销量下降，公司 2020 年平均每家酒厂销量下跌至 13.0 万千升，2021 年则跟随销量回升至 13.4 万千升，并突破 2019 年水平。

图表 24：青岛啤酒近年平均每家酒厂销量(万千升)表现



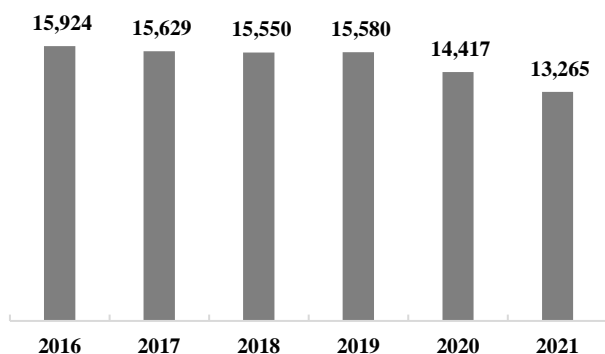
数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理

此外，公司近年也持续优化经销商网络，经销商总数由 2016 年的 15,924 个合共减少 344 个或 2.2% 至 2019 年的 15,580 个；公司在 2020 年和 2021 年加大经销商精简规模，分别净减少 1,163 个和 1,152 个至 14,417 个和 13,265 个，进一步提高经销商营运效率表现。

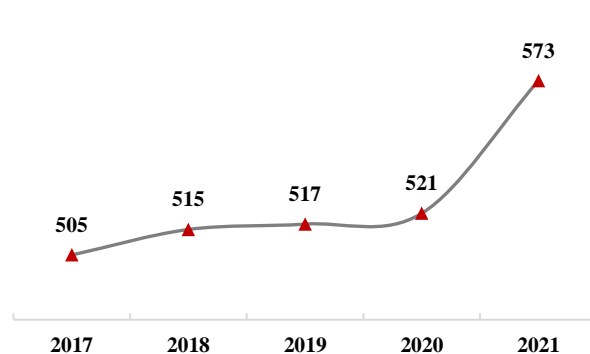
随着公司近年持续缩减经销商数量，叠加同期销量没有太大变化，因此公司平均每个经销商销量贡献由 2017 年约 505 千升提升约 3.2% 至 2020 年约 521 千升，而在 2021 年则同比提升约 9.9% 至 573 千升，表明公司优化经销商网络成效显著。

图表 25：青岛啤酒近年经销商数量以及平均每个经销商销量表现

青岛啤酒 2016-2021 年经销商数量表现



青岛啤酒 2017-2021 年平均每个经销商销量(千升)表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、WIND、山证国际研究部整理



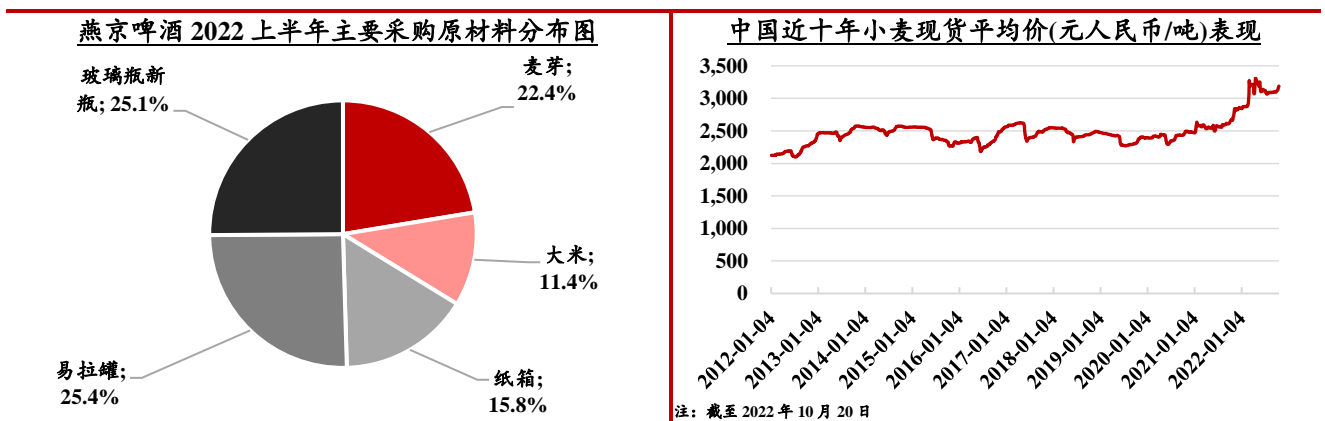
## 6. 成本进入下行周期，助力改善利润端表现

### 6.1 啤酒企业原材料成本压力缓解趋势持续

啤酒企业的原材料成本主要来自麦芽、大米、酵母、啤酒花等原料和玻璃瓶、铝罐、纸箱等包材。其中，包材一般占原材料成本逾半。以燕京啤酒2022上半年主要采购原材料分布为例，麦芽、大米分别占比22.4%和11.4%。而包材(玻璃瓶、铝罐、纸箱)则合共占比约66.2%。

小麦现货平均价自2020年下半年开始展开上升走势，但在今年4月24日见高位3,306元/吨后已出现回调迹象。此外，小麦现货价今年上半年平均价同比涨幅约达20.9%，而在第三季度相关涨幅已收窄至19.5%。

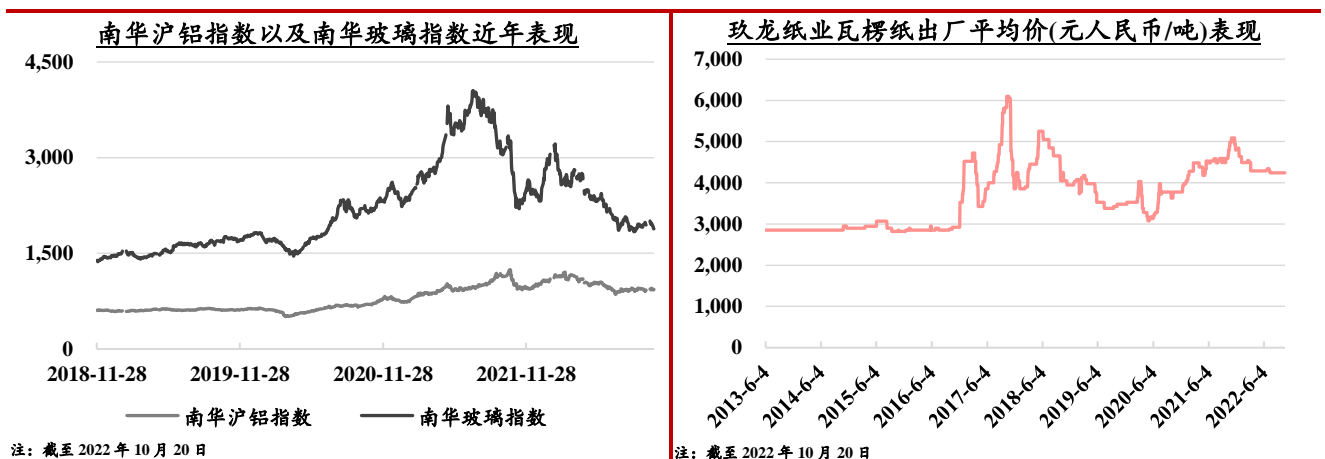
图表 26：啤酒企业主要采购原材料分布以及中国近十年小麦现货平均价表现



数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

此外，南华沪铝指数、南华玻璃指数和玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价的平均表现已分别由今年上半年约+23.2%、-11.8%和+0.1%下降至第三季度约-10.9%、-46.4%和-6.6%，表示啤酒企业原材料成本压力逐渐缓解。

图表 27：南华沪铝指数、南华玻璃指数以及玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价表现

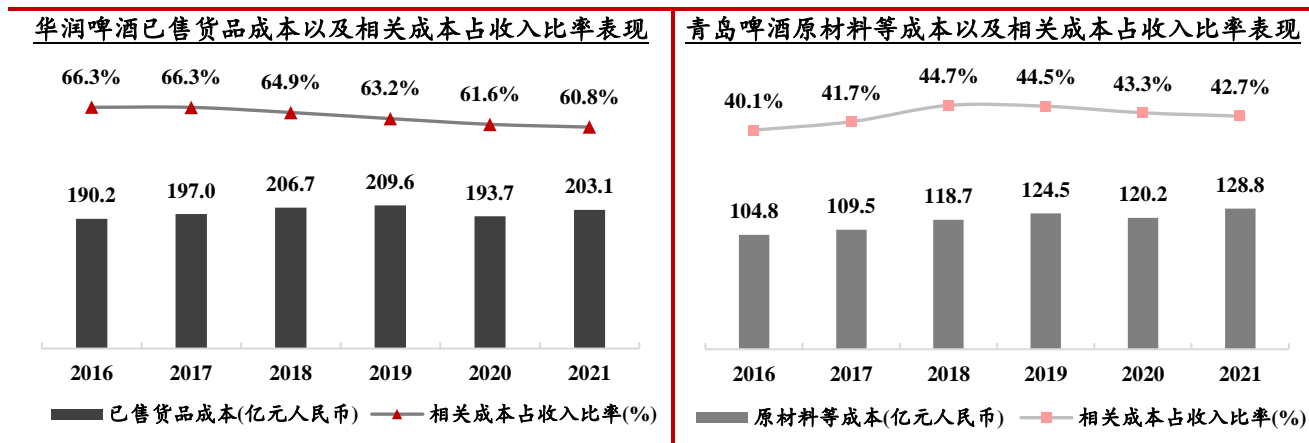


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

## 6.2 润啤和青啤原材料成本占收入比率呈下降趋势

华润啤酒以及青岛啤酒近年原材料成本占收入比率呈下降趋势。其中，华润啤酒透过加强成本管控等方式降低相关比率由2016年约66.3%至2021年约60.8%；而青岛啤酒原材料等成本占收入比率则由2016年约40.1%上升至2018年约44.7%后才逐步回落至2021年约42.7%。

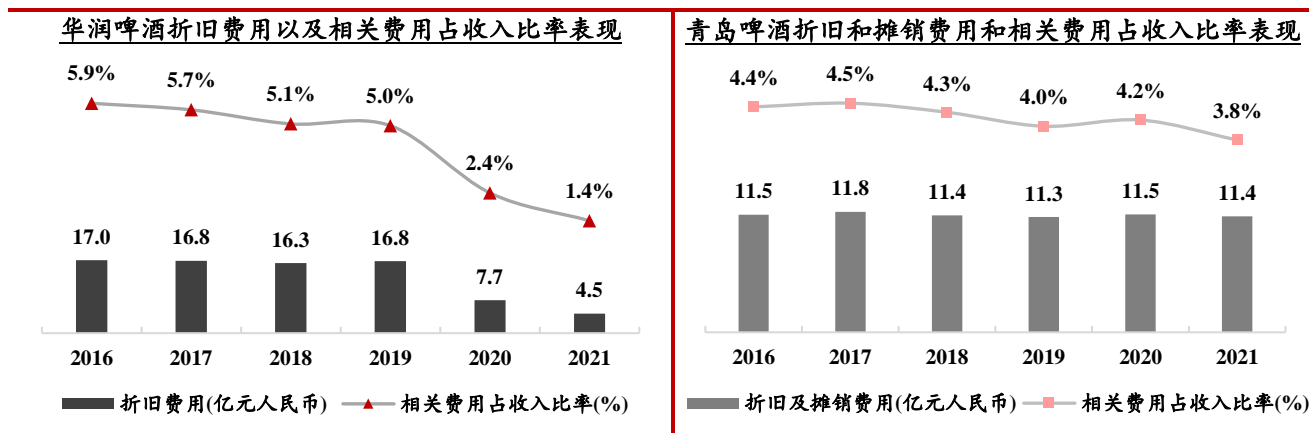
图表 28：华润啤酒以及青岛啤酒原材料成本以及相关成本占收入比率表现



数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

此外，华润啤酒以及青岛啤酒折旧费用/折旧和摊销占收入比率整体上也呈下降趋势。其中，华润啤酒相关比率由2016年约5.9%下降至2019年约5.0%，在2020年和2021年分别明显下降至2.4%和1.4%；而青岛啤酒近年折旧和摊销费用则录得11亿元左右，相关比例2016-2020年维持在4.0%-4.4%，2021年则进一步下降至约3.8%。

图表 29：华润啤酒以及青岛啤酒折旧费用/折旧和摊销以及相关费用占收入比率表现



数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

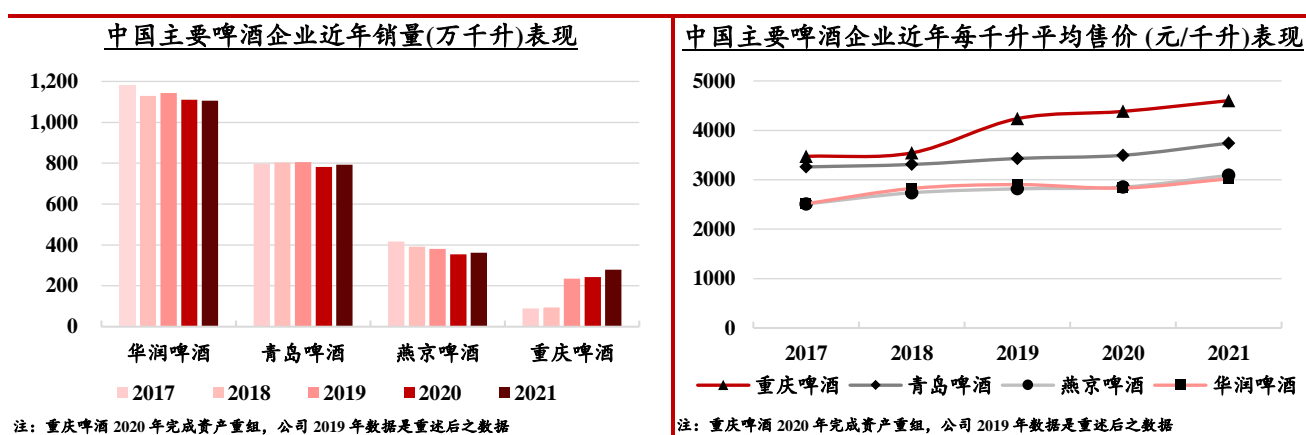
## 7. 头部啤酒企业近年主要财务指标对比分析

### 7.1 重啤近年销量增速最快，润啤毛利率持续改善

华润啤酒当前销量仍是唯一一家国内啤酒超千万升的酒企。重庆啤酒近年业绩表现则明显优于同业。公司 2020 年与嘉士伯完成资产重组后，成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，并拥有嘉士伯和 1664 等高端品牌，驱动其 2021 年销量进一步增长至 279 万千升，同比增速约为 15.1%，明显快于华润啤酒(-0.4%)、青岛啤酒(+1.4%)和燕京啤酒(+2.4%)。

此外，重庆啤酒 2021 年每千升平均售价约达 4,601 元，也高于其他本土头部酒企。而燕京啤酒同期平均售价提升幅度则最为显著，约达 8.4%。

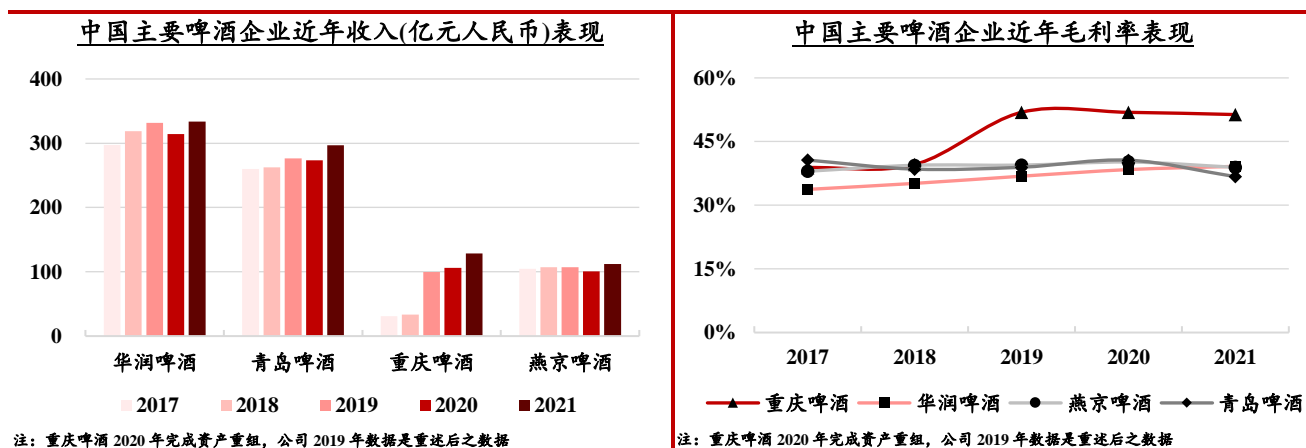
图表 30：中国主要啤酒企业近年销量以及平均售价表现



数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

重庆啤酒近年收入表现呈持续增长趋势，并在 2021 年实现收入增长约 20.8%和毛利率约达 51.4%，明显优于其他本土头部酒企。此外，华润啤酒近年毛利率表现则持续改善，由 2017 年约 33.7%提升至 2021 年约 39.2%。

图表 31：中国主要啤酒企业近年收入以及毛利率表现

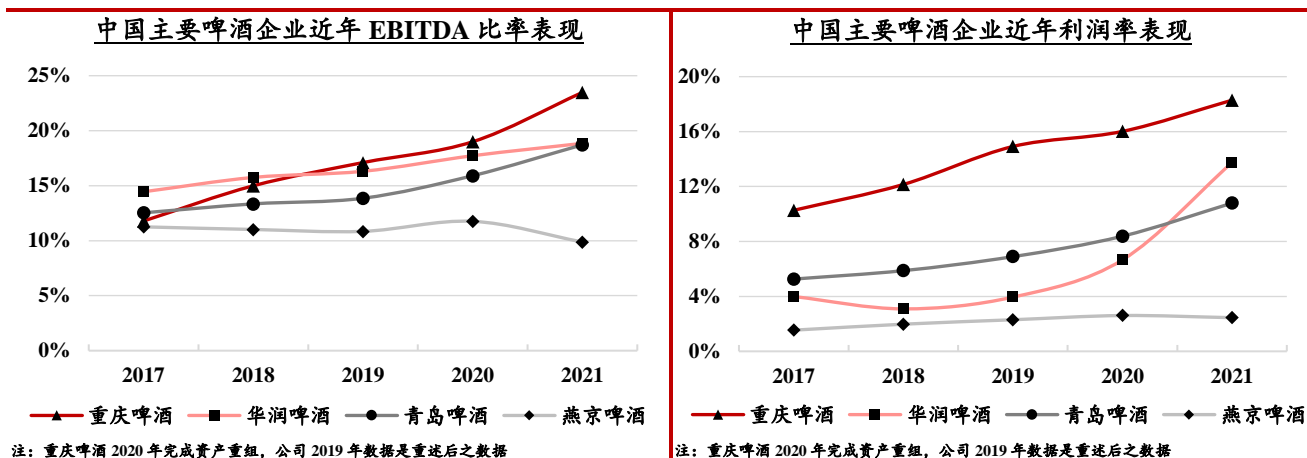


数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

重庆啤酒和青岛啤酒近年 EBITDA 比率和利润率表现也呈持续改善态势。其中，重庆啤酒 2021 年 EBITDA 比率和利润率分别提升至约 23.5% 和 18.3%，均高于其他本土头部酒企。青岛啤酒同期两项相关利润率则分别提升 2.8 和 2.4 个百分点至 18.7% 和 10.8%。

受益于土地出售对利润贡献，华润啤酒 2021 年利润率则由 2020 年约 6.7% 显著提升 7.1 个百分点至约 13.7%。

图表 32：中国主要啤酒企业近年 EBITDA 比率以及利润率表现

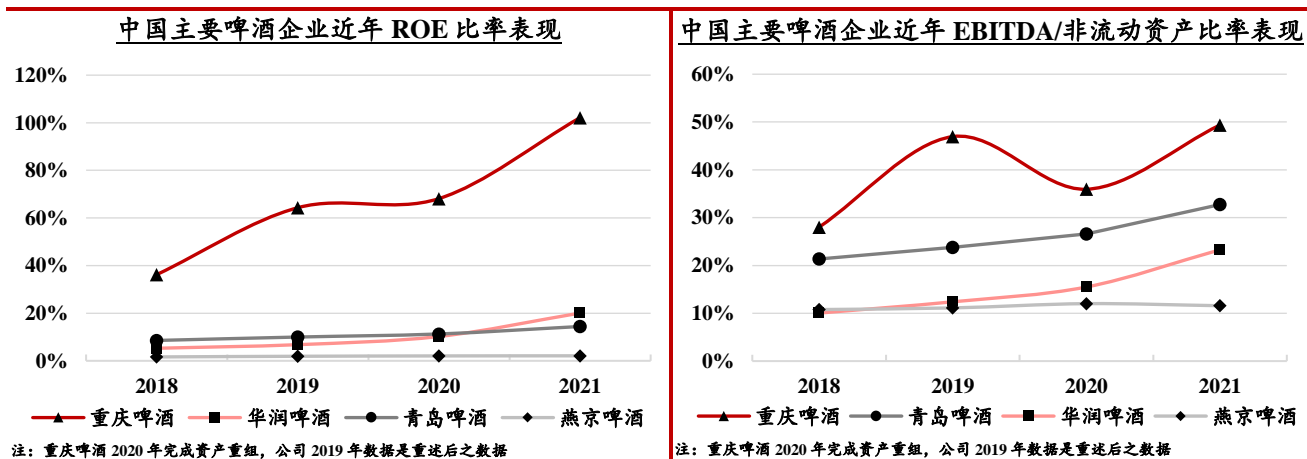


数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

头部啤酒企业近年 ROE 比率表现也持续改善。其中，重庆啤酒 2021 年 ROE 比率受资产重组影响而改善程度较为显著。

EBITDA/非流动资产比率方面，重庆啤酒近年表现较为反复，2021 年录得约 49.4%，高于其他本土头部酒企。此外，青岛啤酒和华润啤酒 2021 年相关比率则分别持续提升至约 32.7% 和 23.3%。

图表 33：中国主要啤酒企业近年 ROE 比率以及 EBITDA/非流动资产比率表现



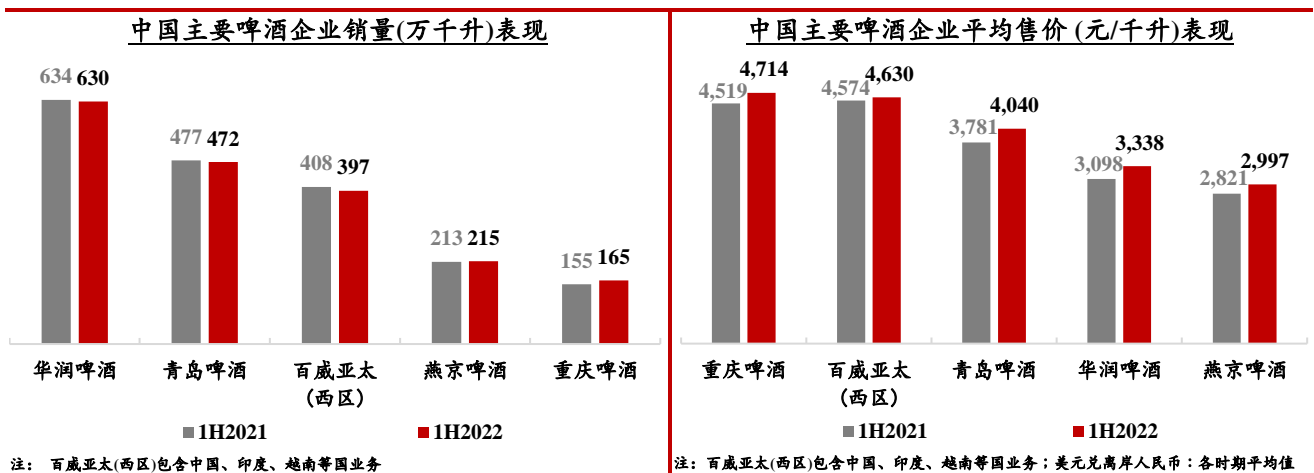
数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

## 7.2 重啤上半年销量仍维持增长，青啤利润率则改善较显著

2022 上半年，华润啤酒、青岛啤酒和百威亚太三大头部啤酒企业销量受疫情影响而同比出现小幅下降。重庆啤酒同期销量则仍维持增长，由 2021 上半年 155 万千升增长约 6.4% 至 165 万千升。

此外，头部啤酒企业上半年平均售价有所提升。其中，华润啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒提价幅度较为明显，分别同比提升约 7.7%、6.8% 和 6.2%。

图表 34：中国主要啤酒企业 2021 上半年和 2022 上半年销量以及平均售价表现

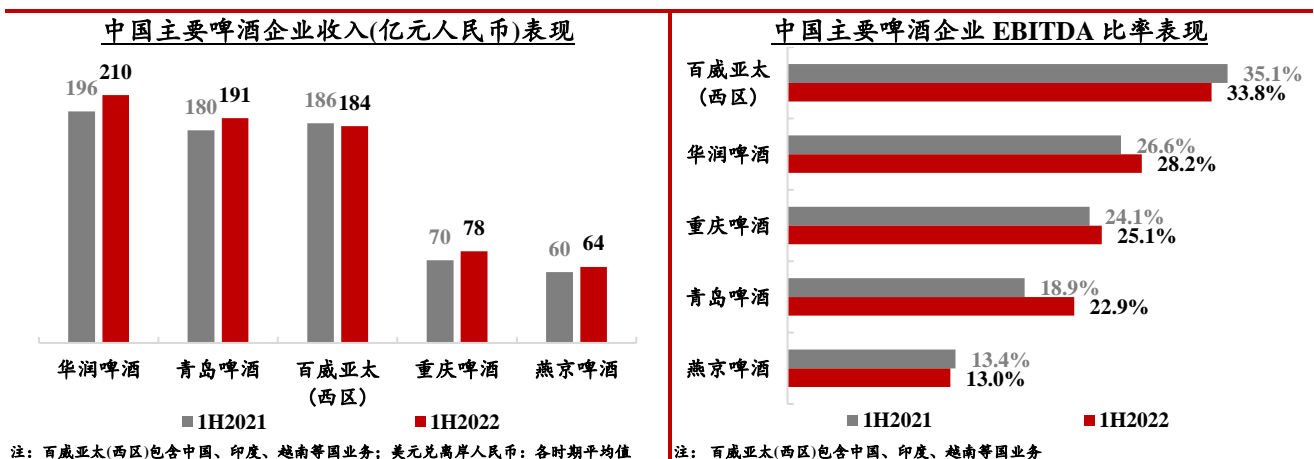


数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

收入方面，除了百威亚太上半年同比录得 1.3% 跌幅之外，重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒和青岛啤酒则分别同比增长 10.9%、7.2%、7.0% 和 5.8%。

青岛啤酒、华润啤酒和重庆啤酒上半年 EBITDA 比率分别同比提升 4.0、1.7 和 1.0 个百分点至 22.9%、28.2% 和 25.1%。此外，百威亚太和燕京啤酒相关比率同比则分别下降 1.3 和 0.4 个百分点至 33.8% 和 13.0%。

图表 35：中国主要啤酒企业 2021 上半年和 2022 上半年收入以及 EBITDA 比率表现



数据来源：WIND、公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

## 8. 龙头啤酒上市公司估值较为吸引

中港上市啤酒公司近期股价跟随大市出现不同程度的回调。龙头啤酒上市公司如华润啤酒和青岛啤酒当前市盈率 P/E 已分别回调至约 31.9 倍和 21.3 倍，为 3 年平均 P/E 之约 43.8% 和 64.3%，估值已回落至相对吸引水平。

随着今年 11 月将迎来 2022 年卡塔尔世界杯足球盛事，叠加世界杯期间恰逢在“双 11”促销活动，或将逆势拉动今年淡季的啤酒消费。长期而言，“高端化、提质增效”将继续成为行业的主要增长动力，上市龙头酒企盈利能力将有望在产品结构升级的驱动下继续提升，估值将迎来修复契机，建议重点关注中港上市啤酒代表企业华润啤酒(291.HK)、青岛啤酒(168.HK)以及重庆啤酒(600132.SH)。

图表 36：中港上市主要啤酒公司 P/S 和 P/E 估值与 3 年平均值对比

公司名称	总市值 (亿港元)	市销率表现			市盈率表现				
		市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	相差	市盈率 PE(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	相差	预测 2022年PE (倍)	相差
百威亚太(1876.HK)	2,389.1	4.5	6.3	71.0%	28.4	55.8	50.8%	28.7	98.9%
华润啤酒(0291.HK)	1,526.4	3.7	4.5	81.6%	31.9	72.7	43.8%	32.9	96.9%
青岛啤酒(0168.HK)	1,186.1	2.6	2.9	91.7%	21.3	33.1	64.3%	23.8	89.3%
重庆啤酒(600132.SH)	507.1	3.4	7.1	47.4%	36.7	55.5	66.2%	33.3	110.2%
燕京啤酒(000729.SZ)	284.3	2.1	1.8	114.9%	90.2	119.4	75.5%	77.0	117.1%

注：数据截至 2022 年 10 月 20 日；人民币兑港元汇率：1.086

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

## 9. 投资风险

- (1) 上市公司业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

## 联系方法：

香港金钟夏愨道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>