

行业整合分两步走，先看第一步利润空间

——啤酒行业深度分析报告

✍ 金嫣

执业证书编号: S1230209050109

☎ 86-10-64718888

✉ zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 行业整合或分两步走，第一阶段利润空间逐步打开
- 行业投资建议: 买入

投资要点:

■ 行业概况

啤酒属于外来酒种，在我国有百年历史，经过了引入、快速发展、积极调整、趋向成熟四个阶段。

■ 啤酒产业周期性不明显

从历史产量来看，啤酒具有消费刚性需求，行业周期性不明显。但随着人均消费量趋向饱和以及均酒价格逐步提高，消费刚性会逐步消失，表现出买方市场特点，显现产业周期性。

■ 04年以来，啤酒板块市场表现一般

04-09年啤酒板块大幅跑输食品饮料行业指数，与同期沪深300指数基本持平，表现一般。主要原因在于啤酒行业销售利润率在酒类板块中最低，盈利能力不强；行业营收增速、盈利增速处于食品饮料行业最末，成长性垫底。

■ 影响行业盈利能力的主要因素

市场过度竞争，销售费用居高不下，原材料价格上涨成为主要因素。

■ 行业前景判断

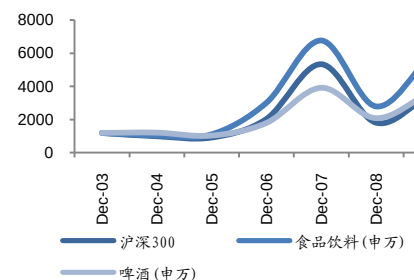
1) 总量继续增长，增量潜力来自西部地区；2) 原材料价格波动对盈利能力的影响逐步减弱；3) 整合是行业的必由之路，进程或分两步走；4) 优势地区产品结构升级，利润空间逐步打开；5) 资本对啤酒厂商的发展举足轻重。行业整合进程成为投资啤酒行业的主线，整合分两步走：首先是大品牌在中高档啤酒上的全国性垄断和地方强势品牌在中低端啤酒上的区域性垄断并存格局，僵持后经过再度交锋过渡到第二步：少数几家全国性寡头垄断的大啤酒商和为数不少的生产特色啤酒的小啤酒商相结合的格局，其中外资啤酒厂商参与整个进程。

■ 投资建议: 买入

以行业进程为脉络，我们认为啤酒行业阶段性底部已初步探明，第一层级利润空间将打开。公司战略方向，优势区域的品牌运作，以及资本支持成为下阶段选择啤酒公司的关键因素，行业投资建议: 买入。

细分行业评级

白酒	买入
啤酒	买入
葡萄酒	买入
黄酒	中性
肉制品	中性
乳业	中性



报告撰写人: 金嫣

报告数据支持人: 葛越

相关报告

《成长性和盈利能力构食品饮料业美好前景》





正文目录

一、行业概论	5
1、啤酒定义	5
2、啤酒分类	5
3、发展历史	6
4、行业现状	8
5、产业周期	10
二、市场表现	11
三、影响行业盈利能力的主要因素	13
1、市场过度竞争	13
2、销售费用居高不下	14
3、原材料价格上涨	14
四、行业前景判断	15
1、总量继续增长，增量潜力来自西部地区	15
2、原材料价格波动对盈利能力的影响逐步减弱	16
3、整合是行业的必由之路，进程或分两步走	17
4、优势地区产品结构升级，利润空间逐步打开	19
5、资本对啤酒厂商的发展举足轻重	20
五、投资建议	20

图表目录

图表 1：我国啤酒历年产量	7
图表 2：世界部分国家和地区啤酒人均消费量对比	10
图表 3：居民收入增速与啤酒产量增速对比	11
图表 4：啤酒吨酒价格	11
图表 5：2004-2009 啤酒板块、食品饮料行业指数、沪深 300 指数对比	12
图表 6：食品饮料各子行业销售利润率	12
图表 7：酒水行业销售费用率对比	14
图表 8：进口大麦价格与平均毛利率对比	14
图表 9：我国啤酒产量增速	15
图表 10：我国人口增长率	15
图表 11：2006-2009 进口大麦与国内啤酒产量对比	17
图表 12：2006-2009 进口大麦与啤酒上市公司毛利率变化比较	17





表格 1: 啤酒分类 (按生产工艺)	5
表格 2: 啤酒分类 (按色泽)	5
表格 3: 啤酒分类 (按麦汁浓度)	5
表格 4: 1994-1998 我国啤酒企业数量和产量情况	6
表格 5: 90 年代末外资撤资事件	7
表格 6: 2007-2009 全国啤酒产量分布情况	8
表格 7: 2007-2009 全国啤酒产量增速前十的省份	8
表格 8: 2009 年我国利润总额排名前五省份	9
表格 9: 我国啤酒企业三大阵营	9
表格 10: 我国啤酒前十大厂商规模及外资参股情况	10
表格 11: 2004-2009 年食品饮料子行业营业收入及利润总额复合增长率	13
表格 12: 09 年我国产量排名前 10 省市地区的主要品牌	13
表格 13: 我国分地区人均啤酒占有量	16
表格 14: 2009 年西部省市啤酒产量及增速	16
表格 15: 海外市场啤酒行业集中度	18
表格 16: 上市啤酒公司品牌强势区域	19

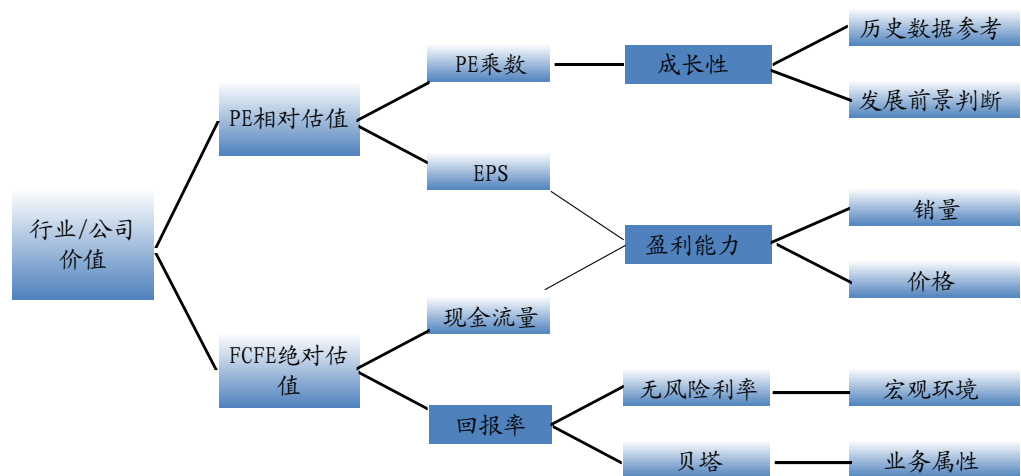




前言

对于行业/公司价值研究，我们承袭一贯的研究思路和框架。

研究思路和框架路径：



盈利能力、成长性、要求回报率是影响行业、公司价值三个重要因素，要求回报率随成长性的提高而降低，二者本原一致。成长性是企业文化的主要组成部分，但通过对未来盈利能力的预期来反映。





一、行业概论

1、啤酒定义

啤酒是指以麦芽（包括特种麦芽）为主要原料，加啤酒花，经酵母发酵酿制而成，含二氧化碳、起泡、低酒精度的发酵酒产品。啤酒属外来酒种，在二十世纪初传入我国。

2、啤酒分类

啤酒的分类有很多，通常有 3 种方法：一是根据生产工艺的灭菌情况分为生啤、熟啤。生啤又可分为混生啤酒和纯生啤酒；二是根据色泽分为黄啤酒（淡色啤酒）和黑啤酒（浓色啤酒）；三是根据麦芽汁浓度分为高、中、低浓度型三种。

表格 1：啤酒分类（按生产工艺）

品种	工艺区别
生啤酒	混生啤酒 不杀菌、不充氧，在常温下仅能保鲜一、两天。
	纯生啤酒 未经高温杀菌，口感新鲜，酒香清醇，保质期可达180天。
熟啤酒	装配加盖后，经过高温将啤酒内酵母菌杀死，稳定性较好，保质期通常90天以上。

资料来源：浙商证券研究所

生啤酒是目前国际主流消费品种，日本生啤产量占到总产量 90%以上，德国占 50%以上，而我国生啤产量占比不到 5%，消费以熟啤酒为主。

表格 2：啤酒分类（按色泽）

品种	色泽区别
黄啤酒（淡色啤酒）	呈淡黄色，采用短麦芽作原料，酒花香气突出，口味清爽，是我国啤酒产品的主流。
黑啤酒（浓色啤酒）	呈深红褐色或黑褐色，是用高温烘烤的麦芽酿造而成，含固形物较多，麦芽汁浓度大，麦芽香气明显。

资料来源：浙商证券研究所

表格 3：啤酒分类（按麦汁浓度）

品种	麦芽汁浓度
高浓度型	麦芽汁浓度在 14° ~ 20°，酒精含量为 4% ~ 5%。生产周期长，含固形物较多，稳定性好，宜于贮存和长途运输。
中浓度型	麦芽汁浓度在 10° ~ 12°，以 12 度为普遍，酒精含量在 3.5% 左右，是我国啤酒生产的主要品种。
低浓度型	麦芽汁浓度在 6° ~ 8°，酒精度为 2% 左右，稳定性不好，保存时间较短。

资料来源：浙商证券研究所





3、发展历史

一、引入阶段（1900—1978）

20 世纪初啤酒工业在中国出现，直到 20 世纪 70 年代末，中国的啤酒产业都属于引入时期。特点是酿造技术和设备主要依靠从国外引进。这个时期啤酒产品质量比较低，成本高，价格高，但是发展迅速。产业的进入壁垒主要来自于技术壁垒和政策壁垒。

1903~1949 年，中国大约只有 10 家啤酒厂，其中大多数属私人企业，而且集中在大城市，年产量 1 万吨左右。

1949~1957 年，中国啤酒工业进入缓慢发展期，年产量达到 4 万吨。

1958~1966 年，中国啤酒工业起飞的初期，年产量达 12 万吨。1958 年在天津、杭州、武汉、重庆、西安、兰州、昆明等大城市投资新建了一批规模在 2000 吨左右的啤酒厂，成为中国啤酒业发展的一批骨干企业。

1967~1979 年，全国啤酒厂总数达到 90 多家，啤酒产量达 37.3 万吨，中国啤酒产业开始初步形成。

二、快速发展时期（1979—1989）

1978 年以后，中央设立以经济建设为中心，鼓励市场经济合理发展的指导思想，啤酒开始由计划生产转向市场机制，由于市场空间比较大，政策鼓励和进入障碍的进一步降低，大量企业涌入啤酒产业，各地区纷纷投资啤酒厂，企业数量和产量迅速扩张。1988 年，已形成 813 家啤酒企业，产量 656.4 万吨，仅次于美国、德国。该时期啤酒产量 CAGR 高达 33%。

这个时期啤酒企业在地域上高度分散，企业规模非常小，产能大多是 1-2 万吨。此时市场处于卖方市场，啤酒市场基本供不应求，企业经营目标是如何提高产量以满足市场的需求。该阶段啤酒市场基本不存在直接竞争。

三、积极调整时期（1990—1998）

这一阶段由于价格战、缺乏创新等因素，导致不符合市场竞争优势的企业被淘汰，但啤酒年产量继续上升，产业开始趋向集中。啤酒总产量以 CAGR14% 的速度继续增长，1994 年产量超过日本和德国，成为仅次于美国的世界第二大啤酒生产国。

改革开放外资开始抢滩中国市场。20 世纪 90 年代，巴斯集团与吉林金士百合资经营吉林巴斯金士百啤酒有限公司，中策集团与锦州净瓶泉合资经营锦州中策啤酒有限公司，澳大利亚的富士达啤酒与广东的皇妹集团合资经营珠海斗门啤酒公司。

表格 4：1994-1998 我国啤酒企业数量和产量情况

年份	企业数	平均产量 (万吨)	总产量	20万吨以 上企业数	10-20万吨 企业数	5-10万吨 企业数
1994	655	2.16	1414.80	3	21	36
1995	626	2.51	1568.82	7	23	44
1996	589	2.86	1681.91	8	28	47
1997	550	3.43	1888.94	13	28	57
1998	495	4.02	1987.67	18	26	60

资料来源：浙商证券研究所





四、趋向成熟时期（1999 年至今）

1998 年开始，青岛、华润和燕京三大啤酒集团开始在全国进行大规模的资本圈地行动，拉开了全国市场战略竞争和行业大整合进程。这一阶段啤酒产业开始向规模化和集团化方向发展，中小企业成为兼并、收购的对象，同时啤酒消费开始进入低增长时期。

90 年代，由于外资啤酒盲目乐观，没能真正了解中国市场的特殊结构和背景，急于求成，只看重资本优势而没有在品牌、渠道、整合等方面下功夫，最终败走中国市场。

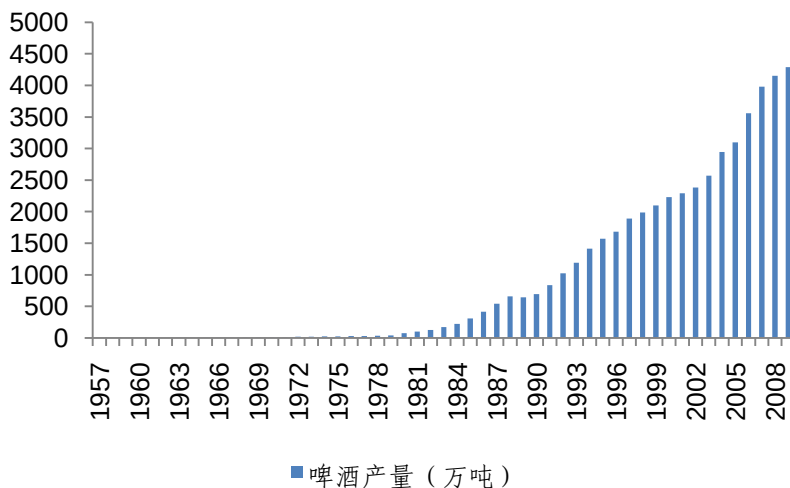
表格 5：90 年代末外资撤资事件

时间	撤资事件	参股外资
2000	出售吉林金士伯	英国巴斯
2000	出售生力啤酒厂经营资产	菲律宾生力
2000	出售天津珠海厂	澳大利亚富士达
2000 年 8 月	出售的北京五星、三环啤酒	美国亚洲战略投资公司
2000	出售上海松江啤酒厂	丹麦嘉士伯
2001 年 4 月	出售四川乐山蓝带高利公司	美国蓝带
2001 年 8 月	向青岛啤酒出让 51% 股权	新加坡第一家（福建）啤酒公司

资料来源：浙商证券研究所

但 2002 年以后，“摔过跟头，大彻大悟”的外资卷土重来，并采取了新的战略：从前台退出，藏身幕后，参股国内的本土啤酒企业，并适时进行尝试性地采取控股方式独立布点，但大多还是以参股为主，典型的如 SAB-Miller 和华润啤酒，AB 和青岛啤酒，英博和珠江啤酒，纽卡斯尔和重庆啤酒，从此中国的啤酒业竞争彻底地走向了全球化竞争。

图表 1：我国啤酒历年产量



资料来源：啤酒工业协会 国家统计局 浙商证券研究所

2001 年以前采用啤酒工业协会数据（单位：吨），之后采用国家统计局数据（单位：千升），图中千升数据已按 98.83:100 的比例换算。啤酒工业协会与国家统计局统计口径上有一定差异，但不影响行业趋势判断。





4、行业现状

由于啤酒具有销售半径的特点，我国啤酒产区分布较为广泛，大多数省份都有啤酒生产，目前山东省无论在总量还是发展速度上，都占据了行业老大的地位；传统的啤酒生产大省河南、广东、浙江紧随其后，湖北 09 年发力，进入第一梯队。

表格 6：2007-2009 全国啤酒产量分布情况

排名	2007			2008			2009		
	省份	产量（千升）	占比	省份	产量（千升）	占比	省份	产量（千升）	占比
1	山东	4,329,200	11.0%	山东	4,739,200	11.6%	山东	5,077,533	12.0%
2	河南	3,304,500	8.4%	河南	3,818,900	9.3%	河南	3,820,637	9.0%
3	浙江	3,003,300	7.6%	广东	3,001,500	7.3%	广东	3,517,430	8.3%
4	广东	2,908,000	7.4%	浙江	2,831,700	6.9%	湖北	2,506,339	5.9%
5	辽宁	2,356,200	6.0%	江苏	2,396,500	5.8%	浙江	2,475,282	5.8%
6	江苏	2,337,300	5.9%	四川	2,361,000	5.8%	辽宁	2,468,618	5.8%
7	四川	1,930,400	4.9%	辽宁	2,351,200	5.7%	江苏	2,365,242	5.6%
8	福建	1,896,600	4.8%	湖北	2,122,200	5.2%	福建	1,905,170	4.5%
9	湖北	1,893,500	4.8%	福建	1,969,700	4.8%	黑龙江	1,754,036	4.1%
10	北京	1,725,200	4.4%	黑龙江	1,731,100	4.2%	北京	1,613,602	3.8%
合计	—	25,684,200	39.5%	—	27,323,000	40.0%	—	27,503,889	39.4%

资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

从产量增速来看，西部地区啤酒业呈现高速发展状态，07-09 年全国同比增速排名前十的省份中几乎半数来自西部地区。

表格 7：2007-2009 全国啤酒产量增速前十的省份

排名	2007		2008		2009	
	省份	增速	省份	增速	省份	增速
1	青海	46.89	青海	53.42	西藏	25.00
2	河南	40.55	宁夏	36.97	江西	22.32
3	西藏	31.91	四川	33.91	山东	21.25
4	广西	29.86	甘肃	32.63	贵州	20.38
5	江苏	28.93	河南	23.65	湖北	17.02
6	湖北	22.82	内蒙古	17.07	山西	16.06
7	天津	21.15	湖南	16.46	云南	15.74
8	四川	19.83	广西	11.52	湖南	15.01
9	江西	17.72	新疆	10.33	甘肃	13.42
10	云南	17.38	贵州	9.50	内蒙古	12.30

资料来源：国家统计局 浙商证券研究所

从利润贡献来看，我国利润总额排名前五的省份贡献了 60% 的行业利润，而这些省份往往是国内知名品牌企业的根据地，都是这些企业的利润中心，拥有坚实的品牌基础和消费者忠诚度。





表格 8：2009 年我国利润总额排名前五省份

	排名	省份	利润占比	优势品牌
	1	山东	24%	青岛
	2	河南	12%	金星
	3	四川	10%	雪花
	4	辽宁	9%	雪花
	5	广西	6%	燕京
	合计	—	61%	—

资料来源：浙商证券研究所

从企业生产规模和品牌影响力来看，目前啤酒厂商分为三大阵营。第一阵营包括华润雪花、青岛啤酒和燕京啤酒，在全国市场形成三足鼎立之势。第二阵营主要包括重庆啤酒、哈尔滨啤酒、珠江啤酒、金星啤酒等强势地方品牌，这些企业在当地市场及周边市场知名度和市场占有率很高。第三阵营为规模较小的地方企业。

表格 9：我国啤酒企业三大阵营

	名称	生产规模	企业特征
第一阵营	华润雪花、青岛、燕京	09 年产量分别达到 840、591、467 万千升	布局全国，具备全国扩张的实力
第二阵营	重庆、哈尔滨、珠江、金星等	年产量介于几十万吨到百万千升左右	以中低端产品为主，在当地市场及周边市场知名度和市场占有率很高
第三阵营	地方中小啤酒企业	产量 10 万千升以下	以低端产品为主，满足当地市场

资料来源：浙商证券研究所

谈到国内啤酒行业格局，就不能忽略外资，国内啤酒早已是全球化的竞争，只不过外资采取了新的战略隐身幕后，从规模来看，百威英博已经是我国第四大啤酒企业，目前 32 个啤酒生产厂的年产能达 300 万吨。我国前十大啤酒厂商中大多都有外资参股，洋品牌至少控制了我国 40% 的生产规模和超过 60% 的高端啤酒市场。09 年我国高档啤酒占啤酒行业 20% 左右的份额，百威英博雄霸东部，嘉士伯西部为王。





表格 10: 我国啤酒前十大厂商规模及外资参股情况

排名	企业名称	09产量规模(万千升)	参股外资	参股比例
1	华润雪花	840	SAB Miller	49.00%
2	青岛	591	朝日	19.74%
3	燕京	467	—	—
4	金星	191	—	—
5	重庆	177	嘉士伯	29.71%
6	雪津	118	百威英博	100%
7	珠江	114	百威英博	28.56%
8	金威	82	喜力	21.43%
9	大富豪	49	喜力	40.00%
10	金龙泉	49	百威英博	60.00%

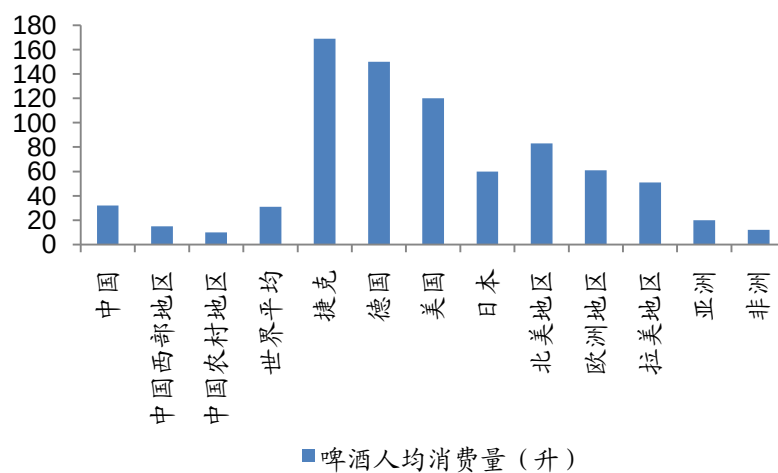
资料来源: 浙商证券研究所

5、产业周期

从产量数据来看, 啤酒行业周期性不明显, 主要由于啤酒是外来酒种, 在我国是一个从无到有的过程, 啤酒具有大众消费品的属性, 存在消费刚性需求。从人均消费量来看, 我国啤酒人均消费量同欧美国家相比还比较低。

2009 年我国啤酒人均消费超过 30 升, 达到世界平均水平, 但与欧美国家相比还有差距。

图表 2: 世界部分国家和地区啤酒人均消费量对比



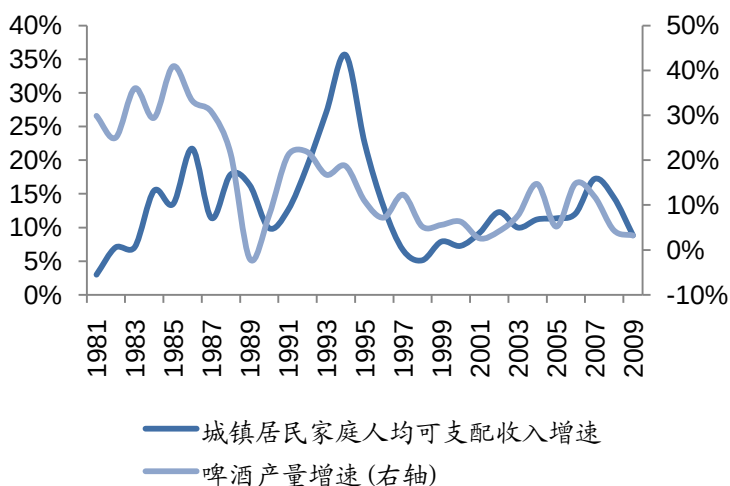
资料来源: 浙商证券研究所

人民收入的提高是消费增长的根本原因。从居民收入增速和啤酒产量增速的相关性来看, 2005 年以前居民收入提高的带动作用较明显, 收入增长提前产量增速反应, 2005 年以后这种相关性开始减弱。我们认为随着啤酒人均消费量趋向饱和以及均价价格的逐步提高, 啤酒消费刚性会逐步消失, 向可选消费品过渡, 表现买方市场的特性, 产业周期性受需求影响越发明显。



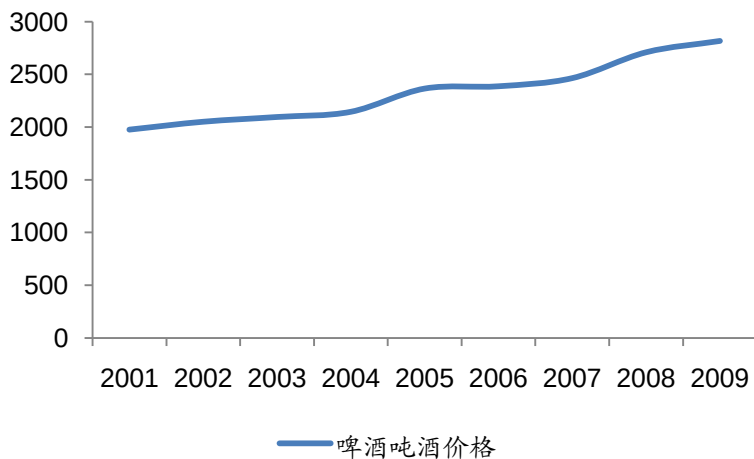


图表 3: 居民收入增速与啤酒产量增速对比



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

图表 4: 啤酒吨酒价格



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究所

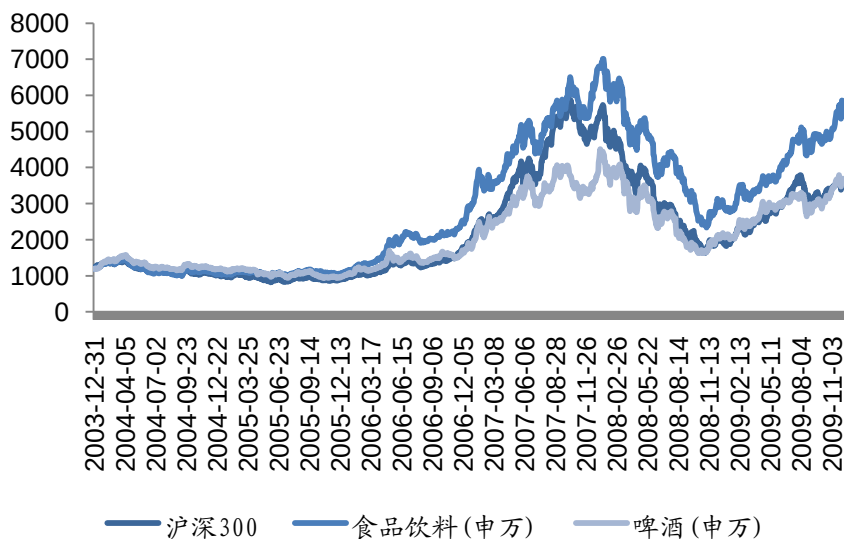
二、市场表现

2004-2009 年啤酒板块大幅跑输食品饮料行业指数, 与同期沪深 300 指数基本持平, 表现一般。期间啤酒板块累计上涨 207%, 同期沪深 300 指数上涨 199%, 而食品饮料行业指数大幅上涨 391%。





图表 5: 2004-2009 啤酒板块、食品饮料行业指数、沪深 300 指数对比

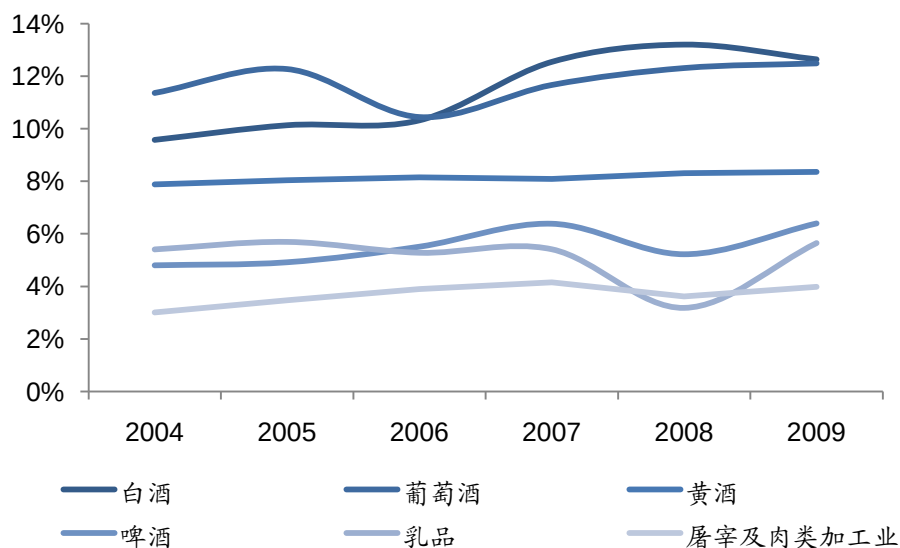


资料来源: wind 浙商证券研究所

啤酒板块表现不佳, 我们认为主要来自以下两方面原因:

- (1) 从盈利能力上来看, 啤酒行业销售利润率在酒类板块中最低。

图表 6: 食品饮料各子行业销售利润率



资料来源: wind 浙商证券研究





(2) 从成长性上来看,啤酒行业营收增速、盈利增速位于整个行业最末。

表格 11: 2004-2009 年食品饮料子行业营业收入及利润总额复合增长率

子行业	营业收入	利润总额
白酒	27.89%	35.96%
啤酒	14.48%	20.47%
黄酒	17.74%	20.91%
葡萄酒	20.76%	30.56%
乳品	20.95%	21.66%
肉制品	29.87%	39.34%

资料来源: wind 浙商证券研究所

三、影响行业盈利能力的主要因素

1、市场过度竞争

根据前文分析,啤酒在酒类板块盈利能力表现最差,我们认为啤酒市场的过度竞争是最主要的原因。我国目前啤酒品牌超过 1500 个,品牌的市场份额之争异常激烈,进攻品牌主要通过价格手段强攻,防守品牌主要通过把控渠道和终端抵抗。过度竞争使所有啤酒厂商深陷价格战泥潭,产品售价提高非常缓慢,轻言提价意味着丢失市场,目前国内大多啤酒厂商主要通过增加销量的方式来创收。

过度竞争损害了全行业利益,目前我国啤酒业中 45%的企业处于亏损或微亏的边缘,是酒水行业中亏损率最高的一个子行业,32%的企业保本经营,只有不到 20%的企业发展良好。

表格 12: 09 年我国产量排名前 10 省市地区的主要品牌

省份	产量(千升)	主要品牌
山东	5,077,532.62	青岛、银麦、克代尔
河南	3,820,636.80	金星、维雪
广东	3,517,429.71	珠江、青岛、金威
湖北	2,506,338.86	百威英博、燕京、青岛、金龙泉、雪花
浙江	2,475,282.48	百威英博、雪花、麒麟、朝日、重庆啤酒
辽宁	2,468,618.34	雪花啤酒
江苏	2,365,242.10	大富豪、雪花、百威英博、青啤、重庆啤酒
福建	1,905,169.71	燕京(惠泉)、英博、雪津、青岛、雪花
黑龙江	1,754,036.23	哈尔滨啤酒
北京	1,613,602.20	燕京啤酒

资料来源: 浙商证券研究所

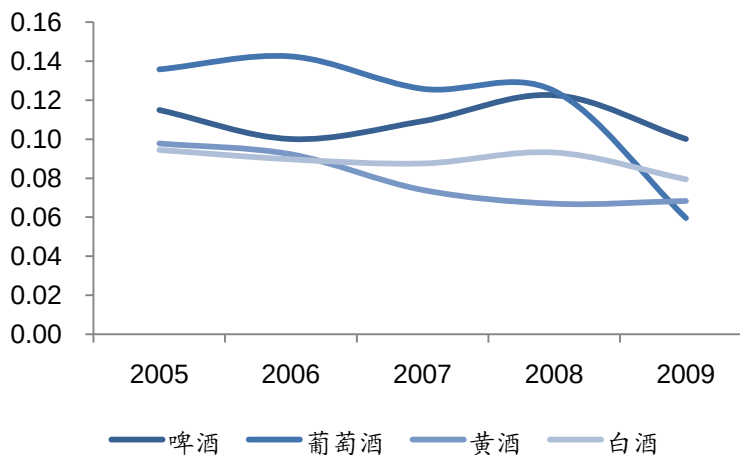




2、销售费用居高不下

由于啤酒依靠销量增长的盈利模式,因此抢占市场份额,把市场工作做足做细是各家厂商的重头戏。传统分销、深度分销、直销等多种营销方式随处可见,理性的、非理性的促销手段五花八门,因此啤酒的销售费用率一直呈现一种刚性,居高不下,超出其他酒水行业,而其他酒水子行业的销售费用率呈现下降趋势。

图表 7: 酒水行业销售费用率对比

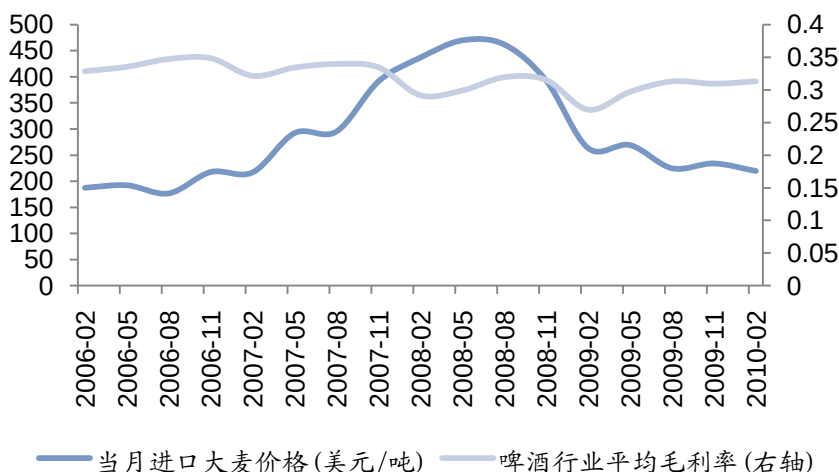


资料来源: wind 浙商证券研究

3、原材料价格上涨

啤酒行业基本处于微利状态,生产成本的波动会直接影响企业的盈利水平。啤酒生产中,原材料大麦和包装物占比最大,从行业平均水平来看,大麦在啤酒生产成本中占比 15-30%,包装物在啤酒成本中占比从 30-50%不等,由于进口大麦质量比国产大麦高,特别是蛋白质含量低,产品稳定性好,多数厂商生产中高档啤酒采用进口大麦,而包装物啤酒瓶、罐等可以回收、循环利用,因此进口大麦价格波动对于啤酒企业的盈利影响较大。

图表 8: 进口大麦价格与平均毛利率对比



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究

从上图来看,进口大麦价格与行业平均毛利率呈反向相关,进口大麦价格领先毛利率 6-9 个月反应。



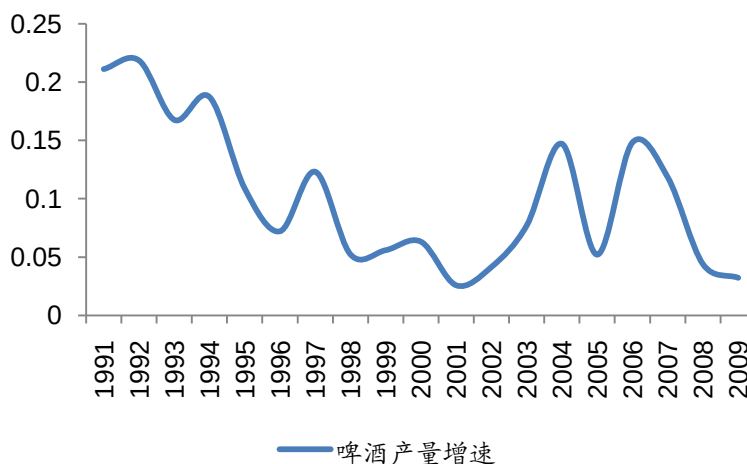


四、行业前景判断

1、总量继续增长，增量潜力来自西部地区

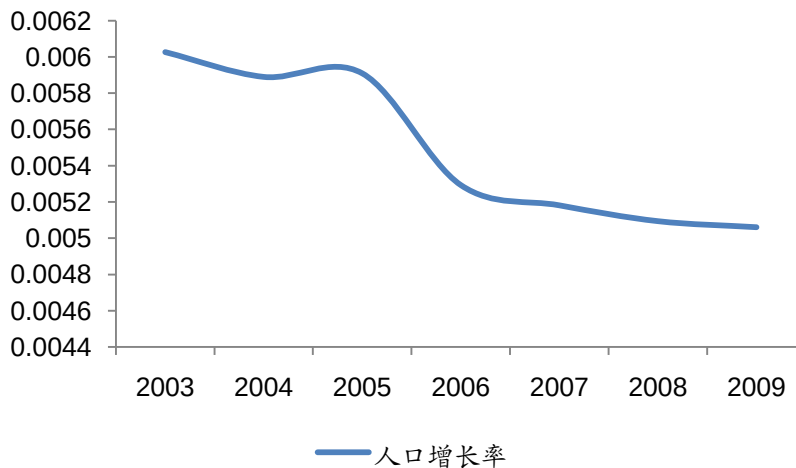
我国啤酒产销量已连续八年位列全球第一，是名符其实的啤酒第一大国，人均占有量由不足 1 升上升至目前世界平均水平的 30 升，但是随着人均消费趋向饱和，人口增速减缓，企业“做强”战略思想的转变，基数提高等多方面因素的影响，未来啤酒总量将继续增长，但增速将放缓，增长潜力主要来自西部地区。

图表 9：我国啤酒产量增速



资料来源：国家统计局 浙商证券研究

图表 10：我国人口增长率



资料来源：国家统计局 浙商证券研究





表格 13: 我国分地区人均啤酒占有量

地区	人均占有量 (升)
西北	18
西南	17
华北	29
华南	27
华东	38
东北	48

资料来源: 浙商证券研究所

表格 14: 2009 年西部省市啤酒产量及增速

西部省市	产量 (千升)	同比增速 (%)
重庆	727,688.40	7.26
四川	1,590,943.76	3.30
贵州	275,398.56	20.38
云南	473,776.57	15.74
西藏	113,038.70	25.00
陕西	899,791.00	7.55
甘肃	594,694.67	13.42
青海	104,844.00	11.28
宁夏	119,976.84	8.66
新疆	375,105.03	7.86
平均	5,275,257.53	12.04

资料来源: 浙商证券研究所

西部十省市 09 年产量平均同比增速达 12.04%，超越同期行业产量增速 4.95 个百分点

2、原材料价格波动对盈利能力的影​​响逐步减弱

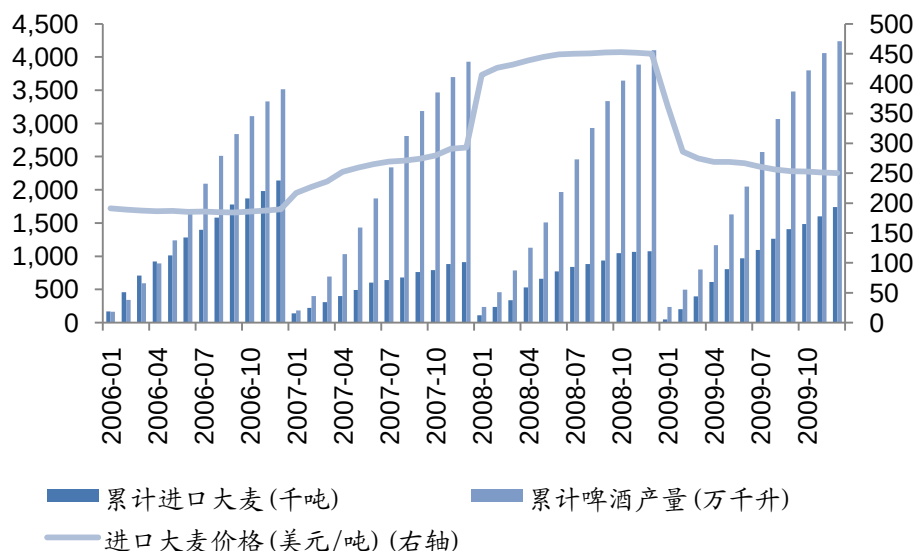
我们认为国内啤酒厂商经过 07-08 大麦疯狂价格的洗礼，企业应对原材料价格，特别是进口大麦价格波动的能力大大增强，成本价格波动已经不再成为影响盈利能力的关键因素，生产能力达 10 万吨以上规模型企业的能够进行内部消化：

1) 啤酒生产在于“三分工艺，七分卫生”，这里并不是说原材料不重要，而是啤酒的工艺相对更重要。一来，07-08 年进口大麦价格疯涨，啤酒厂商改用国产大麦作为啤酒主料，目前我国西部产区的大麦与进口大麦的差距越来越小，未来采用国产大麦是一种趋势；其次，啤酒工艺不断提高，适当调整也可以弥补国产大麦的缺陷。





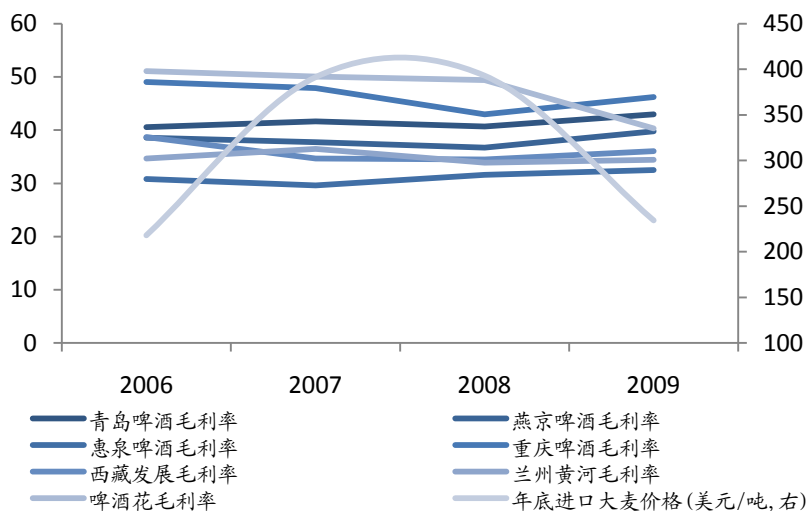
图表 11: 2006-2009 进口大麦与国内啤酒产量对比



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究

从上图可以看出 07—08 年间进口大麦数量急剧减少, 但啤酒产量几乎没有影响。

图表 12: 2006-2009 进口大麦与啤酒上市公司毛利率变化比较



资料来源: 国家统计局 浙商证券研究

从上图可以看出, 啤酒上市公司综合毛利率受进口大麦价格影响甚微。

2) 规模企业大多在年底前基本完成次年的大麦采购工作, 对生产需要的进口大麦原料, 啤酒厂商可以打好提前量, 通过签订购货合同、分批购买、调整产品容量等多种途径应对涨价。进口大麦一般是中高档酒的原料, 成本传导能力也较低档酒强。

3) 啤酒辅料大米的涨价是啤酒厂商普遍选用玉米淀粉替代生产的原因之一。

3、整合是行业的必由之路, 进程或分两步走

在产品同质化严重和市场竞争激烈的情况下, 地方小企业被收编或挤垮, 大企业也有继续做大做强的要求, 整合成为行业的必由之路。





从成熟市场来看，啤酒行业格局主要呈现两种模式，一种是德国模式。啤酒行业很分散，没有超大型的啤酒企业，几乎都是家族式的，各自保留原有的特色和风味；另一种是美、日模式，啤酒行业高度集中，市场份额集中在几家大型啤酒厂商手中，目前美国和日本 CR3 的市场份额分别达到 80% 和 94%

表格 15：海外市场啤酒行业集中度

国家	主要生产企业	市场份额	合计
美国	Anheuser-Busch	50%	80%
	Miler	19%	
	Coors	11%	
日本	Asahi	47%	94%
	Kirin	34%	
	Sapporo	13%	
比利时	Interbrew	53%	75%
	Alken-Maes	14%	
	Plam	8%	
韩国	Hite	58%	98%
	Oriental	40%	
挪威	Ringnes	58%	84%
	Hansa borg	26%	

资料来源：浙商证券研究所

由于我国特有的市场结构特点，我们认为中国的啤酒业发展并不会简单的重复成熟市场现有的模式，未来可能会分两步走：首先是大品牌在中高档啤酒上的全国性垄断和地方强势品牌在中低端啤酒上的区域性垄断并存，僵持后经过再度竞争逐渐过度到行业进程第二步：少数几家全国性寡头垄断的大啤酒商和为数不少的生产特色啤酒的小啤酒商相结合的格局，其中外资啤酒厂商参与整个进程。

对未来行业格局第一步的判断我们主要依据：

1) **目前行业格局已初现雏形，龙头企业扩张进程将放缓。**经过多年的“圈地”，我国三大龙头企业已经形成了各自品牌的强势地区，行业格局已显雏形，这些地区成为他们的利润中心，然而要继续扩张却面临几大困难：第一，业内收购价格越来越高。2002 年英博只用 1.6 亿元就收购珠江啤酒 24% 的股权；到了 2006 年，英博花了 1.25 亿只购得了 1.31% 的股份，而日前嘉士伯花了 24 亿元收购重庆啤酒 12.25% 的股权，达到 40.22/股，静态市盈率达百倍。第二，并购是把双刃剑。目前啤酒厂商并购大多看重目标企业的渠道资源，但如果并购以后没有在品牌，文化，生产等方面做有效的融合，标的企业反而会成为负担，因此龙头企业需要时间来消化前期的大量并购，将经营理顺；第三，新建产能负担加重。我国人均消费趋向饱和，品牌优势区域产能过剩，在非优势区域新建又缺乏渠道支持，新建产能回收期拉长，负担加重。





表格 16: 上市啤酒公司品牌强势区域

上市企业	强势地区
青岛	山东、陕西、深圳以及各省省会城市
雪花	辽宁、四川、安徽、湖北、江苏等
燕京	北京、河北、广西、福建、内蒙古等
惠泉	福建、江西等
啤酒花	新疆
兰州黄河	甘肃
西藏发展	西藏

资料来源: 浙商证券研究所

2) **地方强势品牌易守难攻。**地方强势品牌在长期激烈的竞争中培育了顽强的生命力, 地方品牌在当地有着较高的消费者忠诚度, 强大的渠道和终端掌控力, 以及外来资本的协助 (表格 10), 易守难攻。从近几年的市场情况来看, 龙头企业的进攻往往侵蚀了同一阵营中的同档次品牌的份额, 对地方强势品牌影响较小。

3) **与地方政府过往密切, 改变需要时间。**区域垄断品牌往往都是当地利税大户, 解决就业, 关系民生, 是企业典范, 与当地政府有着千丝万缕的联系和利益纠葛, 现实情况中单纯的依靠市场化竞争手段收效缓慢。

待全国和地方品牌修养生息后, 行业硝烟再起, 迈向整合第二步:

1) **啤酒的同质性和规模效应决定了行业会走入寡头垄断。**第二阶段的形成也依托于第一阶段龙头企业在各自优势区域上的资本积累, 为跨入第二阶段的正面拼杀做准备。

2) **我国啤酒是全球化竞争, 外资具有整合推动作用。**如果说第一阶段格局的形成或多或少的有外资赞助地方品牌的成份, 那么参与整合的外资就一定会推动进入第二阶段, 或者直接站到台前成为主角, 获取更高额利润, 目前我国参股外资几乎都来自啤酒寡头垄断的国家。

3) **随着消费升级和消费需求多元化, 很多小啤酒厂会生产满足特定消费群体的特色啤酒。**如健康啤酒 (低醇啤酒、无嘌呤啤酒)、果味啤酒 (菠萝啤酒、苹果啤酒), 目前这些特色啤酒已存在部分消费群, 这些厂商规模不大, 未来将独立存在。这里并不是说大厂商不能生产, 是因为品种繁多、消费量小, 大啤酒商生产不经济。

进入整合第二步需要多少时间, 量化较难, 这需要考量消费者、企业管理者、执政者观念的转变、宏观环境的改变以及资本配合等多种因素, 但是我们判断这段时间并不短暂。

4、优势地区产品结构升级, 利润空间逐步打开

从行业进程两步走的脉络出发, 企业进入整合第一步, 企业不再是单纯的做大, 做强开始成为新的指导思想, 企业要培养自己的造血功能, 为跨入第二阶段的拼杀做准备, 行业集中度进程相应放缓, 利润空间会逐步打开。我们认为在现有的竞争格局下, 啤酒像白酒一样产品直接提价的可能性较小, 更多的企业可能采取产品结构升级的方式, 加大中高档啤酒销售比重或者不断地推出新品和新包装提高均酒销售价格。产品升级的看点在于各自品牌的强势区域, 成熟市场是产品升级的基础。





这里值得一提的是，09 年 11 月蓝带啤酒在中国推出首款橡木桶啤酒——“蓝带 1844”，该啤酒 720 毫升 / 瓶的规格售价 300 元。我们认为这款啤酒的推出，意义大于事件本身。一直以来，啤酒给消费者就是快销品、低档品的感觉，价格天花板已然形成，蓝带 1844 的诞生引入了啤酒高端化的概念，捅破了原有的价格天花板，打开了新的价格和价值空间，带给全行业的影响是积极的。

5、资本对啤酒厂商的发展举足轻重

啤酒是资本需求很明显的行业，现在也没有谁会怀疑这一点，特别是英博 520 亿美元收购安海斯-布希公司后，资本已经深刻地影响着中国啤酒行业的发展，资本推动行业整合。

在资本来源两种方式中，一种是内生性的通过企业盈利获取资本，另一种外延式的通过外部融资获取资本。单纯的依靠第一种方式的企业在行业整合中将非常被动，我们判断未来独立的单一品牌将很难生存。

五、投资建议

行业整合进程成为投资啤酒行业的主线，以此为脉络，我们认为啤酒行业阶段性底部已初步探明，第一层级的利润空间将打开。公司战略方向，优势区域的品牌运作，以及资本支持成为下阶段选择啤酒公司的关键因素，行业投资建议：买入





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层





邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

