

增 持 维持

食品饮料—啤酒制造

2010 年 9 月 28 日

聚焦中高端，品牌概念向上延伸

7-8 月份啤酒产销量延续回暖，主流企业不断开发中高档产品

食品饮料行业分析师：赵勇
SAC 执业证书编号：S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
021-23219460

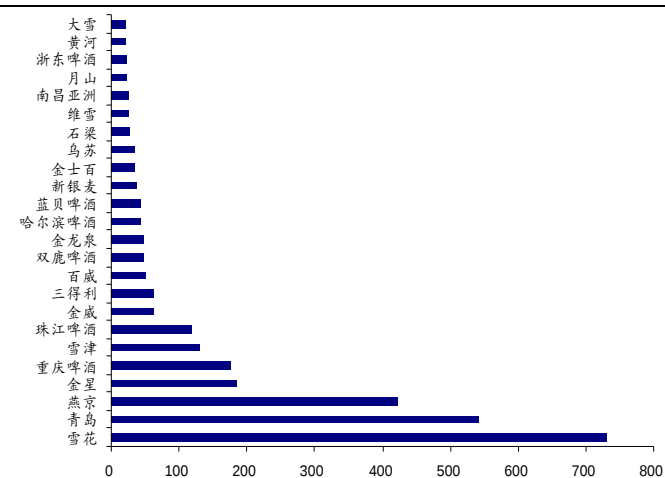
三季度啤酒行业产销量延续回暖，华东沿海地区恢复性增长，内地中部地区销量下滑：2010 年 7 月、8 月啤酒行业单月产销量分别增长 7.5% 和 11.5%。2010 年 1-8 月份累计产销量增长约 4.2%，略高于 1-6 月份 3.3% 的增长速度。我们观察到 7-8 月份产销量增长最快的地区主要是江西、河北、新疆、浙江、江苏、广东等地，基本达到 25% 以上，而湖北产销量出现大幅下滑 35% 的水平，海南和四川地区也出现负增长。

产品结构正由扁平金字塔型逐步向纺锤型结构过渡：正如我们在以前的深度报告中指出，我们预计啤酒行业总的产销量增速将会逐年放缓，主要在于 70%-80% 的啤酒产销量均是中低档啤酒，据资料记载，2008 年全国范围能纳入到 3000 元/吨的啤酒产量占总产量的比重接近 15% 左右，可见中国啤酒产销量中绝大部分还是中低档啤酒，终端零售价估计在 3 元以下。

但从微观的角度来看，我们观察到终端零售价在 3-5 元、5-8 元、甚至 10 元以上的啤酒产品增长速度仍旧很快，近几年，百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛主品牌等中高档啤酒产品增长速度仍能保持在 20% 以上的水平，相比中低档啤酒增速的放缓，甚至是负增长，我们初步判断啤酒行业的产品结构正由扁平的金字塔型逐步向纺锤型结构过渡。按照成熟市场的经验，良性的市场结构应趋于纺锤型，例如美国，高价啤酒和中价啤酒产品销量差距非常小，但二者销量占据主流，而超高端和超低端产品销量份额较小。

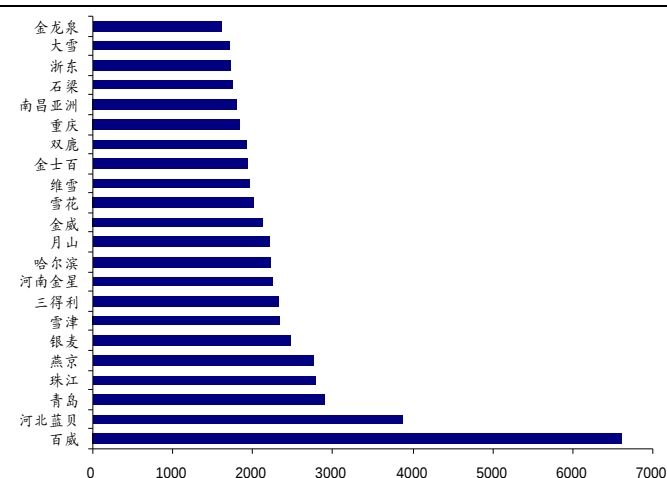
生产销售中低档啤酒的工厂将被进一步整合：当其赖以生存的中低档啤酒市场日益萎缩的时候，一些地产啤酒厂商将逐步停止增长，并将会被那些具有资金、渠道、品牌优势的龙头厂商兼并。而行业领头羊的竞争策略将引领整个行业的发展。2008 年啤酒产销量超过 20 万千升的啤酒工厂大约 24 家左右，2010 年已有河南月山、维雪等啤酒工厂被行业龙头公司购买，另外，重庆啤酒、乌苏啤酒和黄河啤酒正被嘉士伯整合，雪津、双鹿、金龙泉、哈尔滨、浙东和石梁等也都在百威英博旗下，大连大雪啤酒在麒麟公司参股后获得迅速发展。我们可以看到产销量超过 20 万千升的啤酒工厂所剩无几，未来爆发行业前 10 的整合概率加大。

图 1 2008 年产销量在 20 万千升以上的啤酒厂商



资料来源：海通证券研究所，国家统计局

图 2 2008 年主要啤酒厂商的吨酒价格



资料来源：海通证券研究所，国家统计局

聚焦中高端，品牌概念向上延伸：上世纪 90 年代，啤酒行业与大多数其他行业类似，沉浸在价格战之中，龙头公司的吨酒收入和吨酒利润呈现出下滑的局面，但经过 90 年代末期，尤其是本世纪初的大规模整合之后，龙头公司的吨酒收入和利润开始出现恢复性提高，主要在于 1) 小瓶换大瓶，低浓度换高浓度；2) 中高价位啤酒产品增速明显提高所致。真正意义上的提价或产品概念提升并没有成为吨酒价格提升的主要影响。而上述结构调整的影响毕竟还是有一定限度，主要在于在中国超高端主流啤酒的终端零售价毕竟还不是很高。中高档啤酒市场容量的多少还取决于龙头公司或具有创新能力的公司在中高档啤酒品牌上的运作能力和运作成效。

最近几年中高档啤酒品牌不断推陈出新：例如 1) 2004 年华润雪花推出“雪花啤酒勇闯天涯”，在 2009 年又推出“雪花纯生”系列；2) 2010 年河北蓝带集团隆重推出中国首款橡木桶酿制的“蓝带 1844”啤酒（终端零售价 300 元/750ml）；3) 青岛啤酒于 2009 年低调推出啤酒中的奢侈品奥古特，然后于 2010 年高调推出“逸品纯生”超高端啤酒，还于 2010 年 8 月在局部地区推出了“山水纯生”系列，无论是其主品牌还是次品牌，我们估计青岛啤酒巩固中高档啤酒市场的基本思路仍将延续，未来几年或将强化。

表 1 啤酒行业新产品开发不断推陈出新并向中高档产品推进

品牌	推出时间	零售价（元/瓶）	主销渠道	主要竞品
雪花·纯生	2009	5-6	餐饮、商超等	青啤、燕京、哈尔滨啤酒等
青岛·奥古特	2009	9-10	商超等	百威、嘉士伯、喜力等
蓝带·1844	2010	289-300	高档餐饮	其他酒精类饮料替代品
青岛·逸品纯生	2010	18-20	高档餐饮	喜力等
山水·纯生	2010	5-6	餐饮、商超等	雪花、燕京等

资料来源：海通证券研究所,WIND

主要公司点评：

1) 青岛啤酒：上半年公司啤酒总销量增长 2.9%，主品牌增长 15%，但 7-8 月份总销量增长已恢复到 7% 的水平，主品牌增速恢复到 22% 的水平。未来几年公司主品牌快速增长，主品牌内部结构调整仍将加剧（纯生、小瓶装、易拉罐装高毛利产品快速增长），此次，公司高调推出超高档产品“逸品纯生”定位 AB 类高档餐饮直接与外资啤酒品牌展开竞争。我们估计未来几年青岛啤酒“量价齐升”的格局仍将延续，预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 1.2 元、1.59 元，维持“买入”评级。

2) 燕京啤酒：上半年公司啤酒总销量增长 5.9%，其中漓泉和雪鹿增速仍旧很快，公司还有新开发市场如江西、广东等地均出现良性增长。年底公司可转债即将发行，对未来进一步扩张提供资金支持，公司近期也在陆续剥离副业，收购啤酒主业，为今后可持续增长做好准备。预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.65 元、0.85 元，维持“买入”评级。

3) 惠泉啤酒：上半年公司啤酒总销量下降 22%，但销量下降的局面在 7-8 月份正在好转。上半年的下滑主要在于公司年初调整销售模式，将以往不成体系的大客户制逐步调整为大客户+深度分销的模式。公司直控终端的销售模式长期内可保证其免受竞争对手抢占份额的风险，同时也有利于公司收回部分渠道利润，但渠道改革在短期内可能会影响部分经销商的积极性，导致终端铺货力度减弱，我们估计这个局面可能将在明年有所改善。预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.27 元和 0.3 元，考虑到公司正在进行积极的销售模式和体制改革，我们仍旧给予“增持”评级。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：古井贡酒、五粮液、贵州茅台、水井坊、洋河股份、山西汾酒、泸州老窖、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山、保龄宝

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。