

## 结构升级区域聚焦，中外联合扬帆起航



## 核心观点

- 中外品牌纵横联合，深耕西南区域领先。**重庆啤酒是嘉士伯集团重要成员，13年嘉士伯增持公司股份至60%，成为公司第一大股东。18年重啤实现啤酒收入33.46亿元，销量94.43万千升，位居国内行业第五。从产品看，公司形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的完整矩阵，两大知名本土品牌“重庆”和“山城”主攻省内市场，还引入了嘉士伯集团下的国际品牌面向中高端消费市场。18年吨酒价为3544元/吨，过去五年吨价年均复合增速为5.4%，产品档次领跑行业。从区域看，公司收入来源主要集中在重庆、四川、湖南三地，重庆市场吨价提升明显，四川市场量价齐升、增长迅速，湖南整体表现稳健。从渠道看，公司约70%的收入来自餐饮，未来可能通过经销商和销售团队加强新兴商超渠道的拓展，以期创造新的增长点。
- 结构升级区域聚焦，资产整合期限临近。**从量价看，我们认为公司的增长点分别在于：1)量：核心三省较快的经济增速及餐饮收入增长有望带动中高档产品增长，从而实现市占率进一步提升；2)价：产品结构升级，一方面来自于中高档对于普低档产品替代，另一方面来自产品价格带的跃升。从产能布局看，公司经历行业调整期后，及时优化调整产能布局，大刀阔斧进行关厂减员增效，轻装上阵后生产效率和盈利能力明显提升。从资产整合看，13年嘉士伯要约收购时承诺将在2020年底前将与公司存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重啤，目前已进入窗口期，整合与协同值得期待。
- 毛利率提升费用率下行，盈利能力稳步增强。**受益于结构升级及产品提价，16年以来公司毛利率企稳回升。广告费、市场费用和运费的下降带动销售费用率有所下降，关厂去产增效助力管理费用率持续下降，预计未来资源精准聚焦及费效比提升的趋势仍将延续。我们认为公司聚焦收缩战略成效显著，未来持续向高端化升级及控费能力增强有望带动净利率再创新高。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司2019-2021年每股收益分别为1.03、1.20、1.40元，结合可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为19年50倍市盈率，对应目标价为51.50元，首次给予增持评级。

## 风险提示

- 消费升级不及预期风险、原材料成本大幅上涨风险、省内竞争加剧风险。

## 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,176	3,467	3,686	3,930	4,163
同比增长(%)	-0.6%	9.2%	6.3%	6.6%	5.9%
营业利润(百万元)	334	480	625	727	846
同比增长(%)	79.2%	43.7%	30.1%	16.2%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	329	404	499	580	675
同比增长(%)	82.0%	22.6%	23.5%	16.2%	16.4%
每股收益(元)	0.68	0.84	1.03	1.20	1.40
毛利率(%)	39.3%	39.9%	40.5%	41.7%	43.1%
净利率(%)	10.4%	11.7%	13.5%	14.8%	16.2%
净资产收益率(%)	27.5%	35.0%	41.6%	42.8%	42.3%
市盈率	62.0	50.6	40.9	35.2	30.3
市净率	17.6	17.8	16.3	14.1	11.8

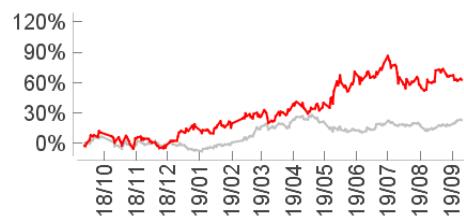
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年09月10日)	42.3元
目标价格	51.50元
52周最高价/最低价	48.45/24.98元
总股本/流通A股(万股)	48,397/48,397
A股市值(百万元)	20,472
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年09月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0	1.29	-4.13	67.99
相对表现	2.74	7.67	13.78	-45.41
沪深300	2.74	8.96	9.65	22.58

——重庆啤酒 ——沪深300



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080001

# 目 录

<b>一、深耕西南区域领先，携手嘉士伯踏上新征程 .....</b>	<b>5</b>
1.1 中外品牌纵横联合，区域龙头扬帆起航 .....	5
1.2 本地+国际组合拳出击，产品吨价领跑行业 .....	6
1.3 深耕三地区域聚焦，渠道销售优化改革 .....	8
1.4 销售团队实力强劲，品牌营销内外兼修 .....	9
<b>二、中高档产品驱动增长，区域收缩效率提升，资产整合期限临近 .....</b>	<b>10</b>
2.1 核心区域消费基础扎实，产品结构持续升级 .....	10
2.2 大刀阔斧产能优化，区域聚焦成效显著 .....	12
2.3 整合步入窗口期，嘉士伯资产注入值得期待 .....	13
<b>三、毛利率企稳回升+费用率下行，盈利能力稳步增强 .....</b>	<b>14</b>
3.1 结构升级+产品提价，毛利率稳步提升 .....	14
3.2 费用管控增强，盈利能力领先 .....	15
<b>四、盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>16</b>
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 投资建议 .....	17
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1：重庆啤酒前十大股东（截至 2019 年 6 月末） .....	6
图表 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系结构 .....	6
图表 3：重庆啤酒产品线 .....	7
图表 4：18 年啤酒行业上市公司产品吨价（元/吨）及近五年吨价复合增速 .....	8
图表 5：公司 15-18 年重点区域收入（亿元）及同比增速 .....	8
图表 6：公司 15-18 年重点区域收入占比 .....	8
图表 7：公司 15-18 年重庆、四川、湖南三地经销商分布（家） .....	9
图表 8：公司 11-18 年销售人员数量（人）及占比 .....	9
图表 9：18 年啤酒上市公司销售人员数量（人）及人均创收（万元/人） .....	9
图表 10：重庆 88 啤酒“醉美湖南”新包装 .....	10
图表 11：19 年乐堡音乐营销新势力 .....	10
图表 12：公司核心区域的 GDP 增速高于全国水平 .....	10
图表 13：公司核心区域的餐饮收入增速高于全国水平 .....	10
图表 14：未来五年重庆市啤酒产量及公司省内市占率测算 .....	11
图表 15：15-18 年重庆啤酒各系列产品销量（千升）及增速 .....	11
图表 16：15-18 年重庆啤酒各系列产品销量占比 .....	11
图表 17：14-18 年公司分档次产品收入（百万元）及增速 .....	12
图表 18：14-18 年公司分档次产品收入占比 .....	12
图表 19：公司近年营收（亿元）及同比增速 .....	12
图表 20：公司近年归母净利润（亿元）及同比增速 .....	12
图表 21：公司近年部分关厂/转让工厂事件总结 .....	13
图表 22：公司近五年接受嘉士伯委托加工量（万千升）及同比增速 .....	13
图表 23：公司近五年接受嘉士伯委托加工额（亿元）及同比增速 .....	13
图表 24：重庆啤酒近十年毛利率、吨酒价、吨成本波动总结 .....	14
图表 25：2018 年重啤毛利率处于行业较高水平 .....	15
图表 26：18 年公司不同价格带产品收入占比及毛利率 .....	15
图表 27：18 年公司销售费用率在行业处于偏低水平 .....	15
图表 28：15-18 年公司销售费用各项目占收入比重 .....	15
图表 29：18 年公司管理费用率在行业处于较低水平 .....	16
图表 30：15-18 年公司管理费用各项目占收入比重 .....	16
图表 31：18 年公司盈利能力领跑行业 .....	16
图表 32：15 年后重啤盈利能力持续改善 .....	16
图表 33：可比公司估值表 .....	18

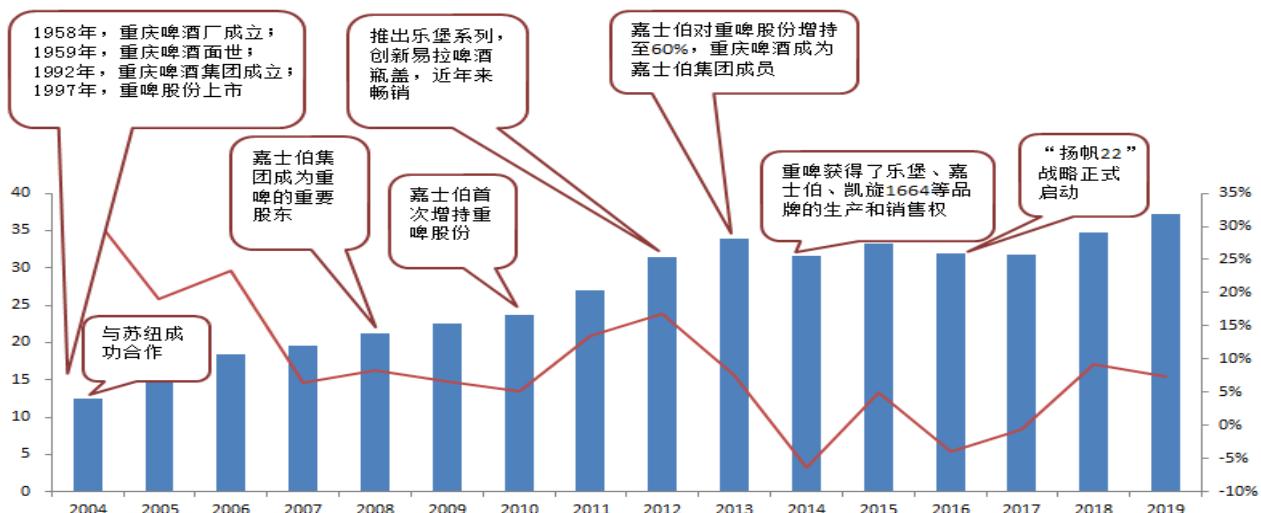
图表 34：玻瓶及麦芽成本变化对公司毛利率及 EPS 影响的敏感性分析 ..... 19

## 一、深耕西南区域领先，携手嘉士伯踏上新征程

### 1.1 中外品牌纵横联合，区域龙头扬帆起航

**嘉士伯集团重要成员，深耕重庆一枝独秀。**重庆啤酒的历史可以追溯到 1958 年建立的重庆啤酒厂，公司 60 多年一直主要从事啤酒产品的制造与销售。1997 年，公司成功登陆上交所上市后，成为西南地区首家啤酒上市公司。2008 年公司首次与全球第三大啤酒商嘉士伯集团进行合作，2013 年嘉士伯增持公司股份至 60%，并成为重啤第一大股东，同时也昭示着公司正式成为嘉士伯集团成员。此外，公司还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 等国际品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的产品矩阵。公司在重庆市场深耕多年，消费者认可度高，品牌粘性大。截至 18 年底，公司共拥有 13 家酒厂和 1 家参股酒厂，分布于重庆、四川和湖南等地，是当之无愧的“区域王”。

图表 1：重庆啤酒发展历史



资料来源：公司官网、公司年报、东方证券研究所

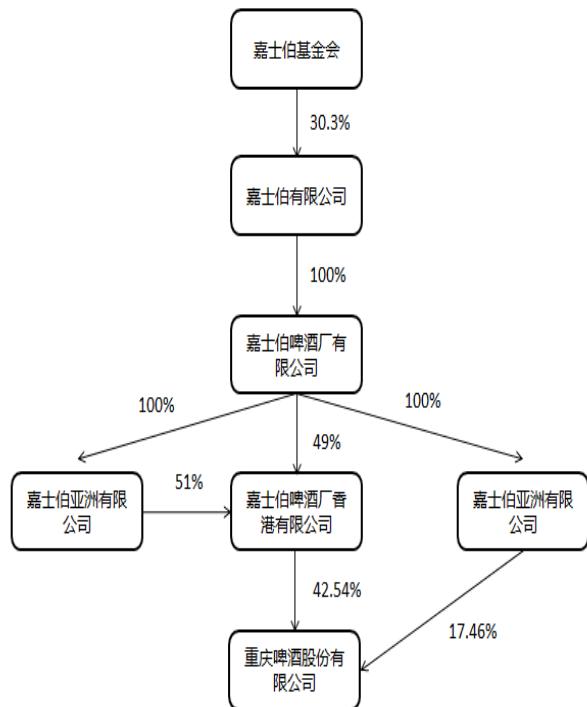
**公司由嘉士伯集团控股，销量及收入位居行业第五。**公司原控股股东为重庆啤酒集团，受重庆市国资委管辖。2009-2013 年间，嘉士伯集团经过多次增持，成为公司控股股东。截止 2019 年 3 月底，嘉士伯基金会通过嘉士伯啤酒厂香港公司、嘉士伯重庆公司分别持有重啤 42.54% 和 17.46% 的股份，合计持股占比 60%。公司 2018 年啤酒收入 33.46 亿元，销量 94.43 万千升，位居啤酒行业第五，仅次于华润、青啤、百威中国和燕京。

图表 1：重庆啤酒前十大股东（截至 2019 年 6 月末）

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股 本比例 (%)
1	嘉士伯啤酒厂香港有限公司	205,882,718	42.54
2	CARLSBERG CHONGQING LIMITED	84,500,000	17.46
3	铭基国际投资公司	19,996,770	4.13
4	高观投资有限公司-客户资金	19,311,308	3.99
5	中央汇金资产管理有限责任公司	11,461,700	2.37
6	全国社保基金一一五组合	9,660,000	2.00
7	中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	5,600,000	1.16
8	招商银行股份有限公司-东方红睿泽三年定期开放灵活配置混合型证券投资基金	4,540,232	0.94
9	中国国际金融香港资产管理有限公司-客户资金	4,354,573	0.90
10	基本养老保险基金八零五组合	3,990,000	0.82
合计		369,297,301	76.31

资料来源：公司 2019 年中报，东方证券研究所

图表 2：公司与实际控制人之间的产权及控制关系结构



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**“扬帆 22”踏上新征程，重啤启航在路上。**公司于 2016 年正式启动“扬帆 22”战略，该战略面向 2022 年，以运费后毛利率、息税前利润和市场份额为关键考核指标，旨在巩固核心区域市场的竞争地位、提升盈利创造价值。在“扬帆 22”的指引下，公司稳步推进关厂减员增效等举措，持续清理落后及亏损产能，提升资源使用效率和产能利用率。过去几年效果已逐渐体现，公司吨酒价及净资产收益率持续提升，未来的改善仍然值得期待。

## 1.2 本地+国际组合拳出击，产品吨价领跑行业

**“本地强势品牌+国际高端品牌”，产品线丰富组合拳出击。**公司原有的两大知名本土品牌“重庆”和“山城”定位中低端，卡位 3 元-6 元价格带；此外，公司积极引入了嘉士伯集团下的国际品牌乐堡、嘉士伯、凯旋 1664、Somersby 及怡乐仙地等，定价在 6 元以上，面向中高端消费市场。公司产品线种类丰富、价格带覆盖完整，多系列共同发展。我们认为本土品牌的优势主要在于省内认可度高、具有扎实的消费者基础和市场粘性，国际品牌则有助于引领消费升级需求，在从本土品牌向国际品牌的切换过程中，产品可实现价格带的跃升和附加值的提升。

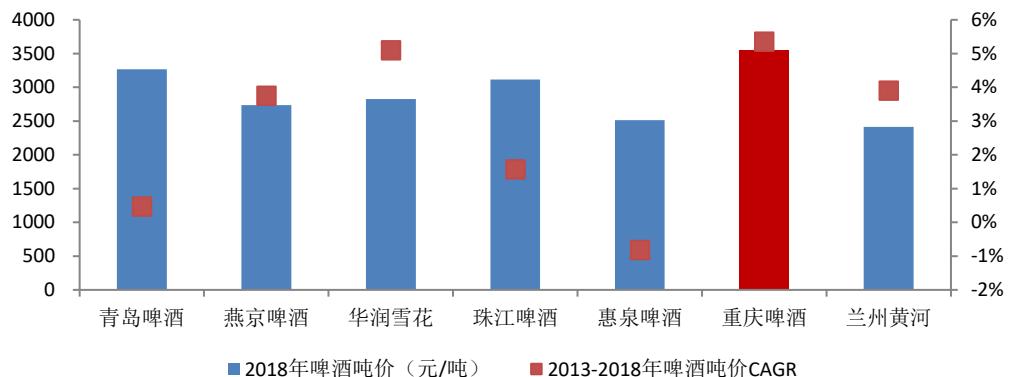
图表 3：重庆啤酒产品线

产品系列	产品名称及配图				价格带	趋势		
其他品类					15 元以上	单价高、销量少，代表了未来升级的趋势		
凯旋 1664					15 元以上			
嘉士伯					8-12 元			
乐堡					8 元	腰部产品，销量主力军，系列内部向纯生等升级		
重庆							4-8 元	
山城							3-6 元	削减山城产线，占比不断下降

资料来源：公司官网、天猫、一号店、东方证券研究所

**高端化成效显著，吨价及改善幅度领跑行业。**我们对 A、H 股啤酒上市公司披露的年报数据进行计算，18 年重庆啤酒吨酒价为 3544 元/吨，位居 7 家公司中的第一（受制于数据可得性，我们未考虑百威），比第二名青岛啤酒高出 8.5%。13 年—18 年间重啤吨价的年均复合增速为 5.4%，也居于榜首。我们认为公司削减低端产线、聚焦结构升级收效明显，有利于产品均价和盈利能力的提升。

图表 4：18 年啤酒行业上市公司产品吨价（元/吨）及近五年吨价复合增速

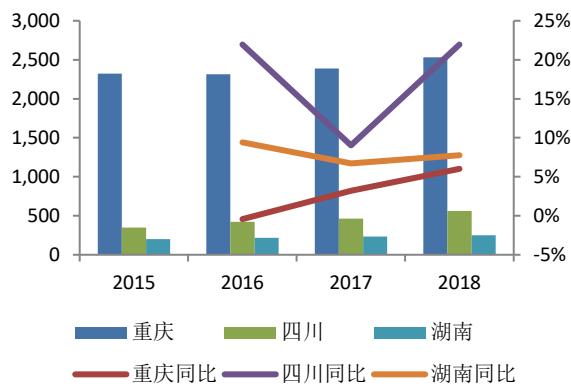


资料来源：公司年报、东方证券研究所

### 1.3 深耕三地区域聚焦，渠道销售优化改革

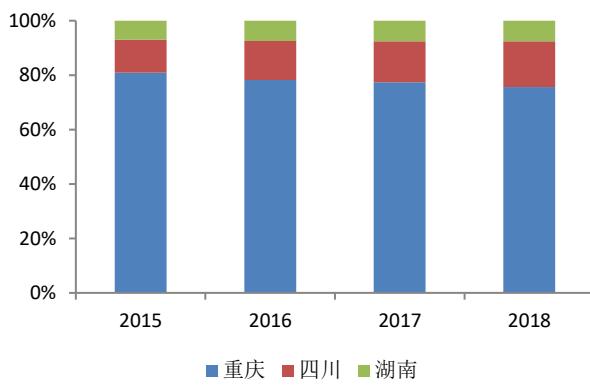
深耕渝川湘三地市场，聚焦区域稳扎稳打。公司 2014 年开始逐步推进关厂去产，目前产品销售和收入来源主要集中在重庆、四川、湖南三地，其中重庆收入占比最高，近四年约为 75%–80%，四川占比 12%–17%，湖南占比 7%–8%。细分来看，重庆市场由于基数较大，增速偏慢，产品均价提升明显，近三年收入保持中低个位数增长；四川市场量价齐升，增长迅速，15–18 年收入 CAGR 达到 17%；湖南市场体量不大，整体表现较为稳健，增速维持在高个位数。我们预计公司短期内的战略仍将以夯实三大区域的市场基础为主，竭力深耕渠道、提升渗透率和市占率；长期看考虑到嘉士伯资产注入预期，不排除异地整合发展的可能。

图表 5：公司 15-18 年重点区域收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 6：公司 15-18 年重点区域收入占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**加强与成熟经销商合作，升级优化渠道布局。**在经销模式下，公司综合考虑经销商的渠道资源、运作经验、资金实力等因素，精选客户择优合作。2018 年底公司在全国共计有 835 家经销商，其中重庆、四川、湖南分别为 379 家、297 家和 159 家。具体而言，15–18 年间重庆地区经销商数量合计增长 21%，同期公司对四川和湖南的经销商网络不断梳理优化，18 年四川省经销商数量已降至 15、16 年的 50% 不到，目前湖南经销商数量较前期也有所下降。我们认为优化升级后的经销商团队实力更强，有利于公司开拓渠道、完善营销网络，成熟经销商有望成为公司成长的中坚力量。从渠道分布看，公司约 70% 的收入来自餐饮渠道，而公司在重庆市场餐饮渠道的市占率已达到很高

水平，提升空间较为有限，因此未来可能通过经销商和销售团队加强新兴商超渠道的拓展，以期创造新的增长点。

图表 7：公司 15-18 年重庆、四川、湖南三地经销商分布（家）

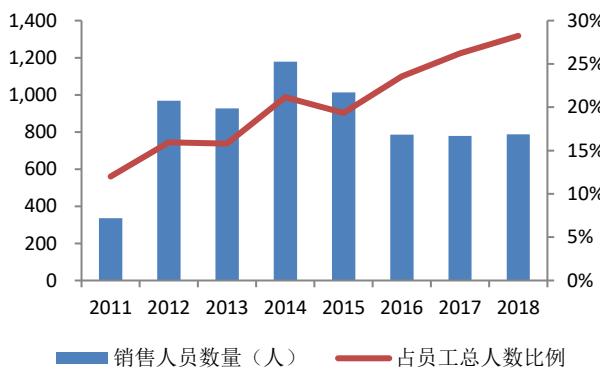


资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 1.4 销售团队实力强劲，品牌营销内外兼修

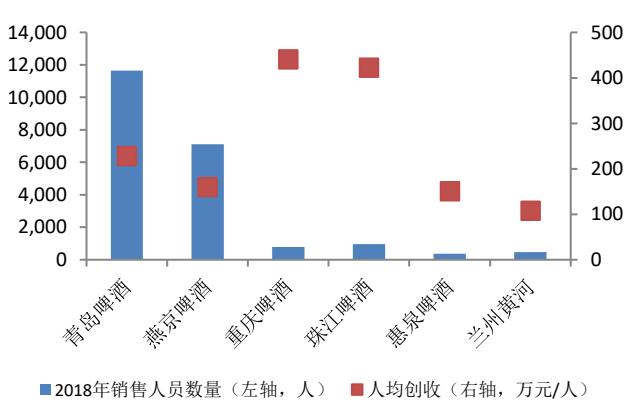
**加强营销团队建设，人均创收领先行业。**2011-2018 年间，公司销售人员数量从 336 人增加到 787 人，占总职工比例从 12% 稳步提升至 28%。我们用“营业总收入/销售人员数量”这一指标衡量公司的人均创收水平，18 年重啤单个销售人员年创收为 440.6 万元，高居行业之首，体现出较高的营销效率和优秀的团队实力。我们认为在高端化趋势下，公司未来仍将进一歩优化销售队伍，以期和经销商发挥协同效应。

图表 8：公司 11-18 年销售人员数量（人）及占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 9：18 年啤酒上市公司销售人员数量（人）及人均创收（万元/人）



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**营销年轻化、本土化，弘扬品牌内涵。**公司的产品营销结合了本土化与现代流行元素，如重庆 88 系列在湖南地区更换酒瓶包装，“醉美湖南”新包装印有张家界、岳麓书院、凤凰古城等当地风景名胜，本土化营销定位别具一格；乐堡啤酒主要通过与音乐的结合打造年轻化与高端化的形象，致力成为代表年轻一代的活力品牌，先后邀请李宇春、黄子韬担任代言人，19 年与刘宪华以及来自

英国剑桥的电子乐队 Clean Bandit 联袂打造全新音乐，开启第三年乐堡开躁全球音乐计划，音乐+啤酒的理念深入人心。

图表 10：重庆 88 啤酒“醉美湖南”新包装



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图表 11：19 年乐堡音乐营销新势力



资料来源：公司官网、东方证券研究所

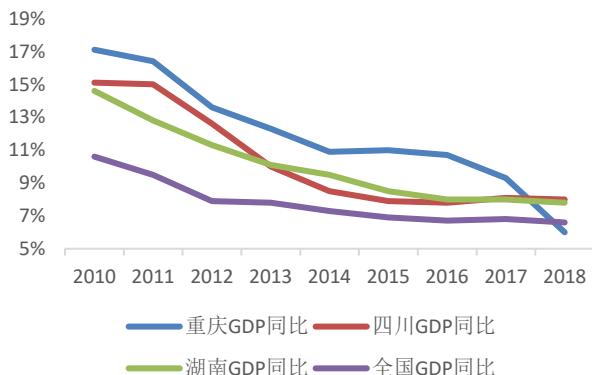
## 二、中高档产品驱动增长，区域收缩效率提升，资产整合期限临近

### 2.1 核心区域消费基础扎实，产品结构持续升级

从量价角度看，我们认为公司的增长点分别在于：1) 量：核心区域较快的经济增速及餐饮收入增长，有望带动中高档产品增长，从而实现市占率进一步提升；2) 价：产品结构升级，一方面来自于中高档对于普低档产品替代，另一方面来自中高档品类价格带的跃升。

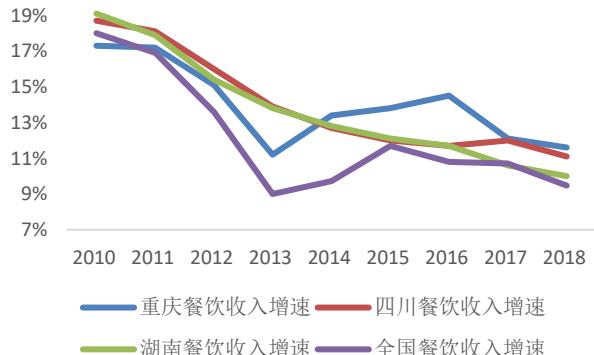
重庆、四川、湖南三地经济及餐饮保持较快增长，助力产品销售。由于宏观经济增速及餐饮收入增速对啤酒的销量有一定影响，从市场的消费基础看，除 18 年重庆 GDP 增速偏低外，其余年份重庆、四川、湖南三地的 GDP 增速均持续高于全国平均水平，三省的餐饮增速也基本高于全国平均水平。我们认为：1) 较快的经济增长有利于带动公司中高档产品的销售；2) 啤酒主要销售渠道为餐饮，三地繁荣的餐饮文化有助于销量的提升。

图表 12：公司核心区域的 GDP 增速高于全国水平



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 13：公司核心区域的餐饮收入增速高于全国水平

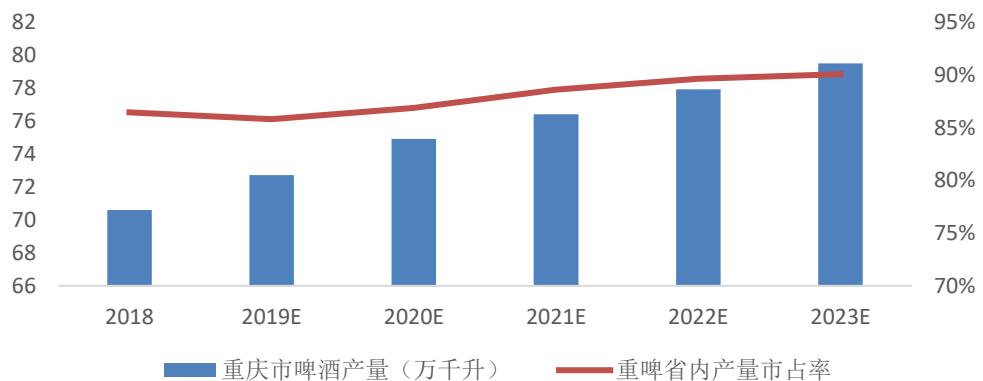


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

由于重庆是公司最核心的区域市场，我们大致测算重啤未来五年可达到的省内市占率。根据国家统计局数据，18 年重庆市啤酒产量为 70.61 万千升，重啤省内销量为 70.71 万千升，按照产销率算，省内产量为 61.04 万千升，对应省内市占率为 86.45%。我们假设未来 5 年重庆市啤酒行业产量增速为 2%-3%，据此计算至 2023 年公司的省内市占率将超过 90%。

图表 14：未来五年重庆市啤酒产量及公司省内市占率测算

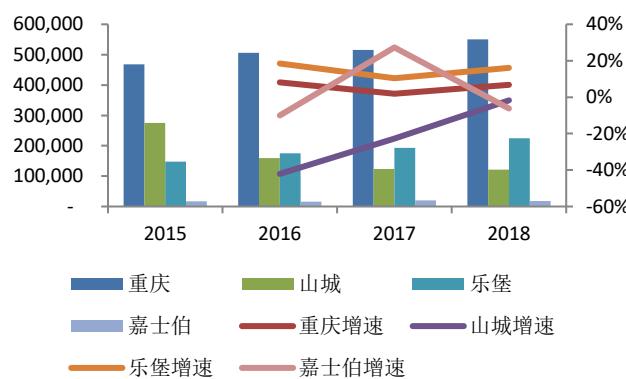


资料来源：国家统计局、东方证券财务模型、东方证券研究所

**逐步弱化低端山城，发力腰部加码中高端。**随着公司削减较为低端的山城系列 SKU，发力腰部的重庆、乐堡系列，近五年中高端产品占比持续提升，产品结构已明显改善。

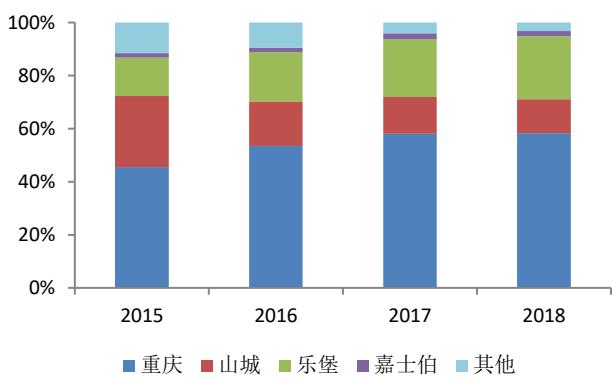
- 分产品系列看，15-18 年间山城销量逐年下滑，已从 27.5 万千升降低至 12.1 万千升，占比从 26.8% 下降至 12.8%；同期重庆和乐堡系列保持了较快的增长，重庆系列销量占比从 45.6% 提升至 52.3%，乐堡占比从 14.4% 提升至 23.8%。此外，嘉士伯销量和占比也均略有提升。

图表 15：15-18 年重庆啤酒各系列产品销量（千升）及增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

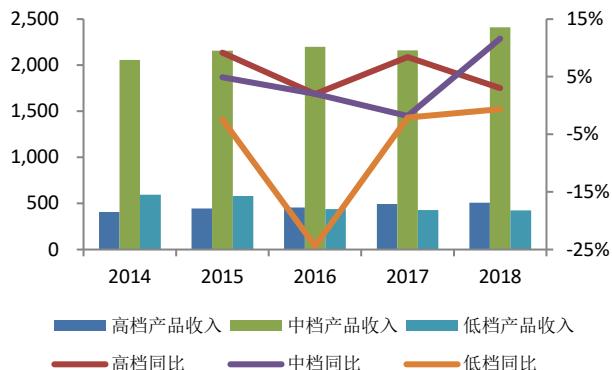
图表 16：15-18 年重庆啤酒各系列产品销量占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

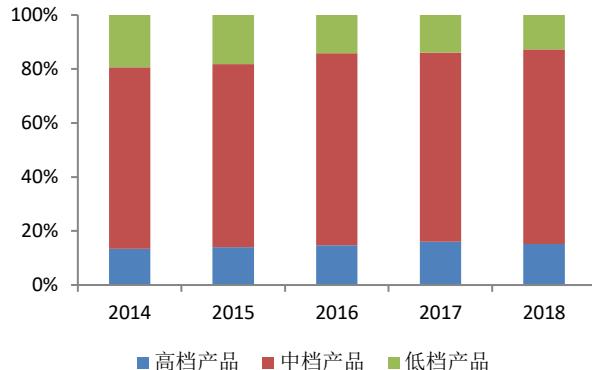
- 分产品档次看，公司按照终端价将产品分为三个档次：高档（8 元以上），中档（4-8 元），和低档（4 元以下）。14-18 年间，公司高、中、低档产品收入 CAGR 分别为 5.6%、4.1%、-8.0%，同期高档产品收入占比从 13.4% 提升至 15.2%，中档腰部产品占比从 67.2% 提升至 72.1%，低档产品占比则逐年降低。

图表 17：14-18 年公司分档次产品收入（百万元）及增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 18：14-18 年公司分档次产品收入占比



资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 2.2 大刀阔斧产能优化，区域聚焦成效显著

**行业调整期压力凸显，变革迫在眉睫。**纵观近十年公司成长历史，13 年以前公司收入基本保持中高个位数甚至双位数以上增长，14 年随着啤酒行业产量步入下行通道，公司销售压力逐渐凸显，产能利用率受到制约。当年公司营业总收入同比下滑 6.44% 达 31.69 亿元，归母净利润同比下降 53.74% 至 0.73 亿元。我们认为期间公司收入及利润表现不佳的原因除行业因素外，也与公司区域布局及资源分配不合理、设备老旧生产效率不高等原因有关，公司急需转型和改革。

图表 19：公司近年营收（亿元）及同比增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 20：公司近年归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**优化调整产能布局，关厂+区域聚焦当机立断。**在行业产销下滑及公司生产运营受阻的双重压力下，公司及时做出调整，关停落后工厂、优化区域布局、裁减冗余人员，竭力提升生产效率及盈利能力，在啤酒上市公司中率先启动产能优化方案。根据公司年报及公告披露，公司于 14 年 5 月关闭綦江工厂，15 年又陆续关停柳州、九华山、永川三家工厂，16 年关厂持续进行，黔江、六盘水、亳州、大梁山四家工厂停止运作。此外，公司于 18 年 12 月将湖南常德酒厂产能并入附近的澧县酒厂，进一步优化了湖南区域的供应链。15 年以前，公司在西南（重庆、四川）、华东（江苏、浙江、安徽等）、华中（湖南等）、西北（陕西等）区域均有销售，通过近年的关厂增效措施，公司的区域已收缩聚焦至前述的重庆、四川、湖南三地。我们认为区域聚焦有助于：1) 提升整体生产经营效

率，提高产能利用率；2) 聚焦相对强势区域，结构升级更加顺畅，带动利润率改善；3) 降低运费，减少资本开支，优化现金流表现。

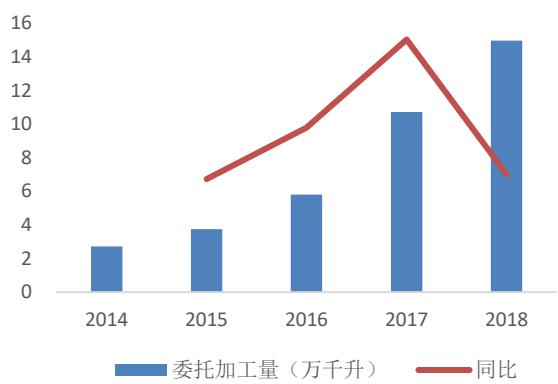
图表 21：公司近年部分关厂/转让工厂事件总结

关闭/转让工厂	所在省市	关厂时间
重庆嘉酿啤酒有限公司綦江啤酒分公司	重庆	2014 年 5 月
柳州山城啤酒有限责任公司	广西	2015 年 4 月
重庆啤酒安徽九华山有限公司	安徽	2015 年 10 月
重庆啤酒股份有限公司永川分公司	重庆	2015 年 11 月
重庆啤酒股份有限公司黔江分公司	重庆	2016 年 1 月
重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	贵州	2016 年 2 月
重庆啤酒安徽亳州有限责任公司	安徽	2016 年 5 月
重庆啤酒宁波大梁山有限公司	浙江	2016 年 7 月
湖南重庆啤酒国人有限责任公司常德酒厂	湖南	2018 年 12 月

资料来源：公司年报、公司关厂公告、东方证券研究所

**委托加工提升产能利用率，摊薄固定成本，帮助提升生产效率。**除公司自身的优化革新外，嘉士伯也与公司签订了委托加工协议，重啤代为加工生产嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等多款核心产品。根据协商的定价原则，委托加工的对价按照加工成本(含生产成本、销售税金及附加、财务费用、搬运费等)加合理利润计算，且重啤不负责后续销售。委托加工业务的毛利率和费用率均较低，虽然降低了公司的整体销售毛利率，但有助于丰富公司产品线、充分利用现有产能、降低单位固定成本。

图表 22：公司近五年接受嘉士伯委托加工量（万千升）及同比增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 23：公司近五年接受嘉士伯委托加工额（亿元）及同比增速



资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 2.3 整合步入窗口期，嘉士伯资产注入值得期待

1995 年嘉士伯收购惠州酒厂，正式进军中国市场，迄今已在国内市场运作 24 年，成为国内第五大啤酒厂商，且在西南、西北地区优势明显。13 年嘉士伯要约收购重庆啤酒时，根据《要约收购公告书》承诺，为避免潜在同业竞争问题，在要约收购完成的 4-7 年内，将按照符合国际惯例的合理

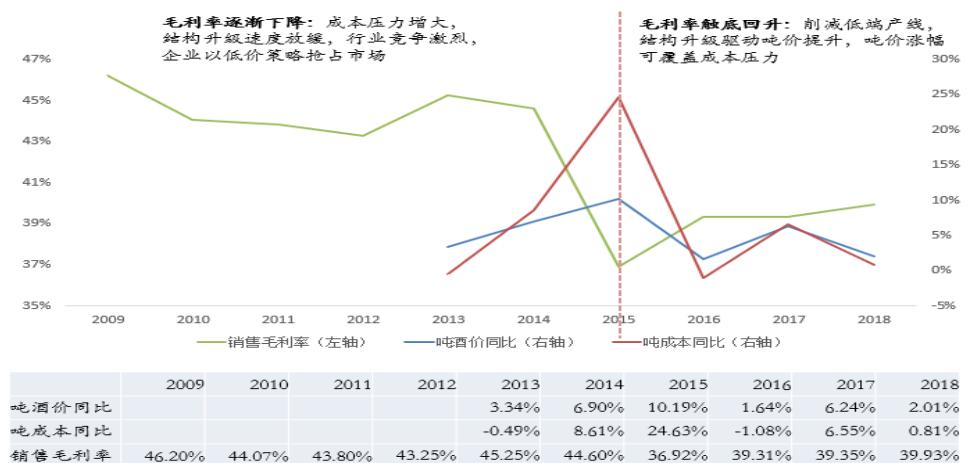
估值水平，将与重啤存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重啤。按照承诺的时间推算，该项交易最晚应于 2020 年完成交易。嘉士伯国内啤酒资产主要分布于中西部地区，包括云南、西藏、甘肃、青海、新疆、宁夏等地区。虽然目前无法准确预测嘉士伯体外资产规模，但我们预计整合完成后将有利于公司省外区域的延伸扩张，有望进一步发挥协同效应。

### 三、毛利率企稳回升+费用率下行，盈利能力稳步增强

#### 3.1 结构升级+产品提价，毛利率稳步提升

受益于结构升级及提价，16 年以来公司毛利率企稳回升。近 10 年公司的毛利率变动大致可以分为两个阶段：1) 09-15 年，公司毛利率整体处于下降阶段。期间成本压力增加，行业竞争加剧，企业以低价产品抢占市场、跑马圈地，产品结构升级不明显，因此毛利率整体震荡下行。2009 年公司毛利率为 46.2%，处于历史较高水平，到 2015 年时已回落至 36.92%；2) 16-18 年，毛利率逐年提升。期间虽然包材成本（纸箱、玻瓶等）有所上升，但公司通过削减低端产线、发力中高端产品及偶发性提价带动吨价提升，公司毛利率从 16 年的 39.31% 上升至 18 年的 39.93%。

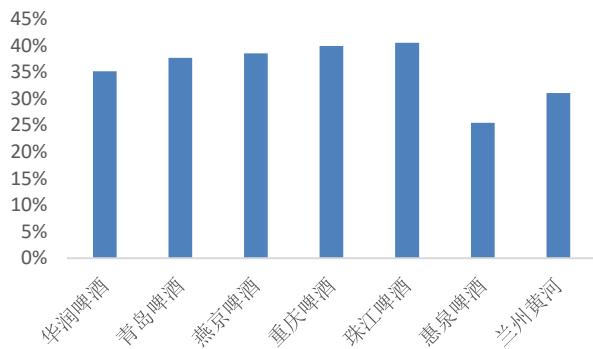
图表 24：重庆啤酒近十年毛利率、吨酒价、吨成本波动总结



资料来源：公司年报、东方证券研究所

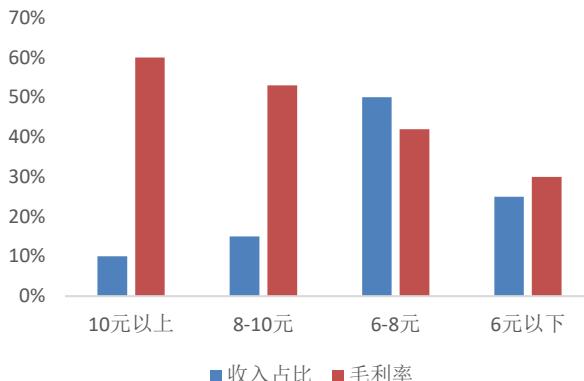
横向比较，由于公司吨价领跑行业，毛利率水平高于大部分啤酒上市公司。但与前期高点相比，目前公司毛利率仍有提升空间。我们认为重啤未来毛利率提升的路径主要有：1) 产品价格调整，由于公司省内市占率先领先，龙头地位稳固，小步慢跑式提价对盈利能力的提升有一定利好；2) 结构进一步高端化，产品向更高价格带跃升，如以 6 元的重庆国宾向 8 元的国宾醇麦升级；3) 规模效应发挥，成本管控增强。随着生产规模的扩大，原材料采购量增加，可能增强对于上游的议价权。

图表 25：2018 年重啤毛利率处于行业较高水平



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 26：18 年公司不同价格带产品收入占比及毛利率

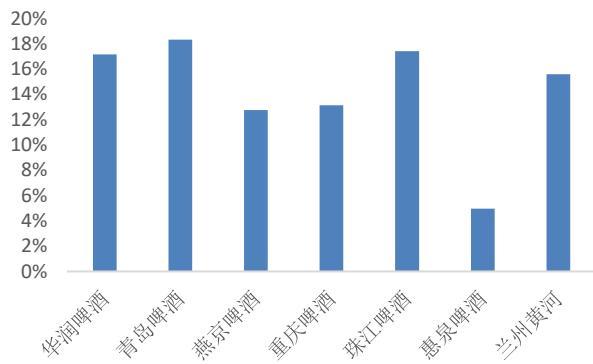


资料来源：公司年报、东方证券研究所

### 3.2 费用管控增强，盈利能力领先

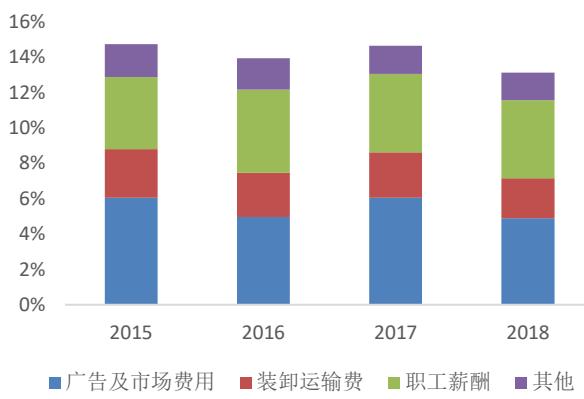
**费效比提升+收入增长摊薄，销售费用率稳中有降。**横向比较，18 年公司销售费用率为 13.13%，同比下降 1.52pct，在啤酒行业处于偏低水平，仅高于惠泉和燕京，明显低于华润和青啤等龙头企业。从近四年的发展趋势看，公司的销售费用率虽有波动，但总体小幅下降（15 年时为 14.74%）。对销售费用构成进一步拆分后发现，公司广告费及市场费用和运费下降较为明显，我们认为主要受益于省内龙头地位稳固、竞争格局缓释，公司广告投放更加集约；削减低端产品则有助于减少市场促销、提升资源使用效率；而运作区域的收缩聚焦带动了运输费用的下行。我们预计未来资源精准聚焦及费效比提升的趋势仍将延续，收入增长摊薄下，销售费用率依旧存在下降空间。

图表 27：18 年公司销售费用率在行业处于偏低水平



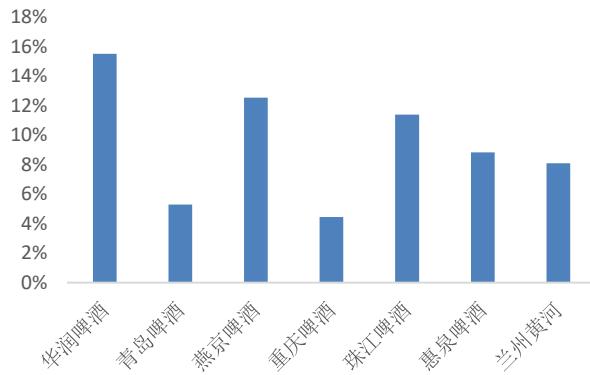
资料来源：公司年报、东方证券研究所

图表 28：15-18 年公司销售费用各项目占收入比重

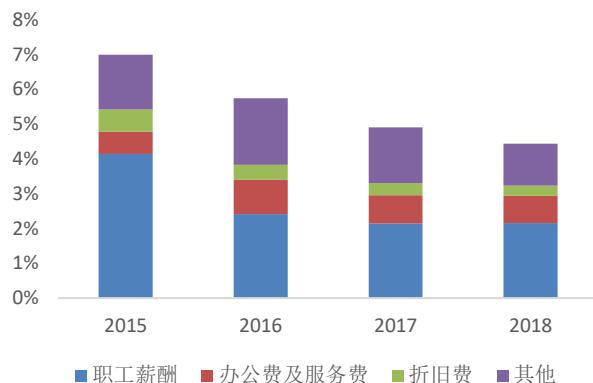


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**关厂去产增效+控费能力增强，公司管理费用率持续下降。**18 年公司管理费用率为 4.44%，处于啤酒行业最低水平，比龙头华润啤酒低了 11pct，且公司 15-18 年间管理费用率呈现逐年下降趋势，体现了公司较强的控费能力。我们对公司的管理费用构成进行拆分，公司近年职工薪酬、折旧费用下降较多，我们推测与关厂去产、清理落后产能有关。由于目前公司的管理费用率已处于行业较低水平，我们判断大幅下降可能性不大，预计受益于收入增长的摊薄，公司未来管理费用率可能保持稳定或小幅下降。

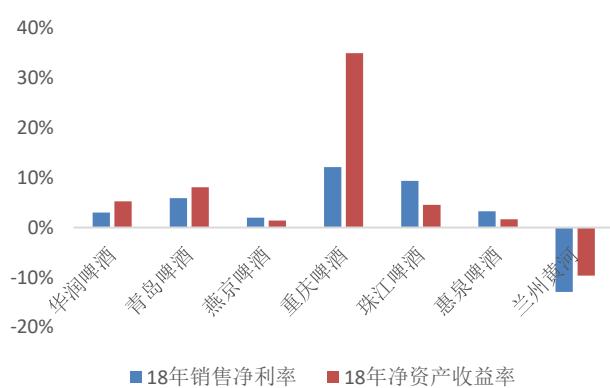
**图表 29：18 年公司管理费用率在行业处于较低水平**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

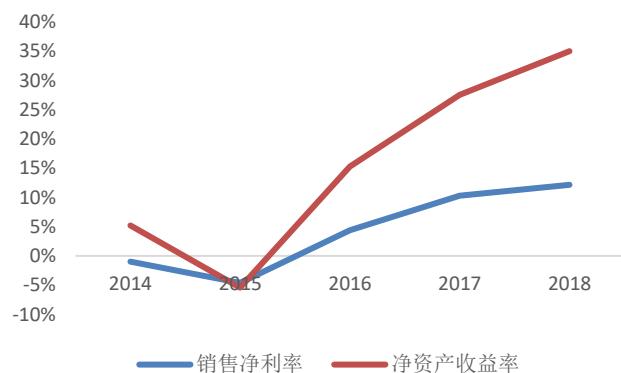
**图表 30：15-18 年公司管理费用各项目占收入比重**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**聚焦收缩战略成效显著，盈利能力领跑行业。**产品线与区域布局的收缩聚焦助力了毛利率提升和期间费用率下降，推动 15 年后公司盈利能力持续增强。在 15 年-18 年间，公司销售净利率从 -4.62% 逐年提升至 12.15%，净资产收益率从 -5.43% 大幅提升至 35.00%。公司的盈利能力指标已远超啤酒行业平均水平，率先走出行业低利润率的困局。展望未来，我们认为未来随着公司进一步削减山城、重庆 33 等普低档产品，进一步推进高端化升级，毛利率的提升叠加销售费用率的控制仍有希望带动净利率小幅提升。

**图表 31：18 年公司盈利能力领跑行业**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图表 32：15 年后重啤盈利能力持续改善**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

1 ) 受益于餐饮行业增长和产品线升级聚焦，我们认为公司乐堡、嘉士伯、重庆纯生等中高档产品销量维持较快增长，普低档山城系列仍将逐步收缩。预计 19-21 年公司高档产品销量增速分别为 4.0%、4.0%、3.0%，中档产品销量增速分别为 5.0%、6.0%、5.0%，低档产品销量增速分别为-5.0%、-1.0%、0%。

2) 消费升级趋势下，受益于提价和中高端产品占比提升，公司产品结构不断改善，酒类均价近年明显提升。我们预计 19-21 年公司高档产品吨价增速分别为 2.0%、2.0%、2.0%，中档产品吨价增速分别为 3.0%、2.0%、2.0%，低档产品吨价增速分别为 3.0%、1.0%、1.0%。

3) 虽然原材料成本有所上涨，我们认为提价+结构升级将带动公司整体毛利率逐渐提升，预计公司 19-21 年综合毛利率分别为 40.5%、41.7%、43.1%。

4) 由于公司收入较快增长摊薄下期间费用率有望下降，我们预计公司 19-21 年销售费用率分别为 13.13%、12.78%、12.53%，19-21 年公司管理费用率分别为 4.37%、4.25%、4.13%。

5) 预计公司 19-21 年所得税税率分别均为 17.0%。

**收入分类预测表**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
高档产品					
销售收入 (百万元)	493.6	508.4	531.1	563.4	591.9
增长率	8.4%	3.0%	4.5%	6.1%	5.1%
毛利率	56.1%	56.8%	55.9%	56.6%	57.5%
中档产品					
销售收入 (百万元)	2,160.4	2,411.5	2,632.0	2,845.7	3,047.7
增长率	-1.8%	11.6%	9.1%	8.1%	7.1%
毛利率	39.9%	40.5%	40.7%	41.7%	42.9%
低档产品					
销售收入 (百万元)	429.2	426.5	422.0	422.0	426.2
增长率	-2.1%	-0.6%	-1.1%	0.0%	1.0%
毛利率	13.7%	13.7%	14.0%	14.5%	15.6%
其他业务					
销售收入 (百万元)	92.3	120.9	120.9	120.9	120.9
增长率	-9.6%	31.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.6%	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	3,175.5	3,467.3	3,706.0	3,951.9	4,186.7
增长率	-0.6%	9.2%	6.9%	6.6%	5.9%
综合毛利率	39.3%	39.9%	40.1%	41.1%	42.4%

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测

## 4.2 投资建议

我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.03、1.20、1.40 元，结合可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为 19 年 50 倍市盈率，对应目标价为 51.50 元，首次给予增持评级。

图表 33：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
燕京啤酒	000729	6.19	0.08	0.08	0.10	81.23	73.08	64.21
青岛啤酒	600600	49.97	1.34	1.58	1.82	37.29	31.63	27.47
珠江啤酒	002461	6.35	0.19	0.21	0.23	34.32	30.60	27.31
华润啤酒	0291.HK	42.10	0.53	0.88	1.21	78.75	47.90	34.73
嘉士伯	CARLA.CO	988.00	32.31	33.04	36.14	30.58	29.90	27.34
调整后平均						50	37	30

资料来源：朝阳永续、bloomberg、东方证券研究所（最新股价为9月10日收盘价）

## 五、风险提示

- **消费升级不及预期风险。**公司近年发力中高端，持续推进结构升级。若经济增速放缓抑制啤酒行业消费升级速度，将对公司产品均价和收入利润增速造成负面影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**受供需关系影响，今年麦芽、玻瓶等成本涨幅较大。若此类成本重要构成项目采购价持续上涨，公司吨价提升幅度无法覆盖成本涨幅，将损伤公司盈利能力。下面我们就主要材料玻瓶、麦芽的成本变动对毛利率及 EPS 的影响进行敏感性分析。

图表 34：玻瓶及麦芽成本变化对公司毛利率及 EPS 影响的敏感性分析

成本	指标	成本涨幅							备注
玻瓶	19 年玻璃涨幅	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	假设麦芽涨幅 17%
	19 年综合毛利率	40.9%	40.7%	40.6%	40.5%	40.4%	40.2%	40.1%	
	19 年 EPS	1.06	1.05	1.04	1.03	1.02	1.01	1.00	
	20 年玻璃涨幅	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	假设麦芽涨幅 3%
	20 年综合毛利率	42.1%	41.9%	41.8%	41.7%	41.6%	41.5%	41.3%	
	20 年 EPS	1.23	1.22	1.21	1.20	1.19	1.18	1.17	
	21 年玻璃涨幅	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	假设麦芽涨幅 0%
	21 年综合毛利率	43.5%	43.4%	43.2%	43.1%	43.0%	42.9%	42.8%	
	21 年 EPS	1.43	1.42	1.41	1.40	1.39	1.38	1.37	
麦芽	19 年麦芽涨幅	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	假设玻瓶涨幅 5%
	19 年综合毛利率	40.8%	40.7%	40.6%	40.5%	40.4%	40.3%	40.1%	
	19 年 EPS	1.06	1.05	1.04	1.03	1.02	1.02	1.01	
	20 年麦芽涨幅	-3%	-1%	1%	3%	5%	7%	9%	假设玻瓶涨幅 3%
	20 年综合毛利率	42.1%	41.9%	41.8%	41.7%	41.6%	41.5%	41.3%	
	20 年 EPS	1.23	1.22	1.21	1.20	1.19	1.18	1.17	
	21 年麦芽涨幅	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	假设玻瓶涨幅 2%
	21 年综合毛利率	43.5%	43.4%	43.2%	43.1%	43.0%	42.9%	42.8%	
	21 年 EPS	1.43	1.42	1.41	1.40	1.39	1.38	1.37	

资料来源：模型预测结果、东方证券研究所

- 省内竞争加剧风险。公司约 75% 的收入来自于重庆地区，省内龙头地位稳固品牌力强。但如果行业其他龙头加大对重庆的资源投放，导致竞争加剧，公司买赠促销增加，费用率可能上升，从而影响利润增速。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	689	967	522	667	879	营业收入	3,176	3,467	3,686	3,930	4,163
应收账款	27	67	71	76	81	营业成本	1,926	2,083	2,193	2,291	2,368
预付账款	18	11	15	16	17	营业税金及附加	265	280	298	317	336
存货	631	337	439	458	474	营业费用	465	455	484	502	522
其他	242	105	68	71	72	管理费用	156	154	161	167	172
<b>流动资产合计</b>	<b>1,607</b>	<b>1,486</b>	<b>1,116</b>	<b>1,288</b>	<b>1,523</b>	财务费用	23	18	4	(3)	(4)
长期股权投资	132	186	195	215	236	资产减值损失	68	93	16	25	20
固定资产	1,333	1,235	1,285	1,221	1,156	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	20	16	166	315	465	投资净收益	73	72	72	72	72
无形资产	309	254	245	235	226	其他	(11)	25	25	25	25
其他	106	121	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>334</b>	<b>480</b>	<b>625</b>	<b>727</b>	<b>846</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,900</b>	<b>1,811</b>	<b>1,892</b>	<b>1,987</b>	<b>2,084</b>	营业外收入	12	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>3,506</b>	<b>3,298</b>	<b>3,008</b>	<b>3,275</b>	<b>3,607</b>	营业外支出	2	2	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>345</b>	<b>482</b>	<b>627</b>	<b>728</b>	<b>848</b>
应付账款	503	425	407	444	459	所得税	19	61	107	124	144
其他	1,204	1,314	1,246	1,259	1,260	<b>净利润</b>	<b>326</b>	<b>421</b>	<b>520</b>	<b>605</b>	<b>704</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,707</b>	<b>1,739</b>	<b>1,654</b>	<b>1,703</b>	<b>1,719</b>	少数股东损益	(3)	17	21	25	29
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>404</b>	<b>499</b>	<b>580</b>	<b>675</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.84	1.03	1.20	1.40
其他	634	396	60	60	60						
<b>非流动负债合计</b>	<b>634</b>	<b>396</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,341</b>	<b>2,136</b>	<b>1,713</b>	<b>1,763</b>	<b>1,778</b>						
少数股东权益	2	17	38	63	92						
股本	484	484	484	484	484						
资本公积	0	0	0	0	0						
留存收益	693	710	822	1,015	1,302						
其他	(14)	(49)	(49)	(49)	(49)						
<b>股东权益合计</b>	<b>1,165</b>	<b>1,162</b>	<b>1,295</b>	<b>1,513</b>	<b>1,829</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,506</b>	<b>3,298</b>	<b>3,008</b>	<b>3,275</b>	<b>3,607</b>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	326	421	520	605	704	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	30	71	74	74	74	营业收入	-0.6%	9.2%	6.3%	6.6%	5.9%
财务费用	23	18	4	(3)	(4)	营业利润	79.2%	43.7%	30.1%	16.2%	16.4%
投资损失	(73)	(72)	(72)	(72)	(72)	归属于母公司净利润	82.0%	22.6%	23.5%	16.2%	16.4%
营运资金变动	435	(119)	(114)	(3)	(27)	<b>获利能力</b>					
其它	79	425	(202)	25	20	毛利率	39.3%	39.9%	40.5%	41.7%	43.1%
<b>经营活动现金流</b>	<b>820</b>	<b>744</b>	<b>211</b>	<b>626</b>	<b>695</b>	净利率	10.4%	11.7%	13.5%	14.8%	16.2%
资本支出	(65)	96	(150)	(149)	(149)	ROE	27.5%	35.0%	41.6%	42.8%	42.3%
长期投资	173	(54)	(9)	(20)	(21)	ROIC	28.0%	33.9%	38.7%	42.8%	41.8%
其他	(102)	(59)	138	71	71	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>(18)</b>	<b>(21)</b>	<b>(97)</b>	<b>(99)</b>	资产负债率	66.8%	64.8%	56.9%	53.8%	49.3%
债权融资	3	242	(242)	0	0	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	0	0	0	0	0	流动比率	0.94	0.85	0.67	0.76	0.89
其他	(409)	(691)	(392)	(384)	(383)	速动比率	0.44	0.41	0.07	0.14	0.26
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(405)</b>	<b>(449)</b>	<b>(634)</b>	<b>(384)</b>	<b>(383)</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	0	0	0	0	0	应收账款周转率	81.4	73.9	53.3	53.4	53.2
<b>现金净增加额</b>	<b>421</b>	<b>278</b>	<b>(444)</b>	<b>144</b>	<b>212</b>	存货周转率	2.0	2.6	2.5	2.2	2.2
						总资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.68	0.84	1.03	1.20	1.40
						每股经营现金流	1.70	1.54	0.44	1.30	1.44
						每股净资产	2.41	2.37	2.60	3.00	3.60
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	62.0	50.6	40.9	35.2	30.3
						市净率	17.6	17.8	16.3	14.1	11.8
						EV/EBITDA	50.2	34.1	27.7	24.4	21.2
						EV/EBIT	54.4	39.0	30.9	26.9	23.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有重庆啤酒(600132)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

### 东方证券研究所

**地址：** 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：** 王骏飞

**电话：** 021-63325888\*1131

**传真：** 021-63326786

**网址：** [www.dfqz.com.cn](http://www.dfqz.com.cn)

**Email：** [wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

