

重庆啤酒 (600132.SH)

嘉士伯西南重将，风劲扬帆正当时

西南啤酒龙头，嘉士伯集团成员。公司是西南区域型啤酒龙头，在重庆本土市场市占率超过85%，嘉士伯集团2013年通过要约收购成为实际控制人。嘉士伯入主后通过引入国际品牌丰富产品组合，实施供应链优化提升运营管理效率，推动公司持续改善盈利能力。

啤酒行业：高端化风起，运营效率待提升。啤酒消费量上行空间有限，行业增长主要逻辑转移至高端化推动吨酒价格提升。同时从长期角度看，国内啤酒企业当前产能利用率较低，在产能优化、供应链效率改善方面仍有较大提升空间。高端化产品组合改善叠加运营效率改善，啤酒行业未来将进入利润加速释放阶段。

嘉士伯对重啤的改变：1) 完善产品组合，打造本土强势+国际化高端品牌组合。2013-15年公司推进“勇者之路”计划，削减瓶型、升级品牌。公司用“重庆”逐渐替换“山城”；国际品牌方面成功在8-10元价格带打造乐堡大单品，并逐步引入1664、格林堡等国际化品牌。**2) 供应链效率提升，产能优化排头兵。**2015-18年公司践行“资援新征程”计划，2015-16年分别关停6家/2家工厂，并对持续亏损酒厂进行减值；2018年关停湖南常德工厂。关停落后产能对财务报表有1-2年短期影响，长期看提高产能利用率、费效比，从而推动盈利能力改善。

高ROE背后的本质：基地市场优势+管理效率改善。公司ROE持续提升的主要推动力是净利润率快速上行。公司在重庆具备基地市场优势，高端化市场基础深、销售费用投入费效比高、渠道话语权强决定了公司盈利能力和权益乘数高于同行。此外嘉士伯对公司的管理输出，运营效率持续改善也是高ROE水平的重要助推手。

前景展望：“扬帆22”正起航，资产注入窗口期。“扬帆22”旨在加强核心品牌、市场优势的同时，着重于未来在亚洲地区快速增长，以及发展精酿、无酒精啤酒品类。2020年时嘉士伯承诺资产注入窗口期最后一年，如若落地相当于再造一个重啤。

盈利预测与估值：预计公司2019/20/21年营收分别为36.2/40.5/42.7亿元，归母净利润分别为6.3/5.7/6.9亿元，经营利润未来三年增长CAGR为20%。考虑到公司具有较高且可持续的ROE水平、嘉士伯资产注入预期，享有估值溢价。

风险提示：天气、政策法规不确定性；行业竞争激烈；原材料成本、外汇汇率波动；估计和假设条件不准确。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,176	3,467	3,624	4,048	4,267
增长率 yoy (%)	-0.6	9.2	4.5	11.7	5.4
归母净利润(百万元)	329	404	633	573	688
增长率 yoy (%)	82.0	22.6	56.7	-9.5	20.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.68	0.83	1.31	1.18	1.42
净资产收益率(%)	28.0	36.3	46.0	36.3	36.3
P/E(倍)	75.0	61.2	39.0	43.1	35.9
P/B(倍)	21.2	21.6	17.8	15.7	13.2

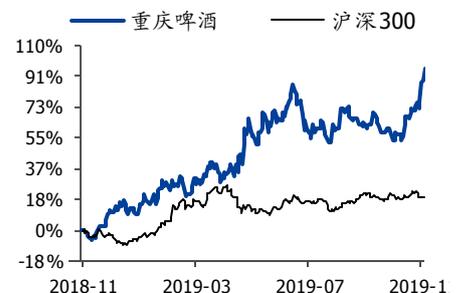
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	饮料制造
最新收盘价	51.05
总市值(百万元)	24,706.73
总股本(百万股)	483.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.13

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 沈旸

邮箱：shenyang@gszq.com

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,607	1,486	1,718	1,983	2,327
现金	689	967	1,155	1,439	1,767
应收账款	27	67	65	70	67
其他应收款	42	13	23	22	19
预付账款	18	11	13	13	12
存货	631	337	370	347	369
其他流动资产	200	92	92	92	92
非流动资产	1,900	1,811	1,736	1,722	1,681
长期投资	132	186	240	295	349
固定投资	1,333	1,235	1,146	1,082	998
无形资产	309	254	242	231	219
其他非流动资产	126	137	109	115	115
资产总计	3,506	3,298	3,454	3,705	4,008
流动负债	1,707	1,739	1,623	1,663	1,636
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	503	425	514	568	543
其他流动负债	1,204	1,314	1,108	1,095	1,092
非流动负债	634	396	396	396	396
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	634	396	396	396	396
负债合计	2,341	2,136	2,019	2,060	2,032
少数股东权益	2	17	44	68	98
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	693	710	921	1,113	1,342
归属母公司股东收益	1,164	1,145	1,391	1,577	1,878
负债和股东权益	3,506	3,298	3,454	3,705	4,008

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	820	744	876	751	774
净利润	326	421	660	598	718
折旧摊销	162	174	163	165	175
财务费用	23	18	13	6	-5
投资损失	-73	-72	-67	-68	-67
营运资金变动	319	141	83	60	-44
其他经营现金流	63	62	23	-9	-2
投资活动净现金流	6	-18	-44	-74	-64
资本支出	323	144	-106	-78	-97
长期投资	113	21	-54	-55	-54
其他投资现金流	442	146	-203	-207	-216
筹资活动净现金流	-405	-449	-644	-393	-382
短期借款	-7	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-399	-449	-644	-393	-382
现金净增加额	421	278	189	284	328

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,176	3,467	3,624	4,048	4,267
营业成本	1,926	2,083	2,120	2,436	2,505
营业税金及附加	265	280	284	306	316
营业费用	465	455	467	462	469
管理费用	156	154	152	154	154
财务费用	23	18	13	6	-5
资产减值损失	68	93	80	69	64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	73	72	67	68	67
营业利润	334	480	573	685	832
营业外收入	12	4	171	4	4
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	345	482	742	687	834
所得税	19	61	82	89	117
净利润	326	421	660	598	718
少数股东收益	-3	17	27	25	29
归属母公司净利润	329	404	633	573	688
EBITDA	486	627	873	813	961
EPS (元/股)	0.68	0.83	1.31	1.18	1.42

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.6	9.2	4.5	11.7	5.4
营业利润 (%)	79.2	43.7	19.2	19.6	21.5
归属母公司净利润 (%)	82.0	22.6	56.7	-9.5	20.1
盈利能力					
毛利率 (%)	39.3	39.9	41.5	39.8	41.3
净利率 (%)	10.4	11.7	17.5	14.2	16.1
ROE (%)	28.0	36.3	46.0	36.3	36.3
ROIC (%)	17.1	22.2	35.3	28.6	29.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.8	64.8	58.5	55.6	50.7
净负债比率 (%)	-59.1	-62.3	-80.5	-87.5	-89.4
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.92	1.02	1.07	1.13	1.11
应收账款周转率	81.4	73.9	55.0	60.0	62.0
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.83	1.31	1.18	1.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.33	1.47	1.81	1.55	1.60
每股净资产 (最新摊薄)	2.40	2.37	2.87	3.26	3.88
估值指标 (倍)					
P/E	66.0	53.8	39.0	43.1	35.9
P/B	18.7	19.0	17.8	15.7	13.2
EV/EBITDA	44.6	34.2	27.5	29.2	24.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

重庆啤酒：嘉士伯西南重将	5
自西南崛起，结缘嘉士伯	5
重庆啤酒如何与嘉士伯合作?	6
重庆为大本营，本土+国际品牌组合	7
啤酒行业：高端化+运营效率提升	8
嘉士伯对重庆啤酒的改变	11
完善产品组合：本土强势+国际高端	11
“勇者之路”计划，产品高档化	11
引入国际品牌，成功打造乐堡大单品	13
本土品牌的持续升级，提升价格带	14
供应链效率提升，产能优化排头兵	15
“资援新征程”计划的关键词是效率、成本、现金	15
高 ROE 背后的本质：基地市场优势+管理效率改善	18
前景展望	22
“扬帆 22”计划	22
嘉士伯资产注入预期	23
盈利预测与估值	26
关键假设&盈利	26
估值分析	29
风险提示	30

图表目录

图表 1: 重庆啤酒发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 历年嘉士伯委托代工量(万吨)	6
图表 4: 公司不同地区啤酒销量占比(2018 年)	7
图表 5: 公司不同品牌啤酒销量占比(2018 年)	7
图表 6: 公司历年销量变化(万吨)	8
图表 7: 公司历年收入变化(亿元)	8
图表 8: 公司毛利率及费用率变化(%)	8
图表 9: 公司归母净利润及增速(百万)	8
图表 10: 中国啤酒销量自 2014 年下行	9
图表 11: 啤酒市场规模(亿元)	9
图表 12: 我国啤酒品牌吨酒价提升空间仍大	9
图表 13: 主要啤酒企业毛利率水平比较(%)	9
图表 14: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)	10
图表 15: 各省份啤酒竞争格局	10
图表 16: 2016-17 年我国啤酒厂数量减少较多	10
图表 17: 2016-17 年新增产能明显下降	10
图表 18: 产能利用率水平比较(产量/设计产能)	11
图表 19: 百威中国单厂产量高于国内平均水平	11
图表 20: 公司 4 种未来瓶型	12
图表 21: 山城品牌历史	12

图表 22: 公司销量结构变化(万吨).....	13
图表 23: "山城"商标剩余价值(万元).....	13
图表 24: 乐堡销量增长快速增长(万千升).....	13
图表 25: 乐堡代工、自销占比(2018年).....	13
图表 26: 乐堡草莓音乐节触及年轻消费者.....	14
图表 27: 嘉士伯 2019 上半年国际品牌销量保持较快增长.....	14
图表 28: 公司产品结构档次.....	15
图表 29: "资源新征程"计划顺利开展.....	16
图表 30: 公司历年供应链优化关停工厂.....	16
图表 31: 公司工厂布局及销售区域(2019年).....	17
图表 32: 关停工厂对公司的影响路径.....	17
图表 33: 公司主要一次性减值资产减值损失(百万元).....	18
图表 34: 重啤资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元).....	18
图表 35: 重啤关厂后 EBITDA margin 回升.....	18
图表 36: 重庆啤酒 ROE 持续提升.....	19
图表 37: 重庆啤酒历年 ROE 拆分.....	19
图表 38: 国内主要啤酒企业经调整 ROE 比较.....	19
图表 39: 重庆啤酒毛利率改善及与同行业比较(%).....	20
图表 40: 重庆啤酒吨酒价提升较快(元/吨).....	20
图表 41: 重庆啤酒销售费用率处于较低水平(%).....	20
图表 42: 主要啤酒企业销售费用率差别拆分(%).....	20
图表 43: 公司负债结构(百万元).....	21
图表 44: 重庆啤酒主要高管来自于嘉士伯集团.....	21
图表 45: 嘉士伯管理金三角.....	22
图表 46: 重庆啤酒资产周转率逐年提升.....	22
图表 47: 公司工厂布局及销售区域(2019年).....	22
图表 48: 公司分区域收入及增速(亿元).....	23
图表 49: 公司分地区吨酒价及增长(元/吨).....	23
图表 50: 嘉士伯在中国的发展历程.....	24
图表 51: 嘉士伯本土品牌啤酒布局.....	24
图表 52: 嘉士伯中国地区销量增速(%).....	25
图表 53: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%).....	25
图表 54: 重庆啤酒历年收入及毛利率(百万元).....	25
图表 55: 兰州黄河历年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	25
图表 56: 西藏发展历年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	26
图表 57: 啤酒花 2011-2015 年啤酒业务收入及毛利率(百万元).....	26
图表 58: 公司收入拆分.....	27
图表 59: 重庆啤酒成本构成(2018年).....	28
图表 60: 重庆啤酒单季度吨酒成本走势.....	28
图表 61: 进口大麦价格走势.....	28
图表 62: 玻璃价格指数.....	28
图表 63: 公司销售费用分拆及走势(占营收比,%).....	29
图表 64: 公司管理费用分拆及走势(占营收比,%).....	29
图表 65: 公司主要财务指标.....	29
图表 66: 可比公司估值比较(截至 2019 年 11 月 4 日).....	30

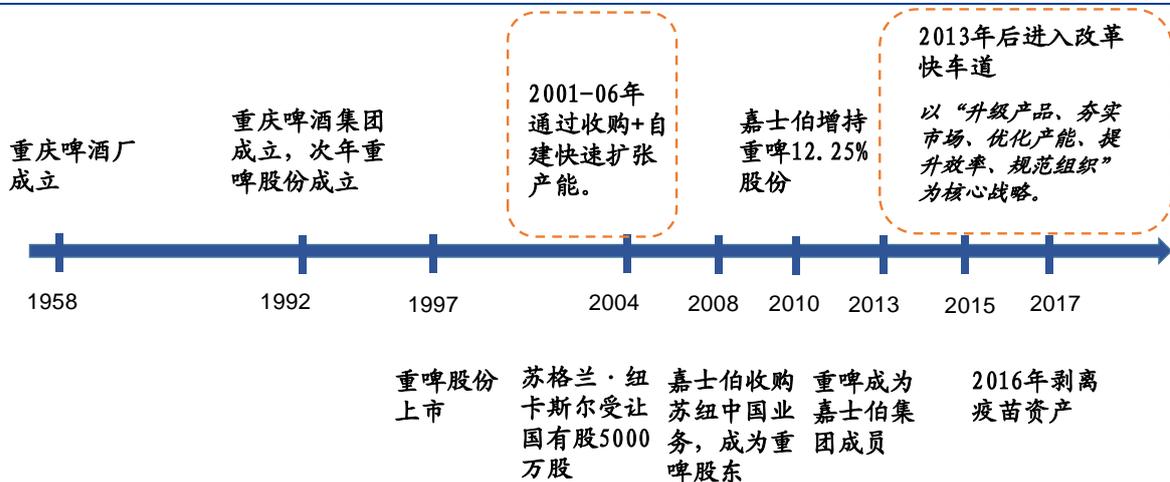
重庆啤酒：嘉士伯西南重将

自西南崛起，结缘嘉士伯

重庆啤酒起源于1958年成立的重庆啤酒厂，1997年公司上市。作为我国十大啤酒品牌之一，重庆啤酒在西部、西南部尤其是重庆地区拥有较高的品牌知名度。公司在重庆本土市场的市场份额在80%以上，是典型的区域型龙头企业。

- ✓ **1997-2006年：收购+自建，产能加速扩张。**2001年斥资5500万元全资收购宜宾少娥啤酒公司，同年收购了常州天目湖啤酒，进入华东市场；2002年实施“走出夔门，沿长江流域发展”的战略扩张计划，并先后设立了湖南重庆啤酒国人公司、重庆啤酒集团宁波大梁山公司；2003年挺进安徽，对“池州九华山啤酒有限公司”进行投资重组；2004年兼并重庆建材二厂，设立重啤集团大竹林分公司，打造年产50万吨的啤酒工业城；2005年相继拓展至安徽天长、宣城，浙江德清、绍兴，江苏盐城等地，年底重啤已经在整个华东市场布点十余处；2006年在重庆设立永川分公司。
- ✓ **2004年引入外资，转让国有股。**苏格兰·纽卡斯尔啤酒以每股10.5元人民币价格受让重啤所持有国有股5000万股，持股比例19.51%。但双方的合作由来已久，1995年正式开始技术合作，1996年苏纽授权重啤在中国生产和销售“麦克王”棕啤，为其提供先进的酿造工艺和技术方面的大力支持。
- ✓ **2008年后开启与嘉士伯的合作。**2008年嘉士伯收购苏纽中国业务获得重啤的股权，2011年嘉士伯香港与重啤签订《委托加工生产协议》，2013年嘉士伯向重啤发出要约收购。公司成为嘉士伯集团成员后进入改革快车道，并且成为我国啤酒行业中高端化领先、管理改善带动盈利能力改善的榜样。

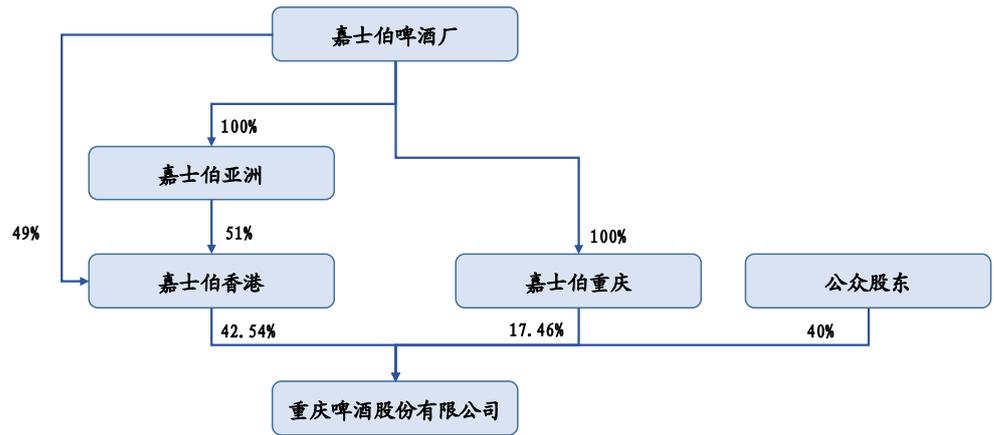
图表 1: 重庆啤酒发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

嘉士伯持有公司**60%**的股份，是公司的实际控制人。嘉士伯2008年嘉士伯收购苏纽中国业务的同时获得重啤股份17.46%的股权，2010年重啤集团将其持有的12.25%股权转让给嘉士伯啤酒厂香港有限公司。2013年嘉士伯向重庆啤酒发起要约收购，以20元/股的价格收购约30.29%的股份，交易对价/EBITDA为24.53倍。

图表 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重庆啤酒如何与嘉士伯合作?

重庆啤酒通过四个协议与嘉士伯合作, 以使得重庆啤酒及其下属子公司可以代工生产并在重庆、四川、湖南销售嘉士伯、乐堡、1664 部分产品。帮嘉士伯代工生产有助于提高公司生产线的产能利用率, 摊薄固定运营成本; 而经销嘉士伯产品能够丰富公司产品组合, 满足不同消费者需求, 构造本土+国际品牌组合, 增强公司市场竞争力。

✓ 《委托加工生产协议》

2011 年嘉士伯广东委托重庆啤酒生产嘉士伯和乐堡啤酒产品, 以加工生产服务成本外加合理利润为定价方式。2014 年新增 Kronenbourg 1664 Blanc(凯旋 1664 白)品牌啤酒。此外 2014 年、2015 年湖南国人和成都勃克也开始为嘉士伯代工, 2018 年四川宜宾厂开始为嘉士伯代工。

✓ 《许可协议》

授权重庆啤酒可以使用乐堡和嘉士伯商标及相关知识产权生产和包装部分规格的乐堡和特醇嘉士伯啤酒, 并在重庆市、湖南省、四川省、柳州市及浙江省部分地区的部分渠道推广及销售其所生产的部分规格的乐堡和特醇嘉士伯啤酒产品。重庆啤酒按照净营业额的一定比例向嘉士伯广东支付许可费。

✓ 《经销框架协议》

重庆啤酒可从嘉士伯广东获得经销权以在柳州市、湖南省和浙江省部分地区的部分经销渠道销售特醇嘉士伯及乐堡的部分规格产品。

图表 3: 历年嘉士伯委托代工量(万吨)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
合计	3.47	2.41	2.72	3.60	5.81	10.73	14.95
重庆啤酒	3.47	2.41	2.37	2.63	2.85	6.36	9.01
湖南国人	--	--	0.35	0.70	0.35	1.09	1.19
成都勃克	--	--	--	0.27	2.61	3.28	3.88
四川宜宾	--	--	--	--	--	--	0.87

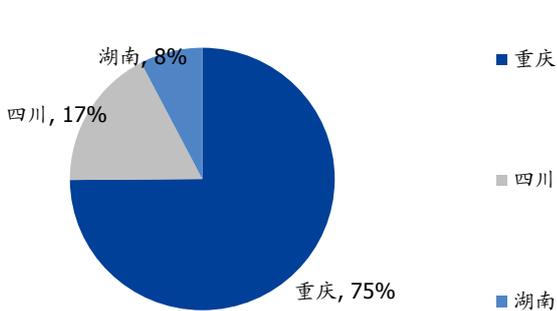
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

重庆为大本营，本土+国际品牌组合

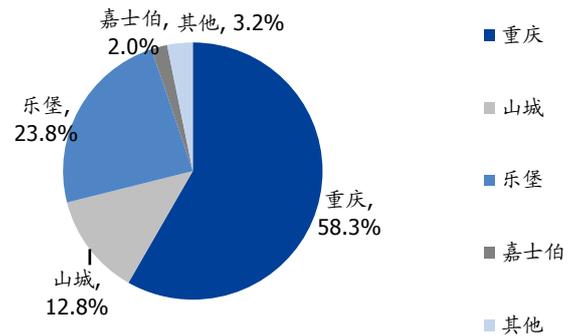
公司以重庆地区为大本营。2018年公司在重庆地区啤酒销量为70.7万吨，占比达到75%，重庆地区市占率达到85%以上。公司在四川啤酒销量16.5万吨，占比为17%，湖南啤酒销量7.2万吨，占比8%。

分品牌来看，公司当前拥有重庆、山城两大本土品牌，2013年底成为嘉士伯集团成员后，又获得了乐堡、嘉士伯、凯旋1664等品牌的生产和销售权，形成了“本土强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。本土品牌以重庆为主，并逐步替代定价较低的山城啤酒，2018年重庆品牌销量55万吨，占比58.3%；国际品牌乐堡更受欢迎，2018年销量22.5万吨，占比23.8%。

图表4：公司不同地区啤酒销量占比(2018年)



图表5：公司不同品牌啤酒销量占比(2018年)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

公司啤酒销量恢复增长，收入增速回暖。2001-06年公司通过收购+自建方式在重庆、华东地区扩大产能，销量实现20%以上的快速增长，此后保持在100万吨左右水平。2012年公司完成对嘉酿公司整合(增资后持股比例51.42%)，驱动销量和收入增长。2014年-16年由于啤酒行业整体回调，公司也趁机进行产品结构调整、供应链优化，销量和收入相应下滑。自2017-18年公司销量和收入增速逐步回暖，进入景气度上行阶段。

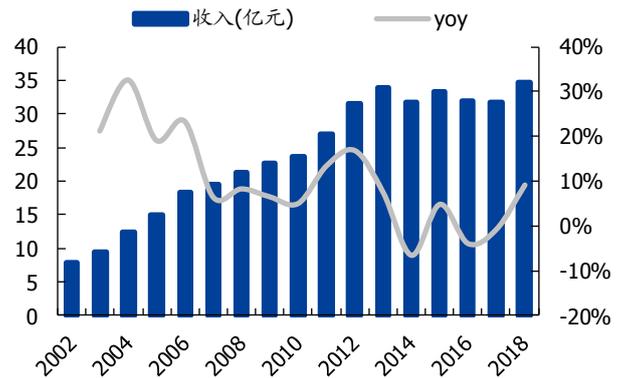
2015年深入改革后毛利率平稳回升，供应链优化后净利润率逐年改善。公司毛利率水平在2001-2014年处于下行通道，主要原因是原材料成本、物流及人力上涨但行业竞争激烈，格局尚未企稳，公司只能消化成本上涨压力。2015年公司对管理架构进行了调整导致报表口径变化，原计入管理费用的部分计入制造费用，因而毛利率、管理费用率下滑。同样2015年公司深化改革计提较多资产减值损失，账面净利润触底，供应链优化后，盈利能力逐年改善。

图表 6: 公司历年销量变化(万吨)



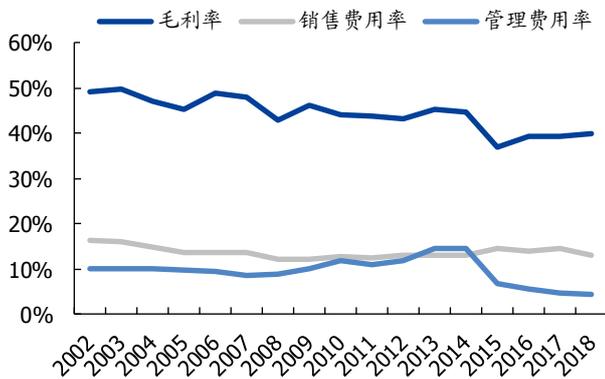
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 7: 公司历年收入变化(亿元)



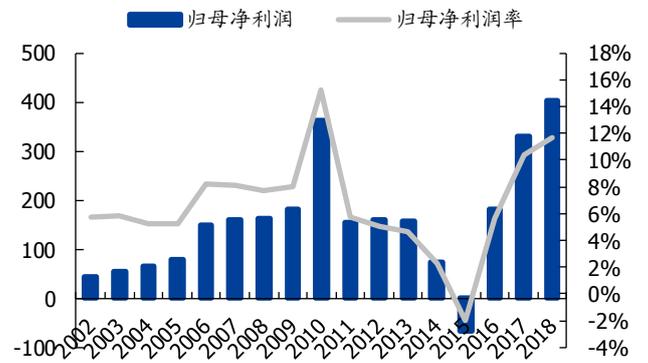
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 8: 公司毛利率及费用率变化(%)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 9: 公司归母净利润及增速(百万)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

啤酒行业: 高端化+运营效率提升

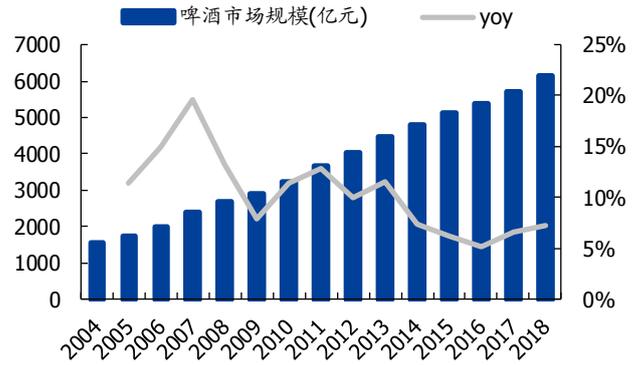
啤酒行业增长主要逻辑: 消费量上行空间有限, 吨酒价格提升推动市场规模提升。 根据欧睿数据, 2014年国内啤酒产量达到峰值后开始下行, 2017年进入存量时代。2018年我国啤酒消费量4549.86万吨, 同比下滑-0.1%, 预计未来5年我国啤酒消费总量仍保持缓慢下滑的趋势。但吨酒价值的提升推动我国啤酒市场规模持续保持正向增长, 2018年我国啤酒市场规模6142.1亿元, 同比增长7.3%。

图表 10: 中国啤酒销量自 2014 年下行



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 11: 啤酒市场规模(亿元)

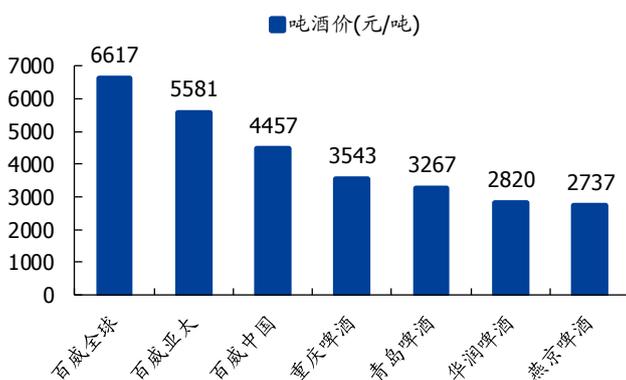


资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

啤酒消费升级趋势明显。随着人均可支配收入水平提升, 餐饮消费复苏, 人们对啤酒消费的品质更加注重。一方面低端啤酒销量增速呈现自然下降, 另一方面 2011-2015 年进口啤酒量增长 CAGR 达到 70.2%, 截至 2018 年我国啤酒进口量为 82.1 万吨。根据 GlobalData 数据, 2013-18 年高端及超高端啤酒在整体啤酒消费量下行期间以 6.4% 的复合增速增长, 并且预计未来 5 年销量复合增速为 4.9%。

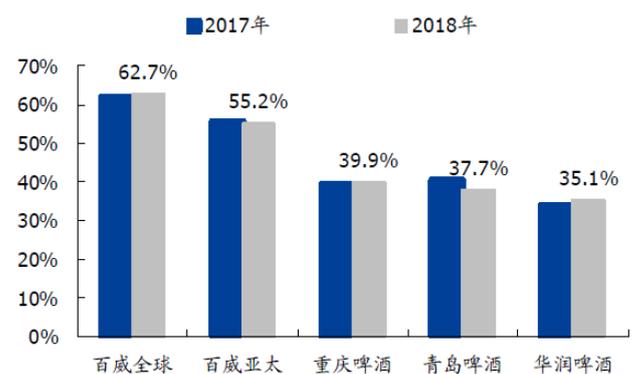
横向比较国内品牌吨酒价提升空间大。当前国内啤酒品牌的吨酒价在 2500-3500 元/吨, 以华润雪花啤酒为代表的国内啤酒主流价格带在 2800 元左右, 体现在终端价格上约为 3-5 元/500ml。重庆啤酒由于中高档产品占比较多, 吨酒价领先。国内高档啤酒市场头部玩家百威中国 2018 年吨酒价为 4457 元/吨, 但对标百威全球吨酒价为 6617 元/吨仍有较大提升空间。

图表 12: 我国啤酒品牌吨酒价提升空间仍大



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 13: 主要啤酒企业毛利率水平比较(%)

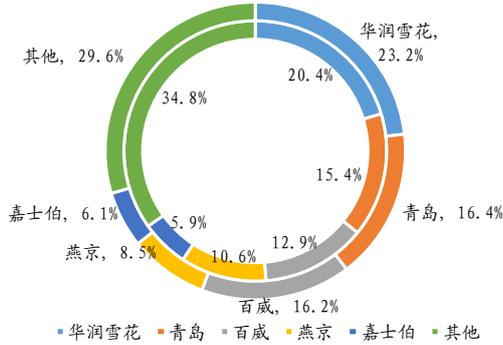


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

当前竞争格局呈现诸侯割据, 区域竞争格局趋于稳定, 局部地区仍有变局。按全部消费量计, 2018 年市场前 5 大啤酒企业市场份额约占 70% 左右, 相比 2013 年市场集中度仍在提升, 头部企业逐步取代地方性品牌市场份额。头部品牌在区域市场占有率超过 50% 就形成了优势市场, 易守难攻; 市占率超过 85% 则可以称之为垄断型市场。当前国内区域竞争格局趋于稳定, 华润啤酒优势市场为四川、贵州、安徽、辽宁, 青岛啤酒优势市场在华北, 百威啤酒优势市场为福建、江西、黑吉, 燕京啤酒优势市场为北京、内蒙古、广西, 嘉士伯优势市场在西部地区, 其中重庆啤酒在重庆地区形成垄断型市场。

割据型市场或有变局。头部品牌市占率 30%左右的市场属于割据型市场，通常竞争仍然较为激烈，体现为折扣促销较多、盈利水平较低。当前华东地区江苏、浙江仍然处于割据型市场，华润啤酒份额领先，但青啤、百威也占有 20-30%份额。华南地区广东百威、青啤、华润各自占据接近 30%左右市场份额。湖南地区此前燕京啤酒优势明显，但百威、华润势头上升更快，竞争格局仍未定型。

图表 14: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 国盛证券研究所

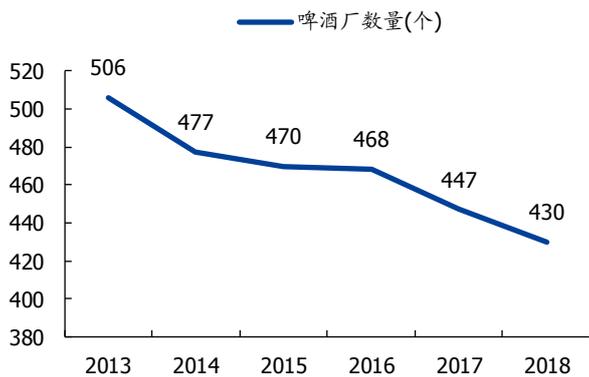
图表 15: 各省份啤酒竞争格局



资料来源: 国盛证券研究所整理(灰色处于割据型市场)

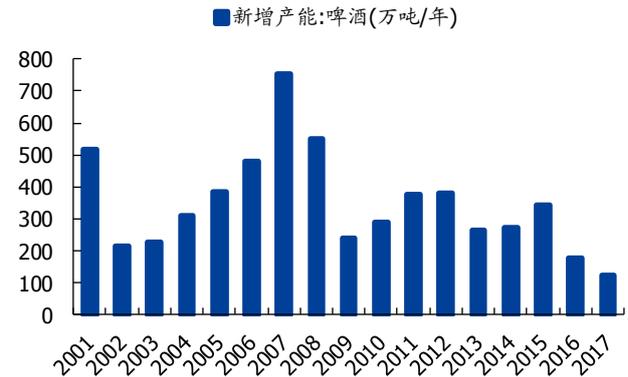
供应链优化空间大，啤酒行业供给侧改革提升盈利能力。2000 年前后国内头部企业、国际啤酒巨头掀起合资、并购风潮。由于有价值的工厂已为数不多，且收购价格提高，2004 年后行业发展已经从收购兼并转向以新建、扩建为主的方式，行业新增产能增长较快，2007 年行业新增产能 752.7 万吨达到顶峰，导致市场竞争形势严峻。行业新增产能在 2008 年后大幅减少，随着 2014 年行业整体消费量到达高位回落，量增红利消失后啤酒行业也迎来供给侧改革，2016/17 年行业新增产能减少至 178.6/126 万吨，分别同比减少 47.8%/29.5%，国内啤酒厂数量自 2013 年的 506 个下滑至 2018 年的 430 个。

图表 16: 2016-17 年我国啤酒厂数量减少较多



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 17: 2016-17 年新增产能明显下降

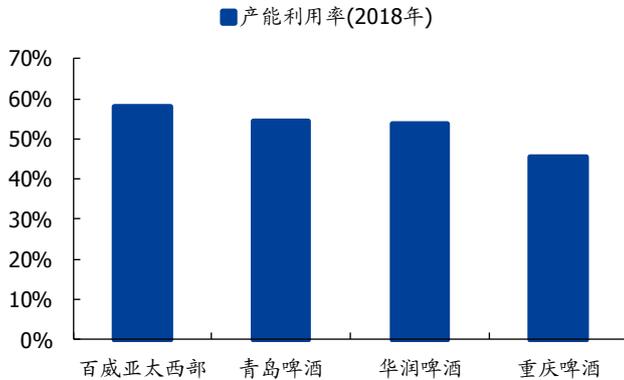


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

长期角度看，国内啤酒企业在产能优化、供应链效率改善方面仍有较大提升空间。2018 年百威亚太西部(52 家工厂中 35 家位于中国)产能利用率为 58%，高于国内啤酒企业。2018 年百威中国单厂产量达到 21.8 万吨，同期国内啤酒企业单厂产量为 5-15 万吨。公司是国内啤酒行业供应链优化先锋。2015-16 年公司逐步关停华东地区低效益工厂，

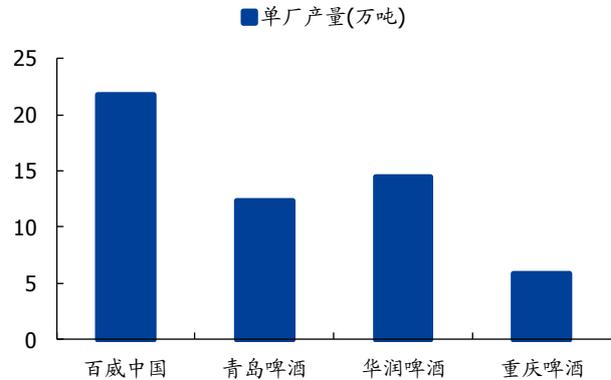
退出竞争激烈的江苏、浙江、安徽市场，此外关停覆盖距离重叠、产能小的湖南常德工厂。关停低效工厂后，折旧摊销减少、人员支出减少，进而费效比、EBITDA margin 逐年提升。由于公司在重庆地区有 8 间工厂，因而单个工厂产量仍然较低。

图表 18: 产能利用率水平比较(产量/设计产能)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 百威中国单厂产量高于国内平均水平



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

嘉士伯对重庆啤酒的改变

完善产品组合: 本土强势+国际高端

“勇者之路”计划, 产品高档化

2013-15 年公司推进“勇者之路”计划, 旨在建立强大的品牌组合, 优化产品结构。“勇者之路”计划主要包括两个方面: 一是玻璃瓶调整计划; 二是淘汰并替换利润低、前景差的产品。

➤ 削减瓶型, 在全国范围内计划使用 4 种玻璃瓶

根据 2014 年 10 月公司公告, 截至 2014 年 1 月 1 日, 公司玻璃瓶中约 70% 为非未来瓶型。根据玻璃瓶调整计划, 公司将停止购买非未来瓶型, 让它们在今后年度自然淘汰, 并最晚在 2020 年完全强制淘汰这些瓶型。公司对 2014 年确定停止使用的 36 种玻璃瓶及周转率远低于正常水平的瓶型在年内全额纳入减值计算, 对 2015 年至 2020 年逐步退市的瓶型, 根据预计淘汰进度纳入减值计算。2014 年度计提包装物叠加准备 1.5 亿元。

图表 20: 公司 4 种未来瓶型



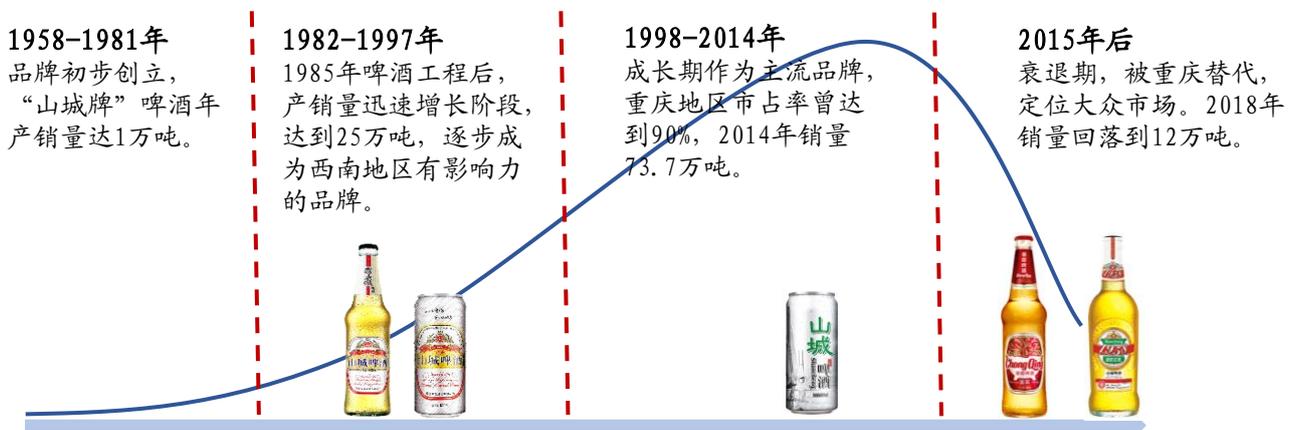
资料来源: 国盛证券研究所整理

► 重庆啤酒换装，替换“山城”

山城啤酒曾经在重庆地区市场占有率在 90%左右，2014 年公司确认“重庆”为未来发展方向，并进行升级。为了突出更具辨识度的重庆品牌，用重庆品牌逐渐替换山城品牌。公司自 1958 年成立以来一直生产“山城牌”啤酒，2009 年“山城牌”啤酒产量 59.2 万吨，销售额 13.3 亿元，占公司啤酒业务销售额的 60.82%，并且在西南地区具有一定影响力。公司 1997 年上市后，重啤集团以签订许可使用协议的方式许可公司使用“山城牌”注册商标，其中 2004-2009 年每年按照 80 万元/年的标准向重啤集团支付“山城牌”注册商标使用费；2010 年公司从重啤集团公司获得山城商标，支付转让价款 9920.06 万元。2014 年山城啤酒销量达到 73.7 万吨。

山城国宾啤酒换装变为重庆国宾，巧妙借“换装投票”让消费者接受“新品牌”。2014 年年底重庆啤酒发起“换装投票”，推出桥都、火锅、大礼堂 3 个备选图案邀请市民投票。整个投票活动吸引 30 多万市民参与，其中 52% 的人选择了火锅。换装后的重庆国宾啤酒大红色的瓶标上印有一口火锅锅身剪影，锅身上方是一丛金灿灿的麦芽、啤酒花。通过此次市民大规模参与的换装投票活动，让大家了解新的重庆啤酒就是原来的山城啤酒，迅速让消费者接受了重庆品牌。截止 2015 年底，重庆品牌知名度达到 98%，完全达到新品牌上市效果。

图表 21: 山城品牌历史

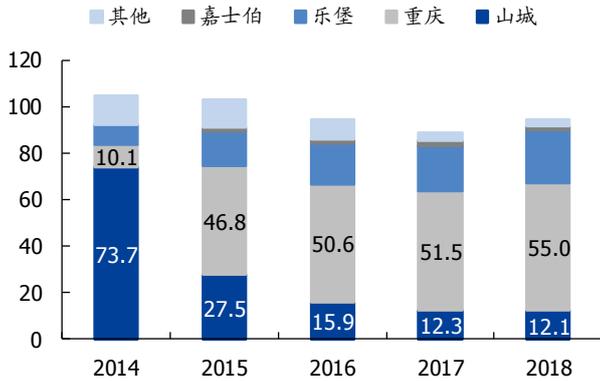


资料来源: 国盛证券研究所

在市场定位上，重庆啤酒定位中高端，山城啤酒则定位大众化，覆盖不同层次消费者偏好。2015年重庆啤酒销量为46.8万吨，而山城啤酒销量自2014年73.7万吨减少至27.5万吨，2015-18年山城啤酒呈现自然下滑趋势，增长CAGR为-24%。

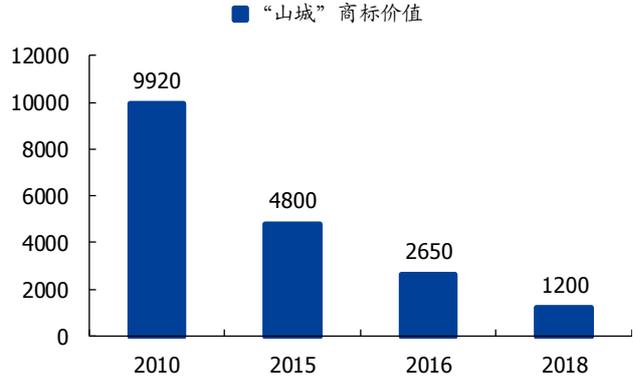
同时随着公司品牌战略调整，2015年对“山城牌”商标计提减值准备5120.06万元。2016年山城品牌销量继续下降，公司对其再计提减值准备2150万元。2018年山城品牌啤酒实际销量及以后年度预算销量均呈现下降趋势，计提减值准备1450万元。

图表 22: 公司销量结构变化(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: “山城”商标剩余价值(万元)

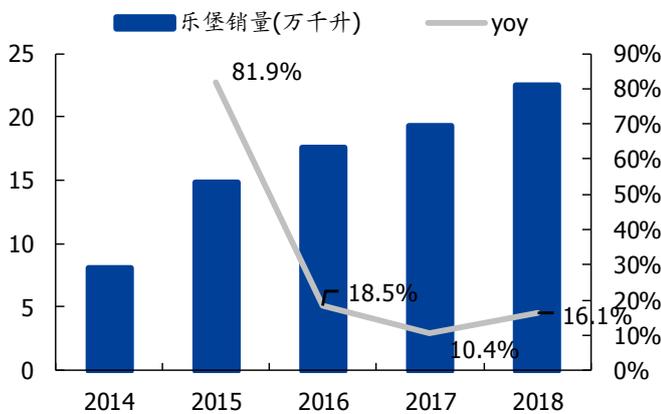


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

引入国际品牌, 成功打造乐堡大单品

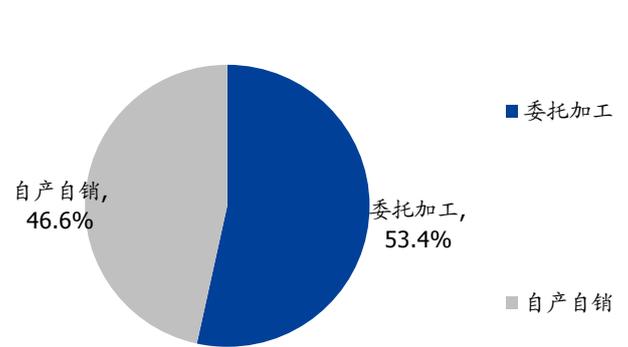
国际品牌方面, 成功在 8-10 元价格带打造了乐堡大单品。乐堡啤酒是始于 1873 年是丹麦一款淡味型啤酒, 拥有清爽顺口的口感、淡雅适中苦度, 并且具有独特的易拉瓶盖设计。2011 年公司与嘉士伯签订委托加工和经销框架协议, 获得乐堡、嘉士伯品牌的生产和销售权。2014-15 年随着湖南国人、成都勃克啤酒也可以代工生产及销售乐堡啤酒, 乐堡啤酒销量增长加速。嘉士伯集团对乐堡啤酒定位为国际化品牌, 目前基本所有工厂都可以进行代工。截至 2018 年共销售乐堡啤酒 22.5 万吨, 其中约有 53% 为委托加工, 47% 为自产自销。

图表 24: 乐堡销量增长快速增长(万千升)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 乐堡代工、自销占比(2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

乐堡以音乐节为纽带与年轻人群连接。2013 年乐堡成为草莓音乐节的官方唯一啤酒品牌, 以欧洲口味、独创易拉环设计、充满摇滚气息和创造力品牌体验吸引 18-23 岁的年轻消

费者。乐堡通过重庆绿放音乐节、草莓音乐节、乐堡大篷车音乐巡演等特色活动与消费者连接，2015年乐堡品牌上市仅2年，知名度达到69%。根据2018年《乐堡草莓开躁指数报告》，2013-17年乐堡与草莓的五年，共在22座城市举办了50场草莓，一共有45.7万人到草莓乐堡酒镇，平均每场草莓消耗3783.6升乐堡啤酒。

图表 26: 乐堡草莓音乐节触及年轻消费者



资料来源：《开躁指数报告》，国盛证券研究所

公司自 2014 年逐步引入嘉士伯旗下高端品牌丰富产品线。2014 年引进了受年轻人欢迎的 1664；2015 年引进苹果汽酒 Somersby；2016 年补充引进 1664 · ROSE，并在惠州实现地产；2017 年引进比利时修道院啤酒格林堡，分白啤和黄啤两种，格林堡在 2019 年度世界啤酒大奖中斩获 5 项大奖。

图表 27: 嘉士伯 2019 上半年国际品牌销量保持较快增长

Growth of international brands



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

本土品牌的持续升级，提升价格带

引入国际品牌的同时，公司也通过持续升级本土品牌抢占更高价格带。

- 2018 年 1 月公司推出重庆小麦白。小麦白定价 10 元/瓶，有比利时风格小麦白啤特有的辛香和柑橘味，产品的香味层次也更加丰富协调。公司将小麦白定位于搭配美食，以“增香减辣”为特色，引导消费者在餐饮渠道消费。
- 2019 年春节前夕，公司推出“国宾醇麦”。“醇国宾”零售价定为 8 元/瓶，是对 6 元国宾的升级，以麦香醇厚为特色，原麦汁浓度达到 9.5°P 既能配合辛辣食物畅饮，也可搭配清淡食材小酌，定位于餐饮渠道。

完善的产品组合构成公司主要竞争优势，以“本地强势品牌+国际高端品牌”满足不同消费者需求。本土品牌“山城”主要位于低档价格带，“重庆”布局中档价格带，并逐步推出了国宾醇麦、小麦白、纯生、黑啤等较高价格带产品。国际品牌以中高档的8元乐堡起步，主要布局高档、超高档价格带。

高端化趋势下公司产品价格带不断升级，当前重庆主城区已经基本完成6元到8元的过渡。公司以每2元作为一个阶梯进行产品价格带划分，通过补充和替换持续拉动整体价格带的提升。重庆地区啤酒消费的主流趋势从4元以下的老山城，过渡到6元左右的重庆国宾，再到当前重庆主城区已经向8元的乐堡、国宾醇麦转变。

图表 28: 公司产品结构档次

	本土品牌		国际品牌	
超高档 (12元以上)		重庆黑啤(金樽)		1664 格林堡等
高档 (10-12元)		重庆纯生 重庆小麦白		嘉士伯 乐堡野
中高档 (8元)		重庆国宾醇麦	 山城1958	 乐堡
主流高 (6元)		重庆国宾	 金山城	
主流 (4-6元)		重庆66系列	 山城冰爽	
低档 (4元以下)		重庆33系列	 老山城	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

供应链效率提升，产能优化排头兵

“资援新征程”计划的关键词是效率、成本、现金

2015-18 年开展“资援新征程”计划，目标定位供应链优化、提高运营效率。根据嘉士伯 2015 年年报，该项目计划利用 2 年左右时间提升 15-20 亿丹麦克朗的利润，改善盈利能力，并投入下一阶段“扬帆 22”计划；重组、减值约 100 亿丹麦克朗，逐步改善公司低利润池、低增长势头、相对高成本的局面；植入价值管理和效率改善的工具。

图表 29: “资源新征程”计划顺利开展



资料来源: 嘉士伯 2015 年年报, 国盛证券研究所

公司实施生产网络优化。2014 年公司对老旧设备进行了清理, 进行强制报废, 共计提资产减值准备 2534.85 万元。销量下滑使得公司产能过剩问题愈发凸显, 产能利用率由于生产网络布局不合理是造成产能过剩的一大原因。2015 年为化解过剩产能、提高产能利用率, 对辐射能力弱、可替代性强、生产效率低的工厂实施优化, 关闭了綦江(重庆)、柳州(广西)、九华山(安徽)、永川(重庆)、黔江(重庆)和六盘水(贵州)等酒厂的生产性业务。2015 年对六家分子公司关停, 共计提减值准备 1.87 亿元。

2016 年 7 月公司转让原持有的宁波大梁山公司 70% 股权, 对安徽亳州公司进行关停。甘肃金山啤酒原料有限公司 2016 年 8 月已停产, 计提资产减值损失。此外公司还对持续亏损多年的嘉酿啤酒石柱分公司、湖南国人永州分公司、四川西昌公司计提固定资产减值。

2018 年公司继续对湖南区域供应链进行优化, 关闭了湖南常德酒厂。由于澧县酒厂和常德酒厂相距约 85 公里, 且两个酒厂均生产和销售相同的品牌组合, 且常德酒厂设备老旧、维护成本较高, 生产能力有限。优化后不仅可以提高湖南区域酒厂生产效率和降低管理成本, 还可以带来资本性支出节约。

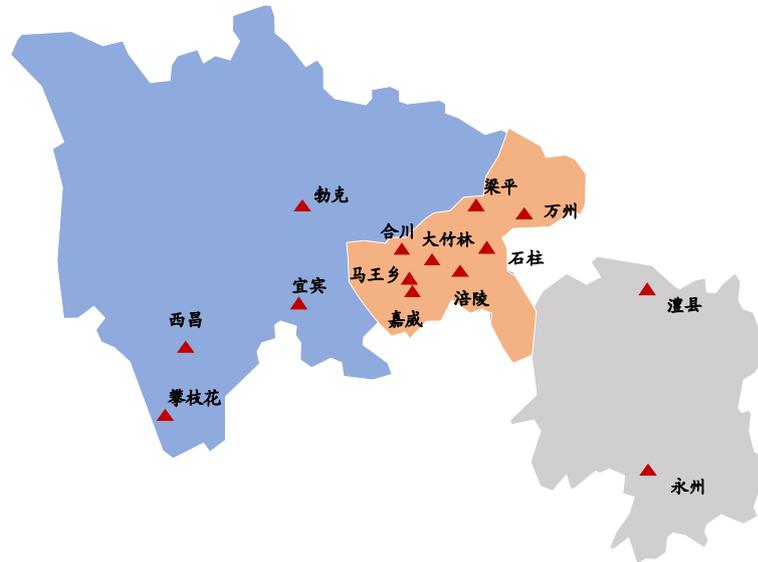
图表 30: 公司历年供应链优化关停工厂

关停/减值时间	公司名称	省市	方式
2015	重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司	重庆	关停
2015	柳州山城啤酒有限责任公司	广西	关停
2015	重庆啤酒安徽九华山有限公司	安徽	关停
2015	重庆啤酒黔江分公司	重庆	关停
2015	重庆啤酒永川分公司	重庆	关停
2015	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	贵州	关停
2016	宁波大梁山公司	浙江	转让 70% 股权
2016	重庆啤酒亳州公司	安徽	关停
2016	甘肃金山啤酒原料有限公司	甘肃	停产
2016	嘉酿啤酒石柱分公司	重庆	减值
2016	湖南国人永州非公司	湖南	减值
2018	重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司	湖南	关停

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

经过2015-18年的供应链优化,当前公司拥有14家啤酒工厂。重庆地区有8家啤酒厂(嘉威为联营工厂),四川地区4个啤酒厂,湖南地区2个啤酒厂。公司当前设计产能约140万吨,实际产能利用率接近70%。

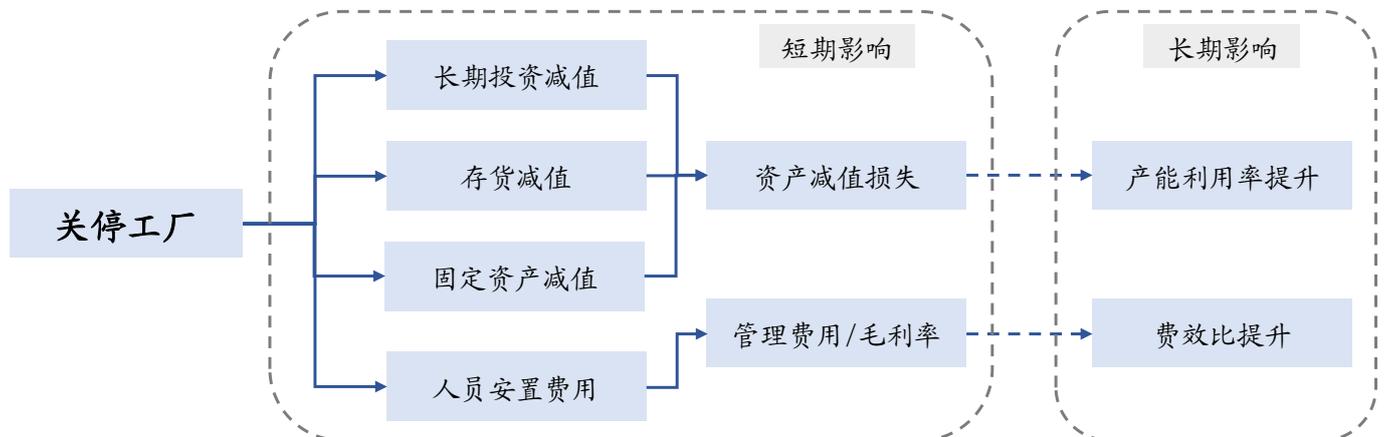
图表 31: 公司工厂布局及销售区域(2019年)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

关停落后产能对财务报表有1-2年短期影响,长期看提高产能利用率、费效比,从而提升净利率。公司需要关停的落后产能通常有以下几个特点:1)该地区市场销量无法继续提升,产能利用率长期较低;2)设备老旧、维护成本高;3)与其他工厂距离近,覆盖半径重叠。从短期看,关停落后工厂会产生固定资产、存货等资产减值损失,以及裁退人员的安置费用。此外由于存在亏损,公司所得税税率也较高,通常会影响到公司近1-2年的业绩。从长期看,关停落后产能后有利于公司减亏,产能利用率提升后推高公司毛利率水平,费效比改善降低公司费用率水平,有利于公司盈利能力改善。

图表 32: 关停工厂对公司的影响路径



资料来源: 国盛证券研究所整理

公司计提的减值损失主要来自于三个方面,未来一次性减值金额呈下行趋势。1)削减瓶型包装物带来存货叠加损失,高峰期在2014-15年,2015-2020年仍有逐步退市的瓶型,因此预计该项减值损失在2019-2020年仍会发生,但计提减值金额逐步缩小。2)

关停工厂、对亏损酒厂进行减值，高峰期在 2015-16 年，分别减值 1.89/1.51 亿元，展望未来 3 年预计不会关停工厂，但可能仍会产生亏损酒厂资产减值。3) “山城牌” 商标减值带来无形资产减值损失。“山城牌” 商标由股份公司于 2010 年自重啤集团收购获得，账面价值为 9920.06 万元。2015 年公司品牌战略调整至 “重庆品牌”，山城品牌销量明显下降，计提 5120 万减值，截至 2018 年 “山城品牌” 账面价值为 1200 万元，未来 3 年预计仍会产生少量减值。

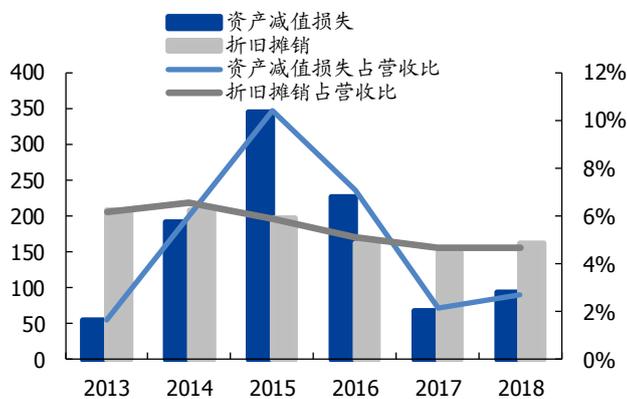
图表 33: 公司主要一次性减值资产减值损失(百万元)

年份	存货跌价损失 (包装物减值)	固定资产减值损失 (关停公司、亏损酒厂减值)	无形资产减值损失 (“山城牌” 商标减值)	坏账损失
2014	155.8	25.4		10.2
2015	78.7	189.4	52.8	24.2
2016	52.8	151.1	21.5	1.4
2017	39.3	26.1		2.6
2018	24.5	39.3	14.5	-3.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

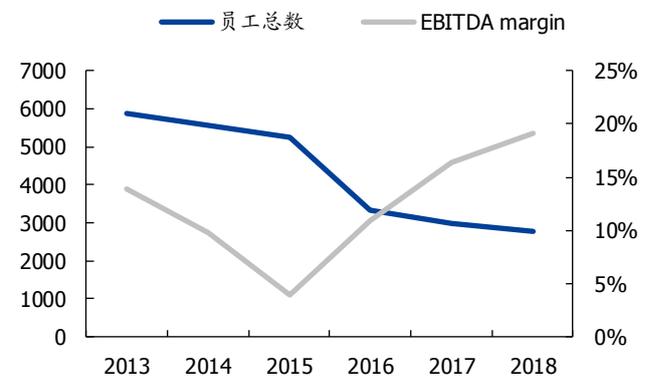
公司供应链优化后，盈利能力加速改善。2014-16 年时公司供应链优化高峰时期，资产减值占营收比分别达到 6.0%/10.4%/7.1%，2017-18 年降低至 2-3% 的水平。关闭落后产能后，公司折旧摊销占营收比逐年下降，自 2014 年的 6.2% 下降至 2018 年的 4.7%。此外公司员工人数也逐年精简，自 2013 年的 5861 人减少 52.4% 至 2787 人。产能利用率提升、折旧减少，人员效率的提升推动公司 EBITDA margin 自 2014 年 9.8% 上升至 2018 年 19.1%，显著高于改革之前的水平。

图表 34: 重啤资产减值、固定资产折旧占收入比下降(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 重啤关厂后 EBITDA margin 回升



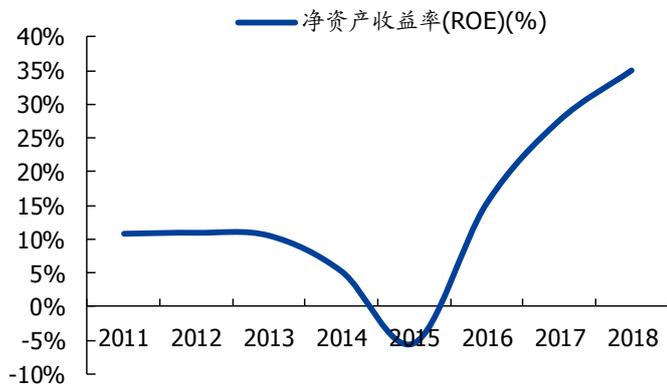
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

高 ROE 背后的本质: 基地市场优势+管理效率改善

公司 ROE 持续提升主要推动力是净利润率快速上行。2014-16 年 “资援新征程” 计划引领下公司进行了一系列产能优化, 此后 ROE 水平持续改善, 2018 年公司 ROE 达到 35%, 远高于青岛啤酒 8.1%、华润啤酒 5.2%。净利润率自 2015 年快速改善源于公司进行两方面的重要变革: 1) 产品结构升级。用重庆国宾替代山城, 利于在重庆地区的高市占率及知名度进行产品换代升级; 2) 供应链优化。关停 6 家落后亏损的分子公司, 计提一

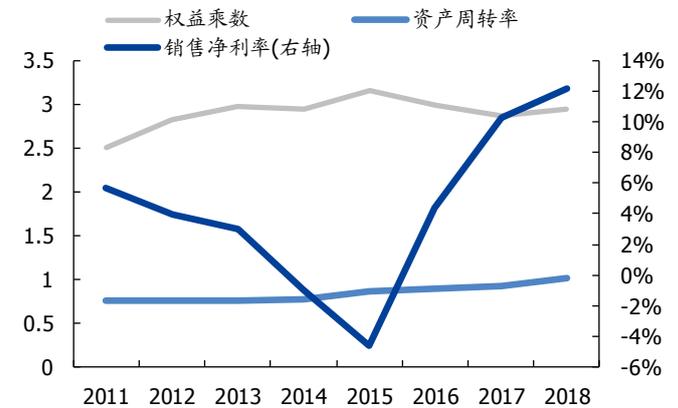
次性资产减值损失。开源和节流两方面改革加快公司盈利能力提升，2018年销售净利率步入双位数达到12.2%。

图表 36: 重庆啤酒 ROE 持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 重庆啤酒历年 ROE 拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

横向对比看, 重庆啤酒经调整 ROE 高于同行, 主要源于盈利能力和权益乘数更高。由于关停落后产能所带来的一次性资产减值影遮盖了当年的盈利能力, 我们将资产减值的因素扣除计算经调整净利润率, 然后再计算经调整 ROE。与同行业公司相比, 重庆啤酒经调整 ROE 更高的差异来源于净利润率高、权益乘数高。这两项财务指标则反映了公司在基地市场优势下产品结构偏中高、渠道话语权较强。

图表 38: 国内主要啤酒企业经调整 ROE 比较

	2015	2016	2017	2018
华润啤酒				
经调整 ROE	3.2%	7.2%	9.4%	9.9%
经调整净利润率	2.8%	3.5%	5.6%	5.7%
资产周转率	0.3	0.7	0.7	0.8
权益乘数	3.8	3.1	2.3	2.1
青岛啤酒				
经调整 ROE	10.8%	6.4%	7.6%	8.6%
经调整净利润率	6.2%	4.0%	4.8%	5.7%
资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
权益乘数	1.7	1.8	1.8	1.9
重庆啤酒				
经调整 ROE	23.1%	32.3%	32.9%	42.1%
经调整净利润率	8.4%	12.0%	12.4%	14.0%
资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
权益乘数	3.2	3.0	2.9	2.9

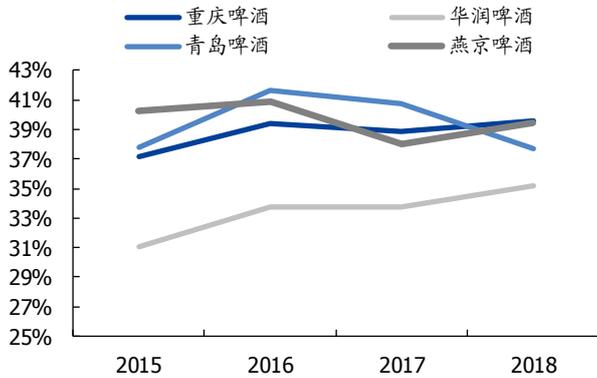
资料来源: 公司年报, Wind, 国盛证券研究所

➤ 公司在重庆地区市占率高, 高端化具备市场基础。

公司在重庆地区市占率 85% 以上, 品牌和渠道优势根深蒂固, 其他啤酒品牌很难进入重庆地区。重庆本地市民及游客对重庆啤酒品牌忠诚度极高, 餐饮门店消费会点名要重庆

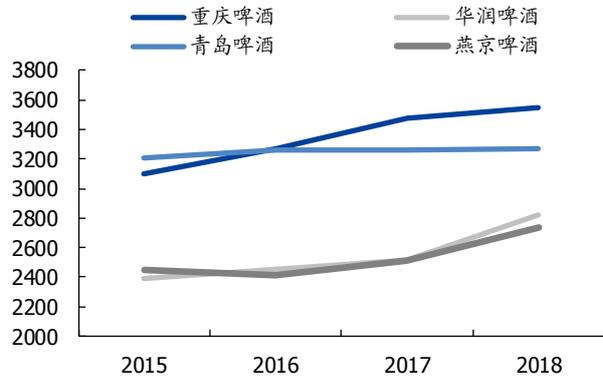
啤酒。渠道调研显示重庆主城区餐饮渠道基本被重庆啤酒垄断，以8元价格带的重庆醇麦国宾、乐堡起步，主流价格带已经接近8元，同期国内其他品牌啤酒主流价格带在4-5元。渠道和品牌力的双重优势使得公司产品升级进展顺利，例如8元重庆醇麦国宾推出后仅在餐饮渠道销售，消费者也乐于接受公司推出的新产品，从而推动主流价格带从6元向8元升级。2018年公司中档及以上产品销量占比达到85.5%，吨酒价3544元/吨，均明显高于国内其他啤酒企业。

图表 39: 重庆啤酒毛利率改善及与同行业比较(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 重庆啤酒吨酒价提升较快(元/吨)

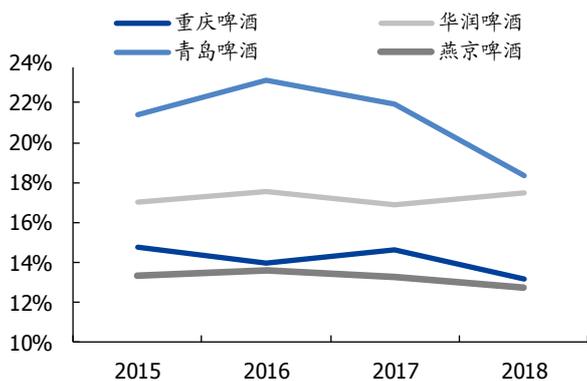


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 基地市场销售费用投入费效比高，渠道话语权强。

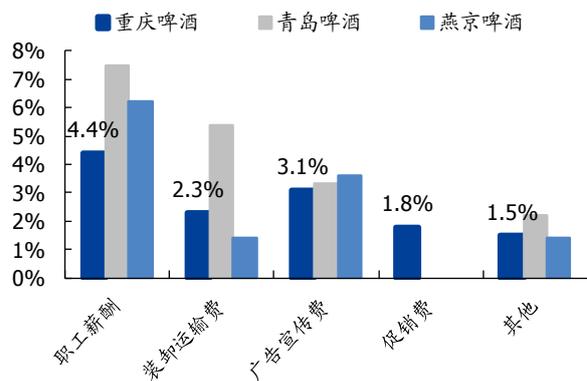
公司销售费用率水平稳定在13-14%，低于青啤(2018年将与销售量相关的折扣从收入中扣除)、润啤的水平。拆分具体销售费用项来看，公司的优势体现在职工薪酬、装卸运输费用占比较低，体现出公司基地市场优势。

图表 41: 重庆啤酒销售费用率处于较低水平(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

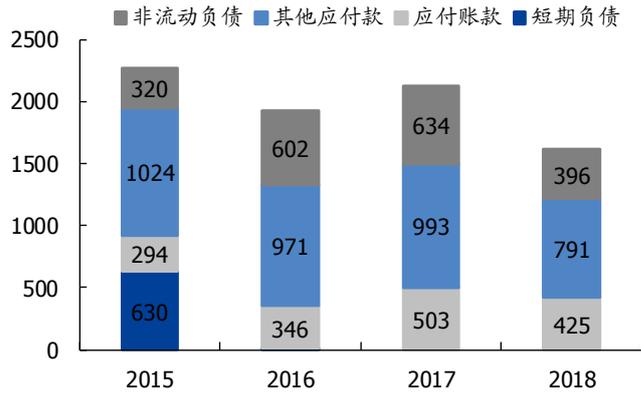
图表 42: 主要啤酒企业销售费用率差别拆分(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司权益乘数较高然而几乎没有有息负债，经营负债较高体现了公司较高的渠道话语权。公司流动负债中其他应付款占比达到45.5%，占整体负债的比例也达到37%，其他应付款主要是收取的包装物押金。公司在销售啤酒时不含瓶销售，收取经销商押金计入其他应付款，根据公司章程如有出借包装物无法退回时，对包装物按视同销售处理，将出借包装物、其他应付款押金结转至收入。渠道调研了解，公司在重庆基地市场销售的回瓶率较高，且通常玻璃瓶一年能够周转8-10次，高于其他啤酒企业。

图表 43: 公司负债结构(百万元)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

高 ROE 背后同样离不开嘉士伯集团对公司管理的持续输出。嘉士伯收购重庆啤酒后对高管进行大换血, 向重啤派出了多位管理层。当前公司董事会 6 名成员均为嘉士伯集团高管, 或快消品行业资深职业经理人。嘉士伯集团国际化的管理使得重啤从一家国有企业转变为管理规范、高效率的公司。

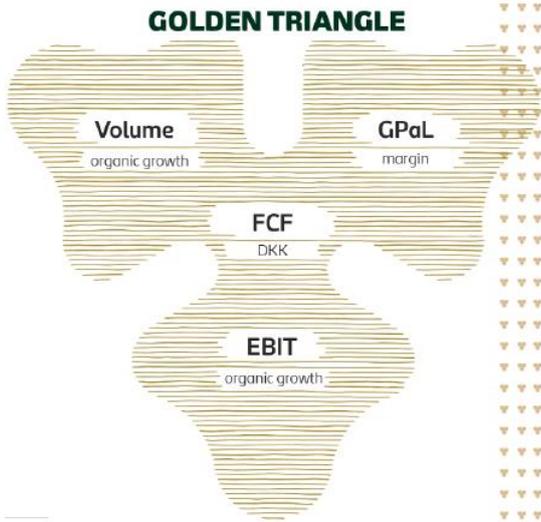
图表 44: 重庆啤酒主要高管来自于嘉士伯集团

姓名	职位	年龄	主要工作经历
Roland Arthur Lawrence	董事长	60 岁	现任嘉士伯亚洲财务副总裁, 同时担任嘉士伯啤酒厂香港有限公司和 Carlsberg India Pvt. Ltd., Gorkha Brewery (P) Ltd 公司董事。2008 年至 2011 年担任沃尔玛(中国)高级副总裁和首席财务官。
Lee Chee Kong	董事	47 岁	现任嘉士伯中国董事总经理。曾担任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理, 亨氏中国董事总经历职位。
Chin Wee Hua	董事	48 岁	现任嘉士伯中国财务副总裁。
连德坚	董事	52 岁	现任嘉士伯中国重庆啤酒业务单元总经理。2002 年 7 月加入嘉士伯中国, 在高级管理岗位上历任数职。2014 年至 2017 年, 担任嘉士伯中国云南业务单元总经理。
吕彦东	董事、副总经理	43 岁	现任嘉士伯中国区生产运营副总裁。历任嘉士伯公司惠州供应链总监, 本公司副总经理。
陈松	董事、总经理	46 岁	1999 年至 2014 年历任宝洁(中国)口腔事业部财务分析经理, 亨氏(中国)投资有限公司事业部财务总监、集团首席财务执行官和董事, 科蒂(中国)投资有限公司首席财务执行官和彩妆事业部总经理。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

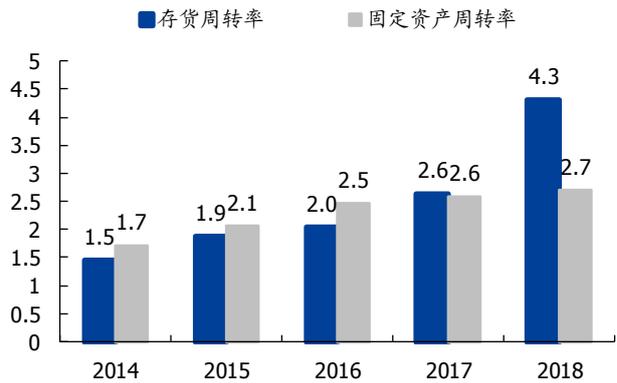
嘉士伯集团实行以财务导向的管理模式, 通过“金三角”对三项核心指标进行平衡考核: **市场份额(内生销量增长)、扣除运费后毛利率、息税前利润**。在三项指标的引领下, 公司在开源方面提升产品结构以促进销量内生增长以及毛利率提升; 节流方面通过削减瓶型、关停落后工厂以提高公司运营效率, 促进 EBIT 利润率改善。2014 年公司削减瓶型, 计提了存货减值损失后, 公司存货周转率提升明显, 自 2014 年 1.5 次/年提升至 4.3 次/年; 2015-16 年公司关停落后工厂后固定资产周转率也得以提升, 自 2014 年 1.7 次/年提升至 2.7 次/年。

图表 45: 嘉士伯管理金三角



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 重庆啤酒资产周转率逐年提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

前景展望

“扬帆 22” 计划

2016年3月份嘉士伯提出“扬帆22计划”，旨在加强核心啤酒业务同时为公司未来发展定位。“扬帆22”关键战略包括“强化核心品牌”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”。“强化核心品牌”定位于当前，一方面巩固公司核心竞争优势，包括核心品牌嘉士伯及强势区域品牌；另一方面巩固市场份额位列前两位的优势市场。“定位于实现增长”着眼于中长期，在精酿、无酒精啤酒等新品类，并在仍具潜力的中国、印度等亚洲市场实现销量提升。“构建必赢文化”强调团队为基础、绩效指标为导向。

图表 47: 公司工厂布局及销售区域(2019年)

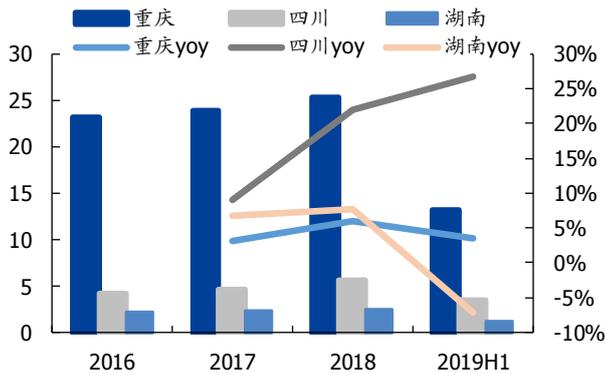


资料来源: 嘉士伯官网, 嘉士伯年报, 国盛证券研究所

“大城市”战略成效凸显。嘉士伯集团在中国西部核心省份以外采用“大城市”计划扩

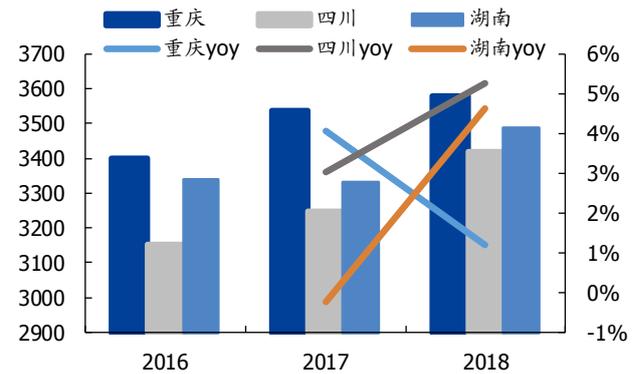
大在中国的版图。2018年嘉士伯在20多个大城市开展活动，这些活动消费者对嘉士伯国际品牌组合反应积极。公司践行嘉士伯集团“大城市”战略，布局四川的4个重点城市。2017/18年四川地区销量同比增长5.8%/15.9%，收入同比增加9.0%/22.0%，吨价同比提高3.0%/5.2%。公司2019年9月在成都上市新品“一品醇麦”，继续完善成都市场产品组合，拉动品牌影响力。2016-18年，四川地区经销商数量从628个减少到297个，通过精简经销商网络及渠道调整，“大城市”战略成效初显。随着四川宜宾自动化新工厂的投产，将承接更多高端啤酒的代工产能，进一步通过高端化和差异化打开四川及周边市场。

图表 48: 公司分区域收入及增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 公司分地区吨酒价及增长(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

继续加大在四川地区产能布局，推广高端产品。公司近期发布公告，计划在宜宾工厂投资新建一条产能为15万千升的拉罐生产线，项目正在前期筹划阶段，预计总投资不低于2.1亿元人民币，最快2020年后正式启动。公司现有拉罐生产线位于重庆、湖南，共有设计产能约12万吨，2019年已经达到饱和，预计2020年面临拉罐产能缺口。罐装产品包装成本低、运输半径更广，销售渠道多为非现饮渠道，更适合高端产品的省外渗透。根据草根调研，重啤在四川商超渠道占比较高，主要以乐堡、嘉士伯为主，其中乐堡罐装定价在5-6元，与青啤经典装定价类似，略高于雪花超级勇闯；嘉士伯罐装定价在8-10元，与青啤奥古特、喜力属于同一价格带。

未来公司有望继续丰富产品组合。国际品牌方面，2018年公司已经从嘉士伯集团引进高端的格林堡啤酒，定位酒吧、夜场渠道。根据“扬帆22”计划，未来仍期待引进精酿、无酒精啤酒等品类。本土品牌方面，2019年9月份公司于新疆乌苏啤酒签订《商标使用许可协议》，于2020年1月1日-2023年2月28日期间公司可以在重庆区域内生产和销售“乌苏啤酒”，有助于丰富公司产品组合、满足不同消费者的需求。

嘉士伯资产注入预期

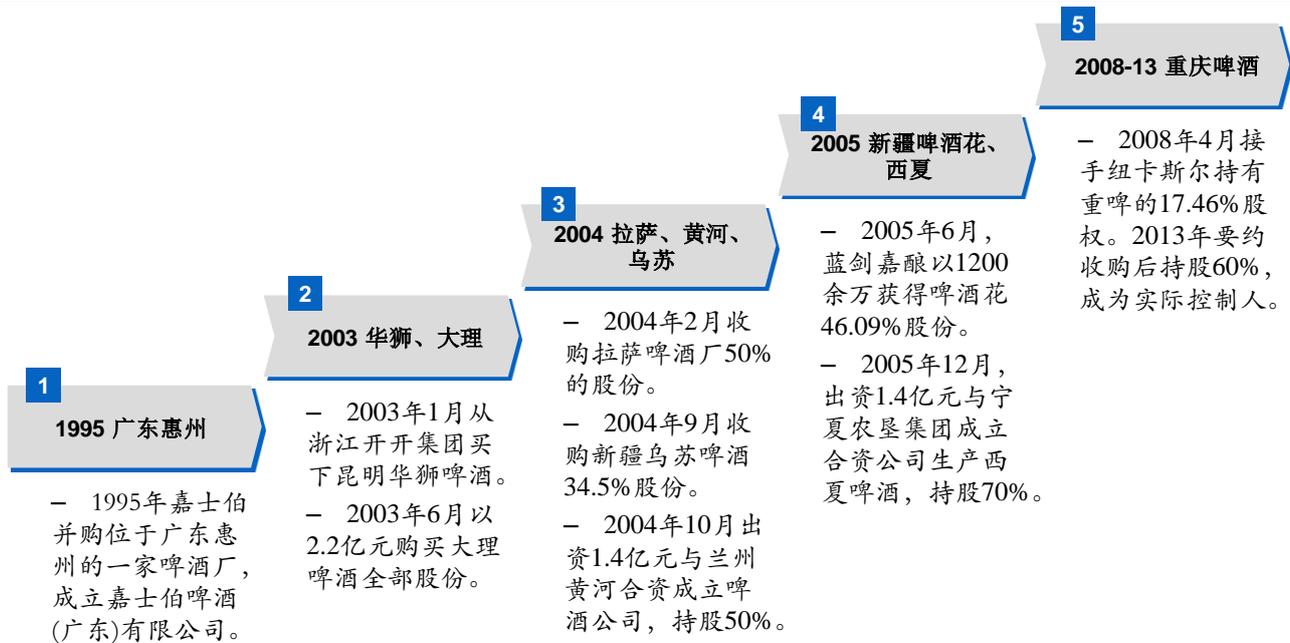
嘉士伯2013年要约收购承诺会避免同业竞争问题，如若嘉士伯中国资产注入，相当于再造一个重啤。嘉士伯在2013年《要约收购报告书》中承诺为避免潜在同业竞争，按照符合国际惯例的合理估值水平，将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒，并承诺在本次要约收购完成后的4-7年的时间解决，2020年是关键窗口期。

如果根据嘉士伯承诺将其他在国内啤酒资产注入重庆啤酒，重啤将成为西部及西南地区的啤酒领头羊。按2018年嘉士伯在中国啤酒销量市占率6.1%计算，嘉士伯中国地区啤酒销量约为268万吨；根据嘉士伯年报，2018年中国地区销售收入约为75.09亿丹麦克朗，换算成人民币约为77.5亿元。2018年嘉士伯亚太营业利润率为20.4%，重庆啤酒营业利润率为13.86%、净利润率12.15%。我们进行简单估算，嘉士伯中国扣除重啤以外的收入约42.8亿元，按照净利润率12-15%计算，体外资产净利润水平约为5.1-6.4

亿元。

嘉士伯是中国西部啤酒之王。嘉士伯是最早进入中国的国外啤酒产品之一，1995年嘉士伯并购了位于广东惠州的一家啤酒厂，成立了最早的嘉士伯啤酒(广东)有限公司。2003年嘉士伯开启向西部发展战略，通过以上合资和收购，嘉士伯中国在中国西部地区市场占有率达到60%。嘉士伯中国的本土品牌除重庆啤酒外，还包括大理、拉萨、黄河、乌苏、新疆、西夏等，强势本土品牌在各自地区发挥着连接本地消费者的重任；国际品牌包括嘉士伯、乐堡、K1664等。

图表 50: 嘉士伯在中国的发展历程



资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 51: 嘉士伯本土品牌啤酒布局

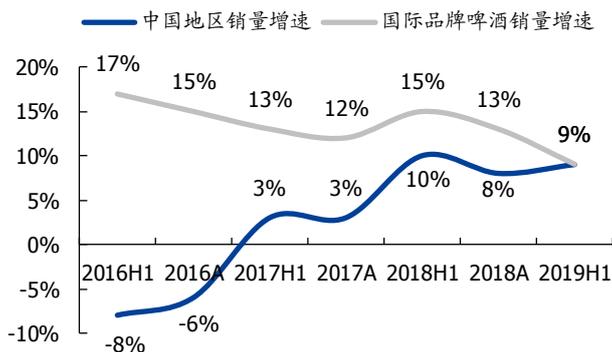
地区	公司名称	持股比例	经营品牌
广东	嘉士伯广东	99%	嘉士伯、乐堡、1664等
云南	昆明华狮啤酒有限公司	100%	华狮
	大理啤酒有限公司	100%	大理、风花雪月
西藏	西藏拉萨啤酒有限公司	50%	拉萨
甘肃	兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
	天水黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
	酒泉西部啤酒有限公司	50%	黄河
青海	青海黄河嘉酿啤酒有限公司	50%	黄河
新疆	新疆嘉酿投资有限公司	90%	乌苏、新疆
	新疆啤酒花股份有限公司	30%	新疆(2016年被同济堂借壳)
	新疆乌苏啤酒有限责任公司	65%	乌苏
宁夏	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	70%	西夏
重庆	重庆啤酒	60%	重庆、山城

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国是嘉士伯亚太地区的重要战略市场，2018年已经成为前两大市场之一。2018年嘉士伯中国地区营收75.09亿DKK，营收占比12%，与俄罗斯75.07亿DKK的营收并驾齐驱。嘉士伯中国区2015-16年实施供应链优化，以重啤为代表，分别关停了6个、2个产能落后工厂，整体销量受到影响，但高端部分产品销量保持双位数增长。2017年以来整体销量逐步回暖，2018年嘉士伯中国销量同比增长8%，其中高端部分销量同比增长13%。

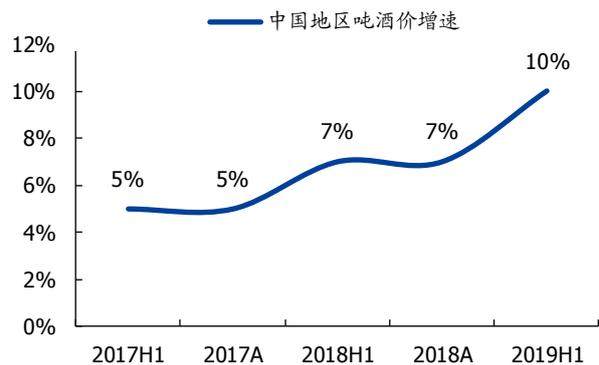
2017年以来公司本土、国际品牌升级齐头并进。一方面公司不断对本土品牌进行升级，例如重庆啤酒推出重庆纯生、小麦白、醇麦国宾，抢占更高价格带；此外乌苏啤酒在2019年也成为网红啤酒，跟随新疆餐饮文化走出了新疆。国际品牌方面，公司持续推动嘉士伯、乐堡、1664等高端品牌增长，贡献公司吨酒价加速提升。

图表 52: 嘉士伯中国地区销量增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

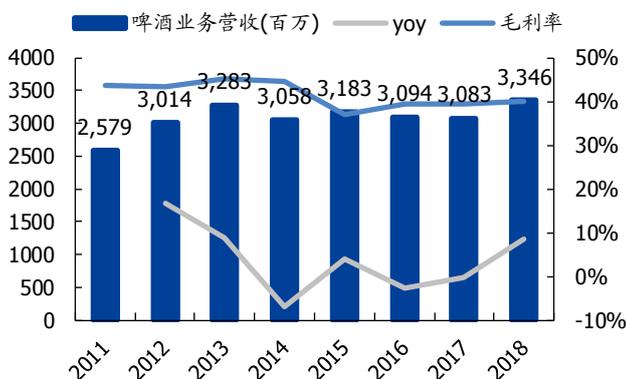
图表 53: 嘉士伯中国地区吨酒价增速(%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

区分不同主体，重庆啤酒规模领先、稳定增长。2018年重庆啤酒主营业务收入33.46亿元，同比增长8.5%，占嘉士伯中国营收的40%左右，并且近几年重啤的营收保持稳定增长趋势，2011-18年收入增长CAGR为3.7%。公司与兰州黄河合资的啤酒业务近几年呈现下滑趋势，2018年兰州黄河啤酒业务收入3.42亿元，2011-18年收入增长CAGR为-6.1%。

图表 54: 重庆啤酒历年收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 兰州黄河历年啤酒业务收入及毛利率(百万元)

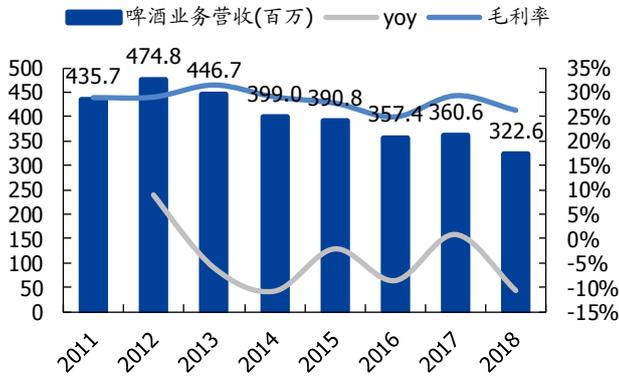


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

西藏拉萨啤酒有限公司中嘉士伯持股50%，生产和销售拉萨啤酒为主，2018年该公司啤酒业务收入3.22亿元，同比下滑10.6%；2011-18年啤酒业务营收增长CAGR为-4.2%。

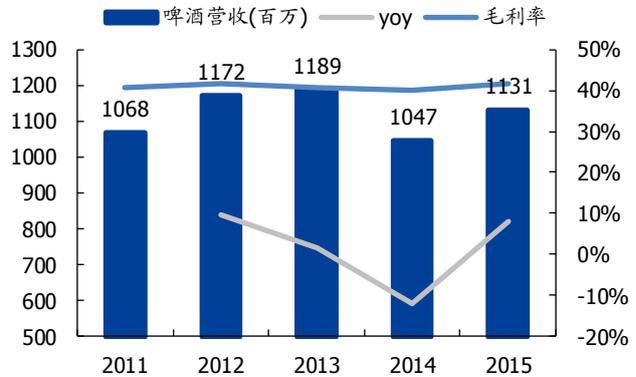
西藏拉萨啤酒毛利率也持续下滑，自2011年28.8%下滑至2018年26.2%。新疆啤酒花公司2016年1月份被同济堂借壳，嘉士伯获得乌苏啤酒100%股权，能够看到2015年乌苏啤酒营收11.31亿元，同比增长8%，乌苏啤酒毛利率水平41.7%，与重庆啤酒接近。

图表 56: 西藏发展历年啤酒业务收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 啤酒花 2011-2015 年啤酒业务收入及毛利率(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

关键假设&盈利

销量端: 公司 2019 年销量增速 0.6%左右, 2020-2021 年新增帮乌苏啤酒代工, 预计销量分别同比增长 8.7%/2.3%。根据产品档次拆分, 2019 年由于天气状况恶劣、夜场渠道受到打压, 高档啤酒销量受影响较为明显, 预计高档啤酒(主要是嘉士伯系列、乐堡纯生、重庆纯生)销量同比下滑 1%, 预计 2020-2021 年恢复增长, 销量分别同比增长 2%/3%。

中档啤酒销量占比 2018 年达到 71.4%, 主要为乐堡、重庆国宾系列, 2019 年新增重庆醇麦国宾。2019 年新品醇麦国宾上市进展顺利, 乐堡啤酒省内外依然保持稳定增长, 预计全年中档啤酒销量同比增长 2.0%; 未来中档啤酒持续挤压替代低档啤酒销量, 6 月价格带持续向 8 元升级, 预计 2020-2021 年保持 1-2%左右增速。

低档啤酒主要包含重庆 33、山城系列, 2018 年销量占比为 18.6%, 处于下行通道, 预计 2019/20/21 年低档啤酒销量分别同比下滑 4%/5%/5%。

公司 2019 年 9 月份与新疆乌苏啤酒签订委托代工、商标许可协议, 根据公司公告预计 2020 年为乌苏啤酒代加工对的交易金额为 3.46 亿元, 我们假设完成关联交易预计额的 80%, 且乌苏啤酒出厂价 3500 元/吨, 推算 2020 年代工量在 7.9 万吨, 并且预计 2021 年代工量提升至 10 万吨左右。

综上我们预计公司 2019/20/21 年啤酒销量分别为 95.0/103.3/105.7 万吨, 分别同比增长 0.6%/8.7%/2.3%。

收入端: 吨酒价保持 3-5%增长, 预计 2019/20/21 年啤酒业务收入端增速分别为 5.3%/12.1%/5.5%。2019 年新品醇麦国宾上市推广顺利, 推动主流价格带向 8 元/瓶升级, 叠加二季度开始增值税率自 16%下调至 13%, 公司吨酒价增长明显。预计高档啤酒吨酒价分别同比增长 4%/2%/1%, 中档啤酒分别同比增长 5%/4%/4%, 低档啤酒分别同比增长 2%/1%/0%。2020/21 年代工乌苏啤酒吨酒价保持 3500 元/吨。综上我们预计 2019/20/21 年啤酒吨酒价分别同比增长 4.7%/3.1%/3.1%, 啤酒业务营收分别

同比增长 5.3%/12.1%/5.5%。

图表 58: 公司收入拆分

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销量(万吨)	88.8	94.4	95.0	103.3	105.7
高档	9.0	9.4	9.3	9.5	9.8
中档	61.5	67.4	68.8	69.8	70.7
低档	18.2	17.6	16.9	16.0	15.2
乌苏				7.9	10.0
吨酒价(元/吨)	3474.0	3543.8	3710.0	3823.6	3942.7
高档	5492.5	5392.1	5607.7	5719.9	5777.1
中档	3511.9	3575.8	3754.5	3904.7	4060.9
低档	2352.0	2428.9	2477.5	2502.3	2502.3
乌苏				3500.0	3500.0
啤酒业务收入(百万元)	3083.2	3346.5	3523.9	3948.5	4166.7
高档	493.6	508.4	523.4	544.6	566.5
中档	2160.4	2411.5	2582.8	2726.4	2869.4
低档	429.2	426.5	417.7	400.8	380.7
乌苏				276.8	350.0
其他业务收入(百万元)	92.3	120.9	100.0	100.0	100.0
收入合计(百万元)	3175.5	3467.3	3623.9	4048.5	4266.7
yoy	-0.6%	9.2%	4.5%	11.7%	5.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

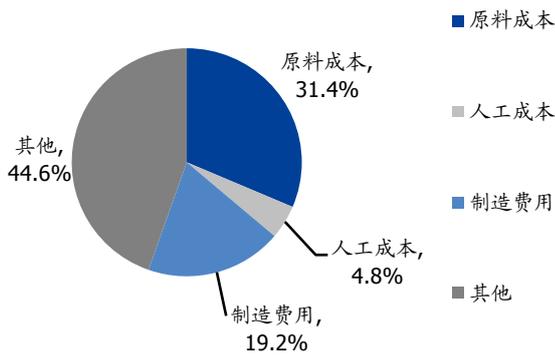
成本端: 2019 年成本压力来源于澳麦、玻璃价格上涨, 未来受益于罐装化率提升。

2018 年-2019 上半年澳麦价格上涨。目前国内啤酒业 65-80% 的大麦都需要进口, 2018 年以来一方面由于澳洲天气干旱减产, 随着季度饲料和酿酒的需求增加, 自 2018 年 8 月份开始进口澳麦价格快速上涨; 另一方面 2018 年 11 月份澳麦反倾销立案调查进一步使进口澳麦价格上涨。海关总署数据显示 2018 年进口大麦价格同比涨幅在 20-30%, 公司原材料吨酒耗费较 2017 年同比上涨 4.5%; 2019 年 1-3 月进口大麦价格同比涨幅分别为 18.7%/26%/25.3%。

2019 年下半年后大麦价格压力缓解。根据美国农业部 2019 年 9 月份发布的世界谷物市场贸易报告显示, 2019/20 年度北半球大麦收割工作基本结束。加拿大、欧盟、俄罗斯和乌克兰的大麦产量均高于上年, 使得 2019/20 年度全球大麦产量大幅提高, 创下 2008/09 年度以来的最高水平。海关总署数据显示, 进口大麦价格已经自 2019 年 2 月份高位逐月下滑, 下半年 2019 年 7-9 月进口大麦价格同比增幅分别为 1.3%/-4%/-8.9%。

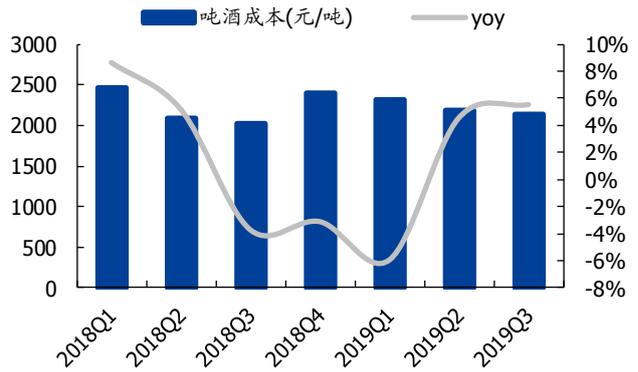
玻璃价格上涨, 未来成本端受益罐装化率提升。环保政策收紧以及上游供给侧改革, 2018 年玻璃价格持续走高, 2019 年仍维持高位, 给公司带来成本压力。罐装化率逐步提升有推动高端化、缓解成本压力。罐装啤酒具有方便携带、密封性及避光性好、储运方便的优势, 且采购成本较玻璃瓶低。提高罐装化率能够带来成本节约, 根据调研了解当前一个铝罐的成本约 4-5 毛, 采购一个玻璃瓶的成本 7-8 毛, 铝罐的采购成本低了 37% 左右。公司当前罐装生产线主要布局于重庆、湖南, 四川地区商超渠道罐装啤酒需要运输, 公司计划 2020 年在宜宾厂新建 15 万千升罐装产线。当前公司罐装化率约为 10-15%, 由于餐饮渠道占比高因而略低于同行业(青啤 30-35%), 预计未来公司罐装啤酒产量保持较快增长。

图表 59: 重庆啤酒成本构成(2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 60: 重庆啤酒单季度吨酒成本走势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 进口大麦价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 62: 玻璃价格指数

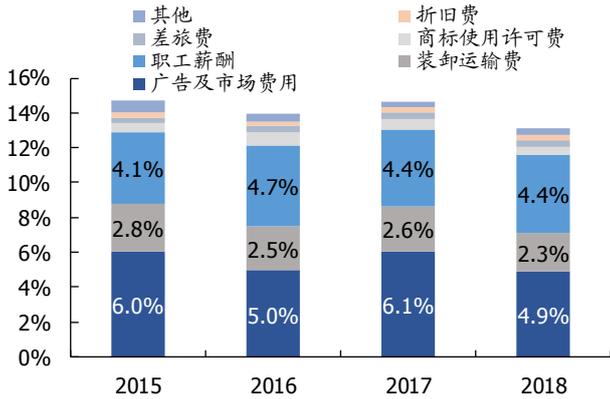


资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于以上分析和判断, 我们预计 2019 年公司原料成本同比增长 5%, 2020/21 年分别同比下降 3%/2%。公司生产效率改善、自动化程度提升后, 吨酒耗费人工成本延续下行趋势, 预计 2019/20/21 年吨酒耗费人工成本分别下滑 0.4%/1.0%/2.0%; 吨酒耗费制造费用同样延续下降趋势, 预计 2019/20/21 年分别同比下降 1%/1.5%/2.5%。根据上文预计, 公司 2020/21 年新增代工乌苏啤酒 7.9/10 万吨, 根据定价标准, 公司代工的毛利率为 11%, 预计该部分新增代工略拉低公司 2020 年毛利率水平。综上我们预计公司 2019/20/21 年毛利率水平分别为 41.5%/39.8%/41.3%。

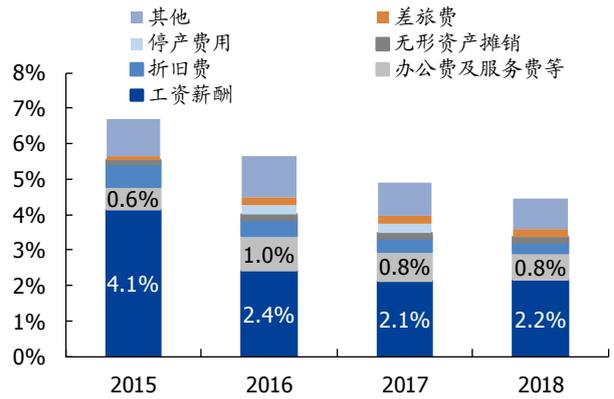
费用端: 销售费用率、管理费用率有望持续下行。公司销售费用率自 2015 年 14.7% 逐步下行至 2018 年 13.1%, 销售费用中广告及市场费用、职工薪酬、装卸运输费构成主要部分, 考虑到未来 2-3 年公司仍有新品上市、开发四川和湖南市场, 销售费用绝对值保持平稳增长。但由于新增乌苏啤酒代工无须销售费用, 而收入基数增大, 因此销售费用率下行。受益管理效率提升, 公司管理费用率自 2015 年 7.0% 下行至 2018 年 4.4%。管理费用率主要构成包括工资薪酬、办公费及服务、折旧费等, 预计未来管理效率改善, 部分停产费用、折旧费仍有下行空间, 管理费用率保持稳中下行趋势。综上我们预计公司 2019/20/21 年销售费用率分别为 12.9%/11.4%/11.0%; 管理费用率分别为 4.2%/3.8%/3.6%。

图表 63: 公司销售费用分拆及走势(占营收比, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 64: 公司管理费用分拆及走势(占营收比, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上, 预计公司 2019/20/21 年实现收入 36.24/40.48/42.67 亿元, 同比增长 4.5%/11.7%/5.4%。2019 年公司不再将大额医保纳入离职后福利精算范围, 并对设定受益计划中大额医保的计划变动确认为过去服务成本, 预计确认利得 17,018 万元, 计入营业外收入, 预计 2019/20/21 年归母净利润分别为 6.33/5.73/6.88 亿元, 分别同比增长 56.7%/-9.5%/20.1%。

图表 65: 公司主要财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,176	3,467	3,624	4,048	4,267
增长率 YoY(%)	-0.6	9.2	4.5	11.7	5.4
归母净利润(百万元)	329	404	633	573	688
增长率 YoY(%)	82.0	22.6	56.7	-9.5	20.1
EPS(元)	0.68	0.83	1.31	1.18	1.42
净资产收益率(%)	28.0	36.3	46.0	36.3	36.3
P/E(倍)	75.0	61.2	39.0	43.1	35.9
EV/EBITDA(倍)	21.2	21.6	17.8	15.7	13.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

估值分析

啤酒行业由于持续的产能扩张、收购兼并, 导致折旧摊销水平、资产负债率高, 进而导致账面净利润通常低于现金流水平, 利息支出较大, 无法真实反映企业盈利情况, 通常采用 EV/EBITDA 方法估值。

从 EV/EBITDA 角度, 成熟啤酒市场 EV/EBITDA 在 11-12 倍, 成长型市场估值接近 20 倍。国际啤酒巨头百威英博、喜力、嘉士伯 2020 年估值水平约为 11-12 倍, 港股上市百威亚太、华润啤酒 2020 年 EV/EBITDA 约为 19-20 倍, 中国啤酒市场相比于西方发达国家成熟市场仍处于成长期, 高端化趋势明显, 享受估值溢价。重庆啤酒当前市值对应 2020 年 EV/EBITDA 为 29.2 倍, 主要源于公司 ROE 水平更高, 同时市场对嘉士伯可能注入其他在华资产给予一定溢价。

图表 66: 可比公司估值比较(截至 2019 年 11 月 14 日)

	总市值 (亿美元)	EPS(美元/人民币)				EV/EBITDA				PETTM	PSTTM
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
百威英博	1,289.9	4.26	3.05	4.69	4.59	12.7	12.7	12.3	11.9	18.6	2.4
喜力	587.1	3.74	4.68	4.87	5.25	13.9	13.6	11.9	11.4	27.6	2.4
嘉士伯	161.1	5.20	5.67	6.12	6.71	18.8	11.8	11.5	10.9	20.6	1.7
百威亚太	482.0	--	--	0.07	0.10	29.6	24.8	22.5	19.7	53.0	7.2
华润啤酒	178.6	0.43	0.50	0.70	0.99	30.9	29.5	23.7	19.0	91.8	3.6
青岛啤酒	106.4	0.93	1.05	1.26	1.53	18.6	17.6	17.5	15.6	39.1	2.4
重庆啤酒	33.9	0.68	0.83	1.33	1.20	50.7	38.9	27.5	29.2	38.7	6.7

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所(华润、重庆、青岛啤酒 EPS 单位为人民币)

风险提示

天气、政策法规不确定性。啤酒消费通常在夏季为主,如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多,会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严,夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化,会对市场稳定性带来影响。

行业竞争激烈。随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销,将进一步加剧国内中高端产品市场的竞争态势,由于公司产品面向中高端产品市场比重较大,可能影响公司短期的销量和收入增长。

原材料成本、外汇汇率波动。如果原材料成本、包材成本发生波动,会对公司的盈利能力影响。公司目前原材料大麦主要依赖进口,因此汇率的变动将会影响本公司的原材料采购成本。

估计和假设条件不准确。在进行嘉士伯体外资产估算以及盈利预测时,如果报告中假设条件不准确,可能会造成估计的结果不准确。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com