

# 连江寒雨后，风正一帆悬

2018 年 09 月 10 日

## 【投资要点】

- ◆ **高端化是啤酒行业必行之路。**近年来，啤酒行业面临新的变化。啤酒消费人群逐步萎缩，消费场景发生改变，并且产品同质化严重。未来我国啤酒的消费增量有限，高端化是啤酒行业的必行之路。
- ◆ **背靠引领产业变革的母公司。**重啤母公司嘉士伯集团品牌组合丰富，产品品质优异，西欧是其强势地区，亚太是其增长最快的地区。嘉士伯“扬帆 22”战略进度及效果良好，中国区领先行业去产能。目前已全面进入扩张阶段。
- ◆ **改革中奋进的巴渝明珠。**嘉士伯集团已全面控制重庆啤酒，改革阻力较小。过去几年，公司按照“扬帆 22”战略规划，实施增质提效，大幅去产能。目前关厂已入尾声，未来轻装上阵。
- ◆ **关注渠道拓展及资产整合机会。**重啤渠道拓展不断推进，今年继续主攻四川和湖南地区，效果良好。此外，重啤已进入与嘉士伯中国的资产整合窗口期，期待协同效应。

## 【投资建议】

- ◆ 上调重庆啤酒盈利预测，预计重庆啤酒 2018/2019/2020 年营业收入分别为 35.46/38.96/42.49 亿元，归母净利润分别为 4.24/5.07/5.81 亿元，EPS 分别为 0.88/1.05/1.20 元，对应 PE 分别为 29.82/24.96/21.78 倍。在不考虑嘉士伯资产注入条件下，给予公司 19 年 29 倍 PE，6 个月目标价：30.45 元，上调评级至“买入”。

### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3175.52	3545.54	3896.49	4249.22
增长率 (%)	-0.64	11.65	9.90	9.05
EBITDA (百万元)	529.75	658.93	756.64	859.33
归母净利润 (百万元)	329.46	424.19	506.94	580.74
增长率 (%)	82.03	28.75	19.51	14.56
EPS (元/股)	0.68	0.88	1.05	1.20
市盈率 (P/E)	38.40	29.82	24.96	21.78
市净率 (P/B)	10.87	10.89	10.46	9.76
EV/EBITDA	22.58	18.00	15.51	13.46

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 食品安全风险；行业竞争加剧。

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价: 30.45 元

东方财富证券研究所

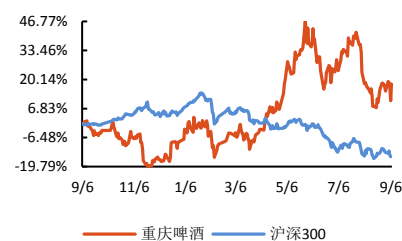
证券分析师: 陈博

证书编号: S1160517120001

联系人: 沈旸

电话: 021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	11833.10
流通市值 (百万元)	11833.10
52 周最高/最低 (元)	34.00/18.25
52 周最高/最低 (PE)	49.38/31.34
52 周最高/最低 (PB)	13.92/7.20
52 周涨幅 (%)	18.14
52 周换手率 (%)	199.12

相关研究

《高端化领先，市场拓展有望获得突破》

2018.04.16

## 正文目录

1. 高端化是啤酒行业必行之路 .....	4
1.1. 行业进入平稳期 .....	4
1.2. 啤酒新趋势显现 .....	5
1.3. 关注啤酒消费新场景 .....	7
2. 背靠引领产业变革的母公司 .....	8
2.1. 世界第三大啤酒巨头 .....	8
2.2. 特色鲜明，产品组合丰富 .....	10
2.3. 扬帆22 领先行业去产能 .....	12
3. 变革中的巴渝明珠 .....	13
3.1. 股权理顺，减少改革阻力 .....	13
3.2. 在持续改革中扬帆启航 .....	14
4. 关注渠道拓展及资产整合机会 .....	16
4.1. 川渝湘三地市场拓展 .....	16
4.2. 川渝湘三地市场潜力 .....	16
4.3. 已入资产整合窗口期 .....	17
5. 盈利预测 .....	18
5.1. 关键假设 .....	18
5.2. 盈利预测 .....	18
6. 估值和投资建议 .....	19
6.1. 相对估值 .....	19
6.2. 绝对估值 .....	20
6.3. 投资建议 .....	20
7. 风险提示 .....	21

图表目录

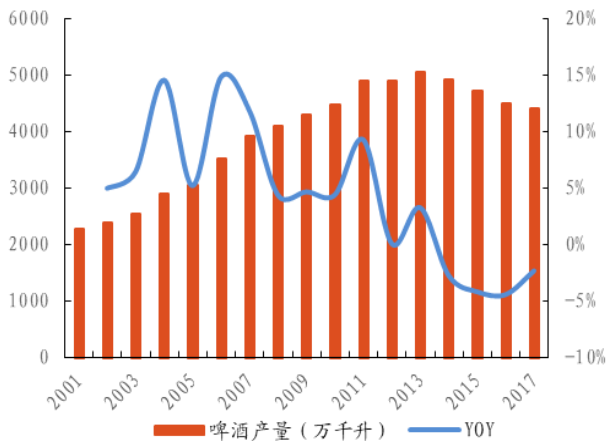
图表 1: 我国历年啤酒产量 (万千升)	4
图表 2: 我国历年啤酒销量 (万千升)	4
图表 3: 2016 各国啤酒人均年消费量 (升/年)	4
图表 4: 我国历年啤酒人均消费量 (升/年)	4
图表 5: 30 岁以下消费者酒类消费占比	5
图表 6: 啤酒消费的主力人口占比下降	5
图表 7: 我国历年人口出生率情况	5
图表 8: 2017 年啤酒各渠道销量占比	5
图表 9: 我国精酿啤酒厂数	6
图表 10: 历年啤酒进口量 (万千升)	6
图表 11: 啤酒行业市场规模 (亿元)	6
图表 12: 啤酒行业社会平均终端吨酒价格 (元/吨)	6
图表 13: 2017 年中国高端啤酒销量 (万千升)	7
图表 14: 2017 年中国高端啤酒销售额占比	7
图表 15: 我国历年酒吧数量	7
图表 16: 我国酒吧行业市场规模 (亿元)	7
图表 17: 近年来国内旅游游客人次 (亿人次)	7
图表 18: 2017 境内游餐饮消费增速	7
图表 19: 嘉士伯营业收入 (亿丹麦克朗)	8
图表 20: 嘉士伯营业利润 (亿丹麦克朗)	8
图表 21: 嘉士伯各地区营收占比	8
图表 22: 嘉士伯各地区营业利润占比	8
图表 23: 2017 年嘉士伯各地销量占比	9
图表 24: 2017 年嘉士伯各地区市场份额	9
图表 25: 2017 年我国高端啤酒销量占比	10
图表 26: 2017 我国主要啤酒企业出厂吨价 (元/吨)	10
图表 27: 嘉士伯中国主要产品	11
图表 28: 嘉士伯中国重点考核三大指标	12
图表 29: 2017 年重庆啤酒股权结构	13
图表 30: 2017 年重庆啤酒管理层情况	13
图表 31: 重庆啤酒历年营业总收入 (亿元)	14
图表 32: 重庆啤酒历年归母净利润 (亿元)	14
图表 33: 重庆啤酒资产减值损失 (亿元)	14
图表 34: 重庆啤酒各区域营业收入占比	14
图表 35: 重庆啤酒各品牌营业收入占比	15
图表 36: 重庆啤酒历年出厂吨价 (元/吨)	15
图表 37: 重庆啤酒 789 狂欢季活动	15
图表 38: 乐堡啤酒与音乐结合	15
图表 39: 2017 年各省市啤酒产量 (万千升)	16
图表 40: 2017 年各省市餐饮支出占居民收入比重	16
图表 41: 2017 年川渝湘三地餐饮收入增速	17
图表 42: 川渝湘三地 GDP 增速	17
图表 43: 盈利预测关键财务数据	18
图表 44: 同行业估值比较	19
图表 45: 历史 PE (TTM) 区间	19
图表 46: 历史 PB 区间	19
图表 47: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	20

## 1. 高端化是啤酒行业必行之路

### 1.1. 行业进入平稳期

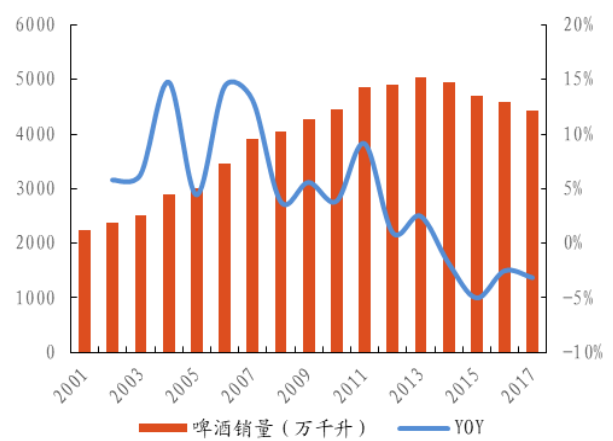
啤酒是世界上最古老的发酵饮料之一，起源于美索不达米亚和古埃及文明时期，鼎盛于中世纪，约在 19 世纪末传入我国。上世纪九十年代，随着我国经济的快速腾飞，啤酒作为沟通和释放压力的工具，广受普罗大众的喜爱，蓬勃发展。与此同时，啤酒也逐步结合了中国独有的酒桌文化，催生出大排档、餐饮饭店等多样化的消费场景，雪花、青岛、燕京等知名国产品牌逐步形成。行业顶峰时期，我国啤酒的产量达到了 5062 万千升，销量 5028 万千升，是世界上最大单一市场。

图表 1：我国历年啤酒产量（万千升）



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

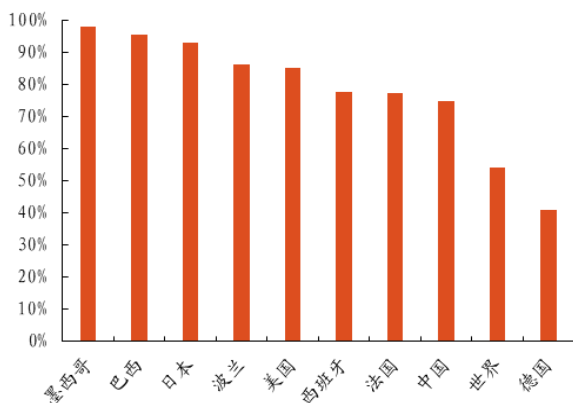
图表 2：我国历年啤酒销量（万千升）



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

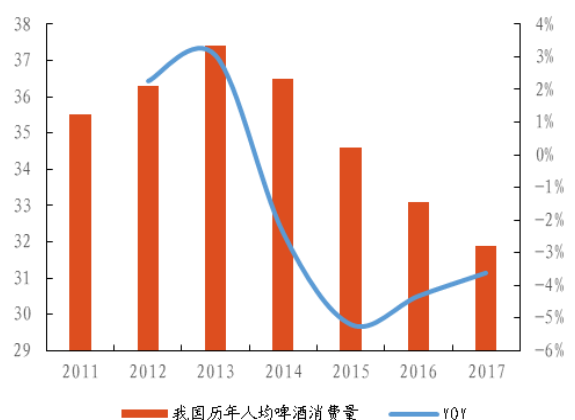
2013 年之后，我国啤酒行业遭遇发展困境，消费量逐年下滑，到 2017 年，我国的人均消费量一度下滑至 32 升/年，相较于 2013 年下降 16%。而 2018 H1，受益世界杯因素，我国啤酒产量累计 2064 万千升，同比增加 1.2%，略有企稳。

图表 3：2016 各国啤酒人均年消费量（升/年）



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

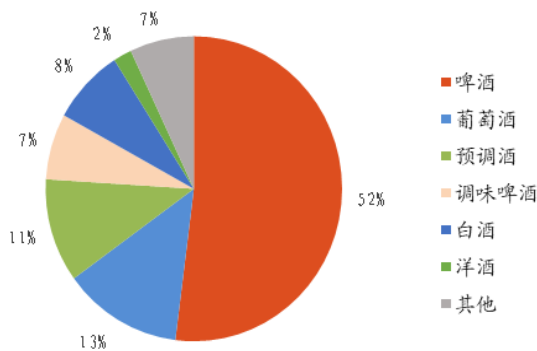
图表 4：我国历年啤酒人均消费量（升/年）



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

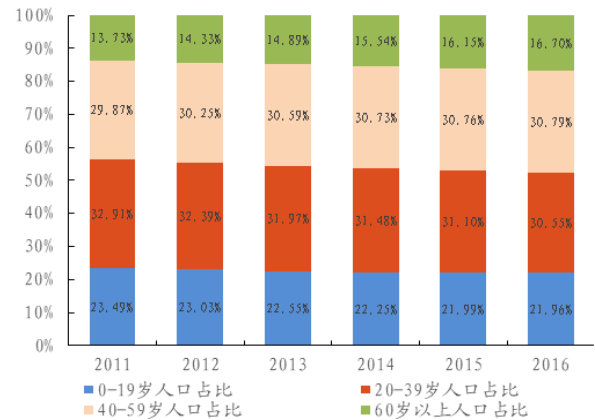
我国啤酒消费增量有限。据 Euromonitor 数据，我国啤酒消费人群的平均年龄低于我国年龄均值，年轻消费者是我国啤酒消费的主流群体。近年来，我国社会老龄人口占总人口的比例持续扩大。60 岁以上老年人占比从 2011 年的 13.73% 快速上升到 2016 年的 16.7%，以每年约 0.6 个 pct 的速度上涨。而作为啤酒主力消费人群的 40 岁以下人口占比从 2011 年的合计 56.4% 下滑至 2016 年的 52.51%。年轻人口下滑，啤酒消费人群逐步萎缩，啤酒总消费量保持平稳甚至下滑在所难免。

图表 5：30 岁以下消费者酒类消费占比



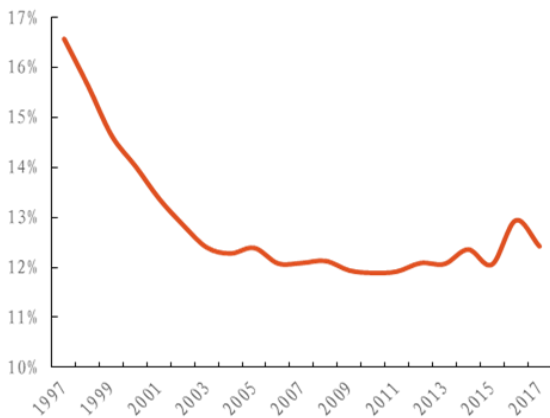
资料来源：罗兰贝格市场调研，东方财富证券研究所

图表 6：啤酒消费的主力人口占比下降



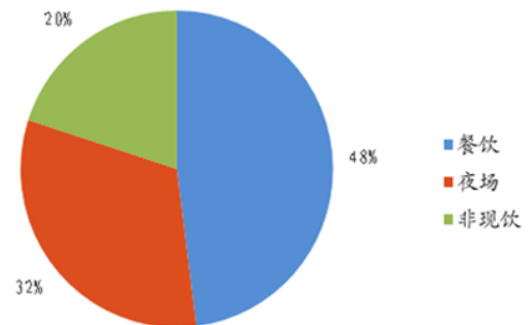
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 7：我国历年人口出生率情况



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 8：2017 年啤酒各渠道销量占比



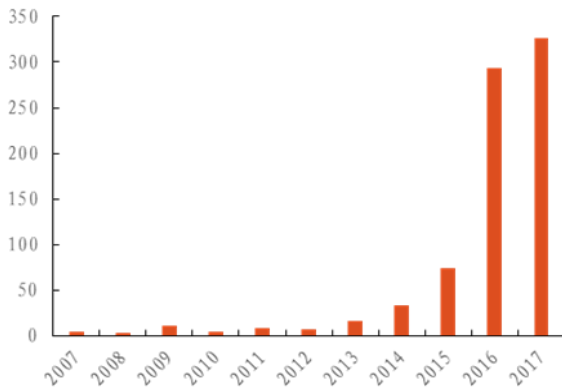
资料来源：中国酒业杂志，东方财富证券研究所

## 1.2. 啤酒新趋势显现

**产品过度单一，个性化产品崛起。**过去，啤酒企业过度注重渠道和生产成本控制，产品同质化严重，口味趋于单一。而如今，在经济高速增长长期出生的一代人逐步进入酒类主力消费人群年龄区间，未来消费能力将逐步加强。年轻人群以独生子女为主，崇尚个性化、时尚化、自由化，整体趋势不可阻挡。年

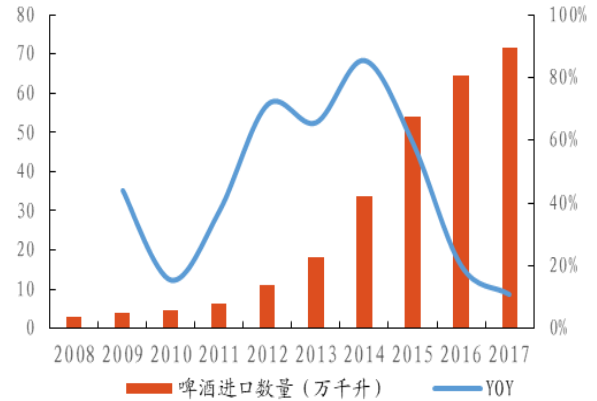
轻消费人群更关注产品本身和品牌特征，需求也更多元。啤酒定位年轻人，对酒类消费人群消费习惯的变化更加敏感。也因此，近年来进口啤酒出现快速增长。在2011年我国的啤酒进口量仅为6.42万千升，到2017年为71.6万千升，六年间增长超十倍。倡导精细化酿造、传统工艺和创新原料的精酿啤酒厂数量也出现大幅上升，2017年已达326家。在美国，精酿啤酒贡献了整个啤酒市场销量的12.7%，销售额的23.4%。而目前，我国精酿啤酒刚起步，并且没有定义，凡是特色化啤酒都被称为精酿，未来行业有望快速扩张和逐步规范化。

图表 9：我国精酿啤酒厂数



资料来源：VC SAAS，东方财富证券研究所

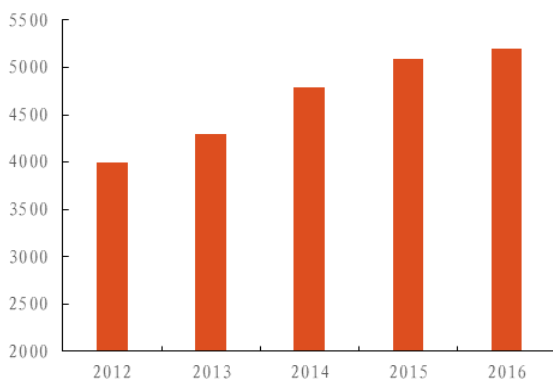
图表 10：历年啤酒进口量（万千升）



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

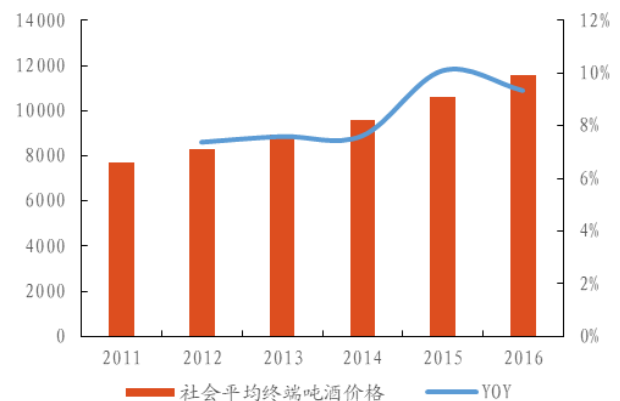
**高端化是啤酒行业必行之路。**我国啤酒高端化迹象明显。Euromonitor 按照每升售价不同，将所有啤酒分为高、中、低端，高端啤酒终端单价为38元/升以上，中端为19元/升以上、低端为6元/升以上。从市场销量看，我国的高端啤酒的年销量由2011年的147.84万千升快速上升至2016年的368.57万千升，市场份额增至7.7%。从市场规模看，高、中、低端啤酒销售额分别为1406亿元、1447亿元和2312亿元，占比27.2%、28.0%和44.8%，高端啤酒仅用近8%的销量创造了超27%的销售额。而我国的啤酒行业社会平均终端吨酒价格也从2011年的8000元左右上升至2016年的12000元左右，年均复合增速约为8.45%。目前，我国啤酒消费量有限，高端化是啤酒行业的必行之路。

图表 11：啤酒行业市场规模（亿元）



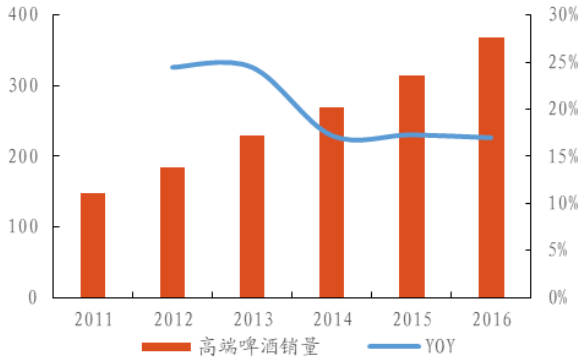
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 12：啤酒行业社会平均终端吨酒价格（元/吨）



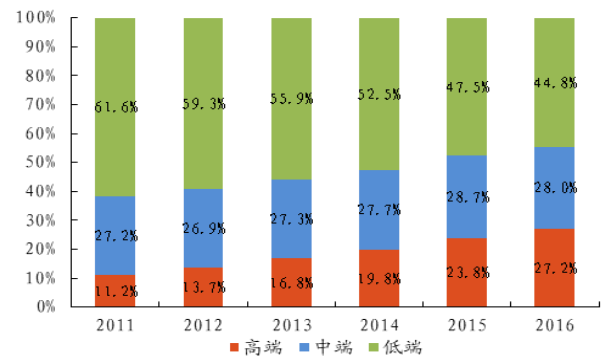
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 13: 2017 年中国高端啤酒销量（万千升）



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 14: 2017 年中国高端啤酒销售额占比



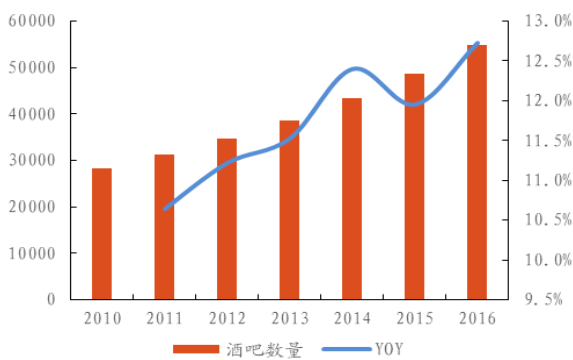
资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

### 1.3. 关注啤酒消费新场景

目前,我国传统啤酒的消费场景不断变化。各地大排档经过整顿后大幅减少,夜店酒吧大量增多,酒吧行业的市场规模保持高速增长。据我们对公开数据的整理,在2002年,夜场只占啤酒总销量的1%,而到2017年,夜场消费的啤酒便已达到整体啤酒销量的32%,并且普通KTV场景啤酒终端价约为商超2倍,酒吧啤酒终端价约为商超3倍。夜场渠道啤酒的销售额巨大。

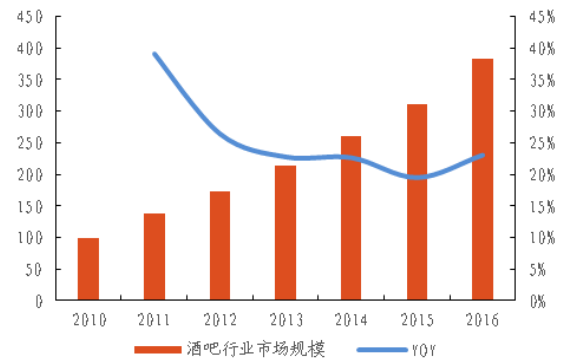
此外,国内旅游市场长时间稳定的高速增长也给啤酒企业带来新机会。2017年,我国境内旅游餐饮消费增长了201%,远远高出餐饮的平均增长水平。消费者在以放松和享受为目的的旅行中,更乐于享受美食,当地特色啤酒容易受欢迎,相关啤酒市场潜力大。

图表 15: 我国历年酒吧数量



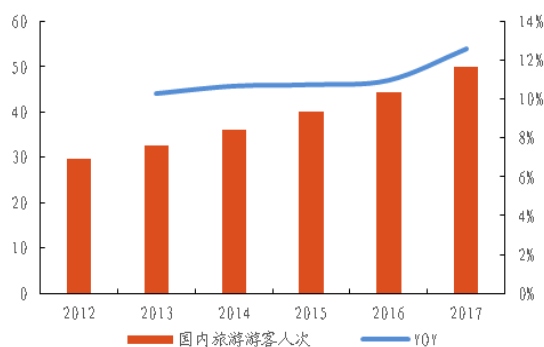
资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 16: 我国酒吧行业市场规模 (亿元)



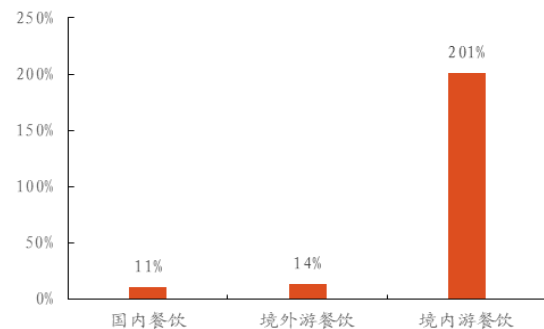
资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 17: 近年来国内旅游游客人次 (亿人次)



资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 18: 2017 境内游餐饮消费增速



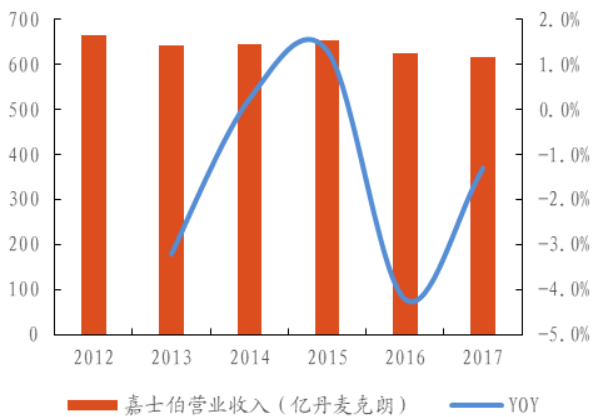
资料来源: 银联智慧, 东方财富证券研究所

## 2. 背靠引领产业变革的母公司

### 2.1. 世界第三大啤酒巨头

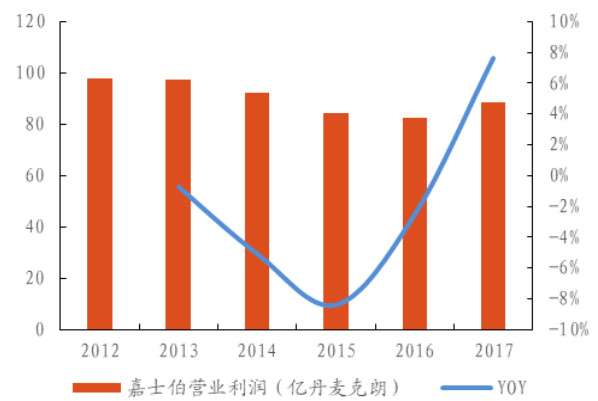
嘉士伯啤酒集团始创于1847年，为世界第三大啤酒企业，重庆啤酒母公司。公司品牌组合丰富，拥有的品牌总数超400个，并且基本以国际品牌+本土品牌这一模式。公司国际品牌包括嘉士伯、凯旋1664、乐堡等在全球市场都有一定知名度的高端品牌，用于拔高品牌形象和新市场的初期拓展，本土品牌基本为当地风格多样的特色啤酒品牌，用于丰富嘉士伯的产品线。销量上看，国际品牌和本土品牌占比分别为25%和75%。

图表 19: 嘉士伯营业收入 (亿丹麦克朗)



资料来源: 嘉士伯年报, 东方财富证券研究所

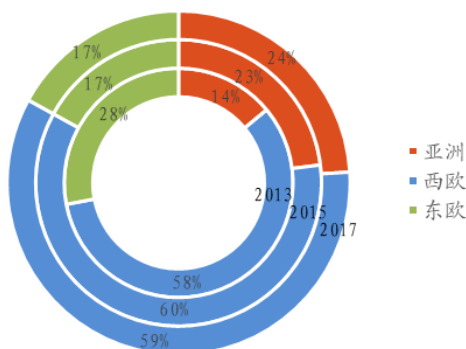
图表 20: 嘉士伯营业利润 (亿丹麦克朗)



资料来源: 嘉士伯年报, 东方财富证券研究所

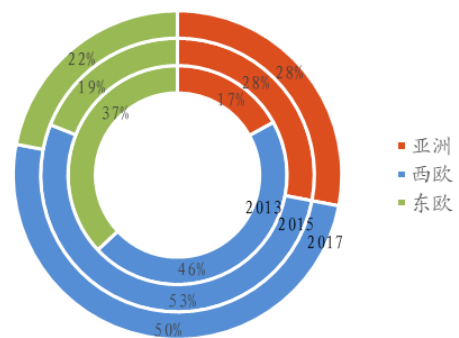
嘉士伯的主要市场包括西欧、东欧和亚洲地区。西欧是其强势地区，2017年营业收入占比为59%，营业利润占比50%，销量占比47%。其中，丹麦、瑞典、挪威、德国北部、葡萄牙等国市场份额均位列第一。亚太市场是嘉士伯增长最快的地区，销量占比已达29%。

图表 21: 嘉士伯各地区营收占比



资料来源: 嘉士伯年报, 东方财富证券研究所

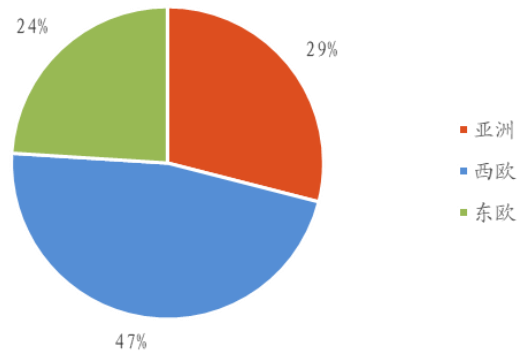
图表 22: 嘉士伯各地区营业利润占比



资料来源: 嘉士伯年报, 东方财富证券研究所



图表 23：2017 年嘉士伯各地销量占比



资料来源：嘉士伯年报，东方财富证券研究所

图表 24：2017 嘉士伯各地区市场份额

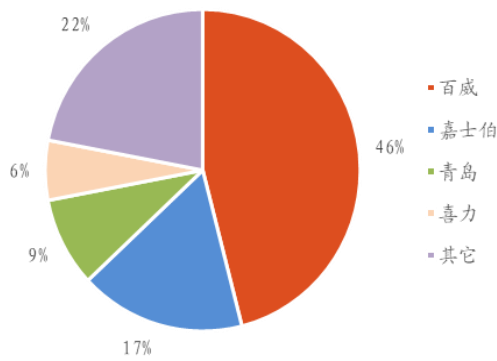
地区	排名	市场份额	地区	排名	市场份额	
嘉士伯西欧市场	丹麦	1	54	俄罗斯	1	32
	瑞典	1	34	乌克兰	1	31
	挪威	1	54	白俄罗斯	1	30
	芬兰	2	32	哈萨克斯坦	2	34
	法国	2	29	阿塞拜疆	1	60
	瑞士	1	41	中国西部	1	59
	英国	4	11	越南	4	9
	波兰	3	18	老挝	1	95
	德国北部	1	17	柬埔寨	1	30
	意大利	3	7	尼泊尔	1	66
嘉士伯东欧市场	葡萄牙	1	47	印度	3	17
	波罗的海国家	1-2	26-40	缅甸	4	4
	欧洲东南部	1-3	13-32	马来西亚	2	39
				新加坡	2	21
			香港	2	27	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

嘉士伯集团于1978年正式在中国大陆开展业务，着力开发中国中西部市场，目前在中国西部市场占有率已达59%。近年来，公司以国际品牌为先导，积极往东部地区发展，特别着力拓展夜场及非现饮渠道。夜场是我国中高端啤酒最重要的市场，销量虽低但利润率高，并且是国内主流啤酒企业的薄弱环节，易于公司市场拓展。非现饮渠道上，公司避开大众啤酒市场激烈的正面竞争，将年轻消费人群进一步细分，依托音乐、足球、旅游等概念，不断追寻年轻群体更为细腻的需求。

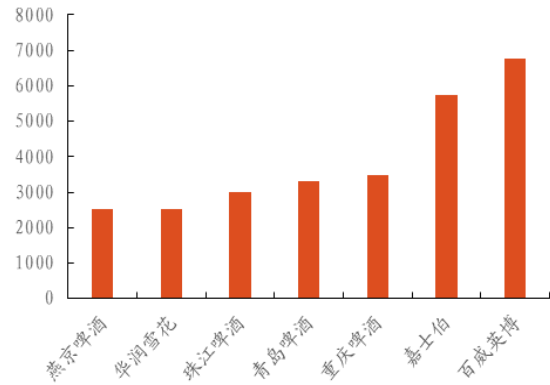
目前，公司高端品牌占公司在中国区总销量的24%，营收的40%。而在中国高端啤酒市场，2017年嘉士伯销量占比约为17%，位列第二位。

图表 25：2017 年我国高端啤酒销量占比



资料来源：啤酒工业信息网，东方财富证券研究所

图表 26：2017 我国主要啤酒企业出厂吨价（元/吨）



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

## 2.2. 特色鲜明，产品组合丰富

嘉士伯啤酒是嘉士伯集团的旗舰性国际品牌，创始于1904年，是一种德国风味全麦酿造的比尔森啤酒。嘉士伯在诞生之初就与运动相结合，是欧洲杯、世界杯等国际顶级赛事的赞助商常客。该品牌和足球紧密联系，主要走夜场渠道。2017年，公司针对国内消费习惯推出特醇嘉士伯，较嘉士伯啤酒更清爽，逐步尝试往餐饮渠道发展。

乐堡啤酒始创于1880年，是一款清爽顺口、淡雅适中淡拉格啤酒，适合与辛辣的亚洲美食搭配。同时，乐堡适应年轻化、个性化，被打造为一款时尚啤酒品牌，常与音乐元素结合和联动。其独特的易拉啤酒瓶彩盖设计，时尚感十足的瓶身设计，能够很好契合年轻消费者的需求，也能吸引目标人群猎奇求新的眼球。国内的乐堡产品目前主要分布在一些高线城市和旅游城市的餐饮及各类非现饮渠道。

凯旋1664白是一款源于法国的经典风格小麦酿造上发酵啤酒。该产品包装采用蓝色钴玻璃瓶，以柑橘等水果来调味，在具有啤酒基础口味的同时更偏向甜香，也更容易让大部分消费者接受，适合新市场的初期大规模拓展。在国内，1664白定位高端，品牌宣传结合一些大型展会，已在一二线及部分三四线市场的夜场和非现饮渠道大规模铺货，近三年皆保持40%以上增速。目前，该产品在国内出厂吨价达20000元，渠道利润丰厚，加价率100%以上，即商超渠道330ml单瓶13-15元，夜场渠道250ml单瓶30-50元。

格林堡1128是一款比利时工业修道院啤酒。格林堡啤酒传承了比利时修道院啤酒的传统酿造工艺。其古老的酵母决定了格林堡啤酒的果香、麦香和口感更加浓郁。该产品主要吸引追求品质生活和独特风味的消费者，同时进一步拔高品牌形象。格林堡1128已于2017年12月正式进入中国，主要进驻夜场及电商渠道，目前广受好评。

此外，全系列凯旋1664及格林堡1128各拥有6种风格各异的口味，产品组合具有较高的深度。

图表 27：嘉士伯中国主要产品



**冰纯嘉士伯**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：4%  
产地：惠州 / 重庆 / 银川 / 昆明 / 常州



**嘉士伯**  
啤酒类型：皮尔森啤酒  
酒精度：4%  
产地：广东惠州



**特醇嘉士伯**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：3.2%  
产地：惠州 / 重庆 / 昆明 / 常州



**森沫斯苹果汽酒**  
啤酒类型：苹果汽酒  
酒精度：3.6%  
产地：克罗地亚



**怡乐仙地**  
啤酒类型：低醇啤酒  
酒精度：0.6%  
产地：广东惠州



**乐堡**  
啤酒类型：皮尔森啤酒  
酒精度：3.1%  
产地：广东惠州



**重庆纯生**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：3.3%  
产地：重庆



**重庆国宾**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：3.3%  
产地：重庆



**红乌苏**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：4%  
产地：新疆乌鲁木齐市、新疆塔城地区、新疆伊犁州、新疆阿克苏地区、新疆巴州



**绿乌苏**  
啤酒类型：皮尔森啤酒  
酒精度：3.3%  
产地：新疆乌鲁木齐市、新疆塔城地区、新疆伊犁州、新疆阿克苏地区、新疆巴州



**凯旋1664白啤**  
啤酒类型：比利时白啤  
酒精度：5%  
产地：广东惠州



**凯旋1664黄啤**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：5%  
产地：法国



**凯旋1664金啤**  
啤酒类型：淡色拉格啤酒  
酒精度：6.1%  
产地：法国



**凯旋1664桃红啤酒**  
啤酒类型：果酒  
酒精度：4.5%  
产地：广东惠州



**格林堡白啤**  
啤酒类型：比利时白啤  
酒精度：6%  
产地：法国



**格林堡红啤**  
啤酒类型：修道院啤酒  
酒精度：6%  
产地：法国



**格林堡金啤**  
啤酒类型：修道院啤酒  
酒精度：6.7%  
产地：法国



**风花雪月**  
啤酒类型：皮尔森啤酒  
酒精度：2.5%  
产地：大理、昆明



**天目湖3**  
酒精度：2.5%  
产地：常州溧阳



**天目湖6**  
酒精度：2.5%  
产地：常州溧阳

资料来源：嘉士伯官网，东方财富证券研究所

### 2.3. 扬帆 22 领先行业去产能

近年来，针对全球啤酒市场和部分地区市场的新变化，嘉士伯于2016年3月推出“扬帆22”战略，其目标是使得嘉士伯集团成为更成功、更专业的和更具有吸引力的啤酒公司。

为实现公司愿景，嘉士伯“扬帆22”战略具体考核三大指标：运费后毛利率、EBIT和市场份额，重点关注四大举措：1) 巩固排名第一或第二的市场地位，利用强势啤酒品牌和市场地位来驱动业绩增长；2) 争取在具有长期发展机会的区域和品类上实现大幅增长；3) 实现自然内生增长，从而为股东创造价值；4) 着力构建公司内部的必赢文化。

由于嘉士伯自身产品吨价较高，较少的工厂完全可支撑起公司的全国拓展，而集中化的工厂又可提升公司自身的生产和管理效率。因此，公司实现“扬帆22”战略的具体措施首先就是增质提效，关闭过剩落后及亏损产能，而后再进行大范围扩张。在这一战略下，公司三年内国内的工厂数大幅减半，仅剩25家。如今，嘉士伯中国区已全面进入市场拓展阶段。由国际品牌主攻夜场及非现饮市场，方向为全国一二线城市并适当下沉，地方品牌主攻当地餐饮和部分非现饮渠道。目前公司整体市场拓展势头良好。

图表 28：嘉士伯中国重点考核三大指标



资料来源：东方财富证券研究所

业绩上，2018年上半年，受世界杯及行业高端化影响，公司经营情况良好，全球范围内销量有机增长3.4%，营收有机增长5.1%，净利润增长9.6%，价格组合增长2%。产品上，乐堡销量增长8%，格林堡1128增长11%，凯旋1664白增长55%，嘉士伯增长4%，精酿和特殊啤酒销量增长26%。

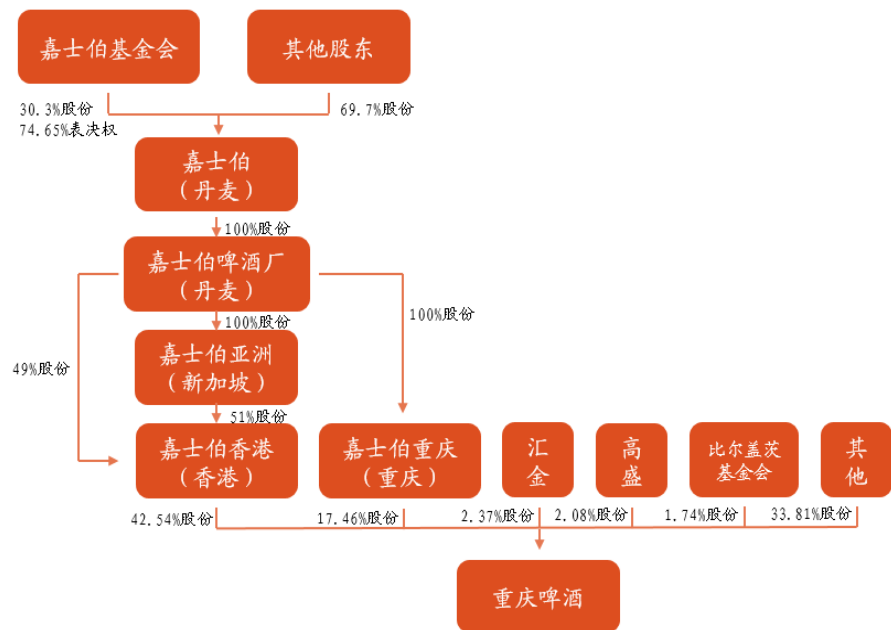
中国市场方面，2018H1在国内啤酒行业产量微增1.2%的背景下，受益乐堡、1664以及嘉士伯啤酒等国际高端品牌的持续增长和本土区域品牌的持续发力，嘉士伯集团整体啤酒销量增长10%，净收入增长17%，价格组合增长7%。中国也已成为嘉士伯集团最大的单一市场。

### 3. 变革中的巴渝明珠

#### 3.1. 股权理顺，减少改革阻力

重庆啤酒于 1958 年成立，1997 年上交所上市，起初隶属于重庆国资委，08 年后嘉士伯集团开始入股重庆啤酒。2013 年 5 月，嘉士伯控股比例合计达到 60%，正式成为重庆啤酒的实际控制人。重庆啤酒也成为嘉士伯在中国的最大资产。2014 年，嘉士伯中国区大量高管开始担任重庆啤酒董事会成员，并由嘉士伯中国区董事总经理担任重庆啤酒董事长，开启了重庆啤酒新时代。

图表 29：2017 年重庆啤酒股权结构



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 30：2017 年重庆啤酒管理层情况

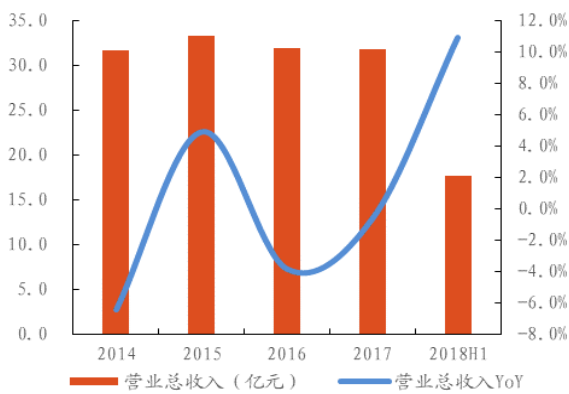
姓名	职位	管理层履历
柯俊财	董事长	嘉士伯中国区董事总经理，历任屈臣氏斯柏克林饮用水有限公司总经理，亨氏中国总裁
吕彦东	董事	嘉士伯中国区生产运营副总裁，曾在宝洁、百事担任技术及管理工作
陈松	董事	公司总经理，全权负责公司运营管理，有超 16 年快消行业跨国公司工作经验
Chin Wee Hua	董事	嘉士伯中国财务副总裁
连德坚	董事	自 2014 年起担任嘉士伯云南区总经理，并在英资太古集团饮料事业部工作多年
Roland Arthur Lawrence	董事	嘉士伯亚洲财务副总裁，曾担任沃尔玛（中国）高级副总裁和首席财务官
邓炜	董事会秘书	2006 年至今担任本公司董事会秘书

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

### 3.2. 在持续改革中扬帆启航

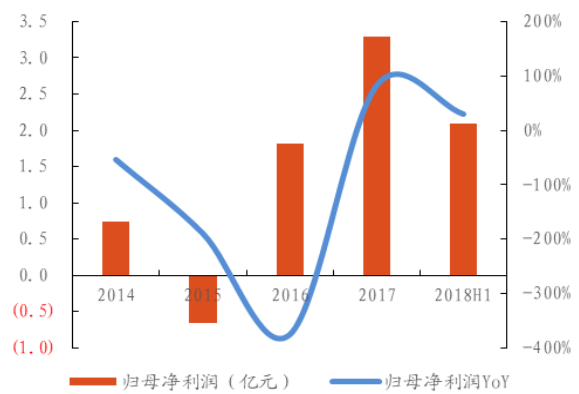
嘉士伯在接管重庆啤酒之后，首先出售了公司疫苗研发相关资产，开展主业聚焦。随后，公司便按照嘉士伯“扬帆22”计划，开展去产能和产品结构升级。2015年，重庆啤酒开始对安徽九华山、贵州六盘水、重庆永川、重庆黔江等分公司终止生产，或直接关停。资产减值损失在15年高达3.45亿，也使得当年业绩出现亏损。2016年公司又关停了安徽亳州有限公司和宁波大梁山啤酒有限责任公司。与此同时，公司也对员工进行大幅精简，总员工数从13年的近6000人下降至17年的2969人。截至目前，公司在国内仅拥有15家工厂，产能利用率有所提升。考虑到公司下一步的市场拓展，18年预计将不会关停工厂，公司大额资产减值步入尾声。

图表 31：重庆啤酒历年营业总收入（亿元）



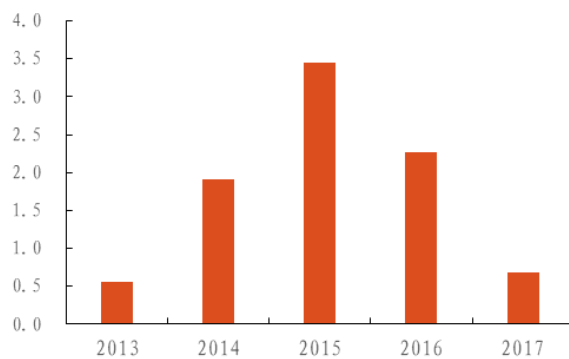
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 32：重庆啤酒历年归母净利润（亿元）



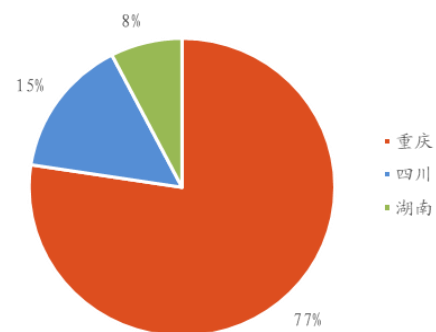
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 33：重庆啤酒资产减值损失（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 34：重庆啤酒各区域营业收入占比



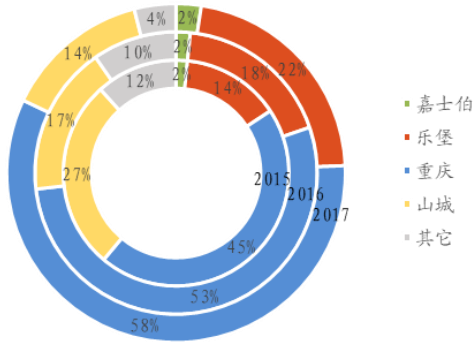
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

产品上，公司在2013年底成为全球第三大啤酒商嘉士伯集团成员后，在“重庆”和“山城”等两大大地品牌的基础上，又获得了乐堡、嘉士伯等品牌的生产销售权和凯旋1664品牌的生产权，从而形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。

同时，公司对盈利能力弱、投资回报低的低端产品进行缩减和替换，主要是用重庆品牌替换山城。2017年，山城品牌销售量因此大幅下降22.72%，占比仅为13.87%。未来山城啤酒销售量会进一步降低，仅留部分高端特色SKU。

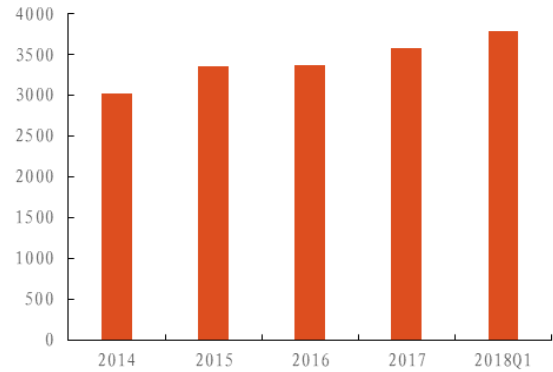
新品牌上，2017 年公司嘉士伯销售量同比增长 27.31%，乐堡销售量同比增长 10.40%，嘉士伯和乐堡合计占比达到 24.03%。代工产品方面，受益嘉士伯的全国拓展，公司 2018 年嘉士伯代工量预计为 15 万吨，发展势头良好。公司自上而下凯旋 1664、嘉士伯、乐堡、重庆的品牌体系完整，有望满足消费者对高品质啤酒的需求。

图表 35：重庆啤酒各品牌营业收入占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 36：重庆啤酒历年出厂吨价（元/吨）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

在广告宣传上，公司通过在啤酒消费旺季举办“789 狂欢季”，邀请大量摇滚歌星和潜力音乐人前来演出，凸显了年轻化、个性化和高端化的品牌和产品特征，不断提升了公司的知名度和影响力。乐堡品牌上，公司积极与摩登天空合作开展草莓音乐节和绿放音乐节，进一步赋予乐堡音乐属性。嘉士伯的宣传和推广围绕运动，世界杯期间重啤在开展相关促销活动的同时，邀请重庆籍的球员去酒吧、夜场评球，从而实现嘉士伯与足球的联动。而具体广告费用的投放上，公司瞄准地方台、地面、网络和手机 APP，做到精准营销。

图表 37：重庆啤酒 789 狂欢季活动



资料来源：东方财富证券研究所

图表 38：乐堡啤酒与音乐结合



资料来源：东方财富证券研究所

受益公司持续的改革，2017 年归母净利润同比增长 82.03%，达 3.29 亿元，创重庆啤酒 60 年新高。而 2018 年上半年，公司实现了营业收入 17.64 亿元，同比增长 10.91%，归母净利润 2.10 亿元，同比增长 29.74%。其中，2018Q2 实现营业收入 9.51 亿元，同比增长 11.38%，归母净利润 1.34 元，同比增长 18.21%，继续保持了较好较快的业绩增长。

## 4. 关注渠道拓展及资产整合机会

### 4.1. 川渝湘三地市场拓展

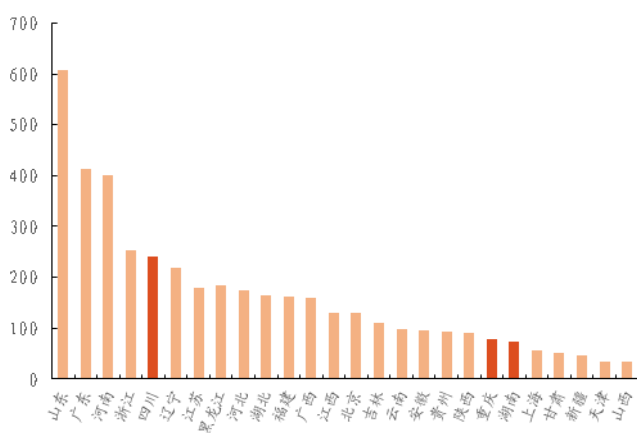
在公司三大销售区域中,重庆地区销售收入占比 77.42%。四川地区 14.99%, 湖南地区 7.59%, 由于产品运输距离限制, 除代工品, 其他地区目前无产品销售。按公司计划, 重庆啤酒未来将持续维护重庆地区的市场份额, 大力度拓展四川和湖南市场。四川地区公司今年的重点城市计划已将 4 个重点城市提升至 8 个, 目标市场主要选取区域中心城市和旅游城市, 从而体现公司的高端化特点。

目前, 公司自销产品主要的拓展渠道为餐饮和非现饮渠道, 推进进度良好。今年公司优选具备相对高端渠道资源的经销商, 经销商数目开始稳步提升, 截至六月末末, 总经销商数上升至 815 家。从整体业绩上看, 公司 2018 年上半年四川地区营收同比增长 23.76%, 湖南地区同比增长 37.21%, 实现了较大幅度增长。

### 4.2. 川渝湘三地市场潜力

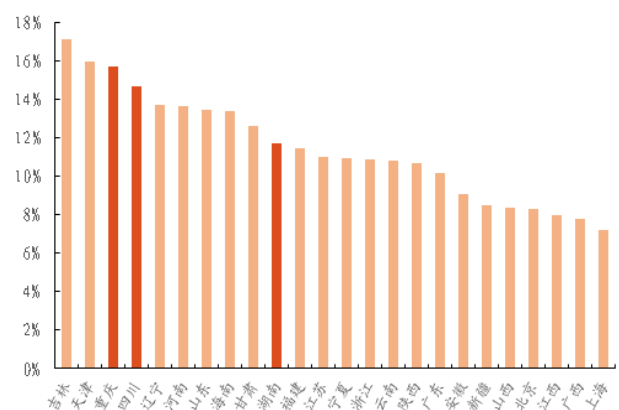
川渝湘三地市场底子较好, 酒文化历经千载不衰。同时, 由于该地区口味偏辣, 清凉解渴、顺气开胃的啤酒搭配上热辣的当地美食后, 给人爽辣鲜美的口感, 提高食客食欲。因此, 在川渝湘三地遍布的餐饮饭店、烧烤及火锅店等场所内, 啤酒备受拥趸。

图表 39: 2017 年各省市啤酒产量 (万千升)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 40: 2017 年各省市餐饮支出占居民收入比重



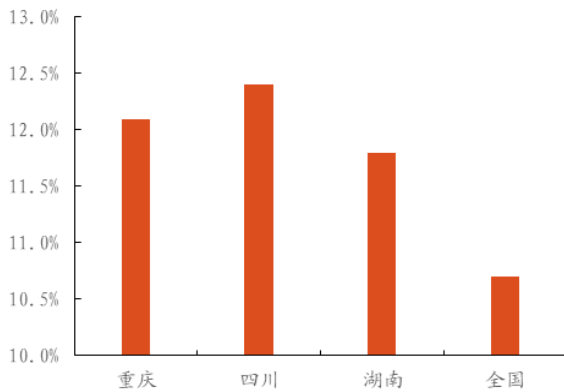
资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

四川、湖南、重庆三地注重美食和餐饮消费, 平时用于外出餐饮的费用比重高于全国其他地区。特别是四川地区, 人们注重生活, 热衷饮食, 也希望喝到更好的啤酒。该地区消费者对啤酒的价格并不敏感, 各类啤酒单价较其他省市高, 高端啤酒在此地区具有得天独厚的优势。同时, 四川、湖南两地 GDP 增



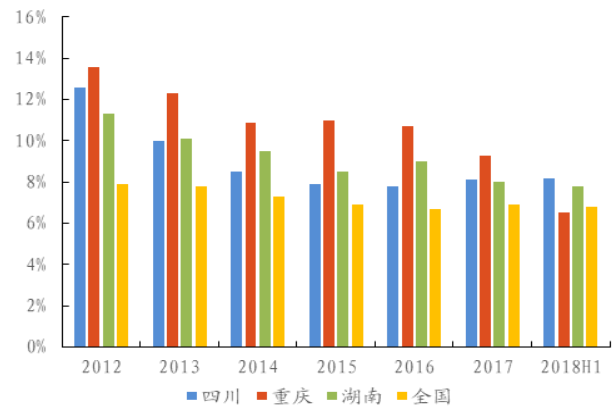
速也远显著高于全国平均水平，经济持续的高速发展也可推升当地的啤酒消费，未来增长潜力较大。

图表 41：2017 年川渝湘三地餐饮收入增速



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 42：川渝湘三地 GDP 增速



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

#### 4.3. 已入资产整合窗口期

目前，重庆啤酒背靠嘉士伯。集团不断给予公司研发、产品、管理上的支持，优势巨大。而在三地以外市场，嘉士伯自行进行开拓，发展势头良好。

在 2013 年，嘉士伯集团对公司要约收购时表示会将重庆啤酒作为嘉士伯中国资产整合平台，承诺在收购完成后的 4-7 年时间内整合中国地区业务，彻底解决潜在的同业竞争问题，并争取在较短时间内完成。2018 年，公司已正式进入资产整合期，并重申重视该承诺。

目前，嘉士伯在国内共有 25 家工厂，总产能 220 万吨，为当前公司产能的 1.5 倍。未来，集团中国业务的完全整合，可与公司自生业务形成更好的协同，有利于公司的长远发展。

## 5. 盈利预测

我们认为，重庆啤酒引领行业发展趋势，并且在行业内率先完成去产能，未来将轻装上阵。公司重庆地区份额稳固，四川及湖南地区稳健拓展，未来业绩有望保持高速增长。

重啤母公司嘉士伯实力强大，品牌储备多，近年在国内发展势头良好，给予了公司较大支持。未来，嘉士伯资产注入后的协同效应也值得期待。

### 5.1. 关键假设

**各业务营收增速：**我们预测公司未来三年销量为 94.6、100.1、105.9 万千升。重庆地区营收增速为 5.0%、4.0%、4.0%。四川地区增速为 25.0%、23.0%、18.5%。湖南地区增速为 40.0%、30.8%、23.6%。预计公司高端化显著，毛利率持续上升；四川地区市场拓展加大，销售费用率上升；按公司“扬帆 22”要求，管理及财务费用率持续下降。

### 5.2. 盈利预测

上调重庆啤酒盈利预测，预计重庆啤酒 2018/2019/2020 年营业收入分别为 35.46/38.96/42.49 亿元，归母净利润分别为 4.24/5.07/5.81 亿元，EPS 分别为 0.88/1.05/1.20 元，对应 PE 分别为 29.82/24.96/21.78 倍。

图表 43：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3175.52	3545.54	3896.49	4249.22
增长率（%）	-0.64	11.65	9.90	9.05
EBITDA（百万元）	529.75	658.93	756.64	859.33
归母净利润（百万元）	329.46	424.19	506.94	580.74
增长率（%）	82.03	28.75	19.51	14.56
EPS（元/股）	0.68	0.88	1.05	1.20
市盈率（P/E）	38.40	29.82	24.96	21.78
市净率（P/B）	10.87	10.89	10.46	9.76
EV/EBITDA	22.58	18.00	15.51	13.46

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 6. 估值和投资建议

### 6.1. 相对估值

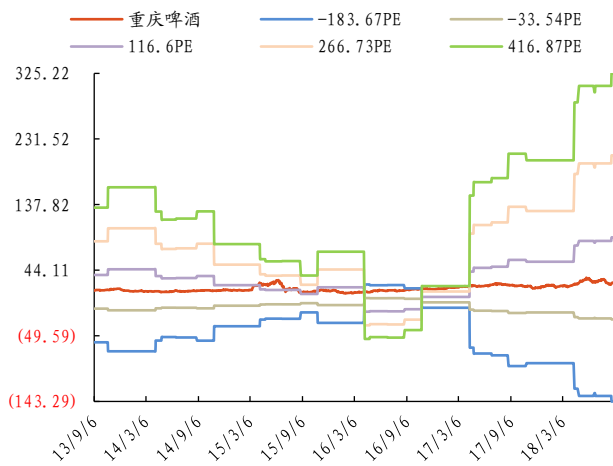
图表 44: 同行业估值比较

股票代码	简称	市值 (亿元)	一致预期 PE (倍)			
			TTM	2018	2019	2020
600600.SH	青岛啤酒	448	31.64	29.13	24.15	20.79
002461.SZ	珠江啤酒	98	38.16	33.86	27.98	23.49
000729.SZ	燕京啤酒	172	97.47	43.99	35.19	28.90
	平均		55.76	35.66	29.11	24.39
600132.SH	重庆啤酒	127	33.51	29.82	24.96	21.78

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

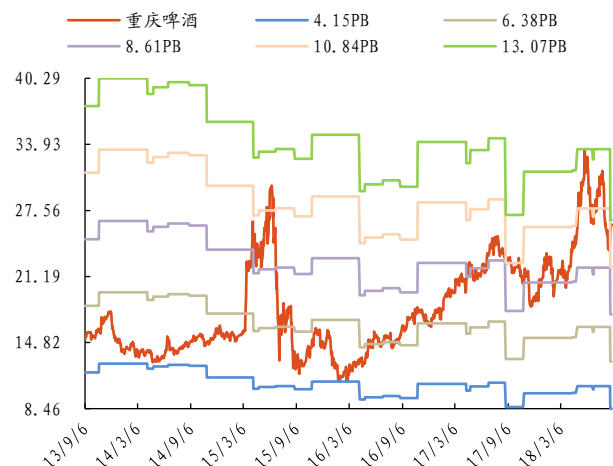
我们选取 A 股主要啤酒企业做对比。我们认为,公司产品力和品牌力较强,发展极具潜力,未来估值倍数具有提升空间。

图表 45: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6.2. 绝对估值

图表 47: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.95	股票 Beta	0.97
无风险利率 Rf	3.65%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	9.82%	实际税率	6.23%
风险溢价	6.17%	WACC	7.80%
资产贴现率 Ka	9.52%	股票价值	14873.02 百万
债务利率 Kd	5.97%	每股价值	30.73 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6.3. 投资建议

预计公司全业务收入和盈利能力将保持高速增长,持续看好公司发展。在不考虑嘉士伯资产注入条件下,给予公司 19 年 29 倍 PE,6 个月目标价: 30.45 元,上调评级至“买入”。

## 7. 风险提示

食品安全风险；  
行业竞争加剧。

**资产负债表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1606.58</b>	<b>1717.47</b>	<b>1826.89</b>	<b>2024.17</b>
货币资金	688.84	792.03	913.50	1087.02
应收及预付	219.64	122.08	116.39	151.82
存货	631.31	629.74	623.38	611.72
其他流动资产	66.78	173.62	173.62	173.62
<b>非流动资产</b>	<b>1899.61</b>	<b>1916.95</b>	<b>1937.77</b>	<b>1954.46</b>
长期股权投资	131.92	184.15	230.76	269.28
固定资产	1332.93	1346.35	1350.46	1348.38
在建工程	20.37	24.58	30.24	34.66
无形资产	309.53	256.18	220.63	196.45
其他长期资产	104.86	105.69	105.68	105.68
<b>资产总计</b>	<b>3506.18</b>	<b>3634.42</b>	<b>3764.66</b>	<b>3978.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>1706.81</b>	<b>1840.13</b>	<b>1931.74</b>	<b>2066.10</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1702.76	1836.08	1927.69	2062.05
其他流动负债	4.05	4.05	4.05	4.05
<b>非流动负债</b>	<b>634.11</b>	<b>634.11</b>	<b>634.11</b>	<b>634.11</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	634.11	634.11	634.11	634.11
<b>负债合计</b>	<b>2340.92</b>	<b>2474.24</b>	<b>2565.85</b>	<b>2700.21</b>
股本	483.97	483.97	483.97	483.97
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	693.42	691.71	738.88	825.97
归属母公司股东权益	1163.66	1161.96	1209.12	1296.21
少数股东权益	1.60	-1.78	-10.31	-17.80
<b>负债和股东权益</b>	<b>3506.18</b>	<b>3634.42</b>	<b>3764.66</b>	<b>3978.63</b>

**利润表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3175.52</b>	<b>3545.54</b>	<b>3896.49</b>	<b>4249.22</b>
营业成本	1926.02	2155.00	2345.00	2540.00
营业税金及附加	264.90	296.93	325.89	355.55
销售费用	465.22	545.30	590.32	631.01
管理费用	155.72	150.69	159.76	166.57
财务费用	23.14	21.35	13.86	10.05
资产减值损失	67.98	11.55	9.24	7.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.19	67.08	63.59	56.69
资产处置收益	-36.74	-2.49	-10.91	-8.10
其他收益	25.46	16.97	19.80	18.86
<b>营业利润</b>	<b>334.45</b>	<b>446.28</b>	<b>524.91</b>	<b>605.97</b>
营业外收入	12.41	3.41	6.41	5.41
营业外支出	1.86	0.92	1.23	1.13
<b>利润总额</b>	<b>345.00</b>	<b>448.77</b>	<b>530.09</b>	<b>610.25</b>
所得税	18.87	27.96	31.68	36.99
<b>净利润</b>	<b>326.12</b>	<b>420.81</b>	<b>498.40</b>	<b>573.26</b>
少数股东损益	-3.34	-3.37	-8.53	-7.48
<b>归属母公司净利润</b>	<b>329.46</b>	<b>424.19</b>	<b>506.94</b>	<b>580.74</b>
EBITDA	529.75	658.93	756.64	859.33

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**现金流量表 (百万元)**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>820.03</b>	<b>666.56</b>	<b>746.14</b>	<b>861.94</b>
净利润	326.12	420.81	498.40	573.26
折旧摊销	161.61	188.81	212.69	239.03
营运资金变动	319.04	114.96	94.58	103.09
其它	13.26	-58.02	-59.53	-53.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>6.46</b>	<b>-137.48</b>	<b>-164.89</b>	<b>-194.77</b>
资本支出	-317.60	-152.33	-181.87	-212.94
投资变动	324.06	14.85	16.98	18.17
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-405.50</b>	<b>-425.89</b>	<b>-459.77</b>	<b>-493.65</b>
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	6.56	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-412.06	-425.89	-459.77	-493.65
<b>现金净增加额</b>	<b>420.99</b>	<b>103.19</b>	<b>121.47</b>	<b>173.52</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>267.84</b>	<b>688.84</b>	<b>792.03</b>	<b>913.50</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>688.84</b>	<b>792.03</b>	<b>913.50</b>	<b>1087.02</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	-0.64	11.65	9.90	9.05
营业利润增长	79.25	33.44	17.62	15.44
归属母公司净利润增长	82.03	28.75	19.51	14.56
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	39.35	39.22	39.82	40.22
净利率	10.38	11.96	13.01	13.67
ROE	28.31	36.51	41.93	44.80
ROIC	10.97	13.82	15.91	17.44
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	66.77	68.08	68.16	67.87
净负债比率	-0.59	-0.68	-0.76	-0.85
流动比率	0.94	0.93	0.95	0.98
速动比率	0.57	0.59	0.62	0.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.92	0.99	1.05	1.10
应收账款周转率	81.41	85.71	91.14	91.14
存货周转率	2.64	3.42	3.76	4.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.68	0.88	1.05	1.20
每股经营现金流	1.69	1.38	1.54	1.78
每股净资产	2.40	2.40	2.50	2.68
<b>估值比率</b>				
P/E	38.40	29.82	24.96	21.78
P/B	10.87	10.89	10.46	9.76
EV/EBITDA	22.58	18.00	15.51	13.46

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。