



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 关厂增效，坚定高端，重庆啤酒走在行业最前端

## ——重庆啤酒（600132）调研简报

2019年03月08日

强烈推荐/维持

重庆啤酒

调研简报

### 报告摘要：

**公司业绩增速恢复性增长。**2018年三季报，公司实现营业收入29.2亿元，同比增长8.81%，扭转了从2016年开始营业收入同比负增长的趋势。2018Q3实现归属于母公司所有者的净利润3.85亿元，同比增长21.7%。公司业绩呈现恢复性的增长，主因公司高端化进程不断提升，随着消费观念的升级，公司业绩也持续增长。

**公司产品结构健康，加速高端化进程。**2018Q3，公司中端产品占比71%，高端产品占比15%，中高端合计占比86%，较2017Q3提升1%。公司低中高端啤酒增速逐级加快：3.46%、6.99%和11.39%，在拥有较高的中高端占比的情况下，公司仍能保持中高端增速提升，表明公司高端化战略的决心。

**公司不主张直接提价，而是通过提升产品品质来提高整体均价。**2018年行业集中提价的时候，公司只在低端和高端产品进行了相应的提价。重庆啤酒吨酒价从2008年开始，持续了十年的正增长，2018年H1吨酒价3563元/千升，主要是通过中高端产品占比的提升实现。公司并不主张直接提价，通过品质的提升来增强价格张力。公司的产品研发一直以“重品质”为导向，所有的产品均是在品质提升的基础上提价。

**公司用高端化深耕重庆、四川和湖南三地市场。**公司在重庆市场市占率高达80%，拥有较强的用户粘性。公司在重庆有用完善的经销系统，能够强有力的应对其他品牌的竞争。在四川和湖南两地，公司的市占率在10%左右，公司对于两地的策略是发展高端市场。随着四川宜宾公司新厂建设及老厂搬迁的完成，将进一步加速重庆啤酒在四川地区的产能投放。未来重庆啤酒继续巩固这三个地区的市场，继续推动产品高端化战略以及“大城市”战略，有望在2019年继续实现利润提升。

**风险提示：**行业成本超预期增长；啤酒消费需求急剧下滑等。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3196	3176	3444	3808	4230
增长率(%)	-3.85%	-0.64%	8.46%	10.56%	11.09%
净利润(百万元)	140	326	374	472	581
增长率(%)	191.14%	133.04%	14.72%	26.20%	22.87%
净资产收益率(%)	14.72%	28.31%	34.34%	35.46%	37.85%
每股收益(元)	0.37	0.68	0.86	1.04	1.25
PE	89.76	48.84	38.42	32.02	26.51
PB	13.07	13.81	14.73	16.27	18.63

### 首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

### 研究助理：吴文德

010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060013

### 交易数据

52周股价区间(元)	33.21-21.4
总市值(亿元)	160.73
流通市值(亿元)	160.73
总股本/流通A股(万股)	48397/48397
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.62

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《重庆啤酒（600132）：产品结构升级推动利润持续改善》2018-08-27
- 2、《重庆啤酒（600132）：产品结构升级助力利润持续增长》2018-04-16
- 3、《重庆啤酒（600132）深度报告：同步全球产品结构升级中》2017-10-11

## 目 录

1. 产品结构良好，以品质为导向持续高端化进程 .....	3
1.1 啤酒行业销量下降，行业开启高端化进程 .....	3
1.2 公司业绩增速明显，高端化进程提速 .....	3
2. 以提升产品品质为导向，增强价格张力 .....	5
2.1 公司产品开发致力于品质的提升 .....	5
2.2 用品质引导消费者价格带提升 .....	6
3. 深耕重庆基地市场，以高端化策略发展四川和湖南 .....	6
3.1 公司在重庆拥有 83% 的市占率，为公司的护城河 .....	6
3.2 用高端化发展四川和湖南两地市场 .....	7
3.3 关厂减负完成，未来 3-5 年专注三地市场 .....	7
4. 盈利预测与投资建议 .....	8
5. 风险提示 .....	8

## 表格目录

表 1：重庆啤酒产品结构 .....	4
表 2：重庆啤酒关厂情况 .....	7

## 插图目录

图 1：改革开放后我国啤酒行业发展的四个阶段 .....	3
图 2：我国 2010-2018 年啤酒产量变化（单位：万千升） .....	3
图 3：重庆啤酒营业总收入（亿元） .....	4
图 4：重庆啤酒归属于母公司所有者的净利润（亿元） .....	4
图 5：重庆啤酒产品结构 .....	4
图 6：各档次产品增速情况 .....	4
图 7：重庆啤酒产品结构 .....	5
图 8：醇国宾 .....	6
图 9：小麦白 .....	6
图 10：重庆地区营业收入占比 .....	7

## 1. 产品结构良好, 以品质为导向持续高端化进程

### 1.1 啤酒行业销量下降, 行业开启高端化进程

行业面临增速乏力的瓶颈。我国啤酒行业自上世纪 90 年代起快速放量, 2008-2013 年产量 CAGR 为 3.69%, 但自 2013 年起, 行业开始回落, 2013-2017 年 CAGR 为 -3.05%。目前我国啤酒行业已经处在拐点时期, 主力消费人口的更替, 以及市场容量的饱和, 使得行业增长缺乏动力。预计今后较长一段时间, 啤酒的消费量会维持在一个较为稳定的水平, 且略有下降。

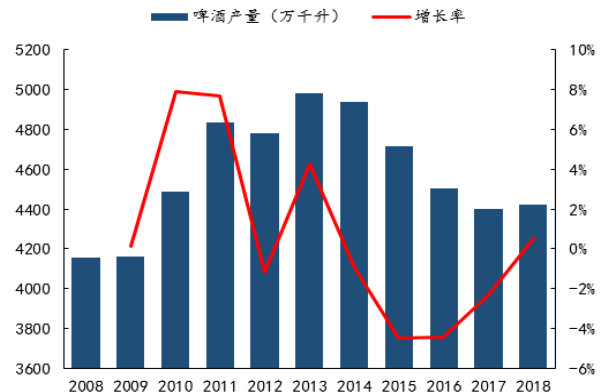
观念升级为行业提供高端化的出路。在行业消费量下滑的预期下, 行业开始寻找新的出路。在观念升级的推动下, 多元化和高端化为行业提供了量减价升的解决方式。未来行业内的竞争将会集中在中高端产品领域。而在高端啤酒领域, 消费者固化思维认为国际品牌更高端, 在高端化的过程中, 外资具有先天高端化的优势, 将会引领高端化进程。而啤酒企业也将会通过提升品牌, 来提高价格张力。

图 1: 改革开放后我国啤酒行业发展的四个阶段



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 2: 我国 2010-2018 年啤酒产量变化 (单位: 万千升)

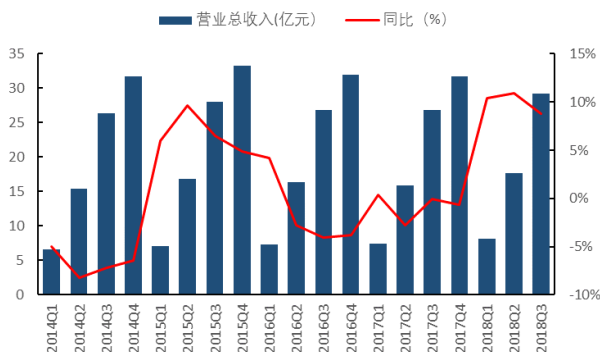


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

### 1.2 公司业绩增速明显, 高端化进程提速

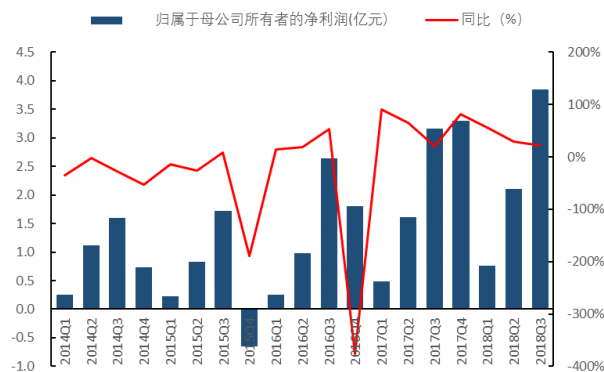
公司业绩增速恢复性增长。2018 年三季报, 公司实现营业收入 29.2 亿元, 同比增长 8.81%, 扭转了从 2016 年开始营业收入同比负增长的趋势。2018Q3 实现归属于母公司所有者的净利润 3.85 亿元, 同比增长 21.7%。公司业绩呈现恢复性的增长, 主因公司高端化进程的不断提升, 随着消费观念的升级, 公司业绩也持续增长。

图 3：重庆啤酒营业总收入（亿元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：重庆啤酒归属于母公司所有者的净利润（亿元）



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

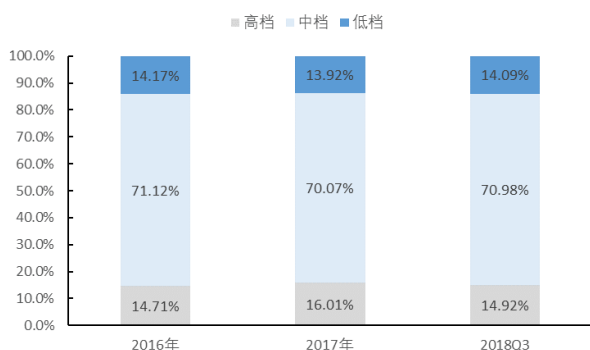
公司产品结构健康，加速高端化进程。2018Q3，公司中端产品占比 71%，高端产品占比 15%，中高端合计占比 86%，较 2017Q3 提升 1%。公司低中高档啤酒增速逐级加快：3.46%、6.99%和 11.39%，在拥有较高的中高端占比的情况下，公司仍能保持中高端增速提升，表明公司高端化战略的决心。

表 1：重庆啤酒产品结构

产品档次	价格	主要品牌代表
高端	8 元以上	嘉士伯系列，乐堡纯生、重庆纯生
中端	4-8 元	乐堡及重庆国宾系列
低端	0-4 元	重庆 33，山城系列（不含山城 1958）

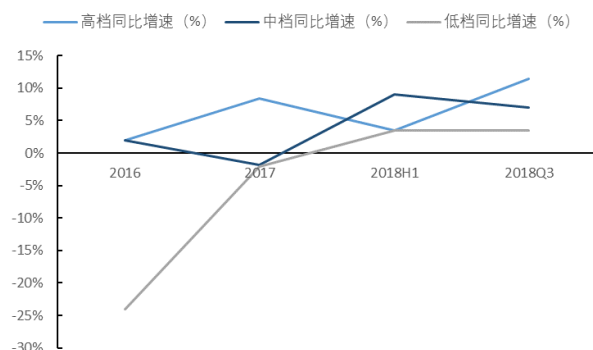
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 5：重庆啤酒产品结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 6：各档次产品增速情况



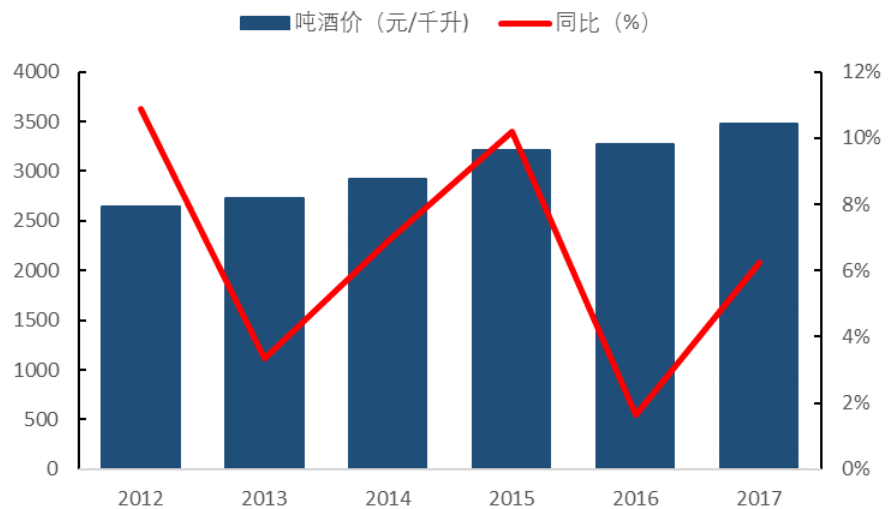
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 2. 以提升产品品质为导向，增强价格张力

### 2.1 公司产品开发致力于品质的提升

公司不主张直接提价，而是通过提升产品品质来提高整体均价。2018 年行业集中提价的时候，公司只在低端和高端产品进行了相应的提价。近几年公司的吨酒价逐步提升，重庆啤酒吨酒价从 2008 年开始，持续了十年的正增长，2018 年 H1 吨酒价 3563 元/千升，主要是通过中高端产品占比的提升实现，公司并不主张直接提价。

图 7：重庆啤酒产品结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**通过品质的提升来增强价格张力。**公司的产品研发一直以“重品质”为导向，所有的产品均是在品质提升的基础上提价：公司通过 6 元的乐堡取代 5 元的山城，乐堡除了是国际品牌外，其独特的开盖方式也为市场带来了新的活力元素；18 年初，公司推出重庆白啤，品质更好，价格也相应提升；19 年初，公司新推出重庆醇麦，采用进口的麦芽，酒精浓度更好，定位在 8 元/瓶。**综上，公司主要路线是提升产品品质来提高整体的均价，提升价格的张力。**

图 8: 醇国宾



资料来源: 公开数据整理, 东兴证券研究所

图 9: 小麦白



资料来源: 公开数据整理, 东兴证券研究所

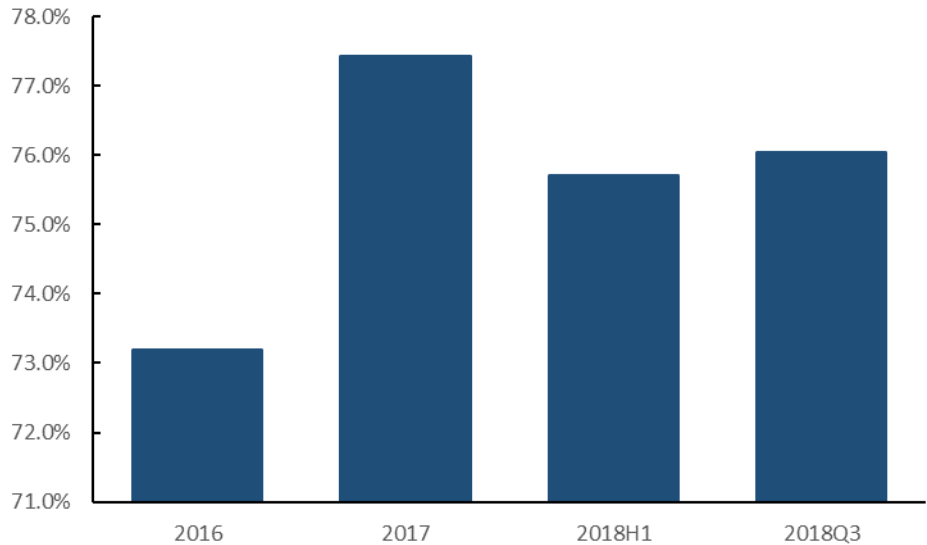
## 2.2 用品质引导消费者价格带提升

公司 2019 年初推出的新品“醇国宾”，定位在 8 元/瓶，其目标是为了培育潜在的中高端啤酒消费者。8 元的价格带处在较为尴尬的位置，如若发展不好，容易将消费者从此价格带退回到 6 元的价格带。公司此次利用新品醇国宾，一来是为了补充了公司在 8 元价格带的产品数量，二来是用品质引导消费者进行价格带升级，将处于 6 元价格带的消费者引领到 8 元，同时培育更多中端价格带的消费者向高端转移。公司认为该产品对未来公司 3-5 年的产品结构升级有巨大的影响。

## 3. 深耕重庆基地市场，以高端化策略发展四川和湖南

### 3.1 公司在重庆拥有 83% 的市占率，为公司的护城河

公司在重庆市占率高，且为公司贡献绝大部分收入。公司在重庆地区的营业收入占总收入的比重一直维持在 75% 以上，且有逐年递增的态势。公司在重庆地区市场占有率 83% 左右，竞争地位较为稳固，主要原因一是公司在重庆有成熟的经销体系，在消费保有量稳定的情况下，能给经销商提供一个稳定的利润空间；二是地方品牌消费者忠诚度较大，其他企业在基地市场通过提高销售费用来抢占份额短期有影响，但长期一旦停止促销，销量就会面临下滑。公司早从 2000 年开始就接受其他品牌的挑战，至今仍能保持 80% 以上的份额，说明公司在重庆市场具备较强的竞争力。

**图 10: 重庆地区营业收入占比**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 3.2 用高端化发展四川和湖南两地市场

公司在四川和湖南两地大力发展高端化市场。公司在四川和湖南两地市占率约在 10% 左右, 公司对于两地的发展战略是发展高端市场。目前公司已经在在四川实施大城市计划, 优先选择具有工业基础、有强大消费能力或者旅游业发达的城市进行高端化布局。公司在四川的经销商数量变动较大, 从 17 年的 628 家减少至 334 家, 主要原因是公司在四川实施大城市计划, 经销商标准为宽进宽出, 以期更好的调动经销商的积极性。

电商渠道在经销体系薄弱的地方辅以发展。考虑到经销商与厂商之间的利益分配, 公司在经销体系发达的地方暂时不考虑电商的发展, 而在经销体系薄弱的地方, 将辅以电商进行市场的开拓。

### 3.3 关厂减负完成, 未来 3-5 年专注三地市场

公司 2017 年完成除三地外其他地区的工厂关停。2014 年 9 月, 全国啤酒销量开始下降, 2015 年重庆啤酒率先开始关厂, 到 2017 年年末, 关闭了除重庆、湖南和四川地区的酒厂。目前公司实际产能利用率在 66%-67%, 关厂之后, 企业期间费用率下降, 企业有更多的资金去发展高端化, 开拓市场。

**表 2: 重庆啤酒关厂情况**

分公司关停情况		
2015 年	重庆	重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司
	广西	柳州山城啤酒有限责任公司
	安徽	重庆啤酒安徽九华山有限公司
2016 年	重庆	永川分公司
	重庆	黔江分公司

	贵州	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司
	安徽	重庆啤酒亳州有限公司
2017年	除重庆、四川、湖南其他地区公司已全部关停。	

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

**三地产能不断优化，未来 3-5 年深耕三地市场。**三省内部的工厂也在不断进行产能优化：2017 年底，四川宜宾公司新厂建设及老厂搬迁已经完成并开始试生产，进一步加速重庆啤酒在四川地区的产能投放；2018 年底，湖南常德市的澧县酒厂和常德酒厂开展供应链优化项目，优化之后并没有消减产能，但是效率提升。公司未来 3-5 年将专注重庆、四川和湖南的高端市场，并没有开拓其他区域的计划。随着产品高端化战略以及“大城市”战略的推进，公司有望在 2019 年继续实现利润提升。

#### 4.盈利预测与投资建议

**我们认为公司产品结构健康，未来增长可期。公司致力产品结构升级，打造更具吸引力的啤酒生产商。**公司并不主张通过直接提价来提升吨酒价，而是通过品质的提升来塑造品牌，增强价格张力。通过新品开发，逐步对消费者进行培育，以期将不同层级价格带的消费者引领至更高的价格带。**公司用高端化深耕重庆、四川和湖南三地市场。**公司在重庆市场市占率高达 80%，拥有较强的用户粘性。公司在重庆有用完善的经销系统，能够强有力的应对其他品牌的竞争。在四川和湖南两地，公司的市占率在 10%左右，公司对于两地的策略是发展高端市场。随着四川宜宾公司新厂建设及老厂搬迁的完成，将进一步加速重庆啤酒在四川地区的产能投放。未来重庆啤酒继续巩固这三个地区的市场，继续推动产品高端化战略以及“大城市”战略，有望在 2019 年继续实现利润提升。

**盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 34.44 亿元、38.08 亿元和 42.30 亿元，同比增长 8.46%、10.56%和 11.09%，EPS 分别为 0.86、1.04 和 1.25，当前股价对应的 PE 为 38.42x、32.02x、26.51x，给予“强烈推荐”评级。

#### 5.风险提示

行业成本超预期增长；啤酒消费需求急剧下滑等。



**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1332	1607	1409	1051	979	<b>营业收入</b>	3196	3176	3444	3808	4230
货币资金	268	689	654	396	449	<b>营业成本</b>	1940	1926	2039	2243	2440
应收账款	51	27	29	32	36	营业税金及附加	270	265	287	318	353
其他应收款	43	42	45	50	56	营业费用	446	465	499	556	618
预付款项	15	18	20	22	25	管理费用	184	156	183	202	224
存货	826	631	643	700	754	财务费用	26	23	-4	-3	0
其他流动资产	29	41	-55	-224	-397	资产减值损失	226.75	67.98	100.00	60.00	55.00
<b>非流动资产合计</b>	2033	1900	2102	2269	2404	公允价值变动收益	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	305	132	132	132	132	投资净收益	81.91	73.19	66.07	73.72	70.99
固定资产	1114.5	1332.9	1553.7	1757.5	1927.7	<b>营业利润</b>	187	334	405	506	612
无形资产	364	309	292	276	261	营业外收入	15.41	12.41	11.00	10.89	10.78
其他非流动资产	33	8	8	8	8	营业外支出	45.22	1.86	19.83	22.31	14.67
<b>资产总计</b>	3366	3506	3511	3320	3383	<b>利润总额</b>	157	345	396	495	608
<b>流动负债合计</b>	1521	1707	1842	1784	1998	所得税	17	19	22	22	27
短期借款	7	0	140	23	197	<b>净利润</b>	140	326	374	472	581
应付账款	346	503	503	565	608	少数股东损益	-41	-3	-44	-29	-26
预收款项	87	76	76	76	76	归属母公司净利润	181	329	418	502	606
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	739	815	559	684	801
<b>非流动负债合计</b>	602	634	634	634	634	<b>EPS (元)</b>	0.37	0.68	0.86	1.04	1.25
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2123	2341	2476	2418	2632	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	12	2	-42	-72	-98	营业收入增长	-3.85%	-0.64%	8.46%	10.56%	11.09%
实收资本(或股本)	484	484	484	484	484	营业利润增长	-263.64	79.25%	21.01%	25.03%	20.87%
资本公积	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	26.97%	20.00%	26.97%	20.00%	20.76%
未分配利润	509	451	58	-414	-985	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1230	1164	1091	988	863	毛利率(%)	39.31%	39.35%	40.78%	41.10%	42.31%
<b>负债和所有者权益</b>	3366	3506	3511	3320	3383	净利率(%)	4.38%	10.27%	10.87%	12.41%	13.72%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	5.38%	5.38%	9.40%	11.92%	15.12%	
<b>经营活动现金流</b>	569	820	645	798	902	<b>偿债能力</b>					
净利润	140	326	374	472	581	资产负债率(%)	63%	67%	71%	73%	78%
折旧摊销	526.23	457.59	0.00	169.11	179.19	<b>营运能力</b>					
财务费用	26	23	-4	-3	0	总资产周转率	0.90	0.92	0.98	1.11	1.26
应收账款减少	0	0	-2	-3	-4	应收账款周转率	57	81	123	125	125
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.00	7.48	6.85	7.13	7.21
<b>投资活动现金流</b>	-71	6	-223	-238	-191	<b>每股指标(元)</b>					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.68	0.86	1.04	1.25
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股净现金流(最新)	0.10	0.87	0.12	-0.33	0.32
投资收益	82	73	66	74	71	每股净资产(最新摊)	2.54	2.40	2.25	2.04	1.78
<b>筹资活动现金流</b>	-449	-405	-364	-719	-557	<b>估值比率</b>					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	89.76	48.84	38.42	32.02	26.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	13.07	13.81	14.73	16.27	18.63
普通股增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	21.40	18.87	27.82	22.96	19.74
资本公积增加	0	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	49	421	58	159	154						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。