

# 西南啤酒龙头，嘉士伯赋能，未来持续受益高端化

单击此处输入文字。

首次覆盖报告

<b>陈文倩 (分析师)</b> chenwenqian@xsdzq.cn 证书编号: S0280515080002	<b>王言海 (联系人)</b> wangyanhai@xsdzq.cn 证书编号: S0280118100002	<b>张向伟 (联系人)</b> zhangxiangwei@xsdzq.cn 证书编号: S0280119090008
--	---	--

## 强烈推荐 (首次评级)

<b>市场数据</b>	<b>时间 2020.02.21</b>
收盘价(元):	48.39
一年最低/最高(元):	31.59/58.6
总股本(亿股):	4.84
总市值(亿元):	234.19
流通股本(亿股):	4.84
流通市值(亿元):	234.19
近3月换手率:	37.06%

### ● 嘉士伯赋能，“本地强势品牌+国际高端品牌”深耕西南市场

嘉士伯持股60%，公司目前拥有14家啤酒工厂，年产能超过100万吨（占集团中国产能约45%），旗下“重庆”“山城”两大本地强势品牌、“嘉士伯”、“乐堡”、“凯旋1664”和“怡乐仙地”等国际高端品牌使用权及网红乌苏啤酒。公司战略聚焦大城市，深耕重庆、四川和湖南地区，2018年啤酒销量94万千升；其中重庆地区销量约71万千升，市占率超过80%。

### ● 多寡头竞争将逐步由规模化转向高质量竞争，产品高端化是主趋势

啤酒行业呈区域割据下的寡头竞争格局，CR5在85%左右，追求单一规模优势已不能保障企业长期稳健发展，而中高档啤酒消费场景已经具有高延展性，这本质上看是消费需求侧改革的需要，行业将迎来结构性机会，未来产品结构的提升将是驱动收入、利润快速增长的核心要素。

### ● 产能瘦身，关厂提效，产品结构持续优化，吨价领衔突破3700元

2013年以来经过淘汰低效产能、瓶型消减和引进集团先进管理经验，战略聚焦高端产品，提升了经营效能。2018年公司啤酒业务收入34.67亿元/+9%，销量94.43万千升/+6%，其中“重庆”啤酒销量55万千升，较2014年增长444%，2014-2018年复合增长53%；国际品牌销量约26万千升，较2014年增长56%，复合增长27%。“重庆”、“山城”本地品牌销量占比约73%，中高档产品占比稳步提升。2019Q1-Q3啤酒吨价3718元，率先突破3700元。

### ● 高ROE背后是公司资产管理能力的提升，中期关注资产注入窗口期

公司产品结构持续优化，关厂固定成本分摊减少，2019Q1-Q3公司毛利率41.8%，较2015年升高4.9pct。目前关厂等带来的资产减值趋于归零，公司合理布局生产消费税税负持续下降，2019Q1-Q3净利率21.8%，ROE约48%，居行业首位。中期关注资产注入预期，2013年嘉士伯要约收购时提出，承诺在要约收购完成后的4-7年（最晚2020年）的时间内彻底解决潜在的同业竞争问题，目前临近窗口期。

### ● 2019-2021年归母净利润复合增长21.8%，首次给予“强烈推荐”评级

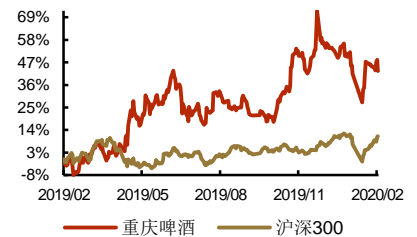
看好嘉士伯赋能下，公司“本地强势品牌+国家高端品牌”对未来行业高端化趋势的把握，另外，临近资产注入窗口期，我们预计公司2019~2021年实现归母净利6.40/6.38/7.30亿元，同比增长58.4/-0.4/14.5%，对应EPS为1.32/1.32/1.51元。当前股价对应2019~2021年的PE为36.6/36.7/32.1倍。首次给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**原料价格持续上涨，“新冠”疫情战线拉长拖累餐饮业致高端啤酒销量下滑，夏季低温多雨，四川、湖南市场竞争加剧等风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,176	3,467	3,591	3,668	3,910
增长率(%)	-0.6	9.2	3.6	2.2	6.6
净利润(百万元)	329	404	640	638	730
增长率(%)	82.0	22.6	58.4	-0.4	14.5
毛利率(%)	39.3	39.9	41.8	42.4	42.7
净利率(%)	10.4	11.7	17.8	17.4	18.7
ROE(%)	28.0	36.3	47.3	35.8	33.0
EPS(摊薄/元)	0.68	0.83	1.32	1.32	1.51
P/E(倍)	71.1	58.0	36.6	36.7	32.1
P/B(倍)	20.1	20.5	16.8	13.6	11.2

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.93	-12.41	26.98
绝对	-6.08	-5.73	47.51

### 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

- 1、“新冠”疫情在进入啤酒旺季前全面结束（4月中旬前），餐饮企稳增长，对啤酒，尤其是中高端啤酒影响较小。
- 2、大城市战略行之有效，四川市场开拓顺利；借风“扬帆22”战略，“乐堡”、“重庆”等中高档啤酒稳健增长。
- 3、2020-2021年重庆、四川、湖南30度以上天气数较2019年略有增长。

### 我们区别于市场的观点

1. **行业认知：单纯规模竞争将逐步转向高质量竞争——产品高端化将成为行业二次革命的主要驱动力。**我们认为中长期啤酒行业龙头地位相对稳固，其中2018年华润雪花、青岛啤酒和百威啤酒市占率分别为30%/21%/21%，但未来仍有变动可能，需重点关注啤酒高端化进程对啤酒格局的长期影响。
2. **方法突破：定量分析天气对啤酒销量的影响，天气影响高端化进程，但不改高端化趋势。**我们收集了2011-2019年中国一、二线城市30度以上天数，验证了气温和啤酒行业（区域气温和个股）高度相关。我们发现重庆啤酒吨价增速周期性变动背后是高温天气致低档啤酒快速放量。我们认为虽然天气随机变化，但不改高端化趋势。
3. **添加税收因素：消费税影响公司生产策略。**我们研究发现啤酒吨价在2640-3000元、3409元以上分别是低端和中高端啤酒的最优生产区间；2018年重庆啤酒高档吨价5392元（占比10%），处于低税收成本区，税负下降空间不大。低档啤酒吨价2429元（销量占比19%），处于非低端最优生产区域，税收成本仍有约1.5pct下降空间。
4. **公司深层次挖掘：高ROE背后是公司资产管理能力的提升。**我们认为公司高ROE是公司精细化管理的结果——“人尽其才，物尽其用”；2013年嘉士伯入主公司，关厂瘦身产能、消减瓶型聚焦高端、优化管理提升效率，公司资产收益率大幅度提升。

### 股价上涨的催化因素

资产注入加速落地，“乐堡”、“嘉士伯”高速增长，2020年欧洲杯和奥运会等重大赛事利好啤酒销量增加等。

### 估值和目标价格

看好嘉士伯赋能下，公司“本地强势品牌+国家高端品牌”对未来行业高端化趋势的把握，“乐堡”、“重庆”将持续稳健增长，叠加大额医保缴费政策贡献净利影响短期，我们预计公司2019~2021年实现归母净利润6.40/6.38/7.30亿元，同比增长58.4/-0.4/14.5%，对应EPS为1.32/1.32/1.51元。当前股价对应2019~2021年的PE为36.6/36.7/32.1倍。首次给予“强烈推荐”评级。

### 投资风险

“新冠”疫情战线拉长拖累餐饮业致高端啤酒销量下滑，资产整合不及预期，原料持续上涨，夏季低温多雨，食品安全等风险。

## 目 录

1、 嘉士伯集团控股 60%，西南市场啤酒大王 .....	6
1.1、 西南啤酒龙头，ROE 居行业第一 .....	6
1.2、 全球第三大啤酒集团——丹麦嘉士伯集团控股公司 .....	7
2、 行业多寡头竞争，将逐步由规模化转向高质量竞争 .....	8
2.1、 行业 CR5 已提升至 85% 左右，优质产能仍是稀缺资源 .....	8
2.1.1、 啤酒龙头割据竞争 .....	8
2.1.2、 联姻借势+关厂提效是龙头企业高端化两个路径 .....	9
2.2、 影响行业业绩的两个核心变量：天气与原料成本 .....	11
2.2.1、 核心变量一：天气/气温 .....	11
2.2.2、 核心变量二：原料成本 .....	11
3、 嘉士伯赋能，因地制宜推进重庆啤酒高端化 .....	12
3.1、 品牌赋能：“本地强势品牌+国际高端品牌”，强势推进结构升级 .....	13
3.1.1、 构建以“重庆+山城”本地强势品牌为基础，国际高端品牌本土化运营的立体产品矩阵 .....	13
3.1.2、 瓶型消减，吨价从 2011 年 2500 元/吨提升至 3700 元以上 .....	13
3.2、 品牌赋能餐饮渠道，深耕川渝湘，域外辐射 .....	15
3.3、 管理赋能：由收购扩张到精细化运营 .....	17
3.3.1、 关厂提效，步入高质量发展阶段 .....	17
3.3.2、 人才引入是优秀管理机制的保障 .....	19
4、 中期关注两点：资产注入窗口期+主销区天气 .....	20
4.1、 2020 年是嘉士伯资产注入的窗口期 .....	20
4.2、 气温影响啤酒销量，导致吨价增速波动 .....	21
5、 资产减值影响趋势性减弱，ROE 稳步提升 .....	22
5.1、 吨价提升进入生产最优区，税负有望进一步降低 .....	22
5.2、 高 ROE 背后是公司资产管理能力的提升 .....	23
5.2.1、 ROE 持续提升凸显公司资产管理能力 .....	23
5.2.2、 关厂+瓶型消减带来的损益阵痛消失 .....	24
6、 盈利预测及投资建议 .....	26
6.1、 盈利预测 .....	26
6.2、 投资建议 .....	27
7、 风险提示 .....	27
附：财务预测摘要 .....	28

## 图表目录

图 1： 重庆啤酒的发展历程 .....	6
图 2： 2018 年重庆啤酒产品销量结构 .....	6
图 3： 公司 ROE 显著优于可比公司（%） .....	6
图 4： 2006 年以来公司啤酒营收及同比 .....	7
图 5： 2006 年以来啤酒销量及同比 .....	7
图 6： 2019 年公司股权结构 .....	7
图 7： 嘉士伯中国的发展历程 .....	8
图 8： 世界主要啤酒企业市场份额 .....	8
图 9： 世界主要国家啤酒行业集中度 .....	8
图 10： 2018 年我国啤酒行业 CR5 达 85% 左右，呈区域割据竞争格局 .....	9

图 11: 2010-2018 年啤酒行业新增产能 (万千升) .....	9
图 12: 2018 年主要啤酒企业产能利用率及单厂销量 .....	9
图 13: 行业高端化持续进程 (吨价: 元) .....	10
图 14: 龙头酒企部分中高端产品形象 .....	10
图 15: 啤酒产量同比与 30 度以上天数高度拟合 .....	11
图 16: 规模以上啤酒企业数量持续下降 .....	11
图 17: 2014-2019 年全国高强度瓦楞纸市场价 (元/吨) .....	11
图 18: 2014-2019 年铝锭 A00 市场价格 (元/吨) .....	11
图 19: 2014-2020 年中国玻璃价格指数走势 .....	12
图 20: 2015-2020 年大麦价格走势 (元/吨) .....	12
图 21: 构建以“重庆+山城”本地强势品牌为基础, 国际高端品牌本土化运营的立体产品矩阵 .....	13
图 22: 2014 年以来公司品牌销量结构趋势 (万千升) .....	14
图 23: 2015-2018 年公司高中低档产品节后 .....	14
图 24: 2014 年以来公司产品收入结构变化 .....	14
图 25: 2013 年至今公司毛利率水平 .....	14
图 26: 重庆啤酒主要的关联交易 .....	15
图 27: 2015-2019Q1-Q3 公司分区域收入(亿元)及同比 .....	16
图 28: 中国中高端啤酒销量 (按渠道) .....	16
图 29: 中国高端和超高端啤酒销量 (按渠道) .....	16
图 30: 啤酒产量和餐饮业正向变动 .....	16
图 31: 中国各地区啤酒人均消费和人均 GDP .....	16
图 32: 2018 年中国各省 (自治区、直辖市) 限额以上餐饮业收入和年人均消费量 .....	17
图 33: 1994 年以来公司营收、利润变动趋势 .....	17
图 34: 重庆啤酒工厂、产能、收入和毛利分布 .....	19
图 35: 2008-2019 年公司管理层 (监事、董事、高管) 离职人数 (人) .....	19
图 36: 嘉士伯中国资产 5 个业务单元、24 家啤酒厂分布 .....	20
图 37: 2011-2019 年啤酒公司销售区域 30 度以上天数 .....	21
图 38: 公司啤酒吨酒价格增速周期性变动 .....	21
图 39: 公司啤酒产量与销售区域 30 度以上天数正相关 .....	22
图 40: 天气因素对公司啤酒销量影响图示 .....	22
图 41: 2013 年至今公司消费税、税金及附加营收占比 .....	23
图 42: 2013 年至今销售费用率和管理费用率 .....	23
图 43: 啤酒企业存在生产不合理吨价区间 .....	23
图 44: 2013 年以来公司的净资产收益率变化 .....	24
图 45: 2013-2018 年公司资产减值损失 (百万元) .....	25
表 1: 2015 年以来主要啤酒企业关停工厂数量 (家) .....	10
表 3: 2007 年 12 月至今啤酒公司主要提价信息 .....	12
表 4: 协议引入嘉士伯高端品牌 .....	14
表 5: 复盘公司 1995 年以来三个重要发展阶段 .....	18
表 6: 2015 年以来陆续关厂优化产能 .....	18
表 7: 重庆啤酒现任管理层北京 .....	19
表 8: 嘉士伯中国的业务单元 (完全控股, 不含重庆啤酒) 梳理 .....	21
表 9: 公司 ROE 杜邦拆分 .....	24
表 10: 瓶型消减计提的存货跌价准备 (百万元) .....	25
表 11: 关停关厂 (关厂持续亏损) 计提的固定资产减值损失 .....	25
表 12: 2019-2021 年重庆啤酒收入预测表 .....	26

表 13: 可比公司估值..... 27

## 1、嘉士伯集团控股 60%，西南市场啤酒大王

### 1.1、西南啤酒龙头，ROE 居行业第一

创建于 1958 年的重庆啤酒厂，隶属于重庆市轻工局，2013 年丹麦嘉士伯集团共持股 60% 成为公司第一大股东。目前年销售量约 100 万千升，旗下拥有“重庆、山城”两大本土品牌+“乐堡、嘉士伯、凯旋 1664”等嘉士伯国际品牌使用权，在重庆地区市场占有率 80% 以上。

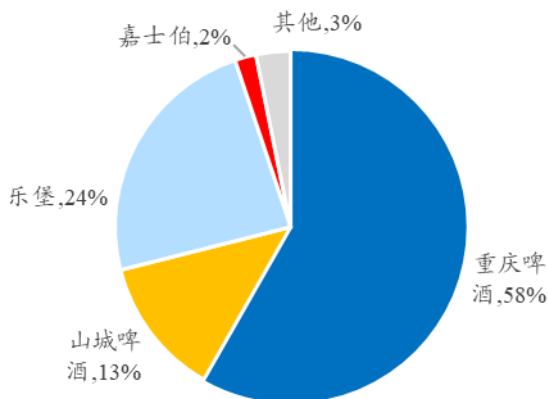
据公司 2018 年、2019 年三季度报告，2018 年营收 34.67 亿元/+9.19%；2019Q1-Q3 营收 30.25 亿元/+3.47%，归母净利润 5.94 亿元/+54.39%。其中前三季度公司啤酒实现收入 29.7 亿元/+5.7%，啤酒销量 79.76 万吨/+0.5%，吨酒价格 3718 元/+5.1%。2018 年公司净资产收益率 35%，居行业首位。

图1：重庆啤酒的发展历程



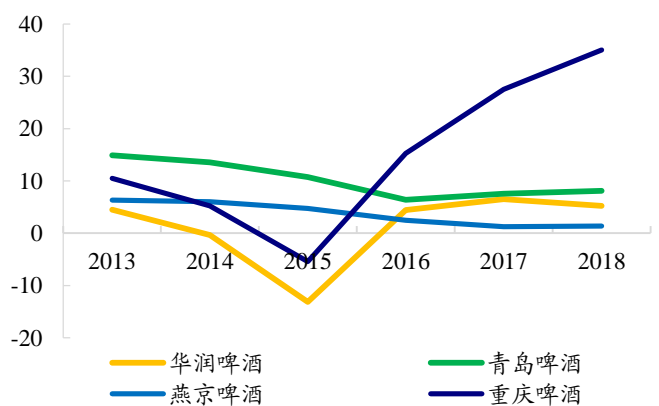
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2：2018年重庆啤酒产品销量结构



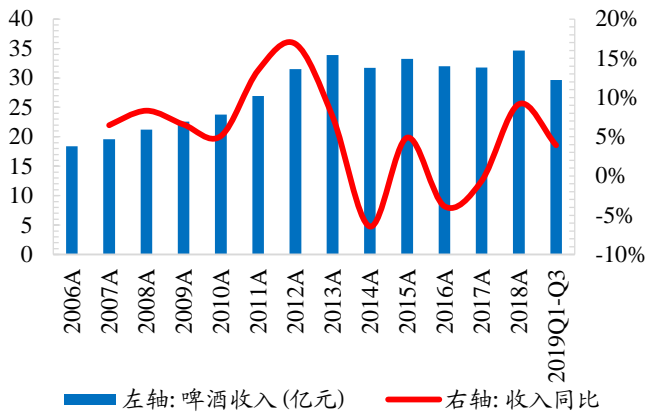
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3：公司 ROE 显著优于可比公司 (%)



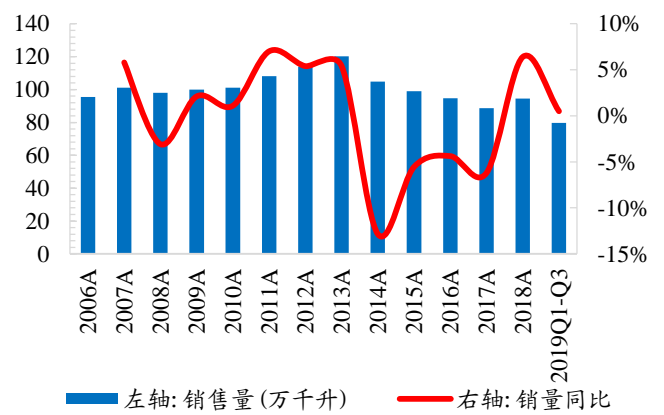
资料来源：华润啤酒等公司年报，新时代证券研究所

图4: 2006年以来公司啤酒营收及同比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 2006年以来啤酒销量及同比



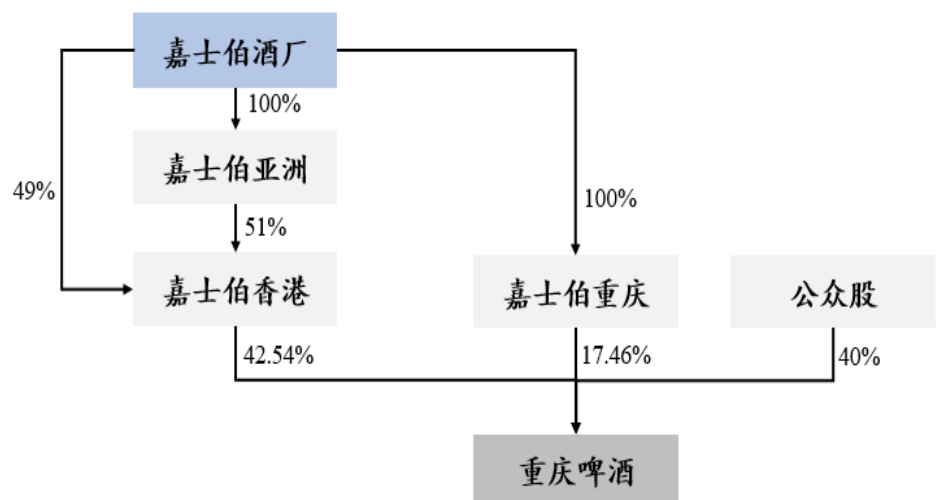
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 1.2、全球第三大啤酒集团——丹麦嘉士伯集团控股公司

全球第三大啤酒集团嘉士伯借道苏纽啤酒, 后两次增资, 成为公司的控股股东。嘉士伯(重庆) 2008年收购苏纽啤酒持有公司的17.46%股权, 嘉士伯(香港) 2010年收购12.25%公司股权, 后于2013年继续增持至42.54%, 至此, 嘉士伯集团持有公司60%股权, 成为公司第一大股东。

2019年嘉士伯集团实现营业收入659.02亿丹麦克朗(约97.42亿美元), 同比增长5.4%; 实现净利润65.69亿丹麦克朗(约9.71亿美元), 同比增长23.73%。同期总销量1349万千升, 同比增长1.35%; 其中啤酒销量1125万千升, 同比增长0.18%, 全球市占率约7%(重庆啤酒在集团中国产能占比约45%); 非啤酒类产品销量224万千升, 同比增长7.69%。

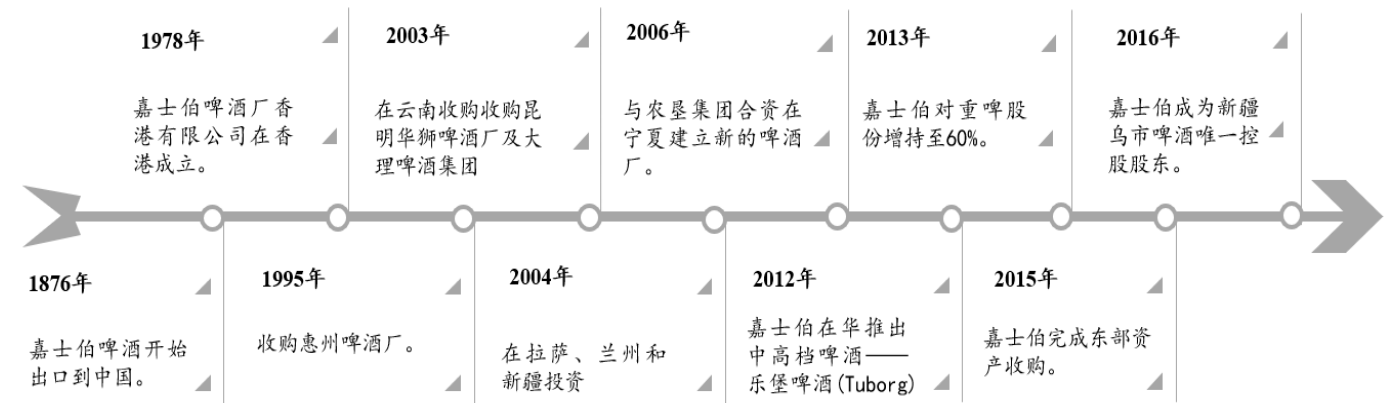
图6: 2019年公司股权结构



资料来源: 公司公告, 公司官网, 新时代证券研究所

1995 年嘉士伯收购惠州酒厂，开启中国市场资产整合历程。目前嘉士伯中国控股 24 家啤酒厂，拥有“重庆”、“山城”、“乌苏”、“西夏”、“风花雪月”、“大理”、“华狮”、“天目湖”、“天岛”等区域强势品牌。

图7： 嘉士伯中国的发展历程



资料来源：嘉士伯中国官网，新时代证券研究所

## 2、 行业多寡头竞争，将逐步由规模化转向高质量竞争

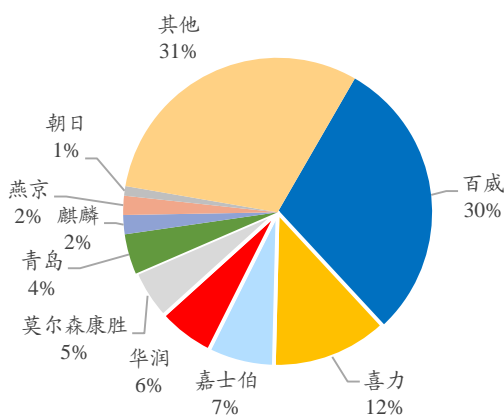
### 2.1、 行业 CR5 已提升至 85%左右，优质产能仍是稀缺资源

#### 2.1.1、 啤酒龙头割据竞争

我国啤酒行业已经形成较为稳定的寡头竞争格局，以华润雪花、青岛啤酒、百威中国、燕京啤酒、珠江啤酒及嘉士伯（重庆啤酒）为主要代表。

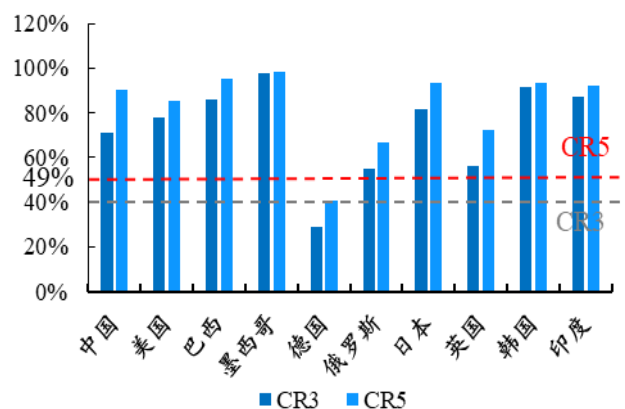
根据国家统计局数据，2019 年我国啤酒 CR5 已提升至 85%左右，然而“以价换量，市场份额第一”的策略已无法支撑行业长期健康发展，单纯规模竞争将逐步转向高质量竞争——产品高端化将成为行业二次革命的主要驱动力。

图8： 世界主要啤酒企业市场份额



资料来源：百威、喜力、华润等公司年报，新时代证券研究所

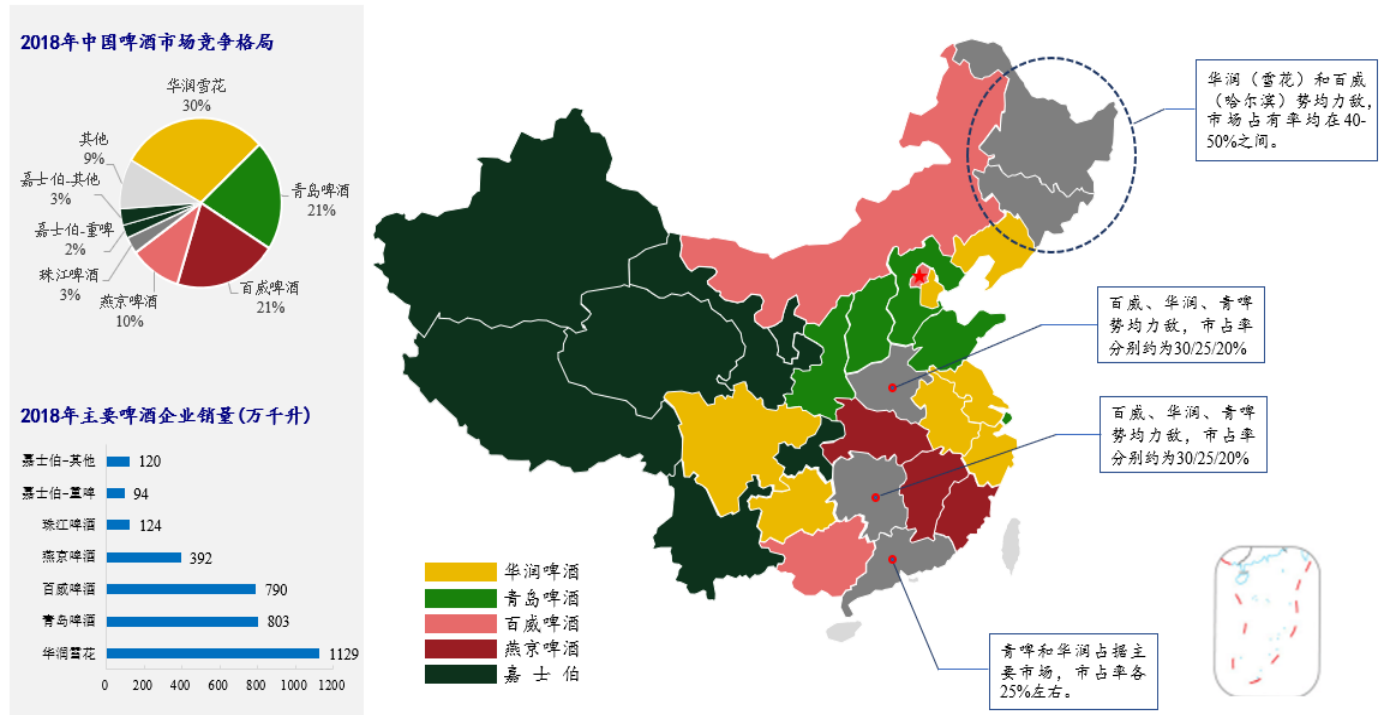
图9： 世界主要国家啤酒行业集中度



资料来源：Wind，国家统计局，年报新时代证券研究所



图10: 2018年我国啤酒行业CR5达85%左右, 呈区域割据竞争格局



资料来源: Wind, 国家统计局, 百威、嘉士伯官网, 新时代证券研究所

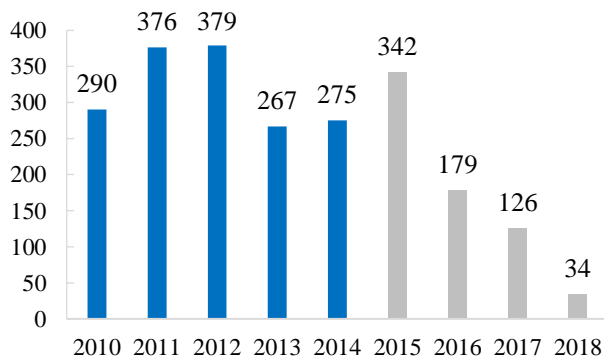
注 释: 百威啤酒和嘉士伯在中国的销量均为估计值。

### 2.1.2、 联姻借势+关厂提效是龙头企业高端化两个路径

一方面, 国内、国际品牌联姻成为龙头企业决战高端啤酒市场的一大选项: 2019年华润联姻喜力啤酒(Heineken)、哈尔滨啤酒与百威啤酒、重庆啤酒与嘉士伯等。

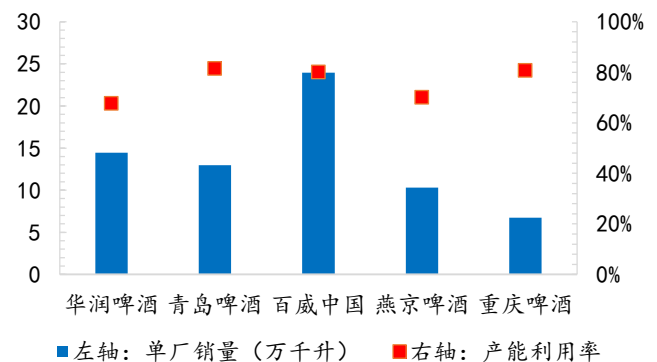
另一方面, 关停并转低效产能, 提升资产收益率, 其中 2015 年至今华润啤酒和重庆啤酒分别关停 21 家和 10 家, 净资产收益率分别由 2015 年的-13.15%/-5.43% 提高到 2018 年的 5.24%/35%。

图11: 2010-2018年啤酒行业新增产能(万千升)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 2018年主要啤酒企业产能利用率及单厂销量



资料来源: 上市公司年报, 新时代证券研究所

备 注: 燕京啤酒和百威中国为估计值

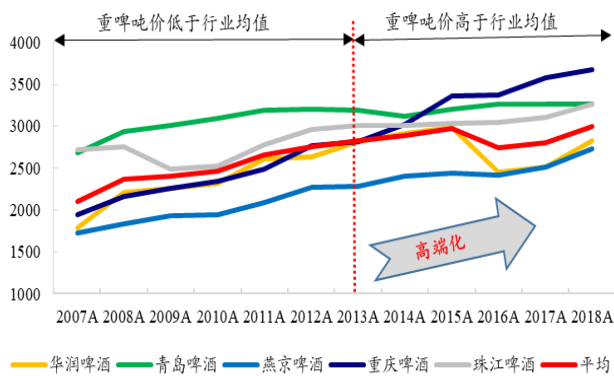
表1: 2015年以来主要啤酒企业关停工厂数量(家)

年份	华润啤酒	青岛啤酒	百威中国	燕京啤酒	重庆啤酒
2015	1	1	-	-	6
2016	-	2	8	6	3
2017	7	-	约6-7家	-	-
2018	13	2		-	1
现有啤酒厂	78	62	33	38	14

资料来源: 各上市公司年报, 新时代证券研究所

从产品结构占比看, 2011-2018年, 低端啤酒销量占比由89.1%下降至76.5%, 龙头酒企(行业前五)的平均吨价由2007年的2095元提高到2018年的3003元, 复合增长3.3%。分品牌来看, 重庆啤酒高端化进程居于行业首位, 2018年吨价3672元, 2007-2018年复合增长约6%。

图13: 行业高端化持续进程(吨价: 元)



资料来源: 华润啤酒等公司年报, 新时代证券研究所

图14: 龙头酒企部分中高端产品形象



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

表2: 龙头啤酒厂商布局中高档啤酒

啤酒公司	产品系列	规格	价格(元)	单价(元)
华润雪花	脸谱 11.5 度	500ml*12 听	158	13.2
	黑啤 13.5 度	500ml*12 听	129	10.8
	雪花纯生	500ml*12 听	85	7.1
青岛啤酒	鸿运当头	355ml*12 瓶	178	14.8
	皮尔森 全麦精酿	330ml*12 听	78	6.5
	青岛纯生	500ml*12 听	82	6.8
	1903 精酿啤酒	500ml*12 听	79	6.6
	德国黑啤	500ml*12 听	115	9.6
	奥古特	500ml*12 听	115	9.6
	全麦白啤	500ml*12 听	79	6.6
重庆啤酒	乐堡啤酒	500ml*12 听	79	6.6
	凯旋 1664 白啤酒	500ml*12 听	138	11.5
	怡乐仙地	330ml*12 瓶	118	9.8
	金樽黑啤	486*12 瓶	188	15.7
燕京啤酒	12 度原浆白啤	500ml*12 听	119	9.9
	12 度黑啤	500ml*12 听	78	6.5
珠江啤酒	雪堡白啤	500ml*12 听	135	11.3

啤酒公司	产品系列	规格	价格(元)	单价(元)
百威	福佳	350ml*24 听	168	7.00
	科罗娜	355ml*24 听	164	6.83

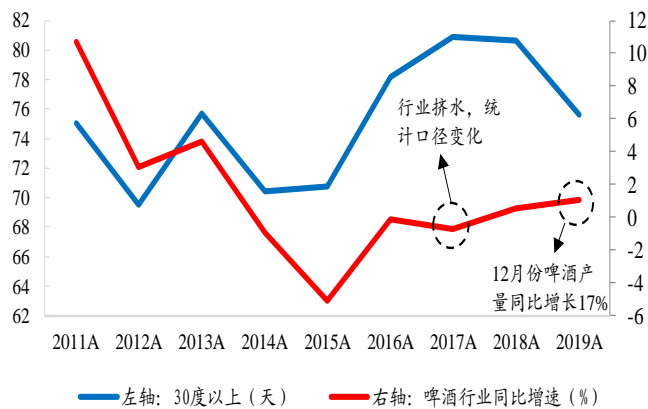
资料来源：京东商城，各啤酒公司官网，新时代证券研究所

## 2.2、影响行业业绩的两个核心变量：天气与原料成本

### 2.2.1、核心变量一：天气/气温

气温是影响啤酒尤其是低端啤酒销量的关键因素。“高温天气喝冰镇啤酒”，我国啤酒行业销量与30度以上天气高度相关。随着气温逐步回升，啤酒将迎来消费旺季。

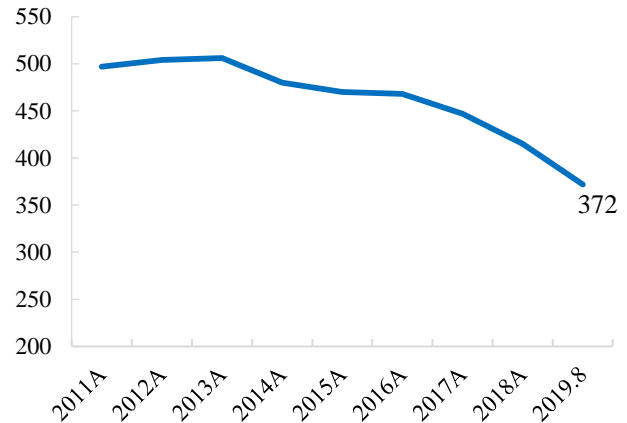
图15：啤酒产量同比与30度以上天数高度拟合



资料来源：中国气象局，国家统计局，新时代证券研究所

计算方法：中国各省（直辖市、自治区）省会城市5-9月份30度以上平均天数。

图16：规模以上啤酒企业数量持续下降



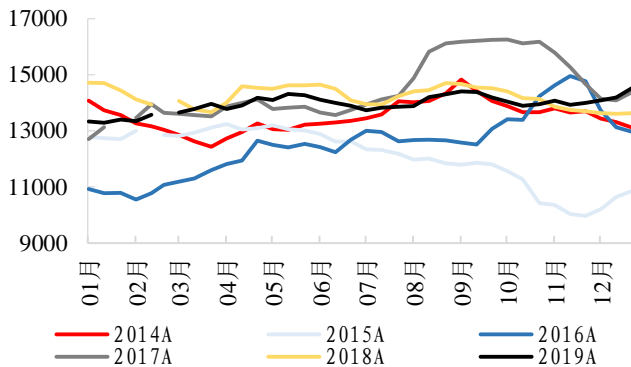
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

### 2.2.2、核心变量二：原料成本

啤酒行业对原料成本敏感度高，其产业链包括酿酒原材料（酒花、大麦、酵母等）、包装原材料（瓦楞纸、铝罐、玻璃等）及运输成本。

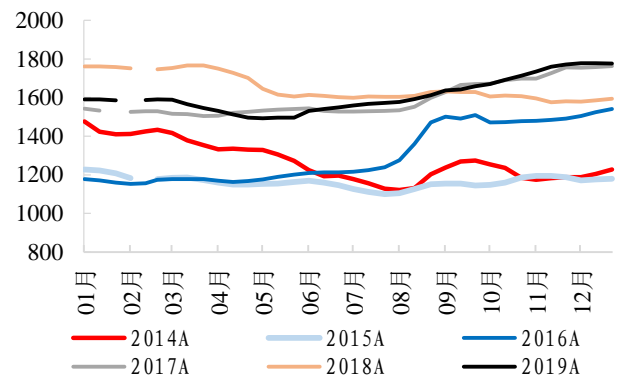
如2017-2018年啤酒主要包材的原料价格快速上涨，2018年全球大麦主产区减产致大麦价格上涨；原料+包材价格上涨挤压啤酒厂商利润，2018年青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒和百威啤酒的主力产品纷纷提价，对冲成本压力。

图17：2014-2019年全国高强度瓦楞纸市场价（元/吨）

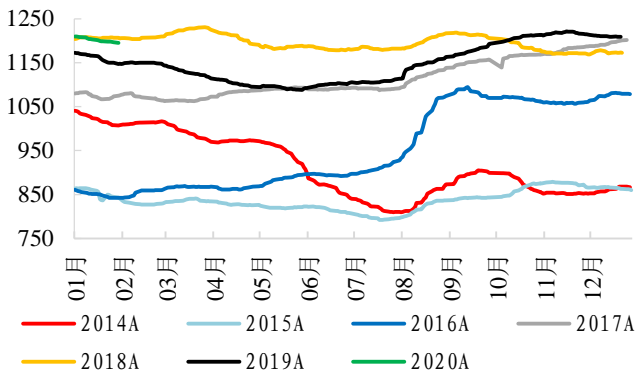


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

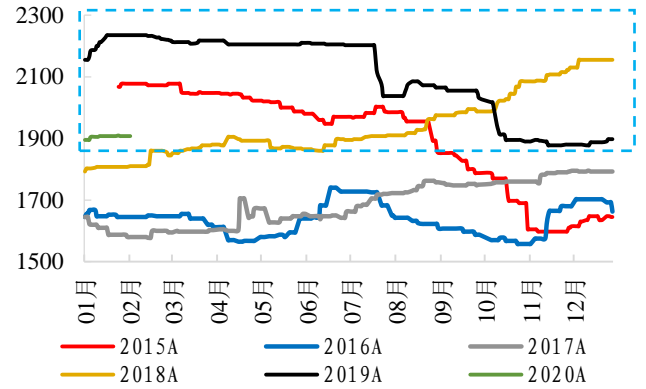
图18：2014-2019年铝锭A00市场价格（元/吨）



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

**图19: 2014-2020年中国玻璃价格指数走势**

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图20: 2015-2020年大麦价格走势(元/吨)**

资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

**表3: 2007年12月至今啤酒公司主要提价信息**

提价时间	提价公司	提价区域	提价产品	提价环节	提价幅度
2007年12月	燕京啤酒	北京	主要产品	终端价	12%左右
		其他市场	大部分啤酒产品	终端价	5%左右
2008.3		北京	易拉罐产品	终端价	5%+
2008年初	青岛啤酒	山东	主品牌部分产品	终端价	6%-8%
2010.1.20	燕京啤酒	北京	10度清爽(销售占比12%)	终端价	10%左右
2011年初		北京	10度燕京清爽、本生	出厂价	16%左右
2010年底	华润啤酒	沈阳	瓶装	-	14%左右
			听装	-	20%左右
		安徽、四川、辽宁	部分产品	-	10%左右
2011年底	百威英博	上海	580ml、380ml	-	提价10%~20%
2017.12	燕京啤酒	北京	清爽系列	出厂价	约30%
		浙江	本生460ml	零售价	15-20%
2018.1.5	青岛啤酒	山东	崂山、汉斯、青啤	出厂价	不足5%
2018.5.7					
2018.1.8	华润啤酒	浙江	纯生、勇闯天涯	终端进货价	2-10元/件
2018.3.1	百威啤酒	--	百威500ml瓶装	终端价	约50%

资料来源: 上市公司公告, 新时代证券研究所

### 3、嘉士伯赋能, 因地制宜推进重庆啤酒高端化

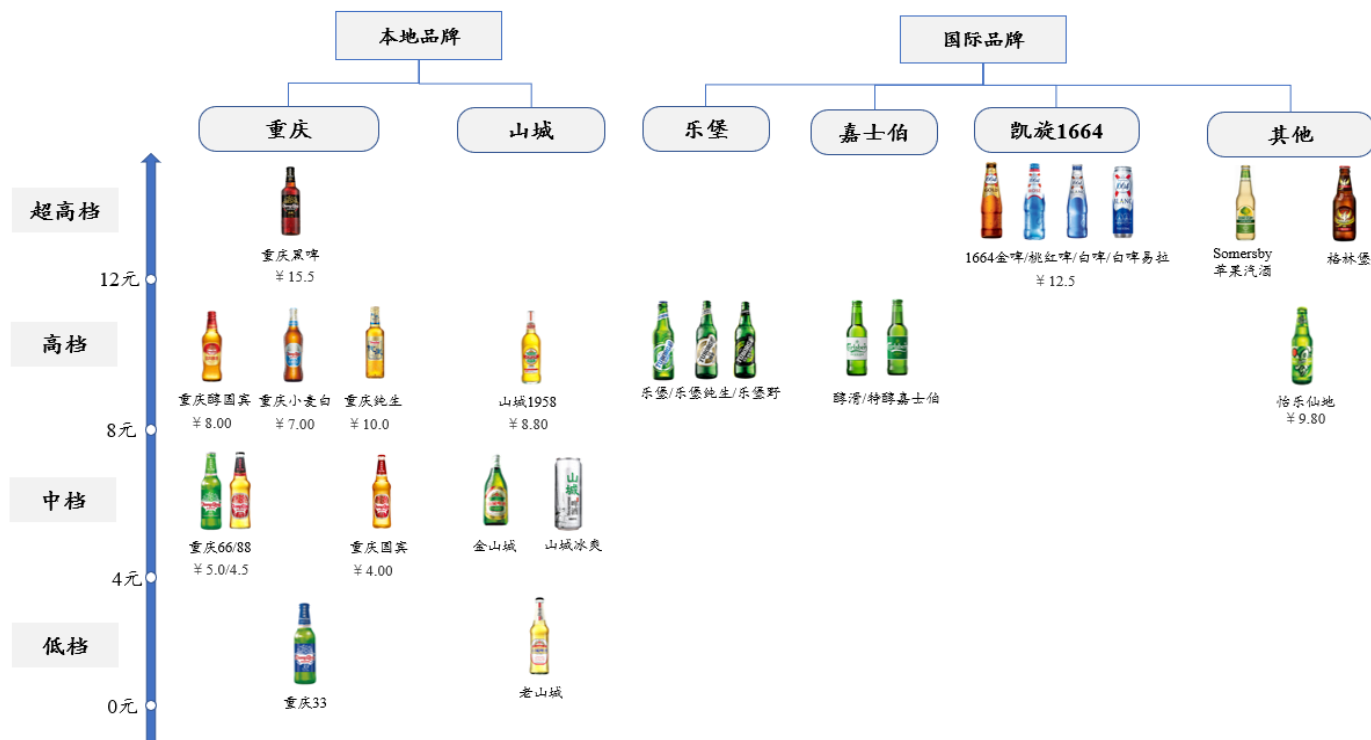
啤酒行业格局稳定, 将迎来结构性机会, 中高档啤酒消费场景已经具有高延展性, 未来产品的结构提升将驱动利润快速增长。2016年嘉士伯集团提出“扬帆22”战略: “强化核心品牌”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”, 推进组织优化、生产网络优化、产品高端化等多项工作。

### 3.1、品牌赋能：“本地强势品牌+国际高端品牌”，强势推进结构升级

#### 3.1.1、构建以“重庆+山城”本地强势品牌为基础，国际高端品牌本土化运营的立体产品矩阵

公司旗下目前可使用品牌除了“山城、重庆”等本地品牌外，还有“嘉士伯、乐堡、凯旋 1664”等国际品牌。2019 年 9 月份公司与新疆乌苏啤酒签订《商标使用许可协议》，授权公司于 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网红“乌苏啤酒”。

图21：构建以“重庆+山城”本地强势品牌为基础，国际高端品牌本土化运营的立体产品矩阵



资料来源：公司官网，京东商城，新时代证券研究所

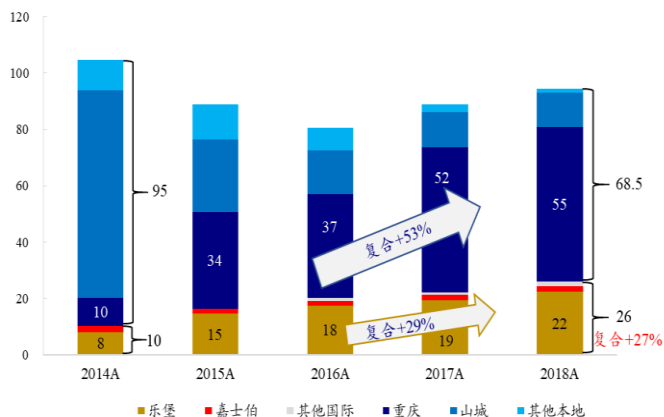
#### 3.1.2、瓶型消减，吨价从2011年2500元/吨提升至3700元以上

2018 年公司啤酒业务收入 34.67 亿元/+9%，销量 94.43 万千升/+6%，“重庆”和“山城”等本地品牌销量占比达 73%，中高档产品占比稳步提升。

2014 年 200 多个瓶型消减至 4 种玻瓶，淘汰低档山城，开发重庆纯生、重庆小麦白、重庆醇国宾、黑啤等中高端产品。至 2018 年，“山城”销量由 2014 年 73.68 万千升下降到 12.10 万千升，降幅约 84%，占比仅 13%。“重庆”销量 55 万千升，较 2014 年增长 444%，复合增长 53%，占比达 58%。

2012 年公司正式引进嘉士伯和乐堡品牌，2015 年引进凯旋 1664 白啤和怡乐仙地果味啤酒，2018 年引进定位酒吧、夜场渠道的格林堡高端啤酒。至 2018 年，国际品牌（乐堡、嘉士伯、怡乐仙地等）销量约 26 万千升，较 2014 年增长 56%，复合增长 27%。

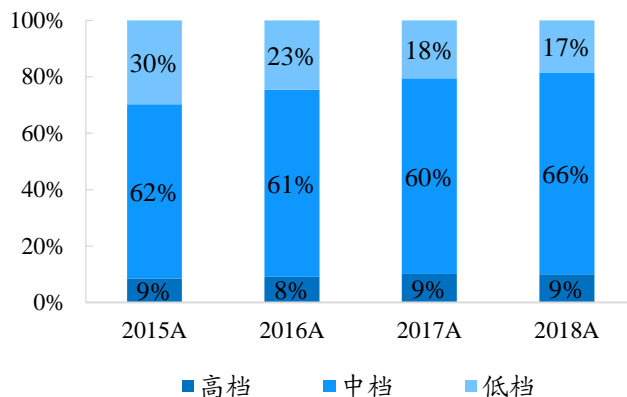
图22: 2014年以来公司品牌销量结构趋势(万千升)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

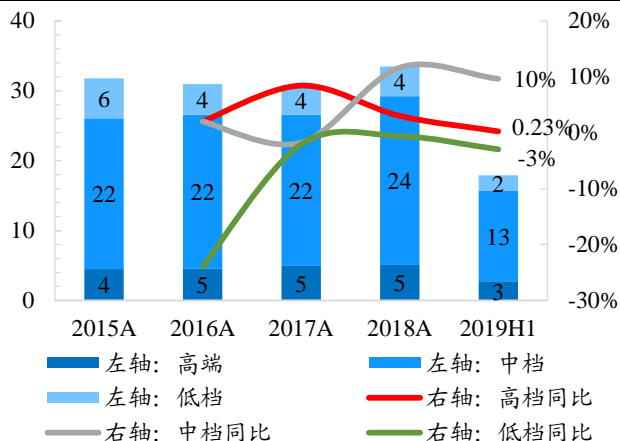
备注: 高档主要包括嘉士伯系列, 乐堡纯生, 重庆纯生; 中档主要包括乐堡及重庆国宾系列; 低档主要包括重庆 33, 山城系列(不含山城 1958)。

图23: 2015-2018公司高中低档产品节后



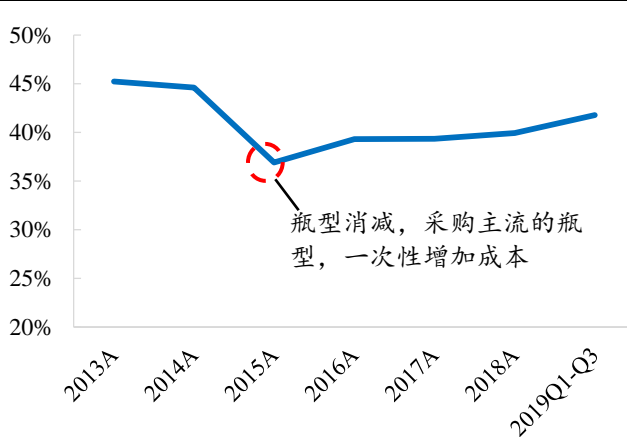
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图24: 2014年以来公司产品收入结构变化



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图25: 2013年至今公司毛利率水平



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

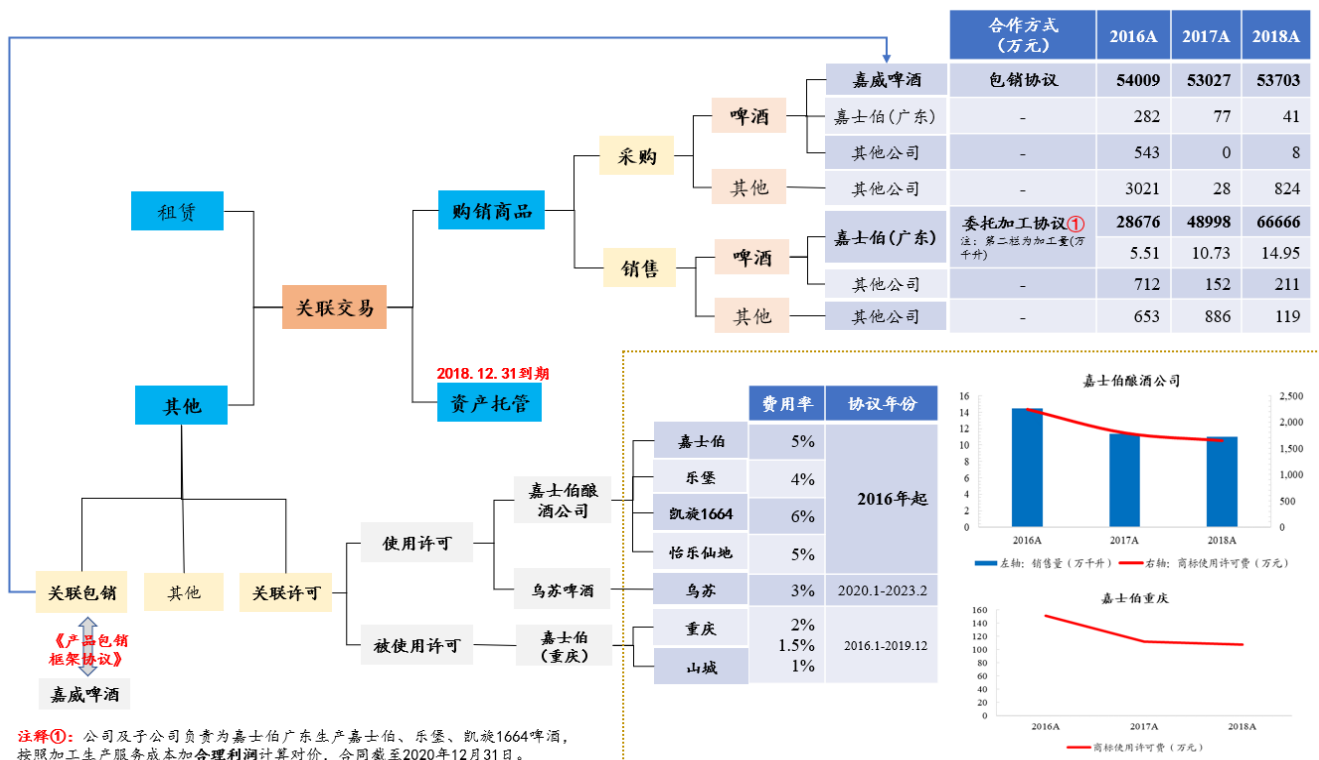
表4: 协议引入嘉士伯高端品牌

引入品牌	品牌描述	主要产品	主流价格	原产国	销售近况
嘉士伯系列	嘉士伯公司的旗舰啤酒品牌	醇滑嘉士伯、特醇嘉士	定位于 8-12 元高端市场	原产于丹麦, 畅销全球 140 国家和地区	2018 年销量约 1.86 万千升, 销量占比 2%, 同比下降 6.28%。
乐堡系列	全球十大高档啤酒品牌之一, 是为年轻消费者打造的时尚啤酒品牌	乐堡啤酒、乐堡纯生啤酒和乐堡野啤酒	定位于 8-12 元高端市场	原产于丹麦, 目前在全球 80 多个国家销售	2018 年销量约 22.5 万千升, 销量占比 24%, 同比增长 16%。
凯旋 1664 白啤	原凯旋啤酒厂下法国最畅销啤酒之一	1664 金啤、桃红啤、白啤、白啤易拉罐	定位 12 元以上产高端市场	原产于法国	/
备注	<p>■ 《商标许可协议》: 为帮助公司提高盈利能力, 2012 年公司与嘉士伯广东 (2015 年由嘉士伯酿酒公司代替) 签署许可协议, 公司通过缴纳商标使用许可费获得生产和销售嘉士伯、乐堡等嘉士伯品牌的权力。2018 年公司及其子公司通过《许可协议》生产嘉士伯/乐堡/凯旋 1664/怡乐仙地 10.98 万千升/-3.6%, 商标使用许可费 1645 万元。2019 年公司与乌苏啤酒签署《商标使用许可协议》, 约定自 2020 年 1 月 1 日起至 2023 年 2 月 28 日, 公司获得生产和销售“乌苏啤酒”等品牌啤酒的许可, “乌苏”加入公司品牌阵营将有利于丰富公司产品结构, 提高产能利用率, 降低固定运营成本。</p>				

引入品牌	品牌描述	主要产品	主流价格	原产国	销售近况
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 《委托加工协议》：为充分利用公司产能，降低固定运营成本，提高公司效益和品牌形象，2011年公司与嘉士伯广东签署委托加工协议，委托公司生产嘉士伯、乐堡等嘉士伯品牌，并将成品啤酒按照加工服务成本加上合理利润销售给嘉士伯广东。2018年公司受委托加工 14.95 万千升，销售收入 6.67 亿元/+36%。</li> <li>■ 通过《包销协议》委托嘉威啤酒进行本地品牌生产并由公司进行包销：2009年公司与嘉威啤酒签署包销协议，协议品牌山城（之后通过补充协议扩充到乐堡、重庆纯生等品牌），2018年公司包销 13.15 万千升，含税金额 5.37 亿元/+1.2%。</li> </ul>				

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图26：重庆啤酒主要的关联交易



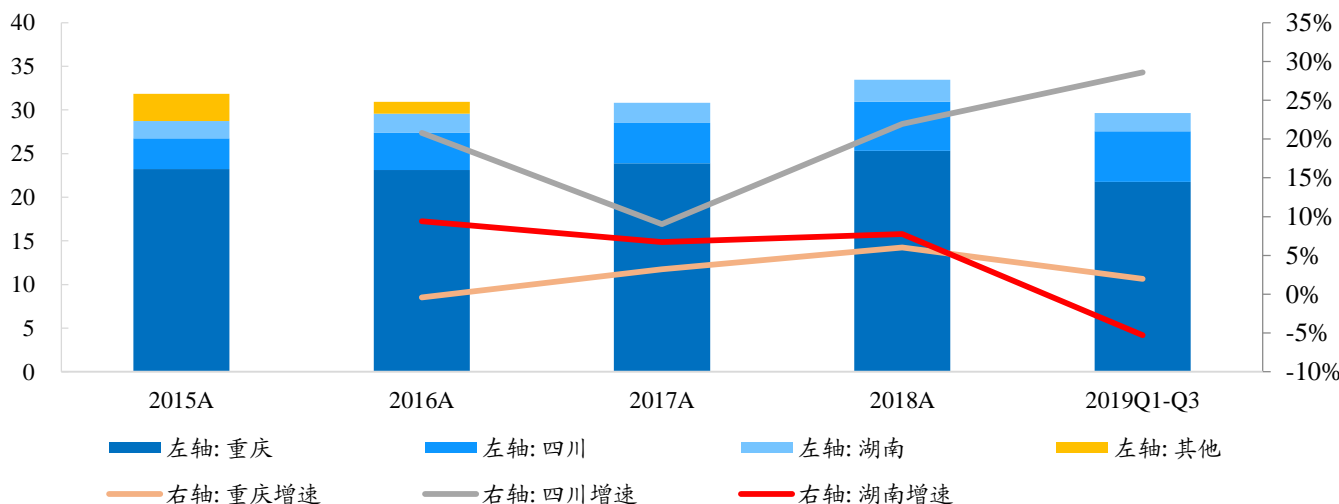
注释①：公司及子公司负责为嘉士伯广东生产嘉士伯、乐堡、凯旋1664啤酒，按照加工生产服务成本加合理利润计算对价，合同截至2020年12月31日。

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

### 3.2、品牌赋能餐饮渠道，深耕川渝湘，域外辐射

借助嘉士伯品牌资源及拉罐装产品，未来灌装产品的占比提升将有效降低运输成本及损耗，利于域外区域的辐射拓展。2019年前三季度重庆、四川、湖南地区分别实现营收 21.8/5.8/2.1 亿元，同比增长 2%/29%/-5%，分别占总收入的 74%/19%/7%。

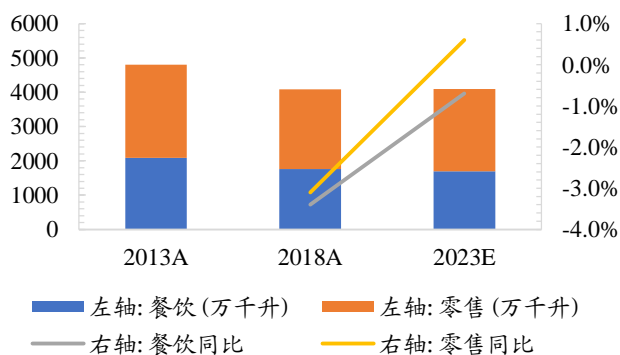
图27: 2015-2019Q1-Q3 公司分区域收入(亿元)及同比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

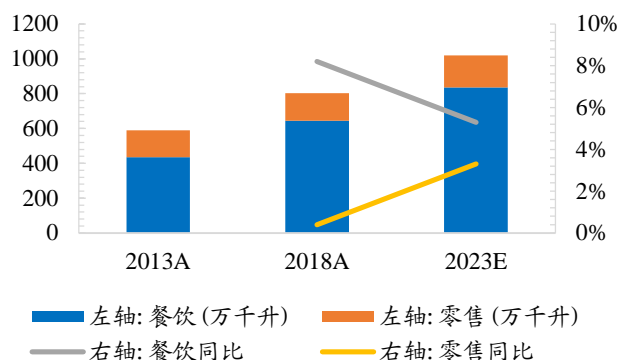
餐饮渠道占啤酒销售的50%左右,是啤酒主销渠道,且餐饮渠道的体验性及高利润诉求使得消费档次高于零售渠道。川渝湘是中国餐饮高地,尤其是重庆地区,人均餐饮消费金额居西部首位,发达的餐饮业支撑公司高端啤酒放量。

图28: 中国中高端啤酒销量(按渠道)



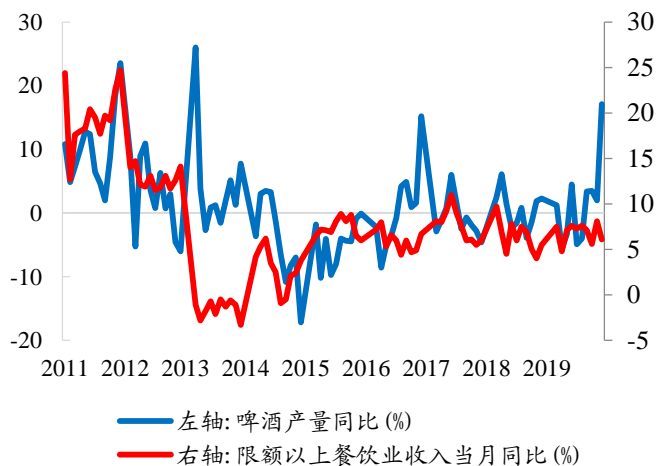
资料来源: GlobalData, 新时代证券研究所

图29: 中国高端和超高端啤酒销量(按渠道)



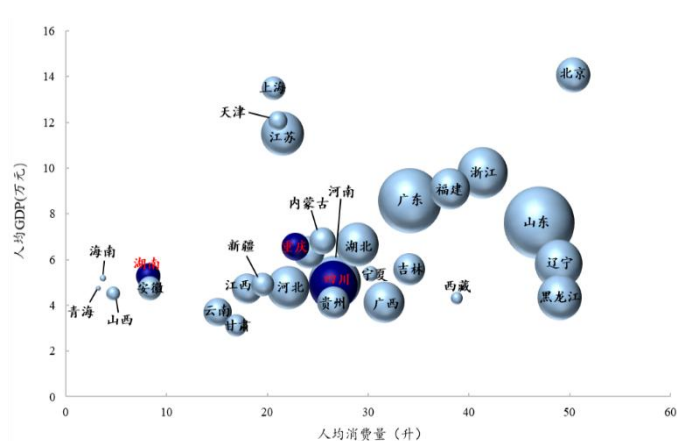
资料来源: GlobalData, 新时代证券研究所

图30: 啤酒产量和餐饮业正向变动



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

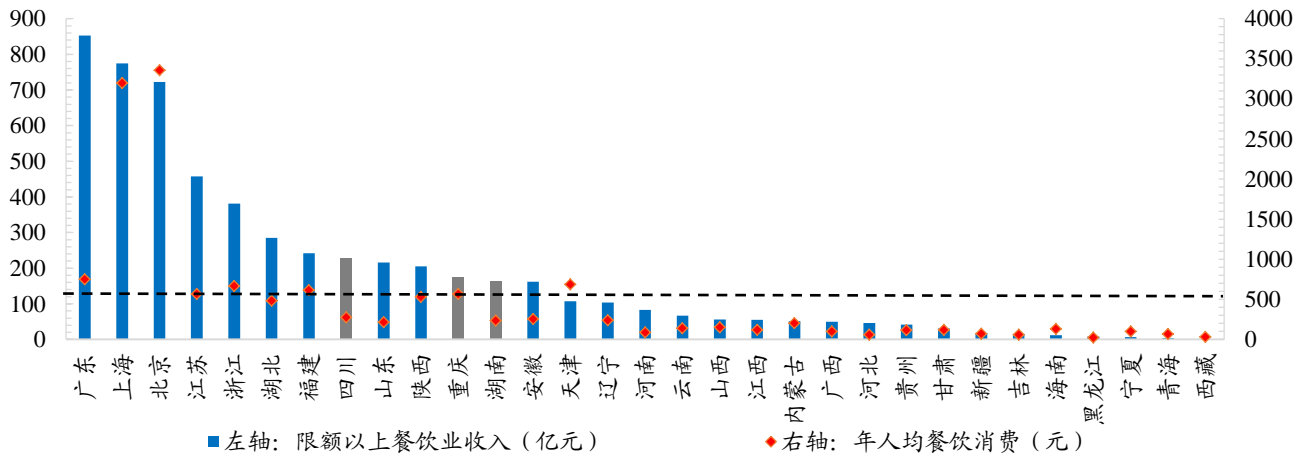
图31: 中国各地区啤酒人均消费和人均GDP



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所  
备注: 球体大小为2018年当地啤酒产量



图32: 2018年中国各省(自治区、直辖市)限额以上餐饮业收入和年人均消费量



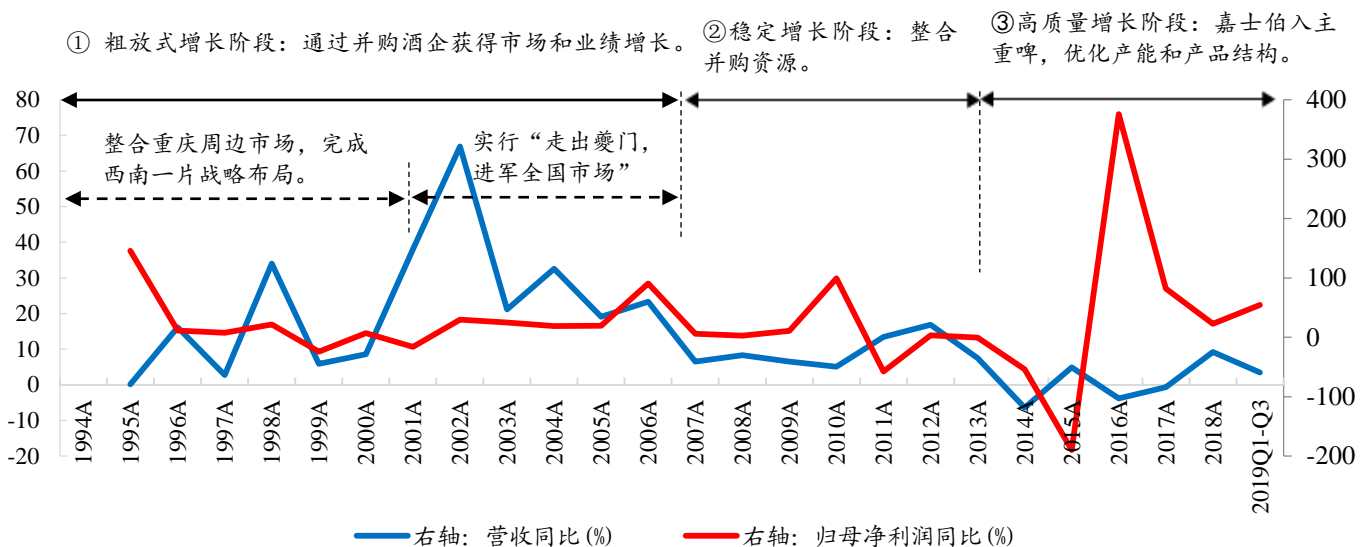
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

### 3.3、管理赋能: 由收购扩张到精细化运营

#### 3.3.1、关厂提效, 步入高质量发展阶段

2013年嘉士伯入主后, 对产能进行瘦身, 先后关停10家非优势区域(非优质产能)的工厂, 降低运营成本, 提高管理效率。2018年公司在全国拥有14家啤酒工厂(含一家联营工厂), 主要集中在重庆、四川和湖南; 设计产能约200万吨/年, 实际产能103万吨/年(公布值); 同期销量94万吨, 产能利用率约91%。2013年以来公司收入、净利润年复合增长率达4.0%/20.5%。

图33: 1994年以来公司营收、利润变动趋势



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表5: 复盘公司 1995 年以来三个重要发展阶段

时间	发展阶段	重点举措	收入/净利复合增长
1995-2006 年	产能扩张阶段: 并购+自建	<ul style="list-style-type: none"> <li>完成“西南一片”战略布局: 20 世纪 90 年代后期地方政府管制放松, 公司整合了重庆及其周边城市啤酒市场, 如收购/自建了攀枝花酒厂、宜昌酒厂、西昌酒厂、勃克啤酒酒厂。</li> <li>“走出夔门, 进军全国市场”: 21 世纪初, 如 2001 年收购常州天目湖啤酒, 进入华东市场; 2002 年收购湖南国人啤酒和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。期间公司积极扩充重庆本地产能, 先后(通过收购和自建)建立了合川工厂(六厂)、梁平工厂(九厂)、万州工厂等, 并通过联营持股嘉酿啤酒(包销协议)扩充产能。</li> <li>携手苏格兰·纽卡斯尔啤酒股份有限公司(简称苏纽公司), 引入先进管理经验、酿造工艺: 苏纽公司斥资 5.25 亿元人民币, 收购 5000 万股国有股, 成为公司的第二大股东。</li> </ul>	23.5% 11.8%
2007-2012 年	稳定增长阶段: 消化整合	2008 年公司与嘉士伯合作, 2011 年公司与嘉士伯香港签署《委托加工生产协议》, 获得乐堡、嘉士伯品牌的生产和销售权, 开展一系列关联业务, 包括提供和接受劳务、委托品牌管理、关联许可、签订包销协议等, 关联交易使得多余产能得到释放, 摊薄了成本。	9.1% 8.4%
2013 年至今	高质量发展阶段: 优化产能和产品结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>推行“升级产品、夯实市场、优化产能、提升效率、规范组织”核心发展战略。2013 年嘉士伯入主, 引进嘉士伯等高档产品, 构造“本土+国际品牌”组合, 增强公司市场竞争力, 同时通过“勇者之路”计划, 进行瓶型削减, 将 200 多个瓶型削减到 4 个瓶型, 淘汰并替换利润低、前景差的产品; 管理方面, 嘉士伯委任公司管理层, 将国际先进的管理运营经验传递到公司。</li> <li>2014 年公司引入乐堡啤酒, 产品升级以重庆国宾啤酒替代山城啤酒, 同时对老旧设备进行了清理, 进行强制报废。</li> <li>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, 先后关停永川等 6 家工厂。</li> <li>2016 年开始实行嘉士伯集团的“扬帆 22”战略, 致力于“强化核心品牌”、“定位于实现增长”和“构建必赢文化”。</li> <li>2017 年践行嘉士伯集团“大城市”战略, 进军四川省的 4 个重点城市(德阳、达州、乐山和成都);</li> <li>计划于 2020 年在宜宾公司投资 2.1 亿元新建一条年产能 15 万千升的拉罐生产线。</li> </ul>	4.0% 20.5%

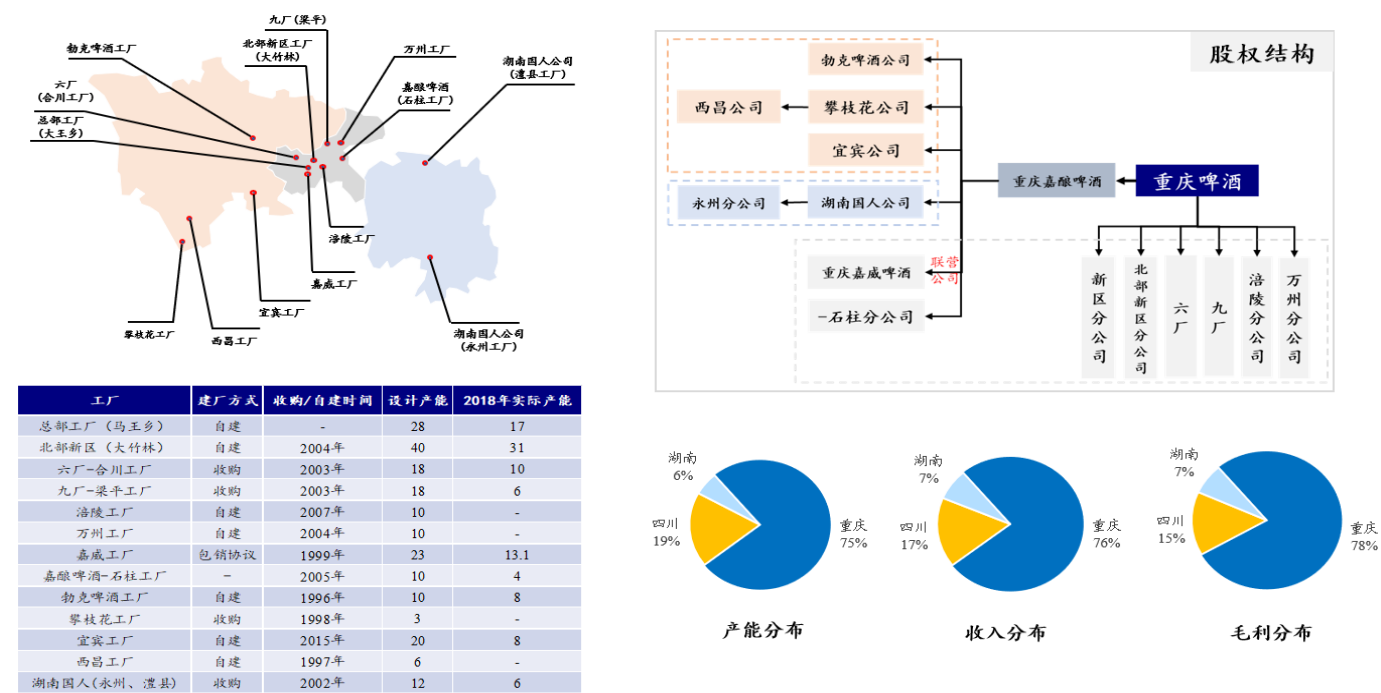
资料来源: 公司年报, 公司官网, 新时代证券研究所

表6: 2015 年以来陆续关厂优化产能

公司	所在区域	获得方式	收购/自建时间	关停/转让	关停/转让时间
嘉酿啤酒綦江啤酒分公司	重庆	自建	1996 年	关停	2015 年
重庆啤酒永川分公司	重庆	自建	2006 年	关停	2015 年
柳州山城啤酒公司	广西	收购	2005 年	关停	2015 年
重庆啤酒安徽九华山公司	安徽	自建	2008 年	关停	2015 年
重庆啤酒集团六盘水啤酒厂	贵州	收购	1990 年	关停	2015 年
黔江分公司	重庆	自建	2007 年	关停	2015 年
宁波大梁山公司	浙江	自建	2002 年	转让 70% 股权	2016 年
亳州公司	安徽	自建	2009 年	关停	2016 年
甘肃金山啤酒原料公司	甘肃	自建	2008 年	关停	2016 年
湖南国人常德分公司	湖南	自建	2005 年	关停	2018 年

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图34: 重庆啤酒工厂、产能、收入和毛利分布

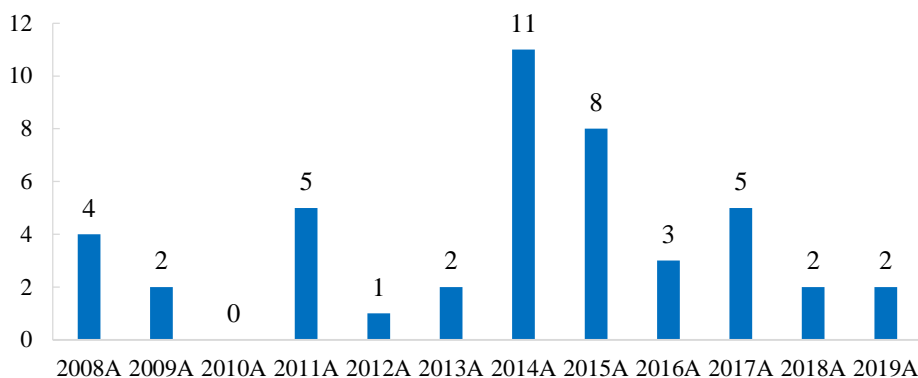


资料来源: 公司官网, 公司年报, 资料来代证券研究所

3.3.2、人才引入是优秀管理机制的保障

2013年嘉士伯集团对公司管理层进行了调整, 目前公司7位董事(含董事长)中有4位来自嘉士伯集团。集团优秀人才输入, 为公司带来先进的管理经验。

图35: 2008-2019年公司管理层(监事、董事、高管)离职人数(人)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表7: 重庆啤酒现任管理层北京

姓名	职务	入职年份	国籍	学历	出生年份	个人简历
Roland Arthur Lawrence(罗磊)	董事长	2019.1	澳大利亚	硕士	1959	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., GorkhaBrewery (P) Ltd 等公司董事。
吕彦东	董事	2016.5	中国	硕士	1976	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	2016.12	中国	博士	1973	公司总经理.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。

姓名	职务	入职年份	国籍	学历	出生年份	个人简历
Chin Wee Hua(陈伟豪)	董事	2019.1	马来西亚	硕士	1971	现任嘉士伯中国财务副总裁,2001年至2008年任阿尔斯通电力亚太(马来西亚)有限公司财务总监,2009-2014年任武汉锅炉股份有限公司财务总监,2015-2016年任通电源互联业务亚洲财务总监
连德坚	董事	2017.4	中国	本科	1967	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。
Roland Arthur Lawrence(罗磊)	董事	2017.8	澳大利亚	硕士	1959	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 等公司董事。
LEE Chee Kong (李志刚)	董事	2019.1	马来西亚	本科	1972	现任嘉士伯中国董事总经理,在任职于嘉士伯前,曾担任希丁安亚洲区总裁并兼任中国区董事总经理,更早前,曾担任亨氏中国董事总经理职位,和在高露洁棕榄中国及亚太地区长时间从事管理工作。

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

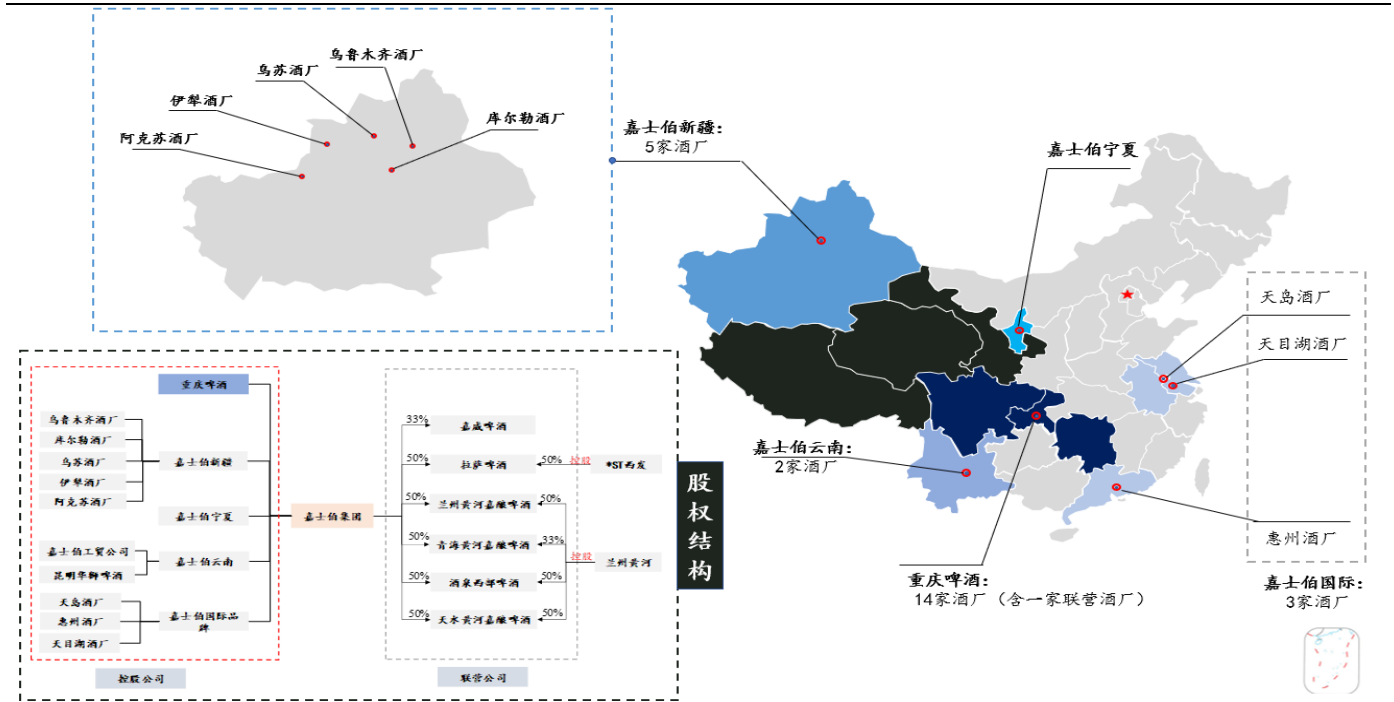
## 4、中期关注两点: 资产注入窗口期+主销区天气

### 4.1、2020年是嘉士伯资产注入的窗口期

资产注入窗口期, 年内资产注入预期较强。2013年嘉士伯要约收购时提出, 为避免重庆啤酒与嘉士伯中国业务同业竞争, 嘉士伯承诺在要约收购完成后的4-7年(最晚2020年)的时间内彻底解决潜在的同业竞争: 在获得监管部门、上市公司股东的批准, 以及相关资产少数股东同意情况下, 将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。

截至2018年底嘉士伯中国拥有嘉士伯新疆、嘉士伯宁夏、嘉士伯云南、嘉士伯国际和重庆啤酒五个业务单元, 24家啤酒厂(不含6家联营酒厂, 总产量约210万吨, 重庆啤酒销量占比约45%)。

图36: 嘉士伯中国资产5个业务单元、24家啤酒厂分布



资料来源: 嘉士伯中国官网, 新时代证券研究所

**表8: 嘉士伯中国的业务单元 (完全控股, 不含重庆啤酒) 梳理**

业务板块	酒厂	产能	品牌	优势市场	备注
嘉士伯新疆	五家酒厂, 9条生产线	50万吨	乌苏、新疆+嘉士伯、乐堡等	新疆	新疆市场占有率 75%以上
嘉士伯宁夏	-	30万吨	西夏+嘉士伯、乐堡等	宁夏	宁夏市场占有率 80%以上
嘉士伯云南	嘉士伯(中国)啤酒工贸公司	100万吨(目前投产10万吨)	大理桥头堡、苍洱牌大理啤酒、风花雪月啤酒等	云南	目前在建 100万吨(一期 50万吨)啤酒项目, 预计 2025年 100万吨产能建成, 大理啤酒产品占有率在云南省有望达到 50%以上
	昆明华狮啤酒	约 20万吨	华狮等	云南	主销昆明, 曲靖, 玉溪, 楚雄
嘉士伯国际部	天目湖酒厂(嘉士伯江苏)	20万吨	K1664、皇冠铝瓶、嘉士伯、乐堡等)+本地强势品牌(天目湖)	以江苏为主, 覆盖上海、浙江、安徽、河南、山东等周边省份	2019年 4月嘉士伯中国第一条SLEEK(纤体罐)拉罐生产线竣工, 每小时生产 50000罐 SLEEK 拉罐。
	天岛酒厂(嘉士伯安徽)	20万吨	“天岛”等	安徽、江苏等	嘉士伯中国第一条精酿线 2019年 10月竣工投产, 整体装备水平处行业领先地位。
	惠州酒厂(嘉士伯广东)	10万吨	嘉士伯、乐堡、K1664和乐怡仙地柠檬味低醇啤酒等	广东等	10%外销, 90%内销

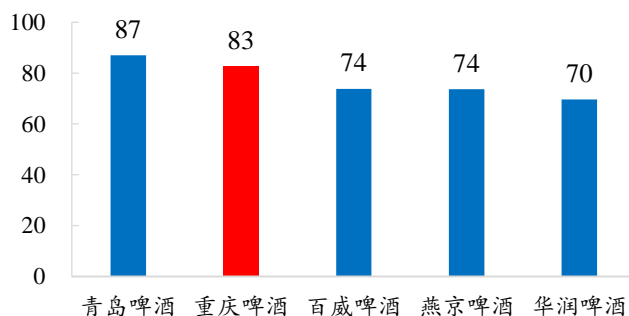
资料来源: 嘉士伯中国官网, 新时代证券研究所

## 4.2、气温影响啤酒销量, 导致吨价增速波动

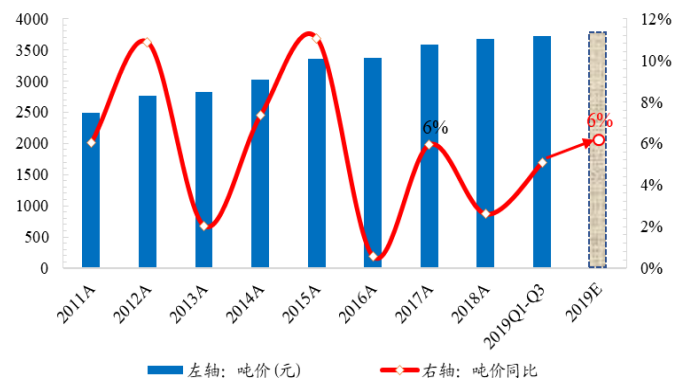
**低档啤酒气温敏感, 影响吨价增速。**2006 年至今公司啤酒吨价稳步上移, 但增速呈现周期性波动趋势, 背后是低档啤酒气温敏感性强, 高温天气利于自饮属性低档啤酒快速放量, 拉低公司平均吨价, 影响公司啤酒吨价增速。

短期来看, 2019 年重庆、四川和湖南气温 30 度以上平均天数约 78 天, 较 2018 年减少 10 天(约下降 11%), 我们判断公司低端啤酒销量受到影响较大, 高档啤酒影响偏小, 参照 2017 年(30 度以上天数减少两天, 吨价增速 6%), 剔除 2017 年公司主动减少山城啤酒销量, 我们预计 2019 年吨价增速预计在可达 6%。

长期来看, 公司主销地区夏季高温炎热, 2011-2019 年 30 度以上平均天数 83 天, 利于啤酒销量; 尤其是川味火锅餐饮发达, 倡导休闲安逸, 高档啤酒增长基础优势明显。

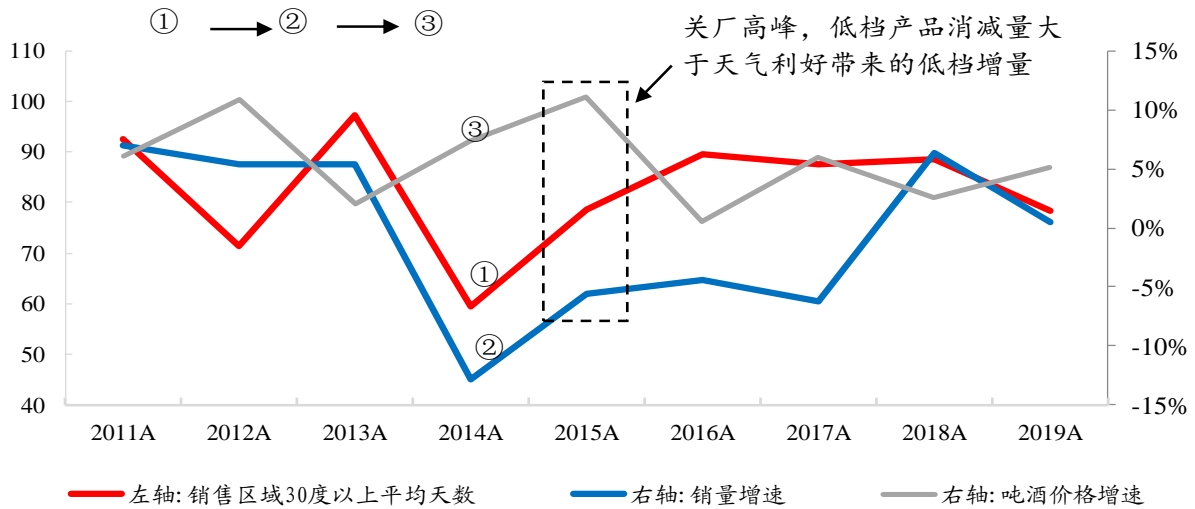
**图37: 2011-2019年啤酒公司销售区域30度以上天数**

资料来源: 公司年报, 国家气象局, 新时代证券研究所

**图38: 公司啤酒吨酒价格增速周期性变动**

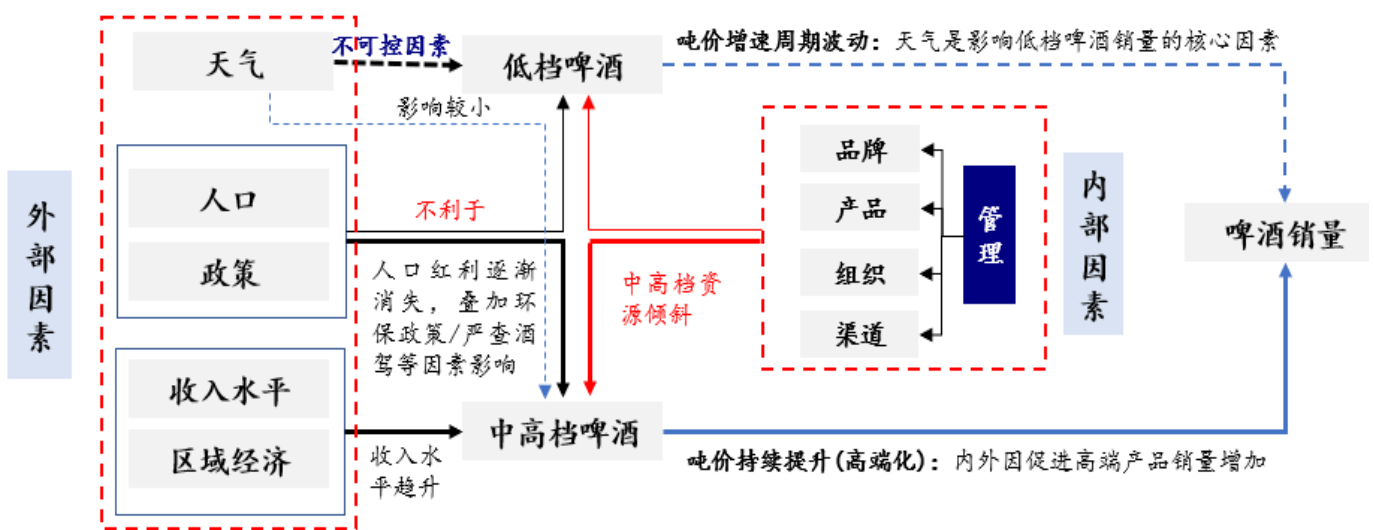
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图39: 公司啤酒产量与销售区域30度以上天数正相关



资料来源: 公司年报, 国家气象局, 新时代证券研究所  
备注: 2019年公司的销量和吨价增速为前三季度数据。

图40: 天气因素对公司啤酒销量影响图示



资料来源: 新时代证券研究所整理

## 5、资产减值影响趋势性减弱, ROE 稳步提升

### 5.1、吨价提升进入生产最优区, 税负有望进一步降低

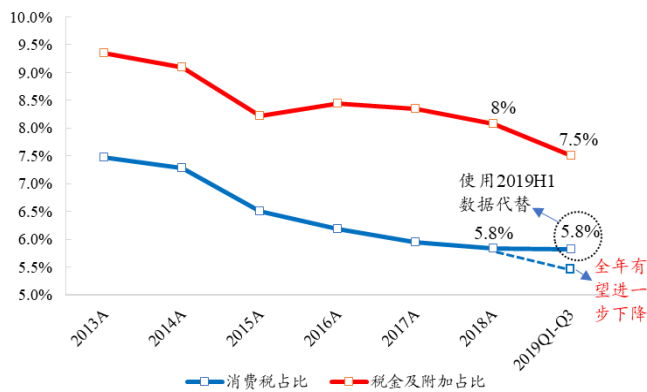
啤酒消费税从量征收, 出厂吨价 3000 元以下 220 元/吨, 3000 元以上 (含 3000 元) 250 元/吨, 在 3000 元附近存在生产最优区和生产不合理。2640-3000 元属于低端最优生产区, 消费税税负 7.3%-8.3%, 成本最低。3000-3409 元属于生产不合理区域, 在该区域组织生产将会提高公司的税收成本; 一般企业会选择两种策略避开

该价位段：低价低费用策略和高价高费用政策。

2018年重庆啤酒高档吨价5392元（占比10%），处于低税收成本区，税负下降空间不大。低档啤酒吨价2429元（销量占比19%），处于非低端最优生产区域，税收成本仍有约1.5pct下降空间；中档啤酒吨价3576元（占比71%），刚刚超出合理生产区域，税负7%，从价位抬升的趋势来看，未来仍有0.5-1pct下降空间。

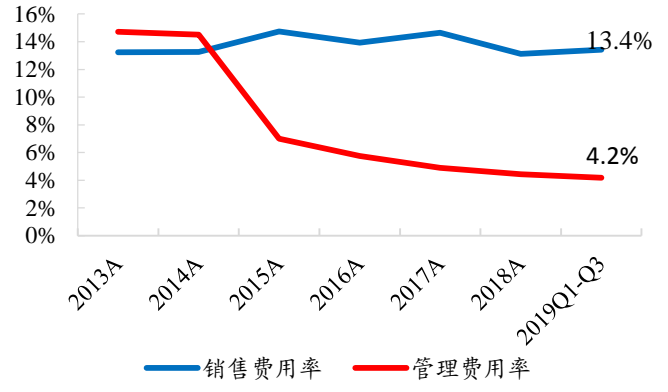
费用率处于低位。2019Q1-Q3公司税金及附加占比7.5%，较2018年下降0.5pct，下降幅度超过2017-2018年，我们判断系中、高档占比增加，吨价上移，消费税税收成本下降所致，同时也进一步验证2019年公司吨价增速加快的预测。

图41： 2013年至今公司消费税、税金及附加营收占比



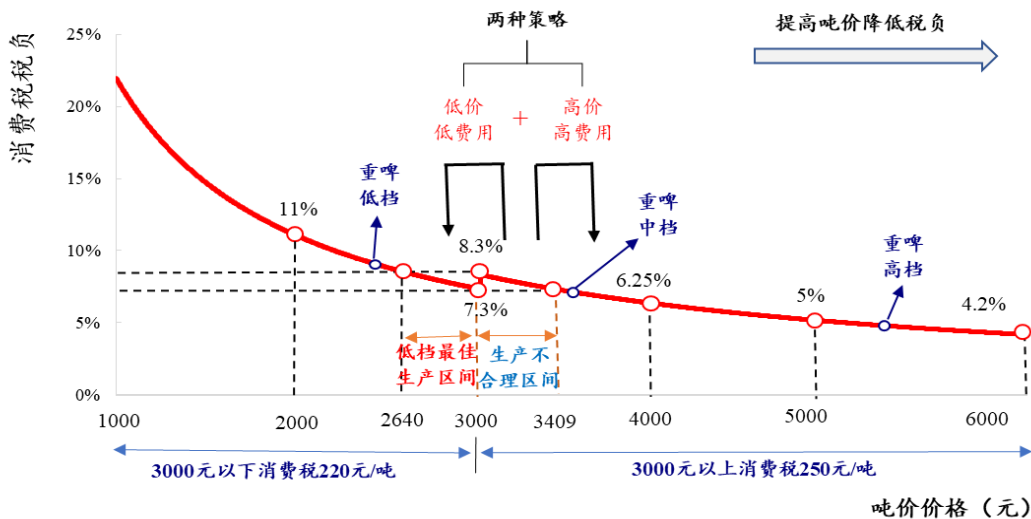
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图42： 2013年至今销售费用率和管理费用率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图43： 啤酒企业存在生产不合理吨价区间



资料来源：公司公告，国家税务总局，新时代证券研究所整理

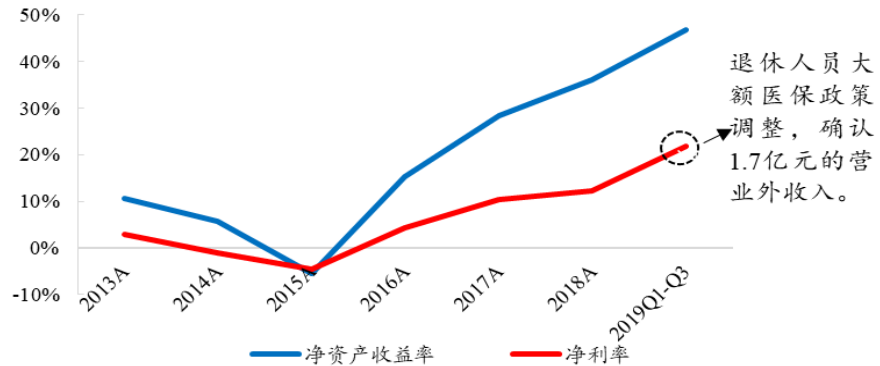
## 5.2、高 ROE 背后是公司资产管理能力的提升

### 5.2.1、ROE 持续提升凸显公司资产管理能力

2013年公司净资产收益率11%，其中平均所有者权益15.1亿元，总资产周转率0.75次/年，销售净利率4.69%；2013-2015年经历消减瓶型、关厂提效阵痛，盈

利能力稳步提升；2018年净资产收益率35%，销售净利率11.65%，总资产周转率1.02次年。

图44: 2013年以来公司的净资产收益率变化



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

注释: 净资产收益率=归母净利润/平均净资产

表9: 公司 ROE 杜邦拆分

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019Q1-Q3
净资产收益率	11%	5%	-5%	15%	28%	35%	48%
权益乘数	2.98	2.94	3.16	2.99	2.87	2.95	2.79
-平均所有者权益	15.1	14.1	12.1	11.9	12.0	11.5	12.5
-平均总资产	45	41	38	35	34	34	35
总资产收益率	3.53%	1.78%	-1.72%	5.11%	9.59%	11.87%	17.07%
-归母净利率	4.69%	2.32%	-1.98%	5.66%	10.38%	11.65%	19.63%
-总资产周转率	0.75	0.77	0.87	0.90	0.92	1.02	0.87[注1]
-销售收入	34	32	33	32	32	35	30
-平均总资产	45	41	38	35	34	34	35

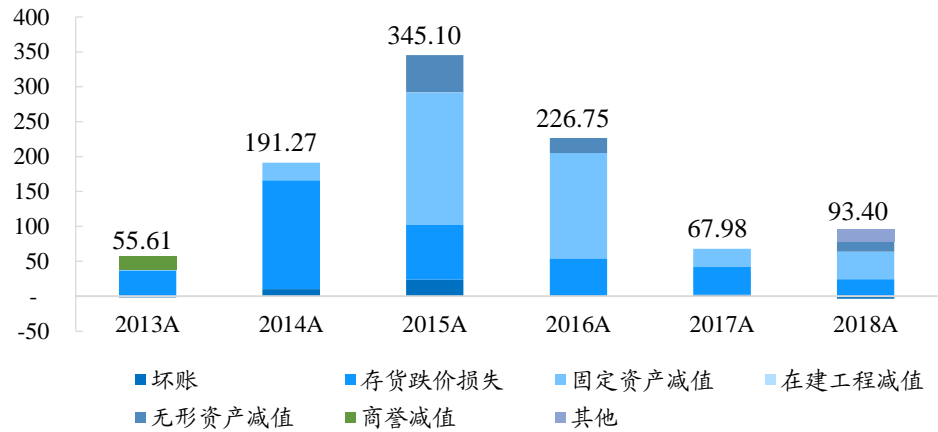
资料来源: 公司公告, Wind, 新时代证券研究所

注 释 1: 计算总资产收益率采用 2019Q1-Q3 销售收入, 约偏低 20-30%。

### 5.2.2、关厂+瓶型消减带来的损益阵痛消失

关厂导致的资产减值趋于归零。2014年公司清理落后产能(资产);产品上主推本地品牌“重庆”和国际品牌“乐堡”,消减“山城”啤酒,2015-2018年公司对“山城”品牌计提8720.06万元的资产减值准备,目前账面价值1200万元,仍有进一步计提减值准备可能,但可能性和影响减小。产能上,2015-2018年公司关停10家关厂,并对落后设备进行清理,共计提3.71亿元固定资产减值损失。瓶型上,2014-2018年公司消减非主流瓶型,对淘汰玻璃瓶等计提约3.12亿元存货跌价准备。目前瓶型调整/产能优化/结构调整已接近尾声,资产减值趋于归零,影响减弱。



**图45: 2013-2018年公司资产减值损失(百万元)**

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

**表10: 瓶型消减计提的存货跌价准备(百万元)**

工厂	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	合计
股份公司	31.90	33.34	27.61	20.73	7.66	121.23
九华山	3.11	2.96	1.98	关停并处置	关停并处置	8.05
大梁山	9.72	2.08	关停并处置	关停并处置	关停并处置	11.79
亳州公司	4.28	3.61	关停并处置	关停并处置	关停并处置	7.88
嘉酿公司	101.59	26.73	13.70	13.14	7.72	162.89
合计	150.59	68.71	43.29	33.87	15.38	311.84

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**表11: 关停关厂(关厂持续亏损)计提的固定资产减值损失**

年份	项目	工厂	损益金额(百万元)	合计(百万元)	
2014年	清理固定资产	九华山	0.16	21.78	
		大梁山	0.13		
		嘉酿公司	21.50		
2015年	关停	綦江公司	187.43	187.43	
		永川分公司			
		柳州公司			
		九华山公司			
		六盘水公司			
2016年	持续亏损, 固定资产盘亏	黔江公司	106.83	106.83	
		甘肃金山			6.08
		亳州公司			60.67
2017年	持续亏损, 固定资产盘亏	嘉酿啤酒石柱分公	50.44	20.58	
		国人永州分公司	27.52		
		嘉酿啤酒石柱分公	12.57		
2018年	关停	国人永州分公司	8.01	34.47	
		国人公司常德酒厂	34.47		
合计	-	-	-	371.08	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

## 6、盈利预测及投资建议

### 6.1、盈利预测

我们对 2019-2021 年公司主要产品的收入和期间费用做以下假设：

(1) 我们假设新冠疫情在进入啤酒旺季前全面结束（4 月中旬前），餐饮企稳增长，对公司中、高档啤酒销量影响小。其中 2019-2021 年中档、高档啤酒销量增速分别为 1.5%/1.0%/3.0%、2.5%/2.0%/5%。

(2) 我们假设 2020-2021 年高温天气较 2019 年略有增长，低端啤酒消费旺季集中在夏季，疫情对低档啤酒影响很小，预计 2019-2021 年低档啤酒销量分别增长 -5%/1%/2%。

(3) 受大额医保缴费政策影响，2019 年净利润快速增长，2020 年影响消失，归母净利润略有下滑，我们预计 2019-2021 年营业外收入分别为 17000/500/500 万元。

(4) 高端化进程加快，原料价格平稳增长，我们预计 2019-2021 年高/中/低档啤酒毛利率分别为 58.0%/58.5%/59.0%、42.5%/43.0%/43.0%、15%/16%/17%。

(5) 高档啤酒占比增加，消费税税负趋于下降，叠加公司管理效率提升，我们预计 2019-2021 年税金及附加占比、销售费用率、管理费用率分别为 8.0%/7.2%/7.0%、14.0%/13.5%/13.5%、4.5%/4.0%/4.0%。

表12：2019-2021 年重庆啤酒收入预测表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>高档啤酒</b>						
销售收入	455.23	493.57	508.38	531.51	558.41	609.78
增速	2.00%	8.42%	3.00%	4.55%	5.06%	9.20%
毛利率	54.89%	57.10%	56.08%	56.83%	58.00%	58.50%
<b>中档啤酒</b>						
销售收入	2160.44	2411.54	2496.66	2521.13	2674.67	0.00
增速	2.00%	-1.81%	11.62%	3.53%	0.98%	6.09%
毛利率	39.91%	40.50%	39.93%	40.52%	42.50%	43.00%
<b>低档啤酒</b>						
销售收入	438.32	429.24	426.55	429.53	442.51	464.90
增速	-24.00%	-2.07%	-0.63%	0.70%	3.02%	5.06%
毛利率	15.20%	15.20%	13.66%	13.73%	15.00%	16.00%
<b>其他业务</b>						
销售收入	154.60	92.28	120.87	132.96	146.25	160.88
增速	-15.47%	-40.31%	30.98%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.81%	31.35%	55.61%	49.62%	50.00%	50.00%
<b>合计</b>						
销售收入	3195.92	3175.52	3467.34	3590.67	3668.30	3910.23
增速	-3.85%	-0.64%	9.19%	3.56%	2.16%	6.60%
毛利率	36.92%	39.31%	39.35%	39.93%	41.78%	42.38%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

## 6.2、投资建议

我们预计公司 2019~2021 年实现归母净利润 6.40/6.38/7.30 亿元，同比增长 58.4/-0.4/14.5%，对应 EPS 为 1.32/1.32/1.51 元。当前股价对应 2019~2021 年的 PE 为 36.6/36.7/32.1 倍。首次给予“强烈推荐”评级。

表13：可比公司估值

简称	市值 (亿元)	收入增速 (%)			利润增速 (%)		EPS		PE	
		2019E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2019E		
华润啤酒	1231	4.4	79.1	66.5	0.54	0.9	66	40		
青岛啤酒	581	5.9	25.5	18.9	1.31	1.56	35	30		
重庆啤酒	234	3.6	58.4	-0.4	1.32	1.32	37	37		
燕京啤酒	180	2.7	32.8	17.2	0.08	0.10	75	64		
珠江啤酒	155	6.4	35.6	10.6	0.22	0.24	32	29		

资料来源：Wind，新时代证券研究所

注：加\*的公司数据来自 wind 一致预期。

## 7、风险提示

“新冠”疫情战线拉长拖累餐饮业致高端啤酒销量下滑；资产整合不及预期；原料持续上涨；夏季低温多雨。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1607</b>	<b>1486</b>	<b>1363</b>	<b>1579</b>	<b>2229</b>	<b>营业收入</b>	<b>3176</b>	<b>3467</b>	<b>3591</b>	<b>3668</b>	<b>3910</b>
现金	689	967	471	1040	1252	营业成本	1926	2083	2090	2114	2241
应收票据及应收账款合计	27	67	30	69	37	营业税金及附加	265	280	287	264	274
其他应收款	175	82	184	87	202	营业费用	465	455	503	495	528
预付账款	18	11	19	11	21	管理费用	156	154	162	147	156
存货	631	337	635	348	694	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	67	23	23	23	23	财务费用	23	18	14	15	11
<b>非流动资产</b>	<b>1900</b>	<b>1811</b>	<b>1777</b>	<b>1710</b>	<b>1695</b>	资产减值损失	68	93	0	0	0
长期投资	132	186	294	405	514	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1333	1235	1154	1047	996	其他收益	25	17	11	13	17
无形资产	309	254	193	125	52	投资净收益	73	72	67	74	71
其他非流动资产	126	137	135	133	134	<b>营业利润</b>	<b>334</b>	<b>480</b>	<b>605</b>	<b>711</b>	<b>777</b>
<b>资产总计</b>	<b>3506</b>	<b>3298</b>	<b>3139</b>	<b>3289</b>	<b>3924</b>	营业外收入	12	4	170	5	5
<b>流动负债</b>	<b>1707</b>	<b>1739</b>	<b>1272</b>	<b>1093</b>	<b>1391</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>773</b>	<b>714</b>	<b>780</b>
应付票据及应付账款合计	503	425	0	0	0	所得税	19	61	77	70	74
其他流动负债	1204	1314	1272	1093	1391	<b>净利润</b>	<b>326</b>	<b>421</b>	<b>696</b>	<b>644</b>	<b>706</b>
<b>非流动负债</b>	<b>634</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	<b>396</b>	少数股东损益	-3	17	56	6	-25
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>404</b>	<b>640</b>	<b>638</b>	<b>730</b>
其他非流动负债	634	396	396	396	396	EBITDA	486	627	898	842	904
<b>负债合计</b>	<b>2341</b>	<b>2136</b>	<b>1669</b>	<b>1489</b>	<b>1788</b>	EPS(元)	0.68	0.83	1.32	1.32	1.51
少数股东权益	2	17	73	79	54						
股本	484	484	484	484	484	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
留存收益	693	710	919	762	749	营业收入(%)	-0.6	9.2	3.6	2.2	6.6
归属母公司股东权益	1164	1145	1398	1721	2083	营业利润(%)	79.2	43.7	26.0	17.5	9.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>3506</b>	<b>3298</b>	<b>3139</b>	<b>3289</b>	<b>3924</b>	归属于母公司净利润(%)	82.0	22.6	58.4	-0.4	14.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.3	39.9	41.8	42.4	42.7
						净利率(%)	10.4	11.7	17.8	17.4	18.7
						ROE(%)	28.0	36.3	47.3	35.8	33.0
						ROIC(%)	31.7	63.2	66.1	93.6	95.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	66.8	64.8	53.2	45.3	45.6
						净负债比率(%)	-4.7	-28.2	-5.1	-35.8	-40.0
						流动比率	0.9	0.9	1.1	1.4	1.6
						速动比率	0.5	0.6	0.5	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
						应收账款周转率	81.4	73.9	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.68	0.83	1.32	1.32	1.51
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	1.45	0.41	1.90	1.39
						每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.37	2.89	3.56	4.30
						<b>估值比率</b>					
						P/E	71.1	58.0	36.6	36.7	32.1
						P/B	20.1	20.5	16.8	13.6	11.2
						EV/EBITDA	48.1	36.9	26.1	27.1	25.0

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>820</b>	<b>744</b>	<b>200</b>	<b>919</b>	<b>675</b>
净利润	326	421	696	644	706
折旧摊销	162	174	146	151	158
财务费用	23	18	14	15	11
投资损失	-73	-72	-67	-74	-71
营运资金变动	319	141	-596	173	-140
其他经营现金流	63	62	7	9	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>-18</b>	<b>-51</b>	<b>-20</b>	<b>-83</b>
资本支出	323	144	-143	-178	-123
长期投资	113	21	-108	-110	-109
其他投资现金流	442	146	-302	-307	-315
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-405</b>	<b>-449</b>	<b>-645</b>	<b>-330</b>	<b>-380</b>
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	-645	-330	-380
<b>现金净增加额</b>	<b>421</b>	<b>278</b>	<b>-495</b>	<b>569</b>	<b>212</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**陈文倩**，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>