

## 西部龙头 扬帆起航

——重庆啤酒（600132）深度报告之一

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2021年06月29日

食品饮料——啤酒

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhzq.com

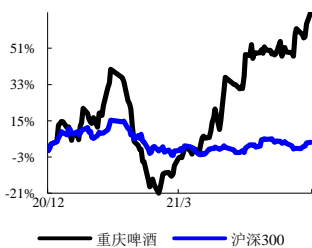
评级：增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：194.71

最近半年股价相对走势



相关研究报告

## 投资要点：

## ● 背靠嘉士伯的西部啤酒龙头

重庆啤酒股份有限公司创立于1958年，经过60余年的发展，不仅名列“中国十大啤酒集团”，也是中国为数不多的啤酒上市公司之一。1997年上市后，在立足重庆的基础上，积极拓展业务版图。2013年，经过多年增持，嘉士伯以60%的持股比例成为重啤绝对控股股东。2020年，嘉士伯履行承诺并完成重大资产重组，将嘉士伯在中国控制的啤酒资产注入重啤股份。

## ● 上游成本持续上涨 结构升级转嫁压力

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料（大麦麦芽、酵母、水）、包装材料（铝罐、玻璃瓶、纸箱）、直接人工及制造费用。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临一定成本压力。此外，大麦价格也受经济通胀影响有所走高，截至今年5月进口大麦均价264.49美元/吨，同比上涨8.67%。在目前的市场环境当中，低价产品一旦提价恐将影响市场份额。而当我国居民消费水平达到一定程度之后，中高端啤酒产品迎来了发展契机。龙头企业更倾向于通过调整产品结构提高吨酒价格，短期转嫁上游成本压力，最终促进企业质量效益。

## ● 资产注入 扬帆起航

资产注入之前，公司拥有深受消费者喜爱的“重庆”以及“山城”两大本地品牌，在重庆地区拥有较好的品牌基础。2013年成为全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团成员后，公司不仅完成了重庆品牌的全面升级，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋1664等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，满足了消费者在不同场景和不同价位下的消费需求。自嘉士伯入驻以来，公司积极应对市场变革，关停、转让数家公司化解过剩产能，为公司的持续健康发展打下基础。

2020年，嘉士伯通过近9个月的持续推进，切实履行解决潜在同业竞争问题承诺，于12月中旬完成了重庆啤酒重大资产重组项目，把嘉士伯在中国控制的优质啤酒资产注入重庆啤酒。重组完成后，重庆啤酒成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，销量、营业收入都实现了近3倍的增长，2020年资产和营收均达人民币100亿级别。通过重组，公司在中国啤酒市场的竞争力得到了全面增强，有利于进一步提升盈利能力，把握持续高端化带来的市场机遇，实现可持续高质量发展。

### ● 投资建议

公司在嘉士伯入主之后整体质量效益明显提升。资产注入之后，产品结构更加丰富，销售渠道更加完善。公司将继续开拓乌苏啤酒的销售，提升现有产品销量。将“大城市”计划作为重要增长引擎，加速与深化大城市渠道拓展。我们看好公司充分受益于行业整体结构化升级所带来的发展契机，预计公司2021-2023年分别实现每股收益 2.23/2.62/3.21 元，给予公司“增持”的投资评级。

### ● 风险提示

宏观经济下行，消费能力减弱，疫情出现反复，食品安全问题。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10,212	10,942	12,452	14,120	16,182
(+/-)%	194.5%	7.1%	13.8%	13.4%	14.6%
经营利润 (EBIT)	1,561	1,703	2,213	2,518	3,044
(+/-)%	215.0%	9.1%	29.9%	13.8%	20.9%
归母净利润	1,043	1,077	1,078	1,268	1,553
(+/-)%	158.2%	3.3%	0.1%	17.6%	22.5%
每股收益 (元)	2.15	2.23	2.23	2.62	3.21

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,254	1,956	3,619	7,550	11,456	营业收入	10,212	10,942	12,452	14,120	16,182
应收账款及票据	58	115	111	133	149	营业成本	5,016	5,404	5,852	6,636	7,444
预付账款	12	23	21	26	28	营业税金及附加	729	762	874	989	1,134
其他应收款	21	79	68	85	95	销售费用	2,284	2,304	2,677	3,015	3,463
存货	364	1,421	1,167	1,464	1,590	管理费用	524	684	732	848	965
其他流动资产	7	65	65	65	65	研发费用	99	84	104	115	133
流动资产合计	1,717	3,658	5,051	9,323	13,384	财务费用	36	6	-53	-123	-221
长期股权投资	246	197	197	197	197	资产减值损失	-44	-70	-48	-34	-38
固定资产合计	1,152	3,233	3,042	2,857	2,670	信用减值损失	0	12	0	0	0
无形资产	246	588	405	215	10	其他收益	50	114	107	129	145
商誉	0	699	699	699	699	投资收益	79	180	169	205	229
长期待摊费用	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	5	5	5	5	资产处置收益	17	32	31	37	42
资产总计	3,514	9,595	10,614	14,511	18,180	营业利润	1,627	1,964	2,523	2,978	3,643
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	168	167	0	0	0
应付票据及账款	448	1,940	1,574	1,984	2,151	利润总额	1,795	2,131	2,523	2,978	3,643
预收账款	92	0	37	28	38	所得税费用	272	378	426	512	622
应付职工薪酬	117	419	348	435	473	净利润	1,523	1,752	2,097	2,466	3,021
应交税费	48	234	197	250	276	归属于母公司所有者的净利润	1,043	1,077	1,078	1,268	1,553
其他流动负债	0	32	32	32	32	少数股东损益	480	675	1,019	1,198	1,467
长期借款	0	397	397	397	397	基本每股收益	2.15	2.23	2.23	2.62	3.21
预计负债	0	33	33	33	33	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,003	8,027	6,858	8,198	8,756	营收增长率	194.5%	7.1%	13.8%	13.4%	14.6%
股东权益	1,511	1,569	3,756	6,313	9,424	EBIT 增长率	215.0%	9.1%	29.9%	13.8%	20.9%
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润增长率	158.2%	3.3%	0.1%	17.6%	22.5%
净利润	1,523	1,752	2,097	2,466	3,021	销售毛利率	50.9%	50.6%	53.0%	53.0%	54.0%
折旧与摊销	174	414	467	481	494	销售净利率	14.9%	16.0%	16.8%	17.5%	18.7%
经营活动现金流净额	706	3,690	1,530	3,756	3,702	ROE	73.5%	184.0%	61.5%	40.7%	32.7%
投资活动现金流净额	-22	-2,805	150	192	221	ROIC	87.4%	56.9%	39.6%	28.9%	24.5%
筹资活动现金流净额	-398	-588	-17	-17	-17	资产负债率	57.0%	83.7%	64.6%	56.5%	48.2%
现金净变动	285	297	1,663	3,931	3,907	PE	24.11	53.48	87.40	74.30	60.67
期初现金余额	967	1,469	1,956	3,619	7,550	PB	17.73	98.39	53.73	30.27	19.81
期末现金余额	1,252	1,766	3,619	7,550	11,456	EV/EBITDA	13.78	26.70	34.15	29.20	23.65

## 目 录

1. 背靠嘉士伯的西部啤酒龙头.....	7
2. 上游成本持续上涨 结构升级转嫁压力.....	9
2.1 成本上涨压力较大.....	9
2.2 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大.....	11
2.3 整体市场格局已定 尚无绝对龙头出现.....	13
3. 资产注入 扬帆起航.....	16
3.1 品牌定位清晰 升级趋势明显.....	16
3.2 迅速化解过剩产能 质量效益逐年提高.....	18
3.3 优质资产如期注入 实现联动形成合力.....	19
4. 投资建议.....	21
5. 风险提示.....	21

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 集团在售本土畅销品牌	8
图 3: 重庆啤酒“扬帆 22”战略	8
图 4: 公司 2011-2020 年主营收入情况 (单位: 亿元)	9
图 5: 公司 2011-2020 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	9
图 6: 青岛啤酒成本构成	9
图 7: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)	10
图 8: 中国玻璃价格指数	10
图 9: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)	10
图 10: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)	10
图 11: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)	10
图 12: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)	10
图 13: 啤酒行业发展历程	12
图 14: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别	12
图 15: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家	12
图 16: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型	13
图 17: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比	13
图 18: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)	13
图 19: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)	13
图 20: 中国酒精饮品市场结构	14
图 21: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)	14
图 22: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)	14
图 23: 2013 年我国啤酒市场市占率	15
图 24: 2018 年我国啤酒市场市占率	15
图 25: 五大品牌各省市市占率	15
图 26: 各省市间啤酒行业竞争情况一览	15
图 27: 公司酒厂分布	17
图 28: 重庆、四川、湖南三地营收占比	17
图 29: 2016-19 年三地营业收入情况 (单位: 亿元)	17
图 30: 重庆啤酒低端产品占比显著降低	18
图 31: 公司吨酒价格持续提高	18
图 32: 公司在职员工总数持续下降	19
图 33: 公司产能利用率不断走高	19
图 34: 集团五大业务单元	19
图 35: 公司资产注入品牌	20

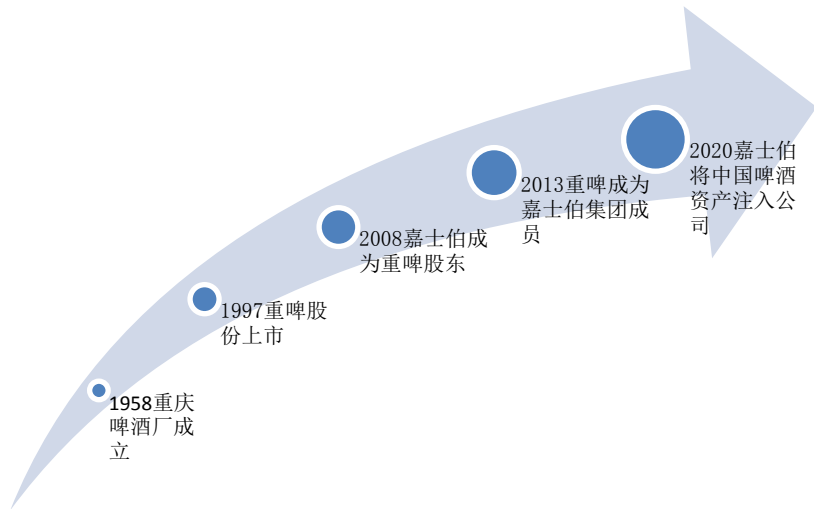
## 表 目 录

表 1: 啤酒产品全分类 .....	11
表 2: 公司在售主要产品 .....	16
表 3: 公司近年产能优化情况 .....	18

## 1. 背靠嘉士伯的西部啤酒龙头

重庆啤酒股份有限公司创立于 1958 年，经过 60 余年的发展，不仅名列“中国十大啤酒集团”，也是中国为数不多的啤酒上市公司之一。1997 年上市后，在立足重庆的基础上，积极拓展业务版图。2013 年，经过多年增持，嘉士伯以 60% 的持股比例成为重啤绝对控股股东。2020 年，嘉士伯履行承诺并完成重大资产重组，将嘉士伯在中国控制的啤酒资产注入重啤股份。

图 1：公司发展历程



资料来源：公开资料，渤海证券

嘉士伯集团成立于 1847 年，并且于 1978 年正式在中国大陆开展业务。在进入大陆市场的几十年间，集团先后收购并建成多家啤酒厂，在售品牌达 20 余个（包括多个本土品牌），满足了不同文化背景消费者在不同场合的需求。在集团持续发展创新战略指引之下，嘉士伯啤酒已成为中国最著名的国际品牌之一。同时，重啤股份也从一家区域型的啤酒公司成为全国性的啤酒企业，供应链网络扩展到 25 家酒厂，核心市场从重庆、四川和湖南等三省市，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东各省，并且覆盖全国各地，实现了以五大业务单元为基础的全国布局，即重庆业务单元（含四川、湖南）、新疆业务单元、宁夏业务单元、云南业务单元以及国际品牌业务单元。

此外，在嘉士伯的重点支持下，重啤不仅在生产工艺、产品品质上得到进一步的提升，也形成了“本地强势品牌（重庆、山城）+国际高端品牌（嘉士伯、乐堡、1664）”的强大品牌组合，且持续推进产品高端化，以应对啤酒消费结构变化所带来的机遇和挑战。



图 2: 集团在售本土畅销品牌



资料来源: 公开资料, 渤海证券

公司于 2016 年发布“扬帆 22”战略, 确立了宗旨、愿景和战略举措。其中, 在公司愿景中明确定义公司的成功是提供可持续的营运收入以及利润增长, 使得公司因为能够对股东、员工和社会创造价值而具有吸引力。同时, 公司也要实现“零碳排放”、“零水资源浪费”、“零非理性饮酒”和“零事故”, 践行嘉士伯集团的宗旨——酿造美好的现在和未来

图 3: 重庆啤酒 “扬帆 22” 战略

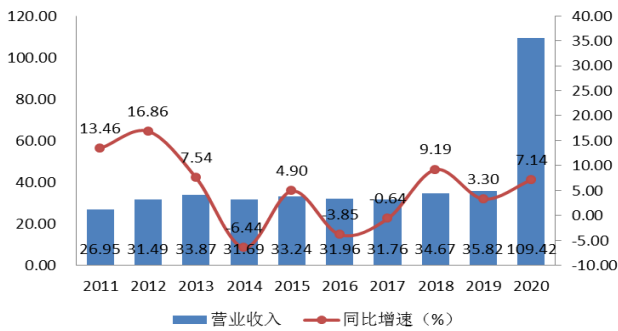


资料来源: 公司官网, 渤海证券

公司战略定位清晰, 执行力及运营效率高于行业平均水平。近几年来, 通过对产品结构的不完善, 公司吨酒价格持续走高, 其他各项指标也均位于行业前列。2020 年, 在资产注入完成后, 公司实现营业收入 109.42 亿元, 同比增长 7.14%, 实现归母净利润 10.77 亿元, 同比增长 3.26%, 业绩再创新高。

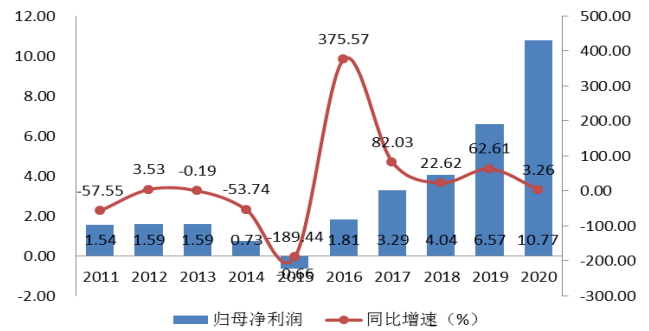


图 4: 公司 2011-2020 年主营收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 5: 公司 2011-2020 年归母净利润情况 (单位: 亿元)



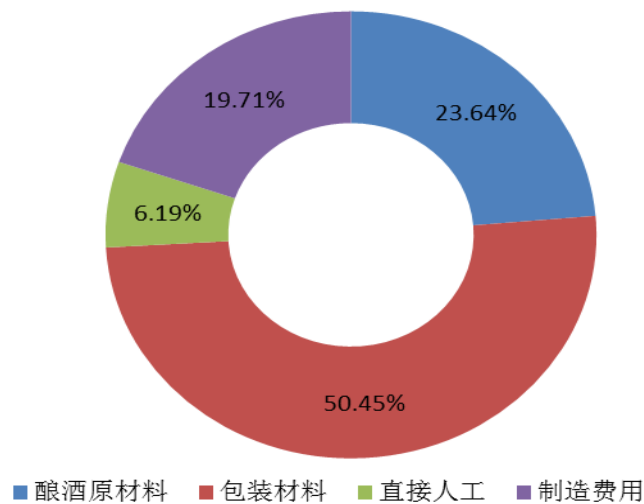
资料来源: 公司公告, 渤海证券

## 2. 上游成本持续上涨 结构升级转嫁压力

### 2.1 成本上涨压力较大

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料 (大麦麦芽、酵母、水)、包装材料 (铝罐、玻璃瓶、纸箱)、直接人工及制造费用。其中, 原料 (包括酿酒原材料及包装材料) 是啤酒生产的最主要成本。以青岛啤酒为例, 成本占比最高的为包装材料, 约占总成本的 50%, 其次为酿酒原材料, 约占总成本的 24%。

图 6: 青岛啤酒成本构成

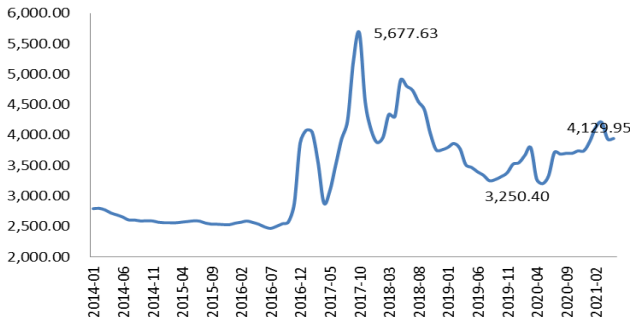


资料来源: 公司公告, 渤海证券

由于原料占啤酒生产成本的比重较高, 因此原料价格波动会直接影响企业的经营业绩。通常原料价格会受到产量、监管、市场需求及政治环境等不可控因素影响, 倘若原料成本的增加长期影响啤酒生产企业的经营业绩, 龙头企业一般会将成本转嫁给消费者。啤酒生产企业大多采取总部和区域集中采购及生产企业自采相结合的综合采购模式, 其中大麦的采购来源主要是进口, 包装材料国内采购, 因此

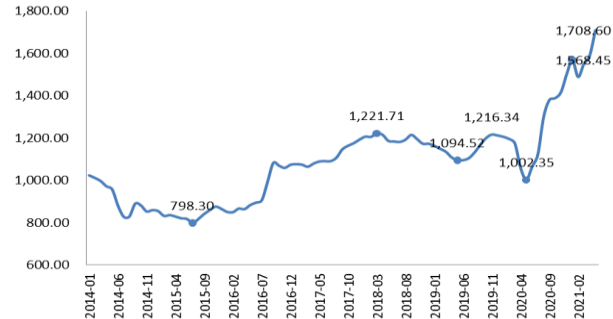
包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。受到疫情后周期经济因素的扰动，包装材料价格持续走高，行业面临一定成本压力。

图 7: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨)



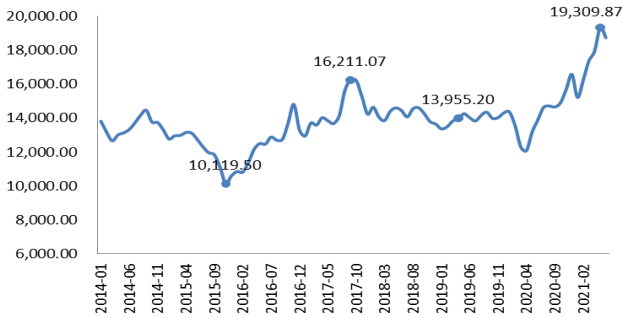
资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 中国玻璃价格指数



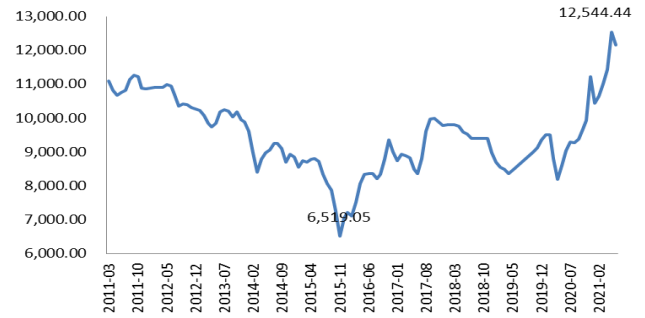
资料来源: Wind, 渤海证券

图 9: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

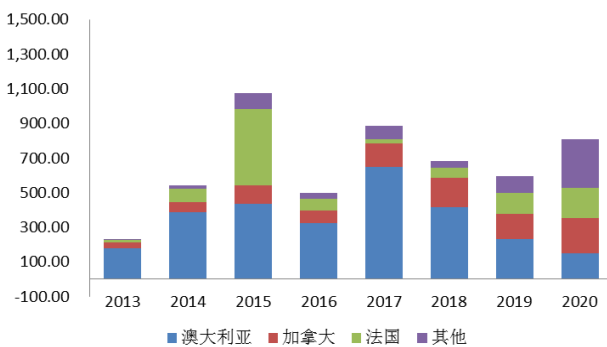
图 10: 打包易拉罐 (上海) 平均价 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

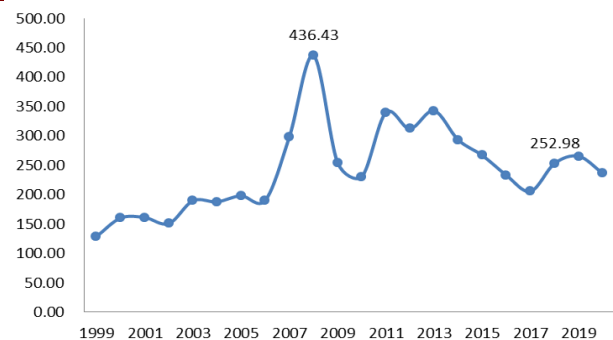
而在酿酒原材料中，由于龙头企业通常选取进口大麦，因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚，其次为加拿大。但近几年随着对澳进口政策有所改变，对澳进口数量逐年递减。澳大利亚作为大麦最主要出口国，近年由于不可控因素的影响导致大麦减产，造成了大麦价格的小幅上涨，但上涨幅度仍在可控范围内。此外，大麦价格也受到疫情后周期全球经济通胀影响有所走高，截至今年 5 月进口大麦平均价 264.49 美元/吨，同比上涨 8.67%。

图 11: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

## 2.2 啤酒消费中档偏低 消费升级空间巨大

啤酒是以麦芽、啤酒花和水为主要原料，经酵母发酵作用酿制而成的富含二氧化碳的低酒精饮料。啤酒根据麦汁浓度、生产方式、色泽等可分为多个种类，根据所采用的的酵母不同，又可分为拉格啤酒（也即工业啤酒）以及艾尔啤酒（也即精酿啤酒），而精酿啤酒又因为酿造方法的差异而分为多个种类（包括波特、世涛、酸艾尔、拉比克等等）。

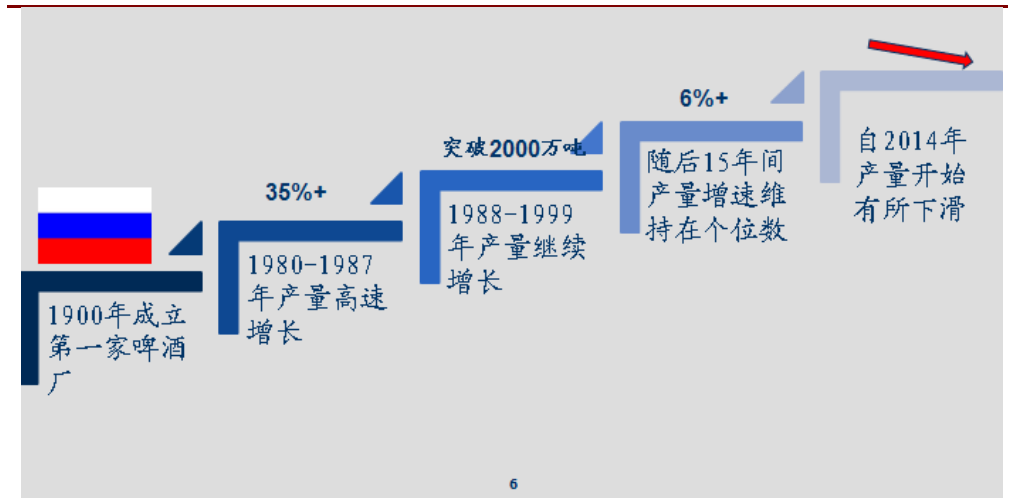
表 1：啤酒产品全分类

分类依据	具体分类	释义
按照是否杀菌分类	鲜啤酒	不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的新鲜啤酒，存放时间较短
	熟啤酒	经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒，口味稍差，保质期长
	纯生啤酒	采用物理方法进行无菌过滤，产品稳定性好，保质期可长达半年以上
按照酵母不同分类	艾尔啤酒（精酿啤酒）	采用“上面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁顶端进行发酵，发酵时间较长
	拉格啤酒（工业啤酒）	采用“下面酵母”发酵而成，酵母会在麦汁低端进行发酵，发酵时间较短
按照麦汁浓度分类	低浓度	原麦芽汁浓度为 6-8°P，酒精含量为 2%左右
	中浓度	原麦芽汁浓度为 10-12°P，酒精含量为 3.5%左右
	高浓度	原麦芽汁浓度为 14-20°P，酒精含量为 4.9%-5.6%左右
按照颜色分类	淡色啤酒	淡黄、金黄或棕黄色，淡黄清透明亮、金黄香气突出、棕黄略带焦香
	浓色啤酒	红棕或红褐色，麦芽香味突出，口味醇厚
	黑色啤酒	深红褐色或黑褐色，口味浓醇，泡沫细腻
根据包装容器分类	瓶装啤酒	材料多为玻璃，多数为熟啤酒
	罐装啤酒	材料多为铝合金或者马口铁，多数为熟啤酒，罐装啤酒体轻、携带方便
	桶装啤酒	木桶、铝桶、塑料桶等多种类型，有时也称“扎啤”，多为不杀菌或瞬时杀菌的生啤酒

资料来源：公开资料，渤海证券

众所周知，啤酒是一种舶来品，是由外国传入我国的酒饮料。我国第一家啤酒厂是俄国人 1900 年在哈尔滨建立的，随后的几十年增长缓慢。1980-87 年我国啤酒产量步入了高速增长期，增速达到 35%以上，随后的十几年增速降至 10%左右，至 1999 年全国产量突破 2000 万吨。在步入 21 世纪之后，增速降至个位，2013 年达到产销高峰，啤酒市场达到了阶段性饱和，随后开始小幅下滑

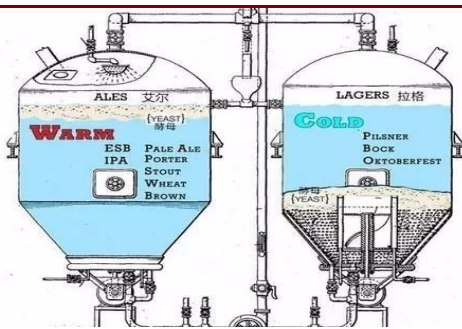
图 13: 啤酒行业发展历程



资料来源: 公开资料, 渤海证券

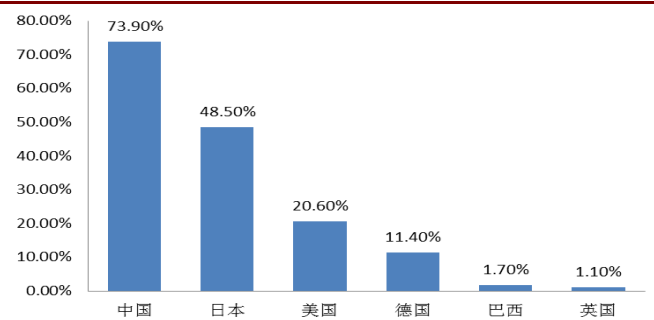
啤酒在我国长期以来形成了低价消费品的属性以及基因, 因此拉格啤酒(也即工业啤酒)是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格(经济型)、深色拉格(中档)及博克(高档)。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区, 这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 14: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源: 公开资料, 渤海证券

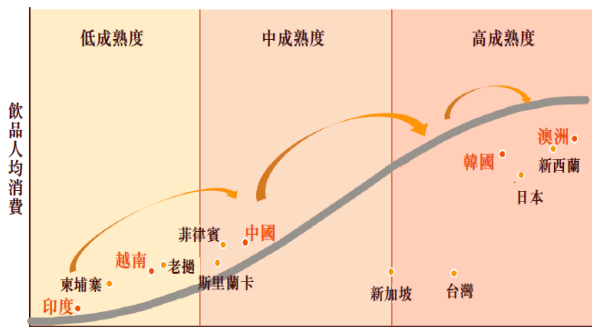
图 15: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源: Euromonitor, 渤海证券

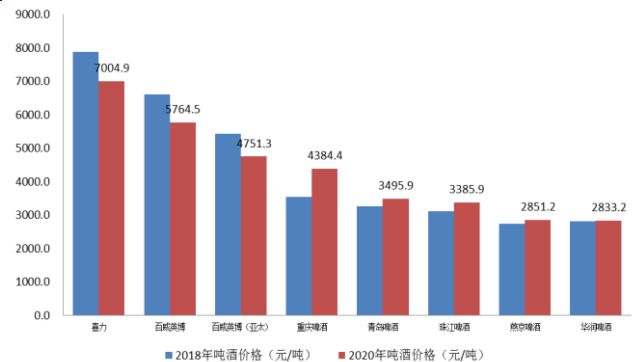
据百威英博(亚太)最新招股说明书显示, 在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中, 中国位于中档偏低水平, 距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。从吨酒价格看, 我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。但是对比 2018 年以及 2020 年吨酒价格, 我国啤酒吨酒价格均有不同程度上涨, 国际品牌吨酒价格受到疫情影响均有不同程度下降, 我国啤酒结构化的升级趋势已经悄然开启。

图 16: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源: 百威英博(亚太)招股说明书, 渤海证券

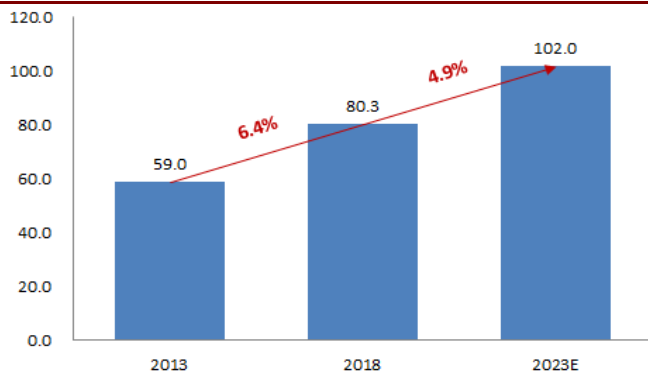
图 17: 我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比



资料来源: 公开资料, 渤海证券

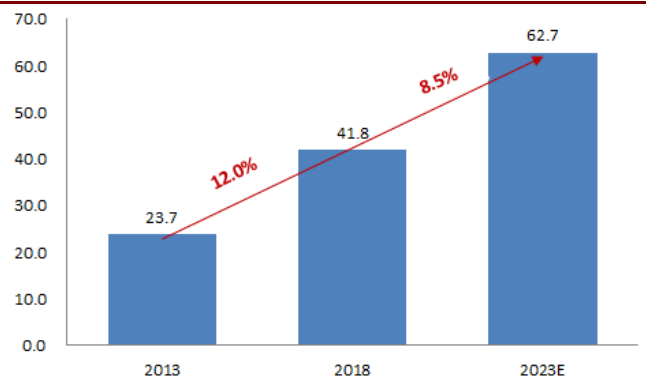
基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征, 叠加我国消费结构多层次化的特性, 啤酒消费的结构性升级仍然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示, 中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%, 且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲, 但高端及超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场(美国该比例达到 42.1%), 表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大(注: 高端及超高端根据 GlobalData 自建指标体系定义)。

图 18: 中国高端及超高端啤酒消费趋势(单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

图 19: 中国高端及超高端啤酒消费趋势(单位: 十亿美元)

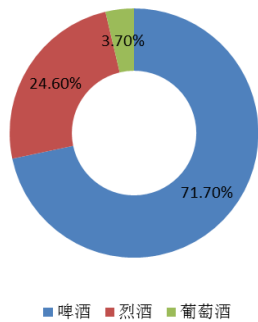


资料来源: GlobalData, 渤海证券

## 2.3 整体市场格局已定 尚无绝对龙头出现

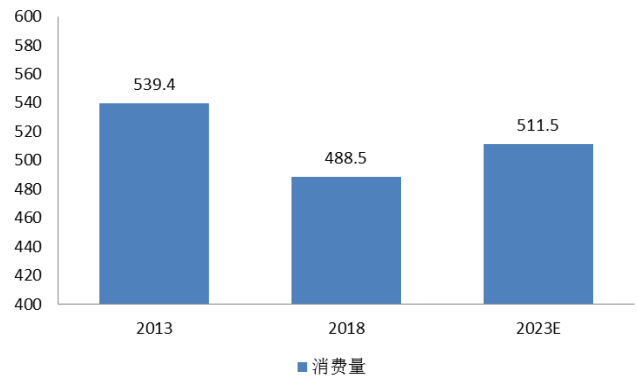
据 GlobalData 数据显示, 2018 年我国啤酒市场总消费量为 488 亿升(包括大量小型区域性啤酒酿造商), 占全球啤酒总消费量的四分之一, 是全球第一大啤酒消费市场。而根据国家统计局数据显示, 2018 年我国啤酒市场总消费量为 381 亿升(规模以上啤酒酿造企业产量), 差额显示啤酒龙头企业仍存在待开发市场。

图 20: 中国酒精饮品市场结构



资料来源: GlobalData, 渤海证券

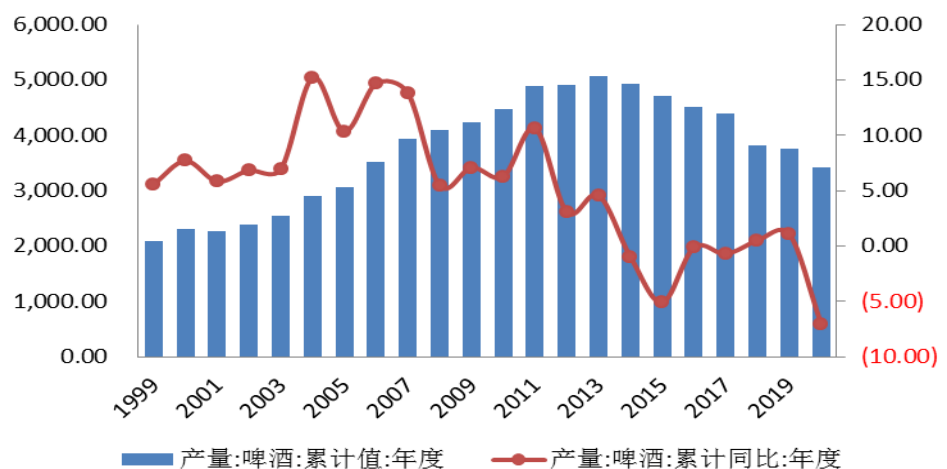
图 21: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

啤酒产量方面,我国啤酒生产在连续多年增长后至2014年产量首次出现负增长,一方面与当年经济环境、气候环境有关,另一方面也与行业发展规律密切联系。2014年开始啤酒产量连续下滑,去年受到疫情影响使得产量减少更加明显。今年1-5月我国啤酒产量达到1498.5万千升,基本上与2019年持平,疫情影响因素逐渐消除。

图 22: 1999-2020 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)

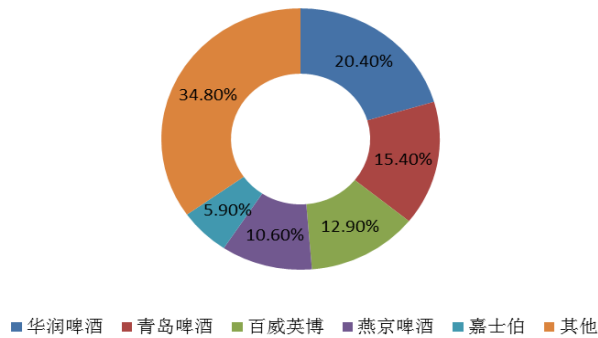


资料来源: Wind, 渤海证券

在啤酒产业结束高速发展期之后,中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合,市场格局开始日益清晰。GolbalData 数据显示,2018年中国前五大酿酒商市占率达70.4%。产业集中度的提高,则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现,同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

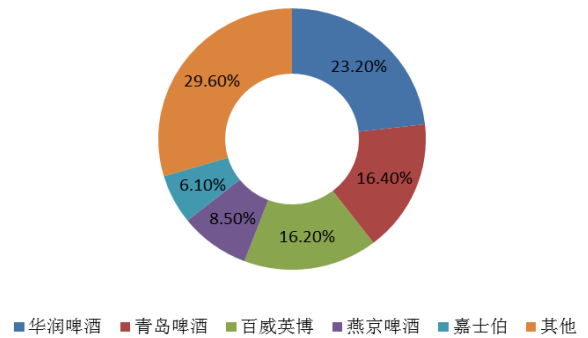


图 23: 2013 年我国啤酒市场市占率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

图 24: 2018 年我国啤酒市场市占率

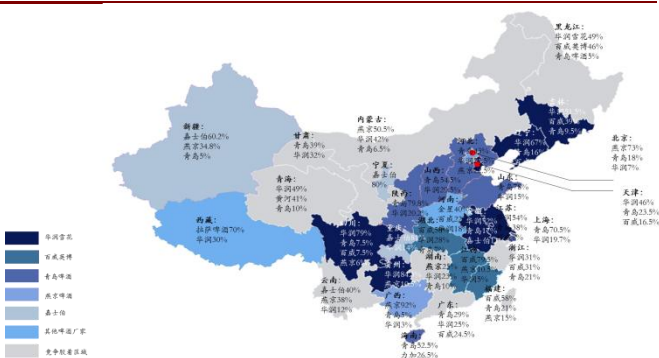


资料来源: GlobalData, 渤海证券

由于我国啤酒多以玻璃瓶为主, 运输半径受到一定限制, 因此产生了明显的地域特征, 五大品牌各省市间市场占有率有明显差距, 部分龙头企业已经拥有绝对优势地区, 短期难以撼动。但大部分地区仍然没有绝对龙头出现, 使得我国啤酒行业整体竞争格局仍不稳定。

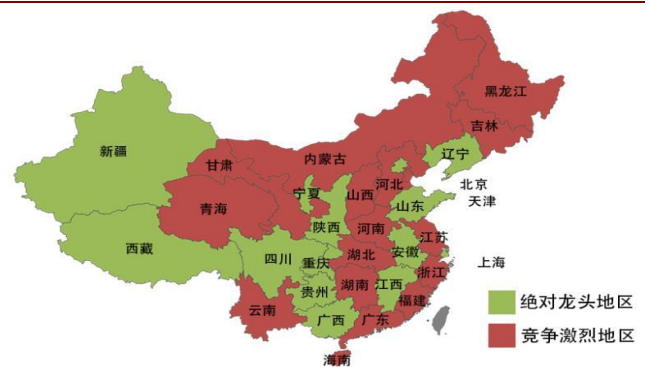
目前我国啤酒行业前五大企业市占率已经超过七成, 但由于行业特殊性, 龙头企业对于各省市间市场份额互相制衡, 市占率最高的品牌华润雪花也仅仅有 23.3%, 青岛啤酒次之, 二者之和不到 40%, 绝对龙头尚未出现。仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势, 其余各省仍然悬而未决。在长期胶着的市场竞争之后, 头部企业转而开始谋求高质量的发展, 整体竞争趋缓。

图 25: 五大品牌各省市市占率



资料来源: 公开资料, 渤海证券

图 26: 各省市间啤酒行业竞争情况一览



资料来源: 公开资料, 渤海证券

在目前的市场环境当中, 低价产品一旦提价恐将影响市场份额。而当我国居民消费水平达到一定程度之后, 中高端啤酒产品迎来了发展契机。龙头企业更倾向于通过调整产品结构提高吨酒价格, 最终促进企业质量效益。

### 3. 资产注入 扬帆起航

#### 3.1 品牌定位清晰 升级趋势明显

资产注入之前，公司拥有深受消费者喜爱的“重庆”以及“山城”两大本地品牌，在重庆地区拥有较好的品牌基础。2013年成为全球第三大啤酒商丹麦嘉士伯集团成员后，公司不仅完成了重庆品牌的全面升级，还获得了乐堡、嘉士伯、凯旋1664等品牌的生产和销售权，形成了“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合，满足了消费者在不同场景和不同价位下的消费需求。

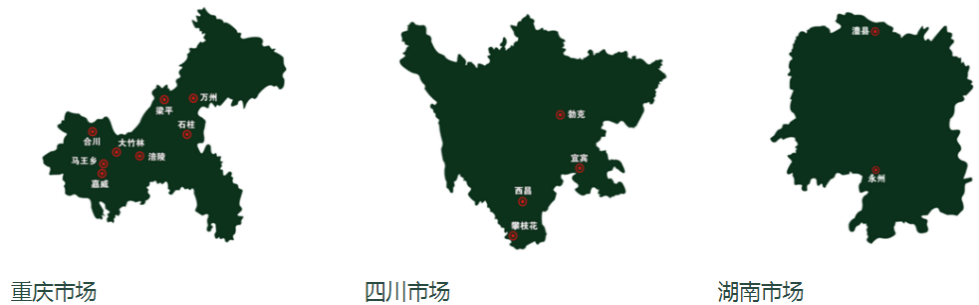
表 1: 公司在售主要产品

品类	详情	单价	品类	品名/容量	单价
 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 法国酒花 尽享法式风情</li> <li>2 法式烤糖 神秘祛湿助身</li> <li>3 浓醇麦香 法国优质小麦</li> </ol>	品名: 1664 白啤 容量: 500ml*12 单价: 120 元		品名: 乐堡 8 度 容量: 500ml*12 单价: 60 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 精心酿制 新疆中晚酒花</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 山城啤酒 容量: 330ml*24 单价: 60 元
 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 清爽之旅 8度新鲜纯爽</li> <li>2 阳光麦香 口感丰富醇滑</li> <li>3 百年匠心 造就卓越品质</li> </ol>	品名: 嘉士伯特醇 容量: 500ml*18 单价: 90 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 乐堡白啤 清新柠檬麦香</li> <li>2 清爽口感 入口感极佳</li> <li>3 拉开乐堡 开启快乐之旅</li> </ol>	品名: 乐堡白啤 容量: 500ml*12 单价: 90 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 精心酿制 新疆中晚酒花</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 山城冰爽 容量: 500ml*12 单价: 45 元
 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 品味嘉醇 享受欢聚时光</li> <li>2 独特啤酒花 酝酿丰厚醇香</li> <li>3 百年匠心 造就卓越品质</li> </ol>	品名: 嘉士伯醇滑 容量: 500ml*12 单价: 80 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 畅享33 精选优质麦芽</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 重庆啤酒 33 容量: 500ml*24 单价: 60 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 酒香宜人 酒花香爽芽香</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 重庆国宾 容量: 500ml*12 单价: 60 元
 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 低醇啤酒 口感清爽解腻</li> <li>2 风味独特 入口清爽醇香</li> <li>3 欢杯小清新 喝出快乐滋味</li> </ol>	品名: 怡乐仙地 容量: 330ml*24 单价: 120 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 双击66 独特控温发酵</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 重庆啤酒 66 容量: 500ml*12 单价: 60 元	 <ol style="list-style-type: none"> <li>1 进口酵母 纯粹发酵</li> <li>2 正反罐身设计 视觉更独特</li> <li>3 精配辛辣食物 增香解辣</li> </ol>	品名: 重庆纯生 容量: 500ml*12 单价: 90 元

资料来源: 京东, 渤海证券

公司自 1958 年建厂以来，主要从事啤酒产品的制造以及销售业务，至今共拥有 13 家酒厂和 1 家参股酒厂（不包括资产注入后酒厂），分别位于重庆、四川以及湖南三地，其中重庆市场是公司的核心市场，公司在重庆市场的市占率已经超过 80%。

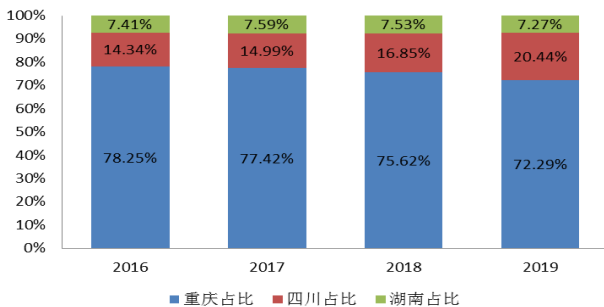
图 27: 公司酒厂分布



资料来源: 公司官网, 渤海证券

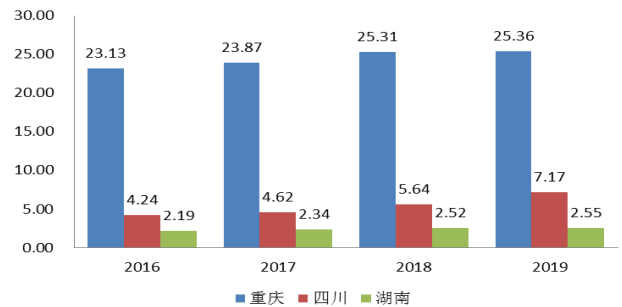
从营收构成看, 重庆市场营收贡献超过七成, 但近几年随着四川及湖南市场的不断开拓, 营收占比不断扩大, 二者总和已超主营业务收入四分之一。而基地市场亦十分稳固, 营业收入连年录得正向增长。公司遵循“扬帆 22”嘉士伯集团战略, 巩固基地市场, 将目标瞄准大城市。对于受限于运输半径的啤酒行业, 我们比较倾向于公司的战略定位, 通过核心市场辐射周边市场, 精耕细作而非大水漫灌。并且我们始终认为, 消费品企业的成功一定是建立在品质、品牌及渠道长期的持续经营之上, 只有精细化的运作才能始终立于不败之地。

图 28: 重庆、四川、湖南三地营收占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券

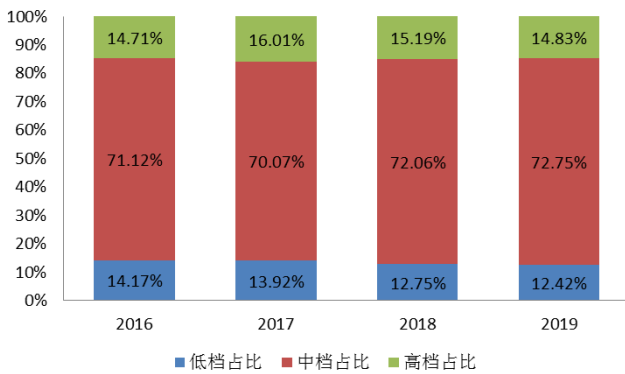
图 29: 2016-19 年三地营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

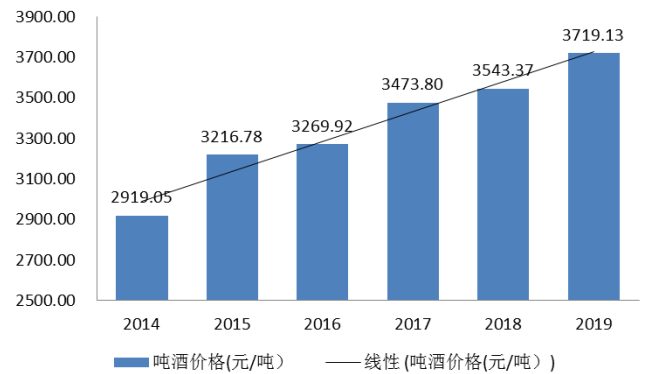
公司现有本地强势品牌能够牢牢占据核心消费市场, 而国际品牌则能够凭借得天独厚的品牌优势借助现有渠道打开并抢占高端市场, 使得公司产品结构日益完善, 高端化率不断提高。公司 2019 年年初上市新品“醇国宾”补强了本地品牌在中高档次的产品结构, 重庆纯生作为本地品牌高档产品的卓越代表同样在现饮及非现饮渠道均较同期销量大幅提升。国际品牌方面, “特醇嘉士伯”销量比同期大幅增长, 且在现饮非现饮渠道的铺货情况提高明显。受到以上单品影响, 公司 2019 年主流产品营业收入同比增长达 5.85%, 产品结构升级趋势明显。而中高端产品比例的提高则正向影响公司吨酒价格提升, 2014-18 年公司吨酒价格从 2919.05 元/吨提升至 3543.37 元/吨, 复合增长率达 4.96%。2019 年吨酒价格继续走高达到 3719.13 元/吨, 同比增长 4.96%。

图 30: 重庆啤酒低端产品占比显著降低



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 公司吨酒价格持续提高



资料来源: 公司公告, 渤海证券

### 3.2 迅速化解过剩产能 质量效益逐年提高

自嘉士伯入驻以来, 公司建立和完善了适应公司经营和发展需要的组织架构, 将各子公司的管理职能集中到了总部统一管理, 更换了在快消品行业具有丰富经验的管理团队。公司强力推行与导入嘉士伯最佳实践系统, 在生产、采购、销售、营销及财务领域加强整合提高效率, 持续强化公司在激烈竞争当中的稳固地位。

自 2014 年起, 中国啤酒市场发生了深刻的变化, 产销量首次出现负增长, 标志着中国啤酒市场已经从过去的高增长时代, 进入低速增长甚至是负增长的“新常态”。公司积极应对市场变革, 关停、转让数家公司化解过剩产能, 为公司的持续健康发展打下基础。

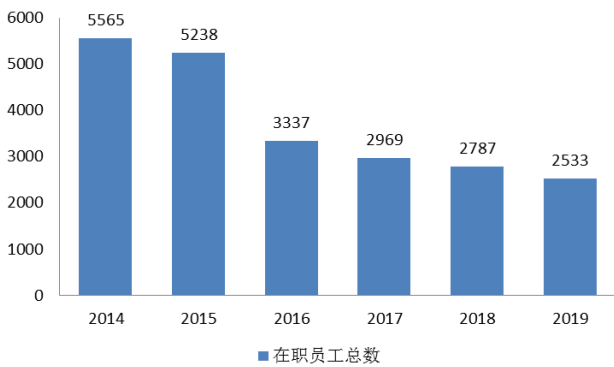
表 3: 公司近年产能优化情况

所在省市	关停/转让公司名称	所在省市	关停/转让公司名称
重庆	重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司	贵州	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司
广西	柳州山城啤酒有限责任公司	安徽	重庆啤酒亳州有限公司
安徽	重庆啤酒安徽九华山有限公司	浙江	重庆啤酒宁波大梁山有限公司
重庆	重庆啤酒永川分公司	甘肃	甘肃金山啤酒原料有限公司
重庆	重庆啤酒黔江分公司	湖南	重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司

资料来源: 公司公告, 渤海证券

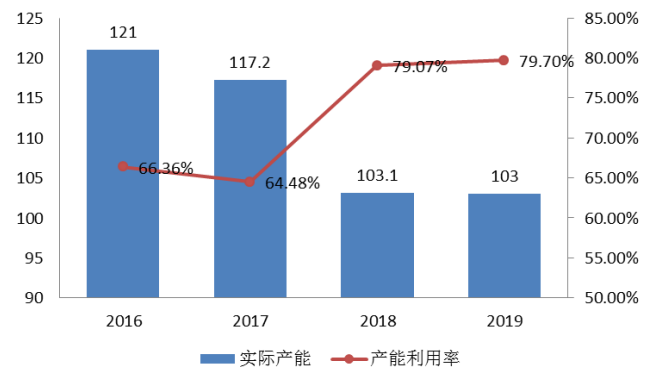
公司实际产能从 2016 年的 121 万千升下降至 2019 年的 103 万千升, 在职员工总数从 2014 年的 5565 人下降至 2019 年的 2533 人, 人员效率大幅提升。产能利用率从 2016 年的 66.36% 提升至 2019 年的 79.70%。

图 32: 公司在职员工总数持续下降



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 33: 公司产能利用率不断走高

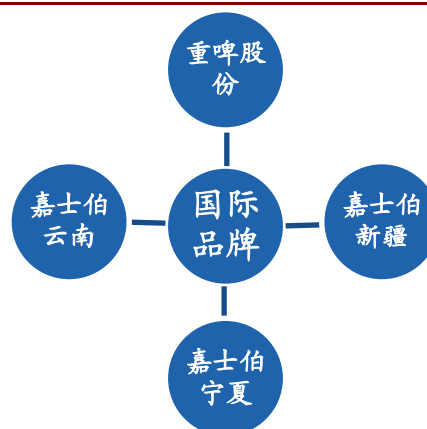


资料来源: 公司公告, 渤海证券

### 3.3 优质资产如期注入 实现联动形成合力

嘉士伯集团目前在华共有重啤股份、嘉士伯云南、嘉士伯新疆、嘉士伯宁夏及嘉士伯国际品牌五大业务单元，其中本公司是集团在华唯一上市公司。嘉士伯云南作为嘉士伯进入中国后收购形成较早的业务单元，现设大理、华狮两家工厂，全面覆盖云南市场，在售品牌不仅包括集团旗下国际品牌，也包括大理、风花雪月等本地强势品牌，多年来深受云南消费者喜爱。嘉士伯新疆下辖 5 家啤酒酿造厂，总产能近 50 万千升，疆内市场占有率超过 75%，旗下销售品牌包括乌苏、新疆以及集团国际品牌，其中乌苏品牌已开始全国化布局，预计将成为集团又一大单品。嘉士伯宁夏的前身是银川啤酒厂，企业规模年产啤酒 30 万千升，其中本土品牌包括西夏系列啤酒。嘉士伯国际品牌业务单元包括国际品牌和天目湖两大板块，嘉士伯国际品牌经过多年的稳步发展，如今业务已经遍及全国各省的主要城市。

图 34: 集团五大业务单元



资料来源: 公司官网, 渤海证券



2020 年，嘉士伯通过近 9 个月的持续推进，切实履行解决潜在同业竞争问题承诺，于 12 月中旬完成了重庆啤酒重大资产重组项目，把嘉士伯在中国控制的优质啤酒资产注入重庆啤酒。重组完成后，重庆啤酒成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，销量、营业收入都实现了近 3 倍的增长，2020 年资产和营收均达人民币 100 亿级别。通过重组，公司在中国啤酒市场的竞争力得到了全面增强，有利于进一步提升盈利能力，把握持续高端化带来的市场机遇，实现可持续高质量发展。

图 35: 公司资产注入品牌



资料来源：公司官网，渤海证券

市场渠道方面，公司从一家区域型啤酒企业成长为全国性啤酒企业，核心市场从重庆、四川和湖南，扩展到新疆、宁夏、云南、广东和华东、华北各省，并且覆盖全国各地。各个优势市场区域均拥有优质的客户资源，较强的品牌优势以及稳定的销售渠道。品牌组合方面，公司拥有了更为强大的“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。国际高端品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林等，本地强势品牌有重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等，满足消费者在不同消费场景和价格区间的消费需求。供应网络方面，公司经营酒厂数量（含参股的重庆嘉威）从 14 家增加到 25 家，能够在采购、生产、物流等环节，在更广阔的区域实现联动形成合力，提高运营效率。营销推广方面，公司通过整体运营以及品牌互补，可实现更加丰富的营销方式和更为清晰的品牌形象，提升营销推广效率。



## 4.投资建议

公司在嘉士伯入主之后整体质量效益明显提升。资产注入之后，产品结构更加丰富，销售渠道更加完善。公司将继续开拓乌苏啤酒的销售，提升现有产品销量。将“大城市”计划作为重要增长引擎，加速与深化大城市渠道拓展。我们看好公司充分受益于行业整体结构化升级所带来的发展契机，预计公司 2021-2023 年分别实现每股收益 2.23/2.62/3.21 元，给予公司“增持”的投资评级。

## 5.风险提示

宏观经济下行，消费能力减弱，疫情出现反复，食品安全问题

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声  
+86 22 2845 1904  
宁前羽  
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802  
吴晓楠  
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊  
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨  
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越  
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜  
+86 22 2386 9129  
张婧怡  
+86 22 2383 9130  
李济安  
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻  
+86 22 2845 1131  
陈菊  
+86 22 2383 9135  
韩乾  
+86 22 2383 9192  
杨毅飞  
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券  
+86 22 2383 9026  
刘精山 货币政策与债券市场  
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)  
+86 22 2845 1625  
李思琦  
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
王文君  
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)