2020 年 11 月 26 日

证券研究报告•公司深度报告

重庆啤酒（600132）食品饮料

买入（上调）

当前价：108.22 元

目标价：139.70 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

驭消费升级之风，嘉士伯赋能扬帆起航

投资要点

- **推荐逻辑：**1、啤酒行业整体量增乏力，企业纷纷提出产品高端化战略，重庆啤酒加大中高端产品布局，通过直接提价和产品结构升级策略，过去五年吨价 CAGR 达 5%。2、公司是西南啤酒龙头，推进产能清理战略后，盈利能力持续提升，2020Q3 公司毛利率为 42.4%，净利率为 18.0%，ROE 为 34.2%，位列行业第一。3、嘉士伯待注入资产成长性良好，2019 年实现营业收入 72.5 亿元，约为重啤 2 倍体量，整合完成后公司产品、品牌、市场、产能优势将显著强化。
- **产品组合完备，顺应消费升级，高端化趋势持续。**1、公司产品涵盖高中低档产品线，本地强势品牌+国际高端品牌，形成品牌组合拳，覆盖各层次消费群体，“重庆”和“乐堡”两大品牌贡献主要业绩，收入占比超 8 成。2、公司着力打造中高档系列产品，对部分盈利能力不佳产品进行替换和升级，产品结构不断高端化，低档山城品牌占比显著缩减，腰部产品比重持续扩大，2016-2019 年，高/中/低档啤酒收入年复合增速分别为 4.6%/5.1%/-0.2%。3、产品结构升级带动产品吨价不断提升，过去五年吨价复合增长 5%至 2019 年的 3719 元/吨，百威亚太、喜力亚太吨价均在 5000 元/吨以上，对标国际啤酒吨价，未来产品结构升级和吨价提升将是长期趋势。
- **清理低效产能，聚焦渝川湘核心区域，经营效率显著提升。**1、嘉士伯入主后公司对过剩产能实施清理，采取关停或转让方式关闭 23 家酒厂中 10 家酒厂，经营效率显著提升。2、公司开启大城市战略，收缩华东、西北等体量较小市场，集中资源主攻重庆、四川、湖南三地强势区域，聚焦效果明显，重庆市场量平价增，四川市场量价齐升、蓬勃发展，湖南市场整体增速稳健。
- **嘉士伯资产注入，协同效应助力长期成长。**1、此次资产注入涵盖嘉士伯旗下 16 家核心公司，2019 年实现营业收入 72.5 亿元，约为重啤 2 倍体量，净利率约为 10%，盈利能力上行空间较大。2、整合完成后，公司发挥嘉士伯在中西部地区渠道资源协同效应，与现有市场形成互补，扩大市场布局；同时充分发挥嘉士伯品牌资源，建立完备的产品品牌矩阵，助力公司长期成长。
- **强盈利能力铸就高 ROE，澳麦加税不改盈利提升。**1、公司剥离部分亏损低效产能，运营效率大幅提高，盈利能力显著提升，净资产收益率一路走高，连续三年保持在 20%以上，于众多啤酒企业中一枝独秀。2、商务部宣布对澳麦实施“双反”加税，啤酒行业高端化趋势延续，行业盈利状况持续向好，中长期看或由行业集体提价对冲。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑嘉士伯中国并表的情况下，预计 2021-2022 年归母净利润复合增速维持 20%左右，未来公司产品高端化趋势延续，管理能力提升，嘉士伯注入带来渠道协同、品牌强化，公司业绩将呈现加速趋势。若考虑嘉士伯中国并表，假设嘉士伯拟注入资产 2020-2022 年归母净利润同比增长 30%/20%/20%，预计重组后公司 2020-2022 年三年归母净利润 8.5 亿元、10.2 亿元、12.2 亿元，对应估值分别为 62x、51x、43x。给予 2021 年 66 倍 PE，对应市值为 676 亿元，对应目标价 139.7 元，给予“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3581.92	3695.53	4002.43	4340.03
增长率	3.30%	3.17%	8.30%	8.43%
归属母公司净利润（百万元）	656.93	562.85	681.04	815.80
增长率	62.61%	-14.32%	21.00%	19.79%
每股收益 EPS（元）	1.36	1.16	1.41	1.69
净资产收益率 ROE	48.20%	35.50%	34.71%	33.86%
PE	80	93	77	64
PB	34.65	29.79	24.07	19.60

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

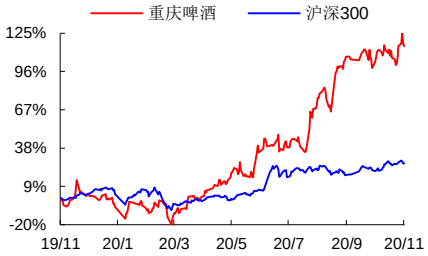
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：周可为

电话：023-67710114

邮箱：zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.84
流通 A 股(亿股)	4.84
52 周内股价区间(元)	40.97-113.2
总市值(亿元)	523.75
总资产(亿元)	40.27
每股净资产(元)	2.48

相关研究

1. 重庆啤酒（600132）：Q3 销量双位数增长，静待优质资产注入 (2020-10-26)

投资要件

关键假设

1、预计 2020 年-2022 年公司高档啤酒品类销量同比增长 40%、5%、5%，吨价保持 2%年复合增速，毛利率分别为 56%、57%、58%；

2、预计 2020 年-2022 年公司中档啤酒品类销量同比增长-5%、7%、7%，吨价保持 3%年复合增速，毛利率分别为 42%、43.5%、45%；

3、预计 2020 年-2022 年公司低档啤酒品类销量同比下滑 15%、5%、5%，吨价保持 3%年复合增速，毛利率分别为 14%、15%、16%。

我们区别于市场的观点

市场认为啤酒行业未来主要驱动力为产品结构升级，重啤升级最快阶段已经过去，未来增速将会缓慢，我们认同对于啤酒行业的判断，但对于重啤维持乐观的增速。

我们认为在嘉士伯赋能下，重庆啤酒“本地强势品牌+国际高端品牌”产品矩阵顺应行业高端化趋势，同时核心版图将新添新疆、宁夏、云南市场，上市公司在中高端市场竞争力将大幅提升。嘉士伯待注入资产 2019 年收入规模为 72.5 亿元，约为重庆啤酒 2 倍，净利率约为 10%，上市公司业绩和资产规模将明显增厚，同时盈利能力上行空间较大。拟注入资产估值水平合理，上市公司现金支付金额低于市场预期，融资成本压力减轻。嘉士伯在西部区域市场份额领先，在新疆、宁夏两地市场份额已达到 70%以上。重庆啤酒核心销售区域将由重庆、湖南、四川基础上增加新疆、宁夏、云南等地区，与嘉士伯在中西部地区渠道资源形成协同效应，与重啤现有市场互补，扩大市场布局，强化公司在西部地区的核心优势；同时，公司品牌势能、产能布局将显著强化，成为西部地区啤酒王者。公司高端化趋势确立，盈利能力强，在产品、品牌、渠道进一步增强局面下，综合竞争优势提升，利润端有望保持 20%增长态势。

股价上涨的催化因素

嘉士伯、乐堡品牌销售超预期；淡季期间啤酒企业提价。

估值和目标价格

暂不考虑嘉士伯中国并表的情况下，预计 2021-2022 年归母净利润复合增速维持 20%左右，未来公司产品高端化趋势延续，管理能力提升，嘉士伯注入带来渠道协同、品牌强化，公司业绩将呈现加速趋势。若考虑嘉士伯中国并表，假设嘉士伯拟注入资产 2020-2022 年归母净利润同比增长 30%/20%/20%，预计重组后公司 2020-2022 年三年归母净利润 8.5 亿元、10.2 亿元、12.2 亿元，对应估值分别为 62x、51x、43x。给予 2021 年 66 倍 PE，对应市值为 676 亿元，对应目标价 139.7 元，给予“买入”评级。

投资风险

原材料价格或大幅波动；区域竞争加剧；资产注入进程不及预期；疫情持续导致需求复苏不及预期；注入资产实现业绩不及承诺的风险。

目 录

1 深耕川渝湘，嘉士伯中国唯一上市平台 1

2 寡头竞争格局稳定，高端化和去产能趋势明显 2

2.1 量增乏力，产品结构升级、吨价提升带动行业增长 2

2.2 竞争格局相对稳固，关厂减费促进业绩持续回升 7

3 嘉士伯资产整合，扬帆起航正当时 10

3.1 优化经营：淘汰落后产能，聚焦渝川湘核心区域 10

3.2 产品矩阵结构均衡，顺应消费升级，高端化趋势持续 16

3.3 嘉士伯资产注入兑现，期待规模和盈利提升 18

4 强盈利能力铸就高 ROE，澳麦加税影响可控 24

5 盈利预测与估值 26

5.1 盈利预测 26

5.2 绝对估值 27

5.3 相对估值 28

6 风险提示 29

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构 1
图 3：公司 2011 年以来营收及增速 2
图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速 2
图 5：啤酒产量规模及同比增速 3
图 6：2008 年以来人口结构变化 3
图 7：中国与其它国家人均啤酒消费量对比 3
图 8：啤酒企业吨价情况（元/吨） 4
图 9：啤酒企业吨价同比增速 4
图 10：进口啤酒量 4
图 11：国内、国际啤酒企业吨价对比（元/吨） 4
图 12：各项成本占整体成本比重 5
图 13：大麦进口价格 5
图 14：瓦楞纸价格（元/吨） 5
图 15：玻璃价格指数 5
图 16：中高档啤酒占比不断提升 6
图 17：高端及超高端啤酒占比（销量口径） 6
图 18：渠道分类 7
图 19：主要啤酒商渠道情况 7
图 20：啤酒企业竞争格局（销量口径） 8
图 21：啤酒企业并购企业数量 8
图 22：青岛啤酒不同地区毛利率比较 8
图 23：各大啤酒厂产能利用率 9
图 24：各大啤酒厂关厂数量 9
图 25：各大啤酒企业固定资产减值损失占营业收入比重 9
图 26：各大啤酒企业折旧摊销占营业收入比重 9
图 27：各大啤酒企业期间费用率走势 10
图 28：各大啤酒企业管理费用率走势 10
图 29：各大啤酒企业毛利率走势 10
图 30：各大啤酒企业净利率走势 10
图 31：关厂后公司大幅计提资产减值费用（亿元） 11
图 32：关厂后公司人员数量不断精简（人） 11
图 33：折旧费用不断降低（万元） 12
图 34：公司管理费用率水平显著降低 12
图 35：嘉士伯集团委托加工量 12
图 36：嘉士伯集团委托加工额 12
图 37：公司重点区域收入及增速情况 13
图 38：公司重点区域销量及增速情况 13
图 39：公司重点区域出厂价持续上行（元/千升） 13
图 40：公司重点区域收入占比（2020Q3） 13
图 41：重庆地区啤酒产量及同比增速 14

图 42：重庆地区各啤酒企业市场份额 14
图 43：四川省啤酒产量及同比增速 14
图 44：四川省各啤酒企业市场份额 14
图 45：湖南省啤酒产量及同比增速 15
图 46：湖南省各啤酒企业市场份额 15
图 47：公司及行业渠道结构情况 15
图 48：公司 2014 以来产品结构（销量口径） 17
图 49：公司 2016 年以来高中低档占比（销量口径） 17
图 50：2016 年以来公司各档次吨价 17
图 51：公司各档次毛利率 17
图 52：毛利率水平 18
图 53：公司重组前股权架构 19
图 54：公司重组后股权架构 20
图 55：嘉士伯啤酒系列 22
图 56：嘉士伯在西南市场市占率较高 23
图 57：整合完成后公司产能情况（工厂数量：个） 23
图 58：公司及同行业 ROE 对比 25
图 59：我国进口大麦均价 26
图 60：我国进口各国大麦比重 26

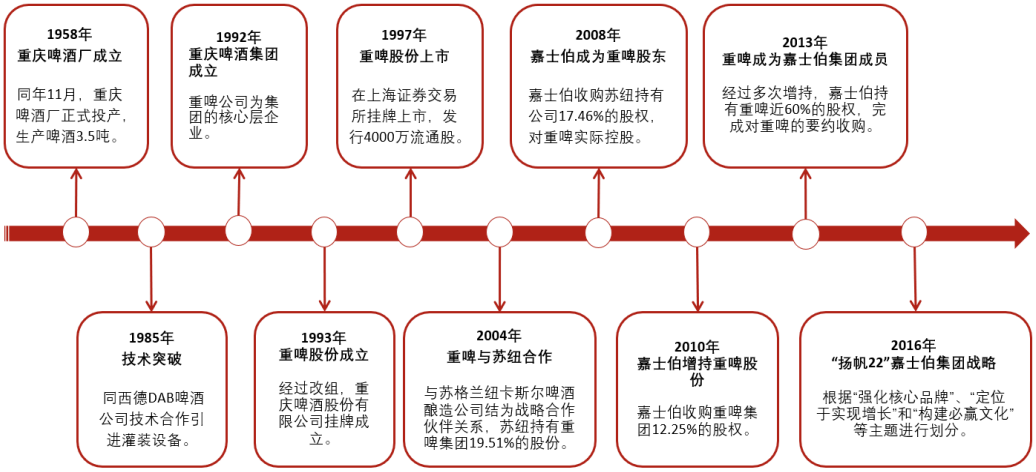
表 目 录

表 1：主要啤酒企业提价情况 5
表 2：啤酒企业产品矩阵 6
表 3：公司关闭多家酒厂 11
表 4：重庆啤酒产品系列及其终端定位 16
表 5：拟注入资产业绩情况（亿元） 20
表 6：资产注入完成后报表合并备考数据（万元） 21
表 7：具体交易作价情况 21
表 8：嘉士伯业绩承诺（亿元） 22
表 9：嘉士伯旗下五大集团 23
表 10：拟注入资产中国际、本土品牌 24
表 11：公司 ROE 拆分 25
表 12：分业务收入及毛利率 26
表 13：绝对估值假设 27
表 14：FCFF 估值结果 28
表 15：可比公司估值 28
附表：财务预测与估值 30

1 深耕川渝湘，嘉士伯中国唯一上市平台

深耕重庆数十载，嘉士伯集团重要成员。重庆啤酒成立于 1958 年，从事啤酒产品的制造与销售 60 余年，目前拥有 13 家酒厂和 1 家参股酒厂，主要集中于重庆、四川、湖南三地，重庆是公司核心销售区域。公司拥有“重庆”和“山城”两大本地品牌，2013 年全球第三大啤酒商嘉士伯集团持股 60%成为公司第一大股东后，公司正式成为嘉士伯集团成员，获得“乐堡”、“嘉士伯”、“凯旋 1664”等品牌生产和销售权。公司深耕重庆市场多年，在渝川湘地区知名度较高，深受消费者喜爱。

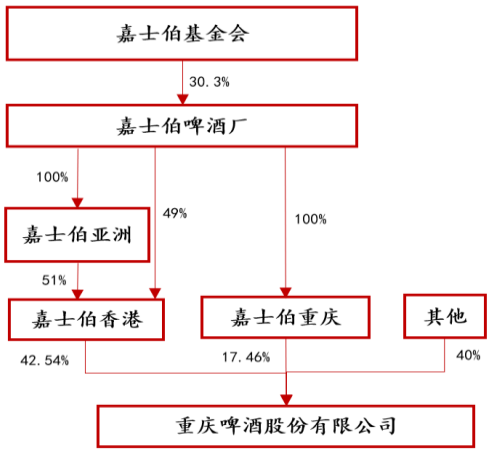
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

嘉士伯集团控股。公司原控股股东为重庆国资委下属重庆啤酒集团。2009 年嘉士伯战略入股重庆啤酒，开启五年收购历程，经过不断增持，2013 年嘉士伯集团以 60%持股比例成为公司第一大股东。截止 2020 年 9 月底，嘉士伯基金会通过嘉士伯香港和嘉士伯重庆合计持有公司 60%股份。嘉士伯入主后，向重啤派驻多名具有丰富快消品行业经验的高管，将嘉士伯先进管理理念引进公司。

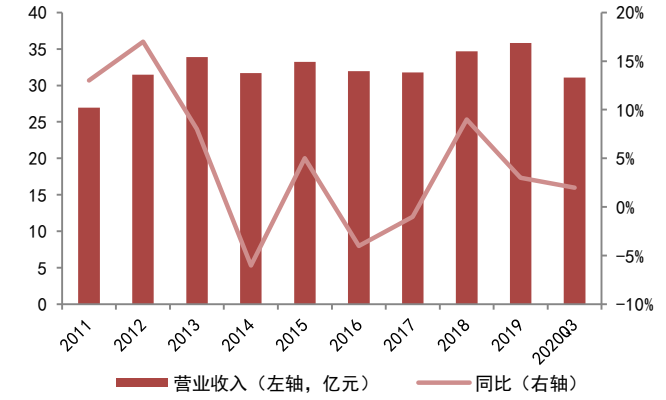
图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

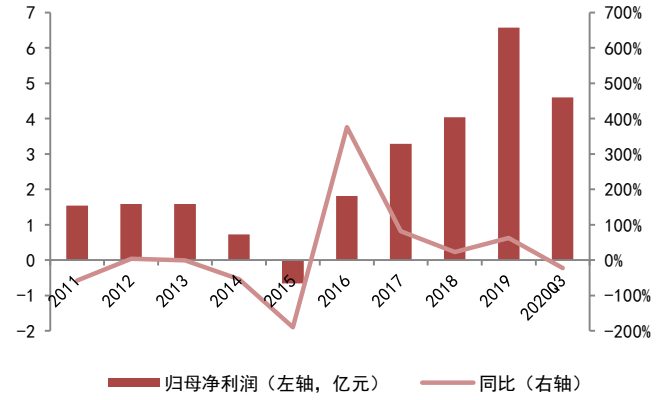
逐步关厂经营重焕活力，高端战略盈利能力凸显。自 2014 年关闭部分酒厂以来，虽然利润受到固定资产减值短期压制，但经营效率明显优化，2016 年扭亏为盈实现归母净利润 1.8 亿元。2019 年公司实现营业收入 35.8 亿元，同比增长 3%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比增长 63%，过去五年年收入 CAGR 为 2%，归母净利润 CAGR 达到 21%。2020 年前三季度，公司通过拓展非现饮市场以及旺季营销，疫情影响已逐步消退，公司实现营业收入 31.1 亿元，同比增长 3%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比降低 22%，扣非后归母净利润为 4.3 亿元，同比增长 7%。目前公司销售业绩将逐步回暖，伴随高端化战略的持续推进，公司盈利能力将持续提升。

图 3：公司 2011 年以来营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2011 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 寡头竞争格局稳定，高端化和去产能趋势明显

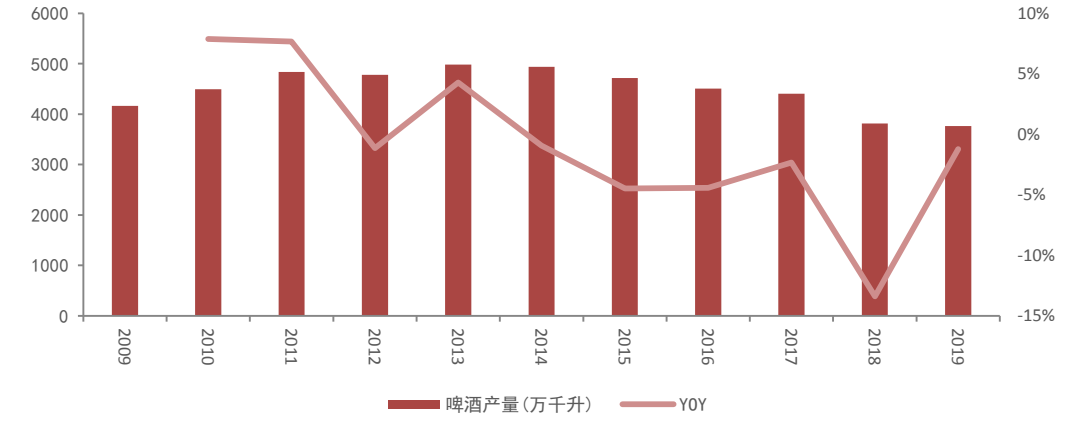
啤酒销售额增长缓慢，产量连续下滑，行业进入成熟周期。从啤酒行业发展历史看，国内啤酒行业大致可分为四个发展阶段：1）第一阶段（1980-1995）：改革开放后啤酒厂比比皆是不断出现，市场持续扩容迅猛发展；2）第二阶段（1996-2005）：行业进入全国扩张期，并购整合不断推进，寡头垄断格局基本形成；3）第三阶段（2006-2017）：龙头开启全国扩张步伐，跑马圈地扩建产能，市场集中度进一步提升；4）第四阶段（2017-现在）：价格拉锯策略难以为继，啤酒厂转而诉诸于利润，纷纷推出高端化产品，行业升级趋势更为凸显。

2.1 量增乏力，产品结构升级、吨价提升带动行业增长

1）从量的角度来看：

啤酒行业整体产量增长乏力，2013 年达到 4983 万千升峰值后，啤酒产量出现下滑，行业逐步步入成熟阶段。

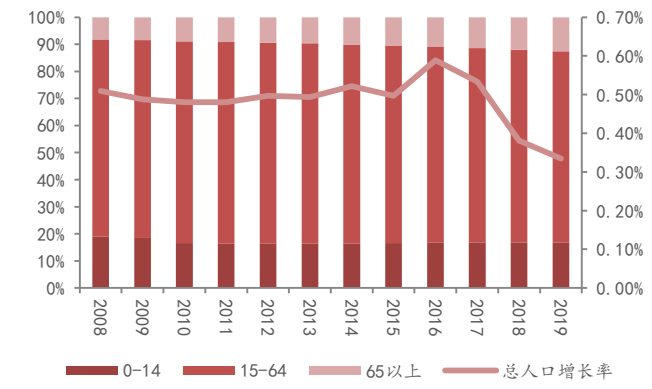
图 5：啤酒产量规模及同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

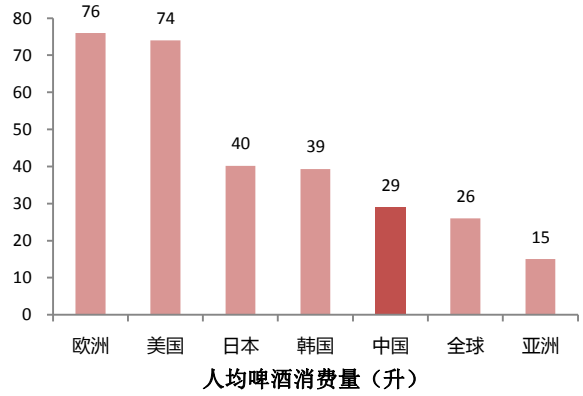
总人口增长放缓，人口老龄化趋势持续，中国啤酒消费量增乏力。啤酒在我国产业化发展之初，属于可选消费品，随着人均收入和经济水平提升，人均消费量迅速提升。但渗透率和人均消费量达到一定水平后，经济水平提升较难推动人均消费量继续增长，随后人均消费量主要依靠人口结构和消费习惯的变化驱动。啤酒主要消费人群为青壮年，而从 2014 年开始，我国国内 15-64 岁人口连续 6 年下降。但从人均啤酒消费量来看，我国啤酒消费量为 29 升，与啤酒消费习惯明显的欧美国家相比，仍有 1-2 倍提升空间。

图 6：2008 年以来人口结构变化



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 7：中国与其它国家人均啤酒消费量对比

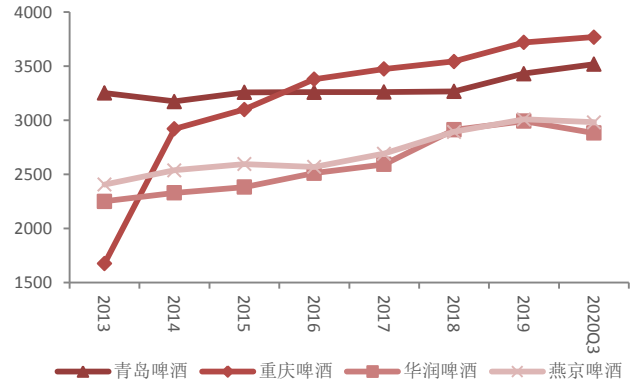


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

2） 从价的角度来看：

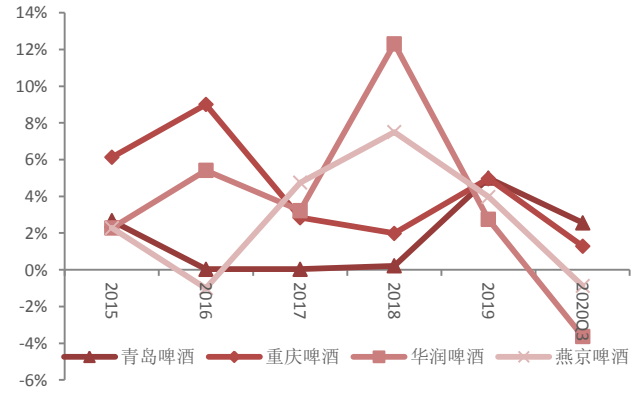
啤酒行业结构升级是吨价上行的主要驱动力，随着行业高端化趋势确立，啤酒企业吨价不断上行。自 2013 年起面对销量下滑、需求不足、进口啤酒竞争、利润空间较低等多重考验下，国内啤酒企业意识到“价格战”难以为继，诉诸消费升级路线，品牌驱动成为行业发展的核心。各啤酒企业优化各自产品结构适应行业变化，从“要收入”向“要利润”转变，提升产能利用率和管理效率，啤酒行业进入新发展阶段。国内主要啤酒商从 2013 年来通过直接提价和产品结构升级策略，吨价年复合增速稳定在 2%-5%之间，预计未来啤酒企业吨价仍将持续上行。

图 8：啤酒企业吨价情况（元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

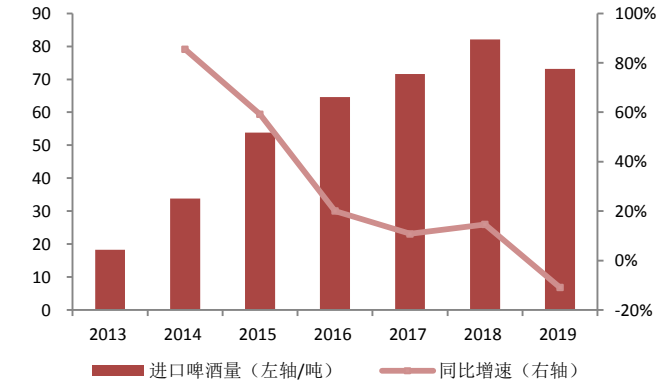
图 9：啤酒企业吨价同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

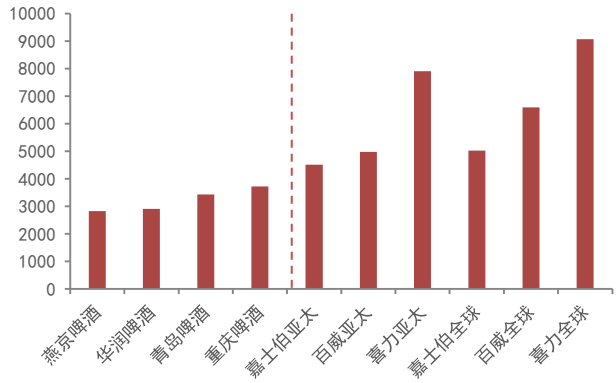
对标国际巨头，国内啤酒企业吨价仍有上升空间。在国内啤酒行业产量不断下滑的局势下，进口啤酒保持相对较高增速，2013-2019 复合增长率 26%。啤酒作为舶来品，进口啤酒在消费者心理中有“高端”标签，啤酒行业具备内在消费升级需求。目前国内啤酒企业中，重庆啤酒吨价最高，但低于嘉士伯、百威、喜力等国际啤酒巨头在亚太地区吨价，在亚太地区，国际啤酒巨头吨价已达到 4500-8000 元/吨的价格区间，随着消费升级推进，中国啤酒吨价仍有巨大上升空间。

图 10：进口啤酒量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

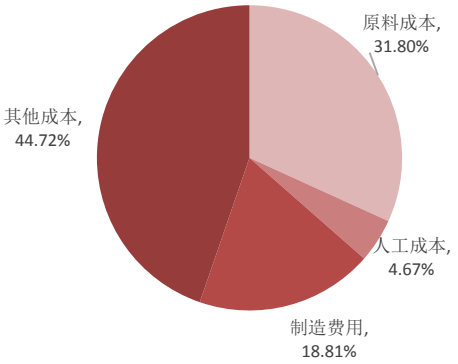
图 11：国内、国际啤酒企业吨价对比（元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

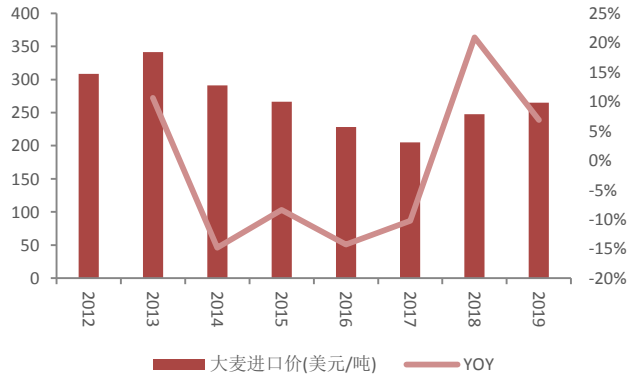
提价覆盖成本上升，有效转移成本压力。从成本端来看，直接材料占在整体成本端比重 32%，直接材料中大麦和包材材料是主要影响成本的两个要素。2016-2017 年由于环保检查，生产包材中小企业倒闭较多，供给不足，包材要材料瓦楞纸、包装玻璃价格大幅上行，啤酒企业面临巨大成本压力，出现行业性提价；2018 年全球大麦减产，大麦进口价上升 20%，啤酒商再次普遍提价。

图 12：各项成本占整体成本比重



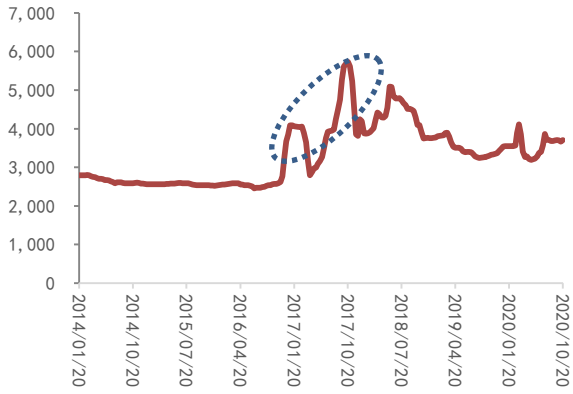
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：大麦进口价格



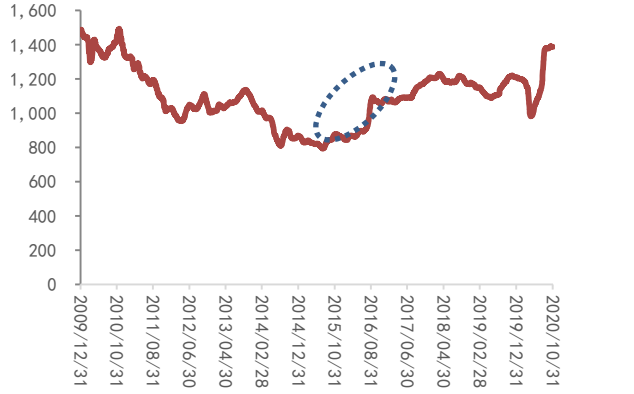
数据来源：中国海关，西南证券整理

图 14：瓦楞纸价格（元/吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 15：玻璃价格指数



数据来源：中国玻璃信息网，西南证券整理

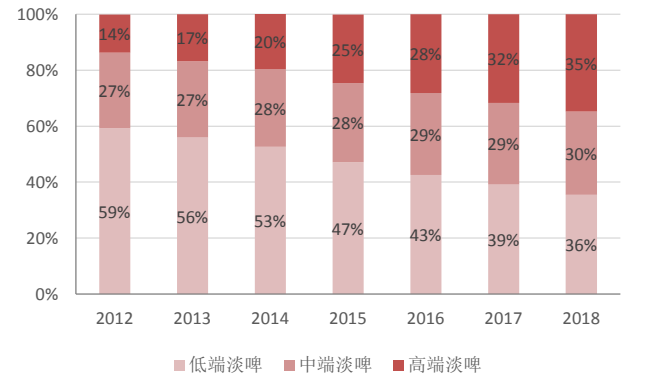
表 1：主要啤酒企业提价情况

	时间	提价信息
燕京啤酒	2007 年	6 款产品出厂价提价 6%
		10 度清爽型啤酒提价 16%
		普通装啤酒进货价提升 28%
		罐装啤酒进货价提升 16%
	2018 年	低端产品提价 5%
青岛啤酒	2008 年-2009 年	部分地区青岛纯生提价 9%
		青岛大优零售价提价 33%
	2018 年	年内三次产品提价，平均幅度小于 5%
	2019 年	高端产品提价约 6%-9%
华润啤酒	2010 年	雪花在北方地域提价 10%
	2018 年	雪花纯生，勇闯天涯 9 款产品进店价提高 2-10 元/件
百威亚太	2018 年	500ml 百威批价从 57 元/件提到 85 元/件
		哈尔滨啤酒提价 8%
重庆啤酒	2018 年	平均提价幅度 3%

数据来源：公司公告，西南证券整理

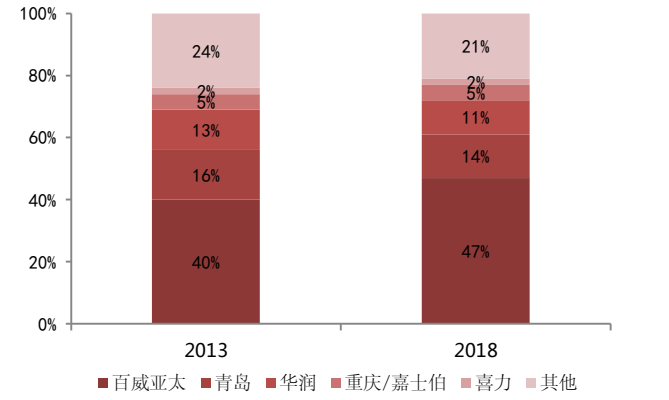
高端化成为行业共识，中高档啤酒占比快速提升。随着人们生活水平提高和消费升级拉动，啤酒高端化需求开始涌现，消费端由经济型消费转变为品质型消费，中高端啤酒销售额逐渐蚕食低端啤酒市场，高端化也成为各啤酒企业发展的一致选择。低端淡啤的市场份额逐年降低，中高端淡啤市场份额快速增长，根据 Euromonitor 调查显示，中高档啤酒（终端销售价格 7 元/升以上）占比从 2012 年 41%上升至 2018 年 65%，中高端市场扩容迅猛。

图 16：中高档啤酒占比不断提升



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 17：高端及超高端啤酒占比（销量口径）



数据来源：百威亚太招股书，西南证券整理

高端啤酒持续扩容，各龙头积极布局。高端啤酒差异化竞争，容易形成品牌溢价，突破价格天花板，并与低端产品形成价格协同效应，加强消费者品牌认知，提高消费者黏性，从而形成“品牌护城河”。目前来看，全球啤酒厂商巨头纷纷进驻中国市场，布局高端及超高端产品。

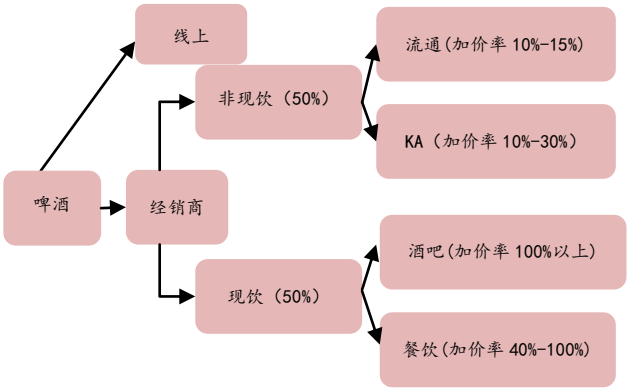
但国内啤酒企业也不甘落后，加速打造中高端产品矩阵，如华润啤酒收购喜力中国业务引入喜力系列产品，青岛啤酒以主品牌为核心的多系列产品，燕京啤酒推出的精酿系列，重庆啤酒的“嘉士伯”系列产品。市场上竞争最为激烈赛道为中高端产品，迎合青年消费，价格带在 5-8 元，同时啤酒企业在也为自己“大单品”提供更多营销资源，像重庆啤酒乐堡，青岛啤酒纯生，华润 superx，百威经典，燕京 U8，这几款产品都在争夺主流年轻消费者青睐。

表 2：啤酒企业产品矩阵

分类	价格	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
超高端	20 元以上		原浆，鸿运当头，琥珀拉格，白啤精装			
高端	8-19 元	风花雪月，1664 系列，京 A	IPA，黑啤，奥古特，逸品纯生，皮尔森，1903 定制	脸谱，SOL,花脸，黑狮白啤，黑啤，匠心	精酿，白啤	雪堡白啤、雪堡精酿黄啤、精品纯生
中高端	5-8 元	嘉士伯系列，乐堡，纯生，国宾，怡乐仙地	经典 1903，全麦白啤，纯生	马尔斯绿，喜力，Tiger，superx	特酿，U8,漓泉 8 度	97 纯生、9 度纯生、珠江 0 度
大众	2-5 元	山城冰爽	百年经典，崂山	勇闯天涯，晶脆，雪花	纯生，漓泉 party，鲜啤，雪鹿	12 度原麦、金麦穗

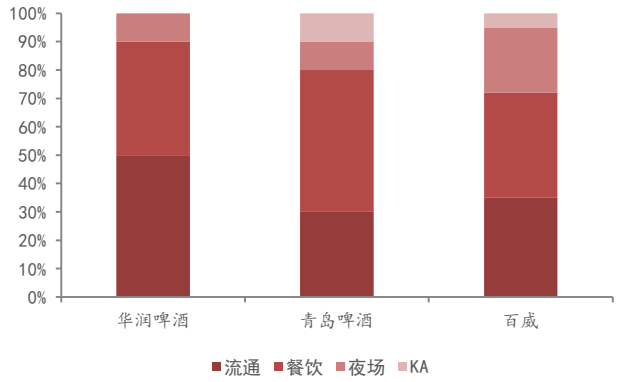
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：渠道分类



数据来源：西南证券整理

图 19：主要啤酒商渠道情况



数据来源：西南证券整理

现饮消费为高端化增长引擎。啤酒销售终端渠道主要可以划分为现饮和非现饮两大类，根据 Euromonitor 数据，两者各占 50%左右。从渠道匹配的产品情况看，现饮渠道中，酒吧夜场多销售超高端啤酒，餐饮多销售中高端产品，加价率高；非现饮渠道中，多销售中低端产品，加价率偏低。

现饮消费场景下，啤酒作为一种“社交品”，消费者对高端产品接受度更高。夜场加价率在 100%-200%，但对品牌要求高，百威自进入中国就着力发展高端餐饮和夜场渠道，在夜场居于强势地位，使其在高端、超高端细分市场占有最多市场份额。餐饮加价率 40%-100%，是高端啤酒主要消费场所，是啤酒企业产品高端化的核心渠道，预计未来餐饮渠道竞争会更加激烈。

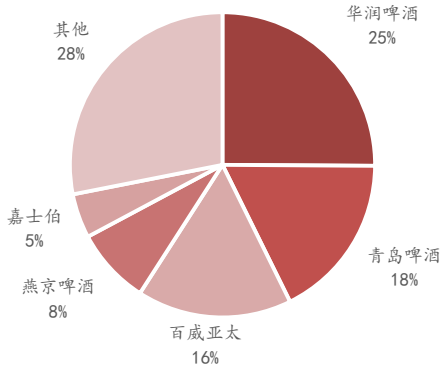
啤酒企业为引导消费者行为，提高现饮消费，也实施各种营销措施扩展高端渠道。如青岛啤酒推出 1903 青啤酒吧，计划在全国建立 100 个酒吧，目前青岛 10 个旗舰店已经开始运营，依托酒吧消费，这种消费场景下，产品档次更高。而华润啤酒 2020 年组建渠道事业部组建高端渠道经销商团队，加大对高端渠道的扩展。

2.2 竞争格局相对稳固，关厂减费促进业绩持续回升

并购扩张形成寡头垄断格局，集中度对标国外仍有提升空间。啤酒保质期制约厂商销售半径，加入运费因素，导致企业扩张需要打造生产基地。企业扩能需求让啤酒行业自 2000 年开始掀起收购潮，龙头企业跑马圈地拓展版图。企业借助收购当地啤酒品牌之机，一方面利用其渠道及市场品牌力，打入当地市场；另一方面收购扩充产能，通过技改可较快速实现产品当地产当地销，省去长途运输成本。通过前一轮并购完成，现已形成华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒（嘉士伯）、百威亚太五大企业，CR5 达到 72%，格局稳定，行业并购趋势放缓，竞争趋于理性。

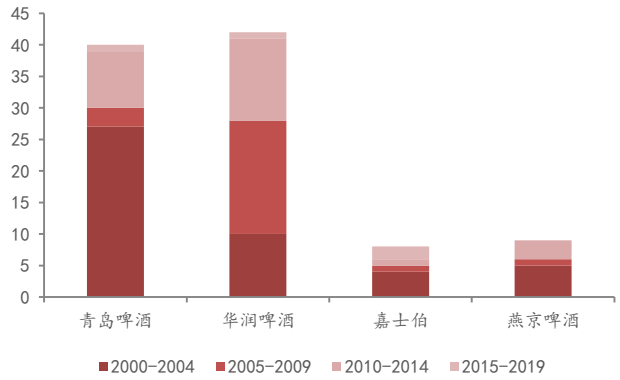
世界各国啤酒行业发展经验表明，啤酒行业规模优势显著，各国啤酒行业集中度处于较高水平。统计显示，在啤酒销量前 20 国家中，委内瑞拉、阿根廷、墨西哥、哥伦比亚出现寡头式发展，CR3 高达 98%；美国、日本、加拿大、巴西等国 CR3 也达到 80%以上。我国 CR3 在 59%左右，CR5 处于 72%左右，对比国外，国内市场集中度有望进一步提升。

图 20：啤酒企业竞争格局（销量口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

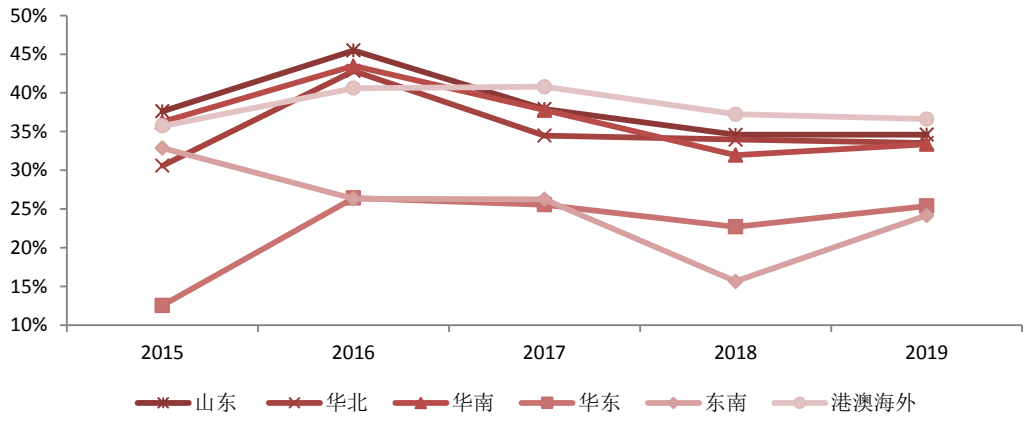
图 21：啤酒企业并购企业数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

做强局部垄断区域，培育优势市场。啤酒行业毛利率低，运输成本高，基地市场品牌相对外来品牌更有竞争优势，同时消费者对于区域强势品牌忠诚度较高，由此形成局部区域垄断，群雄割据的现象，如青岛啤酒在山东，重庆啤酒在重庆都具有绝对优势。通过培育优势市场，渠道和销售费用都得以控制，产品定价也更灵活，导致优势市场利润也更可观。以青岛啤酒为例，分地区毛利率高的地区为山东地区，华北地区，都为青岛啤酒的强势市场，是青岛啤酒主要利润来源。

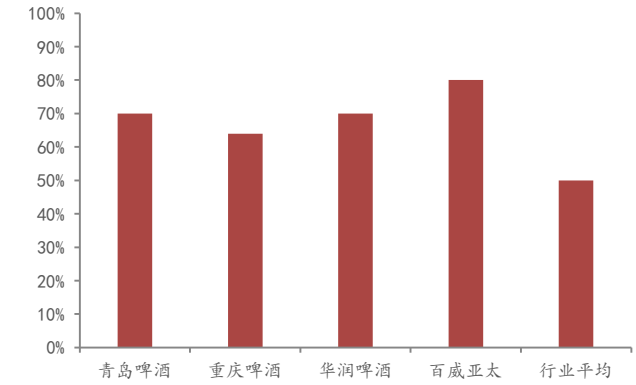
图 22：青岛啤酒不同地区毛利率比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

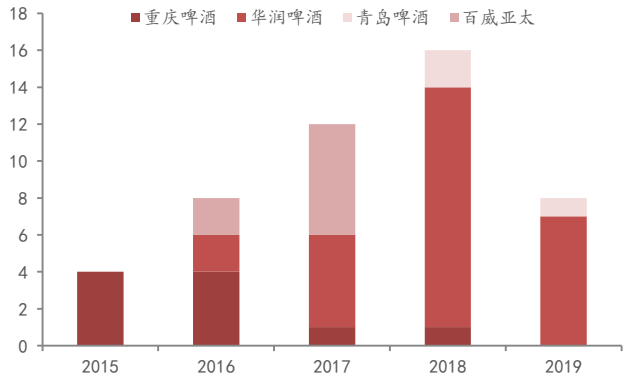
关厂优化产能，淡化弱势市场，释放利润空间。过去并购历程中，啤酒总产能快速放大，但产能利用率却不断下滑，目前国内啤酒企业产能利用率和百威亚太具有一定差距。啤酒产量自 2013 年到达峰值过后，开始连年下滑，企业意识到过去肆意收购的低效产能拉高折旧摊销侵损盈利能力，严重压制了企业利润。由此啤酒厂商纷纷通过关厂策略，对冗余产能进行调整，以提升企业盈利能力。

图 23：各大啤酒厂产能利用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：各大啤酒厂关厂数量

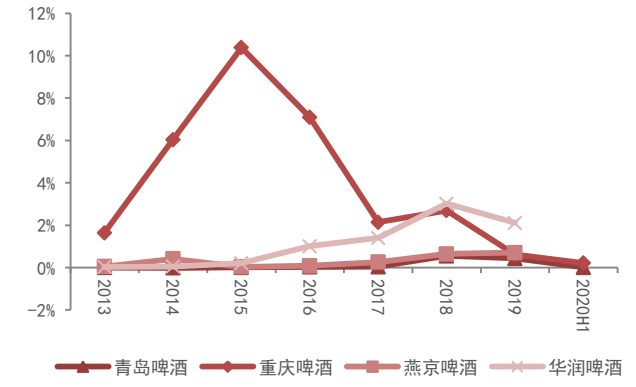


数据来源：公司公告，西南证券整理

短期来看，执行“关厂策略”会在当期计提大量固定资产减值损失，同时员工安置费用上升，从而导致盈利能力波动剧烈；长期来看，折旧摊销占业绩比重与管理费用率下降，带动企业盈利和估值回升。

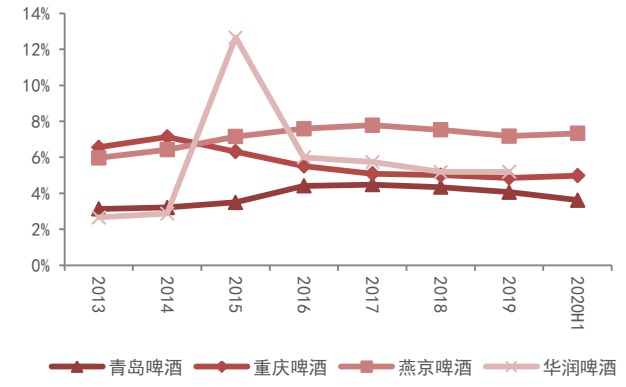
2015 年重啤率先关厂，当期固定资产减值损失占营收较高，管理费用率因会计口径调整一次性下降，之后保持下降趋势，为盈利提升带来空间。华润啤酒关厂数量最多，2016-2019 年累计关厂 27 家，其固定资产减值损失占营收逐年增高，员工安置费用导致管理费用一路抬升，随着 2019 年关厂速度放缓，预计华润啤酒盈利提高较为显著。

图 25：各大啤酒企业固定资产减值损失占营业收入比重



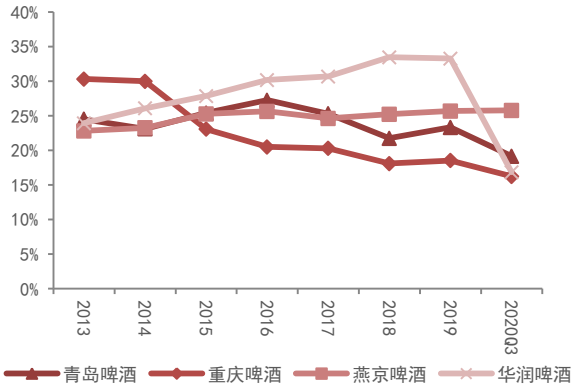
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：各大啤酒企业折旧摊销占营业收入比重



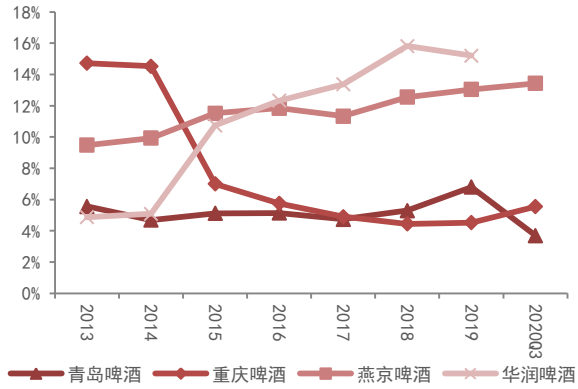
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：各大啤酒企业期间费用率走势



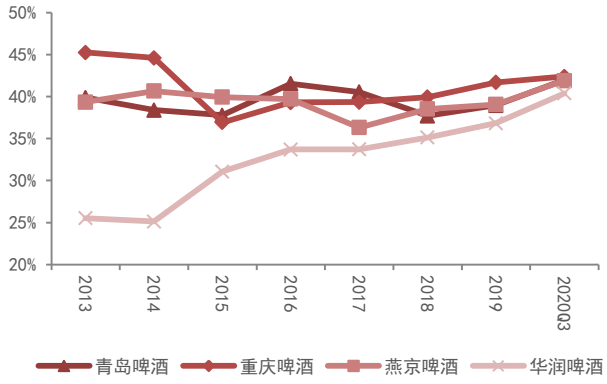
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：各大啤酒企业管理费用率走势



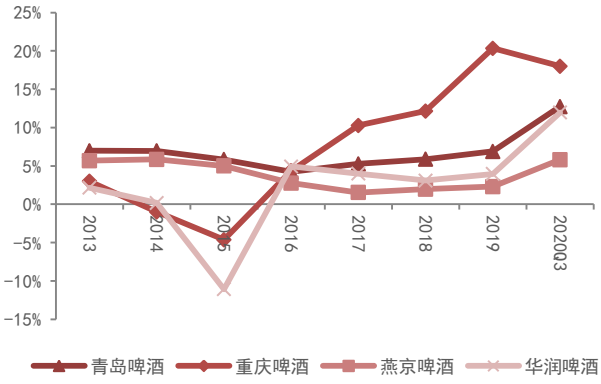
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：各大啤酒企业毛利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：各大啤酒企业净利率走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 嘉士伯资产整合，扬帆起航正当时

3.1 优化经营：淘汰落后产能，聚焦渝川湘核心区域

嘉士伯入主后，公司逐步清理过剩产能，对部分多年亏损、辐射能力弱、运行效率低的酒厂实施关停策略，以改善公司经营效率。嘉士伯提出“资援新征程”和“扬帆 22”计划，旨在淘汰冗余产能、提升区域生产效率以强化核心品牌，应对行业整体下滑的局面。

按照嘉士伯提升整体利润的战略方针，重庆啤酒也不断清理产能，优化生产网络。自 2014 年以来，重庆啤酒已陆续关闭下属多家低效酒厂，采取关停或转让方式关闭 23 家酒厂中 10 家酒厂，减少安徽、甘肃、广西、浙江、贵州等非核心区域酒厂，战略性收缩市场，将资源从表现不佳的市场中解放出来，仅聚焦于重庆、四川、湖南三大核心销售区域。

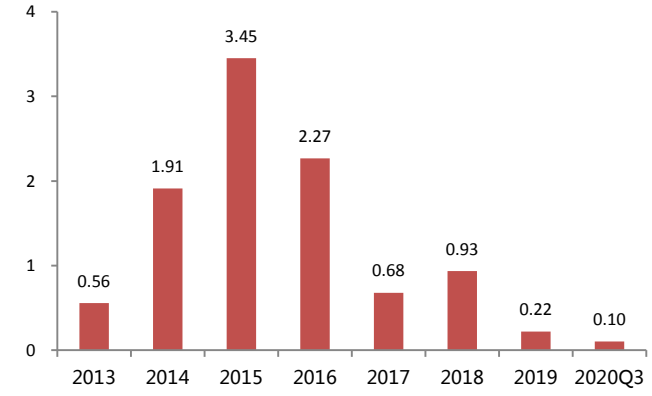
表 3：公司关闭多家酒厂

时间	酒厂名称	区域
2015 年 4 月	柳州山城啤酒有限责任公司	广西
2015 年 10 月	重庆啤酒安徽九华山有限公司	安徽
2015 年 11 月	重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司	重庆
2015 年 11 月	重庆嘉酿啤酒有限公司永川分公司	重庆
2016 年 1 月	重庆嘉酿啤酒有限公司黔江分公司	重庆
2016 年 2 月	重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司	贵州
2016 年 5 月	重庆啤酒亳州有限公司	安徽
2016 年 7 月	重庆啤酒宁波大梁山有限公司	浙江
2017 年 7 月	甘肃金山啤酒原料有限公司	甘肃
2018 年 12 月	湖南重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司	湖南

数据来源：公司公告，西南证券整理

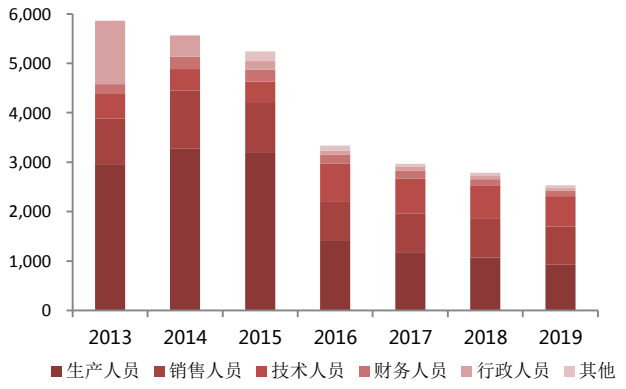
伴随工厂的密集关停及转让，公司也面临高额的资产减值损失及员工安置费用。2014-2106 年公司密集关厂期间，公司每年分别计提资产减值损失 1.9/3.5/2.3 亿元。随着公司关厂行动告一段落，资产减值损失也逐步回落至正常水平。伴随低效酒厂的剥离，公司运营效率大幅提升，人员不断精简，费用投放效率得以提高，薪酬支出、折旧费用显著降低，管理费用率逐步走低，未来有望维持在 5%左右。

图 31：关厂后公司大幅计提资产减值费用（亿元）



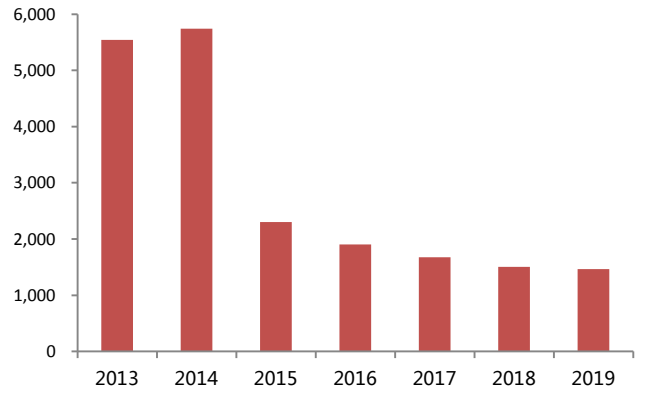
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：关厂后公司人员数量不断精简（人）



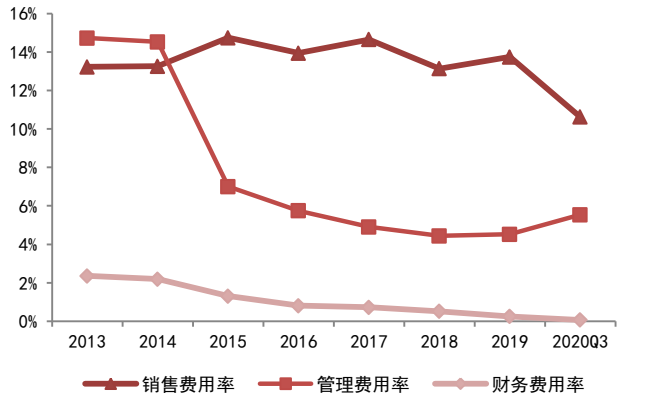
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：折旧费用不断降低（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

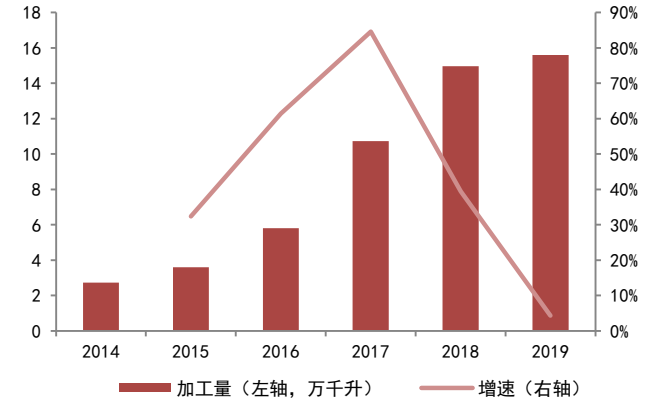
图 34：公司管理费用率水平显著降低



数据来源：公司公告，西南证券整理

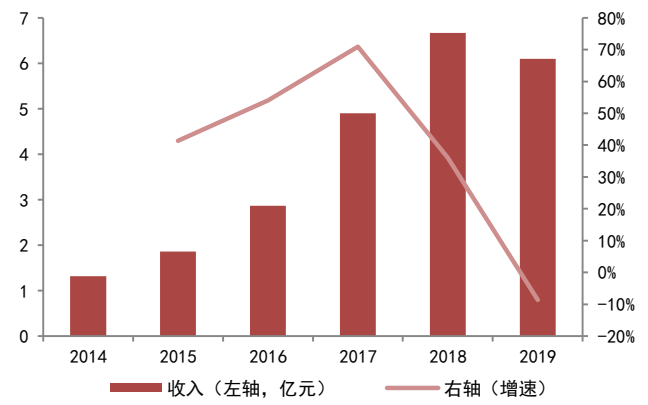
嘉士伯委托加工数额增多，利于公司提高产能利用率，降低固定运营成本。嘉士伯与公司签订委托加工协议，由公司及下属湖南国人、成都勃克、四川宜宾工厂加工生产“嘉士伯”、“乐堡”、“凯旋 1664 白”品牌啤酒，进一步摊薄了公司固定运营成本，提高了管理水准和运行效率，提升了公司市场竞争力。伴随嘉士伯在中国业务的持续扩大，公司委托生产量也持续增长。2019 年公司与乌苏签订授权协议，获得生产和销售“乌苏”等品牌啤酒许可，在丰富公司产品线同时，提升产能利用率和生产效率。

图 35：嘉士伯集团委托加工量



数据来源：公司公告，西南证券整理

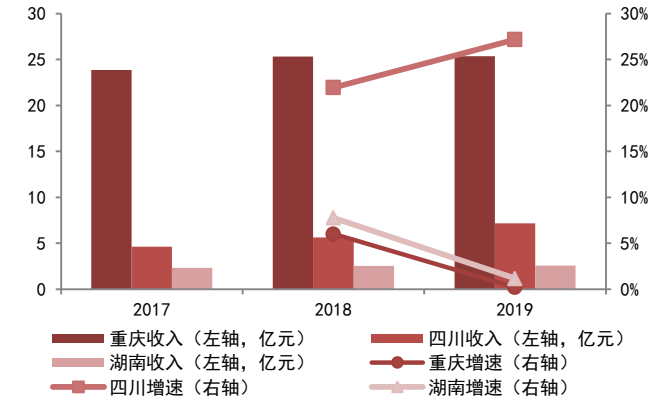
图 36：嘉士伯集团委托加工额



数据来源：公司公告，西南证券整理

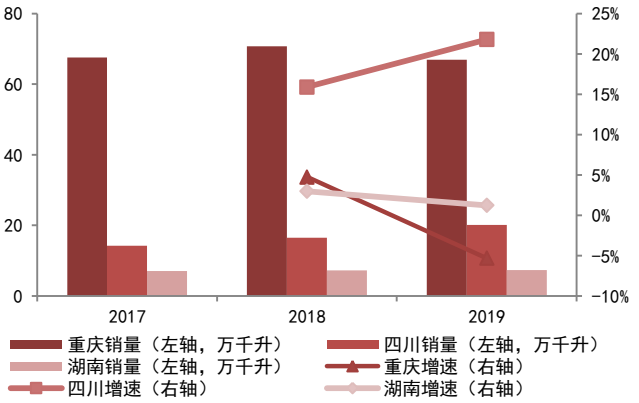
实施大城市计划，收缩华东、西北等体量较小市场，集中资源主攻重庆、四川、湖南三地强势区域，合计占收入比重逾 98%。公司在华东区域销售收入呈逐年下滑态势，由 2011 年 3.2 亿元下滑至 2015 年 2.3 亿元，2015 年，西北地区销售收入不足 6000 万，毛利率也有所下滑，拖累公司整体毛利率，经营状况并不理想。面对啤酒行业整体销量下滑的情形，公司适时进行战略调整，不追求大而全的战略布局，而开启大城市计划，以重点工厂为中心辐射周边市场，以点带面逐步推进。公司逐步关闭华东、西北地区工厂，将精力集中于具备品牌和渠道优势的重庆、四川、湖南市场。

图 37：公司重点区域收入及增速情况



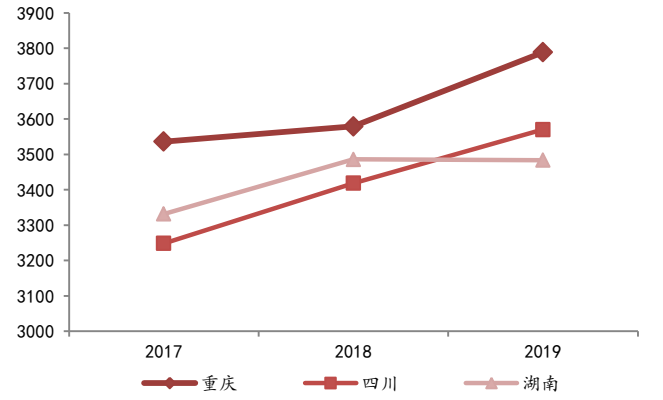
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：公司重点区域销量及增速情况



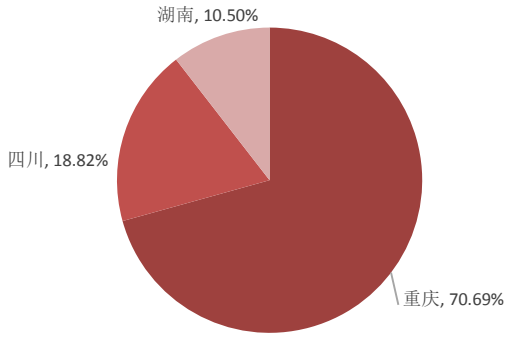
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：公司重点区域出厂价持续上行（元/千升）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：公司重点区域收入占比（2020Q3）



数据来源：公司公告，西南证券整理

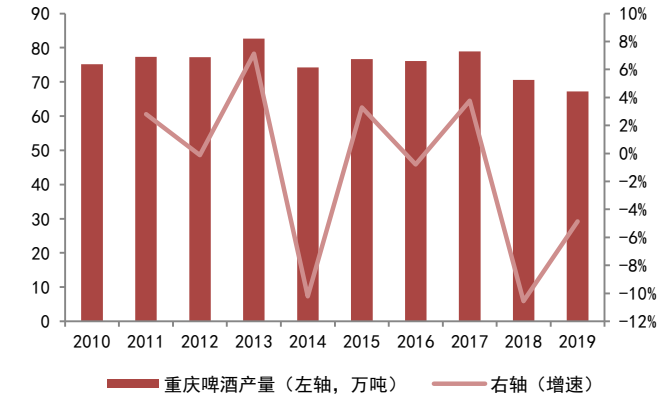
公司目前有 8 个城市在执行大城市计划，嘉士伯完成资产注入后，数量会扩张至 38 个城市，大城市计划旨在先拿下中高端市场份额，再逐步沉降至周边市场。大城市的策略仍是以聚焦为主，公司不会盲目进行市场扩张，在准备充分、市占率已有基础以后才会进入一个大城市。

➢ **重庆**

重庆地区是公司基地市场，市占率超 80%。根据国家统计局数据显示，重庆地区 2019 年啤酒产量为 67 万千升，但相邻省份工厂亦销往重庆地区，整体重庆地区消费量约在 90 万千升以上。公司在重庆地区深耕六十余年，是重庆地区啤酒行业绝对龙头，公司重庆地区销售量为 70.7 万千升，在重庆地区市场份额 80%以上，华润啤酒市场份额 10%左右。

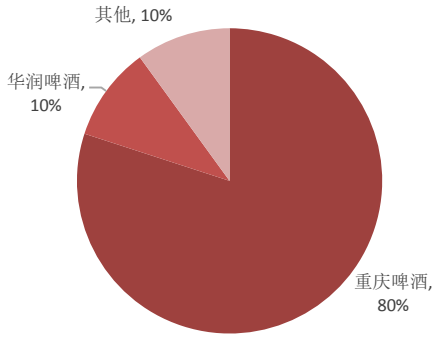
现饮渠道布局广，高端化趋势明显。在重庆地区，公司已覆盖 80-90%终端渠道，现饮渠道比重较大，具备较强话语权，公司未来加大现代渠道布局，推广中高端产品，实现产品结构不断升级，市占率仍有进一步提升空间。

图 41：重庆地区啤酒产量及同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 42：重庆地区各啤酒企业市场份额



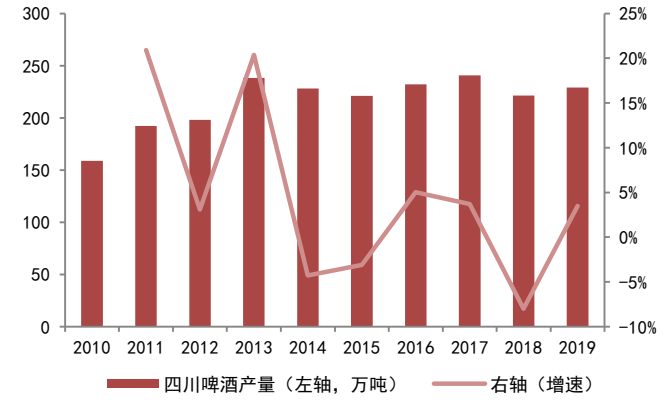
数据来源：公司公告，草根调研，西南证券整理

➢ **四川**

四川是啤酒消费大省，无本土强势品牌竞争激烈。根据国家统计局数据显示，2019 年四川地区啤酒产量为 229 万千升，同比增长 3%，全国来看，四川省啤酒产量在山东、广东、河南之后，位列全国第四。在全国啤酒产量低迷背景下，四川省依然实现稳定增长，主要受益于近年四川省内啤酒消费结构不断优化，以及川内啤酒企业产能利用率提升，以有效应对市场需求。但四川省内啤酒巨头林立，各大啤酒龙头均在川内布局设厂，华润啤酒占川内市场份额较高达到 65%以上，重庆啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒市场份额约为 7-9%。

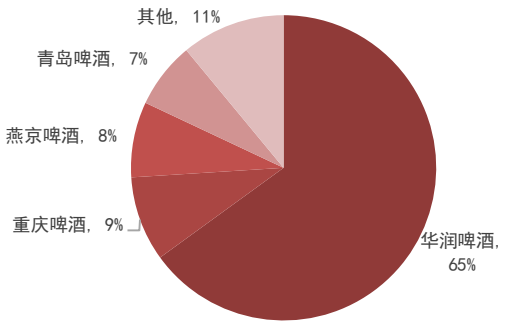
重啤以大城市计划为纲，在川内优势市场持续深耕，逐步升级产品结构。重啤及嘉士伯在四川省中宜宾市、攀枝花、西昌、乐山等城市市场份额都已达到 50%以上，话语权较强，具备良好的高端化基础，在占领头部市场后，重啤将逐步深耕、不断优化产品结构。同时，公司与四川地理位置相邻，具备天然优势，利于品牌传播，公司与草莓音乐节等平台合作，提升公司在年轻消费群体中知名度。公司近两年四川区域收入增速保持在 20%以上，伴随未来品牌美誉度和认知度的提升，公司有望在川内高端市场中获得更大份额。

图 43：四川省啤酒产量及同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 44：四川省各啤酒企业市场份额

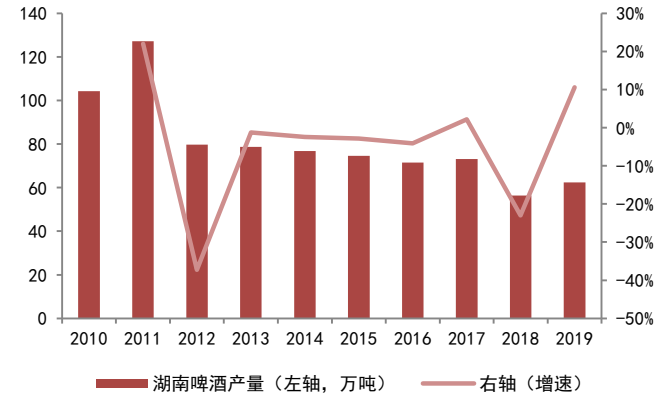


数据来源：公司公告，草根调研，西南证券整理

➢ **湖南**

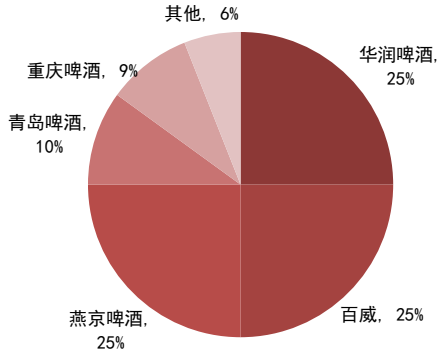
湖南地区推出本地系列，产品结构不断优化。根据国家统计局数据显示，2019 年湖南地区啤酒产量为 62 万千升，同比增长 11%。啤酒龙头企业众多，华润啤酒、百威、燕京啤酒约占 25%市场份额，青岛啤酒市场份额约 10%，重啤市场份额为 9%左右。重啤核心市场集中于国人啤酒厂所在澧县地区，国人啤酒厂主要生产“重庆”“生态”“国人”“一品”等四大系列 30 多个 SKU 产品。湖南地区占公司整体收入比重不到一成，公司已加大中高端产品的推广以及商超、夜场等现代渠道布局，去年公司在湖南市场推出“醉美湖南”系列，今年导入乐堡纯生等新品，进一步优化产品结构。

图 45：湖南省啤酒产量及同比增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

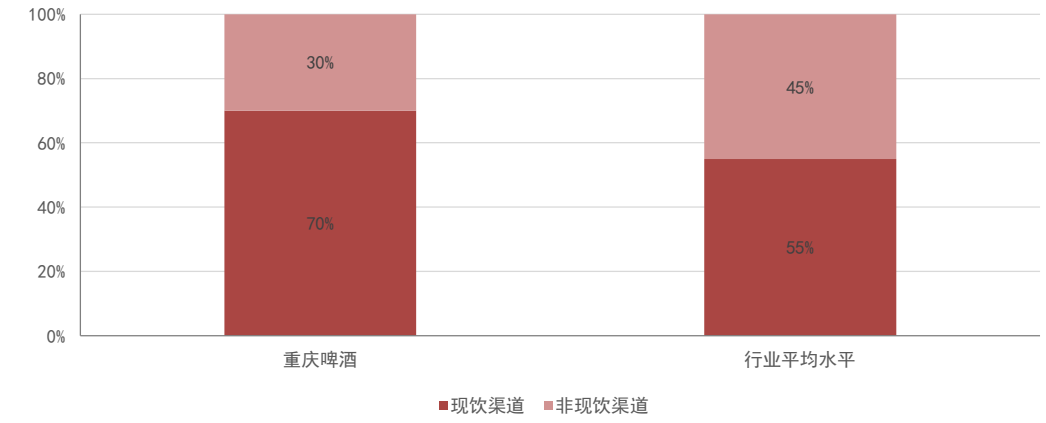
图 46：湖南省各啤酒企业市场份额



数据来源：公司公告，草根调研，西南证券整理

公司现饮渠道占比较高，结构升级更具优势。整个国内啤酒行业来看，现饮渠道和非现饮渠道市场份额约为 55%:45%，餐饮渠道社交属性强，高端及超高端啤酒集中于餐饮渠道，高端化趋势更为明显。重啤现饮和非现饮占比约为 70%：30%，现饮渠道占比高于市场平均水平，公司更为注重现饮渠道的产品结构升级。与非现饮渠道相比，现饮渠道消费者对价格敏感度相对较低，更易实现产品结构升级。

图 47：公司及行业渠道结构情况



数据来源：草根调研，西南证券整理

3.2 产品矩阵结构均衡，顺应消费升级，高端化趋势持续

本土品牌+国际品牌，形成品牌组合拳。针对消费结构的转型升级，公司在既有的“重庆”和“山城”两大本地品牌基础上，引入嘉士伯集团旗下“嘉士伯”、“乐堡”、“凯旋 1664”等国际品牌，形成“本地强势品牌+国际高端品牌”产品矩阵，覆盖高中低档产品线，且不同档次产品有其各自的主打品牌。

重庆和**山城**是西南地区家喻户晓的啤酒品牌，山城品牌主打主流偏低价格带，在品牌高端化战略下，公司逐年缩减山城产品销售量，在淡季对山城产品进行替换，叠加国内消费升级趋势，山城占公司整体销售量比重由 2014 年的 70%下降至 2019 年的 12%；重庆品牌覆盖产品线全面，涵盖大众档次的重庆 33 系列、主流档次的重庆国宾系列以及高端档次的重庆纯生系列，重庆品牌占公司销量比重不断提升，2019 年达到 58%。

乐堡啤酒是由嘉士伯集团在 2012 年引入旗下畅销品牌，在内地授权重庆啤酒生产。乐堡啤酒始于丹麦哥本哈根，被誉为“全球十大高档啤酒品牌之一”，是一款针对全球年轻消费者的时尚啤酒品牌。乐堡啤酒推出后，2014-2019 年间，乐堡啤酒销量由 8.1 万吨提升至 23.4 万吨，年复合增速达 24%，占比达到 20%以上。

嘉士伯啤酒创始于 1904 年，是一款德国风味的比尔森啤酒，是典型欧式啤酒，于 1978 年在香港设厂后进入中国，深受高端消费人群喜爱。2019 年重庆啤酒销售嘉士伯品牌啤酒 1.6 万吨，占整体销量比重 2%。

凯旋 1664 是畅销于法国的高端啤酒品牌，属于小麦白啤的一种，连续两届获得世界啤酒金奖，现已成为进口品牌中最具代表性的白啤。目前凯旋 1664 系列在重庆啤酒销售规模尚小，未来随着消费结构升级销量料将逐步提升。

表 4：重庆啤酒产品系列及其终端定位

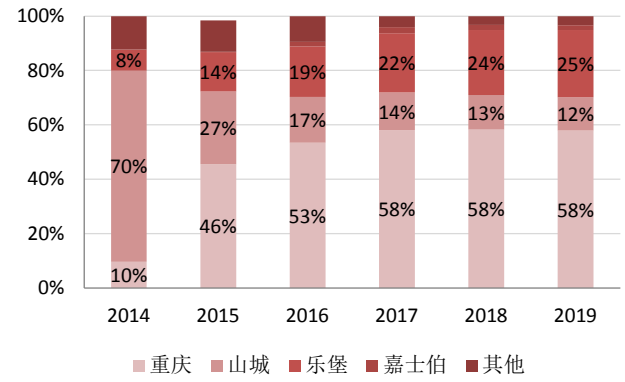
定位	价格带	产品系列
高档	20 元以上	格林堡系列
	14-16 元	1664 系列
	12-14 元	乐堡纯生系列
	10-12 元	重庆纯生系列
	10-12 元	嘉士伯系列
主流	6-8 元	重庆国宾系列
	6-8 元	乐堡系列
	4-6 元	重庆 66 系列
大众	2-4 元	重庆 33 系列
	2-4 元	老山城系列

数据来源：公司公告，天猫超市，西南证券整理

重庆、乐堡贡献主要业绩，腰部产品比重持续扩大。在本地品牌方面，确立重庆品牌为未来发展方向，逐步替换山城品牌，在重庆品牌内部，也通过高端纯生系列、国宾系列对大众档次系列进行替换，重庆品牌占比日益提升，2019 年占公司整体销售量比重达 58%，成为贡献营收的中坚力量。在国际品牌方面，公司引入乐堡品牌，配合特色媒体推广，快速打开市场，2019 年占公司整体销售比重为 25%，成为第二大营收贡献品牌。分档次来看，高

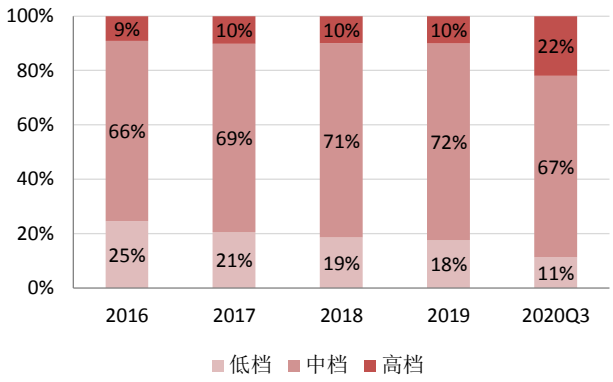
档产品（8 元以上）占公司销售量比重持续上升，高端化战略顺利以及委托加工量提升，2020Q3 高档产品占比达 22%；中档产品（4-8 元）占比逐步提升，由 2016 年 66%提升至 2019 年 72%，2020Q3 有所下滑；低档产品（4 元以下）占比逐步缩小，由 2016 年 25%下滑至 2020Q3 年 11%，2016-2019 年，高、中、低档啤酒收入年复合增速分别为 4.6%、5.1%、-0.2%。

图 48：公司 2014 以来产品结构（销量口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

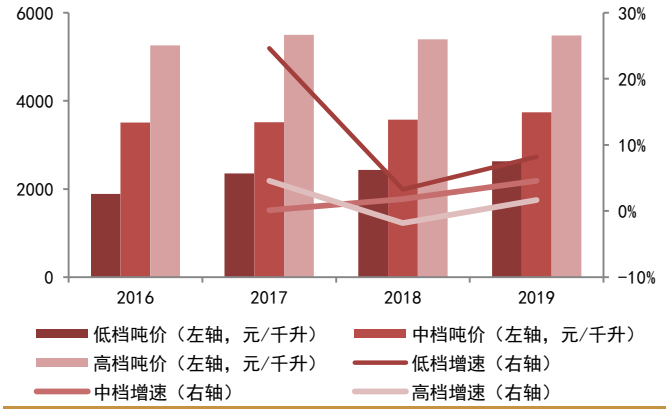
图 49：公司 2016 年以来高中低档占比（销量口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

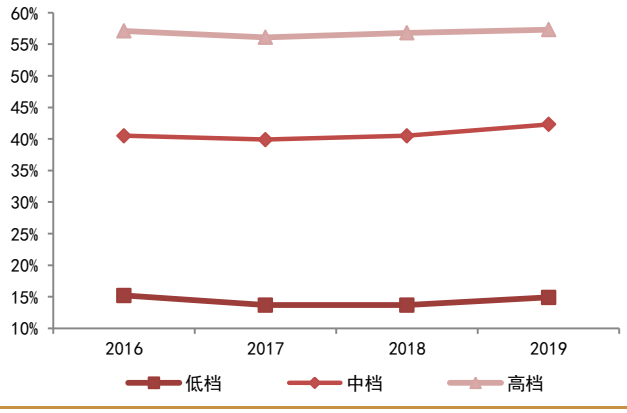
产品吨价不断提升，各档次毛利率差别显著。嘉士伯入主后，公司制定勇者之路计划，优化产品结构，缩减部分低端、利润率低的产品，整合淘汰中低端 SKU。2019 年，新品醇麦国宾推出后迅速放量，顺利替换大部分重庆国宾，带动整体中档产品吨价上行。低档产品顺应结构优化战略趋势，吨价提升幅度明显。不同档次产品毛利率差别显著，未来随着进一步缩减低端产品比重，公司整体毛利率料将不断上行。

图 50：2016 年以来公司各档次吨价



数据来源：公司公告，西南证券整理

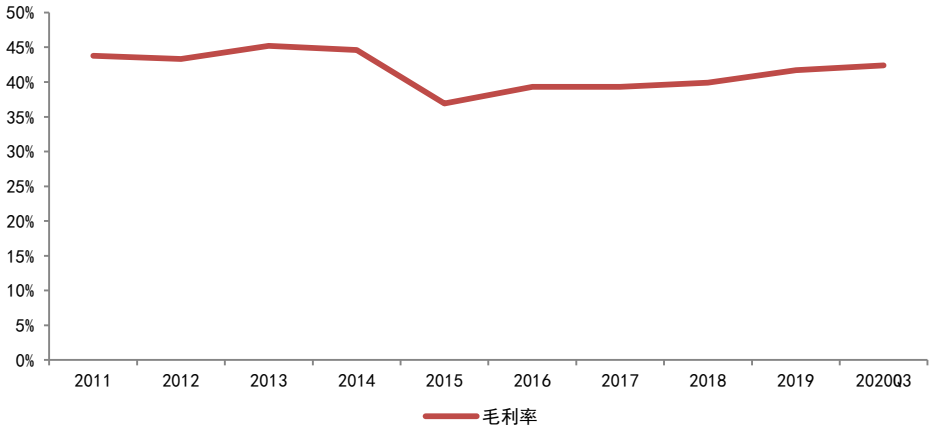
图 51：公司各档次毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2011 以来，公司毛利率随产品高端化实施逐步上行，其中 2015 年公司进行会计口径调整，将归属于供应链的费用转入成本核算，同年管理费用大幅下降。2019 年，公司毛利率达到 41.7%，2020Q3 受疫情影响，现饮渠道受影响明显，啤酒消费量大幅下滑，但高档啤酒放量明显，乌苏、醇麦啤酒、无醇啤酒动销良好，带动毛利率上行至 42.4%。

图 52：毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 嘉士伯资产注入兑现，期待规模和盈利提升

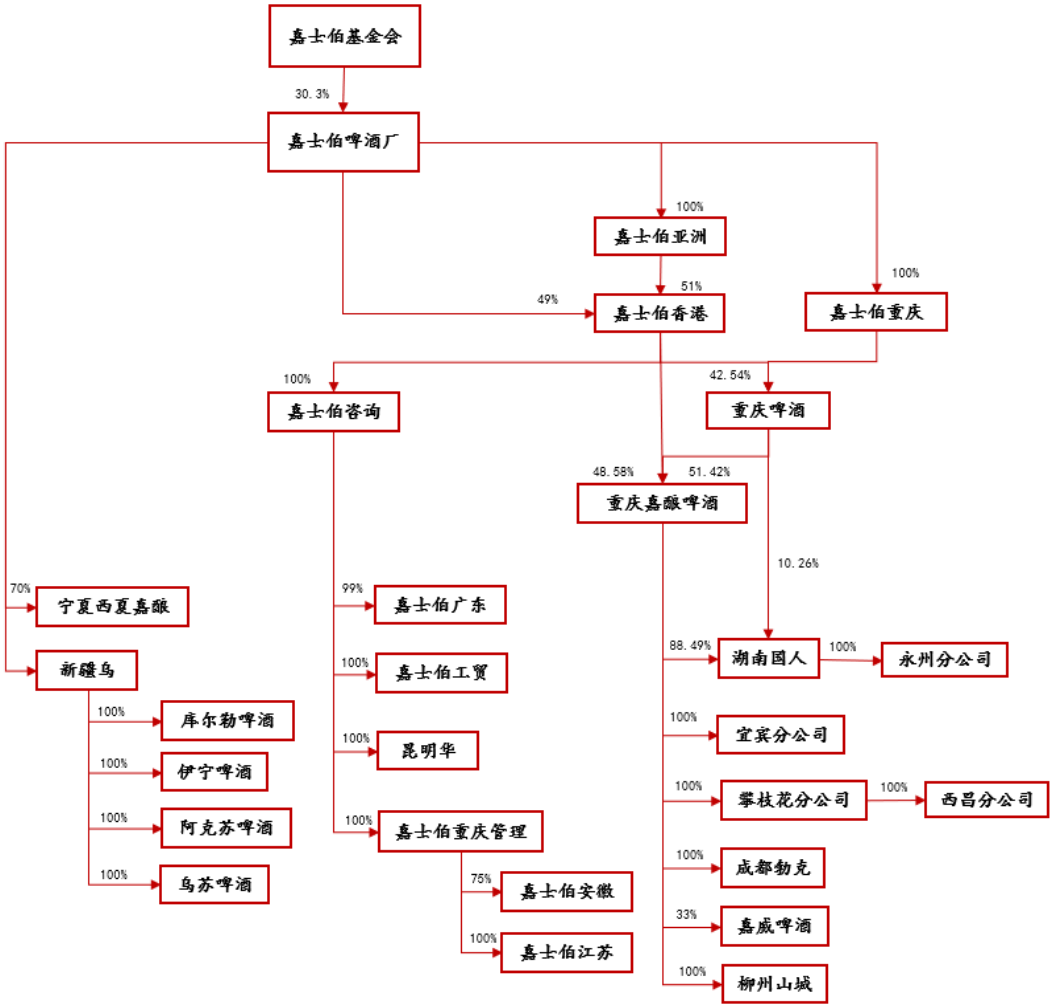
早在 2013 年嘉士伯香港通过要约收购方式收购公司 30.29%股份时，嘉士伯承诺 2017-2020 年间解决同业竞争问题，将与公司存在潜在竞争的国内啤酒资产和业务注入公司。公司如期披露了《重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易报告书（草案）》，整体交易分为三步：重庆嘉酿股权转让、重庆嘉酿增资、购买 B 包资产。

1）**重庆嘉酿股权转让**：重庆啤酒向嘉士伯香港购买无任何权利负担的重庆嘉酿啤酒有限公司 48.58%的股权，对价为 6.43 亿元；

2）**重庆嘉酿增资**：重庆啤酒以重啤拟注入业务（对价为 43.65 亿元）认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本、广州嘉士伯咨询管理有限公司以其持有的 A 包资产（对价为 53.76 亿元）认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本，上述增资完成后，重庆啤酒持有重庆嘉酿 51.42%的股权；

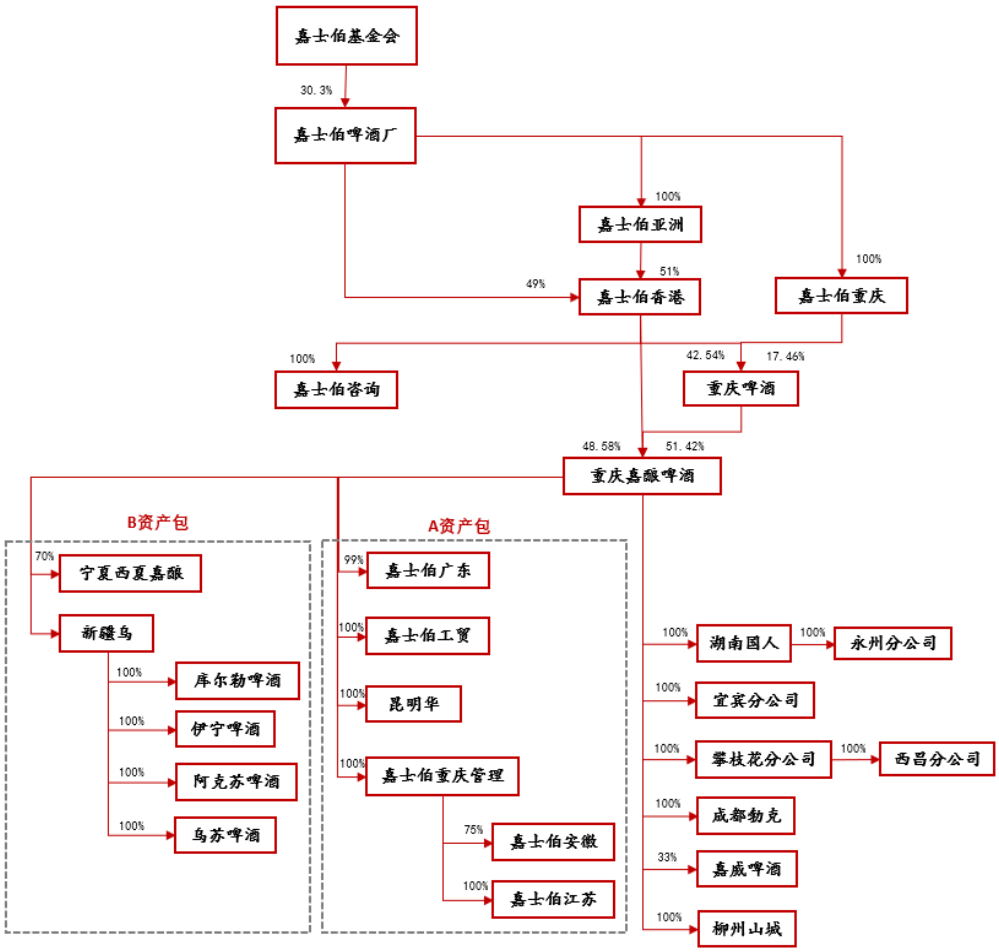
3）**购买 B 包资产**：嘉士伯向重庆嘉酿出售和转让、重庆嘉酿向嘉士伯啤酒厂购买无任何权利负担的 B 包资产，对价为 17.94 亿元。

图 53：公司重组前股权架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：公司重组后股权架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

拟注入资产成长性良好，低净利率具备较大提升空间。嘉士伯拟注入资产成长性良好，2019 年实现营业收入 72.5 亿元，同比增速为 24%，为同期重庆啤酒营业收入 2 倍左右，归母净利润 7.5 亿元，同比增速为 58%；盈利能力稳步提升，2018 年至 2020 年 1-4 月毛利率分别为 49.1%、51.0%、49.2%，与上市公司相比高出 10 个百分点，主要系国际品牌定位高端，所处价格带较高；净利率分别为 8.6%、10.9%、21.1%，与上市公司相比差距约 10 个百分点，主要系高举高打策略下，国际品牌维护费用较高。

表 5：拟注入资产业绩情况（亿元）

	2018	2019	同比增速	2020 年 1-4 月
营业收入	58.6	72.5	24%	23.8
营业成本	29.8	35.5	19%	12.1
净利润	5.0	7.9	58%	5.0
归母净利润	4.8	7.5	58%	4.9
扣非后归母净利润	4.5	7.2	60%	3.6
毛利率	49.1%	51.0%	1.9%	49.2%
净利率	8.6%	10.9%	2.4%	21.1%

数据来源：公司公告，西南证券整理

按照资产注入完成合并报表数据，公司资产规模、收入规模将翻两倍，2019 年资产总额为 107.9 亿元，营业收入为 102.1 亿元，净利润达到 15.2 亿元，归母净利润将增厚 21%达到 7.9 亿元。

表 6：资产注入完成后报表合并备考数据（万元）

项目	2020 年 1-4 月		2019 年	
	实现数	备考数	实现数	备考数
总资产额	363,906.11	1,089,764.06	351,435.35	1,078,706.18
资产净额	164,033.40	110,248.62	151,135.13	113,591.15
归属于母公司所有者权益	152,402.76	72,207.82	141,871.69	73,395.97
营业收入	87,915.61	310,978.12	358,192.37	1,021,241.11
营业成本	55,191.61	161,432.57	208,868.33	501,590.36
利润总额	15,464.53	77,647.94	82,731.76	179,504.52
净利润	13,028.53	63,147.92	72,853.69	152,317.34
归属于母公司所有者净利润	10,655.77	31,136.28	65,692.73	79,217.26

数据来源：公司公告，西南证券整理

拟注入资产估值水平合理，上市公司现金支付金额低于市场预期，融资成本压力减轻。从交易作价来看，嘉士伯拟注入资产的估值水平分别为 11.6 倍（A 包资产）和 10.8 倍（B 包资产），估值水平远低于啤酒行业现有平均估值水平。据此交易方案，重庆啤酒、重庆嘉酿将通过现有账面自有资金结合债务融资筹得所需资金。交易总金额为 24.4 亿元，法国巴黎银行、渣打银行拟共同向重庆啤酒提供总金额不超 3.5 亿元人民币的贷款，用于收购重庆嘉酿 48.58%的股权；法国巴黎银行、渣打银行拟共同向重庆嘉酿提供总金额不超 10 亿元人民币的贷款，用于收购 B 包资产。总贷款金额不超过 13.5 亿元，且购买 B 报资产主体为重庆嘉酿，由上市公司及嘉士伯共同承担融资成本。

表 7：具体交易作价情况

	交易作价（亿元）	市盈率（倍数，对应 2019 年归母净利润）	市盈率（倍数，对应 2019 年经调整后归母净利润）	市盈率（倍数，对应 2020 年预测净利润）
重庆嘉酿	13.2	8.90	11.92	10.03
重啤拟注入业务	43.7	8.43	10.90	13.22
嘉士伯拟注入 A 包资产	53.8	8.86	11.59	12.91
嘉士伯拟注入 B 包资产	17.9	12.01	10.78	10.52
新疆乌苏啤酒 100%股权	9.2	13.64	10.70	9.18
宁夏西夏嘉酿 70%股权	8.8	10.68	10.87	12.41

数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩承诺较为保守，奠定发展扎实基础。嘉士伯对重庆嘉酿业绩作出承诺：若重庆嘉酿 48.58%的股权在 2020 年 12 月 31 日前（含当日）过户至重庆啤酒名下，则 2020-2022 年净利润不低于 0.49/0.59/0.62 亿元；若在 2020 年 12 月 31 日后过户至重庆啤酒名下，则 2021-2023 年净利润不低于 0.59/0.62/0.70 亿元。嘉士伯对重庆如果 A 包及 B 包资产在 2020 年 12 月 31 日前完成交割，承诺 2020-2022 年嘉士伯待注入资产净利润分别不低于

5.7/7.7/8.1 亿元；如果在 2020 年 12 月 31 日后完成交割，则 2021-2023 年嘉士伯待注入资产净利润不低于 7.7/8.1/8.3 亿元。

表 8：嘉士伯业绩承诺（亿元）

	转让日期	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
嘉酿 48.58%股权	若 2020 年 12 月 31 日前完成转让	0.73	0.49	0.59	0.62	
	若 2020 年 12 月 31 日前完成转让	0.73		0.59	0.62	0.70
嘉士伯 A+B 资产	若 2020 年 12 月 31 日前完成转让	7.93	5.65	7.68	8.09	
	若 2020 年 12 月 31 日前完成转让	7.93		7.68	8.09	8.33

数据来源：公司公告，西南证券整理

嘉士伯成立于 1847 年，是全球三大啤酒集团之一，总部位于丹麦哥本哈根，旗下拥有 140 个啤酒品牌，自扬帆 22 战略以来嘉士伯集团实现了稳健增长。2019 年，嘉士伯实现营业收入 659 亿丹麦克朗（约合人民币 708 亿元），同比增长 5.4%；实现净利润 62 亿丹麦克朗（约合人民币 66 亿元），同比增长 15%。嘉士伯品牌组合可划分为核心系列和新兴系列，其中核心系列占整体销量比重 93%，贡献整体营收比重为 86%，可为分国际品牌（乐堡和嘉士伯品牌）和本土强势品牌；新兴系列实现强势增长，贡献整体营收比重提升 1 个百分点至 14%，可分为精酿啤酒和无酒精啤酒。

图 55：嘉士伯啤酒系列



数据来源：嘉士伯年报，西南证券整理

中国市场是嘉士伯在亚洲重要战场，占据亚洲市场收入的半壁江山。从 1978 年正式开展中国业务以来，嘉士伯在中国已经扎根运营超过 40 年，在中国建立起覆盖诸多区域的经销网络。2019 年嘉士伯在中国地区实现营业收入 90 亿丹麦克朗（约合人民币 96 亿元），实现销量内生增长 8%，产品均价增长 10%，整体营收增长 19%，中国地区收入占亚洲收入比重为 49%。在中国市场，高端产品系列受益于消费升级同比增长 7%；凯旋 1664 白增速亮眼，同比增长近 50%；本土品牌增势强劲，乌苏和大理品牌分别增长 45%和 11%。西部地区为嘉士伯销售渠道强势区域，包括云南、宁夏、新疆、西藏、青海、甘肃等地区。目前嘉士伯旗下有五大业务单元：重庆啤酒、嘉士伯云南、嘉士伯新疆、嘉士伯宁夏、嘉士伯国际。

表 9：嘉士伯旗下五大集团

	在售品牌	产能
重庆啤酒	国际品牌：嘉士伯、乐堡 本土品牌：重庆、山城	重庆、四川、湖南等 14 个酒厂，产能合计 170 万吨
嘉士伯云南	国际品牌：冰纯嘉士伯、乐堡 本土品牌：大理、风花雪月	大理酒厂（在建 100 万吨桥头堡啤酒生产基地），华狮酒厂（22 万吨）
嘉士伯新疆	国际品牌：嘉士伯、乐堡 本土品牌：乌苏	乌鲁木齐、乌苏、阿克苏、伊犁、库尔勒等 5 家酒厂，产能合计 22 万吨
嘉士伯宁夏	本土品牌：西夏	30 万吨
嘉士伯国际	国际品牌：K1664、格林堡、嘉士伯、乐堡、怡乐仙地、天目湖	天目湖、天岛、惠州 3 家酒厂，产能合计 50 万吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

整合完成后，公司市场布局将进一步扩大，西部地区竞争优势将愈发凸显，品牌矩阵也将更为完善。

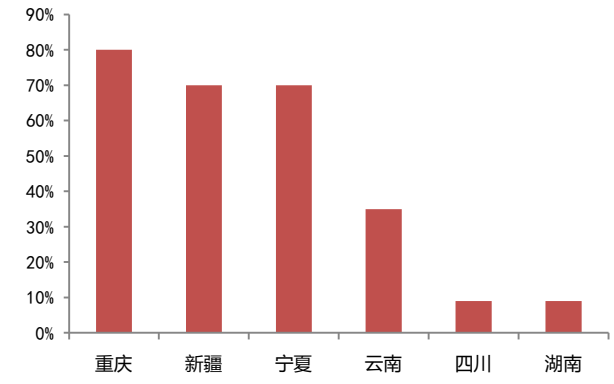
➢ **渠道**

与嘉士伯中西部渠道资源协同，西部市场优势强化。嘉士伯在西部区域市场份额领先，在新疆、宁夏两地，市场份额已达到 70%以上。重庆啤酒核心销售区域将由重庆、湖南、四川基础上增加新疆、宁夏、云南等地区，与嘉士伯在中西部地区渠道资源形成协同效应，与重啤现有市场互补，扩大市场布局，强化公司在西部地区的核心优势。

➢ **生产**

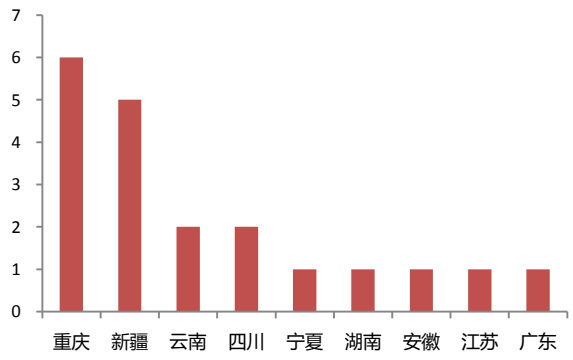
嘉士伯拟注入资产工厂的实际产能约为 177.94 万千升，整合完成后公司产能将达到 300 万千升以上，覆盖大部分西南市场，工厂主要分布于重庆、新疆、云南、四川、宁夏、湖南、安徽、江苏、广东地区。

图 56：嘉士伯在西南市场市占率较高



数据来源：西南证券整理

图 57：整合完成后公司产能情况（工厂数量：个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

➢ **品牌**

国际+本土品牌导入，产品品牌矩阵进一步完备。公司旗下将拥有嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等高档品牌及重庆、山城、乌苏、大理、风花雪月、西夏、天目湖等本土强势品牌，建立完备的产品品牌矩阵。本次注入资产涉及 6 家标的公司，旗下共有 11 家控股啤酒厂，涵盖多个国际品牌以及本土强势品牌。

乌苏啤酒顺利“出疆”，定位中高端实现快速增长。乌苏啤酒诞生于新疆，高级醇含量较高易上头，差异化风味及口感让消费者印象深刻。2019 年公司加大品牌营销力度，新媒体的传播推动了乌苏品牌在疆外的迅速扩张。乌苏啤酒最初与新疆烧烤店等消费场景绑定，由于消费者黏性强，逐步扩张至其他餐饮门店。乌苏啤酒定位中高端，价格带位于 10 元以上，卡位中高端啤酒，在疆外地区增速迅猛。除乌苏品牌以外，公司有大理、风花雪月、西夏等极具异域特色的啤酒品牌作为储备，有望成为下一个畅销品牌。

表 10：拟注入资产中国际、本土品牌

类别	啤酒品牌	主要产品系列	价格定位
国际	乐堡	乐堡纯生、乐堡野、乐堡、乐堡白啤	中高档
	嘉士伯	特醇嘉士伯、醇滑嘉士伯、特醇嘉士伯铝瓶、嘉士伯桶啤	高档
	凯旋 1664	1664 白啤、1664 桃红啤、1664 黄啤	超高档
	其他高端啤酒	格林堡、布鲁克林等	超高档
本土	乌苏	乌苏纯生、乌苏小麦白、红乌苏、乌苏黑啤、绿乌苏、乌苏菠萝 C	主流至高档
	大理	大理醇麦、大理小麦白、大理 V8、大理 V6、大理 V5	主流至中高档
	风花雪月	风花雪月	高档
	西夏	西夏醇麦、西夏纯生、西夏小麦白、西夏 X5、西夏 X3、西夏 X2、西夏菠萝 C	低档至高档
	天目湖	天目湖全麦芽、天目湖 9、天目湖 6、天目湖 3	低档至主流

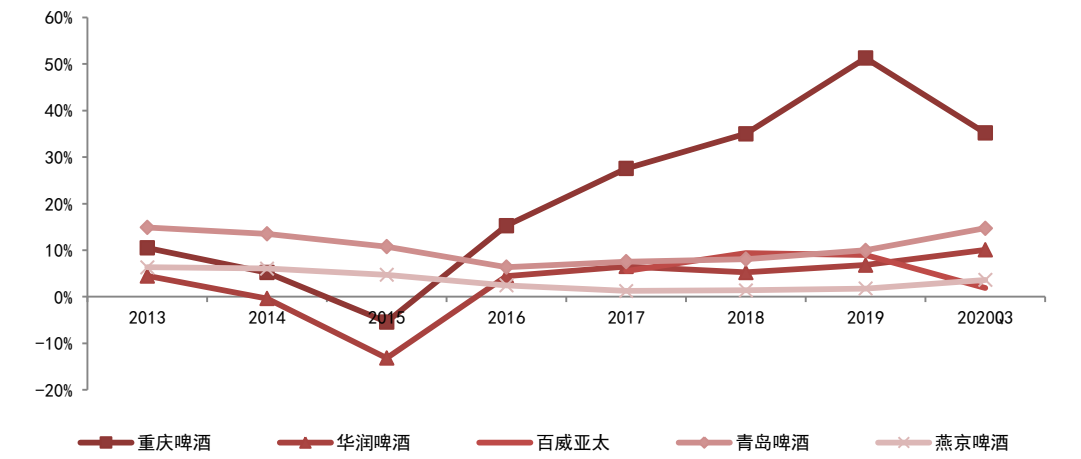
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 强盈利能力铸就高 ROE，澳麦加税影响可控

淘汰落后产能及产品结构高端化战略，使得公司费用支出大幅降低，经营效率不断提升，公司净资产收益率一路走高，连续三年保持在 20%以上，2019 年突破 50%，在众多啤酒企业中一枝独秀。

净资产收益率作为衡量公司盈利能力的关键指标之一，体现了公司内在增长潜力，反映出企业整体经营状况。同行业中选取华润、百威亚太、青岛、燕京作为对比，公司自 2016 年扭亏为盈以来，ROE 水平一直位于行业前列，连续三年保持在 20%以上，表现相对稳健，20Q3 受疫情影响，啤酒行业受到冲击，重庆啤酒净资产收益率有所下降。

图 58：公司及同行业 ROE 对比



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：华润啤酒、百威亚太为 20H1 数据

根据杜邦分析拆分公司净资产净利率可以看出，公司 ROE 的走高是来自于销售净利率的提升以及资产周转率的加快，而非加大杠杆水平。

销售净利率持续提升：公司大刀阔斧清理低效产能，关闭近半数酒厂，经过前期资产减值阵痛后，费用支出逐步减缓，目前尚有分布于重庆、四川、湖南的 14 家工厂。同时公司与嘉士伯签订委托加工协议，加工生产“嘉士伯”、“乐堡”、“凯旋 1664 白”品牌啤酒，公司产能利用率进一步提升，成本控制方面优势逐步凸显。

财务杠杆保持稳健水平：公司 2019 年权益乘数为 2.66，资产负债率为 57%，处于行业正常水平，拆分公司负债来看，应付账款、预收款项等无息负债比例较高，也反应出公司对上下游合作方议价能力强。

总资产周转率逐步提高：自公司实施关厂行动以来，固定资产大幅降低，由 2013 年 19.4 亿元下降至 2019 年 11.5 亿元，同时公司消减瓶型，大幅缩减 SKU，存货由 2013 年 12.5 亿元下降至 2019 年 3.6 亿元，存货周转率大幅提升，带动整体资产周转率提升。

表 11：公司 ROE 拆分

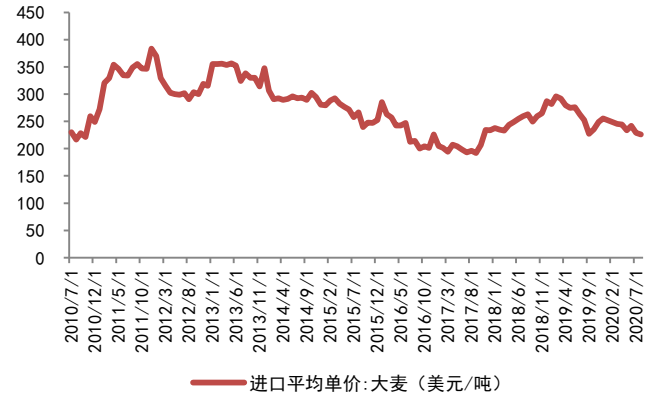
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净资产收益率	10.51%	5.22%	-5.43%	15.27%	27.53%	35.00%	51.25%
因素分解：							
销售净利率	4.69%	2.32%	-1.98%	5.66%	10.38%	11.65%	18.34%
权益乘数	2.98	2.94	3.16	0.92	2.99	2.95	2.66
资产周转率	0.75	0.77	0.87	0.9	2.87	1.02	1.05

数据来源：公司公告，西南证券整理

澳麦“双反”加税，不改盈利提升。2020 年 5 月 19 日，商务部宣布对澳大利亚进口大麦征收反倾销税和反补贴税，反倾销税率为 73.6%，反补贴税率为 6.9%，征收期限为 5 年。我国啤酒行业对进口大麦依赖度高，以澳大利亚、加拿大两地大麦为主，但自 2018 年针对澳麦反倾销调查以来，澳麦占我国进口比例已从 17 年 73%降低至 19 年 39%。中长期来看，啤酒行业仍然延续高端化趋势，行业盈利状况持续向好，行业集中度较高，CR5 在 75%以

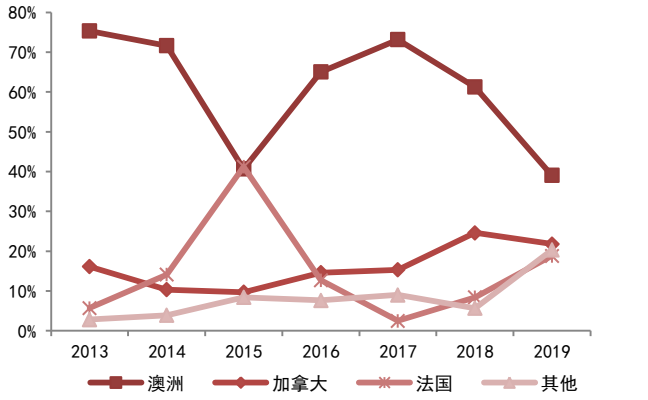
上，2017 年起龙头企业受玻璃瓶等原材料价格上涨层进行一轮提价，应对此次澳麦价格上涨，龙头企业料将通过提价方式减轻成本压力。

图 59：我国进口大麦均价



数据来源：Wind，西南证券整理

图 60：我国进口各国大麦比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1）预计 2020 年-2022 年公司高档啤酒品类销量同比增长 40%、5%、5%，吨价保持 2%年复合增速，毛利率分别为 56%、57%、58%；

2）预计 2020 年-2022 年公司中档啤酒品类销量同比增长-5%、7%、7%，吨价保持 3%年复合增速，毛利率分别为 42%、43.5%、45%；

3）预计 2020 年-2022 年公司低档啤酒品类销量同比下滑 15%、5%、5%，吨价保持 3%年复合增速，毛利率分别为 14%、15%、16%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
高档	收入	520.4	743.1	795.9	852.4
	增速	2.4%	42.8%	7.1%	7.1%
	毛利率	57.3%	56.00%	57.00%	58.00%
中档	收入	2,552.7	2,497.8	2,752.8	3,033.9
	增速	5.9%	-2.2%	10.2%	10.2%
	毛利率	42.3%	42.00%	43.50%	45.00%
低档	收入	435.7	381.4	373.2	365.2
	增速	2.1%	-12.5%	-2.1%	-2.2%
	毛利率	14.9%	14.00%	15.00%	16.00%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
其他业务	收入	73.2	73.2	80.5	88.5
	增速	-39.5%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	68.2%	50.0%	55.0%	60.0%
合计	收入	3,581.9	3,695.5	4,002.4	4,340.0
	增速	3.3%	3.2%	8.3%	8.4%
	毛利率	41.7%	42.1%	43.8%	45.4%

数据来源：公司公告，西南证券

暂不考虑嘉士伯中国并表的情况下，预计 2021-2022 年归母净利润复合增速维持 20%左右，未来公司产品高端化趋势延续，管理能力提升，嘉士伯注入带来渠道协同、品牌强化，公司业绩将呈现加速趋势。若考虑嘉士伯中国并表，假设嘉士伯拟注入资产 2020-2022 年归母净利润同比增长 30%/20%/20%，预计重组后公司 2020-2022 年三年归母净利润 8.5 亿元、10.2 亿元、12.2 亿元，对应估值分别为 62x、51x、43x。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

1） 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.3%；

2） 公司负债主要为预收账款、应付职工薪酬等无息债务，长短期借款为 0，因此债务资本比重为 0；

3） β 选用食品饮料-饮料制造-啤酒（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均 1.0；

4） 税率继续保持 15%。

表 13：绝对估值假设

估值假设项目	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.0%
永续期增长率	3.0%
无风险利率 Rf	3.3%
市场组合报酬率 Rm	7.3%
β 系数	1.0
债务资本比重 Wd	0
有效税率 Tx	15.0%
股权资本成本 Ke	7.34%
WACC	7.34%

数据来源：西南证券

表 14：FCFF 估值结果

FCFF	2020E
FCFF	928.38
PV(FCFF)	864.90
核心企业价值	41437.85
净债务价值	(2675.66)
股票价值	44113.50
每股价值	**91.15**

数据来源：西南证券

从绝对估值来看，公司每股内在价值为 91.15 元。考虑当前的市场氛围活跃，采用相对估值更适合当下的市场投资环境，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

综合考虑业务范围和增长态势，我们选取了啤酒行业内 4 家上市企业作为估值参考，其中华润啤酒、青岛啤酒已基本实现全国化布局，体量较大，珠江啤酒、燕京啤酒是泛区域优势啤酒企业，体量相对较小。

表 15：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				19A	20E	21E	22E	TTM	20E	21E	22E
600600.SH	青岛啤酒	1004.30	86.62	1.37	1.44	1.75	1.95	64	61	50	45
002461.SZ	珠江啤酒	235.72	10.65	0.22	0.25	0.28	032	46	41	36	32
000729.SZ	燕京啤酒	228.02	8.09	0.08	0.10	0.14	0.18	97	81	56	44
0291.HK	华润啤酒	1798.90	45.71	0.78	0.86	1.28	1.65	63	58	39	30
平均值								68	60	45	38
600132.SH	重庆啤酒	505.80	104.51	1.36	1.16	1.41	1.69	80	93	77	64

数据来源：Wind，西南证券整理

- 从 PE 角度看，公司当前估值为 80 倍，行业平均值为 68 倍，但未考虑嘉士伯资产并表，若考虑嘉士伯中国并表，预计重组后公司 2020-2022 年三年估值分别为 62 倍、51 倍、43 倍，接近行业平均估值水平。
- 暂不考虑嘉士伯中国并表的情况下，预计 2021-2022 年归母净利润复合增速维持 20%左右，未来公司产品高端化趋势延续，管理能力提升，嘉士伯注入带来渠道协同、品牌强化，公司业绩将呈现加速趋势。若考虑嘉士伯中国并表，假设嘉士伯拟注入资产 2020-2022 年归母净利润同比增长 30%/20%/20%，预计重组后公司 2020-2022 年三年归母净利润 8.5 亿元、10.2 亿元、12.2 亿元，对应估值分别为 62x、51x、43x。给予 2021 年 66 倍 PE，对应市值为 676 亿元，对应目标价 139.7 元，给予“买入”评级。

6 风险提示

- 原材料价格或大幅波动；
- 区域竞争加剧；
- 资产注入进程不及预期；
- 疫情持续导致需求复苏不及预期；
- 注入资产实现业绩不及承诺的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3581.92	3695.53	4002.43	4340.03
营业成本	2088.68	2140.32	2251.04	2368.83
营业税金及附加	270.44	277.16	304.69	328.31
销售费用	492.21	424.99	520.32	564.20
管理费用	162.00	221.73	168.10	160.58
财务费用	9.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-22.07	0.00	0.00	0.00
投资收益	78.74	78.00	90.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	657.64	709.33	848.28	1018.10
其他非经营损益	169.68	0.00	10.00	10.00
利润总额	827.32	709.33	858.28	1028.10
所得税	98.78	85.12	102.99	123.37
净利润	728.54	624.21	755.28	904.73
少数股东损益	71.61	61.35	74.24	88.93
归属母公司股东净利润	656.93	562.85	681.04	815.80

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	728.54	624.21	755.28	904.73
折旧与摊销	174.07	281.25	282.36	283.38
财务费用	9.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-22.07	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	45.49	32.92	26.42	36.71
其他	-229.40	-125.33	-70.04	-102.09
经营活动现金流净额	705.78	813.05	994.02	1122.73
资本支出	121.45	-10.00	-10.00	-10.00
其他	-143.88	68.00	80.00	90.00
投资活动现金流净额	-22.43	58.00	70.00	80.00
短期借款	0.00	350.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-387.18	-394.16	-337.71	-408.63
其他	-10.83	13.95	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-398.00	-30.21	-337.71	-408.63
现金流量净额	285.35	840.84	726.30	794.10

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1253.56	2094.40	2820.71	3614.81
应收和预付款项	92.20	95.11	103.04	111.00
存货	364.38	431.98	455.47	503.79
其他流动资产	7.20	7.42	8.04	8.72
长期股权投资	246.23	246.23	246.23	246.23
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1166.17	906.87	646.48	385.05
无形资产和开发支出	245.77	233.81	221.85	209.89
其他非流动资产	138.83	148.83	158.83	168.83
资产总计	3514.35	4164.67	4660.66	5248.34
短期借款	0.00	350.00	350.00	350.00
应付和预收款项	704.23	740.69	776.53	822.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1298.77	1315.63	1358.22	1403.52
负债合计	2003.00	2406.33	2484.75	2576.32
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	951.69	1120.39	1463.72	1870.89
归属母公司股东权益	1418.72	1604.36	1947.69	2354.86
少数股东权益	92.63	153.99	228.23	317.16
股东权益合计	1511.35	1758.35	2175.92	2672.02
负债和股东权益合计	3514.35	4164.67	4660.66	5248.34

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	3.30%	3.17%	8.30%	8.43%
营业利润增长率	36.87%	7.86%	19.59%	20.02%
净利润增长率	72.94%	-14.32%	21.00%	19.79%
EBITDA 增长率	25.10%	17.81%	14.14%	15.11%
获利能力				
毛利率	41.69%	42.08%	43.76%	45.42%
三费率	18.52%	17.50%	17.20%	16.70%
净利率	20.34%	16.89%	18.87%	20.85%
ROE	48.20%	35.50%	34.71%	33.86%
ROA	20.73%	14.99%	16.21%	17.24%
ROIC	325.84%	-882.01%	-214.48%	-138.84%
EBITDA/销售收入	23.48%	26.80%	28.25%	29.99%
营运能力				
总资产周转率	1.05	0.96	0.91	0.88
固定资产周转率	3.00	3.61	5.23	8.59
应收账款周转率	57.17	62.99	63.71	63.09
存货周转率	2.63	2.58	2.61	2.61
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.48%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	56.99%	57.78%	53.31%	49.09%
带息债务/总负债	0.00%	14.54%	14.09%	13.59%
流动比率	1.14	1.37	1.70	2.03
速动比率	0.90	1.15	1.47	1.79
股利支付率	58.94%	70.03%	49.59%	50.09%
每股指标				
每股收益	1.36	1.16	1.41	1.69
每股净资产	3.12	3.63	4.50	5.52
每股经营现金	1.46	1.68	2.05	2.32
每股股利	0.80	0.81	0.70	0.84

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	840.86	990.58	1130.63	1301.48
PE	79.73	93.05	76.90	64.20
PB	34.65	29.79	24.07	19.60
PS	14.62	14.17	13.09	12.07
EV/EBITDA	60.64	50.96	44.00	37.60
股息率	0.74%	0.75%	0.64%	0.78%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn