

中信证券研究部



**薛缘**  
首席食品饮料  
分析师  
S1010514080007



**顾训丁**  
食品饮料分析师  
S1010519110002

### 核心观点

公司公告重大资产重组议案，详细披露资产注入方式、对价以及注入资产情况，整体资产估值较为适当。重组完成后，嘉士伯集团望借助重啤公司，基于嘉士伯/凯旋1664/风花雪月/重庆等品牌矩阵，立足西部基地市场推进高端化升级，同时不断扩张全国市场。此外，重组后嘉士伯集团国内资产望实现更好协同，叠加高端化，盈利能力持续提升，充分享受高端化红利。维持“买入”评级。

**■ 资产重组议案落地，百亿重啤蓄势待发。**公司发布资产重组议案（草案），交易分为三步：①**重庆嘉酿股权转让**，公司现金收购嘉士伯啤酒厂持有的重庆嘉酿 48.58% 股权，对价 6.40 亿元（对应 2020 年 PE10 倍）。②**重庆嘉酿增资**，嘉士伯咨询以资产 A 包（对价 53.8 亿元，对应 2020 年 PE13 倍）、重啤以注入业务（对价 43.7 亿元，对应 2020 年 PE13 倍）认购，完成后分别持有重庆嘉酿 48.58%/ 51.42% 股权。③**购买 B 包资产**，公司以现金收购嘉士伯啤酒厂 B 包资产，对价 17.9 亿元（对应 2020 年 PE11 倍）。若 2020 年底前完成交易，嘉士伯香港/嘉士伯啤酒厂/嘉士伯咨询分别承诺 2020-2022 年重庆嘉酿净利润不低于 4898/5891/ 6211 万元，嘉士伯注入资产（A 包+B 包）净利润不低于 5.7/7.7/8.1 亿元。按照交易完成后合并报表计算，2019 年重庆啤酒收入达 102.12 亿元、净利润 15.23 亿元、归母净利润 7.92 亿元，成为国内收入第五大啤酒公司。

**■ 扎根中国四十余年，高端品牌矩阵丰富。**嘉士伯是全球销量第三大啤酒公司，旗下拥有超 140 个品牌，2019 年收入 683 亿元/啤酒销量 1125 万千升，在东欧市场销量第一（市占率 19%）。1978 年嘉士伯进入中国市场，此后持续深耕：①1978-2002 年，着力粤港澳市场，主打高端；②2003-2013 年，密集收购本土品牌，占据重庆/云南/宁夏/新疆/西藏等市场；③2014-2019 年，借助基地市场升级&高端品牌全国化，推进高端化升级，同时持续强化精益生产，改善盈利。2019 年嘉士伯中国市场收入超百亿，量价增长表现出众（+8%/+10%），盈利能力行业领先（重组后重啤合并报表净利率 14.8%），销售渠道以传统&夜店渠道为主（2019H1 销量占比 39%/39%）。此次嘉士伯拟注入资产为嘉士伯国内重要资产，拥有众多国际+本土品牌以及全国 11 家啤酒厂，2019 年实现收入 73 亿元（+24%）、量价同增 13%/10%，净利率为 10.9%，资产质地出众。

**■ 高端化拐点已至，多维助力发展可期。**我们认为，2019-2020 年是国内啤酒高端化真正意义上的转折点，未来将走向加速高端化的进程。根据欧睿数据，2019 年我国中端/高端啤酒销量占比 20.5%/11.1%，对比美国（32.7%/44.0%）升级空间较大，高端化背景下比拼啤酒公司综合实力，产品/品牌/渠道/生产需全面改革发力。预计此次重组完成后，嘉士伯国内优质资产的注入将全面提升重啤竞争优势。①**品牌**，重组进一步完善本地强势品牌（重庆/山城/乌苏/风花雪月/大理等）+国际高端品牌（嘉士伯/乐堡/凯旋 1664 等）矩阵。②**渠道**，重组完成后公司将获得新疆/宁夏/云南等强势市场，成为西部市场王者，未来望持续受益西部市场升级，同时持续推进大城市计划，依托核心市场下沉，实现市场持续扩张。③**生产**：重啤产能优化行业领先，重组后注入全国 11 家啤酒厂，强化产能互补，提升运营效率。基于此重组落地后，公司望充分受益高端化红利，推动高端&超高端占比持续提升。

**■ 风险因素：**啤酒行业低迷，产品升级不达预期，资产注入不及预期。

**■ 投资建议：**公司公告重大资产重组草案，整体资产估值较为适当。重组完成后，嘉士伯集团望借助重啤公司，基于嘉士伯/凯旋 1664/风花雪月/重庆等品牌矩阵，立足西部基地市场推进高端化升级，同时不断扩张全国市场，充分享受高端化红利。维持 2020-2022 年 EPS 预测 1.09/1.26/1.40 元，维持“买入”评级。

<b>重庆啤酒</b>	<b>600132</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	89.30 元
总股本	484 百万股
流通股本	484 百万股
52 周最高/最低价	89.3/40.02 元
近 1 月绝对涨幅	7.22%
近 6 月绝对涨幅	30.88%
近 12 月绝对涨幅	55.76%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	C	3,582	3,607	4,125	4,421
营业收入增长率	9%	3%	1%	14%	7%
净利润(百万元)	404	657	526	610	680
净利润增长率	23%	63%	-20%	16%	11%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.83	1.36	1.09	1.26	1.40
PE	108	66	82	71	64

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 11 日收盘价

## 目录

资产重组议案落地，百亿重啤蓄势待发 .....	1
扎根中国四十余年，高端品牌矩阵丰富 .....	3
嘉士伯：全球领先啤酒集团，亚洲市场表现强劲 .....	3
深耕中国四十余年，盘踞西部市场，持续优化经营 .....	4
国内销售超百亿，盈利能力行业领先 .....	8
高端化拐点已至，多维助力发展可期 .....	10
行业高端化拐点已至，升级空间广阔 .....	10
品牌&渠道&生产多维助力，高端化发展值得期待 .....	11
高端化红利持续释放，长期关注高端市场格局演变 .....	15
风险因素 .....	16
投资建议 .....	16

## 插图目录

图 1：资产重组前后股权结构图 .....	1
图 2：嘉士伯集团收入及增速（亿丹麦克朗） .....	3
图 3：嘉士伯集团销量及增速（亿丹麦克朗） .....	3
图 4：嘉士伯集团净利率及增速（亿丹麦克朗） .....	3
图 5：嘉士伯集团净利率及增速（亿丹麦克朗） .....	3
图 6：2010-19 西欧啤酒行业市占率情况 .....	4
图 7：2010-19 东欧啤酒行业市占率情况 .....	4
图 8：2010-19 中国啤酒行业市占率情况 .....	4
图 9：嘉士伯销量情况及增速 .....	5
图 10：嘉士伯中国区销售情况 .....	6
图 11：嘉士伯待中国区产品结构占比 .....	6
图 12：2014-2019 重庆啤酒利润率及 EBITDA 率 .....	7
图 13：重庆啤酒吨价及增速（%，剔除代工） .....	7
图 14：嘉士伯待注入资产&重庆啤酒收入规模及增速 .....	9
图 15：嘉士伯中国区渠道占比 .....	9
图 16：2019 年嘉士伯待注入资产不同地区收入及增速 .....	10
图 17：嘉士伯中国产能布局情况 .....	10
图 18：2019 年啤酒行业毛利率情况对比 .....	10
图 19：2019 年啤酒行业销售费用情况对比 .....	10
图 20：2005-2024E 年国内啤酒行业销量及增速 .....	11
图 21：2006-2024E 年国内啤酒行业销售额、吨价和销量增速 .....	11
图 22：2019 年嘉士伯集团各区域销量份额 .....	12
图 23：中国啤酒分省市行业格局 .....	14
图 24：2019 年重庆嘉酿收入区域分布 .....	14
图 25：2019 年嘉士伯拟注入资产收入区域构成（包含 A 包+B 包） .....	14
图 26：2018-2019 年嘉士伯拟注入资产产能/产量/销量 .....	15
图 27：2019 年嘉士伯拟注入资产各工厂实际产能 .....	15

## 表格目录

表 1：嘉士伯注入流程 .....	1
表 2：此次交易作价对应估值 .....	2
表 3：2019 年至今重庆啤酒财务表现，以及交易完成后合并报表备考数据 .....	2
表 4：嘉士伯集团主要国家市场排名情况 .....	4
表 5：嘉士伯中国市场发展历史 .....	5
表 6：2019 年嘉士伯中国西部地区市占率情况 .....	6
表 7：嘉士伯中国区大城市战略 .....	7
表 8：嘉士伯中国产品矩阵 .....	8
表 9：公司注入资产主要啤酒品牌概况 .....	13
表 10：嘉士伯注入资产 A 包未来销售收入预测 .....	15
表 11：盈利预测表 .....	16

## ■ 资产重组议案落地，百亿重啤蓄势待发

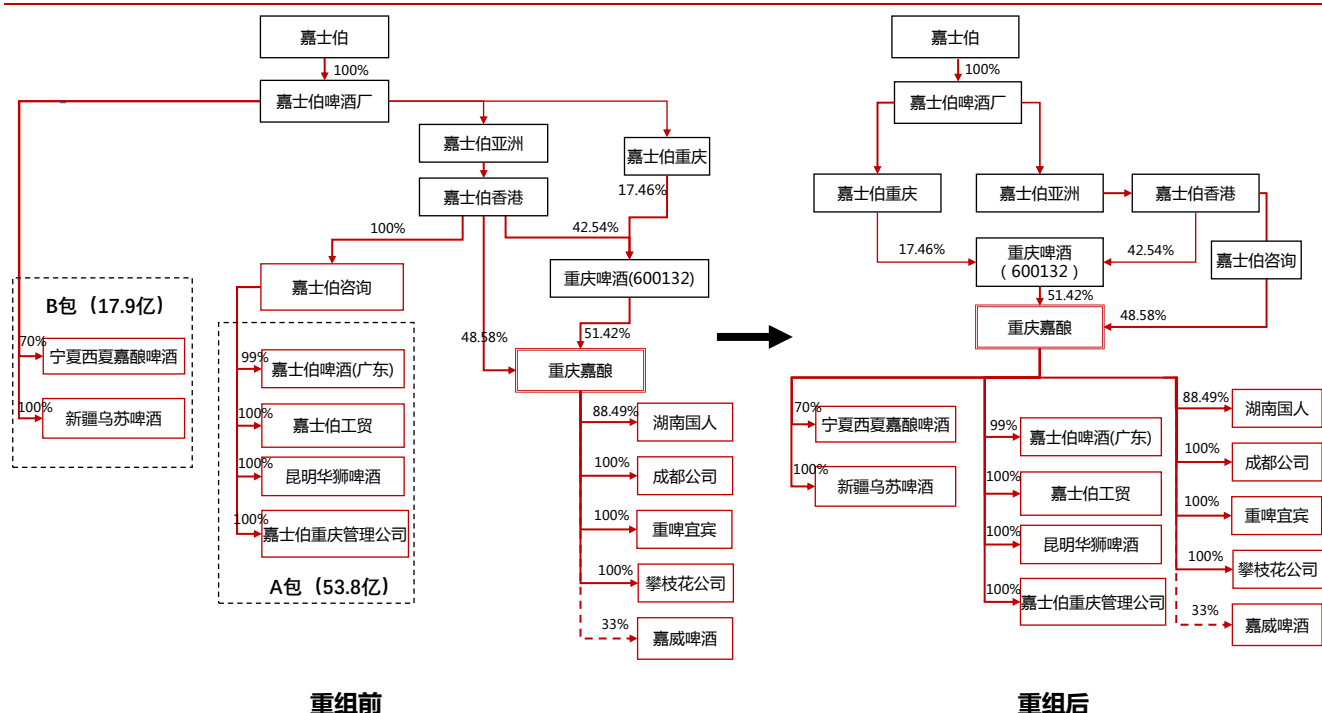
**重啤与嘉士伯七年之约，履行同业竞争有关承诺。**2013 年嘉士伯啤酒厂香港有限公司（简称“嘉士伯啤酒厂”）通过部分要约收购的方式收购重庆啤酒 30.29%股份时，嘉士伯作出了解决同业竞争有关的承诺，即在要约收购 4-7 年时间内，将其与上市公司存在竞争的国内啤酒资产和业务注入重庆啤酒。2020 年 9 月 11 日，公司股东大会审议通过了《关于公司重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易方案的议案》，兑现解决同业竞争的承诺。本次交易主要分为三个步骤：重庆嘉酿股权转让、重庆嘉酿增资、购买 B 包资产。

表 1：嘉士伯注入流程

步骤	具体内容
(1) 重庆嘉酿股权转让	<b>嘉士伯啤酒厂：</b> 向重啤出手和转让无任何权利负担的重庆嘉酿 48.58% 股权。转让价款以现金支付，对价 6.4 亿元； <b>重庆啤酒：</b> 向嘉士伯啤酒厂购买上述 48.58% 股权。
(2) 重庆嘉酿增资	<b>嘉士伯咨询：</b> 以 A 包资产认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本，增资完成后持有重庆嘉酿 48.58% 的股权； <b>重庆啤酒：</b> 以重啤拟注入业务认购一定比例的重庆嘉酿新增注册资本，增资完成后持有重庆嘉酿 51.42% 的股权。
(3) 购买 B 包资产	<b>嘉士伯啤酒厂：</b> 向重庆嘉酿出售和转让无任何权利负担的 B 包资产，购买价款以现金支付，对价为 17.9 亿元。 <b>重庆嘉酿：</b> 以两期分期付款支付方式支付给嘉士伯啤酒厂以购买上述 B 包资产，其中首期付款为全部转让价款的 51%，金额为 9.2 亿元；第二期付款为全部转让价款的 49%，金额为 8.8 亿元，将在 2021 年 12 月 31 日前支付。

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：在步骤（2）中重庆啤酒拟注入资产，指除重庆啤酒持有的重庆嘉酿的股权、重庆啤酒股份有限公司黔江分公司、各在营分公司账面现金以及重庆啤酒维持日常管理所必须的人员、资产以外的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务（其中包括湖南国人公司 10.26%的股权）。

图 1: 资产重组前后股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据《议案》内容，本次各交易资产的交易对价对应 PE 估值水平在 10-13 倍。对于此次交易方案下所需现金，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（主要为向银行等外部机构借款）。

- **重庆嘉酿：**交易作价为 13.2 亿元（收购 48.58%股权对应 6.4 亿元），对应 2020 年预测净利润 PE 为 10 倍。

**业绩承诺：**嘉士伯香港对重庆嘉酿的业绩做出承诺，如果重庆嘉酿 48.58%的股权在 2020 年 12 月 31 日前过户至重庆啤酒名下，则承诺 2020-22 年净利润不低于 4898/5891/6211 万元；如果股权在 2020 年 12 月 31 日之后过户至重庆啤酒名下，则承诺 2021-23 年净利润不低于 5891/6211/6991 万元。（2021/2022/2023 对应增速为 20.3%/5.4%/12.6%）

- **嘉士伯待注入资产：**① **A 包资产**交易对价 53.8 亿元，对应 2020 年预测净利润 PE 13 倍；② **B 包资产**交易对价 17.9 亿元，对应 2020 年预测净利润 PE 11 倍。其中，新疆乌苏啤酒/宁夏西夏嘉酿为 9.2/8.8 亿元，对应 2020 年 PE 9/12 倍。

**业绩承诺：**嘉士伯啤酒厂、嘉士伯咨询做出业绩承诺，如果 A 包及 B 包资产在 2020 年 12 月 31 日前完成交割，承诺 2020-22 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 2021-23 嘉士伯待注入资产净利润不低于 7.7/8.1/8.3 亿元（2021/2022/2023 对应增速 35.8%/5.4%/2.9%）。

- **重啤拟注入资产：**交易对价为 43.7 亿元，对应 2020 年预测净利润 PE 为 13 倍。

表 2：此次交易作价对应估值（单位：万元）

	交易作价	2019 年净利润（1）	PE		
			对应 2019 年归母 净利润	对应 2019 年经调整 后归母净利润（2）	对应 2020 年预测净 利润（3/4）
重庆嘉酿	132,450.00	14,885	8.9	11.92	10.03
重啤拟注入业务	436,530.00	51,783	8.43	10.9	13.22
嘉士伯拟注入 A 包资产	537,554.42	60,672	8.86	11.59	12.91
嘉士伯拟注入 B 包资产	179,444.00	14,938	12.01	10.78	10.52
--新疆乌苏啤酒 100%股权	91,720.00	6,724	13.64	10.7	9.18
--宁夏西夏嘉酿 70%股权	87,724.00	8,214	10.68	10.87	12.41

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：（1）重啤拟注入业务及嘉士伯拟注入 A 包资产净利润通过 PE 倒算而得。（2）归母净利润主要调整项包括：①非经常性损益；②2020 年开始执行乌苏品牌特许权使用费对注入资产 A 包和 B 包的影响；③注入资产 A 包可弥补亏损递延所得税资产影响；④对总部管理费分摊。（3）重庆嘉酿 2020 年预测净利润中包含投资收益；（4）新疆乌苏啤酒 2020 年预测净利润剔除了 2020 年 4 月因出售 4 家子公司而取得的 1.21 亿元投资收益

按照交易完成后合并报表计算，2019 年公司收入达 102.12 亿元、净利润 15.23 亿元、归母净利润 7.92 亿元，收入规模次于华润啤酒（332 亿元）、百威中国（约 310 亿元）、青岛啤酒（280 亿元）、燕京啤酒（114 亿元）。

表 3：2019 年至今重庆啤酒财务表现，以及交易完成后合并报表备考数据（单位：万元）

项目	2020 年 1-4 月/2020 年 4 月 30 日		2019 年/2019 年 12 月 31 日	
	实现数	备考数	实现数	备考数
总资产额	363,906	1,089,764	351,435	1,078,706
资产净额	164,033	110,249	151,135	113,591
归属于母公司所有者权益	152,403	72,208	141,872	73,396
营业收入	87,916	310,978	358,192	1,021,241
营业成本	55,192	161,433	208,868	501,590



项目	2020 年 1-4 月/2020 年 4 月 30 日		2019 年/2019 年 12 月 31 日	
利润总额	15,465	77,648	82,732	179,505
净利润	13,029	63,148	72,854	152,317
归母净利润	10,656	31,136	65,693	79,217
扣非净利润	8,375	22,382	44,277	61,153

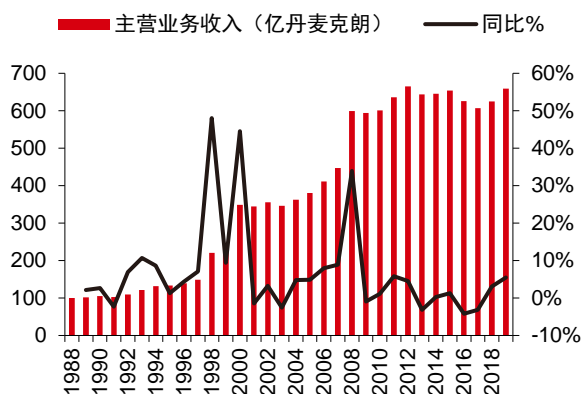
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 扎根中国四十余年，高端品牌矩阵丰富

### 嘉士伯：全球领先啤酒集团，亚洲市场表现强劲

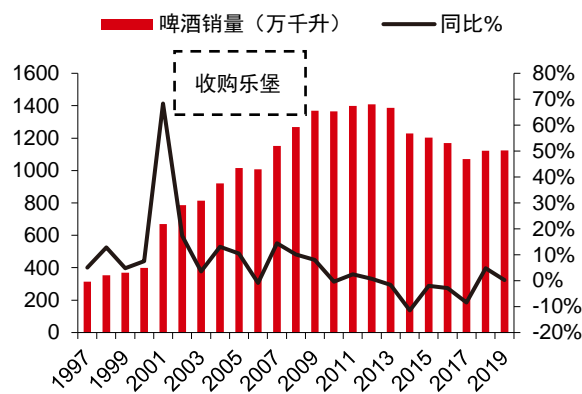
嘉士伯是全球领先的啤酒生产制造商。嘉士伯是全球销量第三大的啤酒公司，旗下拥有超过 140 个品牌，业务覆盖在欧洲、亚洲及部分新兴国家。2019 年，公司实现收入 659 亿丹麦克朗（折合人民币约 683 亿元），实现归母净利润 61.8 亿丹麦克朗（折合人民币约 67.3 亿元），实现啤酒销量 1125 万千升。

图 2：嘉士伯集团收入及增速（亿丹麦克朗，%）



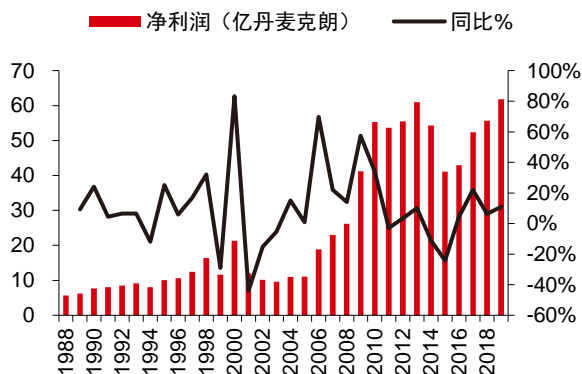
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 3：嘉士伯集团销量及增速（亿丹麦克朗，%）



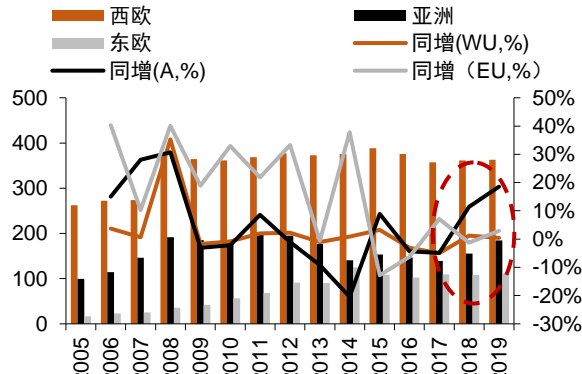
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 4：嘉士伯集团净利率及增速（亿丹麦克朗，%）



资料来源：彭博，中信证券研究部

图 5：嘉士伯集团净利率及增速（亿丹麦克朗，%）



资料来源：彭博，中信证券研究部

分地区看，亚洲正逐步成为公司新的增长引擎。2019 年西欧/亚洲/东欧分别实现收入 363/184/111 亿丹麦克朗（折合人民币 395/200/121 亿元）、过去 5 年 CAGR 分别-0.7%/+8.1%/-4.7%，西欧地区增长较稳定，亚洲业务表现强劲，东欧地区相对乏力。具体来看：

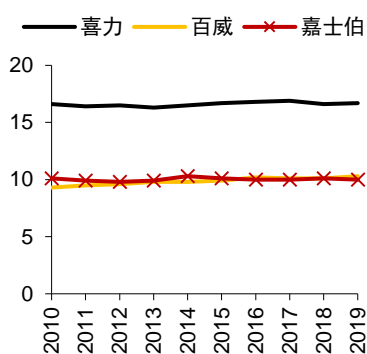
- **西欧市场：**2019 年销量/收入/营业利润占比 46%/55%/51%，北欧，波兰和法国占公司西欧总销量的 50%以上。根据欧睿数据，嘉士伯是西欧地区销量第三大啤酒公司，2019 年市占率为 10.0%。
- **亚洲市场：**2019 年销量/收入/营业利润占比 31%/28%/33%，其中中国/老挝销量分别约为 230/65 万千升，占公司亚洲总销量比例在 55%/15%左右。根据欧睿数据，嘉士伯是中国第五大啤酒企业，市占率为 5.9%。
- **东欧市场：**2019 年销量/收入/营业利润占比 23%/17%/16%，俄罗斯/乌克兰销量占比分别约为 60%/20%。根据欧睿数据，嘉士伯是东欧地区销量第一大啤酒公司，2019 年市占率为 19.0%。

表 4：嘉士伯集团主要国家市场排名情况

地区	国家	人均啤酒消耗量（升）	份额	排名	地区	市场	人均啤酒消耗量（升）	份额	排名
西欧	丹麦	58	54%	1	东欧	俄罗斯	56	27%	2
	挪威	47	51%	1		乌克兰	42	31%	2
	芬兰	74	45%	1		中国*	26	7%/63%	5/1
	法国	33	27%	2	亚洲	老挝	48	96%	1
	波兰	100	18%	3		印度	2	19%	3

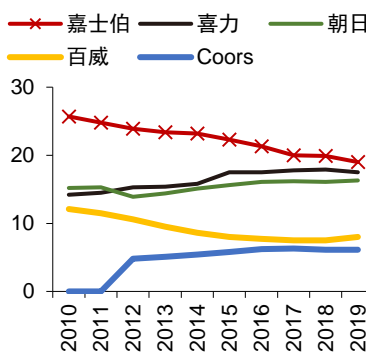
资料来源：GlobalData（转自公司官网），中信证券研究部 \*中国西部对应市场份额 63%/市占率排名第一

图 6：2010-19 西欧啤酒行业市占率情况（%）



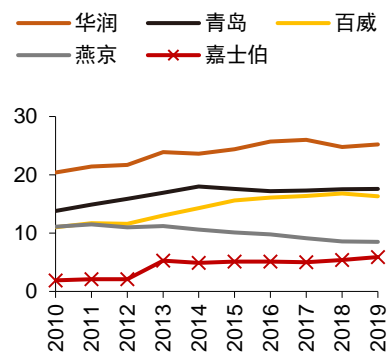
资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 7：2010-19 东欧啤酒行业市占率情况（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 8：2010-19 中国啤酒行业市占率情况（%）

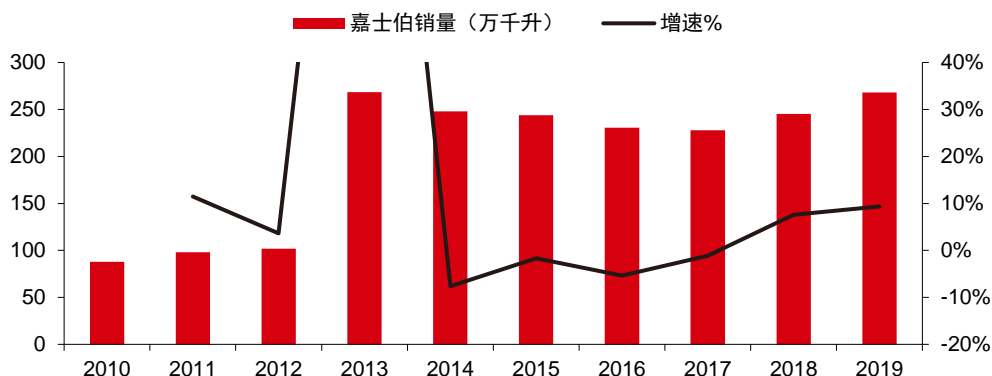


资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

## 深耕中国四十余年，盘踞西部市场，持续优化经营

嘉士伯在 1978 年进入中国后，规模持续扩张，逐步发展为西部地区龙头。根据 Euromonitor（欧睿）数据，2019 年嘉士伯中国销量达 268 万千升，市占率为 5.9%。我们将嘉士伯中国的销售分为四个阶段。

图 9：嘉士伯销量情况及增速（万千升，%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

### 1978-2002 年：业务起于粤港澳，主打高端，辅以地区品牌

嘉士伯进入大中华地区之初，品牌定位高端。①中国大陆：彼时中国人均饮酒量快速增加，啤酒行业快速发展，但高端化趋势不明显。嘉士伯主打高端产品销售承压，公司在华南地区推出的地方性品牌“龙 8”总体销售情况尚可。②中国香港：作为亚洲四小龙之一的香港经济快速发展，嘉士伯品牌销售持续增长，高端趋势明显。

表 5：嘉士伯中国市场发展历史

时间	事件
1978	嘉士伯啤酒厂香港有限公司开幕
1981	嘉士伯啤酒(广东)有限公司在惠州成立
2003	嘉士伯收购云南省昆明华狮啤酒厂及大理啤酒集团
2004	嘉士伯与兰州黄河一起投资建立了青海绿地啤酒集团
2004	嘉士伯与西藏发展合资建立西藏拉萨啤酒
2004	嘉士伯增持乌苏啤酒集团股份至 50%，之后通过新疆啤酒花股份有限公司再持有乌苏 10%的股份
2005	通过与宁夏农垦企业合资，嘉士伯集团在宁夏回族自治区建立了绿地啤酒集团
2009	嘉士伯收购苏纽公司，将苏纽公司更名嘉士伯重庆，并承接苏纽所持有股份（占总股本 17.5%）
2012	乐堡在中国上线
2013	嘉士伯与中超签订伙伴关系，达成合作
2013	嘉士伯控股重庆啤酒
2019	1664、乌苏等高端及以上网红品类拓展理想
2020	嘉士伯启动重庆啤酒资产注入计划

资料来源：公司官网，中信证券研究部

### 2003-2013 年：扎根西部，快速并购成为西部龙头

公司通过密集收购，逐步占据重庆、云南、宁夏、新疆、西藏等地市场。嘉士伯在 2003 年顺应啤酒行业快速发展，从原先的以高端为主的策略，转向“国际品牌+本土品牌”的策略，完成了一系列收购，也成为了西部地区绝对龙头。根据嘉士伯 2013 年年报披露，其当年在西部地区市占率达 60%以上。

具体来看，2003 年嘉士伯收购昆明华狮及大理啤酒，成为云南地区绝对龙头；2004 年嘉士伯控股乌苏，建立西藏拉萨啤酒公司；2005 年嘉士伯拓展宁夏；2009 年持股重啤；2013 年完成重啤要约收购。



表 6：2019 年嘉士伯中国西部地区市占率情况

地区	嘉士伯	第二名	第三名
重庆	85%	12%	3%
云南	30%	23%	15%
新疆	60%	30%	-
西藏	50%	29%	18%

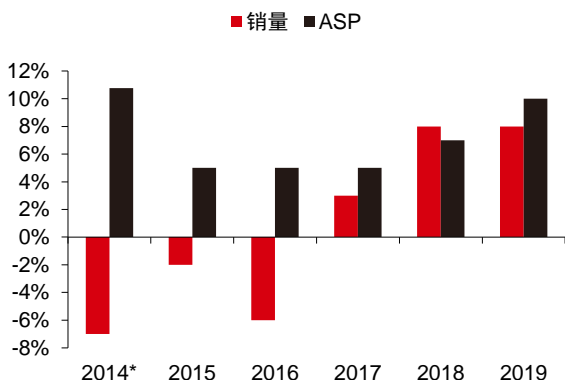
资料来源：草根调研，中信证券研究部

## 2014-2019 年：高端化逐步推动，精益生产&消费升级下盈利能力改善

嘉士伯确立从基地市场升级&高端品牌全国化两方面推动高端化。根据 Canadean 测算（转自公司公告），2014 年西部市场主流啤酒销量占比超过 90%。公司看到了未来强大的升级机会，一方面，加大推进基地市场升级&高端品牌全国化；另一方面，削减低端 SKUs，主动放弃部分主流市场份额。整体升级成效显著，2014-2019 年嘉士伯中国区吨价复合增速为 8.6%，高端占比持续提升。

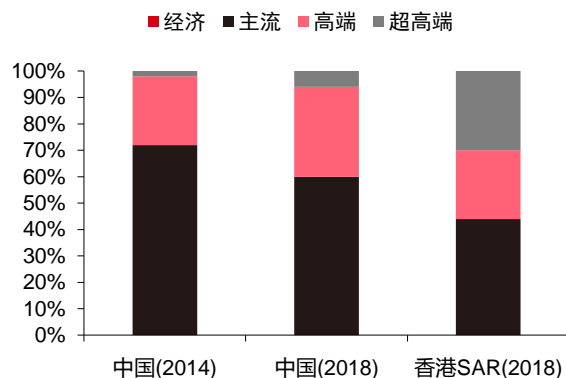
- **基地市场升级：**嘉士伯旗下包括山城、重庆、乌苏、大理、西夏等品牌，基于其强大的基地市场地位，公司对大理等产品进行升级，对山城、乌苏等进行换牌换包装，持续提升产品定位。
- **引入国际高端品牌：**公司 2011/2012/2013 年分别推出了 1664/乐堡/新版嘉士伯特醇三款高端及以上产品，持续加强高端产品矩阵。
- **部分放弃主流低端市场：**2013-2016 年随着啤酒行业销量萎缩，行业竞争加剧。公司主动放弃部分低端产品市场占有率，适当退出部分竞争尤其激烈的地区。嘉士伯在 2015-2016 年的年报中明确指出，公司在放弃主流低端产品的份额，调整公司架构。

图 10：嘉士伯中国区销售情况（%）



资料来源：嘉士伯官网，中信证券研究部 注：2014 年为有机增长，未考虑重啤并表影响

图 11：嘉士伯待中国区产品结构占比（%）



资料来源：嘉士伯官网，中信证券研究部 注：中国为中国大陆地区，香港为中国香港

**西部市场为基，持续发力大城市计划。**①公司在西部市场基于市占率优势持续拉动升级。举例来看，2014 年重庆啤酒发起了山城国宾换装变为重庆国宾的活动，运用“换装投票”等方式，快速教育重庆地区消费者。2014 年山城/重庆啤酒销量为 73.7/10.1 万千升，

2015 年快速换装后重庆/山城啤酒分别实现销量 46.8/27.5 万千升。基于基地市场优势实现平稳过渡的同时，也为重庆啤酒继续升级、提价等奠定基础。②在东部沿海一带，嘉士伯持续发展大城市计划，运用嘉士伯、乐堡、1664 及乌苏等品牌力，通过大经销商模式自上而下进行拓展，兼顾投资回报率（主要考核 ROIC）。截至 2019H1，大城市战略（不含西部地区重点城市）已经覆盖 36 个城市，占中国区业务比例为 20%。

**扬帆 22 计划下管理层加大对利润等考核力度，除了消费升级外精益生产亦成为关注重点。**2016 年推行的扬帆 22 计划从三个维度进行考核销售团队，大幅增加了对利润率指标的重视。具体来看，①**公司运营**：主要考核市占率，毛利率及营业利润率这三个维度；②**销售专业度**：考核客户满意度；③**投资者吸引力**：营业利润，ROIC，自由现金流。在公司品牌和渠道结合下，消费升级成果显现，持续提升公司整体盈利能力。同时，公司内部也在推动一系列的精益生产举措、提升工厂运营能力，助力盈利能力提升。

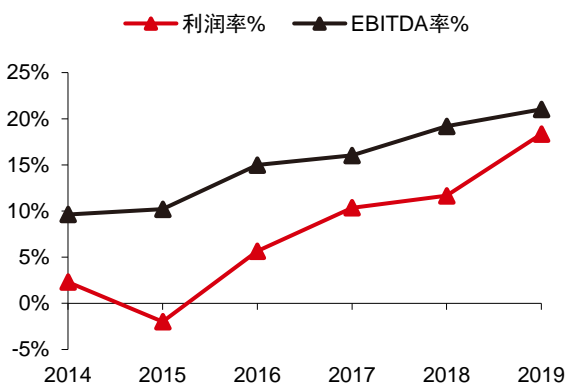
**重啤减瓶型就是最好的缩影，消费升级&精益生产下上市公司盈利能力持续提升。**嘉士伯接手重啤后，出于对于供应链提高生产效率、降低采购成本的需要，确定了瓶型优化方案。公司定出计划，即从 2014-2020 年逐步淘汰周转率低的玻瓶瓶型（2014 年停止使用 36 种玻瓶瓶型），最终实现全国范围内只是用 4 种瓶型，最大限度简化包装及相关成本。在嘉士伯的改造及推动下，重啤盈利能力持续提升，2019 年 EBITDA margin 为 21%、较 2014 年提升 11Pcts。

表 7：嘉士伯中国区大城市战略

	2017	2018	2019H1	2020E
覆盖城市数	9	31	36	41
占收入比例	7%	15%	20%	-

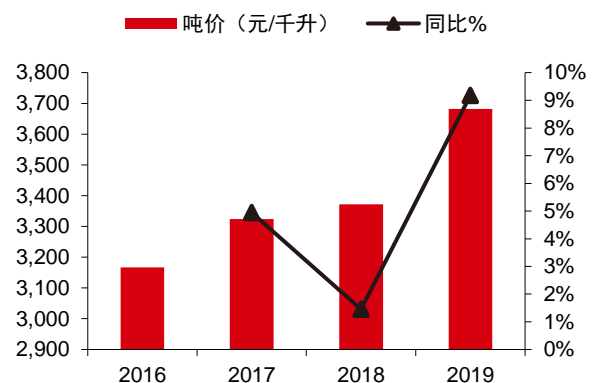
资料来源：公司公告（含公司预测），中信证券研究部

图 12：2014-2019 重庆啤酒利润率及 EBITDA 率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：重庆啤酒吨价及增速（%，剔除代工）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 国内销售超百亿，盈利能力行业领先

**嘉士伯中国市场收入超百亿，增长势头良好。**根据备考财务报表，2019 年此次嘉士伯注入资产加上重啤在国内实现销售收入 102 亿元。根据嘉士伯公告，2019 年嘉士伯中国市场销售收入同比内生增长 19%，其中销量同增 8%，增速远高于行业水平（2019 年全国规模以上啤酒企业总产量同增 1.1%）；吨价同增 10%，得益于结构升级、提价及 VAT。

**“本地品牌+国际高端”矩阵下，公司持续顺应行业高端化趋势，**乌苏/大理表现都非常优异，2019 年销量分别同增 45%/11%；国际品牌销量表现强劲，2019 年凯旋 1664 销量增速近 50%。

**品牌储备丰富，本土/国际品牌销量占比为 7:3。**嘉士伯中国拥有极为丰富的产品储备，国内品牌乌苏、大理、西夏、天目湖等分别为新疆、云南、宁夏及华东地区领先的瓶啤酒品牌，主要分布主流至高档价格带。海外品牌主要集中在中高端至高端价格带，超高端产品包括有布鲁克林、格林堡、凯旋 1664 等，高端产品有嘉士伯等，中高端产品主要是乐堡。截至 2019H1，国内品牌销量占比为 73%，国外品牌销量为 27%，其中乐堡/嘉士伯/1664 分别占总销量的 22%/4%/1%。

表 8：嘉士伯中国产品矩阵（元/500ml）

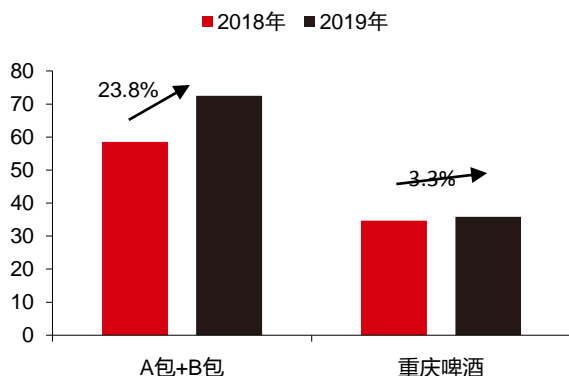
国际品牌（乐堡/嘉士伯占总销量 22%/4%）			国内品牌（占总销量 73%）		
品牌	产品	价格	品牌	产品	价格
格林堡	小麦&艾尔	45.2	京 A	精酿啤酒	33.2
Somersby	苹果酒（Cider）	40.1	风华雪月	风味拉格	30.5
布鲁克林	精酿啤酒	35.1	重庆纯生	拉格啤酒	7.1
凯旋 1664	小麦啤酒	19.5	国宾醇麦	拉格啤酒	6.7
特醇铝瓶	拉格啤酒	18.1	红乌苏	风味拉格	6.7
醇滑嘉士伯	拉格啤酒	7.4	重庆国宾	拉格啤酒	5.6
特醇嘉士伯	拉格啤酒	6.6	重庆 66	拉格啤酒	4.6
乐堡啤酒	拉格啤酒	4.5	山城清爽	拉格啤酒	4.4
			重庆 33	拉格啤酒	4.0

资料来源：嘉士伯天猫官方旗舰店，中信证券研究部 \*销量占比为 2019H1 情况

**嘉士伯中国渠道覆盖西部及粤港澳地区，餐饮/传统渠道分别占约 4 成。**根据 GlobalData（转自公司公告），嘉士伯在西部地区（重庆/云南/新疆/西藏等地）非常强势，2019 年市占率高达 63%；在粤港澳地区拥有一定品牌认可度，2019 年嘉士伯在香港市占率第一，达 29%。分渠道看，截至 2019H1，公司传统/商超/餐饮/夜店/线上渠道销量占比为 39%/5%/16%/39%/1%。

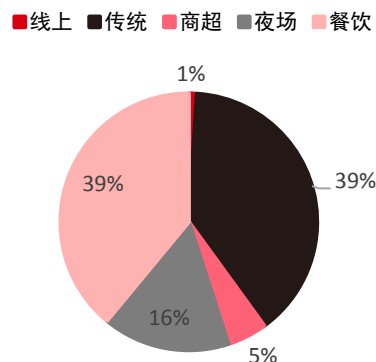
**盈利能力行业领先。**按照此次交易完成后合并报表计算，2019 年合并后毛利率为 50.9%（2019 年百威亚太/华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒毛利率为 53.3%/36.8%/39.0%/39.1%），销售费用率/管理费用率为 22.4%/5.1%。综上，2019 年净利润达 14.8%，处于行业领先水平（2019 年百威亚太/华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒净利率为 13.8%/3.9%/6.9%/2.3%）。

图 14：嘉士伯待注入资产&重庆啤酒收入规模及增速（亿元）



资料来源：嘉士伯公告，中信证券研究部

图 15：嘉士伯中国区渠道占比（%）



资料来源：嘉士伯公告，中信证券研究部 注：为 2019H1 渠道情况

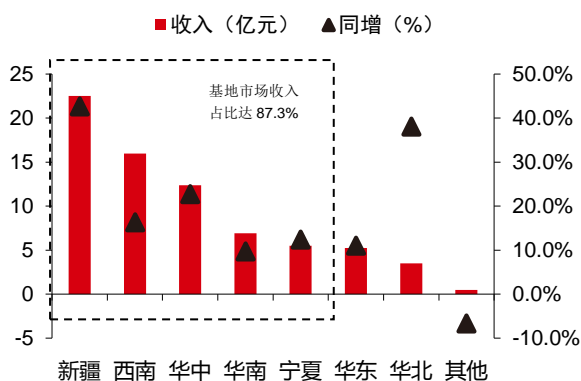
### 嘉士伯拟注入资产：渠道&品牌形成互补，增长&盈利均较突出

**嘉士伯拟注入资产收入达 70.5 亿元、保持强劲双位数增长。**2019 年，嘉士伯拟注入资产(A 包+B 包)实现收入 72.5 亿元、同增 24%。其中，销量为 155 万千升、同增 12.7%；吨价为 4539 元/千升、同增 10.1%。嘉士伯拟注入资产旗下拥有 11 家控股啤酒厂，广泛分布于新疆、宁夏、云南、广东、华东等地，拓展了上市公司覆盖地域，与重啤啤酒厂布局形成互补，进一步提升生产、物流等运营效率。

**国际品牌高端及超高端矩阵完整，与核心区域市场中本地品牌形成互补效应。**嘉士伯拟注入资产拥有国际品牌嘉士伯、乐堡、1664 等，也包括乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等本地强势品牌，有望更好满足消费者对于不同消费场景和价格区间的需求。凭借强大的品牌力和市场竞争地位，2019 年，嘉士伯拟注入资产中乌苏啤酒、1664、特醇嘉士伯和乐堡四个中高端及以上品牌的收入实现 54.4 亿元、同增 35.0%，占总收入的 77.2%。

**立足基地市场，积极拓展“大城市”空白市场。**嘉士伯拟注入资产依托基地市场，在新疆/西南/华中/华南/宁夏表现喜人，2019 年分别实现收入 22.5/16.0/12.4/6.91/5.5 亿元、同增 42.7%/16.3%/22.7%/9.7%/12.4%。同时，受益于“大城市”计划，嘉士伯拟注入资产在华东/华北也保持强于市场的增长，2019 年实现收入 5.2/3.5 亿元、同增 11.0%/38.1%。

图 16：2019 年嘉士伯待注入资产不同地区收入及增速（亿元、%）



资料来源：嘉士伯公告，中信证券研究部

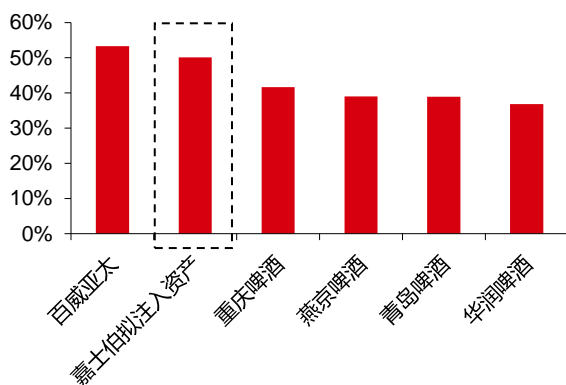
图 17：嘉士伯中国产能布局情况



资料来源：公司官网

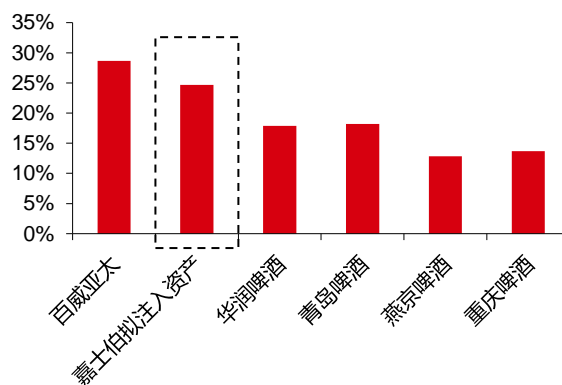
盈利能力方面，考虑到高端及中高端占比高，公司呈现高毛利&高费用率特征。2019 年嘉士伯拟注入资产毛利率为 51.1%，公司一方面继续推动成本管控，另一方面继续推动高端占比提升。2019 年，1664、特醇嘉士伯、风花雪月等高端及以上品牌销售收入占收入比重为 21.8%（2018 年该比例为 19.7%）。2019 年销售费用率为 24.7%，处于行业较高水平；管理费用率为 5.0%。综合考虑所得税，2019 年公司净利率为 10.9%。

图 18：2019 年啤酒行业毛利率情况对比（%）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 19：2019 年啤酒行业销售费用情况对比（%）



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

## ■ 高端化拐点已至，多维助力发展可期

### 行业高端化拐点已至，升级空间广阔

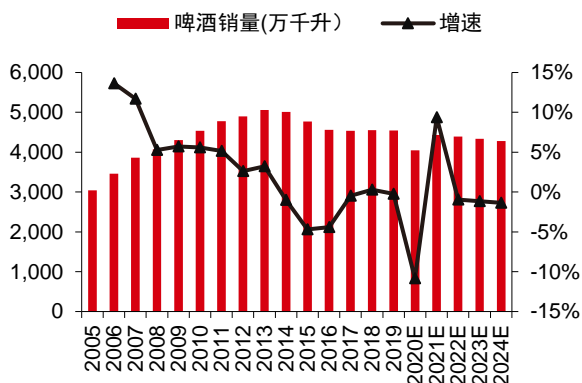
从 2013 年啤酒销量见顶后，高端化的方向就逐渐成为各家企业的战略方向，也成为资本市场投资啤酒行业的期待。过去几年时间，啤酒高端化起伏伏，虽然在一些年份和一些公司中有好的表现，但是并没有在资本市场得到一致共识。我们认为，2019-2020 年是啤酒高端化真正意义上的转折点，以此为界，中国啤酒市场将走向加速高端化的进程。根据 Euromonitor（欧睿）预测，2019-2024 年啤酒行业销量 CAGR -1.2%，而期间吨价 CAGR 高达 8.2%，推动销售额实现 6.9%复合增长。之所以当下时点是啤酒高端化的拐点，



是因为：

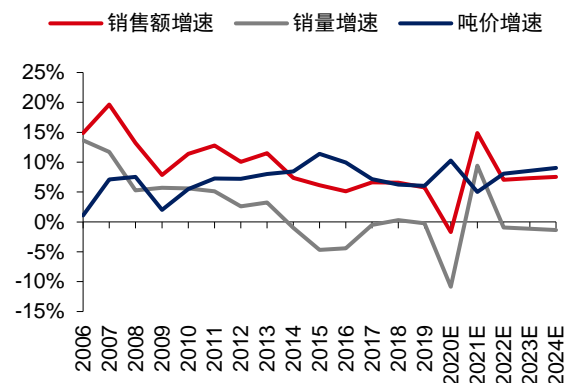
- **啤酒行业发展的必然阶段。**一方面，行业销量需求逐步稳定，吨价提升成为驱动行业销售规模进一步扩张的核心要素；另一方面，在消费升级背景下，品质消费&多元需求逐步强化，新一代消费群体对高端酒辨识度提升，中高端产品的消费趋势渐起。
- **反复博弈后啤酒企业的必然选择。**2013 年行业销量阶段性到顶后，市场中仍存在用促销来抢占市场份额的现象，而较低的费投效果让各家龙头开始逐步尝试其他方式提升盈利，包括①带动行业提价&产品结构提升；②强化优势市场地位，推动高端升级。
- **准备工作均已就绪，蓄势正发。**各家龙头企业从品牌产品、渠道、生产等多维度进行调整优化和布局，提升高端市场竞争力，为高端化发展夯实基础。

图 20：2005-2024E 年国内啤酒行业销量及增速



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

图 21：2006-2024E 年国内啤酒行业销售额、吨价和销量增速



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

**产品结构较低，高端化升级空间广阔。**目前，国内市场仍以低价格带啤酒为主，根据欧睿数据，2019 年主流、中端、高端啤酒销量分别为 3047/913/496 万千升、分别占比 68.4%/20.5%/11.1%。与海外市场相比，中国啤酒市场高端化水平低、升级空间大，以美国为例，2019 年美国啤酒市场高端、中端产品销量占比 44.0%/32.7%。根据欧睿预测，预计 2019-2024 年，高端、中端、主流啤酒的销量 CAGR 分别为 3.4%/2.7%/-4.4%。从 ASP 看，高端品类 ASP 提升速度更快，根据欧睿数据，预计 2019-2024 年，高端、中端、主流啤酒得吨价 CAGR 分别为 4.6%/3.1%/2.0%。

**不进则退，得高端者得天下。**根据欧睿预测，未来 5 年主流啤酒将明显萎缩，市场将被高端和中端啤酒取代：高端啤酒将享受最高的销量增速和吨价增速，销售额占比将从 2019 年的 34% 提升至 2024 年的 41%；中档啤酒销量和吨价增速居中，销售额占比将从 2019 年 31% 提升至 2024 年的 34%。经济啤酒吨价增长难抵销量下滑，占比明显下降，预计 2024 年销售额占比仅为 25%、下降 10Pcts。在此背景下，能把握行业发展趋势，抓住行业高端化机遇的企业才能在未来的竞争中胜出。

**品牌&渠道&生产多维助力，高端化发展值得期待**

过去 10 年，同质化竞争下毛利空间有限，销量进入平稳增长、甚至下滑后，挤压式发展中竞争手段有限，本质是拼价格、执行力强、过程管理到位的公司能够体现相对更强的竞争优势，市场份额相对更高。随着高端化持续推动，行业实现多维度的升级。产品结构及提价作用下，公司毛利有望实现大幅改善；消费者逐步从“多喝酒”向“喝好酒”转变，追求品牌文化、饮酒体验等综合感受；高端售点增加对经销商能力提出了更高的要求，从以铺货考核转向以服务为考核；同时也对啤酒的生产质量、稳定性及品质提出更高要求。因此，高端化是啤酒公司综合实力的比拼，产品、品牌、渠道、生产需全面改革发力。

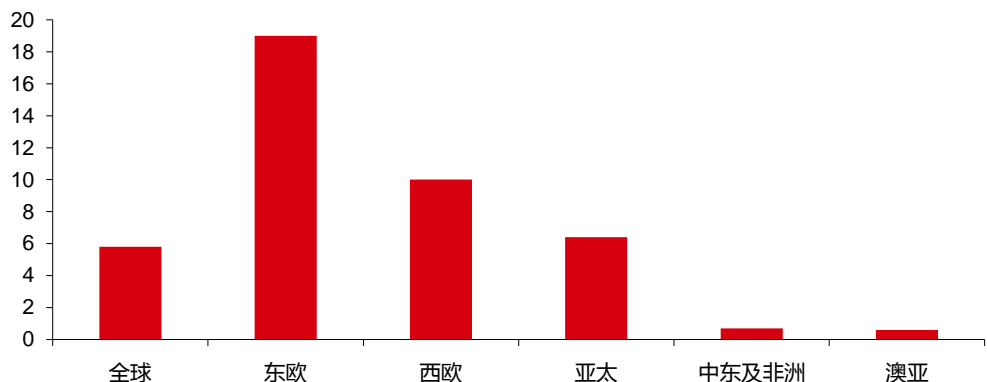
此次资产重组完成后，嘉士伯国内优质资产的注入将全面提升重啤在产品品牌、渠道、生产等全方位的优势，进一步强化未来高端化发展过程中的竞争力。

### 品牌：本地强势品牌+国际高端品牌，打造强势品牌矩阵

消费者收入水平提升，带来更强的消费能力，对啤酒产品既有品质的要求、也有体验感的要求。差异化产品需求的提升，既是对啤酒公司产品研发、品牌塑造的挑战，也是啤酒公司提高产品价格、构建产品和品牌粘性的机遇。从过去同质化竞争、向高端化竞争加速转变的过程中，啤酒企业需要搭建完善的产品矩阵，并对不同价位带采取精准的操作策略，确保在高端化竞争中抢占先机。

**嘉士伯：全球顶尖啤酒集团，坐拥超 140 个品牌。**嘉士伯是全球销量排名第三、收入排名第六的啤酒企业，拥有超过 140 个啤酒品牌。根据欧睿统计，2019 年嘉士伯全球啤酒市场销量份额达 5.8%（位居第三），其中东欧 19.0%（位居第一）、西欧 10.0%（位居第三）、亚太 6.4%（位居第四）。依托于母公司，嘉士伯中国市场拥有丰富品牌资源，同时具备很强的升级地区品牌的能力，包括①乌苏，公司借助网红经济快速拓展，强调乌苏“量足、麦芽味重”的特点，同时给予经销商很大的利润空间，快速推动产品铺货。仅 2019 年上半年就完成了 30 个城市的近 2.6 万个烧烤摊的铺货。②风花雪月，公司瞄准丽江旅游人群，通过茉莉花香、香格里拉等元素，打造超高端产品风华雪月。

图 22：2019 年嘉士伯集团各区域销量份额（单位：%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

**资产重组强化“本地强势品牌+国际高端品牌”品牌矩阵。**此次重组完成后，重庆啤酒，一方面获得了嘉士伯、乐堡、凯旋 1664、格林堡等中高端国际品牌组合在全国市场的业务；另一方面，获得了乌苏、大理、西夏等本土区域主导品牌。加之公司原有的重庆、

山城两大品牌，构成本地强势品牌+国际高端品牌的强势品牌矩阵，覆盖高中低端各价位段产品。尤在高端化发展趋势下，充分提升公司在中高端啤酒市场的竞争力。

表 9：公司注入资产主要啤酒品牌概况

	啤酒品牌	主要产品系列	价格定位
国际品牌	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
	乐堡	乐堡纯生、乐堡野、乐堡、乐堡白啤	中高档
	凯旋 1664	1664 白啤、1664 桃红啤、1664 黄啤、1664 百香果	超高档
	其他高端啤酒品牌	格林堡、布鲁克林、Somersby 等	超高档
本土品牌	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

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：产品档位以现饮渠道中产品单瓶销售价格进行区分，其中超高档为高于 13 元，高档为 9-13 元，中高档为 7-9 元，主流为 4-7 元，低档为低于 4 元。

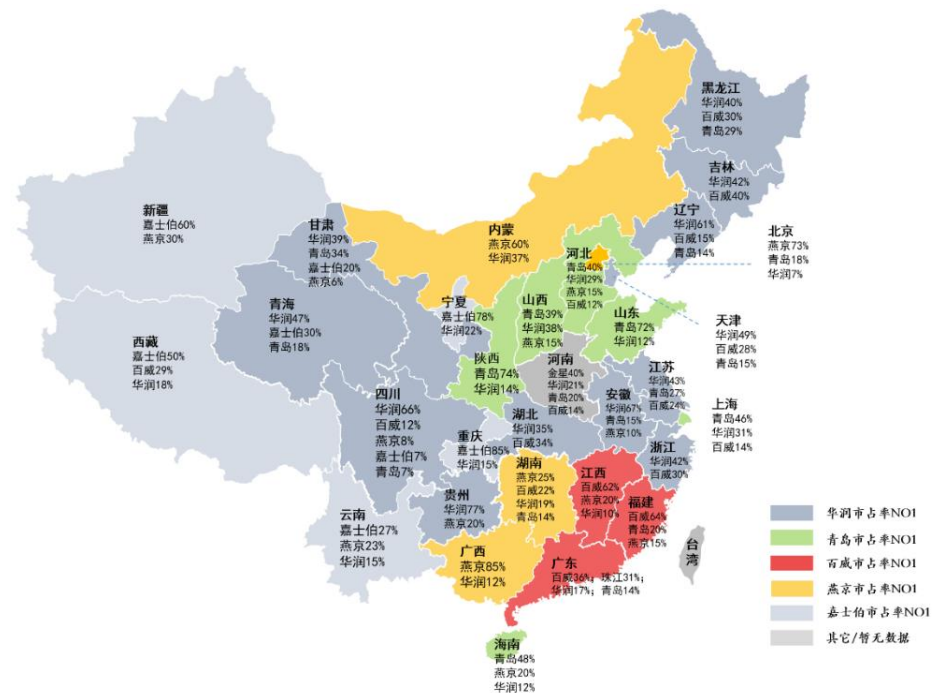
## 渠道：西部王者，坐享升级

**重组后核心市场扩充，品牌协同区域挖潜。**重啤优势市场主要在重庆、四川、湖南，此次资产重组完成后，公司核心市场将进一步扩充至新疆、宁夏、云南、广东等全国市场。2019 年重啤在重庆、四川、湖南三大市场收入分别占比 72%、20%、7%；2019 年重庆嘉酿在四川、湖南、重庆三大市场收入分别占比 69%、25%、6%。而嘉士伯拟注入资产（包括 A 包及 B 包）销售收入更加全国化，2019 年前五大市场新疆、西南、华中、华南、宁夏收入分别占比 31%、22%、17%、9%、8%。重组完成后，凭借整合各市场已有渠道资源，公司有望进一步放大多品牌矩阵销售，深入挖掘现有销售渠道的潜力。

**西部市场份额领先，有望持续享受消费升级带来的福利。**资产重组完成后，公司主流市场覆盖了重庆/新疆/西藏/云南等地，考虑到西部地区将会享受更大的消费升级带来的福利，嘉士伯有望持续推动嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等中高端产品占比提升。截至 2019H1，嘉士伯中国乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 占收入比例为 23%/7%/7%。此外，我们预计公司也将逐步在强势市场推进重庆、天目湖、西夏、乌苏等本土品牌向中高端产品升级。

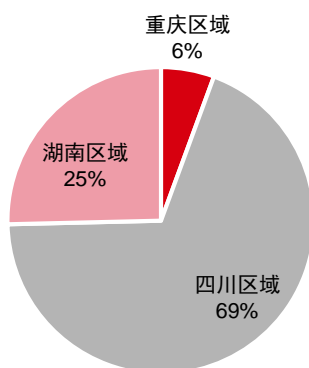
**大城市计划持续推进，目前覆盖中国近 40 个主要城市。**过去几年，嘉士伯中国运用大城市战略辐射东部及沿海核心城市，2017/2018/2019H1 嘉士伯中国覆盖的大城市数量为 9/31/36 个，大城市收入占比也从 2017 年的 7%上升至 20%。从产品矩阵来看，大城市产品结构优于公司整体，大城市乐堡、嘉士伯、凯旋 1664 分别占比 45%/10%/2%。未来资产重组完成后，结合嘉士伯“扬帆 22”战略，公司有望持续拓展大城市布局，并依托核心市场进一步下沉，实现市场的持续扩张。

图 23：中国啤酒分省市行业格局（%）



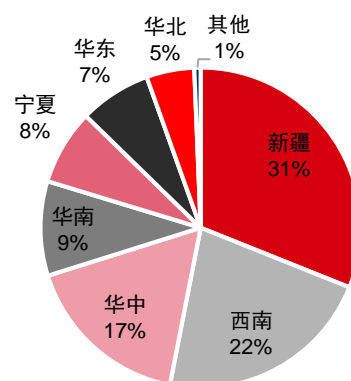
资料来源：草根调研，中信证券研究部

图 24：2019 年重庆嘉酿收入区域分布



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 25：2019 年嘉士伯拟注入资产收入区域构成（包含 A 包+B 包）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 生产：重组强化互补效应，提升产能效率

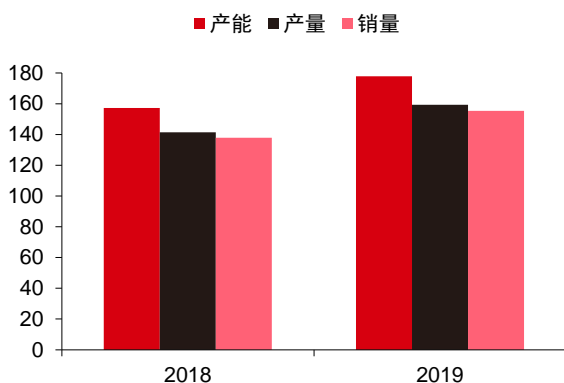
**高端化下对工厂提出了更高要求。**一方面，随着产品线高端化逐步落地，未来对工厂的产能规划及质量稳定性提出了更高要求，而部分低效小厂除了在产品品质及排产能力上面临问题外，也拖累了公司整体产能利用率。**另一方面**，由于过去啤酒 ASP 较低，对工厂依赖性强，啤酒经济配送半径在 150 公里左右，随着产品 ASP 提升及运输行业基础设施的进一步完善，覆盖半径逐步增加至 300-400 公里，也为产能集中化提供了可能。

**持续优化供应链，产效行业领先。**在嘉士伯的助力下，重啤成为了国内啤酒企业中最先推进产能优化的企业之一。①重啤较早开始推进工厂调整，从 2015 年前 23 家工厂，逐步调整关闭，目前重啤共有 13 家控股啤酒厂和 1 家参股啤酒厂。②公司持续推进生产卓

越化项目，持续提升生产供应链运营效率。

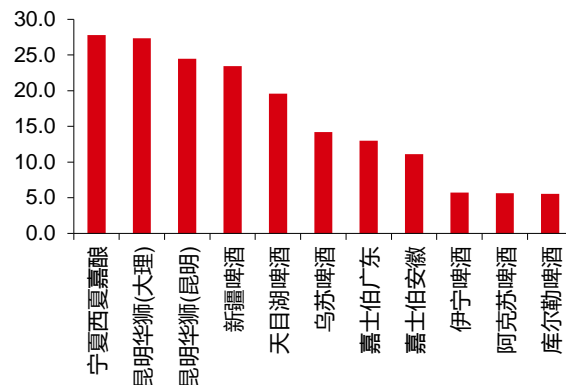
**重组望强化产能互补，提升运营效率。**此次重组，嘉士伯拟注入资产包括 11 家啤酒厂，主要分布于新疆、云南、宁夏、广东、江苏、安徽，与重啤旗下主要位于重庆、四川、湖南的工厂形成互补效应，扩大公司采购、生产、物流等供应网络，在实现全国市场联动，为集中采购、产能及产品调配带来更大灵活性，进一步优化产能利用率。

图 26：2018-2019 年嘉士伯拟注入资产产能/产量/销量（万千升）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 27：2019 年嘉士伯拟注入资产各工厂实际产能（万千升）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 高端化红利持续释放，长期关注高端市场格局演变

若资产重组完成，中短期内，我们认为重啤有望借力突出的品牌矩阵优势，在“扬帆 22”战略指引下，持续以大城市为基础进行辐射下沉，实现全产品&全渠道布局渗透，把握行业高端化红利，实现较为靓丽的业绩表现。长期看，国内啤酒龙头公司纷纷确立高端化发展战略，从品牌/渠道/生产等多方面积极调整优化，长期关注国内高端市场格局演变。

**产品结构升级延续，高端&超高端品牌占比有望提升。**根据公司公告预测，2021-2024 年嘉士伯注入资产 A 包主营收入预计复合增速达 5.6%。收入增速高于 5.6%的品牌中，乌苏（+7.5%）定位主流至高端，其余均为高端及超高端品牌，包括凯旋 1664（6.3%）、风花雪月（8.4%）、京 A（14.3%）、风花雪月特酿（13.8%）、布鲁克林（22.8%）、格林堡（29.5%）。未来高端及超高端销售占比望持续提升。

表 10：嘉士伯注入资产 A 包未来销售收入预测（单位：万元）

品牌	2021E	2022E	2023E	2024E	2021-2024 年 CAGR
乌苏	309,732	339,591	362,480	384,546	7.5%
乐堡	200,918	211,690	221,302	230,798	4.7%
大理	89,582	94,460	98,645	102,005	4.4%
凯旋 1664	80,184	85,419	90,903	96,265	6.3%
嘉士伯	79,115	81,552	83,562	86,017	2.8%
天目湖	14,945	14,566	13,894	13,249	-3.9%
风花雪月	10,813	11,913	12,866	13,766	8.4%
新疆	10,094	10,094	10,094	10,094	0.0%
怡乐仙地	3,876	4,040	4,159	4,221	2.9%



品牌	2021E	2022E	2023E	2024E	2021-2024 年 CAGR
山城	3,624	3,296	2,996	2,722	-9.1%
京 A	2,216	2,692	3,056	3,313	14.3%
风花雪月特酿	1,710	2,031	2,279	2,522	13.8%
布鲁克林	994	1,281	1,562	1,838	22.8%
格林堡	812	1,101	1,436	1,764	29.5%
保斯达	240	245	249	254	2.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

啤酒行业低迷，产品升级不达预期，资产注入不及预期。

## ■ 投资建议

目前嘉士伯资产注入方案（草案）已经获得董事会通过。若此次重组完成，短期看，交易完成后望直接增厚公司业绩；中长期看，随着嘉士伯优质资产注入，公司有望凭借突出的品牌矩阵优势，持续推进西部市场升级以及全国大城市战略落地，把握行业高端化发展红利，实现业绩持续增长。考虑到资产重组尚未完成，维持公司 2020/2021/2022 年 EPS 预测 1.09/1.26/1.40 元，维持公司 EBITDA 预测 8.2/8.6/9.5 亿元，维持“买入”评级。

表 11：盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,467	3,582	3,607	4,125	4,421
营业收入增长率	9%	3%	1%	14%	7%
净利润(百万元)	404	657	526	610	680
净利润增长率	23%	63%	-20%	16%	11%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.83	1.36	1.09	1.26	1.40
毛利率%	40%	42%	42%	43%	44%
PE	108	66	82	71	64

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 11 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,467	3,582	3,607	4,125	4,421
营业成本	2,083	2,089	2,109	2,357	2,486
毛利率	39.93%	41.69%	41.54%	42.87%	43.77%
营业税金及附加	280	270	263	305	336
销售费用	455	492	447	536	562
营业费用率	13.13%	13.74%	12.40%	13.00%	12.70%
管理费用	154	162	175	177	186
管理费用率	4.44%	4.52%	4.85%	4.30%	4.20%
财务费用	18	9	(6)	(12)	(14)
财务费用率	0.52%	0.26%	-0.17%	-0.30%	-0.32%
投资收益	72	79	71	73	75
营业利润	480	658	690	803	896
营业利润率	13.86%	18.36%	19.12%	19.46%	20.26%
营业外收入	4	171	15	15	15
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	482	827	703	816	909
所得税	61	99	105	122	136
所得税率	12.65%	11.94%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	17	72	72	83	93
归属于母公司股东的净利润	404	657	526	610	680
净利率	11.65%	18.34%	14.57%	14.79%	15.38%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	482	827	703	816	909
所得税支出	-61	-99	-105	-122	-136
折旧和摊销	174	174	125	135	145
营运资金的变化	141	-132	-113	-19	14
其他经营现金流	9	-65	-17	-46	-40
经营现金流合计	744	706	592	763	892
资本支出	-144	-129	-110	-110	-110
投资收益	72	79	71	73	75
其他投资现金流	54	28	-4	-5	-7
投资现金流合计	-18	-22	-43	-42	-42
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-387	-678	-678	-554	-619
其他融资现金流	-61	280	6	12	14
融资现金流合计	-449	-398	-672	-542	-605
现金及现金等价物净增加额	278	285	-122	179	245

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	967	1,254	1,132	1,310	1,555
存货	337	364	418	467	473
应收账款	67	58	51	76	72
其他流动资产	116	41	109	90	87
流动资产	1,486	1,717	1,709	1,943	2,187
固定资产	1,235	1,152	1,117	1,071	1,016
长期股权投资	186	246	246	246	246
无形资产	254	246	246	246	246
其他长期资产	137	153	157	162	169
非流动资产	1,811	1,797	1,766	1,726	1,677
资产总计	3,298	3,514	3,474	3,669	3,864
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	425	448	478	507	543
其他流动负债	1,314	1,063	1,073	1,099	1,105
流动负债	1,739	1,510	1,551	1,606	1,649
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	396	493	493	493	493
非流动性负债	396	493	493	493	493
负债合计	2,136	2,003	2,043	2,099	2,141
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	1,145	1,419	1,267	1,323	1,383
少数股东权益	17	93	164	248	340
股东权益合计	1,162	1,511	1,431	1,570	1,723
负债股东权益总计	3,298	3,514	3,474	3,669	3,864

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	9.19%	3.30%	0.71%	14.35%	7.18%
营业利润增长率	43.67%	36.87%	4.87%	16.42%	11.59%
净利润增长率	22.62%	62.61%	-19.99%	16.11%	11.40%
毛利率	39.93%	41.69%	41.54%	42.87%	43.77%
EBITDA Margin	19.08%	28.02%	22.59%	20.74%	21.42%
净利率	11.65%	18.34%	14.57%	14.79%	15.38%
净资产收益率	35.28%	46.30%	41.49%	46.14%	49.16%
总资产收益率	12.25%	18.69%	15.13%	16.64%	17.59%
资产负债率	64.77%	56.99%	58.81%	57.20%	55.41%
所得税率	12.65%	11.94%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	95.84%	103.14%	105.50%	101.49%	103.38%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。