

重庆啤酒 (600132.SH)

高端化推动量价齐升，盈利能力改善

事件: 公司发布 2020 年业绩快报。2020 年公司备考报表收入 109.46 亿元，同比+7.18%；营业利润 19.67 亿元，同比+20.9%；归母净利润 8.41 亿元，同比+6.17%；扣非归母净利润 6.51 亿元，同比+6.44%。

全年量价齐升，高端化战略稳步推进。 公司 2020 年备考收入同比+7.2%，其中销量同比+3%，吨酒价同比+4%。在疫情影响下，全国啤酒销量同比下降约 7%，公司实现逆势增长，我们预计主要源于乌苏疆外市场销量大幅增长贡献。乌苏品牌自 2019 年以来在社交媒体传播效应下在疆外市场快速增长，进入烧烤店、新疆餐厅等渠道。此外公司持续实施产品高端化战略，高档及以上产品销量结构占比持续增加，叠加乌苏 2020 年初在疆外市场提价，公司 2020 年吨酒价同比+4%左右。

营业利润率提升，所得税税率提高影响归母净利润增速。 公司 2020 年备考营业利润同比+20.9%，营业利润率同比+2.1pct 至 18%，盈利能力改善。主要原因包括：1) 高端化战略持续推进，产品结构改善；2) 公司积极开展生产卓越化、运营成本管理项目，推动节能增效；3) 国家阶段性减免企业社会保险费政策降低人工成本；4) 疫情影响下广告及市场费用投放减少。但由于备考利润表 2019 年所得税税率为 14.4%，2020 年所得税税率为 23.4%，使得归母净利润同比增速为 6.2%。我们预计所得税率较 2019 年提升的原因包括：1) 公司在西部地区享受西部大开发战略税收优惠政策，2020 年西部以外地区业绩增长较快；2) 由于公司 2019 年受到此前关闭工厂带来的抵税影响，而此影响在 2020 年及以后逐步消除。

拆分来看: 重啤重组前口径 2020 年扣非净利润 4.74 亿元，扣除重组一次性中介费用影响后为 5.19 亿，同比+17.1%；单 Q4 扣非净利润为 0.42 亿元，同比+5.3%。2020 年嘉士伯拟注入资产扣非净利润约 7.5 亿元，同比+5%。备考非经常损益 1.9 亿，还原口径 3.7 亿，主要来自于新疆医保政策变更增加利润 1.96 亿元，处置工厂收益 1.2 亿元，以及政府补助和结构性存款收益。

盈利预测: 考虑公司未来 2-3 年仍会继续推进乌苏品牌销售广度和深度，继续实施高端化战略、推进大城市计划，我们预计公司收入保持较快增长，2021/22 年分别为 125.8/144.1 亿元。考虑未来公司所得税率逐步趋近 25%，我们略下调归母净利润，预计 2021/22 年归母净利润分别为 9.1/11.1 亿元，同比+8.6%/21.9%。当前市值对应 2021/22 年 PE 为 74.7/61.3x，维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复影响动销；原材料价格波动；测算和假设具有不确定性。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,467	3,582	10,946	12,577	14,414
增长率 yoy (%)	9.2	3.3	7.2	14.9	14.6
归母净利润(百万元)	404	657	841	913	1,113
增长率 yoy (%)	22.6	62.6	28.0	8.6	21.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.83	1.36	1.74	1.89	2.30
净资产收益率(%)	36.3	48.2	66.2	46.9	39.6
P/E(倍)	168.8	103.8	81.1	74.7	61.3
P/B(倍)	59.54	48.06	43.10	33.50	25.53

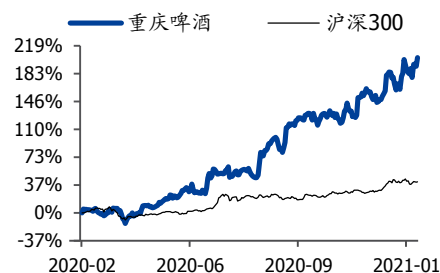
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	140.87
总市值(百万元)	68,177.02
总股本(百万股)	483.97
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.32

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《重庆啤酒 (600132.SH): 资产注入完成, 高端化推动盈利能力改善》2021-01-30
- 2、《重庆啤酒(600132.SH)G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 3、《重庆啤酒 (600132.SH): 产品结构持续升级, 扣非净利润稳健增长》2020-10-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1486	1717	6386	4096	10022
现金	967	1254	4444	3480	7924
应收票据及应收账款	67	58	307	80	331
其他应收款	82	21	135	45	161
预付账款	11	12	58	20	64
存货	337	364	1435	463	1534
其他流动资产	23	7	7	7	7
非流动资产	1811	1797	1987	2144	2027
长期投资	186	246	367	417	467
固定资产	1235	1152	1190	1337	1196
无形资产	254	246	234	223	211
其他非流动资产	137	153	196	167	152
资产总计	3298	3514	8373	6240	12049
流动负债	1739	1510	5411	1963	6086
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	425	448	1802	694	2125
其他流动负债	1314	1063	3609	1269	3961
非流动负债	396	493	493	493	493
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	396	493	493	493	493
负债合计	2136	2003	5904	2456	6578
少数股东权益	17	93	887	1749	2801
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	710	952	1115	1293	1509
归属母公司股东权益	1145	1419	1582	2035	2670
负债和股东权益	3298	3514	8373	6240	12049

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	744	706	4083	-211	4972
净利润	421	729	1635	1775	2165
折旧摊销	174	174	131	153	167
财务费用	18	9	35	57	74
投资损失	-72	-79	-139	-68	-68
营运资金变动	141	-132	2426	-2122	2640
其他经营现金流	62	5	-5	-5	-5
投资活动现金流	-18	-22	-176	-236	23
资本支出	144	129	69	107	-167
长期投资	21	18	-121	0	-50
其他投资现金流	146	126	-228	-129	-194
筹资活动现金流	-449	-398	-715	-517	-552
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-449	-398	-715	-517	-552
现金净增加额	278	285	3191	-964	4444

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3467	3582	10946	12577	14414
营业成本	2083	2089	5217	5882	6589
营业税金及附加	280	270	777	880	1009
营业费用	455	492	2430	2767	3171
管理费用	154	162	608	629	692
研发费用	0	0	109	126	115
财务费用	18	9	35	57	74
资产减值损失	93	-22	33	38	43
其他收益	17	28	90	60	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	72	79	139	68	68
资产处置收益	8	14	5	5	5
营业利润	480	658	1971	2332	2844
营业外收入	4	171	196	6	6
营业外支出	2	1	33	2	2
利润总额	482	827	2134	2336	2848
所得税	61	99	499	561	684
净利润	421	729	1635	1775	2165
少数股东损益	17	72	794	862	1052
归属母公司净利润	404	657	841	913	1113
EBITDA	627	964	2180	2369	2844
EPS (元)	0.83	1.36	1.74	1.89	2.30

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.2	3.3	7.2	14.9	14.6
营业利润(%)	43.7	36.9	199.8	18.3	22.0
归属于母公司净利润(%)	22.6	62.6	28.0	8.6	21.9
获利能力					
毛利率(%)	39.9	41.7	52.3	53.2	54.3
净利率(%)	11.7	18.3	7.7	7.3	7.7
ROE(%)	36.3	48.2	66.2	46.9	39.6
ROIC(%)	22.2	36.5	76.0	66.9	64.5
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	57.0	70.5	39.4	54.6
净负债比率(%)	-28.2	-50.7	-160.4	-79.2	-136.0
流动比率	0.9	1.1	1.2	2.1	1.6
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.8	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.8	1.7	1.6
应收账款周转率	73.9	57.2	60.0	65.0	70.0
应付账款周转率	4.5	4.8	4.6	4.7	4.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.36	1.74	1.89	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.46	8.44	-0.44	10.27
每股净资产(最新摊薄)	2.37	2.93	3.27	4.20	5.52
估值比率					
P/E	168.8	103.8	81.1	74.7	61.3
P/B	59.5	48.1	43.1	33.5	25.5
EV/EBITDA	108.3	70.0	29.9	28.2	22.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com