

2021年02月07日

20年顺利收官，新重啤破浪前行

重庆啤酒(600132)

事件概述

公司发布业绩快报，2020年备考收入109.5亿元，同比+7.18%；备考归母净利润8.4亿元，同比+6.17%；备考扣非归母净利润6.5亿元，同比+6.44%。

分析判断：

▶ 嘉士伯国内收入破百亿，20年逆势量价齐升

备考的收入基本代表嘉士伯在国内的业绩规模情况。20年在面临疫情的挑战和不确定下，整个嘉士伯积极应对，从Q2开始持续反弹，全年备考收入增长7.2%，其中量增3%，平均吨价增长4%，逆势实现量价齐升，中国市场在嘉士伯全球各地区业务中表现同样亮眼。

公司备考收入的逆势增长主要得益于乌苏省外品牌分销的快速增长、公司优质品牌组合的稳步增长以及大城市计划的持续推进。具体来看，公司紧抓乌苏全国化的机遇快速推进省外分销，通过渠道渗透和品牌宣传相结合的方式持续强化乌苏大单品属性，2020年乌苏销量增长在20%以上；同时丰富的品牌组合一直是公司重要的竞争力，2020年以高端化为主的品牌组合同样实现快速增长，其中乐堡、1664等表现亮眼；公司大城市计划战略下已进入30多个大城市，有针对性的进行高端化、市场化投放，2020年持续推进，未来也将是嘉士伯在国内市场发展的核心战略和打法。

▶ 利润稳健增长，持续推进精益管理

公司2020年备考归母净利润同比+6.2%，虽处于并购年，综合主业发展和并购影响后利润依旧实现稳健增长。同时，公司备考营业利润同比+20.9%，利润总额+18.9%，主业盈利增长亮眼。公司主业盈利增长主要得益于：1)公司持续推进高端化战略，高档及以上产品销量结构占比持续增加，产品结构持续优化；2)公司积极开展生产卓越化项目和运营成本管理项目，推进精益管理，节约成本费用；3)疫情影响下，受国家阶段性减免企业社会保险费政策的影响，公司减少了人工成本支出；4)疫情期间公司减少广告及市场费用的投放。

▶ 破浪前行、极速共赢，嘉士伯扬帆起航

公司资产重组事宜已顺利完成，21年将是重啤全新的一年，我们将不仅关注嘉士伯体系内重啤BU的业务发展情况，我们将更关心整个嘉士伯在国内的战略和发展。嘉士伯中国21年提出了“破浪前行、极速共赢”的战略方向，在嘉士伯高端化的大方向下，结合嘉士伯10余个高端产品组合的优势，进一步优化产品结构，提升重啤在啤酒行业特别是中高端啤酒领域的竞争力，进而提升盈利能力，实现可持续发展。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	140.87
股票代码：	600132
52周最高价/最低价：	142.21/40.83
总市值(亿)	681.77
自由流通市值(亿)	681.77
自由流通股数(百万)	483.97



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

相关研究

- [华西食品]重庆啤酒(600132)点评报告：结构升级持续推进，主业盈利水平稳健增长 1025
2020.10.26
- [华西食品]重庆啤酒(600132)动态报告：资产注入方案超预期，新重啤扬帆远航
2020.09.14
-

盈利预测

考虑资产注入影响,我们调整了盈利预测,其中20年为法定披露口径,21年为业绩备考口径。我们预计公司2020-2022年收入分别为109.5/121.5/131.5亿元,同比+205.6%/+11.0%/+8.2%,上次预测同比增长+0.7%/+206.4%/+8.1%;归母净利润分别为10.8/10.0/11.6亿元,同比+64.0%/-7.6%/+16.8%,上次预测同比-6.2%/+67.6%/+14.9%;EPS分别为2.23元/2.06元/2.40元,当前股价对应估值分别为63/68/59倍,维持买入评级。

注:在法定披露数据口径下,根据《企业会计准则第33号-合并财务报表》,公司向控股子公司重庆嘉酿注入资产对应的业绩在2019年度和2020年度仍按原享有比例(100%) (而不是公司对重庆嘉酿的持股比例51.42%)计入归属于上市公司股东的净利润。2021年度起,该业绩将按公司对重庆嘉酿的持股比例(51.42%)计入归属于上市公司股东的净利润。

风险提示

疫情影响超预期、行业竞争加剧、原材料成本上升

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,467	3,582	10,946	12,150	13,150
YoY (%)	9.2%	3.3%	205.6%	11.0%	8.2%
归母净利润(百万元)	404	657	1,077	996	1,163
YoY (%)	22.6%	62.6%	64.0%	-7.6%	16.8%
毛利率 (%)	39.9%	41.7%	41.6%	48.0%	48.3%
每股收益(元)	0.83	1.36	2.23	2.06	2.40
ROE	35.3%	46.3%	43.2%	28.5%	25.0%
市盈率	168.76	103.78	63.27	68.48	58.62

资料来源:wind、华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,582	10,946	12,150	13,150	净利润	729	1,749	1,810	2,115
YoY (%)	3.3%	205.6%	11.0%	8.2%	折旧和摊销	174	100	267	253
营业成本	2,089	6,392	6,318	6,799	营运资金变动	-132	2,159	2,802	-159
营业税金及附加	270	821	911	986	经营活动现金流	706	3,602	4,628	1,944
销售费用	492	1,723	2,552	2,630	资本开支	-107	149	-3,165	-78
管理费用	162	493	547	579	投资	18	98	-52	-52
财务费用	9	11	-22	-17	投资活动现金流	-22	466	-2,974	133
资产减值损失	-22	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	79	219	243	263	债务募资	0	100	900	-500
营业利润	658	1,966	2,051	2,397	筹资活动现金流	-398	98	878	-530
营业外收支	170	167	6	6	现金净流量	285	4,166	2,532	1,547
利润总额	827	2,133	2,057	2,403	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	99	384	247	288	成长能力				
净利润	729	1,749	1,810	2,115	营业收入增长率	3.3%	205.6%	11.0%	8.2%
归属于母公司净利润	657	1,077	996	1,163	净利润增长率	62.6%	64.0%	-7.6%	16.8%
YoY (%)	62.6%	64.0%	-7.6%	16.8%	盈利能力				
每股收益	1.36	2.23	2.06	2.40	毛利率	41.7%	41.6%	48.0%	48.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	20.3%	16.0%	14.9%	16.1%
货币资金	1,254	5,419	7,952	9,498	总资产收益率 ROA	18.7%	12.7%	7.0%	7.3%
预付款项	12	32	82	82	净资产收益率 ROE	46.3%	43.2%	28.5%	25.0%
存货	364	876	519	652	偿债能力				
其他流动资产	87	517	1,146	1,180	流动比率	1.14	1.48	1.25	1.47
流动资产合计	1,717	6,844	9,700	11,412	速动比率	0.89	1.28	1.17	1.38
长期股权投资	246	146	196	246	现金比率	0.83	1.17	1.03	1.22
固定资产	1,152	1,072	2,905	2,752	资产负债率	57.0%	61.6%	64.6%	54.9%
无形资产	246	251	601	606	经营效率				
非流动资产合计	1,797	1,639	4,619	4,528	总资产周转率	1.02	1.29	0.85	0.82
资产合计	3,514	8,483	14,319	15,940	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.36	2.23	2.06	2.40
应付账款及票据	448	1,313	606	596	每股净资产	2.93	5.16	7.21	9.62
其他流动负债	1,063	3,317	7,150	7,166	每股经营现金流	1.46	7.44	9.56	4.02
流动负债合计	1,510	4,630	7,755	7,762	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	100	1,000	500	估值分析				
其他长期负债	493	493	493	493	PE	103.78	63.27	68.48	58.62
非流动负债合计	493	593	1,493	993	PB	17.73	13.49	9.65	7.24
负债合计	2,003	5,223	9,248	8,754					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	93	764	1,579	2,530					
股东权益合计	1,511	3,261	5,071	7,185					
负债和股东权益合计	3,514	8,483	14,319	15,940					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。