

20年稳健收官，新重啤破浪前行

重庆啤酒(600132)

事件概述

公司发布年报，2020年实现营业收入109.42亿元，同比+7.14%；归母净利润10.77亿元，同比+3.26%；EPS 2.23元。

分析判断：

▶ 资产注入终落地，百亿重啤重新出发

公司2020年履行了解决潜在同业竞争问题的承诺，年内完成了重大资产重组，将嘉士伯在中国控制的优质啤酒资产注入到了上市公司，公司成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台。注入完成后重啤的资产和营收均达到百亿级别，公司的行业竞争力进一步提升，在市场渠道、品牌组合、供应网络和营销推广等多维度综合实力提升，在国内啤酒高端化进程中优势进一步凸显，提升盈利能力，实现可持续发展。

▶ 高端产品快速增长，产品结构不断优化

20年在全行业面临疫情的巨大冲击下，公司采取了一系列举措，应对疫情的影响，并抢抓了疫情后市场反弹机遇，实现了量价齐升，带动收入同比增长7.14%，达到109.42亿元。

拆分量价来看，公司去年啤酒总销量达到242.36万千升，同比提升3.3%，远高于行业平均增速(-7.04%)；吨价达到4514.8元，同比提升3.7%，位列国内啤酒企业前列。分档次来看，以乌苏、嘉士伯、1664为代表的高档啤酒表现亮眼，收入和销量分别同比+26.28%和+30.40%，收入占比提升至29.8%；主流产品收入与去年同期基本持平；经济型产品小幅下滑，主因餐饮渠道受疫情影响较大。分品牌来看，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，本土品牌产品受益于乌苏等产品的爆发，收入同比+12.34%，国际品牌小幅下滑2.05%。分区域来看，公司从区域型啤酒企业变为全国性啤酒企业，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，并覆盖全国各地，西北区/中区/南区分别实现营业收入33.5/46.8/26.0亿元，分别同比+8.76%/+4.37%/+9.12%，各区域均衡发展。

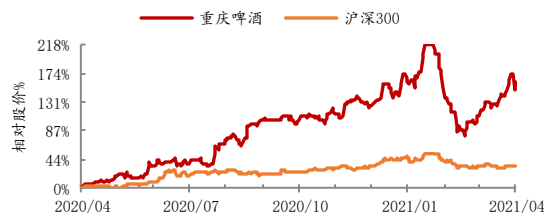
▶ 推动精益管理，实现稳健经营

公司毛利率和净利率分别为50.6%和9.8%，分别较去年同期-0.3和-0.4pct，并购年整体经营依旧稳健，归母净利润同比提升3.3%。

具体来看，公司啤酒业务实现毛利率51.88%，与去年同期基本持平，公司积极开展生产卓越化项目，成本控制能力不断提升。费用端来看，公司销售费用率和管理费用率分别为21.1%和6.3%，分别较同期-1.3和+1.2pct，销售费用率下降主因疫情期间取消部分营销推广项目，管理费用率提升主因资产重组项目相关费用和员工成本增加，公司持续推进精益管理，费用控制能力较强。综合来看，得益于公司优秀的成本和运营管理能力，利

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：	132.4
股票代码：	600132
52周最高价/最低价：	164.4/51.41
总市值(亿)	640.78
自由流通市值(亿)	640.78
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：20年顺利收官，新重啤破浪前行-0207
2021.02.07
- [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

润实现稳健增长，盈利能力继续行业领先。

▶ 破浪前行、极速共赢，嘉士伯扬帆起航

21 年作为“扬帆 22”战略实现的重要一年，也是并购完成后的第一年，预计公司业务仍将稳健增长，不断提升在啤酒行业的竞争力。嘉士伯中国 21 年提出了“破浪前行、极速共赢”的战略方向，以嘉士伯“本地强势品牌+国际高端品牌”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，预计啤酒销量和收入将实现中高个位数增长。渠道端继续推进“大城市计划”，深化大城市全渠道拓展，加强经销商能力建设，提升运营效率。长期来看，公司是国内啤酒高端化成长新阶段的重要参与者，将不断强化自身优势，提升市场占有率，进而提升整体盈利能力。

盈利预测

参考最新披露的年报，我们调整了盈利预测。预计 21-23 年收入增速分别为+10.0%/+8.2%/+7.0%，上次预测 21 和 22 年收入增速分别为+11.0%/+8.2%；归母净利润分别为 10.88/12.75/14.64 亿元，分别同比+1.0%/+17.1%/+14.8%，上次预测 21 和 22 年利润增速分别为-7.6%/+14.8%；EPS 分别为 2.25/2.63/3.02 元；当前股价对应估值分别为 59/50/44，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,212	10,942	12,036	13,023	13,934
YoY (%)	194.5%	7.1%	10.0%	8.2%	7.0%
归母净利润(百万元)	1,043	1,077	1,088	1,275	1,464
YoY (%)	158.2%	3.3%	1.0%	17.1%	14.8%
毛利率 (%)	50.9%	50.6%	50.5%	50.8%	51.0%
每股收益 (元)	2.15	2.23	2.25	2.63	3.02
ROE	73.5%	184.0%	65.0%	43.2%	33.2%
市盈率	61.44	59.51	58.89	50.27	43.78

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,942	12,036	13,023	13,934	净利润	1,752	1,978	2,317	2,661
YoY (%)	7.1%	10.0%	8.2%	7.0%	折旧和摊销	414	20	20	20
营业成本	5,404	5,958	6,407	6,828	营运资金变动	1,809	-86	-241	288
营业税金及附加	762	843	912	975	经营活动现金流	3,690	1,647	1,808	2,659
销售费用	2,304	2,503	2,605	2,648	资本开支	-519	-28	-51	-4
管理费用	684	662	651	655	投资	-2,335	-2	-2	-2
财务费用	6	6	5	-1	投资活动现金流	-2,805	211	208	273
资产减值损失	-70	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	180	241	260	279	债务募资	890	100	100	100
营业利润	1,964	2,366	2,769	3,178	筹资活动现金流	-588	83	79	75
营业外收支	167	18	23	28	现金净流量	297	1,941	2,095	3,007
利润总额	2,131	2,384	2,792	3,206	主要财务指标				
所得税	378	405	475	545	成长能力				
净利润	1,752	1,978	2,317	2,661	营业收入增长率	7.1%	10.0%	8.2%	7.0%
归属于母公司净利润	1,077	1,088	1,275	1,464	净利润增长率	3.3%	1.0%	17.1%	14.8%
YoY (%)	3.3%	1.0%	17.1%	14.8%	盈利能力				
每股收益	2.23	2.25	2.63	3.02	毛利率	50.6%	50.5%	50.8%	51.0%
资产负债表 (百万元)					净利率率	16.0%	16.4%	17.8%	19.1%
货币资金	1,956	3,897	5,991	8,998	总资产收益率 ROA	11.2%	9.3%	8.8%	8.3%
预付款项	23	30	83	82	净资产收益率 ROE	184.0%	65.0%	43.2%	33.2%
存货	1,421	1,469	1,439	1,497	偿债能力				
其他流动资产	258	263	879	944	流动比率	0.53	0.82	1.15	1.50
流动资产合计	3,658	5,659	8,393	11,521	速动比率	0.32	0.60	0.94	1.29
长期股权投资	197	197	197	197	现金比率	0.28	0.57	0.82	1.17
固定资产	3,233	3,263	3,293	3,323	资产负债率	83.7%	69.5%	59.5%	51.7%
无形资产	588	593	598	603	经营效率				
非流动资产合计	5,938	5,990	6,072	6,114	总资产周转率	1.14	1.03	0.90	0.79
资产合计	9,595	11,648	14,465	17,635	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.23	2.25	2.63	3.02
应付账款及票据	1,940	1,795	1,755	1,871	每股净资产	1.21	3.46	6.09	9.12
其他流动负债	4,972	5,091	5,530	5,823	每股经营现金流	7.62	3.40	3.74	5.49
流动负债合计	6,912	6,886	7,286	7,694	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	365	465	565	665	估值分析				
其他长期负债	750	750	750	750	PE	59.51	58.89	50.27	43.78
非流动负债合计	1,115	1,215	1,315	1,415	PB	98.39	38.29	21.74	14.52
负债合计	8,027	8,101	8,600	9,109					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	984	1,874	2,917	4,114					
股东权益合计	1,569	3,547	5,865	8,526					
负债和股东权益合计	9,595	11,648	14,465	17,635					

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。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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。