

重庆啤酒 (600132)

公司研究/调研报告

资产重组顺利完成，经营业绩稳健增长

——重庆啤酒 (600132) 2020 年年报点评

公司调研报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 28 日

一、事件概述

4 月 27 日公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 109.42 亿元，同比+7.14%；实现归母净利润 10.77 亿元，同比+3.26%；基本 EPS 为 2.23 元。

二、分析与判断

➤ 资产重组顺利完成，2020 年业绩实现稳健增长，产品高端化持续推进

2020 年公司实现营收/归母净利润 109.42/10.77 亿元，同比分别+7.14%/+3.26%；合 20Q4 实现营收/归母净利润 78.34/6.16 亿元，同比分别+9.00%/+37.17%。2020 年，大股东嘉士伯于 12 月中旬完成了重庆啤酒重大资产重组，将嘉士伯中国区的优质啤酒资产注入重庆啤酒。总体看，公司在嘉士伯“扬帆 22”战略指引下，以“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合为依托，持续推进产品高端化。本地品牌方面，公司重点推进乌苏啤酒走向全国，并通过国宾醇麦、重庆纯生等产品推进高端化。国际品牌方面，公司围绕乐堡、嘉士伯、1664、特色及精酿啤酒等产品开拓市场。尽管 20Q1 疫情对经营冲击较为明显，在上述经营手段下，收入仍实现小幅增长；受益于产品高端化的持续推进，净利润同比小幅增长。

分产品看，2020 年高档/主流/经济产品分别实现营收 32.63/59.12/14.50 亿元，同比分别+26.28%/+0.72%/-2.58%。国际/本土品牌分别实现营收 37.08/69.18 亿元，同比分别-2.05%/+12.34%。高档产品保持较快增长，带动整体产品矩阵推进高端化；本土品牌收入实现较快增长，国际品牌收入小幅下滑。

从销量和均价看，2020 年高档/主流/经济产品分别销售 47.09/145.97/49.30 万千升，同比分别+30.40%/-0.71%/-4.26%，实现销售均价 6929/4050/2942 (元/千升)，同比分别-3.16%/+1.44%/+1.75%。高档产品销量出现明显增长，主流、经济产品销量小幅下滑；高档产品均价小幅下滑，主流、经济产品均价小幅上涨。国际/本土品牌分别销售 63.93/178.43 万千升，同比分别-0.72%/+4.82%，实现销售均价 5800/3877 (元/千升)，同比分别-1.34%/+7.17%。本土品牌量价齐升，增长势头好于国际品牌。

分地区看，2020 年西北区/中区/南区分别实现收入 33.48/46.78/25.99 亿元，同比分别+8.76%/+4.37%/+9.12%。各地区收入增速较为平衡。2020 年末西北区/中区/南区分别拥有经销商 1314/1885/708 家，同比+2.50%/+1.02%/-3.15%，渠道较为稳定。

➤ 注入产品定位更高提升毛利率水平，同口径下毛利率同比稳定

2020 年公司销售毛利率为 50.61%，同比+8.92ppt (20Q4 为 53.86%，同比+12.66%)，原因是嘉士伯中国啤酒资产中产品定位更高，毛利率较 2019 年大幅提升。同口径下，2020 年高档/主流/经济产品毛利率分别为 67.70%/46.57%/37.93%，同比分别-2.51ppt/-0.81ppt/+0.02ppt，毛利率水平大致稳定。

2020 年期间费用率为 28.14%，同比+9.62ppt (20Q4 为 32.86%，同比+10.51ppt)。其中销售费用率为 21.06%，同比+7.32ppt (20Q4 为 25.20%，同比+9.71ppt)，原因是销量上升带来的运费增加。管理费用率为 6.25%，同比+1.73ppt (20Q4 为 6.53%，同比+0.13ppt)，原因是受 2020 年资产重组项目相关费用影响及员工成本增加。研发费用率为 0.77%，同比+0.77ppt (20Q4 为 1.07%，同比+1.07ppt)。财务费用率为 0.06%，同比-0.20ppt (20Q4 为 0.05%，同比-0.40ppt)。

推荐

维持评级

当前价格：**132.40 元**

交易数据	2020-4-27
近 12 个月最高/最低	162/50.98
总股本 (百万股)	483.97
流通股本 (百万股)	483.97
流通股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	640.78
流通市值 (亿元)	640.78

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 重庆啤酒 (600132) 2020 年三季报
点评：旺季动销顺畅，20Q3 主业延续高速增长
2. 重庆啤酒 (600132) 2020 年半年报
点评：20Q2 经营显著回暖，关注未来长期成长性

▶ 并表完成后嘉士伯全面深化与公司合作，中长期业绩有望稳健增长

重大资产重组完成后嘉士伯与公司合作将进一步内部化，直接影响包括：(1) 2021 年关联交易金额将明显下降；(2) 嘉士伯增补在供应链及法律事务方面具有深厚背景的董事，强化对公司相关事务的管控。总体策略上，未来公司将通过市场调研等方式前瞻性地预测市场空间，并不断抢占、开拓新市场，同时兼顾经营效率；公司将持续推进国际品牌和本地品牌的高端化，从而保持业绩的稳定增长。

三、盈利预测与投资建议

预计 21-23 年公司实现收入 123.90/130.48/138.73 亿元，同比+13.2%/+5.3%/6.3%；实现归母净利润 12.06/13.18/14.58 亿元，同比+12.0%/+9.2%/+10.6%，折合 EPS 为 2.49/2.72/3.01 元，对应 PE 为 53/49/44 倍。2021 年啤酒板块整体预期估值为 54 倍，公司估值和板块平均水平基本相当。我们认为交易完成后公司生产效率将得到持续提升，未来业绩增速将有望快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情反复导致需求不及预期、原材料成本价格异常上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020*	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,942	12,390	13,048	13,873
增长率 (%)	7.14%	13.2%	5.3%	6.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,077	1,206	1,318	1,458
增长率 (%)	3.26%	12.0%	9.2%	10.6%
每股收益 (元)	2.23	2.49	2.72	3.01
PE (现价)	59.4	53.1	48.6	44.0
PB	109.5	35.5	20.5	15.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,942	12,390	13,048	13,873
营业成本	5,404	6,393	6,589	6,978
营业税金及附加	762	863	908	966
销售费用	2,304	2,856	3,098	3,266
管理费用	684	892	926	957
研发费用	84	32	45	63
EBIT	1,703	1,354	1,482	1,643
财务费用	6	7	14	40
资产减值损失	(70)	7	8	(7)
投资收益	180	110	123	138
营业利润	1,964	1,522	1,669	1,848
营业外收支	167	20	15	15
利润总额	2,131	1,542	1,684	1,863
所得税	378	274	299	331
净利润	1,752	1,268	1,385	1,532
归属于母公司净利润	1,077	1,206	1,318	1,458
EBITDA	2,117	1,903	2,172	2,526
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1956	4171	5804	7203
应收账款及票据	115	190	183	184
预付款项	23	33	34	34
存货	1421	698	1500	828
其他流动资产	65	65	65	65
流动资产合计	3658	5534	7515	8693
长期股权投资	197	307	430	568
固定资产	3233	3867	4744	5942
无形资产	588	645	743	881
非流动资产合计	5938	5886	6570	7523
资产合计	9595	11420	14085	16216
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1940	1657	1828	2083
其他流动负债	32	32	32	32
流动负债合计	6912	7456	7736	8159
长期借款	365	365	1365	2065
其他长期负债	576	576	576	576
非流动负债合计	1115	1115	2115	2815
负债合计	8027	8571	9850	10974
股本	484	484	484	484
少数股东权益	984	1045	1113	1187
股东权益合计	1569	2849	4234	5242
负债和股东权益合计	9595	11420	14085	16216

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.14%	13.2%	5.3%	6.3%
EBIT 增长率	3.26%	-20.5%	9.4%	10.9%
净利润增长率	3.26%	12.0%	9.2%	10.6%
盈利能力				
毛利率	50.6%	48.4%	49.5%	49.7%
净利润率	9.8%	9.7%	10.1%	10.5%
总资产收益率 ROA	11.2%	10.6%	9.4%	9.0%
净资产收益率 ROE	184.0%	66.9%	42.2%	36.0%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.7	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.3	0.6	0.8	0.9
资产负债率	0.8	0.8	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	2.8	4.7	4.6	4.0
存货周转天数	59.5	59.5	59.5	59.5
总资产周转率	1.7	1.2	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	2.2	2.5	2.7	3.0
每股净资产	1.2	3.7	6.4	8.4
每股经营现金流	7.6	5.3	3.9	6.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	59.4	53.1	48.6	44.0
PB	109.5	35.5	20.5	15.8
EV/EBITDA	28.6	31.4	27.1	23.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,752	1,268	1,385	1,532
折旧和摊销	484	555	698	877
营运资金变动	1,809	876	(76)	651
经营活动现金流	3,701	2,586	1,904	2,976
资本开支	519	355	1,236	1,684
投资	(2,335)	0	0	0
投资活动现金流	(2,805)	(355)	(1,236)	(1,684)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	890	0	1,000	175
筹资活动现金流	(588)	(16)	965	106
现金净流量	309	2,215	1,634	1,399

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。