



2021 年 04 月 29 日

Q1 业绩高增，经营能力傲视群雄

重庆啤酒(600132)

事件概述

公司发布一季报，Q1 实现营收 32.72 亿元，同比（重述）+56.90%；归母净利润 2.95 亿元，同比（重述后）+111.65%。

分析判断：

► Q1 量价齐升，高档产品持续高增

一季度随着疫情加速恢复，啤酒行业迎来快速回暖，公司啤酒业务实现量价齐升，收入同比高增 56.9%，其中高档产品表现十分亮眼，产品结构进一步优化。

拆分量价来看，公司 Q1 实现啤酒销量 71.11 万千升，同比+53.42%，吨价达到 4601.32 元，同比+2.2%，吨价继续行业领先，实现量价齐升。**分档次来看**，高档/主流/经济产品分别实现收入 11.1/17.6/3.5 亿元，分别同比+98.91%/51.20%/+14.05%，高档产品增长亮眼，主因乌苏、1664 等产品规模快速增长，主流和经济型产品增长主要受益于餐饮渠道恢复以及非现饮需求增加。**分区域来看**，西北区/中区/南区分别实现收入 10.5/13.8/7.9 亿元，分别同比+51.88%/72.56%/46.89%，各区域均衡发展，全市场加速恢复。

► 毛利率提升+费用率下降，盈利能力持续提升

公司 Q1 毛利率和净利率分别为 51.0%和 9.0%，分别较去年同期+6.0 和+2.3pct，规模提升和结构优化提升整体盈利能力。

具体来看，公司毛利率提升较多主因销售规模提升较多以及产品结构优化，也较好的对冲了原材料价格上涨的压力。费用端来看，公司期间费用率合计 21.2%，同比下降 2.7pct，其中销售费用率为 16.2%，与同期基本持平，费用投放节奏稳健；管理费用率为 4.2%，较去年同期下降 2.4pct，公司持续推进精益管理，费用控制能力较强；研发和财务费用率分别为 0.6%和 0.1%，维持稳健。公司 Q1 实现净利润 6.16 亿元，同比+142.7%，净利润率达到了 18.8%，经营效率行业领先。因少数股东损益影响以及扣除比例不同，公司实现归母净利润为 2.95 亿元，同比+111.65%，净利率达到了 9.0%，盈利能力持续提升。

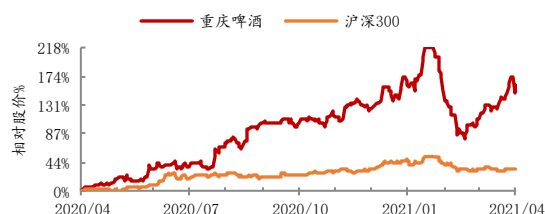
► 破浪前行、极速共赢，嘉士伯扬帆起航

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，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。

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：141.55

股票代码：600132
52 周最高价/最低价：164.4/51.7
总市值(亿)：685.06
自由流通市值(亿)：685.06
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

- 1.【华西食品】重庆啤酒点评报告：20 年稳健收官，新重啤破浪前行
2021.04.28
- 2.【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
- 3.【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

盈利预测

维持盈利预测不变，预计 21-23 年收入增速分别为 +10.0%/+8.2%/+7.0%；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%；EPS 分别为 2.25/2.63/3.02 元；当前股价对应估值分别为 63/54/47，维持买入评级。

注：21 年为法定披露口径，20 年为重述口径。法定披露口径下，重庆啤酒向控股子公司注入资产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。重述口径下，公司向控股子公司重庆嘉酿注入资产对应的业绩在 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。因此 21Q1 中少数股东占净利润比重（少数股东损益/净利润）为 52.1%，而 20Q1 为 45.0%，使得 21Q1 归母净利润同比增速相较于净利润同比增速下降较多。

因 21 和 20 年业绩披露口径的差异，21 年全年归母净利润同比都将面临少数股东损益占比差异的影响，因此我们的盈利预测中 21 年归母净利润较 20 年增幅不大，但在可比的净利润指标下，同比仍是双位数增长。

风险提示

原材料价格上涨、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	65.69	63.62	62.96	53.75	46.80

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	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	63.62	62.96	53.75	46.80
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/hxzc/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。