

2021年4月30日

**重庆啤酒 (600132) : 产品结构持续优化, Q1 业绩开门红**

食品饮料

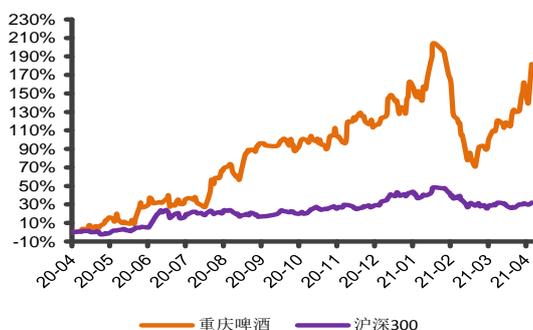
审慎推荐 (下调) 当前股价: 157.38 元

**主要财务指标 (单位: 百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10,942	12,677	14,263	15,686
(+/-)	205.5%	15.9%	12.5%	10.0%
<b>营业利润</b>	1,964	2,043	2,269	2,472
(+/-)	198.6%	4.0%	11.1%	9.0%
<b>归属母公司净利润</b>	1,077	1,141	1,372	1,573
(+/-)	63.9%	5.9%	20.3%	14.6%
<b>EPS (元)</b>	2.23	2.36	2.84	3.25
<b>市盈率</b>	70.7	66.8	55.5	48.4

**公司基本情况 (最新)**

<b>总股本/已流通股 (亿股)</b>	4.84/4.84
<b>流通市值 (亿元)</b>	726
<b>每股净资产 (元)</b>	1.82
<b>资产负债率 (%)</b>	83.7

**股价表现 (最近一年)**


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于 4 月 29 日发布 2020 年报及 2021 年一季报。2020 全年实现营业收入 109.42 亿元, 同比增长 7.14%; 实现归属于上市公司股东的净利润 10.77 亿元, 同比增长 3.26%; 实现扣非后净利润 4.74 亿元, 同比增长 6.97%; 每股收益 2.23 元。其中 Q4 单季实现营业收入 78.34 亿元, 同比增长 9%; 归母净利润 6.16 亿元, 同比增长 37.17%; 每股收益 1.27 元。2021 年一季度实现营业收入 32.72 亿元, 同比增长 56.90%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.95 亿元, 同比增长 111.65%; 每股收益 0.61 元。

● 产品结构优化, 量价齐升。2020 年, 国内啤酒行业实现啤酒总产量 3,411 万千升, 同比下降 7.04%。公司逆流而上, 啤酒销量 242.36 万千升, 同比增长 3.30%, 吨价同比增长 3.46% 至 4,384.21 元/千升, 实现了量价齐升。分产品来看, 高档产品 (人民币 10 元以上) 营收 32.62 亿元, 同比增长 26.28%, 毛利率 67.7%, 同比减少 2.51pct, 主要是原料、包材等经营成本总体仍处于上升周期; 销量同比增长 30.4% 至 47.09 万千升; 主流产品 (人民币 6-9 元) 营收 59.12 亿元, 同比增长 0.72%, 毛利率 46.57%, 同比减少 0.81pct; 经济产品 (人民币 6 元以下) 营收 14.50 亿元, 同比减少 2.58%, 毛利率 37.93%, 与去年基本持平。分品牌来看, 本土品牌 (重庆、山城、乌苏等) 营收 69.18 亿元, 同比增长 12.34%, 营收占比 65.10%; 国际品牌 (嘉士伯、乐堡、1664 等) 营收 37.08 亿元, 同比减少 2.05pct, 主要是受疫情影响, 高端餐厅夜场渠道销量减少所致。分地区来看, 西北、中部和南部分别实现营收 33.48、46.78 和 25.99 亿元, 同比+8.76%、+4.37%和+9.12%, 稳中有升。21Q1 收入、净利润同比分别+56.90%、+111.65%, 高档、主流和经济产品分别实现营收 11.08、17.60 和 3.50 亿元, 同比+98.91%、+51.20%和+14.05%, 高档和主流产品都实现了大幅增长。经营活动



现金净流入 13.14 亿，同比+661.89%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

● **销量增加致费用率提升，毛利率大幅提高。**全年期间费用率 28.91%，同比增长 10.39pct，其中销售费用率同比增长 7.32pct 致 21.06%，主要是销量上升带来运费增加；管理费用率 7.02%，同比增长 2.5pct，主要是员工成本上涨导致；财务费用率 0.06%，同比减少 0.2pct；研发费用率 0.77%，同比增长 0.77pct，主要是公司新产品研发所致。综合毛利率同比增长 8.92pct 至 50.61%，主要是高档产品占比提升所致。公司净利率同比微降 0.37pct 至 9.84%。2021Q1 期间费用率 20.53%，同比基本持平，毛利率大幅提升 20.41pct 至 51.00%，延续了 2020 年高档产品占比提升的趋势。

● **公司未来看点。**(1) 公司继续开展“扬帆 22”战略，以“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合为依托，推动销售模式的持续革新，2020 年成功上市乐堡纯生和乐堡全新电光铝瓶包装，推动高端化；(2) 2020 年 12 月中旬，公司与嘉士伯完成了重大资产重组项目，成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，销量、营业收入都实现了近 3 倍的增长，有望进一步扩大规模效应，提升盈利能力；(3) 公司加速渠道拓展和下沉，深化“大城市”计划，推进营运效率和效益；(4) 顺应疫情带来的消费者行为变化，加大电商平台合作力度，深度营销天猫旗舰店和京东旗舰店，并在 O2O 方面与美团、饿了么、京东到家等配送平台深化合作，通过线上线下一体化，在更多元的场景触达消费者。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 126.77、142.63 和 156.86 亿元，EPS 分别为 2.36、2.84 和 3.25 元，当前股价对应 PE 分别为 66.8、55.5 和 48.4 倍，估值较高，但考虑到公司产品结构优化，高端产品存在超预期的可能，给予“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>10,942</b>	<b>12,677</b>	<b>14,263</b>	<b>15,686</b>
货币资金	1,956	2,926	4,957	7,213	营业成本	5,404	6,179	6,899	7,554
应收款	193	211	238	261	营业税金及附加	762	883	993	1,092
存货	1,421	1,631	1,821	1,994	销售费用	2,304	2,789	3,209	3,608
其他流动资产	88	92	97	102	管理费用	684	799	927	1,020
流动资产合计	3,658	4,860	7,113	9,570	财务费用	6	32	-7	-28
<b>非流动资产:</b>					研发费用	84	101	143	157
金融类资产	12	13	15	16	费用合计	3,079	3,721	4,272	4,756
固定资产+在建工程	3,595	3,776	3,952	4,123	资产减值损失	-58	-41	-28	-20
无形资产+商誉	1,287	1,416	1,558	1,714	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	1,043	1,147	1,262	1,388	投资收益	180	189	198	208
非流动资产合计	5,938	6,353	6,787	7,241	<b>营业利润</b>	<b>1,964</b>	<b>2,043</b>	<b>2,269</b>	<b>2,472</b>
资产总计	9,595	11,213	13,899	16,811	加: 营业外收入	199	219	241	265
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	33	36	40	43
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,131</b>	<b>2,226</b>	<b>2,470</b>	<b>2,694</b>
应付账款、票据	1,940	1,888	2,108	2,308	所得税费用	378	396	395	404
其他流动负债	4,972	4,888	5,377	5,915	<b>净利润</b>	<b>1,752</b>	<b>1,830</b>	<b>2,075</b>	<b>2,290</b>
流动负债合计	6,912	6,776	7,485	8,223	少数股东损益	675	689	703	717
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>1,077</b>	<b>1,141</b>	<b>1,372</b>	<b>1,573</b>
长期借款	365	365	365	365					
其他非流动负债	750	787	827	868					
非流动负债合计	1,115	1,152	1,192	1,233					
负债合计	8,027	7,929	8,677	9,456					
<b>所有者权益</b>									
股本	484	484	484	484					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	-126	1,407	3,137	5,041					
少数股东权益	984	984	984	984					
所有者权益合计	1,569	3,285	5,222	7,355					
负债和所有者权益	9,595	11,213	13,899	16,811					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	1752	1830	2075	2290	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	414	407	442	478	营业收入增长率	205.5%	15.9%	12.5%	10.0%
财务费用	36	32	-7	-28	营业利润增长率	198.6%	4.0%	11.1%	9.0%
存货的减少	-88	-210	-190	-173	归母净利润增长率	63.9%	5.9%	20.3%	14.6%
营运资本变化	1897	-70	194	176	总资产增长率	173.0%	16.9%	24.0%	20.9%
其他非现金部分	-321	244	267	292	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	3690	2234	2781	3035	毛利率	50.6%	51.3%	51.6%	51.8%
投资活动现金净流量	-2805	-589	-619	-650	营业利润率	18.0%	16.1%	15.9%	15.8%
筹资活动现金净流量	-588	-674	-131	-129	三项费用/营收	28.1%	29.4%	30.0%	30.3%
现金流量净额	297	970	2,031	2,256	EBIT/销售收入	19.8%	18.0%	17.5%	17.4%
					净利润率	16.0%	14.4%	14.5%	14.6%
					ROE	111.7%	55.7%	39.7%	31.1%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	114.0%	113.1%	102.6%	93.3%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	83.7%	70.7%	62.4%	56.2%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	2.11	1.22	1.34	1.33
					<b>每股数据(元/股)</b>				
					每股收益	2.23	2.36	2.84	3.25
					每股净资产	3.24	6.79	10.79	15.20

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

**分析师简介**

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

**华鑫证券有限责任公司投资评级说明**
**股票的投资评级说明：**

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

**行业的投资评级说明：**

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司  
研究发展部  
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编：200030  
电话：(+86 21) 64339000  
网址：<http://www.cfsc.com.cn>