

公司研究

产品结构持续优化，营收净利实现双增

——重庆啤酒（600132.SH）2021 一季度业绩点评

要点

事件：重庆啤酒发布 2021 年一季度报告，公司实现啤酒销量 71.11 万千升，yoy+53.42%；实现营业收入 32.72 亿元，yoy+56.90%；实现归属于公司股东的净利润 2.95 亿元，yoy+111.65%。

销量提升推动营收增加，产品结构持续优化：2021Q1 公司实现营收 32.72 亿元，yoy+56.90%，实现啤酒销量 71.11 万千升，yoy+53.42%，营收增长主要源于公司产品销量的增加和产品结构持续升级。1) 分产品档次来看，高档/主流/经济产品当期营收分别为 11.08/17.60/3.50 亿元，yoy+98.91%/+51.20%/+14.05%，收入占比分别为 34.44%/54.69%/10.87%，高档产品增速显著，产品结构持续升级；2) 分区域来看，2021Q1 西北区/中区/南区分别实现营收 10.49/13.76/7.92 亿元，yoy+51.88%/+72.56%/+46.89%，中区收入增速高于平均水平。

成本费用与销量营收同步增长，公司毛利恢复至 19 年水平：2021Q1 公司实现净利润 2.95 亿元，yoy+111.65%，毛利率 51%，yoy+6.02pct，高毛利的高端品牌占比提升拉动整体毛利率改善。费用端，报告期内公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 16.24%/4.19%/0.1%，yoy+0.06pct/-2.35pct/-0.37pct，其中销售费用增加源于本期广告及市场费用以及物流费用增加，财务费用下降源于本期利息支出以及设定受益计划净负债利息费用减少，期间费用率 20.53%，yoy-2.66pct，期间费用率下降进一步的推动利润增长。

推陈出新，“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合持续优化：1) 公司在“扬帆 22”战略下，以“本地强势品牌+国际高端品牌”组合为依托，继续推进产品高端化进程，例如对于本地强势品牌乌苏啤酒，公司结合乌苏巴扎等推广活动，着力打造与众不同的品牌形象，乌苏啤酒也深受疆外消费者欢迎和认可，疆外增长状况良好，开始逐步成长为全国性品牌；2) 新品方面，2021Q1 重庆啤酒上市了搭配火锅和麻辣的重庆渝越啤酒，得到了消费者和客户的高度评价；3) 供应链方面，公司以打造世界级酒厂为目标，试点工厂数字化管理，全面提升企业管理运营效率，开启品牌扩张之路。4) 渠道方面，2021Q1 公司新增经销商 309 家，减少 293 家，总计 3923 家，较 2020 年净增 16 家，渠道进一步下沉。

盈利预测、估值与评级：考虑资产注入因素，基于备考报表调整，我们对公司 2021/22/23 年营收预测调整为 131.68/153.59/175.12 亿元，2021/22/23 年利润预测调整为 10.70/13.30/16.03 亿元，当前股价对应 2021/22/23 年 PE 为 68x/55x/45x，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险，食品安全风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,582	10,942	13,168	15,359	17,512
营业收入增长率	3.30%	205.47%	20.35%	16.64%	14.02%
净利润（百万元）	657	1,077	1,070	1,330	1,603
净利润增长率	62.61%	63.92%	-0.61%	24.24%	20.58%
EPS（元）	1.36	2.23	2.21	2.75	3.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	46.30%	183.98%	64.65%	44.54%	34.94%
P/E	110	67	68	55	45
P/B	51	124	44	24	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

买入（维持）

当前价：149.98 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

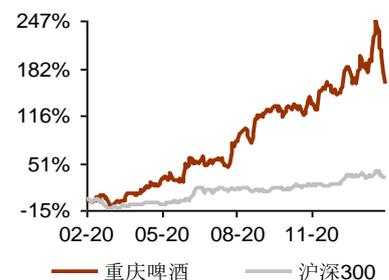
021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	4.84
总市值(亿元)	725.86
一年最低/最高(元)	51.33/164.40
近 3 月换手率	49.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	25.89	9.00	165.16
绝对	26.72	9.83	165.99

资料来源：Wind

相关研报

收入增长符合预期，乌苏强劲势头值得关注——重庆啤酒（600132.SH）三季度业绩点评（2020-10-25）

Q2 业绩超出市场预期，高端化战略推进顺利——重庆啤酒（600132.SH）2020 半年报点评（2020-08-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,582	10,942	13,168	15,359	17,512
营业成本	2,089	5,404	6,176	7,026	7,794
折旧和摊销	173	414	330	353	379
税金及附加	270	762	917	1,069	1,219
销售费用	492	2,304	2,765	3,225	3,678
管理费用	162	684	823	960	1,095
研发费用	0	84	66	77	88
财务费用	9	6	95	75	26
投资收益	79	180	30	30	30
营业利润	658	1,964	2,404	3,034	3,699
利润总额	827	2,131	2,602	3,232	3,897
所得税	99	378	520	646	779
净利润	729	1,752	2,081	2,586	3,118
少数股东损益	72	675	1,011	1,256	1,515
归属母公司净利润	657	1,077	1,070	1,330	1,603
EPS(按最新股本计)	1.36	2.23	2.21	2.75	3.31

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	706	3,690	-1,091	3,251	3,672
净利润	657	1,077	1,070	1,330	1,603
折旧摊销	173	414	330	353	379
净营运资金增加	-38	-1,798	4,867	-491	249
其他	-86	3,997	-7,358	2,059	1,440
投资活动产生现金流	-22	-2,805	-262	-315	-290
净资本支出	-107	-519	-270	-320	-320
长期投资变化	246	197	0	0	0
其他资产变化	-161	-2,483	8	5	30
融资活动现金流	-398	-588	2,689	-3,156	-156
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-240	890	2,784	-3,081	-131
无息负债变化	107	5,134	-3,004	438	473
净现金流	285	297	1,336	-220	3,226

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.7%	50.6%	53.1%	54.3%	55.5%
EBITDA 率	22.1%	21.0%	21.6%	22.5%	23.8%
EBIT 率	17.3%	17.2%	19.1%	20.2%	21.6%
税前净利润率	23.1%	19.5%	19.8%	21.0%	22.3%
归母净利润率	18.3%	9.8%	8.1%	8.7%	9.2%
ROA	20.7%	18.3%	18.2%	22.7%	21.0%
ROE (摊薄)	46.3%	184.0%	64.6%	44.5%	34.9%
经营性 ROIC	60.6%	51.2%	28.3%	37.7%	44.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	57%	84%	68%	45%	37%
流动比率	1.14	0.53	0.94	1.54	2.21
速动比率	0.90	0.32	0.62	1.02	1.71
归母权益/有息债务	473.89	0.66	0.45	5.01	9.87
有形资产/有息债务	1049.73	8.36	2.75	16.84	28.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,514	9,595	11,456	11,399	14,860
货币资金	1,254	1,956	3,292	3,072	6,298
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	58	115	237	249	284
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	21	79	98	104	110
存货	364	1,421	2,132	2,118	2,218
其他流动资产	7	65	176	286	394
流动资产合计	1,717	3,658	6,335	6,282	9,799
其他权益工具	11	12	12	12	12
长期股权投资	246	197	197	197	197
固定资产	1,152	3,233	3,137	3,068	2,972
在建工程	14	362	365	364	363
无形资产	246	588	596	604	612
商誉	0	699	699	699	699
其他非流动资产	1	5	27	27	27
非流动资产合计	1,797	5,938	5,121	5,117	5,060
总负债	2,003	8,027	7,806	5,163	5,506
短期借款	0	0	3,212	131	0
应付账款	448	1,940	1,235	1,356	1,481
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	92	0	329	384	438
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,510	6,912	6,726	4,083	4,426
长期借款	0	365	365	365	365
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	484	713	713	713	713
非流动负债合计	493	1,115	1,080	1,080	1,080
股东权益	1,511	1,569	3,650	6,236	9,354
股本	484	484	484	484	484
公积金	242	242	242	242	242
未分配利润	710	-126	944	2,274	3,877
归属母公司权益	1,419	585	1,656	2,985	4,588
少数股东权益	93	984	1,995	3,251	4,765

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.74%	21.06%	21.00%	21.00%	21.00%
管理费用率	4.52%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
财务费用率	0.26%	0.06%	0.72%	0.49%	0.15%
研发费用率	0.00%	0.77%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	12%	18%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.40	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.46	7.62	-2.25	6.72	7.59
每股净资产	2.93	1.21	3.42	6.17	9.48
每股销售收入	7.40	22.61	27.21	31.74	36.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	110	67	68	55	45
PB	51.2	124.0	43.8	24.3	15.8
EV/EBITDA	91	33	28	23	19
股息率	1%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE