

证券研究报告—动态报告

食品饮料

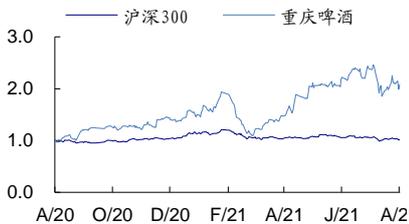
饮料

重庆啤酒(600132)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 19 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	484/484
总市值/流通(百万元)	83,819/83,819
上证综指/深圳成指	3,485/14,454
12 个月最高/最低(元)	209.99/76.40

相关研究报告:

《重庆啤酒-600132-重大事件快评: 实现高质量注入, 扬帆新征程》——2020-09-16
 《重庆啤酒-600132-2020 年中报点评: 业绩改善明显, 盈利能力提升》——2020-08-19
 《重庆啤酒-600132-重大事件快评: 优质资源整合注入, 竞争优势整体提升》——2020-06-24
 《重庆啤酒-600132-2019 年年报及一季报点评: 产品结构升级, 短期受疫情冲击》——2020-04-22
 《重庆啤酒-600132-重大事件快评: 资产注入承诺兑现加速, 看好资源整合优势》——2020-03-31

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 廖望洲

电话: 0755-22940911

E-MAIL: liaowangzhou@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

高端增长有力, 盈利水平持续优化

● 高档产品占比迅速提升, 带动公司毛利率水平稳步提升

公司发布中报业绩公告, 21H1 实现营收 71.39 亿元 (+27.51%), 归母净利润 6.22 亿元 (备考口径同比+17.16%); 实现啤酒销量 154.99 万千升 (+22.59%), 吨价为 4606 元/千升 (+4%)。分产品档次来看, 高端/主流/经济分别实现 62.29%/17.44%/4.43% 的收入增长, 其中高端产品占比同比提升 7.6pcts 至 36.3%, 增长有力持续拉动公司盈利水平提升, 21H1 毛利率提升至 52.13%, 较 21Q1/20H1 分别提升 1.13/1.81pcts。分区域来看, 西北区/中区/南区分别实现 29.3%/26.8%/29.8% 的增速, 增长均衡全国化推进顺利。

● 二季度市场投放加大但整体费率平稳, 利润二季度短期下滑

21Q2 公司实现营收 38.66 亿元 (+10.06%), 归母净利润实现 3.27 亿元 (备考口径同比-35.17%)。利润短期同比下滑主要受销售费用二季度加大投放所致, 21Q2 销售费用率为 19.8%, 较 20H1/21Q1 可比口径下分别增加了 3/3.5pcts, 市场投放费用与员工薪资增加。21H1 销售费率增 1.36pcts 至 18.2%, 管理费率下降 1.75pcts, 四费整体保持平稳。

● 乌苏携硬核气质开拓空白市场, 江苏工厂即将投产支撑疆外扩张

公司在“大城市”计划的基础上根据高端产品消费潜力、高端市场竞争格局等维度额外筛选出 20 个空白城市市场, 凭借红乌苏的极致差异化与网红属性所带来的终端拉动力作为敲门砖, 从零建立销售网络, 后续将根据 6+6 品牌矩阵下各品牌所针对的消费场景逐步提高渗透率。江苏工厂预计可在 21 年下半年投产, 新增 13 万千升啤酒产能, 支撑以乌苏为主的各品牌在疆外地区的扩张, 料将有效降低乌苏的运输费用。

● 风险提示: 宏观政策风险, 行业竞争加剧风险, 疫情反复
● 投资建议: 维持“买入”评级

公司获嘉士伯资产注入后本地+国际的品牌矩阵构建完善, 产品结构升级稳步推进, 乌苏的全国化扩张与 1664 等高端品牌的持续放量料将帮助公司持续释放业绩弹性。我们的盈利预测框架不变, 在公司新业绩口径下, 预计公司 2021-2023 年净利润为 11.3/13.9/16.6 亿元, EPS 为 2.34/2.87/3.42 元, 对应当前 PE 为 74/60/50x, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,942	12,738	14,655	16,374
(+/-%)	205.5%	16.4%	15.0%	11.7%
净利润(百万元)	1077	1130	1389	1656
(+/-%)	63.9%	5.0%	22.8%	19.3%
摊薄每股收益(元)	2.23	2.34	2.87	3.42
EBIT Margin	16.3%	17.8%	18.8%	19.9%
净资产收益率(ROE)	184.0%	122.3%	103.5%	90.1%
市盈率(PE)	78.2	74.5	60.6	50.8
EV/EBITDA	41.9	34.6	29.2	25.4
市净率(PB)	143.88	91.10	62.80	45.82

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司 2021H1 收入增速达 27.51%



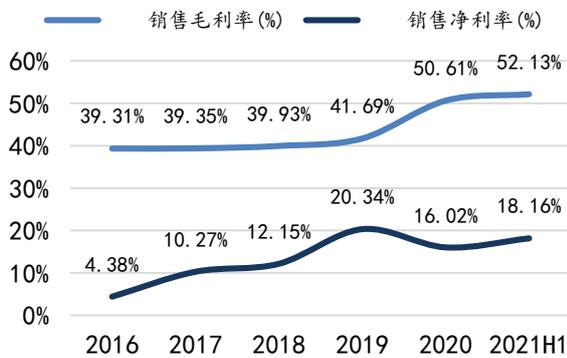
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2021H1 归母净利润备考口径下同增 17.16%



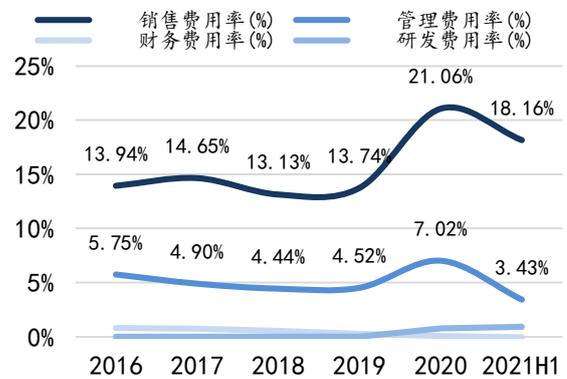
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2021H1 毛利率持续提升至 52.13%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司 2021H1 销售费率为 18.16%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 8 月 18 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
002461.SZ	珠江啤酒	34.2	211	0.26	0.31	0.37	41.56	30.52	25.73	2.42
600600.SH	青岛啤酒	47.1	1304	1.61	2.03	2.46	61.60	47.11	38.85	6.31
0291.HK	华润啤酒	47.8	2076	--	1.11	1.35	93.10	47.89	39.45	8.24
	平均	43.0	1197	0.94	1.15	1.39	65.42	41.84	34.68	5.66
600132.SH	重庆啤酒	74.3	838	2.23	2.34	2.88	78.2	74.3	60.4	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1956	2379	4463	6583	营业收入	10942	12738	14655	16374
应收款项	143	279	321	359	营业成本	5404	6114	6961	7696
存货净额	1421	1095	1254	1393	营业税金及附加	762	892	1026	1146
其他流动资产	138	127	147	164	销售费用	2304	2802	3151	3438
流动资产合计	3658	3881	6185	8499	管理费用	684	660	756	842
固定资产	3595	3315	3030	2749	财务费用	6	(12)	(44)	(96)
无形资产及其他	588	565	541	518	投资收益	180	1	1	1
投资性房地产	1557	1557	1557	1557	资产减值及公允价值变动	70	0	0	0
长期股权投资	197	197	197	197	其他收入	(67)	0	0	0
资产总计	9595	9516	11511	13520	营业利润	1964	2282	2806	3348
短期借款及交易性金融负债	528	500	500	500	营业外净收支	167	11	11	11
应付款项	1940	1278	1463	1625	利润总额	2131	2293	2817	3359
其他流动负债	4444	4041	4604	5093	所得税费用	378	436	535	638
流动负债合计	6912	5819	6567	7218	少数股东损益	675	727	893	1065
长期借款及应付债券	365	365	365	365	归属于母公司净利润	1077	1130	1389	1656
其他长期负债	750	755	764	773					
长期负债合计	1115	1120	1129	1138					
负债合计	8027	6939	7696	8356					
少数股东权益	984	1652	2474	3326					
股东权益	585	924	1341	1838					
负债和股东权益总计	9595	9516	11511	13520					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1077	1130	1389	1656
资产减值准备	36	1	(4)	(5)
折旧摊销	414	366	383	390
公允价值变动损失	(70)	0	0	0
财务费用	6	(12)	(44)	(96)
营运资本变动	2513	(859)	533	461
其它	(222)	668	826	857
经营活动现金流	3748	1306	3126	3359
资本开支	(2909)	(63)	(70)	(80)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2860)	(63)	(70)	(80)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	365	0	0	0
支付股利、利息	(1373)	(791)	(972)	(1159)
其它融资现金流	1831	(28)	0	0
融资活动现金流	(185)	(819)	(972)	(1159)
现金净变动	702	423	2084	2120
货币资金的期初余额	1254	1956	2379	4463
货币资金的期末余额	1956	2379	4463	6583
企业自由现金流	1487	1282	3082	3404
权益自由现金流	3683	1263	3118	3482

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.23	2.34	2.87	3.42
每股红利	2.84	1.63	2.01	2.40
每股净资产	1.21	1.91	2.77	3.80
ROIC	84%	72%	92%	162%
ROE	184%	122%	104%	90%
毛利率	51%	52%	53%	53%
EBIT Margin	16%	18%	19%	20%
EBITDA Margin	20%	21%	21%	22%
收入增长	205%	16%	15%	12%
净利润增长率	64%	5%	23%	19%
资产负债率	94%	90%	88%	86%
息率	1.6%	0.9%	1.2%	1.4%
P/E	78.2	74.5	60.6	50.8
P/B	143.9	91.1	62.8	45.8
EV/EBITDA	41.9	34.6	29.2	25.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032