

重庆啤酒 (600132.SH)

全国化扩张业绩短期承压，不影响长期升级趋势

核心观点:

- **销售费用提升叠加投资收益减少，Q2 业绩承压。**据公司中报披露，21H1 公司收入 71.39 亿元，同比增长 27.51%；21Q2 收入 38.66 亿元，同比增长 10.06%。公司 21H1 啤酒销量 154.99 万吨，同比增长 22.59%，均价 4606 元/吨，同比增长 4.02%。分产品来看，10 元以上高档产品收入 25.42 亿元，同比增长 62.29%；6-9 元主流产品收入 36.02 亿元，同比增长 17.44%；6 元以下经济产品收入 8.60 亿元，同比增长 4.43%。其中，根据业绩会披露，21H1 疆外乌苏同比增长 89%，1664 同比增长 50%+，乐堡同比增长 20%+。21H1 归母净利润 6.22 亿元，同比增长 17.16%；Q2 归母净利润 3.27 亿元，同比增长-20.00%，Q2 业绩略低于预期，我们认为主要是由于销售费用率提升以及投资收益减少所致。21H1 销售费用率 18.16%，同比增加 1.36pcts；21H1 公司投资收益 0.20 亿元，较去年同期减少 1.33 亿元。
- **全国化扩张业绩短期承压，长期盈利能力有望继续提升。**公司基地市场多分布在西部地区，乌苏全国化的大单品运作仍处于起步阶段，前期仍需一定费用支持品牌的宣传和销售团队的扩张，导致公司短期业绩承压。长期来看，公司品牌矩阵完善且高端化运作能力强，我们依然看好公司通过高档产品的放量来推动啤酒业务实现量价齐升。
- **盈利预测与投资建议。**备考报表口径下，我们预计 21-23 年公司收入为 141.33/184.07/226.06 亿元，同比增长 29.16%/30.25%/22.81%；归母净利润分别为 10.61/14.52/19.05 亿元，同比增长 26.31%/36.82%/31.24%，EPS 分别为 2.19/3.00/3.94 元/股；按最新收盘价对应 PE 为 64/47/36 倍。对比可比公司，我们给予 22 年 60 倍 PE 估值，对应合理价值 180 元，维持买入评级。
- **风险提示。**产品结构升级低于预期；原材料成本压力；疫情反复。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,212	10,942	14,133	18,407	22,606
增长率 (%)	194.5	7.1	29.2	30.2	22.8
EBITDA (百万元)	1,735	2,117	2,750	3,610	4,620
归母净利润 (百万元)	1,043	1,077	1,061	1,452	1,905
增长率 (%)	158.2	3.3	-1.5	36.8	31.2
EPS (元/股)	2.15	2.23	2.19	3.00	3.94
市盈率 (P/E)	24.11	53.48	63.98	46.76	35.63
ROE (%)	73.5	184.0	92.6	74.5	62.4
EV/EBITDA	13.78	26.70	24.20	18.32	14.08

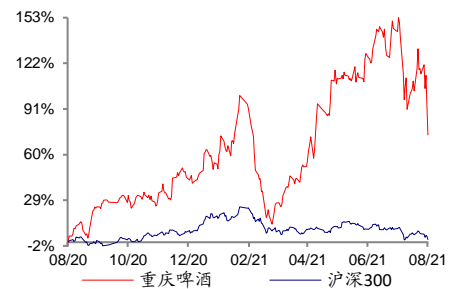
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 注: 表格中数据为法定口径

公司评级

买入

当前价格	140.28 元
合理价值	180 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-20

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究:

- 重庆啤酒 (600132.SH):西部 2021-06-16
地区龙头地位稳固, ROE 有望维持高位
- 重庆啤酒 (600132.SH):营收 2021-04-30
增长叠加产品结构改善推动业绩不断提升
- 重庆啤酒 (600132.SH):20 2021-02-07
年量价齐升, 重组后有望延续快速增长趋势

联系人:

张子健

zhangzijian@gf.com.cn

公司发布2021年中报，备考口径下，21H1公司收入71.39亿元，同比增长27.51%；归母净利润6.22亿元，同比增长17.16%；扣非归母净利润6.11亿元，同比增长37.81%。备考口径下，21Q2公司收入38.66亿元，同比增长10.06%；归母净利润3.27亿元，同比增长-20.00%；扣非归母净利润3.21亿元，同比增长-5.94%，Q2业绩略低于预期。点评如下：

一、销售费用提升叠加投资收益减少，Q2业绩承压

据公司中报披露，21H1公司收入71.39亿元，同比增长27.51%；21Q2收入38.66亿元，同比增长10.06%。公司21H1啤酒销量154.99万吨，同比增长22.59%，均价4606元/吨，同比增长4.02%；21Q2啤酒销量83.88万吨，同比增长4.75%，均价4609元/吨，同比增长5.08%。分产品来看，10元以上高档产品收入25.42亿元，同比增长62.29%；6-9元主流产品收入36.02亿元，同比增长17.44%；6元以下经济产品收入8.60亿元，同比增长4.43%。其中，根据业绩会披露，21H1疆外乌苏同比增长89%，1664同比增长50%+，乐堡同比增长20%+。分地区来看，21H1公司中区/西北区/南区收入分别为24.84/29.46/15.75亿元，同比分别增长29.29%/26.84%/29.75%。我们预计下半年公司仍将通过高档产品的放量推动啤酒业务整体实现量价齐升，下半年收入仍有望实现双位数增长。

备考口径下，21H1归母净利润6.22亿元，同比增长17.16%；Q2归母净利润3.27亿元，同比增长-20.00%，Q2业绩略低于预期。21H1公司净利率8.72%，同比下降0.77pcts，其中Q2净利率8.46%，同比下降3.18pcts；21H1毛利率52.13%，同比增加1.81pcts，其中Q2毛利率53.08%，同比下降0.41pcts。21Q2业绩略低于预期我们

认为主要是由于销售费用率提升以及投资收益减少所致：（1）21H1销售费用率18.16%，同比增加1.36pcts，主要由于广告及市场费用和工资薪酬增加所致，预计和公司西部以外地区的品牌投入以及销售团队扩张有关。（2）21H1公司投资收益0.20亿元，较去年同期减少1.33亿元，主要由于公司20年4月处置了新疆啤酒集团霍城啤酒有限公司、新疆乌苏啤酒（喀什）有限公司、新疆乌苏啤酒（奇台）有限公司、新疆乌苏啤酒霍城制麦有限公司4家无实际经营业务的子公司，录得投资收益1.21亿元。

二、全国化扩张业绩短期承压，长期盈利能力有望继续提升

公司基地市场多分布在西部地区，乌苏全国化的大单品运作仍处于起步阶段，前期仍需一定费用支持品牌的宣传和销售团队的扩张，导致公司短期业绩承压。长期来看，我们依然看好公司通过高档产品的放量来推动啤酒业务实现量价齐升：（1）品牌矩阵完善。公司兼具国产+国际高端品牌，高端市场布局完善，有望充分享受啤酒高端化红利；（2）高端化运作能力强。公司采取场景绑定的方式去推广高端啤酒，例如乌苏与烧烤场景、1664与下班时光、乐堡与音乐节等，相较传统的以渠道为主

的竞争方式，嘉士伯在高端产品的运作上更加注重终端和消费者，与其他酒企形成了一定差异化；（3）大城市计划加速弱势市场放量。为了推动高端产品放量，同时打入东部和南部市场，公司于2021年开始执行大城市计划。目前大城市计划覆盖了41个高线城市，且针对乌苏另加了20个大城市，通过高端产品的竞争进入到公司原本薄弱的东部和南部市场。

三、盈利预测

我们认为随着产品结构的持续提升，公司净利率有望继续提升。考虑到2021年及以后年度公司的合并财务报表编制口径与备考报表编制口径一致，因此我们以公司目前披露的备考报表口径为基础进行预测。在备考报表口径下，我们预计21-23年公司收入分别为141.33/184.07/226.06亿元，同比增长29.16%/30.25%/22.81%；归母净利润分别为10.61/14.52/19.05亿元，同比增长26.31%/36.82%/31.24%，EPS分别为2.19/3.00/3.94元/股；按最新收盘价对应PE为64/47/36倍。对比可比公司，考虑到公司较高的成长弹性，我们给予22年60倍PE估值，对应合理价值180元，维持买入评级。

表 2：可比公司估值对比（截止2021年08月20日收盘价）（单位：人民币元）

证券简称	证券代码	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
青岛啤酒	600600.SH	85.48	2.03	2.46	2.92	45	37	31
华润啤酒	00291.HK	51.52	1.13	1.35	1.68	46	39	31
平均值	/	/	-	-	-	46	38	31

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：燕京啤酒、华润啤酒盈利预测源于wind一致预期

四、风险提示

产品结构升级低于预期。公司产品结构升级是推动未来吨价和毛利率提升的重要因素，若产品结构升级低于预期，将影响公司收入和盈利情况。

原材料成本压力。易拉罐、纸箱等成本占比较大，若价格上涨可能影响公司盈利情况。

疫情反复。疫情影响啤酒的餐饮和夜场消费场景，若疫情反复，将对公司销量产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,717	3,658	4,384	5,318	6,919
货币资金	1,254	1,956	2,238	2,643	3,733
应收及预付	71	138	177	229	280
存货	364	1,421	1,802	2,248	2,679
其他流动资产	29	144	167	197	227
非流动资产	1,797	5,938	8,488	11,738	14,988
长期股权投资	246	197	197	197	197
固定资产	1,152	3,233	5,233	7,733	10,233
在建工程	14	362	862	1,562	2,262
无形资产	246	588	638	688	738
其他长期资产	139	1,557	1,557	1,557	1,557
资产总计	3,514	9,595	12,871	17,055	21,907
流动负债	1,510	6,912	8,624	10,634	12,580
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	539	1,940	2,461	3,070	3,658
其他流动负债	971	4,972	6,163	7,565	8,922
非流动负债	493	1,115	1,115	1,115	1,115
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	493	750	750	750	750
负债合计	2,003	8,027	9,739	11,749	13,695
股本	484				
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	952	116	677	1,479	2,585
归属母公司股东权益	1,419	585	1,146	1,948	3,054
少数股东权益	93	984	1,986	3,358	5,158
负债和股东权益	3,514	9,595	12,871	17,055	21,907

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	706	3,690	3,711	4,664	5,476
净利润	729	1,752	2,064	2,824	3,706
折旧摊销	174	414	550	550	550
营运资金变动	-132	1,809	1,268	1,482	1,434
其它	-65	-285	-171	-192	-213
投资活动现金流	-22	-2,805	-2,929	-3,608	-3,587
资本支出	-107	-519	-3,000	-3,700	-3,700
投资变动	18	-2,335	0	0	0
其他	66	50	71	92	113
筹资活动现金流	-398	-588	-500	-650	-800
银行借款	0	890	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-398	-1,478	-500	-650	-800
现金净增加额	285	297	282	406	1,089
期初现金余额	967	1,469	1,956	2,238	2,643
期末现金余额	1,252	1,766	2,238	2,643	3,733

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	194.5%	7.1%	29.2%	30.2%	22.8%
营业利润增长	238.6%	20.7%	22.7%	38.4%	32.2%
归母净利润增长	158.2%	3.3%	-1.5%	36.8%	31.2%
获利能力					
毛利率	50.9%	50.6%	51.5%	53.5%	54.9%
净利率	14.9%	16.0%	14.6%	15.3%	16.4%
ROE	73.5%	184.0%	92.6%	74.5%	62.4%
ROIC	87.4%	56.9%	45.0%	40.6%	36.8%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	83.7%	75.7%	68.9%	62.5%
净负债比率	132.5%	511.6%	310.9%	221.4%	166.8%
流动比率	1.14	0.53	0.51	0.50	0.55
速动比率	0.89	0.32	0.30	0.29	0.33
营运能力					
总资产周转率	2.91	1.14	1.10	1.08	1.03
应收账款周转率	175.29	95.55	95.55	95.55	95.55
存货周转率	28.03	7.70	7.84	8.19	8.44
每股指标 (元)					
每股收益	2.15	2.23	2.19	3.00	3.94
每股经营现金流	1.46	7.62	7.67	9.64	11.32
每股净资产	2.93	1.21	2.37	4.03	6.31
估值比率					
P/E	24.11	53.48	63.98	46.76	35.63
P/B	17.73	98.39	59.22	34.85	22.23
EV/EBITDA	13.78	26.70	24.20	18.32	14.08

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,212	10,942	14,133	18,407	22,606
营业成本	5,016	5,404	6,857	8,552	10,192
营业税金及附加	729	762	984	1,281	1,574
销售费用	2,284	2,304	3,109	4,234	5,199
管理费用	524	684	884	1,151	1,413
研发费用	99	84	99	129	158
财务费用	36	6	3	3	3
资产减值损失	-44	-70	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	79	180	71	92	113
营业利润	1,627	1,964	2,409	3,333	4,406
营业外收支	168	167	100	100	100
利润总额	1,795	2,131	2,509	3,433	4,506
所得税	272	378	446	610	800
净利润	1,523	1,752	2,064	2,824	3,706
少数股东损益	480	675	1,003	1,372	1,800
归属母公司净利润	1,043	1,077	1,061	1,452	1,905
EBITDA	1,735	2,117	2,750	3,610	4,620
EPS (元)	2.15	2.23	2.19	3.00	3.94

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。