



2021年8月24日

重庆啤酒(600132): 盈利能力持续提升, 产品高端化推升整体毛利率

食品饮料

审慎推荐(维持) 当前股价: 136.18元

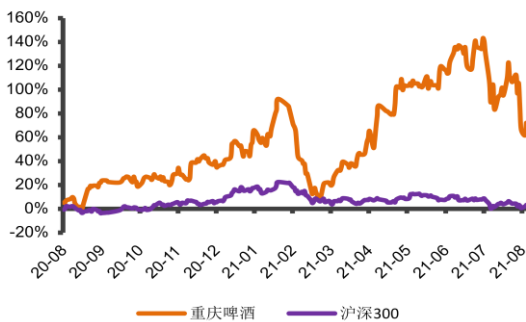
主要财务指标(单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,942	13,697	15,416	17,089
(+/-)	205.5%	25.2%	12.6%	10.9%
营业利润	1,964	2,405	2,823	3,409
(+/-)	198.6%	22.5%	17.4%	20.8%
归属母公司	1,077	1,182	1,483	1,911
净利润				
(+/-)	63.9%	9.8%	25.4%	28.8%
EPS(元)	2.23	2.44	3.06	3.95
市盈率	61.2	55.7	44.4	34.5

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	4.84/4.84
流通市值(亿元)	659
每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	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

● 公司发布2021半年报。2020H1公司实现营业收入71.39亿元,同比增长27.51%;实现归属于上市公司股东的净利润6.22亿元,同比减少3.34%;实现扣非后净利润6.11亿元,同比增长184.04%;每股收益1.29元。其中Q2单季实现营业收入38.66亿元,同比增长10.06%;归母净利润3.27亿元,同比减少35.17%;扣非后净利润3.21亿元,同比增长58.76%;每股收益0.68元。

● 产品结构优化,量价齐升。2021H1公司实现啤酒销量154.99万千升,同比+22.59%,吨价同比+4.7%至4,519.24元/每千升,量价齐升。分产品档次来看,高档产品(人民币10元以上)营收25.42亿元,同比+62.29%,收入占比+7.59pct至36.29%;主流产品(人民币6-9元)营收36.02亿元,同比+17.44%,收入占比-4.78pct至51.43%;经济产品(人民币6元以下)营收8.60亿元,同比+4.43%,占比-2.81pct至12.28%。分区域来看,各地区均实现大幅增长,西北区/中区/南区分别实现营收24.84/29.46/15.75亿元,同比+29.29%/+26.84%/+29.75%。分渠道来看,公司以经销商代理为主、直销为辅。批发代理实现营收69.63亿元,同比+28.54%;直销实现营收0.41亿元,同比+1.99%。2021Q2高档/主流/经济分别实现营收14.34/18.42/5.10亿元,同比+42.08%/-3.02%/-1.28%,产品高端化持续推进。

● 销量增加致费用率提升,产品高端化推升整体毛利率。2021H1期间费用率23.39%,同比增长5.53pct,主要是研发费用和销售费用增加所致,销售费用率18.16%,同比增长7.62pct,主要是广告及市场费用、运输费及搬运装卸费以及工资薪酬增加所致;管理费用率4.35%,同比减少2.12pct;财务费用率-0.04%,同比减少0.2pct;研发费用率0.92%,同比增长0.23pct,主要是研发项目投入增加所致。综合毛利率同比增长10.93pct至52.13%,主要是高档产品占比提



升，净利率同比增长 1.08pct 至 18.16%。

● **公司未来看点。**（1）公司产能不断扩张，2021H1 新设嘉士伯啤酒（江苏）有限公司，投资 1.2 亿，新增 13 万千升啤酒产能，按建设计划于下半年正式投产；（2）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，满足消费者在不同消费场景和价格区间的消费需求；（3）2020 年 12 月中旬，公司与嘉士伯完成了重大资产重组项目。从 2021 年起，公司成为嘉士伯在中国运营啤酒资产的唯一平台，中国五大啤酒公司之一，核心竞争力得到全面增强，有望进一步提升盈利能力；（4）公司加速渠道拓展和下沉，深化“大城市”计划，持续加强经销商能力建设，推进营运效率和效益。同时，乌苏疆外加速市场精耕，开发空白渠道及销售网点，拓展市场份额。

● **盈利预测：**期间费用同比大幅增长、上半年投资收益及政府补助的同比减少影响了公司的短期利润，但我们认为随着市场进一步拓展，期间费用率有望得到有效改善。我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 136.97、154.16 和 170.89 亿元，EPS 分别为 2.44、3.06 和 3.95 元，当前股价对应 PE 分别为 55.7、44.4 和 34.5 倍，考虑到公司行业龙头的地位，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
流动资产:					营业收入	10,942	13,697	15,416	17,089
货币资金	1,956	2,374	4,761	7,398	营业成本	5,404	6,500	7,144	7,769
应收款	193	367	404	464	营业税金及附加	762	954	1,073	1,190
存货	1,421	1,759	1,711	1,723	销售费用	2,304	3,082	3,546	3,845
其他流动资产	88	92	97	102	管理费用	684	822	925	991
流动资产合计	3,658	4,591	6,973	9,687	财务费用	6	24	-6	-32
非流动资产:					研发费用	84	110	123	137
金融类资产	12	13	15	16	费用合计	3,079	4,038	4,588	4,941
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	100	100	100
非流动资产合计	5,938	6,353	6,787	7,241	营业利润	1,964	2,405	2,823	3,409
资产总计	9,595	10,944	13,760	16,928	加: 营业外收入	199	100	100	100
流动负债:					减: 营业外支出	33	20	20	20
短期借款	0	0	0	0	利润总额	2,131	2,485	2,903	3,489
应付账款、票据	1,940	1,582	1,831	1,984	所得税费用	378	614	717	862
其他流动负债	4,972	4,888	5,377	5,915	净利润	1,752	1,871	2,186	2,627
流动负债合计	6,912	6,470	7,209	7,899	少数股东损益	675	689	703	717
非流动负债:					归母净利润	1,077	1,182	1,483	1,911
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	7,622	8,400	9,132					
所有者权益									
股本	484	484	484	484					
资本公积金	0	0	0	0					
未分配利润	-126	1,440	3,259	5,433					
少数股东权益	984	984	984	984					
所有者权益合计	1,569	3,322	5,359	7,796					
负债和所有者权益	9,595	10,944	13,760	16,928					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1752	1871	2186	2627	成长性				
折旧与摊销	414	407	442	478	营业收入增长率	205.5%	25.2%	12.6%	10.9%
财务费用	36	24	-6	-32	营业利润增长率	198.6%	22.5%	17.4%	20.8%
存货的减少	-88	-338	48	-12	归母净利润增长率	63.9%	9.8%	25.4%	28.8%
营运资本变化	1897	-531	212	93	总资产增长率	173.0%	14.1%	25.7%	23.0%
其他非现金部分	-321	244	267	292	盈利能力				
经营活动现金净流量	3690	1678	3148	3447	毛利率	50.6%	52.5%	53.7%	54.5%
投资活动现金净流量	-2805	-589	-619	-650	营业利润率	18.0%	17.6%	18.3%	20.0%
筹资活动现金净流量	-588	-671	-142	-159	三项费用/营收	28.1%	29.5%	29.8%	28.9%
现金流量净额	297	418	2,387	2,637	EBIT/销售收入	19.8%	18.5%	19.0%	20.6%
					净利润率	16.0%	13.7%	14.2%	15.4%
					ROE	111.7%	56.3%	40.8%	33.7%
					营运能力				
					总资产周转率	114.0%	125.2%	112.0%	101.0%
					资产结构				
					资产负债率	83.7%	69.6%	61.1%	53.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	2.11	0.90	1.44	1.31
					每股数据(元/股)				
					每股收益	2.23	2.44	3.06	3.95
					每股净资产	3.24	6.86	11.07	16.11

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，工商管理硕士，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>