

重庆啤酒(600132)

点评报告

公司研究  
食品饮料

证券研究报告

# 产能扩张+组织优化，赋能全国化开拓

## ——重庆啤酒更新报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 联系人：张潇倩 执业证书编号：S1230520090001  
[zhangxiaojian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaojian@stocke.com.cn)

### 事件

- 产能扩张布局华南：**重庆啤酒控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司计划于广东省佛山市三水区投资新建 50 万千升/年产能的生产基地，固定资产投资不低于 10.3 亿元，预计 2024 年投产。
- 组织结构优化调整：**嘉士伯中国内部发布《关于 2022 年嘉士伯中国业务单元区域划分调整的公告》，自 2022 年 1 月 1 日起，中国区各业务单元的业务范围将作出如下调整：嘉士伯国际品牌业务单元（CIB）新增全渠道、全品牌经营省份，包括东北三省、华北三省、华中等地共计 10 个省级市场；新疆业务单元及宁夏业务单元，新增全渠道、全品牌经营省份江西、上海、浙江等 7 个省级市场。

### 点评

#### □ 产能扩张赋能全国化：新增产能布局华南，降本增收推动全国化

重庆啤酒在江苏盐城投产后，计划于广东佛山新建 50 万吨/年的新生产基地，我们认为此次新产能布局有望进一步缓解公司东西部产能分布不均问题、加速公司在尚无绝对龙头的华南市场开拓、推动乌苏等大单品的全国化布局、进一步增厚收入利润。具体而言：

- 缓解东西部产能分布不均，降低物流成本：**今年 7 月年产 13 万吨盐城工厂投产，预计每年节省运费 3000 余万元，因此预计 50 万吨的佛山工厂投产后，或可每年节省运费过亿元，缓解因产能集中于西部而导致的运费高企的问题。
- 助力华南市场开拓：**佛山工厂投产后预计能有效填补公司在华南地区的产能缺口，目前全国大多数省份均有较为突出的龙头，但广东省青啤、百威、华润的市占率均为 25%-30%，尚无绝对龙头，即消费者品牌忠诚度有限，有利于公司快速渗透突破。
- 推动乌苏等大单品的全国化布局：**佛山工厂落地有利于优化全国供应链布局，满足公司日益增长的市场需求，同时发挥全国供应链协同效应，与公司的大城市计划相配合（今年已开拓覆盖全国的 61 个大城市），加速乌苏、1664 在全国市场的布局。
- 进一步增厚收入利润：**我们参考公司 2020 年 76.2% 的产能利用率保守估算，50 万吨佛山工厂投产或带来 38 万吨的增量，参考 21Q1-3 的吨价 4629 元/吨、吨净利 432 元/吨，38 万吨增量或对应 17.64 亿元的收入贡献和 1.65 亿元的利润贡献，若考虑华南地区高消费水平带来的高吨价，收入利润贡献或更为可观，因此有望于 2024 年投产后显著增厚收入利润。

#### □ 组织优化赋能全国化：组织结构显著优化，发挥品牌矩阵合力

**复盘：嘉士伯中国 2020 年前销售业务组织结构。**嘉士伯旗下共有按品牌划分的五大 BU（业务单元），2020 年前，CIB 主营国际品牌，CBC 主营重庆啤酒、新疆业务单元主营乌苏啤酒、宁夏业务单元主营西夏啤酒、云南业务单元主营大理啤酒及风花雪月，虽然各业务单元有主营产品，但也在部分区域经营嘉士伯其他品牌，业务单元市场存在交叉、业务团队及经销商存在重叠配置，导致品牌资源不聚焦、业务团队资源利用效率低、业务单元间竞争激烈等问题出现。

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	152.97

单季度业绩	元/股
4Q/2020	1.27
1Q/2021	0.61
2Q/2021	0.68
3Q/2021	0.87



### 公司简介

重庆啤酒创建于 1958 年，是“中国十大啤酒集团”之一，也是嘉士伯集团成员，2020 年完成与嘉士伯的重大资产重组，旗下拥有“本地强势品牌+国际高端品牌”的品牌组合。

### 相关报告

- 《重庆啤酒 21Q3 业绩点评：盈利显著提升，全国化开拓顺利（20211028）》
- 《乌苏疆外高速增长，产品结构显著升级——重庆啤酒 2021H1 业绩点评》（20210819）
- 《重庆啤酒深度报告：新营销赋能品牌打造，乌苏领衔“路西东进”》（20210819）

《关于 2022 年嘉士伯中国业务单元区域划分调整的公告》积极意义：预计 2022 年将按省级市场级别划界，成立五大战区组织（每个战区均为全渠道全品牌运作），各业务单元边界较为明确，若改革成功：

**1) 加强内部组织结构协同：**2020 年公司开始着手调整组织结构，所有品牌规划发展的决策权限为总部市场部统一管理，各 BU 市场部和总部市场部的关系为垂直汇报，即总部市场部负责管理决策，BU 市场部只负责执行，此次进一步按区域对业务单元进行划分，进一步理清 BU 之间以及 BU 和总部的关系，加强内部协同，避免资源损耗。

**2) 加速全国化开拓进程：**按区域对五大业务单元进行划分与公司提出的大城市计划相契合，便于在不同的省份寻找有高端化潜力且暂无绝对龙头的城市进行开拓，有利于加快乌苏、1664 等品牌的全国化进程。

**3) 发挥品牌矩阵合力：**此次调整后各业务单元将全渠道、全品牌运作，品牌的统一管理使得各个省级市场可以灵活选用不同的品牌组合，有利于充分发挥品牌矩阵的合力。此外，中国区的品牌整合和业务结构调整即将结束。

#### □ 乌苏、1664 引领全国化开拓，关注提价红利释放对盈利端的提升效应

在产能扩张和业务结构优化的带动下，大单品乌苏疆外有望维持高增速，全国化开拓或超预期。具体来看：

**乌苏疆外高增长：**大城市计划赋能下，前三季度乌苏疆外增长 75%，主因：

**1) 坚守独特调性：**进一步强调乌苏的硬核调性+西域风情文化，提升消费者共鸣；**2) 聚焦红乌苏拓宽产品线：**聚焦 10 元以上的红乌苏区域开拓，同时延伸产品矩阵，推出楼兰秘酿、小瓶乌苏，利于乌苏全渠道多消费场景的开拓；**3) 产能扩张：**公司已于 7 月投产产能 13 万吨的盐城工厂，2024 年或投产 50 万吨的佛山工厂，缓解东西部产能分布不均；**4) 新媒体营销赋能：**利用精准营销占领消费者心智；**5) 渠道严管控：**加强区域间渠道管控，目前库存维持良性。预计乌苏啤酒今年销量或冲击 80-100 万吨。

**乌苏、1664 引领多品牌全国化开拓，预计全年销量、营收双位数增长。**随着业务结构的优化，各省级市场的品牌矩阵合力有望充分发挥，乌苏、1664 将带动其他品牌实现全国化放量扩张。预计公司全年销量、营收将取得双位数的增长，高档酒的增速和全国化扩张速度或超预期。未来建议关注提价红利释放对盈利端的提升效应。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为此次产能扩张和业务结构优化利好公司品牌协同、全国化开拓，未来重庆啤酒将受益于乌苏啤酒优异表现、全国化拓展加速、多品牌协同发力、产能持续扩张，预计 2021-2023 年收入增速分别为 21.8%、17.6%、16.6%；归母净利润增速分别为 8.3%、26.9%、24.9%；EPS 分别为 2.4/3.0/3.8 元/股；PE 分别为 64/51/41 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

**催化剂：**消费升级持续、乌苏全国化开拓顺利。

**风险提示：**国内疫情再次爆发，影响啤酒整体动销；乌苏动销情况不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	10941.6	13329.0	15673.3	18268.8
(+/-)	205.5%	21.8%	17.6%	16.6%
归母净利润	1065.2	1153.6	1463.8	1827.8
(+/-)	61.7%	8.3%	26.9%	24.9%
每股收益(元)	2.2	2.4	3.0	3.8
P/E	69.5	64.2	50.6	40.5

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3658	4199	6784	10186
现金	1956	2229	4544	7646
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	115	141	196	245
其它应收款	29	55	67	67
预付账款	23	32	36	38
存货	1421	1638	1847	2085
其他	115	104	95	105
<b>非流动资产</b>	5938	6358	7459	8662
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	197	210	218	208
固定资产	3233	3793	4570	5579
无形资产	588	661	779	944
在建工程	362	609	728	662
其他	1557	1085	1165	1269
<b>资产总计</b>	9595	10557	14244	18848
<b>流动负债</b>	6912	6051	7107	8437
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1940	1614	1949	2368
预收账款	0	222	220	187
其他	4972	4215	4938	5882
<b>非流动负债</b>	1115	911	961	996
长期借款	365	365	365	365
其他	750	546	596	631
<b>负债合计</b>	8027	6962	8069	9433
少数股东权益	984	2073	3456	5183
归属母公司股东权	585	1521	2719	4232
<b>负债和股东权益</b>	9595	10557	14244	18848
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3690	1288	3857	4753
净利润	1741	2244	2847	3555
折旧摊销	414	248	306	382
财务费用	6	(27)	7	(33)
投资损失	(180)	(110)	(123)	(138)
营运资金变动	4971	(816)	1012	1256
其它	(3262)	(250)	(192)	(269)
<b>投资活动现金流</b>	(2805)	(554)	(1273)	(1457)
资本支出	(2429)	(1033)	(1177)	(1297)
长期投资	49	(13)	(8)	9
其他	(425)	493	(88)	(169)
<b>筹资活动现金流</b>	(588)	(462)	(269)	(194)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	365	0	0	0
其他	(953)	(462)	(269)	(194)
<b>现金净增加额</b>	297	273	2315	3103

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10942	13329	15673	18269
营业成本	5404	6230	7025	7932
营业税金及附加	762	928	1091	1272
营业费用	2304	3066	3526	4110
管理费用	684	676	795	927
研发费用	84	103	121	141
财务费用	6	(27)	7	(33)
资产减值损失	(70)	64	(40)	(25)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	180	110	123	138
其他经营收益	146	86	99	112
<b>营业利润</b>	1952	2560	3289	4145
营业外收支	167	172	177	182
<b>利润总额</b>	2119	2731	3466	4327
所得税	378	488	619	773
<b>净利润</b>	1741	2244	2847	3555
少数股东损益	675	1090	1383	1727
<b>归属母公司净利润</b>	1065	1154	1464	1828
<b>EBITDA</b>	2526	3001	3775	4672
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.2	2.4	3.0	3.8
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	205.5%	21.8%	17.6%	16.6%
营业利润	196.0%	31.1%	28.5%	26.0%
归属母公司净利润	61.7%	8.3%	26.9%	24.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.6%	53.3%	55.2%	56.6%
净利率	15.9%	16.8%	18.2%	19.5%
ROE	69.2%	44.7%	30.0%	23.4%
ROIC	91.5%	90.8%	76.7%	66.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	83.7%	65.9%	56.6%	50.0%
净负债比率	11.1%	8.9%	7.8%	7.6%
流动比率	0.5	0.7	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.4	0.7	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.7	1.3	1.3	1.1
应收帐款周转率	126.7	83.5	73.8	79.0
应付帐款周转率	4.5	3.5	3.9	3.7
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.2	2.4	3.0	3.8
每股经营现金	7.6	2.7	8.0	9.8
每股净资产	1.2	3.1	5.6	8.7
<b>估值比率</b>				
P/E	69.5	64.2	50.6	40.5
P/B	126.5	48.7	27.2	17.5
EV/EBITDA	22.9	24.9	19.6	15.6

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 -10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>