

加速产能布局，嘉士伯走向全国

重庆啤酒(600132)

事件概述

公司控股子公司嘉士伯重啤拟在广东省佛山市三水区新建年产50万千升啤酒产能的生产基地，固定资产投资约10.3亿元，并在佛山市设立嘉士伯佛山公司。嘉士伯重啤子公司西昌公司拟投资扩建产能，从年产3.8万千升扩产至年产11万千升，投资额约1.02亿元。

分析判断：

随着资产注入整合完成，重啤从区域性啤酒企业成长为全国性啤酒企业，对产能、市场渠道、供应链网络、营销推广和管理效率提出更高的要求。

▶ 加紧产能储备，推动全国化布局

近两年公司以乌苏为代表的中高档啤酒快速增长，为匹配市场需求和全国化布局，已经在江苏盐城新建13万千升的产能，满足乌苏的生产需要。公司进一步在佛山新建50万千升的产能、扩建西昌公司产能，将有助于：1) 支持乌苏等中高档产品的全国化扩张。今年公司分别在华东、华南和西南等地落地新产能，弥补产能缺口，叠加公司西部市场优势地位，全国化的产能布局进一步完善；2) 节省物流成本，提升供应链效率。预计盐城13万千升产能为公司节省运费3000万左右，佛山大工厂建成后预计将节省更大额度的运输成本，优化供应链资源配置，提升运营效率；3) 提升公司整体盈利能力。新建佛山工厂的生产工艺和效率相较于其他工厂将有所提升，有望进一步提升生产效率，降低制造费用，另一方面，新增50万吨产能较公司现有产能提升15%以上，并且以生产中高档产品为主，将对公司收入和利润规模带来提升。

▶ 大单品成长仍未结束，嘉士伯继续扬帆27

近两年重啤的快速发展离不开乌苏在疆外的爆发式增长，乌苏以过硬的品质、独特的调性和快速的区域扩张在全国范围内品牌知名度快速提升。乌苏在疆外的扩张仍未结束，随着组织（区域划分调整）+产能（疆内技改、疆外新增）+市场（从大城市延伸至全市场）+品牌（网红品牌，矩阵式营销）+提价+产品矩阵（楼兰秘酿、小瓶）的进一步优化，乌苏有望成为国内又一个破百万吨的啤酒大单品，并不断提升规模天花板。

嘉士伯高端化品牌矩阵中仍有1664、夏日纷、格林堡等国际高端品牌和重庆、西夏、风花雪月等区域特色强势品牌，储备了丰富的品牌组合接档成长，在下一个五年继续“扬帆27”，推进产品高端化、推动销售模式的持续革新和供应链效率的不断提升，提升重啤的盈利质量和行业市占率。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	147.22
股票代码：	600132
52周最高价/最低价：	209.99/89.12
总市值(亿)	712.50
自由流通市值(亿)	712.50
自由流通股数(百万)	483.97



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520100001
联系电话：

相关研究

1. 【华西食品】重庆啤酒点评报告：Q3业绩超预期，乌苏攻势不减
2021.10.29
2. 【华西食品】重庆啤酒点评报告：H1高端高成长，推进极速共赢
2021.08.19
3. 【华西食品】重庆啤酒点评报告：Q1业绩高增，经营能力傲视群雄
2021.04.29

盈利预测

我们调整公司 21-23 年营业收入 135.14/150.86/162.90 亿元的预测至 133.59/155.86/172.90 亿元，调整 21-23 年 EPS 2.65/3.25/3.77 元的预测至 2.30/2.96/3.67 元，对应 2021 年 12 月 2 日 147.22 元/股收盘价，PE 分别为 64/50/40 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、疫情影响超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,212	10,942	13,359	15,586	17,290
YoY (%)	194.5%	7.1%	22.1%	16.7%	10.9%
归母净利润(百万元)	1,043	1,077	1,111	1,430	1,778
YoY (%)	158.2%	3.3%	3.2%	28.7%	24.3%
毛利率 (%)	50.9%	50.6%	51.5%	52.1%	52.3%
每股收益 (元)	2.15	2.23	2.30	2.96	3.67
ROE	73.5%	184.0%	65.5%	45.7%	36.2%
市盈率	68.32	66.17	64.11	49.81	40.08

资料来源：wind、华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,942	13,359	15,586	17,290	净利润	1,752	2,306	2,949	3,520
YoY (%)	7.1%	22.1%	16.7%	10.9%	折旧和摊销	414	20	20	20
营业成本	5,404	6,479	7,468	8,240	营运资金变动	1,809	321	181	564
营业税金及附加	762	935	1,091	1,210	经营活动现金流	3,690	2,351	2,805	3,720
销售费用	2,304	2,779	3,117	3,285	资本开支	-519	-25	-46	3
管理费用	684	735	779	813	投资	-2,335	-2	-2	-2
财务费用	6	6	-11	-39	投资活动现金流	-2,805	240	264	346
资产减值损失	-70	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	180	267	312	346	债务募资	890	100	100	100
营业利润	1,964	2,760	3,530	4,213	筹资活动现金流	-588	83	79	75
营业外收支	167	18	23	28	现金净流量	297	2,674	3,148	4,142
利润总额	2,131	2,778	3,553	4,241	主要财务指标				
所得税	378	472	604	721	成长能力				
净利润	1,752	2,306	2,949	3,520	营业收入增长率	7.1%	22.1%	16.7%	10.9%
归属于母公司净利润	1,077	1,111	1,430	1,778	净利润增长率	3.3%	3.2%	28.7%	24.3%
YoY (%)	3.3%	3.2%	28.7%	24.3%	盈利能力				
每股收益	2.23	2.30	2.96	3.67	毛利率	50.6%	51.5%	52.1%	52.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	16.0%	17.3%	18.9%	20.4%
货币资金	1,956	4,630	7,778	11,920	总资产收益率 ROA	11.2%	8.9%	8.6%	8.5%
预付款项	23	32	97	99	净资产收益率 ROE	184.0%	65.5%	45.7%	36.2%
存货	1,421	1,598	1,678	1,806	偿债能力				
其他流动资产	258	285	921	999	流动比率	0.53	0.88	1.25	1.61
流动资产合计	3,658	6,545	10,475	14,824	速动比率	0.32	0.66	1.03	1.41
长期股权投资	197	197	197	197	现金比率	0.28	0.62	0.93	1.30
固定资产	3,233	3,263	3,293	3,323	资产负债率	83.7%	69.1%	58.8%	50.6%
无形资产	588	593	598	603	经营效率				
非流动资产合计	5,938	5,990	6,072	6,114	总资产周转率	1.14	1.07	0.94	0.83
资产合计	9,595	12,535	16,546	20,938	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.23	2.30	2.96	3.67
应付账款及票据	1,940	1,953	2,046	2,258	每股净资产	1.21	3.51	6.46	10.13
其他流动负债	4,972	5,493	6,361	6,922	每股经营现金流	7.62	4.86	5.80	7.69
流动负债合计	6,912	7,445	8,408	9,179	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	365	465	565	665	估值分析				
其他长期负债	750	750	750	750	PE	66.17	64.11	49.81	40.08
非流动负债合计	1,115	1,215	1,315	1,415	PB	98.39	42.00	22.79	14.53
负债合计	8,027	8,660	9,722	10,594					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	984	2,178	3,697	5,439					
股东权益合计	1,569	3,874	6,824	10,344					
负债和股东权益合计	9,595	12,535	16,546	20,938					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，4 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。