重庆啤酒（600132）

公司研究/点评报告

旺季动销顺畅，20Q3 主业延续高增长

——重庆啤酒（600132）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 24 日公司发布 2020 年三季报，1~9 月实现营业收入 31.08 亿元，同比+2.72%；实现归母净利润 4.61 亿元，同比-22.39%，实现基本 EPS 为 0.95 元。

二、分析与判断

➢ 旺季动销顺畅，疫情对经营的不利影响得到扭转

前三季度，公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 31.08/4.61/4.32 亿元，同比分别+2.72%/-22.39%/+7.24%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.56/2.15/2.17 亿元，同比分别+13.73%/-39.49%/+18.90%。总体看，公司通过 Q2、Q3 的旺季营销成功化解 Q1 疫情对经营的不良影响，1~9 月收入和扣非净利润同比均恢复增长，显示主业向好趋势明显。受 19 年同期退休人员大额医保政策调整导致营业外收入基数较高；叠加 20Q3 万州水灾损失等因素共同影响，20 年 1~9 月非经常性损益同比出现大幅下滑，导致归母净利润同比下滑明显。

产量及吨价方面，前三季度，公司共销售啤酒 82.51 万千升，同比+3.45%，销售均价 3708 元/千升，同比-0.29%；合 Q3 销售啤酒 35.99 万千升，同比+14.29%，销售均价 3705 元/千升，同比-0.81%。公司啤酒销量增速略高于营收增速，显示收入增长的主要驱动力来自于量的增长，销售均价同比小幅下滑。

产品结构方面，前三季度，高档/主流/大众产品分别实现收入 6.69/20.46/3.44 亿元，同比分别+51.43%/-3.82%/-13.22%；合 Q3 分别实现收入 3.34/9.12/0.87 亿元，同比分别+98.97%/-9.43%/-50.07%。公司高档啤酒收入增速较快，显示产品整体高端化趋势较为明显，考虑到整体销售均价同比小幅下滑，预计主要原因是主流及大众产品中委托加工比例有所上升、旺季相关产品促销较多。

销售地区方面，重庆/四川/湖南地区 1~9 月实现销售收入 21.61/5.76/3.21 亿元，同比分别-0.66%/-0.28%/+51.65%；合 Q3 分别实现收入 9.56/2.34/1.43 亿元，同比分别+11.23%/+2.12%/+63.81%。湖南地区销售实现快速增长主要原因是委托加工生产量同比大幅增长；Q3 川渝地区销售同比小幅增长。

➢ 交易完成后公司业绩将得到显著增厚，长期成长性显现

前三季度公司毛利率为 42.40%，同比+0.62ppt（Q3 为 43.95%，同比+0.50ppt），高档产品收入保持高增长是带动整体毛利率上行的主要原因。前三季度公司期间费用率为 16.23%，同比-1.58ppt（Q3 为 15.04%，同比-1.53ppt）。其中销售费用率为 10.62%，同比-2.80ppt（Q3 为 10.73%，同比-2.57ppt），原因是疫情导致广告投放同比有所降低。管理费用率为 5.54%，同比+1.37ppt（Q3 为 4.34%，同比+1.11ppt），原因是项目咨询费同比增长较大。财务费用率为 0.07%，同比-0.15ppt（Q3 为-0.04%，同比-0.07ppt），原因是财务支出同比小幅缩减。

➢ 明年嘉士伯有望并表，公司有望从西部走向全国

嘉士伯资产注入交易完成后，明年大概率将实现并表。预计成功并表后，嘉士伯在大陆地区绝大部分优质啤酒资产将注入公司；公司将拥有嘉士伯、乐堡、凯旋 1664 等国际品牌，同时拥有重庆、山城等本地品牌，以及乌苏、西夏、大理等地方强势品牌。公司将形成从国际高端品牌到地区强势品牌的完整覆盖，成为“本地强势品牌+国际高端品牌”的市场参与者；公司的核心优势区域市场将从重庆、四川、湖南等地扩展至新疆、广东、华东等全国市场。公司主业的长期成长性将逐步显现。

推荐　维持评级

当前价格：　99.87 元

交易数据	2020-10-23
近 12 个月最高/最低	106.51/39.58
总股本（百万股）	483.97
流通股本（百万股）	483.97
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	483.34
流通市值（亿元）	483.34

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 重庆啤酒（600132）重大资产交易草案点评：交易方案确定，长期成长性得到强化
2. 重庆啤酒（600132）2020 年半年报点评：20Q2 经营显著回暖，关注未来长期成长性

三、盈利预测与投资建议

我们以资产注入从 2021 年起并表为核心假设，预计 20-22 年公司实现营业收入为 35.19/101.79/110.25 亿元，同比-1.8%/+189.3%/+8.3%；实现归母净利润 5.32/11.76/13.01 亿元，同比-19.0%/+121.1%/+10.7%，折合 EPS 为 1.10 元/2.43 元/2.69 元，对应 PE 为 91/41/37 倍。2020/2021 年啤酒板块整体预期估值为 55/45 倍，公司完成交易后估值将与板块平均水平基本相当。我们认为，交易完成后公司生产效率将得到持续提升，未来业绩增速将有望快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

资产注入进度不及预期、原材料成本价格异常上涨、食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,582	3,519	10,179	11,025
增长率（%）	3.3%	-1.8%	189.3%	8.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	657	532	1,176	1,301
增长率（%）	62.6%	-19.0%	121.1%	10.7%
每股收益（元）	1.36	1.10	2.43	2.69
PE（现价）	73.4	90.9	41.1	37.1
PB	34.1	38.7	28.8	28.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,582	3,519	10,179	11,025
营业成本	2,089	2,048	6,087	6,560
营业税金及附加	270	266	769	832
销售费用	492	501	1,479	1,577
管理费用	162	183	539	584
研发费用	0	0	0	0
EBIT	569	520	1,305	1,472
财务费用	9	(6)	16	35
资产减值损失	(22)	7	9	10
投资收益	79	74	75	76
营业利润	658	613	1,384	1,533
营业外收支	170	20	15	15
利润总额	827	633	1,399	1,548
所得税	99	76	167	185
净利润	729	557	1,232	1,363
归属于母公司净利润	657	532	1,176	1,301
EBITDA	743	678	1,460	1,620

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1254	867	3867	6501
应收账款及票据	58	52	171	175
预付款项	12	14	36	41
存货	364	706	1995	878
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1717	1818	6424	7726
长期股权投资	246	321	396	472
固定资产	1152	1164	1108	1066
无形资产	246	197	155	122
非流动资产合计	1797	1654	1466	1303
资产合计	3514	3471	7889	9028
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	448	464	1309	1434
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1510	1610	4544	4928
长期借款	0	0	1000	1700
其他长期负债	390	390	390	390
非流动负债合计	493	493	1493	2193
负债合计	2003	2103	6036	7121
股本	484	484	484	484
少数股东权益	93	118	174	236
股东权益合计	1511	1368	1853	1906
负债和股东权益合计	3514	3471	7889	9028

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	3.3%	-1.8%	189.3%	8.3%
EBIT 增长率	14.8%	-8.5%	150.8%	12.8%
净利润增长率	62.6%	-19.0%	121.1%	10.7%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.8%	40.2%	40.5%
净利润率	18.3%	15.1%	11.6%	11.8%
总资产收益率 ROA	18.7%	15.3%	14.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	46.3%	42.5%	70.0%	77.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.6
速动比率	0.9	0.7	1.0	1.4
现金比率	0.8	0.5	0.9	1.3
资产负债率	0.6	0.6	0.8	0.8
经营效率				
应收账款周转天数	6.3	5.2	5.5	5.6
存货周转天数	60.4	93.4	79.2	77.7
总资产周转率	1.1	1.0	1.8	1.3
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.1	2.4	2.7
每股净资产	2.9	2.6	3.5	3.5
每股经营现金流	1.5	0.5	5.5	6.6
每股股利	1.4	1.5	1.5	1.6
估值分析				
PE	73.4	90.9	41.1	37.1
PB	34.1	38.7	28.8	28.9
EV/EBITDA	63.4	70.1	31.1	26.9
股息收益率	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	729	557	1,232	1,363
折旧和摊销	196	164	164	158
营运资金变动	(132)	(395)	1,319	1,707
经营活动现金流	705	232	2,645	3,191
资本开支	107	(92)	(123)	(106)
投资	18	0	0	0
投资活动现金流	(22)	92	123	106
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	1,000	175
筹资活动现金流	(398)	(711)	233	(663)
现金净流量	285	(387)	3,001	2,634

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。