重庆啤酒（600132）

公司研究/点评报告

20Q2 经营显著回暖，关注未来长期成长性

—重庆啤酒（600132）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 17 日

一、事件概述

重庆啤酒发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营业总收入 17.51 亿元，同比-4.45%，实现净利润 2.99 亿元，同比+10.49%，实现归母净利润 2.46 亿元，同比+3.06%。折合 EPS 为 0.51 元。折合 20Q2 公司实现营业收入 11.96 亿元，同比+19.66%，实现净利润 2.55 亿元，同比+49.81%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比+38.47%。

二、分析与判断

➢ 把握旺季 Q2 营收止跌回升，产品结构持续优化，重庆外市场表现出彩

20H1 公司营收同比-4.45%，其中 20Q2 单季度公司营业收入同比增长 19.66%，创下自 13Q2 以来单季度最快增速记录，公司 Q2 营收加速增长的主要原因是公司复工及时并积极作为，主动迭代推出拉罐产品并将营销中心转移至区县市场，大力开拓非现饮渠道，优化提升非现饮品项组合所共同导致。

从销量和吨价来看，20H1 公司啤酒销量为 46.52 万千升，同比-3.64%，其中 20Q2 销量为 31.22 万千升，同比+21.1%，公司把握旺季动销机会，渠道积极补货应带动销量增长显著。20H1 公司产品吨价为 3709.5 元/吨，较同期 3706.9 元/吨基本相当。

分产品看，公司 20H1 高档/主流/大众啤酒分别实现收入 3.34/11.34/2.57 亿元，分别占比 19.38%/65.73%/14.9%，同比+4.09pct/-6.59pct/+2.5pct，高档占比提升带动结构优化，各价格带啤酒营收分别同比+22.22%/-12.34%/+15.87%，其中 20Q2 单季度各类产品营收分别同比+61.38%/11.85%/25.01%，高档产品表现亮眼，主要由 20Q2 公司核心市场现饮渠道逐渐恢复后公司积极引导产品消费升级、本地品牌高档产品培育初显成效及国际品牌（如凯旋 1664 增长强劲）保持良好增长态势共同导致；大众产品保持良好增速，主流产品呈恢复态势，主要系疫情防控措施放缓餐饮恢复叠加今年夏季较往年炎热导致。

分地区看，公司在重庆/四川/湖南市场分别实现营收 12.06/3.41/1.78 亿元，分别占比 69.9%/19.79%/10.31%，同比-3.71pct/+0.34pct/+3.36pct，三地市场营业收入分别同比-8.41%/-1.86%/+43.1%，其中 20Q2 单季度三地市场营收分别同比+13.54%/+26.31%/+88.08%，重庆外市场表现亮眼，主要原因：1）公司内部产能安排有所调整，2019 年 12 月乌苏啤酒开始在湘、川两地工厂进行委托加工，20H1 分别实现销售额 6027 万元和 2512 万元，乌苏铺货效果良好带动营业收入高企；2）公司在重庆外市场推进大城市全渠道拓展和外围乡镇拓展，完善低份额市场经销商布局；3）川湘两地经销商经过多年优化后展现活力，团队战斗力有所提高。

➢ 产品毛利率上行明显，盈利能力稳中略升

毛利率：20H1 公司销售毛利率为 41.2%，同比+0.51pct，其中 20Q2 单季度公司销售毛利率为 46.12%，同比+2.69pct，毛利表现出色主要原因是 Q2 产品结构中高档产品占比提高。**期间费用率：**20H1 期间费用率为 17.16%，同比-1.46pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 10.54%/6.47%/0.16%，分别同比-2.96pct/+1.68pct/-0.18pct，其中销售费用同比下降 25.41%，主要是广告及市场宣传费下降较多（-57.59%）所致，管理费用同比上升 29.05%，主要是办公及服务费同增 250%所致。**净利率：**20H1 公司净利率为 17.08%，同比+2.31pct，主要系税费返还（返还额度占营收之比为 2.3%）导致。

➢ 公司疫情后积极作为效果显著，未来嘉士伯资产注入将强化公司成长性

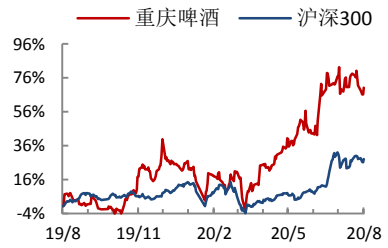
公司在疫情后积极作为思路清晰：**1）力所能及范围内积极动销：**积极帮助经销商开展社区营销去库存，与主流外卖平台合作刺激动销，及时推出拉罐产品予以配合；

推荐　维持评级

当前价格： 69.45 元

交易数据	2020-8-14
近 12 个月最高/最低(元)	72.9/40.25
总股本（百万股）	483.97
流通股本（百万股）	483.97
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	336.12
流通市值（亿元）	336.12

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

相关研究

1.重庆啤酒（600132）点评报告：资产注入按计划推进，长期成长性有望持续增强

2.重庆啤酒（600132）19 年报及 20 年一季报点评报告：短期疫情冲击难改长期向好

3.重庆啤酒（600132）点评报告：嘉士伯资产注入动作开启，西部寨头呼之欲出

2）开辟新战场，谋求新增长。开辟周边市场推动渠道下沉，在区县市场寻求销售机会，成果显著；**3）注重 Q2 旺季机会。**得益于进入夏天的节奏与疫情缓解大体一致，公司积极开展事件营销把握消费反弹机会，期间注重引导本土品牌产品升级，高档产品放量增长在报表中也得以体现。整体来看，疫情为短期扰动因素，不改公司长期向好趋势。

嘉士伯资产注入正有序进行中。未来嘉士伯将其在新疆、宁夏、云南、广东、华东等地拥有的优质啤酒资源注入上市公司后，公司将实现“本地品牌（重庆、山城）+国际品牌（嘉士伯、乐堡、凯旋 1664）+地区强势品牌（乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖）”的强大品牌阵线，实现产品全价格带、全品类覆盖；在产品对应强势地区将实现大突破，补强公司渠道；多品牌协同有利于发挥规模效应，优化公司产能利用率，提高盈利能力。**预计注资完成后重庆啤酒整体盈利能力将进一步提升，公司成长性将进一步加强。**

三、投资建议

在不考虑资产注入的前提下，预计 20-22 年公司实现营业收入为 35.19/38.46/40.85 亿元，同比-1.8%/+9.3%/+6.2%；实现归母净利润 5.32/6.63/7.59 亿元，同比-19.0%/+24.6%/+14.5%，折合 EPS 为 1.10 元/1.37 元/1.57 元，对应 PE 为 63/51/44 倍。2020 年啤酒板块整体预期 PE 为 64 倍，公司估值略低于板块平均水平，考虑到嘉士伯注资落地，预计未来公司业绩增速将快于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情影响超预期、资产注入进度不及预期、玻璃瓶及大麦价格异常上涨、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	3,846	4,085
增长率（%）	3.3%	-1.8%	9.3%	6.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	657	532	663	759
增长率（%）	62.6%	-19.0%	24.6%	14.5%
每股收益（元）	1.36	1.10	1.37	1.57
PE（现价）	51.1	63.2	50.7	44.3
PB	23.7	26.9	28.8	29.5

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	3,846	4,085
营业成本	2,089	2,048	2,225	2,337
营业税金及附加	270	266	290	308
销售费用	492	521	512	517
管理费用	162	183	162	163
研发费用	0	0	0	0
EBIT	569	501	657	758
财务费用	9	(19)	(13)	(24)
资产减值损失	(22)	0	0	0
投资收益	79	74	75	76
营业利润	658	613	774	888
营业外收支	170	20	15	15
利润总额	827	633	789	903
所得税	99	76	94	108
净利润	729	557	695	795
归属于母公司净利润	657	532	663	759
EBITDA	743	658	812	907

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1254	873	1601	1274
应收账款及票据	58	52	64	65
预付款项	12	14	13	15
存货	364	699	280	729
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1717	1824	1991	2254
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	3478	3457	3556
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	448	464	478	511
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1510	1617	1648	1737
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	390	390	390	390
非流动负债合计	493	493	493	493
负债合计	2003	2109	2141	2229
股本	484	484	484	484
少数股东权益	93	118	150	186
股东权益合计	1511	1368	1316	1327
负债和股东权益合计	3514	3478	3457	3556

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%	9.3%	6.2%
EBIT 增长率	14.8%	-11.9%	31.2%	15.4%
净利润增长率	62.6%	-19.0%	24.6%	14.5%
盈利能力				
毛利率	41.7%	41.8%	42.2%	42.8%
净利润率	18.3%	15.1%	17.2%	18.6%
总资产收益率 ROA	18.7%	15.3%	19.2%	21.4%
净资产收益率 ROE	46.3%	42.6%	56.8%	66.5%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.7	1.0	0.9
现金比率	0.8	0.5	1.0	0.7
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
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	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.1	1.4	1.6
每股净资产	2.9	2.6	2.4	2.4
每股经营现金流	1.5	0.5	2.8	0.7
每股股利	1.4	1.5	1.5	1.6
估值分析				
PE	51.1	63.2	50.7	44.3
PB	23.7	26.9	28.8	29.5
EV/EBITDA	43.6	49.7	39.4	35.7
股息收益率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	729	557	695	795
折旧和摊销	196	157	155	148
营运资金变动	(132)	(381)	592	(501)
经营活动现金流	705	239	1,352	352
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	0	0
筹资活动现金流	(398)	(711)	(747)	(784)
现金净流量	285	(380)	728	(326)

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。

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。