



重庆啤酒 (600132.CH): 2021 年净利润高于预期, 2022 年乌苏有望维持快速增长

- 2021 年业绩预报增长好于预期:** 重庆啤酒于 2 月 6 日晚间预告了其 2021 年全年的业绩表现。公司预测其 2021 年全年净利润达到 11.7 亿人民币, 同比 2020 年增长 8.3%。这也表示公司 4Q21 净利润达到 1.2 亿人民币 (相比 4Q20 同比翻了 10 倍), 净利润率达到 6.3% (相比 4Q20 的 0.6%)。我们认为在原材料价格承压的情况下, 四季度净利润率的大幅提升主要归功于高端产品占比的提升、公司经营效率的优化以及提价的帮助。2021 年全年营业利润预计同比增长 50.1%, 4Q21 营业利润达到 2.57 亿人民币 (相比 4Q20 的 7230 万的运营亏损)。收入端, 全年收入同比增长 20%, 略低于我们的预测。然而, 市场对于 4Q21 收入增速放缓早有预期, 因此对市场情绪的影响相对较小。尽管 4Q21 净利润的激增并不具备太强的参考性 (考虑到四季度为行业淡季), 但面对严峻的疫情, 重啤在 4Q21 依然保持收入的正增长以及利润率的大幅扩张, 足以可见公司全国化与高端化的确定性之高。我们将持续紧密关注重啤各品牌的成长趋势以及利润率变化情况。
- 我们预测乌苏未来增长趋势不变:** 管理层表示, 受春节提前的影响, 2022 年 1 月公司整体动销较强。乌苏 2021 年销量同比增长 34%, 达到 80 万吨以上。尽管 4Q21 增速放缓引起了市场对乌苏增长可持续性的担忧, 我们认为 4Q21 的增长放缓主要归咎于外部环境的变化 (疫情的反复、现饮渠道被迫停业) 以及较高的基数, 与乌苏的品牌力以及公司渠道架构调整没有关系。我们相信, 乌苏现阶段依然处于高速增长阶段, 未来仍有较大的增长空间。随着产品矩阵不断加大、营销手段不断丰富以及大城市计划的持续推进, 我们预测乌苏在 2022 年将继续维持较快增速。
- 产品提价进行中:** 公司从 2021 年 9 月开始对旗下产品进行提价, 总体提价幅度在 4-8% (疆内提价幅度大于疆外)。管理层表示, 疆内提价目前进行较为顺利。管理层预计提价全过程将在 2022 年淡季转旺季前完成, 并希望能够完全覆盖原材料上涨给利润率所带来的压力。
- 维持目标价与“买入”评级不变:** 在完整的 2021 年全年业绩出炉前, 我们暂且维持盈利预测不变。我们用 23x 2022E EV/EBITDA (相对国际品牌平均估值 100% 的溢价水平) 来作为对重庆啤酒的估值, 并维持 180.6 目标价不变。重啤目前交易在 16.8x 2022E EV/EBITDA, 低于华润啤酒与青岛啤酒 A 股的水平 (图表 2)。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,212	10,942	13,269	15,460	17,359
同比变动 (%)	3.3%	7.1%	21.3%	16.5%	12.3%
核心股东应占利润	1,065	1,113	1,054	1,370	1,668
同比变动 (%)	36.5%	4.5%	-5.3%	29.9%	21.8%
PE (X)	61	59	61	47	38
ROE (%)	28.3%	68.1%	88.4%	65.2%	52.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022 年 2 月 7 日

评级

买入

目标价 (人民币)	180.6
潜在升幅/降幅	+36.7%
目前股价 (人民币)	132.1
52 周内股价区间 (人民币)	89.1-210.0
总市值 (百万人民币)	63,865
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	480.3

注: 截至 2022 年 2 月 7 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 重庆啤酒

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,212	10,942	13,269	15,460	17,359
同比	3.3%	7.1%	21.3%	16.5%	12.3%
营业成本	-5,016	-5,404	-6,293	-7,115	-7,768
毛利	4,467	4,776	6,069	7,288	8,405
毛利率	43.7%	43.6%	45.7%	47.1%	48.4%
销售费用	-2,284	-2,304	-2,745	-3,122	-3,455
管理费用	-524	-684	-649	-713	-772
其他经营收入及收益 (损失)	-33	177	-32	-19	6
营业利润	1,627	1,964	2,643	3,434	4,183
经营利润率	15.3%	15.6%	19.2%	21.3%	23.1%
营业外收入	176	199	13	15	17
营业外支出	-8	-33	-13	-15	-17
利润总额	1,795	2,131	2,643	3,434	4,183
所得税	-272	-378	-492	-639	-778
所得税率	15.1%	17.8%	18.6%	18.6%	18.6%
净利润	1,523	1,752	2,152	2,795	3,405
减: 少数股东损益	480	675	1,097	1,426	1,736
归母净利润	1,043	1,077	1,054	1,370	1,668
归母净利率	10.2%	9.8%	7.9%	8.9%	9.6%
同比	62.6%	3.3%	-2.1%	29.9%	21.8%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,473	1,956	2,634	4,329	6,495
现金及等价物	1,469	1,766	2,444	4,140	6,306
其他	3	190	190	190	190
应收票据及应收账款	102	115	80	94	105
预付款项	66	23	28	33	37
其他应收款	2,014	79	79	79	79
存货	1,442	1,421	1,666	1,884	2,057
其他流动资产	62	65	65	65	65
流动资产合计	5,159	3,658	4,552	6,483	8,838
长期股权投资	246	197	197	197	197
固定资产	3,355	3,233	3,637	3,997	4,312
在建工程	44	362	362	362	362
无形资产	612	588	568	548	527
商誉	699	699	699	699	699
递延所得税资产	645	841	841	841	841
其他非流动资产	26	17	17	17	17
非流动资产合计	5,628	5,938	6,322	6,661	6,954
应付票据及应付账款	1,403	1,940	1,362	1,540	1,681
合同负债	0	1,500	1,500	1,500	1,500
应付职工薪酬	302	419	508	592	665
应交税费	118	234	234	234	234
其他应付款	4,034	2,258	2,258	2,258	2,258
一年内到期的非流动负债	17	528	528	528	528
其他流动负债	255	32	32	32	32
流动负债合计	6,129	6,912	6,423	6,685	6,899
长期借款	0	365	365	365	365
长期应付职工薪酬	422	174	211	246	276
预计负债	31	33	33	33	33
递延所得税负债	22	37	37	37	37
递延收益-非流动负债	277	263	263	263	263
其他非流动负债	333	243	243	243	243
非流动负债合计	1,084	1,115	1,152	1,187	1,217
股本	1,629	484	484	484	484
储备	783	101	734	1,282	1,949
少数股东权益	1,161	984	2,081	3,506	5,243
所有者权益合计	3,574	1,569	3,299	5,272	7,676

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,523	1,752	2,152	2,795	3,405
固定资产折旧	368	375	396	441	485
无形资产摊销	36	39	40	41	41
财务费用	47	36	-4	-31	-74
存货的减少	-350	-88	-246	-218	-173
经营性应收项目的减少	-212	1,729	29	-18	-15
经营性应付项目的增加	805	168	-452	297	244
其他	-166	-321	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	2,050	3,690	1,916	3,307	3,913
资本开支	-511	-560	-820	-820	-820
投资支付的现金	-1,820	-1,760	0	0	0
其他	1,939	-485	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-392	-2,805	-820	-820	-820
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	0	890	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,330	-1,373	-418	-791	-927
其他	0	-104	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,330	-588	-418	-791	-927
现金及现金等价物净增加额	328	297	678	1,696	2,166
期初现金及现金等价物余额	1,142	1,469	1,766	2,444	4,140
期末现金及现金等价物余额	1,469	1,766	2,444	4,140	6,306

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.15	2.23	2.18	2.83	3.45
每股销售额	21.10	22.61	27.42	31.94	35.87
每股股息	1.40	0.00	0.87	1.70	2.07
同比变动					
收入	3.3%	7.1%	21.3%	16.5%	12.3%
经营溢利	36.9%	20.7%	34.6%	29.9%	21.8%
归母净利润	62.6%	3.3%	-2.1%	29.9%	21.8%
费用与利润率					
毛利率	43.7%	43.6%	45.7%	47.1%	48.4%
经营利润率	15.3%	15.6%	19.2%	21.3%	23.1%
归母净利率	10.2%	9.8%	7.9%	8.9%	9.6%
回报率					
平均股本回报率	28.3%	68.1%	88.4%	65.2%	52.6%
平均资产回报率	94.7%	114.0%	122.0%	117.6%	109.9%
资产效率					
应收账款周转天数	3.7	2.2	2.2	2.2	2.2
库存周转天数	104.9	96.7	96.7	96.7	96.7
应付账款周转天数	102.1	112.9	79.0	79.0	79.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.8	0.5	0.7	1.0	1.3
速动比率 (x)	0.6	0.3	0.4	0.7	1.0
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.4	0.6	0.9
负债/权益	2.0	5.1	2.3	1.5	1.1
估值					
市盈率 (x)	61.3	59.4	60.6	46.7	38.3
企业价值 / EBITDA (x)	32.4	29.9	21.4	16.8	13.9
股息率	1.1%	0.0%	0.7%	1.3%	1.6%

图表 2：啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS growth			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
ABI BB Equity	百威英博股份公司	53.6	123,653	22.4	19.3	16.8	50.3	16.1	14.4	11.6	11.1	10.4
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	92.6	60,975	29.0	24.0	20.3	68.5	21.0	18.0	14.8	13.0	11.7
SAM US Equity	Boston Beer	237.3	45,029	24.5	23.9	20.8	9.3	0.5	15.0	17.8	17.2	15.6
STZ US Equity	Constellation	47.7	10,478	11.9	12.3	11.4	6.6	-2.8	7.7	8.4	8.3	8.0
TAP US Equity	Molson Coor	14.4	42,586	18.4	18.7	17.4	8.6	-1.5	7.2	9.5	9.0	8.0
ABEV3 BZ Equity	Ambev	752.6	5,651	28.0	24.4	22.9	12.7	14.7	6.6	19.7	17.6	16.3
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	754.4	5,651	28.0	24.4	22.9	12.7	14.7	6.6	19.7	17.6	16.3
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	12,326	15.1	14.7	13.6	-6.1	11.3	7.6	14.0	13.7	13.1
1876.HK Equity	百威亚太	21.7	36,879	39.5	33.3	29.1	66.3	18.6	14.5	16.9	14.4	12.6
2502 JT Equity	朝日集团控股株式会社	4,770.0	21,004	16.1	14.6	13.0	52.1	10.6	12.3	11.9	11.0	10.2
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	1,090.5	24,596	21.8	19.7	17.5	11.7	10.5	12.7	11.9	11.2	10.4
2503 JT Equity	麒麟控股	1,882.0	14,940	17.5	14.5	12.4	25.3	21.1	17.1	10.8	9.2	8.2
国际啤酒企业				23.9	21.1	18.6				13.3	12.3	11.2
291.HK Equity	华润啤酒	59.5	24,771	37.5	35.1	28.2	101.4	6.8	24.3	25.7	20.1	16.2
600600.CH Equity	青岛啤酒	91.6	16,143	43.4	38.2	32.6	33.0	13.7	17.1	25.1	22.0	19.5
168.HK Equity	青岛啤酒	70.5	16,143	28.2	25.4	22.2	30.4	11.0	14.3	14.1	12.0	10.4
600132.CH Equity	重庆啤酒	132.1	10,050	58.9	45.9	37.7	2.3	28.3	21.9	21.4	16.8	13.9
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.4	3,288	78.7	64.0	50.8	42.9	23.0	26.0	12.8	11.7	10.5
中国啤酒企业				41.7	36.5	30.3				21.7	17.8	15.0

注：已覆盖5间啤酒公司（华润啤酒、青岛啤酒-A股、青岛啤酒-H股、燕京啤酒、百威亚太）的EV/EBITDA，E=浦银国际预测；其余公司E=Bloomberg一致预期；数据截至2022年2月7日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 重庆啤酒



注: 截至 2022 年 2 月 7 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	59.5	买入	80.9	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	132.1	买入	180.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	21.7	买入	27.4	2022 年 1 月 26 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	70.5	持有	86.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	91.6	持有	95.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	80.5	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	125.0	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	1.3	持有	1.2	2021 年 11 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	10.0	2021 年 12 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.4	持有	11.7	2021 年 9 月 2 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 2 月 7 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

