

## 重庆啤酒（600132.SH）

## 买入-B(首次)

### Q2 疫情下销量略有承压 高端化进程依旧

2022年8月17日

公司研究/公司快报

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2022年8月17日

收盘价(元):	115.38
年内最高/最低(元):	178.84/100.00
流通A股/总股本(亿):	4.84/4.84
流通A股市值(亿):	558.41
总市值(亿):	558.41

#### 基础数据：2022年6月30日

基本每股收益:	1.50
摊薄每股收益:	1.50
每股净资产(元):	7.45
净资产收益率:	41.02

#### 分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

#### 事件描述

➢ **事件:** 公司公布2022年中报, 公司2022H1实现营业收入79.36亿元, 同比增长11.16%, 归母净利润7.28亿元, 同比增长16.93%。其中2022Q2实现营业收入41.03亿元, 同比增长6.12%, 归母净利润3.87亿元, 同比增长18.38%。

#### 事件点评

➢ **Q2 疫情下销量有所承压, 高端化进程依旧。** 22H1 公司实现啤酒销量164.84万千升, 同比+6.4%, 吨价为4814元/千升, 同比+4.5%; 22Q2 实现啤酒销量85.42万千升, 同比+1.9%, 吨价为4804元/千升, 同比+4.2%。22Q2 受多地疫情影响, 销量端略有承压, 但在提价效应进一步显现下, 高端化趋势依旧。分产品来看, 22H1 高档/主流/经济产品分别实现收入28.81/39.29/9.60亿元, 同比+13.3%/+9.1%/+11.6%, 22Q2 乌苏疆外市场同比实现6%以上增长, 高档产品营收占比+0.78pct, 达37.08%。分区域看, 2022H1 公司在西北区/中区/南区分别实现收入25.65/33.46/18.60亿元, 同比+3.25%/+13.58%/+18.09%, 西北区域受疫情影响增速有所放缓, 中、南区域取得较好增长, 大城市计划仍在有序推进。上半年在多地疫情扰动下, 公司现饮渠道销量相对承压, 但非现饮、居家场景消费需求较旺盛, 6、7月份疫情有所缓解, 加之多地天气炎热, 销量环比逐步恢复, 据渠道调研, 华北地区7月乌苏预计实现双位数增长。

➢ **管理费用率持续优化, 预计下半年成本压力有所缓解。** 22H1 公司毛利率为48.67%, 同比-0.29pct, 上半年原材料和包装材料价格高涨, 大城市计划推进中物流运费有所提升, 在锁定材料价格和产品结构优化背景下, 公司毛利率虽略有承压, 基本保持稳定。费率方面, 22H1 公司销售/管理/财务费用率分别为14.56%/3.32%/-0.24%, 同比-0.43/-0.11/-0.20pct, 管理费用率和财务费用率保持稳定改善趋势, 助力净利润实现稳定增长。展望下半年, 在玻璃、铝锭等包材价格环比下行、大麦价格上涨趋缓背景下, 公司下半年有望释放一定利润弹性, 盈利能力稳步提升。

➢ **公司坚定推进杨帆27计划, 品类扩充持续打开全国市场。** 22年公司大城市计划总体数量增加15个至76个, 同时在计划执行过程中根据各地疫情扰动等外部因素变化, 对具体城市作出结构性调整。总体而言公司将坚定



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



推进杨帆 27 计划，渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。我们认为目前乌苏啤酒产品矩阵趋于完善，全国化进程顺利推进，乌苏仍有较大增长空间，同时在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。

### 投资建议

➤ 公司产品结构升级顺利，全国销售网络逐步打开，旗下乌苏品牌发展空间充足，我们看好公司在啤酒行业转型期的发展，给予其盈利预测：2022-2024 年公司营业收入分别为 149.54/173.54/199.07 亿元，同比增长 14.0%/16.1%/14.7%。归母净利润分别为 13.90/16.97/20.51 亿元，同比增长 19.2%/22.1%/20.9%。对应 EPS 分别为 2.87/3.51/4.24 元，当前股价对应 PE 分别为 42.6/34.9/28.9 倍，考虑公司产品高端化及全国化背景下的高成长性，给予公司“买入-B”投资评级。

### 风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,954	17,354	19,907
YoY(%)	205.5	19.9	14.0	16.1	14.7
净利润(百万元)	1,077	1,166	1,390	1,697	2,051
YoY(%)	63.9	8.3	19.2	22.1	20.9
毛利率(%)	50.6	50.9	50.3	51.1	51.9
EPS(摊薄/元)	2.23	2.41	2.87	3.51	4.24
ROE(%)	111.7	76.7	55.8	40.9	34.8
P/E(倍)	55.0	50.8	42.6	34.9	28.9
P/B(倍)	101.2	33.7	27.2	17.6	12.1
净利率(%)	9.8	8.9	9.3	9.8	10.3

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3658	4993	6847	10033	13244
现金	1956	2355	4120	6789	9894
应收票据及应收账款	115	109	146	150	189
预付账款	23	45	33	58	46
存货	1421	1887	1929	2433	2488
其他流动资产	144	596	619	604	627
<b>非流动资产</b>	5938	6540	6877	7314	7722
长期投资	197	240	336	431	524
固定资产	3233	3705	3945	4259	4519
无形资产	588	615	631	663	716
其他非流动资产	1919	1980	1965	1961	1963
<b>资产总计</b>	9595	11533	13723	17347	20966
<b>流动负债</b>	6912	7882	8312	9410	9901
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1940	2213	2578	2898	3280
其他流动负债	4972	5670	5735	6512	6621
<b>非流动负债</b>	1115	522	525	529	533
长期借款	365	0	3	7	11
其他非流动负债	750	522	522	522	522
<b>负债合计</b>	8027	8405	8837	9939	10434
少数股东权益	984	1374	2709	4043	5654
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	2	2	2	2
留存收益	116	1282	2509	4024	5855
归属母公司股东权益	585	1755	2177	3365	4878
<b>负债和股东权益</b>	9595	11533	13723	17347	20966

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3690	3565	3403	3938	4382
净利润	1752	2399	2725	3030	3662
折旧摊销	414	428	446	524	612
财务费用	6	-16	-35	-91	-167
投资损失	-180	-58	-97	-103	-110
营运资金变动	1809	874	363	579	384
其他经营现金流	-111	-62	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-2805	-1152	-685	-858	-910
<b>筹资活动现金流</b>	-588	-2014	-952	-412	-367
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.41	2.87	3.51	4.24
每股经营现金流(最新摊薄)	7.62	7.37	7.03	8.14	9.05
每股净资产(最新摊薄)	1.21	3.63	4.50	6.95	10.08

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10942	13119	14954	17354	19907
营业成本	5404	6436	7425	8487	9576
营业税金及附加	762	892	1017	1180	1354
营业费用	2304	2213	2318	2928	3344
管理费用	684	517	589	781	896
研发费用	84	163	299	347	398
财务费用	6	-16	-35	-91	-167
资产减值损失	-70	-79	-90	-105	-120
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	180	58	97	103	110
<b>营业利润</b>	1964	2948	3347	3721	4496
营业外收入	199	8	8	8	8
营业外支出	33	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	2131	2941	3341	3715	4490
所得税	378	542	616	684	827
<b>税后利润</b>	1752	2399	2725	3030	3662
少数股东损益	675	1233	1335	1333	1611
<b>归属母公司净利润</b>	1077	1166	1390	1697	2051
EBITDA	2510	3298	3690	4075	4852

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	205.5	19.9	14.0	16.1	14.7
营业利润(%)	198.6	50.1	13.6	11.2	20.8
归属于母公司净利润(%)	63.9	8.3	19.2	22.1	20.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.6	50.9	50.3	51.1	51.9
净利率(%)	9.8	8.9	9.3	9.8	10.3
ROE(%)	111.7	76.7	55.8	40.9	34.8
ROIC(%)	79.9	105.8	101.2	76.0	64.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	83.7	72.9	64.4	57.3	49.8
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3
速动比率	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.2	1.2	1.1	1.0
应收账款周转率	126.7	117.3	117.3	117.3	117.3
应付账款周转率	4.5	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	55.0	50.8	42.6	34.9	28.9
P/B	101.2	33.7	27.2	17.6	12.1
EV/EBITDA	23.8	17.6	15.6	13.8	11.3

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

