

# 重庆啤酒 (600132.SH)

## 疫情扰动 Q2 动销，控费降税贡献业绩弹性

公司发布 2022 年半年报。公司 2022H1 实现营收 79.4 亿元，同比+11.2%，啤酒销量 164.8 万千升，同比+6.4%，归母净利润 7.3 亿元，同比+16.9%；2022Q2 实现营收 41.0 亿元，同比+6.1%，啤酒销量 85.4 万千升，同比+1.8%，归母净利润 3.9 亿元，同比+18.4%，业绩超市场预期。

疫情影响下 Q2 量增降速，吨价延续上行趋势冲抵成本压力。2022Q2 单季度销量/吨酒收入/吨酒成本分别同比+1.8%/4.2%/+4.8%，Q2 疫情反复影响动销，考虑到公司产品吨价较高，预计餐饮与高线消费恢复较慢是销量增长环比江苏（Q1 量增 11.7%）的主要原因，吨价延续上行态势带动 Q2 毛利率同比-0.3pct 至 49.6%。分产品来看，Q2 高档/主流/经济分别实现营收 15.1/19.4/5.6 亿元，分别同比+5.1%/+5.2%/+10.7%，以乌苏为代表的高档产品成长性阶段性放缓，我们认为随着疫情管控环比改善以及餐饮恢复，乌苏 Q3 有望环比加速，而 Q2 疫情后经济类产品率先恢复、表现较好；分区域来看，西北/中区/南区分别实现营收 13.7/16.8/9.6 亿元，分别同比-4.6%/+7.3%/+22.1%，西北地区表现略有承压，南区依然势头强劲。

精细化管理控费助推业绩，所得税率优惠 Q2 表现体现。2022Q2 销售/管理/研发费用率分别同比-1.2/+0.5/-0.3pct 至 15.4%/3.3%/0.9%，经营效率不断提升冲抵成本压力，同时公司所得税率同比-3.1pct 至 21.5%，预计主要系公司税收优惠申请已通过并在表观兑现，带动公司归母净利率同比+1.0pct 至 9.4%，整体业绩超市场预期。

阶段性降速不改公司优秀质地，期待未来持续改善。疫情仍是影响公司动销的核心因素，我们认为乌苏 Q2 承压系阶段性事件，预计未来将持续环比改善，公司 BU 调整完毕后坚定推进大城市计划，产品组合战略卓有成效，重啤优秀的管理能力与产品打造能力不容小觑，坚定看好重啤未来发展。

盈利预测：考虑到疫情反复对啤酒动销的影响，调整此前盈利预测，预计 2022-2024 年实现营收 149.8/174.2/197.4 亿元（此前为 156.6/181.3/203.9 亿元），同比+14.2%/16.3%/13.3%，实现归母净利润为 13.9/18.1/22.5 亿元（此前为 14.6/19.3/23.3 亿元），同比+19.1%/30.2%/24.6%，当前股价对应 PE 为 40/31/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响动销；新品拓展不及预期；旺季动销不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	10,942	13,119	14,977	17,418	19,738
增长率 yoy (%)	205.5	19.9	14.2	16.3	13.3
归母净利润（百万元）	1,077	1,166	1,389	1,809	2,253
增长率 yoy (%)	63.9	8.3	19.1	30.2	24.6
EPS 最新摊薄（元/股）	2.23	2.41	2.87	3.74	4.65
净资产收益率 (%)	111.7	76.7	56.9	45.2	37.6
P/E (倍)	51.9	47.9	40.2	30.9	24.8
P/B (倍)	95.4	31.8	25.7	16.1	10.8

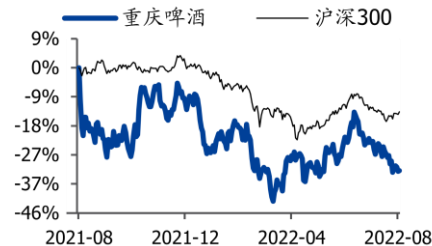
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
8月17日收盘价(元)	115.38
总市值(百万元)	55,840.60
总股本(百万股)	483.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.09

### 股价走势



### 作者

#### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

#### 分析师 郝宇新

执业证书编号：S0680522080001

邮箱：haoyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 《重庆啤酒 (600132.SH)：量价齐升推动高端化，所得税率变动影响业绩》 2022-04-28
- 《重庆啤酒 (600132.SH)：乌苏放量引领高端化，经营效率提升瞩目》 2022-04-02
- 《重庆啤酒 (600132.SH)：乌苏持续全国化，未来发展可期》 2022-02-07

**财务报表和主要财务比率**
**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	7000	12688	16525
现金	1956	2355	5030	9279	14346
应收票据及应收账款	115	109	136	155	172
其他应收款	79	12	106	22	128
预付账款	23	45	52	57	59
存货	1421	1887	1092	2591	1236
其他流动资产	65	585	585	585	585
<b>非流动资产</b>	5938	6540	6694	6683	6594
长期投资	197	240	290	340	390
固定资产	3233	3705	3883	3930	3867
无形资产	588	615	572	530	487
其他非流动资产	1919	1980	1948	1883	1850
<b>资产总计</b>	9595	11533	13694	19371	23119
<b>流动负债</b>	6912	7882	8154	10619	10271
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1940	2213	2725	2904	3525
其他流动负债	4972	5670	5429	7715	6746
<b>非流动负债</b>	1115	522	522	522	522
长期借款	365	0	0	0	0
其他非流动负债	750	522	522	522	522
<b>负债合计</b>	8027	8405	8676	11141	10793
少数股东权益	984	1374	2842	4754	7136
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	2	2	2	2
留存收益	116	1282	1568	1940	2404
归属母公司股东权益	585	1755	2176	3476	5190
<b>负债和股东权益</b>	9595	11533	13694	19371	23119

**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	3997	4856	5514
净利润	1752	2399	2858	3720	4634
折旧摊销	414	428	296	321	339
财务费用	6	-16	-52	-144	-275
投资损失	-180	-58	-65	-65	-65
营运资金变动	1809	874	961	1025	882
其他经营现金流	-111	-62	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-2805	-1152	-383	-243	-183
资本支出	560	725	104	-61	-139
长期投资	8	-486	-50	-50	-50
其他投资现金流	-2236	-912	-330	-354	-372
<b>筹资活动现金流</b>	-588	-2014	-939	-364	-263
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	365	-365	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	0	0	0
其他筹资现金流	-953	-1651	-939	-364	-263
<b>现金净增加额</b>	297	399	2675	4248	5067

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10942	13119	14977	17418	19738
营业成本	5404	6436	7407	8162	9001
营业税金及附加	762	892	1018	1184	1342
营业费用	2304	2213	2486	2926	3158
管理费用	684	517	584	671	750
研发费用	84	163	180	200	217
财务费用	6	-16	-52	-144	-275
资产减值损失	-70	-79	-93	-107	-122
其他收益	114	51	55	55	55
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	180	58	65	65	65
资产处置收益	32	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	1964	2948	3568	4647	5789
营业外收入	199	8	6	6	6
营业外支出	33	15	2	2	2
<b>利润总额</b>	2131	2941	3572	4651	5793
所得税	378	542	714	930	1159
<b>净利润</b>	1752	2399	2858	3720	4634
少数股东损益	675	1233	1468	1912	2382
<b>归属母公司净利润</b>	1077	1166	1389	1809	2253
EBITDA	2510	3298	3757	4757	5777
EPS (元)	2.23	2.41	2.87	3.74	4.65

**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	14.2	16.3	13.3
营业利润(%)	198.6	50.1	21.0	30.2	24.6
归属于母公司净利润(%)	63.9	8.3	19.1	30.2	24.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	50.6	50.9	50.5	53.1	54.4
净利率(%)	9.8	8.9	9.3	10.4	11.4
ROE(%)	111.7	76.7	56.9	45.2	37.6
ROIC(%)	79.9	105.8	106.1	90.7	77.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	83.7	72.9	63.4	57.5	46.7
净负债比率(%)	-24.4	-60.7	-91.6	-107.5	-112.9
流动比率	0.5	0.6	0.9	1.2	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.7	0.9	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.2	1.2	1.1	0.9
应收账款周转率	126.7	117.3	122.0	119.6	120.8
应付账款周转率	4.5	3.1	3.0	2.9	2.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.41	2.87	3.74	4.65
每股经营现金流(最新摊薄)	7.62	7.37	8.26	10.03	11.39
每股净资产(最新摊薄)	1.21	3.63	4.50	7.18	10.72
<b>估值比率</b>					
P/E	51.9	47.9	40.2	30.9	24.8
P/B	95.4	31.8	25.7	16.1	10.8
EV/EBITDA	22.5	16.6	14.3	10.8	8.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com