

## 重庆啤酒

600132

审慎增持 (维持)

## 逆境下盈利提升，看好长期高端化动能

2022年8月18日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-17
收盘价(元)	115.38
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
总市值(百万元)	55840.60
流通市值(百万元)	55840.60
净资产(百万元)	1517.24
总资产(百万元)	12483.30
每股净资产(元)	3.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《重庆啤酒：成本控制优于预期，全国化正当时》20220406  
《重庆啤酒：量价表现突出，全国化潜力继续释放》20220429

分析师:

苏轶

sucheng21@xyzq.com.cn

S0190521120003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13119	14973	17253	19552
同比增长	19.9%	14.1%	15.2%	13.3%
归母净利润(百万元)	1166	1406	1777	2156
同比增长	8.3%	20.6%	26.4%	21.3%
毛利率	50.9%	51.1%	53.3%	54.5%
净利率	8.9%	9.4%	10.3%	11.0%
净资产收益率	66.5%	64.1%	44.8%	35.2%
每股收益(元)	2.41	2.91	3.67	4.46
每股经营现金流(元)	7.37	6.28	8.38	9.92

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

**事件:** 公司公布 2022 年半年报, 22H1 公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 79.36/7.28/7.16 亿元, 分别同比+11.16%/+16.93%/+17.14%; 22Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 41.03/3.87/3.81 亿元, 分别同比+6.13%/+18.38%/+18.64%, 利润超预期。

## 投资要点

- **疫情扰动下仍量价齐升，表现稳健。** 22H1 全国规模以上啤酒企业酿酒总产量同比下滑 2.0%，公司销量逆势同比增长 6.36% 达到 164.84 万千升。上半年疫情反复对现饮消费场景产生较大影响，公司积极布局新零售渠道，稳步推动品牌内部升级，并对部分产品提价，使得公司在较高的吨价基础上仍取得良好增长，H1/Q2 分别同比+4.30%/3.97%。其中乌苏疆外 H1 同比增长约 6%，Q2 增速有所放缓，主因乌苏现饮消费占比较高，疫情影响较小的强势基地市场表现相对稳健。
- **成本压力可控，费用管控良好，盈利能力提升。** 上半年麦芽、铝材及原油价格涨幅较大，H1/Q2 吨成本同比+5.11%/4.82%。公司通过高端化、提价以及持续降本增效较好地对冲了成本压力，H1/Q2 毛利率均同比-0.29pct。疫情下公司费用有所节约，H1/Q2 销售费用率分别同比-0.43/-1.24pct。毛销差改善叠加税率回落，Q2 归母/扣非后归母净利率均提升 0.98pct。
- **盈利预测与投资建议:** 下半年以来防疫政策进一步优化，且天气较为炎热，对啤酒旺季消费产生正面催化，乌苏销量增速有望环比改善。近期包材价格下行，公司后续成本压力有望趋缓。我们看好公司高端化持续发展动能，当前大城市计划稳步推进，1664、乐堡等多款产品在全国化过程中仍有较大提升潜力，销售团队架构调整后产品组合有望更好地协同发展，公司亦积极推动品牌内部结构持续升级。由于疫情影响消费场景，我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年营收分别为 149.73/172.53/195.52 亿元，归母净利润分别为 14.06/17.77/21.56 亿元，以 2022 年 8 月 17 日收盘价计算对应 PE 为 39.7/31.4/25.9 倍，给予“审慎增持”评级。

**风险提示:** 疫情影响消费场景；原材料成本上涨超过预期；高端化竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**报告正文****逆境下盈利提升，看好长期高端化动能****疫情扰动下仍量价齐升，表现稳健。**

- ✓ 量价来看，22H1 全国规模以上啤酒企业酿酒总产量同比下滑 2.0%，公司销量逆势同比增长 6.36% 达到 164.84 万千升。上半年疫情反复对现饮消费场景产生较大影响，公司积极布局 O2O、外卖、社团等新零售等渠道，稳步推动子品牌内部结构升级，并对部分产品提价，使得公司在较高的吨价基础之上仍取得了良好增长，H1 同比提升 4.30% 至 4714 元。22Q2 公司销量+1.84% 达到 85.42 万千升，吨价同比 3.97% 至 4694 元。
- ✓ 分档次看，H1 高档/主流/经济收入分别同比+13.33%/+9.09%/+11.55%，占比分别为 36.30%/49.51%/12.09%，同比+0.69/-0.94/+0.04pct。Q2 高档/主流/经济收入分别同比+5.06%/+5.19%/+10.68%，占比分别为 37.58%/48.33%/14.09%，同比-0.37/-0.42/+0.57 pct。其中乌苏疆外 H1 同比增长约 6% (Q1+19%)，Q2 增速有所放缓，主因乌苏现饮消费占比较高，疫情影响较小的强势基地市场表现相对稳健。
- ✓ 分地区看，H1 西北区/中区/南区收入分别同比+3.25%/+13.58%/+18.09%，占比分别为 32.32%/42.16%/23.43%，同比-2.48/+0.90/+1.37pct。Q2 西北区/中区/南区收入分别同比 -4.59%/+7.35%/+22.11%，占比分别为 33.36%/41.06%/23.29%，同比-3.75/+0.47/+3.05 pct。其中中区(包含部分主要基地市场)、南区受疫情影响相对较小。

**结构升级叠加提价对冲成本压力，费用管控良好，盈利能力稳步提升。**

- ✓ 多管齐下，成本压力可控。2022 年上半年原材料、铝罐以及原油价格涨幅较大，H1 公司吨成本同比+5.11%，Q2 同比+4.82%。公司稳步推进高端化，并于上半年对乌苏等部分产品进行调价，同时持续进行降本增效(上半年额外释放 35 万吨产能、优化供应链网络提升运输效率等)，较好地对冲了成本压力，H1 毛利率同比-0.29pct 至 48.67%，Q2 毛利率同比-0.29pct 至 49.60%。
- ✓ 费用有所节约，整体管控良好。H1/Q2 公司销售费用率分别同比-0.43/-1.24pct，主要系疫情反复下费用有所节约，广告及市场费用增幅较小；H1/Q2 管理费用率同比-0.11/+0.46pct，H1/Q2 研发费用率同比-0.19/-0.28pct，整体费用管控良好。
- ✓ 毛销差改善，盈利能力稳步提升。成本压力可控、费用端优化，H1 公司归母/扣非后归母净利率分别提升 0.45/0.46pct。Q2 税率有所回落，归母/扣非后归母净利率均提升 0.98pct。

**Q3 基本面有望改善，看好长期高端化动能。**

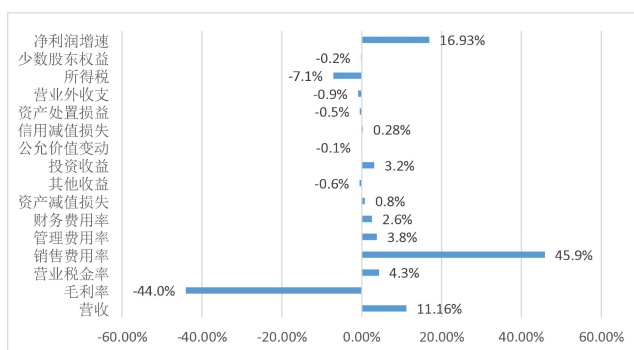
- ✓ 场景逐步复苏有望提振短期销量，成本压力趋缓。22H2 以来，我国防疫政策进一步优化，且天气较为炎热，均对啤酒旺季消费尤其现饮场景动销产生正

面催化。近期铝材、玻璃、纸箱等包材价格处在下行通道，公司后续成本压力有望趋缓。

- ✓ **乌苏降速外部干扰居多，销量有望环比提升。**我们认为乌苏短期降速受外部因素干扰居多，疆外消费占比较大的沿海地区受疫情影响较大，且渠道调整落地不久，个别地区渠道及销售团队调整磨合需要时间。乌苏作为行业内具备明显差异化特征的单品具有良好的消费者粘性，且公司通过营销手段持续强化品牌认知，并通过产品矩阵扩充丰富消费场景、拉高品牌调性，整体势能尤在。下半年消费场景有望逐步复苏，且21Q4基数较低，乌苏销量增速有望环比改善。
- ✓ **全国化扩张进行时，产品组合协同发展。**我们看好公司高端化持续发展动能，1)当前大城市计划稳步推进，1664、乐堡等多款产品在全国化过程中仍有较大提升潜力；2)公司产品矩阵完善且持续推新进行扩充，去年底销售团队架构调整后区域划分进一步明确，后续新兴市场渠道运作和终端覆盖有望更加精细化，助力公司产品组合更好地协同发展；3)公司亦积极推动品牌内部(如重庆、大理等)结构持续升级。

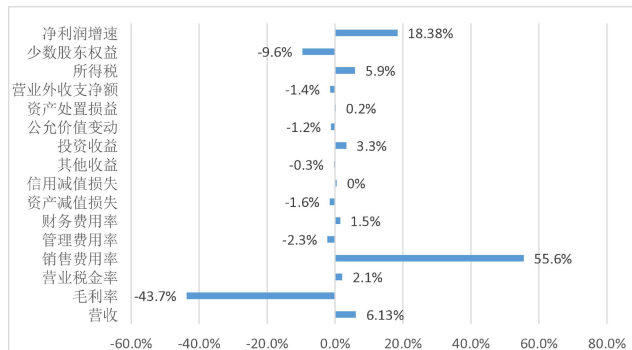
**盈利预测与投资建议：**由于疫情对消费场景产生影响，我们调整盈利预测，预计2022-2024年营收分别为149.73/172.53/195.52亿元，归母净利润分别为14.06/17.77/21.56亿元，以2022年8月17日收盘价计算对应PE为39.7/31.4/25.9倍，给予“审慎增持”评级。

图 1、22H1 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q2 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：疫情影响消费场景；原材料成本上涨超过预期；高端化竞争加剧**

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4993	6707	10478	15014
货币资金	2355	4048	7505	11792
交易性金融资产	501	334	390	371
应收票据及应收账款	109	139	155	178
预付款项	45	44	51	55
存货	1887	2032	2278	2500
其他	95	109	99	118
<b>非流动资产</b>	6540	6585	6706	6730
长期股权投资	240	226	231	229
固定资产	3705	3652	3662	3671
在建工程	162	381	491	545
无形资产	615	582	554	525
商誉	699	699	699	699
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	1118	1045	1069	1061
<b>资产总计</b>	11533	13292	17184	21745
<b>流动负债</b>	7882	7749	8139	8380
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2213	2504	2760	3046
其他	5670	5245	5379	5335
<b>非流动负债</b>	522	571	518	524
长期借款	0	0	0	0
其他	522	571	518	524
<b>负债合计</b>	8405	8320	8657	8905
股本	484	484	484	484
资本公积	2	2	2	2
未分配利润	1040	1479	3256	5412
少数股东权益	1374	2780	4557	6714
<b>股东权益合计</b>	3128	4972	8527	12840
<b>负债及权益合计</b>	11533	13292	17184	21745

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1166	1406	1777	2156
折旧和摊销	428	477	524	580
资产减值准备	78	120	49	79
资产处置损失	-2	-5	-5	-5
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	14	-14	-12	-14
投资损失	-58	-60	-60	-60
少数股东损益	1233	1406	1777	2156
营运资金的变动	874	-375	57	-98
<b>经营活动产生现金流量</b>	3565	3037	4054	4801
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1152	-369	-609	-529
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2014	-976	12	14
现金净变动	399	1693	3457	4287
现金的期初余额	1766	2355	4048	7505
现金的期末余额	2166	4048	7505	11792

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13119	14973	17253	19552
营业成本	6436	7318	8055	8892
税金及附加	892	1018	1173	1330
销售费用	2213	2564	2986	3360
管理费用	517	577	648	699
研发费用	163	150	138	117
财务费用	-16	-14	-12	-14
其他收益	51	50	50	50
投资收益	58	60	60	60
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	1	10	10	10
资产减值损失	-79	-50	-50	-30
资产处置收益	2	5	5	5
<b>营业利润</b>	2948	3435	4340	5264
营业外收入	8	10	10	10
营业外支出	15	15	15	15
<b>利润总额</b>	2941	3430	4335	5259
所得税	542	617	780	947
<b>净利润</b>	2399	2812	3555	4312
少数股东损益	1233	1406	1777	2156
<b>归属母公司净利润</b>	1166	1406	1777	2156
<b>EPS(元)</b>	2.41	2.91	3.67	4.46

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	19.9%	14.1%	15.2%	13.3%
营业利润增长率	50.1%	16.5%	26.4%	21.3%
归母净利润增长率	8.3%	20.6%	26.4%	21.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	50.9%	51.1%	53.3%	54.5%
净利率	8.9%	9.4%	10.3%	11.0%
ROE	66.5%	64.1%	44.8%	35.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	72.9%	62.6%	50.4%	41.0%
流动比率	0.63	0.87	1.29	1.79
速动比率	0.33	0.52	0.92	1.40
<b>营运能力</b>				
资产周转率	124.2%	120.6%	113.2%	100.5%
应收帐款周转率	11279.7	12043.7	11722.2	11752.7
存货周转率	291.4%	286.7%	284.4%	284.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.41	2.91	3.67	4.46
每股经营现金	7.37	6.28	8.38	9.92
每股净资产	3.63	4.53	8.20	12.66
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	47.9	39.7	31.4	25.9
PB	31.8	25.5	14.1	9.1

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn