

重庆啤酒 (600132.SH) 吨价增速平稳, 2022H2 增速有望回升

2022年08月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
张宇光 (分析师)
方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

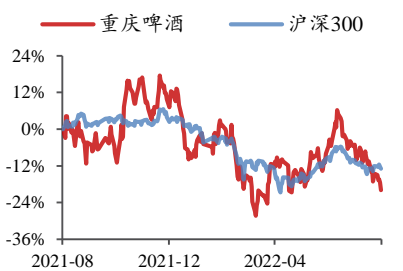
fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2022/8/19
当前股价(元)	110.50
一年最高最低(元)	171.30/100.00
总市值(亿元)	534.79
流通市值(亿元)	534.79
总股本(亿股)	4.84
流通股本(亿股)	4.84
近3个月换手率(%)	47.77

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《业绩略超预期, 乌苏势头依然良好——公司信息更新报告》-2022.4.29
- 《乌苏势头良好, 高端化效果显著——2021 年年报点评报告》-2022.4.7
- 《高端产品全国化, 利润弹性将显现——公司首次覆盖报告》-2022.3.19

● 收入符合预期, 业绩略超预期

2022H1 营收 79.36 亿元, 同比增 11.16%; 扣非前后归母净利润 7.28、7.15 亿元, 同比增 16.93%、增 17.14%。2022Q2 单季营收 41.03 亿元, 同比增 6.13%; 扣非前后归母净利润 3.87、3.81 亿元, 同比增 18.38%、增 18.64%。因疫情影响, 我们下调 2022 归母净利润预测至 13.76 亿元 (前值 14.30 亿元), 预期 2023 年原料价格下降, 上调 2023-2024 年归母净利润预测至 17.32、20.25 亿元 (前值 16.40、19.11 亿元), 对应 2022-2024 年 EPS 预测 2.84、3.58、4.18 元, 当前股价对应 40.6、32.2、27.6 倍 PE, 看好高端品牌势能和 2022H2 追赶销量, 维持“买入”评级。

● 吨价增速平稳, 结构升级持续

(1) 公司 2022H1 销量+6.4%, 吨价+4.5%、增速保持平稳。2022H1 分产品看, 高档、主流、经济产品营收分别同比增 13.33%、9.09%、11.55%, 其中预计乌苏营收增约 10%-15%。(2) 2022Q2 单季销量同比增 1.8%、吨价同比增 4.2%、增速保持平稳, 高档、主流、经济产品营收分别同比增 5.06%、5.19%、10.68%, 其中预计乌苏营收增 6%, 主因疫情影响; 分区域看西北区、中区、南区营收分别同比降 4.59%、增 7.35%、增 22.11%, 疫情影响较小的南区市场依然较好。

● 成本虽有压力但可控, 净利率平稳

2022H1 净利率同比增 0.45pct, 根据新准则 2022H1 毛利率同比降 0.29pct, 成本压力可控, 销售费用率、管理费用率分别同比降 0.43pct, 降 0.11pct, 主因疫情下推广活动减少。2022Q2 单季净利率同比升 0.98pct, 其中毛利率同比降 0.29pct, 销售费用率、管理费用率分别同比降 1.24pct、升 0.46pct。

● 疫情影响减弱, 叠加高温天气, 下半年有望加快追赶销量

2022H1 销售进度滞后、费用投放偏低, 预计 2022H2 公司将加大费用投入和渠道扩张, 追回销量目标。随着疫情影响减弱、叠加高温天气, 2022Q3 增速有望回升, 继续看好公司乌苏、1664 等高档产品全国化空间和本土市场结构升级。

● 风险提示: 餐饮堂食管控风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,942	13,119	15,491	17,348	18,921
YOY(%)	205.5	19.9	18.1	12.0	9.1
净利润(百万元)	1,077	1,166	1,376	1,732	2,025
YOY(%)	63.9	8.3	18.0	25.9	16.9
毛利率(%)	50.6	50.9	49.8	52.0	53.0
净利率(%)	9.8	8.9	8.9	10.0	10.7
ROE(%)	111.7	76.7	56.0	44.0	35.6
EPS(摊薄/元)	2.23	2.41	2.84	3.58	4.18
P/E(倍)	51.9	47.9	40.6	32.2	27.6
P/B(倍)	95.4	31.8	25.8	16.5	11.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3658	4993	7223	9778	14177
现金	1956	2355	5113	6456	11996
应收票据及应收账款	115	109	155	141	182
其他应收款	79	12	95	25	106
预付账款	23	45	35	55	43
存货	1421	1887	1240	2517	1265
其他流动资产	65	585	585	585	585
非流动资产	5938	6540	7045	7284	7382
长期投资	197	240	327	414	500
固定资产	3233	3705	4117	4248	4216
无形资产	588	615	631	663	716
其他非流动资产	1919	1980	1970	1959	1950
资产总计	9595	11533	14267	17062	21558
流动负债	6912	7882	8828	8666	9652
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1940	2213	2804	2568	3169
其他流动负债	4972	5670	6023	6097	6483
非流动负债	1115	522	527	528	526
长期借款	365	0	5	6	4
其他非流动负债	750	522	522	522	522
负债合计	8027	8405	9355	9194	10179
少数股东权益	984	1374	2750	4482	6507
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	2	2	2	2
留存收益	116	1282	2094	3336	5182
归属母公司股东权益	585	1755	2163	3386	4873
负债和股东权益	9595	11533	14267	17062	21558

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3690	3565	4681	2545	6590
净利润	1752	2399	2752	3464	4050
折旧摊销	414	428	456	534	597
财务费用	6	-16	38	-20	-127
投资损失	-180	-58	-58	-58	-58
营运资金变动	1809	874	1494	-1374	2128
其他经营现金流	-111	-62	-0	-0	-0
投资活动现金流	-2805	-1152	-902	-715	-637
资本支出	560	725	418	153	11
长期投资	8	-486	-87	-87	-87
其他投资现金流	-2236	-912	-570	-649	-712
筹资活动现金流	-588	-2014	-1022	-487	-413
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	365	-365	5	1	-2
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	-1027	-488	-411
现金净增加额	297	399	2758	1343	5541

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10942	13119	15491	17348	18921
营业成本	5404	6436	7776	8328	8893
营业税金及附加	762	892	1037	1136	1215
营业费用	2304	2213	2578	2884	3142
管理费用	684	517	610	683	745
研发费用	84	163	143	152	156
财务费用	6	-16	38	-20	-127
资产减值损失	-70	-79	0	0	0
其他收益	114	51	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	180	58	58	58	58
资产处置收益	32	2	0	0	0
营业利润	1964	2948	3366	4244	4956
营业外收入	199	8	8	8	8
营业外支出	33	15	15	15	15
利润总额	2131	2941	3360	4238	4949
所得税	378	542	608	774	900
净利润	1752	2399	2752	3464	4050
少数股东损益	675	1233	1376	1732	2025
归属母公司净利润	1077	1166	1376	1732	2025
EBITDA	2510	3298	3704	4598	5270
EPS(元)	2.23	2.41	2.84	3.58	4.18

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	205.5	19.9	18.1	12.0	9.1
营业利润(%)	198.6	50.1	14.2	26.1	16.8
归属于母公司净利润(%)	63.9	8.3	18.0	25.9	16.9
获利能力					
毛利率(%)	50.6	50.9	49.8	52.0	53.0
净利率(%)	9.8	8.9	8.9	10.0	10.7
ROE(%)	111.7	76.7	56.0	44.0	35.6
ROIC(%)	79.9	105.8	102.2	86.8	71.9
偿债能力					
资产负债率(%)	83.7	72.9	65.6	53.9	47.2
净负债比率(%)	-24.4	-60.7	-95.1	-76.4	-101.5
流动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.7	0.8	1.3
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.23	2.41	2.84	3.58	4.18
每股经营现金流(最新摊薄)	7.62	7.37	9.67	5.26	13.62
每股净资产(最新摊薄)	1.21	3.63	4.47	7.00	10.07
估值比率					
P/E	51.9	47.9	40.6	32.2	27.6
P/B	95.4	31.8	25.8	16.5	11.5
EV/EBITDA	22.5	16.6	14.4	11.7	9.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。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。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn