

重庆啤酒 (600132.SH)

动销短期承压，控费降税维持盈利水平

买入

核心观点

结构持续优化，带动吨价稳步提升。公司 22 年 H1 实现收入 79.36 亿元 (+11.16%)，其中部分增量来自于啤酒销量提升至 164.84 万千升 (+6.36%)，部分来自于吨价同比上涨 4.86% 至 4826 元/千升。二季度疫情管控趋严使得餐饮渠道受到较大影响，公司单 Q2 收入增长 6.1%，销量增长 1.8%（其中乌苏与 1664 销量增速下滑至单位数），吨价上升 4.2%，总体仍保持平稳增长态势。分地区看，22 年 H1 在西北区/中区/南区的收入分别实现同比 3.25%/13.58%/18.09% 的平稳增速，全国化推进顺利；拆分产品来看，高端/主流/经济产品销售收入增长 13.33%/9.09%/11.55%，高端化趋势不变。

运输费用上升，原料成本管控有力，毛利率水平得以维持基本稳定。公司 22H1 营业成本同比上涨 11.8%，较收入增速略高，毛利率同口径下略降 0.3pct 至 48.7%。公司借助乌苏大单品的品牌影响力拓展空白城市市场，物流运输路程有所增加，叠加国际油价上涨等因素，运输费用同比上涨，为营业成本上涨主要因素。公司对原材料价格的管控有力，积极采取原材料锁价、供应链提效等措施减轻原材料价格上涨对成本的影响，同时产品提价传导顺畅，如下半年部分原料以及原油价格回落，成本压力有望得到进一步缓解。

费用投放有序，盈利水平平稳。公司费用投放有序，22 年 H1 销售费率下降 3.6pcts 至 14.6%；管理费率微降 0.1pct 至 3.3%；财务与研发费率平稳微降，费率管控得当。同时得益于税收优惠申请通过，所得税率同比下降约 3pcts 至 21.5%，带动公司扣非归母净利润率上升 0.46pct 至 9.02%，盈利能力维持稳定，报告期内实现扣非归母净利润 7.16 亿元 (+17.14%)。

风险提示：产品结构升级不及预期；成本波动加大；疫情影响加剧。

投资建议：维持“买入”评级。

公司大城市计划推进顺利，凭借乌苏大单品的品牌力与产品力正进行快速的全国化扩张。随着分销网络的深度布局，高端产品料将恢复高速增长，产品结构持续优化。随着旺季持续高温天气，三季度有望迎来啤酒消费的快速回暖；下半年如运输费用和成本价格有所回落，或可进一步释放利润弹性。由于二季度核心高端产品销量受到短期扰动，我们下调 2022 年 5% 左右的盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 为 2.88/3.79/4.48 元，对应 PE 为 43.9/33.3/28.2 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,942	13,119	14,917	17,943	20,496
(+/-%)	205.5%	19.9%	13.7%	20.3%	14.2%
净利润(百万元)	1077	1166	1394	1835	2166
(+/-%)	63.9%	8.3%	19.5%	31.6%	18.1%
每股收益(元)	2.23	2.41	2.88	3.79	4.48
EBIT Margin	16.3%	23.3%	22.8%	24.9%	25.4%
净资产收益率 (ROE)	184.0%	66.5%	64.2%	67.4%	64.2%
市盈率 (PE)	56.8	52.5	43.9	33.3	28.2
EV/EBITDA	31.4	19.9	17.9	14.2	12.5
市净率 (PB)	104.52	34.87	28.15	22.46	18.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

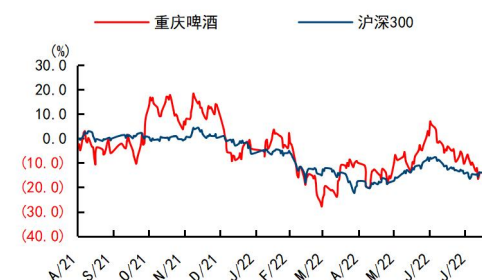
liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980521010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	114.00 元
总市值/流通市值	55176/55176 百万元
52 周最高价/最低价	178.84/100.00 元
近 3 个月日均成交额	445.91 百万元

市场走势

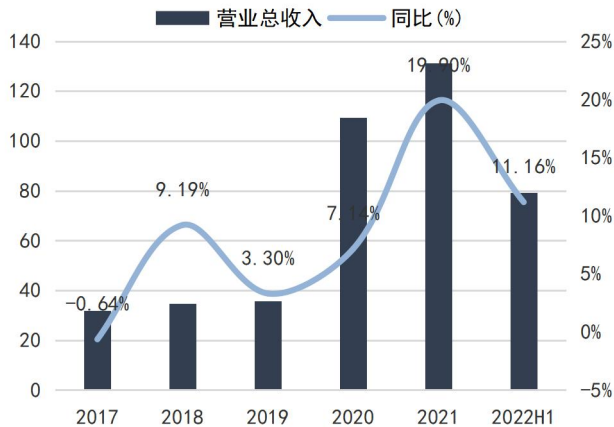


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

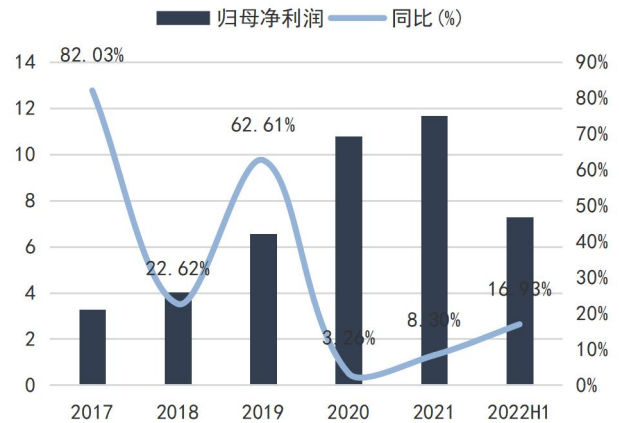
- 《重庆啤酒-600132-2021 年三季报点评：高端放量叠加成本管控得当，盈利能力持续向好》——2021-10-31
- 《重庆啤酒-600132-2021 年中报点评：高端增长有力，盈利水平持续优化》——2021-08-19
- 《重庆啤酒-600132-重大事件快评：实现高质量注入，扬帆新征程》——2020-09-16
- 《重庆啤酒-600132-2020 年中报点评：业绩改善明显，盈利能力提升》——2020-08-19
- 《重庆啤酒-600132-重大事件快评：优质资源整合注入，竞争优势整体提升》——2020-06-24

图1：重庆啤酒 22 年 H1 实现 79.4 亿元收入



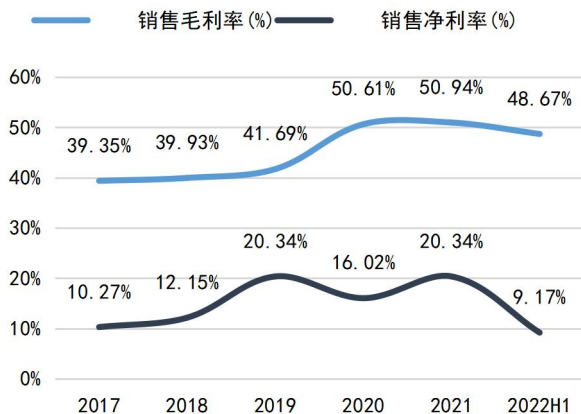
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：重庆啤酒 22 年 H1 实现 7.3 亿元归母净利润



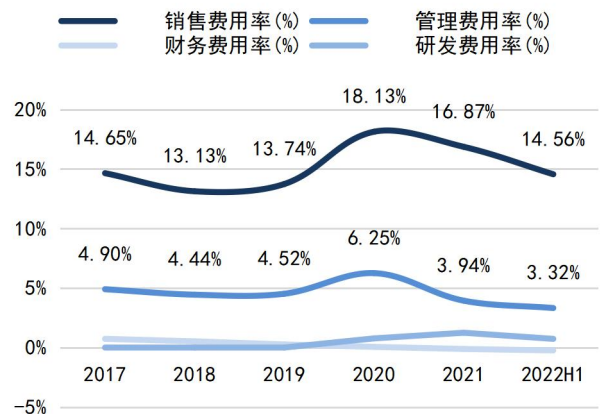
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：重庆啤酒 22 年 H1 毛利率微降至 48.67%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：费率管控得当，整体平稳



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值表（截至 2022 年 8 月 18 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
600600.SH	青岛啤酒	43.9	1432	2.3	2.5	3.0	42.8	42.3	35.3	6.1
0291.HK	华润啤酒	38.9	1904	-	1.3	1.6	36.9	28.9	22.9	4.8
002461.SZ	珠江啤酒	27.4	168	0.3	0.3	0.4	33.0	24.5	21.6	1.8
	平均	36.7	1168	1.3	1.4	1.6	37.6	31.9	26.6	4.2
600132.SH	重庆啤酒	45.54	552	2.41	2.88	3.79	46.5	43.9	33.3	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1956	2355	3400	6799	10288	营业收入	10942	13119	14917	17943	20496
应收款项	143	121	327	393	449	营业成本	5404	6436	7309	8613	9736
存货净额	1421	1887	1310	1557	1770	营业税金及附加	762	892	1044	1256	1435
其他流动资产	138	129	149	179	205	销售费用	2304	2213	2536	2871	3279
流动资产合计	3658	4993	5687	9430	13213	管理费用	684	517	621	742	844
固定资产	3595	3867	3548	3227	2911	财务费用	6	(16)	(60)	(105)	(191)
无形资产及其他	588	615	590	566	541	投资收益	180	58	1	1	1
投资性房地产	1557	1818	1818	1818	1818	资产减值及公允价值变动	70	80	0	0	0
长期股权投资	197	240	240	240	240	其他收入	(67)	(268)	0	0	0
资产总计	9595	11533	11884	15281	18724	营业利润	1964	2948	3468	4567	5394
短期借款及交易性金融负债	528	22	500	500	500	营业外净收支	167	(6)	11	11	11
应付款项	1940	2213	1528	1817	2065	利润总额	2131	2941	3479	4578	5405
其他流动负债	4444	5647	4440	5224	5947	所得税费用	378	542	626	824	973
流动负债合计	6912	7882	6468	7541	8512	少数股东损益	675	1233	1458	1919	2266
长期借款及应付债券	365	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1077	1166	1394	1835	2166
其他长期负债	750	522	527	536	545						
长期负债合计	1115	522	527	536	545	现金流量表（百万元）					
负债合计	8027	8405	6996	8077	9057	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	984	1374	2715	4481	6294	净利润	1077	1166	1394	1835	2166
股东权益	585	1755	2173	2723	3373	资产减值准备	36	20	(3)	(6)	(7)
负债和股东权益总计	9595	11533	11884	15281	18724	折旧摊销	414	428	410	421	428
						公允价值变动损失	(70)	(80)	0	0	0
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	6	(16)	(60)	(105)	(191)
每股收益	2.23	2.41	2.88	3.79	4.48	营运资本变动	2513	574	(1540)	732	679
每股红利	2.84	1.77	2.02	2.65	3.13	其它	(222)	307	1345	1772	1819
每股净资产	1.21	3.63	4.49	5.63	6.97	经营活动现金流	3748	2415	1606	4753	5085
ROIC	84%	107%	99%	136%	260%	资本开支	0	(756)	(63)	(70)	(80)
ROE	184%	66%	64%	67%	64%	其它投资现金流	0	(501)	0	0	0
毛利率	51%	51%	51%	52%	52%	投资活动现金流	49	(1300)	(63)	(70)	(80)
EBIT Margin	16%	23%	23%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	27%	26%	27%	27%	负债净变化	365	(365)	0	0	0
收入增长	205%	20%	14%	20%	14%	支付股利、利息	(1373)	(857)	(976)	(1284)	(1516)
净利润增长率	64%	8%	20%	32%	18%	其它融资现金流	(1078)	1729	478	0	0
资产负债率	94%	85%	82%	82%	82%	融资活动现金流	(3094)	(715)	(498)	(1284)	(1516)
息率	2.2%	1.4%	1.6%	2.1%	2.5%	现金净变动	702	399	1045	3399	3489
P/E	56.8	52.5	43.9	33.3	28.2	货币资金的期初余额	1254	1956	2355	3400	6799
P/B	104.5	34.9	28.2	22.5	18.1	货币资金的期末余额	1956	2355	3400	6799	10288
EV/EBITDA	31.4	19.9	17.9	14.2	12.5	企业自由现金流	0	2743	1601	4741	5292
						权益自由现金流	0	4106	2128	4827	5449

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032