

重庆啤酒（600132.SH）/饮料制造

证券研究报告/公司点评

2022年08月18日

**评级：买入（维持）**

市场价格：115.38

**分析师：范劲松**
**执业证书编号：S0740517030001**

电话：021-20315733

Email: fanjs@r qlzq.com.cn

**分析师：熊欣慰**
**执业证书编号：S0740519080002**

Email: xiongxw@r qlzq.com.cn

**研究助理：罗頔影**

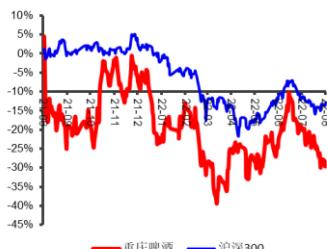
Email: luody@r qlzq.com.cn

**研究助理：晏诗雨**

Email: yansy@r qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
市价(元)	115.38
市值(百万元)	55,841
流通市值(百万元)	55,841

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 重庆啤酒(600132.SH) \_点评报告：  
销量保持强劲增长，高端化稳步推进
- 2 重庆啤酒(600132.SH) \_点评报告：  
销量短期承压，Q4 盈利改善显著
- 3 重庆啤酒(600132.SH) \_点评报告：  
Q4 业绩超预期，吨酒营收稳健增长

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,942	13,119	15,065	17,859	20,098
增长率 yoy%	205.47%	19.90%	14.83%	18.55%	12.54%
净利润(百万元)	1,077	1,166	1,398	1,910	2,334
增长率 yoy%	63.92%	8.30%	19.87%	36.62%	22.21%
每股收益(元)	2.23	2.41	2.89	3.95	4.82
每股现金流量	7.62	7.37	8.53	9.84	8.66
净资产收益率	183.98%	66.47%	60.06%	61.78%	57.99%
P/E	51.86	47.88	39.94	29.24	23.92
PEG	1.82	2.02	0.72	1.03	1.01
P/B	95.41	31.83	23.99	18.06	13.87

备注：股价选取自 2022 年 08 月 17 日收盘价

**投资要点**

- **事件：**公司 2022H1 实现收入 79.36 亿元，同比增长 11.16%；实现归母净利润 7.28 亿元，同比增长 16.93%；实现扣非后归母净利润 7.16 亿元，同比增长 17.14%。其中 2022Q2 实现收入 41.03 亿元，同比增长 6.13%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 18.38%；实现扣非后归母净利润 3.81 亿元，同比增长 18.64%。
- **销量逆势增长，结构短期承压。**2022Q2 公司实现啤酒销量 85.42 万千升，同比增长 1.84%，在疫情反复的背景下实现逆势增长。二季度公司均价同比增长 3.97% 至 4694 元/千升，主要受益于提价贡献。分档次看，2022Q2 高档、主流、经济啤酒分别实现收入 15.07、19.38、5.65 亿元，同比分别增长 5.06%、5.19%、10.68%。其中高档及主流啤酒增长放缓，主要系 Q2 疫情对夜场、餐饮等现饮渠道形成较大冲击，疆外乌苏等增长受到影响。分地区看，2022Q2 西北区、中区、南区分别实现收入 13.69、16.85、9.56 亿元，同比分别增长 -4.59%、7.35%、22.11%，西北区受疫情影响较明显。尽管短期疫情对高端现饮渠道及公司的大城市战略形成一定负面影响，我们仍持续看好公司全国化的潜力及高端化的能力。
- **成本上涨毛利率承压，疫情下费用率管控良好。**2022Q2 公司吨酒营业成本同比增长 4.82% 至 2421 元/千升，主要系原材料及包材价格和运费上涨。导致 2022Q2 公司毛利率同比下降 0.29 个 pct 至 49.60%。二季度公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别 -1.24、+0.46、-0.28、-0.12 个 pct 至 15.35%、3.25%、0.87%、-0.29%。销售费用率下降主要系疫情下投入相应减少，公司积极加强费用管控。2022Q2 公司所得税率同比下降 3.18 个 pct 至 21.44%，主要系公司稳步推进税务优化。综合来看，得益于良好的费用管控，2022Q2 公司扣非后归母净利率同比上升 0.98 个 pct 至 9.28%。
- **盈利预测：**受益于大城市战略，在疫情反复对行业形成负面冲击的背景下，公司销量逆势增长，成长属性突显。虽然短期现饮渠道受到疫情影响，导致公司高端产品增长放缓，但我们认为随着疫情逐步修复，乌苏、1664 等高端产品将重新实现快速增长。目前乌苏已成长为接近百万吨级别的大单品，同时公司具备 1664、夏日纷等众多潜力高端单品，高端化发展可期。根据公司半年报，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 150.65、178.59、200.98 亿元，归母净利润分别为 13.98、19.10、23.34 亿元（原值为 14.03、17.66、21.65 亿元），EPS 分别为 2.89、3.95、4.82 元，对应 PE 为 40 倍、29 倍、24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1：重庆啤酒三大财务报表预测（单位：百万元）

利润表（人民币百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>10,942</b>	<b>13,119</b>	<b>15,065</b>	<b>17,859</b>	<b>20,098</b>
增长率	205.5%	19.9%	14.8%	18.5%	12.5%
营业成本	-5,404	-6,436	-7,334	-8,274	-8,982
% 销售收入	49.4%	49.1%	48.7%	46.3%	44.7%
毛利	5,537	6,683	7,731	9,584	11,116
% 销售收入	50.6%	50.9%	51.3%	53.7%	55.3%
营业税金及附加	-762	-892	-979	-1,125	-1,226
% 销售收入	7.0%	6.8%	6.5%	6.3%	6.1%
营业费用	-2,304	-2,213	-2,335	-3,215	-3,517
% 销售收入	21.1%	16.9%	15.5%	18.0%	17.5%
管理费用	-684	-517	-633	-714	-764
% 销售收入	6.3%	3.9%	4.2%	4.0%	3.8%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>1,787</b>	<b>3,061</b>	<b>3,784</b>	<b>4,530</b>	<b>5,609</b>
% 销售收入	16.3%	23.3%	25.1%	25.4%	27.9%
财务费用	-6	16	15	20	30
% 销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-70	-79	70	70	70
公允价值变动收益	0	1	-501	0	0
投资收益	180	58	60	60	60
% 税前利润	8.7%	1.9%	1.7%	1.3%	1.0%
营业利润	1,891	3,057	3,428	4,680	5,769
营业利润率	17.3%	23.3%	22.8%	26.2%	28.7%
营业外收支	167	-6	45	45	45
税前利润	<b>2,058</b>	<b>3,050</b>	<b>3,473</b>	<b>4,725</b>	<b>5,814</b>
利润率	18.8%	23.3%	23.1%	26.5%	28.9%
所得税	-378	-542	-614	-871	-1,135
所得税率	18.4%	17.8%	17.7%	18.4%	19.5%
净利润	1,752	2,399	2,719	3,714	4,539
少数股东损益	675	1,233	1,321	1,804	2,205
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,077</b>	<b>1,166</b>	<b>1,398</b>	<b>1,910</b>	<b>2,334</b>
净利率	9.8%	8.9%	9.3%	10.7%	11.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>1,752</b>	<b>2,399</b>	<b>2,719</b>	<b>3,714</b>	<b>4,539</b>
加：折旧和摊销	414	428	419	435	451
资产减值准备	58	78	0	0	0
公允价值变动损失	0	-1	-501	0	0
财务费用	36	14	-15	-20	-30
投资收益	-180	-58	-60	-60	-60
少数股东损益	675	1,233	1,321	1,804	2,205
营运资金的变动	3,260	907	1,569	693	-711
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,690</b>	<b>3,565</b>	<b>4,131</b>	<b>4,762</b>	<b>4,189</b>
固定资产投资	-2,429	-272	-200	-200	-200
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,805</b>	<b>-1,152</b>	<b>862</b>	<b>-140</b>	<b>-140</b>
股利分配	0	0	-839	-1,146	-1,400
其他	-588	-2,014	7	20	30
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-588</b>	<b>-2,014</b>	<b>-832</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,370</b>
<b>现金净流量</b>	<b>297</b>	<b>399</b>	<b>4,161</b>	<b>3,496</b>	<b>2,679</b>

资产负债表（人民币百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,956	2,355	6,516	10,012	12,691
应收款项	143	121	189	129	206
存货	1,421	1,887	1,414	2,172	1,570
其他流动资产	138	630	132	150	137
流动资产	3,658	4,993	8,250	12,463	14,605
% 总资产	38.1%	43.3%	56.6%	67.2%	71.5%
长期投资	197	240	240	240	240
固定资产	3,233	3,705	3,532	3,342	3,137
% 总资产	33.7%	32.1%	24.2%	18.0%	15.3%
无形资产	588	615	570	524	479
非流动资产	5,938	6,540	6,321	6,086	5,836
% 总资产	61.9%	56.7%	43.4%	32.8%	28.5%
<b>资产总计</b>	<b>9,595</b>	<b>11,533</b>	<b>14,571</b>	<b>18,549</b>	<b>20,440</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	4,195	5,185	6,352	7,761	6,514
其他流动负债	2,716	2,698	2,675	2,675	2,675
流动负债	6,912	7,882	9,027	10,437	9,189
长期贷款	365	0	0	0	0
其他长期负债	750	522	522	522	522
<b>负债</b>	<b>8,027</b>	<b>8,405</b>	<b>9,549</b>	<b>10,959</b>	<b>9,711</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>585</b>	<b>1,755</b>	<b>2,328</b>	<b>3,091</b>	<b>4,025</b>
少数股东权益	984	1,374	2,694	4,499	6,704
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,595</b>	<b>11,533</b>	<b>14,571</b>	<b>18,549</b>	<b>20,440</b>

比率分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>					
每股收益(元)	2.23	2.41	2.89	3.95	4.82
每股净资产(元)	1.21	3.63	4.81	6.39	8.32
每股经营现金流(元)	7.62	7.37	8.53	9.84	8.66
每股股利(元)	0.00	0.00	1.73	2.37	2.89
<b>回报率</b>					
净资产收益率	183.98%	66.47%	60.06%	61.78%	57.99%
总资产收益率	18.26%	20.80%	18.66%	20.02%	22.21%
投入资本收益率	1328.70%	-679.17%	-323.98%	-140.18%	-126.52%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	205.47%	19.90%	14.83%	18.55%	12.54%
EBIT增长率	204.29%	57.08%	2.29%	38.12%	23.86%
净利润增长率	63.92%	8.30%	19.87%	36.62%	22.21%
总资产增长率	173.03%	20.19%	26.35%	27.30%	10.19%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	3.7	3.6	3.7	3.2	3.0
存货周转天数	29.4	45.4	39.4	36.1	33.5
应付账款周转天数	79.5	116.1	110.0	105.0	100.0
固定资产周转天数	72.1	95.2	86.5	69.3	58.0
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-93.20%	-207.57%	-199.37%	-167.20%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	327.3	-201.5	-218.2	-226.0	-186.6
资产负债率	83.65%	72.87%	65.53%	59.08%	47.51%

来源：中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 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（另有说明的除外）。

## 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。