

重庆啤酒(600132.SH)

盈利能力稳健，高端化持续推进

推荐（维持）

股价：115.38 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.carlsbergchina.com.cn
大股东/持股	嘉士伯啤酒厂香港有限公司/42.54%
实际控制人	CARLSBERG FOUNDATION(嘉士伯基金会)
总股本(百万股)	484
流通 A 股(百万股)	484
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	558
流通 A 股市值(亿元)	558
每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	71.1

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
NGMENG917@pingan.com.cn

研究助理

潘俊汝 一般证券从业资格编号
S1060121120048
PANJUNRU787@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 79.36 亿元，同比增长 11.16%；归母净利润 7.28 亿元，同比增长 16.93%；扣非归母净利 7.16 亿元，同比增长 17.14%。其中 22Q2 实现营业收入 41.03 亿元，同比增长 6.13%；归母净利润 3.87 亿元，同比增长 18.38%；扣非归母净利润 3.81 亿元，同比增长 18.64%。

平安观点：

- **市场竞争力提升，高端化持续推进。**疫情加速行业洗牌，国家统计局数据 22H1 全国规模以上啤酒企业酿酒总产量同比下降 2%，而公司 22H1 实现啤酒销量 164.84 万千升，同比增长 6.36%，明显优于行业整体水平。分产品看，高档产品实现营收 28.81 亿元，同比增长 13.33%，占比 37.08%；主流产品实现营收 39.29 亿元，同比增长 9.09%，占比 50.57%；经济产品实现营收 9.60 亿元，同比增长 11.55%，占比 12.35%。公司高端化战略持续推进，高档产品增速最快，主要得益于“大城市”计划和疆外乌苏增长。上半年虽部分地区受疫情影响较大，但 1664 等品牌在疫情影响较小地区仍实现了较高增长；疆外乌苏 Q2 增长约 6.3%，环比 Q1 增速放缓，渠道调整后下半年有望恢复；同时主流和经济品牌产品组合也在不断优化。
- **毛利率受运费影响，净利率提升。**按新会计准则的可比口径，公司 22H1 实现毛利率 48.67%，同比下降 0.29pct，毛利率下降主要是由于 22H1 油价上涨以及“大城市”计划持续拓展导致物流运费上升。销售/管理/财务费用率分别为 14.56%/3.32%/-0.24%，较同期下降 0.43/下降 0.11/下降 0.20pct，费用管控不断精细化。22H1 实现净利率 9.17%，同比上升 0.45pct。公司 2022Q2 实现毛利率 49.60%，同比下降 0.29pct；销售/管理/财务费用率分别为 15.35%/3.25%/-0.29%，较同期下降 1.24/上升 0.46/下降 0.12pct。实现净利率 9.43%，同比上升 0.98pct。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10942	13119	15346	17588	20073
YOY(%)	205.5	19.9	17.0	14.6	14.1
净利润(百万元)	1077	1166	1463	1840	2247
YOY(%)	63.9	8.3	25.5	25.7	22.1
毛利率(%)	50.6	50.9	53.0	54.9	56.3
净利率(%)	9.8	8.9	9.5	10.5	11.2
ROE(%)	184.0	66.5	63.3	61.2	58.2
EPS(摊薄/元)	2.23	2.41	3.02	3.80	4.64
P/E(倍)	51.9	47.9	38.2	30.3	24.8
P/B(倍)	95.4	31.8	24.2	18.6	14.5

- **渠道体系不断升级，西北地区受疫情影响收入增速较慢。**公司不断构建经销商能力建设体系，精细化布局发展路径。分渠道看，22H1 直销渠道（含团购）实现营收 0.35 亿元，同比下降 13.35%；批发代理渠道实现营收 77.34 亿元，同增 11.07%。22H1 末共有经销商 3049 家，较 22Q1 末减少 47 家。分地区看，西北地区实现营收 25.65 亿元，同增 3.25%；中区实现营收 33.46 亿元，同增 13.58%；南区实现营收 18.60 亿元，同增 18.09%。中区和南区均实现双位数增长，西北区收入增速较慢主要是受疫情影响。
- **投资建议：**短期疫情改善后消费场景复苏，叠加高温催化动销改善；长期公司有望保持高端化+全国化良好势头，我们维持公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.02 元、3.80 元和 4.64 元，对应 8 月 17 日 PE 分别为 38.2X、30.3X 和 24.8X，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**乌苏全国化不及预期；1664 推广不及预期；大麦、包材等原料成本超预期上行；行业需求不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	4993	7184	10796	15098	
现金	2355	4555	7938	11976	
应收票据及应收账款	109	179	206	235	
其他应收款	12	72	83	94	
预付账款	45	46	53	60	
存货	1887	1757	1933	2137	
其他流动资产	585	574	585	597	
非流动资产	6540	6318	6091	5864	
长期投资	240	291	343	394	
固定资产	3744	3583	3417	3169	
无形资产	615	584	554	523	
其他非流动资产	1940	1859	1778	1778	
资产总计	11533	13502	16888	20963	
流动负债	7882	7842	8698	9680	
短期借款	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	2213	2206	2426	2683	
其他流动负债	5670	5637	6272	6998	
非流动负债	522	513	504	497	
长期借款	17	8	-1	-8	
其他非流动负债	505	505	505	505	
负债合计	8405	8355	9203	10177	
少数股东权益	1374	2837	4677	6924	
股本	484	484	484	484	
资本公积	2	2	2	2	
留存收益	1268	1824	2522	3375	
归属母公司股东权益	1755	2310	3008	3861	
负债和股东权益	11533	13502	16888	20963	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	3541	3064	4470	5363	
净利润	2399	2926	3680	4495	
折旧摊销	428	273	278	278	
财务费用	-16	-11	-22	-35	
投资损失	-58	-106	-106	-106	
营运资金变动	874	-31	626	718	
其他经营现金流	-86	13	13	13	
投资活动现金流	-1152	42	42	41	
资本支出	970	-0	0	0	
长期投资	-486	0	0	0	
其他投资现金流	-1636	42	42	41	
筹资活动现金流	-2014	-906	-1128	-1366	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	-348	-9	-8	-7	
其他筹资现金流	-1666	-896	-1120	-1359	
现金净增加额	375	2200	3383	4038	

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表		单位：百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	13119	15346	17588	20073	
营业成本	6436	7216	7938	8776	
税金及附加	892	1090	1249	1426	
营业费用	2213	2762	3076	3408	
管理费用	517	767	879	1004	
研发费用	163	215	264	321	
财务费用	-16	-11	-22	-35	
资产减值损失	-79	0	0	0	
信用减值损失	1	0	0	0	
其他收益	51	64	64	64	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	58	106	106	106	
资产处置收益	2	16	16	16	
营业利润	2948	3493	4389	5359	
营业外收入	8	9	10	11	
营业外支出	15	16	16	16	
利润总额	2941	3485	4383	5354	
所得税	542	559	703	859	
净利润	2399	2926	3680	4495	
少数股东损益	1233	1463	1840	2247	
归属母公司净利润	1166	1463	1840	2247	
EBITDA	3353.10	3746.96	4639.37	5596.81	
EPS (元)	2.41	3.02	3.80	4.64	

主要财务比率		2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)		19.9	17.0	14.6	14.1
营业利润(%)		50.1	18.5	25.7	22.1
归属于母公司净利润(%)		8.3	25.5	25.7	22.1
获利能力					
毛利率(%)		50.9	53.0	54.9	56.3
净利率(%)		8.9	9.5	10.5	11.2
ROE(%)		66.5	63.3	61.2	58.2
ROIC(%)		225.5	183.2	225.5	449.7
偿债能力					
资产负债率(%)		72.9	61.9	54.5	48.5
净负债比率(%)		-74.7	-88.4	-103.3	-111.1
流动比率		0.6	0.9	1.2	1.6
速动比率		0.4	0.7	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率		1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率		120.1	85.6	85.6	85.6
应付账款周转率		2.91	3.27	3.27	3.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)		2.41	3.02	3.80	4.64
每股经营现金流(最新摊薄)		7.32	6.33	9.24	11.08
每股净资产(最新摊薄)		3.63	4.77	6.22	7.98
估值比率					
P/E		47.9	38.2	30.3	24.8
P/B		31.8	24.2	18.6	14.5
EV/EBITDA		21.79	14.72	11.60	9.34

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033