



重庆啤酒 (600132.CH): 疫情下销量表现将持续优于竞争对手; 维持啤酒行业首选

- 4-5月销量情况更新:** 据我们了解, 尽管4月份中国整体疫情较为严重, 但重庆啤酒 (600132.CH) 销量仅下跌中单位数左右, 优于主要竞争对手 (大部分销量预计双位数下滑)。我们估计重啤4月销量基本延续了其3月最后一周的表现, 而截止目前5月的销量将大概率维持4月份的趋势。如我们在4月29日发布的[啤酒行业点评报告](#)所述, 短期内, 各玩家所覆盖地域市场对销量表现有着较大的影响。重啤主要销量来自中西部市场, 而其在近期疫情较为严重的华东地区 (江浙沪地区) 的销量在2021年仅10万吨左右, 占公司总销量的3.6%。这也使公司在本轮疫情中所受影响相对竞争对手更小。然而, 华东与华南是乌苏全国化的重要市场, 是公司主要的销量增长来源。因此, 华东与华南较严重的疫情势必在短期内减慢乌苏的增长势能。我们预计乌苏在4月的销量表现弱于公司整体水平。
- 2Q22 大概率将继续优于对手:** 我们估计重啤4月/5月/6月的销量分别约占2Q22整体销量的25%/30%/45%。作为旺季的开始, 我们认为公司会在5月份起逐渐加快出货节奏, 而6月则会是整个季度的关键。若疫情能在5月份得到控制, 我们相信, 乌苏销量将在短期内快速反弹。即使疫情延续至6月, 我们依然相信, 重啤凭借着基地市场更加稳定的表现, 整体销量将继续优于主要竞争对手。
- 涨价预期较弱, 是好消息还是坏消息?** 管理层表示2021年9月开始对乌苏的涨价现已基本完成, 而公司截止目前没有进一步涨价计划。这很大程度上削弱了市场对重啤的投资情绪。然而, 在我们看来, 这正体现了原材料价格上涨对重啤相对较小的影响 (详见报告[啤酒行业原材料价格上涨对行业成本影响](#))。主要归功于以下几点: 1) 公司在年初已对2022年全年酿酒材料进行锁价; 2) 公司目前罐化率不到20% (低于行业平均水平), 使公司受近期铝价上涨的影响较小。在目前行业整体销量承压的情况下, 采取较保守的提价策略能够使公司整体销量承受更小的风险。
- 维持啤酒行业首选:** 面对疫情发展及原料上涨压力, 重啤相比竞争对手具有更强的防御性, 并将在销量与利润率上都表现出更强的韧性。长期来看, 我们相信重啤强大的品牌矩阵将继续推动其全国化的之路。维持目标预测与目标价不变。重啤与华润 (291.HK) 依然是我们在中国啤酒行业的首选标的。
- 投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 疫情持续影响现饮渠道; 3) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,942	13,119	14,971	16,822	18,740
同比变动 (%)	7.1%	19.9%	14.1%	12.4%	11.4%
核心归母净利润	1,077	1,166	1,452	1,774	2,099
同比变动 (%)	3.3%	8.3%	24.5%	22.1%	18.3%
PE (X)	54	50	40	33	28
ROE (%)	68.1%	102.2%	71.0%	55.7%	46.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022年5月11日

评级

买入

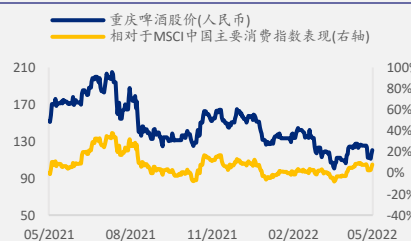
目标价 (人民币)	150.0
潜在升幅/降幅	+24.6%
目前股价 (人民币)	120.4
52周内股价区间 (人民币)	100-210
总市值 (百万人民币)	58,265
近90日日均成交额 (百万人民币)	486.4

注: 截至2022年5月11日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 重庆啤酒

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,942	13,119	14,971	16,822	18,740
同比	7.1%	19.9%	14.1%	12.4%	11.4%
营业成本	-5,725	-6,436	-7,136	-7,731	-8,377
毛利润	4,455	5,791	6,814	7,944	9,085
毛利率	40.7%	44.1%	45.5%	47.2%	48.5%
销售费用	-1,984	-2,213	-2,564	-2,839	-3,126
管理费用	-684	-517	-566	-617	-670
其他经营收入及收益 (损失)	177	-114	-43	-42	-29
营业利润	1,964	2,948	3,640	4,445	5,260
经营利润率	15.6%	22.1%	23.4%	25.4%	27.0%
营业外收入	199	8	10	11	12
营业外支出	-33	-15	-17	-19	-21
利润总额	2,131	2,941	3,633	4,437	5,251
所得税	-378	-542	-669	-818	-968
所得税率	17.8%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	1,752	2,399	2,963	3,619	4,283
减: 少数股东损益	675	1,233	1,511	1,846	2,185
归母净利润	1,077	1,166	1,452	1,774	2,099
归母净利率	9.8%	8.9%	9.7%	10.5%	11.2%
同比	3.3%	8.3%	24.5%	22.1%	18.3%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,956	2,355	3,362	5,535	8,235
现金及等价物	1,766	2,166	3,173	5,346	8,046
其他	190	189	189	189	189
应收票据及应收账款	115	109	128	143	160
预付款项	23	45	51	58	64
其他应收款	79	12	12	12	12
存货	1,421	1,887	1,834	1,986	2,152
其他流动资产	65	585	585	585	585
流动资产合计	3,658	4,993	5,971	8,319	11,208
长期股权投资	197	240	240	240	240
固定资产	3,233	3,705	4,274	4,741	5,156
在建工程	362	162	162	162	162
无形资产	588	615	589	562	534
商誉	699	699	699	699	699
递延所得税资产	841	1,062	1,062	1,062	1,062
其他非流动资产	17	56	54	46	32
非流动资产合计	5,938	6,540	7,081	7,513	7,886
应付票据及应付账款	1,940	2,213	1,545	1,673	1,813
合同负债	1,500	1,733	1,733	1,733	1,733
应付职工薪酬	419	513	585	657	732
应交税费	234	396	396	396	396
其他应付款	2,258	2,972	2,972	2,972	2,972
一年内到期的非流动负债	528	22	22	22	22
其他流动负债	32	34	34	34	34
流动负债合计	6,912	7,882	7,287	7,488	7,703
长期借款	365	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	174	164	187	210	234
预计负债	33	32	32	32	32
递延所得税负债	37	55	55	55	55
递延收益-非流动负债	263	255	255	255	255
其他非流动负债	243	0	0	0	0
非流动负债合计	1,115	522	545	568	592
股本	484	486	486	486	486
储备	884	1,370	3,118	4,408	5,957
少数股东权益	984	1,374	2,885	4,731	6,916
所有者权益合计	1,569	3,128	5,220	7,776	10,800

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,752	2,399	2,963	3,619	4,283
固定资产折旧	375	383	431	483	535
无形资产摊销	39	45	46	47	48
财务费用	36	14	-38	-62	-99
存货的减少	-88	-635	53	-153	-166
经营性应收项目的减少	1,729	-125	-25	-22	-23
经营性应付项目的增加	168	1,634	-573	224	239
其他	-321	-151	22	28	34
经营活动产生的现金流量净额	3,690	3,565	2,881	4,165	4,850
资本开支	-560	-725	-1,040	-990	-990
投资支付的现金	-1,760	-2,000	0	0	0
其他	-485	1,574	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-2,805	-1,152	-1,040	-990	-990
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	890	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	-890	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,373	-857	-834	-1,002	-1,160
其他	-104	-267	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-588	-2,014	-834	-1,002	-1,160
现金及现金等价物净增加额	297	399	1,007	2,173	2,700
期初现金及现金等价物余额	1,469	1,766	2,166	3,173	5,346
期末现金及现金等价物余额	1,766	2,166	3,173	5,346	8,046

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.23	2.41	3.00	3.66	4.34
每股销售额	22.61	27.11	30.93	34.76	38.72
每股股息	0.00	2.00	1.80	2.20	2.60
同比变动					
收入	7.1%	19.9%	14.1%	12.4%	11.4%
经营溢利	20.7%	50.1%	23.5%	22.1%	18.3%
归母净利润	3.3%	8.3%	24.5%	22.1%	18.3%
费用与利润率					
毛利率	40.7%	44.1%	45.5%	47.2%	48.5%
经营利润率	15.6%	22.1%	23.4%	25.4%	27.0%
归母净利率	9.8%	8.9%	9.7%	10.5%	11.2%
回报率					
平均股本回报率	68%	102%	71%	56%	46%
平均资产回报率	114%	137%	130%	129%	118%
资产效率					
应收账款周转天数	2.2	3.1	3.1	3.1	3.1
库存周转天数	91.2	93.8	93.8	93.8	93.8
应付账款周转天数	106.6	117.7	79.0	79.0	79.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.5	0.6	0.8	1.1	1.5
速动比率 (x)	0.3	0.4	0.6	0.8	1.2
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.5	0.7	1.1
负债/权益	5.1	2.7	1.5	1.0	0.8
估值					
市盈率 (x)	54.1	50.0	40.1	32.9	27.8
企业价值 / EBITDA (x)	27.2	17.2	14.5	12.0	10.1
股息率	0.0%	1.7%	1.5%	1.8%	2.2%

● 目标价与估值

我们维持 150 港币目标价不变。我们的目标价是基于 15x 2023 EV/EBITDA (相对华润啤酒 (291.HK) 的目标 EV/EBITDA 大概 15% 的折扣)。

图表 2: 啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	年初至今股价 变动(%)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA (x)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	52.4	-7.1%	111,627	17.7	15.7	14.0	13.1	13.2	12.1	10.0	9.4	8.8
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	92.4	-10.1%	56,194	21.0	18.2	16.5	25.3	15.3	10.0	11.5	10.5	9.7
SAM US Equity	Boston Beer	359.3	-29.3%	4,413	29.1	21.9	18.0	997.4	32.5	21.8	15.1	12.0	10.4
STZ US Equity	Constellation	246.8	-3.1%	47,226	25.4	22.5	19.7	2.3	9.8	14.1	18.1	17.0	15.3
TAP US Equity	Molson Coors	54.8	12.1%	11,930	13.4	12.2	11.8	-5.7	9.8	4.0	8.9	8.6	8.3
ABEV3 BZ Equity	Ambev	13.7	-10.3%	42,131	17.8	15.6	13.9	-7.0	13.7	12.8	8.8	7.9	7.3
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	573.2	-24.9%	3,970	19.5	18.7	16.8	15.6	4.0	11.3	14.8	13.6	12.5
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	2.3%	12,227	15.7	14.7	14.1	11.4	6.3	4.2	14.4	13.8	13.4
1876.HK Equity	百威亚太	20.0	-1.7%	33,674	31.7	26.6	23.1	12.0	19.3	15.2	12.9	11.0	9.6
2502 JT Equity	朝日集团	4759	3.1%	18,559	16.4	13.8	12.6	-1.7	18.3	9.4	11.8	10.7	10.1
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	866.6	-24.8%	18,909	19.1	17.1	15.3	-3.2	11.8	12.0	10.5	10.1	9.4
2503 JT Equity	麒麟控股	1942	3.8%	13,653	13.1	12.9	11.9	105.4	1.7	8.4	10.0	9.0	8.5
国际啤酒企业					20.2	17.7	15.8				11.7	10.8	9.9
291.HK Equity	华润啤酒	43.7	-26.6%	18,060	30.2	24.2	20.0	36.1	24.8	20.8	13.9	10.7	8.8
600600.CH Equity	青岛啤酒	84.9	-14.8%	14,021	35.6	30.4	26.1	4.1	17.2	16.1	20.2	17.5	15.5
168.HK Equity	青岛啤酒	60.8	-12.6%	14,021	23.0	20.1	17.5	-1.2	14.6	14.6	9.7	8.1	6.9
600132.CH Equity	重庆啤酒	120.4	-16.7%	8,661	41.8	34.0	28.4	22.6	23.1	19.7	14.5	12.0	10.1
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.6	-22.4%	2,761	55.9	44.4	25.7	53.1	25.8	73.1	12.4	11.5	10.1
中国啤酒企业					32.7	27.1	22.4				14.4	12.0	10.2

注: 已覆盖 5 间啤酒公司 (华润啤酒、青岛啤酒-A 股、青岛啤酒-H 股、燕京啤酒、百威亚太) 的 EV/EBITDA, E=浦银国际预测; 其余公司 E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2022 年 5 月 11 日收盘价。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 重庆啤酒



注: 截至 2022 年 5 月 11 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	43.7	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	120.4	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.0	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	60.8	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	84.9	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.6	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	57.5	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	86.4	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.8	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 5 月 11 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

