

啤酒

重庆啤酒 (600132.SH)

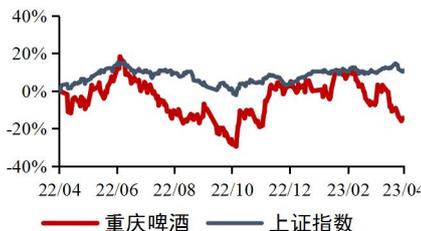
买入-B(维持)

疫情下 22 年业绩承压，看好 23 年业绩修复

2023 年 4 月 27 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 27 日

收盘价 (元):	105.87
年内最高/最低 (元):	151.80/85.03
流通 A 股/总股本 (亿):	4.84/4.84
流通 A 股市值 (亿):	512.38
总市值 (亿):	512.38

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	0.80
摊薄每股收益:	0.80
每股净资产(元):	9.09
净资产收益率:	17.61

资料来源：最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业总收入 140.39 亿元，同比 +7.01%；归母净利润 12.64 亿元，同比 +8.35%。其中，22Q4 实现营业总收入 18.56 亿元，同比 -3.97%；归母净利润 0.81 亿元，同比 -33.63%。

同时，公司公布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营业收入 40.06 亿元，同比增长 4.52%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比增长 13.63%。

事件点评

➤ **22Q4 疫情之下销量承压，高端化进程持续。**总销量方面，2022 年公司实现啤酒销量 285.66 万千升，同比 +2.41%；其中 22Q4 实现啤酒销量 33.01 万千升，同比 -11.41%。22Q4 受各区域疫情扰动及封控影响，消费场景缺失，致销量端承压增速放缓。分产品来看，2022 年高档/主流/经济产品分别实现收入 49.47/70.44/17.05 亿元，同比 +5.67%/+7.56%/+6.25%。其中乌苏及 1664 等高档产品实现销量 67.36 万千升，同比增长 1.82%；乐堡、重庆等中档产品实现销量 165.64 万千升，同比增长 2.60%；山城、天目湖等经济产品实现销量 52.66 万千升，同比增长 2.57%。吨价方面，2022 年公司啤酒吨价为 4915 元/吨，同比 +4.49%。全年整体来看，高端化进程持续。

23Q1 公司实现啤酒销量 82.36 万千升，同比 +3.70%；吨价为 4864 元/千升，同比 +0.79%。分产品来看，高档/主流/经济产品分别实现收入 13.28/21.52/4.40 亿元，同比 -3.36%/+8.06%/+11.37%，其中高档产品营收占比 -2.66pct，为 33.88%。分区域看，23Q1 公司在西北区/中区/南区分别实现收入 11.24/16.90/11.06 亿元，同比 -6.01%/+1.74%/+22.38%，南部区域把握复苏取得较好增长。展望 23 年，在即饮消费场景不断修复下，高端产品乌苏、1664 有望实现恢复性增长，助力其高端化进程持续推进。

➤ **22 年成本端承压，23 年盈利有望逐步向好。**2022 年公司毛利率为 50.48%，同比 -0.46pct，销售费用率/管理费用率同比分别 -0.30/-0.13pct，归母净利率水平为 9.00%，同比 +0.11pct。22 年全年公司成本端受原材料价格高位持续承压，毛利率略有下降。在公司积极控费增效之下，全年盈利能力保持相对稳定。

23Q1 公司毛利率为 45.16%，同比 -2.52pct；费率方面，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 12.95%/3.11%/-0.34%，分别同比 -0.76/-0.29/-0.14pct。23Q1 高档啤酒销量有所承压，致毛利率短期有所下滑。所得税率同比下降助力下，净利率水平为 9.66%，同比 +0.77pct。全年看大



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



麦价格压力仍在，但预计纸箱价格及运费方面压力有所趋缓，同时伴随公司渠道梳理逐步完善，乌苏及 1664 销量回升，产品结构升级逐步恢复，公司盈利能力有望逐步向好。

➤ **公司坚定推进扬帆 27 计划，疫后时代仍有较大增长空间。**22 年公司坚定推进扬帆 27 计划，新增大城市 15 个，其渠道执行力及深耕程度均有望逐步加强。我们认为目前乌苏啤酒产品矩阵趋于完善，23 年在渠道改革优化助力之下乌苏仍有较大增长空间，同时在高端产品带动及各品牌内部不断升级双重驱动下，重庆啤酒高端化有望稳步推进。

投资建议

➤ 公司产品结构趋于完善，渠道调整基本到位，旗下乌苏品牌发展空间充足，中长期我们看好公司在啤酒行业转型期的发展，公司盈利预测：2023-2025 年公司营业收入分别为 156.30/176.99/199.10 亿元，同比增长 11.3%/13.2%/12.5%。归母净利润分别为 15.00/18.33/21.62 亿元，同比增长 18.7%/22.3%/17.9%。对应 EPS 分别为 3.10/3.79/4.47 元，4 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 34/ 28/24 倍，维持公司“买入-B”投资评级。

风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119	14,039	15,630	17,699	19,910
YoY(%)	19.9	7.0	11.3	13.2	12.5
净利润(百万元)	1,166	1,264	1,500	1,833	2,162
YoY(%)	8.3	8.3	18.7	22.3	17.9
毛利率(%)	50.9	50.5	50.7	51.6	52.2
EPS(摊薄/元)	2.41	2.61	3.10	3.79	4.47
ROE(%)	76.7	71.4	44.8	35.6	30.3
P/E(倍)	44.0	40.6	34.2	28.0	23.7
P/B(倍)	29.2	24.9	14.4	10.3	7.5
净利率(%)	8.9	9.0	9.6	10.4	10.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4993	5804	8765	12039	15960
现金	2355	3398	6127	9089	12724
应收票据及应收账款	109	66	129	91	157
预付账款	45	43	55	56	69
存货	1887	2166	2325	2667	2877
其他流动资产	596	131	129	135	133
非流动资产	6540	6694	6935	7268	7582
长期投资	240	297	405	512	619
固定资产	3705	3681	3842	4055	4220
无形资产	615	685	715	764	828
其他非流动资产	1980	2031	1973	1936	1915
资产总计	11533	12498	15700	19306	23542
流动负债	7882	8311	9172	10081	11152
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2213	2498	2722	3079	3364
其他流动负债	5670	5814	6450	7002	7789
非流动负债	522	563	565	568	570
长期借款	0	0	2	4	7
其他非流动负债	522	563	563	563	563
负债合计	8405	8875	9737	10648	11722
少数股东权益	1374	1567	3008	4569	6411
股本	484	484	484	484	484
资本公积	2	8	8	8	8
留存收益	1282	1578	2901	4599	6600
归属母公司股东权益	1755	2056	2956	4089	5409
负债和股东权益	11533	12498	15700	19306	23542

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3565	3753	3888	4279	5062
净利润	2399	2587	2940	3395	4003
折旧摊销	428	473	451	521	599
财务费用	-16	-56	-92	-170	-262
投资损失	-58	-68	-64	-62	-62
营运资金变动	874	327	653	596	784
其他经营现金流	-62	490	-0	-0	-0
投资活动现金流	-1152	-388	-629	-791	-851
筹资活动现金流	-2014	-2133	-530	-526	-577
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.41	2.61	3.10	3.79	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	7.37	7.75	8.03	8.84	10.46
每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.25	7.35	10.28	14.04

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13119	14039	15630	17699	19910
营业成本	6436	6952	7704	8562	9509
营业税金及附加	892	921	1025	1161	1306
营业费用	2213	2326	2501	2933	3299
管理费用	517	535	595	708	796
研发费用	163	111	123	140	157
财务费用	-16	-56	-92	-170	-262
资产减值损失	-78	-79	-88	-100	-112
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	58	68	64	62	62
营业利润	2948	3299	3749	4329	5105
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	15	7	7	7	7
利润总额	2941	3299	3749	4329	5105
所得税	542	712	809	934	1102
税后利润	2399	2587	2940	3395	4003
少数股东损益	1233	1323	1441	1562	1842
归属母公司净利润	1166	1264	1500	1833	2162
EBITDA	3298	3670	4058	4622	5377

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.9	7.0	11.3	13.2	12.5
营业利润(%)	50.1	11.9	13.7	15.5	17.9
归属于母公司净利润(%)	8.3	8.3	18.7	22.3	17.9
获利能力					
毛利率(%)	50.9	50.5	50.7	51.6	52.2
净利率(%)	8.9	9.0	9.6	10.4	10.9
ROE(%)	76.7	71.4	44.8	35.6	30.3
ROIC(%)	105.8	97.6	69.9	58.8	51.4
偿债能力					
资产负债率(%)	72.9	71.0	62.0	55.2	49.8
流动比率	0.6	0.7	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
应收账款周转率	117.3	160.7	160.7	160.7	160.7
应付账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
估值比率					
P/E	44.0	40.6	34.2	28.0	23.7
P/B	29.2	24.9	14.4	10.3	7.5
EV/EBITDA	15.2	13.6	12.0	10.2	8.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

