

重庆啤酒 (600132.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 降税增利，关注旺季改革成效

业绩简评

4月27日，公司公告，22年营收140.39亿元，同比+7.01%；归母净利12.64亿元，同比+8.35%。22Q4营收18.56亿元，同比-3.97%；归母净利0.81亿元，同比-33.63%。23Q1营收40.06亿元，同比+4.52%；归母净利3.87亿元，同比+13.63%。

经营分析

西北、重庆疫情扰动，Q4经营承压。

22年啤酒量同比+2.4%至285.66万吨，吨价同比+4.2%至4795元。

1) 分产品，22年乌苏78万吨（同比-6%，疆内降高个位数，疆外降小个位数），1664降小个位数，乐堡、重庆中到大个位数增长，大理、西夏下滑，山城、天目湖增长，夏日纷基数低而高增。

2) 分档次，22年高档/主流/经济收入49.47/70.44/17.05亿元，同比+5.7%/+7.6%/+6.3%，高档销量/收入占比24%/36%，基本持平。

3) 分区域，22年西北区/中区/南区收入39.79/59.06/38.11亿元，同比-5.1%/+11.1%/+14.6%，系新疆、重庆等地疫情扰动。

4) 分季度，22Q4销量同比-11.4%，主要系疫情+11月BU调整；吨收入同比+7.2%，系货折确认影响。

Q1吨价受疆外乌苏、1664拖累，华南复苏态势良好。

Q1量增3.69%至82.36万吨，吨价同比+0.5%，系产品结构恶化。

1) 分产品，Q1乌苏个位数下滑（疆外双位数下滑），1664双位数下滑，重庆、乐堡中个位数以上增长，嘉士伯双位数增长。预计1-2月受基数+疫情、渠道调整影响，3月改善。2) 分档次，高档/主流/经济收入同比-3.4%/+8.1%/+11.4%；高档占比-2.7pct至34%。

3) 分区域，西北/中/南区收入11.24/16.90/11.06亿元，同比-6.0%/+1.7%/+22.4%，疆内修复，中BU调整影响，华南势头良好。

22年净利率维稳，23Q1毛利率下行但降税。22年净利率同比+0.1pct，1) 毛利率同比-0.5pct，啤酒业务的吨成本同比+4.8%（主要在运费、制造费用），Q4吨成本同比+9%；2) 销售/管理费率同比-0.3/-0.1pct，广告费率维稳；3) 所得税率同比+3.2pct至21.6%。23Q1净利率同比+1.5pct，营业利润率同比-0.5pct，1) 毛利率同比-2.5pct，吨成本+5.7%；2) 销售/管理费率同比-0.8/-0.3pct；3) 所得税率同比-7.8pct至18.4%，系节奏影响。

我们认为，公司现饮占比高、西北受损重，H2餐饮复苏将最受益。月度销量持续改善（1月下，2月持平，3月双位数以上增长），4月增速继续好于3月，关注旺季渠道改革成效。成本端受采购及使用节奏影响或仍有压力，乐堡、重庆等单品将纳入提价范围。

盈利预测、估值与评级

考虑前期成本假设偏乐观，我们调整23-24年预测（下调6%/5%），并引入25年业绩，预计23-25年利润增速17%/20%/17%，对应EPS为3.05/3.66/4.30元，PE为35/29/25X，维持“买入”评级。

风险提示

乌苏全国化不及预期、区域市场竞争加剧；原材料涨价过快风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

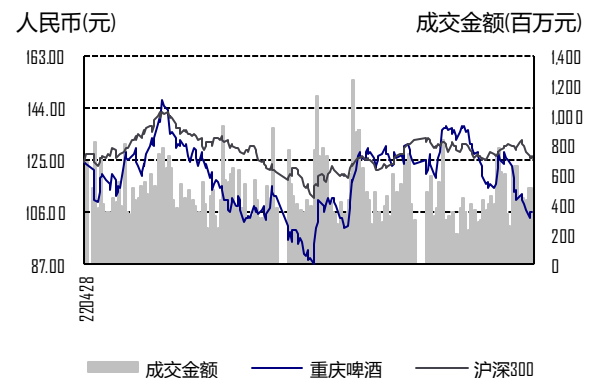
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：105.87元

相关报告：

- 《重庆啤酒公司点评：Q4疫情承压，期待复苏和改革成效》，2023.2.8
- 《业绩符合预期，盈利能力稳中向上-重庆啤酒三季报点评》，2022.10.28
- 《Q2乌苏阶段性承压，控费节税夯实利润基础-重庆啤酒中报点评》，2022.8.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119	14,039	15,831	17,997	20,337
营业收入增长率	19.90%	7.01%	13%	14%	13%
归母净利润(百万元)	1,166	1,264	1,477	1,773	2,082
归母净利润增长率	8.30%	8.35%	17%	20%	17%
摊薄每股收益(元)	2.410	2.611	3.05	3.66	4.30
每股经营性现金流净额	7.37	7.75	6.90	9.87	10.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	66.47%	61.45%	63.57%	64.69%	61.77%
P/E	62.80	48.79	35	29	25
P/B	41.74	29.98	22.06	18.70	15.20

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,942	13,119	14,039	15,831	17,997	20,337	货币资金	1,956	2,355	3,398	5,109	7,811	11,041
增长率	19.9%	7.0%	12.8%	13.7%	13.0%		应收款项	193	121	83	173	197	223
主营业务成本	-5,404	-6,436	-6,952	-7,805	-8,710	-9,606	存货	1,421	1,887	2,166	2,223	2,433	2,606
%销售收入	49.4%	49.1%	49.5%	49.3%	48.4%	47.2%	其他流动资产	88	630	157	78	85	294
毛利	5,537	6,683	7,087	8,026	9,287	10,731	流动资产	3,658	4,993	5,804	7,584	10,526	14,163
%销售收入	50.6%	50.9%	50.5%	50.7%	51.6%	52.8%	%总资产	38.1%	43.3%	46.4%	52.8%	60.7%	66.9%
营业税金及附加	-762	-892	-921	-1,037	-1,179	-1,332	长期投资	209	254	311	343	353	368
%销售收入	7.0%	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	固定资产	3,595	3,867	4,076	4,153	4,201	4,310
销售费用	-2,304	-2,213	-2,326	-2,612	-2,952	-3,315	%总资产	37.5%	33.5%	32.6%	28.9%	24.2%	20.4%
%销售收入	21.1%	16.9%	16.6%	16.5%	16.4%	16.3%	无形资产	1,287	1,314	1,384	1,377	1,369	1,442
管理费用	-684	-517	-535	-586	-648	-712	非流动资产	5,938	6,540	6,694	6,767	6,814	7,006
%销售收入	6.3%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%	%总资产	61.9%	56.7%	53.6%	47.2%	39.3%	33.1%
研发费用	-84	-163	-111	-127	-144	-163	资产总计	9,595	11,533	12,498	14,351	17,340	21,170
%销售收入	0.8%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	短期借款	528	22	24	21	21	21
息税前利润 (EBIT)	1,703	2,898	3,194	3,665	4,365	5,209	应付款项	4,198	5,185	5,988	5,507	6,216	6,538
%销售收入	15.6%	22.1%	22.8%	23.2%	24.3%	25.6%	其他流动负债	2,186	2,675	2,299	2,870	3,145	3,516
财务费用	-6	16	56	55	90	135	流动负债	6,912	7,882	8,311	8,399	9,381	10,075
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	长期贷款	365	0	0	0	0	0
资产减值损失	-58	-78	-79	-22	-2	-2	其他长期负债	750	522	563	513	241	487
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	负债	8,027	8,405	8,875	8,912	9,622	10,562
投资收益	180	58	68	70	80	85	普通股股东权益	585	1,755	2,056	2,323	2,740	3,371
%税前利润	8.4%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.5%	其中：股本	484	484	484	484	484	484
营业利润	1,964	2,948	3,299	3,831	4,598	5,496	未分配利润	-126	1,040	1,336	1,603	2,020	2,650
%营业收入	18.0%	22.5%	23.5%	24.2%	25.6%	27.0%	少数股东权益	984	1,374	1,567	3,117	4,977	7,237
营业外收支	167	-6	0	0	0	0	负债股东权益合计	9,595	11,533	12,498	14,351	17,340	21,170
税前利润	2,131	2,941	3,299	3,831	4,598	5,496	比率分析						
利润率	19.5%	22.4%	23.5%	24.2%	25.6%	27.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-378	-542	-712	-805	-966	-1,154	每股指标						
所得税率	17.8%	18.4%	21.6%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	2.225	2.410	2.611	3.051	3.663	4.302
净利润	1,752	2,399	2,587	3,027	3,633	4,342	每股净资产	1.209	3.625	4.249	4.799	5.662	6.964
少数股东损益	675	1,233	1,323	1,550	1,860	2,260	每股经营现金净流	7.624	7.366	7.754	6.897	9.872	10.463
归属于母公司的净利润	1,077	1,166	1,264	1,477	1,773	2,082	每股股利	0.800	1.400	2.000	2.500	2.800	3.000
净利率	9.8%	8.9%	9.0%	9.3%	9.9%	10.2%	回报率						
							净资产收益率	183.98%	66.47%	61.45%	63.57%	64.69%	61.77%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.22%	10.11%	10.11%	10.29%	10.22%	9.84%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	56.05%	73.75%	67.89%	53.02%	44.56%	38.72%
净利润	1,752	2,399	2,587	3,027	3,633	4,342	增长率						
少数股东损益	675	1,233	1,323	1,550	1,860	2,260	主营业务收入增长率	205.47%	19.90%	7.01%	12.76%	13.68%	13.00%
非现金支出	472	530	583	479	486	524	EBIT增长率	199.50%	70.18%	10.22%	14.74%	19.10%	19.34%
非经营收益	-343	-239	256	-179	-81	-88	净利润增长率	63.92%	8.30%	8.35%	16.85%	20.06%	17.45%
营运资金变动	1,809	874	327	12	740	285	总资产增长率	173.03%	20.19%	8.37%	14.83%	20.82%	22.09%
经营活动现金净流	3,690	3,565	3,753	3,338	4,778	5,064	资产管理能力						
资本开支	-519	-716	-901	-427	-516	-695	应收账款周转天数	2.9	3.1	2.3	3.0	3.0	3.0
投资	-2,335	-486	512	-32	-10	-15	存货周转天数	60.3	93.8	106.4	105.0	103.0	100.0
其他	50	50	0	70	80	85	应付账款周转天数	80.6	117.7	123.6	125.0	130.0	120.0
投资活动现金净流	-2,805	-1,152	-388	-389	-446	-625	固定资产周转天数	107.9	103.1	95.7	79.7	67.0	57.7
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	890	-890	0	-2	-257	257	净负债/股东权益	-67.76%	-90.59%	-93.23%	-93.61%	-100.99%	-103.92%
其他	-1,478	-1,124	-2,133	-1,215	-1,359	-1,454	EBIT利息保障倍数	273.6	-182.5	-56.9	-66.5	-48.8	-38.6
筹资活动现金净流	-588	-2,014	-2,133	-1,216	-1,615	-1,198	资产负债率	83.65%	72.87%	71.01%	62.10%	55.49%	49.89%
现金净流量	297	399	1,231	1,733	2,717	3,241							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-10	买入	131.50	175.50~175.50
2	2022-04-03	买入	112.16	N/A
3	2022-04-29	买入	126.40	N/A
4	2022-08-18	买入	115.38	N/A
5	2022-10-28	买入	88.84	N/A
6	2023-02-08	买入	118.61	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402