

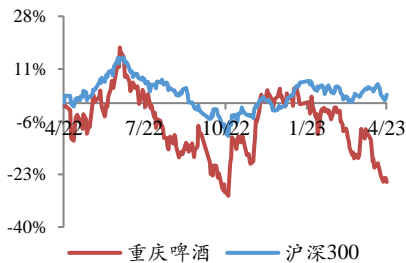
积极调整，静待改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	104.16
近12个月最高/最低(元)	164.31/97.98
总股本(百万股)	484
流通股本(百万股)	484
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	504
流通市值(亿元)	504

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1.重庆啤酒公司点评：22Q4 受疫情冲击较大，23 年有望重拾成长势能
2023-02-09

2.重庆啤酒点评报告：Q3 疫情扰动下收入环比降速，费用控制良好盈利水平小幅提升
2022-10-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年年度报告及 2023 年第一季度报告

据 2022 年年报，2022 年度公司实现营业收入 140.39 亿元，同比+7.0%；实现归母净利润 12.64 亿元，同比+8.3%；实现扣非归母净利润 12.34 亿元，同比+8.0%；其中 Q4 单季度实现营业收入 18.56 亿元，同比-4.0%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比-33.6%；实现扣非归母净利润 0.73 亿元，同比-37.3%。

据 2023 年一季报，23Q1 公司实现营业收入 40.06 亿元，同比+4.5%；实现归母净利润 3.87 亿元，同比+13.6%；实现扣非归母净利润 3.81 亿元，同比+13.9%。

● 22 年疫情冲击范围广、程度深，全年销量小幅增长，均价仍有提升

2022 年疫情对于公司的生产及销售均造成了较大影响，销量方面，公司 2022 年实现销量 285.66 万千升，同比+2.41%，销量增速较 2021 年（同比+15.1%）显著放缓。22Q4 单季度销量同比-11.4%，主因 Q4 新疆、重庆等基地市场以及其他部分重点市场受疫情冲击影响较大，场景缺失影响啤酒销售。价格方面，2022 年公司实现啤酒均价 4794.59 元/千升，同比+4.2%，即使 2022 年乌苏、1664 等高档产品销售受阻，重庆等本地品牌的内部结构升级及价格调整仍共同推动了均价提升。

2022 年，国际品牌中的乐堡、嘉士伯在公司加大品牌打造与品牌焕新的带动下，销量取得较快增长；夏日纷品牌亦实现快速增长，目前整体销量尚小但增势明显。

● 22 年成本压力明显导致毛利率略降，费用控制良好，净利率微幅提升

2022 年啤酒吨均成本 2346.5 元/千升，同比+4.8%，主要受到 22H1 酿酒原材料大麦、包材价格以及运输费用涨幅明显的影响。全年啤酒业务毛利率 51.06%，同比小幅下滑 0.29pp。费用方面，22 上半年啤酒行业营销活动一定程度受制于疫情环境，销售费用被动节省，下半年销售费用投放力度适度增大但整体费用控制良好。2022 年全年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.6%/3.8%/0.8%/-0.4%，同比 -0.3/-0.1/-0.5/-0.3pp。最终 2022 年全年实现归母净利率为 9.0%，同比微幅提升 0.1pp。

● 23Q1 主力高档型产品修复速度偏慢拖累整体结构升级速度，成本端压力仍存

23Q1 公司实现营业收入 40.06 亿元，同比+4.5%；其中高档/主流/经济型产品销售收入分别为 13.28/21.52/4.40 亿元，同比 -3.4%/+8.1%/+11.4%。主力高档产品乌苏尚未出现明显的销量恢复，导致结构提升不明显，23Q1 公司千升酒营收为 4863.78 元/千升，同比 +0.79%。23Q1 公司千升酒成本为 2667.48 元/千升，同比+5.65%，表明成本压力依然显著，主因原材料大麦价格预计同比涨幅 20%以上，另预计亦与 23Q1 销量增速不高（82.4 万千升，同比+3.7），固定成本摊

薄效果有限有关。23Q1 毛利率 45.2%，同比-2.5pp。费用率维持同比下降趋势，23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.9%/3.1%/0.04%/-0.3%，同比-0.8/-0.3/-0.5/-0.1pp，持续展现公司高费用使用效率。受益于费用控制及所得税率同比显著下降，23Q1 公司归母净利率 9.7%，同比小幅提升 0.8pp。

● **公司积极调整中，待夯实产品与渠道基础，后续成长性仍可期**

23Q1 业绩反映公司当前面临的挑战仍大，但公司已在积极调整。针对核心大单品乌苏，22 年末对部分重点市场进行渠道结构梳理，针对乌苏价差窜货问题进行打击和处罚，且对于乌苏品牌持续投入，后续乌苏有望重拾强劲增长势能。同时今年加大力度进行乐堡等其他中高档品牌的全国化推广，与乌苏形成合力，带动公司整体销量及吨价的提升。成本方面，公司已对 23 年全年所用大麦进行锁价，预计大麦价格同比增长 20%以上，故将对今年吨成本有一定程度的推升作用，但主要包材价格同比下降趋势明显，预计 23 年整体成本压力将小于 22 年。此外，22 年 12 月公司对疆外乌苏进行提价，有望部分对冲成本压力。我们判断短期公司仍将处于调整阶段，待夯实产品与渠道基础，后续成长性仍可期。

● **盈利预测与投资建议**

考虑到 23Q1 结构升级节奏略慢于预期，全年成本压力仍存，我们下调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 153.4/173.3/196.7 亿元（前预测值 163.9/185.7/-亿元），同比+9.3%/+13.0%/+13.5%；实现归母净利润 15.0/17.5/20.4 亿元（前预测值 15.8/19.3/-亿元），同比+18.7%/+16.7%/+16.7%；EPS 分别为 3.10/3.62/4.22 元。当前股价对应 PE 分别为 34/29/25 倍，公司调整完成后有望重回快速成长通道，当前估值已回落较多，性价比开始显现，维持“买入”评级。

● **风险提示**

后续新冠病毒感染情况超预期；核心产品放量不及预期；原辅料价格上涨超预期；宏观经济下行压力增大影响消费能力；食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14039	15344	17332	19674
收入同比	7.0%	9.3%	13.0%	13.5%
归属母公司净利润	1264	1499	1750	2041
净利润同比	8.3%	18.7%	16.7%	16.7%
毛利率	50.5%	50.2%	50.4%	50.9%
ROE	61.5%	65.3%	64.8%	63.6%
每股收益 (元)	2.61	3.10	3.62	4.22
P/E	48.80	33.62	28.81	24.69
P/B	29.98	21.94	18.67	15.70
EV/EBITDA	15.86	10.90	8.64	6.83

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5804	7289	10856	13847	营业收入	14039	15344	17332	19674
现金	3398	5165	8347	11396	营业成本	6952	7634	8590	9662
应收账款	66	139	150	162	营业税金及附加	921	1013	1144	1298
其他应收款	18	21	27	33	销售费用	2326	2394	2600	2853
预付账款	43	53	64	72	管理费用	535	537	555	590
存货	2166	1787	2134	2040	财务费用	-56	-71	-111	-182
其他流动资产	113	123	133	143	资产减值损失	-81	-75	-60	-60
非流动资产	6694	7207	7745	8031	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	297	297	297	297	投资净收益	68	68	60	60
固定资产	3681	3911	4516	4886	营业利润	3299	3770	4477	5357
无形资产	685	730	760	770	营业外收入	7	7	8	8
其他非流动资产	2031	2269	2172	2078	营业外支出	7	7	7	8
资产总计	12498	14495	18600	21878	利润总额	3299	3771	4478	5357
流动负债	8311	8498	10398	11048	所得税	712	701	896	1179
短期借款	0	0	0	0	净利润	2587	3069	3582	4179
应付账款	2498	2167	3082	2822	少数股东损益	1323	1570	1832	2137
其他流动负债	5814	6331	7316	8226	归属母公司净利润	1264	1499	1750	2041
非流动负债	563	563	533	513	EBITDA	3680	4161	4876	5717
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.61	3.10	3.62	4.22
其他非流动负债	563	563	533	513					
负债合计	8875	9062	10932	11562					
少数股东权益	1567	3137	4969	7107	主要财务比率				
股本	484	484	484	484	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	8	8	8	8	成长能力				
留存收益	1564	1805	2208	2718	营业收入	7.0%	9.3%	13.0%	13.5%
归属母公司股东权益	2056	2297	2700	3210	营业利润	11.9%	14.3%	18.8%	19.6%
负债和股东权益	12498	14495	18600	21878	归属于母公司净利	8.3%	18.7%	16.7%	16.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	50.5%	50.2%	50.4%	50.9%
					净利率 (%)	9.0%	9.8%	10.1%	10.4%
					ROE (%)	61.5%	65.3%	64.8%	63.6%
					ROIC (%)	66.9%	54.5%	45.1%	38.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	71.0%	62.5%	58.8%	52.8%
					净负债比率 (%)	244.9%	166.8%	142.5%	112.1%
					流动比率	0.70	0.86	1.04	1.25
					速动比率	0.42	0.63	0.82	1.05
					营运能力				
					总资产周转率	1.17	1.14	1.05	0.97
					应收账款周转率	160.67	150.00	120.00	126.32
					应付账款周转率	2.95	3.27	3.27	3.27
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.61	3.10	3.62	4.22
					每股经营现金流(薄)	7.75	8.12	11.47	11.10
					每股净资产	4.25	4.75	5.58	6.63
					估值比率				
					P/E	48.80	33.62	28.81	24.69
					P/B	29.98	21.94	18.67	15.70
					EV/EBITDA	15.86	10.90	8.64	6.83

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。