

重庆啤酒(600132)

报告日期: 2023年04月29日

业绩符合预期, 旺季改善可期

——重庆啤酒 22 年报及 23Q1 点评报告

投资要点

- **事件:** 22 年实现营业收入 140.39 亿元 (+7.01%); 归母净利润 12.64 亿元 (+8.35%)。23Q1 实现营业收入 40.06 亿元 (+4.52%); 归母净利润 3.87 亿元 (+13.63%)。
- **22 年量价齐升, 23Q1 乌苏阶段性承压**
 22 年: 1) 量: 2022 年销量为 285.66 万吨 (+2.41%), 高档/主流/经济销量为 67.36/165.64/52.66 万吨, 同比+1.82%/+2.60%/+2.57%, 高档销量占比下降 0.14pct 至 23.58%, 预计乌苏下降高个位数, 重庆、乐堡增长高个位数。2) 价: 2022 年均价为 4795 元/吨 (+4.20%), 其中高档/主流/经济均价同比 +3.78%/+4.84%/+3.59%, 均价仍维持逐年提升态势。
 23Q1: 销量为 82.36 万吨 (+3.69%), 均价为 4759 元/吨 (+0.51%)。其中高档/主流/经济收入为 13.28 /21.52 /4.40 亿元, 同比-3.36%/+8.06%/+11.37%, 高档收入占比下降 2.66pct 至 33.88%, 主因 1-2 月现饮场景恢复较慢致使乌苏、1664 承压, 伴随现饮场景恢复预计 3 月后乌苏动销表现边际向好, 预计全年乌苏、1664 仍可维持双位数以上销量增长。
- **大城市计划持续推进, 疫情影响下西北区有所下滑**
 22 年末公司已开拓覆盖全国的 76 个大城市, 预计 23 年将继续开拓新的大城市, 新增大城市或主要集中于华北华东华南。2022 年西北区/中区/南区实现收入 39.79 (-5.09%) /59.06 (+11.10%) /38.11 (+14.57%) 亿元, 23Q1 西北区/中区/南区实现收入 11.24 (-6.01%) /16.90 (+1.74%) /11.06 (22.38%) 亿元, 西北区销量下滑主因 22 年 8 月后新疆疫情影响, 南区表现较优, 23Q1 南区占比提升 4.18pct。
- **22 年渠道结构优化, BU 调整完成期待旺季改善**
 22 年西北区、中区、南区经销商数量净变动+32、-320、-169 家, 平均经销商规模同比-7.53%、37.85%、55.08%, 数量下降主因销区改革下部分渠道合并。23Q1 经销商数量净减少 39 家, 当前 BU 调整已完成。
- **所得税率优惠下 23Q1 盈利提升, 全年成本增幅有望趋缓**
 22 年毛利率为 50.48% (-0.46pct)、归母净利率为 9.00% (+0.11pct), 23Q1 毛利率为 45.16% (-2.52pct)、归母净利率为 9.66% (+0.77pct), 毛利率下降主因 1-2 月乌苏、1664 承压所致。
 具体而言: 1) 22 年吨成本上升 5.48%, 23Q1 吨成本上升 5.65%, 预计全年吨成本涨幅中低个位数。2) 22 年销售/管理费用率下降 0.30/0.59pct, 23Q1 销售/管理费用率下降 0.76/0.25pct, 费用有所管控。3) 22 年所得税率上升 0.94pct, 23Q1 所得税率下降 1.98pct, 23Q1 税率下降主因部分子公司于 22 年下半年获西部大开发优惠税率。
- **盈利预测及估值**
 3 月后乌苏已恢复较好增长&渠道调整完成, 旺季改善可期。预计 2023-2025 年收入增速为 12.7%、12.0%、11.5%; 归母净利润增速为 23.0%、18.8%、16.8%; EPS 分别为 3.2/3.8/4.5 元/股; PE 为 32/27/23 倍。当前估值具性价比, 维持买入评级。
- **催化剂:** 消费升级持续、乌苏及乐堡全国化开拓顺利。
- **风险提示:** 疫情反复影响啤酒整体动销; 乌苏动销情况不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

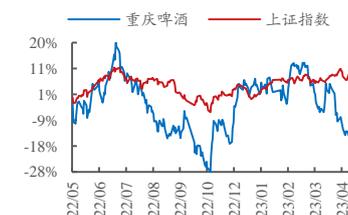
分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯
 zhangjiayzhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 104.16
总市值(百万元)	50,410.44
总股本(百万股)	483.97

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期, 看好场景恢复及全国化扩张》 2023.02.08
- 2 《Q3 乌苏阶段性承压, 扬帆 27 战略起航 ——重庆啤酒 2022 年三季度报点评报告》 2022.10.31
- 3 《高端化进程持续推进, 费用管控提升盈利能力 ——重庆啤酒 2022 半年报点评报告》 2022.08.21

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14039.0	15822.1	17728.3	19766.0
(+/-) (%)	7.0%	12.7%	12.0%	11.5%
归母净利润	1263.6	1554.1	1846.0	2155.9
(+/-) (%)	8.3%	23.0%	18.8%	16.8%
每股收益(元)	2.6	3.2	3.8	4.5
P/E	39.9	32.4	27.3	23.4

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5804	8624	12337	16995
现金	3398	5531	9075	13315
交易性金融资产	0	251	125	188
应收账款	66	220	325	448
其它应收款	18	25	22	27
预付账款	43	45	53	56
存货	2166	2422	2617	2841
其他	113	130	119	121
非流动资产	6694	7610	8103	8349
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	297	245	261	267
固定资产	3681	4421	4730	4971
无形资产	685	784	815	862
在建工程	395	636	749	679
其他	1636	1524	1549	1570
资产总计	12498	16235	20440	25344
流动负债	8311	9036	9774	10565
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2498	2751	2959	3238
预收账款	0	0	0	0
其他	5814	6285	6815	7327
非流动负债	563	612	566	580
长期借款	0	0	0	0
其他	563	612	566	580
负债合计	8875	9648	10340	11145
少数股东权益	1567	3194	5128	7385
归属母公司股东权益	2056	3392	4972	6814
负债和股东权益	12498	16235	20440	25344

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3753	3626	4435	4979
净利润	2587	3182	3779	4414
折旧摊销	473	309	359	397
财务费用	(56)	(60)	(102)	(161)
投资损失	(68)	(102)	(76)	(82)
营运资金变动	430	500	842	759
其它	387	(203)	(367)	(347)
投资活动现金流	(388)	(1503)	(615)	(605)
资本支出	(209)	(1243)	(730)	(516)
长期投资	(56)	52	(16)	(7)
其他	(123)	(312)	131	(82)
筹资活动现金流	(2133)	10	(277)	(135)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2133)	10	(277)	(135)
现金净增加额	1231	2134	3544	4240

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14039	15822	17728	19766
营业成本	6952	7773	8398	9116
营业税金及附加	921	1038	1163	1297
营业费用	2326	2532	2837	3202
管理费用	535	522	603	672
研发费用	111	125	140	156
财务费用	(56)	(60)	(102)	(161)
资产减值损失	(81)	(96)	(106)	(118)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	68	102	76	82
其他经营收益	60	86	66	71
营业利润	3299	3988	4730	5522
营业外收支	(0)	(10)	(6)	(5)
利润总额	3299	3977	4724	5517
所得税	712	795	945	1103
净利润	2587	3182	3779	4414
少数股东损益	1323	1628	1933	2258
归属母公司净利润	1264	1554	1846	2156
EBITDA	3721	4220	4975	5747
EPS (最新摊薄)	2.61	3.21	3.81	4.45

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	7.01%	12.70%	12.05%	11.49%
营业利润	11.92%	20.87%	18.61%	16.76%
归属母公司净利润	8.35%	22.99%	18.78%	16.78%
获利能力				
毛利率	50.48%	50.88%	52.63%	53.88%
净利率	18.43%	20.11%	21.32%	22.33%
ROE	37.43%	30.44%	22.13%	17.74%
ROIC	110.14%	81.06%	69.92%	59.80%
偿债能力				
资产负债率	71.01%	59.43%	50.59%	43.98%
净负债比率	0.27%	1.98%	0.77%	0.88%
流动比率	0.70	0.95	1.26	1.61
速动比率	0.44	0.69	0.99	1.34
营运能力				
总资产周转率	1.17	1.10	0.97	0.86
应收账款周转率	160.67	167.22	143.71	157.52
应付账款周转率	2.95	2.96	2.94	2.94
每股指标(元)				
每股收益	2.61	3.21	3.81	4.45
每股经营现金	7.75	7.49	9.16	10.29
每股净资产	4.25	7.01	10.27	14.08
估值比率				
P/E	39.89	32.44	27.31	23.38
P/B	24.52	14.86	10.14	7.40
EV/EBITDA	16.15	11.44	9.38	7.77

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>