

证券研究报告

公司研究

点评报告

重庆啤酒 (600132.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《重庆啤酒：破浪扬帆，持续高端化能力突出》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 创新意识超前，成长性有望后期验证

2023年5月5日

事件：公司发布2022年年报，2022年实现营收140.39亿元，同比+7.01%；归母净利润12.64亿元，同比+8.35%。此外，公司发布2023年一季报，2023Q1实现40.06亿元，同比+4.52%；归母净利润3.87亿元，同比+13.63%。

点评：

- **扬帆22顺利收官，业绩符合预期。**2022年，公司实现收入140.39亿元，同比+7.01%，其中销量实现286万千升，同比+2.4%，基本符合预期，千升酒收入4915元，同比+4.5%。**分品牌矩阵看**，国际品牌实现收入48.73亿元，同比+7.9%，高于公司整体收入增速，占比36%；销量实现77万千升，同比+6.2%；千升酒收入6295元，同比+1.7%。本地品牌实现收入88.23亿元，同比+6.0%，占比64%；销量实现208万千升，同比+1.1%；千升酒收入4237元，同比+4.9%。**成本端**，2022年大麦和部分包材价格高企，公司千升酒成本2434元，同比+5.5%，提价和产品结构改善并未完全消化成本压力，毛利率同比-0.5pct。**费用端**，公司销售费用率同比-0.30pct，管理费用率同比-0.13pct，归母净利润实现12.64亿元，同比+8.35%，归母净利率同比+0.11pct。
- **23Q1销量符合预期，吨价提升略受阻。**2023Q1公司实现收入40.06亿元，同比+4.5%；其中销量实现82万千升，同比+3.7%，符合我们预期。千升酒收入4864元，同比+0.8%，略低于我们预期，我们认为主要原因在于高档产品恢复较慢所致，公司高档产品实现收入13.28亿元，同比-3.4%；而主流产品实现收入21.52亿元，同比+8.1%，经济产品实现收入4.40亿元，同比+11.4%。**展望后期节奏**，我们认为随着啤酒旺季到来，餐饮和夜场渠道复苏，公司高档产品比如乌苏和1664恢复有望加快，有望带动公司千升酒收入水平进一步提升。
- **23Q1成本环比改善趋势强化，税率下降超预期。**从成本端来看，受益于玻璃、瓦楞纸包材价格和原油价格下跌，2023Q1公司千升酒成本同比+4.0%，成本环比改善趋势进一步验证，符合我们预期。但是由于产品结构提升放缓，公司毛利率同比-1.67pct，短期受损严重。从费用端来看，考虑到公司2022年年底进行组织架构调整，费用投放节奏推后，销售费用同比-1.5%，销售费用率同比-0.76pct；管理费用率同比-0.29pct。值得关注的是，在西部大开发的所得税优惠下，公司一季度所得税率同比-7.79pct。从利润端来看，2023Q1公司归母净利润实现3.87亿元，同比+13.63%，归母净利率同比+0.79pct。
- **创新意识超前，成长性有望后期验证。**我们认为渠道阻力是公司面对的短期问题，长期看公司品牌意识超前，对啤酒生意的理解更强调产品创新。从核心竞争力来看，我们看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼，品牌资产的沉淀相对来说是难以复制的。我们认为，随着二季度进入啤酒消费旺季，受疫情影响比较大的乌苏和1664有望恢复增长，有望带动产品结构的强劲复苏。我们预计2023-2025年归母净利润CAGR为29.0%，营收CAGR为16.0%，2023-2025年EPS分别3.29元、4.35元、5.47元，对应2023年4月28日收盘价（104.16元/股）市盈率32、24、19倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：新冠疫情反复、乌苏增长不达预期、原材料价格波动等**

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,119	14,039	16,191	18,793	21,845
同比(%)	19.9%	7.0%	15.3%	16.1%	16.2%
归属母公司净利润	1,166	1,264	1,592	2,105	2,646
同比(%)	8.3%	8.3%	26.0%	32.2%	25.7%
毛利率(%)	50.9%	50.5%	51.0%	53.4%	55.6%
ROE(%)	66.5%	61.5%	60.1%	44.3%	35.8%
EPS (摊薄) (元)	2.41	2.61	3.29	4.35	5.47
P/E	62.79	48.80	31.66	23.95	19.05
P/B	41.74	29.98	19.02	10.60	6.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28日收盘价

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,993</b>	<b>5,804</b>	<b>9,050</b>	<b>13,674</b>	<b>19,463</b>
货币资金	2,355	3,398	6,363	10,711	16,188
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	109	66	105	122	142
预付账款	45	43	52	58	64
存货	1,887	2,166	2,398	2,649	2,931
其他	596	131	131	134	137
<b>非流动资产</b>	<b>6,540</b>	<b>6,694</b>	<b>6,425</b>	<b>7,128</b>	<b>7,895</b>
长期股权投资	240	297	350	403	456
固定资产(合计)	3,705	3,681	3,190	3,680	4,218
无形资产	615	685	748	803	849
其他	1,980	2,031	2,137	2,242	2,372
<b>资产总计</b>	<b>11,533</b>	<b>12,498</b>	<b>15,474</b>	<b>20,802</b>	<b>27,358</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,882</b>	<b>8,311</b>	<b>8,965</b>	<b>9,922</b>	<b>10,999</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,213	2,498	2,173	2,400	2,656
其他	5,670	5,814	6,792	7,522	8,343
<b>非流动负债</b>	<b>522</b>	<b>563</b>	<b>624</b>	<b>685</b>	<b>746</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	522	563	624	685	746
<b>负债合计</b>	<b>8,405</b>	<b>8,875</b>	<b>9,589</b>	<b>10,607</b>	<b>11,746</b>
少数股东权益	1,374	1,567	3,234	5,439	8,210
归属母公司股东权益	1,755	2,056	2,651	4,756	7,402
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,533</b>	<b>12,498</b>	<b>15,474</b>	<b>20,802</b>	<b>27,358</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,119	14,039	16,191	18,793	21,845
同比(%)	19.9%	7.0%	15.3%	16.1%	16.2%
归属母公司净利润	1,166	1,264	1,592	2,105	2,646
同比(%)	8.3%	8.3%	26.0%	32.2%	25.7%
毛利率(%)	50.9%	50.5%	51.0%	53.4%	55.6%
ROE(%)	66.5%	61.5%	60.1%	44.3%	35.8%
EPS(摊薄)(元)	2.41	2.61	3.29	4.35	5.47
P/E	62.79	48.80	31.66	23.95	19.05
P/B	41.74	29.98	19.02	10.60	6.81
EV/EBITDA	21.32	15.86	16.31	11.47	8.03

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>13,119</b>	<b>14,039</b>	<b>16,191</b>	<b>18,793</b>	<b>21,845</b>
营业成本	6,436	6,952	7,930	8,761	9,695
营业税金及附加	892	921	1,062	1,233	1,433
销售费用	2,213	2,326	2,587	2,814	3,271
管理费用	517	535	617	716	832
研发费用	163	111	128	148	172
财务费用	-16	-56	14	5	1
减值损失合计	-79	-81	-1	-1	7
投资净收益	58	68	78	91	106
其他	55	62	68	82	93
<b>营业利润</b>	<b>2,948</b>	<b>3,299</b>	<b>4,000</b>	<b>5,288</b>	<b>6,647</b>
营业外收支	-6	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,941</b>	<b>3,299</b>	<b>4,000</b>	<b>5,288</b>	<b>6,647</b>
所得税	542	712	740	978	1,230
<b>净利润</b>	<b>2,399</b>	<b>2,587</b>	<b>3,260</b>	<b>4,309</b>	<b>5,417</b>
少数股东损益	1,233	1,323	1,668	2,204	2,771
<b>归母净利润</b>	<b>1,166</b>	<b>1,264</b>	<b>1,592</b>	<b>2,105</b>	<b>2,646</b>
EBITDA	3,327	3,680	2,711	3,480	4,298
EPS(当年)(元)	2.41	2.61	3.29	4.35	5.47

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,565</b>	<b>3,753</b>	<b>3,937</b>	<b>5,299</b>	<b>6,499</b>
净利润	2,399	2,587	3,260	4,309	5,417
折旧摊销	452	504	364	392	421
财务费用	14	4	18	11	11
投资损失	-58	-68	-78	-91	-106
营运资金变动	874	327	374	680	766
其它	-116	399	-1	-4	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,152</b>	<b>-388</b>	<b>-1,017</b>	<b>-1,001</b>	<b>-1,072</b>
资本支出	-716	-901	-1,042	-1,039	-1,125
长期投资	-486	512	-53	-53	-53
其他	50	0	78	91	106
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,014</b>	<b>-2,133</b>	<b>45</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
吸收投资	0	0	2	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-857	-2,100	-18	-11	-11
<b>现金净增加额</b>	<b>399</b>	<b>1,231</b>	<b>2,965</b>	<b>4,348</b>	<b>5,477</b>

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

**姜青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒、水、饮料行业，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。