

啤酒

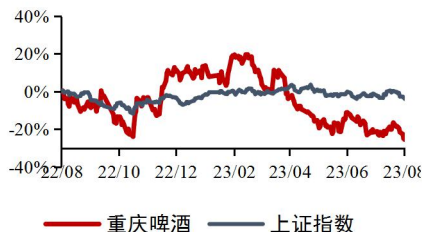
重庆啤酒（600132.SH）

买入-B(维持)

2023年8月16日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月16日

收盘价(元):	83.38
年内最高/最低(元):	140.50/83.35
流通A股/总股本(亿):	4.84/4.84
流通A股市值(亿):	403.54
总市值(亿):	403.54

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	1.79
摊薄每股收益:	1.79
每股净资产(元):	8.37
净资产收益率:	43.04

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：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司公布2023年中报，公司2023H1实现营业收入85.05亿元，同比增长7.17%，归母净利润8.65亿元，同比增长18.89%。其中2023Q2实现营业收入44.99亿元，同比增长9.64%，归母净利润4.78亿元，同比增长23.52%，净利润超预期。

事件点评

➢ **23Q2收入增速环比提升，高端化进程依旧。**23H1公司实现啤酒销量172.68万千升，同比+4.76%，吨价为4925元/千升，同比+2.30%；其中23Q2实现啤酒销量90.32万千升，同比+5.74%，吨价为4981元/千升，同比+3.70%。分产品来看，23H1高档/主流/经济产品分别实现收入29.31/43.94/10.03亿元，同比+1.74%/+11.82%/+4.49%，高档/主流产品营收占比分别-1.88/+2.19pct至35.20%/52.76%。其中乌苏上半年区域间表现分化，增速有所承压；乐堡在全国化扩张下实现较快增速。分区域看，2023H1公司在西北/中/南区分别实现收入25.15/34.58/23.55亿元，同比-1.95%/+3.36%/+26.63%，大城市计划进一步推进，南区取得较好增长。公司23Q1受渠道调整影响复苏稍慢，同时去年同期高基数影响下，量价表现收到压制；23Q2以来随着渠道运作逐渐恢复常态和基数降低，收入增速环比有所提升，吨价水平增速也有提升，高端化趋势依旧。

➢ **23Q2毛利率有所提升，下半年成本压力持续缓解。**23H1/23Q2公司毛利率为48.48%/51.45%，同比-0.19/+1.85pct，上半年大麦价格高位有所缓解，瓦楞纸、玻璃等包装材料价格有所下降，由于原材料锁价影响，主要在产品结构优化和产能利用率提升背景下，Q2起公司毛利率进入改善通道。费率方面，23H1公司销售/管理/财务费用率分别为14.53%/3.17%/-0.35%，同比-0.03/-0.15/-0.11pct，随着外部环境的恢复，线下活动等费用投放有所增加，管理费用率和财务费用率保持稳定改善趋势，助力净利率水平23Q2同比+1.19pct至10.62%。展望下半年，纸箱、玻璃等包材价格环比下行、大麦价格也同时趋缓，加之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，公司下半年有望释放利润弹性，盈利能力稳步提升。

➢ **公司坚定推进扬帆27计划，疫后仍有较大增长空间。**公司坚定推进扬帆27计划，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，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



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



望稳步推进。

### 投资建议

➤ 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，当前股价对应 PE 分别为 27/22/19 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	55.4	42.6	35.6
P/E(倍)	34.9	32.2	27.1	22.2	18.8
P/B(倍)	23.2	19.8	17.7	11.9	8.4
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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	11533	12498	15700	19306	23542
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	11533	12498	15700	19306	23542

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-1152	-388	-629	-791	-851
<b>筹资活动现金流</b>	-2014	-2133	-530	-526	-577
<b>每股指标 (元)</b>					
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	4.75	7.03	9.98

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	2941	3299	3749	4329	5105
所得税	542	712	809	934	1102
<b>税后利润</b>	2399	2587	2940	3395	4003
少数股东损益	1233	1323	1441	1562	1842
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>					
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
<b>获利能力</b>					
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	55.4	42.6	35.6
ROIC(%)	105.8	97.6	101.4	82.5	70.3
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>估值比率</b>					
P/E	34.9	32.2	27.1	22.2	18.8
P/B	23.2	19.8	17.7	11.9	8.4
EV/EBITDA	12.0	10.7	9.4	7.9	6.5

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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

