

重庆啤酒 (600132.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 超预期，吨价、成本明显改善

业绩简评

8月16日,公司公告,23H1实现营业收入85.05亿元,同比+7.17%;归母净利8.65亿元,同比+18.89%。Q2营业收入44.99亿元,同比+9.64%;归母净利4.78亿元,同比+23.52%。

经营分析

Q2 中档亮眼,高档环比好转。H1销量172.68万千升,同比+4.76%;吨价4822元,同比+2.3%。Q2销量90.32万吨,同比+5.74%,吨价同比+4.0% (Q1不足1%)。1)分档次看, H1高档/主流/经济收入为29.31/43.94/10.03亿元,同比+1.74%/11.82%/4.49%; Q2同比+6.4%/+15.7%/-0.3%。2)分区域看,西北区/中区/南区收入H1同比-1.95%/+3.36%/+26.63%, Q2同比+1.6%/5.0%/30.6%,南区系受益于云南、湖南等旅游需求复苏+广东疫后修复。

Q2 销量符合预期,吨价超预期系: 1)乌苏提价+23年2月起对部分区域品牌提价,预计共贡献1-2%吨价增长; 2)产品组合有优化, ①经济Q2掉量,更低端的经济升级到主流; ②高档的1664、嘉士伯、雪花雪月均有较好表现。

Q2 吨成本已步入下行通道,税率优化延续。 Q2吨成本同比-0.1% (Q1同比+5.7%),系产能利用率优化叠加低价包材逐步投入使用,带动毛利率同比+1.8pct;销售费率同比+0.6pct,系疫后促销广告投入增加;税金及附加占比/管理费用率同比-0.3/-0.03pct,所得税率同比-1.9pct至19.5% (系西部大开发优惠税率区域收入占比提升),带动净利率同比+2.2pct至21.5%。H1吨成本同比+2.7%,毛利率/销售费率/管理费用率同比-0.2/-0.03/-0.2pct (广告费率-0.1pct),所得税率同比-4.7pct至19%,带动净利率同比+1.9pct。

展望未来,预计7月量有增长,8月起将进入低基数红利期(新疆去年8月开始疫情,受损偏重)。成本端,来年轻包材受益或更明显,大麦降价可期(大麦自然降价+澳洲双反政策取消,目前国产大麦对比年初已下降20%+、进口大麦下降15%,叠加澳麦供给增多),红利持续兑现(Q4-Q1为成本预算期)。中长期看,公司加快补齐渠道短板(如:BU调整、区域领导更换、推进渠道精细化),福建线上乌苏价盘企稳、销量改善,静待更多改革成效显现。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速为11%/13%/13%,利润增速为18%/21%/16%,对应EPS为3.08/3.75/4.36元,当前股价对应PE为27/22/19X,维持“买入”评级。

风险提示

乌苏改革不及预期;原材料上涨过快风险;宏观经济下行风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

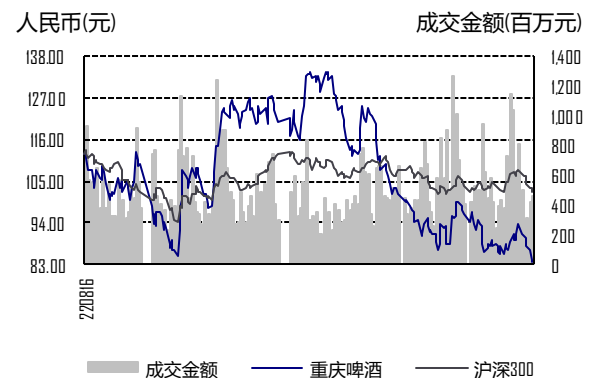
联系人:李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币):83.38元

相关报告:

- 《重庆啤酒公司点评:Q1降税增利,关注旺季改革成效》,2023.4.28
- 《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



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	15,564	17,620	19,871
营业收入增长率	19.90%	7.01%	11%	13%	13%
归母净利润(百万元)	1,166	1,264	1,492	1,813	2,112
归母净利润增长率	8.30%	8.35%	18%	21%	16%
摊薄每股收益(元)	2.410	2.611	3.08	3.75	4.36
每股经营性现金流净额	7.37	7.75	6.92	9.83	10.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	66.47%	61.45%	63.82%	64.83%	61.10%
P/E	62.80	48.79	27	22	19
P/B	41.74	29.98	17.25	14.43	11.67

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,942	13,119	14,039	15,564	17,620	19,871
增长率	19.9%	7.0%	10.9%	13.2%	12.8%	
主营业务成本	-5,404	-6,436	-6,952	-7,655	-8,401	-9,315
%销售收入	49.4%	49.1%	49.5%	49.2%	47.7%	46.9%
毛利	5,537	6,683	7,087	7,909	9,219	10,556
%销售收入	50.6%	50.9%	50.5%	50.8%	52.3%	53.1%
营业税金及附加	-762	-892	-921	-996	-1,134	-1,282
%销售收入	7.0%	6.8%	6.6%	6.4%	6.4%	6.5%
销售费用	-2,304	-2,213	-2,326	-2,568	-2,890	-3,239
%销售收入	21.1%	16.9%	16.6%	16.5%	16.4%	16.3%
管理费用	-684	-517	-535	-576	-643	-715
%销售收入	6.3%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
研发费用	-84	-163	-111	-109	-123	-139
%销售收入	0.8%	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	1,703	2,898	3,194	3,660	4,429	5,181
%销售收入	15.6%	22.1%	22.8%	23.5%	25.1%	26.1%
财务费用	-6	16	56	54	87	132
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-58	-78	-79	-22	-2	-2
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	180	58	68	70	80	85
%税前利润	8.4%	2.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%
营业利润	1,964	2,948	3,299	3,822	4,654	5,452
%销售收入	18.0%	22.5%	23.5%	24.6%	26.4%	27.4%
营业外收支	167	-6	0	0	0	0
税前利润	2,131	2,941	3,299	3,822	4,654	5,452
利润率	19.5%	22.4%	23.5%	24.6%	26.4%	27.4%
所得税	-378	-542	-712	-764	-931	-1,090
所得税率	17.8%	18.4%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	1,752	2,399	2,587	3,057	3,723	4,362
少数股东损益	675	1,233	1,323	1,565	1,910	2,250
归属于母公司的净利润	1,077	1,166	1,264	1,492	1,813	2,112
净利率	9.8%	8.9%	9.0%	9.6%	10.3%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,752	2,399	2,587	3,057	3,723	4,362
少数股东损益	675	1,233	1,323	1,565	1,910	2,250
非现金支出	472	530	583	478	485	524
非经营收益	-343	-239	256	-97	-120	-85
营运资金变动	1,809	874	327	-89	670	280
经营活动现金净流	3,690	3,565	3,753	3,350	4,759	5,082
资本开支	-519	-716	-901	-610	-518	-698
投资	-2,335	-486	512	-32	-10	-15
其他	50	50	0	70	80	85
投资活动现金净流	-2,805	-1,152	-388	-572	-448	-628
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	890	-890	0	2	-257	257
其他	-1,478	-1,124	-2,133	-1,215	-1,359	-1,454
筹资活动现金净流	-588	-2,014	-2,133	-1,212	-1,615	-1,198
现金净流量	297	399	1,231	1,565	2,696	3,256

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,956	2,355	3,398	4,942	7,622	10,867
应收款项	193	121	83	171	193	218
存货	1,421	1,887	2,166	2,180	2,347	2,526
其他流动资产	88	630	157	77	83	288
流动资产	3,658	4,993	5,804	7,370	10,245	13,899
%总资产	38.1%	43.3%	46.4%	51.6%	59.6%	66.0%
长期投资	209	254	311	343	353	368
固定资产	3,595	3,867	4,076	4,153	4,201	4,310
%总资产	37.5%	33.5%	32.6%	29.1%	24.4%	20.5%
无形资产	1,287	1,314	1,384	1,377	1,369	1,442
非流动资产	5,938	6,540	6,694	6,909	6,955	7,148
%总资产	61.9%	56.7%	53.6%	48.4%	40.4%	34.0%
资产总计	9,595	11,533	12,498	14,279	17,200	21,047
短期借款	528	22	24	25	25	25
应付款项	4,198	5,185	5,988	5,400	6,006	6,347
其他流动负债	2,186	2,675	2,299	2,830	3,090	3,440
流动负债	6,912	7,882	8,311	8,255	9,122	9,812
长期贷款	365	0	0	0	0	0
其他长期负债	750	522	563	553	240	486
负债	8,027	8,405	8,875	8,808	9,362	10,298
普通股股东权益	585	1,755	2,056	2,339	2,797	3,457
其中：股本	484	484	484	484	484	484
未分配利润	-126	1,040	1,336	1,619	2,077	2,737
少数股东权益	984	1,374	1,567	3,132	5,042	7,292
负债股东权益合计	9,595	11,533	12,498	14,279	17,200	21,047

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.225	2.410	2.611	3.084	3.746	4.364
每股净资产	1.209	3.625	4.249	4.832	5.779	7.142
每股经营现金净流	7.624	7.366	7.754	6.922	9.834	10.500
每股股利	0.800	1.400	2.000	2.500	2.800	3.000
回报率						
净资产收益率	183.98%	66.47%	61.45%	63.82%	64.83%	61.10%
总资产收益率	11.22%	10.11%	10.11%	10.45%	10.54%	10.03%
投入资本收益率	56.05%	73.75%	67.89%	52.88%	45.06%	38.47%
增长率						
主营业务收入增长率	205.47%	19.90%	7.01%	10.86%	13.21%	12.78%
EBIT 增长率	199.50%	70.18%	10.22%	14.58%	21.01%	16.98%
净利润增长率	63.92%	8.30%	8.35%	18.11%	21.49%	16.48%
总资产增长率	173.03%	20.19%	8.37%	14.25%	20.46%	22.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.9	3.1	2.3	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	60.3	93.8	106.4	105.0	103.0	100.0
应付账款周转天数	80.6	117.7	123.6	125.0	130.0	120.0
固定资产周转天数	107.9	103.1	95.7	81.1	68.5	59.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-67.76%	-90.59%	-93.23%	-89.95%	-96.97%	-100.90%
EBIT 利息保障倍数	273.6	-182.5	-56.9	-67.9	-51.0	-39.2
资产负债率	83.65%	72.87%	71.01%	61.69%	54.43%	48.93%

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
7	2023-04-28	买入	105.87	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

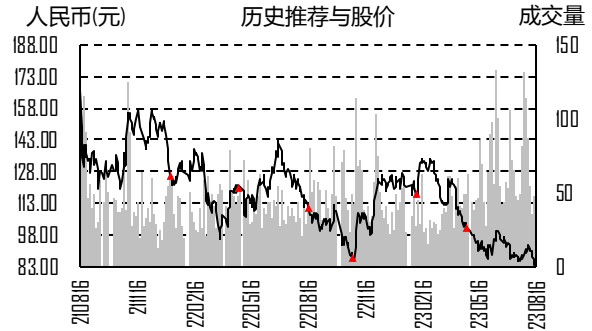
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806