

利润超预期，高端化持续推进

重庆啤酒(600132)

评级:	买入	股票代码:	600132
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	140.5/83.35
目标价格:		总市值(亿)	403.54
最新收盘价:	83.38	自由流通市值(亿)	403.54
		自由流通股数(百万)	483.97

事件概述

公司 23H1 实现营业收入 85.05 亿元，同比+7.2%；归母净利润 8.65 亿元，同比+18.9%；扣非归母净利润 8.54 亿元，同比+19.3%；据此推算，公司 23Q2 实现营业收入 44.99 亿元，同比+9.6%；归母净利润 4.78 亿元，同比+23.5%；扣非归母净利润 4.73 亿元，同比+24.11%。

分析判断：

▶ 量价齐升，利润表现超预期

受益于消费场景恢复，公司上半年实现营收、利润双双增长，收入表现符合我们之前的预期，利润表现超过我们之前的预期。拆分量价来看，公司 23H1 实现销量 172.68 万吨，同比+4.76%；对应吨价 4925.3 元，同比+2.30%。据此推算公司 23Q2 量价情况，公司 23Q2 实现销量 90.32 万吨，同比+5.74%；对应吨价 4981.18 元，同比+3.70%；整体实现量价齐升。

分产品档次来看，公司 23H1 高档/主流/经济类产品分别实现营收 29.30/43.94/10.03 亿元，分别同比+1.74%/+11.82%/+4.49%；据此推算 23Q2 高档/主流/经济类产品分别实现营收 16.02/22.43/5.63 亿元，分别同比+6.30%/+15.74%/-0.35%。公司高端化势头延续，23Q2 高端化成长速度环比 23Q1 有所加快。我们预计随着居民消费进一步恢复，高端化趋势仍将延续。

分地区来看，公司 23H1 西北区/中区/南区分别实现营收 25.15/34.57/23.55 亿元，分别同比-1.95%/+3.36%/+26.63%；23Q2 西北区/中区/南区分别实现营收 13.92/17.67/12.49 亿元，分别同比+1.68%/+4.93%/+30.65%。我们预计西北区增速偏慢主因 23Q1 拖累，目前仍在恢复中，环比已出现改善势头；预计中区、南区营收增长主因公司依托乌苏品牌进行了渠道扩张。我们预计随着居民消费进一步恢复，西北区将实现恢复性增长，中区、南区将延续增长势头。

▶ 降费增效，经营效率持续提升

成本端来看，公司 23H1/23Q2 毛利率分别为 48.5%/51.4%，分别同比-0.19pct/+1.85pct，我们预计 23H1 毛利率略有下滑主因 23Q1 拖累，23Q2 毛利率提升主因：1) 原材料价格环比下降；2) 产品结构提升。费用端来看，公司 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.5%/3.2%/0.1%/-0.4%，分别同比-0.03pct/-0.15pct/-0.60pct/-0.11pct；公司 23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.9%/3.2%/0.2%/-0.4%，分别同比+0.59pct/-0.03pct/-0.66pct/-0.07pct。23H1/23Q2 整体费用率水平分别为 17.5%/18.4%，同比-0.9pct/-0.2pct，费用率水平整体均稳中有降。此外，公司 23H1/23Q2 所得税费用率分别为 19%/19.5%，分别同比-4.67pct/-1.90pct，在报表端提供了一定的利润弹性，所得税费用率变动主因子公司适用不同税率的影响。利润端来看，公司 23H1/23Q3 归母净利润率分别为 10.2%/10.6%，分别同比+1.00pct/+1.19pct，公司经营效率及盈利能力进一步提升。

▶ 发力营销+渠道管理，发展势头仍将持续

从行业情况看，今年 1-7 月我国啤酒行业累计产量达到 2331.1 万千升，同比+4.9%，整体表现稳中有增。品牌营销端，公司持续推行“6+6”品牌组合策略，针对乌苏、重庆、乐堡、嘉士伯、1664、夏日纷以及精酿品牌分别推出特色营销活动，在强势市场利用本土品牌的强势地位使得嘉士伯、乐堡、1664 等国际品牌进入更多渠道和售点，在非强势市场则依托乌苏品牌拓展的新市场、新渠道、新售点。渠道端，公司更加看重高效经销商管理体系的搭建与能力建设，对处于不同发展阶段的市场搭建差异化的经销商管理体系，公司向精

细化管理迈进。我们预计公司一方面受益于行业增长，另一方面仍将保持营销发力与渠道精细化管理的节奏，未来品牌结构更加均衡，渠道效率稳步提升。

投资建议

参考公司最新财务数据，考虑到公司降费增效与所得税率变动，我们维持公司 23-25 年营收为 156.99/174.41/193.14 亿元的预测；上调公司 23-25 年 EPS 为 3.11/3.49/4.05 元的预测至 3.21/3.55/4.07 元，对应 8 月 16 日收盘价 83.38 元/股，PE 分别为 26/23/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、产品升级节奏不及预期、渠道开拓不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119	14,039	15,699	17,441	19,314
YoY (%)	19.9%	7.0%	11.8%	11.1%	10.7%
归母净利润(百万元)	1,166	1,264	1,553	1,719	1,968
YoY (%)	8.3%	8.3%	22.9%	10.7%	14.5%
毛利率 (%)	50.9%	50.5%	49.8%	50.5%	50.4%
每股收益 (元)	2.41	2.61	3.21	3.55	4.07
ROE	66.5%	61.5%	66.1%	42.2%	32.6%
市盈率	34.60	31.95	25.99	23.47	20.50

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,039	15,699	17,441	19,314	净利润	2,587	2,931	3,429	3,886
YoY (%)	7.0%	11.8%	11.1%	10.7%	折旧和摊销	504	2,001	1,134	1,440
营业成本	6,952	7,881	8,633	9,580	营运资金变动	327	-221	2,422	-1,105
营业税金及附加	921	1,063	1,134	1,298	经营活动现金流	3,753	4,564	6,871	4,096
销售费用	2,326	2,669	2,913	3,236	资本开支	-901	-1,909	-1,105	-1,256
管理费用	535	675	733	792	投资	512	-17	-39	-37
财务费用	-56	-102	-147	-322	投资活动现金流	-388	-1,791	-1,040	-1,169
研发费用	111	126	140	154	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-81	-7	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	68	135	104	125	筹资活动现金流	-2,133	-1,258	0	0
营业利润	3,299	3,627	4,230	4,808	现金净流量	1,231	1,514	5,831	2,927
营业外收支	0	3	3	-10					
利润总额	3,299	3,630	4,233	4,798	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	712	699	804	912	成长能力				
净利润	2,587	2,931	3,429	3,886	营业收入增长率	7.0%	11.8%	11.1%	10.7%
归属于母公司净利润	1,264	1,553	1,719	1,968	净利润增长率	8.3%	22.9%	10.7%	14.5%
YoY (%)	8.3%	22.9%	10.7%	14.5%	盈利能力				
每股收益	2.61	3.21	3.55	4.07	毛利率	50.5%	49.8%	50.5%	50.4%
					净利率	9.0%	9.9%	9.9%	10.2%
					总资产收益率 ROA	10.1%	10.4%	8.7%	8.1%
					净资产收益率 ROE	61.5%	66.1%	42.2%	32.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	3,398	4,912	10,743	13,671	流动比率	0.70	0.91	1.25	1.60
预付款项	43	45	55	58	速动比率	0.42	0.67	0.98	1.35
存货	2,166	2,028	2,660	2,636	现金比率	0.41	0.54	1.03	1.22
其他流动资产	196	1,299	-378	1,475	资产负债率	71.0%	64.5%	55.8%	48.2%
流动资产合计	5,804	8,285	13,079	17,839	经营效率				
长期股权投资	297	313	352	389	总资产周转率	1.17	1.15	1.01	0.88
固定资产	3,681	3,428	3,275	2,867	每股指标 (元)				
无形资产	685	832	913	1,012	每股收益	2.61	3.21	3.55	4.07
非流动资产合计	6,694	6,631	6,652	6,506	每股净资产	4.25	4.86	8.41	12.48
资产合计	12,498	14,916	19,731	24,345	每股经营现金流	7.75	9.43	14.20	8.46
短期借款	0	0	0	0	每股股利	2.60	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,498	2,511	3,124	3,153	估值分析				
其他流动负债	5,814	6,546	7,319	8,018	PE	31.95	25.99	23.47	20.50
流动负债合计	8,311	9,057	10,443	11,171	PB	29.98	17.17	9.92	6.68
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	563	563	563	563					
非流动负债合计	563	563	563	563					
负债合计	8,875	9,620	11,006	11,734					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	1,567	2,945	4,655	6,573					
股东权益合计	3,623	5,296	8,725	12,611					
负债和股东权益合计	12,498	14,916	19,731	24,345					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。