

重庆啤酒(600132)

报告日期: 2023年08月21日

## 23Q2 利润超预期, 成本改善明显&结构持续升级

### ——重庆啤酒 23H1 中报点评报告

#### 投资要点

- **事件:** 23H1 实现营业总收入 85.05 亿元 (同比+7.17%); 归母净利润 8.65 亿元 (同比+18.89%)。23Q2 实现营业总收入 44.99 亿元 (同比+9.64%); 归母净利润 4.78 亿元 (同比+23.52%)。
- **23Q2 业绩超预期, 主因成本改善带来毛利率提升**  
 23Q2 业绩超预期, 主因 23Q2 毛利率同比+1.85pct 至 51.45%, 净利率同比+2.17pct 至 21.51%, 盈利能力提升主因: 1) 吨成本改善幅度超预期: 23H1 吨成本为 2537 元/吨 (同比+2.68%), 23Q2 吨成本为 2418 元/吨 (同比-0.1%), 23Q2 吨成本下行。2) 管理费用率优化: 23Q2 销售费用率/管理费用率 (含研发费用) 同比+0.59/-0.69pct 至 15.93%/3.43%。3) 税率下降: 税金及附加比率同比-0.25pct 至 6.38%, 所得税率同比-1.91pct 至 19.54%, 税率下降主要受益于西部大开发优惠税率。
- **乐堡、重庆表现优异带动主流价格带高增, 疆外乌苏仍在恢复中**  
 1) 量: 23H1 销量 172.68 万吨 (同比+4.76%), 23Q2 销量 90.32 万千升 (同比+5.74%)。2) 价: 2023 年 H1 吨价为 4825 元/吨 (同比+2.30%), 23 年 Q2 吨价为 4981 元/吨 (同比+3.70%), 吨价提升主因结构升级, 23Q2 高档、主流、经济实现收入 16.03/22.42/5.63 亿元 (同比+6.39%/+15.68%/-0.32%), 其中主流酒收入占比同比提高 2.53pct 至 50.86%。
- **大城市计划持续推进, 南区市场表现优异**  
 23Q2 西北区/中区/南区市场实现收入 13.91/17.68/12.49 亿元 (同比+1.60%/+4.96%/+30.64%), 其中南区收入占比为 28.33% (同比+4.49pct), 南区表现优异主因云南等地旅游复苏带来需求恢复、福建恢复性增长。
- **新零售渠道发展迅猛, 产能扩张持续推进**  
**渠道:** 1) 新零售渠道: 在巩固天猫、京东的基础上, 加速了在抖音和社区团购的业务扩张, 继续与非现饮渠道合作推进百货到家, 与餐饮渠道合作的餐饮到家发展较快, 针对零售终端开发的嘉销宝上半年拓展超过一万家售点; 2) 经销商: 23Q2 经销商数量减少 92 家。  
**产能:** 库尔勒酒厂的产能扩建项目进展比原计划提前 2 个月, 糖化发酵的新增产能已经在试产阶段, 拉罐包装线也处于最后组装阶段, 预计 8 月份试产。佛山 50 万吨新工厂地下部分已经完工, 地面建筑物的主体部分完成 50%, 预计年末建筑主体部分将全部完工, 预计 24 年中佛山工厂有望投产。
- **8 月后进入销量低基数阶段, 成本改善红利释放期已至**  
 由于去年 8 月后重啤基数较低, Q3 及 Q4 销量增速可期。得益于澳麦双反政策取消+进口大麦价格自年初至 6 月已下行 15%, 叠加低价包材开始使用, 预计下半年及明年成本改善红利有望持续释放, 贡献业绩弹性。
- **盈利预测及估值**  
 8 月后进入销量低基数阶段, 成本改善红利释放期已至。预计 2023-2025 年收入增速为 10.4%、12.0%、10.6%; 归母净利润增速为 21.2%、18.5%、16.0%; EPS 分别为 3.2/3.7/4.3 元/股; PE 为 28.5/24.0/20.7 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:** 啤酒整体动销较慢; 乌苏动销情况不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

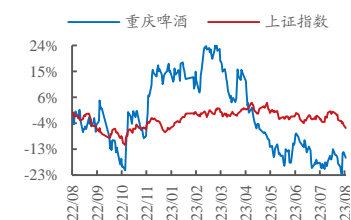
**分析师: 杨骥**  
 执业证书号: S1230522030003  
 yangji@stocke.com.cn

**分析师: 张家祯**  
 执业证书号: S1230523080001  
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 90.12
总市值(百万元)	43,615.48
总股本(百万股)	483.97

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《业绩符合预期, 旺季改善可期》 2023.05.03
- 2 《业绩符合预期, 看好场景恢复及全国化扩张》 2023.02.08
- 3 《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

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14039.0	15504.1	17363.4	19208.8
(+/-) (%)	7.0%	10.4%	12.0%	10.6%
归母净利润	1263.6	1531.2	1813.8	2103.5
(+/-) (%)	8.3%	21.2%	18.5%	16.0%
每股收益(元)	2.6	3.2	3.7	4.3
P/E	34.5	28.5	24.0	20.7

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
<b>流动资产</b>	5804	8432	12054	16520
现金	3398	5649	8988	13132
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	66	215	318	436
其它应收款	18	25	22	26
预付账款	43	44	52	54
存货	2166	2369	2555	2750
其他	113	130	119	121
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	12498	16042	20158	24870
<b>流动负债</b>	8311	8891	9605	10310
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2498	2691	2889	3135
预收账款	0	0	0	0
其他	5814	6200	6716	7176
<b>非流动负债</b>	563	612	566	580
长期借款	0	0	0	0
其他	563	612	566	580
<b>负债合计</b>	8875	9503	10170	10891
少数股东权益	1567	3170	5070	7273
归属母公司股东权益	2056	3370	4917	6706
<b>负债和股东权益</b>	12498	16042	20158	24870

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3753	3492	4356	4823
净利润	2587	3135	3713	4306
折旧摊销	473	309	359	397
财务费用	(56)	(60)	(102)	(159)
投资损失	(68)	(102)	(76)	(82)
营运资金变动	430	359	817	676
其它	387	(148)	(356)	(315)
<b>投资活动现金流</b>	(388)	(1252)	(740)	(542)
资本支出	(209)	(1243)	(730)	(516)
长期投资	(56)	52	(16)	(7)
其他	(123)	(61)	6	(19)
<b>筹资活动现金流</b>	(2133)	11	(276)	(137)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2133)	11	(276)	(137)
<b>现金净增加额</b>	1231	2251	3339	4144

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14039	15504	17363	19209
营业成本	6952	7601	8198	8825
营业税金及附加	921	1017	1139	1260
营业费用	2326	2481	2778	3112
管理费用	535	512	608	672
研发费用	111	122	137	152
财务费用	(56)	(60)	(102)	(159)
资产减值损失	(81)	(94)	(104)	(114)
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
<b>营业利润</b>	3299	3929	4647	5388
营业外收支	(0)	(10)	(6)	(5)
<b>利润总额</b>	3299	3918	4642	5383
所得税	712	784	928	1077
<b>净利润</b>	2587	3135	3713	4306
少数股东损益	1323	1604	1900	2203
<b>归属母公司净利润</b>	1264	1531	1814	2103
EBITDA	3721	4161	4892	5615
EPS (最新摊薄)	2.61	3.16	3.75	4.35

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.01%	10.44%	11.99%	10.63%
营业利润	11.92%	19.09%	18.29%	15.94%
归属母公司净利润	8.35%	21.18%	18.46%	15.97%
<b>获利能力</b>				
毛利率	50.48%	50.98%	52.78%	54.06%
净利率	18.43%	20.22%	21.39%	22.42%
ROE	37.43%	30.13%	21.95%	17.55%
ROIC	110.14%	80.30%	69.39%	59.21%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.01%	59.23%	50.45%	43.79%
净负债比率	0.27%	2.01%	0.78%	0.90%
流动比率	0.70	0.95	1.26	1.60
速动比率	0.44	0.68	0.99	1.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.17	1.09	0.96	0.85
应收账款周转率	160.67	166.04	143.68	156.92
应付账款周转率	2.95	2.93	2.94	2.93
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.61	3.16	3.75	4.35
每股经营现金	7.75	7.22	9.00	9.97
每股净资产	4.25	6.96	10.16	13.86
<b>估值比率</b>				
P/E	34.52	28.48	24.05	20.73
P/B	21.21	12.94	8.87	6.50
EV/EBITDA	16.15	10.00	8.18	6.79

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>