

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

Q2 利润超市场预期，成本优化明显

2023年8月23日

事件：公司发布 2023 年中期报告，上半年实现营业收入 85.05 亿元，同比 +7.17%，归母净利润 8.65 亿元，同比 +18.89%。

- **Q2 千升酒收入增长超预期，主流酒和高档酒表现较好。**2023Q2 公司实现收入 44.99 亿元，同比 +9.7%，其中销量实现 90.32 万千升，同比 +5.7%，基本符合市场预期。从产品结构来看，千升酒收入实现 4981 元，同比 +3.7%，超出市场预期，主要系主流酒和高档酒收入皆实现了较好的增速，而经济档收入有所下滑。具体来看，2023Q2 公司高档酒实现收入 16.03 亿元，同比 +6.4%，占比 36%；主流酒实现收入 22.42 亿元，同比 +15.7%，占比 51%；经济酒实现收入 5.63 亿元，同比 -0.3%，占比 13%。
- **供应链持续优化，成本改善超出市场预期。**成本端，2023Q2 公司吨酒成本同比 -0.1%、转跌，对利润贡献明显，超出市场预期，我们认为主要原因在于 1) 供应网络优化项目进展较好，公司实现单位运费的持续降低；2) 部分区域市场受去年疫情影响产能利用率较低，而今年旅游恢复、销量增长后产能利用率改善明显。在成本改善+吨酒收入提升下，Q2 公司毛利率同比 +1.85pct 至 51.5%。市场关注经营成本（酿酒材料和包材）对公司下半年成本端的影响，我们认为经营成本短期或仍有压力，主要在于大麦基本在 2022 年年底锁价、2022 年 12 月进口大麦单价同比 +30% 以上，而包材价格在 Q2 走势分化，玻璃价格指数 5 月后开始低双位数增长，铝材价格高位震荡，瓦楞纸价格持续下跌。
- **研发费用短暂收缩，销售费用率稳定。**从费用端来看，2023Q2 公司销售费用率同比 +0.58pct 至 15.9%，基本稳定；管理费用率同比 -0.03pct 至 3.2%，管理效能继续提升。2023Q2 研发费用为 947 万元，同比 -73.4%，继 Q1 仍有收缩，我们认为主要原因在于今年继续推进佛山 50 万吨新工厂建设，因此投资计划有所侧重，研发费用短暂收缩。在西部大开发的所得税优惠下，2023Q2 所得税率同比 -1.92pct 至 19.5%。综上，2023Q2 公司实现归母净利润 4.78 亿元，同比 +23.9%，超出市场预期；净利率 21.5%，同比 +2.2pct。
- **成本优化+吨价提升，利润弹性可期。**展望后期节奏，我们认为乐堡、重庆、大理等主流酒有望继续保持较好的增长，对公司整体吨酒收入的提升继续贡献。考虑到 2022Q3 公司部分区域市场陆续受疫情影响、产能释放有限，因此我们认为产能利用率对吨酒成本的改善也有望延续到下半年。从产业趋势来看，我们认为公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵，对啤酒生意的理解更强调产品创新，我们长期看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼，品牌资产的沉淀是不可复制的。我们预计 2023-2025 年归母净利润 CAGR 为 18%，营收 CAGR 为 10%，2023-2025 年 EPS 分别 3.11 元、3.68 元、4.37 元，对应 2023 年 8 月 23 日收盘价（89.2 元/股）市盈率 29、24、20 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：原材料价格波动、高档和主流酒增长不及预期、销量增长不及预期**

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入-百万元	13,119	14,039	15,424	16,907	18,627
同比(%)	19.9%	7.0%	9.9%	9.6%	10.2%
归母净利润-百万元	1,166	1,264	1,503	1,779	2,116
同比(%)	8.3%	8.3%	18.9%	18.4%	19.0%
毛利率(%)	50.9%	50.5%	50.9%	52.6%	54.4%
ROE(%)	66.5%	61.5%	63.7%	67.4%	74.1%
EPS (摊薄) (元)	2.41	2.61	3.11	3.68	4.37
P/E	62.79	48.80	28.72	24.27	20.40
P/B	41.74	29.98	18.28	16.35	15.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,993	5,804	7,389	9,723	12,454
货币资金	2,355	3,398	4,894	7,084	9,653
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	109	66	100	110	121
预付账款	45	43	50	53	56
存货	1,887	2,166	2,215	2,345	2,490
其他	596	131	130	132	133
非流动资产	6,540	6,694	7,225	7,518	7,755
长期股权投资	240	297	350	403	456
固定资产(合计)	3,705	3,681	3,990	4,070	4,078
无形资产	615	685	748	803	849
其他	1,980	2,031	2,137	2,242	2,372
资产总计	11,533	12,498	14,614	17,241	20,209
流动负债	7,882	8,311	8,570	9,077	9,636
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	2,076	2,197	2,328
其他	5,670	5,814	6,493	6,880	7,307
非流动负债	522	563	563	566	571
长期借款	0	0	0	0	0
其他	522	563	563	566	571
负债合计	8,405	8,875	9,133	9,643	10,207
少数股东权益	1,374	1,567	3,120	4,958	7,145
归属母公司股东权益	1,755	2,056	2,361	2,640	2,856
负债和股东权益	11,533	12,498	14,614	17,241	20,209

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,119	14,039	15,424	16,907	18,627
同比(%)	19.9%	7.0%	9.9%	9.6%	10.2%
归属母公司净利润	1,166	1,264	1,503	1,779	2,116
同比(%)	8.3%	8.3%	18.9%	18.4%	19.0%
毛利率(%)	50.9%	50.5%	50.9%	52.6%	54.4%
ROE(%)	66.5%	61.5%	63.7%	67.4%	74.1%
EPS(摊薄)(元)	2.41	2.61	3.11	3.68	4.37
P/E	62.79	48.80	28.72	24.27	20.40
P/B	41.74	29.98	18.28	16.35	15.11
EV/EBITDA	21.32	15.86	13.98	11.53	9.30

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,119	14,039	15,424	16,907	18,627
营业成本	6,436	6,952	7,579	8,017	8,499
营业税金及附加	892	921	978	1,072	1,181
销售费用	2,213	2,326	2,542	2,790	3,073
管理费用	517	535	553	607	668
研发费用	163	111	90	99	109
财务费用	-16	-56	-87	-136	-199
减值损失合计	-79	-81	-78	-80	-73
投资净收益	58	68	60	65	72
其他	55	62	70	79	85
营业利润	2,948	3,299	3,820	4,521	5,380
营业外收支	-6	0	0	0	0
利润总额	2,941	3,299	3,820	4,521	5,379
所得税	542	712	764	904	1,076
净利润	2,399	2,587	3,056	3,617	4,304
少数股东损益	1,233	1,323	1,553	1,838	2,187
归母净利润	1,166	1,264	1,503	1,779	2,116
EBITDA	3,327	3,680	2,745	3,140	3,615
EPS(当年)(元)	2.41	2.61	3.11	3.68	4.37

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,565	3,753	3,736	4,510	5,247
净利润	2,399	2,587	3,056	3,617	4,304
折旧摊销	452	504	564	592	621
财务费用	14	4	6	6	7
投资损失	-58	-68	-60	-65	-72
营运资金变动	874	327	92	284	318
其它	-116	399	76	76	70
投资活动现金流	-1,152	-388	-1,035	-817	-776
资本支出	-716	-901	-1,042	-830	-795
长期投资	-486	512	-53	-53	-53
其他	50	0	60	65	72
筹资活动现金流	-2,014	-2,133	-1,204	-1,503	-1,902
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	-1,206	-1,506	-1,907
现金净增加额	399	1,231	1,496	2,190	2,569

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，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

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。

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。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

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。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。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）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

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（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

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。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 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。