

重庆啤酒 (600132.SH) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2023年05月03日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 104.16

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongwxw@r.qlzq.com.cn

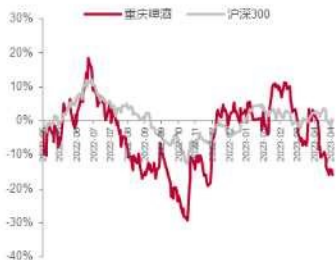
研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 484 |
| 流通股本(百万股) | 484 |
| 市价(元) | 104.16 |
| 市值(百万元) | 50,410 |
| 流通市值(百万元) | 50,410 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 重庆啤酒 (600132.SH)_点评报告: 短期疫情冲击明显, 2023年修复弹性大

2 重庆啤酒 (600132.SH)_点评报告: 疫情下彰显韧性, 期待持续改善

3 重庆啤酒 (600132.SH)_点评报告: 短期结构承压, 中长期持续看好高端化

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 13,119 | 14,039 | 15,859 | 17,537 | 19,229 |
| 增长率 yoy% | 20% | 7% | 13% | 11% | 10% |
| 净利润 (百万元) | 1,166 | 1,264 | 1,560 | 1,894 | 2,188 |
| 增长率 yoy% | 8% | 8% | 23% | 21% | 16% |
| 每股收益 (元) | 2.41 | 2.61 | 3.22 | 3.91 | 4.52 |
| 每股现金流量 | 7.37 | 7.75 | 7.74 | 9.23 | 10.47 |
| 净资产收益率 | 37% | 35% | 23% | 18% | 15% |
| P/E | 43.2 | 39.9 | 32.3 | 26.6 | 23.0 |
| P/B | 28.7 | 24.5 | 14.3 | 9.5 | 6.8 |

备注: 股价选取自 2023年4月28日收盘价

投资要点

- **事件:** 公司 2022 年实现收入 140.39 亿元, 同比增长 7.01%; 实现归母净利润 12.64 亿元, 同比增长 8.35%; 实现扣非后归母净利润 12.34 亿元, 同比增长 8.00%。其中 2022Q4 实现收入 18.56 亿元, 同比增长-3.97%; 实现归母净利润 0.81 亿元, 同比增长-33.63%; 实现扣非后归母净利润 0.73 亿元, 同比增长-37.30%。2023Q1 公司实现收入 40.06 亿元, 同比增长 4.52%; 实现归母净利润 3.87 亿元, 同比增长 13.63%; 实现扣非后归母净利润 3.81 亿元, 同比增长 13.92%。
- **Q4 疫情感染高峰, 短期结构承压。** 2022Q4 公司实现啤酒收入 17.69 亿元, 同比下降 5.01%。其中销量为 33.01 万千升, 同比下降 11.41%, 主要系四季度疫情反复严重+ 放开后感染高峰出现, 对需求端造成较大影响。吨酒收入同比提升 7.22%至 5358 元/ 千升, 主要受益于提价贡献。分档次看, 2022Q4 高档、主流、经济型啤酒分别实现收入 6.38、10.06、1.25 亿元, 同比分别增长-11.13%、-0.39%、-7.16%。高档下降最快, 主要系夜场、餐饮等现饮渠道受到影响更大。分地区看, 2022Q4 西北区、中区、南区分别实现收入 2.07、7.62、8.00 亿元, 同比分别增长-49.70%、7.58%、7.80%, 西北区下降明显, 主要系新疆基地市场受到疫情严重干扰。
- **Q4 成本压力仍大, 疫情放开加大费用投入。** 2022Q4 由于成本上涨, 吨酒成本同比上涨 9.24%, 导致毛利率同比下降 0.34 个 pct 至 55.59%。四季度销售、管理、研发、财务费用率同比分别+3.87、+1.16、-1.53、-0.74 个 pct 至 28.22%、6.65%、1.28%、-0.98%。销售费用率增加, 主要系 12 月疫情管控政策放开, 公司加大费用投放。2022Q4 公司所得税率同比提升 8.09 个 pct 至 12.30%。综合来看 2022Q4 扣非后归母净利率同比下降 2.10 个 pct 至 3.95%。
- **Q1 大众餐饮率先复苏, 期待后续结构改善。** 2023Q1 公司实现啤酒收入 39.19 亿元, 同比增长 4.23%。其中销量为 82.36 万千升, 同比增长 3.70%, 主要受益于疫情放开后现饮渠道修复。均价方面, 一季度吨酒收入同比仅上升 0.51%至 4759 元/千升, 主要系大众餐饮率先修复, 中高端消费恢复较慢。分档次看, 一季度高档、主流、经济型啤酒分别实现收入 13.28、21.52、4.40 亿元, 同比分别增长-3.36%、8.06%、11.37%。分地区看, 一季度西北区、中区、南区分别实现收入 11.24、16.90、11.06 亿元, 同比分别增长-6.01%、1.74%、22.38%。2023Q1 公司吨酒成本同比上升 5.65%, 导致毛利率同比下降 2.52 个 pct 至 45.16%。公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.76、-0.29、-0.54、-0.14 个 pct 至 12.95%、3.11%、0.04%、-0.34%。2023Q1 公司所得税率同比下降 7.78 个 pct 至 18.40%。一季度扣非后归母净利率同比提升 0.79 个 pct 至 9.52%。

- **盈利预测：**短期受疫情影响，2022Q4 公司销量和利润均出现明显下滑。但随着管控政策放开，现饮渠道逐步修复，2023Q1 已呈现明显的改善趋势。2022 年公司受疫情精准打击，2023 年修复弹性可期。根据公司年报和一季报，我们略微调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 158.59、175.37、192.29 亿元（2023-2024 年原值为 159.45、176.77 亿元），归母净利润分别为 15.60、18.94、21.88 亿元（2023-2024 年原值为 15.57、19.59 亿元），EPS 分别为 3.22、3.91、4.52 元，对应 PE 为 32 倍、27 倍、23 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1: 重庆啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 3,398 | 6,814 | 10,984 | 15,733 | 营业收入 | 14,039 | 15,859 | 17,537 | 19,229 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 6,952 | 7,780 | 8,240 | 8,802 |
| 应收账款 | 66 | 131 | 127 | 130 | 税金及附加 | 921 | 993 | 1,045 | 1,107 |
| 预付账款 | 43 | 48 | 51 | 55 | 销售费用 | 2,326 | 2,537 | 2,806 | 3,077 |
| 存货 | 2,166 | 2,424 | 2,568 | 2,743 | 管理费用 | 535 | 571 | 614 | 654 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 111 | 159 | 175 | 192 |
| 其他流动资产 | 131 | 148 | 164 | 179 | 财务费用 | -56 | -50 | -50 | -50 |
| 流动资产合计 | 5,804 | 9,566 | 13,894 | 18,840 | 信用减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -81 | -75 | -75 | -75 |
| 长期股权投资 | 297 | 297 | 297 | 297 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3,681 | 3,669 | 3,658 | 3,649 | 投资收益 | 68 | 70 | 70 | 70 |
| 在建工程 | 395 | 395 | 395 | 395 | 其他收益 | 58 | 50 | 50 | 50 |
| 无形资产 | 685 | 667 | 650 | 635 | 营业利润 | 3,299 | 3,917 | 4,755 | 5,495 |
| 其他非流动资产 | 1,636 | 1,636 | 1,636 | 1,636 | 营业外收入 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产合计 | 6,694 | 6,663 | 6,636 | 6,611 | 营业外支出 | 7 | 3 | 3 | 3 |
| 资产合计 | 12,498 | 16,229 | 20,530 | 25,451 | 利润总额 | 3,299 | 3,919 | 4,757 | 5,497 |
| 短期借款 | 0 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 712 | 725 | 880 | 1,017 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 2,587 | 3,194 | 3,877 | 4,480 |
| 应付账款 | 2,498 | 2,795 | 2,960 | 3,162 | 少数股东损益 | 1,323 | 1,634 | 1,983 | 2,292 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 1,264 | 1,560 | 1,894 | 2,188 |
| 合同负债 | 1,614 | 1,823 | 2,016 | 2,211 | NOPLAT | 2,543 | 3,153 | 3,836 | 4,439 |
| 其他应付款 | 3,490 | 3,490 | 3,490 | 3,490 | EPS (按最新股本摊薄) | 2.61 | 3.22 | 3.91 | 4.52 |
| 一年内到期的非流动负债 | 24 | 24 | 24 | 24 | | | | | |
| 其他流动负债 | 685 | 716 | 750 | 782 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 8,311 | 8,945 | 9,467 | 10,004 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 7.0% | 13.0% | 10.6% | 9.7% |
| 其他非流动负债 | 563 | 563 | 563 | 563 | EBIT增长率 | 10.9% | 19.3% | 21.6% | 15.7% |
| 非流动负债合计 | 563 | 563 | 563 | 563 | 归母公司净利润增长率 | 8.3% | 23.5% | 21.4% | 15.6% |
| 负债合计 | 8,875 | 9,508 | 10,030 | 10,568 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 2,056 | 3,520 | 5,316 | 7,408 | 毛利率 | 50.5% | 50.9% | 53.0% | 54.2% |
| 少数股东权益 | 1,567 | 3,201 | 5,184 | 7,476 | 净利率 | 18.4% | 20.1% | 22.1% | 23.3% |
| 所有者权益合计 | 3,623 | 6,720 | 10,500 | 14,884 | ROE | 34.9% | 23.2% | 18.0% | 14.7% |
| 负债和股东权益 | 12,498 | 16,229 | 20,530 | 25,451 | ROIC | 151.2% | 72.4% | 50.9% | 39.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 资产负债率 | 71.0% | 58.6% | 48.9% | 41.5% |
| | | | | | 债务权益比 | 16.2% | 10.2% | 7.7% | 6.2% |
| | | | | | 流动比率 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 1.9 |
| | | | | | 速动比率 | 0.4 | 0.8 | 1.2 | 1.6 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 122 | 122 | 126 | 125 |
| | | | | | 存货周转天数 | 105 | 106 | 109 | 109 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.61 | 3.22 | 3.91 | 4.52 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 7.75 | 7.74 | 9.23 | 10.47 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.25 | 7.27 | 10.98 | 15.31 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 40 | 32 | 27 | 23 |
| | | | | | P/B | 25 | 14 | 9 | 7 |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|-------------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。