

# 业绩符合预期，旺季改善可期

## 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:	151.8/85.03
目标价格:		总市值(亿)	495.10
最新收盘价:	102.3	自由流通市值(亿)	495.10
		自由流通股数(百万)	483.97

### 事件概述

公司2022年实现营业收入140.39亿元，同比+7.01%；归母净利润12.64亿元，同比+8.35%；扣非归母净利润12.34亿元，同比+8.00%。

公司23Q1实现营业收入40.06亿元，同比+4.52%；归母净利润3.87亿元，同比+13.63%；实现扣非归母净利润3.81亿元，同比+13.92%。此外，公司决定拟每股派发现金红利2.60元（含税）。

### 分析判断：

#### ► 扬帆22顺利收官，业绩表现符合预期

受2022年疫情影响，啤酒行业销售承压。公司克服疫情反复影响，营收、利润双双增长，业绩表现符合我们之前的预期，同时实现了扬帆22战略的圆满收官，为扬帆27战略实施打下坚实基础。拆分量价来看，2022年公司实现销售285.7万吨，同比+2.4%，表现优于行业水平；对应吨价4914元，同比+4.5%，整体实现量价齐升。23Q1公司实现销售82.36万吨，同比+3.69%；对应吨价4864元，同比+0.75%，量价保持稳定。

分产品档次来看，公司22年高档/主流/经济类产品分别实现营收49.47/70.44/17.05亿元，分别同比+5.67%/+7.56%/+6.25%，23Q1高档/主流/经济类产品分别实现营收13.28/21.52/4.40亿元，分别同比-3.36%/+8.06%/+11.37%。我们预计23Q1高档产品营收下滑主因疫情防控措施放开初期高档啤酒现饮渠道受影响较为严重，未来随现饮渠道恢复将逐步向好。

分地区来看，公司2022年西北区/中区/南区分别实现营收39.79/59.06/38.11亿元，分别同比-5.09%/+11.21%/+15.13%；23Q1西北区/中区/南区分别实现营收11.24/16.70/11.06亿元，分别同比-6.01%/+1.74%/+22.38%；我们预计西北区营收下滑主因疫情后恢复偏慢所致，中区、南区营收增长主因公司大城市策略有序推进，预计随疫情影响逐步消退，消费继续复苏，公司西北区营收有望重新恢复增长。

#### ► 降费增效，经营效率持续提升

成本端来看，公司22年/23Q1毛利率分别为50.5%/45.2%，分别同比-0.5pct/-2.5pct，我们预计毛利率下降主因成本压力。费用端来看，公司22年销售/管理/研发/财务费用率分别为16.57%/3.81%/0.79%/-0.4%，分别同比-0.3/-0.13/-0.45/-0.28pct，23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为12.95%/3.11%/0.04%/-0.34%，分别同比-0.76/-0.29/-0.54/-0.15pct，费用率水平全面下降，经营效率提升明显。利润端来看，公司22年/23Q1归母净利润率分别为9%/9.7%，分别同比+0.1/+0.8pct，22年在成本高企的背景下保持稳定，23Q1已有好转趋势，我们预计今年随着成本压力下行，公司利润弹性有望得到释放，利润率有望提升。

#### ► 行业复苏+渠道改革，期待旺季表现

从行业情况看，今年Q2-Q3是疫情防控措施放开后第一个啤酒消费旺季，餐饮等啤酒消费渠道已基本恢复，行业整体销量有望在去年低基数实现高增长。从公司运营情况看，产品端：公司持续推进国际品牌与国内品牌共同发展的“6+6”战略，我们预计今年有望在乌苏全国化的基础上初步实现乐堡品牌的全国化推广，同时亦有诸多新品值得期待；渠道端：1)公司积极推进渠道建设、拓展新零售和线上销售渠道，我们预计建设效果有望在今年旺季得以展现；2)大城市计划有序推进，据中证网报道，2022年大城市总数已达到76个，预计今年仍将持续推进。考虑到产品端与渠道端共同发力，我们预计今年重啤产品结构提升趋势仍将延续，营收及利润端在旺季有望实现恢复性增长。

### 投资建议

参考公司最新财务数据，同时考虑到公司西北区 Q1 营收恢复情况不及预期，我们下调公司 23-24 年营收为 164.27/186.36 亿元的预测至 156.99/174.41 亿元，新增 25 年营收 193.14 亿元的预测；下调公司 23-24 年 EPS 为 3.35/4.04 元的预测至 3.11/3.49 元，新增 25 年 EPS 为 4.05 元的预测，对应 5 月 4 日收盘价 102.3 元/股，PE 分别为 33/29/25 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

产品升级节奏不及预期、组织架构调整结果不及预期、疫情反复风险

## 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	1,506	1,688	1,959
YoY (%)	8.3%	8.3%	19.2%	12.1%	16.0%
毛利率 (%)	50.9%	50.5%	49.8%	50.3%	50.4%
每股收益 (元)	2.41	2.61	3.11	3.49	4.05
ROE	66.5%	61.5%	42.3%	32.2%	27.2%
市盈率	42.45	39.20	32.87	29.32	25.27

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	2,844	3,367	3,868
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	8,668	9,580	营运资金变动	327	-221	2,454	-1,140
营业税金及附加	921	1,063	1,177	1,298	经营活动现金流	3,753	4,477	6,840	4,043
销售费用	2,326	2,699	2,913	3,249	资本开支	-901	-1,909	-1,105	-1,256
管理费用	535	733	733	816	投资	512	-17	-39	-37
财务费用	-56	-102	-182	-357	投资活动现金流	-388	-1,791	-1,040	-1,169
研发费用	111	147	172	175	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	0	0	0
营业利润	3,299	3,519	4,154	4,785	现金净流量	1,231	2,685	5,800	2,874
营业外收支	0	3	3	-10					
利润总额	3,299	3,522	4,157	4,775	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	712	678	790	907	<b>成长能力</b>				
净利润	2,587	2,844	3,367	3,868	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	1,506	1,688	1,959	净利润增长率	8.3%	19.2%	12.1%	16.0%
YoY (%)	8.3%	19.2%	12.1%	16.0%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.61	3.11	3.49	4.05	毛利率	50.5%	49.8%	50.3%	50.4%
					净利率	9.0%	9.6%	9.7%	10.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	10.1%	9.4%	8.1%	7.7%
货币资金	3,398	6,083	11,883	14,758	净资产收益率 ROE	61.5%	42.3%	32.2%	27.2%
预付款项	43	45	55	58	<b>偿债能力</b>				
存货	2,166	2,028	2,679	2,617	流动比率	0.70	1.04	1.36	1.70
其他流动资产	196	1,299	-378	1,475	速动比率	<b>0.42</b>	<b>0.80</b>	<b>1.09</b>	<b>1.45</b>
流动资产合计	5,804	9,455	14,239	18,907	现金比率	0.41	0.67	1.13	1.32
长期股权投资	297	313	352	389	资产负债率	71.0%	59.8%	52.9%	46.1%
固定资产	3,681	3,428	3,275	2,867	<b>经营效率</b>				
无形资产	685	832	913	1,012	总资产周转率	1.17	1.10	0.94	0.83
非流动资产合计	6,694	6,631	6,652	6,506	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,498	16,087	20,891	25,413	每股收益	2.61	3.11	3.49	4.05
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.25	7.36	10.85	14.90
应付账款及票据	2,498	2,511	3,147	3,130	每股经营现金流	7.75	9.25	14.13	8.35
其他流动负债	5,814	6,546	7,346	8,018	每股股利	2.60	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,311	9,057	10,493	11,148	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	39.20	32.87	29.32	25.27
其他长期负债	563	563	563	563	PB	29.98	13.90	9.43	6.87
非流动负债合计	563	563	563	563					
负债合计	8,875	9,620	11,057	11,712					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	1,567	2,904	4,583	6,492					
股东权益合计	3,623	6,467	9,834	13,702					
负债和股东权益合计	12,498	16,087	20,891	25,413					

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研究员，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：**华西证券食品饮料行业研究助理，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。