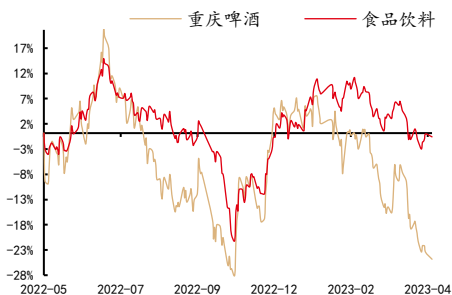


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	102.30
总股本/流通股本(亿股)	4.84 / 4.84
总市值/流通市值(亿元)	495 / 495
52周内最高/最低价	146.60 / 87.42
资产负债率(%)	71.0%
市盈率	39.20
第一大股东	嘉士伯啤酒厂香港有限公司
持股比例(%)	42.5%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

重庆啤酒(600132)

“扬帆22”完美收官，全国化进攻逻辑不改

● 事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司全年实现营业收入 140.39 亿元，同增 7.0%；归母净利润 12.64 亿元，同增 8.3%；扣非归母净利润 12.34 亿元，同增 8.0%。22Q4 公司实现营业收入 18.56 亿元，同降 4.0%；归母净利润 0.81 亿元，同降 33.6%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同降 37.3%；每股分配现金红利人民币 2.60 元（含税）。23Q1 公司实现营业收入 40.05 亿元，同增 4.5%；归母净利润 3.87 亿元，同增 13.6%；扣非归母净利润 3.81 亿元，同增 13.9%。

● 核心观点

量价齐升，部分基地市场有待进一步恢复。公司全年实现销量 285.66 万千升，同增 2.4%，其中，中高端及以上品牌销量同增 2.4% 至 233.0 万千升（占比基本维持 81.6% 不变），叠加公司提价渐次落地，带动公司全年吨价同增 4.5% 至 4914.60 元/千升。分区域看，南区/中区/西北区收入分别同比 +14.6%/+11.1%/-5.1% 至 38.10/59.06/39.79 亿元。受疫情影响，公司单 Q4 实现销量 33.01 万千升，同降 11.4%，中高端销售收入占比同增 0.1pct 至 92.9%，吨价为 5622.31 元/千升，同增 8.4%。公司 23Q1 公司实现销量 82.36 万千升，同增 3.7%，其中，乌苏、风花雪月和 1664 销量均取得双位数增长，高档/主流/经济类产品收入分别同比 -3.4%/+8.1%/+11.4% 至 13.28/21.52/4.40 亿元，中高档占比微降 0.7pct 至 88.8%，公司吨价同增 0.8% 至 4863.78 元/千升；分区域看，南区/中区/西北区收入分别同比 +22.4%/+1.7%/-6.0% 至 11.1/16.9/11.2 亿元，西北区销售有待进一步恢复。

成本略微承压，但控费成效显著，盈利能力持续提升。毛利率方面，受原材料、包材等成本上行，叠加油价上涨、大城市计划全国拓展等影响，公司 22 年生产成本承压，吨成本同增 5.5% 至 2433.8 元/千升，毛利率同降 0.5pct 至 50.5%。23Q1 吨成本同增 5.7% 至 2667.49 元/千升，毛利率同降 2.5pcts 至 45.2%，主要系原材料上涨以及产能利用不足影响固定成本摊销等所致。费用率方面，公司 22 年销售费用率同降 0.3pct 至 16.6%，管理费用率同降 0.1pct 至 3.8%，23Q1 公司销售费用率同降 0.8pct 至 13.0%，管理费用率同降 0.3pct 至 3.1%，期间费用控制良好。综合来看，公司全年净利率同增 0.1pct 至 18.4%，归母净利率同增 0.1pct 至 9.0%，扣非后归母净利率同增 0.1pct 至

8.8%，23Q1 净利率同增 1.5pcts 至 19.3%，归母净利率同增 0.8pct 至 9.7%，扣非归母净利率为 9.5%，同增 0.8pct。

全国化进攻逻辑不改，“扬帆 27”顺利开局。2023 年是公司“扬帆 27”计划的开局之年，展望全年，收入端，随着现饮消费等场景陆续修复，叠加公司人员调整基本到位、“大城市计划”持续拓展全国市场、进一步加大费用及资源投入，乌苏有望成长为百万吨大单品（销量维持双位数增长），同时 1664、风花雪月、乐堡等亦有望保持强势增长，带动公司量价齐升。成本费用端，公司坚持对铝材等原材料进行锁价，叠加自身数字化、智能化管理体系、嘉士伯全球采购等进一步控制成本、提升管理效率、提高销售费用费效比，公司盈利能力有望进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

公司人员、渠道调整基本结束，在乌苏、1664 等品牌引领下，大城市计划如火如荼，费用投放方向明确，叠加行业消费场景修复，公司依托乌苏全国化进攻逻辑不改。我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 15.33/18.19/21.54 亿元，对应 23-25 年 EPS 分别为 3.17/3.76/4.45 元，对应当前股价 PE 为 33/28/23 倍，给予 23 年 40 倍 PE，对应目标价为 127 元，初次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；原材料成本变动风险；高端化及全国化发展不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14039	15855	17846	20075
增长率(%)	7.0	12.9	12.6	12.5
EBITDA（百万元）	3715	4272	5032	5900
归属母公司净利润（百万元）	1264	1533	1819	2154
增长率(%)	8.3	21.3	18.7	18.4
EPS(元/股)	2.61	3.17	3.76	4.45
市盈率 (P/E)	39.89	32.89	27.71	23.41
市净率 (P/B)	24.52	17.53	13.10	10.08
EV/EBITDA	13.85	11.65	9.56	7.84

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	14039	15855	17846	20075	营业收入	7.0%	12.9%	12.6%	12.5%
营业成本	6952	7711	8442	9203	营业利润	0.0%	16.2%	0.0%	0.0%
税金及附加	921	1046	1187	1365	归属于母公司净利润	8.3%	21.3%	18.7%	18.4%
销售费用	2326	2627	2909	3232	获利能力				
管理费用	535	602	673	757	毛利率	50.5%	51.4%	52.7%	54.2%
研发费用	111	125	141	158	净利率	18.4%	19.8%	20.9%	22.0%
财务费用	-56	-14	-28	-43	ROE	61.5%	53.3%	47.3%	43.1%
资产减值损失	-81	0	0	0	ROIC	96.6%	99.5%	162.3%	280.4%
营业利润	3299	3833	4588	5471	偿债能力				
营业外收入	7	72	72	72	资产负债率	71.0%	62.0%	54.7%	48.9%
营业外支出	7	18	18	18	流动比率	0.70	1.03	1.35	1.66
利润总额	3299	3887	4641	5525	营运能力				
所得税	712	748	917	1116	应收账款周转率	214.30	127.88	127.88	127.88
净利润	2587	3138	3724	4409	存货周转率	3.21	3.46	3.46	3.46
归母净利润	1264	1533	1819	2154	总资产周转率	1.12	1.00	0.90	0.83
每股收益(元)	2.61	3.17	3.76	4.45	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.61	3.17	3.76	4.45
货币资金	3398	7029	11014	15574	每股净资产	4.25	5.94	7.95	10.33
交易性金融资产	3	3	3	3	估值比率				
应收票据及应收账款	66	124	140	157	PE	39.89	32.89	27.71	23.41
预付款项	43	46	51	58	PB	24.52	17.53	13.10	10.08
存货	2166	2230	2441	2662	现金流量表				
流动资产合计	5804	9605	13845	18673	净利润	2587	3036	3632	4314
固定资产	3781	3613	3426	3042	折旧和摊销	473	400	418	418
在建工程	395	198	0	0	营运资本变动	327	805	689	734
无形资产	685	651	617	582	其他	337	-14	-28	-43
非流动资产合计	6694	6293	5875	5456	经营活动现金流净额	3723	4227	4711	5423
资产总计	12498	15898	19720	24129	资本开支	-933	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	545	102	93	95
应付票据及应付账款	2498	2729	2988	3258	投资活动现金流净额	-388	102	93	95
其他流动负债	5814	6557	7242	7974	股权融资	6	0	0	0
流动负债合计	8311	9287	10230	11232	债务融资	61	0	0	0
其他	563	563	563	563	其他	-2200	-698	-818	-959
非流动负债合计	563	563	563	563	筹资活动现金流净额	-2133	-698	-818	-959
负债合计	8875	9850	10793	11795	现金及现金等价物净增加额	1202	3631	3986	4559
股本	484	484	484	484					
资本公积金	8	8	8	8					
未分配利润	1564	2384	3358	4510					
少数股东权益	1567	3172	5077	7333					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3623	6048	8927	12334					
负债和所有者权益总计	12498	15898	19720	24129					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048