

场景复苏&组织调整在途，期待收入环比提速

2023 年 05 月 08 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 140.39 亿元 (yoy+7.01%)，归母净利润 12.64 亿元 (yoy+8.35%)，扣非归母净利润 12.34 亿元 (yoy+8.00%)；23Q1 公司实现营业收入 40.06 亿元 (yoy+4.52%)，归母净利润 3.87 亿元 (yoy+13.63%)，扣非归母净利润 3.81 亿元 (yoy+13.92%)。

➤ **22 年量价齐升，盈利韧性较强。**22Q2-Q4 公司主销区轮番受疫情影响，逆境中公司量价齐升，分别同比+2.41%/4.20% (行业整体销量微增 1.1%)。分档次看高档/主流/经济产品营收分别同比+5.67%/7.56%/+6.25%，高档营收占比下滑主因乌苏、1664 现饮占比高受疫情冲击较大；重啤、乐堡维持良好增长，且公司稳步推动子品牌内部结构升级 (主流产品吨价同比+4.84%)。22H2 公司采购合同仍锁定部分高价包材库存，且大城市计划和邮费上涨导致运费较高，全年吨成本同比+4.83%，啤酒毛利率同比-0.29pct。费用端管控良好，盈利能力彰显较好韧性，22 年公司税前利润率同比+1.08pct；归母净利率同比+0.11pct，主要系税率回归常态 (21 年因重组产生较大额税费冲抵)。

➤ **场景逐步复苏，盈利保持提升。**23Q1 高基数下公司量/价分别同比+3.69%/0.51% (22Q1 分别增 11.7%/4.7%)，吨价仅微增主要系 Q1 餐饮整体弱恢复，而夜场复苏进度慢于餐饮，乌苏、1664 销量短期承压，导致高档产品营收同比-3.4%；重庆、乐堡维持增势，中档产品营收同比+8.1%。Q1 吨成本同比+5.7%，压力大于同业，我们预计主因大麦品种差异及包材成本拐点滞后，毛利率同比-2.5pct。销售/管理费用率分别同比-0.8/-0.3pct，叠加税率同比-7.8pct (获批西部大开发优惠)，Q1 归母净利率同比+0.8pct。

➤ **组织调整在途，期待逐步显效。**22 年底公司针对乌苏疆外重点市场开展新一轮组织架构调整，我们认为这涉及区域重新划分-人员及组织到位-价格体系梳理-渠道架构完善-厂商协同，因此见效需要一定耐心和时间。目前调整正稳步推进，且随着旺季到来我们预计一线销售团队将加快相关市场动作。CIB 操盘能力更优，后续利于公司更好地在华东、华南啤酒高线消费市场中参与竞争。

➤ **收入有望逐季改善，中长期动能充足。**展望今年，现饮场景逐步恢复，云南、新疆等地销量亦有望受益于旅游业复苏，同时基数压力回落 (22Q2-Q4 销量分别同比+1.8%/+1.3%/-11.4%)，伴随组织调整逐步起效，我们预计收入端环比提速。目前包材价格呈下行趋势，我们预计后续成本压力趋缓，全年吨成本增中低单位数。中长期我们也继续看好扬帆 27 公司份额持续提升及高端化动能，1) 除乌苏外，1664、乐堡等品牌在全国化进程中亦有较大潜力；2) 公司产品矩阵完善且持续推新，渠道精细化管理后产品组合有望更好协同发展；3) 积极推动品牌内部结构持续升级。

推荐

维持评级

当前价格：

102.65 元

相关研究

1.重庆啤酒 (600132.SH) 2022 年业绩快报点评：Q4 疫情下增速承压，高端化稳步推进-2023/02/08

2.重庆啤酒 (600132.SH) 2022 年三季报点评：疫情下量价齐升，关注渠道拓展&产品高端化进展-2022/10/28

3.重庆啤酒 2021 年业绩快报点评：全年业绩表现靓丽，“扬帆 27”开启新一轮成长-2022/02/08

4.重庆啤酒(600132):高端引领下量价齐升，持续推进全国化-2021/10/29

5.重庆啤酒 (600132) 2021 年半年报点评：21H1 营收同比高增，产品结构持续优化-2021/08/18

➤ **投资建议:** 我们预计 2023-2025 年公司营收 156.88/175.63/195.39 亿元, 分别同比增长 11.7%/12.0%/11.3%; 归母净利润分别为 14.62/17.70/20.79 亿元, 分别同比增长 15.7%/21.1%/17.4%; 当前市值对应 PE 分别为 34/28/24x, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 旺季天气、场景恢复不及预期; 高端啤酒竞争加剧等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14039	15688	17563	19539
增长率 (%)	7.0	11.7	12.0	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1264	1462	1770	2079
增长率 (%)	8.3	15.7	21.1	17.4
每股收益 (元)	2.61	3.02	3.66	4.30
PE	39	34	28	24
PB	24.2	20.1	16.4	13.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14039	15688	17563	19539
营业成本	6952	7776	8435	9183
营业税金及附加	921	1032	1156	1286
销售费用	2326	2594	2847	3126
管理费用	535	562	606	625
研发费用	111	126	141	156
EBIT	3175	3647	4428	5210
财务费用	-56	-39	-38	-37
资产减值损失	-81	-50	-50	-50
投资收益	68	60	60	60
营业利润	3299	3700	4481	5263
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	3299	3700	4481	5263
所得税	712	777	941	1105
净利润	2587	2923	3540	4158
归属于母公司净利润	1264	1462	1770	2079
EBITDA	3680	4178	4996	5783

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3398	6398	9080	12476
应收账款及票据	66	127	126	135
预付款项	43	44	52	55
存货	2166	2485	2815	3145
其他流动资产	131	127	108	137
流动资产合计	5804	9181	12183	15949
长期股权投资	297	357	417	477
固定资产	3681	3750	3922	4122
无形资产	685	704	735	770
非流动资产合计	6694	6854	7117	7412
资产合计	12498	16036	19300	23361
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2498	2769	3073	3397
其他流动负债	5814	7214	7847	8897
流动负债合计	8311	9983	10921	12293
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	563	554	554	554
非流动负债合计	563	554	554	554
负债合计	8875	10537	11475	12847
股本	484	484	484	484
少数股东权益	1567	3029	4799	6877
股东权益合计	3623	5498	7825	10514
负债和股东权益合计	12498	16036	19300	23361

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.01	11.74	11.95	11.25
EBIT 增长率	10.45	14.84	21.42	17.67
净利润增长率	8.35	15.67	21.10	17.44
盈利能力 (%)				
毛利率	50.48	50.43	51.97	53.00
净利润率	9.00	9.32	10.08	10.64
总资产收益率 ROA	10.11	9.12	9.17	8.90
净资产收益率 ROE	61.45	59.18	58.48	57.17
偿债能力				
流动比率	0.70	0.92	1.12	1.30
速动比率	0.42	0.66	0.85	1.03
现金比率	0.41	0.64	0.83	1.01
资产负债率 (%)	71.01	65.71	59.46	55.00
经营效率				
应收账款周转天数	1.70	3.00	2.67	2.56
存货周转天数	113.74	119.00	124.00	127.00
总资产周转率	1.17	1.10	0.99	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	2.61	3.02	3.66	4.30
每股净资产	4.25	5.10	6.25	7.51
每股经营现金流	7.75	9.66	9.69	11.72
每股股利	2.60	2.51	3.04	3.56
估值分析				
PE	39	34	28	24
PB	24.2	20.1	16.4	13.7
EV/EBITDA	12.60	10.38	8.14	6.45
股息收益率 (%)	2.53	2.44	2.96	3.47

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2587	2923	3540	4158
折旧和摊销	504	531	568	573
营运资金变动	327	1241	592	950
经营活动现金流	3753	4677	4691	5671
资本开支	-901	-580	-733	-770
投资	512	0	0	0
投资活动现金流	-388	-587	-733	-770
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	-26	0
筹资活动现金流	-2133	-1090	-1276	-1506
现金净流量	1231	3000	2682	3395

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026