

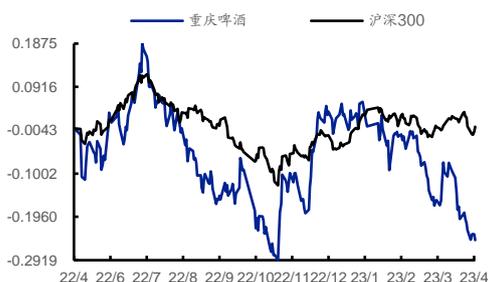
研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：宋英男 S0350522040002  
 songyn@ghzq.com.cn

## 业绩短期承压，看好逐季改善

### ——重庆啤酒（600132）2022 年报及 2023 一季报

#### 点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
重庆啤酒	-10.4%	-25.0%	-25.3%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	104.16
52 周价格区间(元)	85.03-151.80
总市值(百万)	50,410.44
流通市值(百万)	50,410.44
总股本(万股)	48,397.12
流通股本(万股)	48,397.12
日均成交额(百万)	662.58
近一月换手(%)	0.89

#### 相关报告

《——重庆啤酒（600132）年报点评：乌苏引领全国扩张，延续高端化进程（增持）\*饮料制造\*薛玉虎，刘浩铭》——2022-04-06

#### 事件：

公司发布 2022 年年报，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%；EPS 2.61 元/股；拟每股分配现金红利人民币 2.60 元（含税）。同时，公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 40.06 亿元，同比+4.52%；归母净利润 3.87 亿元，同比+13.63%；扣非归母净利润 3.81 亿元，同比+13.92%。

#### 投资要点：

- **外部扰动影响销量表现，2022 公司实现稳步增长。**2022 年公司吨价为 4795 元/吨，同比+4.2%；受基地市场疫情多发及渠道调整影响，销量环比降速至 285.7 万吨（同比+2.4%）。分产品看，公司高档/主流/经济产品收入分别增长 5.7%/7.6%/6.3%，其中高档产品销量/吨价同比分别增长 1.8%/3.8%，销量增速慢于公司平均预计受乌苏销量降速影响；主流产品增速最快预计受腰部产品重庆啤酒、乐堡等提振。分区域看，公司西北区/中区/南区营收同比分别-5%/+11%/+15%，预计新疆和重庆等传统基地市场受疫情影响较大。2022 年公司盈利能力微增，净利率同比+0.1pct 至 18%；一方面，公司费用优化提振盈利能力；另一方面，受原材料等成本上行影响，2022 年公司吨成本同比+4.8pct，导致啤酒业务毛利率小幅下滑 0.3pct。此外，2022Q4 公司实现营收 18.56 亿元（同比-4.0%），归母净利 0.81 亿元（同比-33.6%），利润下滑幅度快于营业收入增速，主要系现饮消费场景缺失下销量减少。
- **降费提效提振 2023Q1 盈利表现，“大城市”计划持续推进。**2023 年 Q1 公司实现销量 82.36 万吨（同比+3.7%），预计受春节疫情“过峰”影响，终端消费缓慢恢复；公司主流/经济产品表现相对突出，营收同比分别增长 8%/11%。2022 年公司持续推进“大城市”计划并改善经销商队伍，加快华南和华东区域渠道下沉，助力大单品乌苏重拾增长能力；公司南区市场实现快速增长，2023Q1 营收同比+22%至 11.1 亿元。一季度公司净利率同比+0.8pct 至 9.7%，一方面受成本压力（一季度公司吨成本同比仍增长 5.7%）、产品结构略下行影

响，公司毛利率同比-2.5pct至45.2%；但同时公司持续优化内部架构，稳步提效，销售费用率同比-0.8pct至12.9%，税金及附加比率/管理费用率也同比分别下降0.2和0.3pct，综合反应下提振公司盈利能力。

- **“扬帆27”稳步开局，消费复苏助力公司稳健增长。**公司加大渠道和终端投入，2023年有望进一步实现区域间协同效应及销售效率的提高。作为“扬帆27”开局之年，2023年公司预计将继续深化乌苏、1664等高端品牌全国落地、贡献利润，同时期待中档产品重啤、乐堡等稳步起势。2022年公司主销区域受外部环境扰动，即饮场景受限，销售端承压，而成本压力提升也对盈利兑现产生影响。2023年外部扰动不再，啤酒行业消费场景持续修复，行业高端化趋势不改，我们认为公司亦将充分受益于消费复苏，恢复稳健增长。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到短期公司仍受疫后消费缓慢复苏与内部调整影响，我们调整2023年盈利预测。但长期来看，公司持续推进高端化进程，预计高端大单品乌苏、1664将恢复高增态势，也将带动乐堡、重啤等腰部产品稳定增长。公司内部渠道和组织调整也将逐步理顺，“扬帆27”战略落地，加码中国市场，继续看好公司高端化+全国化推进。预计2023-2025年EPS为3.16/3.79/4.47元，对应PE 33/27/23倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 疫情反复影响消费需求；2) 原材料价格上涨风险；3) 市场竞争加剧导致费用上升；4) 产品结构升级以及销量不及预期；5) 食品安全问题等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14039	15771	17483	19294
增长率(%)	7	12	11	10
归母净利润(百万元)	1264	1527	1835	2162
增长率(%)	8	21	20	18
摊薄每股收益(元)	2.61	3.16	3.79	4.47
ROE(%)	61	53	44	43
P/E	48.80	33.01	27.47	23.32
P/B	29.98	17.34	12.18	10.01
P/S	4.39	3.20	2.88	2.61
EV/EBITDA	15.86	7.59	7.49	5.61

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：重庆啤酒盈利预测表

证券代码:	600132				股价:	104.16		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	61%	53%	44%	43%	EPS	2.61	3.16	3.79	4.47				
毛利率	50%	51%	52%	53%	BVPS	4.25	6.01	8.55	10.41				
期间费率	20%	24%	20%	19%	<b>估值</b>								
销售净利率	9%	10%	10%	11%	P/E	48.80	33.01	27.47	23.32				
<b>成长能力</b>					P/B	29.98	17.34	12.18	10.01				
收入增长率	7%	12%	11%	10%	P/S	4.39	3.20	2.88	2.61				
利润增长率	8%	21%	20%	18%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	1.12	1.06	0.88	0.85	营业收入	14039	15771	17483	19294				
应收账款周转率	214.30	74.04	291.04	86.20	营业成本	6952	7719	8404	9087				
存货周转率	6.48	8.59	6.52	8.21	营业税金及附加	921	1104	1049	1254				
<b>偿债能力</b>					销售费用	2326	2891	2902	3174				
资产负债率	71%	62%	56%	48%	管理费用	535	962	699	849				
流动比	0.70	0.98	1.29	1.61	财务费用	-56	-88	-142	-274				
速动比	0.42	0.75	1.01	1.36	其他费用/(-收入)	111	147	182	169				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	3299	3326	4572	5278				
现金及现金等价物	3398	6220	10379	13771	营业外净收支	0	81	10	29				
应收款项	66	213	60	224	利润总额	3299	3408	4582	5307				
存货净额	2166	1835	2683	2350	所得税费用	712	634	894	1075				
其他流动资产	174	231	220	266	净利润	2587	2773	3688	4233				
<b>流动资产合计</b>	<b>5804</b>	<b>8499</b>	<b>13343</b>	<b>16611</b>	少数股东损益	1323	1246	1853	2071				
固定资产	3681	3265	3158	2578	归属于母公司净利润	1264	1527	1835	2162				
在建工程	395	342	311	404	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	2321	2536	2649	2805	经营活动现金流	3753	5746	5669	5853				
长期股权投资	297	296	336	371	净利润	1264	1527	1835	2162				
<b>资产总计</b>	<b>12498</b>	<b>14937</b>	<b>19796</b>	<b>22769</b>	少数股东权益	1323	1246	1853	2071				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	504	2777	1036	1707				
应付款项	2498	2288	3189	2754	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	327	453	1060	87				
其他流动负债	5814	6350	7191	7591	投资活动现金流	-388	-2264	-937	-1238				
<b>流动负债合计</b>	<b>8311</b>	<b>8637</b>	<b>10381</b>	<b>10345</b>	资本支出	-901	-2431	-994	-1336				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	512	1	-40	-35				
其他长期负债	563	579	611	652	其他	0	166	98	132				
<b>长期负债合计</b>	<b>563</b>	<b>579</b>	<b>611</b>	<b>652</b>	筹资活动现金流	-2133	-660	-573	-1224				
<b>负债合计</b>	<b>8875</b>	<b>9217</b>	<b>10991</b>	<b>10996</b>	债务融资	0	16	31	41				
股本	484	484	484	484	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3623	5721	8805	11772	其它	-2133	-675	-604	-1265				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12498</b>	<b>14937</b>	<b>19796</b>	<b>22769</b>	现金净增加额	1231	2822	4160	3391				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。