

业绩拐点已现，新疆热有望带动旺季营销

核心观点

2023年以来，随着啤酒现饮场景的逐步复苏，行业销量整体提升。而公司在高基数影响下一季度销售增长承压。回顾2022年公司各季度销售情况，低基数效应将主要体现在下半年。近期国内旅游需求旺盛，6月新疆旅游也将进入旺季，受损较大的西北市场有望加速恢复。公司持续打造各品牌调性并加大营销推广，有望实现接力式增长。

事件

2023年以来居民出行恢复，线下消费回暖，啤酒现饮场景持续修复。1-4月国内啤酒累计产量1141.50万千升，同比增长8.80%，超过2019年同期水平。旅游活动旺盛，五一期间全国旅游出行人数破历史记录。新疆知名旅游景点独库公路也将于6月开放，有望带动公司疆内市场恢复。

简评

经营逐渐修复，低基数背景下有望实现较大弹性

2023年以来，随着啤酒现饮场景的逐步复苏，行业销量整体提升。而公司在2022Q1的高基数影响下，一季度销量增长略低于行业水平，同比增长3.69%。而回顾2022年公司各季度销售情况，22Q1公司实现开门红，在行业整体销量下滑的情况下实现销量增长11.7%，其中高档产品收入增长24.0%。而22Q2、22Q3公司销量增速分别为1.8%、1.3%，在外部环境压力下增长放缓明显。尤其三季度开始西北地区受影响明显，单季度西北区域营收同比下滑6.9%。而22Q4西北区域受影响更加严重，全国各地也均受到外部因素冲击，公司单季度销量同比大幅下滑11.4%。相比其他国内主要啤酒企业，公司的低基数效应将主要体现在下半年。随着当前居民出行和啤酒消费场景的持续恢复，重庆、云南等区域保持较好增长，新疆等市场也在恢复，公司下半年有望展现较大弹性。

渠道优化接近尾声，提价、结构升级对冲原材料压力

2022年以来，受俄乌冲突等因素影响，国际大麦价格持续上涨。各啤酒企业主要在上年底锁定当年麦芽的价格，同比均有较大成本压力。而公司主要采用的法国进口麦芽涨幅相对更大，根据海关数据，计算22Q4的法麦平均进口价格，同比21Q4增长36.0%。法麦价格的涨幅高于国内整体大麦进口价格的涨幅33.7%，更明显高于阿根廷进口大麦价格的涨幅28.3%，而阿麦是国内大麦进

重庆啤酒 (600132.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

营成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期: 2023年05月19日

当前股价: 93.46元

目标价格 6个月 135元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-16.46/-13.86	-31.18/-33.45	-21.33/-27.91
12月最高/最低价(元)		146.60/87.42
总股本(万股)		48,397.12
流通A股(万股)		48,397.12
总市值(亿元)		452.32
流通市值(亿元)		452.32
近3月日均成交量(万)		354.77
主要股东		
嘉士伯啤酒厂香港有限公司		42.54%

股价表现



相关研究报告

- 2023-04-28 【中信建投非白酒】重庆啤酒(600132):组织调整导致业绩承压,静待乌苏重回增长
- 2023-02-08 【中信建投非白酒】重庆啤酒(600132):Q4疫情冲击基地市场,23年

口量中占比最大的品类。叠加公司在加大轻量化玻璃瓶的使用比例，新瓶采购也带来部分成本提升，公司 2023 年整体成本相对其他主要企业压力更大。而公司也在通过提价等方式缓解成本压力，例如过去两年内对疆外乌苏两次提价。且公司近年来两次对内部组织架构进行优化，对疆外区域的乌苏价盘和渠道管理等更加精细化，也能有力支撑价格的传导。

新疆旅游有望回暖，乌苏配合推出新包装

乌苏作为公司近年来核心的大单品，2022 年在基地市场新疆受外部环境冲击影响下，增长有所受阻。2023 年以来，一季度公司西北区营收仍同比下滑 6.0%，目前仍在逐月恢复的过程中。从 1984 年建厂开始，乌苏啤酒在新疆市场深耕近 40 年，目前共有较高的疆内市场份额，其他啤酒企业在新疆的产能也逐步退出市场。乌苏的全国化首先是由新疆旅游的发展为基础，而近年的外部因素对新疆旅游产生较大冲击。2023 年以来居民出行、旅游逐渐恢复，尤其五一期间全国旅游出行人数破历史记录。新疆知名旅游景点独库公路的开放时间是每年的六月到十月份，即将迎来旅游旺季，有望加速推动疆内市场啤酒消费恢复。公司也在同时加强乌苏产品的打造，规划推出独库公路特别版、主打新疆特色地标的白啤产品等，有望在今年的新疆旅游旺季中加速恢复增长。

乐堡、重庆等品牌加大营销推广，1664、风花雪月新品迭出

公司拥有 6+6 品牌矩阵，产品储备丰富。并着力打造各品牌不同调性，进行营销推广，挖掘各品牌的全国化潜力。其中乐堡产品多年的调性打造和品牌培育已经逐渐展现成效，保持较好的增长。营销方面，继傣族罐、1376 罐后，4 月推出全新的蒙古族文化主题的蒙潮罐，给本地消费者带来更加年轻化、多元化的互动和体验。产能布局也在加强，23 年 2 月梁平乐堡啤酒生产线改造投产。重庆品牌提出“吃重庆火锅，喝重庆啤酒”的概念，后火锅&重庆啤酒体验店于 3 月在上海南京东路正式开门迎客，为重庆品牌的全国拓展做铺垫。风花雪月产品公司也在着重打造，今年以来冠名 2023 年云南省第一场大型户外音乐节“国潮音乐嘉年华大理站”；联手肯德基的云南门店，推出新春微醺宵夜专享餐；4 月推出粉色桃花味轻酿低醇新品，有望乘云南旅游风潮快速发展。此外，1664 也推出新品巴黎之槟，规划将推出法蓝、威士忌口味等新品；夏日纷也在 3 月官宣赵露思为代言人，并发布野餐篮限定装。

公司大城市计划持续推进，乌苏仍具备较大成长空间。乌苏太^{注1}烤于 2 月在上海静安大悦城北座顶楼正式开业，继续强化乌苏和烧烤渠道的关联。公司规划逐步由乌苏带动整体 6+6 产品矩阵在大城市的销售，乐堡等品牌亦有望接力成为下一个大单品。2023 年公司的全国化扩张策略及线下营销活动提速，有望凭借公司较强的品牌产品塑造能力重回高增通道。

盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现收入 157.48、179.73、203.18 亿元，实现归母净利润 15.52、19.18、23.34 亿元，对应 EPS 为 3.21、3.96、4.82 元，对应 PE 为 29X、24X、19X。

风险提示：

- 1、市场需求恢复不及预期：**年初以来餐饮等啤酒消费场所持续复苏，若修复节奏不急预计，将影响公司产品销售。
- 2、高端产品推进不及预期风险：**行业进入高端化发展时代，各企业通过推进高档产品销售提升盈利水平。公司凭借基地市场的市占率优势持续推动产品结构升级，但如果受消费力下降等因素影响，产品结构升级受阻，盈利或不及预期。
- 3、原材料等成本波动风险：**啤酒原料、包材等原材料占啤酒生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。当前包材成本从高点回落，大麦、原油价格仍为处于高位，若成本大幅上涨会使得企业盈利不及预期。

注 1：原文为异体同义字

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119.31	14,039.04	15,747.70	17,972.85	20,317.64
YOY(%)	19.90	7.01	12.17	14.13	13.05
净利润(百万元)	1,166.24	1,263.60	1,551.65	1,917.84	2,334.39
YOY(%)	8.30	8.35	22.80	23.60	21.72
EPS(摊薄/元)	2.41	2.61	3.21	3.96	4.82
P/E(倍)	39	36	29	24	19

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

普成广

华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk