



买入 (维持)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 102.30

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

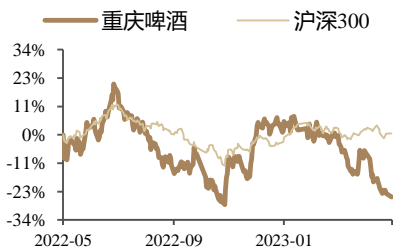
韦香怡

资格编号: S0120522080002

邮箱: weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.21	-24.42	-17.15
相对涨幅(%)	-15.74	-22.00	-14.46

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《重庆啤酒三季报点评: 疫情导致短期销量增长承压, 有效费控带动净利率提升》, 2022.10.28
- 《重庆啤酒半年报点评: 控费降税保障利润增长, 高端化趋势延续》, 2022.8.22

# 重庆啤酒 (600132.SH): 业绩短期承压, 期待持续改善

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告。**2022 年公司实现营业收入 140.39 亿元, 同比+7.01%; 实现归母净利润 12.64 亿元, 同比+8.35%; 实现扣非归母净利润 12.34 亿元, 同比+8%。其中, 2022Q4 单季度实现营业收入 18.56 亿元, 同比-3.97%; 实现归母净利润 0.81 亿元, 同比-33.63%; 实现扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比-37.3%。2023Q1 公司实现营业收入 40.06 亿元, 同比+4.52%; 实现归母净利润 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%。
- **22 年受疫情影响经营较承压, 高档产品销售待恢复。**(1) 量价拆分来看, 22 年受疫情影响经营承压, 全年销量同比微增 2.4%至 285.66 万吨, 仍优于行业水平; 吨酒价格同比+4.2%至 4795 元。23Q1 销量同比+3.7%至 82.36 万吨, 吨酒价格同比约+0.8%, 产品结构升级放缓。(2) 分产品看, 22 年高档/主流/经济收入分别同比 +5.7%/+7.6%/+6.3%; 23Q1 高档/主流/经济收入分别同比 -3.4%/+8.1%/+11.4%, 高档产品销售仍有待恢复。(3) 分区域看, 22 年西北区/中区/南区分别实现营收 39.8/59.1/38.1 亿元, 同比-5.1%/+11.1%/+14.6%; 23Q1 西北区/中区/南区分别实现营收 11.2/16.9/11.1 亿元, 同比-6.0%/+1.7%/+22.4%, 南区实现高增但西北区修复仍需时间。
- **23Q1 成本压力仍存, 费效比优化与税率降低拉升 Q1 盈利水平。**2022 年原材料及包材成本上行, 全年吨酒成本同比+4.8%至 2346 元, 公司通过内部管理优化与提价升级对冲成本压力, 全年毛利率同比-0.46pct 至 50.48%。从费用端来看, 22 年销售/管理费用率分别同比-0.30/-0.13pct 至 16.57%/3.81%, 带动全年归母净利率同比+0.11pct 至 9%。23Q1 公司吨酒成本同比约+5.7%, 叠加产品结构升级与销量增长放缓, 毛利率同比-2.52pct 至 45.16%, 全年预计成本情况平稳。费用端 23Q1 销售/管理费用率分别同比-0.76/-0.29pct, 费控能力持续提升, 同时受益于 Q1 所得税率同比-7.8pct 至 18.4%, 23Q1 归母净利率同比+0.77pct 至 9.66%。
- **大城市计划继续加速扩张, 多品牌产品组合销售释放长期动能。**23 年扬帆 27 战略正式启动, 公司将以“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合为依托, 在核心市场持续推进产品高端化并巩固核心啤酒份额, 实现营收中高个位数增长的年度目标。目前公司大城市计划持续推进, 在部分重点市场优化产品组合, 在公司强产品力与品牌力下我们认为乌苏仍具备较大成长空间, 期待产品矩阵组合销售释放更大动能。
- **投资建议:** 短期来看, 消费场景修复叠加天气炎热有望促进啤酒消费, 预计公司销量增速将环比提升, 部分原材料价格回落有望带来更大利润弹性。长期来看, 公司大城市计划有序推进、产品结构持续提升, 有望继续维持量价齐升趋势, 保障利润实现较快增长。我们根据公司业绩报告调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现营收 158.92/177.75/198.23 亿元, 同比增速为 13.2%/11.8%/11.5%; 实现归母净利润 15.87/18.54/21.68 亿元, 同比增速为 25.6%/16.8%/16.9%, 对应 PE 为 31x/27x/23x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料成本上涨; 市场竞争加剧; 大单品推广不及预期等。

## 股票数据

总股本(百万股):	483.97
流通 A 股(百万股):	483.97
52 周内股价区间(元):	97.98-164.31
总市值(百万元):	49,510.25
总资产(百万元):	12,724.42
每股净资产(元):	5.05

资料来源:公司公告

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119	14,039	15,892	17,775	19,823
(+/-)YOY(%)	19.9%	7.0%	13.2%	11.8%	11.5%
净利润(百万元)	1,166	1,264	1,587	1,854	2,168
(+/-)YOY(%)	8.3%	8.3%	25.6%	16.8%	16.9%
全面摊薄 EPS(元)	2.41	2.61	3.28	3.83	4.48
毛利率(%)	50.9%	50.5%	51.0%	51.7%	52.5%
净资产收益率(%)	66.5%	61.5%	43.6%	43.2%	42.9%

资料来源:公司年报(2021-2022),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.61	3.28	3.83	4.48
每股净资产	4.25	7.53	8.87	10.44
每股经营现金流	7.75	8.16	9.65	11.02
每股股利	2.60	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	48.80	31.20	26.70	22.84
P/B	29.98	13.59	11.54	9.80
P/S	3.53	3.12	2.79	2.50
EV/EBITDA	15.54	10.13	8.36	6.79
股息率%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	50.5%	51.0%	51.7%	52.5%
净利润率	18.4%	20.0%	20.9%	21.9%
净资产收益率	61.5%	43.6%	43.2%	42.9%
资产回报率	10.1%	9.5%	9.2%	9.0%
投资回报率	68.4%	44.6%	37.8%	33.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.0%	13.2%	11.8%	11.5%
EBIT 增长率	13.0%	16.6%	15.9%	16.5%
净利润增长率	8.3%	25.6%	16.8%	16.9%
偿债能力指标				
资产负债率	71.0%	59.3%	53.9%	49.3%
流动比率	0.7	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.1
现金比率	0.4	0.7	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.2	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	104.9	104.9	104.9	104.9
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.8
固定资产周转率	3.8	4.0	4.0	4.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,264	1,587	1,854	2,168
少数股东损益	1,323	1,587	1,854	2,168
非现金支出	583	555	605	659
非经营收益	256	-549	-291	-302
营运资金变动	327	771	650	640
经营活动现金流	3,753	3,950	4,671	5,334
资产	-901	-808	-907	-1,007
投资	512	-500	-500	-500
其他	0	79	89	99
投资活动现金流	-388	-1,228	-1,319	-1,408
债权募资	0	60	50	40
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,133	0	-1,205	-1,409
融资活动现金流	-2,133	60	-1,155	-1,369
现金净流量	1,231	2,782	2,198	2,557

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 4 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,039	15,892	17,775	19,823
营业成本	6,952	7,789	8,592	9,413
毛利率%	50.5%	51.0%	51.7%	52.5%
营业税金及附加	921	1,033	1,155	1,288
营业税金率%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
营业费用	2,326	2,637	2,937	3,244
营业费用率%	16.6%	16.6%	16.5%	16.4%
管理费用	535	584	634	690
管理费用率%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
研发费用	111	127	142	159
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	3,249	3,787	4,388	5,110
财务费用	-56	-51	-93	-126
财务费用率%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-81	-50	-50	-50
投资收益	68	79	89	99
营业利润	3,299	3,870	4,522	5,288
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	3,299	3,870	4,522	5,288
EBITDA	3,754	4,293	4,943	5,720
所得税	712	697	814	952
有效所得税率%	21.6%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	1,323	1,587	1,854	2,168
归属母公司所有者净利润	1,264	1,587	1,854	2,168

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,398	6,180	8,378	10,934
应收账款及应收票据	66	132	89	158
存货	2,166	2,325	2,585	2,803
其它流动资产	174	597	1,113	1,617
流动资产合计	5,804	9,234	12,165	15,512
长期股权投资	297	297	297	297
固定资产	3,681	4,015	4,400	4,831
在建工程	395	345	295	245
无形资产	685	705	725	745
非流动资产合计	6,694	7,466	8,021	8,621
资产总计	12,498	16,700	20,185	24,133
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,498	2,780	3,042	3,336
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	5,814	6,501	7,171	7,858
流动负债合计	8,311	9,280	10,213	11,194
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	563	623	673	713
非流动负债合计	563	623	673	713
负债总计	8,875	9,903	10,886	11,907
实收资本	484	484	484	484
普通股股东权益	2,056	3,643	4,292	5,051
少数股东权益	1,567	3,154	5,008	7,176
负债和所有者权益合计	12,498	16,700	20,185	24,133

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。