



重庆啤酒 (600132.CH): 业绩指引弱于预期, 但仍看好股价弹性在旺季释放

依然看好重啤后续业绩与股价的弹性: 如我们预期, 重啤 1Q23 业绩相较对手逊色, 主因重啤基数相对更高, 同时其主要市场 (尤其是新疆) 的现饮渠道在一季度尚待恢复, 限制了高档产品的增长。进入 2Q23 后, 随着主要市场的消费力进一步回升, 重啤的低基数优势有望逐渐释放, 其高档产品 (包括乌苏与 1664) 销量有望实现较大幅度的反弹。我们承认短期重啤的市场情绪相对较弱, 但其估值水平也已大幅下滑并显现较高性价比。我们相信进入旺季后, 随着市场情绪好转及业绩改善, 重啤的弹性将会在不久后有所体现。

2023 年收入增长有望好于管理层指引: 在 1Q23 非常高的基数下 (1Q22 收入同比增长 17%), 重啤整体收入同比增长了 4.5%。我们认为, 无论是现饮渠道的开工率还是消费情绪, 1Q23 大概率将是全年的底部。随着重啤后续基数不断降低、现饮渠道重启及消费意愿回暖, 重啤 2Q23-4Q23 的收入有望加速增长, 助力 2023 年全年收入增速优于管理层给出的中到高单位数的增长目标。

短期产品结构面临挑战, 后续有望改善: 高档产品 1Q23 销售收入同比下滑 3.4%, 弱于主流产品 (+8.1%) 与经济产品 (+11.1%)。产品结构恶化主因在现饮渠道尚未复苏的情况下, 乌苏及 1664 等高端产品在 1Q23 的消费场景受到较大抑制。这也导致 1Q23 毛利率同比下滑 2.3ppt。我们预测, 随着主要市场现饮渠道的复苏, 高档产品销售有望反弹, 产品结构有望逐步好转。同时, 公司今年 2 月开始对部分产品提价, 也将对未来三个季度的毛利率表现产生积极作用。

乌苏增速放缓长远来看具有正面意义: 过去几年, 乌苏的表现一直都是重啤估值的唯一标杆。近期也将重啤估值水平的下降归咎于乌苏增速放缓与品牌势能下降。然而, 重啤是一个多品牌的啤酒企业, 拥有丰富的产品矩阵。我们认为, 乌苏短期的失速有机会让公司: **1)** 着手优化乌苏的品牌定位与渠道策略; **2)** 重新审视自身品牌矩阵, 并投入更多资源到其他潜力优质品牌中 (如乐堡、嘉士伯、1664), 更大程度发挥其多品牌战略, 从而推动公司长期可持续增长。

下调目标价, 维持“买入”: 基于保守原则, 我们小幅下调重啤 2023-2024 的收入与利润。基于 15x 2023 EV/EBITDA (华润啤酒目标估值 40% 的折扣), 我们适当下调目标价至 126.7 人民币, 并维持“买入”。

投资风险: 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 乌苏的增速慢于预期; 3) 疫情持续影响现饮渠道; 4) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,119	14,039	15,260	16,463	17,441
同比变动 (%)	19.9%	7.0%	8.7%	7.9%	5.9%
核心归母净利润	1,166	1,264	1,435	1,621	1,789
同比变动 (%)	8.3%	8.3%	13.6%	12.9%	10.4%
PE (X)	43.2	39.8	35.1	31.0	28.1
ROE (%)	102.2%	76.6%	62.5%	47.7%	38.7%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 5 月 3 日

评级

买入

目标价 (人民币)	126.7
潜在升幅/降幅	+21.6%
目前股价人民币	104.2
52 周内股价区间 (人民币)	85.0-151.8
总市值 (百万人民币)	50,410
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	407.9

注: 截至 2023 年 4 月 28 日收盘价

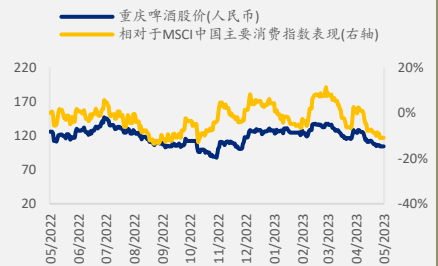
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 重庆啤酒

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,119	14,039	15,260	16,463	17,441
同比	19.9%	7.0%	8.7%	7.9%	5.9%
营业成本	-6,436	-6,952	-7,542	-8,046	-8,459
毛利润	5,791	6,166	6,717	7,337	7,838
毛利率	44.1%	43.9%	44.0%	44.6%	44.9%
销售费用	-2,213	-2,326	-2,521	-2,697	-2,816
管理费用	-517	-535	-561	-584	-614
其他经营收入及收益 (损失)	-114	-6	60	75	106
营业利润	2,948	3,299	3,694	4,130	4,514
经营利润率	22.1%	22.8%	23.0%	23.8%	24.5%
营业外收入	8	7	8	8	9
营业外支出	-15	-7	-8	-9	-9
利润总额	2,941	3,299	3,694	4,130	4,514
所得税	-542	-712	-794	-888	-971
所得税率	18.4%	21.6%	21.5%	21.5%	21.5%
净利润	2,399	2,587	2,900	3,242	3,544
减: 少数股东损益	1,233	1,323	1,464	1,621	1,754
归母净利润	1,166	1,264	1,435	1,621	1,789
归母净利率	8.9%	9.0%	9.4%	9.8%	10.3%
同比	8.3%	8.3%	13.6%	12.9%	10.4%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,355	3,398	4,101	5,980	8,118
现金及等价物	2,166	3,397	4,100	5,979	8,117
其他	189	1	1	1	1
应收票据及应收账款	109	66	103	111	118
预付款项	45	43	47	51	54
其他应收款	12	18	18	18	18
存货	1,887	2,166	2,199	2,345	2,466
其他流动资产	585	113	113	113	113
流动资产合计	4,993	5,804	6,580	8,618	10,886
长期股权投资	240	297	297	297	297
固定资产	3,705	3,681	4,183	4,634	5,033
在建工程	162	395	395	395	395
无形资产	615	685	642	598	553
商誉	699	699	699	699	699
递延所得税资产	1,062	732	732	732	732
其他非流动资产	56	204	190	171	147
非流动资产合计	6,540	6,694	7,139	7,527	7,857
应付票据及应付账款	2,213	2,498	1,632	1,741	1,831
合同负债	1,733	1,614	1,614	1,614	1,614
应付职工薪酬	513	399	434	468	496
应交税费	396	255	255	255	255
其他应付款	2,972	3,490	3,490	3,490	3,490
一年内到期的非流动负债	22	24	24	24	24
其他流动负债	34	30	30	30	30
流动负债合计	7,882	8,311	7,481	7,624	7,741
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	164	154	168	181	192
预计负债	32	32	32	32	32
递延所得税负债	55	43	43	43	43
递延收益-非流动负债	255	257	257	257	257
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	522	563	577	590	601
股本	486	492	492	492	492
储备	884	1,370	2,833	3,703	4,926
少数股东权益	1,374	1,567	3,031	4,652	6,406
所有者权益合计	3,128	3,623	5,661	7,931	10,401

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,399	2,399	2,587	2,900	3,242
固定资产折旧	383	383	414	448	499
无形资产摊销	45	45	59	63	64
财务费用	14	14	4	-67	-92
存货的减少	-635	-635	-454	-32	-147
经营性应收项目的减少	-125	-125	23	-41	-12
经营性应付项目的增加	1,634	1,634	757	-817	156
其他	-151	-151	362	34	39
经营活动产生的现金流量净额	3,565	3,565	3,753	2,487	3,750
资本开支	-725	-725	-913	-990	-990
投资支付的现金	-2,000	-2,000	-1,000	0	0
其他	1,574	1,574	1,525	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,152	-1,152	-388	-990	-990
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-890	-890	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-857	-857	-2,100	-794	-881
其他	-267	-267	-34	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-2,014	-2,014	-2,133	-794	-881
现金及现金等价物净增加额	399	399	1,231	703	1,879
期初现金及现金等价物余额	1,766	1,766	2,166	3,397	4,100
期末现金及现金等价物余额	2,166	2,166	3,397	4,100	5,979

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.41	2.61	2.97	3.35	3.70
每股销售额	27.11	29.01	31.53	34.02	36.04
每股股息	2.00	2.60	1.78	2.01	2.22
同比变动					
收入	19.9%	7.0%	8.7%	7.9%	5.9%
经营溢利	50.1%	11.9%	12.0%	11.8%	9.3%
归母净利润	8.3%	8.3%	13.6%	12.9%	10.4%
费用与利润率					
毛利率	44.1%	43.9%	44.0%	44.6%	44.9%
经营利润率	22.1%	22.8%	23.0%	23.8%	24.5%
归母净利率	8.9%	9.0%	9.4%	9.8%	10.3%
回报率					
平均股本回报率	102%	77%	62%	48%	39%
平均资产回报率	114%	112%	111%	102%	93%
资产效率					
应收账款周转天数	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5
库存周转天数	93.8	106.4	106.4	106.4	106.4
应付账款周转天数	117.7	123.6	79.0	79.0	79.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.6	0.7	0.9	1.1	1.4
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1
现金比率 (x)	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0
负债/权益	2.7	2.4	1.4	1.0	0.8
估值					
市盈率 (x)	43.2	39.8	35.1	31.0	28.1
企业价值 / EBITDA (x)	14.8	13.2	12.3	10.9	10.0
股息率	1.9%	2.5%	1.7%	1.9%	2.1%

图表 2：重庆啤酒 2022 年四季度、2022 年全年和 2023 年一季度盈利表现

百万人民币	1Q22	1Q23	YoY	4Q21	4Q22	YoY	2021	2022	YoY
营业收入	3,833	4,006	5%	1,933	1,856	-4%	13,119	14,039	7%
销量 (万吨)	79	82	4%	37	33	-11%	279	286	2%
平均销售价格 (元/吨)	4,735	4,759	1%	4,997	5,358	7%	4,601	4,795	4%
营业成本	-2,005	-2,197	10%	-852	-824	-3%	-6,436	-6,952	8%
税金及附加	-247	-250	1%	-130	-125	-4%	-892	-921	3%
毛利润	1,580	1,559	-1%	951	906	-5%	5,791	6,166	6%
毛利率	41.2%	38.9%		49.2%	48.8%		44.1%	43.9%	
销售费用	-525	-519	-1%	-471	-524	11%	-2,213	-2,326	5%
销售费用率	13.7%	12.9%		24.3%	28.2%		16.9%	16.6%	
管理及研发费用	-152	-126	-17%	-160	-147	-8%	-680	-645	-5%
管理及研发费用率	4.0%	3.1%		8.3%	7.9%		5.2%	4.6%	
核心经营利润	902	915	1%	320	236	-26%	2,898	3,194	10%
核心经营利润率	23.5%	22.8%		16.5%	12.7%		22.1%	22.8%	
财务费用	7	14	81%	5	18	287%	16	56	253%
其他收益	9	14	59%	15	20	33%	51	58	13%
投资净收益	14	12	-16%	13	2	-83%	58	68	17%
资产减值损失	-6	-4	-31%	-97	-68	-31%	-79	-81	3%
信用减值损失	-2	-1	-72%	3	3	20%	1	2	190%
公允价值变动净收益	3	0	-100%	-1	0	-100%	1	0	-100%
资产处置收益	0	0	n.m.	0	-1	215%	2	2	9%
营业利润	928	950	2%	257	211	-18%	2,948	3,299	12%
营业外收入	1	0	-22%	2	5	133%	8	7	-16%
营业外支出	0	0	5%	-10	-5	-51%	-15	-7	-51%
利润总额	928	949	2%	249	212	-15%	2,941	3,299	12%
所得税	-243	-175	-28%	-10	-26	149%	-542	-712	31%
净利润	685	775	13%	238	186	-22%	2,399	2,587	8%
净利率	17.9%	19.3%		12.3%	10.0%		18.3%	18.4%	
减：少数股东损益	344	388	13%	116	104	-10%	1,233	1,323	7%
归母净利润	341	387	14%	122	81	-34%	1,166	1,264	8%
归母净利率	8.9%	9.7%		6.3%	4.4%		8.9%	9.0%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 各啤酒企业 2022 年各季度收入同比增速

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
重庆啤酒	17.1%	6.1%	4.9%	-4.0%
青岛啤酒	3.1%	7.5%	16.0%	-10.0%
百威啤酒	1.5%	3.7%	7.2%	-4.8%
华润啤酒	1H22: 7.0%		2H22: 5.6%	

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	15,495	16,815	n.a.
新预测	15,260	16,463	17,441
变动	-1.5%	-2.1%	n.a.
归母核心净利润			
旧预测	1,513	1,686	n.a.
新预测	1,435	1,621	1,789
变动	-5.1%	-3.9%	n.a.

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 重庆啤酒



注: 截至 2023 年 4 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

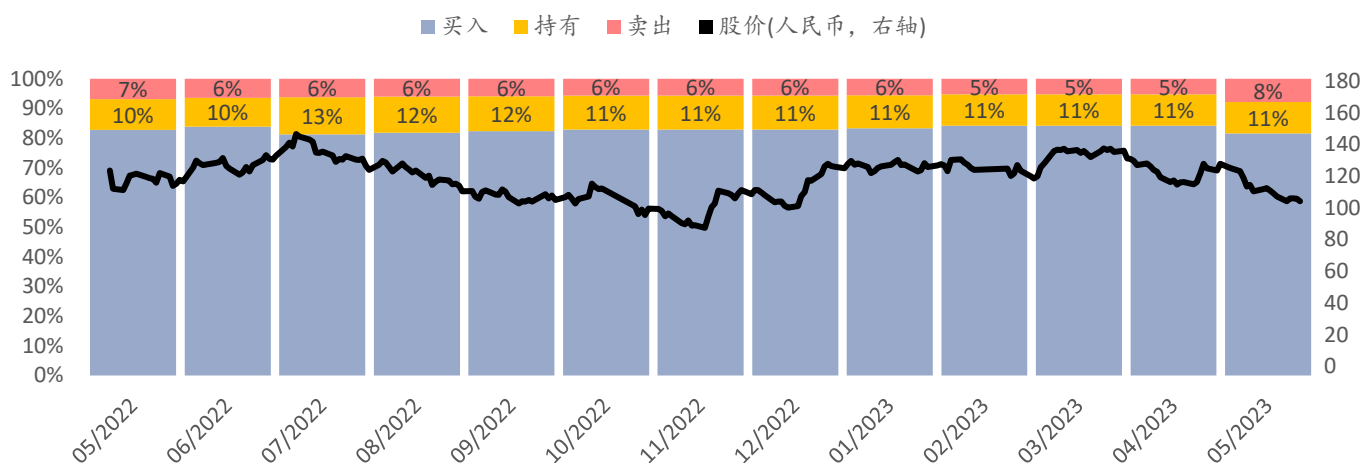
图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	54.7	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.0	买入	134	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.9	买入	9.5	2023 年 3 月 29 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	60.1	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	104.2	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.7	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	83.4	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	116.8	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.6	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	31.1	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.2	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.2	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 5 月 2 日收盘价。

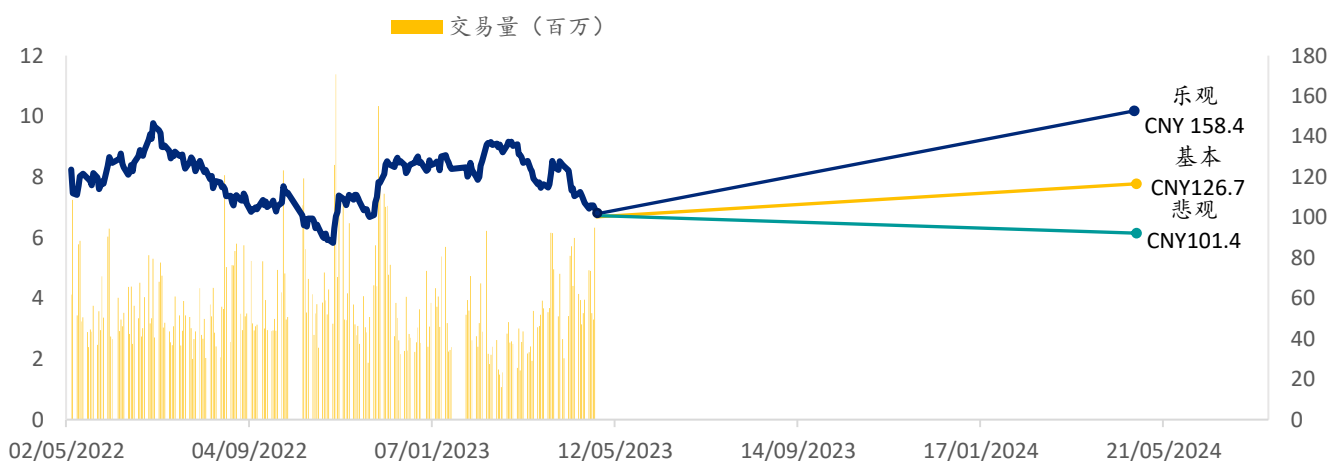
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 重庆啤酒市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 重庆啤酒 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 158.4 元

概率: 25%

- 公司高档啤酒 2023 年销量同比增长超 15%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 50bps;
- 2023 年公司经营利润率提升至 26%

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 101.4 元

概率: 20%

- 公司高档啤酒 2023 年销量同比持平;
- 公司 2023 毛利率水平同比下跌 30bps;
- 2023 年公司经营利润率同比下降 1ppt

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

