

# 重庆啤酒 (600132.SH)

## 高端酒销售承压，高端化节奏放缓

**买入**

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 食品饮料 · 非白酒

### ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090001
证券分析师: 杨苑	021-60933124	yangyuan4@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090003

### 事项:

公司发布 2023 年度业绩快报: 2023 年, 公司实现营业收入 148.15 亿元, 同比+5.53%; 实现归母净利润 13.37 亿元, 同比+5.78%; 实现扣非归母净利润 13.14 亿元, 同比+6.45%。2023 年第四季度, 公司营业收入 17.86 亿元, 同比-3.76%; 归母净利润亏损 749 万元, 同比由盈转亏; 扣非归母净利润亏损 1299 万元, 同比由盈转亏。

**国信食饮观点:** 2023 年公司归母净利率同比基本持平, 未能延续此前盈利能力强化趋势, 主要原因包括: 1) 公司高档酒销量承压拖累产品结构升级速度, 2023 年公司吨价提升速度放缓; 2) 2023 年大麦采购价格大幅提升导致成本端承压; 3) 在消费力偏弱环境下, 公司增加市场与广告费用投入以促进销售。我们认为当前公司处于改革调整期, 公司高端化节奏暂缓、费用投放力度有所增大, 根据业绩快报, 我们下调 2023-2025 年盈利预测: 预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 148.2/157.0/167.1 亿元 (前预测值为 150.7/165.4/181.9 亿元), 实现归母净利润 13.4/14.6/15.9 亿元 (前预测值为 15.2/17.4/19.6 亿元), 当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 19/18 倍。目前估值已回落至历史低位附近, 考虑到公司现金流稳健, 且分红稳定、分红比率较高 (2021/2022 年分红比率分别为 83.0%/99.6%), 公司仍具备较好的配置价值, 维持“买入”评级。

### 评论:

#### ◆ 公司发布 2023 年度业绩快报, 2023 年实现归母净利润 13.37 亿元

公司发布 2023 年度业绩快报: 2023 年, 公司实现营业收入 148.15 亿元, 同比+5.53%; 实现归母净利润 13.37 亿元, 同比+5.78%; 实现扣非归母净利润 13.14 亿元, 同比+6.45%。2023 年第四季度, 公司营业收入 17.86 亿元, 同比-3.76%; 归母净利润亏损 749 万元, 同比由盈转亏; 扣非归母净利润亏损 1299 万元, 同比由盈转亏。

#### ◆ 高档酒销量承压, 高端化节奏放缓

2023 年第四季度, 疆外乌苏、1664 等高档产品销量同比下滑, 导致销售均价在上年同期高基数上同比下滑明显, 第四季度公司收入增长乏力。高档酒销量承压的原因主要为: 1) 受经济增速下滑影响, 高档酒消费场所受到限制、消费需求有所弱化; 2) 疆外乌苏产品热度自然回落, 叠加竞品加大产品推广力度, 疆外乌苏销量下滑。但 2023 年以来, 疆内乌苏、乐堡、重庆为代表的流酒表现相对较好, 预计 203 年流酒销量同比中高个位数增长。整体来看, 由于高档酒销量承压拖累产品结构升级速度, 2023 年公司吨价提升速度、收入增长速度放缓。

#### ◆ 成本压力仍存, 销售费用投入增多

成本端, 2023 年大麦采购价格大幅提升, 包材价格相对较为平稳, 整体来看, 全年成本压力仍存。公司通过产品结构小幅度优化、供应网络优化等降本措施部分对冲成本压力, 但对冲效果有限, 预计全年毛利率同比仍有下滑。费用端, 在消费力偏弱环境下, 公司增加市场与广告费用投入以促进销售。收入增速放缓导致规模效益减弱, 预计管理费用率、研发费用率的下降幅度有限。2023 年公司实现归母净利率 9.02%,

同比基本持平。其中 2023 年第四季度公司销售均价同比下滑，同时市场费用投放增多，导致单季度利润同比由盈转亏。

### ◆ 疆外乌苏调整蓄力，公司积极培育新动力

今年乐堡等产品在基地市场韧性增长帮助公司实现改革调整期平稳过渡。展望未来，经过较长时间的渠道优化调整，核心产品疆外乌苏价盘趋于稳定，公司也持续投入乌苏品牌建设、丰富乌苏品牌产品矩阵，为后续宏观环境回暖后乌苏重回增长快车道蓄力。此外，公司亦积极培育其他重点产品，如推动乐堡、夏日纷等产品在外埠市场进行扩张。2024 年公司将继续推进大城市计划，选择有发展潜力的大城市，重点导入高档及主流产品产品组合，持续推动产品结构升级。

### ◆ 盈利预测与投资建议

考虑到消费力偏弱环境下，公司高档酒销量增长压力增大，预计公司高端化节奏暂缓、费用投放力度有所增加，根据业绩快报，我们下调 2023-2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 148.2/157.0/167.1 亿元（前预测值为 150.7/165.4/181.9 亿元），同比+5.5%/+6.0%/+6.4%；实现归母净利润 13.4/14.6/15.9 亿元（前预测值为 15.2/17.4/19.6 亿元），同比+5.8%/+9.3%/+8.8%；EPS 分别为 2.76/3.02/3.28 元；当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍。当前公司估值已回落至历史低位附近，考虑到公司现金流稳健，且分红稳定、分红比率较高（2021/2022 年分红比率分别为 83.0%/99.6%），公司仍具备较好的配置价值，维持“买入”评级。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15074	16538	18187	14815	15699	16709	-1.7%	-5.1%	-8.1%
收入同比增速%	7.4%	9.7%	10.0%	5.5%	6.0%	6.4%	-1.9pct	-3.7pct	-3.6pct
毛利率%	50.7%	51.6%	52.0%	49.6%	49.8%	49.9%	-1.1pct	-1.8pct	-2.1pct
销售费用率%	16.7%	16.5%	16.2%	17.0%	16.7%	16.5%	0.3pct	0.2pct	0.3pct
净利率%	10.1%	10.5%	10.8%	9.0%	9.3%	9.5%	-1.0pct	-1.2pct	-1.3pct
归母净利润（百万元）	1515	1738	1960	1337	1461	1590	-11.8%	-15.9%	-18.9%
归母净利润同比增速%	19.9%	14.7%	12.8%	5.8%	9.3%	8.8%	-14.1pct	-5.4pct	-4.0pct
EPS（元）	3.13	3.59	4.05	2.76	3.02	3.28	-0.37	-0.57	-0.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS（元）		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
600132.SH	重庆啤酒	19.9	58.71	2.76	3.02	21.3	19.4	284	买入
600600.SH	青岛啤酒	24.1	76.78	3.20	3.86	24.0	19.9	1,047	买入
0291.HK	华润啤酒	17.1	27.03	1.60	1.87	16.9	14.5	877	买入
000729.SZ	燕京啤酒	38.8	8.76	0.23	0.33	38.6	26.8	247	买入
002461.SZ	珠江啤酒	25.1	7.60	0.32	0.38	24.0	20.1	168	未评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：华润啤酒股价已换算成 RMB 单位；珠江啤酒 EPS 使用 Wind 一致预期）

### ◆ 风险提示

宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

**相关研究报告：**

- 《重庆啤酒（600132.SH）-2023年三季报点评：主流档产品较快增长，盈利能力略承压》——2023-11-01
- 《重庆啤酒（600132.SH）-嘉士伯掌舵、乌苏引领，西部啤酒龙头扬帆起航》——2022-12-12
- 《重庆啤酒（600132.SH）-高端化与全国化节奏短期放缓，盈利水平保持平稳》——2022-10-28
- 《重庆啤酒（600132.SH）-动销短期承压，控费降税维持盈利水平》——2022-08-19

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	2355	3398	5775	6127	6560	<b>营业收入</b>	<b>13119</b>	<b>14039</b>	<b>14815</b>	<b>15699</b>	<b>16709</b>
应收款项	121	83	88	93	99	营业成本	6436	6952	7472	7882	8367
存货净额	1887	2166	2339	2441	2565	营业税金及附加	892	921	978	1036	1103
其他流动资产	129	157	165	175	186	销售费用	2213	2326	2519	2622	2757
<b>流动资产合计</b>	<b>4993</b>	<b>5804</b>	<b>8368</b>	<b>8836</b>	<b>9410</b>	管理费用	517	535	545	545	546
固定资产	3867	4076	4198	4185	4139	研发费用	163	111	67	78	84
无形资产及其他	615	685	674	663	651	财务费用	(16)	(56)	(68)	(89)	(94)
投资性房地产	1818	1636	647	1991	3460	投资收益	58	68	70	70	70
长期股权投资	240	297	297	297	297	资产减值及公允价值变动	(78)	(81)	(80)	(80)	(80)
<b>资产总计</b>	<b>11533</b>	<b>12498</b>	<b>14183</b>	<b>15972</b>	<b>17957</b>	其他收入	(109)	(49)	(5)	(17)	(23)
短期借款及交易性金融负债	22	24	24	24	24	营业利润	2948	3299	3355	3675	3999
应付款项	2213	2498	2538	2674	2836	营业外净收支	(6)	(0)	20	15	15
其他流动负债	5647	5790	6044	6103	6199	<b>利润总额</b>	<b>2941</b>	<b>3299</b>	<b>3375</b>	<b>3690</b>	<b>4014</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7882</b>	<b>8311</b>	<b>8606</b>	<b>8800</b>	<b>9059</b>	所得税费用	542	712	695	759	826
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1233	1323	1344	1469	1598
其他长期负债	522	563	563	563	563	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1166</b>	<b>1264</b>	<b>1337</b>	<b>1461</b>	<b>1590</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>522</b>	<b>563</b>	<b>563</b>	<b>563</b>	<b>563</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8405</b>	<b>8875</b>	<b>9169</b>	<b>9363</b>	<b>9622</b>	净利润	1166	1264	1337	1461	1590
少数股东权益	1374	1567	2911	4380	5979	资产减值准备	20	3	2	0	(1)
股东权益	1755	2056	2103	2228	2356	折旧摊销	428	473	407	444	478
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11533</b>	<b>12498</b>	<b>14183</b>	<b>15972</b>	<b>17957</b>	公允价值变动损失	78	81	80	80	80
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	(16)	(56)	(68)	(89)	(94)
每股收益	2.41	2.61	2.76	3.02	3.28	营运资本变动	574	383	111	78	117
每股红利	1.77	4.34	5.35	5.54	6.06	其它	1298	1549	1342	1469	1599
每股净资产	3.63	4.25	4.35	4.60	4.87	<b>经营活动现金流</b>	<b>3565</b>	<b>3753</b>	<b>3278</b>	<b>3532</b>	<b>3863</b>
ROIC	103.26%	90.11%	159%	492%	169%	资本开支	(725)	(913)	(600)	(500)	(500)
ROE	66.47%	61.45%	64%	66%	67%	其它投资现金流	(426)	525	0	0	0
毛利率	51%	50%	50%	50%	50%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1152)</b>	<b>(388)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
EBIT Margin	22%	23%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	25%	25%	26%	长期贷款增加	(365)	0	0	0	0
收入增长	20%	7%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(857)	(2100)	(301)	(2681)	(2931)
净利润增长率	8%	8%	6%	9%	9%	其它融资现金流	(792)	(34)	0	0	0
资产负债率	85%	84%	85%	86%	87%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2014)</b>	<b>(2133)</b>	<b>(301)</b>	<b>(2681)</b>	<b>(2931)</b>
股息率	3.0%	7.4%	9.1%	9.4%	10.3%	<b>现金净变动</b>	<b>399</b>	<b>1043</b>	<b>2377</b>	<b>352</b>	<b>433</b>
P/E	24.4	22.5	21.3	19.4	17.9	货币资金的期初余额	1956	2355	3398	5775	6127
P/B	16.2	13.8	13.5	12.8	12.1	货币资金的期末余额	2355	3398	5775	6127	6560
EV/EBITDA	11.1	10.2	10.3	9.5	8.8	企业自由现金流	2640	2448	2487	2830	3156
						权益自由现金流	2705	4514	2542	2900	3231

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032