

主流价格助增长，南区产能望缓解

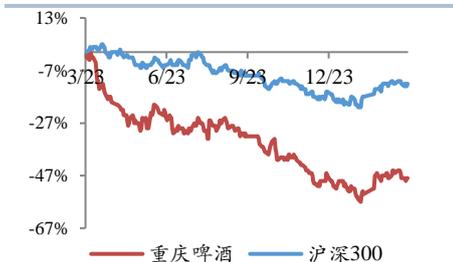
——重庆啤酒 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-31

收盘价(元)	64.47
近12个月最高/最低(元)	124.52/53.96
总股本(百万股)	484
流通股本(百万股)	484
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	312
流通市值(亿元)	312

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

相关报告

1.重庆啤酒 2022 年年报&2023 年一季报点评：积极调整，静待改善
2023-05-03

主要观点：

● 公司发布 2023 年年报：

- Q4：营收 17.86 亿（-3.8%），归母-0.07 亿（同期 0.81 亿）。
- Q1-4：营收 148.15 亿（+5.5%），归母 13.37 亿（+5.8%）。
- **此前已发快报，符合预期。**
- 同时公司 23 年分红 13.55 亿，分红率 101%（去年 100%）。

● 收入端：升级放缓但国际&南区亮眼

- 量价拆分：23A 销量 300 万吨（+4.9%），吨价 4818 元（+0.5%），Q4 量+4.8%/价-9.3%，均价下行因 22Q4 基数高&货折少。
- 分价格：23A 高档/主流/经济收入各 89 亿/ 53 亿/3 亿，同比+5.2%/+5.6%/ +10.1%，其中销量同比+4%/ +6%/ +3.8%，主流价格带是量增主力（预计乐堡和重啤销量+高单位数），高端的疆外乌苏及 1664 仍处恢复期。
- 分品牌：23A 国际/本土品牌收入各 53/82 亿+8%/+4%，国际品牌表现更优。
- 分区域：23A 西北/中区/南区收入各+1%/+3%/+14%，南区表现亮眼，24Q2 佛山工厂投产缓解产能不足问题。

● 盈利端：成本上涨但控费得当

- 成本上涨：23A 毛利率 49.1%/-1.3pct，因吨成本上涨+3.2%；Q4 毛利率 48.8%高基数下同比-6.8pct。
- 费率下降：23A 归母净利率同比+0.02pct 至 9.02%，销售费率 +0.53pct 但管理/研发费率-0.47/ -0.61pct，控费得当。

● 投资建议：24 年结构升级持续，维持“买入”

➢ 我们的观点：

考虑 24 年大麦成本下降及佛山工厂 Q2 投产增加 5kw 摊销，预计总成本持平；主看公司结构升级，预计疆外乌苏销量持平，主流价格带仍是量增主力。24Q1 吨价提升打消降级担忧。

盈利预测：我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 158/166/176 亿元，同比+6.4%/+5.3%/+5.8%；实现归母净利润 15/16/18 亿元，同比+11.0%/ +10.0%/ +7.5%；当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍，假设 24 年分红率 100%，股息率 4.8%，估值处历史较低水平，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，市场竞争加剧，原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14815	15765	16604	17566
收入同比 (%)	5.5%	6.4%	5.3%	5.8%
归属母公司净利润	1337	1483	1632	1755
净利润同比 (%)	5.8%	11.0%	10.0%	7.5%
毛利率 (%)	49.1%	49.8%	50.7%	50.7%
ROE (%)	62.5%	69.9%	75.7%	76.0%
每股收益 (元)	2.76	3.06	3.37	3.63
P/E	24.08	21.04	19.12	17.78
P/B	15.03	14.69	14.48	13.51
EV/EBITDA	7.87	6.71	5.94	5.41

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 3 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5465	5901	6637	7442	营业收入	14815	15765	16604	17566
现金	2713	3097	3806	4543	营业成本	7534	7919	8192	8658
应收账款	65	68	69	68	营业税金及附加	958	1025	1079	1142
其他应收款	24	26	28	29	销售费用	2533	2664	2773	2898
预付账款	42	40	37	35	管理费用	495	520	531	527
存货	2100	2140	2156	2225	财务费用	-60	-55	-64	-81
其他流动资产	521	531	541	541	资产减值损失	-101	-73	-73	-73
非流动资产	6922	7341	7423	7481	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	141	141	141	141	投资净收益	67	71	66	70
固定资产	3674	4350	4388	4303	营业利润	3353	3723	4115	4428
无形资产	677	672	667	662	营业外收入	29	29	29	29
其他非流动资产	2431	2179	2227	2375	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	12387	13243	14060	14923	利润总额	3376	3746	4138	4450
流动负债	8182	8558	8885	9388	所得税	664	737	828	890
短期借款	0	0	0	0	净利润	2712	3009	3310	3560
应付账款	2608	2750	2845	3006	少数股东损益	1375	1526	1679	1805
其他流动负债	5574	5809	6040	6381	归属母公司净利润	1337	1483	1632	1755
非流动负债	553	523	503	503	EBITDA	3760	4209	4629	4949
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.76	3.06	3.37	3.63
其他非流动负债	553	523	503	503					
负债合计	8735	9081	9388	9891					
少数股东权益	1512	2038	2516	2722					
股本	484	484	484	484					
资本公积	16	16	16	16					
留存收益	1640	1623	1655	1810					
归属母公司股东权益	2140	2123	2155	2310					
负债和股东权益	12387	13243	14060	14923					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3097	3773	4092	4495	成长能力				
净利润	2712	3009	3310	3560	营业收入	5.5%	6.4%	5.3%	5.8%
折旧摊销	515	518	555	579	营业利润	1.6%	11.0%	10.5%	7.6%
财务费用	6	5	4	3	归属于母公司净利	5.8%	11.0%	10.0%	7.5%
投资损失	-67	-71	-66	-70	获利能力				
营运资金变动	-196	264	241	375	毛利率 (%)	49.1%	49.8%	50.7%	50.7%
其他经营现金流	3035	2793	3118	3234	净利率 (%)	9.0%	9.4%	9.8%	10.0%
投资活动现金流	-1051	-854	-559	-555	ROE (%)	62.5%	69.9%	75.7%	76.0%
资本支出	-916	-925	-625	-625	ROIC (%)	68.3%	69.0%	68.1%	67.9%
长期投资	-356	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	221	71	66	70	资产负债率 (%)	70.5%	68.6%	66.8%	66.3%
筹资活动现金流	-2743	-2535	-2824	-3203	净负债比率 (%)	239.2%	218.2%	201.0%	196.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	0.67	0.69	0.75	0.79
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.39	0.42	0.48	0.53
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	8	0	0	0	总资产周转率	1.19	1.23	1.22	1.21
其他筹资现金流	-2751	-2535	-2824	-3203	应收账款周转率	227.68	237.95	242.29	255.51
现金净增加额	-697	384	709	737	应付账款周转率	2.95	2.96	2.93	2.96

每股指标 (元)				
每股收益	2.76	3.06	3.37	3.63
每股经营现金流	6.40	7.80	8.45	9.29
每股净资产	4.42	4.39	4.45	4.77

估值比率				
P/E	24.08	21.04	19.12	17.78
P/B	15.03	14.69	14.48	13.51
EV/EBITDA	7.87	6.71	5.94	5.41

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。