

结构承压，期待渠道和成本改善

业绩简评

3月29日，公司公告，2023年营业收入148.15亿元，同比+5.53%；归母净利13.37亿元，同比+5.78%。Q4营业收入17.86亿元，同比-3.76%；归母净利-0.07亿元（由盈转亏）。

经营分析

23年销量增速快于行业，中档基本盘稳健，结构疲弱。

23年销量299.75万吨，同比+4.9%；啤酒吨价+0.5%至4818元。分档次看，高档（8元以上）/主流（4-8元）/经济（4元以下）收入同比+5.2%/5.6%/10.1%，其中量+4.0%/6.0%/3.8%，价同比+1.2%/-0.3%/+6.0%。高档销量占比同比-0.4pct至48%、收入占比-0.2pct至61.3%。我们认为，公司23年现饮：非现饮45%：55%，同比修复但对比之前仍有缺口（21年55%：45%），疆外乌苏、1664现饮依赖程度高、经济扰动大，叠加自身渠道改革而下滑；区域品牌重庆、乐堡、疆内乌苏受益于旅游火爆，嘉士伯表现亮眼。

分区域看，西北/中/南区23年收入同比+1%/3%/14%，23Q4同比+23%/-4%/-14%，剔除西北2个区新调入南区的口径影响，预计西北收入增速恢复到双位数。

23Q4销量同比+4.7%（对比21Q4下滑7%），吨收入-8%（对比21Q4持平），系费投货折恢复，叠加1664、疆外乌苏Q4疲弱。

23年盈利维稳，毛利率下行，所得税率改善。

23年啤酒吨成本同比+3.2%（23Q4吨成本+5.9%），吨原料成本同比+6%，预计大麦、包材涨价；23年净利率同比-0.1pct至18.3%，毛利率同比-1.3pct，销售/管理费率同比+0.5/-0.5pct，广告及市场费率+0.3pct，办公及中介费率降低；所得税率同比-1.9pct至19.7%。23Q4净利率同比-9.9pct，其中毛利率同比-6.8pct，销售/管理费率同比+4.9/0.4pct。

根据公告，24年公司目标收入增长中高个位数。变革体现在3方面，静待旺季成效：1)大城市计划更重质量，重新筛选重点城市做更精细化的投入；2)24年销售人员将新增超百人，以弥补渠道短板；3)针对经销商、终端的扶持力度将加大，增强乌苏等大单品的渠道积极性。24年大麦采购已完成、澳麦双反取消红利逐步释放，佛山工厂投产后新增折旧摊销，吨成本有望步入下行区间。

盈利预测、估值与评级

考虑公司改革进度及需求环境，我们下调24-25年预测，幅度16%、21%，并引入26年盈利预测，预计24-26年收入增速6%/6%/6%，利润增速8%/9%/8%，EPS为2.98/3.24/3.51元，对应PE为22/20/18X，维持“买入”评级。

风险提示

渠道改革不及预期；市场竞争加剧；原材料上涨过快风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：李本媛（执业S1130523090002）

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：64.47元

相关报告：

- 《重庆啤酒公司点评：业绩基本符合预期，成本仍有压力》，2023.10.31
- 《重庆啤酒公司点评：Q2超预期，吨价、成本明显改善》，2023.8.17
- 《重庆啤酒公司点评：Q1降税增利，关注旺季改革成效》，2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,773	16,796	17,800
营业收入增长率	7.01%	5.53%	6%	6%	6%
归母净利润(百万元)	1,264	1,337	1,441	1,566	1,697
归母净利润增长率	8.35%	5.78%	8%	9%	8%
摊薄每股收益(元)	2.611	2.762	2.98	3.24	3.51
每股经营性现金流净额	7.75	6.40	8.34	8.95	8.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	61.45%	62.45%	67.68%	78.24%	96.29%
P/E	48.79	24.06	22	20	18
P/B	29.98	15.03	14.65	15.59	17.71

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	13,119	14,039	14,815	15,773	16,796	17,800	货币资金	2,355	3,398	2,713	4,853	6,942	9,141
增长率	7.0%	5.5%	6.5%	6.5%	6.0%		应收账款	121	83	89	112	120	127
主营业务成本	-6,436	-6,952	-7,534	-7,866	-8,308	-8,748	存货	1,887	2,166	2,100	2,175	2,169	2,145
%销售收入	49.1%	49.5%	50.9%	49.9%	49.5%	49.1%	其他流动资产	630	157	563	450	453	634
毛利	6,683	7,087	7,281	7,906	8,487	9,051	流动资产	4,993	5,804	5,465	7,590	9,684	12,046
%销售收入	50.9%	50.5%	49.1%	50.1%	50.5%	50.9%	%总资产	43.3%	46.4%	44.1%	52.2%	59.1%	65.4%
营业税金及附加	-892	-921	-958	-1,025	-1,092	-1,157	长期投资	254	311	157	189	199	214
%销售收入	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	固定资产	3,867	4,076	4,457	4,484	4,239	3,826
销售费用	-2,213	-2,326	-2,533	-2,760	-2,939	-3,097	%总资产	33.5%	32.6%	36.0%	30.8%	25.9%	20.8%
%销售收入	16.9%	16.6%	17.1%	17.5%	17.5%	17.4%	无形资产	1,314	1,384	1,376	1,369	1,362	1,435
管理费用	-517	-535	-495	-513	-537	-561	非流动资产	6,540	6,694	6,922	6,948	6,698	6,366
%销售收入	3.9%	3.8%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	%总资产	56.7%	53.6%	55.9%	47.8%	40.9%	34.6%
研发费用	-163	-111	-26	-28	-25	-27	资产总计	11,533	12,498	12,387	14,538	16,381	18,413
%销售收入	1.2%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	22	24	42	25	25	25
息税前利润 (EBIT)	2,898	3,194	3,270	3,580	3,894	4,210	应付款项	5,185	5,988	5,935	6,268	6,739	6,855
%销售收入	22.1%	22.8%	22.1%	22.7%	23.2%	23.7%	其他流动负债	2,675	2,299	2,205	2,579	2,714	2,840
财务费用	16	56	60	47	83	119	流动负债	7,882	8,311	8,182	8,872	9,477	9,720
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-78	-79	-103	-88	-88	-76	其他长期负债	522	563	553	535	261	489
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	负债	8,405	8,875	8,735	9,407	9,738	10,209
投资收益	58	68	67	67	60	60	普通股股东权益	1,755	2,056	2,140	2,129	2,001	1,762
%税前利润	2.0%	2.1%	2.0%	1.8%	1.5%	1.4%	其中：股本	484	484	484	484	484	484
营业利润	2,948	3,299	3,353	3,664	4,007	4,371	未分配利润	1,040	1,336	1,414	1,404	1,275	1,036
%营业利润率	22.5%	23.5%	22.6%	23.2%	23.9%	24.6%	少数股东权益	1,374	1,567	1,512	3,002	4,642	6,442
营业外收支	-6	0	23	0	0	0	负债股东权益合计	11,533	12,498	12,387	14,538	16,381	18,413
税前利润	2,941	3,299	3,376	3,664	4,007	4,371	比率分析						
利润率	22.4%	23.5%	22.8%	23.2%	23.9%	24.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-542	-712	-664	-733	-801	-874	每股指标						
所得税率	18.4%	21.6%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	2.410	2.611	2.762	2.978	3.235	3.506
净利润	2,399	2,587	2,712	2,931	3,206	3,497	每股净资产	3.625	4.249	4.422	4.400	4.135	3.641
少数股东损益	1,233	1,323	1,375	1,490	1,640	1,800	每股经营现金净流	7.366	7.754	6.399	8.342	8.951	8.502
归属于母公司的净利润	1,166	1,264	1,337	1,441	1,566	1,697	每股股利	2.000	2.600	2.800	3.000	3.500	4.000
净利率	8.9%	9.0%	9.0%	9.1%	9.3%	9.5%	回报率						
							净资产收益率	66.47%	61.45%	62.45%	67.68%	78.24%	96.29%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.11%	10.11%	10.79%	9.91%	9.56%	9.22%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	73.75%	67.89%	70.94%	55.54%	46.71%	40.93%
净利润	2,399	2,587	2,712	2,931	3,206	3,497	增长率						
少数股东损益	1,233	1,323	1,375	1,490	1,640	1,800	主营业务收入增长率	19.90%	7.01%	5.53%	6.47%	6.49%	5.98%
非现金支出	530	583	617	596	668	672	EBIT增长率	70.18%	10.22%	2.37%	9.48%	8.76%	8.12%
非经营收益	-239	256	-36	-147	-53	-54	净利润增长率	8.30%	8.35%	5.78%	7.82%	8.64%	8.37%
营运资金变动	874	327	-196	656	511	0	总资产增长率	20.19%	8.37%	-0.89%	17.37%	12.68%	12.40%
经营活动现金净流	3,565	3,753	3,097	4,037	4,332	4,115	资产管理能力						
资本开支	-716	-901	-916	-423	-322	-252	应收账款周转天数	3.1	2.3	1.6	1.6	1.6	1.6
投资	-486	512	-356	-32	-10	-15	存货周转天数	93.8	106.4	103.4	105.0	103.0	100.0
其他	50	0	221	67	60	60	应付账款周转天数	117.7	123.6	123.7	125.0	130.0	120.0
投资活动现金净流	-1,152	-388	-1,051	-388	-272	-207	固定资产周转天数	103.1	95.7	90.5	99.5	85.9	71.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-890	0	0	-16	-248	248	净负债/股东权益	-90.59%	-93.23%	-83.37%	-101.40%	-109.77%	-115.68%
其他	-1,124	-2,133	-2,743	-1,459	-1,699	-1,940	EBIT利息保障倍数	-182.5	-56.9	-54.2	-75.8	-46.9	-35.4
筹资活动现金净流	-2,014	-2,133	-2,743	-1,475	-1,947	-1,692	资产负债率	72.87%	71.01%	70.52%	64.70%	59.45%	55.44%
现金净流量	399	1,231	-697	2,174	2,113	2,216							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	12	35	49	128
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.08	1.06	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-03	买入	112.16	N/A
2	2022-04-29	买入	126.40	N/A
3	2022-08-18	买入	115.38	N/A
4	2022-10-28	买入	88.84	N/A
5	2023-02-08	买入	118.61	N/A
6	2023-04-28	买入	105.87	N/A
7	2023-08-17	买入	83.38	N/A
8	2023-10-31	买入	83.00	N/A

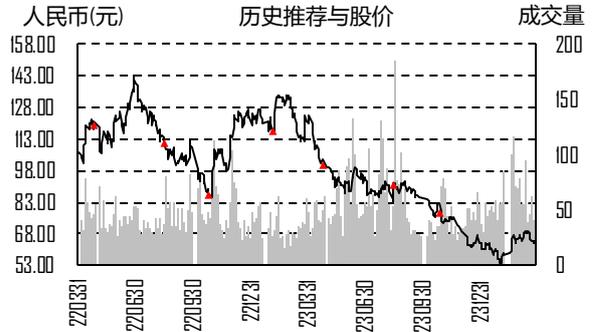
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806