

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

重庆啤酒(600132)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

创新驱动, “嘉”速扬帆

2024年4月1日

事件: 公司发布 2023 年业绩报告, 实现营收 148.15 亿, 同比+5.53%; 归母净利润 13.37 亿元, 同比+5.78%。

点评:

- **全年吨价持续提升, 国际品牌表现较好。**2023Q4 公司实现营收 17.86 亿元, 同比-3.8%。从销量来看, 2023Q4 销量实现 35 万千升, 同比+4.7%, 我们认为主要系基地市场消费场景恢复。从吨价来看, 2023Q4 千升酒收入为 5165 元, 同比-8.1%, 我们认为主要原因在于同期 2022Q4 公司部分市场受外部环境影响, 投入有所减少, 对应千升酒收入同比+8.4%至 5622 元, 基数较高所致。产品结构方面, 分品牌来看, 2023 年国际品牌收入同比+8.3%至 52.78 亿元, 增速较快, 占比 36.5%, 同比提升 0.96pct; 国产品牌收入同比+3.9%至 91.64 亿元, 占比 63.5%。分价格带来看, 在新口径下, 2023 年高档酒 (8 元以上) 收入同比+5.2%至 88.55 亿元, 主流酒 (4-8 元) 收入同比+5.6%至 52.97 亿元, 经济酒 (4 元以下) 收入同比+10.1%至 2.9 亿元。
- **受吨价增速放缓、成本上涨, 全年毛利率略承压。**2023Q4 公司亏损 749 万元, 一方面毛利率同比-6.79pct, 另一方面 2023Q4 销售费用率同比+4.88pct。从全年情况来看, 2023 年公司实现归母净利润 13.37 亿元, 同比+5.8%; 归母净利润率 9.0%, 同比持平。一方面, 受公司吨酒收入增长乏力, 千升酒成本同比+3.3%, 毛利率同比-1.3pct; 另一方面, 随着外部环境向好, 公司加大投入, 销售费用率同比+0.53pct 至 17.1%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵, 对啤酒生意的理解更强调产品创新, 因此我们长期看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼, 品牌资产的沉淀相对是不可复制的。目前, 公司积极应对宏观挑战, 不断优化经销商体系并且加大投入。展望 2024 年, 我们认为疆外乌苏有望逐渐回暖, 乐堡、重庆、大理等主流产品有望在优势市场继续保持较好的增长。此外从分红角度来看, 公司从 2021-2023 年的分红率基本维持在 80%以上, 具备较好的资本回报。我们预计重庆啤酒 2024-2026 年 EPS 分别 3.02 元、3.29 元、3.49 元, 对应 2024 年 3 月 29 日收盘价 (64.47 元/股) 市盈率 21、20、18 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 产品结构升级不达预期、原材料价格波动等

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	14,039	14,815	15,675	16,497	17,244
增长率 YoY %	7.0%	5.5%	5.8%	5.2%	4.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,264	1,337	1,461	1,591	1,690
增长率 YoY%	8.3%	5.8%	9.3%	8.9%	6.2%
毛利率%	50.5%	49.1%	49.6%	50.0%	50.0%
净资产收益率ROE%	61.5%	62.5%	40.7%	30.7%	24.6%
EPS(摊薄)(元)	2.61	2.76	3.02	3.29	3.49
市盈率 P/E(倍)	24.69	23.34	21.35	19.61	18.46
市净率 P/B(倍)	15.17	14.58	8.69	6.02	4.54

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	5,804	5,465	8,590	12,007	15,658	
货币资金	3,398	2,713	5,579	8,740	12,128	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	66	65	68	72	75	
预付账款	43	42	44	46	48	
存货	2,166	2,100	2,200	2,298	2,402	
其他	131	545	698	852	1,005	
非流动资产	6,694	6,922	7,208	7,465	7,701	
长期股权投资	297	141	194	247	300	
固定资产(合	3,681	3,674	3,760	3,917	4,006	
无形资产	685	677	669	661	653	
其他	2,031	2,431	2,586	2,640	2,743	
资产总计	12,498	12,387	15,799	19,473	23,359	
流动负债	8,311	8,182	8,589	8,983	9,389	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,498	2,608	2,732	2,853	2,982	
其他	5,814	5,574	5,857	6,130	6,407	
非流动负债	563	553	605	657	710	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	563	553	605	657	710	
负债合计	8,875	8,735	9,194	9,640	10,098	
少数股东权益	1,567	1,512	3,015	4,652	6,391	
归属母公司股	2,056	2,140	3,589	5,180	6,870	
负债和股东权	12,498	12,387	15,799	19,473	23,359	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	14,039	14,815	15,675	16,497	17,244	
同比(%)	7.0%	5.5%	5.8%	5.2%	4.5%	
归母净利润	1,264	1,337	1,461	1,591	1,690	
同比(%)	8.3%	5.8%	9.3%	8.9%	6.2%	
毛利率(%)	50.5%	49.1%	49.6%	50.0%	50.0%	
ROE(%)	61.5%	62.5%	40.7%	30.7%	24.6%	
EPS(摊薄)(元)	2.61	2.76	3.02	3.29	3.49	
P/E	24.69	23.34	21.35	19.61	18.46	
P/B	15.17	14.58	8.69	6.02	4.54	
EV/EBITDA	15.86	7.87	6.29	5.16	4.22	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	14,039	14,815	15,675	16,497	17,244	
营业成本	6,952	7,534	7,893	8,242	8,615	
营业税金及附加	921	958	1,013	1,066	1,115	
销售费用	2,326	2,533	2,727	2,870	3,000	
管理费用	535	495	533	561	586	
研发费用	111	26	28	29	31	
财务费用	-56	-60	-56	-124	-198	
减值损失合计	-81	-101	0	4	4	
投资净收益	68	67	70	74	77	
其他	62	57	62	65	68	
营业利润	3,299	3,353	3,668	3,995	4,245	
营业外收支	0	23	23	23	23	
利润总额	3,299	3,376	3,691	4,018	4,268	
所得税	712	664	726	791	840	
净利润	2,587	2,712	2,965	3,228	3,428	
少数股东损益	1,323	1,375	1,503	1,637	1,739	
归母净利润	1,264	1,337	1,461	1,591	1,690	
EBITDA	3,680	3,760	4,111	4,402	4,598	
EPS(当年)(元)	2.61	2.76	3.02	3.29	3.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,753	3,097	3,630	3,909	4,138	
净利润	2,587	2,712	2,965	3,228	3,428	
折旧摊销	504	515	476	507	528	
财务费用	4	6	12	16	20	
投资损失	-68	-67	-70	-74	-77	
营运资金变动	327	-196	268	258	263	
其它	399	127	-20	-25	-25	
投资活动现金流	-388	-1,051	-796	-790	-787	
资本支出	-901	-916	-689	-686	-686	
长期投资	512	-356	-178	-178	-178	
其他	0	221	70	74	77	
筹资活动现金流	-2,133	-2,743	46	41	37	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-2,100	-2,687	-12	-16	-20	
现金净增加额	1,231	-697	2,879	3,161	3,388	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。