

Q4 盈利有所承压，期待主流产品增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报，全年实现收入 148.2 亿元，同比+5.5%，实现归母净利润 13.4 亿元，同比+5.7%；其中 23Q4 实现营收 17.9 亿元，同比-3.8%，归母净利润为-0.07 亿元，去年同期为 0.81 亿元，公司业绩符合前期的业绩快报。此外，公司拟每 10 股派送现金红利 28 元(含税)，分红率 101.4%。
- **Q4 吨价有所承压，主流产品表现出色。**量方面，全年公司实现销量 299.8 万吨，同比增长 4.9%；其中 23Q4 实现销量 34.6 万吨，同比+4.7%；公司全年销量表现显著优于行业平均水平。分价格带看，2023 年公司高档/主流/经济啤酒实现收入 88.6/53/2.9 亿元，同比分别+5.2%/+5.6%/+10.1%；分品牌看，12 元以上的乌苏/1664 全年虽因性价比消费潮及渠道调整影响同比有所下滑，但以重庆、乐堡为首的腰部产品表现出色，在销量实现接近双位数增长的基础上，其品牌内部亦不断结构升级，带动中档+高端收入共同提升。价方面，得益于腰部产品的持续放量，2023/23Q4 公司吨价同比分别+0.5%/-9.3%至 4818/4860 元/吨水平，其中 Q4 吨价下滑主要系去年同期因疫情货折缩减形成的高基数。分区域看，2023 年西北区/中区/南区收入增速分别为+1.1%/+3%/+13.7%，南区受益于旅游市场情绪火热及大城市计划等实现较快增速。
- **产品结构有所承压，Q4 盈利能力下滑。**2023 年公司毛利率为 49.2%，同比下降 1.3pp，其中 23Q4 毛利率同比-6.8pp 至 48.8%，全年来看，毛利率下行或与毛利较低的主流啤酒快速放量及部分原料仍有成本压力有关；从吨成本角度看，2023/23Q4 吨成本同比分别+3.2%/+6%。费用方面，2023/23Q4 公司销售费用率分别为 17.1%/33.1%，同比分别+0.5pp/+4.9pp，主要系公司持续增加广宣及渠道费投；2023/23Q4 管理费用率同比分别-0.5pp/+0.5pp 至 3.3%/7.1%，主要由于内部经营效率提升带动费率下行。综合来看，2023 年公司净利率同比微降 0.4pp 至 21.4%。
- **大单品策略延续，大城市计划转向。**1) 产品方面，随着消费力复苏以及整体外部环境的持续改善，疆外乌苏有望实现恢复性增长，同时疆内借助乌苏 1984 将持续改善疆内结构；公司还将持续推进乐堡与重庆品牌的全国化扩张与内部结构升级，其中重庆品牌将逐步借助全国范围内的火锅渠道走向更多区域，两大腰部品牌放量将为公司量价提升提供充实保障。2) 渠道方面，今年预计新增个位数大城市，重心逐步转向过去已开拓的重点市场；而在费用投放方面亦将往线下渠道倾斜。3) 成本方面，大麦双反政策取消下带来的成本压力缓解将与佛山工厂投产带来折旧相抵。展望未来，在今年旺季奥运会+欧洲杯双重利好刺激下，公司盈利能力有望稳步上行。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.04 元、3.33 元、3.62 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、19 倍、18 倍；给予重庆啤酒 2024 年 27 倍 PE，对应目标价 82.08 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 现饮场景恢复不及预期风险，高端化竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	148.15	158.75	169.11	179.10
增长率	5.53%	7.16%	6.52%	5.91%
归属母公司净利润(亿元)	13.37	14.73	16.13	17.53
增长率	5.78%	10.20%	9.52%	8.66%
每股收益EPS(元)	2.76	3.04	3.33	3.62
净资产收益率 ROE	74.25%	55.34%	45.08%	38.33%
PE	23	21	19	18
PB	8.54	5.78	4.30	3.36

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.84
流通 A 股(亿股)	4.84
52 周内股价区间(元)	53.96-127.9
总市值(亿元)	312.02
总资产(亿元)	123.87
每股净资产(元)	4.42

相关研究

1. 重庆啤酒(600132): 主流啤酒延续高增, Q3 业绩符合预期 (2023-11-02)
2. 重庆啤酒(600132): 主流产品收入激增, Q2 实现量价齐升 (2023-08-18)
3. 重庆啤酒(600132): 22 年业绩有所承压, 23 年逐季改善可期 (2023-04-28)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着啤酒行业整体产量进入长期平稳阶段，产品结构由中低端逐步向上升级趋势确定，公司中档及以上产品占比有望持续提升，我们预测 2024-2026 年公司整体销量增速为 6.4%、5.5%、5.0%；

假设 2：随着公司“6+6”产品战略的不断强化，以乐堡和重庆为代表的中高端大单品以及以乌苏/1664 为代表的高端单品有望持续扩容，带动整体产品结构提升，我们预测 2024-2026 年公司啤酒吨价增速分别为 0.5%、0.8%、0.6%；毛利率分别为 50.4%、51.0%、51.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
啤酒业务	收入	144.4	154.5	164.2	173.4
	增速	5.4%	7.0%	6.3%	5.6%
	销量（万吨）	299.8	318.9	336.4	353.3
	增速	4.9%	6.4%	5.5%	5.0%
	吨价（元/吨）	4818	4843	4881	4910
	增速	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%
	毛利率	49.8%	50.4%	51.0%	51.9%
其他业务	收入	3.7	4.3	4.9	5.7
	增速	8.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	25.7%	26.0%	26.0%	26.0%
合计	收入	148.2	158.8	169.1	179.1
	增速	5.5%	7.2%	6.5%	5.9%
	毛利率	49.1%	49.8%	50.3%	51.1%

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

我们选取了 A 股啤酒行业中具备代表性的四家公司，其中华润啤酒与青岛啤酒作为体量相对较大的全国性行业龙头，已经基本完成对全国范围内的渠道覆盖；而燕京啤酒与珠江啤酒作为体量较小的区域性啤酒公司，与重庆啤酒类似，在各自的优势区域具备相对坚实的市场壁垒，因此以上公司具备较强可比性。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
0291.HK	华润啤酒	1170	36.05	1.59	1.87	2.17	2.46	20	18	15	13
600600.SH	青岛啤酒	1132	82.97	3.13	3.72	4.28	4.74	24	22	19	18
002461.SZ	珠江啤酒	177	7.98	0.28	0.35	0.4	0.42	28	23	20	19

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000729.SZ	燕京啤酒	267	9.46	-	0.31	0.41	-	42	30	23	-
平均值								29	23	19	17
600132.SH	重庆啤酒	319	65.95	2.76	3.04	3.33	3.62	23	21	19	18

数据来源: Wind, 西南证券整理

从行业四家公司横向对比来看，2024 年啤酒行业的平均 PE 为 23 倍，公司对应 24 年的 PE 约为 21 倍，低于行业平均水平。考虑到重庆啤酒在品牌宣传上具备独特的优势，大单品乌苏在公司逐步增加线下费用投放后，具备较大的恢复性增长空间，此外重庆品牌与火锅场景的深度绑定，帮助其在全国扩张中具备较大潜力，因此给予重庆啤酒 24 年 27 倍 PE，对应目标价 82.08 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	148.15	158.75	169.11	179.10	净利润	27.12	29.88	32.73	35.56
营业成本	75.34	79.74	84.07	87.65	折旧与摊销	4.78	1.92	2.13	2.23
营业税金及附加	9.58	10.49	11.12	11.75	财务费用	-0.60	-0.91	-1.33	-2.11
销售费用	25.33	26.99	28.92	31.34	资产减值损失	-1.01	0.12	0.10	0.10
管理费用	4.95	5.24	5.75	6.27	经营营运资本变动	4.19	-12.47	2.00	1.88
财务费用	-0.60	-0.91	-1.33	-2.11	其他	-3.50	-0.36	-0.41	-0.40
资产减值损失	-1.01	0.12	0.10	0.10	经营活动现金流净额	30.97	18.19	35.22	37.25
投资收益	0.67	0.30	0.30	0.30	资本支出	-5.09	-4.00	-1.00	-1.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.51	-4.00	-1.00	-1.10
营业利润	33.53	37.38	40.79	44.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.23	0.11	0.17	0.14	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	33.76	37.50	40.96	44.54	股权融资	0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	6.64	7.62	8.23	8.98	支付股利	-12.58	-12.57	-14.12	-15.37
净利润	27.12	29.88	32.73	35.56	其他	-14.93	0.95	1.53	2.31
少数股东损益	13.75	15.15	16.59	18.03	筹资活动现金流净额	-27.43	-11.62	-12.59	-13.06
归属母公司股东净利润	13.37	14.73	16.13	17.53	现金流量净额	-6.97	2.57	21.63	23.09
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27.13	29.69	51.32	74.41	成长能力				
应收和预付款项	1.30	1.52	1.55	1.64	销售收入增长率	5.53%	7.16%	6.52%	5.91%
存货	21.00	22.23	23.44	24.44	营业利润增长率	1.63%	11.50%	9.10%	8.86%
其他流动资产	5.21	5.17	5.27	5.37	净利润增长率	4.82%	10.20%	9.52%	8.66%
长期股权投资	1.41	1.41	1.41	1.41	EBITDA 增长率	1.46%	1.84%	8.31%	7.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	44.57	46.82	45.86	44.90	毛利率	49.15%	49.77%	50.29%	51.06%
无形资产和开发支出	13.76	13.59	13.42	13.25	三费率	20.03%	19.73%	19.71%	19.82%
其他非流动资产	9.48	9.78	10.08	10.38	净利率	18.30%	18.82%	19.35%	19.85%
资产总计	123.87	130.21	152.35	175.80	ROE	74.25%	55.34%	45.08%	38.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	21.89%	22.95%	21.48%	20.23%
应付和预收款项	31.04	34.90	36.31	37.78	ROIC	-364.55%	1200.52%	401.64%	736.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.45%	24.18%	24.59%	24.85%
其他负债	56.31	41.32	43.45	45.24	营运能力				
负债合计	87.35	76.22	79.76	83.02	总资产周转率	1.19	1.25	1.20	1.09
股本	4.84	4.84	4.84	4.84	固定资产周转率	4.03	4.09	4.06	4.28
资本公积	0.16	0.16	0.16	0.16	应收账款周转率	220.51	213.07	201.41	207.62
留存收益	16.56	18.72	20.73	22.88	存货周转率	3.13	3.69	3.68	3.66
归属母公司股东权益	21.40	23.72	25.73	27.88	销售商品提供劳务收到现金营业收入	105.88%	—	—	—
少数股东权益	15.12	30.27	46.87	64.90	资本结构				
股东权益合计	36.52	53.99	72.59	92.78	资产负债率	70.52%	58.54%	52.35%	47.22%
负债和股东权益合计	123.87	130.21	152.35	175.80	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.67	0.83	1.11	1.38
					速动比率	0.41	0.52	0.79	1.06
					股利支付率	94.14%	85.35%	87.56%	87.69%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	37.70	38.39	41.58	44.51	每股收益	2.76	3.04	3.33	3.62
PE	23.34	21.18	19.34	17.80	每股净资产	7.55	11.16	15.00	19.17
PB	8.54	5.78	4.30	3.36	每股经营现金	6.40	3.76	7.28	7.70
PS	2.11	1.97	1.85	1.74	每股股利	2.60	2.60	2.92	3.18
EV/EBITDA	7.22	7.00	5.94	5.02					
股息率	4.03%	4.03%	4.53%	4.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
