

重庆啤酒 (600132.SH)

高端化节奏有所放缓，分红比例提升至 101%

买入

核心观点

事件：重庆啤酒公布 2023 年年报，全年实现营业总收入 148.15 亿元，同比+5.53%；实现归母净利润 13.37 亿元，同比+5.78%。2023 年第四季度实现营业总收入 17.86 亿元，同比-3.76%；实现归母净利润-0.07 亿元，同比-109.22%。

2023 年收入增长主要由销量增长贡献，高端化节奏有所放缓。2023 年公司啤酒业务销售收入 144.41 亿元，同比+5.4%。拆分量价来看，全年销量 299.75 万千升，同比+4.9%，增速快于啤酒行业。均价方面，全年啤酒销售均价 4818 元/千升，同比+0.5%。2023 年公司 6-10 元价格带的乐堡、重庆品牌销量较快增长，而 10 元以上价格带疆外红乌苏、1664 产品销量承压，最终呈现出产品结构局部优化、但整体高端化节奏有所放缓的态势。

2023 成本压力及销售费用投入增多制约盈利能力提升。成本端，由于大麦采购价格大幅提升，2023 年生产成本压力仍存。公司虽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，全年毛利率同比-1.3pct。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，销售费用率同比+0.5pct。其他费用控制较好，管理费用率/研发费用率同比分别-0.5/-0.6pct，财务费用率持平。2023 年公司实现归母净利率 9.02%，同比+0.02pct，盈利能力提升幅度较小。

2023 年度公司现金分红比例提升至 101.4%。2023 年度公司拟为每股派发现金红利 2.80 元（含税），年度分红比例为 101.4%，较 2022 年度高分红比例仍有小幅提升（公司 2021 年度/2022 年度现金分红比例分别为 83.0%/99.6%）。

盈利预测与投资建议：2023 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。考虑到消费能力及消费信心尚未充分恢复，公司制定了 2024 年中到高个位数的收入增长目标。2024 年公司将继续依托优势产品组合进行市场拓展，当前乐堡、嘉士伯、重庆品牌保持较好增长势能，品牌认知度逐步提升，公司也正通过解决渠道价盘问题、丰富产品矩阵、维持品牌投入的方式，致力于恢复乌苏品牌的增长势能，预计 2024 年公司继续实现稳健增长。我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测：预计 2024-2026 年营业收入 157.1/167.1/177.6 亿元，同比+6.0%/+6.4%/+6.3%，归母净利润 14.6/15.9/17.3 亿元，同比+9.4%/+8.5%/+8.9%。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 21/20 倍，维持“买入”评级。

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。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,709	16,708	17,763
(+/-%)	7.0%	5.5%	6.0%	6.4%	6.3%
归母净利润(百万元)	1264	1337	1463	1587	1727
(+/-%)	8.3%	5.8%	9.4%	8.5%	8.8%
每股收益(元)	2.61	2.76	3.02	3.28	3.57
EBIT Margin	22.8%	22.1%	22.7%	23.0%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	61.5%	62.5%	64.5%	66.4%	68.2%
市盈率 (PE)	24.7	23.3	21.3	19.7	18.1
EV/EBITDA	10.9	10.7	10.2	9.5	8.8
市净率 (PB)	15.17	14.58	13.77	13.05	12.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

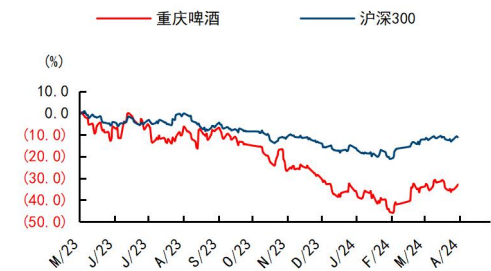
食品饮料·非白酒

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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	66.84 元
总市值/流通市值	32349/32349 百万元
52 周最高价/最低价	128.50/52.53 元
近 3 个月日均成交额	315.74 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《重庆啤酒 (600132.SH) - 高端酒销售承压，高端化节奏放缓》——2024-02-17
- 《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

事件：公司发布 2023 年年报，全年实现营业总收入 148.15 亿元，同比+5.53%；实现归母净利润 13.37 亿元，同比+5.78%。2023 年第四季度实现营业总收入 17.86 亿元，同比-3.76%；实现归母净利润-0.07 亿元，同比-109.22%。

2023 年收入增长主要由销量增长贡献，高端化节奏有所放缓。2023 年公司啤酒业务销售收入 144.41 亿元，同比+5.4%。拆分量价来看，全年销量 299.75 万千升，同比+4.9%，增速快于啤酒行业。均价方面，全年啤酒销售均价 4818 元/千升，同比+0.5%。2023 年公司 6-10 元价格带的乐堡、重庆品牌销量较快增长，而 10 元以上价格带疆外红乌苏、1664 产品销量承压，最终呈现出产品结构局部优化、但整体高端化节奏有所放缓的态势。全年高档（8 元以上）产品销量同比+4.0%，其中高档产品嘉士伯销量同比增速超 10%；全年主流档（大于等于 4 元且小于 8 元）产品销量同比+6.0%，经济档（4 元以下）产品销量同比+3.8%。

成本压力及销售费用投入增多制约盈利能力提升。成本端，由于大麦采购价格大幅提升，2023 年生产成本压力仍存。公司虽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，全年毛利率同比-1.3pct。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，销售费用率同比+0.5pct。其他费用控制较好，管理费用率/研发费用率同比分别-0.5/-0.6pct，财务费用率持平。2023 年公司实现归母净利率 9.02%，同比+0.02pct，盈利能力提升幅度较小。其中 2023 年第四季度行业经营压力增大，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为微亏。

2023 年度公司现金分红比例提升至 101.4%。2023 年度公司拟为每股派发现金红利 2.80 元（含税），共计现金红利 13.55 亿元（含税），年度分红比例为 101.4%，较 2022 年度高分红比例仍有小幅提升（公司 2021 年度/2022 年度现金分红比例分别为 83.0%/99.6%）。

盈利预测与投资建议：2023 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。考虑到消费能力及消费信心尚未充分恢复，公司制定了 2024 年中到高个位数的收入增长目标。2024 年公司将继续依托优势产品组合进行市场拓展，当前乐堡、嘉士伯、重庆品牌保持较好增长势能，品牌认知度逐步提升，公司也正通过解决渠道价盘问题、丰富产品矩阵、维持品牌投入的方式，致力于恢复乌苏品牌的成长势能，预计 2024 年公司继续实现稳健增长。我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测：预计 2024-2026 年营业收入 157.1/167.1/177.6 亿元，同比+6.0%/+6.4%/+6.3%，归母净利润 14.6/15.9/17.3 亿元，同比+9.4%/+8.5%/+8.9%。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 21/20 倍，维持“买入”评级。

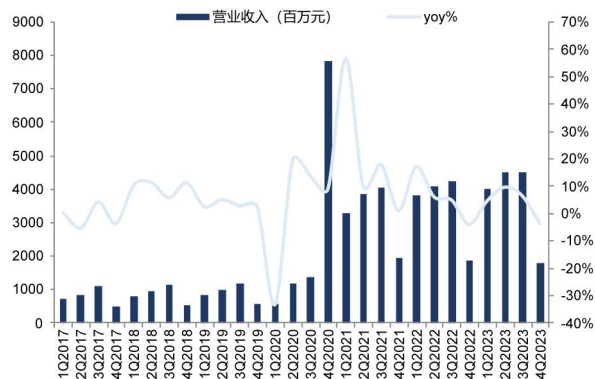
风险提示：宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

表1：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	23.3	64.47	2.76	3.02	23.3	21.3	312	买入
600600.SH	青岛啤酒	26.6	83.37	3.13	3.77	26.6	22.1	1,137	买入
0291.HK	华润啤酒	20.6	33.26	1.61	1.90	20.7	17.5	1,060	买入
000729.SZ	燕京啤酒	40.7	9.19	0.23	0.33	40.5	28.1	259	买入

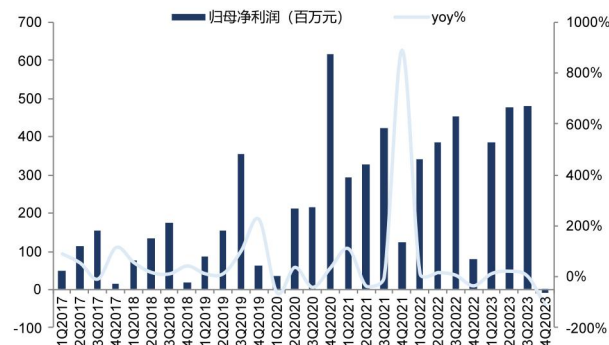
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒 2023 年 EPS 为实际披露值，燕京啤酒为预测值。

图1: 重庆啤酒分季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



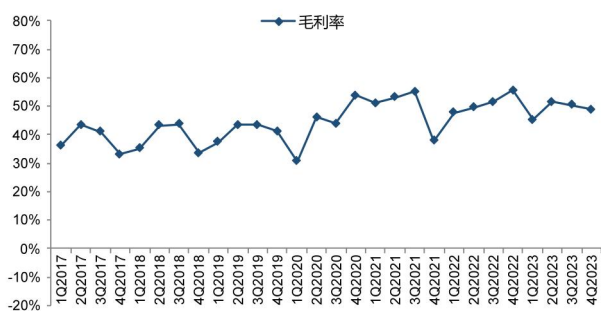
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 重庆啤酒分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



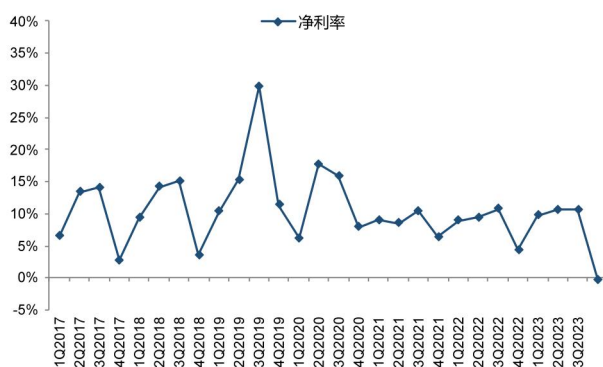
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 重庆啤酒分季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 重庆啤酒分季度净利率变化



资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3398	2713	6191	6590	7037	营业收入	14039	14815	15709	16708	17763
应收款项	83	89	93	99	105	营业成本	6952	7534	7935	8449	8988
存货净额	2166	2100	2342	2488	2646	营业税金及附加	921	958	1015	1080	1155
其他流动资产	157	203	175	186	198	销售费用	2326	2533	2639	2757	2860
流动资产合计	5804	5465	8801	9364	9986	管理费用	535	495	530	546	544
固定资产	4076	4457	4488	4459	4394	研发费用	111	26	28	30	31
无形资产及其他	685	677	666	655	644	财务费用	(56)	(60)	(65)	(95)	(101)
投资性房地产	1636	1647	612	2116	3749	投资收益	68	67	70	70	70
长期股权投资	297	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	(81)	(101)	(80)	(80)	(80)
资产总计	12498	12387	14708	16734	18914	其他收入	(49)	31	33	32	39
短期借款及交易性金融负债	24	42	42	42	42	营业利润	3299	3353	3679	3993	4347
应付款项	2498	2608	2693	2861	3043	营业外净收支	(0)	23	15	15	15
其他流动负债	5790	5532	6136	6239	6319	利润总额	3299	3376	3694	4008	4362
流动负债合计	8311	8182	8872	9142	9404	所得税费用	712	664	727	788	858
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1323	1375	1504	1632	1777
其他长期负债	563	553	553	553	553	归属于母公司净利润	1264	1337	1463	1587	1727
非流动负债合计	563	553	553	553	553	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	8875	8735	9425	9695	9957	净利润	1264	1337	1463	1587	1727
少数股东权益	1567	1512	3016	4649	6426	资产减值准备	3	19	(13)	2	(1)
股东权益	2056	2140	2266	2390	2531	折旧摊销	473	478	414	459	496
负债和股东权益总计	12498	12387	14708	16734	18914	公允价值变动损失	81	101	80	80	80
						财务费用	(56)	(60)	(65)	(95)	(101)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	383	(136)	458	109	86
每股收益	2.61	2.76	3.02	3.28	3.57	其它	1549	1298	1518	1631	1777
每股红利	4.34	5.55	5.60	6.13	6.65	经营活动现金流	3753	3097	3919	3866	4166
每股净资产	4.25	4.42	4.68	4.94	5.23	资本开支	(913)	(919)	(500)	(500)	(500)
ROIC	90.11%	83.30%	183%	472%	165%	其它投资现金流	525	(132)	360	0	0
ROE	61.45%	62.45%	65%	66%	68%	投资活动现金流	(388)	(1051)	(140)	(500)	(500)
毛利率	50%	49%	49%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	22%	23%	23%	24%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(2100)	(2687)	(301)	(2967)	(3219)
收入增长	7%	6%	6%	6%	6%	其它融资现金流	(34)	(56)	0	0	0
净利润增长率	8%	6%	9%	8%	9%	融资活动现金流	(2133)	(2743)	(301)	(2967)	(3219)
资产负债率	84%	83%	85%	86%	87%	现金净变动	1043	(685)	3478	399	447
股息率	6.7%	8.6%	8.7%	9.5%	10.3%	货币资金的期初余额	2355	3398	2713	6191	6590
P/E	24.7	23.3	21.3	19.7	18.1	货币资金的期末余额	3398	2713	6191	6590	7037
P/B	15.2	14.6	13.8	13.1	12.3	企业自由现金流	2448	2049	3233	3157	3444
EV/EBITDA	10.9	10.7	10.2	9.5	8.8	权益自由现金流	4514	4680	3286	3233	3525

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