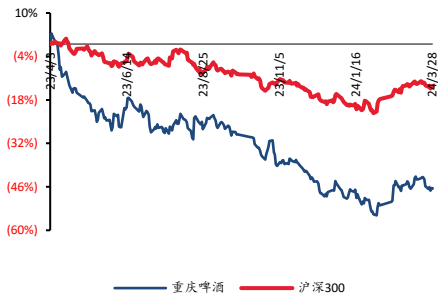


四季度结构升级略有放缓，期待2024年“嘉速扬帆”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	4.84/4.84
总市值/流通(亿元)	312.02/312.02
12个月内最高/最低价(元)	128.5/52.53

相关研究报告

<<重庆啤酒：收入增速环比下滑，高端化产品升级延续>>—2022-10-30

<<重庆啤酒：疫情不改高端化趋势，费用下降稳定盈利能力>>—2022-08-18

<<重庆啤酒：疫情影响一季度下滑，看好其长期发展>>—2020-04-19

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件：重庆啤酒发布2023年年报，2023年实现营收148.15亿元，同比+5.53%，归母净利润13.37亿元，同比+5.78%，扣非归母净利润13.14亿元，同比+6.45%。2023Q4实现营收17.86亿元，同比-3.76%，归母净利润-0.07亿元，去年同期为0.81亿元，扣非归母净利润为-0.13亿元，去年同期为0.73亿元。

主流价格带销量增速较快，四季度结构升级略有放缓。2023年公司业绩稳定增长，符合前期业绩快报预期，2023Q4业绩承压主要由于吨价下滑。拆分量价来看，2023年公司销量/吨价分别为299.75万千升/4817.8元，同比+4.93%/+0.49%。2023Q4公司销量/吨价分别为34.58万千升/5165.28元，同比+4.76%/-8.13%，公司四季度吨价下降明显主要由于：1) 2022Q4货折力度较低导致吨价基数高；2) 疆外乌苏、1664等高端产品表现承压。分价格带来看，2023年公司高档/主流/经济分别实现营收88.55/52.97/28.96亿元，同比+5.18%/+5.64%/+10.06%，高档/主流/经济销量同比+3.98%/+5.97%/+3.80%，高档/主流/经济吨价同比+1.15%/-0.31%/+6.03%，高档产品中乐堡量价齐升，嘉士伯表现亮眼，预估整体乌苏销量略增，1664和疆外乌苏因消费力及渠道调整有所下滑，主流价格带贡献最大销量增速。从价格端来看，公司全年仍维持结构升级态势。分区域看，西北区/中区/南区分别实现营收40.23/60.84/43.34亿元，同比+1.10%/+3.01%/+13.74%，分别占比27.86%/42.13%/30.01%，南区因口径调整增长较快，佛山工厂投产后南区有望维持高增速，23Q4西北区上涨23.67%，基地市场修复明显。

2023年吨成本上涨和结构升级放缓影响毛利率有所承压，2024年展望积极。2023年公司毛利率49.15%，同比-1.33pct，吨成本为2421元/吨，同比+3.2%，毛利率降低主要由于结构升级放缓以及成本上涨压力。其中2023Q4毛利率受产品结构影响继续下探至48.79%，同比-6.80pct，环比-1.74pct。2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为17.10%/3.34%/0.18%/-0.41%，同比+0.53pct/-0.47pct/-0.61pct/-0.01pct，净利率达18.30%，同比-0.13pct。2024年公司提出营收中高个位数增长目标，在产品端利用6+6产品矩阵持续推进高端化战略，推出1986版绿乌苏推动乌苏结构升级，乐堡、重庆等品牌进行全国化推广，渠道端不断革新销售模式如强化渠道分销和网格优化、拓展新零售和线上销售。因取消澳麦的“双反”措施，今年大麦价格有望持续下行推动成本改善，但佛山工厂将于二季度投产，新增的折旧摊销将对冲部分成本下降红利，整体毛利率预计将保持稳定。

公司持续提升分红率，高分红提振市场信心。2023年公司拟分配现金红利13.55亿元，分红率达101.39%，较2021/2002年83.00%/99.58%的分红率进一步提升，当前市值对应股息率达4.2%。

投资建议：在新的发展战略“嘉速扬帆”阶段，公司推动高端产品增长，加速增长型市场发展，在新增产能投放下未来有望保持稳定增长。预计2024-2026年EPS分别为3.00/3.27/3.53元，对应PE分别为

22x/20x/18x，按照 2024 年业绩给予 23 倍，目标价 69.00 元，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,815	15,737	16,755	17,786
营业收入增长率(%)	5.53%	6.23%	6.47%	6.15%
归母净利（百万元）	1,337	1,450	1,581	1,710
净利润增长率(%)	5.78%	8.46%	9.06%	8.14%
摊薄每股收益（元）	2.76	3.00	3.27	3.53
市盈率（PE）	24.08	21.52	19.74	18.25

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,398	2,713	4,713	6,543	8,585
应收和预付款项	109	106	140	133	142
存货	2,166	2,100	2,327	2,476	2,574
其他流动资产	131	545	575	613	649
流动资产合计	5,804	5,465	7,756	9,765	11,951
长期股权投资	297	141	122	82	11
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,681	3,674	4,107	4,370	4,605
在建工程	395	784	703	624	597
无形资产开发支出	685	677	707	737	755
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7,440	7,112	9,454	11,519	13,757
资产总计	12,498	12,387	15,092	17,332	19,724
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,498	2,608	2,763	2,952	3,105
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	6,377	6,127	7,019	7,267	7,561
负债合计	8,875	8,735	9,781	10,219	10,666
股本	484	484	484	484	484
资本公积	8	16	16	16	16
留存收益	1,578	1,656	1,801	1,959	2,130
归母公司股东权益	2,056	2,140	2,285	2,443	2,614
少数股东权益	1,567	1,512	3,026	4,670	6,444
股东权益合计	3,623	3,652	5,311	7,113	9,058
负债和股东权益	12,498	12,387	15,092	17,332	19,724

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	3,753	3,097	4,236	4,016	4,360
投资性现金流	-388	-1,051	-938	-771	-787
融资性现金流	-2,133	-2,743	-1,297	-1,415	-1,531
现金增加额	1,231	-697	2,000	1,830	2,042

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,039	14,815	15,737	16,755	17,786
营业成本	6,952	7,534	7,900	8,394	8,893
营业税金及附加	921	958	1,040	1,096	1,163
销售费用	2,326	2,533	2,691	2,865	3,024
管理费用	535	495	519	536	551
财务费用	-56	-60	-48	-55	-61
资产减值损失	-81	-101	-60	-50	-50
投资收益	68	67	63	67	68
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	3,299	3,353	3,587	3,900	4,210
其他非经营损益	0	23	5	9	13
利润总额	3,299	3,376	3,592	3,909	4,223
所得税	712	664	629	684	739
净利润	2,587	2,712	2,963	3,225	3,484
少数股东损益	1,323	1,375	1,514	1,644	1,774
归母股东净利润	1,264	1,337	1,450	1,581	1,710

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	50.48%	49.15%	49.80%	49.90%	50.00%
销售净利率	9.00%	9.02%	9.21%	9.44%	9.61%
销售收入增长率	7.01%	5.53%	6.23%	6.47%	6.15%
EBIT 增长率	10.45%	2.20%	9.21%	8.75%	7.96%
净利润增长率	8.35%	5.78%	8.46%	9.06%	8.14%
ROE	61.45%	62.45%	63.44%	64.71%	65.40%
ROA	10.11%	10.79%	9.61%	9.12%	8.67%
ROIC	66.85%	68.32%	53.41%	43.70%	37.23%
EPS (X)	2.61	2.76	3.00	3.27	3.53
PE (X)	48.80	24.08	21.52	19.74	18.25
PB (X)	29.98	15.03	13.65	12.77	11.94
PS (X)	4.39	2.17	1.98	1.86	1.75
EV/EBITDA (X)	15.86	7.87	6.55	5.62	4.78

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。