

2024年04月10日

重庆啤酒 (600132.SH)

公司快报

主流价位贡献量增，高分红政策延续

事件：

公司发布 2023 年年报，2023 全年公司实现营业收入 148.15 亿元，同比+5.53%，实现归母净利润 13.37 亿元，同比+5.78%，实现扣非归母净利润 13.14 亿元，同比+6.45%。单季度来看，23Q4 公司实现营业收入 17.86 亿元，同比-3.76%，实现归母净利润-0.07 亿元，同比-109.23%，实现扣非归母净利润-0.13 亿元，同比-117.73%。23 年公司每股拟派发现金红利 2.80 元（含税），年度分红比例同比提升 1.8pct 至 101.4%，高分红政策延续。

24 年目标：2024 年公司计划实现营收中到高个位数增长。

投资要点

◆ **收入分析：主流品牌贡献量增，吨价增速放缓。** 23 年公司实现营收 148.15 亿元，同比+5.53%（其中 Q1：+4.52%；Q2：+9.64%；Q3：+6.51%；Q4：-3.76%）。公司啤酒业务实现收入 144.42 亿元，同比+5.4%，销量 299.8 万千升，同比+4.93%，对应吨价 4942 元，同比+0.57%。其中，Q4 啤酒销量、吨价分别同比+4.8%、-9.3%，Q4 量升价跌我们认为主要系 22Q4 疫情影响下产品货折力度较小形成高基数影响。

1) **分价格带：**23 年高档啤酒(8 元及以上产品)实现营收 88.55 亿元，同比+5.18%；主流啤酒(4-8 元产品)实现营收 52.97 亿元，同比+5.64%；经济型啤酒(4 元以下产品)实现营收 2.9 亿元，同比+10.06%。量价拆分来看，高档、主流、经济型啤酒销量分别同比增长 3.98%、5.97%、3.80%，对应吨价分别同比+1.2%、-0.3%、+6%。整体来看，各档次啤酒销量均实现稳步增长，且高档啤酒吨价持续上行以及公司推动经济型产品结构升级，带动其吨价提升明显。

2) **分地区：**23 年西北区、中区、南区分别实现营收 40.23、60.84、43.34 亿元，同比+1.1%、+3.01%、+13.74%，南区受益于大城市计划及渠道拓展增速较快。其中，Q4 西北、中区、南区分别实现营收 2.56、7.34、6.9 亿元，分别同比+23.4%、-3.6%、-13.7%。西北区市场 Q4 恢复效果明显，主要系 22Q4 低基数影响。

◆ **利润分析：大麦价格上涨致使毛利率承压，归母净利率基本维持稳定。** 2023 年实现归母净利润 13.37 亿元，同比增长 5.78%（其中 Q1：+13.63%；Q2：+23.52%；Q3：+5.32%；Q4：-109.23%）。

1) **成本上，**公司 23 年吨成本同比+3.18%，其中原料吨成本同比+5.67%。公司 23 年毛利率为 49.15%，同比下降 1.33pct，主要系原材料、包材价格上升以及主流价格带产品放量导致吨价提升幅度较慢所致。分结构来看，高档、主流、经济产品毛利率分别同比-1.57pct、-0.88pct、+0.78pct，中高檔以上产品盈利能力均有所下滑。其中 Q4 毛利率为 48.79%，同比下降 6.8pct。

2) **费用上：**23 年公司期间费用率为 20.20%，同比下降 0.56pct。其中管理和研发费用管控较好，同比下降 0.47pct、0.61pct，销售费用率同比提升 0.53pct，

食品饮料 | 啤酒 III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2024-04-09)

67.14 元

交易数据

总市值(百万元)	32,493.83
流通市值(百万元)	32,493.83
总股本(百万股)	483.97
流通股本(百万股)	483.97
12个月价格区间	120.30/55.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.74	2.8	-30.69
绝对收益	4.42	10.12	-44.99

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告



主要系公司持续加大市场投放力度，23 年广告及市场费用、工资薪酬分别同比增长 10.09%、7.34%。综合来看，23 年归母净利率为 9%，较 22 年同比基本持平。

◆ **2024 年展望：主流价格带动成长，24 年成本改善可期。** 展望 2024 年，我们认为：

1) **产品组合**：2024 年公司“扬帆 27”战略进入新的发展阶段“嘉速扬帆”。公司在产品组合上提升高端产品增长以及加速啤酒以外品类增长。我们认为在啤酒消费升级的大背景下，经济产品将逐步升级至主流产品，量增带动整体营收增长；

2) **渠道分布**：公司持续推动大城市计划，计划在 2024 年将目标城市从 91 个增加至 100 个左右，并计划在各个城市拓展渠道，增强品牌势能；

3) **成本端**：大麦双反政策取消或将直接带动啤酒企业原料成本改善，预计公司大麦采购成本同比下降，而佛山生产基地预计将于 24Q2 投产，折旧摊销额的增加或将对冲成本红利；

4) **费用投放**：公司在维持费用率的同时，增大投放力度，并聚焦于品牌端的费用投放。

◆ **投资建议**：重庆啤酒是高端化排头兵，“6+6”品牌矩阵完善，大单品打造能力出色。随着消费力恢复、成本改善、“嘉速扬帆”战略加快高端化进程以及渠道精细化调整持续赋能成长，公司增长势能有望延续。我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入增速分别为 6.0%、5.7%、5.5%，归母净利润增速分别为 9.6%、8.1%、7.0%，EPS 分别为 3.03、3.27、3.50 元，对应 PE 分别为 22.2x、20.5x、19.2x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示**：行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、食品安全问题、消费复苏进度不及预期、产品结构升级不达预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,696	16,598	17,517
YoY(%)	7.0	5.5	6.0	5.7	5.5
归母净利润(百万元)	1,264	1,337	1,465	1,584	1,695
YoY(%)	8.3	5.8	9.6	8.1	7.0
毛利率(%)	50.5	49.1	49.6	50.1	50.2
EPS(摊薄/元)	2.61	2.76	3.03	3.27	3.50
ROE(%)	71.4	74.2	43.5	35.0	28.8
P/E(倍)	25.7	24.3	22.2	20.5	19.2
P/B(倍)	15.8	15.2	9.0	7.0	5.8
净利率(%)	9.0	9.0	9.3	9.5	9.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分产品来看：

- (1) **高档价格带：**消费力不景气也进一步限制了公司的结构升级速度，我们认为，中长期随着消费力恢复以及“嘉速扬帆”战略加快高端化进程，公司8元及以上高档产品嘉士伯、1664等有望实现销量回补，因此我们预计2024-2026年公司高档品牌营收增速分别为5.6%/5.2%/4.8%。
- (2) **主流价格带：**公司4-8元主流价格带产品重啤和乌苏等产品通过绑定消费场景进行推广，在中西部市场实现了较快增长，未来随着品牌势能延续，增速有望维持。我们认为在啤酒消费升级的大背景下，经济产品将逐步升级至主流产品，量增带动营收增长。因此我们预计2024-2026年公司主流价格带产品营收增速分别为6.5%/6.6%/6.7%。
- (3) **经济价格带：**公司4元以下经济价格带产品，受益于消费降级，销量有望保持较快增长，因此我们预计2024-2026年公司经济价格带产品营收增速分别为13.0%/12.0%/11.0%。
- (4) **其他业务：**其他业务营收占比较小，因此我们预计2024-2026年公司其他业务营收增速分别为1.0%/1.0%/1.0%。

综上，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为156.96、165.98、175.17亿元，同比增长6.0%、5.7%、5.5%，预计2024-2026年归母净利润分别为14.65、15.84、16.95亿元，同比增长9.6%、8.1%、7.0%。

表 1：公司盈利预测模型

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
高档（百万元）	8419	8855	9351	9837	10309
YOY		5.18%	5.60%	5.20%	4.80%
主流（百万元）	5014	5297	5642	6014	6417
YOY		5.64%	6.50%	6.60%	6.70%
经济（百万元）	263	290	327	367	407
YOY		10.06%	13.00%	12.00%	11.00%
其他业务收入（百万元）	343	373	377	381	385
YOY	21%	9%	1%	1%	1%
营业总收入（百万元）	14039	14815	15696	16598	17517
YOY	7.01%	5.53%	5.95%	5.74%	5.54%
毛利率（%）	50.48%	49.15%	49.65%	50.15%	50.25%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

重庆啤酒作为高端化排头兵，品牌矩阵完善，高端化路径清晰，可比公司选择时，我们选取啤酒行业龙头公司作为可比公司，具体标的包括青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。

估值来看，三家啤酒企业 2024-2025 年估值平均分别为 25x、20x，相较于其他三家啤酒企业，重庆啤酒 2024 年 PE 为 22x，低于可比公司均值。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600600.SH	青岛啤酒	855	43	51	58	65	21	18	16
000729.SZ	燕京啤酒	262	-	9	12	-	30	23	-
002461.SZ	珠江啤酒	173	6	8	9	9	23	20	18
	平均	-	-	22	26	-	25	20	-
603919.SH	重庆啤酒	325	13	14	16	17	22	21	19

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所, 重庆啤酒盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 4 月 9 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5804	5465	8947	11565	15223	营业收入	14039	14815	15696	16598	17517
现金	3398	2713	5909	8587	11919	营业成本	6952	7534	7904	8275	8716
应收票据及应收账款	66	65	73	73	81	营业税金及附加	921	958	1051	1100	1154
预付账款	43	42	48	47	54	营业费用	2326	2533	2715	2788	2890
存货	2166	2100	2376	2310	2626	管理费用	535	495	518	531	561
其他流动资产	131	545	541	548	544	研发费用	111	26	27	28	30
非流动资产	6694	6922	6958	6971	6895	财务费用	-56	-60	-82	-118	-98
长期投资	297	141	260	381	501	资产减值损失	-79	-103	-94	-83	-88
固定资产	3681	3674	3697	3653	3551	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	685	677	709	752	743	投资净收益	68	67	67	67	67
其他非流动资产	2031	2431	2292	2185	2099	营业利润	3299	3353	3537	3977	4244
资产总计	12498	12387	15905	18536	22118	营业外收入	7	29	25	25	25
流动负债	8311	8182	8886	8888	9776	营业外支出	7	6	15	11	10
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3299	3376	3547	3991	4260
应付票据及应付账款	2498	2608	2748	2859	3047	所得税	712	664	732	804	868
其他流动负债	5814	5574	6138	6029	6729	税后利润	2587	2712	2815	3187	3391
非流动负债	563	553	552	550	549	少数股东损益	1323	1375	1350	1603	1696
长期借款	0	0	-1	-3	-4	归属母公司净利润	1264	1337	1465	1584	1695
其他非流动负债	563	553	553	553	553	EBITDA	3670	3772	3857	4260	4479
负债合计	8875	8735	9438	9438	10324	主要财务比率					
少数股东权益	1567	1512	2862	4465	6161	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	484	484	484	484	484	成长能力					
资本公积	8	16	16	16	16	营业收入(%)	7.0	5.5	6.0	5.7	5.5
留存收益	1578	1656	3187	4555	6231	营业利润(%)	11.9	1.6	5.5	12.4	6.7
归属母公司股东权益	2056	2140	3606	4633	5632	归属于母公司净利润(%)	8.3	5.8	9.6	8.1	7.0
负债和股东权益	12498	12387	15905	18536	22118	获利能力					
						毛利率(%)	50.5	49.1	49.6	50.1	50.2
						净利率(%)	9.0	9.0	9.3	9.5	9.7
						ROE(%)	71.4	74.2	43.5	35.0	28.8
						ROIC(%)	97.6	97.9	65.8	58.5	51.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	71.0	70.5	59.3	50.9	46.7
						流动比率	0.7	0.7	1.0	1.3	1.6
						速动比率	0.4	0.4	0.7	1.0	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
						应收账款周转率	160.7	227.7	227.7	227.7	227.7
						应付账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
						估值比率					
						P/E	25.7	24.3	22.2	20.5	19.2
						P/B	15.8	15.2	9.0	7.0	5.8
						EV/EBITDA	8.5	8.3	7.7	6.7	6.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn