

重庆啤酒（600132）

2024 一季报点评：业绩超预期，结构升级带动量价齐增

增持（维持）

2024 年 04 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	14,039	14,815	15,865	16,831	17,655
同比（%）	7.01	5.53	7.09	6.09	4.90
归母净利润（百万元）	1,264	1,337	1,497	1,618	1,731
同比（%）	8.35	5.78	12.02	8.04	7.00
EPS-最新摊薄（元/股）	2.61	2.76	3.09	3.34	3.58
P/E（现价&最新摊薄）	26.06	24.64	22.00	20.36	19.03

关键词：#产品结构变动带来利润率上升 #成本下降 #业绩超预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 一季报，2024Q1 实现营收 42.9 亿元（同比+7.2%），归母净利润 4.52 亿元（同比+16.8%），扣非归母净利润 4.46 亿元（同比+16.9%），公司收入快速增长，归母净利润增长超预期。
- **啤酒量价齐增，高档产品收入占比稳步提升。**2024Q1 公司啤酒收入同比增速 6.59%，整体销量达 86.68 万千升（同比+5.25%），增速领先行业，啤酒吨价 4820 元（同比+1.3%），高基数下保持稳健提升趋势。分产品档次看，公司 2024Q1 高档（价格 8 元以上）/主流（4-8 元）/经济（4 元以下）三档收入分别为 25.7/15.2/0.9 亿元，同比增速+8.3%/+3.6%/+12.4%，其中高档产品收入占比达 61.6%（同比+1pct），结构持续升级，经济类啤酒销量同比增长 1.7%、价格同比增长 10.5%。分区域看，2024Q1 公司西北区/中区/南区收入分别为 11.6/18.1/12.1 亿元，同比增长 3.2%/7.1%/9.3%，中区及南区受益公司渠道加速扩张，实现较快增长。
- **降本成效显著，盈利能力持续提升。**2024Q1 公司啤酒吨成本为 2580 元，同比-3.3%，成本大幅优化&产品结构升级使得 24Q1 毛利率同比提升 2.7pct 至 47.9%。2024Q1 公司销售费用率为 13.1%，同比+0.2pct，未来经营旺季逐步来临公司或将加大营销及渠道投入，我们预计费用率或持平微增，管理费用率 3.1%，同比持平，财务费用率-0.2%，同比+0.1pct，所得税率 18.8%，同比+0.4pct，费控稳健。2024Q1 归母净利率同比提升 0.9pct 至 10.5%，盈利能力优化。
- **产品矩阵多元，大城市计划强调深耕，股息率行业领先。**2024Q1 延续春节以来动销趋势，表现良好。展望全年，公司以乌苏/乐堡/重庆为代表的丰富产品矩阵持续推进，今年将着力推动重庆品牌的全国化进程。在渠道端，公司将更加聚焦精耕，大城市计划将扩张至 100 城（较 2023 年底新增 9 城），预计 24 年营业收入中高单位数增长。在成本费用端，尽管佛山工厂 Q2 陆续投产、京 A 并表将增加一定折摊费用，但考虑大麦、包材等原料成本压力减少，供应链优化也会推动成本及运输费用下降，我们预计 24 全年吨成本将同比改善，利润率仍有提升空间。此外，公司历年强调股东回报，分红率处于食品饮料行业前列，我们预计 2024 年公司股息率仍将维持在 4%以上。
- **盈利预测与投资评级：**基于上述假设及一季报业绩超预期，我们上调公司 2024-26 年归母净利 15.0/16.2/17.3 亿元（2024-26 年归母净利 CAGR 为 7.4%，前值 14.7/15.9/17.0 亿元），最新收盘价对应 2024-26 年 PE 为 22/20/19 倍，继续看好公司业绩确定性与成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争；场景复苏、结构升级不及预期；原料成本波动；食品安全与舆情风险。

股价走势



市场数据

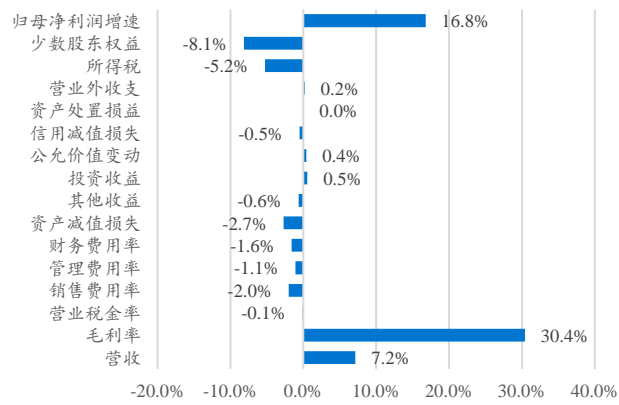
收盘价(元)	68.05
一年最低/最高价	52.53/105.43
市净率(倍)	12.71
流通 A 股市值(百万元)	32,934.24
总市值(百万元)	32,934.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.36
资产负债率(% ,LF)	65.10
总股本(百万股)	483.97
流通 A 股(百万股)	483.97

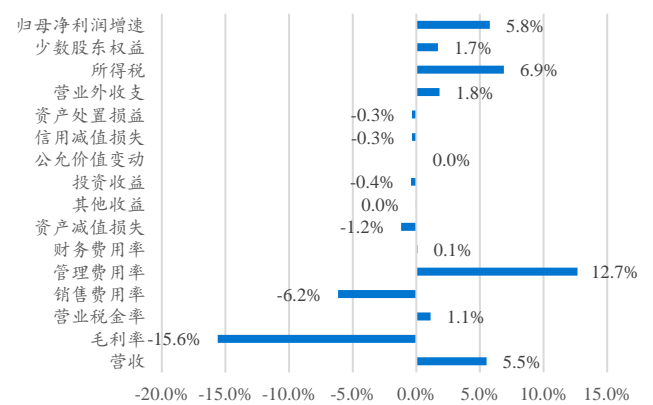
相关研究

图1: 重庆啤酒 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 重庆啤酒 2023 全年归母净利润增速拆分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

重庆啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,465	7,847	10,049	12,327	营业总收入	14,815	15,865	16,831	17,655
货币资金及交易性金融资产	3,073	5,316	7,337	9,460	营业成本(含金融类)	7,534	7,835	8,276	8,627
经营性应收款项	106	121	129	135	税金及附加	958	1,031	1,094	1,148
存货	2,100	2,177	2,299	2,396	销售费用	2,533	2,713	2,878	3,019
合同资产	0	0	0	0	管理费用	495	555	589	618
其他流动资产	185	233	284	335	研发费用	26	48	50	53
非流动资产	6,922	7,089	7,304	7,524	财务费用	(60)	(77)	(138)	(191)
长期股权投资	141	171	201	231	加:其他收益	61	30	30	30
固定资产及使用权资产	3,827	3,951	4,034	4,123	投资净收益	67	30	20	15
在建工程	784	836	887	938	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	677	727	777	827	减值损失	(103)	(10)	(10)	(16)
商誉	699	699	699	699	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	3,353	3,810	4,122	4,411
其他非流动资产	794	706	706	706	营业外净收支	23	10	5	5
资产总计	12,387	14,936	17,352	19,851	利润总额	3,376	3,820	4,127	4,416
流动负债	8,182	8,975	9,525	10,050	减:所得税	664	764	825	883
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	42	42	92	净利润	2,712	3,056	3,301	3,532
经营性应付款项	2,608	2,721	2,874	3,073	减:少数股东损益	1,375	1,558	1,684	1,802
合同负债	1,667	1,892	2,043	2,119	归属母公司净利润	1,337	1,497	1,618	1,731
其他流动负债	3,865	4,321	4,567	4,766	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.76	3.09	3.34	3.58
非流动负债	553	564	584	584	EBIT	3,245	3,742	3,989	4,224
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,760	4,205	4,470	4,776
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.15	50.61	50.83	51.13
租赁负债	121	141	161	161	归母净利率(%)	9.02	9.44	9.61	9.80
其他非流动负债	432	422	422	422	收入增长率(%)	5.53	7.09	6.09	4.90
负债合计	8,735	9,538	10,109	10,633	归母净利润增长率(%)	5.78	12.02	8.04	7.00
归属母公司股东权益	2,140	2,327	2,489	2,662					
少数股东权益	1,512	3,070	4,754	6,556					
所有者权益合计	3,652	5,398	7,243	9,218					
负债和股东权益	12,387	14,936	17,352	19,851					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,097	4,138	4,143	4,406	每股净资产(元)	4.42	4.81	5.14	5.50
投资活动现金流	(1,051)	(791)	(881)	(869)	最新发行在外股份(百万股)	484	484	484	484
筹资活动现金流	(2,743)	(1,342)	(1,440)	(1,514)	ROIC(%)	69.14	63.72	48.99	39.95
现金净增加额	(697)	2,006	1,821	2,023	ROE-摊薄(%)	62.45	64.34	64.99	65.02
折旧和摊销	515	462	482	552	资产负债率(%)	70.52	63.86	58.26	53.57
资本开支	(916)	(688)	(671)	(700)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.64	22.00	20.36	19.03
营运资本变动	(196)	655	370	319	P/B (现价)	15.39	14.15	13.23	12.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>