

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	70.37
总股本/流通股本(亿股)	4.84 / 4.84
总市值/流通市值(亿元)	341 / 341
52周内最高/最低价	102.00 / 53.96
资产负债率(%)	70.5%
市盈率	25.50
第一大股东	嘉士伯啤酒厂香港有限公司

研究所

分析师：蔡雪昱
SAC 登记编号：S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

重庆啤酒(600132)

24Q1 成本改善超预期，期待高档产品复苏

● 事件

公司 2023 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 148.15/13.37/13.14 亿元，同比 5.53%/5.78%/6.45%。公司单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 17.86/-0.07/-0.13 亿元，同比 -3.76%/-109.22%/-117.73%。公司 2024 年 Q1 实现营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润 42.93/4.52/4.46 亿元，同比 7.16%/16.78%/16.91%。24Q1 收入符合预期，利润超预期。

● 核心要点

2023 全年业务拆分：(1) 拆分量价来看，2023 年公司实现销量 299.75 万吨，同比 4.93%；均价 4942 元/吨，同比 0.57%。(2) 分产品结构来看，公司高档/主流/经济产品分别实现营收 88.55/52.97/2.90 亿元，分别同比 5.18%/5.64%/10.06%。(3) 分地区来看，公司西北/中/南区分别实现营收 40.23/60.84/43.34 亿元，分别同比 1.10%/3.01%/13.74%。

2024 年 Q1 业务拆分：(1) 拆分量价来看，2024 年 Q1 公司实现销量 86.68 万吨，同比 5.25%；均价 4952 元/吨，同比 1.82%。(2) 分产品结构来看，公司高档/主流/经济产品分别实现营收 25.72/15.20/0.86 亿元，分别同比 8.28%/3.57%/12.39%。(3) 分地区来看，公司西北/中/南区分别实现营收 11.60/18.09/12.09 亿元，分别同比 3.23%/7.05%/9.32%。

2023 年结构承压叠加成本提升，公司净利率基本维稳：2023 年公司毛利率/归母净利率为 49.15%/9.02%，分别同比-1.33/0.02pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.46%/17.10%/3.34%/0.18%/-0.41%，分别同比 0.10/0.53/-0.47/-0.61/-0.01pct。受到原材料成本提升影响，2023 年重啤吨成本达到 2513 元/吨，同比 3.27%。2023 年公司经现净额 30.97 亿元，同比-17.47%，主因税费增加所致。

2024 年 Q1 成本改善超预期，高档产品稳步复苏：2024 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 47.90%/10.53%，分别同比 2.74/0.87pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.24%/13.13%/3.13%/0.11%/-0.19%，分别同比 0.01/0.18/0.02/0.07/0.15pct。2024 年 Q1 公司吨成本为 2580 元/吨，同比-3.27%，主因销量提升后固定资产折旧摊销成本摊薄叠加原材料成本下降。

预计 2024 年全年吨成本基本持平，重点关注高档产品的复苏。2024 年二季度公司新建的佛山工厂将开始产生折旧摊销费用，可能会冲抵一部分原材料成本的下滑，因此我们预计公司全年吨成本同比基本持平。2024 年的利润弹性主要来源于高端产品的增长，重点关注旺季乌苏、1664 等品牌的表现。

● 盈利预测与投资评级

我们看好 24 年公司高档产品销售的持续复苏，24 年利润端增速有望高于收入。预计公司 2024-2026 年实现营收 158.08/167.06/175.00 亿元（原 2024-2025 年预测为 178.46/200.75 亿元），同比增长 6.70%/5.68%/4.75%，预计 2024-2026 年归母净利润为 14.81/16.45/17.95 亿元（原 2024-2025 年预测为 18.19/21.54 亿元），同比增长 10.79%/11.06%/9.14%，未来三年 EPS 分别为 3.06/3.40/3.71 元，对应当前股价 PE 为 23/21/19 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；原材料价格波动风险；旺季气温不达预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14815	15808	16706	17500
增长率（%）	5.53	6.70	5.68	4.75
EBITDA（百万元）	3792.95	4360.34	4747.68	5100.97
归属母公司净利润（百万元）	1336.60	1480.84	1644.65	1794.92
增长率（%）	5.78	10.79	11.06	9.14
EPS（元/股）	2.76	3.06	3.40	3.71
市盈率（P/E）	25.48	23.00	20.71	18.97
市净率（P/B）	15.91	12.52	10.13	8.38
EV/EBITDA	8.49	7.40	6.50	5.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	14815	15808	16706	17500	营业收入	5.5%	6.7%	5.7%	4.7%
营业成本	7534	7898	8218	8499	营业利润	1.6%	12.6%	11.1%	9.1%
税金及附加	958	1028	1086	1137	归属于母公司净利润	5.8%	10.8%	11.1%	9.1%
销售费用	2533	2640	2773	2887	获利能力				
管理费用	495	522	535	542	毛利率	49.1%	50.0%	50.8%	51.4%
研发费用	26	32	33	35	净利率	18.3%	19.2%	20.1%	21.0%
财务费用	-60	-61	-113	-163	ROE	62.5%	54.4%	48.9%	44.1%
资产减值损失	-101	-98	-104	-109	ROIC	156.5%	137.2%	355.9%	2,222.2%
营业利润	3353	3774	4192	4575	偿债能力				
营业外收入	29	15	15	15	资产负债率	70.5%	62.8%	55.4%	49.4%
营业外支出	6	9	9	9	流动比率	0.67	0.99	1.29	1.59
利润总额	3376	3779	4197	4581	营运能力				
所得税	664	752	835	911	应收账款周转率	229.23	172.85	172.85	172.85
净利润	2712	3027	3362	3669	存货周转率	3.59	3.40	3.40	3.40
归母净利润	1337	1481	1645	1795	总资产周转率	1.20	1.02	0.91	0.83
每股收益(元)	2.76	3.06	3.40	3.71	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.76	3.06	3.40	3.71
货币资金	2713	6155	9335	12717	每股净资产	4.42	5.62	6.95	8.40
交易性金融资产	15	15	15	15	估值比率				
应收票据及应收账款	65	91	97	101	PE	25.48	23.00	20.71	18.97
预付款项	42	49	52	54	PB	15.91	12.52	10.13	8.38
存货	2100	2326	2420	2503	现金流量表				
流动资产合计	5465	9143	12434	15913	净利润	2712	2926	3261	3568
固定资产	3827	3338	2828	2298	折旧和摊销	478	643	663	684
在建工程	784	653	522	392	营运资本变动	-196	813	294	258
无形资产	677	654	632	609	其他	67	1	-51	-101
非流动资产合计	6922	6388	5832	5257	经营活动现金流净额	3060	4382	4167	4408
资产总计	12387	15531	18266	21169	资本开支	-973	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-78	-68	-68	-68
应付票据及应付账款	2608	2762	2874	2972	投资活动现金流净额	-1051	-68	-68	-68
其他流动负债	5574	6469	6761	7018	股权融资	8	0	0	0
流动负债合计	8182	9231	9635	9990	债务融资	43	-31	-30	-29
其他	553	522	492	463	其他	-2794	-840	-888	-929
非流动负债合计	553	522	492	463	筹资活动现金流净额	-2743	-871	-919	-958
负债合计	8735	9753	10127	10453	现金及现金等价物净增加额	-734	3443	3180	3382
股本	484	484	484	484					
资本公积金	16	16	16	16					
未分配利润	1640	2220	2864	3566					
少数股东权益	1512	3058	4776	6650					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	3652	5778	8139	10716					
负债和所有者权益总计	12387	15531	18266	21169					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048