

重庆啤酒（600132.SH）

第一季度收入增长 7.2%，盈利能力提升

买入

核心观点

公司公布 2024 年第一季度报告，2024 年第一季度，公司实现营业总收入 42.93 亿元，同比+7.16%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比+16.78%；实现扣非归母净利润 4.46 亿元，同比+16.91%。收入稳健增长，盈利能力提升较多。

第一季度量价齐升，销售均价增速环比改善。第一季度，公司啤酒业务销售收入 41.8 亿元，同比+6.6%。拆分量价来看，销量 86.68 万千升，同比+5.2%，增速在啤酒上市公司中领先。均价方面，第一季度啤酒销售均价 4820 元/千升，同比+1.3%，增速环比去年第四季度大幅改善。公司乐堡、嘉士伯等高档品牌销量保持较快增长，带动高档产品收入同比+8.3%，主流产品收入同比+3.6%，经济型产品收入同比+12.4%，但因经济型产品的收入占比仅有 2.1%，对整体收入增长的贡献有限。整体来看，高档酒较快增长带动公司产品结构继续提升。

成本下行红利释放，盈利能力强化。第一季度，公司毛利率同比+2.7pct，主要系成本下行及产品结构提升所致。啤酒吨成本同比-3.3%，成本下行红利显著。但广东佛山工厂预计于第二季度开始投产，预计后续折旧摊销将有所增加。费用方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.2/+0.0/+0.1pct，反映公司整体费用控制良好，销售费用率略有提升主要系疫后销售费用投入恢复所致。第一季度公司归母净利润率 10.5%，同比+0.9pct。

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 23/21 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)	26.1	24.6	22.5	20.8	19.1
EV/EBITDA	11.4	11.1	10.7	9.9	9.2
市净率 (PB)	16.02	15.39	14.53	13.78	13.01

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

S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090003

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

70.37 元

总市值/流通市值

34057/34057 百万元

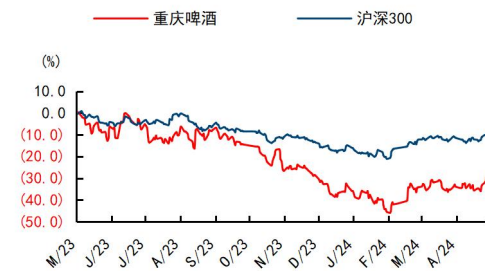
52 周最高价/最低价

105.43/52.53 元

近 3 个月日均成交额

356.97 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）-高端化节奏有所放缓，分红比例提升至 101%》——2024-04-03

《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

公司公布 2024 年第一季度报告，2024 年第一季度，公司实现营业总收入 42.93 亿元，同比+7.16%；实现归母净利润 4.52 亿元，同比+16.78%；实现扣非归母净利润 4.46 亿元，同比+16.91%。收入稳健增长，盈利能力提升较多。

第一季度量价齐升，销售均价增速环比改善。第一季度，公司啤酒业务销售收入 41.8 亿元，同比+6.6%。拆分量价来看，销量 86.68 万千升，同比+5.2%，增速在啤酒上市公司中领先。相较于其他龙头，重庆啤酒去年第一季度销量基数较为正常。均价方面，第一季度啤酒销售均价 4820 元/千升，同比+1.3%，增速环比去年第四季度大幅改善。公司乐堡、嘉士伯等高档品牌销量保持较快增长，带动高档产品收入同比+8.3%，主流产品收入同比+3.6%，经济型产品收入同比+12.4%，但因经济型产品的收入占比仅有 2.1%，对整体收入增长的贡献有限。整体来看，高档酒较快增长带动公司产品结构继续提升。

成本下行红利释放，盈利能力强化。第一季度，公司毛利率同比+2.7pct，主要系成本下行及产品结构提升所致。啤酒吨成本同比-3.3%，成本下行红利显著。但广东佛山工厂预计于第二季度开始投产，预计后续折旧摊销将有所增加。费用方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.2/+0.0/+0.1pct，反映公司整体费用控制良好，销售费用率略有提升主要系疫后销售费用投入恢复所致。第一季度公司归母净利润率 10.5%，同比+0.9pct。

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 23/21 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
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600132.SH	重庆啤酒	24.6	68.05	3.02	3.28	22.5	20.8	329	买入
0291.HK	华润啤酒	20.4	33.07	1.88	2.18	17.6	15.1	1,053	买入
600600.SH	青岛啤酒	25.4	79.31	3.73	4.36	21.2	18.2	1,082	买入
000729.SZ	燕京啤酒	40.5	9.80	0.32	0.41	30.6	24.0	276	买入

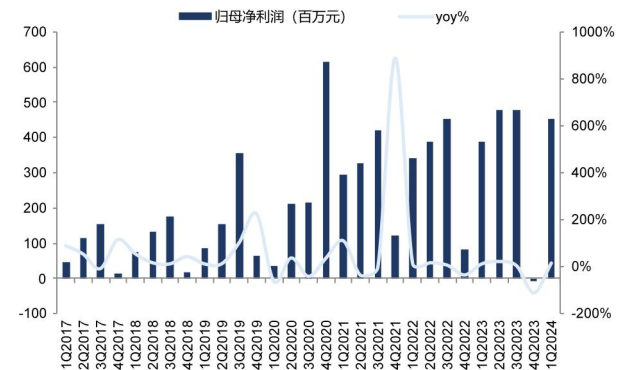
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 重庆啤酒分季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



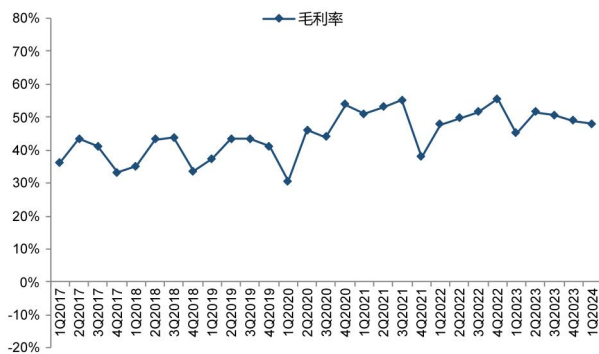
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 重庆啤酒分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



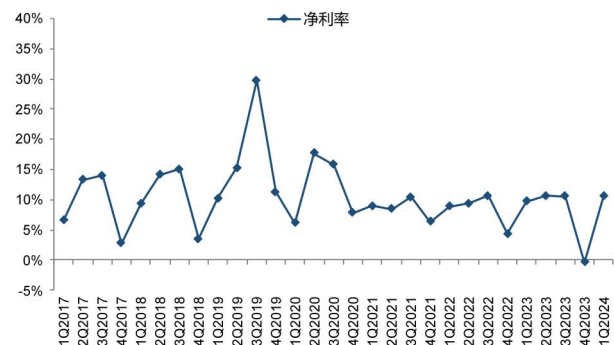
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	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
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(56)	(60)	(65)	(95)	(101)
每股收益	2.61	2.76	3.02	3.28	3.57	营运资本变动	383	(136)	458	109	86
每股红利	4.34	5.55	5.60	6.13	6.65	其它	1549	1298	1518	1631	1777
每股净资产	4.25	4.42	4.68	4.94	5.23	经营活动现金流	3753	3097	3919	3866	4166
ROIC	90.11%	83.30%	183%	472%	165%	资本开支	(913)	(919)	(500)	(500)	(500)
ROE	61.45%	62.45%	65%	66%	68%	其它投资现金流	525	(132)	360	0	0
毛利率	50%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(388)	(1051)	(140)	(500)	(500)
EBIT Margin	23%	22%	23%	23%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	25%	25%	26%	26%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	7%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(2100)	(2687)	(301)	(2967)	(3219)
净利润增长率	8%	6%	9%	8%	9%	其它融资现金流	(34)	(56)	0	0	0
资产负债率	84%	83%	85%	86%	87%	融资活动现金流	(2133)	(2743)	(301)	(2967)	(3219)
股息率	6.4%	8.2%	8.2%	9.0%	9.8%	现金净变动	1043	(685)	3478	399	447
P/E	26.1	24.6	22.5	20.8	19.1	货币资金的期初余额	2355	3398	2713	6191	6590
P/B	16.0	15.4	14.5	13.8	13.0	货币资金的期末余额	3398	2713	6191	6590	7037
EV/EBITDA	11.4	11.1	10.7	9.9	9.2	企业自由现金流	2448	2049	3233	3157	3444
						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