



重庆啤酒 (600132.CH): 销量表现亮眼, 产品结构恢复升级趋势

- 1Q24 产品结构改善优于预期:** 重庆啤酒 1Q24 的销量同比增长 5% 左右, 是为数不多 1Q24 销量实现正增长的中国啤酒玩家。更重要的是, 在经历了 2023 年高档产品增长受阻、产品结构升级趋势减弱之后, 重啤 1Q24 高档产品 (定价 8 元及以上, 包括乌苏、1664 及乐堡) 实现 8.3% 的同比收入增长, 远高于主流产品的收入表现 (同比增长 3.6%)。高档产品收入加速增长帮助重啤 1Q24 平均销售单价同比改善 1.3%, 重回产品结构升级的趋势。我们认为重啤 1Q24 产品结构的提升很大程度上归功于乐堡较强的增势。
- 成本下降是利润率改善的主要原因:** 重啤 1Q24 单吨成本同比大幅下降 3.3%, 降幅高于青啤 (同比下降 1.0%)。在成本下降的帮助下, 重啤 1Q24 毛利率同比大幅扩张 2.7ppt。然而, 公司 2Q24 开始对佛山工厂进行折旧计提。管理层预计, 佛山工厂 2024 年全年将带来额外人民币 5-6 千万元的折旧, 从而抵消原材料成本下降带来的帮助。基于以上, 我们预计重啤 2024 年单吨成本将基本同比持平。
- 2024 年费用率下降空间有限:** 公司 1Q24 销售费用率同比小幅扩张 0.2ppt, 而管理费用率同比基本持平。因此, 1Q24 的经营利润同比增长 19%, 经营利润率同比扩张 2.5ppt。我们判断重啤今年将持续加大对品牌的投入以及渠道的扩展。因此, 我们预测重啤 2024 年的销售费用率同比可能会有小幅的上升。
- 1Q24 业绩超预期:** 重庆啤酒 1Q24 归母净利润同比增长 17%, 好于我们的预期。较强的净利润增长主要归功于单吨成本下降对毛利率的大幅提升。1Q24 收入同比增长 7.2%。其中, 啤酒销量同比增长 5.2%, 销售单价同比增长 1.3%。尽管毛利率大幅扩张, 但费用率小幅提升, 且税率有所上升, 导致公司净利率仅同比扩张 1.6ppt。重啤 1Q24 的经营现金流同比大幅增长 27%, 高于归母净利润的增长, 体现了较好的盈利质量。
- 维持“买入”评级:** 尽管乌苏的销量表现依然有较大的不确定性, 但乐堡的持续增长及其他品牌的逐步发力在 1Q24 为重啤的销量和收入增长注入了新的动力。虽然可持续性尚待观察, 但我们判断市场对重啤的信心将在一定程度上得到提振。基于 10x 2024 EV/EBITDA, 我们给予重庆啤酒人民币 87.3 元的目标价, 并维持“买入”评级。
- 投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 乐堡的增速慢于预期; 3) 疫情持续影响现饮渠道; 4) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,039	14,815	15,742	16,694	17,581
同比变动 (%)	7.0%	5.5%	6.3%	6.0%	5.3%
归母净利润	1,264	1,337	1,481	1,632	1,771
同比变动 (%)	8.3%	5.8%	10.8%	10.2%	8.5%
PE (X)	27.0	25.5	23.0	20.9	19.2
ROE (%)	76.6%	74.5%	63.8%	47.8%	38.4%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 5 月 6 日

评级

买入

目标价 (人民币)	87.3
潜在升幅/降幅	+24.0%
目前股价人民币	70.4
52 周内股价区间 (人民币)	52.5-105.4
总市值 (百万人民币)	34,057
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	366.0

注: 截至 2024 年 5 月 3 日收盘价

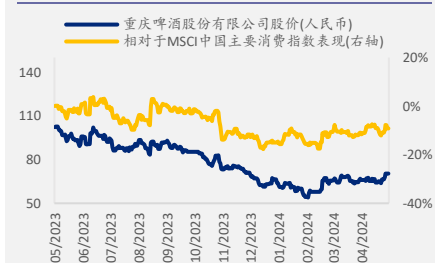
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 重庆啤酒

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,039	14,815	15,742	16,694	17,581
同比	7.0%	5.5%	6.3%	6.0%	5.3%
营业成本	-6,952	-7,534	-7,859	-8,276	-8,639
毛利润	6,166	6,323	6,869	7,341	7,808
毛利率	43.9%	42.7%	43.6%	44.0%	44.4%
销售费用	-2,326	-2,533	-2,693	-2,807	-2,954
管理费用	-535	-495	-527	-555	-582
其他经营收入及收益(损失)	-6	57	68	118	176
营业利润	3,299	3,353	3,717	4,098	4,448
经营利润率	22.8%	22.1%	23.0%	23.6%	24.1%
营业外收入	7	29	31	32	34
营业外支出	-7	-6	-6	-7	-7
利润总额	3,299	3,376	3,741	4,124	4,475
所得税	-712	-664	-737	-812	-882
所得税率	21.6%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
净利润	2,587	2,712	3,004	3,311	3,594
减: 少数股东损益	1,323	1,375	1,523	1,679	1,822
归母净利润	1,264	1,337	1,481	1,632	1,771
归母净利润率	9.0%	9.0%	9.4%	9.8%	10.1%
同比	8.3%	5.8%	10.8%	10.2%	8.5%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,398	2,713	4,917	7,478	10,287
现金及等价物	3,397	2,700	4,904	7,466	10,275
其他	1	13	13	13	13
应收票据及应收账款	66	65	69	73	77
预付款项	43	42	44	47	50
其他应收款	18	24	24	24	24
存货	2,166	2,100	2,225	2,344	2,446
其他流动资产	113	521	521	521	521
流动资产合计	5,804	5,465	7,801	10,487	13,406
长期股权投资	297	141	141	141	141
固定资产	3,681	3,674	3,577	3,456	3,311
在建工程	395	784	784	784	784
无形资产	685	677	630	582	533
商誉	699	699	699	699	699
递延所得税资产	732	679	679	679	679
其他非流动资产	204	269	290	282	245
非流动资产合计	6,694	6,922	6,799	6,622	6,391
应付票据及应付账款	2,498	2,608	2,670	2,812	2,935
合同负债	1,614	1,667	1,667	1,667	1,667
应付职工薪酬	399	410	436	462	486
应交税费	255	86	86	86	86
其他应付款	3,490	3,327	3,327	3,327	3,327
一年内到期的非流动负债	24	42	42	42	42
其他流动负债	30	42	42	42	42
流动负债合计	8,311	8,182	8,270	8,438	8,586
长期借款	0	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	154	151	160	170	179
预计负债	32	25	25	25	25
递延所得税负债	43	8	8	8	8
递延收益-非流动负债	257	248	248	248	248
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	563	553	562	572	581
股本	492	500	500	500	500
储备	884	1,370	2,833	3,205	3,873
少数股东权益	1,567	1,512	3,035	4,714	6,536
所有者权益合计	3,623	3,652	5,768	8,100	10,630

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,587	2,712	3,004	3,311	3,594
固定资产折旧	414	414	447	471	495
无形资产摊销	59	63	67	68	69
财务费用	4	6	-73	-125	-184
存货的减少	-454	-112	-125	-118	-103
经营性应收项目的减少	23	-68	-7	-7	-6
经营性应付项目的增加	757	-17	97	178	157
其他	362	98	179	208	237
经营活动产生的现金流量净额	3,753	3,097	3,589	3,986	4,258
资本开支	-913	-919	-570	-570	-570
投资支付的现金	-1,000	-360	0	0	0
其他	1,525	228	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-388	-1,051	-570	-570	-570
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	0	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,100	-2,687	-815	-854	-878
其他	-34	-56	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-2,133	-2,743	-815	-854	-878
现金及现金等价物净增加额	1,231	-697	2,204	2,562	2,809
期初现金及现金等价物余额	2,166	3,397	2,700	4,904	7,466
期末现金及现金等价物余额	3,397	2,700	4,904	7,466	10,275

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	2.6	2.8	3.1	3.4	3.7
每股销售额	29.0	30.6	32.5	34.5	36.3
每股股息	2.6	2.8	1.8	2.0	2.2
同比变动					
收入	7.0%	5.5%	6.3%	6.0%	5.3%
经营溢利	11.9%	1.6%	10.8%	10.3%	8.5%
归母净利润	8.3%	5.8%	10.8%	10.2%	8.5%
费用与利润率					
毛利率	43.9%	42.7%	43.6%	44.0%	44.4%
经营利润率	22.8%	22.1%	23.0%	23.6%	24.1%
归母净利率	9.0%	9.0%	9.4%	9.8%	10.1%
回报率					
平均股本回报率	76.6%	74.5%	63.8%	47.8%	38.4%
平均资产回报率	112.3%	119.6%	107.8%	97.6%	88.8%
资产效率					
应收账款周转天数	2.5	1.6	1.6	1.6	1.6
库存周转天数	106.4	103.4	103.4	103.4	103.4
应付账款周转天数	123.6	123.7	124.0	124.0	124.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.7	0.7	0.9	1.2	1.6
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.7	1.0	1.3
现金比率 (x)	0.4	0.3	0.6	0.9	1.2
负债/权益	2.4	2.4	1.5	1.1	0.9
估值					
市盈率 (x)	27.0	25.5	23.0	20.9	19.2
企业价值 / EBITDA (x)	8.8	8.8	7.8	7.0	6.3
股息率	3.7%	4.0%	2.6%	2.9%	3.1%

图表 2：重庆啤酒 1Q24 财务表现

百万人民币	1Q23	1Q24	YoY
营业收入	4,006	4,293	7%
销量 (万吨)	82	87	5%
平均销售价格 (元/吨)	4,759	4,820	1%
营业成本	-2,197	-2,237	2%
税金及附加	-250	-268	7%
毛利润	1,559	1,788	15%
GPM	38.9%	41.7%	
销售费用	-519	-564	9%
销售费用率	12.9%	13.1%	
管理及研发费用	-126	-139	10%
管理及研发费用率	3.1%	3.2%	
EBIT	915	1,086	19%
经营利润率	22.8%	25.3%	
财务费用	14	8	-39%
其他收益	14	12	-11%
投资净收益	12	15	24%
资产减值损失	-4	-15	271%
信用减值损失	-1	-3	n.m.
公允价值变动净收益	0	2	n.m.
资产处置收益	0	0	n.m.
营业利润	950	1,106	16%
营业外收入	0	2	289%
营业外支出	0	-1	84%
利润总额	949	1,106	17%
所得税	-175	-207	19%
净利润	775	899	16%
净利率	19.3%	20.9%	
减：少数股东损益	388	447	15%
归母净利润	387	452	17%
归母净利率	9.7%	10.5%	

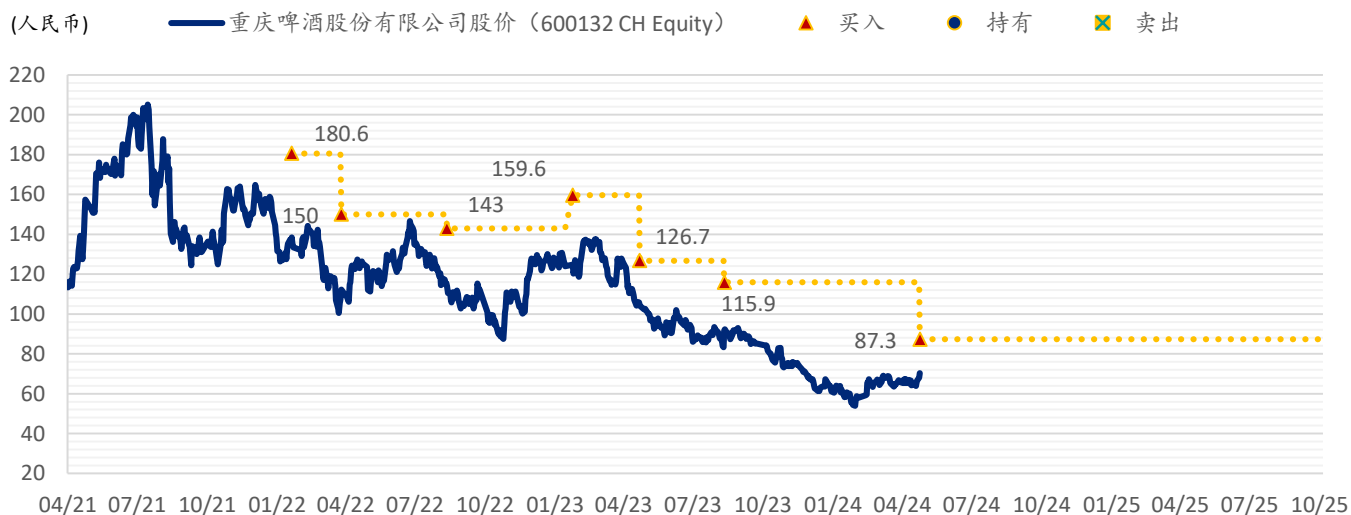
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	16,404	17,377	n.a
新预测	15,742	16,694	17,581
变动	-4.0%	-3.9%	n.a
归母净利润			
旧预测	1,694	1,873	n.a
新预测	1,481	1,632	1,771
变动	-12.6%	-12.9%	n.a

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 重庆啤酒



注: 截至 2024 年 5 月 3 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

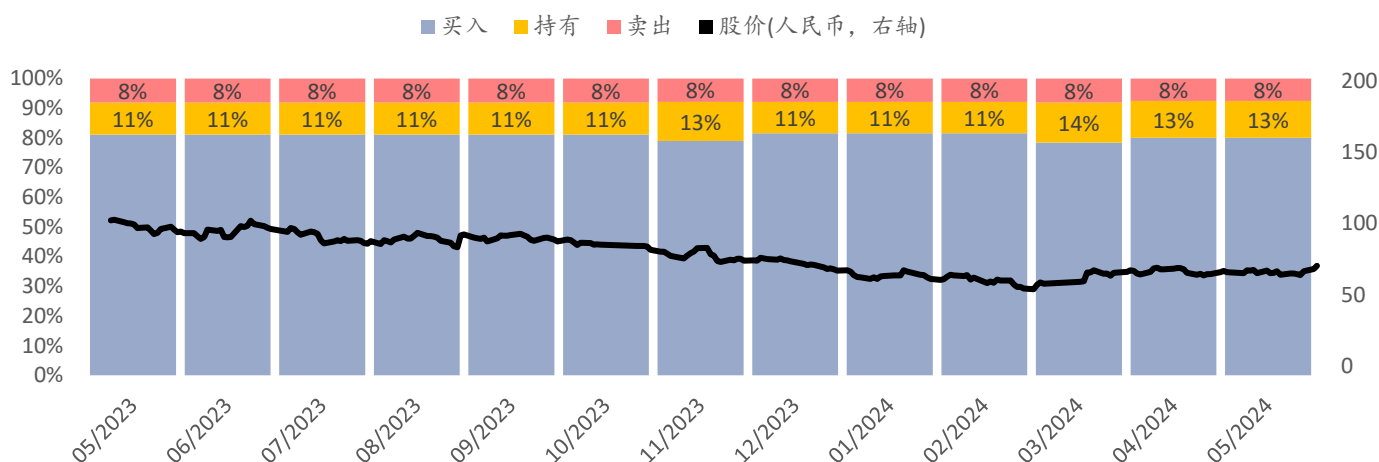
图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.9	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.7	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.5	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	40.0	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	294.4	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.9	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.3	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.0	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.0	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	36.0	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	70.4	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.0	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.8	持有	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	82.0	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.9	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.6	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.4	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.3	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.4	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	109.5	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	48.0	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	61.5	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	57.2	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2024 年 5 月 3 日收盘价。

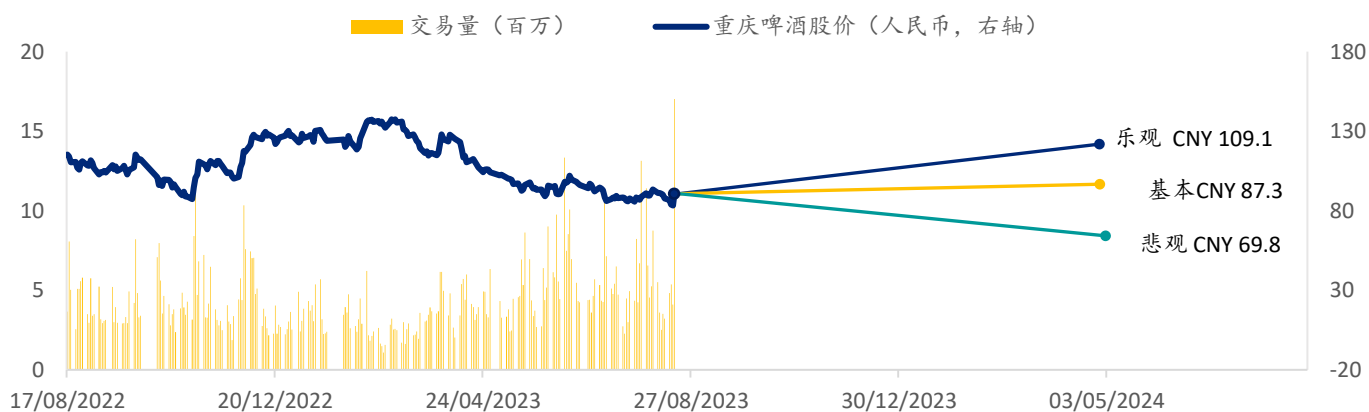
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 重庆啤酒市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 重庆啤酒 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 109.1 元
概率: 25%

- 公司高档啤酒 2024 年销量同比增长超 15%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 150bps;
- 2024 年公司经营利润率提升至 24%

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 69.8 元
概率: 20%

- 公司高档啤酒 2024 年销量同比增长 3%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 50bps;
- 2024 年公司经营利润率同比持平。

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

