

重庆啤酒（600132.SH）

产品、渠道积极应变，公司经营韧性强化

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 非白酒

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师： 杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090003

事项：

公司公告：2024年05月31日，重庆啤酒召开2023年年度股东大会。

国信食品饮料观点：面对当前持续变化的消费环境，重庆啤酒在产品组合、渠道策略、市场拓展策略方面已作出相应调整，经营韧性强化。公司第一季度取得良好开局，第二季度南方雨水天气可能对销售造成影响但影响程度有限。第三季度起，天气升温叠加大型体育赛事揭幕预计将对啤酒销售有一定的拉动作用，公司全年完成年初目标的确定性较强。故维持盈利预测，预计2024-2025年公司实现营业总收入156.3/165.4亿元，同比+5.5%/+5.8%；实现归母净利润14.6/15.9亿元，同比+8.9%/+9.5%。当前股价对应PE分别为23/21倍，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 产品组合积极应变，新旧动能承接良好

产品方面，2023年疆外乌苏销量承压，但乐堡等产品在基地市场韧性增长。2024年公司将继续依托以乌苏、乐堡、嘉士伯为基础的优势产品组合进行市场拓展，同时加大对重庆品牌的推广力度，紧抓8-12元档细分市场发展机遇。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，调整优化后的产品组合可帮助公司更好适应当前消费环境变化。

◆ 把握非现饮渠道发展机遇，大城市计划更重视市场质量

渠道方面，当前餐饮、夜场渠道恢复速度持续偏慢，而非现饮渠道发展势能较好，故公司相应提升对非现饮渠道的重视度，并针对非现饮场景做精准化的场景营销，后续非现饮渠道发展有望提速。非现饮渠道罐装产品更快增长也有助于公司产品结构进一步优化。此外，公司的市场扩张思路亦有转变，在继续推进“大城市计划”的基础上，今年将更加重视市场质量。虽今年新增大城市数量较去年下降，但公司将对大城市进行精细化管理，有针对性的进行资源投放。

◆ 2024年第一季度开局良好，下半年旺季销售表现有望环比提升

2024年第一季度公司销量增速显著快于行业，为全年业绩奠定良好基础。4月南方暴雨天气或对华南区域销量有所拖累，5月开始暴雨天气影响逐渐消退且北方区域开始升温，因此预计天气影响有限。展望第三季度，啤酒行业进入销售旺季且今年夏季大型体育赛事较多，预计行业景气度将边际改善，公司旺季销售表现有望进一步提升。

◆ 投资建议：经营韧性强化，维持“优于大市”评级

综上所述，面对当前持续变化的消费环境，重庆啤酒在产品组合、渠道策略、市场拓展策略方面已作出相应调整，经营韧性强化。公司第一季度取得良好开局，第二季度南方雨水天气可能对销售造成影响但影响程度有限。第三季度起，天气升温叠加大型体育赛事揭幕预计将对啤酒销售有一定的拉动作用，公司全年完成年初目标的确定性较强。故维持盈利预测，预计2024-2025年公司实现营业总收入156.3/165.4亿元，

同比+5.5%/+5.8%；实现归母净利润 14.6/15.9 亿元，同比+8.9%/+9.5%；EPS 分别为 3.01/3.29 元。当前股价对应 PE 分别为 23/21 倍，维持“优于大市”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	23.7	68.57	3.01	3.29	22.8	20.8	332	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.1	27.85	1.88	2.18	14.8	12.7	903	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	24.3	78.59	3.73	4.36	21.0	18.0	1,072	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	40.9	9.91	0.33	0.42	30.5	23.8	279	优于大市

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）-第一季度收入增长 7.2%，盈利能力提升》——2024-05-05
- 《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

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	6141	6505	6914	营业收入	14039	14815	15630	16543	17516
应收款项	83	89	93	98	104	营业成本	6952	7534	7849	8234	8650
存货净额	2166	2100	2317	2426	2549	营业税金及附加	921	958	1010	1069	1139
其他流动资产	157	203	174	184	195	销售费用	2326	2533	2673	2804	2950
流动资产合计	5804	5465	8725	9214	9762	管理费用	535	495	527	540	536
固定资产	4076	4457	4488	4459	4394	研发费用	111	26	28	29	31
无形资产及其他	685	677	666	655	644	财务费用	(56)	(60)	(65)	(94)	(99)
投资性房地产	1636	1647	612	2109	3748	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	14632	16577	18689	其他收入	(49)	31	34	32	40
短期借款及交易性金融负债	24	42	42	42	42	营业利润	3299	3353	3660	4010	4370
应付款项	2498	2608	2664	2790	2931	营业外净收支	(0)	23	15	15	15
其他流动负债	5790	5532	6104	6146	6187	利润总额	3299	3376	3675	4025	4385
流动负债合计	8311	8182	8811	8978	9161	所得税费用	712	664	723	792	863
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1323	1375	1497	1640	1786
其他长期负债	563	553	553	553	553	归属于母公司净利润	1264	1337	1455	1594	1736
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	9364	9531	9714	净利润	1264	1337	1455	1594	1736
少数股东权益	1567	1512	3009	4648	6435	资产减值准备	3	19	(13)	2	(1)
股东权益	2056	2140	2259	2397	2540	折旧摊销	473	478	414	459	496
负债和股东权益总计	12498	12387	14632	16577	18689	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)	(94)	(99)
每股收益	2.61	2.76	3.01	3.29	3.59	营运资本变动	383	(136)	424	44	43
每股红利	4.34	5.55	5.60	6.10	6.68	其它	1549	1298	1510	1638	1787
每股净资产	4.25	4.42	4.67	4.95	5.25	经营活动现金流	3753	3097	3870	3816	4142
ROIC	90.11%	83.30%	180%	434%	158%	资本开支	(913)	(919)	(500)	(500)	(500)
ROE	61.45%	62.45%	64%	66%	68%	其它投资现金流	525	(132)	360	0	0
毛利率	50%	49%	50%	50%	51%	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%	27%	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)	(2952)	(3234)
净利润增长率	8%	6%	9%	10%	9%	其它融资现金流	(34)	(56)	0	0	0
资产负债率	84%	83%	85%	86%	86%	融资活动现金流	(2133)	(2743)	(301)	(2952)	(3234)
股息率	6.3%	8.1%	8.2%	8.9%	9.7%	现金净变动	1043	(685)	3429	364	408
P/E	26.3	24.8	22.8	20.8	19.1	货币资金的期初余额	2355	3398	2713	6141	6505
P/B	16.1	15.5	14.7	13.8	13.1	货币资金的期末余额	3398	2713	6141	6505	6914
EV/EBITDA	11.5	11.2	10.8	9.9	9.1	企业自由现金流	2448	2049	3184	3108	3421
						权益自由现金流	4514	4680	3237	3183	3501

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所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