

重庆啤酒(600132.SH)

直面外部扰动，展现经营韧性

推荐 (维持)

股价:60.65元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.carlsbergchina.com.cn
大股东/持股	嘉士伯啤酒厂香港有限公司/42.54%
实际控制人	CARLSBERG FOUNDATION(嘉士伯基金会)
总股本(百万股)	484
流通A股(百万股)	484
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	294
流通A股市值(亿元)	294
每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	69.1

行情走势图



证券分析师

张晋溢	投资咨询资格编号 S1060521030001 ZHANGJINYI112@pingan.com.cn
王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
王星云	投资咨询资格编号 S1060523100001 wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

公司发布2024年半年报，上半年实现营收88.61亿元，同比增长4.18%；归母净利润9.01亿元，同比增长4.19%。其中2024Q2实现营收45.68亿元，同比增加1.54%；归母净利润4.49亿元，同比减少5.99%。

平安观点:

- 面对外部挑战，实现韧性增长。** 2024上半年，尽管面临外部宏观经济环境的挑战、日益激烈的啤酒市场竞争以及极端天气带来的不利因素，公司依然实现了销量、营收和利润的持续增长。根据国家统计局数据，2024上半年中国规模以上企业累计啤酒产量1908.8万千升，同比增长0.1%。公司积极应对外部环境变化带来的机遇和挑战，2024上半年实现啤酒销量178.38万千升，比上年同期172.68万千升增长3.30%，增速远高于行业平均水平，展现出龙头企业的经营韧性。
- “本地+国际”品牌组合，持续推进高质量发展。** 在品牌组合方面，公司拥有“本地品牌+国际品牌”的品牌组合，国际品牌有嘉士伯、乐堡、1664等，本地品牌有乌苏、重庆、山城、西夏等，依托这一品牌组合，能够持续推进公司高质量发展。分产品来看，2024上半年以嘉士伯/乐堡/1664/红乌苏为代表的高档啤酒（消费价格8元及以上产品）实现营收52.63亿元，同增2.82%；以重庆/乌苏/大理/西夏为代表的主流啤酒（4-8元价格带产品）实现营收31.74亿元，同增4.37%；以山城为代表的经济型啤酒（4元以下产品）实现营收1.86亿元，同增11.45%。
- 毛利率同比增长，南区表现较优。** 公司2024上半年实现毛利率49.22%，同比增长0.74pct。2024上半年销售费用率为15.23%，同比增长0.7pct，管理费用率为3.04%，同比下降0.13pct，费率整体管控得当。上半年实现净利率20.31%，同比减少0.18pct。公司大城市2.0项目加速推进，分区域来看，2024H1南区实现营收25.15亿元，同增6.83%；中区营收35.57亿元，同增2.85%；西北区营收25.52亿元，同增

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,570	16,224	16,873
YOY(%)	7.0	5.5	5.1	4.2	4.0
净利润(百万元)	1,264	1,337	1,419	1,518	1,614
YOY(%)	8.3	5.8	6.1	7.0	6.3
毛利率(%)	50.5	49.1	49.5	49.9	50.3
净利率(%)	9.0	9.0	9.1	9.4	9.6
ROE(%)	61.5	62.5	64.0	66.1	67.7
EPS(摊薄/元)	2.61	2.76	2.93	3.14	3.34
P/E(倍)	23.2	22.0	20.7	19.3	18.2
P/B(倍)	14.3	13.7	13.2	12.8	12.3

1.47%。2024H1新增经销商209家，共有经销商2988家，较2024Q1增加19家。

- **财务预测与估值：**考虑到受宏观环境影响整体需求依然疲软，啤酒高端化进程放缓，我们调整业绩预测，预计公司2024-2026年的归母净利润分别为14.19亿元（前值14.29亿元）、15.18亿元（前值15.35亿元）、16.14亿元（前值16.25亿元），EPS分别为2.93/3.14/3.34元，对应8月14日收盘价的PE分别为20.7、19.3和18.2倍。公司6+6品牌组合及大城市计划稳步推进，长期有望保持高端化+全国化良好势头，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**乌苏全国化推广不及预期；大麦、包材等原料成本超预期上行；行业需求不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5465	8656	11316	14095
现金	2713	5683	8252	10944
应收票据及应收账款	65	90	94	98
其他应收款	24	20	20	21
预付账款	42	48	51	53
存货	2100	2316	2394	2470
其他流动资产	521	499	505	510
非流动资产	6922	6243	5544	4824
长期投资	141	195	249	302
固定资产	3827	3338	2828	2298
无形资产	677	564	451	339
其他非流动资产	2277	2147	2016	1885
资产总计	12387	14899	16860	18919
流动负债	8182	9169	9493	9810
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2608	2750	2843	2933
其他流动负债	5574	6419	6651	6877
非流动负债	553	521	490	460
长期借款	121	89	58	29
其他非流动负债	432	432	432	432
负债合计	8735	9690	9983	10270
少数股东权益	1512	2993	4579	6265
股本	484	484	484	484
资本公积	16	16	16	16
留存收益	1640	1716	1797	1883
归属母公司股东权益	2140	2216	2297	2383
负债和股东权益	12387	14899	16860	18919

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3060	4350	4031	4232
净利润	2712	2900	3104	3300
折旧摊销	478	733	753	774
财务费用	-60	-10	-21	-31
投资损失	-67	-64	-64	-64
营运资金变动	-196	766	234	229
其他经营现金流	194	25	25	25
投资活动现金流	-1051	-14	-14	-14
资本支出	973	-0	0	-0
长期投资	-356	0	0	0
其他投资现金流	-1668	-14	-14	-14
筹资活动现金流	-2743	-1365	-1447	-1526
短期借款	0	0	0	0
长期借款	43	-32	-31	-29
其他筹资现金流	-2786	-1333	-1416	-1496
现金净增加额	-734	2970	2570	2691

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14815	15570	16224	16873
营业成本	7534	7863	8128	8386
税金及附加	958	1029	1072	1115
营业费用	2533	2569	2645	2750
管理费用	495	498	503	506
研发费用	26	31	49	51
财务费用	-60	-10	-21	-31
资产减值损失	-101	-97	-101	-105
信用减值损失	-2	1	1	1
其他收益	61	56	56	56
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	67	64	64	64
资产处置收益	-2	1	1	1
营业利润	3353	3615	3870	4114
营业外收入	29	15	15	15
营业外支出	6	9	9	9
利润总额	3376	3620	3875	4119
所得税	664	720	771	819
净利润	2712	2900	3104	3300
少数股东损益	1375	1481	1586	1686
归属母公司净利润	1337	1419	1518	1614
EBITDA	3792.95	4343.47	4607.60	4861.53
EPS (元)	2.76	2.93	3.14	3.34

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	5.5	5.1	4.2	4.0
营业利润(%)	1.6	7.8	7.1	6.3
归属于母公司净利润(%)	5.8	6.1	7.0	6.3
获利能力				
毛利率(%)	49.1	49.5	49.9	50.3
净利率(%)	9.0	9.1	9.4	9.6
ROE(%)	62.5	64.0	66.1	67.7
ROIC(%)	156.5	133.3	386.8	(4588.9)
偿债能力				
资产负债率(%)	70.5	65.0	59.2	54.3
净负债比率(%)	-71.0	-107.4	-119.2	-126.2
流动比率	0.7	0.9	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	229.2	172.9	172.9	172.9
应付账款周转率	2.89	2.86	2.86	2.86
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.76	2.93	3.14	3.34
每股经营现金流(最新摊薄)	6.32	8.99	8.33	8.74
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.58	4.75	4.92
估值比率				
P/E	22.0	20.7	19.3	18.2
P/B	13.7	13.2	12.8	12.3
EV/EBITDA	8.49	6.43	5.86	5.35

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层