

## 销量跑赢行业，毛销差阶段性承压

2024 年 08 月 15 日

► **事件:** 2024 年 8 月 14 日, 公司发布 2024 年半年报。24H1 公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 88.61/9.01/8.88 亿元, 分别同比增加 4.18%/4.19%/3.91%, 归母净利率为 10.17%, 与去年同期基本持平, 扣非归母净利率为 10.02%, 同比-0.03pct。经测算, 24Q2 公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 45.68/4.49/4.42 亿元, 分别同比+1.54%/-5.99%/-6.58%, 归母净利率为 9.84%, 同比-0.79pct, 扣非归母净利率为 9.67%, 同比-0.84pct。

► **销量跑赢行业, Q2 结构有所回落。** 24H1/Q2 公司销量同比+3.30/+1.53% 至 178.38/91.70 万千升, 24H1 中国规模以上企业累计啤酒产量同比+0.1%, 公司销量跑赢行业大盘。24H1/Q2 吨价同比+0.25%/-0.66% 至 4834/4848 元, Q2 吨价降速主要系结构承压, 其中高档/主流/经济啤酒营收分别达 26.92/16.54/0.99 亿元, 同比-1.90%/+5.12%/+10.65%, 占啤酒营收比重同比-1.71/+1.51/+0.20pct。大单品方面, 我们判断疆外乌苏对现饮场景依赖度较高, 增速仍有一定承压; 嘉士伯品牌在持续市场拓展及渠道精耕下取得不俗增长; 乐堡品牌则得益于 8 元价格带红利及渠道渗透率提升维持稳健增速, 体现出公司产品矩阵完备且组合发展更趋良性。区域端, 24H1 西北区/中区/南区分别实现营业收入 25.52/35.57/25.15 亿元, 分别同比+1.47%/+2.85%/+6.83%。

► **成本回升+投入增加, 毛销差阶段性承压。** 24H1/Q2 公司吨成本同比-0.57%/+2.06%, 单 Q2 成本压力较 Q1 回升预计主要系 1) Q2 起佛山工厂计提折旧摊销; 2) 产能利用率提升摊薄固定成本的贡献回落。结构回落+成本承压综合导致 24Q2 公司毛利率同比-1.00pct 至 50.45%。费用端, Q2 公司销售费用率同比+1.26pct, 预计系市场投入增加, 其余费用整体管控良好。毛销差阶段性承压导致 Q2 公司扣非归母净利率同比-0.84pct。

► **24 年积极应对, 期待需求景气复苏。** 公司产品结构领先于行业, 当前外部环境公司高端品增长阶段性受压制进而影响吨价表现。24 年公司积极应对, 大城市计划落地有望更加精细化, 同时成本压力趋缓后公司有望适度加大投入, 且费用结构上向渠道端倾斜。中长期行业升级空间仍较大, 公司产品矩阵完备并坚持提升组织力、精耕渠道, 若后续现饮需求景气复苏, 大单品势能有望恢复。

► **投资建议:** 我们预计 2024-2026 年公司营收 154.82/161.16/167.29 亿元, 分别同比增长 4.5%/4.1%/3.8%; 归母净利润分别为 14.11/14.82/15.46 亿元, 分别同比增长 5.6%/5.0%/4.3%; 当前市值对应 PE 分别为 21/20/19X, 公司历史维持高分红 (21-23 年股利支付率 83%/100%/101%), 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 现饮渠道恢复不及预期; 高端啤酒竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,815	15,482	16,116	16,729
增长率 (%)	5.5	4.5	4.1	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,337	1,411	1,482	1,546
增长率 (%)	5.8	5.6	5.0	4.3
每股收益 (元)	2.76	2.92	3.06	3.19
PE	22	21	20	19
PB	13.7	13.3	13.0	12.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 14 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

60.65 元



**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 张馨予**

执业证书: S0100523060004

邮箱: zhangxinyu@mszq.com

### 相关研究

1. 重庆啤酒 (600132.SH) 2024 年一季报点评: Q1 开门红量价齐升, 成本改善明显-2024/05/01
2. 重庆啤酒 (600132.SH) 2023 年年报点评: Q4 盈利承压, 24 年积极应对, 期待需求景气复苏-2024/03/31
3. 重庆啤酒 (600132.SH) 2023 年半年报点评: Q2 收入环比提速, 后续有望持续修复-2023/08/17
4. 重庆啤酒 (600132.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 场景复苏&组织调整在途, 期待收入环比提速-2023/05/08
5. 重庆啤酒 (600132.SH) 2022 年业绩快报点评: Q4 疫情下增速承压, 高端化稳步推进-2023/02/08

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,815	15,482	16,116	16,729
营业成本	7,534	7,773	8,076	8,379
营业税金及附加	958	1,019	1,060	1,101
销售费用	2,533	2,678	2,772	2,861
管理费用	495	480	483	502
研发费用	26	108	113	117
EBIT	3,245	3,477	3,665	3,825
财务费用	-60	-46	-38	-41
资产减值损失	-101	-61	-63	-66
投资收益	67	69	67	67
营业利润	3,353	3,528	3,704	3,864
营业外收支	23	0	0	0
利润总额	3,376	3,528	3,704	3,864
所得税	664	706	741	773
净利润	2,712	2,822	2,963	3,092
归属于母公司净利润	1,337	1,411	1,482	1,546
EBITDA	3,760	4,010	4,229	4,414

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,713	3,888	5,563	7,298
应收账款及票据	65	66	69	72
预付款项	42	44	50	50
存货	2,100	2,106	2,188	2,270
其他流动资产	545	1,131	1,132	1,133
流动资产合计	5,465	7,236	9,002	10,823
长期股权投资	141	141	141	141
固定资产	3,674	4,035	4,309	4,525
无形资产	677	677	677	677
非流动资产合计	6,922	6,980	7,080	7,180
资产合计	12,387	14,217	16,083	18,004
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,608	2,691	2,795	2,900
其他流动负债	5,574	5,859	6,088	6,314
流动负债合计	8,182	8,550	8,883	9,215
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	553	535	535	535
非流动负债合计	553	535	535	535
负债合计	8,735	9,085	9,418	9,750
股本	484	484	484	484
少数股东权益	1,512	2,923	4,405	5,951
股东权益合计	3,652	5,132	6,664	8,254
负债和股东权益合计	12,387	14,217	16,083	18,004

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.53	4.50	4.10	3.80
EBIT 增长率	2.20	7.13	5.40	4.37
净利润增长率	5.78	5.58	4.99	4.33
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	49.15	49.79	49.89	49.91
净利润率	9.02	9.12	9.19	9.24
总资产收益率 ROA	10.79	9.93	9.21	8.59
净资产收益率 ROE	62.45	63.89	65.56	67.11
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.67	0.85	1.01	1.17
速动比率	0.39	0.58	0.74	0.91
现金比率	0.33	0.45	0.63	0.79
资产负债率 (%)	70.52	63.90	58.56	54.15
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.58	1.52	1.52	1.52
存货周转天数	101.94	97.41	95.71	95.78
总资产周转率	1.19	1.16	1.06	0.98
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.76	2.92	3.06	3.19
每股净资产	4.42	4.56	4.67	4.76
每股经营现金流	6.40	7.51	7.67	7.99
每股股利	2.80	2.96	3.10	3.24
<b>估值分析</b>				
PE	22	21	20	19
PB	13.7	13.3	13.0	12.7
EV/EBITDA	7.12	6.68	6.33	6.07
股息收益率 (%)	4.62	4.87	5.12	5.34

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,712	2,822	2,963	3,092
折旧和摊销	515	533	565	589
营运资金变动	-196	335	178	179
经营活动现金流	3,097	3,636	3,712	3,869
资本开支	-916	-598	-630	-654
投资	-356	-609	0	0
投资活动现金流	-1,051	-1,040	-562	-588
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-19	0	0
筹资活动现金流	-2,743	-1,421	-1,475	-1,546
现金净流量	-697	1,176	1,674	1,735

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026