



买入(维持)

所属行业: 食品饮料/非白酒
当前价格(元): 59.38

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

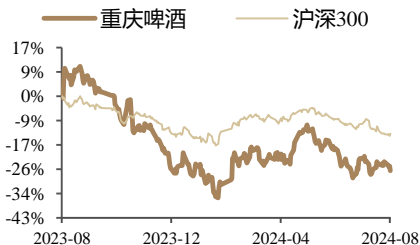
韦香怡

资格编号: S0120522080002

邮箱: weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.49	-9.74	-17.98
相对涨幅(%)	-1.73	-4.11	-9.36

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《Q4业绩略低预期, 高分红提振信心-重庆啤酒(600132.SH): Q4业绩略低预期, 高分红提振信心》, 2024.3.31
- 《重庆啤酒(600132.SH): 量价齐升趋势延续, 成本短期仍承压》, 2023.11.2
- 《重庆啤酒(600132.SH): 业绩环比改善, 预期逐季向好》, 2023.8.17

重庆啤酒(600132.SH): Q2量稳价跌, 关注主流价格带表现

投资要点

事件: 公司发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入88.61亿元, 同比+4.18%; 归母净利润9.01亿元, 同比+4.19%; 扣非归母净利润8.88亿元, 同比+3.91%。其中, 2024Q2实现营业收入45.68亿元, 同比+1.54%; 归母净利润4.49亿元, 同比-5.99%; 扣非归母净利润4.42亿元, 同比-6.58%。

高端化节奏略有放缓, 主流表现较好带动整体收入增长。(1) 2024H1量价齐升趋势不改, 但24Q2转为量增价减, 内部结构略有分化, 高端化节奏放缓。整体来看, 24H1/24Q2啤酒销量分别同比+3.3%/+1.5%达到178.38/91.70万吨, 吨价分别同比+0.3%/-0.7%, 外部宏观经济影响下Q2高端化进程受到影响。(2) 分价格带看, 2024H1高档/主流/经济收入分别同比+2.8%/+4.4%/+11.4%至52.63/31.74/1.86亿元, 2024Q2高档/主流/经济收入分别同比-1.9%/+5.1%/+10.7%至26.92/16.54/1.00亿元, 主流产品带动Q2收入增长, 但吨价对比高档较低的主流产品收入占比提升导致整体吨价下滑。(3) 分区域看, 24H1西北区/中区/南区营收分别同比+1.5%/+2.9%/+6.8%, 24Q2西北区/中区/南区营收分别同比+0.1%/-1.2%/+4.6%, 南区表现较为亮眼。

成本压力和费投增加扰动利润, 利润弹性有待释放。2024H1/2024Q2公司吨酒成本分别同比-0.6%/+2.1%, 毛利率分别同比+0.7/-1.0pct至49.2%/50.5%, 我们预计24Q2毛利承压主要受佛山工厂8月开始商业化生产并转固的影响。从费用端来看, 24H1公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.7/-0.1/+0.2pct, 其中24Q2销售/管理/研发费用率分别同比+1.3/-0.3/+0.2pct, 面对激烈的市场竞争, 公司加大销售费用投放巩固并不断拓展市场, 其他费用整体较稳定, 综合影响下公司24H1归母净利率/扣非归母净利率分别同比持平/-0.03%, 24Q2单季归母净利率/扣非归母净利率分别同比-0.79/-0.84pct。

投资建议:公司产品结构与均价对比同业公司更为高端, 受宏观消费需求弱复苏影响Q2吨价出现小幅下滑, 但公司积极应对挑战:(1) 品牌端: “本地品牌+国际品牌”组合持续发力, 各品牌依据自身品牌调性, 针对相应消费群体与消费场景持续发力, 重庆、大理、风花雪月、乐堡等品牌势能持续释放, 主流价格带增长较为亮眼也说明公司组合策略成效逐步显现, 在消费弱复苏的预期下建议持续关注其旺季表现。(2) 销售端: 大城市2.0项目加速落地, 公司根据不同市场情况精准投资, 不断提升终端覆盖规模和市场服务能力; 同时通过数字化工具持续赋能公司销售团队和经销商团队, 2024H1现代渠道实现市场份额提升和销量增长。(3) 供应链: 佛山酒厂8月开始商业化生产, 有效缓解华南区域产能不足的问题。同时公司劳动生产率仍保持高个位数增长, 与人力成本的增长形成对冲。我们依据公司中期业绩对盈利预测进行调整, 预计2024-2026年公司实现营收155.5/162.6/169.3亿元, 同比增速为4.8%/4.7%/4.1%; 实现归母净利润14.1/14.9/15.7亿元, 同比增速为5.7%/5.5%/5.4%, 对应PE为20x/19x/18x, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料成本上涨; 市场竞争加剧; 大单品推广不及预期等。

股票数据

总股本(百万股):	483.97
流通 A 股(百万股):	483.97
52 周内股价区间(元):	51.71-89.04
总市值(百万元):	28,738.21
总资产(百万元):	13,247.59
每股净资产(元):	3.52

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,525	16,261	16,927
(+/-)YOY(%)	7.0%	5.5%	4.8%	4.7%	4.1%
净利润(百万元)	1,264	1,337	1,413	1,492	1,572
(+/-)YOY(%)	8.3%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%
全面摊薄 EPS(元)	2.61	2.76	2.92	3.08	3.25
毛利率(%)	50.5%	49.1%	49.2%	49.3%	49.4%
净资产收益率(%)	61.5%	62.5%	63.9%	65.3%	66.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.76	2.92	3.08	3.25
每股净资产	4.42	4.57	4.72	4.88
每股经营现金流	6.40	6.06	7.70	7.38
每股股利	2.80	2.77	2.93	3.09
价值评估(倍)				
P/E	24.08	20.33	19.27	18.28
P/B	15.03	13.00	12.57	12.16
P/S	1.94	1.85	1.77	1.70
EV/EBITDA	7.87	6.27	5.52	4.92
股息率%	4.2%	4.7%	4.9%	5.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	49.1%	49.2%	49.3%	49.4%
净利润率	18.3%	18.6%	18.7%	19.0%
净资产收益率	62.5%	63.9%	65.3%	66.5%
资产回报率	10.8%	9.8%	9.1%	8.5%
投资回报率	68.3%	52.3%	42.1%	35.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	5.5%	4.8%	4.7%	4.1%
EBIT 增长率	2.2%	8.4%	5.4%	4.4%
净利润增长率	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%
偿债能力指标				
资产负债率	70.5%	63.9%	58.4%	53.9%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.8
现金比率	0.3	0.4	0.6	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.6	1.5	1.4	1.3
存货周转天数	101.9	101.9	101.9	101.9
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	0.9
固定资产周转率	4.0	4.1	4.2	4.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,337	1,413	1,492	1,572
少数股东损益	1,375	1,471	1,553	1,636
非现金支出	617	563	589	597
非经营收益	-36	-607	-283	-282
营运资金变动	-196	93	378	48
经营活动现金流	3,097	2,934	3,728	3,571
资产	-916	-655	-530	-463
投资	-356	0	0	0
其他	221	71	73	75
投资活动现金流	-1,051	-584	-457	-388
债权募资	0	48	40	40
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,743	-1,343	-1,417	-1,493
融资活动现金流	-2,743	-1,295	-1,377	-1,453
现金净流量	-697	1,055	1,894	1,730

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,815	15,525	16,261	16,927
营业成本	7,534	7,894	8,250	8,569
毛利率%	49.1%	49.2%	49.3%	49.4%
营业税金及附加	958	978	1,024	1,066
营业税金率%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
营业费用	2,533	2,663	2,794	2,925
营业费用率%	17.1%	17.2%	17.2%	17.3%
管理费用	495	504	517	530
管理费用率%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用	26	31	33	34
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	3,245	3,517	3,708	3,870
财务费用	-60	-54	-75	-113
财务费用率%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.7%
资产减值损失	-101	-65	-75	-70
投资收益	67	71	73	75
营业利润	3,353	3,578	3,782	3,989
营业外收支	23	14	9	6
利润总额	3,376	3,592	3,791	3,995
EBITDA	3,760	4,015	4,222	4,397
所得税	664	708	747	787
有效所得税率%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
少数股东损益	1,375	1,471	1,553	1,636
归属母公司所有者净利润	1,337	1,413	1,492	1,572

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,713	3,768	5,662	7,392
应收账款及应收票据	65	65	62	61
存货	2,100	2,320	2,242	2,496
其它流动资产	587	616	626	611
流动资产合计	5,465	6,769	8,592	10,559
长期股权投资	141	141	141	141
固定资产	3,674	3,832	3,902	3,895
在建工程	784	738	628	509
无形资产	677	682	687	692
非流动资产合计	6,922	7,600	7,811	7,939
资产总计	12,387	14,369	16,403	18,499
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,608	2,742	2,849	2,957
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	5,574	5,840	6,100	6,332
流动负债合计	8,182	8,582	8,949	9,290
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	553	593	633	673
非流动负债合计	553	593	633	673
负债总计	8,735	9,175	9,582	9,963
实收资本	484	484	484	484
普通股股东权益	2,140	2,211	2,285	2,364
少数股东权益	1,512	2,983	4,536	6,172
负债和所有者权益合计	12,387	14,369	16,403	18,499

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。