

重庆啤酒 (600132.SH)

第二季度销量同比增长，高端化速度有所放缓

优于大市

核心观点

2024年第二季度收入同比+1.54%，归母净利润同比-5.99%。2024年上半年公司实现营业总收入88.61亿元，同比+4.18%；实现归母净利润9.01亿元，同比+4.19%；实现扣非归母净利润8.88亿元，同比+3.91%。第二季度公司实现营业总收入45.68亿元，同比+1.54%；实现归母净利润4.49亿元，同比-5.99%；实现扣非归母净利润4.42亿元，同比-6.58%。

第二季度销量同比+1.5%，千升酒收入同比持平。虽然第二季度整体消费需求承压，得益于基地市场旅游消费较旺，叠加大城市计划继续实施、渠道持续拓展，第二季度公司销量同比增长，销量表现好于啤酒行业整体。分档次看，第二季度高端产品（8元以上）收入同比-1.9%，主要系疆外乌苏、1664等高端酒受现饮场景缺失影响，销售压力加大，但8-10元次高端价格带重点单品（嘉士伯、乐堡、风花雪月、部分重庆品牌旗下产品）依然具备增长韧性；在主流价格带的疆内乌苏等产品增长带动下，主流产品（4-8元）收入同比+5.1%；经济型产品（4元以下）收入同比+10.6%但占比较小。第二季度千升酒收入同比持平，表明产品结构升级速度环比第一季度有所放缓。

第二季度吨成本及销售费用率提升，盈利能力同比小幅下滑。第二季度千升酒成本同比+2.1%，与佛山新工厂投产后折旧摊销增长有关，而千升酒收入同比持平，故第二季度毛利率同比-1.0pct。费用方面，第二季度销售费用率同比+1.3pct，主要系公司在广告及市场费用方面的投入增多，以期提振旺季销售。其他费用率变动不大，最终第二季度公司净利率同比-1.8pct，归母净利率同比-0.8pct。因第一季度归母净利率同比+0.9pct，综合来看，上半年归母净利率同比持平。

产品、渠道积极应变，更加重视市场质量。产品方面，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，并着力巩固公司在8-10元细分市场的良好发展态势。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，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。此外，公司在继续推进“大城市计划”的基础上，今年将更加重视市场质量，将对大城市进行精细化管理，有针对性的进行资源投放，费用使用效率有望提升。

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。

盈利预测与投资建议：考虑到经济弱复苏背景下，高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，拖累公司结构升级速度，故我们下调盈利预测：预计2024-2026年公司实现营业总收入153.6/161.2/169.5亿元（前预测值156.3/165.4/175.2亿元），实现归母净利润13.9/14.8/16.0亿元（前预测值14.5/15.9/17.4亿元），当前股价对应PE分别为20/19/17倍。公司依然坚持巩固其在啤酒市场的品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,364	16,121	16,951
(+/-%)	7.0%	5.5%	3.7%	4.9%	5.1%
归母净利润(百万元)	1264	1337	1389	1484	1603
(+/-%)	8.3%	5.8%	3.9%	6.9%	8.0%
每股收益(元)	2.61	2.76	2.87	3.07	3.31
EBIT Margin	22.8%	22.1%	22.1%	22.4%	23.1%
净资产收益率 (ROE)	61.5%	62.5%	63.3%	64.9%	66.6%
市盈率 (PE)	22.0	20.8	20.0	18.7	17.3
EV/EBITDA	10.0	9.7	9.7	9.1	8.5
市净率 (PB)	13.52	12.99	12.68	12.15	11.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.43元
总市值/流通市值	27794/27794百万元
52周最高价/最低价	95.26/52.53元
近3个月日均成交额	236.60百万元

市场走势



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) - 产品、渠道积极应变，公司经营韧性强化》——2024-06-12
- 《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年三季度点评：主流档产品较快增长，盈利能力略承压》——2023-11-01

重庆啤酒公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年公司实现营业总收入 88.61 亿元，同比+4.18%；实现归母净利润 9.01 亿元，同比+4.19%；实现扣非归母净利润 8.88 亿元，同比+3.91%。第二季度公司实现营业总收入 45.68 亿元，同比+1.54%；实现归母净利润 4.49 亿元，同比-5.99%；实现扣非归母净利润 4.42 亿元，同比-6.58%。

第二季度销量同比+1.5%，千升酒收入同比持平。虽然第二季度整体消费需求承压，得益于基地市场旅游消费较旺，叠加大城市计划继续实施、渠道持续拓展，第二季度公司销量同比增长，销量表现好于啤酒行业整体。但第二季度销量增速环比第一季度仍有所放缓。分档次看，第二季度高端产品（8 元以上）收入同比-1.9%，主要系疆外乌苏、1664 等高端酒受现饮场景缺失影响，销售压力加大，但 8-10 元次高端价格带重点单品（嘉士伯、乐堡、风花雪月、部分重庆品牌旗下产品）依然具备增长韧性；在主流价格带的疆内乌苏等产品增长带动下，主流产品（4-8 元）收入同比+5.1%；经济型产品（4 元以下）收入同比+10.6%但占比较小。第二季度千升酒收入同比持平，表明产品结构升级速度环比第一季度有所放缓。综合来看，上半年公司销量同比+3.3%，千升酒收入同比+0.9%，营业收入同比+4.2%。

第二季度吨成本及销售费用率提升，盈利能力同比小幅下滑。第二季度千升酒成本同比+2.1%，与佛山新工厂投产后折旧摊销增长有关，而千升酒收入同比持平，故第二季度毛利率同比-1.0pct。费用方面，第二季度销售费用率同比+1.3pct，主要系公司在广告及市场费用方面的投入增多，以期提振旺季销售。其他费用率变动不大，最终第二季度公司净利率同比-1.8pct，归母净利率同比-0.8pct。因第一季度归母净利率同比+0.9pct，综合来看，上半年归母净利率同比持平。

产品、渠道积极应变，更加重视市场质量。产品方面，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，并着力巩固公司在 8-10 元细分市场的良好发展态势。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，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。此外，公司在继续推进“大城市计划”的基础上，今年将更加重视市场质量，将对大城市进行精细化管理，有针对性的进行资源投放，费用使用效率有望提升。

盈利预测与投资建议：考虑到经济弱复苏背景下，高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，拖累公司结构升级速度，故我们下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 153.6/161.2/169.5 亿元（前预测值 156.3/165.4/175.2 亿元），同比+3.7%/+4.9%/+5.1%；实现归母净利润 13.9/14.8/16.0 亿元（前预测值 14.5/15.9/17.4 亿元），同比+3.9%/+6.9%/+8.0%；EPS 分别为 2.87/3.07/3.31 元；当前股价对应 PE 分别为 20/19/17 倍。虽需求疲软，但公司依然坚持巩固其在啤酒市场的品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，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: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,630	16,543	17,516	15,364	16,121	16,951	-265	-422	-565
收入同比增速%	5.5%	5.8%	5.9%	3.7%	4.9%	5.1%	-1.8%	-0.9%	-0.7%
毛利率%	49.8%	50.2%	50.6%	49.3%	49.4%	49.6%	-0.5%	-0.8%	-1.0%
销售费用率%	17.1%	17.0%	16.8%	17.2%	17.1%	16.8%	0.1%	0.2%	0.0%
归母净利率%	9.3%	9.6%	9.9%	9.0%	9.2%	9.5%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
归母净利润 (百万元)	1,455	1,594	1,736	1,389	1,484	1,603	-67	-110	-133
归母净利润同比增速%	8.9%	9.5%	8.9%	3.9%	6.9%	8.0%	-5.0%	-2.7%	-0.9%
EPS (元)	3.01	3.29	3.59	2.87	3.07	3.31	-0.14	-0.23	-0.28

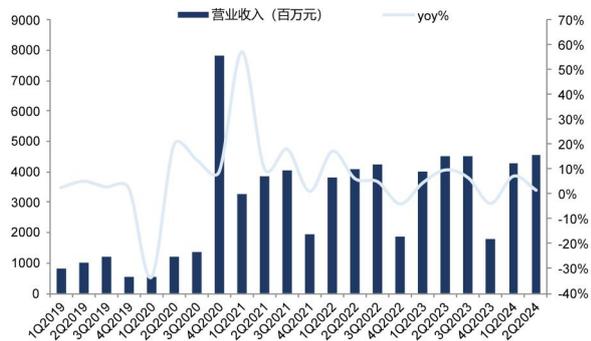
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年8月16日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600132.SH	重庆啤酒	20.2	57.43	2.87	3.07	20.0	18.7	278	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.6	21.97	1.88	2.18	11.7	10.1	713	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.9	64.28	3.73	4.36	17.2	14.7	877	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	40.5	9.80	0.36	0.45	27.2	21.8	276	优于大市

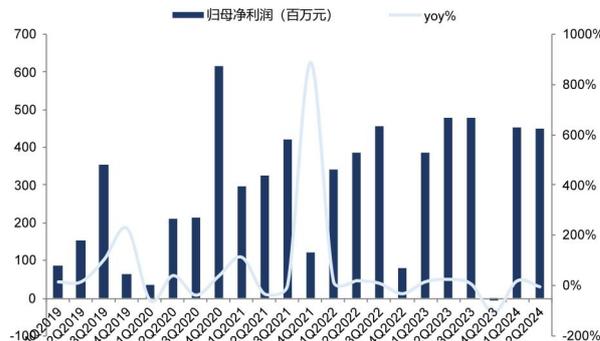
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



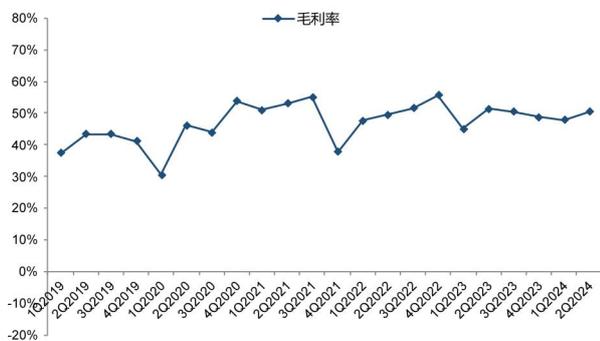
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



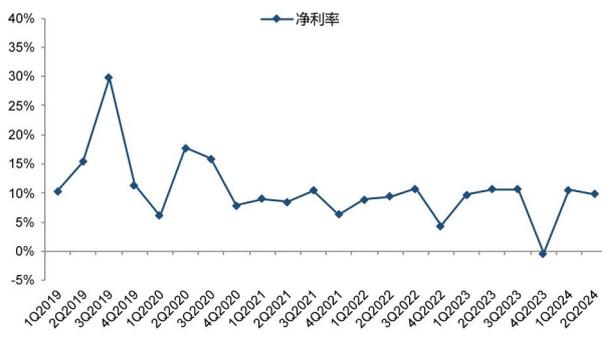
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3398	2713	5946	6201	6519	营业收入	14039	14815	15364	16121	16951
应收款项	83	89	91	95	100	营业成本	6952	7534	7791	8154	8537
存货净额	2166	2100	2296	2397	2508	营业税金及附加	921	958	993	1042	1102
其他流动资产	157	203	171	180	189	销售费用	2326	2533	2643	2757	2854
流动资产合计	5804	5465	8504	8873	9316	管理费用	535	495	514	527	519
固定资产	4076	4457	4488	4459	4394	研发费用	111	26	27	29	30
无形资产及其他	685	677	666	655	644	财务费用	(56)	(60)	(64)	(90)	(94)
投资性房地产	1636	1647	612	2040	3567	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	14411	16168	18062	其他收入	(49)	31	14	13	11
短期借款及交易性金融负债	24	42	42	42	42	营业利润	3299	3353	3492	3733	4033
应付款项	2498	2608	2641	2757	2884	营业外净收支	(0)	23	15	15	15
其他流动负债	5790	5532	6042	6061	6060	利润总额	3299	3376	3507	3748	4048
流动负债合计	8311	8182	8725	8860	8987	所得税费用	712	664	690	737	796
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1323	1375	1428	1527	1649
其他长期负债	563	553	553	553	553	归属于母公司净利润	1264	1337	1389	1484	1603
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	9278	9413	9540	净利润	1264	1337	1389	1484	1603
少数股东权益	1567	1512	2940	4467	6116	资产减值准备	3	19	(13)	2	(1)
股东权益	2056	2140	2192	2288	2406	折旧摊销	473	478	414	459	496
负债和股东权益总计	12498	12387	14411	16168	18062	公允价值变动损失	81	101	80	80	80
						财务费用	(56)	(60)	(64)	(90)	(94)
						营运资本变动	383	(136)	363	23	1
						其它	1549	1298	1442	1525	1649
						经营活动现金流	3753	3097	3674	3572	3829
						资本开支	(913)	(919)	(500)	(500)	(500)
						其它投资现金流	525	(132)	360	0	0
						投资活动现金流	(388)	(1051)	(140)	(500)	(500)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						长期贷款增加	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(2100)	(2687)	(301)	(2817)	(3011)
						其它融资现金流	(34)	(56)	0	0	0
						融资活动现金流	(2133)	(2743)	(301)	(2817)	(3011)
						现金净变动	1043	(685)	3233	255	318
						货币资金的期初余额	2355	3398	2713	5946	6201
						货币资金的期末余额	3398	2713	5946	6201	6519
						企业自由现金流	2448	2049	3006	2883	3137
						权益自由现金流	4514	4680	3057	2955	3212

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±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±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提及的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