

重庆啤酒 (600132.SH)

结构环比恶化，盈利阶段性承压

公司 Q3 面对外部不利环境，公司三季度结构环比恶化，销量同比下滑，虽然原材料价格利好但佛山工厂摊销推高吨成本，导致盈利能力承压。Q3 营收/归母净利润同比-7.1%/-10.1%。公司继续补足渠道短板，增加销售团队和渠道支持力度，期待调整后盈利恢复。

- Q3 营收/归母净利润同比-7.1%/-10.1%。公司发布 2024 年前三季度报告，公司 24 年前三季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 130.6/13.3/13.1 亿，同比+0.3%/-0.9%/-1.6%。其中 24Q3 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 42.0/4.3/4.2 亿，同比+-7.1%/-10.1%/-11.6%，业绩符合预期。
- 结构恶化，销量承压。公司 24Q3 销量-5.6%至 87.3 万吨，其中高档/主流/经济收入分别-9.2%/-7.6%/+20.0%至 23.6/15.9/1.3 亿元，结构环比恶化，吨价-1.6%至 4812 元。分区域看，西北区/中区/南区 Q3 分别-10.5%/-5.2%/-9.3%至 11.2/17.9/11.7 亿。
- 佛山工厂摊销影响成本，盈利阶段性承压。公司 24Q3 毛利率同比-1.35pcts 至 49.2%，虽然大麦包材价格改善，但佛山工厂摊销推高吨成本同比+1.1%至 2446 元。24Q3 公司主营税金率/销售费用率/管理费用率分别+0.1/-0.87/+1.04pcts 至 6.5%/14.7%/3.2%，毛利率下降带动净利率-0.73pct 至 20.6%，降幅环比 Q2 收窄。
- 投资建议：结构环比恶化，盈利阶段性承压。面对外部不利环境，公司三季度结构环比恶化，销量同比下滑，虽然原材料价格利好但佛山工厂摊销推高吨成本，导致盈利能力承压。公司继续补足渠道短板，增加销售团队和渠道支持力度，期待调整后盈利恢复。下调 24-26 年 EPS 预测为 2.71、2.81、2.91 元，暂不给予目标价，考虑公司分红维持高位，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：极端天气影响、原材料上涨超预期、渠道改革不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	14039	14815	14880	15524	16002
同比增长	7%	6%	0%	4%	3%
营业利润(百万元)	3299	3353	3293	3431	3556
同比增长	12%	2%	-2%	4%	4%
归母净利润(百万元)	1264	1337	1310	1361	1409
同比增长	8%	6%	-2%	4%	4%
每股收益(元)	2.61	2.76	2.71	2.81	2.91
PE	22.5	21.3	21.7	20.9	20.2
PB	13.9	13.3	13.6	13.3	13.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标股价: NA

当前股价: 58.85 元

基础数据

总股本(百万股)	484
已上市流通股(百万股)	484
总市值(十亿元)	28.5
流通市值(十亿元)	28.5
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	77.8
资产负债率	69.1%
主要股东	嘉士伯啤酒厂香港有限公司
主要股东持股比例	42.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-7	-23
相对表现	-10	-15	-33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《重庆啤酒(600132)一吨价增速承压，期待结构恢复》2024-08-15
- 《重庆啤酒(600132)一结构有所恢复，利润超出预期》2024-04-30
- 《重庆啤酒(600132)一分红维持高位，期待结构恢复》2024-03-31

于佳琦 S1090518090005

yujiaqi@cmschina.com.cn

陈书慧 S1090523010003

chenshuhui@cmschina.com.cn

重庆啤酒单季度利润表

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1-3	24Q1-3
一、营业总收入	1856	4006	4499	4524	1786	4293	4568	4202	13029	13063
二、营业总成本	1666	3082	3333	3349	1823	3216	3486	3171	9690	9809
其中: 营业成本	824	2197	2184	2238	915	2237	2263	2136	6619	6636
营业税金及附加	125	250	287	291	130	268	290	275	827	833
营业费用	524	519	717	706	591	564	786	619	1941	1969
管理费用	123	125	145	99	127	134	135	135	368	404
研发费用	24	1	9	2	13	5	7	4	13	16
财务费用	-18	-14	-16	-17	-13	-8.26	-7.67	-7.99	-47	-24
资产减值损失	-68	-4	-4	-29	-64	-15	-8	-9	-37	-32
三、其他经营收益	22	26	35	42	23	29	40	45	102	114
公允价值变动收益	20	14	11	15	21	12	13	16	40	42
投资收益	0	0	0	0	0	2	0	0	0	1
其他收益	2	12	23	28	3	15	27	27	63	69
四、营业利润	211	950	1201	1217	-14	1106	1122	1076	3367	3304
加: 营业外收入	5	0	2	2	24	2	3	11	5	15
减: 营业外支出	5	0	0	2	3	1	1	3	3	5
五、利润总额	212	949	1203	1216	7	1106	1123	1084	3369	3314
减: 所得税	26	175	235	250	4	207	223	217	660	648
六、净利润	186	775	968	966	3	899	900	867	2709	2667
减: 少数股东损益	104	388	490	487	10	447	451	437	1365	1335
七、归属母公司净利润	81	387	478	479	-7	451.9	449	430.7	1344	1332
EPS	0.17	0.80	0.99	0.99	-0.02	0.93	0.93	0.89	2.78	2.75
主要比率										
毛利率	55.6%	45.2%	51.4%	50.5%	48.8%	47.9%	50.5%	49.2%	49.2%	49.2%
主营税金率	6.8%	6.2%	6.4%	6.4%	7.3%	6.2%	6.4%	6.5%	6.4%	6.4%
营业费率	28.2%	12.9%	15.9%	15.6%	33.1%	13.1%	17.2%	14.7%	14.9%	15.1%
管理费费率	6.6%	3.1%	3.2%	2.2%	7.1%	3.1%	2.95%	3.22%	2.8%	3.1%
营业利润率	11.4%	23.7%	26.7%	26.9%	-0.8%	25.8%	24.6%	25.6%	25.8%	25.3%
实际税率	12.3%	18.4%	19.5%	20.6%	62.8%	18.8%	19.9%	20.0%	19.6%	19.5%
净利率	4.4%	9.7%	10.6%	10.6%	-0.4%	10.5%	9.8%	10.2%	10.3%	10.2%
YoY										
收入增长率	-4.0%	4.5%	9.6%	6.5%	-3.8%	7.2%	1.5%	-7.1%	6.9%	0.3%
营业利润增长率	-17.6%	2.3%	18.8%	5.8%	-106.7%	16.4%	-6.6%	-11.5%	9.0%	-1.9%
净利润增长率	-33.6%	13.6%	23.5%	5.3%	-109.2%	16.8%	-6.0%	-10.1%	13.7%	-0.9%

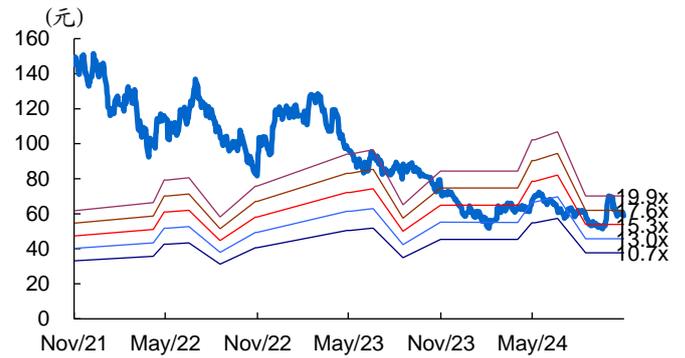
资料来源: 公司报表

图 1: 重庆啤酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 重庆啤酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《重庆啤酒（600132）—吨价增速承压，期待结构恢复》2024-08-15
- 2、《重庆啤酒（600132）—结构有所恢复，利润超出预期》2024-04-30
- 3、《重庆啤酒（600132）—分红维持高位，期待结构恢复》2024-03-31
- 4、《重庆啤酒（600132）—结构仍然承压，静待边际改善》2024-02-08
- 5、《重庆啤酒（600132）—销量维持增长，结构压制吨价》2023-10-31
- 6、《重庆啤酒（600132）—结构恢复好于预期，关注 H2 弹性》2023-08-17
- 7、《重庆啤酒（600132）—22 年经营承压，23 年全面改善》2023-05-03

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5804	5465	6337	7593	8879
现金	3398	2713	4017	5190	6418
交易性投资	4	375	375	375	375
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	66	65	54	56	58
其它应收款	18	24	24	25	26
存货	2166	2100	1678	1750	1800
其他	153	188	189	197	203
非流动资产	6694	6922	7339	7718	8061
长期股权投资	297	141	141	141	141
固定资产	3681	3674	4029	4376	4686
无形资产商誉	1384	1376	1406	1436	1466
其他	1332	1731	1763	1765	1768
资产总计	12498	12387	13675	15311	16940
流动负债	8311	8182	8168	8353	8484
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2498	2608	2625	2737	2816
预收账款	1614	1667	1678	1749	1800
其他	4200	3907	3865	3867	3868
长期负债	563	553	553	553	553
长期借款	0	0	0	0	0
其他	563	553	553	553	553
负债合计	8875	8735	8721	8906	9037
股本	484	484	484	484	484
资本公积金	8	16	16	16	16
留存收益	1564	1640	1595	1646	1695
少数股东权益	1567	1512	2859	4259	5709
归属于母公司所有者权益	2056	2140	2095	2146	2195
负债及权益合计	12498	12387	13675	15311	16940

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3753	3097	3401	3187	3296
净利润	1264	1337	1310	1361	1409
折旧摊销	473	478	484	525	565
财务费用	4	6	(70)	(70)	(70)
投资收益	(68)	(67)	(130)	(130)	(130)
营运资金变动	431	(54)	573	83	58
其它	1649	1397	1235	1419	1463
投资活动现金流	(388)	(1051)	(770)	(774)	(778)
资本支出	(913)	(919)	(900)	(903)	(906)
其他投资	525	(132)	130	129	128
筹资活动现金流	(2133)	(2743)	(1328)	(1240)	(1291)
借款变动	(1281)	(1578)	(42)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	8	0	0	0
股利分配	(968)	(1258)	(1355)	(1310)	(1361)
其他	110	85	70	70	70
现金净增加额	1231	(697)	1304	1174	1227

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14039	14815	14880	15524	16002
营业成本	6952	7534	7584	7908	8135
营业税金及附加	921	958	1053	1145	1202
营业费用	2326	2533	2544	2633	2682
管理费用	535	495	519	520	539
研发费用	111	26	26	27	28
财务费用	(56)	(60)	(70)	(70)	(70)
资产减值损失	(79)	(103)	(60)	(60)	(60)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	58	61	60	60	60
投资收益	70	64	70	70	70
营业利润	3299	3353	3293	3431	3556
营业外收入	7	29	29	29	29
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	3299	3376	3316	3454	3579
所得税	712	664	659	694	719
少数股东损益	1323	1375	1347	1400	1450
归属于母公司净利润	1264	1337	1310	1361	1409

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	7%	6%	0%	4%	3%
营业利润	12%	2%	-2%	4%	4%
归母净利润	8%	6%	-2%	4%	4%
获利能力					
毛利率	50.5%	49.1%	49.0%	49.1%	49.2%
净利率	9.0%	9.0%	8.8%	8.8%	8.8%
ROE	61.5%	62.5%	62.5%	63.4%	64.2%
ROIC	69.3%	71.2%	51.9%	41.7%	35.1%
偿债能力					
资产负债率	71.0%	70.5%	63.8%	58.2%	53.3%
净负债比率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
存货周转率	3.4	3.5	4.0	4.6	4.6
应收账款周转率	161.0	228.0	252.0	283.0	282.0
应付账款周转率	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	2.61	2.76	2.71	2.81	2.91
每股经营净现金	7.75	6.40	7.03	6.59	6.81
每股净资产	4.25	4.42	4.33	4.43	4.53
每股股利	2.60	2.80	2.71	2.81	2.91
估值比率					
PE	22.5	21.3	21.7	20.9	20.2
PB	13.9	13.3	13.6	13.3	13.0
EV/EBITDA	9.3	9.2	9.3	8.9	8.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。