

## 重庆啤酒(600132.SH)

## 需求端承压，静待结构改善

## 推荐 (维持)

股价:58.85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)	285
流通A股市值(亿元)	285
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	66.8

## 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年三季报，Q1-Q3实现营收130.63亿元，同比增长0.26%；归母净利润13.32亿元，同比下降0.90%；扣非归母净利润13.06亿元，同比下降1.61%。其中2024Q3实现营收42.02亿元，同比下降7.11%；归母净利润4.31亿元，同比下降10.10%；扣非归母净利润4.18亿元，同比下降11.60%。

## 平安观点:

- 销量维持稳定，高档产品略有下滑。**从量的角度看，2024Q1-Q3，公司实现啤酒销量265.70万千升，比上年同期265.17万千升增长了0.20%，公司积极应对外部环境变化带来的机遇和挑战，展现经营韧性。分产品来看，2024Q1-Q3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76.25亿元，同比减少1.24%；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47.64亿元，同比增长0.03%；以山城为代表的经济型啤酒（4元以下产品）实现营收3.18亿元，同比增长14.84%。
- 单季度利润率下降，南区实现增长。**公司2024Q1-Q3实现毛利率49.20%，同比增长0.01pct；销售费用率为15.07%，同比增长0.17pct，管理费用率为3.10%，同比增长0.28pct，费率整体管控得当；实现净利率20.41%，同比下降0.38pct。单季度来看，Q3实现毛利率49.17%，同比下降1.36pct；实现净利率20.64%，同比下降0.72pct。分区域来看，2024Q1-Q3南区实现营收36.85亿元，同增1.13%；中区营收53.49亿元，同比持平%；西北区营收36.73亿元，同比减少2.50%。2024 Q3公司新增经销商176家，减少经销商164家，共有经销商3000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13.55亿元（前值14.19亿元）、14.46亿元（前值15.18亿元）、15.50亿元（前值16.14亿元），EPS分别为2.80/2.99/3.20元，对应10月

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,393	15,978	16,537
YOY(%)	7.0	5.5	3.9	3.8	3.5
净利润(百万元)	1,264	1,337	1,355	1,446	1,550
YOY(%)	8.3	5.8	1.4	6.7	7.2
毛利率(%)	50.5	49.1	48.7	49.1	49.8
净利率(%)	9.0	9.0	8.8	9.1	9.4
ROE(%)	61.5	62.5	61.2	63.1	65.3
EPS(摊薄/元)	2.61	2.76	2.80	2.99	3.20
P/E(倍)	22.5	21.3	21.0	19.7	18.4
P/B(倍)	13.9	13.3	12.9	12.4	12.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

30日收盘价的PE分别为21.0、19.7和18.4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
<b>流动资产</b>	5465	8595	11140	13756
现金	2713	5615	8080	10636
应收票据及应收账款	65	89	92	96
其他应收款	24	19	20	21
预付账款	42	48	50	51
存货	2100	2326	2395	2445
其他流动资产	521	498	503	507
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	12387	14839	16684	18580
<b>流动负债</b>	8182	9179	9467	9691
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2608	2761	2844	2903
其他流动负债	5574	6417	6623	6788
<b>非流动负债</b>	553	521	490	460
长期借款	121	89	58	29
其他非流动负债	432	432	432	432
<b>负债合计</b>	8735	9699	9957	10151
少数股东权益	1512	2927	4437	6056
股本	484	484	484	484
资本公积	16	16	16	16
留存收益	1640	1713	1790	1873
<b>归属母公司股东权益</b>	2140	2213	2290	2373
<b>负债和股东权益</b>	12387	14839	16684	18580

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3060	4222	3858	4037
净利润	2712	2769	2956	3170
折旧摊销	478	733	753	774
财务费用	-60	-9	-20	-31
投资损失	-67	-64	-64	-64
营运资金变动	-196	769	209	164
其他经营现金流	194	25	25	25
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-2743	-1305	-1379	-1466
短期借款	0	0	0	0
长期借款	43	-32	-31	-29
其他筹资现金流	-2786	-1273	-1348	-1437
<b>现金净增加额</b>	-734	2903	2465	2556

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	14815	15393	15978	16537
营业成本	7534	7896	8133	8301
税金及附加	958	1017	1056	1093
营业费用	2533	2540	2604	2695
管理费用	495	493	495	496
研发费用	26	31	48	50
财务费用	-60	-9	-20	-31
资产减值损失	-101	-96	-99	-103
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
<b>营业利润</b>	3353	3452	3685	3951
营业外收入	29	15	15	15
营业外支出	6	9	9	9
<b>利润总额</b>	3376	3457	3690	3957
所得税	664	688	734	787
<b>净利润</b>	2712	2769	2956	3170
少数股东损益	1375	1415	1510	1619
<b>归属母公司净利润</b>	1337	1355	1446	1550
EBITDA	3792.95	4180.55	4423.07	4699.83
EPS (元)	2.76	2.80	2.99	3.20

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	5.5	3.9	3.8	3.5
营业利润(%)	1.6	2.9	6.8	7.2
归属于母公司净利润(%)	5.8	1.4	6.7	7.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	49.1	48.7	49.1	49.8
净利率(%)	9.0	8.8	9.1	9.4
ROE(%)	62.5	61.2	63.1	65.3
ROIC(%)	156.5	127.3	378.0	(4291.3)
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	70.5	65.4	59.7	54.6
净负债比率(%)	-71.0	-107.5	-119.3	-125.9
流动比率	0.7	0.9	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.1
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.76	2.80	2.99	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	6.32	8.72	7.97	8.34
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.57	4.73	4.90
<b>估值比率</b>				
P/E	21.3	21.0	19.7	18.4
P/B	13.3	12.9	12.4	12.0
EV/EBITDA	8.49	6.47	5.91	5.36

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

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

#### 上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

#### 北京

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