

重庆啤酒 (600132.SH)

第三季度销量同比下滑，产品结构承压

优于大市

核心观点

重庆啤酒公布2024年三季度报告，2024年前三季度实现营业总收入130.63亿元，同比+0.26%；实现归母净利润13.32亿元，同比-0.90%；实现扣非归母净利润13.06亿元，同比-1.61%。第三季度实现营业总收入42.02亿元，同比-7.11%；实现归母净利润4.31亿元，同比-10.10%；实现扣非归母净利润4.18亿元，同比-11.60%。

第三季度销量同比下滑，产品结构承压。第三季度实现销量87.32万千升，同比-5.6%，主要系啤酒消费市场需求疲弱。据国家统计局数据，第三季度啤酒行业产量同比有中单位数下滑，公司销量下滑幅度与啤酒行业平均下滑幅度接近。第三季度啤酒均价同比-2.4%，降幅环比第二季度扩大，反映产品结构压力增大。分档次看，第三季度高档/主流/经济型产品收入同比-9.3%/-7.6%/+20.0%，产品结构趋弱，高档产品收入占比57.8%，同比下降0.9pct。

折旧摊销上升增大毛利率压力，销售费用环比缩减。第三季度千升酒成本同比+1.1%，毛利率同比-1.4pct，主因产品结构承压且佛山新工厂投产后折旧摊销上升，抵消了原材料价格下行对毛利率的正向贡献。第三季度销售费用率同比-0.9pct，销售费用额环比第二季度有明显缩窄，主要系公司在第二季度进行销售费用前置性投入，第三季度缩减销售费用。第三季度归母净利率同比-0.3pct至10.2%，盈利能力略有弱化。

产品、渠道积极应变，静待需求回暖。今年啤酒行业面临消费需求低迷的考验，且餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程形成阻力，静待后续政策发力后需求逐步回暖。公司继续坚持高端化发展战略，凭借多元化的高档产品组合进行市场开拓。短期公司也在产品及渠道上积极应对，一方面针对当前高性价比消费趋势扩充产品矩阵，另一方面加强非现饮渠道及拉罐产品的布局。此外，公司品牌打造能力突出，嘉士伯、风花雪月等品牌知名度持续提升，期待明年需求回暖、公司多品牌发力促进销售改善。

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148.3/150.8/154.4亿元（前预测值153.6/161.2/169.5亿元），同比+0.1%/+1.7%/+2.4%；实现归母净利润13.3/13.6/14.1亿元（前预测值13.9/14.8/16.0亿元），同比-0.9%/+2.9%/+3.5%；EPS分别为2.74/2.82/2.92元；当前股价对应PE分别为21/21/20倍。公司保持高端化战略定力、持续巩固高端品牌优势，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。

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	14,830	15,083	15,438
(+/-%)	7.0%	5.5%	0.1%	1.7%	2.4%
归母净利润(百万元)	1264	1337	1325	1364	1412
(+/-%)	8.3%	5.8%	-0.9%	2.9%	3.5%
每股收益(元)	2.61	2.76	2.74	2.82	2.92
EBIT Margin	22.8%	22.1%	21.8%	22.0%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	61.5%	62.5%	62.3%	62.9%	63.7%
市盈率 (PE)	22.2	21.0	21.2	20.6	19.9
EV/EBITDA	10.1	9.8	10.2	9.8	9.4
市净率 (PB)	13.66	13.12	13.20	12.96	12.68

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

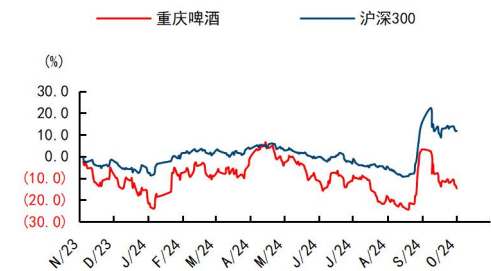
021-60933124

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	58.04元
总市值/流通市值	28090/28090百万元
52周最高价/最低价	80.00/50.85元
近3个月日均成交额	256.69百万元

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) - 第二季度销量同比增长，高端化速度有所放缓》——2024-08-17
- 《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

重庆啤酒公布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度实现营业总收入 130.63 亿元，同比+0.26%；实现归母净利润 13.32 亿元，同比-0.90%；实现扣非归母净利润 13.06 亿元，同比-1.61%。第三季度实现营业总收入 42.02 亿元，同比-7.11%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比-10.10%；实现扣非归母净利润 4.18 亿元，同比-11.60%。

第三季度销量同比下滑，产品结构承压。第三季度实现销量 87.32 万千升，同比-5.6%，主要系啤酒消费市场需求疲弱。据国家统计局数据，第三季度啤酒行业产量同比有中单位数下滑，公司销量下滑幅度与啤酒行业平均下滑幅度接近。第三季度啤酒均价同比-2.4%，降幅环比第二季度扩大，反映产品结构压力增大。分档次看，第三季度高档/主流/经济型产品收入同比-9.3%/-7.6%/+20.0%，产品结构趋弱，高档产品收入占比 57.8%，同比下降 0.9pct。

折旧摊销上升增大毛利率压力，销售费用环比缩减。第三季度千升酒成本同比+1.1%，毛利率同比-1.4pct，主因产品结构承压且佛山新工厂投产后折旧摊销上升，抵消了原材料价格下行对毛利率的正向贡献。第三季度销售费用率同比-0.9pct，销售费用额环比第二季度有明显缩窄，主要系公司在第二季度进行销售费用前置性投入，第三季度缩减销售费用。第三季度归母净利率同比-0.3pct 至 10.2%，盈利能力略有弱化。

产品、渠道积极应变，静待需求回暖。今年啤酒行业面临消费需求低迷的考验，且餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程形成阻力，静待后续政策发力后需求逐步回暖。公司继续坚持高端化发展战略，凭借多元化的高档产品组合进行市场开拓。短期公司也在产品及渠道上积极应对，一方面针对当前高性价比消费趋势扩充产品矩阵，另一方面加强非现饮渠道及拉罐产品的布局。此外，公司品牌打造能力突出，嘉士伯、风花雪月等品牌知名度持续提升，期待明年需求回暖、公司多品牌发力促进销售改善。

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 148.3/150.8/154.4 亿元（前预测值 153.6/161.2/169.5 亿元），同比+0.1%/+1.7%/+2.4%；实现归母净利润 13.3/13.6/14.1 亿元（前预测值 13.9/14.8/16.0 亿元），同比-0.9%/+2.9%/+3.5%；EPS 分别为 2.74/2.82/2.92 元；当前股价对应 PE 分别为 21/21/20 倍。公司保持高端化战略定力、持续巩固高端品牌优势，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)	15,364	16,121	16,951	14,830	15,083	15,438	-534	-1,037	-1,513
收入同比增速%	3.7%	4.9%	5.1%	0.1%	1.7%	2.4%	-3.6%	-3.2%	-2.8%
毛利率%	49.3%	49.4%	49.6%	49.2%	49.1%	49.1%	-0.1%	-0.4%	-0.6%
销售费用率%	17.2%	17.1%	16.8%	17.3%	17.2%	16.9%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利率%	9.0%	9.2%	9.5%	8.9%	9.0%	9.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
归母净利润 (百万元)	1,389	1,484	1,603	1,325	1,364	1,412	-63	-120	-191
归母净利润同比增速%	3.9%	6.9%	8.0%	-0.9%	2.9%	3.5%	-4.7%	-3.9%	-4.5%
EPS (元)	2.87	3.07	3.31	2.74	2.82	2.92	-0.13	-0.25	-0.39

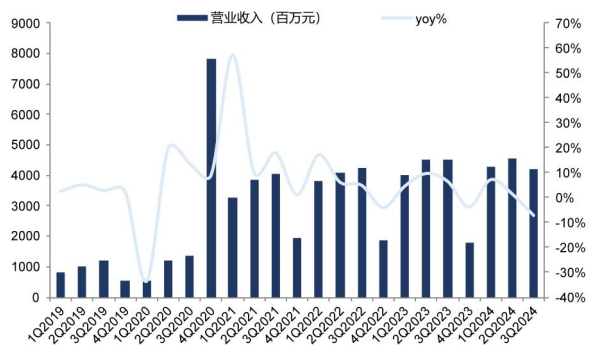
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年10月31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	21.2	58.04	2.74	2.82	21.2	20.6	281	优于大市
0291.HK	华润啤酒	16.4	26.44	1.69	1.80	15.6	14.7	858	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	21.1	67.13	3.27	3.47	20.6	19.3	916	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	29.3	10.15	0.36	0.46	28.4	22.2	286	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



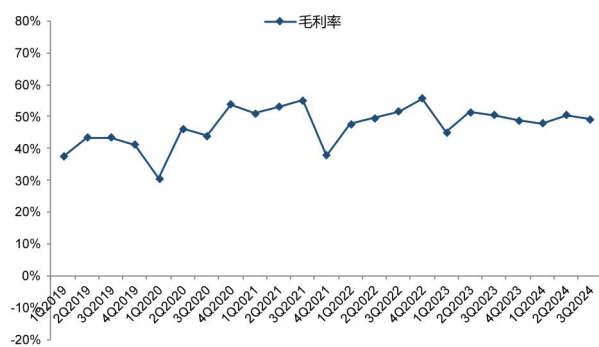
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



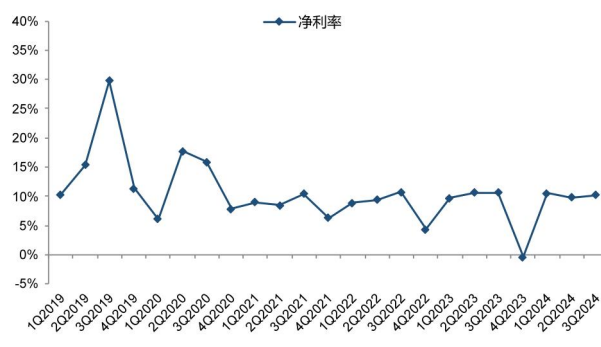
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	5618	5580	5623	营业收入	14039	14815	14830	15083	15438
应收款项	83	89	88	89	91	营业成本	6952	7534	7540	7685	7864
存货净额	2166	2100	2218	2250	2297	营业税金及附加	921	958	959	975	1003
其他流动资产	157	203	165	168	172	销售费用	2326	2533	2566	2587	2615
流动资产合计	5804	5465	8089	8088	8183	管理费用	535	495	501	494	489
固定资产	4076	4457	4488	4459	4394	研发费用	111	26	26	27	27
无形资产及其他	685	677	666	655	644	财务费用	(56)	(60)	(61)	(83)	(83)
投资性房地产	1636	1647	612	1975	3378	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	13995	15317	16740	其他收入	(49)	31	15	14	14
短期借款及交易性金融负债	24	42	42	42	42	营业利润	3299	3353	3332	3430	3552
应付款项	2498	2608	2551	2587	2641	营业外净收支	(0)	23	15	15	15
其他流动负债	5790	5532	5845	5688	5557	利润总额	3299	3376	3347	3445	3567
流动负债合计	8311	8182	8438	8318	8240	所得税费用	712	664	658	678	702
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1323	1375	1363	1403	1453
其他长期负债	563	553	553	553	553	归属于母公司净利润	1264	1337	1325	1364	1412
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	8991	8871	8793	净利润	1264	1337	1325	1364	1412
少数股东权益	1567	1512	2875	4278	5731	资产减值准备	3	19	(13)	2	(1)
股东权益	2056	2140	2129	2168	2216	折旧摊销	473	478	414	459	496
负债和股东权益总计	12498	12387	13995	15317	16740	公允价值变动损失	81	101	80	80	80
						财务费用	(56)	(60)	(61)	(83)	(83)
						营运资本变动	383	(136)	164	(155)	(131)
						其它	1549	1298	1377	1402	1453
						经营活动现金流	3753	3097	3346	3151	3310
						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)	(2688)	(2767)
						其它融资现金流	(34)	(56)	0	0	0
						融资活动现金流	(2133)	(2743)	(301)	(2688)	(2767)
						现金净变动	1043	(685)	2905	(37)	43
						货币资金的期初余额	2355	3398	2713	5618	5580
						货币资金的期末余额	3398	2713	5618	5580	5623
						企业自由现金流	2448	2049	2680	2468	2627
						权益自由现金流	4514	4680	2729	2534	2693

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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