

2024 年 11 月 2 日

经营短期承压，期待后续改善

重庆啤酒(600132)

评级:	买入	股票代码:	600132
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	82.0/50.85
目标价格:		总市值(亿)	280.90
最新收盘价:	58.69	自由流通市值(亿)	280.90
		自由流通股数(百万)	483.97

事件概述

公司 24Q1-Q3 实现营收 130.63 亿元，同比+0.26%，归母净利润 13.32 亿元，同比-0.90%，扣非归母净利润 13.06 亿元，同比-1.61%。据此推算，公司 24Q3 实现营收 42.02 亿元，同比-7.11%，归母净利润 4.31 亿元，同比-10.10%，扣非归母净利润 4.18 亿元，同比-11.60%。

分析判断:

► Q3 量价均有承压，经济类产品表现较好

拆分量价来看，公司销量端 24Q1-Q3/24Q3 分别实现 265.7/87.3 万吨，分别同比+0.2%/-5.6%，吨价端 24Q1-Q3/24Q3 分别为 4920/4813 元，分别同比+0.1%/-1.6%。量价在 Q3 均呈现一定承压态势，我们认为主因消费环境疲软所致。分产品档次来看，24Q1-Q3 高档/主流/经济产品分别实现收入 76.3/47.6/3.18 亿元，分别同比-1.2%/持平/+14.8%，其中 24Q3 高档/主流/经济产品分别实现收入 23.6/15.9/1.32 亿元，分别同比-9.2%/-7.6%/+20%。高档及主流产品有所承压，经济类产品在低基数上实现高增长。分区域市场来看，24Q1-Q3 公司西北区/中区/南区市场分别实现营收 36.7/53.5/36.9 亿元，分别同比-2.5%/持平/+1.1%，其中 24Q3 公司西北区/中区/南区分别实现营收 11.2/17.9/11.7 亿元，分别同比-10.5%/-5.2%/-9.3%。

► Q3 毛利率同比下滑，销售费投减少

成本端来看，公司 24Q1-Q3/24Q3 分别实现毛利率 49.2%/49.2%，分别同比持平/-1.4%，Q3 毛利率同比下滑，我们预计主因：1) 结构升级受阻；2) 佛山工厂投产后折旧摊销有所拖累。费用端来看，公司 24Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.1%/3.1%/0.1%/-0.2%，分别同比+0.2/+0.3/持平/+0.2pct，其中 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.7%/3.2%/0.1%/-0.2%，分别同比-0.9/+1.0/+0.1/+0.2pct，销售费用率有所减少。利润端来看，公司 24Q1-Q3/24Q3 归母净利润率分别为 10.2%/10.3%，分别同比-0.1/-0.3pct，其中 24Q1-Q3/24Q3 扣非归母净利润率分别为 10%/9.95%，分别同比-0.2/-0.5pct，盈利能力整体维持稳定。

► 关注结构性机会，期待后续改善

公司品牌储备丰富，通过“6+6”品牌矩阵实现各档次消费场景的覆盖，并在今年确立重庆品牌为下一代全国性品牌。在行业整体高端化速度有所放缓的背景下，我们认为应关注重庆品牌为代表的次高端价格带机会。受制于宏观消费环境偏弱等因素的影响，今年啤酒行业整体销量端有所承压。根据国家统计局披露数据，我国啤酒行业 24Q1-Q3 实现产量 2930 万吨，同比-2.1%，其中 24Q3 实现产量 1021 万吨，同比-4.1%。参考啤酒行业经营节奏，Q4 步入销售淡季，我们预计各家公司短期内将以调整为主。随着各项经济刺激与消费刺激政策出台，我们认为需持续关注消费复苏节奏，啤酒行业后续有望随之有所改善。

投资建议

参考公司最新财务数据，我们将公司 24-26 年营收分别为 155.18/163.52/171.94 亿元的预测下调至 148.16/152.40/157.05 亿元，将公司 24-26 年 EPS 分别为 2.92/3.17/3.45 元的预测下调至 2.76/2.87/3.05 元，对应 11 月 1 日收盘价 58.69 元/股，PE 分别为 21/20/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险，大宗原材料价格波动，消费复苏不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	14,816	15,240	15,705
YoY (%)	7.0%	5.5%	0.0%	2.9%	3.0%
归母净利润(百万元)	1,264	1,337	1,336	1,388	1,476
YoY (%)	8.3%	5.8%	0.0%	3.9%	6.4%
毛利率 (%)	50.5%	49.1%	49.1%	49.2%	49.2%
每股收益 (元)	2.61	2.76	2.76	2.87	3.05
ROE	61.5%	62.5%	62.4%	39.3%	44.0%
市盈率	22.49	21.26	21.26	20.47	19.24

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,815	14,816	15,240	15,705	净利润	2,712	2,594	2,755	2,901
YoY (%)	5.5%	0.0%	2.9%	3.0%	折旧和摊销	515	479	508	516
营业成本	7,534	7,537	7,750	7,978	营运资金变动	-196	274	34	256
营业税金及附加	958	963	975	1,005	经营活动现金流	3,097	3,270	3,255	3,648
销售费用	2,533	2,533	2,606	2,686	资本开支	-916	-810	-850	-833
管理费用	495	593	594	597	投资	-356	50	50	30
财务费用	-60	-81	-120	-195	投资活动现金流	-1,051	-617	-754	-772
研发费用	26	148	122	126	股权募资	0	5	0	0
资产减值损失	-101	-3	-8	-6	债务募资	0	-5	0	0
投资收益	67	44	46	31	筹资活动现金流	-2,743	-1,364	0	-1,646
营业利润	3,353	3,209	3,396	3,582	现金净流量	-697	1,289	2,501	1,230
营业外收支	23	2	5	0	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	3,376	3,211	3,401	3,582	成长能力				
所得税	664	616	646	681	营业收入增长率	5.5%	0.0%	2.9%	3.0%
净利润	2,712	2,594	2,755	2,901	净利润增长率	5.8%	0.0%	3.9%	6.4%
归属于母公司净利润	1,337	1,336	1,388	1,476	盈利能力				
YoY (%)	5.8%	0.0%	3.9%	6.4%	毛利率	49.1%	49.1%	49.2%	49.2%
每股收益	2.76	2.76	2.87	3.05	净利率	9.0%	9.0%	9.1%	9.4%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	10.8%	9.5%	8.3%	8.0%
货币资金	2,713	4,002	6,502	7,733	净资产收益率 ROE	62.5%	62.4%	39.3%	44.0%
预付款项	42	44	44	46	偿债能力				
存货	2,100	2,225	2,224	2,322	流动比率	0.67	0.80	1.09	1.19
其他流动资产	610	609	612	615	速动比率	0.39	0.52	0.81	0.91
流动资产合计	5,465	6,880	9,383	10,716	现金比率	0.33	0.47	0.75	0.86
长期股权投资	141	91	41	11	资产负债率	70.5%	65.0%	54.4%	51.6%
固定资产	3,674	3,605	3,527	3,431	经营效率				
无形资产	677	708	719	741	总资产周转率	1.19	1.12	0.99	0.89
非流动资产合计	6,922	7,137	7,425	7,706	每股指标（元）				
资产合计	12,387	14,017	16,808	18,423	每股收益	2.76	2.76	2.87	3.05
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.42	4.42	7.29	6.94
应付账款及票据	2,608	2,658	2,708	2,801	每股经营现金流	6.40	6.76	6.72	7.54
其他流动负债	5,574	5,922	5,909	6,175	每股股利	2.80	2.90	3.20	3.40
流动负债合计	8,182	8,580	8,617	8,976	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	21.26	21.26	20.47	19.24
其他长期负债	553	526	526	526	PB	15.03	13.27	8.05	8.46
非流动负债合计	553	526	526	526					
负债合计	8,735	9,107	9,143	9,502					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	1,512	2,770	4,137	5,562					
股东权益合计	3,652	4,910	7,665	8,921					
负债和股东权益合计	12,387	14,017	16,808	18,423					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。