

食品饮料

2025年02月08日

重庆啤酒 (600132)

——现饮渠道需求承压 提升罐化率优化产品结构

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

投资要点：

- 事件：**公司披露2024年业绩快报。根据公司公告，2024年公司实现营业收入146.45亿元，同比-1.1%，实现归母净利润12.45亿元，同比-7%，实现扣非归母净利润12.22亿元，同比-7%。测算2024Q4公司实现营业收入15.82亿元，同比-11.45%，实现归母净利润-0.87亿元，同比增亏0.8亿元，实现扣非归母净利润-0.84亿元，同比增亏0.71亿元。
- 投资分析意见：**由于需求疲软导致销量承压，下调盈利预测，预测2024~2026年公司归母净利润分别为12.45、13.07、13.99亿（前次为14.72、16.05、17.28亿），同比-7%，+5%，+7%，当前股价对应24-26年PE为21x，20x，19x。由于外部需求压力较大，短期面临一定的消费降级压力，拖累业绩预期，下调评级为“增持”。中长期看，我们认为啤酒结构升级并未结束，公司背靠嘉士伯集团，高端啤酒单品储备丰富，同时积极探索无醇、低醇啤酒和无酒精饮料赛道，若未来需求恢复，那么依然有望恢复到较快的增长区间。此外，公司注重股东回报，2021~2023年股利支付率达83%、99.6%、101.39%，且未来资本开支规模收缩，有能力和意愿维持高分红水平，假设未来分红率维持在90%，24年预告归母净利润对应算得股息率为4.2%，当前公司股息率依然具备一定的吸引力。
- 2024Q4 外部需求延续疲软，去库存加大收入压力。**根据公司公告，2024年公司啤酒销量同比下降0.75%，为297.5万吨，推算2024Q4啤酒销量为31.8万吨，同比下降8%。吨价看，测算2024年公司实现吨价4922.5元/吨，同比下降0.4%，其中2024Q4吨价4973.3元/吨，同比下降3.7%。Q4销量、吨价均显著下滑主因高基数下，现饮场景需求承压，同时公司为了去库存增加了终端的费用投放力度所致。从产品结构看，我们预计24年嘉士伯、风花雪月、乐堡、大理等单品实现销量增长，而乌苏、重庆、1664表现较弱。
- 针对当前的需求情况，公司积极提升罐化率水平，加大非现饮渠道的布局，产品上在非现饮渠道投放高端、超高端的产品改善产品结构。同时针对新零售渠道的变化，公司细分不同的渠道类型，设置专门的销售团队进行专业化的服务，提升渠道管理水平。
- 2025年成本端依然存在利好，毛利率弹性来自于产品结构。**我们预计2025年麦芽、包材成本有望延续下降趋势，尽管佛山工厂折旧摊销增加，但亦有效改善了运输成本，综合看预计2025年成本压力不大，毛利率提升的空间取决于产品结构变化。
- 核心风险假设：**原材料成本大幅度提升，消费降级打断啤酒结构升级进程。
- 股价表现的催化及：**乌苏、1664等大单品快速放量。

市场数据： 2025年02月07日

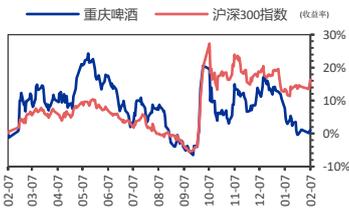
收盘价(元)	55.20
一年内最高/最低(元)	77.00/50.85
市净率	12.5
股息率%(分红/股价)	7.79
流通A股市值(百万元)	26,715
上证指数/深证成指	3,303.67/10,576.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日

每股净资产(元)	4.41
资产负债率%	66.84
总股本/流通A股(百万)	484/484
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《重庆啤酒(600132)点评：外需承压 升级受阻 静待改善》2024/10/30
《重庆啤酒(600132)点评：业绩符合预期 持续提升品牌力》2024/08/14

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	14,815	13,063	14,645	15,154	15,818
同比增长率(%)	5.5	0.3	-1.1	3.5	4.4
归母净利润(百万元)	1,337	1,332	1,245	1,307	1,399
同比增长率(%)	5.8	-0.9	-6.8	5.0	7.0
每股收益(元/股)	2.76	2.75	2.57	2.70	2.89
毛利率(%)	49.1	49.2	48.7	49.2	49.8
ROE(%)	62.5	62.4	60.8	61.9	63.5
市盈率	20		21	20	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,039	14,815	14,645	15,154	15,818
其中: 营业收入	14,039	14,815	14,645	15,154	15,818
减: 营业成本	6,952	7,534	7,512	7,703	7,936
减: 税金及附加	921	958	947	979	1,022
主营业务利润	6,166	6,323	6,186	6,472	6,860
减: 销售费用	2,326	2,533	2,639	2,737	2,881
减: 管理费用	535	495	489	510	520
减: 研发费用	111	26	26	27	28
减: 财务费用	-56	-60	-30	-25	-30
经营性利润	3,250	3,329	3,062	3,223	3,461
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	2	-2	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-81	-101	-40	-10	-10
加: 投资收益及其他	126	128	137	125	120
营业利润	3,299	3,353	3,157	3,336	3,569
加: 营业外净收入	0	23	15	5	5
利润总额	3,299	3,376	3,172	3,341	3,574
减: 所得税	712	664	643	689	738
净利润	2,587	2,712	2,529	2,652	2,836
少数股东损益	1,323	1,375	1,284	1,345	1,438
归属于母公司所有者的净利润	1,264	1,337	1,245	1,307	1,399

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。