

重庆啤酒 (600132.SH)

2023 年三季报点评：主流档产品较快增长，盈利能力略承压

买入

核心观点

事件：重庆啤酒公布 2023 年三季报，2023 年前三季度（以下简称为“1-3Q23”）实现营业总收入 130.29 亿元，同比+6.94%；实现归母净利润 13.44 亿元，同比+13.68%。2023 年第三季度（以下简称为“3Q23”）实现营业总收入 45.24 亿元，同比+6.51%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比+5.36%。

主流档酒收入较快增长，高档酒收入增长放缓。分档次看，3Q23 高档/主流/经济分别实现营业收入 14.1/23.9/6.3 亿元，同比-1.03%/+13.42%/+1.29%。高档酒收入增速放缓主要受疆外乌苏增长乏力的拖累，主流档产品收入增速较快主要系疆内乌苏、乐堡、重庆等产品销量较快增长，这得益于西部地区疫后旅游需求恢复促进当地啤酒消费。

产品结构短期承压，毛利率同比下滑，费用率整体下降。由于高档酒收入增速放缓，主流酒收入增速提升，三季度产品结构略有承压，但年初部分产品提价对销售均价有一定的正向贡献，3Q23 千升酒收入同比小幅提升 1.12%。3Q23 千升酒成本同比+3.40%，主要系大麦价格同比上涨幅度较大，毛利率同比-1.09pct 至 50.53%。费用方面，3Q23 管理费用与研发费用节省较多，带动费用率整体下降，反映公司费用管控良好。3Q23 归母净利润率 10.59%，同比小幅下滑 0.12pct。

疆外乌苏积极调整蓄力增长，乐堡加快渠道渗透补充动能。今年乐堡等产品在基地市场增长加速帮助公司实现改革调整期平稳过渡。展望未来，经过较长时间的渠道优化调整，核心产品乌苏在疆外价盘趋于稳定，虽短期疆外乌苏销量增长受制于 12 元以上消费需求较为疲弱，但公司持续投入乌苏品牌建设、丰富乌苏品牌产品矩阵，为后续宏观环境回暖后乌苏重回增长快车道蓄力。此外，今年乐堡全国化进程有所加快，借力疆外乌苏渠道实现渗透率逐步提升，乐堡凭借其较为深厚的品牌基础，有望充分受益于 8-10 元价格带扩容红利，逐步成长为乌苏以外的另一大增长极。

盈利预测与投资建议：因今年消费能力恢复速度偏慢，公司核心产品疆外乌苏主动放缓增长节奏，我们下调 2023-2024 年盈利预测：预计 2023-2024 年公司实现营业总收入 150.7/165.4 亿元（前预测值为 164.2/189.2 亿元），实现归母净利润 15.2/17.4 亿元（前预测值为 16.1/19.0 亿元）。当前股价对应 2023/2024 年 PE 分别为 25/22 倍，考虑到公司现阶段乐堡、疆内乌苏等产品可承担增长主力，帮助公司在改革调整期平稳过渡，且公司高端产品品牌力强，待消费环境进一步回暖后公司有望展现高成长性，目前股价对应的 2024 年估值水平合理，维持“买入”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。

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 非白酒

证券分析师：张向伟

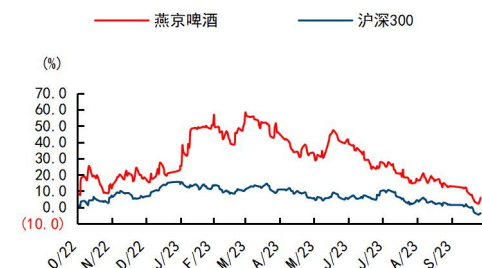
证券分析师：杨苑

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	78.50 元
总市值/流通市值	37992/37992 百万元
52 周最高价/最低价	140.50/74.66 元
近 3 个月日均成交额	408.70 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) - 嘉士伯掌舵、乌苏引领，西部啤酒龙头扬帆起航》——2022-12-12
《重庆啤酒 (600132.SH) - 高端化与全国化节奏短期放缓，盈利水平保持平稳》——2022-10-28
《重庆啤酒 (600132.SH) - 动销短期承压，控费降税维持盈利水平》——2022-08-19
《重庆啤酒-600132-2021 年三季报点评：高端放量叠加成本管控得当，盈利能力持续向好》——2021-10-31

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,119	14,039	15,074	16,538	18,187
(+/-%)	19.9%	7.0%	7.4%	9.7%	10.0%
归母净利润(百万元)	1166	1264	1515	1738	1960
(+/-%)	8.3%	8.3%	19.9%	14.7%	12.8%
每股收益(元)	2.41	2.61	3.13	3.59	4.05
EBIT Margin	22.1%	22.8%	24.0%	25.2%	26.1%
净资产收益率 (ROE)	66.5%	61.5%	86.4%	99.1%	111.8%
市盈率 (PE)	32.6	30.1	25.1	21.9	19.4
EV/EBITDA	14.0	12.8	11.7	10.3	9.2
市净率 (PB)	21.65	18.48	21.67	21.67	21.67

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

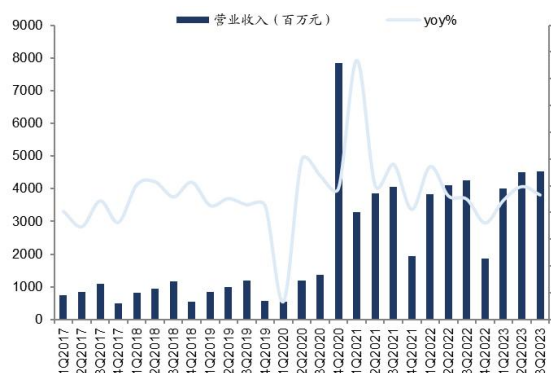
事件：重庆啤酒公布 2023 年三季报，2023 年前三季度（以下简称为“1-3Q23”）实现营业总收入 130.29 亿元，同比+6.94%；实现归母净利润 13.44 亿元，同比+13.68%；实现扣非归母净利润 13.27 亿元，同比+14.29%。2023 年第三季度（以下简称为“3Q23”）公司实现营业总收入 45.24 亿元，同比+6.51%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比+5.36%；实现扣非归母净利润 4.73 亿元，同比+6.18%。

主流档酒收入较快增长，高档酒收入增长放缓。分档次看，3Q23 高档/主流/经济分别实现营业收入 14.1/23.9/6.3 亿元，同比-1.03%/+13.42%/+1.29%。高档酒收入增速放缓主要受疆外乌苏增长乏力的拖累，主流档产品收入增速较快主要系疆内乌苏、乐堡、重庆等产品销量较快增长，这得益于西部地区疫后旅游需求恢复促进当地啤酒消费。分地区看，3Q23 西北区/中区/南区营业收入分别同比-3.75%/5.16%/13.72%，区域间增速差异受到公司 BU 改革重新划分销售区域的影响。三季度末公司共有经销商 2965 家，经销商数量与二季度末持平，但三季度公司新增经销商 168 家，减少经销商 168 家，经销商队伍持续汰换优化。

产品结构短期承压，毛利率同比下滑，费用率整体下降。由于高档酒收入增速放缓，主流酒收入增速提升，三季度产品结构略有承压，但年初部分产品提价对销售均价有一定的正向贡献，3Q23 千升酒收入同比小幅提升 1.12%。3Q23 千升酒成本同比+3.40%，主要系大麦价格同比上涨幅度较大，毛利率同比-1.09pct 至 50.53%。费用方面，3Q23 销售费用率 15.60%，同比+0.36pct，预计系旺季市场费用投放力度适度增加；管理费用与研发费用节省较多，管理费用率/研发费用率分别同比-1.30pct/-0.63pct，费用率整体下降，反映公司费用管控良好。3Q23 归母净利率 10.59%，同比小幅下滑 0.12pct。

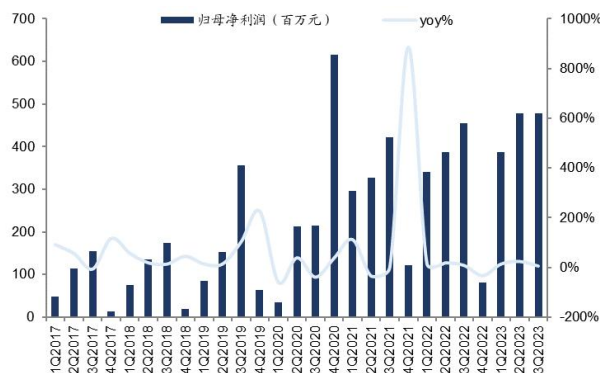
疆外乌苏积极调整蓄力增长，乐堡加快渠道渗透补充动能。今年乐堡等产品在基地市场增长加速帮助公司实现改革调整期平稳过渡。展望未来，经过较长时间的渠道优化调整，核心产品乌苏在疆外价盘趋于稳定，虽短期疆外乌苏销量增长受制于 12 元以上消费需求较为疲弱，但公司持续投入乌苏品牌建设、丰富乌苏品牌产品矩阵，为后续宏观环境回暖后乌苏重回增长快车道蓄力。此外，今年乐堡全国化进程有所加快，借力疆外乌苏渠道实现渗透率逐步提升，乐堡凭借其较为深厚的品牌基础，有望充分受益于 8-10 元价格带扩容红利，逐步成长为乌苏以外的另一大增长极。

图1：重庆啤酒分季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

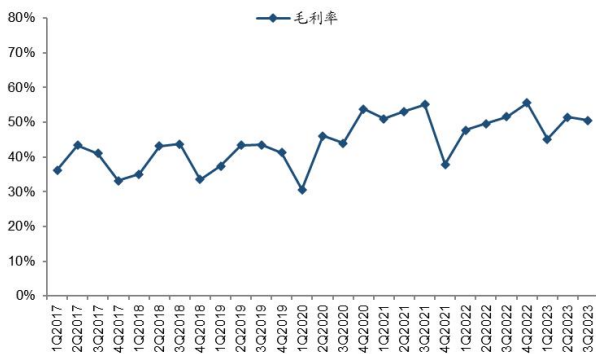


资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理

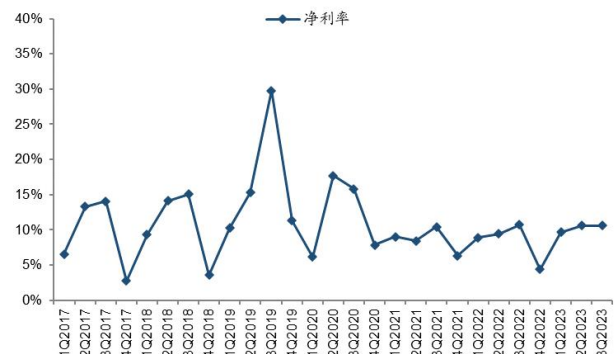
图2：重庆啤酒分季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 重庆啤酒分季度毛利率变化


资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 重庆啤酒分季度净利率变化


资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议: 因今年消费能力恢复速度偏慢, 公司核心产品疆外乌苏主动放缓增长节奏, 我们下调2023-2024年盈利预测, 并新增2025年盈利预测: 预计2023-2025年公司实现营业总收入 150.7/165.4/181.9 亿元 (2023/2024 年营业总收入前预测值为 164.2/189.2 亿元), 同比+7.4%/+9.7%/+10.0%; 实现归母净利润 15.2/17.4/19.6 亿元 (2023/2024 年归母净利润前预测值为 16.1/19.0 亿元), 同比+19.90%/+14.70%/+12.80%; EPS 分别为 3.13/3.59/4.05 元; 当前股价对应 PE 分别为 25/22/19 倍。考虑到公司现阶段乐堡、疆内乌苏等产品可承担增长主力, 帮助公司在改革调整期平稳过渡, 且公司高端产品品牌力强, 待消费环境进一步回暖后公司有望展现高成长性, 目前股价对应的 2024/2025 年估值水平合理, 维持“买入”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		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16419	18923	-	15074	16538	18187	-1345	-2385	-
收入同比增速%	15.06%	15.25%	-	7.40%	9.70%	10.00%	-7.66pct	-5.55pct	-
毛利率%	52.00%	52.50%	-	50.70%	51.60%	52.00%	-1.30pct	-0.90pct	-
销售费用率%	16.00%	16.00%	-	16.70%	16.50%	16.20%	0.70pct	0.50pct	-
净利率%	9.82%	10.05%	-	10.05%	10.51%	10.78%	0.23pct	0.46pct	-
归母净利润 (百万元)	1613	1902	-	1515	1738	1960	-98	-164	-
归母净利润同比增速%	24.56%	17.92%	-	19.90%	14.70%	12.80%	-4.66pct	-3.22pct	-
EPS (元)	3.33	3.93	-	3.13	3.59	4.05	-0.2	-0.34	-

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

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
000729.SZ	重庆啤酒	26.7	78.50	3.13	3.59	25.1	21.9	380	买入
600600.SH	燕京啤酒	46.1	10.41	0.22	0.31	46.7	33.2	293	买入
600132.SH	青岛啤酒	26.2	83.57	3.27	3.91	25.5	21.4	1140	买入
002461.SZ	珠江啤酒	28.1	8.51	0.32	0.38	26.8	22.5	188	未评级
600573.SH	惠泉啤酒	47.7	10.46	0.21	0.28	49.3	36.8	26	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 除重庆啤酒外, 其余公司 EPS 均使用 Wind 一致预期)

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2355	3398	6037	5990	6653	营业收入	13119	14039	15074	16538	18187
应收款项	121	83	89	98	108	营业成本	6436	6952	7435	8003	8723
存货净额	1887	2166	2329	2487	2689	营业税金及附加	892	921	980	1075	1182
其他流动资产	129	157	168	184	203	销售费用	2213	2326	2517	2729	2946
流动资产合计	4993	5804	8624	8760	9653	管理费用	517	535	494	524	557
固定资产	3867	4076	4355	4499	4609	研发费用	163	111	30	33	36
无形资产及其他	615	685	674	663	651	财务费用	(16)	(56)	(70)	(89)	(94)
投资性房地产	1818	1636	68	2052	3650	投资收益	58	68	70	70	70
长期股权投资	240	297	297	297	297	资产减值及公允价值变动	(78)	(81)	80	80	80
资产总计	11533	12498	14017	16270	18860	其他收入	(109)	(49)	31	28	25
短期借款及交易性金融负债	22	24	24	24	24	营业利润	2948	3299	3900	4474	5047
应付款项	2213	2498	2527	2724	2974	营业外净收支	(6)	(0)	6	6	6
其他流动负债	5647	5790	5997	6231	6520	利润总额	2941	3299	3906	4480	5053
流动负债合计	7882	8311	8547	8980	9517	所得税费用	542	712	804	922	1040
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1233	1323	1587	1820	2053
其他长期负债	522	563	563	563	563	归属于母公司净利润	1166	1264	1515	1738	1960
非流动负债合计	522	563	563	563	563	现金流量表（百万元）					
负债合计	8405	8875	9111	9543	10081	净利润	1166	1264	1515	1738	1960
少数股东权益	1374	1567	3154	4974	7027	资产减值准备	20	3	6	4	3
股东权益	1755	2056	1753	1753	1753	折旧摊销	428	473	407	444	478
负债和股东权益总计	11533	12498	14017	16270	18860	公允价值变动损失	78	81	(80)	(80)	(80)
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	(56)	(70)	(89)	(94)
每股收益	2.41	2.61	3.13	3.59	4.05	营运资本变动	574	383	62	253	310
每股红利	1.77	4.34	3.76	3.59	4.05	其它	1298	1549	1581	1816	2050
每股净资产	3.63	4.25	3.62	3.62	3.62	经营活动现金流	3565	3753	3490	4175	4722
ROIC	103.26%	90.11%	199%	640%	178%	资本开支	(725)	(913)	(600)	(500)	(500)
ROE	66.47%	61.45%	86%	99%	112%	其它投资现金流	(426)	525	0	0	0
毛利率	51%	50%	51%	52%	52%	投资活动现金流	(1152)	(388)	(600)	(500)	(500)
EBIT Margin	22%	23%	24%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	27%	28%	29%	长期贷款增加	(365)	0	0	0	0
收入增长	20%	7%	7%	10%	10%	支付股利、利息	(857)	(2100)	(251)	(3722)	(3558)
净利润增长率	8%	8%	20%	15%	13%	其它融资现金流	(792)	(34)	0	0	0
资产负债率	85%	84%	87%	89%	91%	融资活动现金流	(2014)	(2133)	(251)	(3722)	(3558)
股息率	2.3%	5.5%	4.8%	4.6%	5.2%	现金净变动	399	1043	2639	(47)	663
P/E	32.6	30.1	25.1	21.9	19.4	货币资金的期初余额	1956	2355	3398	6037	5990
P/B	21.7	18.5	21.7	21.7	21.7	货币资金的期末余额	2355	3398	6037	5990	6653
EV/EBITDA	14.0	12.8	11.7	10.3	9.2	企业自由现金流	2640	2448	2742	3511	4054
						权益自由现金流	2705	4514	2798	3582	4129

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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