

2025 年 04 月 08 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，期待后续改善

—重庆啤酒（600132.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 04 月 02 日，重庆啤酒发布 2024 年业绩报告。

投资要点

基本数据

2025-04-07

当前股价（元）	56.5
总市值（亿元）	273
总股本（百万股）	484
流通股本（百万股）	484
52 周价格范围（元）	51.39-75.55
日均成交额（百万元）	286.34

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《重庆啤酒（600132）：业绩表现承压，期待需求回暖》2025-02-08
- 2、《重庆啤酒（600132）：价稳量升经营稳健，加大品牌投放立足长远》2024-08-15
- 3、《重庆啤酒（600132）：结构持续升级，业绩超预期》2024-04-30

■ 利润表现承压，毛利率整体稳定

业绩符合预期，诉讼计提预计负债影响下利润表现承压。2024 年公司总营收/归母净利润分别 146.45/11.15 亿元，分别同比-1.15%/-16.61%，扣非归母净利润为 12.22 亿元，同比-7.0%；2024Q4 总营收为 15.82 亿元，同比-11.45%，归母净利润为-2.17 亿元，去年同期为-0.07 亿元。毛利率基本稳定，费用率变化较小。2024 年毛利率/净利率分别为 49%/15%，分别同比-0.6/-2.9pcts；2024Q4 毛利率/净利率分别为 43%/-26%，分别同比-5.4/-26.5pcts。2024 年销售/管理费用率分别为 17%/4%，分别同比+0.1/+0.2pcts；2024Q4 销售/管理费用率分别为 34%/7%，分别同比+1.3/+0.02pcts。销售回款同比微增，合同负债环比提升。2024 年经营净现金流/销售回款分别为 25.42/157.10 亿元，分别同比-18%/+0.2%；2024Q4 经营净现金流为-9.20 亿元，去年同期为-6.21 亿元；销售回款为 19.74 亿元，同比+1%。截至 2024 年末，合同负债 17.80 亿元（环比+1.68 亿元）。

■ 高档产品量驱动为主，主流产品均价同比提升

2024 年国际/本地品牌营收分别为 53.08/88.62 亿元，分别同比+0.6%/-3.3%；销量分别同比+4.41%/-2.75%，均价分别同比-3.67%/-0.56%，国际品牌以销量驱动为主，本地品牌均价基本稳定。分价位带来看，2024 年高档/主流/经济营收为 85.92/52.43/3.35 亿元，同比-2.97%/-1.02%/+15.56%；2024Q4 高档/主流/经济营收分别为 9.67/4.79/0.17 亿元，同比-14.69%/-10.43%/+31.29%。高档产品方面，2024 年销量/均价分别同比+1.37%/-4.28%，嘉士伯品牌通过广告片、限量罐及促销活动提升品牌知名度；乐堡品牌推动“音乐+啤酒”强绑定；1664 品牌签约高热度代言人，强化品质宣传；夏日纷品牌聚焦西打酒品类宣传，推出迷你罐、纤体罐等包装。主流产品方面，2024 年销量/均价分别同比-3.81%/+2.89%，产品结构优化带来均价同比提升，乌苏品牌深度打造“吃烧烤，喝乌苏”消费场景；重庆品牌以重庆纯生为核心，推出精酿白啤等高端产品；大理品牌深耕云南省

场，聚焦 V8 醇麦打造品牌形象，推出大理苍洱汽水；风花雪月品牌与云南本地文化活动和旅游热潮结合。经济产品方面，2024 年销量/均价同比+13.49%/+1.82%，较低基数下实现销量较快增长。

■ 大城市计划稳步推进，非即饮渠道实现增长

区域方面，2024 年西北区/中区/南区营收分别为 38.84/59.69/43.16 亿元，分别同比 -3.46%/-1.88%/-0.42%；毛利率分别为 49.42%/43.59%/58.42%，分别同比 +5.40/-1.78/-2.78pcts，中区与南区收入表现整体稳健，西北区毛利率同比提升明显。公司持续推动“大城市”计划，2025 年将进一步提升终端执行、优化产品组合等。渠道方面，现饮渠道短期承压，部分品牌仍实现逆市增长；非现饮渠道在推新和罐装等措施下实现份额增长。针对现代渠道，公司将持续推动罐化和新品布局；针对传统渠道，将选择性推出中高端产品，重点投入高潜力市场。

■ 盈利预测

公司大城市 2.0 计划加速落地，不断提升终端覆盖规模；现饮渠道在高端化发展及精细化运营下实现市场份额与销量的平稳增长，同时加大非现饮渠道开拓力度。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.62/2.74/2.87 元，对应 PE 分别为 22/21/20 倍，基于公司中长期发展的广阔空间，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、成本下降幅度不及预期、渠道拓展与终端动销不及预期等。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	14,645	14,932	15,301	15,693
增长率（%）	-1.1%	2.0%	2.5%	2.6%
归母净利润（百万元）	1,115	1,268	1,328	1,390
增长率（%）	-16.6%	13.7%	4.8%	4.6%
摊薄每股收益（元）	2.30	2.62	2.74	2.87
ROE（%）	45.4%	31.7%	23.7%	19.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,082	2,730	4,568	6,617
应收款	91	82	80	77
存货	2,186	2,369	2,179	1,985
其他流动资产	321	149	138	133
流动资产合计	3,679	5,329	6,964	8,813
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	4,755	4,534	4,270	4,001
在建工程	160	64	26	10
无形资产	651	618	586	555
长期股权投资	143	143	143	143
其他非流动资产	1,581	1,581	1,581	1,581
非流动资产合计	7,289	6,940	6,605	6,289
资产总计	10,968	12,269	13,569	15,102
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	2,465	2,487	2,300	2,233
其他流动负债	3,495	3,495	3,495	3,495
流动负债合计	7,739	7,496	7,178	7,018
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	775	775	775	775
非流动负债合计	775	775	775	775
负债合计	8,515	8,271	7,954	7,794
所有者权益				
股本	484	484	484	484
股东权益	2,454	3,998	5,616	7,309
负债和所有者权益	10,968	12,269	13,569	15,102

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2249	2559	2680	2805
少数股东权益	1135	1291	1352	1415
折旧摊销	524	350	333	314
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-1366	-246	-114	40
经营活动现金净流量	2542	3953	4252	4574
投资活动现金净流量	-633	317	302	285
筹资活动现金净流量	-261	-1014	-1063	-1112
现金流量净额	1,648	3,256	3,492	3,747

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,645	14,932	15,301	15,693
营业成本	7,531	7,675	7,841	8,037
营业税金及附加	952	971	995	1,020
销售费用	2,513	2,568	2,616	2,684
管理费用	517	538	543	541
财务费用	-28	-76	-128	-185
研发费用	23	30	31	31
费用合计	3,024	3,059	3,062	3,071
资产减值损失	-92	-85	-90	-95
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	80	63	50	45
营业利润	3,185	3,260	3,409	3,558
加：营业外收入	16	5	6	7
减：营业外支出	280	10	13	15
利润总额	2,920	3,255	3,402	3,550
所得税费用	671	697	721	746
净利润	2,249	2,559	2,680	2,805
少数股东损益	1,135	1,291	1,352	1,415
归母净利润	1,115	1,268	1,328	1,390

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-1.1%	2.0%	2.5%	2.6%
归母净利润增长率	-16.6%	13.7%	4.8%	4.6%
盈利能力				
毛利率	48.6%	48.6%	48.8%	48.8%
四项费用/营收	20.7%	20.5%	20.0%	19.6%
净利率	15.4%	17.1%	17.5%	17.9%
ROE	45.4%	31.7%	23.7%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	77.6%	67.4%	58.6%	51.6%
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.0
应收账款周转率	160.9	182.5	192.1	202.8
存货周转率	3.4	3.6	4.1	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	2.30	2.62	2.74	2.87
P/E	24.5	21.6	20.6	19.7
P/S	1.9	1.8	1.8	1.7
P/B	23.1	19.0	16.0	13.8

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。