

重庆啤酒(600132)

报告日期: 2025 年 05 月 04 日

Q1 业绩略超预期，吨成本改善亮眼

——重庆啤酒 25Q1 业绩点评报告

投资要点

- ❑ **事件:** 公司 25Q1 年实现收入 43.55 亿元，同比+1.46%；实现归母净利润 4.73 亿元，同比+4.59%；实现扣非归母净利润 4.67 亿元，同比+4.74%。25Q1 收入符合预期，业绩略超预期。
- ❑ **25Q1 销量恢复增长，产品结构保持平稳**
25Q1 公司啤酒业务实现营业收入 43.55 亿元（同比+1.46%），销量为 88.35 万吨（同比+1.93%），吨价为 4804 元（同比-0.34%）。
分产品来看，25Q1 高档啤酒收入 26.03 亿元(同比+1.21%)、占比下降 0.23pct 至 61.33%；主流啤酒营收 15.50 亿元(同比+1.99%)、占比提升 0.71pct 至 36.52%；经济档啤酒营收 0.91 亿元（同比+6.09%）、占比提升 0.09pct 至 2.14%。
我们预计 25Q1 产品结构表现延续 24 年趋势，预计嘉士伯、大理、风花雪月、乐堡等表现较优，乌苏、重庆略有承压。
- ❑ **区域表现较为均衡，渠道结构保持平稳**
25Q1 西北区/中区/南区实现营业收入 11.78、18.35、12.31 亿元，同比变动 +1.57%/+1.45%/+1.83%，占比分别变动-0.01pct/-0.06pct/+0.07pct 至 27.76%/43.23%/29.01%。
25Q1 批发代理渠道实现营业收入 42.38 亿元（同比+1.63%）。24Q1 经销商数量增加 111 家至 3,080 家，单经销商规模同比变动-2.03%。
- ❑ **成本改善驱动盈利能力提升，现金流表现较优**
 - 1) 25Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.52/+0.67 个百分点至 48.42%/21.61%。
 - 2) 25Q1 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.39/+0.21 个百分点至 12.74%/3.45%，我们预计 25 年销售费用率有所控制。
 - 3) 25Q1 公司经营现金流同比变动+24.88%至 13.50 亿元。
 - 4) 25Q1 吨成本为 2543 元，同比-1.45%，吨成本下行或主因原料包材采购成本下降，我们预计 25 年全年吨成本或有改善。
 - 5) 25Q1 所得税率 17.89%，同比下降 0.86pct。
- ❑ **盈利预测及估值**
我们认为：公司 25 年发力非现饮渠道，加强核心市场深耕，产品结构保持平稳。我们预计 25 年量价稳中有增，费用率保持克制，预计 25 年佛山工厂折旧摊销有所增长，但 25 年原料包材采购成本或有显著改善，关注高股息下的基本面改善。
预计 2025-2027 年收入增速为 2.0%、2.6%、2.6%；归母净利润增速为 14.4%、4.4%、4.3%；EPS 分别为 2.6/2.8/2.9 元/股；PE 为 21.9/21.0/20.1 倍。当前估值具性价比，维持买入评级。
- ❑ **催化剂:** 消费升级持续、乌苏及乐堡全国化开拓顺利。
- ❑ **风险提示:** 啤酒整体动销较慢；乌苏动销情况不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 57.77
总市值(百万元)	27,959.02
总股本(百万股)	483.97

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期，静待需求改善》 2025.04.06
- 2 《Q3 量价承压，业绩符合预期》 2024.11.03
- 3 《Q2 收入业绩符合预期，利润率阶段性承压》 2024.08.18

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14644.6	14932.8	15319.1	15717.5
(+/-) (%)	-1.1%	2.0%	2.6%	2.6%
归母净利润	1114.6	1275.4	1331.3	1389.0
(+/-) (%)	-16.6%	14.4%	4.4%	4.3%
每股收益(元)	2.3	2.6	2.8	2.9
P/E	25.1	21.9	21.0	20.1

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3679	5982	8073	10438
现金	1082	3126	5030	7312
交易性金融资产	0	120	160	93
应收账款	63	161	260	362
其它应收款	28	24	26	27
预付账款	28	39	38	36
存货	2186	2219	2267	2315
其他	293	293	293	293
非流动资产	7289	7764	8091	8356
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	143	193	159	165
固定资产	4755	4905	5186	5575
无形资产	651	598	524	449
在建工程	160	448	598	559
其他	1581	1620	1624	1608
资产总计	10968	13746	16164	18794
流动负债	7739	8306	8281	8389
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2465	2632	2649	2687
预收账款	0	0	0	0
其他	5275	5674	5632	5702
非流动负债	775	631	653	686
长期借款	0	0	0	0
其他	775	631	653	686
负债合计	8515	8936	8934	9076
少数股东权益	1268	2567	3922	5337
归属母公司股东权	1185	2243	3308	4382
负债和股东权益	10968	13746	16164	18794

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2542	3111	2812	3105
净利润	2249	2574	2687	2803
折旧摊销	524	376	410	453
财务费用	(28)	(23)	(53)	(84)
投资损失	(80)	(72)	(73)	(75)
营运资金变动	(348)	425	(10)	140
其它	224	(169)	(149)	(133)
投资活动现金流	(633)	(861)	(700)	(592)
资本支出	(457)	(750)	(775)	(735)
长期投资	(2)	(50)	34	(6)
其他	(174)	(60)	40	149
筹资活动现金流	(3528)	(206)	(209)	(230)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(3528)	(206)	(209)	(230)
现金净增加额	(1619)	2044	1904	2282

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14645	14933	15319	15718
营业成本	7531	7647	7810	7977
营业税金及附加	952	970	996	1021
营业费用	2513	2539	2589	2641
管理费用	517	519	521	519
研发费用	23	23	24	24
财务费用	(28)	(23)	(53)	(84)
资产减值损失	(92)	(94)	(99)	(100)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	80	72	73	75
其他经营收益	62	60	60	61
营业利润	3185	3293	3464	3653
营业外收支	(265)	(76)	(106)	(149)
利润总额	2920	3217	3358	3504
所得税	671	643	672	701
净利润	2249	2574	2687	2803
少数股东损益	1135	1299	1355	1414
归属母公司净利润	1115	1275	1331	1389
EBITDA	3428	3565	3711	3868
EPS (最新摊薄)	2.30	2.64	2.75	2.87

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-1.15%	1.97%	2.59%	2.60%
营业利润	-5.02%	3.40%	5.20%	5.44%
归属母公司净利润	-16.61%	14.43%	4.38%	4.34%
获利能力				
毛利率	48.57%	48.79%	49.02%	49.25%
净利率	15.36%	17.24%	17.54%	17.83%
ROE	36.51%	35.12%	22.11%	16.39%
ROIC	148.92%	100.48%	72.99%	58.25%
偿债能力				
资产负债率	77.63%	65.01%	55.27%	48.29%
净负债比率	0.58%	0.43%	0.49%	0.48%
流动比率	0.48	0.72	0.97	1.24
速动比率	0.19	0.45	0.70	0.97
营运能力				
总资产周转率	1.25	1.21	1.02	0.90
应收账款周转率	228.73	229.87	229.28	230.95
应付账款周转率	2.97	3.00	2.96	2.99
每股指标(元)				
每股收益	2.30	2.64	2.75	2.87
每股经营现金	5.25	6.43	5.81	6.42
每股净资产	2.45	4.63	6.83	9.05
估值比率				
P/E	25.08	21.92	21.00	20.13
P/B	23.59	12.47	8.45	6.38
EV/EBITDA	9.04	7.74	7.28	6.77

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>