

# 重庆啤酒 (600132.SH)

## 2024年啤酒量价承压，2025年第一季度经营改善

优于大市

### 核心观点

重庆啤酒披露2024年年度报告及2025年第一季度报告，2024年营业总收入146.4亿元，同比-1.1%；归母净利润11.1亿元，同比-16.6%；扣非归母净利润12.2亿元，同比-7.0%。2025年第一季度营业总收入43.6亿元，同比+1.5%；归母净利润4.7亿元，同比+4.6%；扣非归母净利润4.7亿元，同比+4.7%。

**2024年行业需求疲弱致公司量价承压，产品结构有所弱化。**2024年啤酒销量297.5万吨，同比-0.8%；啤酒吨价4763.1元/千升，同比-1.1%。全年量价均有承压，主要系受到啤酒消费场景和消费习惯转换的影响，餐饮和娱乐渠道等现饮消费场景承压，公司高端产品受到更严重的冲击。

**2024年啤酒业务毛利率稳定，包销诉讼案损失计提致净利率同比下降。**啤酒业务毛利率维持在49.7%，主要得益于原材料成本下行对于毛利率的正向贡献抵消了产品结构弱化、折旧摊销费用增加对于毛利率的负面影响，啤酒吨成本同比-1.1%。2024年营业外支出同比增加约2.7亿元，主要系公司针对其涉及的包销诉讼案，就可能需要支付的赔偿损失计提了预计负债2.5亿元。受此非经常性项目影响，公司净利率同比-2.9 p.p.，归母净利率/扣非归母净利率同比-1.4/-0.5 p.p.。

**2025年第一季度销量恢复正增长，产品结构维持，成本红利及规模效益帮助盈利能力小幅改善。**2025年第一季度销量同比+1.9%，主要得益于2024年下半年公司主动去化渠道库存、2025年以来啤酒市场需求企稳。啤酒吨价同比-0.3%，降幅环比2024年有所收窄，预计10元以上高端产品的下滑压力边际改善。分档次看，高档（8元及以上）/主流（4-8元）/经济（4元以下）收入占比分别为59.8%/35.6%/2.1%，收入占比同比变化较小，表明三档产品均衡成长，产品结构维持。利润端，受益于成本下行红利、规模效益增强，2025年第一季度毛利率同比+0.5 p.p.，带动归母净利率/扣非归母净利率同比+0.3/+0.3 p.p.。

**盈利预测与投资建议：**考虑到高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，拖累公司结构升级速度，故我们下调2025-2026年盈利预测，并新增2027年盈利预测：预计2025-2027年公司实现营业总收入149.2/153.3/157.8亿元

（2025/2026年前预测值150.8/154.4亿元），同比+1.9%/+2.8%/+2.9%；实现归母净利润12.8/13.4/14.0亿元（2025/2026年前预测值13.6/14.1亿元），同比+14.7%/+5.1%/+4.2%；当前股价对应PE分别为21/20/20倍。公司保持高端化战略定力、持续巩固高端品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

### 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

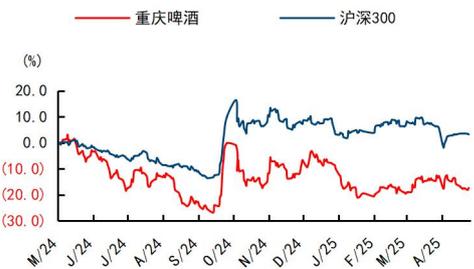
021-60933124

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

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	56.69元
总市值/流通市值	27436/27436百万元
52周最高价/最低价	77.00/50.85元
近3个月日均成交额	248.44百万元

#### 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) - 第三季度销量同比下滑，产品结构承压》——2024-11-01
- 《重庆啤酒 (600132.SH) - 第二季度销量同比增长，高端化速度有所放缓》——2024-08-17
- 《重庆啤酒 (600132.SH) - 产品、渠道积极应变，公司经营韧性强化》——2024-06-12
- 《重庆啤酒 (600132.SH) - 第一季度收入增长7.2%，盈利能力提升》——2024-05-05
- 《重庆啤酒 (600132.SH) - 高端化节奏有所放缓，分红比例提升至101%》——2024-04-03

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,815	14,645	14,920	15,335	15,782
(+/-%)	5.5%	-1.1%	1.9%	2.8%	2.9%
归母净利润(百万元)	1337	1115	1279	1344	1400
(+/-%)	5.8%	-16.6%	14.7%	5.1%	4.2%
每股收益(元)	2.76	2.30	2.64	2.78	2.89
EBIT Margin	22.1%	21.2%	22.0%	22.5%	22.8%
净资产收益率(ROE)	62.5%	94.0%	87.9%	85.6%	84.5%
市盈率(PE)	20.5	24.6	21.5	20.4	19.6
EV/EBITDA	9.7	9.9	9.5	9.1	8.7
市净率(PB)	12.82	23.15	18.86	17.48	16.56

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

**重庆啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告**，2024 年营业总收入 146.4 亿元，同比-1.1%；归母净利润 11.1 亿元，同比-16.6%；扣非归母净利润 12.2 亿元，同比-7.0%。2025 年第一季度营业总收入 43.6 亿元，同比+1.5%；归母净利润 4.7 亿元，同比+4.6%；扣非归母净利润 4.7 亿元，同比+4.7%。

**2024 年行业需求疲弱致公司量价承压，产品结构有所弱化。**2024 年啤酒销量 297.5 万吨，同比-0.8%；啤酒吨价 4763.1 元/千升，同比-1.1%。全年量价均有承压，主要系受到啤酒消费场景和消费习惯转换的影响，餐饮和娱乐渠道等现饮消费场景承压，公司高端产品受到更严重的冲击。中高档产品乐堡、嘉士伯、大理、风花雪月的销量增长减缓了部分压力，其中风花雪月 2024 年销量增速突出但体量尚小。

**2024 年啤酒业务毛利率稳定，包销诉讼案损失计提致净利率同比下降。**2024 年综合毛利率 48.6%，同比-0.6%，主因非啤酒业务收入毛利率降至 14.8%，同时非啤酒业务收入占比提高。啤酒业务毛利率维持在 49.7%，主要得益于原材料成本下行对于毛利率的正向贡献抵消了产品结构弱化、折旧摊销费用增加对于毛利率的负面影响，啤酒吨成本同比-1.1%。费用率同比变化不大，其中管理费用率同比+0.2 p.p.，与信息服务费用同比增长有关。2024 年营业外支出同比增加约 2.7 亿元，主要系公司针对其涉及的包销诉讼案，就可能需要支付的赔偿损失计提了预计负债 2.5 亿元。受此非经常性项目影响，公司净利率同比-2.9 p.p.，归母净利润率/扣非归母净利润率同比-1.4/-0.5 p.p.。

**2024 年度现金分红率 104.2%，现金分红比例进一步提升。**2024 年度末期分红每股 0.9 元，叠加 2024 年中期分红，2024 年度累计现金分红 11.6 亿元，分红比例 104.2%，较 2023 年 101.4% 的高分红比例进一步提升。2024 年末公司账面现金 10.81 亿元，2024 年末期分红不会对公司现金流造成负面影响。

**2025 年第一季度销量恢复正增长，产品结构维持，成本红利及规模效益帮助盈利能力小幅改善。**2025 年第一季度销量同比+1.9%，结束 2024 年下半年的下滑趋势，主要得益于 2024 年下半年公司主动去化渠道库存、2025 年以来啤酒市场需求企稳。啤酒吨价同比-0.3%，降幅环比 2024 年有所收窄，预计 10 元以上高端产品的下滑压力边际改善。分档次看，2025 年第一季度高档（8 元及以上）/主流（4-8 元）/经济（4 元以下）收入占比分别为 59.8%/35.6%/2.1%，收入占比同比变化较小，表明三档次产品均衡成长，产品结构维持。利润端，受益于成本下行红利、规模效益增强，2025 年第一季度毛利率同比+0.5 p.p.，带动归母净利润率/扣非归母净利润率同比+0.3/+0.3 p.p.。

**公司主动适应环境变化，积极培育新动能。**在现饮需求持续偏弱的环境下，2024 年公司加速开拓非现饮渠道并提升罐化率，乐堡、乌苏系列罐装产品非现饮渠道的铺市率明显提升。同时公司在坚持聚焦乌苏、乐堡、嘉士伯等重点产品基础之上，进一步扩充中高档核心产品矩阵，补充乌苏白啤、风花雪月低醇啤酒等产品。结合行业环境及公司 2025 年第一季度的经营情况来看，我们判断经营压力最大的时点已过，公司具备较好的品牌基础，有序实现重点产品稳步拓展渠道、开拓市场、持续改善销售情况。

**盈利预测与投资建议：**考虑到高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，拖累公司结构升级速度，故我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 149.2/153.3/157.8 亿元（2025/2026 年前预测值 150.8/154.4 亿元），同比+1.9%/+2.8%/+2.9%；实现归母净利润 12.8/13.4/14.0 亿元（2025/2026 年前预测值 13.6/14.1 亿元），同比+14.7%/+5.1%/+4.2%；EPS 分别为 2.64/2.78/2.89 元；当前股价对应 PE 分别为 21/20/20 倍。公司保持高端

化战略定力、持续巩固高端品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

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		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,083	15,438	-	14,920	15,335	15,782	-164	-103	-
收入同比增速%	1.7%	2.4%	-	1.9%	2.8%	2.9%	0.2%	0.4%	-
毛利率%	49.1%	49.1%	-	49.1%	49.4%	49.6%	0.1%	0.4%	-
销售费用率%	17.2%	16.9%	-	17.1%	16.9%	16.8%	-0.1%	0.0%	-
归母净利率%	9.0%	9.1%	-	8.6%	8.8%	8.9%	-0.5%	-0.4%	-
归母净利润（百万元）	1,364	1,412	-	1,279	1,344	1,400	-85	-69	-
归母净利润同比增速%	2.9%	3.5%	-	14.7%	5.1%	4.2%	11.8%	1.5%	-
EPS（元）	2.82	2.92	-	2.64	2.78	2.89	-0.18	-0.14	-

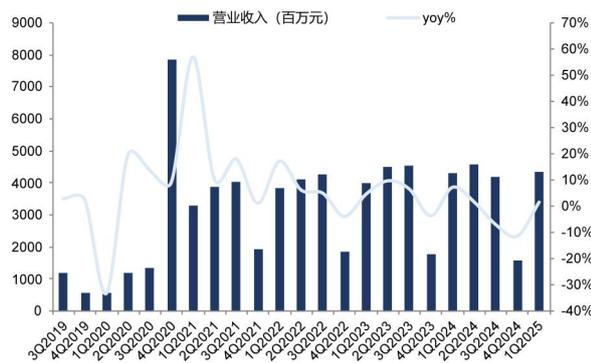
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024年4月29日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600132.SH	重庆啤酒	24.6	56.69	2.64	2.78	21.5	20.4	274	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.2	25.51	1.60	1.71	15.9	14.9	828	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	22.9	74.91	3.49	3.75	21.4	20.0	1,022	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	33.7	13.38	0.51	0.60	26.1	22.3	377	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	28.7	10.98	0.44	0.49	25.0	22.3	243	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以RMB计

图1：单季度营业收入及增速



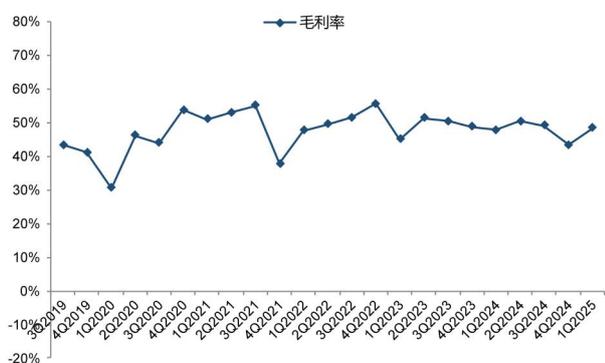
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



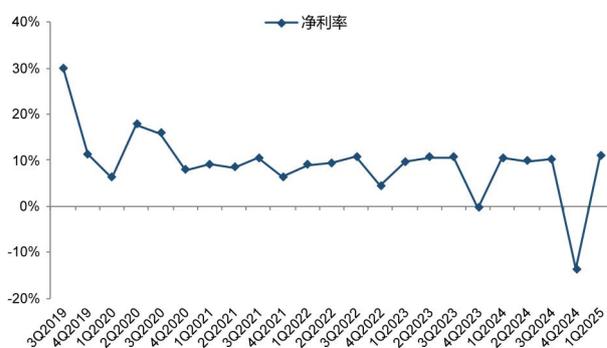
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2713	1082	1239	1450	1781	营业收入	14815	14645	14920	15335	15782
应收款项	89	91	94	97	99	营业成本	7534	7531	7588	7757	7957
存货净额	2100	2186	2183	2225	2276	营业税金及附加	958	952	970	997	1026
其他流动资产	203	321	328	331	336	销售费用	2533	2513	2551	2592	2651
<b>流动资产合计</b>	<b>5465</b>	<b>3679</b>	<b>3844</b>	<b>4103</b>	<b>4493</b>	管理费用	495	517	529	528	543
固定资产	4457	4915	5106	5180	5112	研发费用	26	23	25	28	28
无形资产及其他	677	651	654	657	660	财务费用	(60)	(28)	(30)	(33)	(38)
投资性房地产	1647	1581	1611	1626	1641	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	141	143	143	143	143	资产减值及公允价值变动	(101)	(92)	(91)	(91)	(91)
<b>资产总计</b>	<b>12387</b>	<b>10968</b>	<b>11358</b>	<b>11709</b>	<b>12049</b>	其他收入	97	117	131	130	130
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	150	200	营业利润	3353	3185	3352	3533	3682
应付款项	5935	5408	5509	5632	5777	营业外净收支	23	(265)	3	0	0
其他流动负债	2247	2332	2310	2334	2371	<b>利润总额</b>	<b>3376</b>	<b>2920</b>	<b>3355</b>	<b>3533</b>	<b>3682</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8182</b>	<b>7739</b>	<b>7919</b>	<b>8116</b>	<b>8348</b>	所得税费用	664	671	772	812	847
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	1375	1135	1305	1376	1434
其他长期负债	553	775	745	760	757	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1337</b>	<b>1115</b>	<b>1279</b>	<b>1344</b>	<b>1400</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>553</b>	<b>775</b>	<b>770</b>	<b>810</b>	<b>832</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8735</b>	<b>8515</b>	<b>8689</b>	<b>8926</b>	<b>9179</b>	净利润	1337	1115	1279	1344	1400
少数股东权益	1512	1268	1214	1214	1214	资产减值准备	19	(9)	(68)	0	(0)
股东权益	2140	1185	1455	1569	1656	折旧摊销	478	524	516	556	599
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12387</b>	<b>10968</b>	<b>11358</b>	<b>11709</b>	<b>12049</b>	公允价值变动损失	101	92	91	91	91
						财务费用	(60)	(28)	(30)	(33)	(38)
						营运资本变动	(117)	(368)	42	113	120
						其它	1280	1188	1343	1344	1396
						<b>经营活动现金流</b>	<b>3097</b>	<b>2542</b>	<b>3203</b>	<b>3448</b>	<b>3607</b>
						资本开支	(919)	(1073)	(825)	(725)	(625)
						其它投资现金流	(132)	440	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(1051)</b>	<b>(633)</b>	<b>(825)</b>	<b>(725)</b>	<b>(625)</b>
						权益性融资	0	0	0	0	0
						长期贷款增加	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(2687)	(3465)	(2344)	(2583)	(2720)
						其它融资现金流	(56)	(63)	124	71	70
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(2743)</b>	<b>(3528)</b>	<b>(2220)</b>	<b>(2512)</b>	<b>(2650)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(697)</b>	<b>(1619)</b>	<b>157</b>	<b>211</b>	<b>332</b>
						货币资金的期初余额	3397	2700	1081	1238	1449
						货币资金的期末余额	2700	1081	1238	1449	1781
						企业自由现金流	2067	1478	2257	2605	2865
						权益自由现金流	2067	1478	2380	2680	2944

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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