

重庆啤酒（600132）

2025 年中报点评：乐堡、乌苏韧性增长，税率提升拖累盈利

增持（维持）

2025 年 08 月 15 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

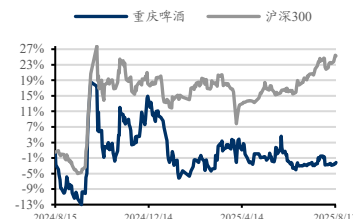
guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14,815	14,645	14,540	14,801	15,230
同比（%）	5.53	(1.15)	(0.72)	1.80	2.90
归母净利润（百万元）	1,337	1,115	1,105	1,199	1,286
同比（%）	5.78	(16.61)	(0.90)	8.51	7.33
EPS-最新摊薄（元/股）	2.76	2.30	2.28	2.48	2.66
P/E（现价&最新摊薄）	20.12	24.13	24.35	22.44	20.91

投资要点

- **事件：**重庆啤酒公告 2025 年中报，25H1 营收 88.39 亿元，同比-0.24%，归母净利润 8.65 亿元，同比-4.03%，扣非后归母净利润 8.55 亿元，同比-3.72%；其中 25Q2 营收 44.84 亿元，同比-1.84%，归母净利润 3.92 亿元，同比-12.70%，扣非后归母净利润 3.88 亿元，同比-12.26%。
- **乐堡、乌苏韧性增长，量价表现平稳。**25H1 公司总销量仍同比+0.95%至 180.08 万吨，其中 25Q1 同比+1.93%至 88.35 万吨、25Q2 同比+0.03%至 91.73 万吨；25H1 吨价同比-1.14%至 4779.26 元/吨，其中 25Q1 同比-0.33%至 4804.10 元/吨、25Q2 同比-1.92%至 4755.34 元/吨。上半年面临消费弱 β，同时啤酒市场竞争更为激烈，公司积极拥抱变化、强化执行，量价表现相对稳健。乐堡、乌苏、嘉士伯、风花雪月品牌均有所增长，重庆、大理品牌小幅下滑。
- **毛销差维持改善，税率提升拖累盈利。**25Q2 净利率同比-2.17pct 至 17.54%。其中毛利率同比+0.75pct 至 51.21%（吨酒营收同比-1.88%、吨酒成本同比-3.37%），销售费用率同比+0.15pct 至 17.35%，管理费用率同比+0.19pct 至 3.14%，25Q2 毛销差提升 0.60pct 至 33.85%，此前 25Q1 毛销差提升 0.91pct 至 35.68%，毛销差维持改善节奏。非经科目变动不大，25Q2 利润总额同比-3.75%，但受税率提升影响（部分区域税收优惠政策收缩，所得税率从 24Q2 的 20%阶段性抬升至 25Q2 的 27%），25Q2 归母净利润同比-12.70%，阶段性拖累盈利。
- **基本面、资金面均处于低位，关注后续经营节奏。**短期来看，当前餐饮表现偏弱、流通相对稳健，整体啤酒量价有所承压、但韧性仍在；二季度末以来主动权益基金持仓处于相对低位，关注消费 β 后续修复及重啤经营节奏。中长期来看，公司将继续推进“扬帆 27”和“嘉速扬帆”战略重点项目，以“6+6”品牌组合为依托，加快渠道精耕细作，进一步强化产品高端化动能。
- **盈利预测与投资评级：**当前基本面、资金面均处于低位，关注消费 β 后续修复及重啤经营节奏。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 11.05、11.99、12.86 亿元（前值为 12.66、13.10、13.45 亿元），对应当前 PE 分别为 24、22、21X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、高端升级不及预期、大城市战略竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.57
一年最低/最高价	50.85/77.00
市净率(倍)	16.62
流通 A 股市值(百万元)	26,894.28
总市值(百万元)	26,894.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.34
资产负债率(%,LF)	72.30
总股本(百万股)	483.97
流通 A 股(百万股)	483.97

相关研究

《重庆啤酒(600132)：2025 年一季报点评：销量恢复增长，盈利保持稳健》

2025-04-30

《重庆啤酒(600132)：2024 年报点评：符合预期，期待改善》

2025-04-04

重庆啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,679	4,567	4,958	5,656	营业总收入	14,645	14,540	14,801	15,230
货币资金及交易性金融资产	1,082	1,878	2,212	2,755	营业成本(含金融类)	7,531	7,426	7,466	7,559
经营性应收款项	91	116	119	126	税金及附加	952	989	992	1,005
存货	2,186	2,191	2,161	2,214	销售费用	2,513	2,544	2,516	2,589
合同资产	0	0	0	0	管理费用	517	553	533	548
其他流动资产	320	382	466	561	研发费用	23	22	22	23
非流动资产	7,289	8,223	8,961	9,775	财务费用	(28)	0	0	0
长期股权投资	143	110	48	18	加:其他收益	61	60	60	60
固定资产及使用权资产	4,915	5,410	6,010	6,708	投资净收益	80	50	50	50
在建工程	160	360	510	610	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	651	721	771	819	减值损失	(95)	(3)	(6)	(4)
商誉	699	699	699	699	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	3,185	3,113	3,376	3,612
其他非流动资产	722	922	922	922	营业外净收支	(265)	(81)	(107)	(151)
资产总计	10,968	12,790	13,919	15,431	利润总额	2,920	3,033	3,269	3,461
流动负债	7,739	8,509	8,469	8,725	减:所得税	671	804	850	865
短期借款及一年内到期的非流动负债	50	48	48	48	净利润	2,249	2,229	2,419	2,596
经营性应付款项	2,465	2,612	2,607	2,647	减:少数股东损益	1,135	1,125	1,220	1,310
合同负债	1,780	1,683	1,718	1,785	归属母公司净利润	1,115	1,105	1,199	1,286
其他流动负债	3,446	4,166	4,096	4,245	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.30	2.28	2.48	2.66
非流动负债	775	750	750	750	EBIT	3,082	3,033	3,269	3,461
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,658	3,314	3,580	3,834
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.57	48.93	49.56	50.37
租赁负债	123	123	123	123	归母净利率(%)	7.61	7.60	8.10	8.45
其他非流动负债	653	627	627	627	收入增长率(%)	(1.15)	(0.72)	1.80	2.90
负债合计	8,515	9,259	9,218	9,475	归母净利润增长率(%)	(16.61)	(0.90)	8.51	7.33
归属母公司股东权益	1,185	1,138	1,088	1,034					
少数股东权益	1,268	2,393	3,613	4,923					
所有者权益合计	2,454	3,531	4,701	5,956					
负债和股东权益	10,968	12,790	13,919	15,431					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,542	3,029	2,705	3,183	每股净资产(元)	2.45	2.35	2.25	2.14
投资活动现金流	(633)	(1,415)	(1,242)	(1,339)	最新发行在外股份(百万股)	484	484	484	484
筹资活动现金流	(3,528)	(1,178)	(1,249)	(1,340)	ROIC(%)	73.71	70.45	56.43	47.21
现金净增加额	(1,619)	436	214	503	ROE-摊薄(%)	94.04	97.04	110.19	124.46
折旧和摊销	576	281	311	373	资产负债率(%)	77.63	72.39	66.23	61.40
资本开支	(1,072)	(1,130)	(1,226)	(1,372)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.13	24.35	22.44	20.91
营运资本变动	(280)	687	(89)	109	P/B (现价)	22.69	23.63	24.73	26.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>