

重庆啤酒 (600132.SH)

二季度吨价压力增大，税率波动拖累盈利能力

优于大市

核心观点

重庆啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 88.4 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比-4.0%；实现扣非归母净利润 8.5 亿元，同比-3.7%。

收入端：1H25 啤酒量增价减，2Q25 量价压力有所增大。1H25 啤酒业务收入-0.2%，其中销量同比+1.9%，主要系 Q1 销量增长贡献（部分受益于补库存），吨价同比-1.1%，预计主要系货折力度增大所致，高档产品中嘉士伯、乐堡、乌苏、风花雪月 1H25 销量正增长，高档/主流/经济型产品收入分别同比 0.0%/-0.9%/+5.4%，收入占比 59.6%/35.6%/2.2%，同比变化均不大。2Q25 啤酒业务收入同比-1.9%，其中销量同比持平，吨价同比-1.9%。2Q25 啤酒市场表现较为平淡，尤其 6 月现饮渠道走弱，对高端产品有负面影响，公司吨价压力亦有所增大。

盈利能力：成本红利被税率提升所抵消，盈利能力有所下滑。1H25 啤酒业务毛利率 51.3%，同比+0.8pt，主要受益于成本红利，1H25 啤酒吨成本同比-2.8%。费用率同比变化不大，但所得税率 22.4%，同比+3.1pt，主要系 Q2 部分子公司不再享受西部大开发税收优惠，最终导致归母净利率同比-0.4pt。其中 2Q25 单季度毛利率同比+0.8pt，同样系受益于成本红利；费用率变化不大，但所得税率 27.3%，同比+7.4pt，最终归母净利率 8.7%，同比-1.1pt。

盈利预测与投资建议：目前高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，预计公司吨价仍有压力，后续改善节奏有赖于消费力改善情况。随着公司持续加强非现饮渠道布局，并补充上新创新类啤酒产品及饮料类产品，后续销量有望逐步改善。考虑到消费力改善速度慢于我们此前预期且公司综合所得税率上升，我们小幅下调盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 147.3/150.3/153.5 亿元（前预测值 149.2/153.3/157.8 亿元），同比+0.6%/+2.0%/+2.1%；实现归母净利润 12.6/13.1/13.5 亿元（前预测值 12.8/13.4/14.0 亿元），同比+13.3%/+3.4%/+3.5%；EPS 分别为 2.61/2.70/2.79 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。

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	14,731	15,033	15,355
(+/-%)	5.5%	-1.1%	0.6%	2.0%	2.1%
归母净利润(百万元)	1337	1115	1263	1306	1352
(+/-%)	5.8%	-16.6%	13.3%	3.4%	3.5%
每股收益(元)	2.76	2.30	2.61	2.70	2.79
EBIT Margin	22.1%	21.2%	21.9%	22.2%	22.5%
净资产收益率 (ROE)	62.5%	94.0%	89.9%	88.9%	88.4%
市盈率 (PE)	20.0	24.0	21.2	20.5	19.8
EV/EBITDA	9.5	9.7	9.4	9.1	8.8
市净率 (PB)	12.50	22.56	19.05	18.21	17.50

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

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	55.26 元
总市值/流通市值	26744/26744 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	209.42 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) -2024 年啤酒量价承压，2025 年第一季度经营改善》——2025-04-30
- 《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

重庆啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 实现营业总收入 88.4 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比-4.0%；实现扣非归母净利润 8.5 亿元，同比-3.7%。

收入端：1H25 啤酒量增价减，2Q25 量价压力有所增大。1H25 啤酒业务收入-0.2%，其中销量同比+1.9%，主要系 Q1 销量增长贡献（部分受益于补库存），吨价同比-1.1%，预计主要系货折力度增大所致，高档产品中嘉士伯、乐堡、乌苏、风花雪月 1H25 销量正增长，高档/主流/经济型产品收入分别同比 0.0%/-0.9%/+5.4%，收入占比 59.6%/35.6%/2.2%，同比变化均不大。2Q25 啤酒业务收入同比-1.9%，其中销量同比持平，吨价同比-1.9%。2Q25 啤酒市场表现较为平淡，尤其 6 月现饮渠道走弱，对高端产品有负面影响，公司吨价压力亦有所增大。

盈利能力：成本红利被税率提升所抵消，盈利能力有所下滑。1H25 啤酒业务毛利率 51.3%，同比+0.8pt，主要受益于成本红利，1H25 啤酒吨成本同比-2.8%。费用率同比变化不大，但所得税率 22.4%，同比+3.1pt，主要系 Q2 部分子公司不再享受西部大开发税收优惠，最终导致归母净利率同比-0.4pt。其中 2Q25 单季度毛利率同比+0.8pt，同样系受益于成本红利；费用率变化不大，但所得税率 27.3%，同比+7.4pt，最终归母净利率 8.7%，同比-1.1pt。

盈利预测与投资建议：目前高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，预计公司吨价仍有压力，后续改善节奏有赖于消费力改善情况。随着公司持续加强非现饮渠道布局，并补充上新创新类啤酒产品及饮料类产品，后续销量有望逐步改善。考虑到消费力改善速度慢于我们此前预期且公司综合所得税率上升，我们小幅下调盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 147.3/150.3/153.5 亿元（前预测值 149.2/153.3/157.8 亿元），同比+0.6%/+2.0%/+2.1%；实现归母净利润 12.6/13.1/13.5 亿元（前预测值 12.8/13.4/14.0 亿元），同比+13.3%/+3.4%/+3.5%；EPS 分别为 2.61/2.70/2.79 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）	14,920	15,335	15,782	14,731	15,033	15,355	-188	-302	-427
收入同比增速%	1.9%	2.8%	2.9%	0.6%	2.0%	2.1%	-1.3%	-0.7%	-0.8%
毛利率%	49.1%	49.4%	49.6%	49.4%	49.4%	49.4%	0.2%	-0.1%	-0.2%
销售费用率%	17.1%	16.9%	16.8%	17.1%	16.9%	16.8%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利率%	8.6%	8.8%	8.9%	8.6%	8.7%	8.8%	0.0%	-0.1%	-0.1%
归母净利润（百万元）	1,279	1,344	1,400	1,263	1,306	1,352	-16	-37	-49
归母净利润同比增速%	14.7%	5.1%	4.2%	13.3%	3.4%	3.5%	-1.4%	-1.6%	-0.7%
EPS（元）	2.64	2.78	2.89	2.61	2.70	2.79	-0.03	-0.08	-0.10

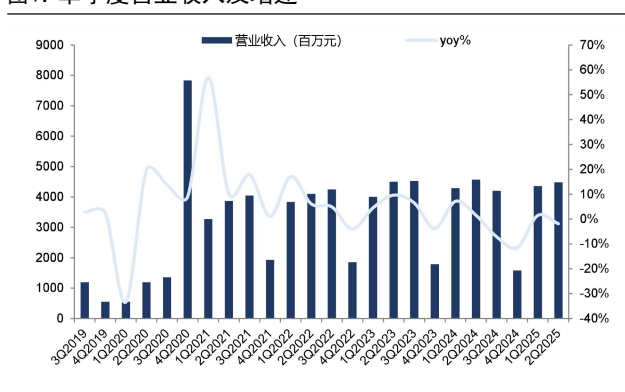
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025年8月15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	24.8	55.26	2.61	2.70	21.2	20.5	267	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.0	24.94	1.60	1.71	15.6	14.6	809	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	20.7	67.60	3.49	3.75	19.4	18.0	922	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	24.6	12.21	0.56	0.67	21.9	18.3	344	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	27.4	10.49	0.44	0.49	24.0	21.4	232	优于大市

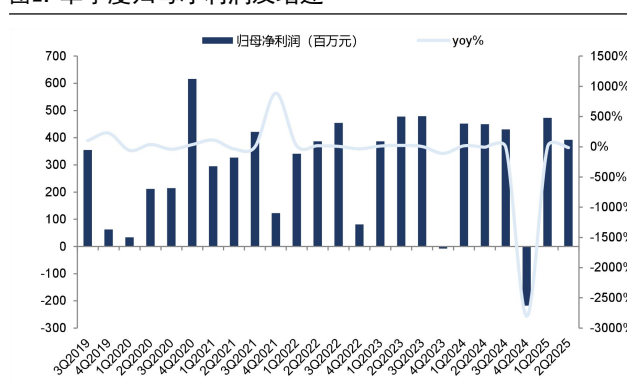
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



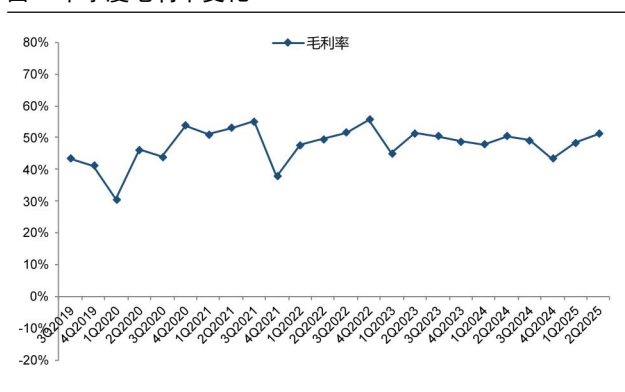
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



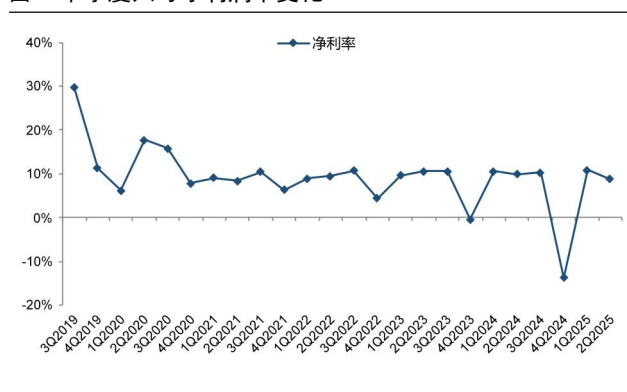
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	1115	1259	1514	营业收入	14815	14645	14731	15033	15355
应收款项	89	91	93	95	97	营业成本	7534	7531	7457	7613	7768
存货净额	2100	2186	2145	2184	2222	营业税金及附加	958	952	958	977	998
其他流动资产	203	321	324	325	327	销售费用	2533	2513	2519	2541	2580
流动资产合计	5465	3679	3677	3862	4160	管理费用	495	517	567	563	559
固定资产	4457	4915	5112	5203	5156	研发费用	26	23	22	24	25
无形资产及其他	677	651	654	657	660	财务费用	(60)	(28)	(27)	(27)	(31)
投资性房地产	1647	1581	1591	1593	1597	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)	(85)	(75)	(70)
资产总计	12387	10968	11177	11458	11716	其他收入	97	117	140	143	143
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	150	200	营业利润	3353	3185	3313	3434	3554
应付款项	5935	5408	5414	5527	5639	营业外净收支	23	(265)	0	0	0
其他流动负债	2247	2332	2283	2299	2318	利润总额	3376	2920	3313	3434	3554
流动负债合计	8182	7739	7797	7977	8158	所得税费用	664	671	762	790	817
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	1375	1135	1288	1338	1385
其他长期负债	553	775	736	749	740	归属于母公司净利润	1337	1115	1263	1306	1352
非流动负债合计	553	775	761	799	815	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8735	8515	8558	8775	8973	净利润	1337	1115	1263	1306	1352
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	1404	1469	1529	折旧摊销	478	524	516	556	599
负债和股东权益总计	12387	10968	11177	11458	11716	公允价值变动损失	101	92	85	75	70
						财务费用	(60)	(28)	(27)	(27)	(31)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(117)	(368)	(46)	101	80
每股收益	2.76	2.30	2.61	2.70	2.79	其它	1280	1188	1329	1311	1354
每股红利	2.80	2.40	2.61	2.70	2.79	经营活动现金流	3097	2542	3079	3348	3455
每股净资产	4.42	2.45	2.90	3.04	3.16	资本开支	(919)	(1073)	(825)	(725)	(625)
ROIC	84.16%	90.50%	119%	134%	139%	其它投资现金流	(132)	440	0	0	0
ROE	62.45%	94.04%	90%	89%	88%	投资活动现金流	(1051)	(633)	(825)	(725)	(625)
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	21%	22%	22%	22%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(2687)	(3465)	(2344)	(2551)	(2644)
收入增长	6%	-1%	1%	2%	2%	其它融资现金流	(56)	(63)	124	71	70
净利润增长率	6%	-17%	13%	3%	3%	融资活动现金流	(2743)	(3528)	(2220)	(2480)	(2575)
资产负债率	83%	89%	87%	87%	87%	现金净变动	(697)	(1619)	33	144	256
股息率	5.1%	4.3%	4.7%	4.9%	5.1%	货币资金的期初余额	3397	2700	1081	1114	1258
P/E	20.0	24.0	21.2	20.5	19.8	货币资金的期末余额	2700	1081	1114	1258	1514
P/B	12.5	22.6	19.0	18.2	17.5	企业自由现金流	2067	1478	2133	2501	2709
EV/EBITDA	9.5	9.7	9.4	9.1	8.8	权益自由现金流	2067	1478	2254	2572	2782

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

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