证券研究报告

公司研究

公司点评报告

重庆啤酒(600132)

投资评级 买入

上次评级 买入

王雪骄 食品饮料行业分析师
执业编号：S1500525070002
联系电话：13734713119
邮 箱：wangxuejiao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031

成本持续改善，收入略有承压

2025 年 8 月 18 日

事件：公司发布 2025 年中报，上半年实现营收 88.39 亿元，同比-0.24%，归母净利润 8.65 亿元，同比-4.03%，扣非归母净利润 8.55 亿元，同比-3.72%。

点评：

- **Q2 销量基本持平，吨价略承压。**2025Q2 公司实现营收 44.84 亿元，同比-1.84%，其中销量同比+0.03%至 91.73 万千升，吨价同比-1.88%至 4888 元。从产品结构来看，2025Q2 公司高档收入同比-1.09%至 26.62 亿元，收入占比同比+0.49pct 至 61.04%，主流收入同比-3.59%至 15.95 亿元，收入占比同比-0.64pct，经济收入同比+4.79%至 1.05 亿元。从区域来看，2025Q2 公司西北区收入同比+1.89%至 14.18 亿元，中区收入同比-2.92%至 16.97 亿元，南区收入同比-4.52%至 12.47 亿元。

- **吨酒成本环比改善，毛利率提升。**2025Q2 公司实现归母净利润 3.92 亿元，同比-12.7%，归母净利润率同比-1.09pct 至 8.75%。从成本来看，2025Q2 千升酒成本同比-3.37%至 2385 元，毛利率同比+0.75pct 至 51.21%，我们认为尽管佛山工厂投产后折旧摊销增加，但是原材料价格红利仍然贡献了毛利率增长。此外，公司控制费用投入，销售费用率基本持平，同比+0.15pct 至 17.35%；管理费用率同比+0.19pct 至 3.14%。

- **盈利预测与投资评级：**公司的核心竞争力在于 6+6 品牌矩阵，对啤酒生意的理解更强调产品创新，因此我们长期看好重庆啤酒对旗下品牌调性的提炼，品牌资产的沉淀相对是较难复制的。目前，公司积极应对宏观挑战，不断优化经销商体系以及投入方式。从分红角度来看，2021 年后公司分红率基本维持在 80%以上，具备较好的资本回报。我们预计重庆啤酒 2025-2027 年 EPS 分别 2.50 元、2.59 元、2.74 元，对应 2025 年 8 月 15 日收盘价（55.26 元/股）市盈率 22、21、20 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**产品结构升级不达预期、原材料价格波动等

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14,815	14,645	14,889	15,294	15,802
增长率 YoY %	5.5%	-1.1%	1.7%	2.7%	3.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,337	1,115	1,208	1,253	1,327
增长率 YoY%	5.8%	-16.6%	8.4%	3.7%	5.9%
毛利率%	49.1%	48.6%	48.1%	48.0%	48.2%
净资产收益率ROE%	62.5%	94.0%	97.3%	96.0%	96.7%
EPS(摊薄)(元)	2.76	2.30	2.50	2.59	2.74
市盈率 P/E(倍)	20.01	23.99	22.13	21.34	20.15
市净率 P/B(倍)	12.50	22.56	21.52	20.49	19.50

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

资产负债表					单位：百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**5,465**	**3,679**	**5,523**	**7,367**	**9,221**
货币资金	2,713	1,082	2,853	4,651	6,458
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	65	63	63	62	61
预付账款	42	28	40	41	42
存货	2,100	2,186	2,180	2,156	2,132
其他	545	320	386	456	527
非流动资产	**6,922**	**7,289**	**7,480**	**7,224**	**7,049**
长期股权投资	141	143	193	273	273
固定资产（合	3,674	4,755	4,698	4,562	4,396
无形资产	677	651	619	586	550
其他	2,431	1,741	1,970	1,803	1,830
资产总计	**12,387**	**10,968**	**13,003**	**14,590**	**16,270**
流动负债	**8,182**	**7,739**	**8,485**	**8,726**	**8,978**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,608	2,465	2,662	2,740	2,817
其他	5,574	5,275	5,823	5,986	6,161
非流动负债	**553**	**775**	**777**	**785**	**795**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	553	775	777	785	795
负债合计	**8,735**	**8,515**	**9,262**	**9,511**	**9,773**
少数股东权益	1,512	1,268	2,499	3,775	5,126
归属母公司股	2,140	1,185	1,243	1,305	1,372
负债和股东权	**12,387**	**10,968**	**13,003**	**14,590**	**16,270**

重要财务指标					单位：百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,815	14,645	14,889	15,294	15,802
同比(%)	5.5%	-1.1%	1.7%	2.7%	3.3%
归母净利润	1,337	1,115	1,208	1,253	1,327
同比(%)	5.8%	-16.6%	8.4%	3.7%	5.9%
毛利率(%)	49.1%	48.6%	48.1%	48.0%	48.2%
ROE(%)	62.5%	94.0%	97.3%	96.0%	96.7%
EPS(摊薄)(元)	2.76	2.30	2.50	2.59	2.74
P/E	20.01	23.99	22.13	21.34	20.15
P/B	12.50	22.56	21.52	20.49	19.50
EV/EBITDA	7.87	8.09	6.32	5.66	4.94

利润表					单位：百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**14,815**	**14,645**	**14,889**	**15,294**	**15,802**
营业成本	7,534	7,531	7,734	7,960	8,183
营业税金及附加	958	952	968	994	1,027
销售费用	2,533	2,513	2,555	2,624	2,711
管理费用	495	517	526	540	558
研发费用	26	23	23	24	24
财务费用	-60	-28	-17	-61	-105
减值损失合计	-101	-92	-93	-92	-93
投资净收益	67	80	82	84	87
其他	57	59	60	62	64
营业利润	**3,353**	**3,185**	**3,151**	**3,268**	**3,461**
营业外收支	23	-265	15	15	15
利润总额	**3,376**	**2,920**	**3,166**	**3,283**	**3,476**
所得税	664	671	727	754	798
净利润	**2,712**	**2,249**	**2,439**	**2,529**	**2,678**
少数股东损益	1,375	1,135	1,230	1,276	1,351
归母净利润	**1,337**	**1,115**	**1,208**	**1,253**	**1,327**
EBITDA	3,760	3,658	3,810	3,938	4,144
EPS（当年）（元）	2.76	2.30	2.50	2.59	2.74

现金流量表					单位：百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**3,097**	**2,542**	**3,590**	**3,359**	**3,574**
净利润	2,712	2,249	2,439	2,529	2,678
折旧摊销	515	576	661	716	772
财务费用	6	8	10	11	11
投资损失	-67	-80	-82	-84	-87
营运资金变动	-196	-280	586	109	120
其它	127	69	-25	79	80
投资活动现金流	**-1,051**	**-633**	**-660**	**-368**	**-506**
资本支出	-916	-1,072	-684	-364	-584
长期投资	-356	374	-58	-88	-8
其他	221	64	82	84	87
筹资活动现金流	**-2,743**	**-3,528**	**-1,158**	**-1,193**	**-1,262**
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-2,687	-3,465	-1,158	-1,201	-1,272
现金净增加额	**-697**	**-1,619**	**1,772**	**1,798**	**1,807**

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入**：股价相对强于基准 15%以上；	**看好**：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～15%；	**中性**：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡**：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。