



股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	55.31
总股本/流通股本(亿股)	4.84 / 4.84
总市值/流通市值(亿元)	268 / 268
52周内最高/最低价	70.13 / 51.39
资产负债率(%)	77.6%
市盈率	24.05
第一大股东	嘉士伯啤酒厂香港有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

重庆啤酒(600132)

量价表现平稳，所得税拖累盈利

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 88.39/8.65/8.55 亿元,同比-0.24%/-4.03%/-3.72%。25H1 公司毛利率/归母净利率为 49.83%/9.79%,分别同比+0.62/-0.39pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 15.08%/3.27%/0.07%,分别同比-0.15/+0.23/-0.07pct。分产品看,25H1 高档/主流/经济酒分别实现收入 52.65/31.45/1.96 亿元,同比+0.04%/-0.92%/5.39%;分地区看,25H1 西北/中/南区分别实现收入 25.96/35.32/24.79 亿元,同比+1.75%/-0.70%/-1.47%。拆分量价看,25H1 公司销量 180.08 万吨,同比+0.95%,均价 4908 元/吨,同比-1.18%,吨成本 2463 元,同比-2.38%。25H1 公司毛利率略有提升,主要受益于原材料成本下降。25H1 公司净利率略有下滑,主要受到所得税费影响,25H1 公司所得税费用达到 5 亿元,同比去年增加了 0.69 亿元,我们预计与公司的税收优惠调整有关。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 44.84/3.92/3.88 亿元,同比-1.84%/-12.70%/-12.26%。25Q2 公司毛利率/归母净利率为 51.21%/8.75%,分别同比+0.75/-1.09pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 17.35%/3.14%/0.09%,分别同比+0.15/+0.19/-0.06pct。分产品看,25Q2 高档/主流/经济酒分别实现收入 26.62/15.95/1.05 亿元,同比-1.09%/437.92%/拆分量价看,25Q2 公司销量 91.73 万吨,同比+0.03%,均价 4888 元/吨,同比-1.88%,吨成本 2385 元,同比-3.37%。25Q2 净利率略有下滑,主要受到所得税费影响,25Q2 所得税率为 27.26%,去年同期为 19.85%。

● 盈利预测与投资建议

2025 年上半年面对啤酒市场激烈竞争等外部挑战,公司通过优化大城市项目策略、丰富产品组合、推进数字化赋能渠道及加深经销商合作等举措,保持了生意平稳。考虑到去年下半年基数较低,24H2 收入/利润增速分别为-8.34%/-54.77%,今年全年公司收入利润仍有望实现稳中有增。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 147.33/150.56/155.01 亿元,同比增长 0.61%/2.19%/2.95%,归母净利润 11.91/12.64/13.40 亿元,同比增长 6.86%/6.15%/6.01%(从分红的视角来看,若 25 年按 100%分红率来计算,对应当前股价股息率为 4.45%),对应 EPS 为 2.46/2.61/2.77 元,对应当前股价 PE 为 22/21/20 倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14645	14733	15056	15501
增长率(%)	-1.15	0.61	2.19	2.95
EBITDA（百万元）	3416.19	3991.91	4158.59	4334.55
归属母公司净利润（百万元）	1114.59	1191.00	1264.21	1340.13
增长率(%)	-16.61	6.86	6.15	6.01
EPS(元/股)	2.30	2.46	2.61	2.77
市盈率（P/E）	24.02	22.48	21.17	19.97
市净率（P/B）	22.59	22.02	21.45	20.87
EV/EBITDA	9.32	6.82	6.36	5.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	14645	14733	15056	15501	营业收入	-1.1%	0.6%	2.2%	3.0%
营业成本	7531	7458	7558	7738	营业利润	-5.0%	3.8%	6.0%	5.9%
税金及附加	952	958	979	1008	归属于母公司净利润	-16.6%	6.9%	6.1%	6.0%
销售费用	2513	2505	2545	2604	获利能力				
管理费用	517	545	542	543	毛利率	48.6%	49.4%	49.8%	50.1%
研发费用	23	29	30	31	净利率	15.4%	16.4%	17.1%	17.6%
财务费用	-28	-30	-65	-99	ROE	94.0%	98.0%	101.3%	104.5%
资产减值损失	-92	-93	-95	-98	ROIC	115.0%	97.7%	154.1%	288.7%
营业利润	3185	3306	3505	3710	偿债能力				
营业外收入	16	17	17	17	资产负债率	77.6%	70.7%	64.2%	58.8%
营业外支出	280	98	98	98	流动比率	0.48	0.74	0.98	1.22
利润总额	2920	3226	3424	3630	营运能力				
所得税	671	806	856	907	应收账款周转率	230.90	224.56	224.56	224.56
净利润	2249	2419	2568	2722	存货周转率	3.45	3.41	3.41	3.41
归母净利润	1115	1191	1264	1340	总资产周转率	1.34	1.16	1.07	0.99
每股收益(元)	2.30	2.46	2.61	2.77	每股指标(元)				
资产负债表					每股净资产	2.45	2.51	2.58	2.65
货币资金	1082	3546	5621	7840	估值比率				
交易性金融资产	1	1	1	1	PE	24.02	22.48	21.17	19.97
应收票据及应收账款	63	66	67	69	PB	22.59	22.02	21.45	20.87
预付款项	28	38	39	40	现金流量表				
存货	2186	2189	2219	2272	净利润	2249	2381	2530	2684
流动资产合计	3679	6062	8173	10455	折旧和摊销	524	796	800	804
固定资产	4915	4167	3416	2660	营运资本变动	-280	562	89	147
在建工程	160	133	107	80	其他	4	-50	-86	-120
无形资产	651	629	607	586	经营活动现金流净额	2498	3688	3332	3515
非流动资产合计	7289	6609	5924	5235	资本开支	-852	0	0	0
资产总计	10968	12671	14097	15690	其他	219	-56	-56	-56
短期借款	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-633	-56	-56	-56
应付票据及应付账款	2465	2567	2601	2664	股权融资	8	0	0	0
其他流动负债	5275	5653	5744	5890	债务融资	1	-37	-35	-32
流动负债合计	7739	8220	8345	8554	其他	-3537	-1131	-1166	-1207
其他	775	738	704	671	筹资活动现金流净额	-3528	-1168	-1201	-1239
非流动负债合计	775	738	704	671	现金及现金等价物净增加额	-1663	2464	2075	2220
负债合计	8515	8958	9049	9225					
股本	484	484	484	484					
资本公积金	24	24	24	24					
未分配利润	677	707	740	774					
少数股东权益	1268	2497	3800	5183					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2454	3712	5048	6465					
负债和所有者权益总计	10968	12671	14097	15690					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048