

销量表现优于行业，税率变化扰动利润率

—— 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 19 日

核心观点

- 事件：**公司发布公告，25H1 实现营收 88.4 亿元，同比-0.2%；归母净利润 8.6 亿元，同比-4.0%；扣非归母净利润 8.5 亿元，同比-3.7%。其中 25Q2 营收 44.8 亿元，同比-1.8%；归母净利润 3.9 亿元，同比-12.7%；扣非归母净利润 3.9 亿元，同比-12.3%。
- 销量表现优于行业，新业务积极培育。**25Q2 公司收入同比-1.8%，拆分量价来看，销量同比+0.03%，上半年表现优于啤酒行业，吨价同比-1.9%，主要受现饮渠道需求较弱与产品结构调整影响。**分产品来看**，25Q2 高档/主流/经济产品收入分别同比-1.1%/-3.6%/+4.8%，对应占比分别同比+0.5/-0.6/+0.2pct 至 61.0%/36.6%/2.4%。此外，公司积极培育非啤酒业务，推出天山果园汽水、电持能量饮料，目前在新疆、重庆等核心市场铺市。**分渠道来看**，25Q2 批发代理收入同比-1.8%，仍是公司核心渠道，对应经销商数量 3091 家，同比 24Q2 增长 3.4%，环比 25Q1 增长 0.4%；**分区域来看**，西北区/中区/南区收入同比+1.9%/-2.9%/-4.5%，核心市场西北地区表现仍然好于公司整体，主要受益于旅游热刺激消费。
- 成本红利推动毛利率改善，所得税率波动影响净利率。**25Q2 归母净利率为 8.7%，同比-1.1pcts，主要原因系政策变化导致所得税率波动。具体拆分来看，**毛利率**为 51.2%，同比+0.8pct，判断主要得益于上游原材料价格下降、高毛利率产品有所提升。**销售费用率** 17.4%，同比+0.2pct，主因旺季费用投放节奏影响；**管理费用率** 3.1%，同比+0.2pct，主因工资薪酬增加。
- 成本端红利有望延续，关注现饮需求修复节奏。**短期来看，收入端，前期政策对现饮渠道的冲击幅度将逐渐减弱，相关需求有望逐步触底回暖，重点关注修复节奏；成本端，7 月玻璃与进口大麦价格保持下跌趋势，预计成本红利有望延续。长期来看，我们持续看好公司逻辑：1) 啤酒竞争格局稳固且主要酒厂均重视利润率，叠加公司积极推动罐化率提升，盈利能力有望提升；2) 积极拓展品类，目前推出汽水、能量饮料与气泡水等产品，未来成长空间充足。
- 投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别为 148/153/158 亿元，分别同比+1%/3%/3%，归母净利润分别为 12/13/13 亿元，分别同比+8%/5%/5%，PE 分别为 22/21/20X。考虑 25Q2 低基数叠加旺季催化，维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**餐饮需求恢复不及预期的风险，盈利能力改善不及预期的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14644.60	14805.69	15294.28	15768.40
收入增长率%	-1.15	1.10	3.30	3.10
归母净利润（百万元）	1114.59	1206.81	1267.40	1327.95
归母净利润增速%	-16.61	8.27	5.02	4.78
毛利率%	48.57	48.80	48.90	49.00
摊薄 EPS(元)	2.30	2.49	2.62	2.74
PE	24.02	22.18	21.12	20.16
PB	22.59	13.66	8.29	5.88

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

重庆啤酒 (600132.SH)

谨慎推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

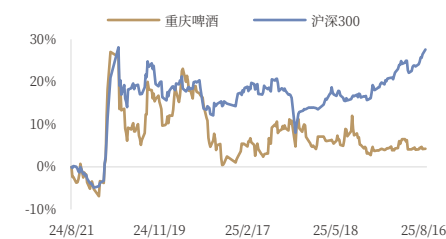
市场数据

2025-8-18

股票代码	600132
A 股收盘价(元)	55.31
上证指数	3728.03
总股本(万股)	48,397
实际流通 A 股(万股)	48,397
流通 A 股市值(亿元)	268

相对沪深 300 表现图

2025-8-18



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】2025 年度策略报告：拨云见月，孕育新机

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3679.04	8274.96	12389.50	16661.72
现金	1081.66	5748.28	9887.78	14187.54
应收账款	63.42	43.69	45.13	46.53
其它应收款	27.59	23.48	24.26	25.01
预付账款	28.01	39.13	40.34	41.51
存货	2185.84	2225.21	2294.15	2360.64
其他	292.52	195.18	97.84	0.50
非流动资产	7289.30	7289.99	7009.07	6684.58
长期投资	142.86	142.86	142.86	142.86
固定资产	4755.03	4466.51	4129.66	3746.13
无形资产	650.63	769.75	849.71	927.66
其他	1740.78	1910.86	1886.84	1867.93
资产总计	10968.34	15564.95	19398.57	23346.30
流动负债	7739.31	10342.07	11601.23	12851.53
短期借款	0.00	2000.00	3000.00	4000.00
应付账款	2464.57	2609.23	2690.07	2768.04
其他	5274.74	5732.83	5911.16	6083.49
非流动负债	775.37	749.64	749.64	749.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	775.37	749.64	749.64	749.64
负债合计	8514.68	11091.71	12350.88	13601.17
少数股东权益	1268.44	2513.00	3820.06	5189.55
归属母公司股东权益	1185.22	1960.23	3227.63	4555.58
负债和股东权益	10968.34	15564.95	19398.57	23346.30

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2542.05	3550.98	3549.93	3726.90
净利润	2249.38	2451.38	2574.45	2697.44
折旧摊销	575.92	836.81	874.58	917.23
财务费用	7.67	22.45	52.45	72.45
投资损失	-80.20	-73.09	-75.50	-77.84
营运资金变动	-279.69	515.31	124.30	117.99
其它	68.97	-201.89	-0.36	-0.37
投资活动现金流	-633.43	-403.63	-358.26	-354.99
资本支出	-1071.58	-635.11	-591.76	-590.83
长期投资	374.46	158.00	158.00	158.00
其他	63.68	73.48	75.50	77.84
筹资活动现金流	-3527.75	1519.28	947.85	927.85
短期借款	0.00	2000.00	1000.00	1000.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3527.75	-480.72	-52.15	-72.15
现金净增加额	-1619.13	4666.62	4139.51	4299.75

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14644.60	14805.69	15294.28	15768.40
营业成本	7531.38	7580.51	7815.38	8041.88
营业税金及附加	951.75	963.44	995.23	1026.09
营业费用	2512.65	2576.19	2661.20	2743.70
管理费用	516.94	533.00	550.59	567.66
财务费用	-27.97	6.23	-33.77	-75.86
资产减值损失	-92.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.20	73.09	75.50	77.84
营业利润	3184.51	3225.50	3387.44	3549.26
营业外收入	15.90	0.00	0.00	0.00
营业外支出	280.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	2919.93	3225.50	3387.44	3549.26
所得税	670.55	774.12	812.99	851.82
净利润	2249.38	2451.38	2574.45	2697.44
少数股东损益	1134.79	1244.57	1307.05	1369.49
归属母公司净利润	1114.59	1206.81	1267.40	1327.95
EBITDA	3657.58	4068.54	4228.25	4390.63
EPS (元)	2.30	2.49	2.62	2.74

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-1.15%	1.10%	3.30%	3.10%
营业利润	-5.02%	1.29%	5.02%	4.78%
归属母公司净利润	-16.61%	8.27%	5.02%	4.78%
毛利率	48.57%	48.80%	48.90%	49.00%
净利率	7.61%	8.15%	8.29%	8.42%
ROE	94.04%	61.56%	39.27%	29.15%
ROIC	90.41%	36.97%	24.94%	18.97%
资产负债率	77.63%	71.26%	63.67%	58.26%
流动比率	0.48	0.80	1.07	1.30
速动比率	0.15	0.55	0.83	1.07
总资产周转率	1.25	1.12	0.87	0.74
应收账款周转率	228.73	276.45	344.40	344.07
应付账款周转率	2.97	2.99	2.95	2.95
每股收益	2.30	2.49	2.62	2.74
每股经营现金	5.25	7.34	7.33	7.70
每股净资产	2.45	4.05	6.67	9.41
P/E	24.02	22.18	21.12	20.16
P/B	22.59	13.66	8.29	5.88
EV/EBITDA	8.09	5.70	4.74	3.82
P/S	1.83	1.81	1.75	1.70

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn