

## Q2 销量维持稳健，税率提升拖累盈利

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，25H1 实现收入 88.4 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 8.7 亿元，同比-4%。其中 25Q2 实现收入 44.8 亿元，同比-1.8%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-12.7%。
- **现饮消费需求疲软下，Q2 量稳但价有承压。**量方面，25Q2 公司实现销量 91.7 万吨，同比基本持平；分渠道看，受整体餐饮消费需求疲软及部分政策波动影响，现饮渠道仍持续承压，但公司积极开拓非现饮渠道弥补了餐饮端下滑影响。分价格带看，25Q2 公司高档/主流/经济啤酒收入增速分别为 -1.1%/-3.6%/+4.8%；其中风花雪月与嘉士伯品牌预计仍维持双位数增长，乐堡品牌实现正增长，罐装乌苏及 1664 亦实现较好增长；此外经济品类在公司产品结构优化下实现增长。价方面，受中高档啤酒销量承压影响，25Q2 公司吨价同比-1.9%至 4755 元/吨水平。分区域看，25Q2 年西北区/中区/南区收入增速分别为+1.9%/-2.9%/-4.5%，西北区受益于疆内旅游热潮带动实现增长，南区及中区受外部消费环境影响有所下滑。
- **成本红利带动毛利率上行，但税率变动致使 Q2 利润端承压。**25H1 公司毛利率为 49.8%，同比+0.6pp；其中 25Q2 公司毛利率为 51.2%，同比+0.7pp；毛利率提升主要系主要大宗原材料价格下行所致。费用方面，25Q2 公司销售费用率分别为 17.4%，同比+0.1pp；公司积极提升费用投放效率，上半年广告和市场费用同比下滑 3%。25Q2 管理费用率同比+0.2pp 至 3.1%。此外，公司 25Q2 所得税率同比增长 7.4pp 至 27.3%。综合来看，在成本红利和税率变动共同作用下，25Q2 公司净利率同比-2.2pp 至 17.6%。
- **非现饮渠道积极拓展，盈利能力有望持续提升。**1) 产品方面，随着消费力的持续复苏，中高端品牌销量有望逐步回暖；此外公司非现饮渠道推新力度较强，风花雪月茶啤、乌苏秘酿等 1L 装产品持续铺货，叠加天山汽水、电池能量饮料等新品上市撑起多元化布局，产品结构有望持续提升。2) 渠道方面，公司加强非现饮渠道开发力度，罐化率提升为利润端贡献充足动能。3) 成本方面，预计今年原材料成本的下行将与佛山工厂投产带来折旧对冲。展望后续，随着公司渠道库存逐步出清，叠加消费场景持续复苏大背景下，公司盈利能力有望持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.42 元、2.62 元、2.78 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、21 倍、20 倍；维持“买入”评级。
- **风险提示：**现饮场景恢复不及预期风险，高端化竞争加剧风险，原料价格上涨风险。

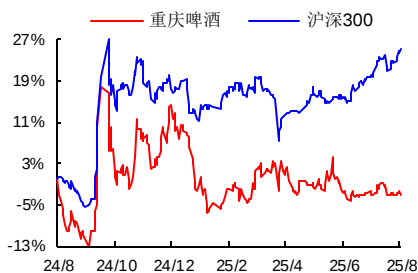
| 指标/年度        | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)     | 146.45  | 148.31 | 152.44 | 155.88 |
| 增长率          | -1.15%  | 1.27%  | 2.78%  | 2.26%  |
| 归属母公司净利润(亿元) | 11.15   | 11.72  | 12.66  | 13.47  |
| 增长率          | -16.61% | 5.13%  | 8.02%  | 6.39%  |
| 每股收益 EPS(元)  | 2.30    | 2.42   | 2.62   | 2.78   |
| 净资产收益率 ROE   | 91.67%  | 71.56% | 71.10% | 53.17% |
| PE           | 24      | 23     | 21     | 20     |
| PB           | 10.90   | 8.09   | 6.40   | 5.23   |

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究院

分析师：朱会振  
执业证号：S1250513110001  
电话：023-63786049  
邮箱：zhz@swsc.com.cn  
  
分析师：舒尚立  
执业证号：S1250523070009  
电话：023-63786049  
邮箱：ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 4.84        |
| 流通 A 股(亿股)   | 4.84        |
| 52 周内股价区间(元) | 51.39-70.13 |
| 总市值(亿元)      | 267.44      |
| 总资产(亿元)      | 125.03      |
| 每股净资产(元)     | 3.34        |

### 相关研究

1. 重庆啤酒（600132）：25Q1 销量稳健增长，期待旺季盈利修复（2025-05-03）
2. 重庆啤酒（600132）：24 年量价有所承压，期待后续需求改善（2025-04-07）
3. 重庆啤酒（600132）：需求偏弱量价承压，期待后续改善（2024-11-06）

附表：财务预测与估值

| 利润表（亿元）       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 现金流量表（亿元）         | 2024A         | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 146.45        | 148.31        | 152.44        | 155.88        | 净利润               | 22.49         | 23.65        | 25.54         | 27.18         |
| 营业成本          | 75.31         | 76.16         | 76.61         | 77.83         | 折旧与摊销             | 5.24          | 4.57         | 4.68          | 4.73          |
| 营业税金及附加       | 9.52          | 9.69          | 9.92          | 10.15         | 财务费用              | -0.28         | -0.37        | -0.57         | -0.94         |
| 销售费用          | 25.13         | 25.36         | 25.76         | 26.19         | 资产减值损失            | -0.92         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 5.17          | 5.04          | 5.03          | 5.14          | 经营营运资本变动          | -6.09         | -4.14        | -5.50         | 1.22          |
| 财务费用          | -0.28         | -0.37         | -0.57         | -0.94         | 其他                | 4.98          | -0.08        | -0.33         | -0.32         |
| 资产减值损失        | -0.92         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>25.42</b>  | <b>23.62</b> | <b>23.82</b>  | <b>31.87</b>  |
| 投资收益          | 0.80          | 0.30          | 0.30          | 0.30          | 资本支出              | -5.14         | -4.00        | -1.00         | -1.10         |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | -1.20         | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-6.33</b>  | <b>-4.00</b> | <b>-1.00</b>  | <b>-1.10</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>31.85</b>  | <b>32.74</b>  | <b>35.98</b>  | <b>37.80</b>  | 短期借款              | 0.00          | 21.60        | -5.78         | -13.18        |
| 其他非经营损益       | -2.65         | -1.21         | -1.93         | -1.57         | 长期借款              | 0.00          | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>29.20</b>  | <b>31.53</b>  | <b>34.06</b>  | <b>36.24</b>  | 股权融资              | 0.08          | 0.00         | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 6.71          | 7.88          | 8.51          | 9.06          | 支付股利              | -20.81        | -15.27       | -16.78        | -17.87        |
| 净利润           | 22.49         | 23.65         | 25.54         | 27.18         | 其他                | -14.55        | 0.31         | 0.77          | 1.14          |
| 少数股东损益        | 11.35         | 11.93         | 12.89         | 13.71         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-35.28</b> | <b>6.64</b>  | <b>-21.79</b> | <b>-29.91</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 11.15         | 11.72         | 12.66         | 13.47         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-16.19</b> | <b>26.26</b> | <b>1.03</b>   | <b>0.86</b>   |
|               |               |               |               |               |                   |               |              |               |               |
| 资产负债表（亿元）     | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 财务分析指标            | 2024A         | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
| 货币资金          | 10.82         | 37.08         | 38.11         | 38.97         | <b>成长能力</b>       |               |              |               |               |
| 应收和预付款项       | 1.19          | 1.27          | 1.28          | 1.30          | 销售收入增长率           | -1.15%        | 1.27%        | 2.78%         | 2.26%         |
| 存货            | 21.86         | 21.92         | 22.12         | 22.57         | 营业利润增长率           | -5.02%        | 2.80%        | 9.92%         | 5.05%         |
| 其他流动资产        | 2.93          | 2.73          | 2.81          | 2.87          | 净利润增长率            | -17.05%       | 5.13%        | 8.02%         | 6.39%         |
| 长期股权投资        | 1.43          | 1.43          | 1.43          | 1.43          | EBITDA 增长率        | -2.37%        | 0.35%        | 8.53%         | 3.77%         |
| 投资性房地产        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>获利能力</b>       |               |              |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 49.15         | 48.90         | 45.55         | 42.24         | 毛利率               | 48.57%        | 48.65%       | 49.74%        | 50.07%        |
| 无形资产和开发支出     | 13.50         | 13.17         | 12.85         | 12.52         | 三费率               | 20.50%        | 20.25%       | 19.82%        | 19.50%        |
| 其他非流动资产       | 8.82          | 9.12          | 9.42          | 9.72          | 净利率               | 15.36%        | 15.94%       | 16.76%        | 17.43%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>109.68</b> | <b>135.62</b> | <b>133.56</b> | <b>131.63</b> | ROE               | 91.67%        | 71.56%       | 61.10%        | 53.17%        |
| 短期借款          | 0.00          | 21.60         | 15.82         | 2.64          | ROA               | 20.51%        | 17.44%       | 19.12%        | 20.65%        |
| 应付和预收款项       | 29.35         | 31.03         | 30.84         | 31.32         | ROIC              | 66.67%        | 57.33%       | 58.45%        | 61.86%        |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | 25.13%        | 24.91%       | 26.30%        | 26.69%        |
| 其他负债          | 55.80         | 49.94         | 45.09         | 46.56         | <b>营运能力</b>       |               |              |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>85.15</b>  | <b>102.57</b> | <b>91.76</b>  | <b>80.52</b>  | 总资产周转率            | 1.25          | 1.21         | 1.13          | 1.18          |
| 股本            | 4.84          | 4.84          | 4.84          | 4.84          | 固定资产周转率           | 3.47          | 3.17         | 3.40          | 3.73          |
| 资本公积          | 0.24          | 0.24          | 0.24          | 0.24          | 应收账款周转率           | 213.67        | 215.44       | 216.19        | 216.19        |
| 留存收益          | 6.90          | 3.35          | -0.78         | -5.18         | 存货周转率             | 2.83          | 2.82         | 2.82          | 2.83          |
| 归属母公司股东权益     | 11.85         | 8.43          | 4.30          | -0.10         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.27%       | —            | —             | —             |
| 少数股东权益        | 12.68         | 24.61         | 37.50         | 51.21         | <b>资本结构</b>       |               |              |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>24.54</b>  | <b>33.04</b>  | <b>41.80</b>  | <b>51.11</b>  | 资产负债率             | 77.63%        | 75.63%       | 68.70%        | 61.17%        |
| 负债和股东权益合计     | 109.68        | 135.62        | 133.56        | 131.63        | 带息债务/总负债          | 0.00%         | 21.06%       | 17.25%        | 3.28%         |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 0.48          | 0.67         | 0.77          | 0.91          |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 0.19          | 0.43         | 0.51          | 0.60          |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 186.71%       | 130.31%      | 132.60%       | 132.67%       |
| 业绩和估值指标       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | <b>每股指标</b>       |               |              |               |               |
| EBITDA        | 36.81         | 36.94         | 40.09         | 41.60         | 每股收益              | 2.30          | 2.42         | 2.62          | 2.78          |
| PE            | 23.99         | 22.82         | 21.13         | 19.86         | 每股净资产             | 5.07          | 6.83         | 8.64          | 10.56         |
| PB            | 10.90         | 8.09          | 6.40          | 5.23          | 每股经营现金            | 5.25          | 4.88         | 4.92          | 6.59          |
| PS            | 1.83          | 1.80          | 1.75          | 1.72          | 每股股利              | 4.30          | 3.15         | 3.47          | 3.69          |
| EV/EBITDA     | 6.75          | 6.57          | 5.88          | 5.32          |                   |               |              |               |               |
| 股息率           | 7.78%         | 5.71%         | 6.28%         | 6.68%         |                   |               |              |               |               |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

## 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

## 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

## 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

## 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 戴剑箫 | 销售岗                     | 13524484975  | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn    |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjy@swsc.com.c       |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 毛玮琳 | 销售岗                     | 18721786793  | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |

|    |     |     |             |             |                    |
|----|-----|-----|-------------|-------------|--------------------|
|    | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com   |
|    | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
|    | 杨举  | 销售岗 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | tdl@swsc.com.cn    |
|    | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn    |