

重庆啤酒（600132.SH）

优于大市

三季度啤酒业务量减价升，销售费用投放有所增加

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 42.2 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-12.7%。

Q3 啤酒业务量减价升，产品结构延续提升。Q3 啤酒收入同比+0.6%，其中销量同比-0.7%，吨价同比+1.3%。Q3 销量下滑主要系啤酒行业受消费信心修复缓慢及规范吃喝相关政策影响，酒饮需求疲弱。吨价同比提升主因产品结构有所提升，Q3 高档/主流/低档产品收入分别同比+3.7%/-3.2%/-10.5%，高档（8 元以上）产品收入占比同比提升 1.9pp 至 58.1%，预计主要受益于 8-12 元档核心单品品牌势能较强、加强非现饮渠道渗透，从而维持韧性增长。

Q3 盈利水平有所下降，销售费用投放力度增大。受益于产品结构提升以及成本下行，Q3 毛利率同比+1.7pp。销售/管理费用率分别同比+1.9/+0.5pp，销售费用率上升主要系公司在三季度适度加大市场费用投放以促进动销回转，研发/财务费用率同比持平。Q3 投资净收益出现小幅亏损，且因部分税收优惠取消，Q3 所得税率同比提升，故虽毛销差同比-0.2pp，但净利率下滑幅度更大，同比-2.7pp，归母净利率同比-1.3pp。

现金流量状态良好且现金储备充分。现金流方面，Q3 经营性现金流量净额同比+12.6%，投资性现金净流出减少，主因资本开支减少，Q3 现金及现金等价物增加 9.4 亿。截至 Q3 末，公司货币资金 34 亿元，同环比均有提升。良好的现金流情况叠加充沛的现金储备为维持较高的分红比例提供了基础条件，全年较高的分红比例仍可期待。

盈利预测与投资建议：考虑到公司面对较为疲弱的酒水消费需求，适度加大对部分品牌及地区的市场费用投入，同时开始探索非啤酒业务，例如新推出能量饮料产品、汽水产品，实际销售费用投放力度比我们此前预期的更大，故我们维持 2025-2027 年收入预测、小幅下调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 147.3/150.3/153.5 亿元，同比+0.6%/+2.0%/+2.1%；实现归母净利润 12.1/12.6/13.1 亿元（前预测值 12.6/13.1/13.5 亿元），同比+8.9%/+4.0%/+4.0%；当前股价对应 PE 分别为 21/21/20 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；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。

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

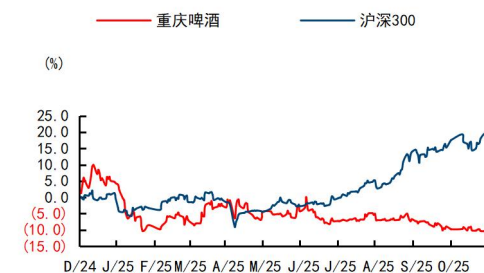
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	53.50 元
总市值/流通市值	25892/25892 百万元
52 周最高价/最低价	68.94/52.70 元
近 3 个月日均成交额	199.31 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）-二季度吨价压力增大，税率波动拖累盈利能力》——2025-08-18

《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、渠道积极应对，公司经营韧性强化》——2024-06-12

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	1213	1262	1313
(+/-%)	5.8%	-16.6%	8.9%	4.0%	4.0%
每股收益(元)	2.76	2.30	2.51	2.61	2.71
EBIT Margin	22.1%	21.2%	21.3%	21.6%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	62.5%	94.0%	94.9%	93.5%	92.4%
市盈率 (PE)	19.4	23.2	21.3	20.5	19.7
EV/EBITDA	9.2	9.5	9.4	9.1	8.8
市净率 (PB)	12.10	21.85	20.26	19.19	18.23

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

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 42.2 亿元，同比+0.4%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比-12.7%；实现扣非归母净利润 3.7 亿元，同比-12.1%。

Q3 啤酒业务量减价升，产品结构延续提升。Q3 啤酒收入同比+0.6%，其中销量同比-0.7%，吨价同比+1.3%。Q3 销量下滑主要系啤酒行业受消费信心修复缓慢及规范吃喝相关政策影响，酒饮需求疲弱。吨价同比提升主因产品结构有所提升，Q3 高档/主流/低档产品收入分别同比+3.7%/-3.2%/-10.5%，高档（8 元以上）产品收入占比同比提升 1.9pp 至 58.1%，预计主要受益于 8-12 元档核心单品品牌势能较强、加强非现饮渠道渗透，从而维持韧性增长。

Q3 盈利水平有所下降，销售费用投放力度增大。受益于产品结构提升以及成本下行，Q3 毛利率同比+1.7pp。销售/管理费用率分别同比+1.9/+0.5pp，销售费用率上升预计系公司在三季度适度加大市场费用投放以促进动销回转，研发/财务费用率同比持平。Q3 投资净收益出现小幅亏损，且因部分税收优惠取消，Q3 所得税率同比提升，故虽毛销差同比-0.2pp，但净利率下滑幅度更大，同比-2.7pp，归母净利率同比-1.3pp。

现金流量状态良好且现金储备充分。现金流方面，Q3 经营性现金流量净额同比+12.6%，投资性现金净流出减少，主因资本开支减少，Q3 现金及现金等价物增加 9.4 亿。截至 Q3 末，公司货币资金 34 亿元，同环比均有提升。良好的现金流情况叠加充沛的现金储备为维持较高的分红比例提供了基础条件，全年较高的分红比例仍可期待。

盈利预测与投资建议：考虑到公司面对较为疲弱的酒水消费需求，适度加大对部分品牌及地区的市场费用投入，同时开始探索非啤酒业务，例如新推出能量饮料产品、汽水产品，实际销售费用投放力度比我们此前预期的更大，故我们维持 2025-2027 年收入预测、小幅下调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 147.3/150.3/153.5 亿元，同比+0.6%/+2.0%/+2.1%；实现归母净利润 12.1/12.6/13.1 亿元（前预测值 12.6/13.1/13.5 亿元），同比+8.9%/+4.0%/+4.0%；EPS 分别为 2.51/2.61/2.71 元；当前股价对应 PE 分别为 21/21/20 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；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）	14,731	15,033	15,355	14,731	15,033	15,355	0	0	0
收入同比增速%	0.6%	2.0%	2.1%	0.6%	2.0%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用率%	17.1%	16.9%	16.8%	17.6%	17.5%	17.3%	0.5%	0.6%	0.5%
归母净利率%	8.6%	8.7%	8.8%	8.2%	8.4%	8.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
归母净利润（百万元）	1,263	1,306	1,352	1,213	1,262	1,313	-49	-44	-39
归母净利润同比增速%	13.3%	3.4%	3.5%	8.9%	4.0%	4.0%	-4.4%	0.6%	0.5%
EPS（元）	2.61	2.70	2.79	2.51	2.61	2.71	-0.10	-0.09	-0.08

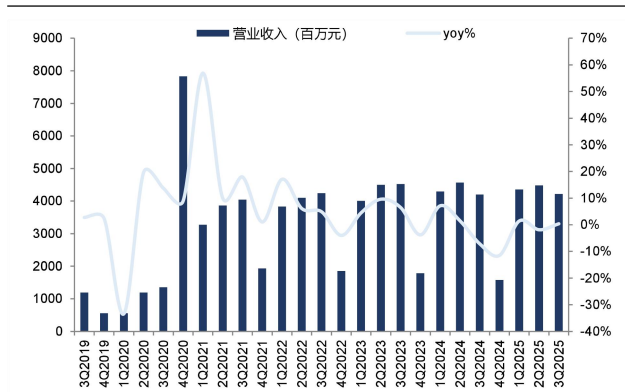
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 10 月 30 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	24.0	53.50	2.51	2.61	21.3	20.5	259	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.4	24.66	1.82	1.84	13.6	13.4	800	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.4	65.70	3.42	3.65	19.2	18.0	896	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	21.7	11.83	0.56	0.66	21.2	18.0	333	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	21.8	9.33	0.43	0.49	21.5	19.0	207	优于大市

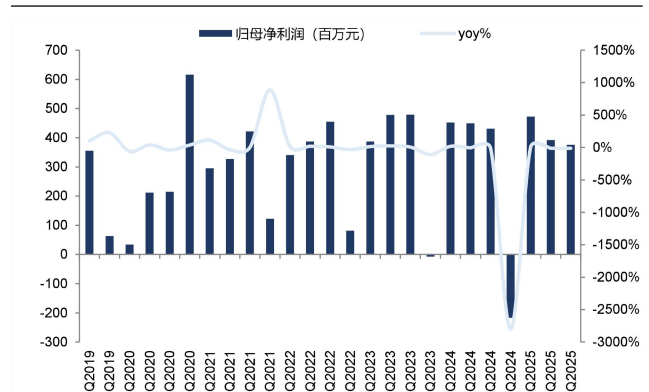
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



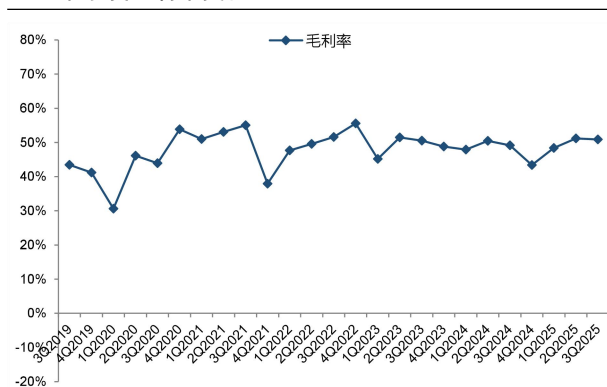
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



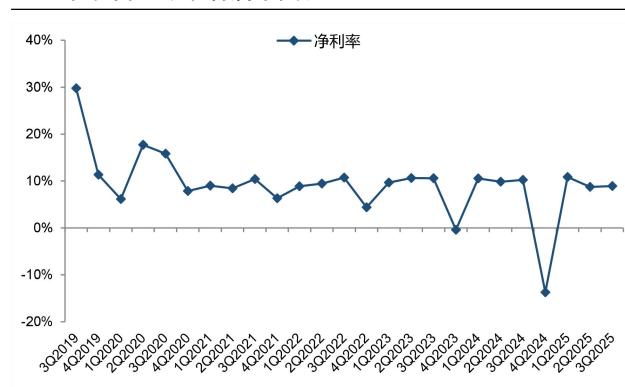
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2713	1082	1017	1168	1431	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	2593	2631	2656
流动资产合计	5465	3679	3580	3771	4076	管理费用	495	517	581	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)	(26)	(25)	(28)
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	11079	11368	11633	其他收入	97	117	110	123	123
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	150	200	营业利润	3353	3185	3193	3321	3455
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	2302	2319	2335	利润总额	3376	2920	3193	3321	3455
流动负债合计	8182	7739	7816	7996	8174	所得税费用	664	671	766	797	829
长期借款及应付债券	0	0	25	50	75	少数股东损益	1375	1135	1213	1262	1313
其他长期负债	553	775	743	755	745	归属于母公司净利润	1337	1115	1213	1262	1313
非流动负债合计	553	775	768	805	820	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8735	8515	8584	8801	8995	净利润	1337	1115	1213	1262	1313
少数股东权益	1512	1268	1217	1217	1217	资产减值准备	19	(9)	(68)	0	0
股东权益	2140	1185	1278	1349	1421	折旧摊销	478	524	516	556	599
负债和股东权益总计	12387	10968	11079	11368	11633	公允价值变动损失	101	92	85	75	70
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(60)	(28)	(26)	(25)	(28)
每股收益	2.76	2.30	2.51	2.61	2.71	营运资本变动	(117)	(368)	(21)	101	76
每股红利	2.80	2.40	2.51	2.61	2.71	其它	1280	1188	1256	1237	1284
每股净资产	4.42	2.45	2.64	2.79	2.94	经营活动现金流	3097	2542	2981	3231	3342
ROIC	84.16%	90.50%	115%	130%	136%	资本开支	(919)	(1073)	(825)	(725)	(625)
ROE	62.45%	94.04%	95%	94%	92%	其它投资现金流	(132)	440	0	0	0
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(1051)	(633)	(825)	(725)	(625)
EBIT Margin	22%	21%	21%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	25%	25%	25%	26%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	6%	-1%	1%	2%	2%	支付股利、利息	(2687)	(3465)	(2344)	(2427)	(2524)
净利润增长率	6%	-17%	9%	4%	4%	其它融资现金流	(56)	(63)	124	71	70
资产负债率	83%	89%	88%	88%	88%	融资活动现金流	(2743)	(3528)	(2220)	(2356)	(2455)
股息率	5.2%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	现金净变动	(697)	(1619)	(64)	151	263
P/E	19.4	23.2	21.3	20.5	19.7	货币资金的期初余额	3397	2700	1081	1017	1167
P/B	12.1	21.8	20.3	19.2	18.2	货币资金的期末余额	2700	1081	1017	1167	1430
EV/EBITDA	9.2	9.5	9.4	9.1	8.8	企业自由现金流	2067	1478	2058	2399	2612
						权益自由现金流	2067	1478	2178	2468	2683

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所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