

渠道策略得当驱动结构改善，费用及税率拖累短期盈利

2025 年 11 月 02 日

➤ **事件：**2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年 1-3 季度公司实现总营收/归母净利润/扣非归母净利润 130.59/12.41/12.22 亿元，分别同比-0.03 %/-6.83%/-6.40%。经测算，25Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 42.20/3.76/3.67 亿元，分别同比+0.41%/-12.71%/-12.08%。

➤ **公司积极推动非现饮高端化，渠道策略得当驱动结构改善，25Q3 吨价实现正增长。**2025 年前三季度，公司实现啤酒营收实现 127.1 亿元，同比+0.1%，其中量/价分别同比+0.4%/-0.4%；25Q3，公司啤酒营收实现 41.1 亿元，同比+0.6%，其中量/价分别同比-0.7%/+1.3%，其中销量略有下滑我们预计主要系 Q3 餐饮需求较弱同时华南地区多雨天气较多。分档次看，25Q3 公司高档/主流/经济啤酒营收分别 24.5/15.4/1.2 亿元，同比+3.7%/-3.2%/-10.5%，其中高档啤酒营收占比提升 1.8pct。今年以来外部餐饮、夜场渠道需求恢复仍较慢，面对下游渠道结构变化，公司积极应对加快推动非现饮渠道高端化，公司渠道策略得当驱动产品结构提振、吨价环比改善。我们预计嘉士伯和风花雪月品牌仍保持不俗增长，乐堡表现稳健，同时 1664、乌苏的罐装产品亦贡献增量。

➤ **成本红利延续驱动毛利率提升，费用及税率调整拖累盈利。**25Q3，公司吨成本延续下降趋势同比-2.3%，驱动综合毛利率+1.7pct。费用端，25Q3 销售/管理同比+1.9/+0.5pct，研发、财务费用率同比持平，Q3 为啤酒旺季公司积极进行市场投入，导致销售费用率有所提升。此外 Q3 所得税率同比+4.8pct，综合上公司扣非归母净利率同比-1.2pct 至 8.7%。2025 年前三季度，公司吨成本同比-2.3%，驱动综合毛利率同比+1.0pct；销售/管理/研发/财务费用率同比+0.5/+0.3/持平/+0.1pct，所得税率同比+3.7pct，综合上公司扣非归母净利率同比-0.6pct 至 9.4%。

➤ **目标继续扩大份额，积极拥抱非现饮高端化趋势，期待后续行业景气复苏。**24Q4 公司积极降库，25 年轻装上阵开局良好，同时积极进行渠道拓展，在当前外部环境下公司销量端表现仍稳健。2025 年嘉士伯集团在中国市场目标再次扩大市场份额，并继续积极推动非现饮高端化。展望后续，伴随消费政策端持续刺激下游需求有望企稳修复，带动行业量价扩容。中长期啤酒行业升级空间仍较大，公司产品矩阵完备并坚持提升组织力、精耕渠道，若后续现饮需求景气复苏将提振行业升级速率，公司高端大单品势能有望恢复。

➤ **投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收 149.37/152.06/154.57 亿元，分别同比+2.0%/+1.8%/+1.7%；归母净利润分别为 12.36/12.85/13.31 亿元，分别同比+10.9%/4.0%/+3.5%；当前市值对应 PE 分别为 21/20/20X，公司维持高分红（24 年分红率 104%），维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**现饮渠道恢复不及预期；高端啤酒竞争加剧；相关诉讼仍未决。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,645	14,937	15,206	15,457
增长率 (%)	-1.1	2.0	1.8	1.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,115	1,236	1,285	1,331
增长率 (%)	-16.6	10.9	4.0	3.5
每股收益 (元)	2.30	2.55	2.66	2.75
PE	23	21	20	20
PB	21.9	20.6	20.6	20.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

53.70 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@glms.com.cn

相关研究

- 1.重庆啤酒 (600132.SH) 2025 年半年报点评：销量跑赢大盘，积极发力非现饮-2025/08/17
- 2.重庆啤酒 (600132.SH) 2024 年年报点评：未决诉讼扰动表现利润，轻装上阵期待景气修复-2025/04/06
- 3.重庆啤酒 (600132.SH) 2024 年三季报点评：盈利短期承压，期待需求景气复苏-2024/10/31
- 4.重庆啤酒 (600132.SH) 2024 年半年报点评：销量跑赢行业，毛销差阶段性承压-2024/08/15
- 5.重庆啤酒 (600132.SH) 2024 年一季报点评：Q1 开门红量价齐升，成本改善明显-2024/05/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,645	14,937	15,206	15,457
营业成本	7,531	7,578	7,706	7,814
营业税金及附加	952	971	988	1,005
销售费用	2,513	2,599	2,615	2,628
管理费用	517	508	487	479
研发费用	23	30	30	31
EBIT	3,082	3,311	3,439	3,562
财务费用	-28	-33	-28	-28
资产减值损失	-92	-85	-75	-76
投资收益	80	60	61	62
营业利润	3,185	3,316	3,451	3,573
营业外收支	-265	5	5	5
利润总额	2,920	3,321	3,456	3,578
所得税	671	830	864	894
净利润	2,249	2,491	2,592	2,683
归属于母公司净利润	1,115	1,236	1,285	1,331
EBITDA	3,658	3,894	4,038	4,168

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,082	2,826	4,123	5,533
应收账款及票据	63	64	65	66
预付款项	28	47	46	47
存货	2,186	2,028	2,073	2,102
其他流动资产	320	317	317	293
流动资产合计	3,679	5,282	6,625	8,041
长期股权投资	143	143	143	143
固定资产	4,755	4,908	5,044	5,067
无形资产	651	651	651	651
非流动资产合计	7,289	7,589	7,689	7,689
资产合计	10,968	12,871	14,314	15,730
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,465	2,623	2,667	2,704
其他流动负债	5,275	5,720	5,815	5,850
流动负债合计	7,739	8,343	8,483	8,555
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	775	742	742	742
非流动负债合计	775	742	742	742
负债合计	8,515	9,085	9,225	9,297
股本	484	484	484	484
少数股东权益	1,268	2,524	3,830	5,183
股东权益合计	2,454	3,785	5,089	6,433
负债和股东权益合计	10,968	12,871	14,314	15,730

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.15	2.00	1.80	1.65
EBIT 增长率	-5.05	7.44	3.89	3.56
净利润增长率	-16.61	10.85	4.04	3.54
盈利能力 (%)				
毛利率	48.57	49.27	49.32	49.45
净利率	7.61	8.27	8.45	8.61
总资产收益率 ROA	10.16	9.60	8.98	8.46
净资产收益率 ROE	94.04	97.95	102.07	106.42
偿债能力				
流动比率	0.48	0.63	0.78	0.94
速动比率	0.15	0.35	0.50	0.65
现金比率	0.14	0.34	0.49	0.65
资产负债率 (%)	77.63	70.59	64.44	59.10
经营效率				
应收账款周转天数	1.57	1.54	1.53	1.53
存货周转天数	102.44	100.10	95.80	96.18
总资产周转率	1.25	1.25	1.12	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	2.30	2.55	2.66	2.75
每股净资产	2.45	2.61	2.60	2.58
每股经营现金流	5.25	7.36	6.67	6.81
每股股利	2.40	2.66	2.77	2.87
估值分析				
PE	23	21	20	20
PB	21.9	20.6	20.6	20.8
EV/EBITDA	6.21	5.83	5.63	5.45
股息收益率 (%)	4.47	4.95	5.15	5.34

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,249	2,491	2,592	2,683
折旧和摊销	576	584	598	606
营运资金变动	-280	660	17	-11
经营活动现金流	2,542	3,564	3,227	3,298
资本开支	-1,072	-629	-644	-552
投资	374	0	0	0
投资活动现金流	-633	-569	-583	-490
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-3	0	0
筹资活动现金流	-3,528	-1,251	-1,347	-1,399
现金净流量	-1,619	1,744	1,298	1,410

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048