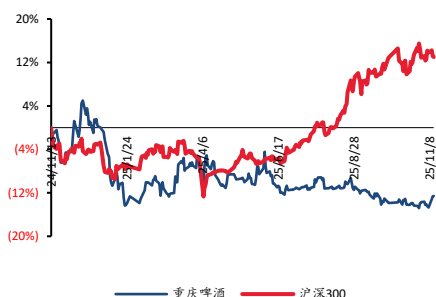


重庆啤酒：结构升级延续，费用及税率拖累盈利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 4.84/4.84
总市值/流通(亿元) 263.14/263.14
12 个月内最高/最低价 68.94/52.7 (元)

相关研究报告

<<重庆啤酒：税率影响盈利，静待量价修复>>—2025-08-15

<<重庆啤酒：2024 年量价有所承压，期待业绩修复>>—2025-04-06

<<重庆啤酒：需求疲软结构升级放缓，期待量价修复>>—2024-11-08

证券分析师：郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话:

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：重庆啤酒发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 实现营收 130.59 亿元，同比-0.03%，归母净利润 12.41 亿元，同比-6.83%，扣非归母净利润 12.22 亿元，同比-6.40%。2025Q3 实现营收 42.20 亿元，同比+0.41%，归母净利润 3.76 亿元，同比-12.71%，扣非归母净利润 3.67 亿元，同比-12.08%。

结构升级延续，业绩符合预期。2025Q1-Q3 公司销量/吨价分别为 266.81 万吨/4894 元/吨，同比+0.42%/-0.45%，2025Q3 销量/吨价分别为 86.73 万吨/4865 元/吨，同比-0.68%/+1.09%，结构改善增加收入韧性。分品类看 2025Q1-Q3 公司高档/主流/经济产品分别实现收入 77.15/46.85/3.14 亿元，同比+1.18%/-1.66%/-1.21%，2025Q3 公司高档/主流/经济分别实现营收 24.50/15.40/1.18 亿元，同比+3.73%/-3.15%/-10.50%，2025Q3 嘉士伯、风花雪月高端产品预估维持同比双位数增长，乌苏、乐堡同比微增，主流产品同比略有下滑，而经济产品受区域竞争加剧影响表现不佳。分区域看，2025Q1-Q3 西北区/中区/南区分别实现营收 37.55/52.68/36.92 亿元，同比+2.32%/-1.53%/-+0.18%，其中 2025Q3 西北区/中区/南区分别实现营收 11.59/17.36/12.13 亿元，同比+3.35%/-3.17%/+3.71%。

成本红利支撑毛利率，费用及税率拖累盈利。2025Q1-Q3 公司毛利率达 50.17%，同比+0.97pct，2025Q3 公司毛利率达 50.87%，同比+1.70pct，成本端，2025Q1-Q3 吨成本为 2439 元/吨，同比-2.34%，2025Q3 吨成本 2385 元/吨，同比-2.29%，成本红利延续支撑毛利率增长。2025Q1-Q3 销售/管理费用率分别为 15.60%/3.51%，同比+0.53/+0.30pct，2025Q3 销售/管理费用率分别为 16.68%/3.89%，同比+1.95/+0.56pct，主要系活动费用增加。2025Q1-Q3 所得税率为 23.20%，同比+3.65pct，2025Q3 所得税率为 24.88%，同比+4.85pct。2025Q1-Q3 公司归母净利率 9.4%，同比-0.7pct，2025Q3 公司归母净利率 8.7%，同比-1.4pct，税率调整持续影响利润率。

投资建议：根据公司 2025 年三季报业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速 0%/2%/2%，归母净利润增速分别为 3%/5%/5%，EPS 分别为 2.38/2.49/2.62 元，对应 PE 分别为 23x/22x/21x，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,645	14,716	14,985	15,264
营业收入增长率(%)	-1.15%	0.49%	1.83%	1.86%
归母净利(百万元)	1,115	1,150	1,205	1,268

净利润增长率(%)	-16.61%	3.14%	4.78%	5.23%
摊薄每股收益(元)	2.30	2.38	2.49	2.62
市盈率(PE)	27.40	22.89	21.85	20.76

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,713	1,082	2,751	3,888	5,250
应收和预付款项	106	91	118	120	126
存货	2,100	2,186	2,215	2,181	2,226
其他流动资产	545	320	347	382	382
流动资产合计	5,465	3,679	5,431	6,571	7,984
长期股权投资	141	143	103	32	2
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,674	4,755	4,995	5,205	5,032
在建工程	784	160	80	54	419
无形资产开发支出	677	651	681	698	724
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7,112	5,260	7,267	8,460	9,926
资产总计	12,387	10,968	13,126	14,449	16,103
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	2,608	2,465	2,641	2,631	2,661
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	6,127	6,050	6,709	6,672	6,850
负债合计	8,735	8,515	9,350	9,302	9,511
股本	484	484	484	484	484
资本公积	16	24	34	34	34
留存收益	1,656	690	805	925	1,052
归母公司股东权益	2,140	1,185	1,312	1,433	1,559
少数股东权益	1,512	1,268	2,464	3,714	5,033
股东权益合计	3,652	2,454	3,776	5,147	6,592
负债和股东权益	12,387	10,968	13,126	14,449	16,103

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	3,097	2,542	3,506	3,013	3,348
投资性现金流	-1,051	-633	-785	-800	-845
融资性现金流	-2,743	-3,528	-1,052	-1,076	-1,141
现金增加额	-697	-1,619	1,669	1,137	1,362

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,815	14,645	14,716	14,985	15,264
营业成本	7,534	7,531	7,508	7,535	7,598
营业税金及附加	958	952	971	989	1,007
销售费用	2,533	2,513	2,619	2,667	2,671
管理费用	495	517	544	554	565
财务费用	-60	-28	-43	-37	-32
资产减值损失	-101	-92	-50	-50	-53
投资收益	67	80	61	59	60
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	3,353	3,185	3,085	3,222	3,396
其他非经营损益	23	-265	0	7	7
利润总额	3,376	2,920	3,086	3,229	3,403
所得税	664	671	741	775	817
净利润	2,712	2,249	2,345	2,454	2,587
少数股东损益	1,375	1,135	1,196	1,250	1,319
归母股东净利润	1,337	1,115	1,150	1,205	1,268

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.15%	48.57%	48.98%	49.72%	50.22%
销售净利率	9.02%	7.61%	7.81%	8.04%	8.30%
销售收入增长率	5.53%	-1.15%	0.49%	1.83%	1.86%
EBIT 增长率	2.20%	-5.05%	-1.25%	4.91%	5.59%
净利润增长率	5.78%	-16.61%	3.14%	4.78%	5.23%
ROE	62.45%	94.04%	87.60%	84.07%	81.28%
ROA	10.79%	10.16%	8.76%	8.34%	7.87%
ROIC	68.32%	90.41%	58.64%	45.66%	37.90%
EPS (X)	2.76	2.30	2.38	2.49	2.62
PE (X)	24.08	27.40	22.89	21.85	20.76
PB (X)	15.03	25.73	20.05	18.37	16.87
PS (X)	2.17	2.08	1.79	1.76	1.72
EV/EBITDA (X)	7.87	8.09	6.54	5.91	5.32

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。