

公司研究

低基数下 25Q4 量价齐升，利润同比减亏

——重庆啤酒（600132.SH）2025 年业绩快报点评

要点

事件：25 年实现营业收入 147.2 亿元，同比+0.5%；归母净利润 12.3 亿元，同比+10.4%；扣非归母净利润 11.9 亿元，同比-2.8%。25 年销量同比+0.68%。其中，25Q4 实现营业收入 16.6 亿元，同比+5.2%；归母净利润-0.1 亿元，同比减亏；扣非归母净利润-0.3 亿元，同比减亏。

低基数叠加积极推新和拥抱新渠道下，25Q4 量价齐升。25 年公司销量/吨价分别同比+0.68%/-0.18%，销量在较弱的市场环境下实现逆势增长（25 年啤酒行业产量同比-1.1%）。公司通过优化产品结构、加快新品布局、拓展非现饮渠道、深化“大城市”计划等举措，经营韧性持续提升。

其中 25Q4 公司销量/吨价分别同比+2.84%/+1.96%，量价增速较 25 年前三季度均改善，一方面由于上年的低基数，另一方面主要得益于公司前期在非现饮渠道和产品结构优化方面做出的努力。渠道端，公司重点发力非现饮渠道（便利店、超市等）弥补现饮渠道压力，其中拉罐产品增长较快；即时零售业务表现突出，因合作早、基础稳，市场份额高于公司全国整体水平。产品方面，聚焦高档化方向，加码一升装产品（已推出乌苏精酿大红袍、山城龙井绿茶精酿等十余款 1L 装新品），结合本土化需求进行创新；同时推进国际品牌、精酿啤酒布局，高档产品收入占比持续提升。

销量规模效应以及诉讼和解，25Q4 利润同比减亏。第四季度为啤酒传统淡季，销量变化对固定成本摊薄影响较大，由于 25Q4 公司销量同比增长约 2.8%，规模效应下，估计对毛利率带来一定帮助。此外，26 年 1 月公司与嘉威达成和解，公司拟冲回原计提预计负债 2.54 亿元，同时计提一次性支付款等新负债 2.17 亿元，增厚公司 25 年归母净利润 1907.96 万元。历史遗留问题解决后，后续公司有望轻装上阵。

展望 26 年，各项促进服务消费的政策有望推动现饮消费场景的持续修复，啤酒消费有望稳中向好。品牌力是决定高端啤酒销售的核心驱动力，公司强大的品牌运作能力在外部压力纾解时有望充分体现。

盈利预测、估值与评级：考虑到诉讼案和解后公司有望轻装上阵，我们上调重庆啤酒 2025-2027 年归母净利润分别至 12.31/12.76/13.20 亿元（较前次上调 3%/1%/1%），折合 2025-2027 年 EPS 分别为 2.54/2.64/2.73 元，对应 PE 分别为 21x/21x/20x，维持“买入”评级。

风险提示：行业边际竞争激烈程度高于预期；原材料成本上涨高于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,815	14,645	14,722	15,024	15,302
营业收入增长率	5.53%	-1.15%	0.53%	2.05%	1.85%
归母净利润（百万元）	1,337	1,115	1,231	1,276	1,320
归母净利润增长率	5.78%	-16.61%	10.43%	3.68%	3.42%
EPS（元）	2.76	2.30	2.54	2.64	2.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	62.45%	94.04%	98.11%	102.04%	106.16%
P/E	20	24	21	21	20
P/B	12.3	22.2	21.0	21.1	21.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-02-04

买入（维持）

当前价：54.40 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.84
总市值(亿元):	263.28
一年最低/最高(元):	51.25/58.10
近 3 月换手率:	35.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.24	2.75	-19.81
绝对	3.84	4.48	4.00

资料来源：Wind

相关研报

25Q3 吨价环比改善，费用及税率拖累利润——重庆啤酒（600132.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

吨价承压，所得税率升高拖累利润——重庆啤酒（600132.SH）2025 年中报点评（2025-08-16）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,815	14,645	14,722	15,024	15,302
营业成本	7,534	7,531	7,428	7,585	7,702
折旧和摊销	478	524	537	575	611
税金及附加	958	952	957	977	995
销售费用	2,533	2,513	2,591	2,539	2,571
管理费用	495	517	559	556	551
研发费用	26	23	23	23	24
财务费用	-60	-28	-27	-4	6
投资收益	67	80	88	97	107
营业利润	3,353	3,185	3,293	3,418	3,535
利润总额	3,376	2,920	3,282	3,403	3,520
所得税	664	671	821	851	880
净利润	2,712	2,249	2,462	2,552	2,640
少数股东损益	1,375	1,135	1,231	1,276	1,320
归属母公司净利润	1,337	1,115	1,231	1,276	1,320
EPS(元)	2.76	2.30	2.54	2.64	2.73

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,097	2,542	2,541	2,716	2,987
净利润	1,337	1,115	1,231	1,276	1,320
折旧摊销	478	524	537	575	611
净营运资金增加	177	635	24	255	98
其他	1,106	268	749	609	958
投资活动产生现金流	-1,051	-633	-951	-766	-756
净资本支出	-916	-1,072	-1,060	-860	-860
长期投资变化	141	143	0	0	0
其他资产变化	-276	295	109	94	104
融资活动现金流	-2,743	-3,528	-978	-1,271	-1,332
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	18	7	-4	2	-1
无息负债变化	-158	-227	-119	-189	-45
净现金流	-697	-1,619	612	678	899

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.1%	48.6%	49.5%	49.5%	49.7%
EBITDA 率	26.4%	25.9%	25.9%	27.1%	27.6%
EBIT 率	23.2%	22.3%	22.2%	23.3%	23.6%
税前净利润率	22.8%	19.9%	22.3%	22.7%	23.0%
归母净利润率	9.0%	7.6%	8.4%	8.5%	8.6%
ROA	21.9%	20.5%	20.3%	19.3%	18.2%
ROE (摊薄)	62.5%	94.0%	98.1%	102.0%	106.2%
经营性 ROIC	182.3%	98.8%	81.9%	72.5%	66.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	78%	69%	62%	56%
流动比率	0.67	0.48	0.55	0.66	0.79
速动比率	0.41	0.19	0.27	0.37	0.49
归母权益/有息债务	50.50	23.87	27.27	26.15	26.50
有形资产/有息债务	243.77	179.58	217.34	229.72	258.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	12,387	10,968	12,146	13,231	14,498
货币资金	2,713	1,082	1,694	2,373	3,272
交易性金融资产	360	0	0	0	0
应收账款	65	63	64	65	66
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	28	28	28	29
存货	2,100	2,186	2,178	2,211	2,235
其他流动资产	146	270	272	278	283
流动资产合计	5,465	3,679	4,263	4,983	5,913
其他权益工具	17	18	18	18	18
长期股权投资	141	143	143	143	143
固定资产	3,674	4,755	5,078	5,256	5,421
在建工程	784	160	345	439	509
无形资产	677	651	673	694	714
商誉	699	699	699	699	699
其他非流动资产	99	0	1	4	7
非流动资产合计	6,922	7,289	7,883	8,248	8,584
总负债	8,735	8,515	8,392	8,205	8,159
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,608	2,465	2,431	2,482	2,520
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	31	32	35	38
流动负债合计	8,182	7,739	7,711	7,521	7,473
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	399	366	527	530	532
非流动负债合计	553	775	681	684	687
股东权益	3,652	2,454	3,754	5,026	6,339
股本	484	484	484	484	484
公积金	258	266	266	266	266
未分配利润	1,414	448	517	513	506
归属母公司权益	2,140	1,185	1,255	1,251	1,243
少数股东权益	1,512	1,268	2,499	3,775	5,095

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	17.10%	17.16%	17.60%	16.90%	16.80%
管理费用率	3.34%	3.53%	3.80%	3.70%	3.60%
财务费用率	-0.41%	-0.19%	-0.18%	-0.03%	0.04%
研发费用率	0.18%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	20%	23%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.80	2.40	2.65	2.74	2.84
每股经营现金流	6.40	5.25	5.25	5.61	6.17
每股净资产	4.42	2.45	2.59	2.58	2.57
每股销售收入	30.61	30.26	30.42	31.04	31.62

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	20	24	21	21	20
PB	12.3	22.2	21.0	21.1	21.2
EV/EBITDA	7.0	7.6	8.0	8.0	8.1
股息率	5.1%	4.4%	4.9%	5.0%	5.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼