

重庆啤酒 (600132.SH)

优于大市

2025 年度啤酒量价改善，费用投放有所增加

核心观点

公司公布 2025 年度业绩：2025 年实现营业总收入 147.2 亿元，同比 +0.5%；实现归母净利润 12.3 亿元，同比 +10.4%；实现扣非归母净利润 11.9 亿元，同比 -2.8%。

量价企稳改善，高档酒发力，产品结构提升。2025 年度公司核心啤酒业务收入同比 +0.9%，其中销量同比 +0.7%（好于啤酒行业），吨价同比 +0.2%，系公司推动产品结构升级叠加增加市场费用投入增加共同作用的结果。分档次看，高档产品销量增长系全年最核心的业绩增长引擎。高档酒增长较快主要得益于公司加快产品创新、持续发力高端品牌培育、大力推动非现饮渠道渗透。

啤酒业务毛利率上升，费用率上升，扣非净利润受投资收益及所得税率提升的拖累。2025 年啤酒业务毛利率提升 2.3pct 至 52.0%，主因原材料价格下降、生产效率提升。费用率同比提升，主要系销售费用率/管理费用率同比 +0.9pct/+0.5pct，主要系广告及市场费用、销售人员薪酬、管理人员薪酬提升所致，其余费用支出保持克制，反映公司费用投放更加聚焦在市场端。2025 年扣非归母净利润同比小幅下滑，主要系受投资收益同比减少（主因联营公司重庆嘉威啤酒亏损）以及所得税率提升的影响。综合来看，公司净利率同比 +1.5pct，归母净利率同比 +0.8pct 至 8.4%，扣非归母净利率同比 -0.3%。

2025 年度维持高分红比率，现金流量状态良好。2025 年度累计现金分红 12.1 亿元，分红比例 98.3%。现金流方面，全年经营性现金流充沛（26.2 亿），资本开支如期下降（4.2 亿），虽现金流量净额小幅为负（-3.4 亿），但账上仍有约 7.5 亿现金储备。若后续资本开支金额持续收缩，预计未来公司有望维持较高的分红比率。

盈利预测与投资建议：根据 2025 年年度业绩结果，我们小幅调整 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 150.2/153.4/156.7 亿元（2026-2027 年前预测值 150.3/153.5 亿元），实现归母净利润 12.8/13.3/14.1 亿元（2026-2027 年前预测值 12.6/13.1 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/21/19 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。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14,645	14,722	15,019	15,345	15,670
(+/-%)	-1.1%	0.5%	2.0%	2.2%	2.1%
归母净利润(百万元)	1115	1231	1278	1331	1406
(+/-%)	-16.6%	10.4%	3.8%	4.2%	5.6%
每股收益(元)	2.30	2.54	2.64	2.75	2.91
EBIT Margin	21.2%	22.1%	22.0%	22.3%	23.0%
净资产收益率 (ROE)	94.0%	89.4%	88.1%	85.8%	83.6%
市盈率 (PE)	24.6	22.3	21.4	20.6	19.5
EV/EBITDA	9.9	9.2	9.4	9.1	8.6
市净率 (PB)	23.11	19.89	18.90	17.66	16.29

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

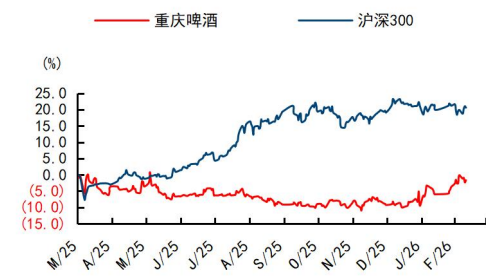
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	56.60 元
总市值/流通市值	27393/27393 百万元
52 周最高价/最低价	60.50/51.70 元
近 3 个月日均成交额	185.70 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) - 三季度啤酒业务量减价升，销售费用投放有所增加》——2025-10-31
- 《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

公司公布 2025 年度业绩：2025 年实现营业总收入 147.2 亿元，同比+0.5%；实现归母净利润 12.3 亿元，同比+10.4%；实现扣非归母净利润 11.9 亿元，同比-2.8%。

量价企稳改善，高档酒发力，产品结构提升。2025 年度公司核心啤酒业务收入同比+0.9%，其中销量 299.5 万千升，同比+0.7%（好于啤酒行业，规上啤酒企业 2025 年产量同比-1.1%），吨价 4774 元/千升，同比+0.2%，系公司推动产品结构升级叠加增加市场费用投入增加共同作用的结果。分档次看，高档产品销量增长系全年最核心的业绩增长引擎。高档/主流/经济档啤酒收入分别同比+2.2%/-1.0%/-1.8%，其中销量分别同比+3.2%/-1.9%/+0.5%，吨价同比-1.0%/+0.9%/-2.3%。高档酒增长较快主要得益于公司加快产品创新、持续发力高端品牌培育、大力推动非现饮渠道渗透。分区域看，西北区/中区/南区营收同比+3.6%/-1.4%/+1.7%，销量同比+2.7%/-1.1%/+2.5%，中区市场延续承压，西北区市场显著修复。

啤酒业务毛利率上升，费用率上升，扣非净利润受投资收益及所得税率提升的拖累。2025 年综合毛利率 50.9%，同比+2.3pct，主要系啤酒业务毛利率提升 2.3pct 至 52.0%的带动。啤酒业务毛利率提升主因原材料价格下降、生产效率提升。啤酒吨成本同比-4.4%，单吨原料成本/人工成本/制造费用分别同比-3.6%/-4.9%/-0.5%，生产人员数量下降，折旧摊销费用影响减弱。费用率同比提升，主要系销售费用率/管理费用率同比+0.9pct/+0.5pct，主要系广告及市场费用、销售人员薪酬、管理人员薪酬提升所致，其余费用支出保持克制，反映公司费用投放更加聚焦在市场端。2025 年扣非归母净利润同比小幅下滑，主要系受投资收益同比减少超 1 亿（主因联营公司重庆嘉威啤酒亏损）以及所得税率提升的影响。综合来看，公司净利率同比+1.5pct，归母净利率同比+0.8pct 至 8.4%，扣非归母净利率同比-0.3%。

2025 年度维持高分红比率，现金流量状态良好。2025 年度末期分红每股 1.2 元，叠加中期分红，2025 年度累计现金分红 12.1 亿元，分红比例 98.3%。现金流方面，全年经营性现金流充沛（26.2 亿），资本开支如期下降（4.2 亿），虽现金流量净额小幅为负（-3.4 亿），但账上仍有约 7.5 亿现金储备。若后续资本开支金额持续收缩，预计未来公司有望维持较高的分红比率。

盈利预测与投资建议：2025 年公司渠道、产品、市场策略调整效果显著，展现了较强的消费者洞察能力，预计未来 1L 装精酿产品将继续成为推动高端化的重要抓手，有助于扩大消费群体覆盖，同时继续发力非现饮渠道并深化精细化管理，以提升市场竞争实力。根据 2025 年年度业绩结果，我们小幅调整 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 150.2/153.4/156.7 亿元（2026-2027 年前预测值 150.3/153.5 亿元），同比+2.0%/+2.2%/+2.1%；实现归母净利润 12.8/13.3/14.1 亿元（2026-2027 年前预测值 12.6/13.1 亿元），同比+3.8%/+4.2%/+5.6%；EPS 分别为 2.64/2.75/2.91 元；当前股价对应 PE 分别为 21/21/19 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

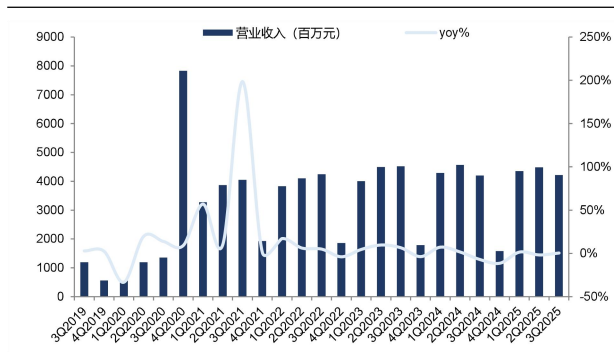
项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	15,033	15,355	-	15,019	15,345	15,670	-14	-10	-
收入同比增速%	2.0%	2.1%	-	2.0%	2.2%	2.1%	0.0%	0.0%	-
毛利率%	49.4%	49.4%	-	50.7%	50.9%	51.4%	1.4%	1.5%	-
销售费用率%	17.5%	17.3%	-	17.9%	17.8%	17.7%	0.4%	0.5%	-
归母净利润率%	8.4%	8.6%	-	8.5%	8.7%	9.0%	0.1%	0.1%	-
归母净利润 (百万元)	1,262	1,313	-	1,278	1,331	1,406	16	18	-
归母净利润同比增速%	4.0%	4.0%	-	3.8%	4.2%	5.6%	-0.2%	0.1%	-
EPS (元)	2.61	2.71	-	2.64	2.75	2.91	0.03	0.04	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

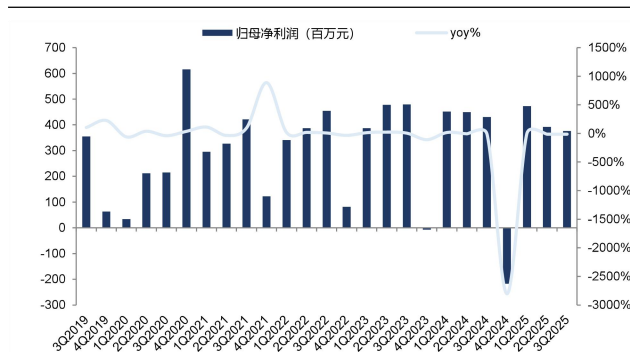
表2: 可比公司估值表 (2026年3月12日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
600132.SH	重庆啤酒	22.3	56.60	2.64	2.75	21.4	20.6	274	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.2	22.74	1.85	1.99	12.3	11.4	738	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	18.6	63.21	3.65	3.86	17.3	16.4	862	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	23.7	12.95	0.66	0.78	19.7	16.6	365	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	22.7	9.72	0.49	0.53	19.8	18.2	215	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

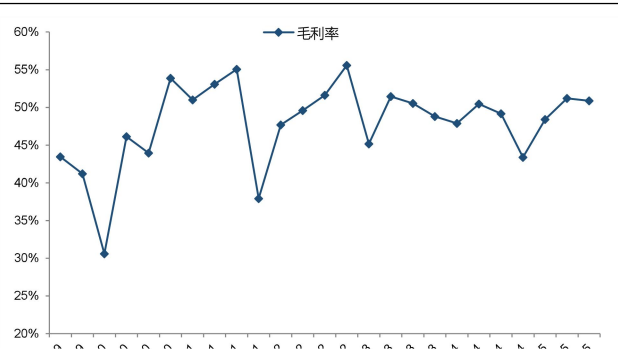
图1: 单季度营业收入及增速


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

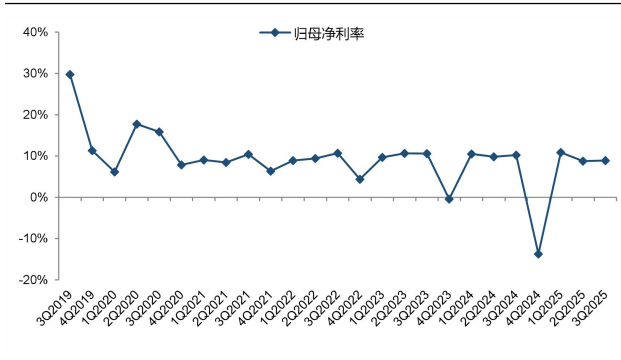
图2: 单季度归母净利润及增速


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
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



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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1082	753	1171	1726	2263	营业收入	14645	14722	15019	15345	15670
应收款项	91	105	95	97	99	营业成本	7531	7232	7401	7540	7615
存货净额	2186	2045	2089	2121	2136	营业税金及附加	952	971	991	1013	1034
其他流动资产	321	266	300	301	302	销售费用	2513	2655	2688	2731	2774
流动资产合计	3679	3548	4034	4625	5181	管理费用	517	598	639	637	634
固定资产	4915	4629	4362	4025	3660	研发费用	23	16	23	25	25
无形资产及其他	651	695	697	699	701	财务费用	(28)	(15)	(25)	(38)	(52)
投资性房地产	1581	1677	1682	1688	1692	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	143	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	(92)	(104)	(75)	(75)	(70)
资产总计	10968	10691	10917	11178	11375	其他收入	117	29	106	109	98
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	3185	3206	3355	3495	3693
应付款项	5408	4922	5029	5123	5174	营业外净收支	(265)	36	10	10	10
其他流动负债	2332	2326	2355	2384	2387	利润总额	2920	3242	3365	3505	3703
流动负债合计	7739	7249	7384	7507	7561	所得税费用	671	764	794	827	874
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1135	1247	1293	1347	1423
其他长期负债	775	582	578	588	572	归属于母公司净利润	1115	1231	1278	1331	1406
非流动负债合计	775	582	578	588	572	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	8515	7830	7962	8094	8133	净利润	1115	1231	1278	1331	1406
少数股东权益	1268	1483	1505	1532	1561	资产减值准备	(9)	12	(83)	(2)	(2)
股东权益	1185	1377	1449	1551	1682	折旧摊销	524	569	475	487	500
负债和股东权益总计	10968	10691	10917	11178	11375	公允价值变动损失	92	104	75	75	70
						财务费用	(28)	(15)	(25)	(38)	(52)
						营运资本变动	(368)	(586)	63	97	20
						其它	1188	1295	1351	1311	1373
						经营活动现金流	2542	2624	3159	3299	3367
						资本开支	(1073)	(420)	(305)	(225)	(205)
						其它投资现金流	440	(368)	0	0	0
						投资活动现金流	(633)	(787)	(305)	(225)	(205)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						长期贷款增加	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(3465)	(2111)	(2436)	(2519)	(2624)
						其它融资现金流	(63)	(61)	0	0	0
						融资活动现金流	(3528)	(2172)	(2436)	(2519)	(2624)
						现金净变动	(1619)	(335)	418	555	537
						货币资金的期初余额	2700	1081	746	1164	1719
						货币资金的期末余额	1081	746	1164	1719	2256
						企业自由现金流	1478	2047	2754	2974	3073
						权益自由现金流	1478	2047	2773	3003	3113

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