

重庆啤酒（600132.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月30日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	53.5
总市值	258.92亿
PE-TTM	24.01
PB-MRQ	16.00

估值结果

价值	196.98亿
DDM估值 上行空间	-24%
状态	偏高估
价值	224.91亿
动态估值 上行空间	-13%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★★

核心评级结论

重庆啤酒为嘉士伯集团在中国的核心运营平台，核心业务为啤酒，核心市场聚焦我国西南及西北区域，在重庆、宁夏、新疆等核心市场市占率超60%。

我们认为重庆啤酒未来成长空间和盈利趋势中等，而产业格局和护城河预计仍将维持高水平。凭借其在中西部区域超级龙头地位、强大的品牌矩阵和渠道壁垒，预计公司中长期仍将保持较好的超额收益能力，呈现强者恒强态势。啤酒行业区域格局稳固，高投入门槛、低技术变革、上下游集中度分散的特性构成良好的产业格局。其成长性和盈利趋势相对较弱，一方面因为啤酒是成熟的存量竞争行业，龙头份额持续提升空间有限，另一方面重庆啤酒自身产品结构已相对偏高端，高位进一步提升的难度较大。

我们认为目前重庆啤酒估值位于合理偏高估区间。市场长期给予重庆啤酒一定估值溢价，可能源于其领先的ROE、高股息率，及背靠嘉士伯集团的资源和管理优势。

我们区别于市场的观点

市场或因重庆啤酒行业领先的ROE、高股息率，及背靠嘉士伯集团的资源优势，长期为其赋予估值溢价。但我们认为，这一溢价或未充分定价其盈利能力的可持续性风险：尽管公司利润率仍高于同业，但是盈利端趋势已显隐忧——2024年高端产品收入同比下滑，综合净利润亦显著下降，高端化增长动能或不足。叠加啤酒行业渠道与消费场景迭代，公司此前占据优势的部分高端场景持续低迷，原有渠道壁垒或面临削弱，进一步加剧盈利稳定性的不确定性。

风险提示

啤酒中长期人均饮用量超预期下降，可能导致重庆啤酒销量大幅下滑；啤酒主要销售渠道剧烈变化，例如线下餐饮渠道占比大幅降低，可能导致市场竞争格局显著变化、重庆啤酒份额大幅流失；重庆啤酒品牌形象若显著恶化，可能造成其市场份额大量流失等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

重庆啤酒前身为1958年始建的重庆啤酒厂，核心业务为啤酒。2020年完成重大资产重组后，重庆啤酒成为嘉士伯集团在中国的核心运营平台。公司品牌矩阵实力突出，以“6+6”本地品牌+国际品牌矩阵推进高端化，2024年高档产品占比约48.9%。重庆啤酒的核心市场聚焦西南及西北区域，在重庆、宁夏、新疆等核心市场市占率超60%，全国综合市占率约9%。

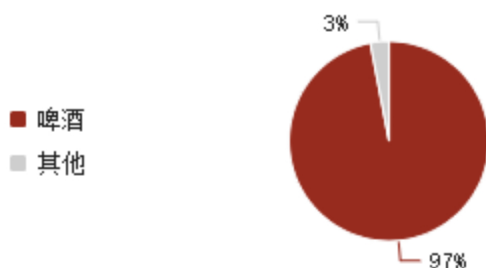
2. 业务介绍

对于重庆啤酒公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

啤酒：

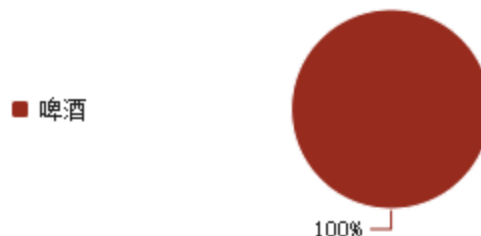
啤酒是以麦芽、水、啤酒花为主要原料，经酵母发酵酿制而成的低酒精度的起泡酒体。重庆啤酒旗下具有“6+6”国际+本土品牌矩阵，包括乌苏、乐堡、嘉士伯、1664、重庆等。由于啤酒具有运输半径，我国啤酒呈现较显著的区域化分布特征，头部企业在各自核心区域市场内均具有非常深厚的品牌和渠道壁垒，以及消费者粘性，重庆啤酒的优势核心区域在重庆、四川、宁夏、新疆等我国中西部地区。我们对于重庆啤酒竞争市场的界定将以其核心区域市场为主、其他地区为辅，以还原其真实竞争力。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

啤酒属于资产较重的行业，固定资产主要包括全国的土地及产线。重庆啤酒上下游分布分散，对下游经销商通常采取先款后货的模式，因此应收账款少、存货周转率高、现金流能力强劲、业务控制力优秀。重庆啤酒的营销强度在消费品中属于中高水平，主要由于旗下品牌较多，需为各个品牌单独投入较多推广成本。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

啤酒的产线、厂房建设及维护升级所需资金投入较高，且因为啤酒具有明显运输半径，头部企业的产能通常遍布全国各地，资产强度较高。2024年重庆啤酒的固定资产占销售收入百分比为32.5%。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

重庆啤酒2024年销售费用率达17.2%，在消费行业中处于中高水平。这是因为公司拥有丰富的品牌矩阵，包括乌苏、乐堡、重庆、1664等核心品牌，分别对应差异化的消费场景、销售渠道与目标客群，需针对性匹配营销资源，因此公司需为各重点品牌单独投入较多推广成本，以支撑不同品牌的市场竞争力。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

重庆啤酒下游主要面对全国大大小小的渠道经销商，集中度很低，厂商的话语权较大、议价能力较强，对下游采取先款后货的发货模式。因此重庆啤酒的经营性现金流表现强劲，盈利质量高。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

啤酒行业上游供应商较分散，主要是农产品、包装材料等原材料供应商，因此重庆啤酒对上游的议价能力、占款能力较强，业务控制力高。

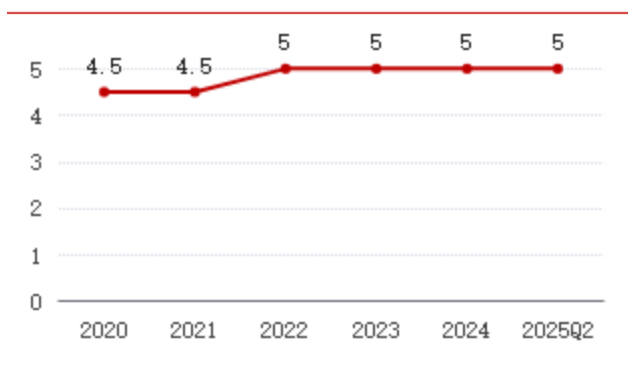
4. 历史经营绩效

公司近5年盈利能力、业务控制力和股东回报能力表现强且稳定。盈利能力很强主要得益于重庆啤酒产品结构较高端，同时内部管理运营效率高；业务控制力强主要由啤酒的商业模式决定，由于上下游分散，厂商具有较强话语权，因此经营性现金流能力强劲，产业链占款能力强；股东回报能力强主要体现在其ROE超高，同时具有高股息属性。但值得重视的是近5年其成长能力大幅转弱，主要由于经济周期承压下行以及线下消费场景更迭，啤酒销量增长显著放缓。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



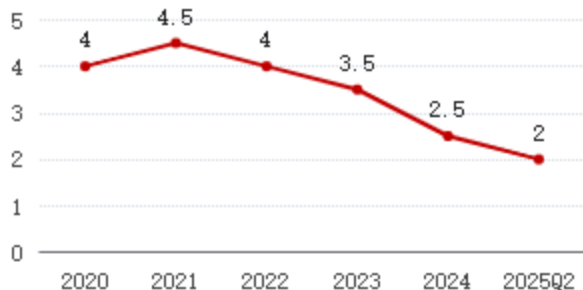
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年盈利能力很强，2024年ROE为67%，净利率为15.4%。主要得益于重庆啤酒采取轻资产模式放大ROE，以及其产品结构的高端产品占比较高，2024年重庆啤酒高端产品销量占总销量比例接近五成。此外大麦、包材等原材料价格近年下降，支撑其利润率维持高位。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



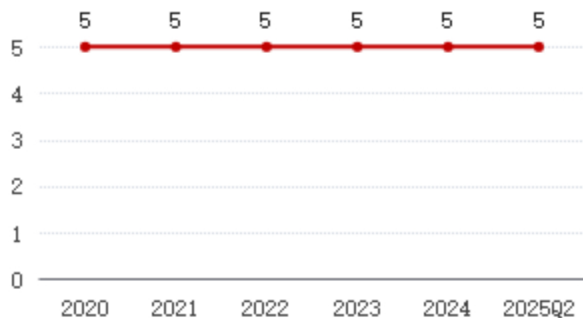
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年成长能力由较强下降至较弱。主要由于经济周期承压下行以及线下消费场景更迭，公司原本较依赖的线下中高端餐饮、夜店、酒吧等业态的消费需求严重受损，导致重庆啤酒的销量较疲软，同时高端化的阻力增大，成长性放缓。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



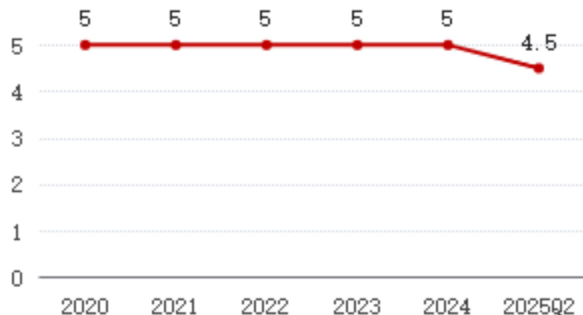
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力很强，其商业模式决定了这点，啤酒的上下游分散，对上游原材料供应商的议价能力较强，同时对下游经销商通常采取先款后货的模式，因此公司的应收账款少，存货周转率高，现金流能力强劲，产业链占款能力强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力强劲，2024年ROE在60%以上，同时其分红率和股息率持续保持高水平，2024年分别为104%和4.5%。

5. 四维评级

重庆啤酒的四维评级中，成长空间和盈利趋势中等，而产业格局和护城河预计仍将维持高星。凭借其在中西部区域超级龙头地位、强大的品牌矩阵和渠道壁垒，预计公司中长期仍将保持较好的超额收益能力，呈现强者恒强态势。啤酒行业区域格局稳固，高投入门槛、低技术变革、上下游集中度分散的特性构成良好的产业格局。成长性和盈利趋势相对较弱，一方面因为啤酒是成熟的存量竞争行业，龙头份额持续提升空间有限，另一方面重庆啤酒自身产品结构已相对偏高端，高位进一步提升的难度较大。

5.1 成长空间

★★★★☆

重庆啤酒成长空间有限，长期收入CAGR预计0-5%。人口老龄化和健康饮食趋势下，长期啤酒消费总量或缓慢下滑，仅依靠产品升级推动增长。此外区域格局较固化，预计份额提升空间较小。

啤酒(2.5星):

重庆啤酒成长空间中等偏低，长期收入增长CAGR预计在0-5%。主要由于在人口老龄化和饮食健康化的发展趋势下，啤酒的长期需求量预计将缓慢下滑。市场集中度方面，全国CR5已超过90%，且呈现“群雄割据”的区域分布模式，重庆啤酒在自身核心市场中已经占据超高的市场份额，在对手核心市场则较难实现显著突破，因此未来重庆啤酒销量份额提升的空间预计不会特别大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

重庆啤酒盈利趋势中等，我们预计其显性期内超额ROIC保持稳定，中短期产品结构进一步上探的难度较大。中长期其在中西部核心市场品牌力强、渠道完善、消费者粘性高的特性，仍将使其具有较强的超额收益能力。

啤酒(2.5星):

重庆啤酒的盈利趋势中等，显性期内经壹评级测算的超额ROIC预计保持42%上下稳定。主要因为重庆啤酒本身产品结构已相对偏高端，且线下渠道部分受损，中短期结构进一步上探的难度较大。中长期看，重庆啤酒在核心市场市占率高、龙头地位稳固，同时其对上下游话语权较强，使其仍具有较强的超额收益能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

重庆啤酒产业格局好。啤酒行业头部企业凭借核心区域高市占率(通常超60%)、深厚的品牌渠道壁垒和消费者粘性形成稳固格局。同时较高资产投入门槛、低技术变革及分散的产业链特性，使得新竞争者难以突围，易出现强者恒强局面，预计格局长期向好。

啤酒(4.5星):

一方面，啤酒头部企业群雄割据，在各自核心区域市场的市占率很高，品牌和渠道根基非常深厚，当地消费者经过长期渗透已培养出高饮用粘性，格局难以轻易撼动。另一方面，进入啤酒行业所需的资产投入、营销费用投入较高，在酒这种技术变革低的存量市场内，不易再出现产能规模很大、区域竞争力很强的新竞争者。此外，啤酒作为toC消费品，产业链上下游分散的特点也不会轻易改变，预期啤酒企业能够保持其产业链议价能力和强劲现金流能力，以上因素综合支撑起长期优秀的产业格局。

5.4 护城河

★★★★☆

重庆啤酒护城河很宽，经壹评级测算调整后的超额ROIC达42%。其在核心市场的高市占率、强品牌心智占领及高渠道渗透率构建核心壁垒。预计其护城河持续性较强，半显性期超额ROIC将保持40-45%，核心市场品牌积淀与渠道根基将支撑重庆啤酒强者恒强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
啤酒	(5星)护城河宽度很宽，经壹评级测算，重庆啤酒目前超额ROIC为42%。一方面来自于其高市占率，在重庆、新疆、宁夏、四川等多个重点核心区域市场的市占率在60%以上，已高度占领当地消费者心智，渠道渗透率远超竞争者，饮用粘性高；在国内其他地区也具有较高的品牌知名度和渠道普及度。另一方面其业务控制力高达4.5星，应收账款少、存货周转率高、现金流能力强、上下游占款能力强，商业模式优秀且稳健。	(4星)护城河持续性强，经壹评级测算，半显性期内超额ROIC预计继续保持40%以上。品牌和线下渠道护城河来带的超额ROIC预计很难出现大幅下滑，其在核心区域市场的品牌及渠道根基已经远超竞争者，构成坚实壁垒。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级DDM和动态估值结果，目前重庆啤酒估值位于合理偏高估区间。我们认为市场给予重庆啤酒一定估值溢价，可能源于：1) 其行业领先的ROE凸显强盈利能力，2) 高股息率具防御吸引力，3) 公司管理与供应链效率优异，且背靠嘉士伯集团的品牌与管理支持，经营稳定性较高。

6.1 核心假设及逻辑

公司核心业务为啤酒，盈利预测及估值的核心假设及逻辑如下：

收入假设:

- 1) 总销量: 18-50岁是啤酒消费的核心人群, 据广发证券测算2025-2035年我国适龄饮酒人群CAGR为-0.6%。但参考历史数据, 行业销量波动不影响马太效应持续扩大, 因此假设显性期内重庆啤酒的总销量稳健或缓慢提升(CAGR≈1%)。
- 2) 中高端占比: 相较于其他啤酒企业, 公司产品结构的中高端占比已经处于较高水平, 接近于橄榄型, 因此假设其中高端以上产品销量占比基本保持平稳。
- 3) 吨价: 假设显性期内吨价CAGR大约在0.5%左右。半显性期, 参考海外多个国家的啤酒吨价发展历程, 吨价与国家人均GDP的增长呈显著正相关。由于国际上普遍的年度通胀目标通常设定在2%左右, 因此我们假设半显性期的吨价CAGR≈2%。

盈利能力假设:

- 1) 毛利率: 啤酒吨毛利=吨价-吨成本。吨价相关的假设上文已阐述, 而吨成本与大麦、铝罐、玻璃瓶等原材料价格的波动息息相关, 通常难以预测长期的价格。中性假设重庆啤酒显性期内吨成本每年增0.5-1%。参考海外啤酒企业以及其他竞争对手, 半显性期内假设公司毛利率略微下降至47%左右。
- 2) 期间费用率: 短期来看, 重庆啤酒的期间费用率控制一直非常出色, 假设不会剧烈波动。中长期维度, 假设为应对潜在的竞争, 重庆啤酒略微提高销售和研发费用率投入, 整体期间费用率从2024年的20.7%, 提升至半显性期末年的23.5%左右。

表2: 公司整体业绩预测

重庆啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	140.4	148.1	146.4	145.6	149.1	152.5	155.2	158.0
归母净利润(亿)	12.6	13.4	11.1	11.8	11.8	12.0	12.0	12.0
归母净利润增速(%)	8.4	5.8	-16.6	6.0	-0.3	1.6	0.2	0.3
经营性净利润(亿)	24.7	25.9	21.4	23.1	23.0	23.4	23.4	23.5
经营性净利润增速(%)	6.5	4.9	-17.3	7.8	-0.4	1.6	0.1	0.2
经营性归母净利润(亿)	12.1	12.8	10.6	11.4	11.4	11.6	11.6	11.6
经营性归母净利润增速(%)	7.0	5.8	-16.9	7.8	-0.4	1.6	0.1	0.2

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	140.4	148.1	146.4	145.6	149.1	152.5	155.2	158.0
收入增速(%)	7.0	5.5	-1.1	-0.6	2.4	2.3	1.8	1.8
经营性净利润(亿)	24.7	25.9	21.4	23.1	23.0	23.4	23.4	23.5
经营性净利率(%)	17.6	17.5	14.6	15.9	15.4	15.3	15.1	14.8
经营性净利润增速(%)	6.5	4.9	-17.3	7.8	-0.4	1.6	0.1	0.2

数据来源: 壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
啤酒	1.5%	中低	非常好	较强	6.5%	18.15	23.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	100.3	330.7	431.0	3.2	209.5	0.2	224.9
公司整体测算(亿)	100.3	330.7	431.0	3.2	209.5	0.2	224.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	217.2	159.4	376.6	3.2	183.0	0.2	197.0
公司整体测算(亿)	217.2	159.4	376.6	3.2	183.0	0.2	197.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★★

估值确定性高。一方面啤酒行业生命周期已处于成熟期，历史上重庆啤酒的收入及盈利的可预测性较高，行业需求和盈利能力波动幅度及频次相对低；另一方面，啤酒的月度高频数据可跟踪度较高，行业内企业的趋势共性较强，未来出现超预期重大事件的概率较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。