

2025 年 03 月 19 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，高端化持续推进

—华润啤酒（0291.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

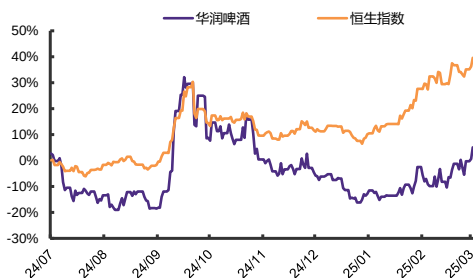
2025 年 3 月 18 日，华润啤酒发布 2024 年业绩公告。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	28.50
总市值（亿港元）	924.6
总股本（百万股）	3,244.2
流通股本（百万股）	3,244.2
52周价格区间（港元）	21.6–39.55
日均成交额（百万港元）	433.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 营收表现稳健，盈利增速略快于收入

2024 年营收 386.35 亿元，同减 0.76%；归母净利润 47.39 亿元，同减 8.03%；扣除产能优化所产生的固定资产减值及一次性员工补偿安置费用 0.36 亿元（2023 年为 1.41 亿元），及下半年政府补助及出售土地权益所得 2.66 亿元（2023 年为 9.37 亿元），归母净利润约 45.09 亿元，同增 3.49%。盈利能力上看，2024 年公司毛利率 42.64%，同增 1.28pcts。费用水平上看，2024 年销售/管理费用率分别为 21.69%/8.55%，分别同比+0.97/-0.09pcts。现金水平上看，2024 年经营活动现金流 69.28 亿元，同增 67%。

■ 啤酒高端化持续推进，成本下降盈利能力提升

2024 年啤酒营收 364.86 亿元，同减 1.0%；其中，销量 1087.4 万千升，同减 2.5%；均价 3355 元/千升，同增 1.5%；毛利率 41.1%，同增 0.9pcts；EBDITA margin 为 21.6%，同增 0.7pcts。分价位带看，高档及以上产品销量增长为 9%+，其中喜力销量增长近 20%，老雪、红爵销量增长 100%；次高档及以上产品销量增长单位数；中档及以上产品销量占比首次全年超过 50%。今年前 2 个月在高基数下仍表现较好，利润增速快于收入，后续将持续以高端化为核心，向个性化、精酿化、健康化产品发展。

■ 摘要表现较好，持续做强金沙

2024 年白酒营收 21.49 亿元，同增 4.0%；EBITDA 为 8.47 亿元，同增 7.9%；EBDITA margin 为 39.4%，同增 1.4pcts。分品牌看，摘要品牌实现 35%增长，从品牌建设宣传、库存管理、做大根据地、控制终端费用等方面持续推进；金沙品牌将持续出新，将主流产品不断做强。

■ 盈利预测

我们看好公司坚持高端化发展的同时进行组织精简、成本费用精益、业务操作精细，利润表现预计较好。我们预计公司

2025-2027 年收入分别为 403.81/418.39/431.50 亿元，EPS 分别为 1.72/1.95/2.20 元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济承压风险；现饮场景恢复不及预期风险；高端化推进不及预期风险；竞争加剧风险。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	38,635	40,381	41,839	43,150
增长率（%）	-0.8%	4.5%	3.6%	3.1%
归母净利润（百万元）	4739	5575	6320	7138
增长率（%）	-8.0%	17.6%	13.4%	12.9%
摊薄每股收益（元）	1.46	1.72	1.95	2.20
ROE（%）	15.0%	15.0%	14.5%	14.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3816	17161	33452	50505	营业收入	38635	40381	41839	43150
应收款项	2146	2157	2178	2187	营业成本	22160	22997	23610	24251
存货净额	9640	8043	8151	7904	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	26	40	42	43	销售费用	8378	8682	8954	9062
流动资产合计	15628	27402	43823	60640	管理费用	3303	10380	10501	10567
固定资产	18124	16095	14045	11987	财务费用	75	(289)	(781)	(1328)
无形资产及其他	28114	21126	14133	7135	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2301	2301	2301	2301	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	5141	5131	5123	5115	其他收入	1930	9057	9079	9087
资产总计	69308	72054	79425	87177	营业利润	6649	7669	8634	9686
短期借款及交易性金融负债	1168	870	990	1009	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	3476	2959	3012	3071	利润总额	6649	7669	8634	9686
其他流动负债	21410	19523	20105	20583	所得税费用	1890	2071	2288	2518
流动负债合计	26054	23352	24108	24663	少数股东损益	20	23	26	29
长期借款及应付债券	681	731	731	731	归属于母公司净利润	4739	5575	6320	7138
其他长期负债	6988	6788	7057	7087					
长期负债合计	7669	7519	7788	7818	现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33723	30871	31896	32481	净利润	4739	5575	6320	7138
少数股东权益	3893	3916	3942	3971	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	31692	37267	43587	50725	折旧摊销	(2350)	9057	9079	9087
负债和股东权益总计	69308	72054	79425	87177	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	75	(289)	(781)	(1328)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	4096	(1032)	774	802
每股收益	1.46	1.72	1.95	2.20	其它	20	23	26	29
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	6505	13623	16199	17056
每股净资产	9.77	11.49	13.44	15.64	资本开支	478	(40)	(36)	(30)
ROIC	10%	14%	22%	45%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	15%	15%	15%	14%	投资活动现金流	504	(30)	(28)	(22)
毛利率	43%	43%	44%	44%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	-4%	-3%	-2%	负债净变化	(3500)	50	0	0
EBITDA Margin	6%	18%	19%	19%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-1%	5%	4%	3%	其它融资现金流	(1713)	(298)	119	20
净利润增长率	-8%	18%	13%	13%	融资活动现金流	(8713)	(248)	119	20
资产负债率	54%	48%	45%	42%	现金净变动	(1704)	13345	16291	17054
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5520	3816	17161	33452
P/E	17.4	14.8	13.0	11.5	货币资金的期末余额	3816	17161	33452	50505
P/B	2.6	2.2	1.9	1.6	企业自由现金流	5655	6760	8917	9319
EV/EBITDA	50	16	15	14	权益自由现金流	389	6723	9610	10322

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。