



## 看好 2025 年公司业绩改善

2025 年 3 月 18 日

- **事件：**公司发布 2024 年度业绩。2024 年综合营业额 386 亿元，同比-0.8%；扣除一次性收支的 EBIT 63.4 亿元，同比+2.9%；归母净利润 47.4 亿元，同比-8%。
- **啤酒业务：**看好 2025 年啤酒销量恢复和利润率提升。2024 年啤酒业务实现收入 365 亿元，同比-1%；销售量同比-2.5%；ASP 同比+1.5%；毛利率同比+0.9pct；扣除一次性收支的 EBIT 78.8 亿元，同比+2.4%。2024 年啤酒销量受即饮消费场景偏弱拖累，2025 年 1-2 月公司啤酒销量在去年高基数情况下达单位数增长。我们判断随着各地陆续加大餐饮等消费刺激力度，2025 年公司啤酒销量将恢复增长。2024 年公司啤酒 ASP 增速较此前年度放缓，但仍在升级，其中高档及以上产品销量仍有同比+9%以上的韧性增长，次高档及以下有所承压。我们判断 2025 年即饮消费场景的恢复将有助于支撑次高档及以上产品的销售。由于毛利率提升，啤酒业务利润实现了增长（扣除产能优化等一次性因素影响）。考虑“三精”（精简、精细、精益）管理策略的落实，我们预计 2025 年啤酒业务将受益于费用率的下降，利润增长快于收入增长，这在 1-2 月公司数据中已有体现。
- **白酒业务：**大单品主导的产品结构有韧性。2024 年白酒收入 21.5 亿元，同比+4%；其中高端大单品“摘要”销量同比+35%，占白酒收入比 70%+；白酒业务扣除一次性因素的 EBIT 8.5 亿元，同比约+8%。2024 年公司白酒业务受行业需求变化影响，下半年销售表现弱于上半年。全年来看大单品摘要对于拉动销售起到了重要作用。我们认为大单品占主导的产品结构较为良性，2025 年通过资源聚焦投入，白酒业务有望实现更快增长。
- **投资建议：**我们 2024 年公司业绩受消费环境承压，但 2025 年首 2 个月已呈现恢复迹象，我们看好 2025 年公司业绩改善；2025 年分红率也有望提升。根据最新业绩调整盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.66/1.78/1.97 RMB 元，2025/3/18 收盘价 HKD 28.5 元对应 P/E 分别为 16/15/13 倍，改善预期下，维持买入评级。
- **风险提示：**消费需求恢复不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

### 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,635	40,395	41,322	41,846
收入增长率	-0.8%	4.6%	2.3%	1.3%
归母净利润(百万元)	4,739	5,388	5,788	6,397
利润增速	-8.0%	13.7%	7.4%	10.5%
毛利率	42.6%	43.1%	43.5%	43.9%
摊薄 EPS(元)	1.46	1.66	1.78	1.97
PE	18.15	15.96	14.86	13.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 华润啤酒 (0291.HK)

推荐 维持评级

### 分析师

刘来珍

☎: 021-2025-2647

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

### 市场数据

2025-03-19

股票代码	0291.HK
收盘价(港元)	28.50
一年内最高/最低价(港元)	38.12/21.60
恒生指数	24,740.57
总股本(万股)	324,418
流通市值(亿港元)	925

### 相对恒生指数表现图

2025-03-19



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河食饮】公司点评\_华润啤酒\_高端化趋势仍持续 20240820

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	20,069	26,839	34,174
现金	3,816	8,026	14,575	21,836
应收账款及票据	124	130	133	135
存货	9,640	9,890	10,060	10,106
其他	2,048	2,024	2,070	2,096
非流动资产	53,680	54,174	54,243	54,109
固定资产	18,124	18,618	18,687	18,553
无形资产	28,114	28,114	28,114	28,114
其他	7,442	7,442	7,442	7,442
资产总计	69,308	74,243	81,082	88,282
流动负债	26,054	25,081	25,612	25,895
短期借款	1,168	1,168	1,168	1,168
应付账款及票据	3,249	3,190	3,245	3,260
其他	21,637	20,723	21,198	21,467
非流动负债	7,669	8,169	8,669	9,169
长期债务	681	1,181	1,681	2,181
其他	6,988	6,988	6,988	6,988
负债合计	33,723	33,250	34,281	35,064
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	17,602	22,990	28,778	35,175
归属母公司股东权益	31,692	37,080	42,868	49,265
少数股东权益	3,893	3,913	3,933	3,953
股东权益合计	35,585	40,993	46,801	53,218
负债和股东权益	69,308	74,243	81,082	88,282

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-	5,167	7,122	7,648
净利润	4,739	5,388	5,788	6,397
少数股东权益	20	20	20	20
折旧摊销	-	906	931	934
营运资金变动及其他	-4,759	-1,147	383	297
投资活动现金流	-	-1,400	-1,000	-800
资本支出	-	-1,400	-1,000	-800
其他投资	-	0	0	0
筹资活动现金流	-	443	428	413
借款增加	-	500	500	500
普通股增加	-	0	0	0
已付股利	-	-57	-72	-87
其他	-	0	0	0
现金净增加额	-	4,210	6,550	7,261

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,635	40,395	41,322	41,846
其他收入	0	2,020	2,066	2,092
营业成本	22,160	22,969	23,366	23,473
销售费用	8,378	8,604	8,678	8,286
管理费用	0	3,353	3,347	3,348
研发费用	0	0	0	0
财务费用	86	81	41	42
除税前溢利	6,649	7,408	7,957	8,791
所得税	1,890	2,000	2,148	2,373
净利润	4,759	5,408	5,808	6,417
少数股东损益	20	20	20	20
归属母公司净利润	4,739	5,388	5,788	6,397
EBIT	6,735	7,489	7,998	8,832
EBITDA	6,735	8,395	8,929	9,767
EPS (元)	1.46	1.66	1.78	1.97

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.76%	4.56%	2.29%	1.27%
归属母公司净利润	-8.03%	13.69%	7.43%	10.52%
获利能力				
毛利率	42.64%	43.14%	43.46%	43.91%
销售净利率	12.27%	13.34%	14.01%	15.29%
ROE	14.95%	14.53%	13.50%	12.99%
ROIC	12.88%	12.61%	11.76%	11.40%
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.56	0.53	0.49
应收账款周转率	311.57	317.87	313.87	312.30
应付账款周转率	7.14	7.13	7.26	7.22
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.66	1.78	1.97
每股经营现金流	0.00	1.59	2.20	2.36
每股净资产	9.77	11.43	13.21	15.19
估值比率				
P/E	18.15	15.96	14.86	13.44
P/B	2.71	2.32	2.01	1.75
EV/EBITDA	12.48	9.57	8.32	6.91

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，8年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn