

华润啤酒 (00291.HK)

高端表现亮眼，成本红利兑现

事件：公司发布 2024 年年报，全年取得营业收入 386.35 亿元，同比-0.8%；实现归母净利润 47.39 亿元，同比-8.0%；其中 2024 年下半年取得营业收入 148.91 亿元，同比-1.1%；实现归母净利润 0.34 亿，同比-93.3%。

啤酒：喜力表现亮眼，高端化效果显著。2024 年公司啤酒业务取得营业收入 364.86 亿元，同比-1.0%，销量/吨价同比分别-2.5%/+1.5%；其中 2024 年下半年啤酒业务取得营业收入 139.20 亿元，同比-0.4%，销量/吨价同比分别-1.2%/+0.9%，公司啤酒销量和营业额表现均优于部分同业，其中高档及以上产品销量增长多于+9%，其中喜力销量增长接近+20%，老雪、红爵销量增长基本实现约+100%，中档及以上产品销量占比首次全年超过 50%，公司高端产品持续发力，带动销售单价提升。

白酒：摘要突出重围，新兴渠道表现突出。2024 年公司白酒业务取得营业收入 21.49 亿元，同比+4.0%，其中 2024 年下半年白酒业务取得营业收入 9.71 亿元，同比-10.9%。公司坚持大单品矩阵战略（做成 1 支全国性高端白酒头部品牌，1 支全国中档及以下品牌，N 支有价值的区域品牌），2024 年高端大单品摘要销量同比+35%，贡献白酒业务营收超 70%。新兴渠道拓展方面，2024 年公司线上和连锁业务营收同比均达双位数或以上增速。

成本红利持续兑现，利润率稳步提升。2024 年公司实现毛利率 42.6%，同比+1.3pct；实现 EBITDA 86.94 亿，同比+3%，实现 EBITDA Margin 22.5%，同比+0.8pct。其中啤酒和白酒毛利率分别 41.1%/68.5%，同比+0.9/+5.5pct，啤酒和白酒业务 EBITDA 分别为 78.81/8.47 亿，同比分别+2.4%/+7.9%；EBITDA Margin 分别 21.6%/39.4%，同比+0.7/+1.4pct，利润率的稳步提升主要得益于原材料成本的下降和数据赋能业务带来的降本增效。

投资建议：坚持高端化战略，落实“三精”管理策略。2025 年作为“3+3+3 战略”的收官之年，公司将继续坚持高端化和高质量发展，深化啤白双赋能，全面推行精简组织、精细业务、精益成本的“三精”管理策略。短期而言，在低基数下，餐饮需求提振，公司有望迎来恢复性增长，成本红利有望延续；中长期而言，在高端化战略引领下，公司产品结构不断升级，有望重回价增赛道。基于此，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别同比+10.6%/+11.1%/+12.7%至 52.4/58.3/65.7 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料成本上涨；餐饮需求恢复不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38932	38635	40803	42549	43893
增长率 yoy（%）	10%	-1%	6%	4%	3%
归母净利润（百万元）	5153	4739	5243	5826	6568
增长率 yoy（%）	19%	-8%	11%	11%	13%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.59	1.46	1.62	1.80	2.02
净资产收益率（%）	17.01%	14.95%	15.56%	16.32%	17.35%
P/E（倍）	19.86	15.97	16.28	14.65	13.00
P/B（倍）	3.38	2.39	2.53	2.39	2.26

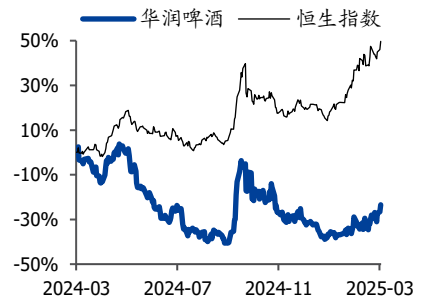
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
03 月 18 日收盘价（港元）	28.50
总市值（百万港元）	92,459.04
总股本（百万股）	3,244.18
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	30.27

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号：S0680124060012

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《华润啤酒（00291.HK）：强者恒强，决战高端》 2024-10-27
- 《华润啤酒（00291.HK）：啤酒延续高端化，白酒开启新征程》 2023-08-20
- 《华润啤酒（00291.HK）：经营效率不断提升，期待高端化加速》 2023-03-26

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,141	15,628	21,302	26,201	30,461
现金	5,520	3,816	8,929	13,353	17,323
应收票据及应收账款	124	124	131	137	141
存货	9,502	9,640	10,079	10,456	10,670
其他	1,995	2,048	2,163	2,255	2,327
非流动资产	54,383	53,680	51,402	49,634	48,375
固定资产	16,294	18,124	17,180	16,520	16,145
无形资产	25,970	28,114	26,762	25,636	24,734
其他	12,119	7,442	7,460	7,478	7,496
资产总计	71,524	69,308	72,704	75,835	78,836
流动负债	24,364	26,054	27,416	28,521	29,346
短期借款	931	1,168	1,168	1,168	1,168
应付票据及应付账款	2,959	3,249	3,397	3,524	3,596
其他	20,474	21,637	22,851	23,829	24,582
非流动负债	12,986	7,669	7,669	7,669	7,669
长期债务	4,181	681	681	681	681
其他	8,805	6,988	6,988	6,988	6,988
负债合计	37,350	33,723	35,085	36,190	37,015
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	18,589	17,602	19,614	21,616	23,764
归属母公司股东权益	30,295	31,692	33,704	35,706	37,854
少数股东权益	3,879	3,893	3,915	3,940	3,967
股东权益合计	34,174	35,585	37,619	39,645	41,821
负债和股东权益	71,524	69,308	72,704	75,835	78,836

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,932	38,635	40,803	42,549	43,893
其他收入	1,132	0	0	0	0
营业成本	22,829	22,160	23,169	24,035	24,528
销售费用	8,065	8,378	7,997	8,212	8,296
管理费用	3,362	3,303	3,264	3,276	3,160
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-174	86	-21	-123	-212
除税前溢利	7,078	6,649	7,020	7,802	8,794
所得税	1,864	1,890	1,755	1,951	2,198
净利润	5,214	4,759	5,265	5,851	6,595
少数股东损益	61	20	22	25	28
归属母公司净利润	5,153	4,739	5,243	5,826	6,568
EBIT	6,904	6,735	6,999	7,678	8,582
EBITDA	9,181	8,879	10,895	11,265	11,859
EPS (元)	1.59	1.46	1.62	1.80	2.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.40%	-0.76%	5.61%	4.28%	3.16%
归属于母公司净利润(%)	18.62%	-8.03%	10.63%	11.13%	12.72%
获利能力					
毛利率(%)	41.36%	42.64%	43.22%	43.51%	44.12%
净利率(%)	13.24%	12.27%	12.85%	13.69%	14.96%
ROE(%)	17.01%	14.95%	15.56%	16.32%	17.35%
ROIC(%)	12.95%	12.88%	13.30%	13.88%	14.74%
偿债能力					
资产负债率(%)	52.22%	48.66%	48.26%	47.72%	46.95%
净负债比率(%)	-1.19%	-5.53%	-18.82%	-29.02%	-37.00%
流动比率	0.70	0.60	0.78	0.92	1.04
速动比率	0.31	0.23	0.41	0.55	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.55	0.57	0.57	0.57
应收账款周转率	321.75	311.57	320.07	318.10	316.42
应付账款周转率	7.13	7.14	6.97	6.95	6.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	1.46	1.62	1.80	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	1.73	2.89	2.92	3.02
每股净资产(最新摊薄)	9.34	9.77	10.39	11.01	11.67
估值比率					
P/E	19.86	15.97	16.28	14.65	13.00
P/B	3.38	2.39	2.53	2.39	2.26
EV/EBITDA	11.11	8.30	7.19	6.56	5.89

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,149	5,621	9,390	9,469	9,789
净利润	5,153	4,739	5,243	5,826	6,568
少数股东权益	61	20	22	25	28
折旧摊销	2,277	2,144	3,896	3,586	3,277
营运资金变动及其他	-3,342	-1,282	229	32	-83
投资活动现金流	-9,687	-4,672	-991	-1,165	-1,345
资本支出	-2,520	-1,018	-1,600	-1,800	-2,000
其他投资现金流	-7,167	-3,654	609	635	655
筹资活动现金流	927	-5,251	-3,286	-3,880	-4,475
借款增加	3,070	-1,849	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-1,911	-3,402	-3,230	-3,825	-4,419
其他	-232	0	-55	-55	-55
现金净增加额	-4,688	0	5,113	4,424	3,970

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com