

# 华润啤酒 (00291.HK)

## 2024 年业绩公告点评: 梳理提效, 来年可期 买入 (维持)

2025 年 03 月 19 日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	38932	38635	40015	41485	42975
同比(%)	10.40	(0.76)	3.57	3.68	3.59
归母净利润 (百万元)	5153	4739	5276	5722	6134
同比(%)	18.62	(8.03)	11.33	8.45	7.21
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.59	1.46	1.63	1.76	1.89
P/E (现价&最新摊薄)	15.99	17.39	15.62	14.40	13.43

### 投资要点

- **事件:** 华润啤酒发布 2024 年业绩公告, 2024 年/2024H2 公司实现营收 386.35/148.91 亿元, 同比-0.76%/-1.13%; 2024 年实现股东应占溢利 47.39 亿元, 同比-8.03%, 还原固定资产减值、员工安置费用 0.36 亿元 (2023 年为 1.41 亿元) 以及 24H2 政府补助和出售土地权益收入 2.66 亿元 (2023 年为 9.37 亿元) 后, 公司 EBIT 同比+2.9%至 63.44 亿元。此外, 公司派发末期股息 0.387 元/股 (中期股息 0.373 元/股), 对应 2024 年分红率为 52%。
- **存缩量波动, “决胜高端”, 啤酒销量及营业额表现优于行业, 高端发力带动吨价提升。** 2024/24H2 公司啤酒业务实现收入 364.86/139.20 亿元, 同比-1.03%/-0.37%, 其中啤酒销量分别为 1087.40/452.60 万千升, 同比-2.48%/-1.18%, 我们认为主要系: (1)2024 年餐饮端略有疲软;(2)旺季东南区域降雨天气扰动;(3)2024 年 4-8 月 SX 迭代焕新、低档产品销量下滑的影响。2024 年/24H2 啤酒吨价同增 1.49%/0.82%至 3355.34/3075.56 元, 反映 2024 年公司产品结构进一步优化升级: (1)高档及以上啤酒销量同比+9%; 次高档及以上啤酒销量已超 250 万千升, 同比单位数增长; 中档及以上啤酒销量占比首次于全年超过 50%;(2)喜力在高基数情况下, 仍实现接近 20%的增长;(3)老雪、红爵销量基本翻倍;(4)高端产品吨销量同比+35%。剔除固定资产减值、员工安置费用及政府补助、土地出售收入后, 2024 年啤酒业务 EBITDA 同比+2.4%至 78.81 亿元。
- **吨成本优化, 降本增效不辍。** 品类结构升级、成本红利释放 (低价原料及部分包材价格下滑), 中和缩量背景下规模效应弱化的影响, 带动 2024 年/24H2 啤酒业务毛利率同增 0.90/1.48pct 至 41.06%/33.34%; 吨成本分别-0.03%/-1.36%至 1977.75/2050.13 元。三精主义 (精简、精细、精益) 之下, 2024 年公司销售及分销费用率/行政及其他费用率分别 21.69%/8.55%, 同比 0.97/-1.75pct, 销售费用率或受到以三十周年系列 (包括荣誉盛典暨啤酒小镇开业、雪花大厦落成仪式等)、以及白酒品鉴会等销售活动增加有关, 但降本增效的方向笃行不辍。
- **白酒梳理优化, 战略定力充足。** 2024 年公司继续推行品牌焕新 (打造大单品矩阵)、价格管控、库存优化以及销售体系建设, 2024 年/24H2 白酒业务实现收入 21.49/9.65 亿元, 同比 3.97%/-11.47%, 24H2 转弱或与推进金沙品牌梳理有关。其中高端大单品势能充足, 2024 年摘要销量同比+35%, 收入占白酒业务的 70%以上; 新兴渠道拓展同样顺利, 线上和连锁业务的营业额同比增速均在双位数以上。扣除 24H2 政府补助的特别收入后, 2024 年白酒业务的 EBITDA 同比增长约 8%至 8.47 亿元, 对应 EBITDA 利润率 39.41%。经过 2024 年产品的集中梳理 (2024H2 进一步推出金沙经典、大酱、中酱等产品), 2025 年白酒业务有望延续双位数增长。
- **收入有望重拾增势, 利润表现或更优。** 啤酒行业进入深度调整阶段, 存缩量波动下高端化尤为重要, 预计 2025 年公司将持续聚焦喜力、雪花

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	28.50
一年最低/最高价	21.60/39.55
市净率(倍)	2.92
港股流通市值(百万港元)	92,459.04

### 基础数据

每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	48.66
总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18

### 相关研究

- 《华润啤酒(00291.HK): 2023 年报点评: 业绩符合预期, 啤白共成长提速》  
2024-03-19
- 《华润啤酒(00291.HK): 2023 半年报点评: 业绩符合预期, 结构化升级加速》  
2023-08-22

纯生、SX等大单品，其中喜力销量预计维持双位数高增；SX在产品焕新调整后或实现较快增长；雪花纯生加速非现饮渠道覆盖以增加销量；同时积极培育老雪、红爵等高端产品，布局精酿、0°、轻卡等新品类。2025年1-2月公司啤酒销量在高基数情况下仍实现单位数增长，其中喜力销量延续双位数高增，SX销量进一步修复，前两月EBIT增速或快于收入增速。旺季将至、基数转低，叠加提振消费政策频出，2025年销量有望恢复单位数增长。随着啤酒高端化进入后半程，费用投放由多到精，期待三精主义下2025年公司营业额及利润的表现，利润增速或更高。

■ **盈利预测与投资评级：**公司坚持啤白双赋能的战略，高端化步履坚定，喜力有望维持双位数高增，白酒产品梳理及渠道拓展顺利，同时公司有意进一步提升分红率，强化投资者回报。预计2025-2027年归母净利润为52.76/57.22/61.34亿元，同比增长11.33%/8.45%/7.21%，EPS分1.63/1.76/1.89元，对应当前PE15.62x、14.40x、13.43x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

### 华润啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>15,628.00</b>	<b>17,665.50</b>	<b>20,480.90</b>	<b>24,287.58</b>	<b>营业总收入</b>	<b>38,635.00</b>	<b>40,014.83</b>	<b>41,485.44</b>	<b>42,974.87</b>
现金及现金等价物	3,816.00	6,219.41	8,626.76	12,070.20	营业成本	22,160.00	22,520.88	23,224.62	23,938.27
应收账款及票据	124.00	129.93	133.33	138.53	销售费用	8,378.00	8,663.21	8,981.60	9,304.06
存货	9,640.00	8,950.68	9,666.72	9,963.78	管理费用	0.00	3,361.25	3,484.78	3,609.89
其他流动资产	2,048.00	2,365.49	2,054.09	2,115.08	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>53,680.00</b>	<b>57,658.33</b>	<b>61,610.44</b>	<b>65,576.26</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	18,124.00	19,954.00	21,784.00	23,614.00	<b>经营利润</b>	<b>4,794.00</b>	<b>5,469.50</b>	<b>5,794.45</b>	<b>6,122.66</b>
商誉及无形资产	28,114.00	30,258.00	32,402.00	34,546.00	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,469.00	1,498.33	1,501.44	1,518.26	利息支出	86.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	3,672.00	3,628.00	3,584.00	3,540.00	其他收益	1,941.00	1,945.58	2,030.92	2,117.20
其他非流动资产	2,301.00	2,320.00	2,339.00	2,358.00	<b>利润总额</b>	<b>6,649.00</b>	<b>7,415.07</b>	<b>7,825.37</b>	<b>8,239.86</b>
<b>资产总计</b>	<b>69,308.00</b>	<b>75,323.83</b>	<b>82,091.34</b>	<b>89,863.84</b>	所得税	1,890.00	2,107.76	2,060.82	2,059.96
<b>流动负债</b>	<b>26,054.00</b>	<b>26,762.52</b>	<b>27,765.48</b>	<b>29,358.09</b>	<b>净利润</b>	<b>4,759.00</b>	<b>5,307.32</b>	<b>5,764.55</b>	<b>6,179.89</b>
短期借款	1,168.00	1,557.33	1,905.78	2,230.70	少数股东损益	20.00	31.24	42.58	45.65
应付账款及票据	3,249.00	3,263.94	3,260.43	3,446.57	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,739.00</b>	<b>5,276.08</b>	<b>5,721.96</b>	<b>6,134.24</b>
其他	21,637.00	21,941.25	22,599.27	23,680.82	EBIT	6,735.00	7,415.07	7,825.37	8,239.86
<b>非流动负债</b>	<b>7,669.00</b>	<b>7,669.00</b>	<b>7,669.00</b>	<b>7,669.00</b>	EBITDA	9,070.00	7,415.07	7,825.37	8,239.86
长期借款	681.00	681.00	681.00	681.00					
其他	6,988.00	6,988.00	6,988.00	6,988.00					
<b>负债合计</b>	<b>33,723.00</b>	<b>34,431.52</b>	<b>35,434.48</b>	<b>37,027.09</b>					
股本	14,090.00	14,090.00	14,090.00	14,090.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	3,893.00	3,924.24	3,966.82	4,012.47	每股收益(元)	1.46	1.63	1.76	1.89
归属母公司股东权益	31,692.00	36,968.08	42,690.04	48,824.28	每股净资产(元)	9.77	11.40	13.16	15.05
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,308.00</b>	<b>75,323.83</b>	<b>82,091.34</b>	<b>89,863.84</b>	发行在外股份(百万股)	3,244.18	3,244.18	3,244.18	3,244.18
					ROIC(%)	12.57	13.18	12.48	11.77
					ROE(%)	14.95	14.27	13.40	12.56
					毛利率(%)	42.64	43.72	44.02	44.30
					销售净利率(%)	12.27	13.19	13.79	14.27
					资产负债率(%)	48.66	45.71	43.16	41.20
					收入增长率(%)	(0.76)	3.57	3.68	3.59
					净利润增长率(%)	(8.03)	11.33	8.45	7.21
					P/E	17.39	15.62	14.40	13.43
					P/B	2.60	2.23	1.93	1.69
					EV/EBITDA	8.19	10.57	9.76	8.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年3月19日的0.9303,预测均为东吴证券研究所预测。(注:由于2024年业绩预告现金流量表部分数据未披露,故上列示0)

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>