

2025年3月19日
华润啤酒 (0291.HK)

公司动态分析

证券研究报告

啤酒

投资评级: 买入

维持评级

6个月目标价 41.8 港元

股价 2025-3-19 30.05 港元

当下极具投资价值

事件: 华润啤酒(0291.HK)2024年实现总营业收入386.35亿元,同比减少0.8%;实现净利润47.6亿元,同比减少8.7%,扣除一次性收入及费用的EBIT为63.4亿元,同比增长2.9%。考虑到高端化进入后半段,未来增速放缓,我们下调25/26/27年净利润至52.2/54.4/56.8亿元,对应每EPS收益为1.73/1.80/1.88港元。维持“买入”评级,考虑当前港股市场情绪,上调目标价至41.8港元,较当前股价有38%的上涨空间。

报告摘要

消费环境承压,啤酒高端产品仍在增长。24年一方面消费意愿较为薄弱,尤其是餐饮和夜场渠道需求不振,另一方面进入7-9月旺季全国天气较凉,影响啤酒消费。在此背景下,整体销量下降2.5%,但高档以上销量同比增长9%,次高及以上产品销量基本持平,喜力增速近20%,老雪、红爵销量近翻倍,中档以上销量占比超过50%。销售单价同比增长1.5%,每千升毛利增长4.9%。

“三精”策略推动发展。啤酒行业高端化的趋势不可逆转,消费者最求更高的“质价比”。高端化将从原来单纯的品质和价格同步提升,转变到消费场景多元化、需求多元化、渠道多元化。在产品端,公司将推出更多小众化、年轻化、多元化的产品,包括精酿啤酒、零度、轻卡产品。在运营方面,公司提出“三精策略”:组织管理要精简、成本费用要精益、业务操作要精细,在今后的存量市场中继续谋求发展。

白酒稳步增长。24年白酒业务实现21.5亿收入,同比增长4%,EBITDA为8.5亿,同比增长0.5%,利润率39.6%。公司聚焦大单品“摘要”,全年销量增长35%,占收入比重70%。白酒业务在第二阶段“发展”,围绕渠道拓展、营销推广、品牌打造做了较多工作,继续加强“啤白双赋能”,啤白联动客户已经达到162家。

提毛利、控费用、提高利润率。24年毛利率42.6%,同比提升1.2pct,得益于原材料成本下降和销售单价的提升。销售费用率21.7%,同比增加1.0pct,主要是营销投入的增加,未来公司将控制费用,更精准投放。公司净利润47.6亿,同比下降8.7%,主要是政府补助及利息收入较23年减少,并且23年另有出售土地收入4.4亿,扣除一次性收入及费用的EBIT为63.4亿,同比增长2.9%。

继续提高分红比例。公司期末股息,每股0.387人民币,叠加中期股息,全年共0.76元,派息率52%。管理层表示未来继续重视股东回报,未来有望提升派息率。

我们认为啤酒和白酒业务都是坡长雪厚的优质赛道,行业格局明显改善。在优秀的管理层带领下,我们长期继续看好华润啤酒的发展前景,当下已经极为低估。考虑到高端化进入后半段,未来增速放缓,我们下调25/26/27年净利润至52.2/54.4/56.8亿元,对应每EPS收益为1.73/1.80/1.88港元。维持“买入”评级,考虑当前港股市场情绪,上调目标价至41.8港元,较当前股价有38%的上涨空间。

风险提示:行业竞争加剧,消费意愿低于预期,原材料价格上涨

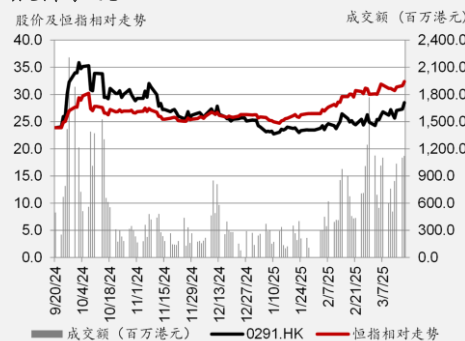
(转下页...)

总市值(亿港元)	924.59
流通市值(亿港元)	924.59
总股本(亿股)	32.44
流通股本(亿股)	32.44
12个月低/高(港元)	22.3/31.1
平均成交(百万港元)	5.12

股东结构 (截止 2024-6-30)

华润集团	51.7%
其他股东	48.3%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.62	-14.04	-66.50
绝对收益	7.75	11.55	-18.54

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,263	38,932	38,635	39,649	40,093	40,591
增长率(%)		10.40%	-0.76%	2.62%	1.12%	1.24%
净利润	4,350	5,214	4,759	5,218	5,444	5,682
增长率(%)		19.86%	-8.73%	9.65%	4.32%	4.37%
毛利率(%)	38.46%	41.36%	42.64%	42.34%	42.67%	43.04%
净利润率(%)	12.34%	13.39%	12.32%	13.16%	13.58%	14.00%
每股收益(港元)	1.44	1.71	1.57	1.71	1.78	1.85
每股净资产(港元)	8.96	11.31	11.78	12.89	14.03	15.22
市盈率	20.91	17.44	19.11	17.43	16.71	16.01
市净率	3.36	2.66	2.56	2.33	2.15	1.98
净资产收益率(%)	16.87%	17.03%	13.64%	14.00%	13.38%	12.86%
股息率(%)	1.10%	2.03%	2.03%	2.21%	2.30%	2.39%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	35,263	38,932	38,635	39,649	40,093	40,591
啤酒（中档及以下）	21,356	20,131	19,291	19,480	18,996	18,524
YoY		-5.7%	-4.2%	1.0%	-2.5%	-2.5%
啤酒（次高及以上）	13,914	16,715	17,132	17,912	18,727	19,579
YoY		20.1%	2.5%	4.5%	4.6%	4.6%
白酒		2,067	2,149	2,256	2,369	2,488
YoY			4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	-21,702	-22,829	-22,160	-22,861	-22,987	-23,122
毛利	13,561	16,103	16,475	16,787	17,105	17,469
毛利率	38.5%	41.4%	42.6%	42.3%	42.7%	43.0%
销售费用	-6,750	-8,065	-8,378	-8,400	-8,293	-8,193
占收入比例	-19.1%	-20.7%	-21.7%	-21.2%	-20.7%	-20.2%
管理费用	-3,085	-3,221	-3,267	-3,353	-3,390	-3,432
占收入比例	-8.7%	-8.3%	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
关闭工厂相关费用	-235	-141	-36	-37	-37	-38
占收入比例	-0.7%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
财务费用	-79	-244	-94	-94	-94	-94
占收入比例	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
其他收入/支出	1,736	2,285	1,780	1,974	1,891	1,789
占收入比例	4.9%	5.9%	4.6%	5.0%	4.7%	4.4%
除税前溢利	5,528	7,078	6,649	7,052	7,357	7,678
所得税	-1,178	-1,864	-1,890	-1,833	-1,913	-1,996
所得税率	-21.3%	-26.3%	-28.4%	-26.0%	-26.0%	-26.0%
净利润(含少数股东权益)	4,350	5,214	4,759	5,218	5,444	5,682
净利率	12.3%	13.4%	12.3%	13.2%	13.6%	14.0%
少数股东损益	6	61	20	58	76	96
净利润(不含少数股东权益)	4,344	5,153	4,739	5,160	5,368	5,586
EPS（港元）	1.44	1.71	1.57	1.71	1.78	1.85
市盈率（倍）	20.9	17.6	19.2	17.6	16.9	16.3

数据来源: iFind, 国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中啤酒相关公司作为可比公司。2025 年预测 PE 的平均值在 21.4x。考虑华润啤酒的行业地位、增长前景和目前消费板块普遍低估的现状，我们给与 25x PE。2025 年预测 EPS 为 1.71 港元，对应股价测算为 41 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.0%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1383 亿港元，对应价格为 42.6 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 41.8 港元，较最新的收盘价有 38% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
百威亚太	1876.HK	1,290	HKD	70.9	66.2	56.4	65.0	71.3	18.2	19.5	22.9	19.8	18.1
yoy				-4%	-7%	-15%	15%	10%					
青岛啤酒股份	0168.HK	950	HKD	40.2	46.2	47.5	52.9	57.4	23.6	20.6	20.0	18.0	16.5
yoy				18%	15%	3%	11%	9%					
青岛啤酒	600600.SH	877	CNY	37.1	42.7	43.9	48.4	52.3	23.6	20.6	20.0	18.1	16.8
yoy				18%	15%	3%	10%	8%					
重庆啤酒	600132.SH	289	CNY	12.6	13.4	12.5	13.6	14.3	22.9	21.6		21.3	20.3
yoy				8%	6%	-7%	9%	5%					
燕京啤酒	000729.SZ	352	CNY	3.5	6.4	10.1	13.1	15.7	100.0	54.6	34.8	26.9	22.4
yoy				55%	83%	57%	29%	20%					
珠江啤酒	002461.SZ	229	CNY	6.0	6.2	8.1	9.4	10.7	38.3	36.7		24.3	21.3
yoy				-2%	4%	30%	16%	14%					
平均PE									37.8	28.9	24.4	21.4	19.2

注: 时间截止2025/3/19, A股及港股预测值为iFind一致预测
 资料来源: Wind, 国证国际研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		1.02	1.37	1.71	2.05	2.39
PE	15x	15.4	20.5	25.6	30.7	35.9
	20x	20.5	27.3	34.2	41.0	47.8
	25x	25.6	34.2	42.7	51.2	59.8
	30x	30.7	41.0	51.2	61.5	71.7
	35x	35.9	47.8	59.8	71.7	83.7

数据来源: 公司年报, 国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029
人民币百万	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	35,263	38,932	38,635	39,649	40,093	40,591		
增长率%		10.4%	-0.8%	2.6%	1.1%	1.2%		
EBIT	5,607	7,322	6,743	7,146	7,451	7,772		
增长率%		30.6%	-7.9%	6.0%	4.3%	4.3%		
EBIT率%	15.9%	18.8%	17.5%	18.0%	18.6%	19.1%		
有效税率%	21.3%	26.3%	28.4%	26.0%	26.0%	26.0%		
EBIT x (1-有效税率)	4,412	5,394	4,826	5,288	5,513	5,751		
+ 折旧摊销	1,562	2,259	2,335	2,505	2,674	2,844		
+ 营运资金变动	1,447	-3,479	1,978	-1,995	28	28		
- 资本支出	-1,661	-2,520	-3,000	-2,500	-2,500	-2,500		
自由现金流, FCF	5,760	1,654	1,639	3,298	5,716	6,123	6,429	6,751
增长率%		-71.3%	271.2%	-46.3%	73.3%	7.1%	5.0%	5.0%
折现年份				0	1	2	3	4
折现因子				1.0000	0.9346	0.8734	0.8163	0.7629
FCF现值				3,298	5,342	5,348	5,248	5,150
FY2025-29 FCF现值总额								24,385
永续期价值现值								105,059
企业价值								129,444
+ 净现金								3,321
- 少数股东权益								-3,951
DCF 估值(HKD 000)								138,316
假设:								
WACC								7.0%
短期增长率								5.0%
永续增长率								2.0%

资料来源: 国证国际预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测
资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,520	3,816	5,170	8,806	12,769
应收及其他应收	1,506	1,646	1,617	1,635	1,656
存货	9,502	9,640	9,571	9,624	9,680
可回收税款	613	500	500	500	500
其他流动资产	-	26	26	26	26
流动资产总额	17,141	15,628	16,884	20,591	24,631
物业、厂房及设备	16,294	18,124	18,119	17,945	17,601
使用权资产	3,229	3,050	3,050	3,050	3,050
长期应收款项	3,866	3,762	3,762	3,762	3,762
无形资产	8,991	8,258	8,258	8,258	8,258
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806
于联营及合营企业投资	1,451	1,469	1,469	1,469	1,469
递延税项资产	3,728	2,193	2,251	2,276	2,304
其他非流动资产	18	18	18	18	18
非流动资产总额	54,383	53,680	53,733	53,584	53,268
总资产	71,524	69,308	70,617	74,175	77,899
应付及其他应付	22,755	24,583	22,548	22,672	22,805
短期有息债务	931	1,168	1,168	1,168	1,168
应付即期税项	594	227	227	227	227
其他流动负债	84	76	76	76	76
流动负债总额	24,364	26,054	24,019	24,143	24,276
长期有息债务	4,181	681	681	681	681
递延收入-非流动负债	4,325	3,928	3,928	3,928	3,928
递延税项负债	4,391	2,986	2,986	2,986	2,986
其他非流动负债	89	74	74	74	74
非流动负债总额	12,986	7,669	7,669	7,669	7,669
总负债	37,350	33,723	31,688	31,812	31,945
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	16,205	17,602	20,916	24,274	27,768
少数股东权益	3,879	3,893	3,951	4,027	4,123
总股东权益	34,174	35,585	38,957	42,391	45,982

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	7,322	6,743	7,146	7,451	7,772
所得税	-1,309	-1,890	-1,833	-1,913	-1,996
营运资本变动	-3,479	1,978	-1,995	28	28
折旧及摊销	2,277	2,335	2,505	2,674	2,844
公允价值变动	-638	-7,128	-	-	-
经营性现金流净额	4,149	2,074	5,859	8,278	8,685
资本开支	-12,349	-3,000	-2,500	-2,500	-2,500
其他	2,662	1,134	-37	-37	-38
投资性现金流净额	-9,687	-1,866	-2,537	-2,537	-2,538
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-1,961	-1,846	-1,846	-2,010	-2,091
新增债务	3,151	-	-	-	-
利息支出	-361	-94	-94	-94	-94
其他	98	-	-	-	-
筹资性现金流净额	927	-1,940	-1,940	-2,104	-2,185
现金净变动	-4,688	-1,732	1,382	3,636	3,963
现金期初余额	10,208	5,520	3,788	5,170	8,806
现金期末余额	5,520	3,788	5,170	8,806	12,769

资料来源：国证国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	38,932	38,635	39,649	40,093	40,591
营业成本	-22,829	-22,160	-22,861	-22,987	-23,122
毛利	16,103	16,475	16,787	17,105	17,469
销售费用	-8,065	-8,378	-8,400	-8,293	-8,193
管理费用	-3,221	-3,267	-3,353	-3,390	-3,432
关闭工厂相关费用	-141	-36	-37	-37	-38
其他收益及损失	2,285	1,780	1,974	1,891	1,789
营业利润	6,961	6,574	6,972	7,275	7,594
财务费用	-244	-94	-94	-94	-94
除税前利润	7,078	6,649	7,052	7,357	7,678
所得税	-1,864	-1,890	-1,833	-1,913	-1,996
净利润	5,214	4,759	5,218	5,444	5,682
归属母公司净利润	5,153	4,739	5,160	5,368	5,586
EPS (港元)	1.71	1.57	1.71	1.78	1.85
EBITDA	9,581	9,078	9,650	10,125	10,616

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-0.8%	2.6%	1.1%	1.2%
除税前利润增长率 (%)		-7.9%	6.0%	4.3%	4.3%
净利润增长率 (%)		-10.5%	9.7%	4.3%	4.4%
正常化EBITDA增长率 (%)		-9.2%	6.0%	4.3%	4.3%
盈利能力:					
毛利率 (%)	41.4%	42.6%	42.3%	42.7%	43.0%
净利率 (%)	13.4%	12.3%	13.2%	13.6%	14.0%
ROE (%)	17.0%	13.6%	14.0%	13.4%	12.9%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	52.2%	48.7%	44.9%	42.9%	41.0%
流动比率 (x)	0.70	0.60	0.70	0.85	1.01
利息覆盖倍数 (x)	28.53	69.94	74.17	77.40	80.79
股息支付率 (%)	35.8%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
营运能力:					
存货周转天数	139	153	153	153	153
应收及其他应收周转天数	19	15	15	15	15
应付及其他应付周转天数	366	390	360	360	360
每股资料:					
EPS (港元)	1.71	1.57	1.71	1.78	1.85
BPS (港元)	11.31	11.78	12.89	14.03	15.22
每股经营现金 (港元)	1.37	0.69	1.94	2.74	2.87
估值比率:					
PE	17.44	19.11	17.43	16.71	16.01
PB	2.66	2.56	2.33	2.15	1.98
EB/EBITDA	10.74	11.29	10.48	9.63	8.82

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010