

25 年开门红，宏观回暖下业绩可期

核心观点

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%。国内啤酒高端化仍在继续，公司持续推进“决胜高端”战略，持续进行产能优化与组织转型，打造“喜力+super X+纯生”的高端品牌群，次高端及以上啤酒产品占比不断提升。展望全年，由于 2024 年销量基数相对较低，2025 年公司啤酒销量有望企稳回升。随着后续宏观环境的持续回暖，我们看好公司在 2025 年高端化加速发展。

事件

公司发布 2024 年年度业绩公告

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。

简评

啤酒业务稳定，白酒下半年承压

啤酒市场持续呈现高端化发展态势，2024 年下半年销量渐趋稳定。2024 年，公司啤酒业务的销量同比下滑 2.5%，吨价则同比上涨 1.5%，受此影响，啤酒业务营收同比下降 1.0%，达到 364.9 亿元。在 2024 年下半年，公司啤酒销量同比下滑 1.2%，吨价同比上涨 0.8%，与上半年相比，表现趋于平稳。

从产品结构来看，2024 年喜力、高档以上产品、次高以上产品以及红爵和老雪的销量分别实现了近 20%、超 9%、个位数增长以及 100%的显著增长。与此同时，2024 年啤酒吨成本同比下降 0.2%，降至 1976 元/千升，推动啤酒业务毛利率提升 1.0 个百分点，达到 41.1%。

在盈利能力方面，2024 年啤酒业务剔除特别项目后的 EBITDA 同比增长 2.4%，达到 78.8 亿元。

华润啤酒 (0291.HK)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

发布日期： 2025 年 03 月 21 日

当前股价： 28.85 港元

单击或点击
此处输入文
字。

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
14.48/8.92	14.94/-7.68	-22.45/-68.97
12 月最高/最低价 (港元)		38.60/22.10
总股本 (万股)		324,417.69
流通 H 股 (万股)		324,417.69
总市值 (亿港元)		871.06
流通市值 (亿港元)		935.94
近 3 月日均成交量 (万)		2156.01
主要股东		
华润集团(啤酒)有限公司		51.67%

股价表现



白酒业务在 2024 年下半年面临较大压力，但整体盈利能力呈向好态势。2024 年全年，公司白酒业务营收达 21.5 亿元，同比增长 3.2%；而在 2024 年下半年，营收为 9.7 亿元，同比下滑 12.2%。下半年白酒行业调整力度加大，对公司白酒业务的发展造成了一定冲击。

大单品方面，2024 年金沙摘要表现亮眼，其销量同比增长 35%，在白酒业务营收中的占比超过 70%。这一明星产品有力带动了白酒业务毛利率提升，较去年同期增长 6.0 个百分点，达到 68.5%。在盈利能力指标上，剔除特别项目后，2024 年白酒业务 EBITDA 为 8.5 亿元，同比增长 7.9%，实现了经营效率与产品盈利能力的协同提升。

毛利率有所提升，费用控制得当

利润方面，得益于成本的改善，利润率呈现出提升态势，尤其在 2024 年下半年，毛利率改善速度加快。2024 年全年，吨成本实现了微幅下降。具体来看，2024 年全年、2024 年上半年以及 2024 年下半年的吨成本同比变化分别为-0.2%、+0.9%、-1.6%。全年毛利率较上一年提升了 0.9 个百分点，达到 41.1%。其中，2024 年下半年公司毛利率同比增长 1.6 个百分点，而 2024 年上半年毛利率同比仅增长 0.6 个百分点。

从费用端来看（涵盖了白酒业务的整体费用率表现），2024 年销售费用率上升了 1.0 个百分点，管理费用率则基本保持稳定。在 2024 年全年，剔除特别项目后的 EBITDA margin 同比增长了 0.7 个百分点，达到 21.6%。

股东回报持续，2025 年开门红充满信心

2024 年，公司经营活动现金流入净额大幅增长，较上一年同比提升 67.0%，达到 69.3 亿元，现金流表现较好。与此同时，公司派息率从 2023 年的 40.0% 跃升至 52.1%，切实强化了对股东的回报力度。

根据公司年报披露，在 2025 年 1 至 2 月期间，啤酒销量在高基数的基础上实现了个位数增长，其中喜力更是保持了两位数的快速增长势头。基于此，预计公司盈利表现将优于收入表现。展望全年，由于 2024 年销量基数相对较低，2025 年公司啤酒销量有望企稳回升。随着后续宏观环境的持续回暖，我们看好公司在 2025 年高端化加速发展。

盈利预测：根据公司年度数据情况，下调盈利预测。预计公司 2025-2027 年实现营业额 398/414/435 亿元，归母净利润 50/55/59 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 19X、17X、16X。

风险提示：

- 1、高端渠道能力提升速度不及预期：行业进入高端化发展时代，各企业通过推进高档产品销售提升盈利水平。目前高档啤酒市场竞争较为激烈，若公司高端渠道能力提升速度较慢，盈利或不及预期。
- 2、市场需求修复不及预期：2025 年以来餐饮等啤酒消费场所持续复苏，但一定程度受到宏观经济等因素影响，若修复节奏不及预期，将影响公司产品销售。
- 3、原材料成本上行：啤酒原料、包材等原材料占啤酒生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。当前包材成本平稳回落，双反限制取消后大麦价格走低，但若未来出现超预期的价格上涨会使得企业盈利不及预期。

表 1:盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38,932.00	38,635.00	39,794.05	41,385.81	43,455.10
YoY(%)	10.40	-0.76	3.00	4.00	5.00
净利润（百万元）	5,153.00	4,739.00	5,046.27	5,459.32	5,914.45
YoY(%)	18.62	-8.03	6.48	8.19	8.34
毛利率(%)	41.36	42.64	42.70	42.70	42.70
净利率(%)	13.39	12.32	12.75	13.27	13.69
ROE(%)	17.01	14.95	14.53	14.37	14.24
EPS(摊薄/元)	1.59	1.46	1.56	1.68	1.82
P/E(倍)	18.16	19.75	18.55	17.14	15.82
P/B(倍)	3.09	2.95	2.70	2.46	2.25

资料来源：wind，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk