

证券研究报告

公司研究

点评报告

华润啤酒(0291.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523110003
邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《华润啤酒：龙头
决战高端，聚势而强》2022.7.22

华润啤酒：费用精益，利润率有望持续改善

2025年3月26日

事件：公司发布 2024 年业绩，实现营业收入 386.35 亿元，同比-0.8%，股东应占溢利 47.39 亿元，同比-8.0%。

点评：

- **啤酒吨酒收入稳提升，喜力双位数增长。**2024H2 华润啤酒实现营业收入 139.20 亿元，同比-0.37%；其中销量 453 万千升，同比-1.18%，我们认为主要同期基数较高所致。从产品结构来看，在消费环境较为疲软的情况下，公司高端化稳步推进，2024H2 千升酒收入同比+0.82%，全年来看，受益于喜力同比+20%、老雪和红爵销量翻倍增长，公司千升酒收入同比+1.5%至 3355 元，高档及以上啤酒销量同比增长 9%。
- **毛利率持续提升，成本改善贡献利润。**2024 年公司毛利率为 42.6%，同比+1.2pct，主要系原材料成本改善，千升酒成本同比持平。费用端，2024 年经营费用率同比+1.0pct 至 21.7%。综上，全年公司实现股东应占溢利 47.39 亿元，同比-8%，股东应占溢利率 12.3%，同比-1.0pct。公司继续优化产能布局，相关产能优化产生的固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用共计 3600 万元，上年同期为 1.41 亿元。此外，公司在下半年收到政府补助和土地补偿款 2.61 亿元。若不考虑关厂相关费用和土地一次性收入，公司啤酒核心 EBITDA 同比+2.4%至 78.81 亿元，利润率同比+0.7pct 至 21.6%。
- **大单品“摘要”快速增长，白酒业务毛利率提升。**2024 年公司白酒业务实现 21.49 亿元，同比+15%，其中高端大单品“摘要”销量同比+35%。利润方面，公司积极控制成本，白酒业务毛利率同比+5.6pct 至 68.5%。若扣除下半年政府补助相关项目，白酒业务的 EBITDA 同比+8%至 8.47 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司高端化逻辑在业绩端持续兑现，2025 年 1-2 月公司啤酒销量单位数增长，啤酒业务的 EBIT 增速好于收入增速。我们认为随着现饮渠道的逐渐恢复以及公司在 2025 年进一步精简费用投放，利润增长有望超出市场预期。此外，公司现金情况优秀，2024 年经营活动现金流入净额同比 67%至 69.28 亿元，为公司后续提升分红比例提供了扎实的基础。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.66、1.91、2.20 元，对应 2024 年 3 月 25 日收盘价（26.13 元/股、28.10 港币/股）市盈率 16、14、12 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动、吨酒收入或者次高端及以上产品销量不及预期、白酒业务改善不及预期

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座
邮编: 100031

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	40,064	40,569	42,523	44,721	47,595
增长率 YoY %	9.98%	1.26%	4.82%	5.17%	6.43%
归母净利润(百万元)	5,153	4,739	5,380	6,191	7,127
增长率 YoY%	18.62%	-8.03%	13.53%	15.08%	15.11%
毛利率%	41.36%	42.64%	43.72%	45.51%	47.22%
净资产收益率 ROE%	17.01%	14.95%	16.22%	17.75%	19.33%
EPS(元)	1.59	1.46	1.66	1.91	2.20
市盈率 P/E(倍)	20.00	16.08	15.76	13.69	11.90
市净率 P/B(倍)	3.41	2.40	2.56	2.43	2.30

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 25 日收盘价

附录：公司财务预测表

单位：人民币百万元

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	18,314	21,121	24,490
现金	3,816	5,964	8,445	11,316
应收账款及票据	124	132	139	148
存货	9,640	10,044	10,246	10,583
其他	2,048	2,175	2,291	2,443
非流动资产	53,680	54,000	54,278	54,709
固定资产	18,124	17,941	17,706	17,614
无形资产	28,114	28,617	29,130	29,653
其他	7,442	7,442	7,442	7,442
资产总计	69,308	72,314	75,399	79,199
流动负债	26,054	27,527	28,827	30,550
短期借款	1,168	1,168	1,168	1,168
应付账款及票据	3,249	3,385	3,453	3,567
其他	21,637	22,974	24,205	25,815
非流动负债	7,669	7,669	7,669	7,669
长期债务	681	681	681	681
其他	6,988	6,988	6,988	6,988
负债合计	33,723	35,196	36,496	38,219
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	17,602	19,071	20,783	22,777
归属母公司股东权益	31,692	33,161	34,873	36,867
少数股东权益	3,893	3,957	4,030	4,114
股东权益合计	35,585	37,118	38,903	40,981
负债和股东权益	69,308	72,314	75,399	79,199
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,846	8,431	9,213	10,257
净利润	4,739	5,380	6,191	7,127
少数股东权益	20	64	73	84
折旧摊销	1,836	2,000	1,922	1,769
营运资金变动及其他	251	988	1,026	1,277
投资活动现金流	-1,058	-2,320	-2,200	-2,200
资本支出	-1,661	-2,320	-2,200	-2,200
其他投资	603	0	0	0
筹资活动现金流	-811	-3,819	-4,387	-5,041
借款增加	1,022	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-1,739	-3,819	-4,387	-5,041
其他	-94	0	0	0
现金净增加额	4,832	2,148	2,482	2,871

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,635	41,023	43,221	46,095
其他收入	1,934	1,500	1,500	1,500
营业成本	22,160	23,089	23,553	24,328
销售费用	8,378	8,615	9,076	9,680
管理费用	3,303	3,282	3,458	3,688
研发费用	0	0	0	0
财务费用	86	-24	-67	-116
除税前溢利	6,649	7,561	8,701	10,016
所得税	1,890	2,117	2,436	2,804
净利润	4,759	5,444	6,265	7,211
少数股东损益	20	64	73	84
归母净利润	4,739	5,380	6,191	7,127
EBIT	6,735	7,537	8,634	9,899
EBITDA	8,571	9,537	10,556	11,668
EPS (元)	1.46	1.66	1.91	2.20

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.76%	6.18%	5.36%	6.65%
归属母公司净利	-8.03%	13.53%	15.08%	15.11%
获利能力				
毛利率	42.64%	43.72%	45.51%	47.22%
销售净利率	12.27%	13.11%	14.32%	15.46%
ROE	14.95%	16.22%	17.75%	19.33%
ROIC	12.88%	13.93%	15.25%	16.64%
偿债能力				
资产负债率	48.66%	48.67%	48.40%	48.26%
净负债比率	-5.53%	-11.09%	-16.96%	-23.10%
流动比率	0.60	0.67	0.73	0.80
速动比率	0.23	0.30	0.38	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.58	0.59	0.60
应收账款周转率	311.57	320.91	319.70	321.60
应付账款周转率	7.14	6.96	6.89	6.93
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.66	1.91	2.20
每股经营现金流	2.11	2.60	2.84	3.16
每股净资产	9.77	10.22	10.75	11.36
估值比率				
P/E	16.08	15.76	13.69	11.90
P/B	2.40	2.56	2.43	2.30
EV/EBITDA	8.66	8.46	7.41	6.45

备注：由于华润啤酒 2024 年业绩公告中尚未披露 2024 年现金流量表，因此报告中 2024 年现金流量表采用预测值

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。