

啤酒高端化持续推进，白酒协同稳中向前

华润啤酒 (0291. HK)

评级:	买入	股票代码:	0291
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	38.15/22.1
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	921.35
最新收盘价(港元):	28.65	自由流通市值(亿港元)	921.35
		自由流通股数(百万)	3,244.18

事件概述

公司发布公告，24 年实现营收 386.35 亿元，同比-0.8%；实现股东应占溢利 47.39 亿元，同比-8.1%；据此推算，公司 24H2 实现营收 148.91 亿元，同比-1.0%；实现股东应占溢利 0.26 亿元，同比-94.8%。此外，公司宣布派发 24 年度末期股息 0.387 元人民币/股，全年派息总额 0.76 元人民币/股，较去年同期（不含特别派息）增长 19%。

分析判断:

▶ 24 年高端化持续推进，25 年开门红增长信心

2024 年是华润啤酒的“而立之年”，高端化进程持续推进。根据年报显示，公司 24 年啤酒业务实现收入 364.86 亿元，同比-1.0%；其中 24H2 实现啤酒收入 139.20 亿元，同比-0.4%。

拆分量价来看，24 年公司实现啤酒销量 1087.4 万吨，同比-2.5%，对应吨价 3355 元，同比+1.5%；24H2 公司实现啤酒销量 452.6 万吨，同比-1.2%，对应吨价 3076 元，同比+0.9%。根据公司年报披露，在当前内外部环境多变、消费分化的存缩量波动时期，公司啤酒的营收和销量有所下滑，但两者表现均优于部分同业。

产品端来看，公司高端化发展持续发力。根据公司年报披露，高档及以上啤酒销量较去年同期录得超过 9% 增长，其中“喜力”在去年高基数的情况下仍录得接近两成增长，“老雪”、“红爵”在 24 年销量基本实现翻倍增长，高端产品“醴”销量同比增长达 35%。根据年报显示，公司在啤酒行业高端市场的影响力进一步加大，高端啤酒销量已经在行业中排在前列。次高档及以上啤酒销量同比实现单位数增长，24 年销量突破 250 万吨，中档及以上啤酒销量占比首次于全年超过 50%。公司未来将进一步丰富产品组合，推出更多高品质的小众化、多元化、个性化、健康概念等新产品，以及重塑推出部分区域经典品牌产品，积极研究开发定制酒。

此外，根据公司年报介绍，25 年前两个月初步数据显示，公司在高基数的情况下啤酒销量达单位数增长，持续推进高端化，其中“喜力”销量持续两位数快速增长。25 年的开门红为公司全年表现打好基础。在经济稳步增长、坚定落实成本管控的多重因素下，公司对 25 年啤酒业务争取营业额增长和利润恢复较快增长更有信心，整体表现维持审慎乐观的预期。

▶ 白酒稳中有进，“摘要”大单品持续突破

根据公司年报，白酒业务持续推动全国布局，重点区域突破的策略，整体业务表现稳健，24 年实现营业额 21.49 亿元，同比+4.0%，实现 EBITDA 8.47 亿元，同比+7.9%；其中 24H2 白酒业务实现营收 9.71 亿元，同比-10.9%。据年报显示，24 年高端大单品“摘要”销量同比+35%，贡献白酒业务营业额超 70%，印证了单品战略的实质成效，白酒业务的盈利能力进一步增强，向“白酒新世界的探索者”更进一步。根据中国新闻周刊显示，金沙酒业的收购和推行“大单品矩阵”策略是公司布局白酒业务的关键“两步棋”。24 年，公司将金沙酒业定位于“全面升级，重点突破”之年，发布了全新品牌主张“争上游，喝摘要”，实行品质升级、品牌升级、营销模式创新、啤白双赋能四大战略，做强上游金沙，积极构建探索白酒新世界上游的品牌密码。我们认为白酒业务调整已初显成效，未来有望在“摘要”大单品实现突破的基础上持续发展。

▶ 毛利率水平再创新高，股东回报水平提升

成本端来看，公司 24FY/24H2 毛利率分别为 42.6%/35.8%，分别同比+1.2/+1.9pct；其中啤酒业务 24FY/24H2 毛利率分别为 41.1%/33.5%，同比+0.9/+1.5pct。据公司年报披露，因持续推进的高端化业务策略，带动了平均销售价格同比上升，同时下半年受惠于原材料的成本下降，使全年和下半年每千升生产成本同比下跌，导致毛利率提升。从公司过往财务数据来看，24FY 毛利率创近年来最高水平。

费用端来看，公司 24FY/24H2 销售费用率分别为 21.7%/28.1%，分别同比+1.0/+0.5pct；24FY/24H2 管理费用率分别为 8.5%/11.9%，分别同比-0.1/+0.3pct。销售费用率水平略有提升，我们预计主因行业竞争激烈、公司收入承压规模效应减弱有关。

利润端来看，公司 24FY/24H2 净利润率分别为 12.3%/0.2%，分别同比-1.0/-3.2pct。如剔除非经营性因素影响，扣除公司产能优化所产生的固定资产减值及一次性员工补偿及安置费用及下半年政府补助和出售土地权益所得溢利的特别收入，公司 EBIT 为 63.44 亿元，同比+2.9%，EBITDA 为 86.94 亿元，同比+3.0%；其中啤酒业务实现 EBITDA 为 78.81 亿元，同比+2.4%，白酒业务 EBITDA 同比上升接近 8% 至 8.47 亿元，实际经营层面利润仍有提升。

此外，公司宣布派发 24 年度末期股息 0.387 元人民币/股，连同 24 年中报派发中期股息 0.373 元人民币/股，24 年全年派发股息 0.76 元人民币/股，分红率达 52%，每股派息额较去年同期（不含特别股息）增长 19%。我们认为啤酒行业已逐步进入成熟发展时期，对资本开支需求降低，对经营质量要求提高，因此提升股东回报有望成为头部厂商的主流选择。

投资建议

根据公司最新财务数据，我们将公司 25-26 年营业总收入的预测由 413.66/428.42 亿元下调至 400.02/413.76 亿元，新增 27 年营业总收入为 428.61 亿元的预测；将 25-26 年 EPS 为 1.73/1.87 元的预测下调至 1.60/1.73 元，新增 27 年 EPS 为 1.85 元的预测。对应 2025 年 3 月 24 日收盘价 28.65 港元/股，PE 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

啤酒行业竞争加剧，白酒行业调整幅度超预期，原材料价格波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38932.00	38635.00	40001.67	41375.55	42861.16
YoY (%)	10.40%	-0.76%	3.54%	3.43%	3.59%
归母净利润(百万元)	5153.00	4739.00	5196.70	5620.34	6011.86
YoY (%)	18.62%	-8.03%	9.66%	8.15%	6.97%
毛利率 (%)	41.36%	42.64%	44.23%	44.71%	44.98%
每股收益 (元)	1.59	1.46	1.60	1.73	1.85
ROE (%)	0.17	0.15	0.16	0.16	0.16
市盈率	19.79	15.91	16.45	15.21	14.22

资料来源：Wind，华西证券研究所（以港币计价，汇率为 1 港元=0.92 元人民币）

分析师：寇星

分析师：卢周伟

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38635.00	40001.67	41375.55	42861.16	净利润	0.00	5196.70	5620.34	6011.86
YoY (%)	-3.57%	3.54%	3.43%	3.59%	折旧和摊销	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	22160.00	22309.96	22878.42	23583.54	营运资金变动	0.00	-16.79	803.67	369.96
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	5228.88	6503.85	6477.00
销售费用	8378.00	7800.32	8068.23	8357.93	资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3303.00	3200.13	3268.67	3386.03	投资	0.00	211.50	188.25	199.88
财务费用	-83.00	-76.62	-137.29	-229.91	投资活动现金流	0.00	226.50	203.25	214.88
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	15.00	15.00	15.00	15.00	债务募资	0.00	442.25	453.88	448.06
营业利润	4794.00	6691.25	7160.23	7533.66	筹资活动现金流	0.00	-3095.61	-3394.11	-3606.69
营业外收支					现金净流量	0.00	2359.77	3312.99	3085.18
利润总额	6649.00	6782.87	7312.52	7778.57	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1890.00	1560.06	1645.32	1711.29	成长能力				
净利润	4759.00	5222.81	5667.20	6067.29	营业收入增长率	-0.76%	3.54%	3.43%	3.59%
归属于母公司净利润	4739.00	5196.70	5620.34	6011.86	净利润增长率	-8.03%	9.66%	8.15%	6.97%
YoY (%)	-8.03%	9.66%	8.15%	6.97%	盈利能力				
每股收益 (元)	1.46	1.60	1.73	1.85	毛利率	42.64%	44.23%	44.71%	44.98%
					净利率	12.27%	12.99%	13.58%	14.03%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.84%	7.32%	7.55%	7.74%
货币资金	3816.00	6175.77	9488.76	12573.94	净资产收益率 ROE	14.95%	15.56%	15.96%	16.15%
预付款项					偿债能力				
存货	9640.00	8866.81	8877.82	9262.21	流动比率	0.60	0.67	0.75	0.83
其他流动资产	26.00	0.85	1.32	1.14	速动比率	0.23	0.33	0.43	0.51
流动资产合计	15628.00	17329.89	20700.21	23975.23	现金比率	0.15	0.24	0.34	0.44
长期股权投资	1469.00	1467.50	1484.25	1491.88	资产负债率	48.66%	47.46%	47.34%	46.91%
固定资产	18124.00	18124.00	18124.00	18124.00	经营效率				
无形资产	28114.00	28114.00	28114.00	28114.00	总资产周转率	0.55	0.57	0.57	0.56
非流动资产合计	53680.00	53678.50	53695.25	53702.88	每股指标 (元)				
资产合计	69308.00	71008.39	74395.46	77678.10	每股收益	1.46	1.60	1.73	1.85
短期借款	1168.00	1610.25	2064.13	2512.19	每股净资产	9.77	10.29	10.85	11.47
应付账款及票据	3249.00	3053.14	3213.70	3270.09	每股经营现金流	0.00	1.61	2.00	2.00
其他流动负债	21410.00	20882.09	21835.07	22496.95	每股股利	0.76	1.08	1.17	1.23
流动负债合计	26054.00	26031.58	27551.45	28766.81	估值分析				
长期借款	681.00	681.00	681.00	681.00	PE	15.91	16.45	15.21	14.22
其他长期负债	6988.00	6988.00	6988.00	6988.00	PB	2.38	2.56	2.43	2.30
非流动负债合计	7669.00	7669.00	7669.00	7669.00					
负债合计	33723.00	33700.58	35220.45	36435.81					
股本	14090.00	14090.00	14090.00	14090.00					
少数股东权益	3893.00	3919.11	3965.98	4021.40					
股东权益合计	35585.00	37307.81	39175.01	41242.30					
负债和股东权益合计	69308.00	71008.39	74395.46	77678.10					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。