

“苏超”出圈刺激啤酒需求，喜力延续强势增长

核心观点

- **江苏啤酒市场领导者，受益“苏超”火爆出圈带动啤酒消费。**市场当前过度担忧禁酒令对啤酒消费的影响，导致近期啤酒板块股价回落。但实际啤酒主要以自饮、朋友聚饮为主，在政商务场景应用较少。且当前“苏超”火爆出圈，“啤酒+足球”的经典消费场景显著刺激了江苏省啤酒的消费增长，我们预计随着“苏超”全国化扩散，有望刺激各省啤酒消费需求。根据美团闪购数据，5月“苏超”开赛以来，江苏省啤酒成交额环比增长近90%，跑赢全国大盘，美团闪购上省内华润雪花、青岛啤酒等品牌销量均明显增加。其中，我们认为华润啤酒作为江苏省啤酒市场龙头以及旗下喜力品牌作为“苏超”官方供应商之一，有望充分受益“苏超”带动的啤酒消费场景的复苏。
- **高管减持影响已消化，预计25Q2中高端产品延续强势增长。**此前公司董事会主席侯总连续减持股票，引发市场对公司经营管理变动以及业绩表现的悲观预期。但我们认为华润啤酒作为央企子公司，公司治理及决策体系成熟，无需过度担忧减持对公司经营的影响。同时，根据酒业家披露，华润啤酒今年4-5月整体仍延续增长趋势。其中，喜力作为公司结构升级的主力大单品，1-5月销量增速仍有20%，在竞品百威持续调整阶段，有望进一步拓展其在10-12元价格带的高端份额，引领公司结构持续升级。
- **渠道多元化，积极拥抱即时零售渠道。**当前餐饮渠道呈现多元化趋势，“线上下单+30分钟送达”的便捷购物体验使即时零售逐步成为啤酒行业重要的增长渠道。歪马送酒等即时零售平台的发展，使啤酒品牌可以突破竞对在线下渠道的封锁。华润啤酒积极拥抱即时零售渠道，25年与歪马送酒战略合作，通过优化供给、提升高端产品覆盖率来强化在酒水专营店、闪电仓等新渠道的竞争力，有望补充增长动力。

盈利预测与投资建议

- 基于当前消费复苏情况，对25年下调收入、毛利率。我们预测公司25-27年每股收益分别为1.62、1.75、1.86元（原预测25年为2.18元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为25年的19倍市盈率，以港元兑人民币汇率0.91计算，对应目标价为33.69港元，维持买入评级。

风险提示

次高档及以上产品销售不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、白酒业务减值风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,932	38,635	39,835	41,247	42,430
同比增长(%)	10.40%	-0.76%	3.10%	3.55%	2.87%
营业利润(百万元)	4,427	4,700	5,327	5,827	6,232
同比增长(%)	32.35%	6.17%	13.34%	9.38%	6.96%
归属母公司净利润(百万元)	5,153	4,739	5,255	5,684	6,050
同比增长(%)	18.62%	-8.03%	10.89%	8.16%	6.43%
每股收益(元)	1.59	1.46	1.62	1.75	1.86
毛利率(%)	41.36	42.64	43.67	44.34	44.86
净利率(%)	13.39	12.32	13.25	13.84	14.32
净资产收益率(%)	17.01	14.95	15.82	16.31	16.53
市盈率(倍)	13.69	14.89	13.43	12.41	11.66
市净率(倍)	2.33	2.23	2.12	2.02	1.93

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年06月20日）	24 港元
目标价格	33.69 港元
52 周最高价/最低价	35.42/21.25 港元
总股本/流通 H 股（万股）	324,418/324,418
H 股市值（百万港币）	77,860
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 06 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.61	-7.43	-15.45	-11.53
相对表现%	-2.09	-6.79	-12.6	-39.86
恒生指数%	-1.52	-0.64	-2.85	28.33



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

相关报告

结构提升盈利增长，23 年圆满收官	2024-03-26
啤酒结构持续升级，加速推进啤白双赋能	2023-08-18

投资建议

基于当前消费复苏情况，对 25 年下调收入、毛利率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.62、1.75、1.86 元（原预测 25 年为 2.18 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 25 年的 19 倍市盈率，以港元兑人民币汇率 0.91 计算，对应目标价为 33.69 港元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
燕京啤酒	000729	13.15	0.51	0.61	0.71	25.90	21.56	18.49
重庆啤酒	600132	54.82	2.63	2.75	2.87	20.85	19.91	19.10
青岛啤酒	600600	71.11	3.54	3.84	4.12	20.09	18.54	17.27
百威亚太	01876	7.38	0.42	0.45	0.50	17.48	16.32	14.71
珍酒李渡	06979	5.49	0.46	0.52	0.61	12.05	10.57	8.93
调整后平均						19.00	18.00	17.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 6 月 20 日收盘价）

风险提示

- **次高档及以上产品销售不及预期风险。**次高档及以上等产品销量增长是公司未来业绩增长的核心逻辑，若因为经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期、公司产品高端化低于预期等因素导致次高档及以上产品销售不及预期，将对公司业绩产生负面影响。
- **原材料价格大幅上涨风险。**玻璃瓶、易拉罐、大麦等成本占比较高，若原材料成本大幅提升，公司提价、结构升级以及费用投放减少无法完全对冲成本涨幅，将对盈利带来负面影响。
- **行业竞争加剧风险。**在高端化趋势下，各啤酒主要玩家均积极布局高端赛道，若行业竞争加剧，费用及促销增加，将对公司利润造成一定拖累。
- **白酒业务减值风险。**当前白酒业务受禁酒令影响，若业绩大幅低于预期，存在减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,141	15,628	18,237	23,276	28,740
现金	5,520	3,842	6,628	11,367	16,577
应收票据及应收账款合计	124	124	129	134	138
其他应收款	0	0	260	269	277
预付账款	1,147	1,041	1,352	1,400	1,440
存货	9,502	9,640	8,919	9,124	9,298
其他流动资产	848	981	948	982	1,010
非流动资产	54,383	53,680	51,534	48,944	45,911
长期投资	1,451	1,469	1,469	1,469	1,469
固定资产	16,294	18,124	16,254	15,174	13,734
无形资产	12,220	11,308	9,632	8,122	6,529
其他非流动资产	24,418	22,779	24,179	24,179	24,179
资产总计	71,524	69,308	69,771	72,220	74,651
流动负债	24,364	26,054	24,975	25,758	26,414
短期借款	931	1,168	0	0	0
应付票据及应付账款合计	2,959	3,249	3,252	3,327	3,390
其他流动负债	20,474	21,637	21,723	22,430	23,023
非流动负债	12,986	7,669	7,669	7,669	7,669
长期借款	4,181	681	681	681	681
其他非流动负债	8,805	6,988	6,988	6,988	6,988
负债合计	37,350	33,723	32,644	33,427	34,083
少数股东权益	3,879	3,893	3,915	3,939	3,965
股本	14,090	14,090	15,090	16,090	17,090
资本公积	16,205	17,602	16,602	15,602	14,602
留存收益	0	0	1,519	3,163	4,912
归属母公司股东权益	30,295	31,692	33,211	34,855	36,604
负债和股东权益	71,524	69,308	69,771	72,220	74,651

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4149	6928	9050	10034	10672
净利润	5214	4759	5277	5708	6076
折旧摊销	2277	2350	4946	5390	5833
财务费用	244	94	24	-7	-25
其他经营现金流	-3586	-275	-1198	-1057	-1212
投资活动现金流	-9687	-2135	-1335	-1262	-1185
资本支出	-304	4630	2800	2800	2800
其他投资现金流	-9383	-6765	-4135	-4062	-3985
筹资活动现金流	927	-6494	-4928	-4034	-4276
短期借款	419	237	-1168	0	0
长期借款	3593	-3500	0	0	0
其他筹资现金流	-3085	-3231	-3760	-4034	-4276
现金净增加额	-4611	-1701	2786	4738	5211

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	38932	38635	39835	41247	42430
销售成本	22829	22160	22440	22957	23394
其他费用	0	0	0	0	0
销售费用	8065	8378	8638	8945	9201
管理费用	3362	3303	3406	3526	3627
财务费用	244	94	24	-7	-25
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	-5	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业利润	4427	4700	5327	5827	6232
其他非经营损益	2651	1949	2046	2149	2256
税前利润	7078	6649	7373	7975	8488
所得税	1864	1890	2096	2267	2413
税后利润	5214	4759	5277	5708	6076
归属于非控制股东利润	61	20	22	24	26
归属于母公司股东利润	5153	4739	5255	5684	6050
EBITDA	9599	9093	12343	13358	14297
NOPLAT	3441	3431	3830	4165	4443
EPS(元)	1.59	1.46	1.62	1.75	1.86

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.40	-0.76	3.10	3.55	2.87
净利润(%)	19.86	-8.73	10.89	8.16	6.43
获利能力					
毛利率(%)	41.36	42.64	43.67	44.34	44.86
净利率(%)	13.39	12.32	13.25	13.84	14.32
ROE(%)	17.01	14.95	15.82	16.31	16.53
ROIC(%)	16.01	9.11	10.23	11.85	13.78
偿债能力					
资产负债率(%)	52.22	48.66	46.79	46.28	45.66
流动比率	0.70	0.60	0.73	0.90	1.09
速动比率	0.28	0.19	0.34	0.51	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.56	0.57	0.57	0.57
应收账款周转率	313.97	311.57	307.98	307.98	307.98
每股指标 (元)					
每股收益	1.59	1.46	1.62	1.75	1.86
每股经营现金流	1.28	2.14	2.79	3.09	3.29
每股净资产	9.34	9.77	10.24	10.74	11.28
估值比率					
EV/EBITDA	32.94	34.60	26.96	26.21	25.66
P/E	13.69	14.89	13.43	12.41	11.66
P/B	2.33	2.23	2.12	2.02	1.93

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。