

消费

收盘价
港元 28.28

目标价
港元 35.90个

潜在涨幅
+26.9%

2025 年 8 月 20 日

华润啤酒 (291 HK)

2025 上半年业绩优于预期，盈利能力改善；重申买入

- ④ **2025 上半年业绩优于预期，盈利能力改善：**2025 上半年公司录得收入/归母净利润同比增长 0.8%/23.0%至 239.4 亿/57.9 亿元（人民币，下同），利润优于市场预期，主要受益于啤酒业务结构升级、原材料成本红利的释放及“三精”战略下的有效费用管控。期内，公司整体毛利率/调整后 EBITDA 率同比提升 2.0/3.1 个百分点至 48.9%/34.8%。鉴于盈利能力的改善，我们小幅调整了公司 2025-27 年的利润预测，基于 2026 年 18 倍预测市盈率，上调公司目标价至 35.90 港元。华润啤酒是我们啤酒行业的**首选**公司，我们持续看好公司啤酒高端化的长期发展逻辑，短期在整体行业温和增长背景下，公司有望持续展现经营韧性。重申**买入**评级。
- ④ **啤酒业务稳健发展，高端化趋势延续：**上半年公司啤酒业务收入同比增长 2.6%至 231.6 亿元，增长主要由销量驱动，销量/均价同比提升 2.2%/0.4%。尽管整体销量增速乏力，高端化趋势仍在继续，上半年次高及以上产品销量录得同比中至高单位数的增长，其中喜力品牌销量增长超过 20%。啤酒业务的盈利能力改善明显，毛利率/调整后 EBITDA 率同比提升 2.5/3.4 个百分点至 48.3%/35.1%，成本节省和费用管控效果明显。
- ④ **白酒业务仍处于调整期：**白酒业务上半年收入同比大幅下滑 33.7%至 7.8 亿元，反映出商务宴请场景持续受到挑战。毛利率仍稳定在 65%左右，但经调整 EBITDA 率同比下降 7.2 个百分点至 27.9%。白酒业务短期来看仍或会承压，下半年公司将继续聚焦大众品、光瓶酒等的产品开发，推动价格体系重塑，并借助啤酒渠道拓展中低端白酒产品的覆盖。
- ④ **更新盈利预测，重申买入评级：**考虑到公司盈利能力改善和行业整体销售趋势偏弱，我们小幅下调了公司 2025-27 年的收入预测 1-5%，同时上调了 2025-27 年的 EBITDA 率/净利润率预测 0.9-1.8/0-1.5 个百分点。

财务数据一览

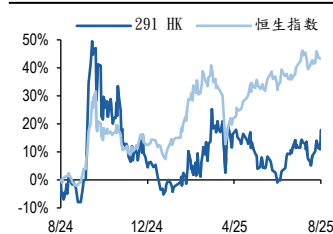
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	38,932	38,635	39,239	40,271	41,183
同比增长(%)	10.4	-0.8	1.6	2.6	2.3
净利润(百万人民币)	5,153	4,739	5,807	6,013	6,397
每股盈利(人民币)	1.59	1.46	1.79	1.85	1.97
同比增长(%)	18.6	-8.0	22.5	3.6	6.4
前EPS预测值(人民币)			1.69	1.91	1.88
调整幅度(%)			6.1	-3.2	5.2
市盈率(倍)	16.3	17.8	14.5	14.0	13.2
每股账面净值(人民币)	9.34	9.77	10.48	11.13	11.73
市账率(倍)	2.78	2.66	2.48	2.33	2.21
股息率(%)	3.6	2.9	4.1	4.6	5.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(港元)	35.85
52周低位(港元)	22.10
市值(百万港元)	91,745.41
日均成交量(百万)	39.83
年初至今变化(%)	12.00
200天平均价(港元)	26.30

资料来源：FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

图表 1: 华润啤酒主要财务预测

同比增长%	2023A 实际	2024A 实际	2025E 预测	2026E 预测	2027E 预测
销售	10.4%	-0.8%	1.6%	2.6%	2.3%
- 啤酒	4.5%	-1.0%	2.5%	2.5%	2.1%
- 白酒		4.0%	-15.0%	5.0%	5.0%
毛利	18.7%	2.3%	5.0%	4.5%	4.1%
- 啤酒	9.2%	1.3%	7.0%	4.4%	4.0%
- 白酒		13.1%	-15.6%	5.8%	5.8%
EBIT (除一次性项目)	30.0%	-6.9%	16.6%	8.6%	6.9%
净利润	18.6%	-8.0%	22.5%	3.6%	6.4%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 华润啤酒之啤酒业务运营数据拆分

同比增长%	2023A 实际	2024A 实际	2025E 预测	2026E 预测	2027E 预测
混合平均零售价	4.0%	1.5%	0.6%	0.9%	0.7%
销量增长	0.5%	(2.5%)	1.9%	1.6%	1.4%
- 次高档及以上 (8 元以上)	18.9%	9.0%	7.5%	6.0%	5.0%
- 中档及以下 (8 元以下)	(3.8%)	(4.2%)	0.0%	0.0%	0.0%
销量占比					
- 次高档及以上 (8 元以上)	22.4%	25.1%	26.4%	27.6%	28.6%
- 中档及以下 (8 元以下)	77.6%	74.9%	73.6%	72.4%	71.4%

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 3: 盈利预测变化

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	39,239	39,436	-0.5%	40,271	41,636	-3.3%	41,183	43,365	-5.0%
啤酒	37,412	36,230	3.3%	38,353	36,792	4.2%	39,169	37,793	3.6%
白酒	1,827	3,206	-43.0%	1,918	4,845	-60.4%	2,014	5,571	-63.9%
毛利润	17,298	17,196	0.6%	18,080	18,641	-3.0%	18,826	19,619	-4.0%
毛利率	44.1%	43.6%	0.5ppts	44.9%	44.8%	0.1ppts	45.7%	45.2%	0.5ppts
EBITDA	10,299	9,761	5.5%	10,620	10,613	0.1%	11,159	10,967	1.8%
EBITDA 利润率	26.2%	24.8%	1.5ppts	26.4%	25.5%	0.9ppts	27.1%	25.3%	1.8ppts
归母净利润	5,807	5,474	6.1%	6,013	6,210	-3.2%	6,397	6,084	5.2%
净利润率	14.8%	13.9%	0.9ppts	14.9%	14.9%	0.0ppts	15.5%	14.0%	1.5ppts

资料来源: 交银国际预测

图表 4：交银国际预测 vs. VA 一致预期

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异
营业收入	39,239	39,750	-1.3%	40,271	41,016	-1.8%	41,183	42,317	-2.7%
啤酒	37,412	37,444	-0.1%	38,353	38,430	-0.2%	39,169	39,545	-1.0%
白酒	1,827	2,296	-20.4%	1,918	2,580	-25.6%	2,014	2,827	-28.8%
销量-啤酒(百万千升)	11,078	10,994	0.8%	11,254	11,078	1.6%	11,409	11,167	2.2%
平均售价-啤酒(元/千升)	3,377	3,406	-0.9%	3,408	3,470	-1.8%	3,433	3,542	-3.1%
毛利润	17,298	17,325	-0.2%	18,080	18,173	-0.5%	18,826	19,038	-1.1%
毛利率	44.1%	43.6%	0.5ppts	44.9%	44.3%	0.6ppts	45.7%	45.0%	0.7ppts
EBITDA	10,299	9,787	5.2%	10,620	10,482	1.3%	11,159	11,088	0.6%
EBITDA 利润率	26.2%	24.6%	1.6ppts	26.4%	25.6%	0.8ppts	27.1%	26.2%	0.9ppts
归母净利润	5,807	5,401	7.5%	6,013	5,933	1.4%	6,397	6,392	0.1%
净利润率	14.8%	13.6%	1.2ppts	14.9%	14.5%	0.5ppts	15.5%	15.1%	0.4ppts

资料来源：Visible Alpha 预测，交银国际预测

图表 5：华润啤酒 (291 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	280.80	300.00	6.8%	2025 年 06 月 25 日	潮流玩具
1876 HK	百威亚太	买入	8.51	10.15	19.3%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	28.28	35.90	26.9%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.35	22.91	40.1%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	27.21	33.30	22.4%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.67	12.30	41.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.59	4.00	-12.9%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.60	13.40	-51.4%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	13.41	10.40	-22.4%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.90	116.00	96.9%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	25.30	36.52	44.3%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	72.68	87.22	20.0%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	47.06	52.96	12.5%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.18	22.64	-6.4%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.92	2.79	-4.5%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	39.48	46.42	17.6%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	97.50	110.20	13.0%	2025 年 07 月 16 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.47	16.28	-11.9%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.24	2.98	-8.1%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	38,932	38,635	39,239	40,271	41,183
主营业务成本	(22,829)	(22,160)	(21,941)	(22,190)	(22,356)
毛利	16,103	16,475	17,298	18,080	18,826
销售及管理费用	(11,427)	(11,681)	(11,667)	(11,571)	(11,834)
其他经营净收入/费用	2,651	1,934	1,840	1,866	1,910
经营利润	7,327	6,728	7,471	8,374	8,903
财务成本净额	(244)	(94)	(102)	(102)	(102)
应占联营公司利润及亏损	(5)	15	620	0	0
税前利润	7,078	6,649	7,988	8,272	8,800
税费	(1,864)	(1,890)	(2,157)	(2,233)	(2,376)
非控股权益	(61)	(20)	(25)	(25)	(27)
净利润	5,153	4,739	5,807	6,013	6,397
作每股收益计算的净利润	5,153	4,739	5,807	6,013	6,397

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,520	3,816	4,394	5,388	6,120
有价证券	0	26	26	26	26
应收账款及票据	1,506	1,646	1,671	1,715	1,754
存货	9,502	9,640	9,545	9,653	9,725
其他流动资产	613	500	500	500	500
总流动资产	17,141	15,628	16,136	17,282	18,125
物业、厂房及设备	16,294	18,124	19,348	20,604	21,888
无形资产	29,026	28,114	28,114	28,114	28,114
长期应收收入	9,063	7,442	7,442	7,442	7,442
总长期资产	54,383	53,680	54,904	56,160	57,444
总资产	71,524	69,308	71,039	73,442	75,569
短期贷款	931	1,168	1,168	1,168	1,168
应付账款	22,755	24,583	23,967	24,239	24,421
其他短期负债	678	303	303	303	303
总流动负债	24,364	26,054	25,438	25,710	25,892
长期贷款	4,181	681	681	681	681
其他长期负债	8,805	6,988	6,988	6,988	6,988
总长期负债	12,986	7,669	7,669	7,669	7,669
总负债	37,350	33,723	33,107	33,379	33,561
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备及其他资本项目	16,205	17,602	19,925	22,029	23,949
股东权益	30,295	31,692	34,015	36,119	38,039
非控股权益	3,879	3,893	3,918	3,943	3,970
总权益	34,174	35,585	37,932	40,062	42,008

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	7,372	7,219	8,661	8,939	9,440
折旧及摊销	1,565	1,617	1,633	1,676	1,714
营运资本变动	(3,479)	106	(546)	120	70
税费	(1,309)	(2,014)	(2,157)	(2,233)	(2,376)
经营活动现金流	4,149	6,928	7,592	8,502	8,849
资本开支	(2,520)	(2,813)	(2,857)	(2,932)	(2,998)
投资活动	(9,709)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	2,742	978	169	195	239
投资活动现金流	(9,487)	(1,835)	(2,688)	(2,737)	(2,760)
负债净变动	3,151	(3,263)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,914)	(3,369)	(3,484)	(3,909)	(4,478)
其他融资活动现金流	(310)	138	(97)	(97)	(97)
融资活动现金流	927	(6,494)	(3,582)	(4,006)	(4,575)
汇率收益/损失	(77)	(3)	0	0	0
年初现金	10,208	5,520	3,816	4,394	5,388
年末现金	5,520	3,816	4,394	5,388	6,120

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.588	1.461	1.790	1.854	1.972
全面摊薄每股收益	1.588	1.461	1.790	1.854	1.972
每股股息	0.936	0.760	1.074	1.205	1.380
每股账面值	9.338	9.769	10.485	11.134	11.725
利润率分析(%)					
毛利率	41.4	42.6	44.1	44.9	45.7
EBITDA利润率	23.7	23.1	26.2	26.4	27.1
EBIT利润率	17.9	17.0	20.2	20.3	21.0
净利率	13.2	12.3	14.8	14.9	15.5
盈利能力(%)					
ROA	8.0	6.7	8.3	8.3	8.6
ROE	16.8	13.6	15.8	15.4	15.6
ROIC	15.7	12.5	16.0	15.1	15.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	(37.9)	(94.9)	(100.5)	(103.7)	(108.9)
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转天数	149.8	156.6	156.6	156.6	156.6
应收账款周转天数	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应付账款周转天数	46.7	46.7	46.7	46.7	46.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。