

买入
高端化发展延续，盈利能力提升
华润啤酒 (291.HK)

2025-08-20 星期三

【投资要点】

 目标价: **35.0 港元**

 现价: **28.28 港元**

 预计升幅: **23.8%**
重要数据

日期	2025-8-19
收盘价 (港元)	28.28
总股本 (亿股)	32.44
总市值 (亿港元)	917.45
净资产 (亿元)	400.62
总资产 (亿元)	711.85
52 周高低 (港元)	21.6/36.0
每股净资产 (元)	11.16

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

华润集团 (啤酒) 有限公司 51.67%

相关报告

华润啤酒(291.HK)首发报告-20190703

华润啤酒(291.HK)更新报告-20200403

华润啤酒(291.HK)更新报告-20200820

华润啤酒(291.HK)更新报告-20210125

华润啤酒(291.HK)更新报告-20210820

华润啤酒(291.HK)更新报告-20220427

华润啤酒(291.HK)更新报告-20220818

华润啤酒(291.HK)更新报告-20230327

华润啤酒(291.HK)更新报告-20250321

研究部

姓名: 冯浩

SFC: BU780

电话: 0755-21519167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

➤ 高端化战略和“三精”主义卓有成效

公司 2025 上半年实现营收 239.42 亿元, 同比增长 0.8%; EBIT 为 76.91 亿, 同比增长 20.8%; 归母净利润为 57.89 亿元, 同比增长 23.0%。公司上半年有搬迁补偿协议确认的 8.27 亿收益及一次性固定资产减值及员工补偿安置费用 2.41 亿, 若剔除特别项目, EBIT 为 71.05 亿元, 同比增长 11.3%。

➤ 啤酒业务坚持高端化战略, 成本红利显现

2025 上半年啤酒业务收入 231.61 亿元, 同比增长 2.6%; 啤酒销量实现 648.7 万吨, 同比上升 2.2%。公司高端化战略持续推进, 平均销售价格同比上升 0.4%至 3570 元/吨, 主要受高端产品增长带动, 公司普高档及以上啤酒销量同比增长 10% (喜力销量+20%, 老雪销量+70%、红爵销量+100%); 毛利率受益于产品结构优化及成本红利, 同比上升 2.5 个百分点至 48.3%。

➤ 啤白双赋能, 积极调整策略

2025 上半年白酒业务收入 7.81 亿元, 同比下滑 33.70%, 其中高端大单品「摘要」销量贡献白酒业务营业额接近八成。白酒业务 EBITDA 同比下滑 47.1%至 2.18 亿元。面对白酒行业深度调整, 公司坚持啤白双赋能战略, 积极调整策略, 推动价格重塑和更大力度费用管控, 集中发展「摘要」、「金沙」和光瓶酒产品, 积极增加中档和光瓶酒产品覆盖和销售。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 35.0 港元/股

公司坚守高端化和“三精”战略, 叠加成本红利, 盈利能力有望持续改善。考虑上半年公司利润包含一次性的深圳总部基地贡献, 以及白酒业务尚处于调整阶段, 我们小幅调整盈利预测, 预期 25-27 年公司实现归母净利润 56.46/57.02/62.14 亿元, 给予 35.0 港元/股目标价, 对应 2025 年 18.4 倍 PE, 较现价有 23.8%的涨幅空间, 给予“买入”评级。

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	38,932	38,635	39,267	39,966	40,796
同比增长 (%)	10.4%	-0.8%	1.6%	1.8%	2.1%
毛利率	41.4%	42.6%	43.7%	44.2%	44.9%
归母净利润	5,153	4,739	5,646	5,702	6,214
同比增长 (%)	18.6%	-8.0%	19.1%	1.0%	9.0%
净利润率	13.2%	12.3%	14.4%	14.3%	15.2%
每股盈利	1.59	1.46	1.74	1.76	1.92
PE@28.28HKD	16.2	17.7	14.8	14.7	13.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

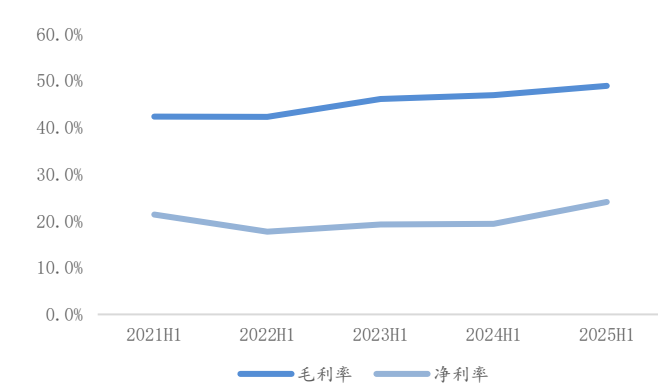
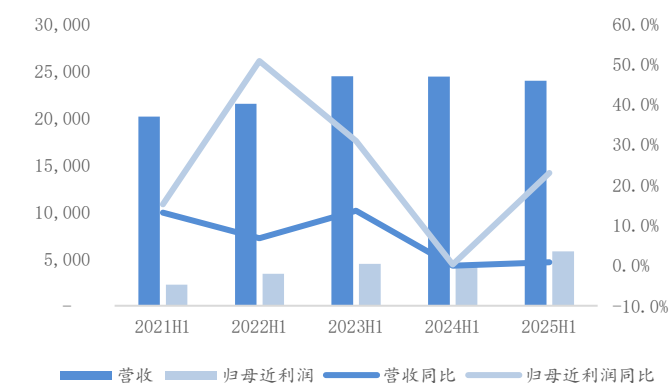
➤ 高端化战略和“三精”主义卓有成效

公司 2025 上半年实现营收 239.42 亿元，同比增长 0.8%；EBIT 为 76.91 亿，同比增长 20.8%；归母净利润为 57.89 亿元，同比增长 23.0%。公司上半年有搬迁补偿协议确认的 8.27 亿收益及一次性固定资产减值及员工补偿安置费用 2.41 亿，若剔除特别项目，EBIT 为 71.05 亿元，同比增长 11.3%。

受益于啤酒业务高端化战略的持续发展和原材料采购成本的节约，2025 上半年毛利率同比上升 2.0 个百分点至创新高的 48.9%。「精简、精益、精细」策略持续落地，公司销售费用率同比下降 2 个百分点至 15.6%，归母净利率同比增长 4.4 个百分点至 24.2%。

图 1：公司收入和归母净利润情况（单位：百万元）

图 2：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 啤酒业务坚持高端化战略，成本红利显现

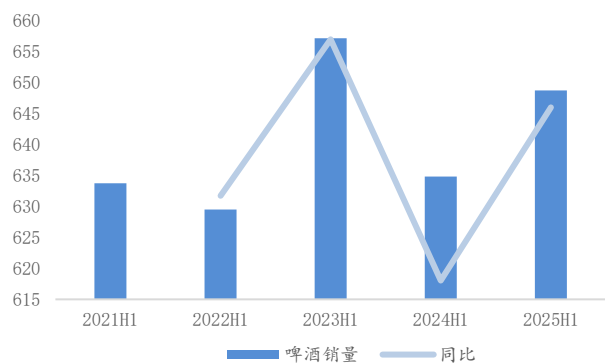
2025 上半年啤酒业务收入 231.61 亿元，同比增长 2.6%；啤酒销量实现 648.7 万吨，同比上升 2.2%。公司高端化战略持续推进，平均销售价格同比上升 0.4% 至 3570 元/吨，主要受高端产品增长带动，公司普高档及以上啤酒销量同比增长 10%（喜力销量+20%，老雪销量+70%、红爵销量+100%）；毛利率受益于产品结构优化及成本红利，同比上升 2.5 个百分点至 48.3%。

新产品方面，公司积极拥抱新消费趋势，开发德式小麦啤酒、茶啤如黄山毛峰和信阳毛尖、果啤、青稞啤酒、海南啤酒等特色产品，满足个性化和差异化的消费需求。

新渠道方面，公司在线业务快速发展，已与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒等平台达成战略合作，2025 上半年在线业务和实时零售业务整体

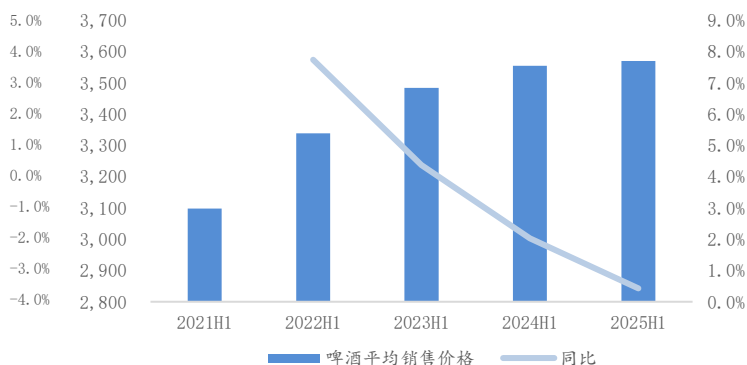
商品交易总额（GMV）分别同比增长接近四成和五成。公司亦探索新的业务模式，积极推动定制、代加工业务快速发展。

图 3：公司啤酒销量及增速（单位：万吨）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司啤酒平均销售价格及增速（单位：元/吨）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

► 啤白双赋能，积极调整策略

2025 上半年白酒业务收入 7.81 亿元，同比下滑 33.70%，其中高端大单品「摘要」销量贡献白酒业务营业额接近八成。白酒业务 EBITDA 同比下滑 47.1%至 2.18 亿元，EBIT 为-1.5 亿，同比转亏。

面对白酒行业深度调整，公司坚持啤白双赋能战略，积极调整策略，推动价格重塑和更大力度费用管控，集中发展「摘要」、「金沙」和光瓶酒产品，推动宴席等场所消费，积极增加中档和光瓶酒产品覆盖和销售。公司下半年重点工作：「摘要」价值体系重塑，设定价格调节机制和兜底条款，正向价格体系不倒挂；计划推出 100-300 产品以及光瓶酒。当前白酒业务减值正在评估，如果下半年改革成功回补上半年缺口，则不必要减值。

► 给予“买入”评级，目标价 35.0 港元/股

公司坚守高端化和“三精”战略，叠加成本红利，盈利能力有望持续改善。考虑上半年公司利润包含一次性的深圳总部基地贡献，以及白酒业务尚处于调整阶段，我们小幅调整盈利预测，预期 25-27 年公司实现归母净利润 56.46/57.02/62.14 亿元，给予 35.0 港元/股目标价，对应 2025 年 18.4 倍 PE，较现价有 23.8%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：啤酒行业估值比较（20250819）

公司名称	代码	市值（亿人民币）	收盘价 (原始币种)	营业收入增速		归母净利润增速		PE	
				FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
百威亚太	1876.HK	1028	8.5	-8.9%	-1.1%	-14.8%	1.2%	17.6	19.6
青岛啤酒	600600.SH	786	67.9	-5.3%	2.5%	1.8%	9.9%	16.5	13.3
燕京啤酒	000729.SZ	344	12.2	3.2%	5.9%	63.7%	42.2%	32.2	22.9
重庆啤酒	600132.SH	268	55.4	-1.2%	1.2%	-16.6%	10.2%	27.4	21.8
珠江啤酒	002461.SZ	234	10.6	6.6%	7.3%	30.0%	20.3%	27.0	24.0
惠泉啤酒	600573.SH	30	12.2	5.4%	2.5%	33.6%	21.8%	43.4	38.5
华润啤酒	0291.HK	837	28.3	-0.8%	1.6%	-8.0%	19.1%	17.7	14.8

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原材料成本上涨超出预期；
2. 市场竞争超出预期；
3. 消费恢复不及预期；
4. 白酒业务发展不达预期或出现商誉减值。

【财务报表摘要】

损益表（人民币 百万元，财务年度截至12月31日）						财务分析					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	38,932	38,635	39,267	39,966	40,796	盈利能力					
营业成本	(22,829)	(22,160)	(22,096)	(22,296)	(22,469)	毛利率 (%)	41.4%	42.6%	43.7%	44.2%	44.9%
毛利	16,103	16,475	17,171	17,670	18,327	净利率 (%)	13.2%	12.3%	14.4%	14.3%	15.2%
销售费用	(8,065)	(8,378)	(8,482)	(8,553)	(8,690)						
管理费用	(3,362)	(3,303)	(3,299)	(3,277)	(3,344)	营运表现					
EBIT	6,961	6,574	7,701	7,519	7,966	存货周转天数	152	159	159	159	159
其他损益净额	117	75	190	439	692	应收账款周转天数	14	16	16	16	16
税前盈利	7,078	6,649	7,891	7,958	8,658	应付账款周转天数	364	405	405	405	405
所得税	(1,864)	(1,890)	(2,225)	(2,236)	(2,424)						
净利润	5,214	4,759	5,666	5,722	6,234	偿债能力					
少数股东损益	-61	-20	-20	-20	-20	资产负债率	52.2%	48.7%	45.3%	44.0%	42.6%
归母净利润	5153	4739	5646	5702	6214	流动比率	0.70	0.60	0.76	0.92	1.10
EPS	1.59	1.46	1.74	1.76	1.92	速动比率	0.31	0.23	0.37	0.53	0.71
资产负债表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金	5,520	3,816	7,075	11,165	15,616	除税前利润	7,078	6,649	7,891	7,958	8,658
应收账款及票据	1,506	1,646	1,673	1,703	1,738	折旧及摊销	2,277	2,350	2,241	2,239	2,210
存货	9,502	9,640	9,626	9,712	9,788	其他经营活动	(5,206)	(2,071)	(2,008)	(1,832)	(2,043)
流动资产合计	17,141	15,628	18,900	23,106	27,668	经营性现金流	4,149	6,928	8,123	8,366	8,825
固定资产	19,523	21,174	20,163	19,947	19,708						
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806	资本开支	(2,520)	(2,333)	(547)	(1,340)	(1,239)
其他无形资产	8,991	8,258	7,575	6,892	6,159	其他投资活动	(7,167)	0	0	0	0
非流动资产合计	54,383	53,680	51,986	51,087	50,115	投资性现金流	(9,687)	(2,333)	(547)	(1,340)	(1,239)
总资产	71,524	69,308	70,886	74,193	77,783						
应付帐款	22,755	24,583	24,512	24,734	24,926	已付股息	(1,911)	(3,036)	(2,468)	(2,936)	(3,136)
短期银行贷款	931	1,168	0	0	0	其他融资活动	2,838	(3,263)	(1,849)	0	0
流动负债合计	24,364	26,054	24,815	25,037	25,229	融资性现金流	927	(6,299)	(4,317)	(2,936)	(3,136)
长期贷款	4,181	681	0	0	0						
递延税项负债	4,391	2,986	2,986	2,986	2,986						
其他非流动负债	4,325	3,928	4,228	4,528	4,828	现金变化	(4,611)	(1,704)	3,259	4,090	4,451
总负债	37,350	33,723	32,103	32,625	33,117	期初持有现金	10,208	5,520	3,816	7,075	11,165
股东权益	34,174	35,585	38,783	41,568	44,666	期末持有现金	5,520	3,816	7,075	11,165	15,616

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>