

华润啤酒 (00291. HK)

2025 年上半年啤酒业务量价利齐升，白酒业务承压

优于大市

核心观点

华润啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 营业额 239.4 亿元，同比+0.8%；股东应占溢利 57.9 亿元，同比+22.8%；核心 EBIT（剔除搬迁补偿收益、关厂相关资产减值及员工补偿安置费用）71.1 亿元，同比+11.3%。

啤酒业务营业收入：量价齐升，产品结构继续优化。1H25 营业额同比+2.5%，其中销量同比+2.2%，吨价同比+0.4%。销量增长主要受益于公司积极拥抱非现饮及新零售渠道、春节期间消费需求较好、去年末库存消化至低位。吨价维持正增长，主要系产品结构持续提升，次高档及以上产品销量增长中至高单位数、占比持续提升，其中喜力在去年高基数情况下销量增速仍超 20%，老雪销量同比增长超 70%，红爵销量同比翻倍。

啤酒业务盈利能力：结构优化、成本红利、降费增效共促盈利能力强化。1H25 毛利率同比+2.5pt 至 48.3%，主要受益于产品结构优化，以及原材料采购成本下降。此外，受益于“三精主义”策略的落地，啤酒业务经营费用率降幅超 1pt。啤酒业务核心 EBIT 同比+14.0%，核心 EBIT 率同比+3.1pt。

白酒业务：收入下滑，利润压力加剧。1H25 营业额 7.8 亿元，同比-33.7%，主要受行业深度调整影响，尤其是 Q2 白酒消费场景受到相关政策影响。毛利率同比持平，但核心 EBITDA/EBIT 同比-7.2/-23.5pt，核心 EBITDA/EBIT 同比-47.2%/转亏，预计主要系收入规模下降导致固定费用、折旧摊销摊薄能力显著减弱。但白酒业务收入占公司总收入的比例为 3.3%，对公司整体业绩的影响较小。

盈利预测及投资建议：公司高端产品喜力维持高速增长、次高端及以上增长点增多，且终端及大众价格带产品恢复量增趋势，成长动力更加充足。我们看好公司啤酒业务竞争优势进一步增强。考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，但 2025 年公司利润端受益于搬迁补偿相关收益，且降本增效举措推进速度较快带动费用率下降，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测、上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 388.2/398.6/409.6 亿元（前预测值 394.8/403.7/413.3 亿元），同比+0.5%/+2.7%/+2.8%；实现归母净利润 59.0/59.6/64.1 亿元（前预测值 52.0/55.4/58.7 亿元），同比+24.4%/+1.0%/+7.6%；当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍。考虑到当前公司估值处于历史低位附近，并低于其他啤酒龙头，且公司坚持现金分红，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,932	38,635	38,821	39,856	40,962
(+/-%)	10.4%	-0.8%	0.5%	2.7%	2.8%
归母净利润(百万元)	5153	4739	5895	5956	6410
(+/-%)	18.6%	-8.0%	24.4%	1.0%	7.6%
每股收益(元)	1.61	1.47	1.83	1.85	1.99
EBIT Margin	18.8%	17.5%	20.8%	20.4%	21.4%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	15.0%	17.2%	16.2%	16.4%
市盈率 (PE)	16.4	18.0	14.4	14.2	13.2
EV/EBITDA	13.4	13.8	12.7	12.6	11.8
市净率 (PB)	2.82	2.70	2.49	2.33	2.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

食品饮料 · 非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	28.28 港元
总市值/流通市值	91745/91745 百万港元
52 周最高价/最低价	35.42/21.25 港元
近 3 个月日均成交额	341.62 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润啤酒 (00291. HK) -2024 年啤酒销量承压，内生盈利能力持续提升》——2025-05-07
- 《华润啤酒 (00291. HK) -啤酒业务销量下滑均价提升，盈利能力仍有强化》——2024-08-21
- 《华润啤酒 (00291. HK) 》——2024-03-21
- 《华润啤酒 (00291. HK) -国内啤酒龙头，续战高端、降本增效》——2024-02-04

华润啤酒公布 2025 年半年度业绩：1H25 营业额 239.4 亿元，同比+0.8%；股东应占溢利 57.9 亿元，同比+22.8%；核心 EBIT（剔除搬迁补偿收益、关厂相关资产减值及员工补偿安置费用）71.1 亿元，同比+11.3%。同时公司公布中期派息方案，拟派发中期股息每股 0.464 元，中期派息率 26%，同比持平。

啤酒业务营业收入：量价齐升，产品结构继续优化。1H25 营业额同比+2.5%，其中销量同比+2.2%，吨价同比+0.4%。销量增长主要受益于公司积极拥抱非现饮及新零售渠道、春节期间消费需求较好、去年末库存消化至低位。吨价维持正增长，主要系产品结构延续提升，次高档及以上产品销量增长中至高单位数、占比持续提升，其中喜力在去年高基数情况下销量增速仍超 20%，老雪销量同比增长超 70%，红爵销量同比翻倍；普高档及以上销量同比增速超 10%。

啤酒业务盈利能力：结构优化、成本红利、降费增效共促盈利能力强化。1H25 毛利率同比+2.5pt 至 48.3%，主要受益于产品结构优化，以及原材料采购成本下降。此外，受益于“三精主义”策略的落地，啤酒业务经营费用率降幅超 1pt。啤酒业务核心 EBIT 同比+14.0%，核心 EBIT 率同比+3.1pt，盈利能力显著提升。

白酒业务：收入下滑，利润压力加剧。1H25 营业额 7.8 亿元，同比-33.7%，主要受行业深度调整影响，尤其是 Q2 白酒消费场景受到相关政策影响。毛利率同比持平，但核心 EBITDA/EBIT 同比-7.2/-23.5pt，核心 EBITDA/EBIT 同比-47.2%/转亏，预计主要系收入规模下降导致固定费用、折旧摊销摊薄能力显著减弱。但白酒业务收入占公司总收入的比例为 3.3%，对公司整体业绩的影响较小。

盈利预测及投资建议：得益于公司在 2024 年率先开启一系列战略调整动作，今年以来，渠道体系更加多元、立体，尤其是新零售渠道已取得较大突破，产品方面，高端喜力维持高速增长、次高端及以上增长点增多，且终端及大众价格带产品恢复量增趋势，成长动力更加充足。我们看好公司啤酒业务竞争优势进一步增强。考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，但 2025 年公司利润端受益于搬迁补偿相关收益，且降本增效举措推进速度较快带动费用率下降，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测、上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 388.2/398.6/409.6 亿元（前预测值 394.8/403.7/413.3 亿元），同比+0.5%/+2.7%/+2.8%；实现归母净利润 59.0/59.6/64.1 亿元（前预测值 52.0/55.4/58.7 亿元），同比+24.4%/+1.0%/+7.6%；EPS 分别为 1.83/1.85/1.99 元；当前股价对应 PE 分别为 14/14/13 倍。考虑到当前公司估值处于历史低位附近，并低于其他啤酒龙头，且公司坚持现金分红，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39,476	40,370	41,328	38,821	39,856	40,962	-655	-514	-366
收入同比增速%	2.2%	2.3%	2.4%	0.5%	2.7%	2.8%	-1.7%	0.4%	0.4%
毛利率%	43.1%	43.2%	43.3%	44.2%	44.9%	45.5%	1.1%	1.7%	2.3%
销售费用率%	21.6%	21.3%	20.8%	20.4%	20.3%	20.3%	-1.2%	-1.0%	-0.5%
归母净利率%	13.2%	13.7%	14.2%	15.2%	14.9%	15.6%	2.0%	1.2%	1.4%
归母净利润（百万元）	5,196	5,544	5,869	5,895	5,956	6,410	699	411	540
归母净利润同比增速%	9.6%	6.7%	5.9%	24.4%	1.0%	7.6%	14.8%	-5.7%	1.8%

EPS (元) 1.61 1.72 1.82 1.83 1.85 1.99 0.22 0.13 0.17

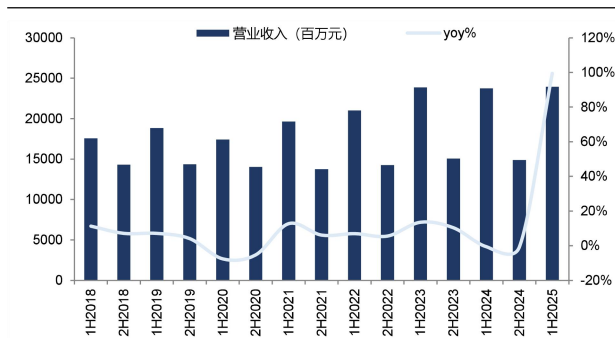
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 8 月 19 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
0291. HK	华润啤酒	14.4	26.36	1.83	1.85	14.5	14.4	855	优于大市
600600. SH	青岛啤酒	20.8	67.94	3.49	3.75	19.4	18.1	927	优于大市
600132. SH	重庆啤酒	24.8	55.36	2.61	2.70	21.2	20.5	268	优于大市
000729. SZ	燕京啤酒	24.6	12.20	0.56	0.67	21.9	18.3	344	优于大市
002461. SZ	珠江啤酒	27.6	10.57	0.44	0.49	24.1	21.5	234	优于大市

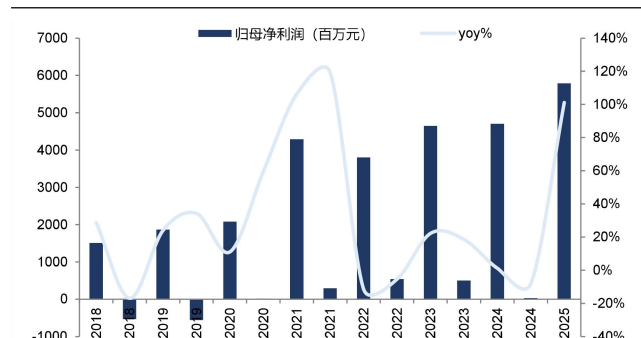
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值已换算成以 RMB 计

图1: 华润啤酒半年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



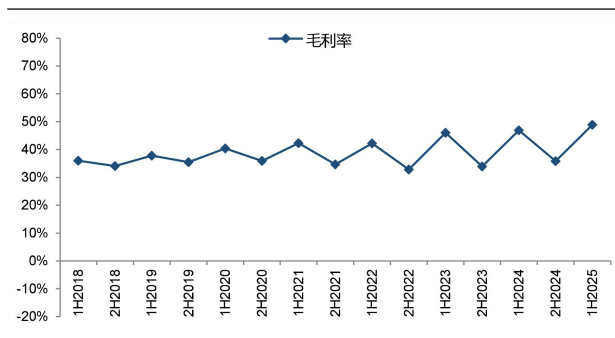
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华润啤酒半年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



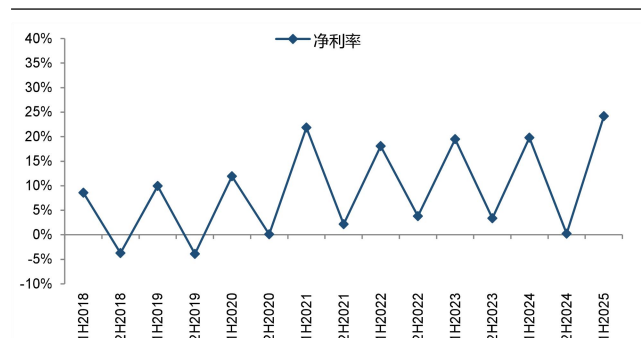
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 华润啤酒半年度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华润啤酒半年度净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5520	3842	6000	8934	11482	营业收入	38932	38635	38821	39856	40962
应收款项	1506	1646	1595	1638	1683	营业成本	22829	22160	21676	21953	22315
存货净额	9502	9640	10096	10225	10393	毛利	16103	16475	17145	17903	18647
其他流动资产	613	500	502	516	530	销售费用	8065	8378	7920	8091	8315
流动资产合计	17141	15628	18194	21313	24089	管理费用	3362	3303	3688	3507	3441
固定资产	16294	18124	18476	18650	18652	财务费用	244	94	34	15	15
无形资产及商誉	8991	8258	7855	7452	7049	其他经营收入	2651	1934	1936	1808	1840
长期股权投资	3728	2193	2193	2237	2282	其他收益	(67)	(5)	15	613	15
其他非流动资产	3884	3780	3356	3387	3409	利润总额	7078	6649	8052	8113	8731
资产总计	71524	69308	71398	74364	76806	所得税费用	1864	1890	2110	2109	2270
短期借款	931	1168	468	468	468	少数股东损益	61	20	48	48	52
应付款项	22755	24583	25299	25863	26044	归属于母公司净利润	5153	4739	5895	5956	6410
其他流动负债	678	303	303	303	303						
流动负债合计	24364	26054	26070	26634	26815						
长期借款及应付债券	4181	681	81	81	81						
其他长期负债	4414	4002	4002	4002	4002						
长期负债合计	12986	7669	7069	7069	7069						
负债合计	37350	33723	33139	33703	33884						
少数股东权益	3879	3893	3914	3934	3952						
股东权益	30295	31692	34345	36727	38970	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益总计	71524	69308	71398	74364	76806	净利润	5153	4739	5895	5956	6410
						折旧摊销	2277	2350	1737	1815	1887
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(352)	858	354	372	(52)
每股收益	1.61	1.47	1.83	1.85	1.99	其它	(2929)	(1019)	14	33	37
每股红利	1.03	0.83	1.00	1.10	1.28	经营活动现金流	4149	6928	8000	8176	8282
每股净资产	9.34	9.77	10.59	11.32	12.01	资本开支	(2520)	(2813)	(1600)	(1500)	(1400)
ROIC	23%	19%	25%	23%	23%	其它投资现金流	(7167)	678	300	300	300
ROE	17%	15%	17%	16%	16%	投资活动现金流	(9687)	(2135)	(1300)	(1200)	(1100)
毛利率	41%	43%	44%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	21%	20%	21%	长期借款	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	24%	25%	25%	26%	短期借款	3151	(3263)	(1300)	0	0
收入增长	10%	-1%	0%	3%	3%	支付股利	(1911)	(3363)	(3242)	(3573)	(4166)
净利润增长率	19%	-8%	24%	1%	8%	融资活动现金流	927	(6494)	(4542)	(3573)	(4166)
资产负债率	58%	54%	52%	51%	49%	现金净变动	(4688)	(1678)	2158	3402	3016
息率	3.6%	2.9%	3.5%	3.9%	4.5%	货币资金的期初余额	10208	5520	3842	6000	8934
P/E	16.4	18.0	14.4	14.2	13.2	货币资金的期末余额	5520	3842	6000	9402	11950
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2	企业自由现金流	4799	5221	6459	6701	6908
EV/EBITDA	13	14	13	13	12	权益自由现金流	4306	5286	6525	6812	7063

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032