

公司報告

华润啤酒 (291 HK)

增长回归；估值滞后

- 上半年业绩表现稳健，销量、产品结构及利润率提供支撑
- 当前估值较历史均值仍具吸引力，折让约为40%
- 维持增持，目标价基于26年中期10.0倍EV/EBITDA估值

上半年稳健增长验证公司高端化驱动的发展路径

我们重申对华润啤酒的增持评级。公司25年上半年业绩表现验证了我们在3月上调评级的判断。整体运营与我们预期高度一致：啤酒销量同比增长2.6%，主要受销量增长(+2.2%)及产品结构优化带动。核心品牌喜力、雪花和Amstel销量分别实现同比增长超过20%、70%和100%，进一步印证我们对公司持续推进高端化战略的判断。啤酒业务毛利率同比提升2.5个百分点至48.3%，创历史新高；经常性EBIT利润率同比扩大3.1个百分点至31.4%，主要受产品结构优化及单位成本下降（同比-4%）共同驱动。白酒板块表现疲弱（销售收入同比下降34%，EBIT-1.52亿元人民币），符合预期，且并非我们投资逻辑的核心。值得关注的是，经营现金流同比增长6%至63.7亿元人民币，支撑中期每股股息（DPS）同比提升24%至0.464元人民币，派息率维持稳定在26%，显示公司具备同时实现再投资与股东回报的能力。当前股价对应26年中期EV/EBITDA仅为7.3倍，远低于过去五年约15倍的历史均值。在销量、产品结构及利润率等关键驱动因素的可见度持续提升的背景下，我们认为最新业绩进一步确认了华润啤酒正步入一个更具盈利能力和资本效率的增长周期。我们维持增持评级。

分析师电话会要点

- **价格：**尽管高端产品增长强劲，但受基数较大的销量影响，平均售价（ASP）整体持平。公司持续聚焦于产品结构升级及零售渠道扩展，以推动未来ASP的提升。
- **喜力：**公司有望在25年实现80万吨的销量目标。品牌采取扩张举措如全国范围的产品推广、高影响力的品牌营销活动，以及持续提升零售渠道渗透率，以增强品牌价值和消费者认知。
- **品牌组合：**喜力领跑增长，但纯生和Super X的表现也在持续增强，其中Super X正在进行产品升级。随着政策压力缓解及运营改善，白酒业务逐步企稳。

盈利调整、估值与风险

- 我们小幅下调了25/26年收入预测，并相应调低销售费用，以反映上半年实际表现。我们净利润预测相应分别上调约4%/1%。
- 目标价基于26年中期10.0倍前瞻EV/EBITDA估值（此前为10.5倍），为自2019年以来平均估值的-1个标准差水平。
- 在我们的估值模型中，白酒业务暂未计入估值。
- **主要风险：**多雨天气、餐饮行业破产率加速上升，以及次高端及以上啤酒销售进一步放缓。

盈利预测及估值

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	38,932	38,635	39,945	40,947	42,301
同比增长	10.4%	-0.8%	3.4%	2.5%	3.3%
可归属净利润	5,153	4,739	5,812	6,189	6,630
摊薄每股盈利 (人民币元)	1.59	1.46	1.79	1.91	2.04
同比增长	1.0%	0.1%	20.5%	6.7%	7.3%
EV/EBITDA (倍)	9.6x	9.4x	7.5x	7.1x	6.7x
ROE	14.9%	13.1%	15.1%	14.8%	14.7%
净负债 (现金) / 股东权益	-1.2%	-5.6%	-5.0%	-5.3%	-5.3%

资料来源：公司资料、招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年8月19日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

最新变动

上半年业绩超预期

增持

前次评级	增持
股价 (2025年8月19日)	28.5港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	33.5港元 (+20.0%)
前次目标价	33.0港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 8 月 19 日

%	1m	6m	12m
291 HK	5.1	10.9	16.9
恒生指数	1.5	9.8	43.4

行业：消费

恒生指数 (2025年8月19日)	25,094
国企指数 (2025年8月19日)	9,178

重要数据

52周股价区间 (港元)	21.6 - 39.2
市值 (百万港元)	92,459
日均成交量 (百万股)	30.57
每股净资产 (人民币)	10.13

主要股东

华润集团	51.7%
总股数 (百万股)	3,244
自由流通量	48.3%

资料来源：彭博

相关报告

1. CR Beer (291 HK) - At the tipping point; Upgrade to BUY (增持) (2025/3/18)
2. 华润啤酒 (291 HK) - 股价已消化上半年业绩；关注三季度潜在复苏 (增持) (2024/7/17)
3. 华润啤酒 (291 HK) - 高端化趋势延续；提升利润率 (增持) (2024/4/8)

2025 年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 2025 年上半年收入同比增长 0.8% 至 239.4 亿元人民币，主要受啤酒销量增长 2.6% 带动，但被白酒收入下降 33.7% 所抵消。
- 毛利同比增长 5.1% 至 117.0 亿元人民币；受原材料成本下降及效率提升影响，毛利率同比提升 2.0 个百分点至 48.9%。
- 息税前利润 (EBIT) 同比增长 21% 至 76.9 亿元人民币；受成本节约和高端化推动，EBIT 利润率提升 5.1 个百分点至 32.1%。
- 息税折旧摊销前利润 (EBITDA) 同比增长 19% 至 89.2 亿元人民币；EBITDA 利润率提升至 37.3% (+5.5 个百分点)。
- 归属于股东的净利润 (PAS) 同比增长 23% 至 57.9 亿元人民币；净利润率提升 4.3 个百分点至 24.2%。
- 中期每股股息 (DPS) 同比增长 24%，达到 0.464 元人民币/股；派息率稳定在 26%。

营运资金与库存

- 强劲经营现金流 (63.7 亿元人民币) 支持了更高的分红及稳健的资产负债表。
- 资本性支出同比下降 57% 至 6.9 亿元人民币，反映公司投资克制。
- 扣除资本性支出后的净现金同比增长 29% 至 56.8 亿元人民币。
- 库存指标未明确披露，但利润率的提升显示出营运资金管理有效，高端产品动销良好。

按业务分部划分的收入构成

啤酒

- 收入同比增长 2.6% 至 231.6 亿元人民币，受益于高端产品占比提升及价格稳定。
- 销量同比增长 2.2% 至 649 万千升 (即 64.9 亿升)；ASP 提升 0.4% 至 3,570 元人民币/千升。
- 毛利同比增长 8% 达到 111.8 亿元人民币；毛利率创历史新高，达到 48.3% (+2.5 个百分点)。
- EBITDA (不含特殊项目) 同比增长 13.6% 至 81.3 亿元人民币；利润率提升至 35.1% (+3.4 个百分点)。
- EBIT 达到 72.8 亿元人民币，同比增长 14%；利润率上升至 31.4% (+3.1 个百分点)。
- 高端化进程持续推进，次高端及以上产品实现强劲销量增长：
 - 喜力销量同比增长 20%
 - 老雪同比增长 70%
 - Amstel 同比增长 100%
- 线上/即时零售 GMV 同比增长约 40–50%；与阿里巴巴、京东、美团、饿了么的合作进一步加强渠道覆盖。

图1：我们追踪的中国主要啤酒厂季度销售数据

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
CR Beer	+teens%	+MSD%	-MSD%	+LSD%	+LSD%	-LSD%	-LSD%	Flattish	+MSD%	+LSD%
Bud APAC (China OSG)	10.9%	19.6%	8.7%	11.1%	-2.7%	-15.2%	-16.1%	-20.1%	-12.7%	-6.4%
Tsingtao	16.3%	8.2%	-4.6%	-3.4%	-5.2%	-8.9%	-5.3%	6.7%	2.9%	+LSD%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

白酒

- 受行业结构性调整影响，收入同比下降 33.7% 至 7.81 亿元人民币。
- EBITDA 同比下降 47.2% 至 2.18 亿元人民币；利润率降至 27.9%（下降 7.2 个百分点）。
- 管理层仍专注于长期定位、数字化及单一品牌矩阵战略。
- 作为“白酒新世界的探索者”战略的一部分，持续投资于质量体系、供应链及全渠道扩展。

品牌战略与产品管线

啤酒（华润啤酒 + 喜力中国）

- 战略：深化高端化，推动数字化，拓展合同制造及特色啤酒等新模式。
- 主要产品上市：Ken 14（国产大麦）、德式小麦啤酒、茶啤、果啤及青稞啤酒。
- 喜力®定位于 12-15 元人民币价格带；华润啤酒致力于在高端市场实现高市占率。
- 在“三精”战略（精简、精益、精准）下，线上零售与物流现代化持续推进。
- 截至 2025 年 6 月，62 家在运营工厂总产能为 1,920 万千升。

白酒

- 战略：打造全国高端品牌 + “1+1+N”矩阵（1 个高端、1 个中低端、N 个区域品牌）。
- 聚焦数字化转型、智能制造和 CRM，以支持长期增长。
- 投资重点：供应链升级、智能工厂推广和数字化营销工具。

分析师电话会议问答要点

- **定价策略。**管理层详细阐述了公司平均售价 (ASP) 表现背后的驱动因素及未来定价策略。尽管 2025 年上半年华润啤酒的 ASP 在高端产品强劲增长的情况下保持相对稳定，管理层解释称，这主要由于公司基数较大——高端产品虽增长迅速，但在总销量中占比仍然较小。高端、中端及大众市场各细分领域均实现了广泛增长，从而稀释了 ASP 的提升。展望未来，管理层重申“增长优先”战略，计划通过进一步优化产品结构及在三大价格带强化零售渠道执行力，推动 ASP 提升。
- **喜力增长路线图。**华润啤酒确认该品牌有望在 2025 年实现 80 万吨产量，这一里程碑将触发更有利的特许权使用费条款。尽管特许权使用费节省的具体财务细节仍属保密，管理层强调喜力在“十五五”规划中的核心作用，以及其对规模和价值感知的双重关注。在地域布局方面，喜力将继续推进全国扩张；在产品层面，华润啤酒将通过超级品牌日等高影响力活动提升品牌资产；在渠道方面，将通过新零售和现场活动深化消费者互动，提升饮用体验。
- **股息及每股收益展望。**投资者对每股收益和股息可持续性的担忧也得到了回应。管理层澄清，尽管 2025 年上半年受益于一次性土地处置收益，公司历来保持中期与末期股息的均衡分配。当前 26% 的派息率将在年末根据全年盈利和现金流情况进行审议。他们还认为，随着运营效率和高端产品贡献的持续提升，全年每股收益 (EPS) 有望超出上半年的简单倍增。
- **品牌组合战略。**管理层强调，Super 和 X 均实现增长，后者正在进行产品升级，并与区域品牌合作，以巩固其在 8-10 元人民币价格带的市场地位。针对纯生，计划通过推出白啤、IPA 和小麦啤酒等产品，扩展产品组合，以应对精酿及特色啤酒日益激烈的竞争。在白酒板块，管理层依然保持谨慎，但指出自 8 月以来价格和政策有所企稳。目前贵州金沙的商誉减值风险仍可控，具体取决于下半年战略执行成效及更广泛的政策环境。

图2: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	39,945	40,947	42,301	40,070	41,260	42,685	-0.3%	-0.8%	-0.9%
Gross Profit	17,328	18,083	19,008	17,381	18,219	19,177	-0.3%	-0.7%	-0.9%
Recurring EBIT	7,864	8,382	8,986	7,567	8,278	8,893	3.9%	1.3%	1.0%
Net profit	5,812	6,189	6,630	5,595	6,114	6,562	3.9%	1.2%	1.0%
Gross Margin	43.4%	44.2%	44.9%	43.4%	44.2%	44.9%	0ppt	0ppt	0ppt
Recur.EBIT Margin	19.7%	20.5%	21.2%	18.9%	20.1%	20.8%	0.8ppt	0.4ppt	0.4ppt
Net margin	14.6%	15.1%	15.7%	14.0%	14.8%	15.4%	0.6ppt	0.3ppt	0.3ppt

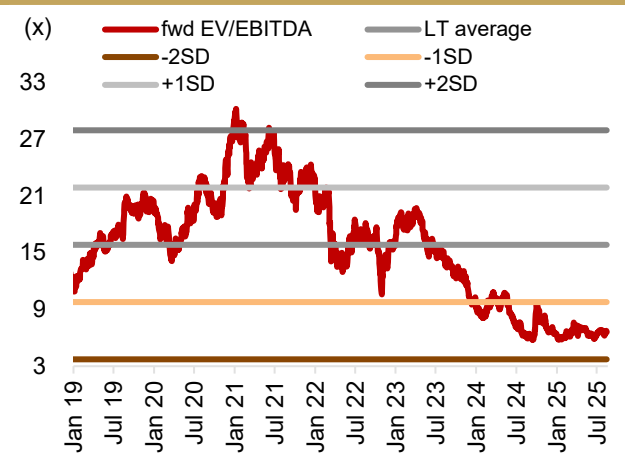
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 招证对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	39,945	40,947	42,301	39,750	41,015	42,317	0.5%	-0.2%	0.0%
Gross Profit	17,328	18,083	19,008	17,325	18,173	19,038	0.0%	-0.5%	-0.2%
EBIT	7,864	8,382	8,986	7,452	8,112	8,708	5.5%	3.3%	3.2%
Net profit	5,812	6,189	6,630	5,401	5,933	6,392	7.6%	4.3%	3.7%
Gross Margin	43.4%	44.2%	44.9%	43.6%	44.3%	45.0%	-0.2ppt	-0.1ppt	-0.1ppt
EBIT Margin	19.7%	20.5%	21.2%	18.7%	19.8%	20.6%	0.9ppt	0.7ppt	0.7ppt
Net margin	14.6%	15.1%	15.7%	13.6%	14.5%	15.1%	1ppt	0.6ppt	0.6ppt

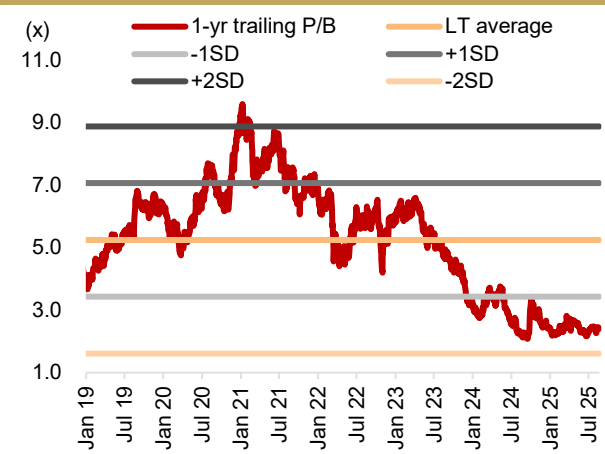
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 前瞻EV/EBITDA水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

图5: P/E水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	19,523	21,174	22,796	23,996	24,924
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806
递延税资产	3,728	2,193	2,193	2,193	2,193
公允价值金融资产	3,716	3,672	3,672	3,672	3,672
其他非流动性资产	10,610	9,835	9,102	8,369	7,636
非流动性资产总值	54,383	53,680	54,569	55,036	55,231
库存	9,502	9,640	9,838	9,946	10,133
贸易及其他应收账款	1,506	1,646	1,702	1,745	1,802
现金及现金等价物	5,520	3,816	3,765	4,075	4,255
其他流动性资产	613	526	526	526	526
流动性资产总值	17,141	15,628	15,831	16,291	16,716
资产总值	71,524	69,308	70,400	71,327	71,947
贸易及其他应付款项	22,755	24,583	22,306	20,045	17,230
短期贷款	931	1,168	1,168	1,168	1,168
租赁负债	84	76	76	76	76
应付税项	594	227	227	227	227
流动负债	24,364	26,054	23,777	21,516	18,701
长期借款	4,181	681	681	681	681
租赁负债	89	74	74	74	74
递延税项负债	4,181	681	681	681	681
其他非流动负债	4,325	3,928	3,928	3,928	3,928
非流动负债	12,986	7,669	7,669	7,669	7,669
总负债	37,350	33,723	31,446	29,185	26,370
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	16,205	17,602	20,946	24,108	27,515
非控股权益	3,879	3,893	3,918	3,944	3,972
权益总额	34,174	35,585	38,954	42,142	45,576
权益与负债总额	71,524	69,308	70,400	71,327	71,947

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	7,078	6,649	7,973	8,491	9,095
财务成本	-122	-229	-229	-229	-229
出售资产所得亏损(收益)	157	0	0	0	0
折旧与摊销	-2,277	-2,350	-2,562	-2,682	-2,796
营运资金变动	-1,241	1,550	-2,531	-2,412	-3,059
已付所得税	-1,864	-1,890	-2,137	-2,276	-2,437
经营活动现金流	4,149	6,928	5,867	6,485	6,395
资本支出	-2,520	-3,489	-3,315	-3,149	-2,991
收购公司	-9,709	0	0	0	0
其他	2,542	1,156	-136	0	0
投资活动现金流	-9,687	-2,333	-3,450	-3,149	-2,991
已付股息	-1,911	-3,036	-2,468	-3,027	-3,223
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资(偿还)	4,012	-3,263	0	0	0
其他	-1,174	0	0	0	0
融资活动现金流	927	-6,299	-2,468	-3,027	-3,223
净现金流	-4,611	-1,704	-51	310	180

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	38,932	38,635	39,945	40,947	42,301
销售成本	-22,829	-22,160	-22,616	-22,864	-23,293
毛利	16,103	16,475	17,328	18,083	19,008
其他收入	2,285	1,780	1,840	1,887	1,949
销售费用	-8,065	-8,378	-7,989	-8,189	-8,460
行政费用	-3,362	-3,303	-3,315	-3,399	-3,511
经营利润	6,961	6,574	7,864	8,382	8,986
财务成本	122	229	229	229	229
其他收益(费用)	-5	-154	-120	-120	-120
税前利润	7,078	6,649	7,973	8,491	9,095
所得税开支	-1,864	-1,890	-2,137	-2,276	-2,437
净利润	5,214	4,759	5,837	6,215	6,658
非控股权益	-61	-20	-25	-26	-28
本公司拥有人应占利润	5,153	4,739	5,812	6,189	6,630
摊薄每股盈利(人民币)	1.59	1.46	1.79	1.91	2.04
每股股息(人民币)	0.94	0.76	0.93	0.99	1.06

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	10.4%	-0.8%	3.4%	2.5%	3.3%
毛利	18.7%	2.3%	5.2%	4.4%	5.1%
经营利润	12.9%	2.9%	20.2%	6.7%	7.3%
净利润	18.6%	-8.0%	22.6%	6.5%	7.1%
每股盈利	18.6%	-8.0%	22.6%	6.5%	7.1%
利润率					
毛利率	41.4%	42.6%	43.4%	44.2%	44.9%
调整后经营利润率	17.9%	17.0%	19.7%	20.5%	21.2%
净利润率	13.2%	12.3%	14.6%	15.1%	15.7%
流动性					
应收账款天数	14.1	15.6	15.6	15.6	15.6
库存天数	151.9	158.8	158.8	158.8	158.8
应付账款天数	363.8	404.9	360.0	320.0	270.0
现金周转天数	-197.8	-230.6	-185.7	-145.7	-95.7
现金流与杠杆率					
自由现金流	1,629	3,439	2,553	3,337	3,403
净负债率	-1.2%	-5.6%	-5.0%	-5.3%	-5.3%
股息分配比率	58.9%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
股息率	3.6%	2.9%	3.6%	3.8%	4.1%
回报分析					
ROE	14.9%	13.1%	15.1%	14.8%	14.7%
ROA	7.1%	6.5%	8.1%	8.5%	9.0%
ROIC	20.7%	19.0%	19.9%	18.8%	18.0%
BVPS	9.3	9.8	10.8	11.8	12.8
估值倍数					
EV/EBITDA	9.6x	9.4x	7.5x	7.1x	6.7x
P/E	16.5x	17.9x	14.6x	13.7x	12.8x
P/B	2.8x	2.7x	2.4x	2.2x	2.0x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828