

买入

2025年8月20日

高端化持续兑现，盈利质量跃升

- 营收稳健、盈利创新高：**2025年上半年集团实现综合营收239.4亿元，同比微增+0.8%；归母净利润达57.9亿元，同比劲增+23%，刷新历史同期纪录。核心财务指标全面突破：EBIT、EBITDA分别实现+19%/21%增长，经营性现金流达63.7亿元创疫情后新高。值得关注的是，在剔除深圳总部资产处置等非经常性损益后，核心业务仍保持两位数盈利增速，展现经营质量的实质性提升。董事会维持26%派息比例，每股股息同比增幅+24%，凸显管理层对股东回报的重视。考虑到集团现金流创造能力强及资本开支下行周期，我们预计未来三年派息率有望逐步向60%+迈进。
- 啤酒业务高端化兑现，量价齐升超行业水平：**啤酒业务实现销量648.7万千升，同比增长2.2%，营业额231.6亿元，同比增长+2.6%；毛利率提升+2.5pct至48.3%，不计特别项目EBIT与归母净利润分别同比增长+13.8%/+17.3%。高端化是核心引擎：普高档及以上产品销量增长逾+10%，其中喜力增长逾+20%，老雪、红爵分别增长逾+70%与翻倍。吨成本下降-4.2%（麦芽、包装物价格回落），叠加费用率预计下降-1pct，带动该业务EBITDA利润率提升+3.4pct。线上及即时零售GMV分别增长+40%/+50%左右，渠道数字化成效显著。产能端进一步精简，期内关闭山东2家酒厂、新增福建厦门部分产能，产能利用率预计提升约+3pct左右，为后续盈利释放留足空间。
- 白酒业务受行业调整拖累，啤白双赋能蓄势长期发展：**白酒业务营业额7.8亿元，同比下降-33.7%，主因行业深度调整及政策影响，不计特别项目EBITDA同比下降1.95亿元（-47.2%），但对集团整体影响有限。集团已启动稳价、重塑摘要价格体系、加码100-300元光瓶酱酒及线上渠道铺设，预计后续跌幅有望趋缓。尽管集团白酒业务短期承压，金沙品牌仍具备品牌与渠道协同潜力，静待啤白双赋能战略逐步兑现。
- 毛利率新高，费用率持续优化：**受益产品结构优化及成本费用管控，集团综合毛利率攀升+2pct至48.9%高位，经调整EBITDA率提升0.8pct至22.5%。2025年将坚定推进高端化，管理层锚定“三精策略”（组织精简/成本精益/业务精细），进一步提升管理效率和竞争力，预计未来整体费用率呈下降趋势，故集团利润有望实现较快增长。
- 目标价35.00港元，买入评级：**我们维持华润啤酒“买入”评级，目标价35.00港元，对应2025年18倍市盈率。核心逻辑：1) 啤酒高端化空间仍大，公司将继续发力8-10元次高端，喜力、纯生、SuperX三驾马车持续放量，带动ASP与利润率双升；2) 成本端下行趋势延续，叠加数字化费用优化，盈利弹性充足；3) 现金充沛、派息稳健，为下行周期提供防御属性。
- 重要风险：**1) 啤酒高端化不及预期；2) 白酒业务不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 经济修复不及预期；5) 食品安全。

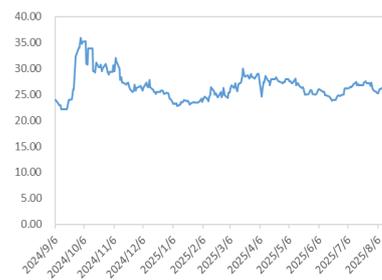
黎航荣
wayne.li@firstshanghai.com.hk
852 2522 2101
主要数据

行业	啤酒/消费
股价	28.28 港元
目标价	35.00 港元 (+31.5%)
股票代码	291
总股本	32.44 亿股
港股市值	917.45 亿港元
52周高/低	35.42/21.25 港元
每股净资产	12.236 港元
主要股东	华润集团 (51.91%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测	
营业额(百万元)	38,932.0	38,635.0	38,945.0	39,875.9	40,705.8	
	变动(%)	10.4%	-0.8%	0.8%	2.4%	2.1%
归母净利润(百万元)	5,153.0	4,739.0	5,846.3	6,105.4	6,598.3	
	变动(%)	18.6%	-8.0%	23.4%	4.4%	8.1%
基本每股收益(元)	1.59	1.46	1.80	1.88	2.03	
市盈率@28.28港元(倍)	16.37	17.83	14.45	13.83	12.80	
每股股息(元)	0.94	0.76	0.99	1.13	1.22	
股息现价比(%)	3.6%	2.9%	3.8%	4.3%	4.7%	

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027		2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业额	38,932.0	38,635.0	38,945.0	39,875.9	40,705.8	盈利能力					
销售成本	(22,829.0)	(22,160.0)	(21,740.4)	(21,602.7)	(21,445.8)	毛利率	41%	43%	44%	46%	47%
毛利	16,103.0	16,475.0	17,204.7	18,273.1	19,260.1	归母净利润率	13%	12%	15%	15%	16%
其他收入	2,651.0	1,934.0	1,947.3	1,595.0	1,546.8	运营表现					
销售及分销费用	(8,065.0)	(8,378.0)	(8,167.6)	(8,095.8)	(8,284.1)	SG&A/收入	29%	30%	30%	28%	28%
行政及其他费用	(3,362.0)	(3,303.0)	(3,388.4)	(3,201.7)	(3,265.8)	实际税率	26%	28%	28%	28%	28%
营业利润	7,327.0	6,728.0	7,596.0	8,570.7	9,257.0	股息支付率	59%	52%	55%	60%	60%
财务成本	(244.0)	(94.0)	(86.1)	(87.7)	(89.2)	贸易及其他应收款项周转天数	19	15	15	15	15
税项	(1,864.0)	(1,890.0)	(2,309.0)	(2,411.3)	(2,606.0)	存货周转天数	79	90	90	90	90
净利润	5,214.0	4,759.0	5,814.0	6,071.7	6,561.8	应付票据及应付账款周转天数	366	390	400	410	420
归母净利润	5,153.0	4,739.0	5,846.3	6,105.4	6,598.3	财务状况					
少数股东损益	61.0	20.0	(32.3)	(33.7)	(36.5)	资产负债率	52%	49%	53%	51%	48%
基本每股收益	1.6	1.5	1.8	1.9	2.0	总资产/股本	209%	195%	213%	202%	192%
增速						ROE	17%	14%	18%	19%	18%
收入 (%)	10.4%	-0.8%	0.8%	2.4%	2.1%	ROA	8%	7%	9%	9%	9%
净利润 (%)	18.6%	-8.0%	23.4%	4.4%	8.1%	现金流量表					
归母净利润 (%)	18.7%	-8.2%	23.4%	4.4%	8.1%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
资产负债率							2023	2024	2025	2026	2027
财务年度截至12月31日 人民币:百万元							实际	实际	预测	预测	预测
	2023	2024	2025	2026	2027	除税前利润	7,078.0	6,649.0	8,122.9	8,483.0	9,167.8
	实际	实际	预测	预测	预测	折旧与摊销	2,277.0	2,350.0	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	5,520.0	3,816.0	6,746.9	10,853.3	15,449.4	存货的减少	(224.0)	(288.0)	(7.8)	(230.6)	(205.6)
贸易及其他应收款项	1,506.0	1,646.0	1,588.6	1,626.6	1,660.5	经营性应收项目的减少	124.0	(306.0)	57.4	(38.0)	(33.9)
存货	9,502.0	9,640.0	9,647.8	9,878.4	10,084.0	经营性应付项目的增加	(3,379.0)	700.0	(766.6)	441.1	411.3
固定资产	16,294.0	18,124.0	12,920.8	12,679.5	12,418.5	经营活动产生的现金流量净额	4,149.0	6,928.0	5,065.9	6,241.3	6,731.1
使用权资产及其他	3,247.0	3,068.0	3,068.0	3,068.0	3,068.0	资本开支	(12,192.0)	(2,479.0)	(2,479.0)	(2,479.0)	(2,479.0)
商誉	16,806.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0	其他	2,505.0	344.0	344.0	344.0	344.0
无形资产	8,991.0	8,258.0	6,668.3	6,563.7	6,446.1	投资活动产生的现金流量净额	(9,687.0)	(2,135.0)	(2,135.0)	(2,135.0)	(2,135.0)
资产总额	71,524.0	69,308.0	63,984.4	68,016.4	72,475.8	负债变化	(6,566.0)	(37,264.0)	(12.4)	(0.7)	(8.3)
短期借款	931.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0	其他	7,493.0	30,770.0	12.4	0.7	8.3
应付票据及应付账款	22,755.0	24,583.0	23,816.4	24,257.5	24,668.8	融资活动所得现金流量净额	927.0	(6,494.0)	0.0	0.0	0.0
租赁负债	173.0	150.0	137.6	136.9	128.6	现金及现金等价物净增加额	(4,611.0)	(1,701.0)	2,930.9	4,106.3	4,596.1
负债合计	37,350.0	33,723.0	33,944.0	34,384.4	34,787.4	期初现金及现金等价物余额	10,208.0	5,520.0	3,816.0	6,746.9	10,853.3
归属于母公司股东权益合计	30,295.0	31,692.0	26,147.4	29,738.9	33,795.4	期末现金及现金等价物余额	5,520.0	3,816.0	6,746.9	10,853.3	15,449.4
少数股东权益	3,879.0	3,893.0	3,893.0	3,893.0	3,893.0						
股东权益合计	34,174.0	35,585.0	30,040.4	33,631.9	37,688.4						
负债和股东权益合计	71,524.0	69,308.0	63,984.4	68,016.4	72,475.8						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。