

2025 年 8 月 20 日
华润啤酒 (0291.HK)

业绩超预期，高端化持续进行

事件：华润啤酒（0291.HK）25 年上半年实现总营业收入 239.4 亿元（人民币，下同，列明除外），同比增长 0.8%；实现净利润 57.6 亿元，同比增长 21.6%，剔除一次性收益及支出的 EBIT 为 71.05 亿元，同比增长 11.3%。我们长期继续看好华润啤酒的发展前景，当下已经极为低估。考虑公司的利润超预期增长，我们上调 25/26/27 年净利润至 58.3/59.4/62.9 亿元，对应每 EPS 收益为 2.0/2.0/2.1 港元。维持“买入”评级，目标价自 41.8 港元上调至 42.6 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 52% 的上涨空间。

报告摘要

啤酒销量逆势增长，高端化持续。25 年上半年华润啤酒的啤酒业务收入为 231.6 亿元，同比增长 2.6%，销量为 648.7 万千升，同比增长 2.2%。根据国家统计局的数据，今年 1-6 月中国规模以上啤酒产量为 1904 万千升，同比下降 0.3%。华润啤酒的销量实现了逆势增长。次高及以上啤酒销量同比中至高单位数增长，普高档及以上啤酒销量同比增长超过 10%。其中，喜力在去年高基数的情况下销量增速仍超 20%，老雪销量同比增长超过 70%，红爵销量比去年同期实现翻倍增长。啤酒的销售单价达到 3570 元/千升，同比提升 0.4%，高端化继续拉动产品结构的提升。受益于产品结构提升、原材料价格下降和费用控制，啤酒业务毛利率为 48.3%，同比提升 2.5pct，上半年剔除一次性收益及支出的 EBIT 为 72.7 亿元，同比增长 14%。

白酒业务承压。25 年上半年白酒业务实现收入 7.8 亿元，同比下降 33%，EBIT 为 -1.5 亿元，去年同期为盈利 0.48 亿元。根据公司公告，行业经历了深度调整，导致白酒业绩下滑。公司积极进行渠道管控，梳理价盘、控制费用，除了“摘要”这一大单品外，积极拓展“金沙”和光瓶酒产品，以适应当前的消费趋势。

“三精”策略减费增效。运营方面，公司提出“三精策略”：组织管理要精简、成本费用要精益、业务操作要精细，在今后的存量市场中继续谋求发展。上半年已初见成效，销售费用率为 15.6%，同比下降 2pct，管理费用率 7.6%，同比增加 1.3pct，两者合计费用率下降 0.7pct。

管理层变更。6 月公司发布公告，侯孝海先生因个人安排辞任执行董事及董事会主席，辞任后董事会主席职位暂时悬空，由执行董事及总裁赵春武暂代职责。其他高管暂时没有变动。

我们认为啤酒和白酒业务都是坡长雪厚的优质赛道，啤酒行业格局稳固，公司竞争优势明显。我们长期继续看好华润啤酒的发展前景，当下已经较为低估。考虑公司的利润超预期增长，我们上调 25/26/27 年净利润至 58.3/59.4/62.9 亿元，对应每 EPS 收益为 2.0/2.0/2.1 港元。维持“买入”评级，目标价自 41.8 港元上调至 42.6 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 52% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿低于预期，原材料价格上涨

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,263	38,932	38,635	39,040	39,647	40,791
增长率(%)		10.40%	-0.76%	1.05%	1.55%	2.89%
净利润	4,350	5,214	4,759	5,831	5,943	6,285
增长率(%)		19.86%	-8.73%	22.54%	1.92%	5.76%
毛利率(%)	38.46%	41.36%	42.64%	46.47%	46.95%	47.57%
净利润率(%)	12.34%	13.39%	12.32%	14.94%	14.99%	15.41%
每股收益(港元)	1.46	1.73	1.59	1.96	2.00	2.11
每股净资产(港元)	9.08	11.47	11.94	13.07	14.05	15.12
市盈率	19.16	15.98	17.51	14.29	14.02	13.26
市净率	3.08	2.44	2.34	2.14	1.99	1.85
净资产收益率(%)	16.87%	17.03%	13.64%	15.65%	14.71%	14.46%
股息率(%)	1.10%	1.79%	3.29%	3.64%	3.70%	3.91%

数据来源：公司资料，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

啤酒

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

42.6 港元

股价 2025-8-20

27.96 港元

总市值(亿港元)	917.45
流通市值(亿港元)	917.45
总股本(亿股)	32.44
流通股本(亿股)	32.44
12 个月低/高(港元)	22.3/31.1
平均成交(百万港元)	3.42

股东结构 (截止 2024-12-31)

华润集团	51.7%
其他股东	48.3%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.52	3.00	-21.78
绝对收益	5.72	9.08	22.35

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	35,263	38,932	38,635	39,040	39,647	40,791
啤酒	35,263	36,865	36,486	37,431	37,958	39,018
YoY		4.5%	-1.0%	2.6%	1.4%	2.8%
白酒		2,067	2,149	1,608	1,689	1,773
YoY			4.0%	-25.2%	5.0%	5.0%
营业成本	-21,702	-22,829	-22,160	-20,900	-21,031	-21,385
毛利	13,561	16,103	16,475	18,140	18,615	19,406
毛利率	38.5%	41.4%	42.6%	46.5%	47.0%	47.6%
销售费用	-6,750	-8,065	-8,378	-7,808	-7,731	-7,750
占收入比例	-19.1%	-20.7%	-21.7%	-20.0%	-19.5%	-19.0%
管理费用	-3,085	-3,221	-3,267	-3,301	-3,353	-3,449
占收入比例	-8.7%	-8.3%	-8.5%	-8.5%	-8.5%	-8.5%
关闭工厂相关费用	-235	-141	-36	-36	-37	-38
占收入比例	-0.7%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
财务费用	-79	-244	-94	-30	-30	-30
占收入比例	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他收入/支出	1,736	2,285	1,780	745	393	177
占收入比例	4.9%	5.9%	4.6%	1.9%	1.0%	0.4%
除税前溢利	5,528	7,078	6,649	7,880	8,032	8,494
所得税	-1,178	-1,864	-1,890	-2,049	-2,088	-2,208
所得税率	-21.3%	-26.3%	-28.4%	-26.0%	-26.0%	-26.0%
净利润(含少数股东权益)	4,350	5,214	4,759	5,831	5,943	6,285
净利率	12.3%	13.4%	12.3%	14.9%	15.0%	15.4%
少数股东损益	6	61	20	-24	-11	3
净利润(不含少数股东权益)	4,344	5,153	4,739	5,856	5,954	6,283
EPS (港元)	1.46	1.73	1.59	1.96	2.00	2.11
市盈率 (倍)	19.2	16.2	17.6	14.2	14.0	13.3

数据来源：wind，国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中啤酒相关公司作为可比公司。2026 年预测 PE 的平均值在 18.5x。考虑华润啤酒的行业地位、增长前景和目前消费板块普遍低估的现状，我们给与 21x PE。2026 年预测 EPS 为 2.0 港元，对应股价测算为 42 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 7.4%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1405 亿港元，对应价格为 43.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 42.6 港元，较最新的收盘价有 52.5% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027
百威亚太	1876. HK	1,135	HKD	66.4	56.6	57.3	63.0	68.9	17.1	20.0	19.8	18.0	16.5
yoy				-7%	-15%	1%	10%	9%					
青岛啤酒股份	0168. HK	868	HKD	46.7	47.5	52.2	56.6	61.3	18.6	18.3	16.6	15.3	14.2
yoy				15%	2%	10%	8%	8%					
青岛啤酒	600600. SH	794	CNY	42.7	43.4	48.3	52.3	56.1	18.6	18.3	16.5	15.2	14.2
yoy				15%	2%	11%	8%	7%					
重庆啤酒	600132. SH	271	CNY	13.4	11.1	12.2	12.8	13.4	20.3	24.3	22.1	21.1	20.2
yoy				6%	-17%	10%	5%	5%					
燕京啤酒	000729. SZ	358	CNY	6.4	10.6	15.0	18.0	20.7	55.6	33.9	23.9	19.9	17.3
yoy				83%	64%	42%	20%	15%					
珠江啤酒	002461. SZ	237	CNY	6.2	8.1	9.8	11.1	12.4	38.1	29.3	24.4	21.4	19.2
yoy				4%	30%	20%	14%	12%					
平均PE									28.0	24.0	20.5	18.5	16.9

注：时间截止2025/8/20，A股及港股预测值为iFind一致预测
资料来源：Wind，国证国际研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2026年EPS				
PE		1.20	1.60	2.00	2.40	2.80
	17x	20.4	27.2	34.0	40.8	47.5
	19x	22.8	30.4	38.0	45.5	53.1
	21x	25.2	33.6	42.0	50.3	58.7
	23x	27.6	36.8	45.9	55.1	64.3
	25x	30.0	40.0	49.9	59.9	69.9

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
人民币百万	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	35,263	38,932	38,635	39,040	39,647	40,791	41,397	42,026					
增长率%		10.4%	-0.8%	1.0%	1.6%	2.9%	1.5%	1.5%					
EBIT	5,607	7,322	6,743	7,910	8,062	8,524	8,878	9,160					
增长率%		30.6%	-7.9%	17.3%	1.9%	5.7%	4.2%	3.2%					
EBIT率%	15.9%	18.8%	17.5%	20.3%	20.3%	20.9%	21.4%	21.8%					
有效税率%	21.3%	26.3%	28.4%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%					
EBIT x (1-有效税率)	4,412	5,394	4,826	5,854	5,966	6,308	6,570	6,779					
+ 折旧摊销	1,562	2,259	2,335	2,505	2,674	2,844	3,013	3,183					
+ 营运资金变动	1,447	-3,479	106	-3,870	10	75	53	44					
- 资本支出	-1,661	-2,520	-2,813	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500					
自由现金流, FCF	5,760	1,654	4,454	1,988	6,150	6,727	7,136	7,506	7,656	7,809	7,965	8,125	8,287
增长率%		-71.3%	169.3%	-55.4%	209.3%	9.4%	6.1%	5.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子				1.0000	0.9311	0.8669	0.8072	0.7516	0.6998	0.6516	0.6067	0.5649	0.5260
FCF现值				1,988	5,726	5,832	5,760	5,641	5,358	5,088	4,833	4,590	4,359
FY2025-34 FCF现值总额													
永续期价值现值													
企业价值													
+ 净现金													
- 少数股东权益													
DCF 估值 (HKD 000)													
假设:													
WACC													
短期增长率													
永续增长率													

资料来源：国证国际预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	5,520	3,816	1,826	4,919	8,538
应收及其他应收	1,506	1,646	1,593	1,617	1,664
存货	9,502	9,640	9,571	9,631	9,793
可回收税款	613	500	500	500	500
其他流动资产	-	26	26	26	26
流动资产总额	17,141	15,628	13,516	16,694	20,522
物业、厂房及设备	16,294	18,124	18,119	17,945	17,601
使用权资产	3,229	3,050	3,050	3,050	3,050
长期应收款项	3,866	3,762	3,762	3,762	3,762
无形资产	8,991	8,258	8,258	8,258	8,258
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806
于联营及合营企业投资	1,451	1,469	1,469	1,469	1,469
递延税项资产	3,728	2,193	2,216	2,250	2,315
其他非流动资产	18	18	18	18	18
非流动资产总额	54,383	53,680	53,698	53,559	53,280
总资产	71,524	69,308	67,214	70,253	73,801
应付及其他应付	22,755	24,583	20,614	20,743	21,092
短期有息债务	931	1,168	220	220	220
应付即期税项	594	227	227	227	227
其他流动负债	84	76	76	76	76
流动负债总额	24,364	26,054	21,137	21,267	21,616
长期有息债务	4,181	681	129	129	129
递延收入-非流动负债	4,325	3,928	3,928	3,928	3,928
递延税项负债	4,391	2,986	2,986	2,986	2,986
其他非流动负债	89	74	74	74	74
非流动负债总额	12,986	7,669	7,117	7,117	7,117
总负债	37,350	33,723	28,254	28,383	28,732
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	16,205	17,602	21,002	23,922	27,118
少数股东权益	3,879	3,893	3,869	3,858	3,861
总股东权益	34,174	35,585	38,961	41,869	45,069

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	7,322	6,743	7,910	8,062	8,524
所得税	-1,309	-2,014	-2,049	-2,088	-2,208
营运资本变动	-3,479	106	-3,870	10	75
折旧及摊销	2,277	2,350	2,505	2,674	2,844
公允价值变动	-638	-432	-	-	-
经营性现金流净额	4,149	6,928	4,533	8,695	9,273
资本开支	-12,349	-2,599	-2,500	-2,500	-2,500
其他	2,662	464	-36	-37	-38
投资性现金流净额	-9,687	-2,135	-2,536	-2,537	-2,538
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-1,961	-3,369	-2,456	-3,035	-3,086
新增债务	3,151	-2,963	-1,500	-	-
利息支出	-361	-156	-30	-30	-30
其他	98	-6	-	-	-
筹资性现金流净额	927	-6,494	-3,986	-3,065	-3,116
现金净变动	-4,688	-1,704	-1,990	3,093	3,619
现金期初余额	10,208	5,520	3,816	1,826	4,919
现金期末余额	5,520	3,816	1,826	4,919	8,538

资料来源：国证国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	38,932	38,635	39,040	39,647	40,791
营业成本	-22,829	-22,160	-20,900	-21,031	-21,385
毛利	16,103	16,475	18,140	18,615	19,406
销售费用	-8,065	-8,378	-7,808	-7,731	-7,750
管理费用	-3,221	-3,267	-3,301	-3,353	-3,449
关闭工厂相关费用	-141	-36	-36	-37	-38
其他收益及损失	2,285	1,780	745	393	177
营业利润	6,961	6,574	7,740	7,888	8,345
财务费用	-244	-94	-30	-30	-30
除税前利润	7,078	6,649	7,880	8,032	8,494
所得税	-1,864	-1,890	-2,049	-2,088	-2,208
净利润	5,214	4,759	5,831	5,943	6,285
归属母公司净利润	5,153	4,739	5,856	5,954	6,283
EPS (港元)	1.73	1.59	1.96	2.00	2.11
EBITDA	9,581	9,078	10,415	10,736	11,368

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-0.8%	1.0%	1.6%	2.9%
除税前利润增长率 (%)		-7.9%	17.3%	1.9%	5.7%
净利润增长率 (%)		-10.5%	22.5%	1.9%	5.8%
正常化EBIT增长率 (%)		-9.2%	17.2%	1.9%	5.7%

盈利能力:

毛利率 (%)	41.4%	42.6%	46.5%	47.0%	47.6%
净利率 (%)	13.4%	12.3%	14.9%	15.0%	15.4%
ROE (%)	17.0%	13.6%	15.6%	14.7%	14.5%

偿债能力:

资产负债率 (%)	52.2%	48.7%	42.0%	40.4%	38.9%
流动比率 (x)	0.70	0.60	0.64	0.78	0.95
利息覆盖倍数 (x)	28.53	69.94	257.99	262.94	278.18
股息支付率 (%)	58.9%	51.8%	51.8%	51.8%	51.8%

营运能力

存货周转天数	139	167	167	167	167
应收及其他应收周转天数	19	15	15	15	15
应付及其他应付周转天数	366	390	360	360	360

每股资料

EPS (港元)	1.73	1.59	1.96	2.00	2.11
BPS (港元)	11.47	11.94	13.07	14.05	15.12
每股经营现金 (港元)	1.39	2.32	1.52	2.92	3.11

估值比率

PE	15.98	17.51	14.29	14.02	13.26
PB	2.44	2.34	2.14	1.99	1.85
EB/EBITDA	10.11	10.62	9.30	8.74	7.94

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010