

# 华润啤酒（00291.HK）

## 2025 年中报点评：喜力、老雪增势延续，盈利能力持续提升

买入（维持）

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 38,932 | 38,635 | 39,155 | 40,389 | 41,791 |
| 同比(%)         | 10.40  | (0.76) | 1.35   | 3.15   | 3.47   |
| 归母净利润（百万元）    | 5,153  | 4,739  | 6,017  | 6,106  | 6,548  |
| 同比(%)         | 18.62  | (8.03) | 26.97  | 1.48   | 7.23   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.59   | 1.46   | 1.85   | 1.88   | 2.02   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 16.38  | 17.81  | 14.02  | 13.82  | 12.89  |

### 投资要点

■ **事件：**华润啤酒公告 2025 年中报，25H1 实现营收 239.42 亿元，同比+0.8%，归母净利润 57.89 亿元，同比+23.0%，不计特别项目的 EBIT 为 71.05 亿元，同比+11.3%，不计特别项目的 EBITDA 为 83.36 亿元，同比+10.7%。公司派发中期股息 0.464 元/股，同比+24.4%，中期派息率保持 26%。

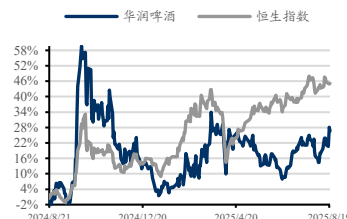
■ **啤酒韧性升级，白酒主动调整。**啤酒业务方面，25H1 啤酒收入 231.61 亿元，同比+2.6%，量价拆分来看，25H1 销量 648.7 万吨，同比+2.2%，吨价 3570 元/吨，同比+0.4%。上半年面临消费弱 β，公司积极拥抱新消费趋势，一方面传统大单品仍韧性增长，次高档及以上销量增速中至高单位数，其中喜力销量增长超 20%，老雪销量增长超 70%，红爵销量增长超 100%；另一方面，开发德式小麦啤酒、茶啤、果啤、青稞啤酒等特色产品，满足个性化和差异化消费需求，亦推出高端产品坚十四，发展中国种植大麦的新品类，此外积极推动定制、代加工业务快速发展。白酒业务方面，25H1 白酒收入 7.81 亿元，同比-33.7%，其中大单品摘要占白酒收入接近 80%，政策趋严使得商务、高端宴席等明显受损，对销售拖累明显。

■ **高端化、成本红利、三精策略驱动盈利提升。**25H1 整体销售毛利率同比+2.0pct 至 48.9%，其中啤酒业务销售毛利率同比+2.4pct 至 48.3%（吨价同比+0.4%、吨成本同比-4.1%），大麦、包材成本下降兑现成本红利。25H1 销售费用率同比-2.0pct 至 15.6%，管理费用率同比+1.3pct 至 7.6%，精简、精益、精细三精策略成效显著。剔除资产减值、一次性员工确认补偿及安置费用、深圳总部相关收益等特别项目后，不计特别项目的 EBITDA 率同比+3.1pct 至 34.8%，其中啤酒业务 EBITDA 率同比+3.4pct 至 35.1%，白酒业务 EBITDA 率同比-7.2pct 至 27.9%。

■ **盈利预测与投资评级：**啤酒高端化韧性升级、成本红利延续、费用三精策略卓有成效共同驱动盈利提升，而白酒业务主动调整，静待产业周期逐步边际修复。参考 25H1 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 60.17/61.06/65.48 亿元（前值为 52.76/57.22/61.34 亿元），对应当前 PE 分别为 14.0、13.8、12.9X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，高端化竞争加剧风险，原材料价格波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元)      | 27.96       |
| 一年最低/最高价     | 21.60/36.00 |
| 市净率(倍)       | 2.29        |
| 港股流通市值(百万港元) | 82,770.31   |

### 基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元)  | 11.16    |
| 资产负债率(%)  | 43.72    |
| 总股本(百万股)  | 3,244.18 |
| 流通股本(百万股) | 3,244.18 |

### 相关研究

《华润啤酒(00291.HK): 2024 年业绩公告点评：梳理提效，来年可期》

2025-03-19

《华润啤酒(00291.HK): 2023 年年报点评：业绩符合预期，啤白共成长提速》

2024-03-19

## 华润啤酒三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |                  |                  |                  |                  | 利润表 (百万元)       |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            |                 | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
| <b>流动资产</b>    | <b>15,628.00</b> | <b>22,681.62</b> | <b>31,296.13</b> | <b>41,137.61</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>38,635.00</b> | <b>39,155.23</b> | <b>40,389.45</b> | <b>41,791.20</b> |
| 现金及现金等价物       | 3,816.00         | 11,369.30        | 19,615.21        | 29,105.51        | 营业成本            | 22,160.00        | 22,326.39        | 22,963.24        | 23,664.40        |
| 应收账款及票据        | 124.00           | 127.14           | 129.81           | 134.71           | 销售费用            | 8,378.00         | 7,674.42         | 7,754.77         | 8,023.91         |
| 存货             | 9,640.00         | 8,873.38         | 9,557.93         | 9,849.79         | 管理费用            | 3,303.00         | 3,367.35         | 3,433.10         | 3,552.25         |
| 其他流动资产         | 2,048.00         | 2,311.81         | 1,993.19         | 2,047.60         | 研发费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>非流动资产</b>   | <b>53,680.00</b> | <b>51,872.33</b> | <b>50,278.44</b> | <b>48,568.26</b> | 其他费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产           | 18,124.00        | 18,354.00        | 18,484.00        | 18,514.00        | <b>经营利润</b>     | <b>6,728.00</b>  | <b>7,887.06</b>  | <b>8,438.34</b>  | <b>8,850.64</b>  |
| 商誉及无形资产        | 25,218.00        | 23,566.00        | 21,864.00        | 20,132.00        | 利息收入            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 长期投资           | 1,469.00         | 1,498.33         | 1,501.44         | 1,518.26         | 利息支出            | 86.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他长期投资         | 3,672.00         | 3,628.00         | 3,584.00         | 3,540.00         | 其他收益            | 7.00             | 569.79           | (87.18)          | (55.15)          |
| 其他非流动资产        | 5,197.00         | 4,826.00         | 4,845.00         | 4,864.00         | <b>利润总额</b>     | <b>6,649.00</b>  | <b>8,456.85</b>  | <b>8,351.16</b>  | <b>8,795.50</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>69,308.00</b> | <b>74,553.96</b> | <b>81,574.58</b> | <b>89,705.87</b> | 所得税             | 1,890.00         | 2,403.89         | 2,199.29         | 2,198.87         |
| <b>流动负债</b>    | <b>26,054.00</b> | <b>26,262.99</b> | <b>27,131.74</b> | <b>28,666.41</b> | <b>净利润</b>      | <b>4,759.00</b>  | <b>6,052.97</b>  | <b>6,151.87</b>  | <b>6,596.62</b>  |
| 短期借款           | 1,168.00         | 1,557.33         | 1,905.78         | 2,230.70         | 少数股东损益          | 20.00            | 35.62            | 45.45            | 48.73            |
| 应付账款及票据        | 3,249.00         | 3,235.75         | 3,223.74         | 3,407.14         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,739.00</b>  | <b>6,017.34</b>  | <b>6,106.42</b>  | <b>6,547.89</b>  |
| 其他             | 21,637.00        | 21,469.91        | 22,002.23        | 23,028.57        | EBIT            | 6,735.00         | 8,456.85         | 8,351.16         | 8,795.50         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>7,669.00</b>  | <b>6,653.00</b>  | <b>6,653.00</b>  | <b>6,653.00</b>  | EBITDA          | 9,070.00         | 10,956.85        | 11,001.16        | 11,575.50        |
| 长期借款           | 681.00           | 681.00           | 681.00           | 681.00           |                 |                  |                  |                  |                  |
| 其他             | 6,988.00         | 5,972.00         | 5,972.00         | 5,972.00         |                 |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债合计</b>    | <b>33,723.00</b> | <b>32,915.99</b> | <b>33,784.74</b> | <b>35,319.41</b> |                 |                  |                  |                  |                  |
| 股本             | 14,090.00        | 14,090.00        | 14,090.00        | 14,090.00        | <b>主要财务比率</b>   | <b>2024A</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     | <b>2027E</b>     |
| 少数股东权益         | 3,893.00         | 3,928.62         | 3,974.07         | 4,022.80         | 每股收益(元)         | 1.46             | 1.85             | 1.88             | 2.02             |
| 归属母公司股东权益      | 31,692.00        | 37,709.34        | 43,815.77        | 50,363.66        | 每股净资产(元)        | 9.77             | 11.62            | 13.51            | 15.52            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>69,308.00</b> | <b>74,553.96</b> | <b>81,574.58</b> | <b>89,705.87</b> | 发行在外股份(百万股)     | 3,244.18         | 3,244.18         | 3,244.18         | 3,244.18         |
|                |                  |                  |                  |                  | ROIC(%)         | 12.57            | 14.89            | 13.05            | 12.25            |
|                |                  |                  |                  |                  | ROE(%)          | 14.95            | 15.96            | 13.94            | 13.00            |
|                |                  |                  |                  |                  | 毛利率(%)          | 42.64            | 42.98            | 43.15            | 43.37            |
|                |                  |                  |                  |                  | 销售净利率(%)        | 12.27            | 15.37            | 15.12            | 15.67            |
|                |                  |                  |                  |                  | 资产负债率(%)        | 48.66            | 44.15            | 41.42            | 39.37            |
|                |                  |                  |                  |                  | 收入增长率(%)        | (0.76)           | 1.35             | 3.15             | 3.47             |
|                |                  |                  |                  |                  | 净利润增长率(%)       | (8.03)           | 26.97            | 1.48             | 7.23             |
|                |                  |                  |                  |                  | P/E             | 17.81            | 14.02            | 13.82            | 12.89            |
|                |                  |                  |                  |                  | P/B             | 2.66             | 2.24             | 1.93             | 1.68             |
|                |                  |                  |                  |                  | EV/EBITDA       | 8.19             | 6.87             | 6.12             | 5.03             |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月21日的0.91254,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>