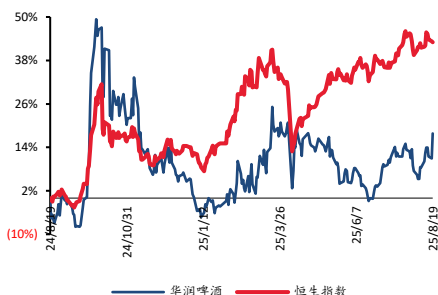


华润啤酒：啤酒业务表现亮眼，白酒业务承压

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 32.44/0
总市值/流通(亿港元) 917.45/0
12 个月内最高/最低价 36/21.6
(港元)

相关研究报告

<<华润啤酒：啤酒业务高端化稳步发展，白酒业务摘要逆势增长>>—2025-03-20

<<华润啤酒：啤酒业务高端化延续，白酒业务稳步发展>>—2024-08-21

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司公布 2025 年半年报业绩，2025H1 公司实现营收 239.42 亿元，同比+0.8%，实现归母净利润 57.89 亿元，同比+23.0%；2025H1 剔除投资搬迁项目后未计利息及税项前盈利为 71.05 亿元，同比+11.3%。

上半年啤酒业务量价表现稳健，产品结构延续升级。2025H1 公司实现啤酒收入 231.61 亿元，同比+2.6%，2025H1 公司啤酒销量/吨价分别为 648.7 万吨/3570 元/吨，同比+2.2%/+0.4%，行业承压之下公司量价稳健，次高档及以上销量同比中至高单位数增长，高档及以上销量同比超过 10%增长，其中喜力销量增速超过 20%，在去年高基数下销量保持高速增长，老雪销量增速超过 70%、红爵销量增速超过 100%。公司积极拥抱消费新趋势，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的消费需求，亦推出高端产品堡十四，发展中国种植大麦的新品类。公司在新消费渠道方面，与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒等平台达成战略合作，2025 年上半年线上业务和即时零售业务 GMV 分别同比增长接近 40%和 50%。公司亦探索新的业务模式，积极推动定制、代加工业务快速发展。分区域看，2025H1 东区/中区/南区分别实现营收 112.92/66.27/61.56 亿元，同比+3.0%/+2.1%/+2.0%。

摘要因消费场景受限销量下滑明显，白酒业务承压。2025H1 实现白酒收入 7.81 亿元，同比-33.7%，毛利率约 67.6%，基本持平。其中大单品摘要贡献白酒业务收入约 80%，因摘要主要用于政商务消费场景，二季度受“禁酒令”影响较大，后续将稳定价格体系，加强中档酒和光瓶酒产品线发展。2025H1 EBITDA 达 2.18 亿元，同比-47.2%。

盈利能力持续提升，毛利率创历史新高。2025H1 公司整体毛利率为 48.9%，同比+2.0pct，主要受益于产品高端化、原材料成本压力减轻和精细化管理。费用端，2025H1 销售费用率下降 2.0pct 至 15.6%，管理费用率上升 1.3 pct 至 7.6%。归母净利率 24.2%，同比+4.4pct。啤酒业务方面，成本端，2024H1 公司吨成本同比-4.1%，啤酒毛利率提升 2.5pct 至 48.3%，啤酒业务 EBITDA 率为 35.1%，同比+3.4pct。2025H1 公司整体归母净利率达 24.2%，同比+4.4pct，高端化发展下公司盈利能力持续提升。公司发布 2025 年中期股息，注重股东回报，每股股息达 0.464 元，同比增长 24%，派息比例 26%，与去年同期持平。

投资建议：预计 2025-2027 年收入增速分别为 3%/4%/4%，归母净利润增速分别为 19%/9%/6%，EPS 分别为 1.74/1.89/2.02 元，对应当前股价 PE 分别为 15x/14x/13x，我们按照 2025 年业绩给予 18 倍并按照 0.92:1 的汇率，一年目标价 34.04 港元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
--	-------	-------	-------	-------

营业收入（百万元）	38635	39615	41146	42654
营业收入增长率(%)	-1%	3%	4%	4%
归母净利（百万元）	4739	5647	6147	6544
净利润增长率(%)	-8%	19%	9%	6%
摊薄每股收益（元）	1.46	1.74	1.89	2.02
市盈率（PE）	15.91	14.95	13.73	12.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	20,609	27,528	35,289
现金	3,816	10,011	16,974	24,886
应收账款及票据	124	132	137	145
存货	9,640	7,946	8,303	8,212
其他	2,048	2,519	2,113	2,047
非流动资产	53,680	53,475	53,685	53,977
固定资产	18,124	18,124	18,124	18,124
无形资产	25,218	25,218	25,218	25,218
其他	10,338	10,133	10,343	10,635
资产总计	69,308	74,083	81,212	89,266
流动负债	26,054	26,165	27,101	28,573
短期借款	1,168	1,582	1,963	2,331
应付账款及票据	3,249	3,100	3,054	3,194
其他	21,637	21,484	22,084	23,047
非流动负债	7,669	6,653	6,653	6,653
长期债务	681	681	681	681
其他	6,988	5,972	5,972	5,972
负债合计	33,723	32,818	33,754	35,226
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	19,978	25,625	31,772	38,315
归属母公司股东权益	31,692	37,339	43,486	50,029
少数股东权益	3,893	3,926	3,972	4,011
股东权益合计	35,585	41,265	47,458	54,041
负债和股东权益	69,308	74,083	81,212	89,266

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,928	6,362	6,505	7,510
净利润	4,739	5,647	6,147	6,544
少数股东权益	20	33	46	39
折旧摊销	2,350	0	0	0
营运资金变动及其他	-181	682	312	927
投资活动现金流	-2,135	-580	77	33
资本支出	-2,813	0	0	0
其他投资	678	-580	77	33
筹资活动现金流	-6,494	414	381	368
借款增加	-3,057	414	381	368
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-3,363	0	0	0
其他	-74	0	0	0
现金净增加额	-1,704	6,195	6,963	7,912

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,635	39,615	41,146	42,654
其他收入	1,934	0	0	0
营业成本	22,160	21,365	21,725	22,144
销售费用	8,378	7,527	7,818	8,317
管理费用	3,303	3,169	3,292	3,412
研发费用	0	0	0	0
财务费用	86	0	0	0
除税前溢利	6,649	7,472	8,243	8,706
所得税	1,890	1,792	2,050	2,123
净利润	4,759	5,680	6,193	6,583
少数股东损益	20	33	46	39
归属母公司净利润	4,739	5,647	6,147	6,544
EBIT	6,735	7,472	8,243	8,706
EBITDA	9,085	7,472	8,243	8,706
EPS (元)	1.46	1.74	1.89	2.02

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.76%	2.54%	3.87%	3.66%
归属母公司净利润	-8.03%	19.15%	8.86%	6.45%
获利能力				
毛利率	42.64%	46.07%	47.20%	48.08%
销售净利率	12.27%	14.25%	14.94%	15.34%
ROE	14.95%	15.12%	14.14%	13.08%
ROIC	12.88%	13.05%	12.36%	11.54%
偿债能力				
资产负债率	48.66%	44.30%	41.56%	39.46%
净负债比率	-5.53%	-18.78%	-30.20%	-40.48%
流动比率	0.60	0.79	1.02	1.24
速动比率	0.23	0.48	0.71	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.55	0.53	0.50
应收账款周转率	311.57	309.01	304.95	302.33
应付账款周转率	7.14	6.73	7.06	7.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.74	1.89	2.02
每股经营现金流	2.14	1.96	2.01	2.31
每股净资产	9.77	11.51	13.40	15.42
估值比率				
P/E	15.91	14.95	13.73	12.90
P/B	2.38	2.26	1.94	1.69
EV/EBITDA	8.08	10.26	8.50	7.18

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。