

2025 年 08 月 25 日

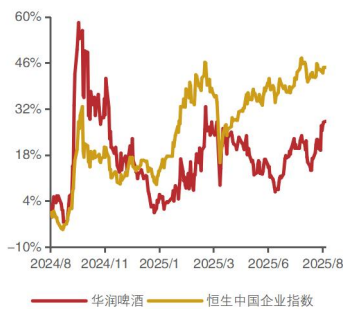
投资评级： 增持（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 08 月 25 日
收盘价（港元）	28.58	
一年内最高/最低（港元）	36.00/21.60	
总市值（百万港元）	92,718.58	
流通市值（百万港元）	92,718.58	
资产负债率（%）	43.72	

资料来源：聚源数据

华润啤酒 (00291. HK)

——啤酒高端化有序推进，白酒业务持续筑根基

投资要点：

- **基本面快速增长，综合业绩表现良好。**公司 25H1 实现收入 239.42 亿元，同比增加 0.83%，实现归母净利润 57.89 亿元，同比增加 23.04%，综合毛利率同比提升 1.97pct 至 48.88%，不计特别项目 EBITDA 同比增加 18.69%至 89.22 亿元。分业务看，公司 25 年上半年啤酒/白酒分别实现收入 231.61/7.81 亿元，分别同比+2.64%/-33.7%，啤酒业务中，高端产品表现亮眼，白酒业务大单品“摘要”贡献接近 80%营收。
- **中高端啤酒销售快速增长，三精策略助力啤酒业务盈利水平提升。**2025 年上半年，公司实现啤酒销量 648.7 万吨，同比增长 2.2%。分产品档次看，普高档及以上产品销量同比增长超 10%，其中喜力销量同比增长超 20%，老雪销量同比增长超 70%，红爵销量同比增长超 100%，次高档及以上产品销量同比增速达中高单位数。中高档产品销售的快速增长，带动了吨价的上涨，上半年公司啤酒业务吨价同比提高 0.4%至 3570 元/吨，公司啤酒高端化持续发展。新品方面，公司亦在不断拥抱新消费趋势，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，亦推出高端产品垦十四，发展中国种植大麦的新品类。受益于高端化发展、材料成本的节约以及“精简、精益、精细”三精策略的落地，公司啤酒业务盈利水平得到提升，25H1 公司啤酒业务毛利率同比提升 2.5pct 至 48.3%，不计特别项目 EBITDA 同比提升 14%至 81.28 亿元。渠道方面，公司在线业务快速发展并领跑行业，已与阿里巴巴、美团闪购、京东、饿了么、歪马送酒等平台达成战略合作，2025 年上半年在线业务和实时零售业务整体商品交易总额（GMV）分别同比增长接近四成和五成。
- **白酒业务经营承压，业绩筑底进行时。**2025 年上半年中国白酒行业经历深度调整，公司白酒业务业绩相应承压，收入端同比下降 33.7%，但毛利率水平整体稳定，较 24 年同期仅下降 0.2pct 至 67.3%。公司为应对市场及环境变化积极调整，通过高强度的品牌曝光与渠道协同策略，持续强化品牌势能，同时公司具备在啤酒领域积累的较强资源，有望帮助白酒业务在未来竞争中实现破局，当前公司大单品“摘要”已成为白酒业务收入主要来源，预计后续伴随行业调整趋缓，压力逐步释放，白酒业务对公司业绩的贡献仍具较大潜力。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25–27 年归母净利润分别为 53.58/58.6/63.84 亿元，对应 25–27 年 PE 分别为 16/15/13 倍，我们选取的可比公司为青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒，我们认为公司当前啤酒业务发展势能良好，白酒业务持续筑根基，未来亦有较大发展潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	38932.00	38635.00	38940.21	39743.77	40494.32
同比增长率 (%)	10.40%	-0.76%	0.79%	2.06%	1.89%
归母净利润 (百万元)	5153.00	4739.00	5358.10	5860.01	6384.41
同比增长率 (%)	18.62%	-8.03%	13.06%	9.37%	8.95%
每股收益 (元/股)	1.59	1.46	1.65	1.81	1.97
ROE (%)	17.01%	14.95%	15.63%	14.60%	13.72%
市盈率 (P/E)	19.79	15.91	15.92	14.56	13.36

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,635	38,940	39,744	40,494	营业收入	38,635	38,940	39,744	40,494
增长率	-0.8%	0.8%	2.1%	1.9%	增长率	-0.8%	0.8%	2.1%	1.9%
营业成本	22,160	21,755	22,129	22,397	营业成本	22,160	21,755	22,129	22,397
%销售收入	57.4%	55.9%	55.7%	55.3%	%销售收入	57.4%	55.9%	55.7%	55.3%
毛利	16,475	17,185	17,615	18,098	毛利	16,475	17,185	17,615	18,098
%销售收入	42.6%	44.1%	44.3%	44.7%	%销售收入	42.6%	44.1%	44.3%	44.7%
其他收入	1,934	1,410	1,492	1,612	其他收入	1,934	1,410	1,492	1,612
%销售收入	5.0%	3.6%	3.8%	4.0%	%销售收入	5.0%	3.6%	3.8%	4.0%
销售费用	8,378	8,055	7,983	8,012	销售费用	8,378	8,055	7,983	8,012
%销售收入	21.7%	20.7%	20.1%	19.8%	%销售收入	21.7%	20.7%	20.1%	19.8%
管理费用	3,303	3,329	3,318	3,300	管理费用	3,303	3,329	3,318	3,300
%销售收入	8.5%	8.5%	8.3%	8.1%	%销售收入	8.5%	8.5%	8.3%	8.1%
研发费用	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	86	-26	-86	-210	财务费用	86	-26	-86	-210
%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	%销售收入	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.5%
息税前利润 (EBIT)	6,735	7,209	7,813	8,404	息税前利润 (EBIT)	6,735	7,209	7,813	8,404
%销售收入	17.4%	18.5%	19.7%	20.8%	%销售收入	17.4%	18.5%	19.7%	20.8%
投资收益	15	5	10	8	投资收益	15	5	10	8
%税前利润	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	%税前利润	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
除税前利润	6,649	7,236	7,899	8,614	除税前利润	6,649	7,236	7,899	8,614
利润率	17.2%	18.6%	19.9%	21.3%	利润率	17.2%	18.6%	19.9%	21.3%
所得税	1,890	1,835	2,003	2,184	所得税	1,890	1,835	2,003	2,184
所得税率	28.4%	25.4%	25.4%	25.4%	所得税率	28.4%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润 (含少数股东损益)	4,759	5,401	5,896	6,430	净利润 (含少数股东损益)	4,759	5,401	5,896	6,430
少数股东损益	20	43	36	45	少数股东损益	20	43	36	45
归属于母公司的净利润	4,739	5,358	5,860	6,384	归属于母公司的净利润	4,739	5,358	5,860	6,384
增长率	-8.0%	13.1%	9.4%	8.9%	增长率	-8.0%	13.1%	9.4%	8.9%
净利率	12.3%	13.8%	14.7%	15.8%	净利率	12.3%	13.8%	14.7%	15.8%
现金流量表					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,739	5,358	5,860	6,384	净利润	4,739	5,358	5,860	6,384
少数股东损益	20	43	36	45	少数股东损益	20	43	36	45
营运资金变动	106	271	297	301	营运资金变动	106	271	297	301
其他变动	2,063	2,375	2,385	2,396	其他变动	2,063	2,375	2,385	2,396
经营活动现金流量净额	6,928	8,047	8,578	9,127	经营活动现金流量净额	6,928	8,047	8,578	9,127
资本开支	-2,813	-2,100	-2,100	-2,100	资本开支	-2,813	-2,100	-2,100	-2,100
投资	100	-5	-5	-5	投资	100	-5	-5	-5
其他	578	-628	6	5	其他	578	-628	6	5
投资活动现金流量净额	-2,135	-2,733	-2,099	-2,100	投资活动现金流量净额	-2,135	-2,733	-2,099	-2,100
股权募资	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
债权募资	-3,057	616	-367	111	债权募资	-3,057	616	-367	111
其他	-3,437	-2,811	-53	-50	其他	-3,437	-2,811	-53	-50
筹资活动现金流量净额	-6,494	-2,194	-420	61	筹资活动现金流量净额	-6,494	-2,194	-420	61
现金净变动	-1,704	3,119	6,060	7,088	现金净变动	-1,704	3,119	6,060	7,088

资产负债表					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,816	6,935	12,995	20,083	货币资金	3,816	6,935	12,995	20,083
应收款项	2,146	2,163	2,208	2,249	应收款项	2,146	2,163	2,208	2,249
存货	9,640	9,464	9,626	9,743	存货	9,640	9,464	9,626	9,743
其他流动资产	26	26	27	27	其他流动资产	26	26	27	27
流动资产	15,628	18,588	24,855	32,102	流动资产	15,628	18,588	24,855	32,102
权益性投资	1,469	1,474	1,479	1,484	权益性投资	1,469	1,474	1,479	1,484
固定资产	18,124	18,525	18,892	19,229	固定资产	18,124	18,525	18,892	19,229
无形资产	25,218	24,594	23,989	23,400	无形资产	25,218	24,594	23,989	23,400
非流动资产	53,680	53,072	52,839	52,592	非流动资产	53,680	53,072	52,839	52,592
资产总计	69,308	71,660	77,694	84,694	资产总计	69,308	71,660	77,694	84,694
应付款项	3,249	3,190	3,244	3,284	应付款项	3,249	3,190	3,244	3,284
短期借款	1,168	1,557	1,387	1,293	短期借款	1,168	1,557	1,387	1,293
其他流动负债	21,637	21,808	22,258	22,678	其他流动负债	21,637	21,808	22,258	22,678
流动负债	26,054	26,555	26,889	27,255	流动负债	26,054	26,555	26,889	27,255
长期债务	681	908	712	916	长期债务	681	908	712	916
其他长期负债	6,988	5,972	5,972	5,972	其他长期负债	6,988	5,972	5,972	5,972
非流动负债	7,669	6,880	6,684	6,888	非流动负债	7,669	6,880	6,684	6,888
负债总计	33,723	33,435	33,573	34,143	负债总计	33,723	33,435	33,573	34,143
归属母公司股东权益	31,692	34,289	40,149	46,534	归属母公司股东权益	31,692	34,289	40,149	46,534
少数股东权益	3,893	3,936	3,972	4,017	少数股东权益	3,893	3,936	3,972	4,017
负债股东权益合计	69,308	71,660	77,694	84,694	负债股东权益合计	69,308	71,660	77,694	84,694
比率分析					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标					每股指标				
每股收益	1.46	1.65	1.81	1.97	每股收益	1.46	1.65	1.81	1.97
每股净资产	9.77	10.57	12.38	14.34	每股净资产	9.77	10.57	12.38	14.34
每股经营现金净流	2.14	2.48	2.64	2.81	每股经营现金净流	2.14	2.48	2.64	2.81
每股股利	0.76	0.46	0.00	0.00	每股股利	0.76	0.46	0.00	0.00
回报率					回报率				
净资产收益率	14.95%	15.63%	14.60%	13.72%	净资产收益率	14.95%	15.63%	14.60%	13.72%
总资产收益率	6.84%	7.48%	7.54%	7.54%	总资产收益率	6.84%	7.48%	7.54%	7.54%
投入资本收益率	12.88%	13.23%	12.62%	11.89%	投入资本收益率	12.88%	13.23%	12.62%	11.89%
增长率					增长率				
营业收入增长率	-0.76%	0.79%	2.06%	1.89%	营业收入增长率	-0.76%	0.79%	2.06%	1.89%
EBIT增长率	-2.45%	7.04%	8.37%	7.56%	EBIT增长率	-2.45%	7.04%	8.37%	7.56%
净利润增长率	-8.03%	13.06%	9.37%	8.95%	净利润增长率	-8.03%	13.06%	9.37%	8.95%
总资产增长率	-3.10%	3.39%	8.42%	9.01%	总资产增长率	-3.10%	3.39%	8.42%	9.01%
资产管理能力					资产管理能力				
应收账款周转天数	1.2	1.2	1.1	1.1	应收账款周转天数	1.2	1.2	1.1	1.1
存货周转天数	155.5	158.1	155.3	155.7	存货周转天数	155.5	158.1	155.3	155.7
应付账款周转天数	50.4	53.3	52.3	52.5	应付账款周转天数	50.4	53.3	52.3	52.5
固定资产周转天数	160.4	169.4	169.5	169.5	固定资产周转天数	160.4	169.4	169.5	169.5
偿债能力					偿债能力				
流动比率	0.60	0.70	0.92	1.18	流动比率	0.60	0.70	0.92	1.18
速动比率	0.23	0.34	0.57	0.82	速动比率	0.23	0.34	0.57	0.82
净负债/股东权益	-5.53%	-11.69%	-24.70%	-35.36%	净负债/股东权益	-5.53%	-11.69%	-24.70%	-35.36%
EBIT利息保障倍数	78.3	144.3	147.4	168.8	EBIT利息保障倍数	78.3	144.3	147.4	168.8
资产负债率	48.66%	46.66%	43.21%	40.31%	资产负债率	48.66%	46.66%	43.21%	40.31%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。