

啤酒量价齐升，利润表现优异

—— 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 24 日

核心观点

- **事件：**公司发布公告，25H1 实现营收 239.4 亿元，同比+0.8%；实现归母净利润 57.9 亿元，同比+23.0%。同时，公司宣布每股派息 0.46 元。
- **啤酒量价齐升，白酒业务承压。**啤酒业务，25H1 啤酒收入同比+2.6%，对应占比同比+1.7pct 至 96.7%；拆分量价来看，25H1 销量同比+2.2%，表现优于啤酒行业，吨价同比+0.4%，主要受高端化发展带来的单价提高影响，对应普高档及以上啤酒销量同比增长超过 10%。**白酒业务**，25H1 收入同比-33.7%，对应占比同比-1.7pct 至 3.2%，大单品“摘要”贡献白酒业务营业额的接近 80%。**分区域来看**，东区/中区/南区啤酒收入分别同比+3.1%/+2.1%/+2.0%，核心市场东部地区表现仍然好于公司整体，主要受益于公司持续推动在东部地区影响力。
- **高端化及成本红利推动毛利率、净利率同步上升。**25H1 归母净利率为 24.2%，同比+4.4pcts，主要由毛利率上升推动。具体拆分来看，**毛利率**为 48.9%，同比+2.0pct，主要得益于高端化发展带动平均售价上升、原材料采购成本下降。**销售及分销费用率** 15.6%，同比-2.0pct，受益于公司“精简、精益、精细”策略落地；**行政及其他费用率** 7.6%，同比+1.3pct，主因优化产能带来的一次性支出。
- **关注现饮需求修复节奏，成本端红利有望延续。**短期来看，收入端，前期政策对现饮渠道的冲击幅度将逐渐减弱，相关需求有望逐步触底回暖，重点关注修复节奏；成本端，7 月玻璃与进口大麦价格保持下跌趋势，预计成本红利有望延续。长期来看，我们持续看好公司逻辑：1) 啤酒竞争格局稳固且主要酒厂均重视利润率，叠加公司高端化趋势延续，盈利能力有望提升；2) 积极拓展品类，公司前期重点布局白酒业务，虽然短期面临周期性调整的压力，但长期来看白酒商业模式仍然优秀、待行业周期上行后公司品牌价值有望释放。
- **投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别为 393/402/412 亿元，分别同比+2%/2%/2%，归母净利润分别为 58/59/63 亿元，分别同比+23%/2%/6%，PE 分别为 15/14/13X。考虑到公司目前估值处于历史较低水平，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**餐饮需求恢复不及预期的风险，盈利能力改善不及预期的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38635	39272	40215	41180
收入增长率	-1%	2%	2%	2%
归母净利润（百万元）	4739	5805	5942	6308
归母净利润增速	-8%	23%	2%	6%
毛利率	42.64%	44.60%	44.65%	45.00%
摊薄 EPS(元)	1.46	1.79	1.83	1.94
PE	15.91	14.66	14.32	13.49
PB	2.38	2.55	2.42	2.29

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华润啤酒 (0291.HK)

推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-8-22

股票代码	0291
H 股收盘价(港元)	28.52
恒生指数	25339.14
总股本(万股)	324,418
实际流通 H 股(万股)	324,418
流通 H 股市值(亿港元)	925

相对恒生指数表现图

2025-8-22



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食品饮料】2025 年度策略报告：拨云见月，孕育新机

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	17,777	20,169	23,619
现金	3,816	6,550	8,541	11,711
应收账款及票据	124	128	129	133
存货	9,640	8,647	9,265	9,427
其他	2,048	2,452	2,235	2,348
非流动资产	53,680	52,481	51,927	51,652
固定资产	18,124	19,084	20,197	21,457
无形资产	25,218	23,419	21,749	20,198
其他	10,338	9,977	9,980	9,997
资产总计	69,308	70,258	72,096	75,270
流动负债	26,054	26,245	26,938	28,184
短期借款	1,168	1,557	1,906	2,231
应付账款及票据	3,249	3,153	3,125	3,261
其他	21,637	21,534	21,907	22,692
非流动负债	7,669	6,653	5,972	5,972
长期债务	681	681	0	0
其他	6,988	5,972	5,972	5,972
负债合计	33,723	32,898	32,910	34,156
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	19,978	21,720	23,502	25,395
归属母公司股东权益	31,692	33,434	35,216	37,109
少数股东权益	3,893	3,927	3,970	4,006
股东权益合计	35,585	37,360	39,186	41,115
负债和股东权益	69,308	70,258	72,096	75,270

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,928	8,915	8,535	9,524
净利润	4,739	5,805	5,942	6,308
少数股东权益	20	34	43	36
折旧摊销	2,350	2,639	2,557	2,492
营运资金变动及其他	-181	437	-8	688
投资活动现金流	-2,135	-2,450	-1,998	-2,212
资本支出	-2,813	-1,800	-2,000	-2,200
其他投资	678	-650	2	-12
筹资活动现金流	-6,494	-3,730	-4,546	-4,142
借款增加	-3,057	389	-333	325
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-3,363	-4,064	-4,160	-4,416
其他	-74	-56	-54	-52
现金净增加额	-1,704	2,734	1,991	3,170

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,635	39,272	40,215	41,180
其他收入	1,934	1,533	1,570	1,607
营业成本	22,160	21,757	22,259	22,649
销售费用	8,378	7,815	7,963	8,071
管理费用	3,303	3,436	3,479	3,521
研发费用	0	0	0	0
财务费用	86	-20	-77	-119
除税前溢利	6,649	7,822	8,167	8,671
所得税	1,890	1,984	2,181	2,326
净利润	4,759	5,839	5,986	6,344
少数股东损益	20	34	43	36
归属母公司净利润	4,739	5,805	5,942	6,308
EBIT	6,735	7,802	8,090	8,551
EBITDA	9,085	10,441	10,647	11,043
EPS (元)	1.46	1.79	1.83	1.94
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.76%	1.65%	2.40%	2.40%
归属母公司净利润	-8.03%	22.50%	2.36%	6.15%
获利能力				
毛利率	42.64%	44.60%	44.65%	45.00%
销售净利率	12.27%	14.78%	14.78%	15.32%
ROE	14.95%	17.36%	16.87%	17.00%
ROIC	12.88%	14.71%	14.43%	14.44%
偿债能力				
资产负债率	48.66%	46.82%	45.65%	45.38%
净负债比率	-5.53%	-11.54%	-16.93%	-23.06%
流动比率	0.60	0.68	0.75	0.84
速动比率	0.23	0.35	0.40	0.50
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.56	0.57	0.56
应收账款周转率	311.57	312.29	313.25	314.37
应付账款周转率	7.14	6.80	7.09	7.09
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	1.79	1.83	1.94
每股经营现金流	2.14	2.75	2.63	2.94
每股净资产	9.77	10.31	10.86	11.44
估值比率				
P/E	15.91	14.66	14.32	13.49
P/B	2.38	2.55	2.42	2.29
EV/EBITDA	8.08	7.74	7.37	6.85

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn