

证券研究报告

公司研究

点评报告

华润啤酒(0291.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

王雪骄 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500525070002

联系电话: 13734713119

邮箱: wangxuejiao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

华润啤酒：啤酒成本改善明显，利润稳增长

2025 年 8 月 26 日

事件:公司发布 2025 年中期业绩,实现营业收入 239.42 亿元,同比+0.83%,股东应占溢利 57.89 亿元,同比+23.04%。

点评:

- **2025H1 啤酒销量恢复，吨酒收入稳提升。**啤酒业务方面，2025H1 华润啤酒实现收入 240.75 亿元，同比+6.69%；其中销量 648.7 万千升，同比+2.19%。从产品结构来看，在消费环境较为疲软的情况下，公司高端化稳步推进，2025H1 千升酒收入同比+4.4%，其中普高及以上啤酒销量同比增长超过 10%，喜力销量突破两成增长，老雪销量同比增长 70%以上，红爵销量实现翻倍增长。分区域看，2025H1 东区实现营业收入 112.92 亿元，同比+3.05%；中区 66.27 亿元，同比+2.11%；南区 61.56 亿元，同比+1.95%。
- **2025H1 成本持续改善，毛利率提升。**2025H1 公司毛利率为 48.88%，同比+1.97pct，主要系啤酒吨酒成本同比-0.41%，啤酒业务毛利率同比+2.50pct 至 48.3%。上半年公司采取多项降本增效措施控制经营费用，整体销售费用率同比-2.03pct 至 15.62%。综上，2025H1 啤酒业务实现息税前利润 72.41 亿元，同比+13.76%，息税前利润率同比+1.87pct 至 30.08%。此外，公司上半年持续推进产能优化，确认相关固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用 2.41 亿元（去年同期 1900 万元），若剔除一次性影响，公司啤酒业务息税前利润率同比+2.79pct 至 31.08%。
- **受商务宴请影响，白酒收入承压。**2025H1 公司白酒业务收入实现 7.83 亿元，同比-33.53%，我们认为主要受到商务宴请场景的影响。从盈利能力来看，白酒业务息税前利润亏损 1.52 亿元，主要系收入大幅下降。面对市场短期调整，公司将积极推动价格重塑、优化费用投入，积极推动中档和光瓶酒产品覆盖和销售，力争下半年销售有所提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司啤酒业务上半年恢复较好，我们认为展望下半年原材料红利有望继续兑现，销售费用优化贡献利润。在稳健增长的现金流下，公司积极回馈股东，中期派息 0.464 元/股，分红率为 26.07%，同比+0.34pct。我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.93、1.97、2.09 元，对应 2025 年 8 月 25 日收盘价（26.29 元/股、28.58 港币/股）市盈率 14、13、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动、吨酒收入或者次高端及以上产品销量不及预期、白酒业务改善不及预期

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	40,064	40,569	41,634	42,654	43,509
增长率 YoY%	9.98%	1.26%	2.62%	2.45%	2.00%
归母净利润(百万元)	5,153	4,739	6,250	6,407	6,786
增长率 YoY%	18.62%	-8.03%	31.88%	2.52%	5.91%
毛利率%	41.36%	42.64%	45.18%	44.75%	45.14%
净资产收益率 ROE%	17.01%	14.95%	18.70%	18.20%	18.30%
EPS(元)	1.59	1.46	1.93	1.97	2.09
市盈率 P/E(倍)	19.79	15.91	13.65	13.31	12.57
市净率 P/B(倍)	3.37	2.38	2.55	2.42	2.30

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测;股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

附录：公司财务预测表					单位：人民币百万元				
资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	17,887	20,292	22,502	营业收入	38,635	39,834	40,854	41,709
现金	3,816	6,148	8,175	10,204	其他收入	1,934	1,800	1,800	1,800
应收账款及票据	124	128	131	134	营业成本	22,160	21,838	22,574	22,881
存货	9,640	9,500	9,820	9,954	销售费用	8,378	8,051	8,171	8,133
其他	2,048	2,112	2,166	2,211	管理费用	3,303	3,912	3,881	3,962
非流动资产	53,680	54,000	54,278	54,709	研发费用	0	0	0	0
固定资产	18,124	17,941	17,706	17,614	财务费用	86	34	33	33
无形资产	28,114	28,617	29,130	29,653	除税前溢利	6,649	8,596	8,812	9,333
其他	7,442	7,442	7,442	7,442	所得税	1,890	2,321	2,379	2,520
资产总计	69,308	71,887	74,570	77,211	净利润	4,759	6,275	6,433	6,813
流动负债	26,054	26,878	27,758	28,481	少数股东损益	20	25	26	27
短期借款	1,168	1,368	1,568	1,768	归母净利润	4,739	6,250	6,407	6,786
应付账款及票据	3,249	3,202	3,310	3,355					
其他	21,637	22,308	22,880	23,359	EBIT	6,735	8,629	8,845	9,367
非流动负债	7,669	7,669	7,669	7,669	EBITDA	8,571	10,629	10,768	11,135
长期债务	681	681	681	681	EPS (元)	1.46	1.93	1.97	2.09
其他	6,988	6,988	6,988	6,988					
负债合计	33,723	34,547	35,427	36,150					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	17,602	19,332	21,109	23,000	成长能力				
归属母公司股东权益	31,692	33,422	35,199	37,090	营业收入	-0.76%	3.10%	2.56%	2.09%
少数股东权益	3,893	3,918	3,944	3,971	归属母公司净利	-8.03%	31.88%	2.52%	5.91%
股东权益合计	35,585	37,340	39,143	41,061	获利能力				
负债和股东权益	69,308	71,887	74,570	77,211	毛利率	42.64%	45.18%	44.75%	45.14%
					销售净利率	12.27%	15.69%	15.68%	16.27%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	14.95%	18.70%	18.20%	18.30%
经营活动现金流	6,846	8,214	7,883	8,136	ROIC	12.88%	15.99%	15.60%	15.72%
净利润	4,739	6,250	6,407	6,786	偿债能力				
少数股东权益	20	25	26	27	资产负债率	48.66%	48.06%	47.51%	46.82%
折旧摊销	1,836	2,000	1,922	1,769	净负债比率	-5.53%	-10.98%	-15.14%	-18.89%
营运资金变动及其他	251	-61	-472	-447	流动比率	0.60	0.67	0.73	0.79
					速动比率	0.23	0.31	0.38	0.44
投资活动现金流	-1,058	-1,523	-1,383	-1,366	营运能力				
资本支出	-1,661	-2,320	-2,200	-2,200	总资产周转率	0.55	0.56	0.56	0.55
其他投资	603	797	817	834	应收账款周转率	311.57	316.33	315.51	314.80
					应付账款周转率	7.14	6.77	6.93	6.87
筹资活动现金流	-811	-4,214	-4,328	-4,596	每股指标 (元)				
借款增加	1,022	200	200	200	每股收益	1.46	1.93	1.97	2.09
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	2.11	2.53	2.43	2.51
已付股利	-1,739	-4,414	-4,528	-4,796	每股净资产	9.77	10.30	10.85	11.43
其他	-94	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	4,832	2,332	2,027	2,029	P/E	15.91	13.65	13.31	12.57
					P/B	2.38	2.55	2.42	2.30
					EV/EBITDA	8.56	7.64	7.37	6.96

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。