

## 25H1 实现量价齐升，盈利能力持续提升

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年中报, 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%; 剔除关厂减值、人员安置及深圳总部等相关一次性费用后的核心 EBIT 利润为 71.1 亿元, 同比+11.3%; 公司业绩超预期。此外, 公司拟派发中期股息每股人民币 0.464 元, 较去年同期增长 24.4%。
- 25H1 销量表现优于行业, 高端化升级带动量价齐升。**量方面, 公司 25 年上半年啤酒销量为 648.7 万吨, 同比+2.2%; 受益于公司积极把握新兴消费渠道以及部分基地市场天气较好, 25H1 销量表现优于行业整体(国内啤酒行业上半年产量增速为-0.3%)。同时高端化进程稳步推进中, 25H1 次高及以上产品维持中到高单位数增长, 其中普高及以上产品维持 10%+ 增速。分品牌看, 得益于喜力全国化扩张持续与东南区域市场的出色表现, 高基数下 25H1 喜力销量增速仍超 20%; 新兴品牌老雪与红爵亦表现强劲, 增速分别超过 70%/100%。价方面, 在产品结构持续提升的带动下, 25H1 吨价同比提升 0.4% 至 3570 元/吨。白酒方面, 25H1 白酒业务实现收入 7.8 亿元, 同比-33.7%, 主要系上半年动销承压影响。
- 成本红利助力毛利率改善, 盈利能力持续提升。**25H1 公司整体毛利率为 48.9%, 同比+2pp; 其中啤酒业务毛利率为 48.3%, 同比+2.4pp。得益于包材成本的持续下降, 叠加产能优化带来效率提升, 啤酒业务毛利率持续改善。费用率方面, 随着公司三精策略持续落地, 25 年上半年销售费用率为 15.6%, 同比-2pp; 管理费用率为 7.6%, 同比+1.3pp。在成本红利与降费提效共同带动下, 25H1 啤酒业务未计利息及税项前盈利率同比+3.1pp 至 31.4%。白酒方面, 上半年在行业深度调整下, 白酒业务毛利率同比仍基本持平; 25H1 白酒业务 EBITDA 盈利率率同比-7.2pp 至 27.9%。综合来看, 25H1 公司整体净利率率同比+4.1pp 至 24%, 剔除一次性费用影响后的还原净利率率同比+2.5pp 至 22.3%。
- 高端化步入新征程, 未来高质量发展可期。**1) 产品方面, 公司将持续推进喜力全国化, 老雪、红爵等强势单品预计将维持高增, 而超勇焕新后预计将恢复良好增长水平; 此外公司进一步加强与阿里、美团闪购及歪马等新兴零售渠道合作力度, 个性化定制产品亦值得期待。2) 渠道方面, 公司提出建设厂商命运共同体, 将长期维持渠道库存水平良性且健康。3) 展望未来, 随着国家消费刺激政策的进一步落地、餐饮需求的持续改善, 以及公司积极拥抱新消费需求+持续推进高端化, 叠加成本红利延续, 未来公司高质量发展可期。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.80 元、1.90 元、2.04 元, 对应动态 PE 分别为 16 倍、15 倍、14 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 现饮场景恢复不及预期风险, 高端化竞争加剧风险, 原材料成本上行风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	386.4	390.3	398.2	405.6
增长率	-0.8%	1.0%	2.0%	1.8%
归属母公司净利润(亿元)	47.4	58.3	61.6	66.1
增长率	-8.0%	23.1%	5.6%	7.3%
每股收益 EPS	1.46	1.80	1.90	2.04
净资产收益率	15.0%	16.9%	16.4%	16.2%
PE	19	16	15	14

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	22.1-35.85
3 个月平均成交量(百万)	13.14
流通股数(亿)	32.44
市值(亿)	917.45

### 相关研究

- 华润啤酒(0291.HK): 高端升级态势延续, 25 年逐步改善可期 (2025-03-21)
- 华润啤酒(0291.HK): 啤酒业务短期承压, 不改长期高端化趋势 (2024-08-28)

**附：财务报表**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	386.35	390.25	398.22	405.56	税后经营利润	33.64	42.01	44.84	49.37
销售成本	221.60	218.65	220.92	222.69	折旧与摊销	23.50	33.04	33.04	33.04
销售费用	83.78	81.39	84.98	84.58	财务费用	0.94	0.36	-0.09	-0.33
管理费用	33.03	32.93	33.22	33.44	其他经营资金	11.20	-0.78	3.04	2.02
财务费用	0.94	0.36	-0.09	-0.33	<b>经营性现金净流量</b>	69.28	74.64	80.83	84.11
营业利润	47.15	56.92	59.20	65.18	<b>投资性现金净流量</b>	-21.35	16.65	17.09	17.09
其他非经营损益	19.34	22.56	22.56	22.56	<b>筹资性现金净流量</b>	-64.94	-41.75	-31.26	-33.32
税前利润	66.49	79.48	81.76	87.74	<b>现金流量净额</b>	-17.01	49.54	66.65	67.88
所得税	18.90	20.81	19.83	21.28					
税后利润	66.49	79.48	81.76	87.74					
归属于非控制股东利润	0.20	0.34	0.36	0.38					
归属于母公司股东利润	47.39	58.32	61.57	66.08					
EBITDA	90.93	112.88	114.71	120.45					
NOPLAT	34.42	42.28	44.77	49.12					
EPS(元)	1.46	1.80	1.90	2.04					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	38.42	87.96	154.62	222.49	<b>成长能力</b>				
应收账款	1.24	1.27	1.29	1.32	营收额增长率	-1%	1%	2%	2%
预付款项、按金及其他应收款项	10.41	13.24	13.51	13.76	EBIT 增长率	-8%	18%	2%	7%
存货	96.40	86.90	87.80	88.51	EBITDA 增长率	-5%	24%	2%	5%
					税后利润增长率	-9%	23%	6%	7%
其他流动资产	9.81	9.29	9.48	9.66	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产总计</b>	156.28	201.21	269.31	338.38	毛利率	43%	44%	45%	45%
长期股权投资	14.69	14.69	14.69	14.69	净利率	12%	15%	16%	16%
固定资产	181.24	167.04	152.85	138.65	ROE	15%	17%	16%	16%
无形资产	113.08	94.23	75.39	56.54	ROA	7%	8%	8%	9%
其他非流动资产	227.79	227.79	227.79	227.79	ROIC	10%	12%	14%	17%
<b>非流动资产合计</b>	536.80	503.76	470.71	437.67	<b>估值倍数</b>				
<b>资产总计</b>	693.08	704.97	740.02	776.05	P/E	19.14	15.55	14.73	13.73
					P/S	2.35	2.32	2.28	2.24
短期借款	11.68	0.00	0.00	0.00	P/B	2.86	2.63	2.41	2.22
应付账款	32.49	31.69	32.02	32.27	股息率	3.7%	3.3%	3.5%	3.7%
其他流动负债	216.37	211.78	215.93	218.90	EV/EBIT	58.99	49.06	47.16	43.29
<b>流动负债合计</b>	260.54	243.47	247.95	251.17	EV/EBITDA	43.75	34.70	33.58	31.42
长期借款	6.81	6.81	6.81	6.81					
其他非流动负债	69.88	69.88	69.88	69.88					
<b>非流动负债合计</b>	76.69	76.69	76.69	76.69					
<b>负债合计</b>	337.23	320.16	324.64	327.86					
储备	176.02	176.02	176.02	176.02					
留存收益	0.00	28.62	58.84	91.26					
归属于母公司股东权益	316.92	345.54	375.76	408.18					
归属于非控制股东权益	38.93	39.27	39.62	40.01					
<b>权益合计</b>	355.85	384.81	415.38	448.19					
<b>负债和权益合计</b>	693.08	704.97	740.02	776.05					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

---

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---