

2026年03月27日

证券研究报告·2025年报点评

华润啤酒 (0291.HK) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 24.88 港元

目标价: —— 港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 啤酒主业表现稳健，白酒业务仍在调整

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 全年实现营收 379.9 亿元, 同比-1.7%; 实现归母净利润 33.7 亿元, 同比-28.9%; 其中 25H2 实现收入 140.4 亿元, 同比-5.7%, 归母净利润为-24.2 亿元, 去年同期为 0.34 亿元; 若扣除卖地、关厂和商誉减值等特别事项, 公司 25 年还原后归母净利润同比+19.6%至 57.2 亿元。此外, 公司拟派末期股息每股 0.557 元, 叠加中期股息后 25 年度合计派息每股 1.021 元。
- **啤酒业务维持稳健表现, 白酒业务阶段性承压。**量方面, 公司全年实现啤酒销量为 1103 万吨, 同比+1.4%; 其中 25H2 实现销量 454.3 万吨, 同比+0.4%。分档次看, 普高档及以上增速接近 10%, 次高及以上维持中高单位数增长。分品牌看, 喜力全国化扩张顺利, 全年增速接近 20%; 老雪销量增速约 60%, 红爵销量增速超 100%。价方面, 受公司 25H2 主动加大渠道费用支持力度的影响, 全年吨价同比-1.4pp 至 3308 元/吨。白酒业务方面, 受行业进入深度调整以及消费需求减弱等综合影响影响, 25 年实现收入 15 亿元, 同比-30.4%; 其中 25H2 白酒收入增速为-26.4%。公司结合当前白酒环境及实际经营情况, 对白酒业务计提了 28.8 亿元商誉减值。长期来看, 公司集中摘要和金沙两大系列大单品发展, 啤白双赋能模式下白酒业务后续有望稳步回升。
- **成本红利持续, 盈利能力提升。**2025 年公司整体毛利率为 43.1%, 同比+0.4pp; 其中 25H2 毛利率为 33.2%, 同比-2.7pp。得益于啤酒高端化持续推进与原料采购成本的下降, 全年啤酒业务毛利率同比+1.4pp 至 42.5%。费用率方面, 公司贯彻三精主义, 积极控制费投效率, 25 全年销售费用率同比-1.4pp 至 20.3%; 管理费用率同比下降 0.2pp 至 8.3%。25 年公司关闭 4 家工厂, 剔除关厂 (3.06 亿元) 和土地出售 (2.6 亿元) 等特别项目带来的一次性影响后, 25 年公司啤酒核心 EBITDA 率同比增长 3.9pp 至 26.3%。综合来看, 还原后公司整体核心净利率同比增长 2.7pp 至 15.1%。
- **高端化步入新阶段, 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扩张, 老雪、红爵等强势单品预计将维持高增; 此外公司进一步加强与淘宝、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+持续推进高端化升级, 叠加成本红利有望延续, 未来公司高质量发展可期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 1.73 元、1.83 元、1.94 元, 对应动态 PE 分别为 14 倍、14 倍、13 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	379.9	389.3	398.3	407.9
增长率	-1.7%	2.5%	2.3%	2.4%
归属母公司净利润(亿元)	33.7	56.1	59.5	62.8
增长率	-28.9%	66.5%	6.0%	5.6%
每股收益 EPS	1.04	1.73	1.83	1.94
净资产收益率	10.4%	15.7%	15.0%	14.5%
PE	24	14	14	13

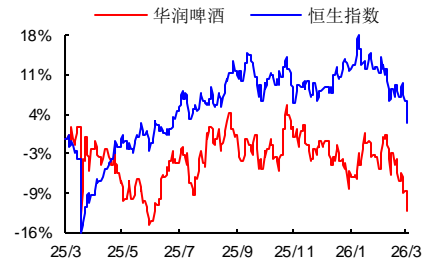
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 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)	23.8-29.04
3 个月平均成交量(百万)	12.63
流通股数(亿)	32.44
市值(亿)	807.15

### 相关研究

1. 华润啤酒 (0291.HK): 25H1 实现量价齐升, 盈利能力持续提升 (2025-08-26)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着啤酒行业整体产量进入长期平稳阶段，产品结构由中低端逐步向上升级趋势确定，叠加啤酒消费模式向更多元场景化分散，我们预测 2026-2028 年公司啤酒销量增速为 -0.9%、-0.6%、-0.3%；

假设 2：随着公司高端化升级步入新阶段，以喜力、纯生和超勇为首的大单品有望稳步提升体量，同时红爵、老雪等潜力大单品有望实现快速放量，带动次高及以上啤酒销量占比提升，我们预测 2026-2028 年公司啤酒吨价增速分别为 2.5%、1.7%、1.3%；

假设 3：随着公司持续加强产能更新换代与供应链整合优化，叠加整体产品结构持续优化，我们预测 2026-2028 年啤酒酒业务毛利率分别为 43.2%、43.8%、44.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
啤酒业务	收入	364.9	370.6	374.9	378.7
	增速	0.0%	1.6%	1.2%	1.0%
	销量（万吨）	1,103	1,093	1,087	1,084
	增速	1.4%	-0.9%	-0.6%	-0.3%
	吨价（元/吨）	3,308	3,389	3,448	3,494
	增速	-1.4%	2.5%	1.7%	1.3%
	毛利率	42.5%	43.2%	43.8%	44.5%
白酒业务	收入	15.0	18.7	23.4	29.2
	增速	-30.39%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	57.62%	68.0%	68.0%	68.0%
合计	收入	379.8	389.3	398.3	407.9
	增速	-1.7%	2.5%	2.3%	2.4%
	毛利率	43.07%	43.2%	43.8%	44.5%

数据来源：Wind，西南证券

**附：财务报表**

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	379.85	389.25	398.25	407.88	税后经营利润	32.28	44.22	47.24	50.54
销售成本	216.25	221.12	223.76	226.57	折旧与摊销	0.00	31.52	31.52	31.52
销售费用	77.21	76.27	79.19	81.11	财务费用	0.75	0.61	0.10	-0.15
管理费用	31.66	31.34	32.84	33.63	其他经营资金	38.24	-5.28	3.38	2.99
财务费用	0.75	0.61	0.10	-0.15	<b>经营性现金净流量</b>	<b>71.27</b>	<b>71.07</b>	<b>82.24</b>	<b>84.90</b>
营业利润	53.98	59.91	62.36	66.72	<b>投资性现金净流量</b>	<b>0.00</b>	<b>11.06</b>	<b>11.35</b>	<b>11.35</b>
其他非经营损益	-0.91	14.98	14.98	14.98	<b>筹资性现金净流量</b>	<b>0.00</b>	<b>-35.52</b>	<b>-22.21</b>	<b>-23.20</b>
税前利润	53.07	74.89	77.34	81.70	<b>现金流量净额</b>	<b>71.27</b>	<b>46.60</b>	<b>71.38</b>	<b>73.05</b>
所得税	21.33	19.61	18.75	19.81					
税后利润	53.07	74.89	77.34	81.70					
归属于非控制股东利润	-1.97	-0.85	-0.90	-0.95					
归属于母公司股东利润	33.71	56.12	59.49	62.84					
EBITDA	53.82	107.02	108.96	113.07					
NOPLAT	33.10	44.67	47.32	50.43					
EPS(元)	1.04	1.73	1.83	1.94					
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	69.27	115.87	187.25	260.30	<b>成长能力</b>				
应收账款	1.78	1.44	1.47	1.51	营收额增长率	-2%	2%	2%	2%
预付款项、按金及其他应收款项	9.13	10.44	10.68	10.94	EBIT 增长率	-20%	40%	3%	5%
存货	92.40	94.24	95.36	96.56	EBITDA 增长率	-41%	99%	2%	4%
					税后利润增长率	-33%	74%	6%	6%
其他流动资产	39.53	39.65	39.87	40.09	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产总计</b>	<b>212.11</b>	<b>261.64</b>	<b>334.63</b>	<b>409.40</b>	毛利率	43%	43%	44%	44%
长期股权投资	17.00	17.00	17.00	17.00	净利率	8%	14%	15%	15%
固定资产	179.63	165.56	151.49	137.42	ROE	10%	16%	15%	14%
无形资产	104.65	87.21	69.77	52.33	ROA	5%	8%	8%	8%
其他非流动资产	172.94	172.93	172.92	172.92	ROIC	9%	15%	17%	21%
<b>非流动资产合计</b>	<b>474.22</b>	<b>442.70</b>	<b>411.18</b>	<b>379.66</b>	<b>估值倍数</b>				
<b>资产总计</b>	<b>686.33</b>	<b>704.34</b>	<b>745.81</b>	<b>789.06</b>	P/E	23.94	14.38	13.57	12.84
					P/S	2.12	2.07	2.03	1.98
短期借款	14.05	0.00	0.00	0.00	P/B	2.50	2.26	2.04	1.86
应付账款	30.82	30.87	31.23	31.63	股息率	0.0%	2.6%	2.7%	2.9%
其他流动负债	212.70	210.30	214.92	219.24	EV/EBIT	64.83	45.40	43.34	40.25
<b>流动负债合计</b>	<b>257.57</b>	<b>241.16</b>	<b>246.15</b>	<b>250.87</b>	EV/EBITDA	64.83	32.03	30.80	29.03
长期借款	13.06	13.06	13.06	13.06					
其他非流动负债	56.06	56.06	56.06	56.06					
<b>非流动负债合计</b>	<b>69.12</b>	<b>69.12</b>	<b>69.12</b>	<b>69.12</b>					
<b>负债合计</b>	<b>326.69</b>	<b>310.28</b>	<b>315.27</b>	<b>319.99</b>					
储备	181.72	181.72	181.72	181.72					
留存收益	0.00	35.27	72.65	112.14					
归属于母公司股东权益	322.62	357.89	395.27	434.76					
归属于非控制股东权益	37.02	36.17	35.27	34.32					
<b>权益合计</b>	<b>359.64</b>	<b>394.06</b>	<b>430.54</b>	<b>469.07</b>					
<b>负债和权益合计</b>	<b>686.33</b>	<b>704.34</b>	<b>745.81</b>	<b>789.06</b>					

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---