

华润啤酒 (00291.HK)

优于大市

2024 年啤酒销量承压，内生盈利能力持续提升

核心观点

华润啤酒披露 2024 年年度报告，2024 年度营业收入 386.4 亿元，同比-0.8%，归母净利润 47.4 亿元，同比-8.0%。

2024 年啤酒销量承压，产品结构延续改善。2024 年营业收入同比-0.8%，其中啤酒业务收入同比-1.0%，白酒业务收入+4.0%。啤酒方面，销量同比-2.5%，主要系全年啤酒消费需求疲弱且有不天气影响，在 2024 年第二季度、第三季度旺季尤为明显。全年高端及以上产品销量同比增速超 9%，其中喜力增速接近 20%，老雪、红爵增长约 100%，体现高端化进程仍在延续，啤酒销售均价如期提升（同比+1.5%）。白酒业务方面，下半年白酒收入同比-10.9%，主要系白酒行业进入深度调整期，公司为构建良好的厂商关系，严格控制库存。

政府补助及土地出售收入减少、税率提升致表观利润同比下滑，内生盈利能力则有强化。2024 年其他收入及收益同比减少约 7 亿元，是拖累利润的主要原因。此外，2024 年度所得税率录得 28.4%，同比提升 1.9 p.p.，对利润有一定程度的负面影响，预计系税率短期波动。若扣除关厂相关减值及员工补偿费用、政府补助、出售土地所得的影响，公司核心 EBITDA 同比+3.0%，反映内生盈利能力强化。啤酒业务方面，产品结构升级所致及成本下行帮助啤酒业务毛利率同比+2.4 p.p. 至 41.1%。白酒业务方面，高端大单品摘要销量增长 35%，带动产品组合盈利能力增强，叠加成本控制取得成效，白酒业务毛利率同比+5.6 p.p. 至 68.5%。销售费用率同比+1.0 p.p.，预计主要系白酒业务销售推广支出增多所致。

2025 年取得开门红，公司走出经营低谷、未来展望更加乐观。公司年报披露，2025 年 1-2 月公司销量在高基数之上实现单位数增长，其中喜力销量维持双位数增长，产品结构继续优化，叠加降本增效措施持续落地，EBIT 增速快于收入增速。年报中公司对于未来经营的判断较 2024 年下半年更为乐观，展现公司对于外部发展环境及自身业务的信心有所提升。

投资建议：考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 394.8/403.7/413.3 亿元（2025/2026 年前预测值 405.9/420.3 亿元），同比+2.2%/+2.3%/+2.4%；实现归母净利润 52.0/55.4/58.7 亿元（2025/2026 年前预测值 57.5/62.1 亿元），同比+9.6%/+6.7%/+5.9%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/15 倍。考虑到公司重点高端产品品牌势能持续积累、啤酒龙头优势依然显著，当前估值仍处于偏低位置，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	38,932	38,635	39,476	40,370	41,328
(+/-%)	10.4%	-0.8%	2.2%	2.3%	2.4%
归母净利润(百万元)	5153	4739	5196	5544	5869
(+/-%)	18.6%	-8.0%	9.6%	6.7%	5.9%
每股收益(元)	1.61	1.47	1.61	1.72	1.82
EBIT Margin	18.8%	17.5%	18.2%	18.9%	19.5%
净资产收益率(ROE)	17.0%	15.0%	15.3%	15.3%	15.3%
市盈率(PE)	16.6	18.2	16.5	15.5	14.6
EV/EBITDA	13.6	13.9	14.3	13.6	13.0
市净率(PB)	2.86	2.73	2.55	2.39	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

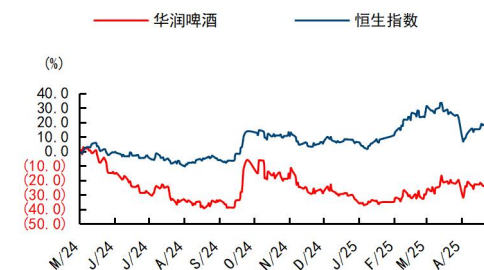
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.10 港元
总市值/流通市值	87917/87917 百万港元
52 周最高价/最低价	38.12/21.60 港元
近 3 个月日均成交额	721.27 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华润啤酒 (00291.HK) - 啤酒业务销量下滑均价提升，盈利能力仍有强化》——2024-08-21

《华润啤酒 (00291.HK)》——2024-03-21

《华润啤酒 (00291.HK) - 国内啤酒龙头，续战高端、降本增效》——2024-02-04

华润啤酒披露 2024 年年度报告，2024 年度营业收入 386.4 亿元，同比-0.8%，归母净利润 47.4 亿元，同比-8.0%。2024 年度合并派发股息每股 0.76 元（无特别股息），派息率 52%。

2024 年啤酒销量承压，产品结构延续改善。2024 年营业收入同比-0.8%，其中啤酒业务收入同比-1.0%，白酒业务收入+4.0%。啤酒方面，销量同比-2.5%，主要系全年啤酒消费需求疲弱且有不天气影响，在 2024 年第二季度、第三季度旺季尤为明显。全年高端及以上产品销量同比增速超 9%，其中喜力增速接近 20%，老雪、红爵增长约 100%，体现高端化进程仍在延续，啤酒销售均价如期提升（同比+1.5%）。白酒业务方面，下半年白酒收入同比-10.9%，主要系白酒行业进入深度调整期，公司为构建良好的厂商关系，严格控制库存。

政府补助及土地出售收入减少、税率提升致表现利润同比下滑，内生盈利能力则有强化。2024 年其他收入及收益同比减少约 7 亿元，是拖累利润的主要原因，其中政府补助同比减少近 2 亿元，出售自用土地所得溢利减少超 4 亿元，导致 EBIT 同比-5.6%。此外，2024 年度所得税率录得 28.4%，同比提升 1.9 p.p.，对利润有一定程度的负面影响，预计税率短期波动。若扣除关厂相关减值及员工补偿费用、政府补助、出售土地所得的影响，公司核心 EBITDA 同比+3.0%，反映内生盈利能力强化。啤酒业务方面，产品结构升级所致及成本下行帮助啤酒业务毛利率同比+2.4 p.p. 至 41.1%，啤酒吨价同比+1.5%，吨成本同比-0.2%。白酒业务方面，高端大单品摘要销量增长 35%，带动产品组合盈利能力增强，叠加成本控制取得成效，白酒业务毛利率同比+5.6 p.p. 至 68.5%。销售费用率同比+1.0 p.p.，预计主要系白酒业务销售推广支出增多所致。

2025 年取得开门红，公司走出经营低谷、未来展望更加乐观。公司年报披露，2025 年 1-2 月公司销量在高基数之上实现单位数增长，其中喜力销量维持双位数增长，产品结构继续优化，叠加降本增效措施持续落地，EBIT 增速快于收入增速。年报中对于未来经营的判断较 2024 年下半年更为乐观，展现公司对于外部发展环境及自身业务的信心有所提升。

公司积极适应需求环境变化、持续培育新动能，看好公司 2025 年经营修复。展望 2025 年，在国家支持提振消费政策支持下，预计经济稳步增长，行业需求（尤其是现饮需求）有望逐步恢复，而得益于公司在非即饮渠道的较早布局，公司销量恢复增长有相对更强的确定性。华润啤酒始终坚持高端化发展路线，2024 年以来进一步加强品质提升意识，并强化个性化、小众化产品在多类渠道的推广，高端产品矩阵形成多增长点，有助于带动产品结构持续升级。此外，2025 年公司内部要求落实“三精”主义，加强成本管控，提升运营及费用效率，预计利润恢复较快增长。白酒业务方面，当下白酒行业需求确有承压，公司仍需巩固前期白酒业务梳理调整的成果，预计白酒业务对公司整体盈利的贡献暂时有限。

盈利预测与投资建议：考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 394.8/403.7/413.3 亿元（2025/2026 年前预测值 405.9/420.3 亿元），同比+2.2%/+2.3%/+2.4%；实现归母净利润 52.0/55.4/58.7 亿元（2025/2026 年前预测值 57.5/62.1 亿元），同比+9.6%/+6.7%/+5.9%；EPS 分别为 1.61/1.72/1.82 元；当前股价对应 PE 分别为 17/15/15 倍。考虑到公司重点高端产品品牌势能持续积累、啤酒龙头优势依然显著，当前估值仍处于偏低位置，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	40,589	42,027	-	39,476	40,370	41,328	-1,113	-1,657	-
收入同比增速%	2.4%	3.5%	-	2.2%	2.3%	2.4%	-0.3%	-1.3%	-
毛利率%	43.2%	43.7%	-	43.1%	43.2%	43.3%	-0.1%	-0.4%	-
销售费用率%	21.1%	21.0%	-	21.6%	21.3%	20.8%	0.5%	0.3%	-
归母净利率%	14.2%	14.8%	-	13.2%	13.7%	14.2%	-1.0%	-1.0%	-
归母净利润（百万元）	5,751	6,212	-	5,196	5,544	5,869	-555	-668	-
归母净利润同比增速%	5.9%	8.0%	-	9.6%	6.7%	5.9%	3.8%	-1.3%	-
EPS（元）	1.80	1.94	-	1.61	1.72	1.82	-0.18	-0.22	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年4月29日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
0291.HK	华润啤酒	17.2	25.51	1.61	1.72	15.8	14.8	828	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	22.9	74.91	3.49	3.75	21.4	20.0	1,022	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	24.6	56.69	2.64	2.78	21.5	20.4	274	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	33.7	13.38	0.51	0.60	26.1	22.3	377	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	28.7	10.98	0.44	0.49	25.0	22.3	243	优于大市

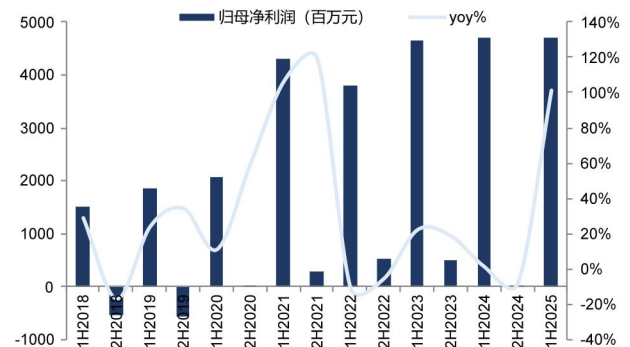
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1：华润啤酒半年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



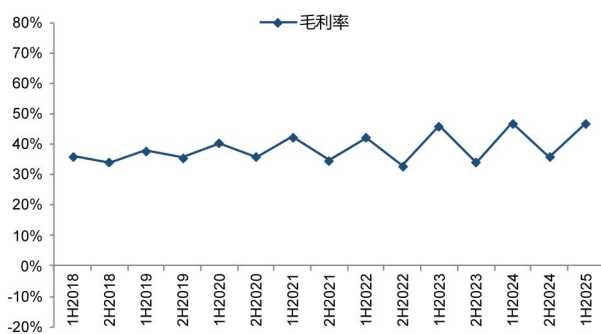
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华润啤酒半年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



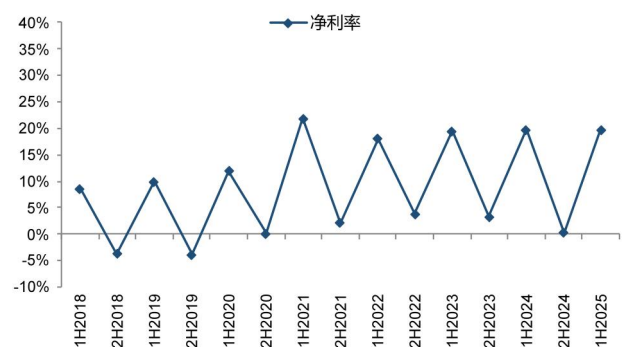
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华润啤酒半年度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华润啤酒半年度净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5520	3842	6881	9029	10751	营业收入	38932	38635	39476	40370	41328
应收款项	1506	1646	1622	1659	1698	营业成本	22829	22160	22476	22912	23452
存货净额	9502	9640	10468	10671	10923	毛利	16103	16475	17000	17458	17876
其他流动资产	613	500	511	522	535	销售费用	8065	8378	8527	8599	8596
流动资产合计	17141	15628	19482	21881	23907	管理费用	3362	3303	3257	3249	3242
固定资产	16294	18124	18476	18650	18652	财务费用	244	94	78	60	60
无形资产及商誉	8991	8258	7855	7452	7049	其他经营收入	2651	1934	1960	2002	2018
长期股权投资	3728	2193	2193	2237	2282	其他收益	(67)	(5)	15	0	0
其他非流动资产	3884	3780	3393	4179	4966	利润总额	7078	6649	7097	7553	7995
资产总计	71524	69308	72724	75725	78180	所得税费用	1864	1890	1860	1964	2079
短期借款	931	1168	1178	1183	1188	少数股东损益	61	20	42	45	47
应付款项	22755	24583	26232	26992	27372	归属于母公司净利润	5153	4739	5196	5544	5869
其他流动负债	678	303	303	303	303						
流动负债合计	24364	26054	27713	28478	28863						
长期借款及应付债券	4181	681	81	81	81						
其他长期负债	4414	4002	4002	4002	4002						
长期负债合计	8595	4683	4083	4083	4083						
负债合计	32959	30737	31796	32561	32946						
少数股东权益	3879	3893	3912	3930	3946						
股东权益	30295	31692	34030	36248	38302	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益总计	67133	66322	69738	72739	75194	净利润	5153	4739	5196	5544	5869
						折旧摊销	2277	2350	1737	1815	1887
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(352)	858	890	503	71
每股收益	1.61	1.47	1.61	1.72	1.82	其它	(2929)	(1019)	(37)	(15)	(13)
每股红利	1.03	0.79	0.88	1.03	1.18	经营活动现金流	4149	6928	7787	7847	7815
每股净资产	9.34	9.77	10.49	11.17	11.81	资本开支	(2520)	(2813)	(1600)	(1500)	(1400)
ROIC	23%	19%	22%	21%	21%	其它投资现金流	(7167)	678	300	300	300
ROE	17%	15%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(9687)	(2135)	(1300)	(1200)	(1100)
毛利率	41%	43%	43%	43%	43%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	18%	19%	19%	长期借款	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	24%	23%	23%	24%	短期借款	3151	(3263)	(590)	5	5
收入增长	10%	-1%	2%	2%	2%	支付股利	(1911)	(3363)	(2858)	(3327)	(3815)
净利润增长率	19%	-8%	10%	7%	6%	融资活动现金流	927	(6494)	(3448)	(3322)	(3810)
资产负债率	58%	54%	53%	52%	51%	现金净变动	(4688)	(1678)	3039	3326	2905
息率	3.6%	2.8%	3.1%	3.6%	4.1%	货币资金的期初余额	10208	5520	3842	6881	9029
P/E	16.6	18.2	16.5	15.5	14.6	货币资金的期末余额	5520	3842	6881	10207	11934
P/B	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3	企业自由现金流	4799	5221	6323	6451	6519
EV/EBITDA	14	14	14	14	13	权益自由现金流	4306	5286	6364	6537	6636

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032