

买入

坚定落实三精主义，高端化发展持续推进

华润啤酒 (291.HK)

2025-03-21 星期五

【投资要点】

目标价: 35.0 港元

现价: 28.4 港元

预计升幅: 23.2%

重要数据

日期	2025-3-21
收盘价 (港元)	28.4
总股本 (亿股)	32.44
总市值 (亿港元)	921.3
净资产 (亿元)	355.85
总资产 (亿元)	693.08
52 周高低 (港元)	21.6/38.43
每股净资产 (元)	12.53

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

华润集团 (啤酒) 有限公司 51.91%

相关报告

华润啤酒(291.HK)首发报告-20190703

华润啤酒(291.HK)更新报告-20200403

华润啤酒(291.HK)更新报告-20200820

华润啤酒(291.HK)更新报告-20210125

华润啤酒(291.HK)更新报告-20210820

华润啤酒(291.HK)更新报告-20220427

华润啤酒(291.HK)更新报告-20220818

华润啤酒(291.HK)更新报告-20230327

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ 2024 年坚持战略，砥砺前行

2024 年实现收入 386.35 亿元人民币，同比-0.76%；归母净利润 47.39 亿元，同比-8.03%；扣除关厂所产生的相关费用，以及政府补助和出售土地收益等一次性项目，EBIT 同比上升 2.9%至 63.44 亿元。2024 年派息率 52%。

➤ 啤酒业务量跌价升，高端化策略持续演绎

2024 年啤酒业务收入 364.86 亿元，同比-0.8%。销量受消费环境、现饮渠道收缩、天气等因素影响，同比-2.5%至 1,087.4 万千升；其中高档及以上啤酒销量增速+9%（喜力销量+20%，老雪、红爵销量+100%），高端化推动 ASP 同比上升 1.5%；毛利率受益于产品结构优化及成本红利，同比+0.97 %至 41.1%。扣除一次性费用及政府补贴后，EBITDA 同比+2.4%至 78.81 亿元。

➤ 推行“大单品矩阵”战略，摘要表现亮眼

2024 年白酒业务收入 21.49 亿元，同比+4.0%，其中高端大单品「摘要」销量较去年同期增长 35%，占白酒业务营业额的七成以上，带动全年毛利率同比+5.6%至 68.5%。若扣除 2H24 政府补助，白酒业务 EBITDA 同比+7.9%至 8.47 亿元。

➤ 给予“买入”评级，目标价 35.0 港元/股

在国家政策支持、消费场景恢复、厂商库存管理优化以及“三精”战略的推动下，预期公司经营业绩和盈利能力有望获得持续改善。预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.64/1.79/1.96 元，公司多年来在战略的制定上具备前瞻性 & 较高的执行力，看好龙头公司优秀的组织管理能力，同时考虑到市场流动性改善，给予 35.0 港元/股目标价，对应 2025 年 20 倍 PE，较现价有 23.2%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	38,932	38,635	39,531	40,394	41,339
同比增长 (%)	10.4%	-0.8%	2.3%	2.2%	2.3%
毛利率	41.4%	42.6%	43.6%	44.1%	44.9%
归母净利润	5,153	4,739	5,312	5,794	6,368
同比增长 (%)	18.6%	-8.0%	12.1%	9.1%	9.9%
净利润率	13.2%	12.3%	13.4%	14.3%	15.4%
每股盈利	1.59	1.46	1.64	1.79	1.96
PE@28.4HKD	16.7	18.1	16.2	14.8	13.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2024 年坚持战略，砥砺前行

2024 年公司实现收入 386.35 亿元人民币，同比-0.76%；归母净利润 47.39 亿元，同比-8.03%；扣除关厂所产生的相关费用，以及政府补助和出售土地收益等一次性项目，公司 EBIT 同比上升 2.9%至 63.44 亿元。2024 年派息 0.76 元/股，派息率 52%。

图 1：公司收入及增速

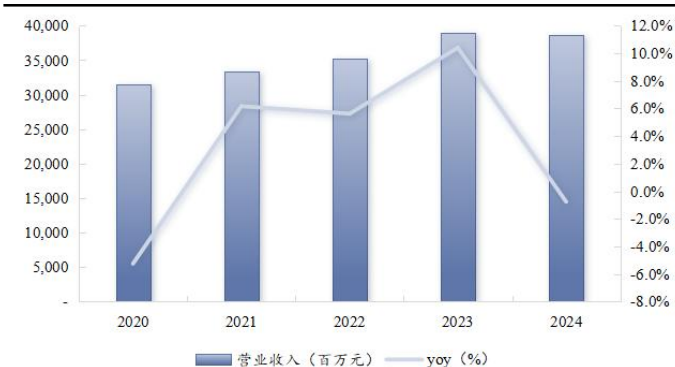
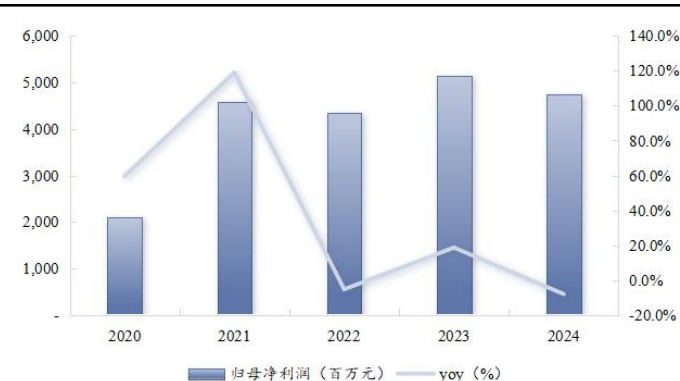


图 2：公司净利润及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 啤酒业务量跌价升，高端化策略持续演绎

2024 年啤酒业务收入 364.86 亿元，同比-0.8%。销量受消费环境、现饮渠道收缩、天气等因素影响，同比-2.5%至 1,087.4 万千升；其中高档及以上啤酒销量增速+9%（喜力销量+20%，老雪、红爵销量+100%），高端化推动平均销售价格同比上升 1.5%；毛利率受益于产品结构优化及成本红利，同比+0.97%至 41.1%。公司已提前在产品的多元化、个性化、健康化趋势上布局，前瞻性地捕捉高端化消费趋势；提出“三精主义”提升组织效率，贯彻落实啤酒的高端化和高质量发展，进一步提升企业盈利能力。

图 3：公司啤酒销量及增速

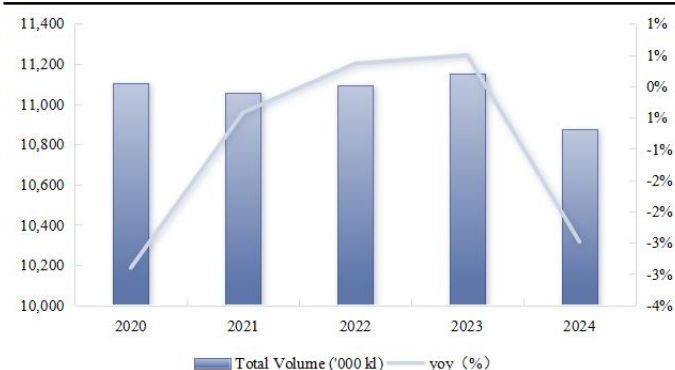
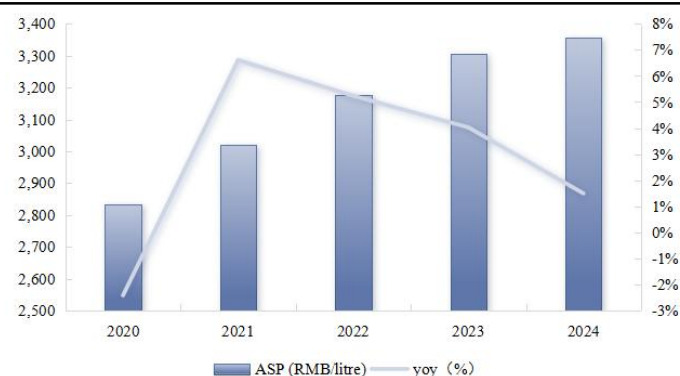


图 4：公司啤酒平均销售价格及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 推行“大单品矩阵”战略，摘要表现亮眼

2024 年白酒业务收入 21.49 亿元，同比+4.0%，其中高端大单品「摘要」销量较去年同期增长 35%，占白酒业务营业额的七成以上，带动全年毛利率同比+5.6%至 68.5%。若扣除 2H24 政府补助，白酒业务 EBITDA 同比+7.9%至 8.47 亿元。2025 年公司还将继续梳理金沙品牌产品线，加强摘要品牌和金沙品牌的联动，继续沿用品牌建设、根据地市场深耕、稳定价格、控制库存等策略，实现白酒业务营业额和利润的增长。

➤ “三精”战略提升组织效率，渠道构建“厂商命运共同体”理念

期内，公司推行“三精”战略，即精简组织、精细业务、精益成本，实现组织效率的提升，成本费用的精益化管控；同时，构建“厂商命运共同体”理念，使得公司渠道链条更加健康，产品动销有序进行，提货节奏保持均衡，相关方的利益得到有效保障。得益于战略的有效执行，2025 年 1-2 月，公司啤酒销量在去年高基数下实现单位数增长，喜力销量持续两位数增长，实现开门红，为全年表现打好基础。

➤ 给予“买入”评级，目标价 35.0 港元/股

在国家政策支持、消费场景恢复、厂商库存管理优化以及“三精”战略的推动下，预期公司经营业绩和盈利能力有望获得持续改善。预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.64/1.79/1.96 元，公司多年来在战略的制定上具备前瞻性及较高的执行力，看好龙头公司优秀的组织管理能力，同时考虑到市场流动性改善，给予 35.0 港元/股目标价，对应 2025 年 20 倍 PE，较现价有 23.2%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：啤酒行业估值比较（20250321）

公司名称	代码	收盘价 2025/3/21	市值 (百万港元)	EPS(元/股)			PE (2025E)	2025年初至今 涨跌幅(%)
				2024	2025E	2026E		
百威亚太	1876.HK	9.5	1,252	0.39	0.45	0.50	19.2	26.2%
华润啤酒	0291.HK	28.4	921	1.46	1.64	1.79	16.2	12.5%
青岛啤酒股份	0168.HK	55.2	752	3.22	3.58	3.89	14.2	-2.9%
珍酒李渡	6979.HK	7.4	252	0.40	0.53	0.67	12.9	9.6%

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原材料成本上涨超出预期；
2. 市场竞争超出预期；
3. 消费恢复不及预期；
4. 白酒业务发展不达预期或出现商誉减值；

【财务报表摘要】

华润啤酒：0291.HK

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月31日)						财务分析					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	38,932	38,635	39,531	40,394	41,339	盈利能力					
营业成本	(22,829)	(22,160)	(22,299)	(22,594)	(22,767)	毛利率 (%)	41.4%	42.6%	43.6%	44.1%	44.9%
毛利	16,103	16,475	17,232	17,800	18,572	净利率 (%)	13.2%	12.3%	13.4%	14.3%	15.4%
销售费用	(8,065)	(8,378)	(8,420)	(8,563)	(8,751)						
管理费用	(3,362)	(3,303)	(3,292)	(3,254)	(3,280)	营运表现					
EBIT	6,961	6,574	7,242	7,713	8,290	存货周转天数	152	159	159	159	159
其他损益净额	117	75	190	427	690	应收账款周转天数	14	16	16	16	16
税前盈利	7,078	6,649	7,432	8,140	8,980	应付账款周转天数	364	405	405	405	405
所得税	(1,864)	(1,890)	(2,081)	(2,279)	(2,514)						
净利润	5,214	4,759	5,351	5,861	6,465	偿债能力					
少数股东损益	-61	-20	-40	-66	-98	资产负债率	52.2%	48.7%	45.7%	44.3%	43.0%
归母净利润	5153	4739	5312	5794	6368	流动比率	0.70	0.60	0.75	0.92	1.08
EPS	1.59	1.46	1.64	1.79	1.96	速动比率	0.31	0.23	0.36	0.53	0.69
资产负债表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金	5,520	3,816	6,886	11,133	15,471	除税前利润	7,078	6,649	7,432	8,140	8,980
应收账款及票据	1,506	1,646	1,684	1,721	1,761	折旧及摊销	2,277	2,350	2,241	2,239	2,210
存货	9,502	9,640	9,714	9,842	9,918	其他经营活动	(5,206)	(2,071)	(1,739)	(1,818)	(2,137)
流动资产合计	17,141	15,628	18,811	23,222	27,676	经营性现金流	4,149	6,928	7,935	8,562	9,052
固定资产	19,523	21,174	20,163	19,947	19,708						
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806	资本开支	(2,520)	(2,333)	(547)	(1,340)	(1,239)
其他无形资产	8,991	8,258	7,575	6,892	6,159	其他投资活动	(7,167)	0	0	0	0
非流动资产合计	54,383	53,680	51,986	51,087	50,115	投资性现金流	(9,687)	(2,333)	(547)	(1,340)	(1,239)
总资产	71,524	69,308	70,796	74,309	77,791						
应付帐款	22,755	24,583	24,738	25,064	25,257	已付股息	(1,911)	(3,036)	(2,468)	(2,975)	(3,476)
短期银行贷款	931	1,168	0	0	0	其他融资活动	2,838	(3,263)	(1,849)	0	0
流动负债合计	24,364	26,054	25,041	25,367	25,560	融资性现金流	927	(6,299)	(4,317)	(2,975)	(3,476)
长期贷款	4,181	681	0	0	0						
递延税项负债	4,391	2,986	2,986	2,986	2,986						
其他非流动负债	4,325	3,928	4,228	4,528	4,828	现金变化	(4,611)	(1,704)	3,070	4,247	4,337
总负债	37,350	33,723	32,329	32,955	33,448	期初持有现金	10,208	5,520	3,816	6,886	11,133
股东权益	34,174	35,585	38,468	41,354	44,343	期末持有现金	5,520	3,816	6,886	11,133	15,471

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>