

买入
啤酒业务彰显韧性，白酒减值落地
华润啤酒 (291.HK)

2026-03-26 星期四

【投资要点】
➤ 营收微降，利润受白酒减值拖累

公司 2025 年实现营收 379.85 亿元，同比下滑 1.68%，营收下滑主要受白酒业务拖累；归母净利润为 33.71 亿元，同比下滑 28.87%，利润下滑主要由于白酒业务减值 28.77 亿元。若扣除白酒减值影响、产能优化一次性费用、投资搬迁协议确认的收益，归母净利润为 57.24 亿元，同比增长 19.6%。

➤ 啤酒业务彰显韧性，高端化战略不变

2025 年，啤酒业务实现收入 382.57 亿元，同比基本持平；啤酒销量实现 1103 万吨，同比上升 1.4%。公司高端化战略持续推进，公司普高档及以上啤酒销量同比增长接近 10%（喜力销量+20%，老雪销量+60%，红爵销量+100%）。毛利率受益于产品结构优化及成本红利，同比上升 1.4 个百分点至 42.5%；调整后 EBITDA 达 96.11 亿元，同比增长达 17.4%。

➤ 白酒减值落地，积极调整策略

2025 年，白酒业务实现收入 14.96 亿元，同比下滑 30.39%。公司结合当前白酒市场环境和实际经营情况，对白酒业务商誉计提减值 28.77 亿元，若不计入商誉减值，白酒业务 EBITDA 为 2.64 亿元。面对白酒行业压力，公司积极开拓批发商、增加渠道销售，并通过瘦身提效，优化组织人员、供应链及绩效激励等方面提升效益。

➤ 维持“买入”评级，目标价 31.0 港元/股

公司坚守高端化和“三精”战略，啤酒业务表现优于行业，盈利能力有望继续改善。考虑白酒行业尚处于调整阶段，我们预期 26-28 年公司实现归母净利润 58.95/63.62/68.44 亿元，同比+74.9%/7.9%/7.6%，给予 31.0 港元/股目标价，对应 2026 年 15 倍 PE，较现价有 22.1% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业额	38,635	37,985	39,170	39,796	40,636
同比增长 (%)	-0.8%	-1.7%	1.4%	1.6%	2.1%
毛利率	42.6%	43.1%	43.7%	44.1%	44.7%
归母净利润	4,739	3,371	5,895	6,362	6,844
同比增长 (%)	-8.0%	-28.9%	74.9%	7.9%	7.6%
净利润率	12.3%	8.9%	15.0%	16.0%	16.8%
每股盈利	1.46	1.04	1.82	1.96	2.11
PE@25.38HKD	15.3	21.5	12.3	11.4	10.6

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**31.0 港元**
 现价：**25.38 港元**
 预计升幅：**22.1%**

重要数据

日期	2026-3-25
收盘价 (港元)	25.38
总股本 (亿股)	32.44
总市值 (亿港元)	823.37
净资产 (亿元)	359.64
总资产 (亿元)	686.33
52 周高低 (港元)	23.66/29.50
每股净资产 (元)	9.945

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 51.67%

相关报告

华润啤酒(291.HK)更新报告-20250321

华润啤酒(291.HK)更新报告-20250820

研究部

姓名：李芳芳

SFC：BJO038

电话：0755-8284 6267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 营收微降，利润受白酒减值拖累

公司 2025 年实现营收 379.85 亿元，同比下滑 1.68%，营收下滑主要受白酒业务拖累；归母净利润为 33.71 亿元，同比下滑 28.87%，利润下滑主要由于白酒业务减值 28.77 亿元。若扣除白酒减值影响、产能优化一次性费用、投资搬迁协议确认的收益，归母净利润为 57.24 亿元，同比增长 19.6%。

受益于啤酒业务高端化战略的持续发展和原材料采购成本的节约，2025 年毛利率同比上升 0.5 个百分点至创新高的 43.1%。「精简、精益、精细」策略持续落地，公司销售费用率同比下降 1.35 个百分点至 20.33%。

图 1：公司收入和归母净利润情况（单位：百万元）

图 2：公司毛利率和净利率情况



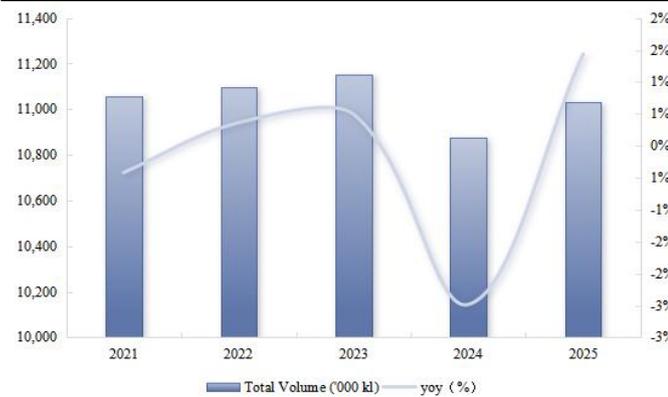
资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

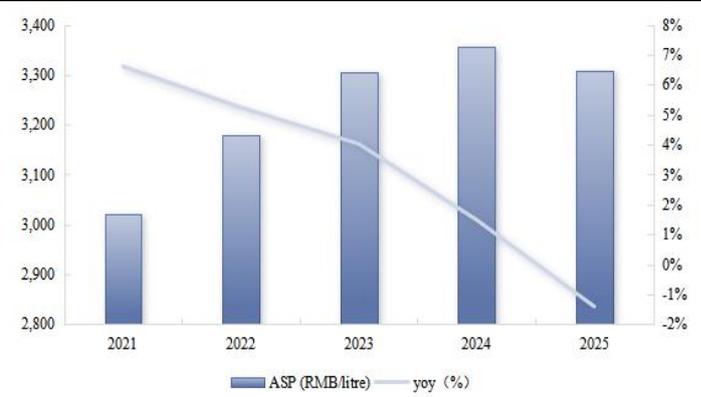
➤ 啤酒业务彰显韧性，高端化战略不变

2025 年，啤酒业务实现收入 382.57 亿元，同比基本持平；啤酒销量实现 1103 万吨，同比上升 1.4%。公司高端化战略持续推进，公司普高档及以上啤酒销量同比增长接近 10%（喜力销量+20%，老雪销量+60%、红爵销量+100%）。毛利率受益于产品结构优化及成本红利，同比上升 1.4 个百分点至 42.5%；调整后 EBITDA 达 96.11 亿元，同比增长达 17.4%。

公司对于啤酒业务将坚持高端化战略不动摇，高端化进入下半场，次高档市场将带动更大发展。公司会大力提升精酿业务，配置精酿工厂等生产线；同时布局海外市场，优先通过贸易形式进入市场，培养品牌和接受度，并针对不同市场寻找差异化机会。

图 3：公司啤酒销量及增速


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

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

► 白酒减值落地，积极调整策略

2025 年，白酒业务实现收入 14.96 亿元，同比下滑 30.39%。公司结合当前白酒市场环境和实际经营情况，对白酒业务商誉计提减值 28.77 亿元，若不计入商誉减值，白酒业务 EBITDA 为 2.64 亿元。面对白酒行业压力，公司去年下半年积极开拓批发商、增加渠道销售，并通过瘦身提效，优化组织人员、供应链及绩效激励等方面提升效益。

展望 2026 年，公司坚持白酒的长期主义不动摇，仍为公司的第二条增长曲线，今年将在价格管控、品质提升、渠道协同等方面继续落实，重点推动品牌差异化布局，推进销售模式创新、稳定价格体系、建设根据地市场，并大力发展优质经销商。

► 维持“买入”评级，目标价 31.0 港元/股

公司坚守高端化和“三精”战略，啤酒业务表现优于行业，盈利能力有望继续改善。考虑白酒行业尚处于调整阶段，我们预期 26-28 年公司实现归母净利润 58.95/63.62/68.44 亿元，同比+74.9%/7.9%/7.6%，给予 31.0 港元/股目标价，对应 2026 年 15 倍 PE，较现价有 22.1% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：啤酒行业估值比较（截至 20260325）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1876.HK	百威亚太	HKD	7.15	947	16.8	24.9	19.8	17.9	1.2	1.2	1.2	1.2
0168.HK	青岛啤酒股份	HKD	49.44	828	14.4	12.9	12.2	11.6	2.0	1.9	1.9	1.8
600600.SH	青岛啤酒	CNY	62.67	730	19.7	18.3	17.1	16.1	2.7	2.8	2.6	2.5
600132.SH	重庆啤酒	CNY	57.39	278	24.9	22.6	21.6	20.7	20.2	20.2	16.0	14.4
000729.SZ	燕京啤酒	CNY	12.73	359	34.0	22.7	19.0	16.6	2.3	2.3	2.1	1.9
平均					22.0	20.2	17.9	16.6	5.7	5.7	4.8	4.4
0291.HK	华润啤酒	HKD	25.38	823	15.3	21.5	12.3	11.4	2.31	2.29	2.15	1.99

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】

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月31日)					财务分析						
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	38,635	37,985	39,170	39,796	40,636	盈利能力					
营业成本	(22,160)	(21,625)	(22,054)	(22,262)	(22,460)	毛利率 (%)	42.6%	43.1%	43.7%	44.1%	44.7%
毛利	16,475	16,360	17,116	17,534	18,177	净利率 (%)	12.3%	8.9%	15.0%	16.0%	16.8%
销售费用	(8,378)	(7,721)	(7,834)	(7,959)	(8,127)						
管理费用	(3,303)	(3,166)	(3,251)	(3,303)	(3,373)	营运表现					
EBIT	6,574	5,275	7,598	7,863	8,302	存货周转天数	159	156	159	159	159
其他损益净额	75	32	360	748	982	应收账款周转天数	16	15	15	15	15
税前盈利	6,649	5,307	7,958	8,611	9,284	应付账款周转天数	405	406	406	406	406
所得税	(1,890)	(2,133)	(2,260)	(2,446)	(2,637)	偿债能力					
净利润	4,759	3,174	5,698	6,165	6,647	资产负债率	48.7%	47.6%	47.2%	45.3%	43.5%
少数股东损益	-20	197	197	197	197	流动比率	0.60	0.82	0.98	1.13	1.27
归母净利润	4739	3371	5895	6362	6844	速动比率	0.23	0.46	0.62	0.75	0.89
EPS	1.46	1.04	1.82	1.96	2.11						
资产负债表					现金流量表						
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025E	2026E	2027E	2028E
现金	3,816	6,918	12,057	15,837	19,985	除税前利润	6,649	5,307	7,958	8,611	9,284
应收账款及票据	1,646	1,602	1,652	1,678	1,714	折旧及摊销	2,350	2,398	1,508	1,506	1,477
存货	9,640	9,240	9,607	9,698	9,784	其他经营活动	(2,071)	(1,244)	(1,701)	(2,031)	(2,239)
流动资产合计	15,628	21,211	25,842	29,189	32,659	经营性现金流	6,928	6,461	7,765	8,086	8,523
固定资产	21,174	20,898	20,163	19,947	19,708	资本开支	(2,333)	(1,000)	(1,200)	(1,340)	(1,239)
商誉	16,806	13,929	13,929	13,929	13,929	其他投资活动	198	3,278	2,000	1,500	1,000
其他无形资产	8,258	7,530	7,580	7,630	7,630	投资性现金流	(2,135)	2,278	800	160	(239)
非流动资产合计	53,680	47,422	46,731	46,565	46,326	已付股息	(3,036)	(3,036)	(3,316)	(3,065)	(3,436)
总资产	69,308	68,633	72,573	75,754	78,985	其他融资活动	(3,458)	(2,601)	(111)	(1,400)	(700)
应付帐款	24,583	24,028	24,504	24,736	24,955	融资性现金流	(6,494)	(5,637)	(3,427)	(4,465)	(4,136)
短期银行贷款	1,168	1,405	1,500	800	500	现金变化	(1,701)	3,102	5,139	3,780	4,148
流动负债合计	26,054	25,757	26,328	25,860	25,779	期初持有现金	5,520	3,816	6,918	12,057	15,837
长期贷款	681	1,306	1,300	800	600	期末持有现金	3,819	6,918	12,057	15,837	19,985
递延税项负债	2,986	3,109	3,109	3,109	3,109						
其他非流动负债	3,928	2,459	3,451	4,501	4,801						
总负债	33,723	32,669	34,226	34,307	34,327						
股东权益	35,585	35,964	38,346	41,446	44,658						

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>