

买入
啤酒业务表现平稳，高端产品持续发力
华润啤酒 (291.HK)

2026-08-20 星期四

【投资要点】
➤ 营收微增，利润受非经常性收益、白酒业务拖累

2026 年上半年，公司实现营收 242.4 亿元，同比增长 1.24%，营收增长主要由啤酒业务支撑；归母净利润为 51.69 亿元，同比下滑 10.71%，利润下滑主因去年同期确认土地转让收益 8.27 亿元，今年上半年为 0.8 亿元，以及白酒业务拖累。若扣除一次性土地收益影响，2026 年上半年 EBIT 为 68.01 亿元，同比下滑 1.0%。

➤ 啤酒业务发展平稳，高端产品持续发力

2026 年上半年，公司啤酒业务实现收入 236.7 亿元，同比增长 2.2%；啤酒销量实现 660 万吨，同比上升 1.7%。公司高端化战略持续推进，带动啤酒平均销售价格同比上升 0.5%，公司普高档及以上啤酒销量同比增长接近 15%（喜力销量+20%，老雪销量+40%、红爵销量+80%）。新兴业务方面，公司 2026 年上半年代加工销量超过 50,000 千升，销量同比增幅显著。若扣除一次性收益影响，26H1 啤酒业务 EBIT 为 71.19 亿元，同比增长 1.2%。

➤ 白酒业务仍拖累，持续调整战略

2026 年上半年，白酒业务实现收入 5.7 亿元，同比下滑 27.2%；白酒业务 EBITDA 为 0.84 亿元，同比下滑 61.5%，EBIT 亏损 2.81 亿元，去年同期 EBIT 亏损 1.52 亿元。中国白酒行业仍处于调整阶段，公司面对经营压力，通过聚焦根据地 and 核心重点市场，把资源集中到有潜力的市场，深耕终端动销，开拓电商、实时零售渠道和定制业务，以及华润系和其他大客户为主的直销渠道，致力长远发展。

➤ 维持“买入”评级，目标价 29.5 港元/股

公司啤酒业务在大环境压力下表现平稳，但白酒业务短期仍有经营压力，我们下调盈利预测，预计 26-28 年公司归母净利润为 55.22/58.76/63.43 亿元，同比+63.8%/6.4%/8.0%，给予 2026 年 15 倍 PE，对应目标价 29.5 港元/股，较现价有 40.1%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	38,654	39,419	40,574
同比增长 (%)	-0.8%	-1.7%	1.8%	2.0%	2.9%
毛利率	42.6%	43.1%	42.1%	42.5%	43.0%
归母净利润	4,739	3,371	5,522	5,876	6,343
同比增长 (%)	-8.0%	-28.9%	63.8%	6.4%	8.0%
净利润率	12.3%	8.9%	14.3%	14.9%	15.6%
每股盈利	1.46	1.04	1.70	1.81	1.96
PE@21.06HKD	12.5	17.5	10.7	10.1	9.3

数据来源：Wind、公司年报，国元证券经纪（香港）整理

 目标价：**29.5 港元**

 现价：**21.06 港元**

 预计升幅：**40.1%**
重要数据

日期	2026-8-19
收盘价 (港元)	21.06
总股本 (亿股)	32.44
总市值 (亿港元)	683.22
净资产 (亿元)	391.76
总资产 (亿元)	747.24
52 周高低 (港元)	20.88/29.40
每股净资产 (元)	10.97

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

华润啤酒(291.HK)更新报告-20260326

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

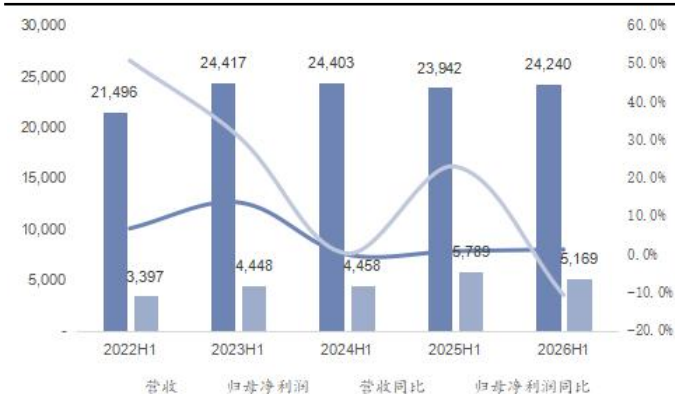
【报告正文】

➤ 营收微增，利润受非经常性收益、白酒业务拖累

2026 年上半年，公司实现营收 242.4 亿元，同比增长 1.24%，营收增长主要由啤酒业务支撑；归母净利润为 51.69 亿元，同比下滑 10.71%，利润下滑主因去年同期确认土地转让收益 8.27 亿元，今年上半年为 0.8 亿元，以及白酒业务拖累。若扣除一次性土地收益影响，2026 年上半年 EBIT 为 68.01 亿元，同比下滑 1.0%。

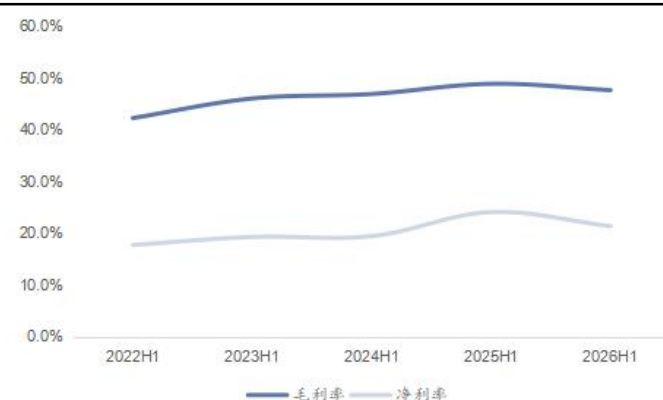
受包材、铝材成本上升压力，公司上半年毛利率有所下降，同比-1.2 个百分点至 47.7%。「精简、精益、精细」策略持续落地，公司销售费用率/管理费用率分别为 15.7%/6.6%，同比基本持平/下降 1 个百分点。

图 1：公司收入和归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

➤ 啤酒业务发展平稳，高端产品持续发力

2026 年上半年，公司啤酒业务实现收入 236.7 亿元，同比增长 2.2%；啤酒销量实现 660 万吨，同比上升 1.7%。公司高端化战略持续推进，带动啤酒平均销售价格同比上升 0.5%，公司普高档及以上啤酒销量同比增长接近 15%（喜力销量+20%，老雪销量+40%、红爵销量+80%）。新兴业务方面，公司 2026 年上半年代加工销量超过 50,000 千升，销量同比增幅显著。若扣除一次性收益影响，26H1 啤酒业务 EBIT 为 71.19 亿元，同比增长 1.2%。

公司对于啤酒业务坚持高端化策略，并灵活应对，适时推出新品和拓展新兴业务。新产品方面，公司持续积极拥抱新的消费趋势，推出「雪花金冠」、「雪花德式小麦」、「勇闯天涯 super Dry 超干生啤」等次高档新品，上市后反馈良好。新兴业务方面，公司拓展 OEM 业务，其核心价值不在于规模，而在于拉近与消费者的距离、提升产品研发敏感度，不影响公司利润率。

图 3：公司啤酒销量及增速（单位：万吨）

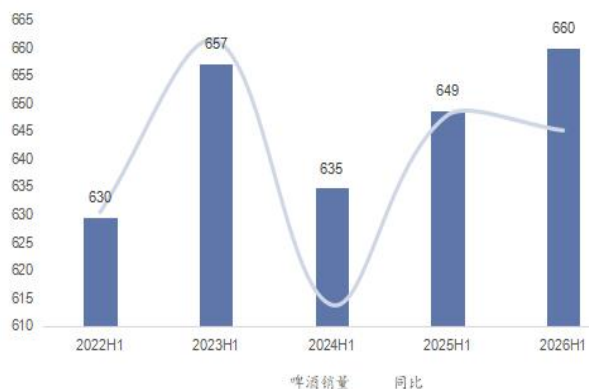


图 4：公司啤酒平均销售价格及增速（单位：元/千升）



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

► 白酒业务仍拖累，持续调整战略

2026 年上半年，白酒业务实现收入 5.7 亿元，同比下滑 27.2%；白酒业务 EBITDA 为 0.84 亿元，同比下滑 61.5%，EBIT 亏损 2.81 亿元，去年同期 EBIT 亏损 1.52 亿元。公司面对白酒经营压力，通过聚焦根据地 and 核心重点市场，把资源集中到有潜力的市场，深耕终端动销，开拓电商、实时零售渠道和定制业务，以及华润系和其他大客户为主的直销渠道，致力长远发展。

当前白酒行业仍处于调整阶段，但长期上白酒业务仍为公司的第二条增长曲线。公司将通过组织变革与精益运营巩固核心市场，以产品协同、数字化消费者运营挖掘渠道增量；严守价盘与品牌底线，精细化全环节管理，依托“啤白双赋能”布局光瓶酒，探索白酒业务新模式，实现板块健康发展。

► 维持“买入”评级，目标价 29.5 港元/股

公司啤酒业务在大环境压力下表现平稳，但白酒业务短期仍有经营压力，我们下调盈利预测，预计 26-28 年公司归母净利润为 55.22/58.76/63.43 亿元，同比 +63.8%/6.4%/8.0%，给予 2026 年 15 倍 PE，对应目标价 29.5 港元/股，较现价有 40.1% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：啤酒行业估值比较（截至 20260819）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1876.HK	百威亚太	HKD	6.34	839	22.0	18.4	16.7	15.8	1.1	1.1	1.0	1.1
0168.HK	青岛啤酒股份	HKD	43.34	705	11.6	10.6	10.0	9.4	1.6	1.6	1.5	1.4
600600.SH	青岛啤酒	CNY	51.37	610	15.3	14.5	13.7	13.1	2.2	2.1	2.0	1.9
600132.SH	重庆啤酒	CNY	42.51	206	16.7	16.1	15.4	14.8	13.0	12.9	11.6	10.4
000729.SZ	燕京啤酒	CNY	12.13	342	20.4	16.9	14.6	13.1	2.2	2.0	1.9	1.7
平均					17.2	15.3	14.1	13.2	4.0	3.9	3.6	3.7
0291.HK	华润啤酒	HKD	21.06	683	17.5	10.7	10.1	9.3	1.9	1.8	1.7	1.6

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】

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	38,654	39,419	40,574	盈利能力					
营业成本	(22,160)	(21,625)	(22,370)	(22,670)	(23,131)	毛利率 (%)	42.6%	43.1%	42.1%	42.5%	43.0%
毛利	16,475	16,360	16,285	16,749	17,443	净利率 (%)	12.3%	8.9%	14.3%	14.9%	15.6%
销售费用	(8,378)	(7,721)	(7,847)	(8,002)	(8,236)						
管理费用	(3,303)	(3,166)	(2,513)	(2,444)	(2,394)	营运表现					
EBIT	6,559	4,534	7,126	7,553	8,113	存货周转天数	157	154	154	154	154
其他损益净额	90	773	36	89	160	应收账款周转天数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
税前盈利	6,649	5,307	7,162	7,642	8,273	应付账款周转天数	53	48	48	48	48
所得税	(1,890)	(2,133)	(1,799)	(1,920)	(2,078)						
净利润	4,759	3,174	5,362	5,722	6,194	偿债能力					
少数股东损益	20	-197	-160	-153	-149	资产负债率	48.7%	47.6%	46.1%	44.7%	43.3%
归母净利润	4739	3371	5522	5876	6343	流动比率	0.60	0.82	0.94	1.05	1.16
EPS	1.46	1.04	1.70	1.81	1.96	速动比率	0.23	0.46	0.57	0.67	0.78
资产负债表						现金流量表					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金	3,816	6,918	9,611	12,416	15,239	除税前利润	6,649	5,307	7,162	7,642	8,273
应收账款及票据	1,646	1,602	1,604	1,607	1,611	折旧及摊销	2,350	2,398	2,432	2,501	2,574
存货	9,640	9,240	9,558	9,686	9,883	其他经营活动	(138)	(4,657)	(2,057)	(2,100)	(2,378)
流动资产合计	15,628	21,211	24,224	27,160	30,184	经营性现金流	8,861	3,048	7,537	8,044	8,468
固定资产	18,124	17,969	18,138	18,315	18,498						
商誉	16,806	13,929	13,201	12,473	11,745	资本开支	(4,222)	(1,896)	(1,873)	(1,950)	(2,029)
其他无形资产	8,258	7,530	7,530	7,530	7,530	其他投资活动	195	2,435	139	167	235
非流动资产合计	53,680	47,422	46,833	46,252	45,677	投资性现金流	(4,027)	539	(1,735)	(1,783)	(1,795)
总资产	69,308	68,633	71,057	73,412	75,862						
应付账款	24,583	24,028	24,127	24,167	24,228	已付股息	(2,465)	(3,312)	(3,037)	(3,408)	(3,806)
短期银行贷款	1,168	1,405	1,405	1,405	1,405	其他融资活动	(3,357)	787	(72)	(48)	(44)
流动负债合计	26,054	25,757	25,856	25,896	25,957	融资性现金流	(5,822)	(2,525)	(3,109)	(3,455)	(3,850)
长期贷款	681	1,306	1,306	1,306	1,306						
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	2,459	2,459	2,459	现金变化	(988)	1,062	2,693	2,805	2,824
总负债	33,723	32,669	32,768	32,808	32,869	期初持有现金	5,520	4,532	5,593	8,286	11,091
股东权益	35,585	35,964	38,289	40,604	42,992	期末持有现金	4,532	5,593	8,286	11,091	13,915

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>