

2025年03月24日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

收入整体稳健，利润持续释放

—华润饮料（2460.HK）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

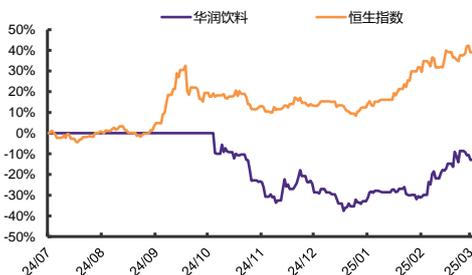
2025年3月21日，华润饮料发布2024年年报业绩公告。

投资要点

基本数据

当前股价(港元)	14.52
总市值(亿港元)	348.2
总股本(百万股)	2,398.2
流通股本(百万股)	2,398.2
52周价格区间(港元)	10.3-16.78
日均成交额(百万港元)	87.7

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《华润饮料（2460）：生产提效释放潜能，全国化征途灿灿》2025-03-12

收入小幅增长，利润持续释放

2024年公司收入/归母净利润分别为135.21/16.37亿元，分别同增0.05%/23.12%，收入增速略不及预期主要系Q3旺季频繁降雨，销售受到阶段性影响。2024年公司毛利率47.31%，同增2.66pcts，主要系自用工厂生产产品比例增加，价值链延伸及对合作生产伙伴费率调整，及PET等原材料价格下降所致。2024年销售/管理费用率分别为30.01%/2.19%，分别同比-0.22/-0.04pcts，保持相对稳定。

包装饮用水略下滑，饮料业务快速增长

2024年包装饮用水/饮料营收分别为121.24/13.97亿元，分别同比-2.59%/+30.80%。包装饮用水方面，2024年小规格/中大规格/桶装水营收分别为70.28/46.07/4.89亿元，分别同比-8.91%/+8.57%/+0.18%，小规格产品受竞争影响略下滑，中大规格产品贡献增长。饮料业务方面，至本清润销量同比增长122%，同时推出1L和1.5L装产品与酸梅汤新口味，成为饮料业务主引擎；2024Q4推出“愿事之茗”奶茶系列；2024年5月“蜜水柠檬”推出同口味果汁汽水；11月推出魔力运动饮料柠檬味、柚子味，2025年1月上市运动盖包装与1L大包装，多点开花多元应用，满足消费者多样需求。

全国化扩张持续推进，自有生产比例不断提升

渠道方面，2024年公司开展“春耕行动”、“集体铺市”等系列销售举措，覆盖终端零售网点同增15%，市场商用冷藏展示柜保有量同增超过20%。区域与生产方面，公司推动西北市场高速增长，深度开发长江沿岸下沉市场；2024年综合产能同增21%，新增22条产线，其中自有工厂增设14条高速水线与3条饮料无菌线；合作工厂新增5条水线且淘汰9条旧线。公司计划在十四五规划收官时，将包装饮用水自有产能占比提升至60%以上，持续提高生产自主性与稳定性。

盈利预测

我们认为包装饮用水收入增长短期以全国化扩张与渠道精耕为驱动力，长期享受行业向头部集中及中规格产品占比提升红利；随着公司向平台化企业迈进，饮料业务长期收入增长潜力大；随着自有产能占比逐步提高及规模效应释放下费用投放提升，盈利能力释放空间仍大。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 14.44/15.53/16.73 亿元，EPS 分别为 0.84/0.97/1.12 元，当前股价对应 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

自有工厂投产不及预期风险；水企价格战竞争加剧风险；饮料新品推广不及预期风险；成本上涨风险；全国化扩张不及预期风险；冰柜投放与渠道精耕不及预期风险；募投项目进展低于预期风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	13,521	14,442	15,527	16,730
增长率（%）	0.0%	6.8%	7.5%	7.7%
归母净利润（百万元）	1637	2007	2333	2682
增长率（%）	23.1%	22.6%	16.2%	15.0%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.84	0.97	1.12
ROE（%）	14.5%	15.1%	14.9%	14.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5701	6000	7000	7700	营业收入	13521	14442	15527	16730
应收款项	809	791	808	871	营业成本	7124	7438	7888	8449
存货净额	504	421	424	451	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	4058	4289	4534	4785
流动资产合计	11961	12159	14168	16145	管理费用	379	520	533	546
固定资产	5924	7271	8639	10011	财务费用	165	(19)	(1)	9
无形资产及其他	579	474	365	251	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	232	232	232	232	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	105	215	326	其他收入	467	597	667	757
资产总计	18694	20241	23619	26963	营业利润	2261	2811	3241	3698
短期借款及交易性金融负债	6	500	1168	1363	营业外净收支	(38)	(20)	(20)	(20)
应付款项	645	766	767	816	利润总额	2224	2791	3221	3678
其他流动负债	5671	4425	4667	4947	所得税费用	563	754	854	956
流动负债合计	6322	5691	6603	7126	少数股东损益	24	30	35	40
长期借款及应付债券	11	61	61	61	归属于母公司净利润	1637	2007	2333	2682
其他长期负债	500	589	689	788					
长期负债合计	511	651	750	849	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6833	6342	7352	7975	净利润	1637	2007	2333	2682
少数股东权益	561	591	626	666	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	11300	13308	15640	18322	折旧摊销	575	597	667	757
负债和股东权益总计	18694	20241	23619	26963	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	165	(19)	(1)	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	1850	(935)	323	338
	2024	2025E	2026E	2027E	其它	24	30	35	40
每股收益	0.68	0.84	0.97	1.12	经营活动现金流	4086	1700	3358	3817
每股红利	0.49	0.00	0.00	0.00	资本开支	(1701)	(1840)	(1926)	(2015)
每股净资产	4.71	5.55	6.52	7.64	其它投资现金流	(2649)	0	(989)	(1187)
ROIC	17%	16%	19%	19%	投资活动现金流	(2773)	(1945)	(3026)	(3312)
ROE	14%	15%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	47%	49%	49%	50%	负债净变化	11	50	0	0
EBIT Margin	14%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(1158)	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	21%	22%	其它融资现金流	4608	494	668	195
收入增长	0%	7%	8%	8%	融资活动现金流	2313	544	668	195
净利润增长率	23%	23%	16%	15%	现金净变动	3626	299	1000	700
资产负债率	40%	34%	34%	32%	货币资金的期初余额	2075	5701	6000	7000
息率	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	5701	6000	7000	7700
P/E	20.0	16.3	14.0	12.2	企业自由现金流	2188	(575)	955	1264
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	权益自由现金流	6683	(17)	1624	1452
EV/EBITDA	17	15	13	12					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。