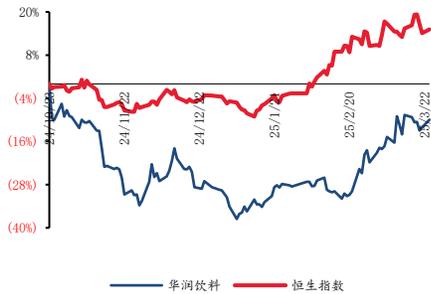


华润饮料：逆势实现业绩稳增，盈利水平提升明显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 23.98/23.98
总市值/流通(亿港元) 360.21/360.21
12个月内最高/最低价(港元) 16.78/10.3

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布2024年年报，2024年公司实现收入135.21亿元，同比+0.05%，归母净利16.37亿元，同比+23.12%。公司年度派息每股现金红利0.307元（含税），特别派息每股现金红利0.176元（含税），累计现金分红11.58亿元（含税），分红率为70.77%。

中大规格包装水渗透率稳步提升，第二曲线饮料业务保持高增。据灼识咨询数据，2024年包装水行业零售额同比增长2.5%，其中公司包装水产品零售额同比增长4.5%，公司包装水零售额实现快于行业整体的稳健增长。但由于2024年包装水行业竞争加剧，公司加大终端费用投放力度，公司报表端包装水业务全年录得收入121.24亿元，同比-2.6%，占公司整体收入的89.7%。包装水业务中，小规格产品实现收入70.3亿元，同比-8.9%，中大规格产品收入46.1亿元，同比+8.6%，桶装水产品收入4.9亿元，同比+0.2%，小规格产品受到行业价格竞争影响，导致全年收入下滑，公司加大中大规格包装水布局力度，提升连锁餐饮、家庭场景（替代自来水）的包装水饮水渗透率，中大规格产品收入实现较快增长。公司第二曲线饮料业务全年实现收入14.0亿元，同比+30.8%，占整体收入比例为10.3%，2024年公司推出1L、1.5L“至本清润”产品满足消费者中大包装分享需求，并推出适合北方饮用口味的酸梅汤新口味，拓宽消费人群，2024年“至本清润”系列产品销量同比增长122%，核心大单品表现亮眼。同时，2024年公司终端零售网点数量同比+15%，预计目前网点量在290万家左右，冰柜保有量同比增长超20%，随产品矩阵持续丰富，冰柜投放节奏有望加快，冰柜投入产出比有效提升，带动单点卖力增长。

内部提效带来单位生产成本下降，盈利水平较大幅度提升。2024年公司毛利率同比+2.6pct至47.3%，毛利率提升明显主因公司自有产能占比提升、2024年代工费用率下调以及PET价格下行，2024年公司自有产能占比同比提升超20pct至50%+。费用方面，销售/管理/财务费用率分别为30.0%/2.9%/0.02%，分别同比-0.2/+0.1/-0.3pct，整体费用率保持稳定。2024年公司净利率同比+2.3pct至12.1%，内部提效成果明显，单位生产成本的下降为净利率提升主因。

包装水行业竞争回归理性，饮料推新加速，内部提效挖潜持续推进，有望继续推动盈利水平提升。展望2025年，包装水行业整体竞争回归理性，今年公司包装水业务有望在更温和的环境下获得提速增长。饮料方面，今年公司将重启运动饮料产品“魔力”，包装、口味已全新升级，新推柠檬味、柚子味用于赛事赞助，并于2025年1月上市运动盖包装以及1L装

大包装，后续将继续强化适配的体育运动场景，有望成为继“至本清润”之后的又一饮料大单品贡献收入增长，2025 年饮料有望保持高增。利润方面，2024 年公司净利率录得较大幅度提升，今年公司将继续通过内部提效方式挖潜，一方面自有产能比例有望提升至 60%+，代工成本也将继续下调。另一方面，公司拓展水路、铁路运输，布建前置仓的方式降低运输成本，持续扩充产品 SKU 数量，冰柜投入产出比得到有效提升，2025 年净利率有望继续提升。

投资建议：我们预计 2025-2027 年实现收入 144.5/152.6/160.8 亿元，同比增长 7%/6%/5%，实现利润 19.7/22.9/25.6 亿元，同比增长 20%/16%/12%，对应 PE 为 17/14/13X。我们按照 2025 年业绩给 21 倍 PE，一年目标价 18.75 港币，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；新品推广不及预期；网点开拓不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13521	14453	15261	16075
营业收入增长率(%)	0%	7%	6%	5%
归母净利（百万元）	1637	1969	2290	2562
净利润增长率(%)	23%	20%	16%	12%
摊薄每股收益（元）	0.79	0.82	0.95	1.07
市盈率（PE）	13.67	16.83	14.47	12.94

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,961	12,787	15,585	18,476
现金	5,701	4,073	4,289	4,639
应收账款及票据	285	286	308	322
存货	504	468	495	506
其他	5,470	7,960	10,492	13,009
非流动资产	6,734	6,734	6,734	6,734
固定资产	5,924	5,924	5,924	5,924
无形资产	579	579	579	579
其他	232	232	232	232
资产总计	18,694	19,520	22,318	25,210
流动负债	6,322	6,318	6,799	7,099
短期借款	6	10	15	19
应付账款及票据	625	694	692	721
其他	5,691	5,614	6,092	6,360
非流动负债	511	511	511	511
长期债务	11	11	11	11
其他	500	500	500	500
负债合计	6,833	6,829	7,310	7,610
普通股股本	0	0	0	0
储备	11,300	12,111	14,400	16,962
归属母公司股东权益	11,300	12,111	14,400	16,962
少数股东权益	561	581	608	637
股东权益合计	11,861	12,692	15,009	17,599
负债和股东权益	18,694	19,520	22,318	25,210
现金流量表				
经营活动现金流	0	1,901	2,646	2,753
净利润	1,637	1,969	2,290	2,562
少数股东权益	24	20	27	29
折旧摊销	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-1,661	-88	330	162
投资活动现金流	0	-2,375	-2,435	-2,407
资本支出	0	0	0	0
其他投资	0	-2,375	-2,435	-2,407
筹资活动现金流	0	-1,154	5	4
借款增加	0	4	5	4
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-1,158	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	-1,628	216	350

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,521	14,453	15,261	16,075
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,124	7,309	7,473	7,721
销售费用	4,058	4,192	4,380	4,565
管理费用	296	289	315	328
研发费用	53	60	62	66
财务费用	-165	0	0	0
除税前溢利	2,224	2,663	3,102	3,469
所得税	563	674	785	878
净利润	1,661	1,989	2,317	2,591
少数股东损益	24	20	27	29
归属母公司净利润	1,637	1,969	2,290	2,562
主要财务比率				
成长能力				
营业收入	0.05%	6.89%	5.58%	5.34%
归属母公司净利润	23.12%	20.28%	16.31%	11.89%
获利能力				
毛利率	47.31%	49.43%	51.03%	51.97%
销售净利率	12.10%	13.62%	15.00%	15.94%
ROE	14.48%	16.26%	15.90%	15.10%
ROIC	12.94%	15.64%	15.41%	14.70%
偿债能力				
资产负债率	36.55%	34.98%	32.75%	30.19%
净负债比率	-47.92%	-31.93%	-28.41%	-26.19%
流动性比率	1.89	2.02	2.29	2.60
速动比率	1.81	1.95	2.22	2.53
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.76	0.73	0.68
应收账款周转率	52.41	50.65	51.40	50.98
应付账款周转率	9.88	11.08	10.79	10.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.82	0.95	1.07
每股经营现金流	0.00	0.79	1.10	1.15
每股净资产	4.71	5.05	6.00	7.07
估值比率				
P/E	13.67	16.83	14.47	12.94
P/B	2.29	2.74	2.30	1.95
EV/EBITDA	9.82	10.92	9.31	8.22

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。