

竞争加剧影响 25H1，长期看好业绩提升延续

华润饮料(2460.HK)

评级:	买入	股票代码:	2460
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	16.68/10.72
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	273.63
最新收盘价(港元):	11.41	自由流通市值(亿港元)	273.63
		自由流通股数(百万)	2,398.20

事件概述

公司发布 25 年中报，25H1 公司实现收入 62.06 亿元，同比-18.5%；实现归母净利润 8.05 亿元，同比-28.6%。归母净利落于业绩预警公告区间。

分析判断

► 竞争加剧影响包装水业务收入

25H1 包装饮用水/饮料分别实现收入 52.5/9.5 亿元，分别同比-23.1%/+21.3%；其中小规格/中大规格/桶装水分别实现收入 31.9/18.3/2.3 亿元，分别同比-26.2%/-19.4%/-1.5%。我们认为 25 年以来“外卖补贴”增加以及需求承压导致包装水行业竞争加剧，在市场环境影响下公司包装水业务受到较大影响，尤其小规格和中大规格产品收入明显下滑；饮料业务经过几年的产品矩阵丰富和渠道资源导入，在低基数下实现了较好的增长态势。

► 销量下滑+费用投入增加影响 25H1 业绩

25H1 毛利率 46.7%，同比-2.6pct，我们判断主因成本控制措施和优化运营管理仍然无法阻挡销量下滑导致成本和费用摊销增加。25H1 销售/管理费用率分别 30.4%/2.3%，分别同比+2.9%/+0.4pct。我们认为 25H1 面对竞争加剧的市场环境公司策略性增加营销资源投入、调整产品组合、逐步推动渠道调整（根据盈利警告公告），带来的销售费用增加被销量相关的运费减少抵消，销售费用额同比下降，但收入下滑压力影响销售费用率上行；管理费用额基本持平。综上，销量下滑和市场投入增加导致 25H1 净利率同比-1.8pct 至 13.0%。

► 中期看好下半年环比改善，长期看好业绩提升趋势延续

首先，我们看好包装饮用水和饮料行业的蓬勃发展，“外卖补贴”等事件仅阶段性抢夺消费需求，中长期角度软饮料的需求仍然会向头部品牌集中。

其次，阶段性的收入下滑不代表长期的市场份额损失，但软饮料尤其包装饮用水行业竞争加剧是不争事实，看好 25H1 反馈总结后营销资源投入合理对 25H2 带来的收入业绩环比改善。

最后，中长期角度仍然看好 1) 自有工厂生产比例增加；2) 合作生产伙伴费率调整；3) 原材料市场价格优化带来的业绩释放。我们认为业绩提升趋势有望随阶段性竞争压力缓解再次显现（根据公司年报）。

投资建议

根据公司中报调整盈利预测，25-27 年营业收入由 142/149/155 亿元下调至 124/131/140 亿元；归母净利润由 20.1/23.7/27.0 亿元下调至 13.0/16.4/20.2 亿元；EPS 由 0.84/0.99/1.33 元下调至 0.54/0.68/0.84 元，2025 年 8 月 29 日收盘价 11.41 港元（港元汇率 0.91）对应 PE 估值 19/15/12 倍。维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨；竞争加剧影响收入业绩；新品销售不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13514.73	13521.25	12442.91	13129.98	14011.21
YoY (%)	7.07%	0.05%	-7.98%	5.52%	6.71%
归母净利润(百万元)	1329.34	1636.69	1304.38	1638.47	2016.58
YoY (%)	34.30%	23.12%	-20.30%	25.61%	23.08%
毛利率 (%)	44.66%	47.31%	46.46%	47.02%	47.46%
每股收益 (元)	0.66	0.79	0.54	0.68	0.84
ROE (%)	0.19	0.14	0.10	0.12	0.14
市盈率	0.00	13.55	19.12	15.22	12.37

资料来源: Wind, 华西证券研究所

1 元港币=0.91 元人民币

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13521.25	12442.91	13129.98	14011.21	净利润	1636.69	1304.38	1638.47	2016.58
YoY (%)	-0.31%	-7.98%	5.52%	6.71%	折旧和摊销	558.63	318.31	337.64	348.51
营业成本	7123.98	6662.15	6956.75	7360.89	营运资金变动	-679.36	-716.40	17.36	47.27
营业税金及附加					经营活动现金流	1393.03	913.53	2000.84	2419.89
销售费用	4058.38	3981.73	3938.99	3923.14	资本开支	-1985.10	-805.00	-605.00	-505.00
管理费用	295.65	273.74	275.73	280.22	投资	-972.71	1000.00	1000.00	1000.00
财务费用	2.44	-246.61	-260.23	-277.69	投资活动现金流	-2973.63	195.00	395.00	495.00
资产减值损失					股权募资	5298.41	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-2.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	1989.88	1499.22	1931.07	2417.75	筹资活动现金流	5160.23	-2.25	-841.74	-1105.70
营业外收支					现金净流量	3626.07	1152.72	1600.54	1855.63
利润总额	2223.69	1745.84	2191.30	2695.45	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	562.86	436.46	547.82	673.86	成长能力				
净利润	1660.84	1309.38	1643.47	2021.58	营业收入增长率	0.05%	-7.98%	5.52%	6.71%
归属于母公司净利润	1636.69	1304.38	1638.47	2016.58	净利润增长率	23.12%	-20.30%	25.61%	23.08%
YoY (%)	23.12%	-20.30%	25.61%	23.08%	盈利能力				
每股收益(元)	0.79	0.54	0.68	0.84	毛利率	47.31%	46.46%	47.02%	47.46%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	12.10%	10.48%	12.48%	14.39%
货币资金	5700.77	6853.49	8454.02	10309.65	总资产收益率 ROA	8.76%	6.80%	8.18%	9.58%
预付款项					净资产收益率 ROE	14.48%	10.31%	12.14%	13.95%
存货	504.21	462.65	463.78	470.28	偿债能力				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.89	2.20	2.30	2.43
流动资产合计	11960.63	11952.61	12547.88	13416.18	速动比率	1.81	2.11	2.21	2.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.90	1.26	1.55	1.87
固定资产	5923.50	6407.33	6671.96	6825.86	资产负债率	36.55%	31.06%	29.79%	28.62%
无形资产	40.10	42.97	45.70	48.29	经营效率				
非流动资产合计	6733.67	7220.36	7487.72	7644.21	总资产周转率	0.85	0.66	0.67	0.68
资产合计	18694.29	19172.97	20035.60	21060.40	每股指标 (元)				
短期借款	6.04	6.04	6.04	6.04	每股收益	0.79	0.54	0.68	0.84
应付账款及票据	625.30	573.69	579.73	592.96	每股净资产	4.71	5.28	5.63	6.03
其他流动负债	5671.26	4852.74	4858.09	4903.92	每股经营现金流	0.58	0.38	0.83	1.01
流动负债合计	6322.03	5444.90	5456.99	5516.93	每股股利	0.48	0.00	0.35	0.46
长期借款	11.15	11.15	11.15	11.15	估值分析				
其他长期负债	499.84	499.84	499.84	499.84	PE	13.55	19.12	15.22	12.37
非流动负债合计	510.99	510.99	510.99	510.99	PB	2.27	1.97	1.85	1.73
负债合计	6833.02	5955.89	5967.98	6027.92					
股本	0.01	0.01	0.01	0.01					
少数股东权益	560.90	565.90	570.90	575.90					
股东权益合计	11861.27	13217.09	14067.63	15032.48					
负债和股东权益合计	18694.29	19172.97	20035.60	21060.40					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。