

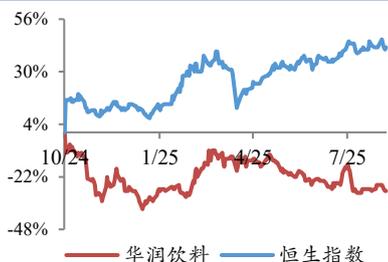
包装水面临竞争压力，重视股东回报

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-01

收盘价（港元）	11.41
近 12 个月最高/最低（港元）	16.78/10.30
总股本（百万股）	2,398
流通股本（百万股）	2,232
流通股比例（%）	93.08
总市值（亿港元）	274
流通市值（亿港元）	255

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：韦香怡

执业证书号：S0010525060001

邮箱：weixiangyi@hazq.com

相关报告

1. 低估之上，如何看其成长价值？

2025-03-09

主要观点：

● 公司发布 25H1 业绩：

- **25H1：**收入 62.06 亿元（同比-18.52%），归母净利润 8.05 亿元（同比-28.63%）；25H1 公司毛利率 46.67%（同比-2.6pct），归母净利率 13%（同比-1.8pct）；
- **中期股息：**拟于 10.24 日按 9.17 日股东名册派发中期股息，每股 0.118 元（0.129 HKD）。
- **业绩情况落于预告范围内。**

● 包装水：阶段性承压

- **行业竞争：**25H1 公司包装水业务实现营收 52.5 亿元，同比-23.1%；收入占比 84.6%，同比-5.1pcts；主因包装水销量减少、公司加大营销资源投入，以及渠道优化调整；
- **产品结构：**25H1 小规格水/中大规格水/桶装水实现营收 31.9/18.3/2.3 亿元，分别同比-26.2%/-19.4%/-1.5%；高吨价的小规格水下陷更多也给整体水收入端带来压力；

● 饮料：积极打造第二曲线

- **增长亮眼：**25H1 饮料业务实现营收 9.55 亿元，同比+21.3%；收入占比 15.4%，同比+5.1pcts；公司第二曲线积极迈步；
- **推新积极：**25H1 共推 14 款新品 SKU；如茶饮类如至本清润系列、果汁类如蜜水系列持续丰富口味及延伸产品规格、运动饮料魔力及咖啡饮料焙焙等也持续优化产品组合；

● 盈利端：

- **费用率：**25H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 30.36%/2.33%/0.24%，同比+2.92pct/+0.43pct/持平；规模效应下降导致各项费率抬升；
- **利润率：**25H1 公司毛利率 46.67%（同比-2.6pct），归母净利率 13%（同比-1.8pct）；毛利率下降主因收入下降带来的规模效应下降，以及产品结构变化的综合影响，净利率同步承压；
- **产能建设：**25H1 新增投产 1 条包装水生产线、2 条饮料合作生产线；

H2 计划增设 2 家包装水工厂；有助于降低综合运营成本并提升市场响应效率；

● **投资建议：维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

行业阶段性承压下，公司积极推进新品布局、渠道调整，以及包装水自产及饮料产能建设，基于此我们认为华润饮料作为行业龙二经营韧性仍足，展望未来行业长期空间广阔，持续关注公司利润率提升及全国化进程。

盈利预测：

考虑到行业阶段性压力，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 120/131/141 亿元，同比 -11%/+9%/+8%；实现归母净利润 13.0/15.9/18.0 亿元，同比 -21%/+23%/+15%。当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

竞争加剧，新品拓展不及预期，原材料成本超预期上涨。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13521	12009	13078	14089
收入同比 (%)	0%	-11%	9%	8%
归母净利润	1637	1297	1595	1829
归母净利润同比 (%)	23%	-21%	23%	15%
ROE (%)	14.48%	10.29%	11.24%	11.42%
每股收益 (元)	0.79	0.54	0.66	0.76
市盈率 (P/E)	13.67	19.41	15.79	13.76

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：韦香怡，食品饮料行业分析师，5年食品饮料行业研究经验，主要覆盖啤酒、饮料、茶饮等行业。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。