

## 外部环境承压，积极调整应对

## —— 2025 年中报点评

2025 年 9 月 3 日

## 核心观点

- **事件：**公司发布公告，25H1 实现营收 62.1 亿元，同比-18.5%；归母净利润 8.1 亿元，同比-28.6%。此外，公司拟派发每股股息 0.118 元。
- **包装水主业承压，饮料逆势快速增长。分品类，**包装水收入同比-23.1%，主要受行业竞争趋紧及公司渠道优化调整影响，其中小规格水/中大规格水/桶装水分别同比-26.2%/-19.4%/-1.5%；饮料收入同比+21.3%，对应收入占比提升至 15%，得益于推出多个新产品与渠道铺货，但随着规模逐渐增大、增速较去年同期放缓。**渠道端，**公司巩固传统渠道优势的同时，积极拓展 KA、电商、餐饮等新兴渠道，并且设立专项经销商体系，提升渠道效率和客户服务质量。
- **竞争加剧叠加品类结构调整，盈利能力阶段性承压。**25H1 年归母净利率为 13.0%，同比-1.8pcts。具体拆分来看，**毛利率**为 46.7%，同比-2.6pcts，虽然公司持续推进自产比例提升有利于毛利率改善，但 25H1 饮料行业竞争激烈导致促销费用有所增加，以及低毛利率的饮料产品占比快速提升拖累整体毛利率。**销售费用率**为 30.4%，同比+2.9pcts，主因公司为支持业务复苏及新产品上市增加广告及推广开支；**管理费用率**为 2.3%，同比+0.4pcts，主因雇员福利增加。
- **短期关注渠道调整节奏，长期盈利能力仍具改善潜力。短期来看，**外部环境承压与内部渠道调整导致公司 25H1 收入略有压力，我们认为 25H2 水与饮料步入淡季后竞争或边际趋缓，建议持续关注公司渠道调整效果。**长期来看，**未来 1-2 年公司持续推动自产比例提升与费用率优化，对标饮料行业头部企业，盈利能力仍有提升空间；此外，若公司饮料业务的产品力与管理能力提升，有望推动收入端实现较快增长。
- **投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别同比-7%/+3%/+5%，归母净利润分别同比-20%/+8%/+14%，PE 分别为 18/17/15X。考虑到短期行业竞争在淡季有望边际趋缓，叠加长期自产比例提升等措施，我们认为公司利润端有望逐步恢复，同时目前估值低于饮料可比公司平均水平，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**包装水竞争进一步加剧的风险，饮料业务拓展不及预期的风险，食品安全的风险。

## 主要财务指标预测

|            | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）  | 13,521.25 | 12,574.76 | 12,964.58 | 13,612.81 |
| 收入增长率%     | 0.05      | -7.00     | 3.10      | 5.00      |
| 归母净利润（百万元） | 1,636.69  | 1,303.50  | 1,409.45  | 1,600.45  |
| 利润增速%      | 23.12     | -20.36    | 8.13      | 13.55     |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.79      | 0.54      | 0.59      | 0.67      |
| PE         | 13.60     | 18.48     | 17.09     | 15.05     |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 华润饮料（2460.HK）

推荐 维持

## 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying\_yj@chinastock.com.cn

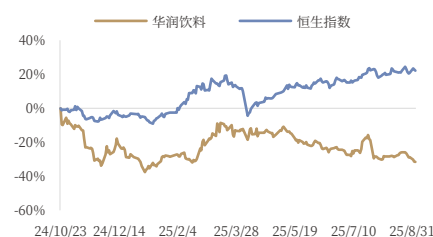
## 市场数据

2025-9-3

|               |          |
|---------------|----------|
| 股票代码          | 2460     |
| H 股收盘价(港元)    | 10.97    |
| 恒生指数          | 25343.43 |
| 总股本(万股)       | 239,820  |
| 实际流通 H 股(万股)  | 239,820  |
| 流通 H 股市值(亿港元) | 263      |

## 相对恒生指数表现图

2025-9-3



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

1. 【银河食饮】公司点评\_华润饮料\_盈利能力明显改善，拟派发特别股息
2. 【银河食饮】华润饮料首次覆盖深度报告：逐步迈向平台型公司的包装水巨头
3. 【银河食饮】行业月报\_华润饮料招股书拆解：百亿怡宝的前世与今生

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产        | 11,961 | 11,205 | 12,614 | 14,833 |
| 现金          | 5,701  | 5,031  | 6,406  | 8,567  |
| 应收账款及票据     | 285    | 245    | 252    | 265    |
| 存货          | 504    | 480    | 491    | 510    |
| 其他          | 5,470  | 5,450  | 5,465  | 5,491  |
| 非流动资产       | 6,734  | 6,950  | 7,172  | 6,897  |
| 固定资产        | 5,924  | 6,115  | 6,297  | 5,982  |
| 无形资产        | 40     | 40     | 40     | 40     |
| 其他          | 770    | 795    | 835    | 875    |
| 资产总计        | 18,694 | 18,155 | 19,786 | 21,730 |
| 流动负债        | 6,322  | 5,864  | 6,040  | 6,336  |
| 短期借款        | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 应付账款及票据     | 625    | 576    | 589    | 613    |
| 其他          | 5,691  | 5,281  | 5,445  | 5,717  |
| 非流动负债       | 511    | 549    | 574    | 599    |
| 长期债务        | 11     | 36     | 61     | 86     |
| 其他          | 500    | 513    | 513    | 513    |
| 负债合计        | 6,833  | 6,413  | 6,614  | 6,935  |
| 普通股股本       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 储备          | 11,273 | 11,135 | 12,545 | 14,145 |
| 归属母公司股东权益   | 11,300 | 11,163 | 12,572 | 14,172 |
| 少数股东权益      | 561    | 579    | 599    | 622    |
| 股东权益合计      | 11,861 | 11,742 | 13,171 | 14,795 |
| 负债和股东权益     | 18,694 | 18,155 | 19,786 | 21,730 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,393  | 1,145  | 1,788 | 2,068 |
| 净利润        | 1,637  | 1,304  | 1,409 | 1,600 |
| 少数股东权益     | 24     | 19     | 20    | 23    |
| 折旧摊销       | 559    | 309    | 318   | 315   |
| 营运资金变动及其他  | -826   | -485   | 40    | 130   |
| 投资活动现金流    | -2,974 | -398   | -436  | 69    |
| 资本支出       | -1,985 | -500   | -500  | 0     |
| 其他投资       | -989   | 102    | 64    | 69    |
| 筹资活动现金流    | 5,160  | -1,417 | 24    | 24    |
| 借款增加       | -3     | 25     | 25    | 25    |
| 普通股增加      | 5,298  | 0      | 0     | 0     |
| 已付股利       | 0      | -1,442 | -1    | -1    |
| 其他         | -135   | 0      | 0     | 0     |
| 现金净增加额     | 3,626  | -670   | 1,375 | 2,161 |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 13,521 | 12,575 | 12,965 | 13,613 |
| 其他收入      | 0      | 50     | 50     | 50     |
| 营业成本      | 7,124  | 6,916  | 7,066  | 7,351  |
| 销售费用      | 4,058  | 3,835  | 3,902  | 4,029  |
| 管理费用      | 296    | 251    | 259    | 259    |
| 研发费用      | 53     | 49     | 51     | 53     |
| 财务费用      | 2      | -85    | -74    | -95    |
| 除税前溢利     | 2,224  | 1,770  | 1,914  | 2,173  |
| 所得税       | 563    | 448    | 484    | 550    |
| 净利润       | 1,661  | 1,322  | 1,429  | 1,623  |
| 少数股东损益    | 24     | 19     | 20     | 23     |
| 归属母公司净利润  | 1,637  | 1,304  | 1,409  | 1,600  |
| EBIT      | 2,226  | 1,685  | 1,839  | 2,078  |
| EBITDA    | 2,785  | 1,993  | 2,157  | 2,393  |
| EPS (元)   | 0.79   | 0.54   | 0.59   | 0.67   |

| 主要财务比率    | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力      |         |         |         |         |
| 营业收入      | 0.05%   | -7.00%  | 3.10%   | 5.00%   |
| 归属母公司净利润  | 23.12%  | -20.36% | 8.13%   | 13.55%  |
| 获利能力      |         |         |         |         |
| 毛利率       | 47.31%  | 45.00%  | 45.50%  | 46.00%  |
| 销售净利率     | 12.10%  | 10.37%  | 10.87%  | 11.76%  |
| ROE       | 14.48%  | 11.68%  | 11.21%  | 11.29%  |
| ROIC      | 14.00%  | 10.68%  | 10.38%  | 10.43%  |
| 偿债能力      |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 36.55%  | 35.32%  | 33.43%  | 31.92%  |
| 净负债比率     | -47.92% | -42.49% | -48.13% | -57.28% |
| 流动比率      | 1.89    | 1.91    | 2.09    | 2.34    |
| 速动比率      | 1.81    | 1.83    | 2.01    | 2.26    |
| 营运能力      |         |         |         |         |
| 总资产周转率    | 0.85    | 0.68    | 0.68    | 0.66    |
| 应收账款周转率   | 52.41   | 47.47   | 52.21   | 52.68   |
| 应付账款周转率   | 9.88    | 11.51   | 12.13   | 12.24   |
| 每股指标 (元)  |         |         |         |         |
| 每股收益      | 0.79    | 0.54    | 0.59    | 0.67    |
| 每股经营现金流   | 0.58    | 0.48    | 0.75    | 0.86    |
| 每股净资产     | 4.71    | 4.65    | 5.24    | 5.91    |
| 估值比率      |         |         |         |         |
| P/E       | 13.60   | 18.48   | 17.09   | 15.05   |
| P/B       | 2.28    | 2.16    | 1.92    | 1.70    |
| EV/EBITDA | 7.21    | 9.58    | 8.23    | 6.53    |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意，经济学硕士**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级    | 说明                   |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 推荐：   | 相对基准指数涨幅 10% 以上      |
|                                                                                                                                        | 中性：   | 相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 |
|                                                                                                                                        | 回避：   | 相对基准指数跌幅 5% 以上       |
| 行业评级                                                                                                                                   | 推荐：   | 相对基准指数涨幅 20% 以上      |
|                                                                                                                                        | 谨慎推荐： | 相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间  |
|                                                                                                                                        | 中性：   | 相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间  |
| 公司评级                                                                                                                                   | 回避：   | 相对基准指数跌幅 5% 以上       |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn