

2025 年 09 月 17 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

竞争加剧业绩承压，饮料业务增势亮眼

—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

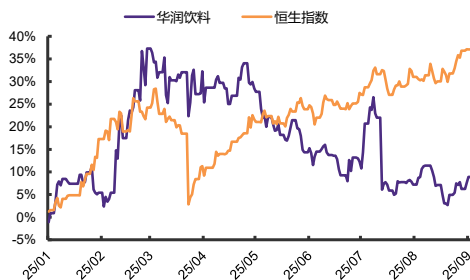
联系人：张倩 S1050124070037

zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	11.47
总市值（亿港元）	275.1
总股本（百万股）	2,398.2
流通股本（百万股）	2,398.2
52 周价格范围（港元）	10.3-16.78
日均成交额（百万港元）	100.1

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）：收入整体稳健，利润持续释放》2025-03-24
- 2、《华润饮料（2460）：生产提效释放潜能，全国化征途灿灿》2025-03-12

2025 年 8 月 29 日，华润饮料发布 2025 年中期业绩公告。2025H1 总营收 62.06 亿元（同减 19%），归母净利润 8.05 亿元（同减 29%）。

投资要点

竞争加剧结构调整，盈利能力短期承压

2025H1 毛利率同减 3pct 至 46.67%，主要系包装水销量下降使规模效应减弱，叠加低毛利饮料产品收入占比大幅提升所致；销售及分销/行政开支占收入比例分别同增 3pct/0.4pct 至 30.36%/2.33%，主要系受收入下滑影响所致，销售费用绝对值因运输费随销量减少而同比下降；归母净利率同减 2pct 至 12.97%。下半年，公司计划增设 2 家包装水工厂，预计分别于 Q3、Q4 投产；并新增 2 家饮料合作工厂，优化华南、华东地区产能结构。随着自有产能占比持续提升，有望降低整体生产成本，改善盈利水平。

包装水销售承压，饮料贡献增量

产品端，2025H1 公司包装饮用水销售收入同减 23%至 52.51 亿元，其中小规格/中大规格/桶装水产品收入分别同减 26%/19%/2%至 31.94/18.29/2.28 亿元，受行业竞争加剧和公司渠道调整影响，包装水销售承压；饮料销售收入同增 21%至 9.55 亿元，占比同增 5pct 至 15.39%，上半年共推出 14 款新品 SKU，至本清润系列与蜜水系列持续丰富产品口味与规格，满足差异化场景消费需求，为公司贡献增量。渠道端，公司稳步推进渠道分类调整优化，设定专项经销商，持续拓展新兴渠道，迎合家庭消费场景搭建家庭渠道线上购买通道，推动多渠道共同发展。

盈利预测

面对上半年需求疲软、行业竞争加剧，公司稳步推进渠道调整与产品拓展，产线。根据 2025 年中期业绩公告，我们调整公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54/0.64/0.74（前值为 0.84/0.97/1.12）元，当前股价对应 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险，新品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,521	12,004	12,873	13,927
YoY	0.0%	-11.2%	7.2%	8.2%
净利润(百万元)	1637	1292	1531	1784
YoY	23.1%	-21.1%	18.4%	16.6%
每股收益(元)	0.68	0.54	0.64	0.74
EBIT Margin	14.5%	11.3%	12.9%	14.0%
净资产收益率(ROE)	14.5%	10.3%	10.8%	11.2%
市盈率(PE)	15.7	19.8	16.8	14.4
EV/EBITDA	13.5	19.0	16.6	14.8
市净率(PB)	2.27	2.04	1.82	1.61

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5701	6000	7000	7700
应收款	809	658	670	725
存货	504	371	370	393
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	11961	11975	13976	15941
固定资产	5924	7271	8639	10011
无形资产及其他	40	70	96	116
投资性房地产	770	770	770	770
长期股权投资	0	105	215	326
资产总计	18694	20191	23696	27164
短期借款及交易性金融负债	6	1826	3495	4754
应付款项	645	674	669	712
其他流动负债	5671	3868	4056	4311
流动负债合计	6322	6368	8220	9778
长期借款及应付债券	11	61	61	61
其他长期负债	500	589	689	788
长期负债合计	511	651	750	849
负债合计	6833	7019	8970	10627
所有者权益				
少数股东权益	561	580	603	630
股东权益	11300	12593	14123	15907
负债和股东权益总计	18694	20191	23696	27164

关键财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.68	0.54	0.64	0.74
每股红利	0.49	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.71	5.25	5.89	6.63
ROIC	17%	9%	11%	11%
ROE	14%	10%	11%	11%
毛利率	47%	45%	46%	47%
EBIT Margin	14%	11%	13%	14%
EBITDA Margin	19%	15%	17%	18%
收入增长	0%	-11%	7%	8%
净利润增长率	23%	-21%	18%	17%
资产负债率	40%	38%	40%	41%
息率	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	15.7	19.8	16.8	14.4
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14	19	17	15

资料来源：Wind、华鑫证券研究

注：PE 换算对应汇率为：港元兑人民币：0.932

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13521	12004	12873	13927
营业成本	7124	6602	6951	7451
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	4058	3721	3926	4178
管理费用	379	322	332	344
财务费用	-2	4	62	109
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	299	462	533	623
营业利润	2261	1817	2134	2467
营业外净收支	-38	-20	-20	-20
利润总额	2224	1797	2114	2447
所得税费用	563	485	560	636
少数股东损益	24	20	23	27
归属于母公司净利润	1637	1292	1531	1784

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1637	1292	1531	1784
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	575	462	533	623
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	4	62	109
营运资本变动	1311	-1399	270	319
其它	24	20	23	27
经营活动现金流	3547	375	2356	2752
资本开支	-1701	-1840	-1926	-2015
其它投资现金流	-2649	0	-989	-1187
投资活动现金流	-2773	-1945	-3026	-3312
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	11	50	0	0
支付股利、利息	-1158	0	0	0
其它融资现金流	5146	1820	1669	1259
融资活动现金流	2852	1870	1669	1259
现金净变动	3626	299	1000	700
货币资金的期初余额	2075	5701	6000	7000
货币资金的期末余额	5701	6000	7000	7700
企业自由现金流	1649	-1785	100	373
权益自由现金流	6808	81	1723	1551

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 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。

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、速冻品以及休闲食品。

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。