

高管增持、积极革新，基本面拐点渐近

华润饮料 (2460.HK)

核心观点

公司高管增持提振短期信心，并通过调整渠道结构、重构大区建制、精简总部架构、优化业务激励方式、加速数字化建设等抓手提升经营管理业绩，在渠道、产品等层面积极革新，期待中长期经营复苏。公司自有产能逐步投产，将带动公司毛利率逐步提升。中大规格包装水渗透率持续提升，叠加公司饮料业务快速增长，在现有网点和团队基础上，规模效应不断释放，公司费用率有望逐步优化。至本清润等饮料大单品有望打开公司增长空间，公司有望向平台型饮料公司发展。

事件

公司发布 2025 年年报

公司 2025 年实现营收 110 亿元，同比-18.63%；实现归母净利润 9.85 亿元，同比-39.8%；

其中 2025 年下半年实现营业收入 48 亿元，同比-18.8%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比-64.6%。

简评

包装水调整承压，静待复苏拐点

分产品看，公司 2025 年包装水/饮料分别实现营收 95.04 /14.99 亿元，分别同比 -21.6%/+7.3%。其中 H2 增速分别-19.7%/-10.9%。

从细分产品来看，包装水小规格/中大规格/桶装水产品收入分别为 54/36/5 亿元，同比分别为-23%/-21%/-4%。包装水全年营收下滑扩大主要由于行业竞争加剧，龙头挤占市场份额，叠加公司推进渠道调整，包装水销量减少。同时，由于桶装水替代效应明显，小规格瓶装水需求下降，营收下滑明显。饮料业务 2025 年共推出 23 个新品 SKU，满足消费者在即饮、分享及家庭使用等全场景下的差异化需求，打造第二增长曲线。饮料产品 H2 增速回落，预计与公司产品推新节奏及渠道库存清理等因素有关。公司将坚持全国化发展战略，持续开拓餐饮等渠道，推出饮料新品，后续有望打开新增长空间。

结构调整、盈利能力承压

利润端，公司 25 年毛利率为 45.7%，同比-1.6pct，H2 毛利率为 44.4%，同比-0.4pcts，降幅较上半年有所收窄，主要系产品结构变化影响，叠加公司持续加大折扣力度、产能利用率下降。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

发布日期： 2026 年 05 月 06 日

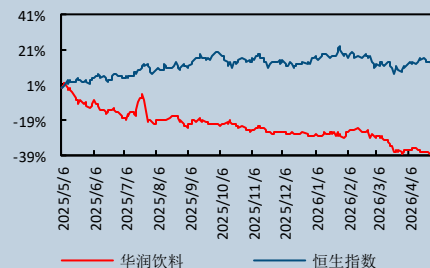
当前股价： 8.63 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.79/-7.69	-13.96/-11.20	-38.71/-54.66
12 月最高/最低价 (港元)		14.88/8.63
总股本 (万股)		239,819.66
流通 H 股 (万股)		239,819.66
总市值 (亿港元)		206.96
流通市值 (亿港元)		206.96
近 3 月日均成交量 (万)		302.68
主要股东		
华润集团(饮料)有限公司		50.04%

股价表现



相关研究报告

- 25.03.23 【中信建投饮料乳品】华润饮料 (2460):小瓶水短期承压，利润率持续提升
- 24.10.27 【中信建投饮料乳品】华润饮料 (2460):纯净至美，再起征途

25 年销售费用率为 34.3%，同比+4.3pcts，其中，H2 销售费用率 39.5%，同比+6.2pcts，主要系公司为应对行业竞争，加大营销资源投入以稳定市占率。行政/研发费用分别为 3.1%/0.7%，同比+0.9%/+0.3%。综上，25 年盈利能力承压，归母净利润率 9%，同比-3.1%，H2 净利率为 3.8%，短期盈利承压。

高管增持、积极革新，基本面拐点渐近

公司新任董事长上任后推进组织变革、激励方式改革以及数字化建设，并计划加强品牌年轻化传播，精耕渠道提高渗透率。26 年通过内部调整和战略转型，包装水业务营收有望回升，饮料业务占比有望进一步提升，整体盈利水平有望修复。董事及高管拟使用最多 340 万港元，在 25 年度业绩公告发布的 6 个月内通过公开市场增持公司股票，提振经营和长期投资价值信心。

盈利预测：我们预计公司 2026/2027/2028 年收入分别为 143.74/154.39/164.42 亿元，同比增长 6.31%/7.41%/6.49%，净利润分别为 20.36/24.37/27.40 亿，同比增长 24.41%/19.67%/12.43%，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1、行业增速放缓风险：包装饮用水渗透率放缓，吨价趋于稳定，可能导致包装饮用水行业的增速放缓，公司营收高度依赖包装饮用水销售情况，业绩表现可能不及预期。
- 2、市场竞争加剧风险：农夫山泉、娃哈哈等品牌出现价格竞争，行业均价下降明显。农夫山泉主动推出绿瓶纯净水产品，可能影响公司产品竞争力，公司盈利能力可能不及预期。
- 3、消费者偏好变化风险：公司可能无法有效应对不断变化的消费者品味、偏好和消费习惯，提升现有产品或推出和推广新产品不及时，可能影响公司的业绩表现。
- 4、食品安全风险：食品安全问题始终是消费者的关注热点，企业虽然不断提升生产质量管控水平，但由于产业链较长，涉及环节及企业较多，若出现产品缺陷或产品污染，对公司产品的安全、质量或健康影响的担忧可能会损害公司声誉。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,521	11,002	11,821	12,450	12,975
增长率(%)	0.05	-18.63	7.44	5.32	4.21
净利润(百万元)	1,637	985	1,192	1,399	1,539
增长率(%)	23.12	-39.80	21.00	17.36	9.97
EPS(元/股，摊薄)	0.68	0.41	0.50	0.58	0.64
P/E(倍)	13	21	17	15	13

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13年产业工作经验、6年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024年带队荣获9项最佳分析师大奖，2022—2024年连续三年新财富入围团队，Wind金牌分析师2023年第一名、2024年第二名，22、23、24新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024年金牛奖第三名、2024年21世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024上证报最佳分析师、2022—2024年东方choice最佳分析师等。

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼
 18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charneliu@csci.hk