

食品饮料

2025年03月27日

# 华润饮料 (02460)

## ——包装水短期承压 盈利能力稳健提升

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据：2025年03月27日

收盘价 (港币)	14.54
恒生中国企业指数	8677.68
52周最高/最低 (港币)	16.78/10.30
H股市值 (亿港元)	348.70
流通H股 (百万股)	2,398.20
汇率 (人民币/港币)	1.0835

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
严泽楠 A0230524090001  
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠  
(8621)23297818x  
yanzn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：**公司披露 2024 年度业绩。根据公司公告，2024 年公司实现营业收入 135.2 亿，同比持平，归母净利润 16.4 亿，同比增长 23%。公司业绩符合预期。公司建议分派每股股息 0.307 元，并分派特别股息每股 0.176 元，合计派发股息 0.483 元，现金分红总额 11.6 亿，分红率 71%。
- 投资分析意见：**由于瓶装水业务竞争激烈，略下调 2025~2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预测 2025~2027 年公司分别实现归母净利润 19.81、22.62、24.84 亿（前次 2025~2026 年为 20.5、23.4 亿），分别同比增长 21%、14%、10%，最新收盘价对应 PE 分别为 16、14、13x。公司作为中国头部的包装水企业，具备坚实的全国化渠道网络，并积极发力饮料业务，通过包装水的团队、渠道及终端优势，公司有望哺育饮料业务放量成为第二增长点。此外，伴随公司产能扩张，代工依赖度下降以及规模优势提升，净利率有望进入快速提升通道，维持买入评级。
- 24 年包装水业务收入承压，饮料业务快速增长。**根据公司公告，2024 年公司包装水业务实现营业收入 121.2 亿，同比下降 2.6%，分产品看，小规格/中大规格瓶装水/桶装水分别实现营业收入 70.3/46.1/4.9 亿，分别同比增长-8.9%/+8.6%/+0.2%。公司坚持“保存量，攻变量，寻增量”的发展策略，积极提升长江沿岸市场份额，同时拓宽销售渠道，2024 年终端零售网点同比增长 15%，市场商用冷柜保有量同比增长 20%，有力支撑了份额提升。参考灼识咨询数据，2024 年中国包装水市场零售额同比增长 2.5%，公司零售额增长 4.5%。然而出厂端收入同比出现下滑主因极端天气影响，以及外部竞争激烈，公司让利经销商和终端所致。**饮料业务** 2024 年实现营业收入 14 亿，同比增长 30.8%，“至本清润”实现显著的市场扩张。展望 2025 年，伴随竞争趋于理性，预计包装水业务收入有望实现恢复性的增长，饮料业务得益于水业务的渠道及人员支持，若动销层面得到催化将有望实现进一步的铺货放量。
- 自有产能提升，毛利率提升推动净利率增长。**根据公司公告，2024 年公司综合产能同比增长 21%，产能在“1+N”策略下新增 4 家工厂，并新增 22 条产线，其中自有工厂增设 14 条高速水线和 3 条饮料无菌线，合作工厂新增 5 条水线并淘汰 9 条旧线，提升生产自主性。得益于自有工厂生产比例提升、对合作生产伙伴费率调整以及 PET 价格下降等因素，2024 年公司毛利率同比提升 2.66pct 到 47.31%，带动归母净利率同比提升 2.27pct 到 12.1%。展望未来，公司计划于十四五收官之际全国包装水自有产能占比达到 60%以上，并持续优化产能布局，届时毛利率有望进一步提升。
- 风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格上涨，食品安全风险。

财务数据及盈利预测

人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,515	13,521	14,602	15,618	16,648
同比增长率 (%)	7.1%	0.0%	8.0%	7.0%	6.6%
归母净利润 (百万元)	1329	1637	1981	2262	2484
同比增长率 (%)	34.3%	23.1%	21.1%	14.2%	9.8%
每股收益 (元/股)	0.55	0.68	0.83	0.94	1.04
净资产收益率 (%)	19.3%	14.5%	16.3%	17.4%	17.9%
市盈率	24.2	19.7	16.2	14.2	13.0
市净率	4.7	2.8	2.7	2.5	2.3

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 合并利润表

百万元 (人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>13515</b>	<b>13521</b>	<b>14602</b>	<b>15618</b>	<b>16648</b>
营业成本	-7480	-7124	-7520	-7934	-8374
<b>毛利</b>	<b>6035</b>	<b>6397</b>	<b>7082</b>	<b>7684</b>	<b>8274</b>
其他收入-经营	367	289	370	373	361
其他经营净收益	-15	-14	-11	-13	-13
财务资产就预计信贷亏损的减值亏损	-4	-1	-1	-1	-1
销售费用	-4087	-4058	-4381	-4576	-4828
管理费用	-301	-296	-319	-341	-364
研发费用	-62	-53	-44	-47	-50
财务费用	-43	-2	-3	-3	-3
上市费用	-14	-38	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>1878</b>	<b>2224</b>	<b>2693</b>	<b>3075</b>	<b>3376</b>
所得税	-547	-563	-682	-778	-855
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>1331</b>	<b>1661</b>	<b>2012</b>	<b>2297</b>	<b>2522</b>
净利润(不含少数股东权益)	1329	1637	1981	2262	2484
少数股东损益	2	24	30	34	38

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。