

食品饮料行业深度报告

软饮料行业深度：后来居上，中国软饮料巨头的平台化之路

增持（维持）

2025年08月21日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

投资要点

- **观过往：历经三大阶段，品类多元化共振。纵向复盘中国软饮料行业的发展，大致经历了碳酸饮料主导、多元化增长、结构性增长三个阶段。**1)碳酸饮料主导阶段(90年代中期前)：改革开放后，海外饮料巨头可口可乐、百事进入中国市场，引领中国碳酸饮料市场快速扩容，到90年代中期碳酸饮料比重仍超过50%，占据主导地位。2)多元化增长阶段(1995-2014年)：一方面本土企业不断发展壮大，另一方面随着消费力的提升对品类需求更为多元化，果汁、茶饮料、瓶装水、植物蛋白饮品等百花齐放。3)结构性增长阶段(2015年至今)：随着中产阶级崛起，消费呈现差异化需求，其中包装水及功能饮料赛道延续高增势头，而茶饮料等呈现健康化与无糖化趋势。
- **论当下：龙头创新引领，百亿大单品迭出。当前中国软饮料行业竞争激烈，传统赛道龙头先发优势明显，而新兴成长赛道亦能实现格局突围。软饮料行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，同时组织灵活、产品创新高效。百亿大单品是成为细分赛道引领者的重要门槛，软饮料行业空间大、细分赛道多，不断适应消费者需求的前瞻创新能力使得大单品逻辑持续演绎。**梳理来看，瓶装水细分赛道农夫山泉、怡宝体量分别为160亿元、121亿元；茶饮料赛道有糖茶康师傅冰红茶、王老吉体量仍在百亿上下，而无糖茶东方树叶体量已突破100亿元；能量饮料赛道华彬红牛、东鹏特饮体量分别为200亿元、133亿元。此外一些新兴小众赛道亦具备大单品潜质，如电解质水、椰子水、气泡水等。
- **瞻未来：健康化、功能化为产业发展共识。当下中国软饮料市场瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道具备高景气度。纵向复盘海外发达国家软饮料品类演变趋势，核心演绎方向是健康化、功能化，对探究中国软饮料细分赛道发展路径具有参考意义。**1)瓶装水：未来中国内地水的包装化率有望从2023年的14.4%提升至2028年的18.9%，长周期景气逻辑清晰。2)无糖茶：百亿大单品东方树叶的逆袭印证了“长期主义+技术深耕”的价值，历经十年亏损穿越周期，将小众需求培育为主流品类，未来下沉市场渗透、功能性延展与文化出海将成为第二增长曲线。3)能量饮料：当前东鹏在特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，亦规划在东南亚开启出海第一站，建议重视当地传统渠道，依托与当地企业合作实现海外区域破局。4)电解质水：外资当前渠道更多集中在一二线城市，而本土具备深度分销能力的饮料龙头布局较晚，留给低线城市更大市场机会。而东鹏补水啦有望引领中国电解质水渠道下沉，带动规模持续增长。5)此外，具备天然健康属性的椰子水、依托差异化创新的气泡水品类风潮渐起。
- **投资建议：推荐东鹏饮料、农夫山泉，关注华润饮料、IFBH等。善于把握高景气赛道、具备大单品能力的引领者是软饮料价值投资的主线，当前瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道高景气度延续，预计在健康化、功能化产业共识主线下，创新型的新兴品类亦将持续涌现。重点推荐补水啦势能强劲、平台化战略强化的东鹏饮料，瓶装水重拾份额、无糖茶引领成长的农夫山泉，建议关注华润饮料、IFBH。**
- **风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；市场竞争加剧。**

行业走势



相关研究

《硬折扣系列报告：机遇窗口期，百舸争流》

2025-07-24

《2025Q2基金食品饮料持仓分析：持仓处于低位，白酒明显减配》

2025-07-22

内容目录

1. 观过往：历经三大阶段，品类多元化共振	5
2. 论当下：龙头创新引领，百亿大单品迭出	8
3. 瞻未来：健康化、功能化为产业发展共识	10
3.1. 瓶装水：受益包装比率持续提升，属长景气周期赛道	11
3.2. 无糖茶：品类渗透率提升空间大，农夫引领持续成长	15
3.3. 能量饮料：东鹏特饮本土延续增势，海外发力东南亚	19
3.4. 运动饮料：电解质水借势崛起，东鹏补水啦渠道突围	22
3.5. 椰子水、气泡水等新兴品类风潮渐起	24
3.5.1. 椰子水：天然健康属性强，IFBH 带动品类快速渗透	24
3.5.2. 气泡水：极致差异化创新，元气森林引领品类扩容	25
4. 推荐东鹏饮料、农夫山泉，关注华润饮料等	28
4.1. 东鹏饮料：补水啦势能强劲，平台化战略强化	28
4.2. 农夫山泉：瓶装水重拾份额，无糖茶引领成长	29
4.3. 华润饮料：经营节奏阶段性承压，产能与渠道驱动成长	30
5. 投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

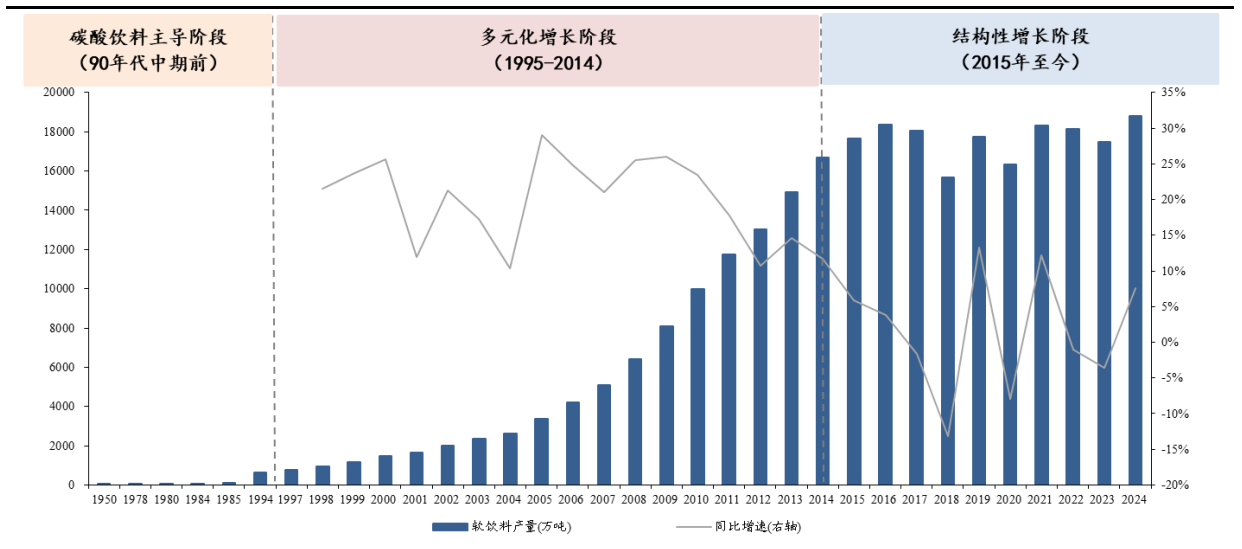
图 1:	中国软饮料产量及增速一览.....	5
图 2:	中国软饮料行业发展线梳理一览.....	5
图 3:	改革开放后中国本土八大汽水厂一览.....	6
图 4:	90 年代中期碳酸饮料比重仍超过 50%.....	6
图 5:	多元化增长阶段百亿大单品持续涌现.....	6
图 6:	2014 年软饮料细分赛道呈现多元化趋势.....	6
图 7:	软饮料行业量价拆分一览.....	7
图 8:	软饮料细分赛道变迁一览.....	7
图 9:	2015-2024 年软饮料细分赛道年均复合增速一览.....	7
图 10:	2015-2024 年软饮料细分赛道量价增速一览.....	7
图 11:	中国软饮料市场规模及增速一览.....	8
图 12:	全球各地区饮料行业品类变迁一览.....	10
图 13:	日本软饮料品类结构变迁一览.....	10
图 14:	美国软饮料品类结构变迁一览.....	10
图 15:	人均软饮料与瓶装水消费量对比一览.....	11
图 16:	中国饮用水消费结构变化.....	11
图 17:	美国选择直饮自来水比率较低.....	11
图 18:	日本选择直饮自来水比率较低.....	11
图 19:	日本矿泉水国内产量、进口量趋势一览.....	12
图 20:	日本瓶装水以矿泉水为主.....	12
图 21:	日本瓶装水竞争格局一览.....	12
图 22:	美国瓶装水人均消费量稳健提升.....	13
图 23:	美国瓶装水以天然水、纯净水为主.....	13
图 24:	美国瓶装水竞争格局一览.....	13
图 25:	中国瓶装水以纯净水、天然水为主.....	14
图 26:	中国大中规格瓶装水增速较快.....	14
图 27:	日本茶饮料品类一览.....	15
图 28:	日本无糖茶渗透率高.....	16
图 29:	2024 年日本无糖茶竞争格局一览.....	16
图 30:	中国无糖茶市场规模及增速一览.....	16
图 31:	中国无糖茶在茶饮料中占比稳步提升.....	16
图 32:	伊藤园发展复盘一览.....	17
图 33:	伊藤园产品结构一览.....	17
图 34:	伊藤园渠道结构一览.....	17
图 35:	大单品东方树叶成长路径梳理一览.....	18
图 36:	2024 年中国无糖茶竞争格局一览.....	19
图 37:	东方树叶快速放量.....	19
图 38:	美国能量饮料市占率一览.....	19
图 39:	2024 年美国能量饮料分品牌市占率一览.....	19
图 40:	Monster 历史复盘一览.....	20
图 41:	Monster 海外市场扩张梳理一览.....	21
图 42:	Monster 境外销售额占比变化.....	21

图 43:	Monster 分区域收入占比一览	21
图 44:	东南亚能量饮料市场规模及增速一览	21
图 45:	2021 年东南亚能量饮料市场竞争格局一览	21
图 46:	中国运动饮料比重明显低于美国、日本	22
图 47:	中国运动饮料人均消费量明显低于美国、日本	22
图 48:	2022 年美国运动饮料竞争格局及渠道分布	22
图 49:	2022 年日本运动饮料竞争格局及渠道分布	22
图 50:	中国电解质水市场规模及增速一览	23
图 51:	2024 年中国电解质水市场竞争格局一览	23
图 52:	全球椰子水行业零售额及增速一览	24
图 53:	大中华区椰子水市场规模及增速	24
图 54:	椰子水行业产业链一览	24
图 55:	VITA COCO 营收、净利润及同比增速一览	25
图 56:	IFBH 营收、净利润及同比增速一览	25
图 57:	气泡水品类梳理一览	26
图 58:	中国气泡水市场规模及增速一览	27
图 59:	2024 年中国气泡水市场竞争格局一览	27
图 60:	国内气泡水市场和元气森林成长路径	27
图 61:	东鹏饮料历史复盘一览	28
图 62:	东鹏饮料非能量饮料业务占比持续提升	29
图 63:	东鹏饮料数字化营销一览	29
图 64:	农夫山泉历史复盘一览	30
图 65:	农夫山泉营收及增速一览	30
图 66:	农夫山泉采取信息化系统 NCP 进行渠道管理	30
图 67:	华润饮料历史复盘一览	31
图 68:	华润饮料营收及增速一览	31
图 69:	华润饮料渠道体系架构一览	31
表 1:	2024 年中国软饮料各子赛道竞争格局一览	8
表 2:	中国国内主要代表性企业梳理一览	9
表 3:	中国瓶装水核心产品矩阵一览	14
表 4:	中国无糖茶核心产品矩阵一览	18
表 5:	中国运动饮料核心产品矩阵一览	23
表 6:	软饮料板块可比公司估值一览	32

1. 观过往：历经三大阶段，品类多元化共振

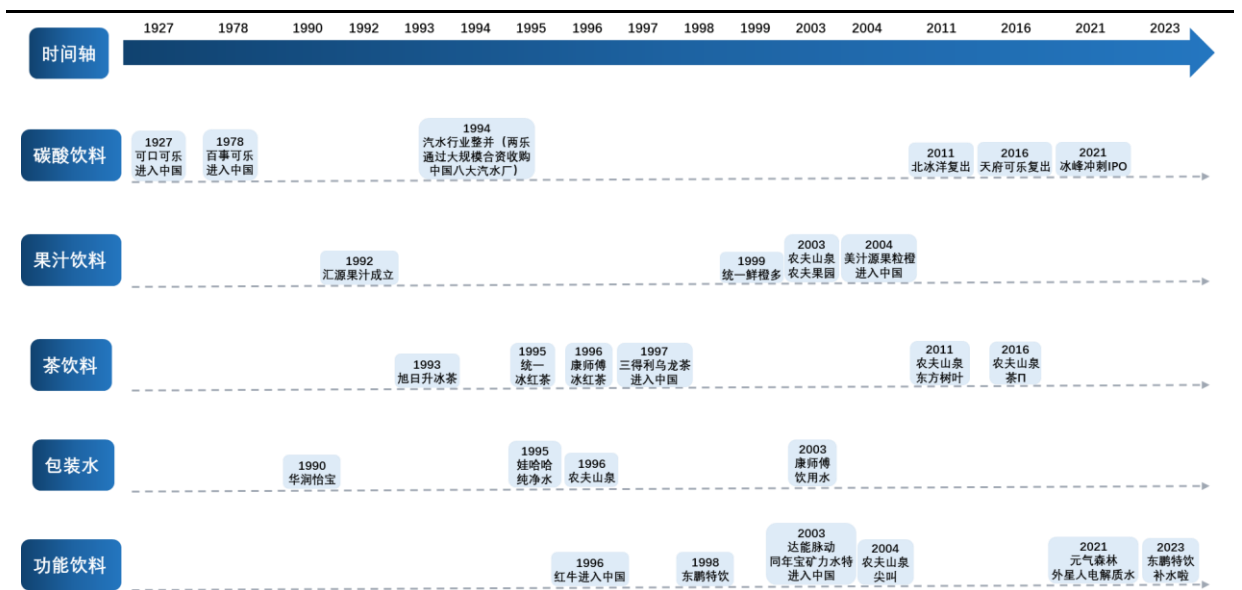
纵向复盘中国软饮料行业的发展，大致经历了碳酸饮料主导阶段(90年代中期前)、多元化增长阶段(1995-2014年)、结构性增长阶段(2015年至今)。改革开放后，外资巨头与本土企业均发力碳酸饮料赛道，90年代中期碳酸饮料占软饮料比重仍超过50%。随着行业进入市场化发展阶段，果汁、茶饮料、瓶装水、植物蛋白饮品等百花齐放，呈现多元化高速增长态势。2015年至今行业总量保持平稳，但运动饮料、能量饮料、瓶装水、无糖茶等呈现结构性增长态势。

图1：中国软饮料产量及增速一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：中国软饮料行业发展线梳理一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

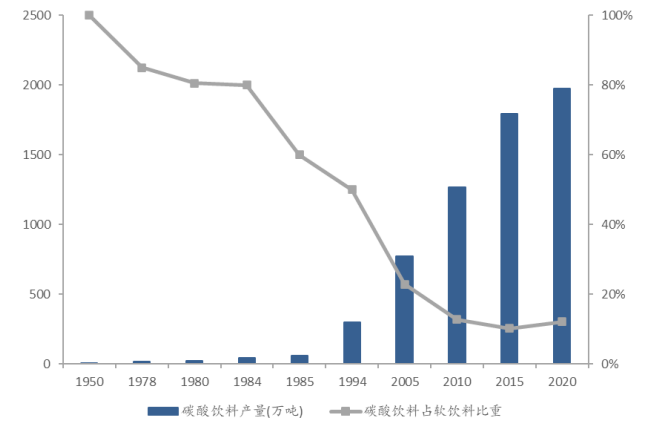
90年代中期前：碳酸饮料主导阶段。改革开放以后，饮料巨头可口可乐、百事进入中国市场，依托其品牌、渠道、资金能力，引领中国碳酸饮料市场快速扩容。同时本土企业北冰洋、崂山可乐也相继建厂投产。1980-1994年碳酸饮料产量CAGR高达20%，到90年代中期碳酸饮料占软饮料的比重仍超过50%，占据行业主导地位。

图3：改革开放后中国本土八大汽水厂一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：90年代中期碳酸饮料比重仍超过50%



数据来源：邓勇《我国软饮料的发展趋势》，东吴证券研究所

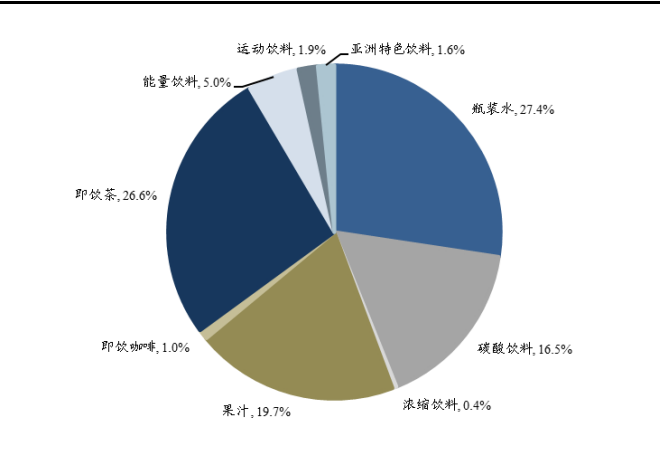
1995-2014年，多元化增长阶段。随着中国软饮料行业进入市场化发展阶段，一方面娃哈哈、健力宝、康师傅、统一等本土企业不断发展壮大，另一方面随着消费力的提升对品类需求更为多元化，这一阶段软饮料产量从1997年的789万吨增加至2014年的1.67亿吨，期间CAGR接近20%，果汁、茶饮料、瓶装水、植物蛋白饮品等百花齐放，如2008年王老吉营收突破100亿元，2013年娃哈哈旗下的营养快线、AD钙奶营收分别突破200、100亿元，2013年旺仔牛奶也达到100亿元。

图5：多元化增长阶段百亿大单品持续涌现

公司	展示	定位	成长路径
华彬红牛		补充能量	从2008年的30亿元增加至2015年的230亿元，期间CAGR达到34%
王老吉/加多宝		清火	从2005年的25亿元增加至2012年的200亿元，期间CAGR达到35%
娃哈哈营养快线		营养乳饮料	从2006年的30亿元增加至2013年的200亿元，期间CAGR达到31%
旺仔牛奶		营养风味乳	从2007年的30亿元增加至2014年的110亿元，期间CAGR达到20%

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

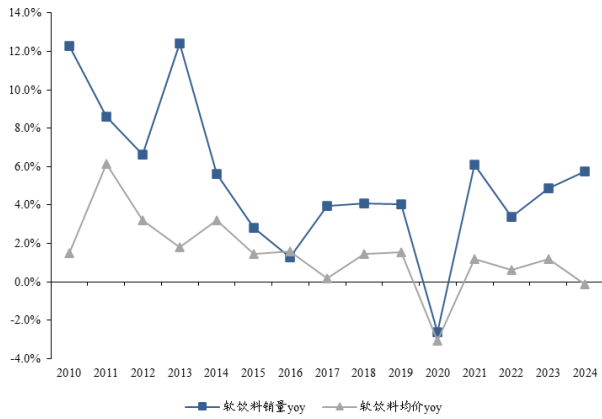
图6：2014年软饮料细分赛道呈现多元化趋势



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

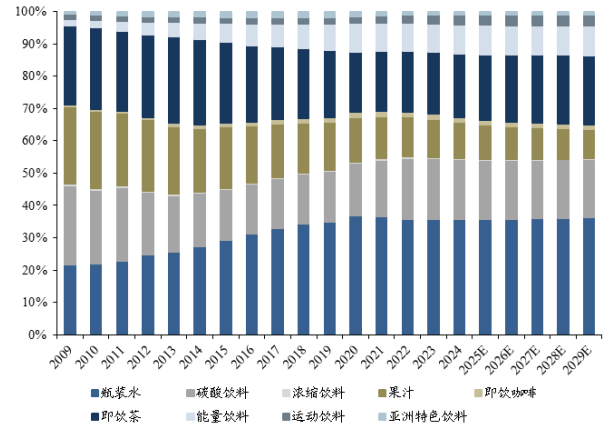
2015 年至今，结构性增长阶段。步入成熟期的中国软饮料行业产量稳定在 1.8 亿吨左右，但随着中产阶级的崛起，消费呈现差异化需求，其中瓶装水及功能饮料赛道延续高增势头，而碳酸饮料、茶饮料等呈现健康化与无糖化趋势。如 2015-2024 年运动饮料、能量饮料、即饮咖啡、瓶装水、碳酸饮料、茶饮料期间 CAGR 分别为 9.43%、8.91%、7.13%、6.24%、5.87%、1.24%，果汁、浓缩饮料、亚洲特色饮料有所下滑。

图7：软饮料行业量价拆分一览



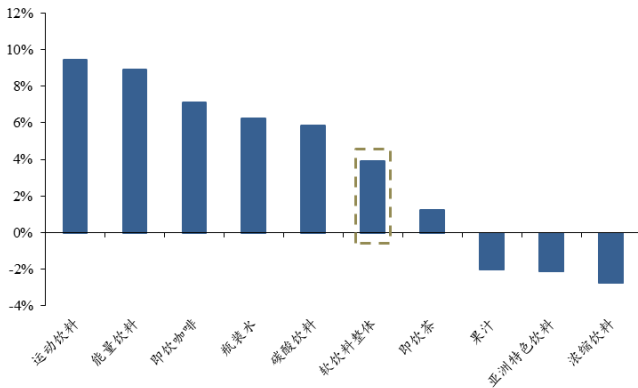
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图8：软饮料细分赛道变迁一览



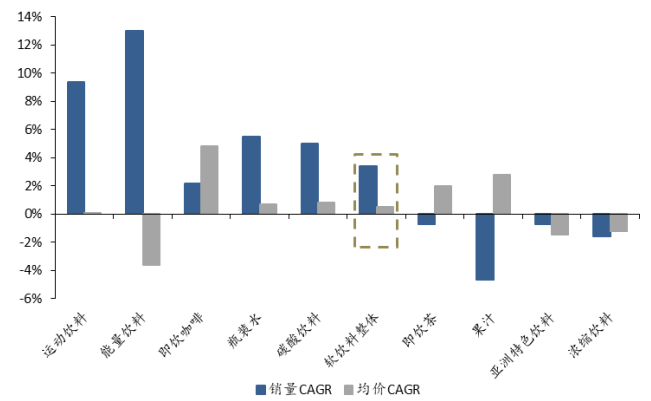
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图9：2015-2024 年软饮料细分赛道年均复合增速一览



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图10：2015-2024 年软饮料细分赛道量价增速一览

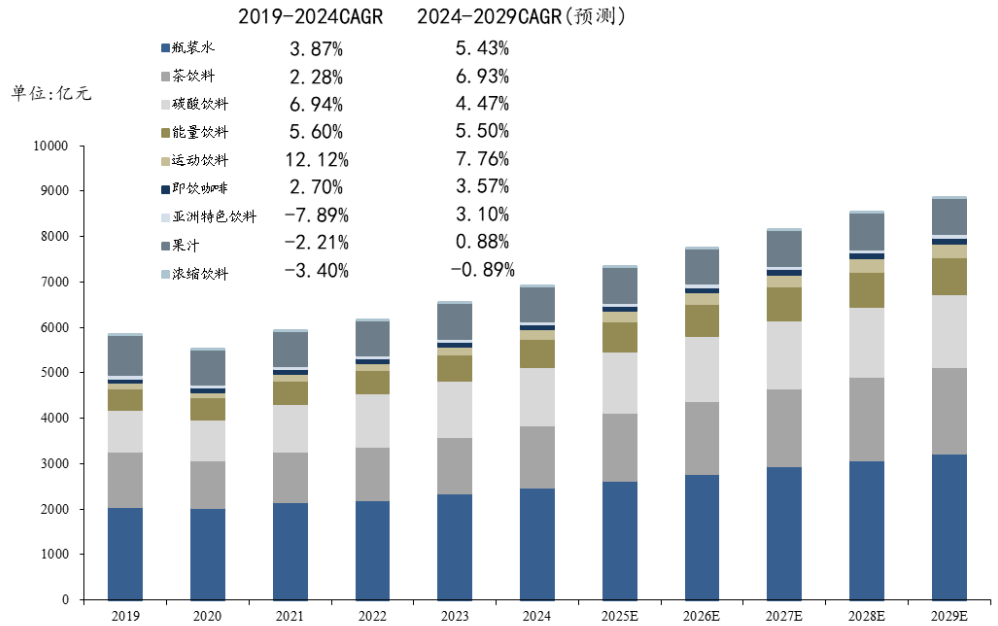


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2. 论当下：龙头创新引领，百亿大单品迭出

当前中国软饮料行业竞争激烈，传统赛道龙头先发优势明显，而新兴成长赛道亦能实现格局突围。细分赛道增速来看，瓶装水、茶饮料、碳酸饮料、能量饮料、运动饮料、即饮咖啡预计将维持较好增势；细分赛道格局来看，即饮咖啡、能量饮料、碳酸饮料 CR3 均超过 70%，运动饮料、茶饮料、瓶装水、果汁 CR3 分别为 55%/54%/34%/33%。

图 11：中国软饮料市场规模及增速一览



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

表 1：2024 年中国软饮料各子赛道竞争格局一览

	瓶装水	茶饮料	碳酸饮料	果汁	能量饮料	运动饮料	即饮咖啡
第一名	农夫山泉 14.9%	康师傅 21.6%	可口可乐 41.0%	可口可乐 11.8%	红牛 39.4%	元气森林 27.8%	雀巢 60.4%
第二名	华润怡宝 9.9%	统一 16.8%	百事可乐 22.2%	康师傅 10.7%	东鹏饮料 31.2%	健力宝 19.2%	星巴克 14.4%
第三名	百岁山 9.0%	农夫山泉 15.6%	元气森林 8.9%	汇源 10.0%	达利 5.0%	宝矿力水特 7.8%	可口可乐 7.3%
第四名	娃哈哈 4.4%	王老吉 13.6%	名仁 4.4%	农夫山泉 6.1%	中沃 4.7%	东鹏补水啦 7.8%	味全 3.2%
第五名	康师傅 3.0%	加多宝 13.3%	北冰洋 2.1%	统一 3.5%	战马 2.1%	百事可乐 7.0%	统一 2.7%
CR3	33.8%	54.0%	72.1%	32.5%	75.6%	54.8%	82.1%
CR5	41.2%	80.9%	78.6%	42.1%	82.4%	69.6%	88.0%

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

软饮料行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，同时组织灵活、产品创新高效。百亿大单品是成为细分赛道引领者的重要门槛，软饮料行业空间大、细分赛道多，不断适应消费者需求的前瞻创新能力使得大单品逻辑持续演绎。梳理来看，瓶装水细分赛道农夫山泉、怡宝体量分别为 160 亿元、121 亿元；茶饮料赛道有糖茶康师傅冰红茶、王老吉体量仍在百亿上下，而无糖茶东方树叶体量已突破 100 亿元；能量饮料行业的华彬红牛、东鹏特饮体量分别为 200 亿元、133 亿元。此外一些新兴小众赛道亦爆发出大单品潜质，如电解质水、椰子水、气泡水等。

表2：中国国内主要代表性企业梳理一览

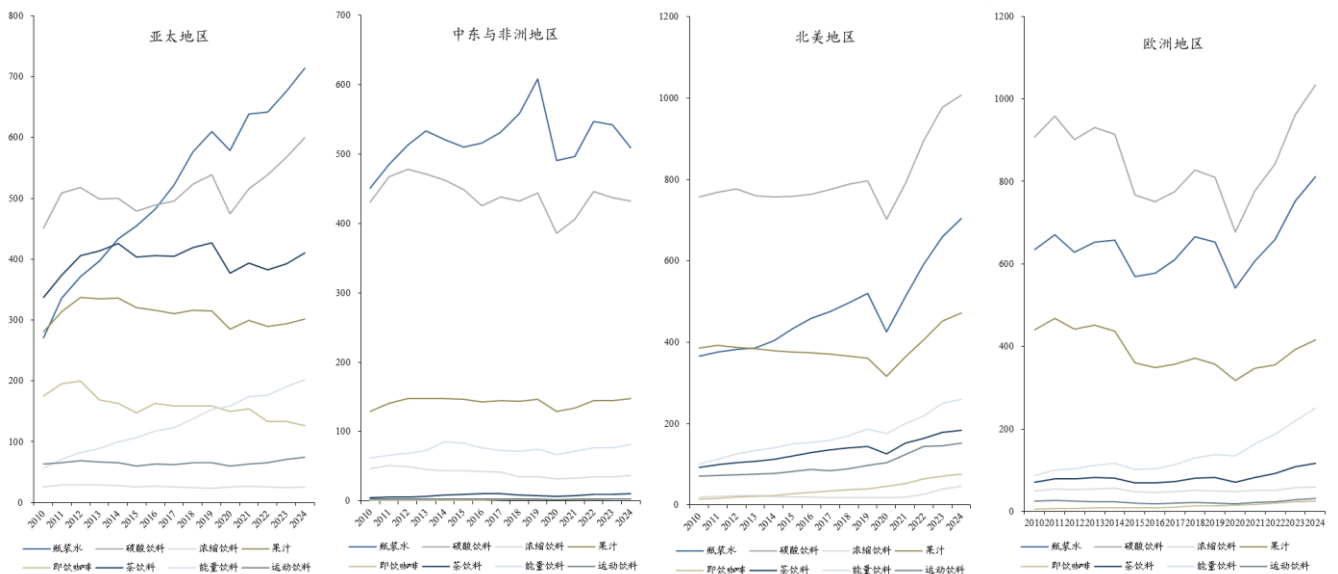
公司	东鹏饮料	华彬红牛	农夫山泉	华润饮料	康师傅	统一	娃哈哈	元气森林
成立/布局时间	1987年	1995年	1996年	1984年	1992年	1992年	1987年	2016年
24年饮料业务营收	158亿元	234亿元	249亿元	135亿元	516亿元	192亿元	330亿元	100-120亿元
营收结构	东鹏特饮133亿元 补水啦15亿元 其他饮料10.2亿元	红牛210.9亿元 战马5.2亿元 其他饮料17.9亿元	即饮茶167.5亿元 包装水159.5亿元 功能饮料49.3亿元 果汁40.9亿元	包装水121.2亿元 饮料14亿元	即饮茶217亿元 果汁36亿元 包装水50.1亿元 碳酸饮料及其他184.3亿元	即饮茶85.7亿元 奶茶64亿元 果汁36亿元	AD钙奶115亿元 包装水95亿元 果汁与即饮茶32亿元 营养快线<20亿元	外星人电解质水50亿元 气泡水29亿元 即饮茶16亿元 自在水10亿元
产品打造	以“1+N”战略 构建产品矩阵	渠道深耕、 品牌文化绑定、 发力多元化	天然水源壁垒、 差异化价值锚定、 坚持长期主义	以“一超多强”产品矩阵 为核心进行产品创新	技术创新驱动、 场景化精准定位	健康化创新、 跨界类协同	跟进式创新、 渠道规模化渗透	健康化创新、 用户共创、 互联网思维敏捷迭代
渠道建设	经销商网络+终端场景渗透， 数字化体系行业领先；截至 25H1末拥有3200余家经销商 、覆盖超420万家终端网点	多层次经销体系+高频 终端管理，采取大商 制；截至24年末覆盖超 400万家终端网点	一级经销体系为核心+深度 下沉至乡镇市场； 截至24年末覆盖约350万家 终端网点	深耕细作，决胜终端，采 取大商制；截至24年末覆 盖约250万家终端网点	通路深耕+直营二阶段改 革；截至24年末覆盖约500 万家终端网点	下沉市场渗透+多元场景 覆盖；截至24年末覆盖 约243万家终端网点	联销体模式；截至 24年末覆盖约360万 家终端网点	便利店+智能冰柜双轮驱 动，全渠道渗透；截至 24年末覆盖约180万家终 端网点
品牌营销	以“人群、场景、产品”三位 一体为核心开展品牌营销工 作，将消费人群、营销场景 与产品特点有机结合	商标之争后在中国国内 不可投放广告，目前以 线下活动、二维码营销 为主	基于水源打造差异化， 跨界营销、事件营销	聚焦体育营销	广告投放、 阶段性促销策略	跨界营销、线下活动等 多元年轻化营销	广告投放为主	通过社交话题等互联网 手段营销
经典广告语	累了困了，喝东鹏特饮 年轻就要醒着拼	你的能量超乎你想象 挑战自我，突破极限	我们不生产水，我们只是 大自然的搬运工； 传统的中国茶，神奇的东 方树叶	水中的精灵，品质之选	冰力十足，无可替代	亲近自然，统一绿茶	水就是水，让水回归 纯粹	汽水新一代，人人喝了 人人爱
25年饮料业务目标	业务年度三档目标分别为 28%/32%/35%，东鹏特饮保持 核心地位，补水啦/果之茶等 加大渠道渗透	中国红牛业务稳住基本 盘，进行第二曲线培 育，其中战马品牌重点 拓展年轻消费群体	包装水业务收入增速目标 约为15%，即饮茶业务收入 增速目标<20%	即饮茶业务推出“至本清润 ”“高端线，功能饮料业务重 启”“魔力”运动饮料，切茶 业务试水高端化	康师傅饮品收入增速目标 为8%，实现营收与利润双 增长，争夺即饮茶市场份 额，缩小包装水领域的差 距	公司整体收入增速目标 为6%-8%，通过高端新品 提升无糖茶、奶茶市占 率，开发细分功能产品	包装水收入增速目标 为50%，通过高端产 品线突破，即饮茶聚 焦有糖市场	功能饮料业务进一步提 升市占率，即饮茶业务 积极抢占市场份额

数据来源：Wind，各公司官网，东吴证券研究所

3. 瞻未来：健康化、功能化为产业发展共识

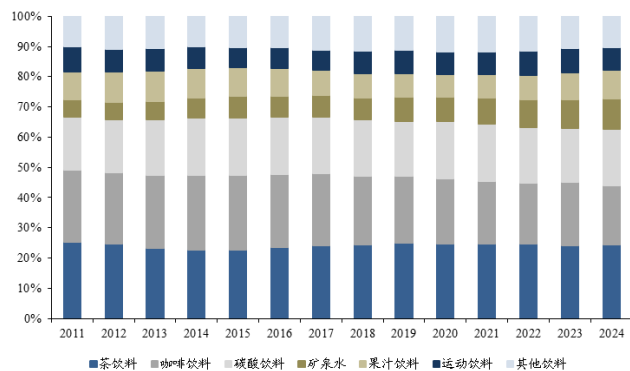
当下中国软饮料市场的瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道具备高景气度。纵向复盘海外发达国家软饮料品类演变趋势，核心演绎方向是健康化、功能化，对探究中国软饮料细分赛道发展路径具有参考意义。日本与中国同属于东亚国家，软饮料消费偏好相近，因而将纵向复盘日本瓶装水、无糖茶、运动饮料等细分赛道的发展历程；而美国与中国同属于竞技体育大国，人口数量多、区域纵深广，因而将纵向复盘美国瓶装水、能量饮料、运动饮料、椰子水等细分赛道的发展历程。

图12：全球各地区饮料行业品类变迁一览



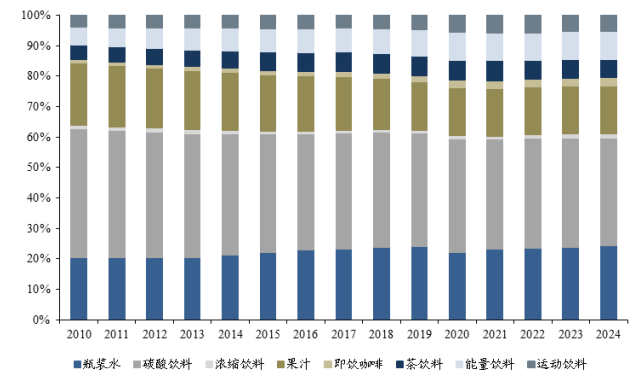
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图13：日本软饮料品类结构变迁一览



数据来源：日本清凉饮料协会，东吴证券研究所

图14：美国软饮料品类结构变迁一览



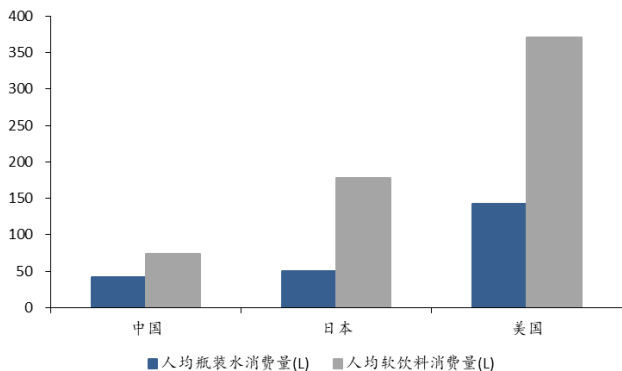
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

3.1. 瓶装水：受益包装比率持续提升，属长景气周期赛道

从中国饮用水消费结构来看，当前瓶装水占比仍偏低，参考日本、美国来看，中国瓶装水赛道具备长期增长逻辑。

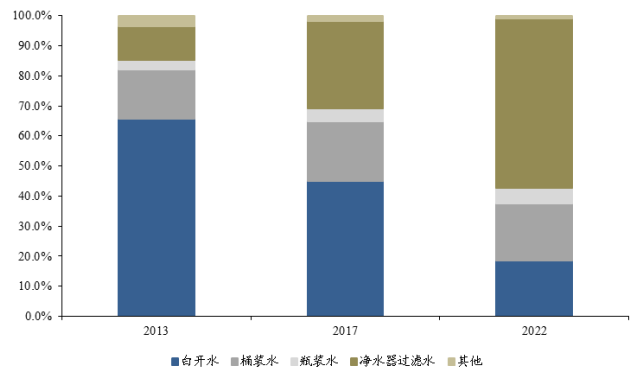
- 2024 年中国、日本、美国人均软饮料消费量分别为 73.7L、178.3L、371.2L，其中人均瓶装水消费量分别为 41.7L、49.7L、142.4L。
- 饮用水属于刚性需求，需求量相对稳定，但各类饮用水消费结构变化趋势相对稳定，包装水具备持续发展空间。根据沙利文数据，中国饮用水消耗总量稳定在 1 万亿升水平，2022 年白开水、桶装水、瓶装水、净水器过滤水、其他饮用水占比分别为 18.6%、18.9%、5.4%、56.3%、0.8%。考虑到中国水资源短缺、水污染相对严重，且瓶装水便携性无可替代，同时我们看到参考水质好、具备高净水器渗透率的发达国家，瓶装水仍在持续发展。具体来看，对口味和污染的担心使得仅 33% 的美国人选择直饮自来水，而提到饮用水时 57.5% 的日本人选择矿泉水、仅 25.2% 选择自来水。

图15：人均软饮料与瓶装水消费量对比一览



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

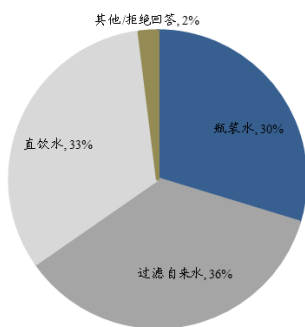
图16：中国饮用水消费结构变化



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图17：美国选择直饮自来水比率较低

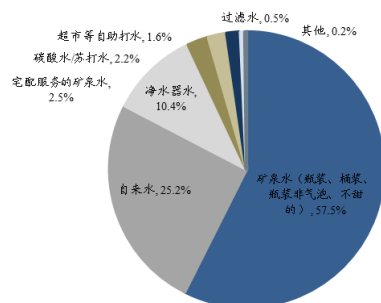
2016年美国居家饮用水选择民意调查



数据来源：waterpolls，东吴证券研究所

图18：日本选择直饮自来水比率较低

2022年日本饮用水选择情况调查

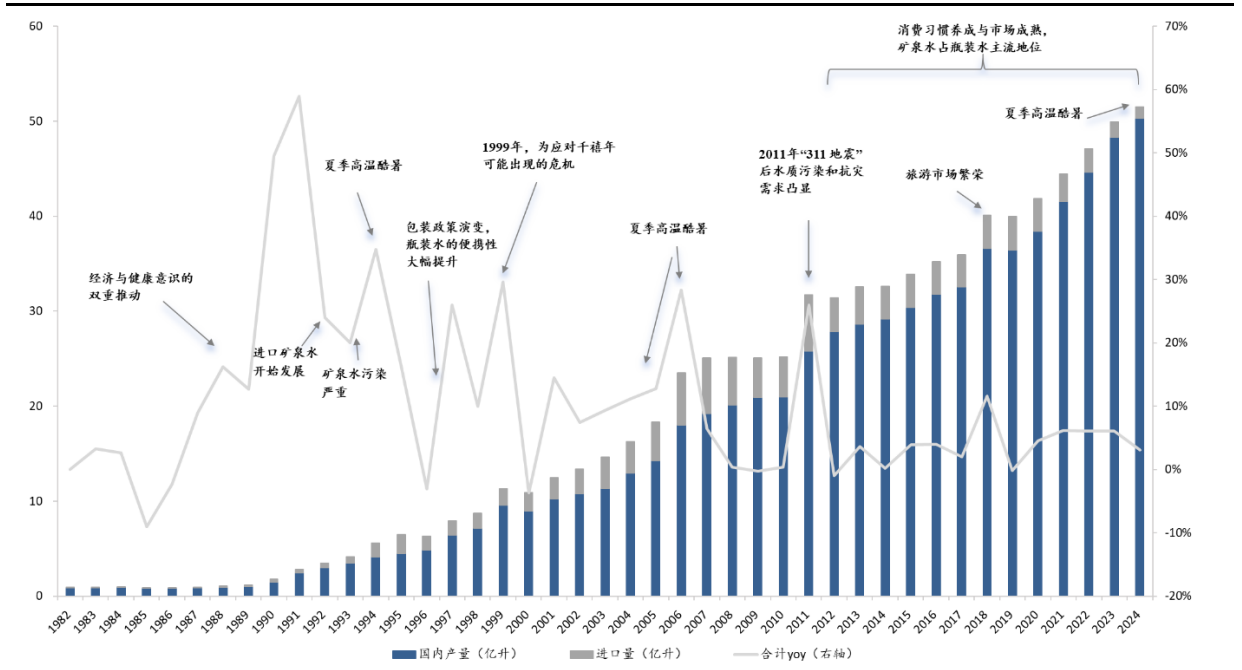


数据来源：三得利 2022 年水报告，东吴证券研究所

日本经验来看，根据日本矿泉水协会数据，2006 年之前日本瓶装水持续快速增长，2007 年以来年均维持中个位数左右的稳健增长。

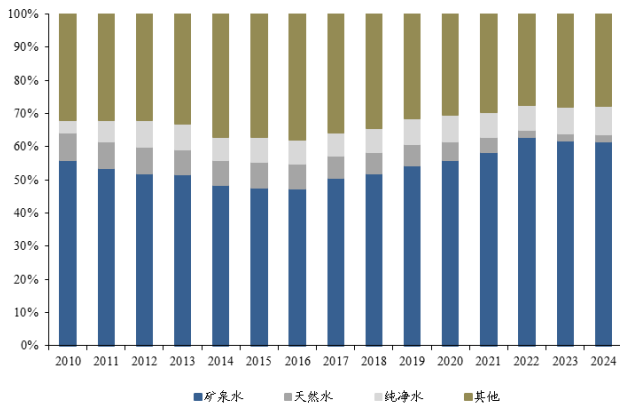
- 日本瓶装水以矿泉水为主，根据三得利调查数据显示，60%的受访者认为矿泉水是生活必需品，矿泉水的消费观念已经深入人心。
- 日本瓶装水行业格局相对分散，自有品牌占比不大。日本瓶装水行业 CR3 由 2015 年的 48.3% 小幅下降至 2024 年的 42.7%，而同期自有品牌从 2015 年的 3.3% 小幅提升至 2024 年的 6.0%。

图19：日本矿泉水国内产量、进口量趋势一览



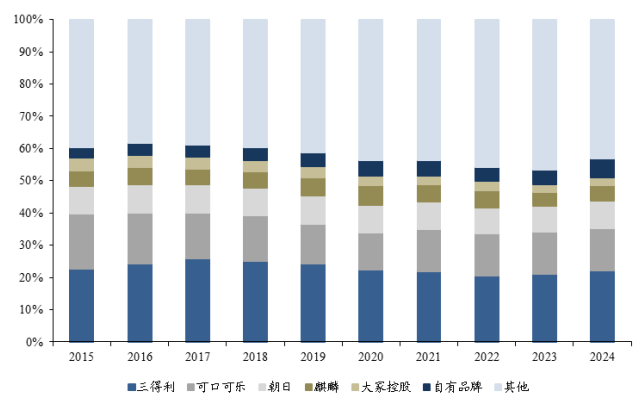
数据来源：日本矿泉水协会，日本财务关税局，东吴证券研究所

图20：日本瓶装水以矿泉水为主



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图21：日本瓶装水竞争格局一览

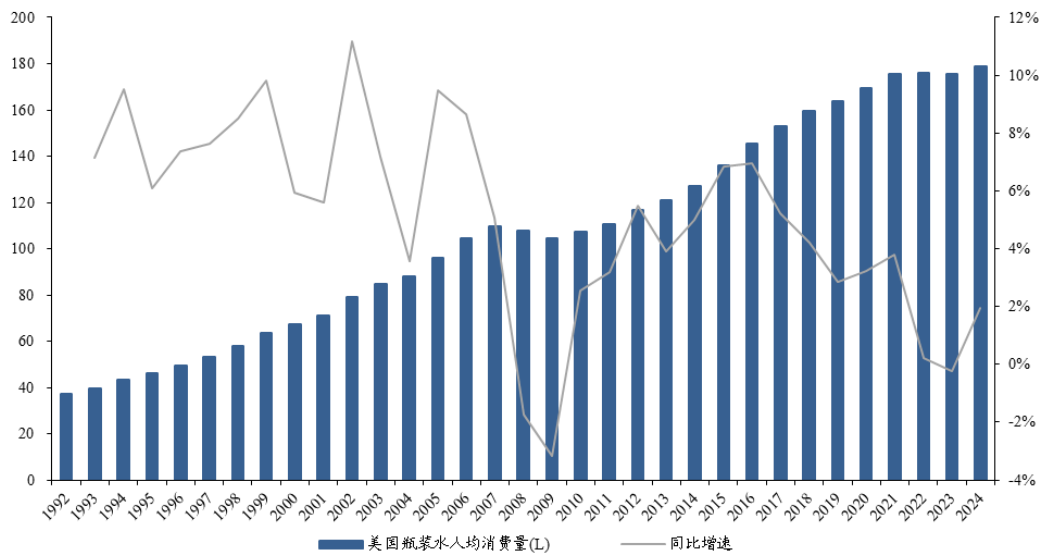


数据来源：欧睿，东吴证券研究所

美国经验来看，根据国际瓶装水协会数据来看，2006年之前美国瓶装水人均消费量维持高个位数左右增长，2007年以来呈现波动增长态势。

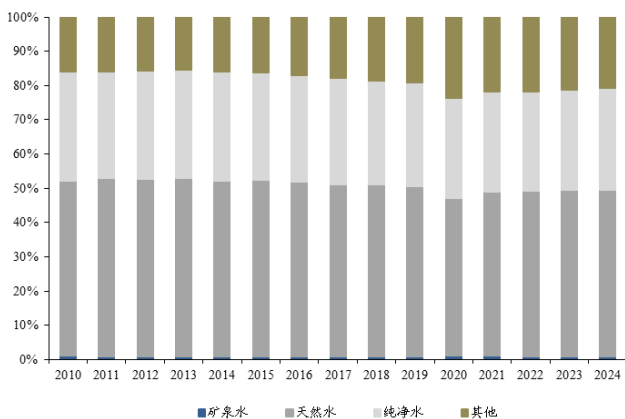
- 美国瓶装水以纯净水、天然水为主，矿泉水占比可忽略不计，其他品类主要为功能水、风味水、气泡水等。
- 美国瓶装水行业格局相对分散，行业 CR3 集中度由 2015 年的 45.0% 下降至 2024 年 43.2%，而同期零售商自有品牌从 2015 年的 24.6% 提升至 2024 年的 33.9%，整体竞争格局受自有品牌冲击明显。

图22：美国瓶装水人均消费量稳健提升



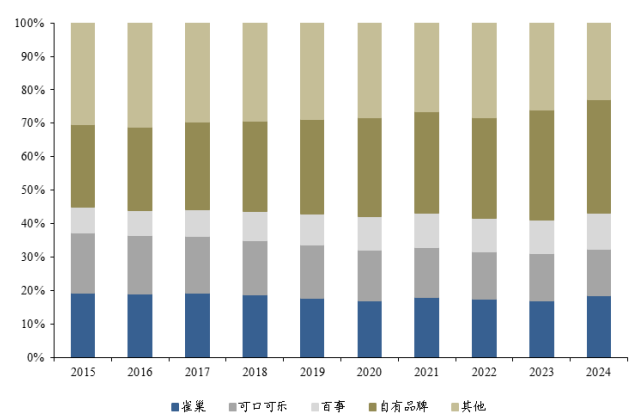
数据来源：国际瓶装水协会，东吴证券研究所

图23：美国瓶装水以天然水、纯净水为主



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图24：美国瓶装水竞争格局一览



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

全球来看，瓶装水属于长周期景气赛道，2023年中国内地水的包装比率约为14.4%，相比中国香港的22.7%、美国的59.7%仍有较大渗透空间，受日益提升的饮水安全意识、更偏向于健康补水、丰富的家庭消费场景及产品类型多元化所驱动，预计到2028年中国饮用水的包装比率将达到约18.9%。

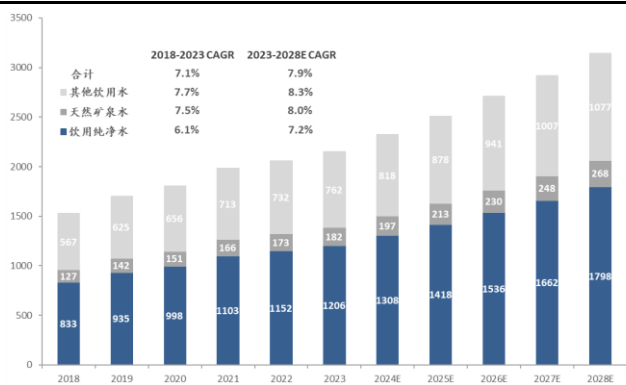
- 分品类看，2023年我国饮用纯净水/天然矿泉水/其他饮用水零售规模分别为1206/182/762亿元，占比56.1%/8.5%/35.4%。纯净水产能约束小、运输成本低，且除了即饮以外，其纯度使其更加适用于泡茶、煮饭等家庭用途。对标与我国水资源、供水系统相似的美国，其包装水市场份额约一半来自纯净水，预计未来纯净水仍将是我国最大的细分市场。
- 分规格看，小规格水覆盖场景灵活性强，销售占比最高；中大规格水渗透速度最快，主要系家庭替代自来水的用于煮饭、泡茶、自饮等消费场景增加，且配送服务发展提升了购买的便利性。

表3：中国瓶装水核心产品矩阵一览

行业价格带	产品	零售价	产品定位
3元水及以上 占比<20%	怡宝“露” 高端矿泉水	12.5元/350ml、30元/750ml	高端品质、进口或稀缺水源、社交属性、健康理念
	西藏 5100 冰川矿泉水	8元/500ml	
	依云天然矿泉水	6.5元/500ml	
	巴黎水气泡水	5元/500ml	
	昆仑山雪山矿泉水	4.8元/510ml	
2元水 占比60%-70%	景田百岁山	3元/570ml	大众高端、天然品质、性价比
	农夫山泉长白雪	3元/535ml	
	农夫山泉天然水	2元/500ml	
	农夫山泉纯净水	2元/550ml	
1-2元水 占比20%左右	华润怡宝纯净水	2元/550ml	主流大众、日常消费、信赖可靠
	娃哈哈饮用纯净水	2元/596ml	
	今麦郎凉白开	1.8元/550ml	
	康师傅矿物质水	1.5元/550ml	
	冰露纯净水	1元/500ml	经济实惠、广泛覆盖、基础需求

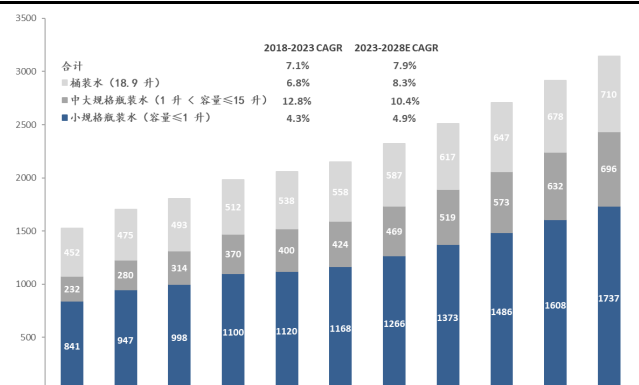
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：中国瓶装水以纯净水、天然水为主



数据来源：华润饮料招股说明书，东吴证券研究所

图26：中国大规格瓶装水增速较快



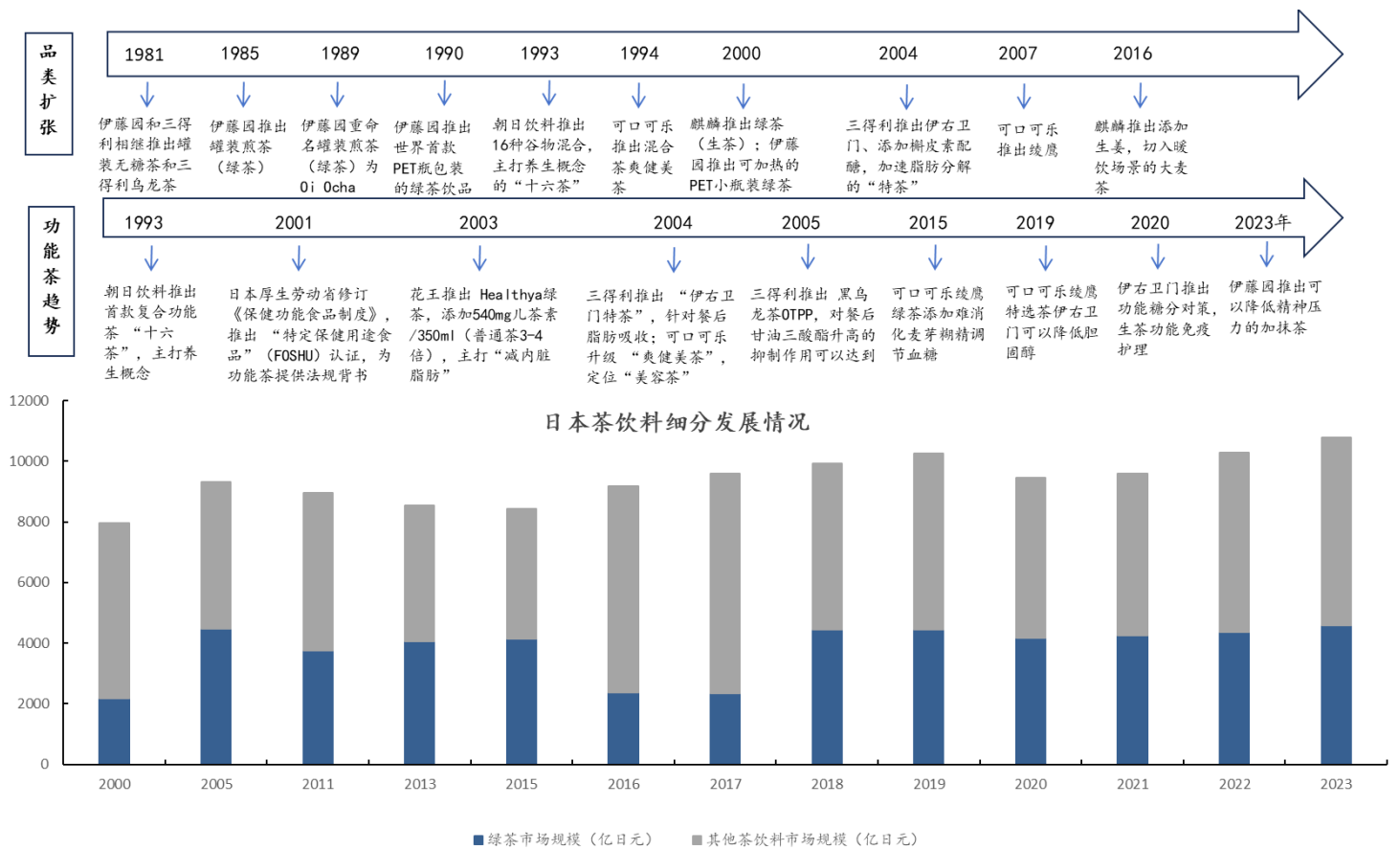
数据来源：华润饮料招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 无糖茶：品类渗透率提升空间大，农夫引领持续成长

中国茶饮料一直是软饮料的重要细分赛道，近些年无糖茶占比持续提升，参考茶饮文化相似的东亚日本来看，当前无糖茶占比仍然偏低，未来提升空间仍大，中国无糖茶赛道具备长期增长逻辑。

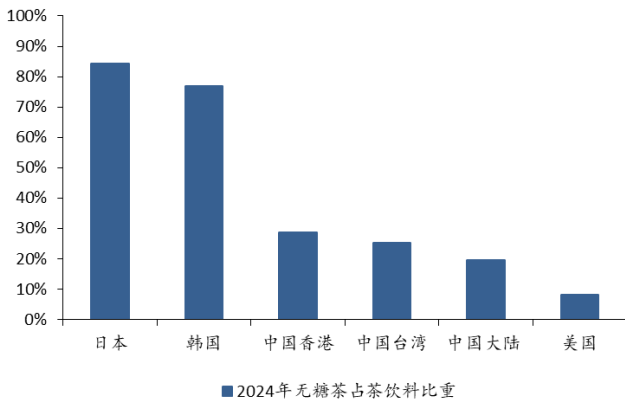
- 日本茶饮诞生于1981年伊藤园罐装乌龙茶的推出。1981-2005年茶饮行业始终保持高增态势，并于2005年后进入稳定增长阶段。2023年茶饮饮料市场规模接近1万亿日元，其中绿茶饮料占比47%，其他品类为乌龙茶、红茶、混合茶等。从竞争格局看，2024年日本无糖茶行业CR5达到95.8%，伊藤园、三得利、可口可乐、麒麟、朝日市占率分别为28.7%、27.3%、23.0%、10.6%、6.2%。
- 中国近些年无糖茶高速增长，无糖茶占比20%左右，但对比东亚日本84%的无糖茶占比，未来成长空间大，预计在东方树叶、三得利乌龙茶引领下仍将持续扩容。

图27：日本茶饮料品类一览



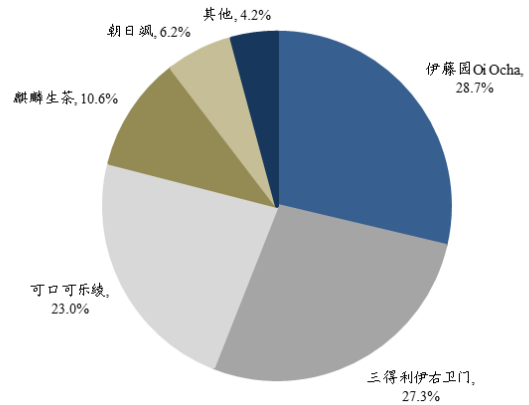
数据来源：伊藤园公司公告，日本清凉饮料协会，东吴证券研究所

图28: 日本无糖茶渗透率高



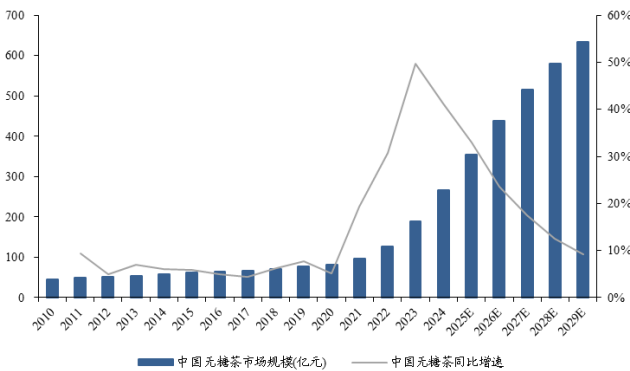
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图29: 2024年日本无糖茶竞争格局一览



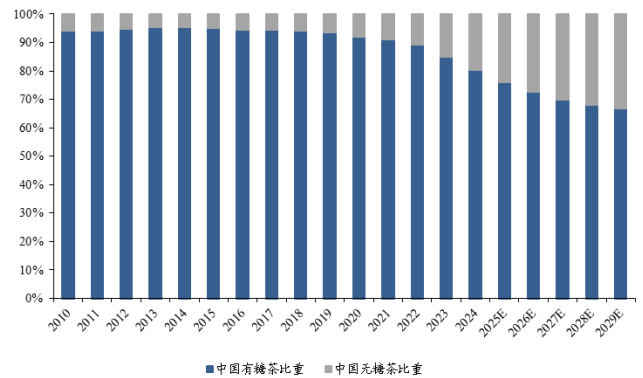
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图30: 中国无糖茶市场规模及增速一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图31: 中国无糖茶在茶饮料中占比稳步提升

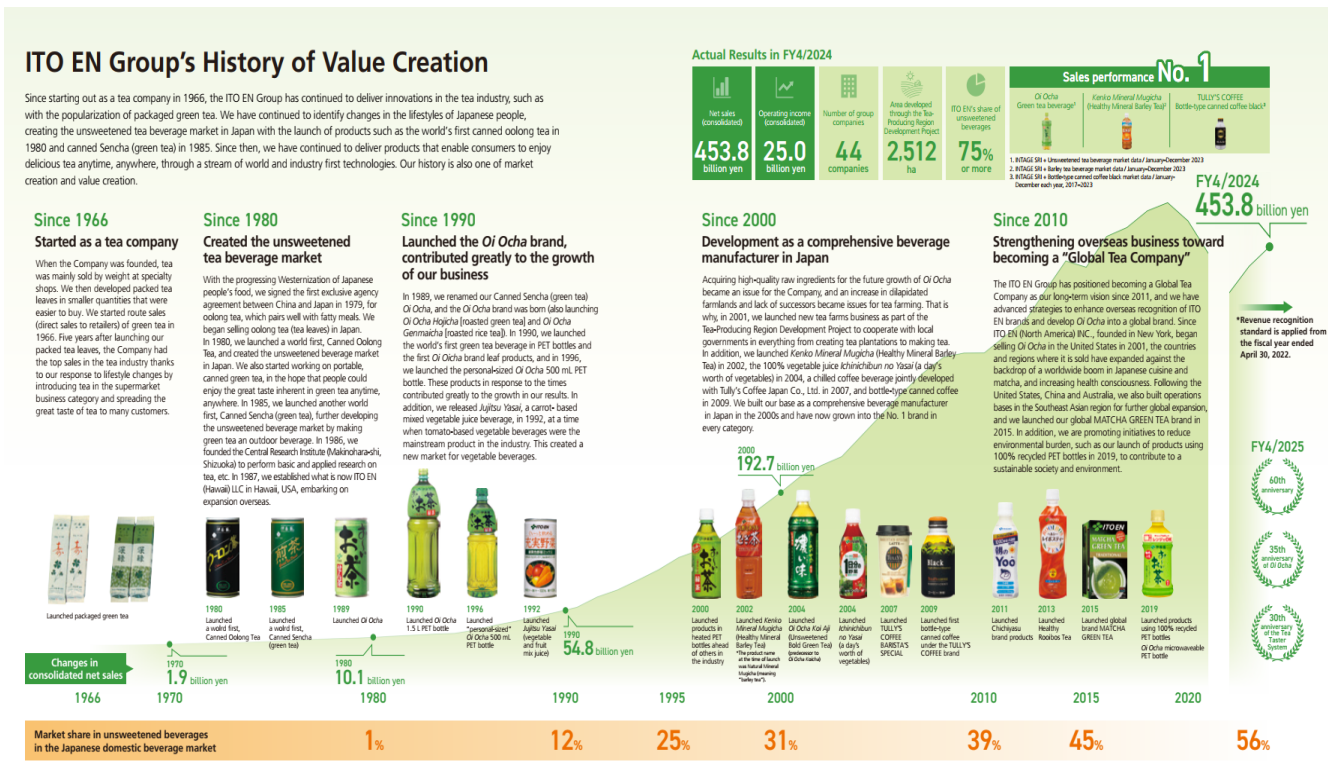


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

伊藤园是传统茶饮的创新引领者, 以技术驱动重新定义“茶饮便捷性”, 以无糖健康锚定全球消费心智, 凭借全链可持续实践重塑产业生态, 从静冈茶铺到无糖茶赛道龙头, 伊藤园印证了“传统产业+极致创新”的颠覆力。

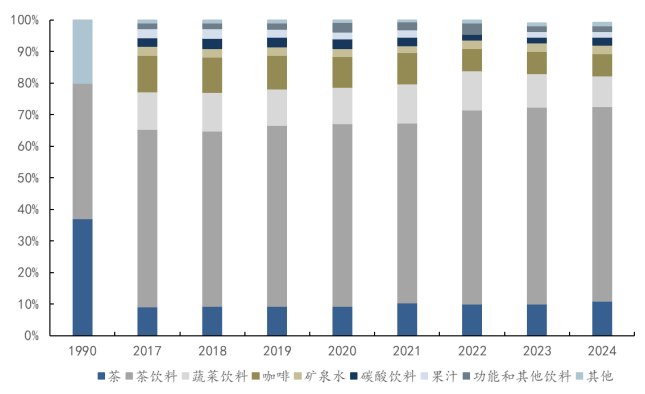
- 伊藤园 1966 年以茶叶生产与销售起家, 1980 年推出世界首款罐装无糖乌龙茶, 1985 年推出世界首款罐装绿茶饮料。成功培育出百亿大单品 Oi Ocha。2024 财年伊藤园营收规模达到 4727.16 亿日元, 同比+4.15%, 净利润 141.56 亿日元, 同比-9.55%。
- 分品类来看, 2024 年基本盘茶叶占比 11.0%, 核心茶饮料业务占比 61.6%, 蔬菜汁占比 9.7%, 即饮咖啡占比 7.0%, 矿泉水、碳酸饮料、果汁、功能饮料等品类占比均在 2% 左右。分渠道来看, 2024 年超市、CVS、电商、自动售卖机占比分别 44%、26%、9%、6%, 其他批发商、直营店、大 B 客户合计占比 15%。

图32: 伊藤园发展复盘一览



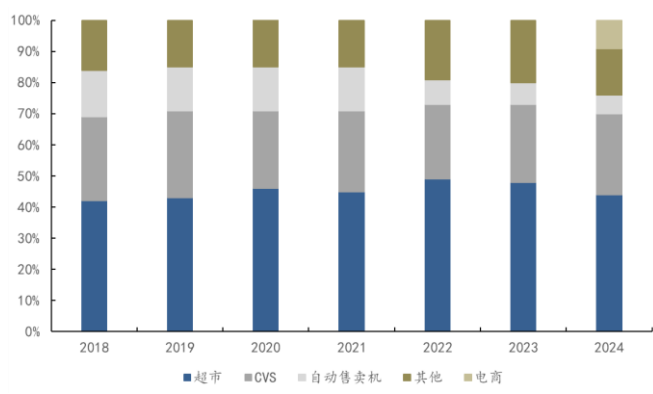
数据来源: 伊藤园综合报告, 东吴证券研究所

图33: 伊藤园产品结构一览



数据来源: 伊藤园公司公告, 东吴证券研究所



图34: 伊藤园渠道结构一览



数据来源: 伊藤园公司公告, 东吴证券研究所

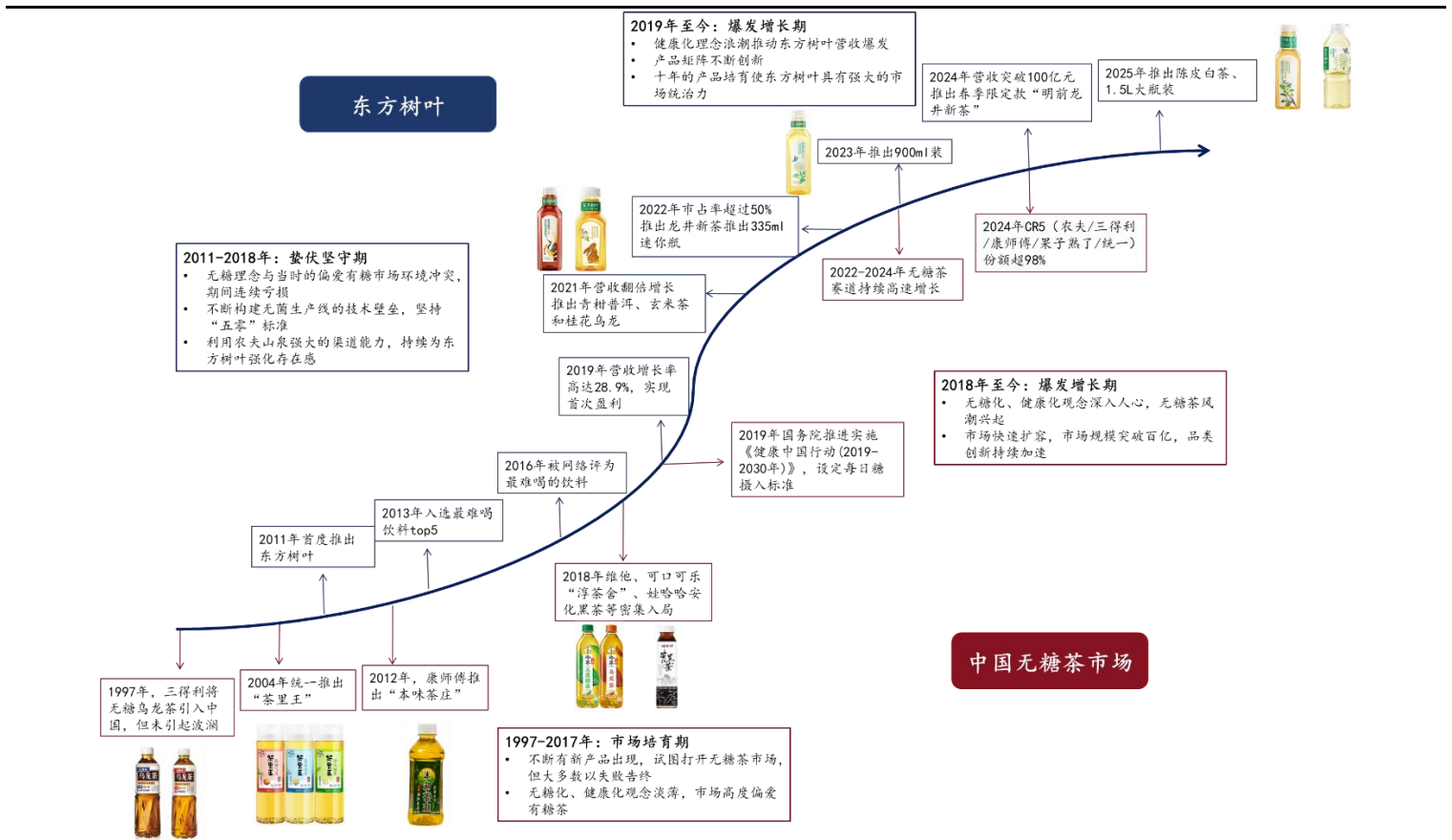
中国无糖茶近些年持续高速增长, 当前呈现出一超多强竞争格局, 2024年东方树叶市占率约75%, 三得利乌龙茶占比约10%。百亿大单品东方树叶的逆袭印证了“长期主义+技术深耕”的价值, 历经十年亏损穿越周期, 将小众需求培育为主流品类, 未来下沉市场渗透、功能性延展与文化出海将成为第二增长曲线。

表4: 中国无糖茶核心产品矩阵一览

品牌	图片	规格	零售价格	产品口味
东方树叶		335ml 500ml 900ml	6元/500ml	茉莉花茶、陈皮白茶、青柑普洱茶、绿茶、红茶等
三得利乌龙茶		350ml 500ml 900ml 1.25L	5.5元/500ml	无糖乌龙茶、有糖乌龙茶
伊藤园		500ml 600ml 900ml	6元/500ml	绿茶、乌龙茶、大麦茶
淳茶舍		480ml	5.5元/480ml	乌龙茶、玉露绿茶、武夷大红袍、茉莉花茶等
果子熟了		350ml 500ml 970ml	6元/500ml	栀栀乌龙、金桂乌龙、茉莉龙井等

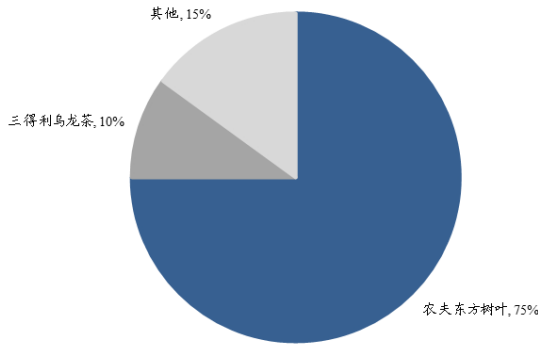
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 大单品东方树叶成长路径梳理一览



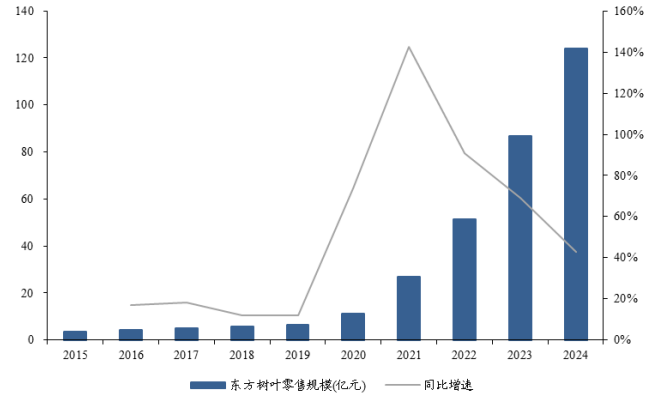
数据来源: 农夫山泉公司公告, 欧睿, 东吴证券研究所

图36: 2024年中国无糖茶竞争格局一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图37: 东方树叶快速放量

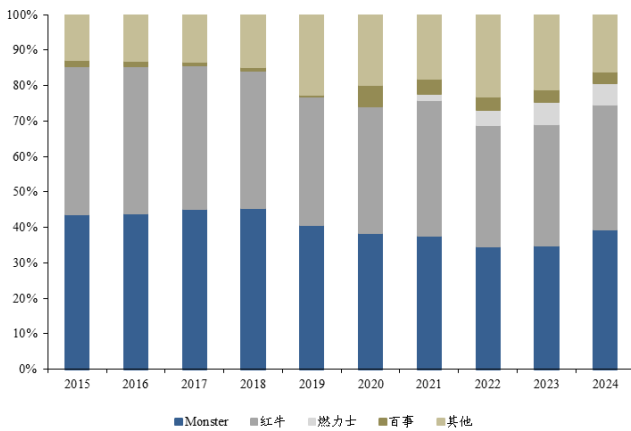


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

3.3. 能量饮料: 东鹏特饮本土延续增势, 海外发力东南亚

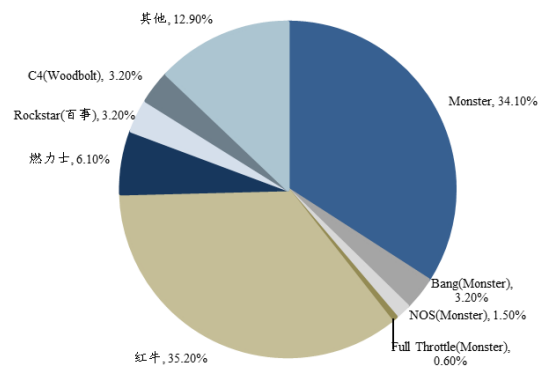
美国能量饮料赛道呈现 Monster、红牛双寡头竞争格局, 其中 Monster 依托与可口可乐深度合作, 稳居行业第一。纵向复盘来看, Monster 始于 1930 年代, 创立初期主推果汁品类; 1992 年上市后不断推出不同品类的新品, 包括即饮茶、思慕雪、功能饮料以及谷物食品等, 1996-2001 年营收 CAGR 为 21.0%; 2002 年推出 Monster 能量饮料品牌, 2001-2007 年营收 CAGR 高达 46.3%; 金融危机后销售恢复乏力, 2007-2014 年营收 CAGR 为 15.4%, 但同期 2008 年与可口可乐签订渠道协议, 强化在北美、英国、欧陆等地区渠道竞争力, 同期境外收入占比从 8% 提升至 23%; 2014 年 8 月与可口可乐实现深度股权合作, Monster 产品线全面转入可口可乐渠道网络, 2014-2020 年 CAGR 为 11.0%; 当前通过外延收购、海外拓展维持稳健增长, 2020-2024 年 CAGR 为 13.0%。

图38: 美国能量饮料市占率一览



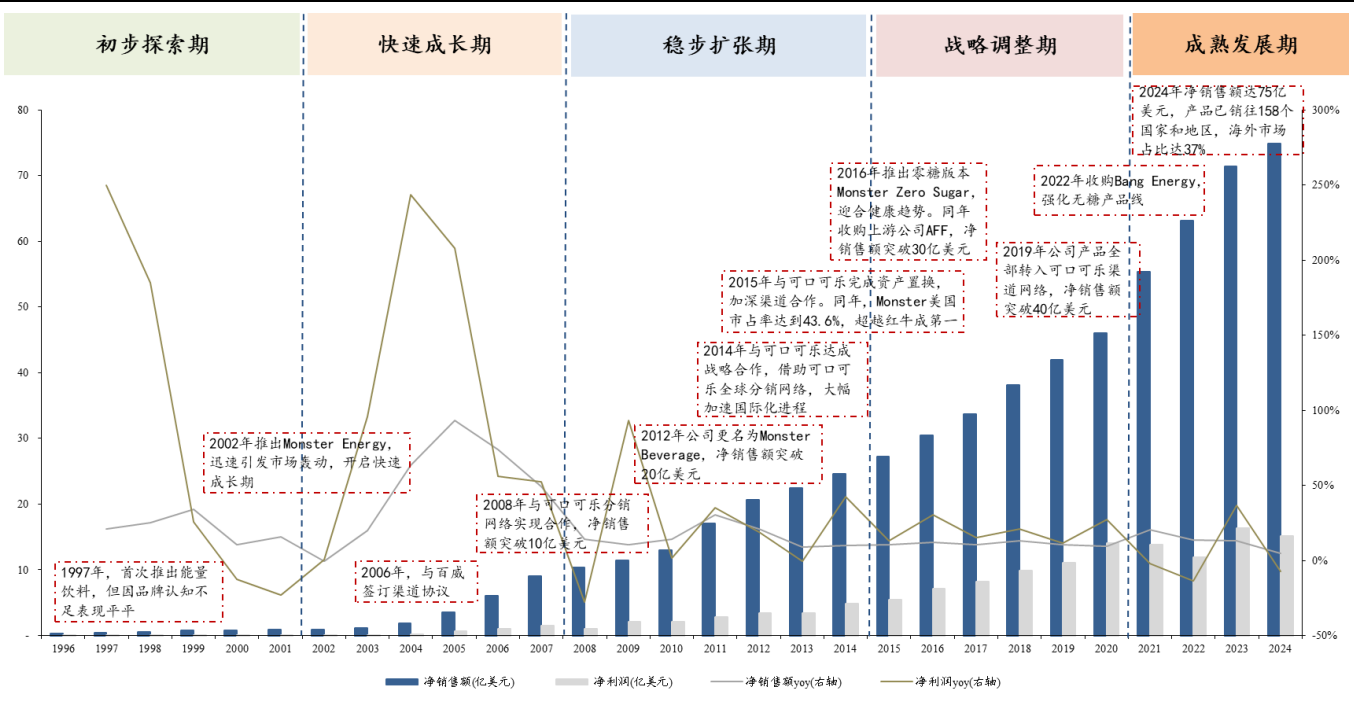
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图39: 2024年美国能量饮料分品牌市占率一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图40: Monster 历史复盘一览

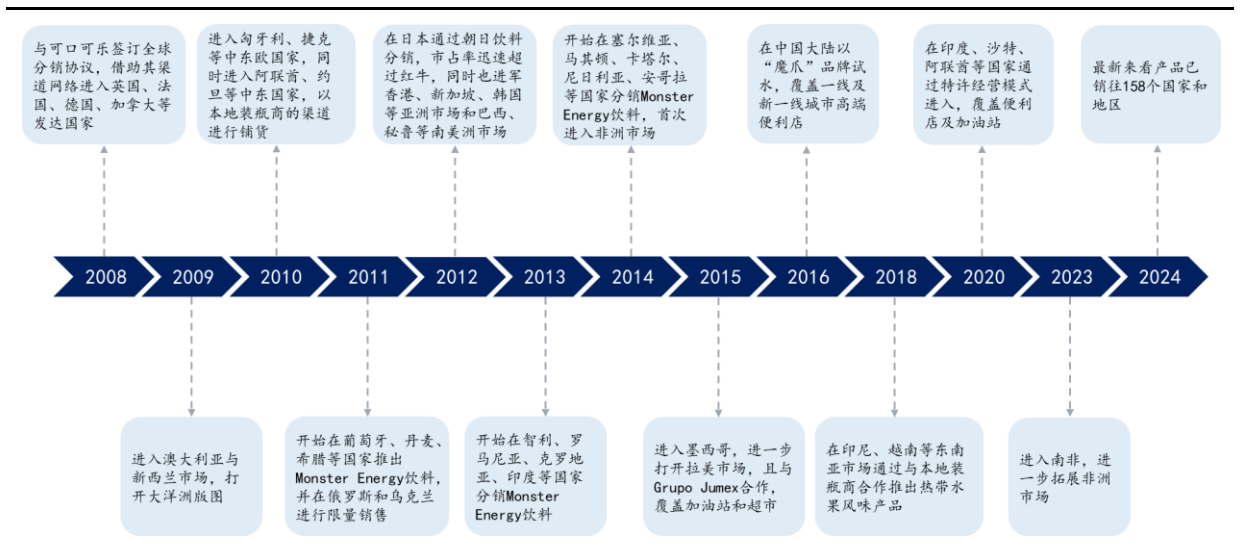


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Monster 将生产灌装、渠道分销等重资产环节全面外包，极致的轻资产运营模式下将资源聚焦于产品研发、品牌建设与营销推广，借助可口可乐全球渠道网络拓展海外市场是其成功的关键。对于当前拓展东南亚市场的东鹏而言，建议重视当地传统渠道，加大与当地企业合作实现海外区域破局。

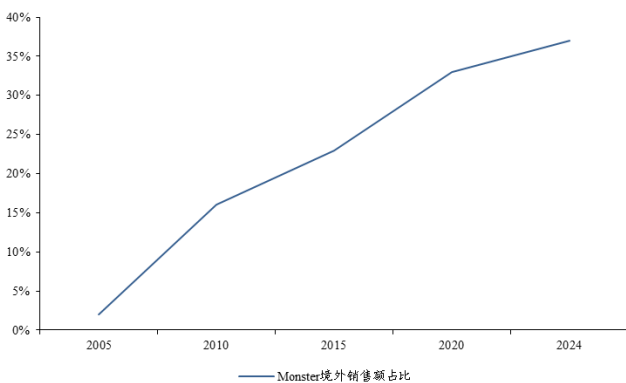
- 2008 年 Monster 与可口可乐签订国际分销协议，开始在英国、法国、比利时、荷兰、卢森堡、摩纳哥等欧洲国家销售；2015 年可口可乐入股并置换资产之后，开始全面过渡到与全球可口可乐的装瓶/分销商合作，在全球约 120 个国家和地区销售；当前 Monster 销售范围已遍布全球 200 多个国家和地区，2024 年美国及加拿大，欧洲、中东及非洲，亚太、拉丁美及加勒比营收占比分别为 63%、21%、7%、9%。
- 当前在东鹏特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，公司亦加大规划在东南亚开启出海第一站。根据欧睿数据来看，东南亚能量饮料市场零售规模约 190 亿人民币，过去三年年均复合增速大致 7% 左右。东南亚能量饮料一线龙头企业包括天丝(泰)、百事(美)、Osotspa(泰)、卡拉宝(泰)等。这些公司资源聚焦、综合实力强、进行跨国经营。对于东鹏而言，建议重视当地传统渠道，依托与当地企业合作实现海外区域破局。

图41: Monster 海外市场扩张梳理一览



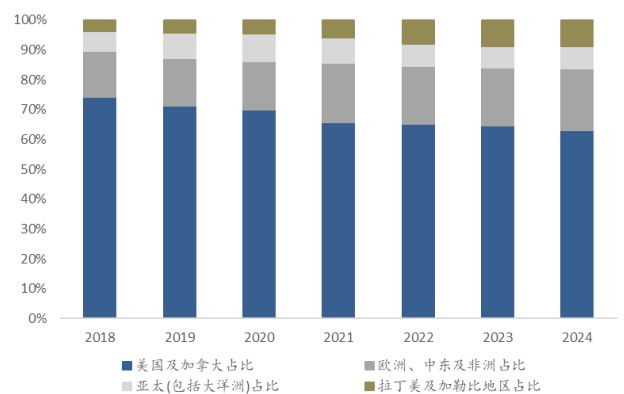
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: Monster 境外销售额占比变化



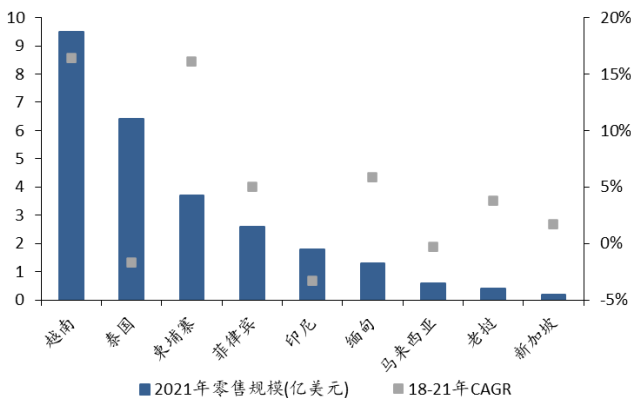
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图43: Monster 分区域收入占比一览



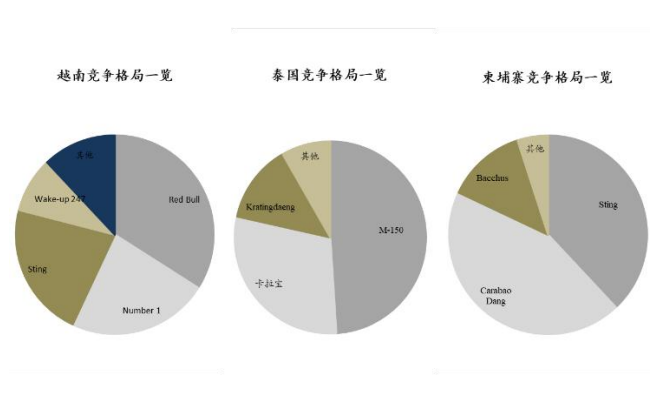
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图44: 东南亚能量饮料市场规模及增速一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图45: 2021年东南亚能量饮料市场竞争格局一览



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

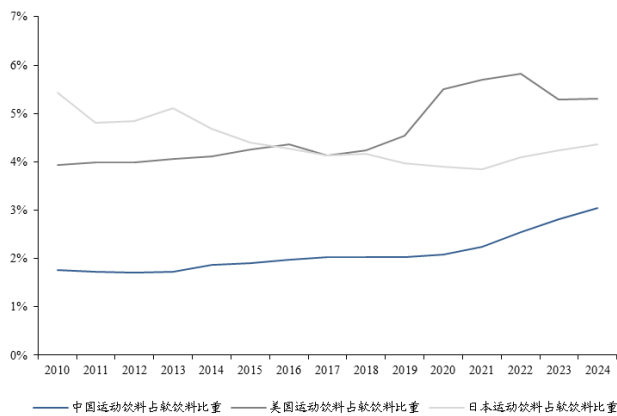
3.4. 运动饮料：电解质水借势崛起，东鹏补水啦渠道突围

参考美国、日本来看，中国运动饮料人均消费量仍然偏低，未来仍将处于成长阶段。

运动饮料竞争格局相对集中，产品差异化、渠道精细化是长期有效手段。

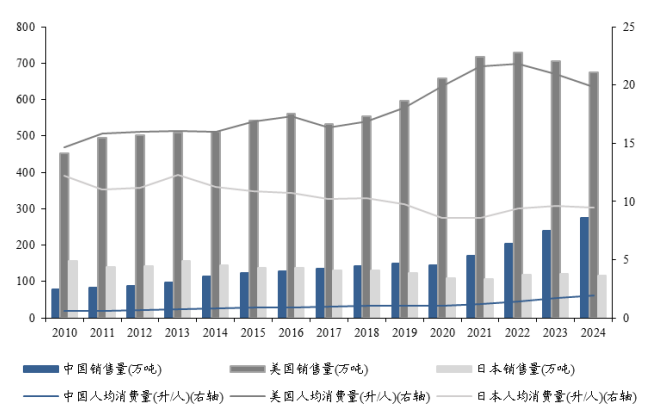
- ▶ 对比来看，2024年美国、日本运动饮料人均消费量分别为19.8L/年、9.5L/年，而当前中国仅为1.9L/年。当前运动饮料的细分赛道电解质水呈现高速增长态势，未来品类提升动能充足。
- ▶ 美国、日本运动饮料竞争均相对集中，产品功能性延展是创新方向。美国运动饮料走专业化路径，整体聚焦运动但会通过产品创新覆盖不同强度的细分运动场景，产品经历口味延伸、功能细分、健康化的演变；而日本运动饮料走大众化路径，最大化利用产品补水功能为卖点，切入包括运动在内的一切脱水场景，产品演变经历规格扩充、形态延展、健康化以实现人群和场景延伸。

图46：中国运动饮料比重明显低于美国、日本



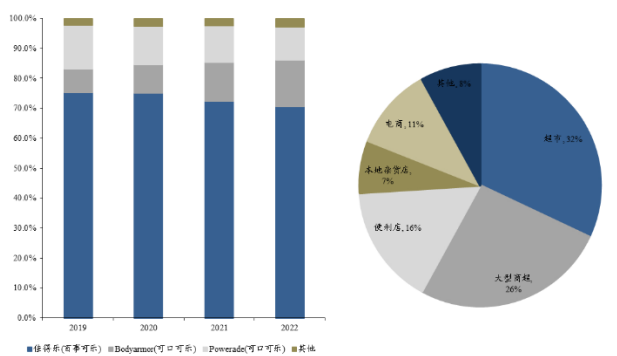
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图47：中国运动饮料人均消费量明显低于美国、日本



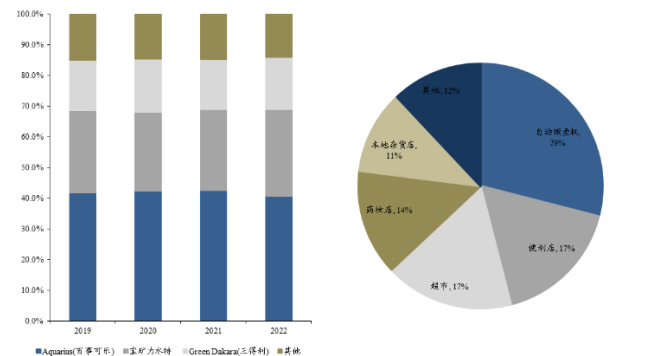
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图48：2022年美国运动饮料竞争格局及渠道分布



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图49：2022年日本运动饮料竞争格局及渠道分布



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

随着中国消费者健康意识的提升与运动热潮的崛起，电解质饮料作为一种可以快速补充身体所需矿物质的品类，正从小众功能品迈向大众必需品，行业规模高速扩容。

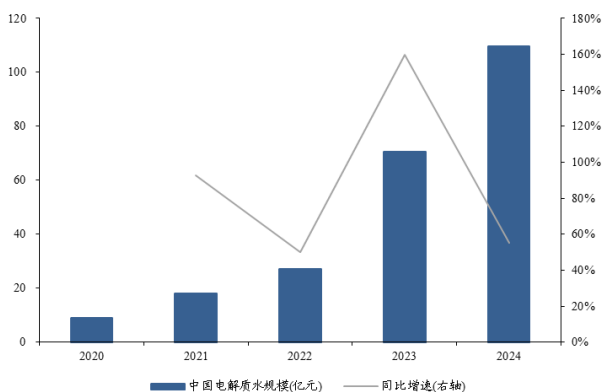
- 当前电解质水赛道呈现“一超多强”竞争态势，元气森林旗下外星人电解质水市占率约48%；东鹏补水啦凭借“极致性价比+全场景覆盖+渠道网点优势”高速增长，已跃居行业第二；宝矿力水特等传统品牌面临激烈的竞争冲击。
- 此前电解质水赛道主要由外资品牌占据，近年来本土品牌快速崛起。对比来看，当前外资渠道更多集中在一二线城市，而具备深度分销能力的本土饮料巨头对电解质饮料战略布局较晚，因而低线城市拥有更大成长潜力，东鹏补水啦有望引领中国电解质水渠道下沉，带动规模持续增长。

表5：中国运动饮料核心产品矩阵一览

类别	品牌	图片	价格	主要成分
运动饮料	外星人电解质水		6元/500ml	钠、钾、镁、锌、钙、氯；维生素B6、维生素E
	补水啦		4元/555ml	钠、钾、钙、镁；维生素B6、维生素C
	宝矿力水特		6元/500ml	钠、钾、镁、钙、氯；维生素C、B族维生素
	尖叫“等渗”		5元/550ml	钠、钾、镁、钙、氯；维生素B6、烟酰胺
	佳得乐		4元/600ml	钠、钾、氯；维生素B6、维生素B12、烟酰胺
	脉动		5元/600ml	维生素B6、维生素B12、维生素C、烟酰胺
	健力宝		3元/560ml	钠、钾、镁、钙、氯(含量较低)
	尖叫		5元/550ml	钠、钾、氯(含量较低)；维生素B6、维生素C

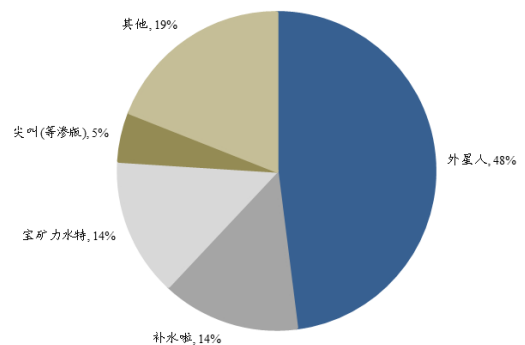
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图50：中国电解质水市场规模及增速一览



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图51：2024年中国电解质水市场竞争格局一览



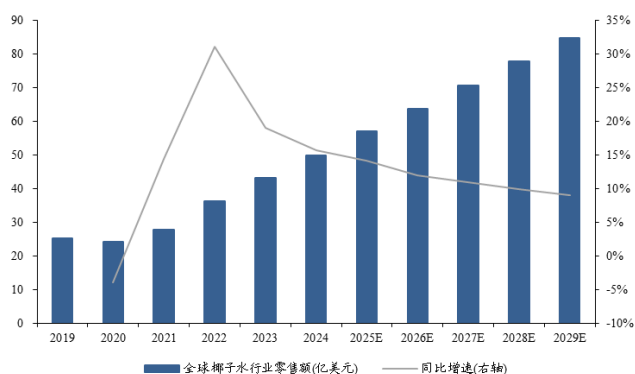
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

3.5. 椰子水、气泡水等新兴品类风潮渐起

3.5.1. 椰子水：天然健康属性强，IFBH 带动品类快速渗透

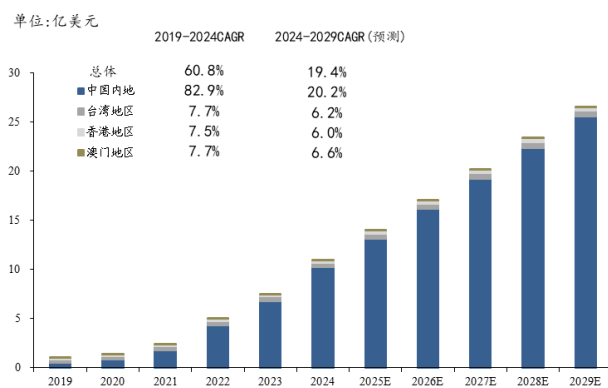
椰子水作为天然零脂、低糖低卡、电解质含量丰富的健康饮品，同时经过前期消费者教育、渠道多元化下沉，带动消费群体快速渗透，当前处于持续高速增长阶段。全球椰子水零售额从 2019 年的 25.17 亿美元增加至 2024 年的 49.89 亿美元，期间 CAGR 为 14.7%，预计 2029 年达到 84.57 亿美元，未来 5 年 CAGR 为 11.1%。大中华椰子水高增主要由中国内地带动，中国内地椰子水零售额从 2019 年的 0.50 亿美元增加至 2024 年的 10.18 亿美元，期间 CAGR 为 82.9%，预计 2029 年规模达到 25.50 亿美元，未来 5 年 CAGR 为 20.2%。

图52：全球椰子水行业零售额及增速一览



数据来源：IFBH 招股说明书，东吴证券研究所

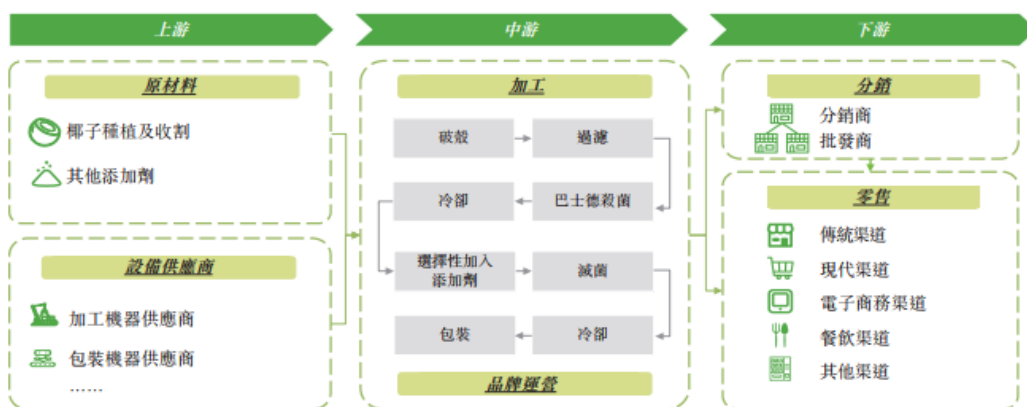
图53：大中华区椰子水市场规模及增速



数据来源：IFBH 招股说明书，东吴证券研究所

椰子水上游包括椰子种植及设备采购，中游包括破壳、过滤、巴氏杀菌、冷却、选配添加剂、灭菌、二次冷却、包装等加工处理，下游构建多元化分销网络实现市场渗透与消费触达。IFBH 将生产环节外包，并依托当地大商实现渠道下沉，构建起差异化的轻资产运作模式，更加考验其产品创新及营销能力。

图54：椰子水行业产业链一览

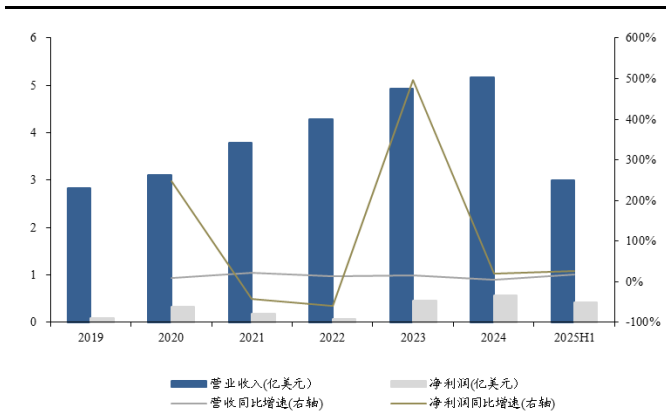


数据来源：IFBH 招股说明书，东吴证券研究所

美国椰子水引领者 VITA COCO 自上市以来兑现戴维斯双击，IFBH 与 VITA COCO 商业模式相似，同时聚焦成长初期且潜力巨大的中国市场，持续加大关注 IFBH 的渠道下沉、营销节奏、品类创新等。

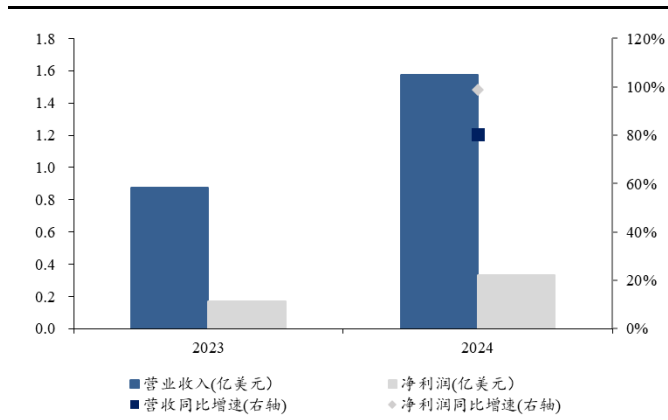
- 美国 VITA COCO 自上市以来兑现戴维斯双击，市值从 2021 年 10 月上市时的 7.74 亿美元增加至 2024 年底的 20.62 亿美元，市值涨幅 1.7 倍。其中 VITA COCO 营收从 2019 年的 2.84 亿美元增加至 2024 年的 5.16 亿美元，期间 CAGR 为 12.69%，净利润从 2019 年的 0.09 亿美元增加至 2024 年的 0.56 亿美元，期间 CAGR 达到 42.81%。
- 对比来看，当前中国椰子水赛道处于成长初期，未来 5 年仍将保持年化 20% 左右的增势，而 IFBH 作为中国椰子水引领者，预计亦将维持高增态势。2024 年 IFBH 营收同比+80.29%至 1.58 亿美元，净利润同比+98.85%至 0.33 亿美元，但 2025 年受竞争加剧影响，预计 IFBH 仍能维持 20% 左右的增势，未来需加大品类创新持续差异化引领。

图55: VITA COCO 营收、净利润及同比增速一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图56: IFBH 营收、净利润及同比增速一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.5.2. 气泡水：极致差异化创新，元气森林引领品类扩容

气泡水作为无糖或低糖饮品，满足消费者追求更低糖分、更健康成分的选择，同时气泡水口味创新满足消费者对多元化需求，品类渗透率提升带动行业持续扩容。气泡水历史悠久，数百年发展过程中形成诸多不同细分品类，从产品工艺上主要分为天然气泡水和人工气泡水，人工气泡水又可分为气泡矿泉水、塞尔兹气泡水、苏打气泡水。21世纪初中国气泡水市场迎来大爆发，雀巢将旗下“Perrier”、“S.Pellegrino”两款气泡水引入中国，市场反馈热烈；2018年元气森林将零糖零卡、健康无负担的理念植入气泡水产品类中，带动市场高速扩容；此外农夫山泉、可口可乐、百事等龙头纷纷加码该赛道，加气化趋势下气泡水产品类仍具备成长潜力。

图57: 气泡水产品类梳理一览

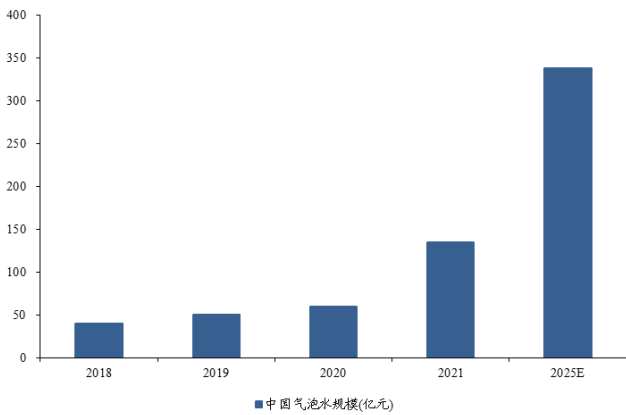
	无风味气泡水	风味气泡水	工艺	特点
天然气泡水	CO ₂ +矿泉水 巴黎水 11.25元/330ml 	CO ₂ +矿泉水+甜味剂 巴黎水 11.25元/330ml 	源自含天然二氧化碳的泉水或井水，经简单过滤杀菌后直接装瓶（或稍补气）。	气泡绵密且消散慢，适用高端佐餐、纯饮体验，适合追求矿物质补充与天然口感者。
赛尔兹气泡水	CO ₂ +纯净水	CO ₂ +纯净水+甜味剂	将纯净水人工注入高压二氧化碳制成，不添加任何矿物质或调味剂。	气泡清爽直接，适合调酒或日常饮用。
人工气泡水 苏打气泡水	CO ₂ +纯净水+矿物质（如碳酸氢钠） 泰象 2.6元/325ml  屈臣氏 3.5元/330ml 	CO ₂ +纯净水+矿物质（如碳酸氢钠）+甜味剂 农夫山泉 12元/500ml  元气森林 4.2元/480ml 	纯净水人工注入二氧化碳，并添加矿物质（如小苏打、柠檬酸盐）以调节风味。	微咸，气泡较粗糙，调酒专用。
气泡矿泉水	CO ₂ +矿泉水 圣培露 5.5元/500ml 	CO ₂ +矿泉水+甜味剂 可口可乐AH! HA! 9.4元/L 	将天然矿泉水（原水无气泡）人工注入高压二氧化碳制成，保留天然矿物质。	中等绵密度，适用于佐餐、日常替代矿泉水饮用。

数据来源：京东旗舰店，东吴证券研究所

中国气泡水市场自 2018 年元气森林推出气泡水后真正迎来爆发式增长，当前气泡水赛道呈现一超多强的竞争格局。展望未来，在传统气泡水领域应持续做好渠道渗透及消费者培育，进一步做大品类；同时加气化趋势下未来可加大气泡水的品类创新力度，差异化提升气泡水产品类潜在成长空间。

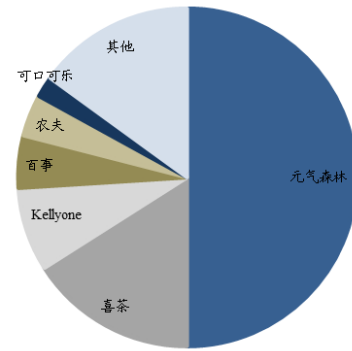
- 中国气泡水发展初期以进口高端品牌为主，整体进展相对缓慢，直至 2018 年元气森林推出首款气泡水才真正开始打开市场，带动气泡水市场高速增长，预计中国气泡水市场将从 2021 年的 135 亿元增加至 2025 年的 338 亿元，期间 CAGR 达到 26%。当前气泡水呈现一超多强的竞争格局，其中元气森林占据 50%以上市场份额，喜茶、娃哈哈、百事、农夫、可口可乐等战略跟随。
- 元气森林 2016 年成立，2020 年营收 27 亿元，预计 2024 年营收达到 120 亿元以上，期间年均复合增速达到 45%。当前四大主力产品外星人电解质水、气泡水、自在水、冰茶整体趋势向好，其中外星人是电解质水市场的引领者，预计 2024 年销售规模突破 50 亿元；自在水定位中式养生水，预计 2024 年销售规模突破 10 亿元；冰茶品类除元气森林外，农夫亦于 2025 年推出新品冰茶，茶饮加气化趋势值得重点关注；气泡水近几年增长遇到瓶颈，但通过推出新口味及大瓶装，逐步呈现企稳反弹态势。

图58：中国气泡水市场规模及增速一览



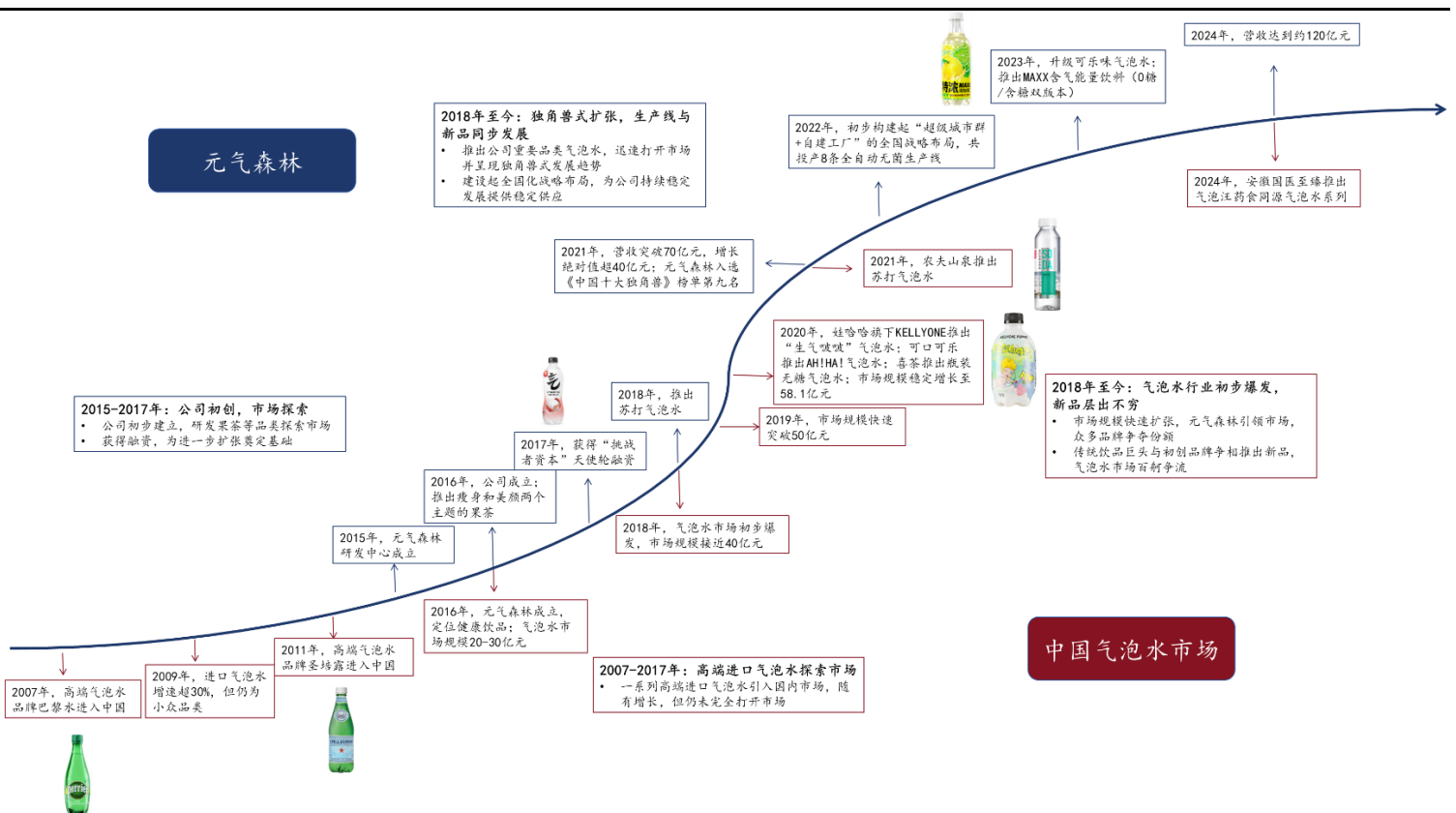
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图59：2024年中国气泡水市场竞争格局一览



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图60：国内气泡水市场和元气森林成长路径



数据来源：元气森林官网，东吴证券研究所

4. 推荐东鹏饮料、农夫山泉，关注华润饮料等

4.1. 东鹏饮料：补水啦势能强劲，平台化战略强化

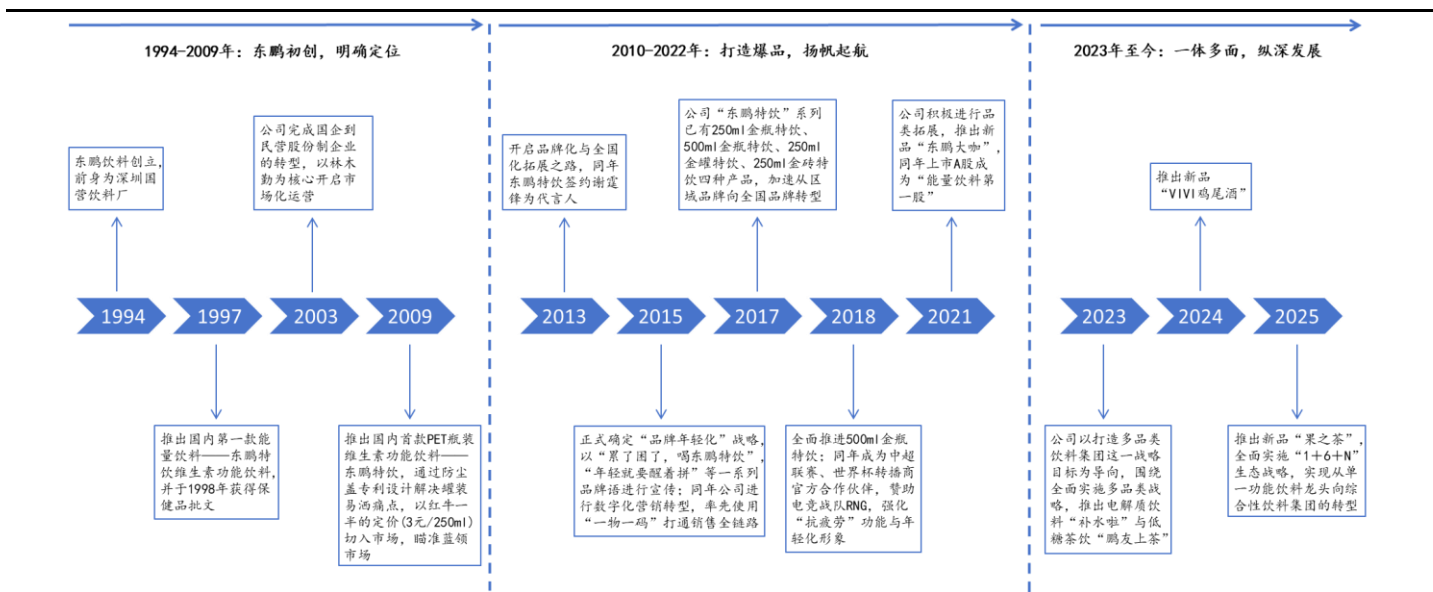
能量饮料增势延续，消费群体持续扩容。2024年中国能量饮料市场规模达到620.6亿元，2019-2024年CAGR为5.6%，预计未来仍将保持中个位数增长。2024年行业CR2市占率达到70.6%，其中红牛、东鹏市占率分别为39.4%、31.2%，红牛受制于品牌纠纷事件，而东鹏凭借产品高性价比、渠道强掌控力，市占率持续提升。同时东鹏消费者画像从蓝领人群，逐步向白领、电竞、互联网等脑力劳动者扩容，消费场景从最初的运动、熬夜等渗透至日常办公、室外出行等休闲场景。

补水啦快速放量，成功打造第二曲线。随着中国消费者健康意识的提升与运动热潮的崛起，电解质水近几年呈现高速增长态势。2023年1月公司推出555ml/1L两种规格、柠檬味/荔枝味两种口味的补水啦电解质饮料，相较于竞品单价更低、同时投入一元乐享等红包中奖活动，产品具备高质价比。2023年补水啦营收5.33亿元，2024年补水啦营收同比+180%至14.95亿元，2025H1补水啦营收同比+214%至14.92亿元，未来补水啦规划网点从300万家增加至400万家左右。此外，2024年末公司推出果之茶系列，1L超大规模5元/瓶、柠檬红茶/蜜桃乌龙/茉莉西柚三种口味，动销较好逐步贡献增量。

平台化战略强化，加速迈向饮料巨头。中长期看好东鹏平台化潜力，多元化、海外拓展加速迈向饮料巨头。当前在特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，亦规划在东南亚开启出海第一站，建议重视当地传统渠道，在产品配方与包装上进行本土化适应，依托与当地企业合作实现海外区域破局。

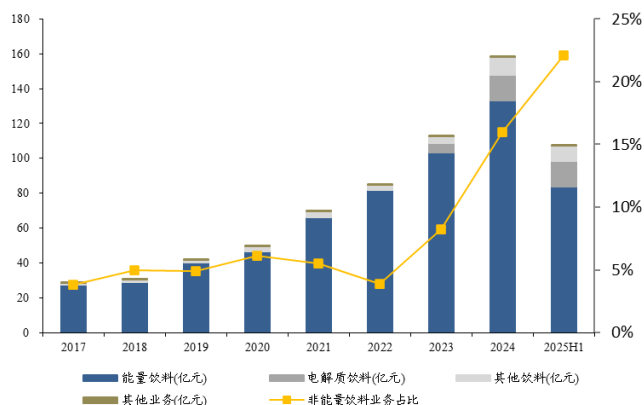
风险提示：食品安全风险，原材料价格大幅上涨风险，新品迭代不及预期风险等

图61：东鹏饮料历史复盘一览



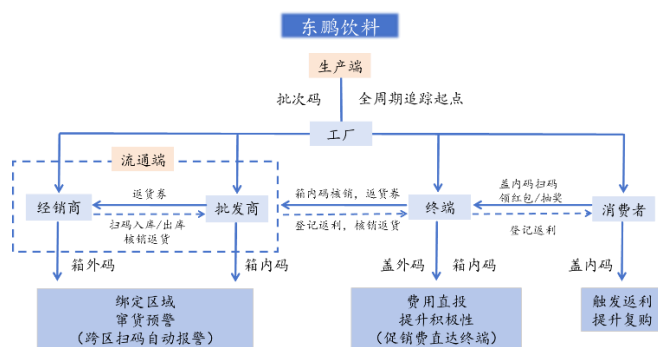
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图62: 东鹏饮料非能量饮料业务占比持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

图63: 东鹏饮料数字化营销一览



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 农夫山泉: 瓶装水重拾份额, 无糖茶引领成长

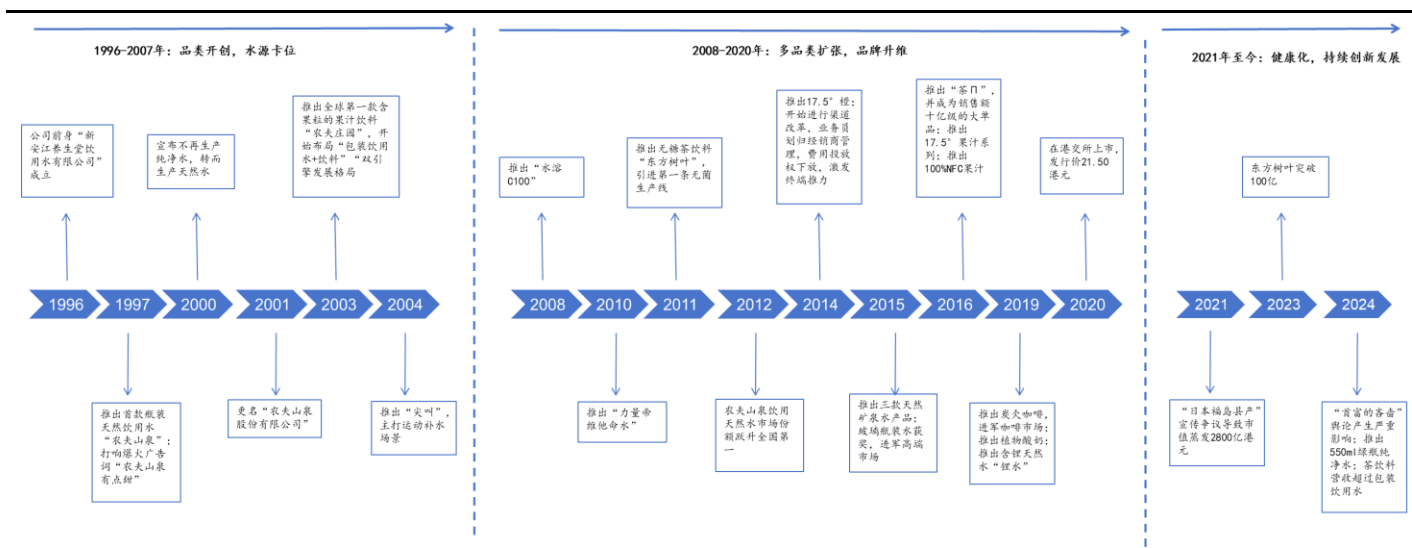
舆论影响逐步散去, 瓶装水重拾份额。瓶装水属于长景气周期赛道, 竞争格局相对分散。2024年中国瓶装水市场规模达到2470亿元, 2018-2024年CAGR为5%。2024年行业CR5市占率为44.2%, 其中农夫、怡宝、百岁山、娃哈哈、康师傅市占率分别为14.4%、9.5%、8.9%、7.6%、3.8%。2024年初农夫受网络舆论冲击, 瓶装水业务承压, 下半年扩大绿瓶水投放份额逐步回升, 2024全年瓶装水下滑21.3%至159.52亿元。2025年以来, 伴随舆论事件影响逐步散去, 公司收缩对绿瓶纯净水的投入、并在合理范围内加大对红瓶天然水的投入, 逐步实现份额的恢复性提升。

依托强大渠道优势, 东方树叶持续成长。东方树叶先后推出乌龙茶、茉莉花茶、红茶、绿茶、玄米茶、黑乌龙以及季节限定口味桂花乌龙和龙井新茶, 产品包装规格有335ml、500ml、900ml、1.5L以及山姆渠道的400ml, 通过口味及规格多元创新, 锁定不同消费场景。东方树叶依托公司渠道优势铺货放量, 近年来增长势头迅猛, 2024年规模突破100亿元, 市场份额70%+。2025年以来, 随着新品牌不断涌入, 使得无糖茶行业价格战有所延续, 但东方树叶积极参与竞争, 在整个旺季执行1元乐享活动, 一方面加力拓展下沉市场, 另一方面对于小企业起到一定震慑作用。

秉承长期主义战略, 引领中国饮料前行。中长期视角下, 包装水渗透率仍有提升空间, 饮料细分赛道景气延续, 产品推新培育、渠道网络布局、品牌心智占领仍是竞争胜负手。看好公司凭借突出的研发实力(背靠养生堂大健康集团/积累扎实), 强劲的渠道掌控力(客情服务较好/数字化水平较高/较早启动自动贩卖机的投放), 未来有望持续保持领先优势, 引领中国饮料行业破浪前行。

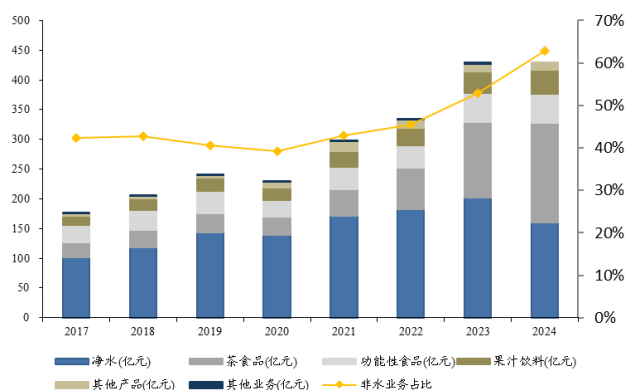
风险提示: 食品安全风险, 行业竞争加剧风险, 新品拓展不及预期风险等

图64：农夫山泉历史复盘一览



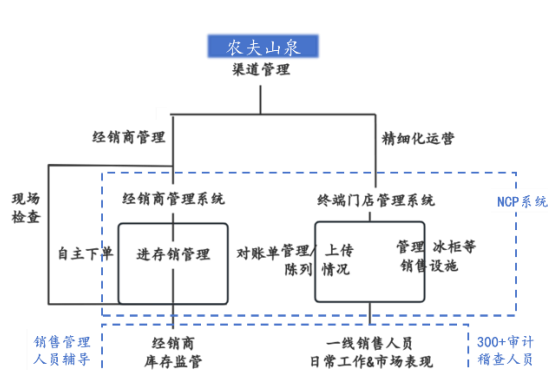
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图65：农夫山泉营收及增速一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图66：农夫山泉采取信息化系统 NCP 进行渠道管理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 华润饮料：经营节奏阶段性承压，产能与渠道驱动成长

费用投放有所加大，经营业绩阶段性承压。公司业绩预告显示，2025年上半年公司净利润同比下降20%至30%，业绩短期承压主要系公司基于中长期发展规划，2025年上半年策略性增加营销资源投放、调整产品组合、逐步推动渠道调整，对利润表现有阶段性影响。同时公司采取适当政策以保障终端市场稳定，实现饮料第二曲线推新和打造，并积极采取成本控制措施，优化运营管理，从而抵消部分该等负面影响。

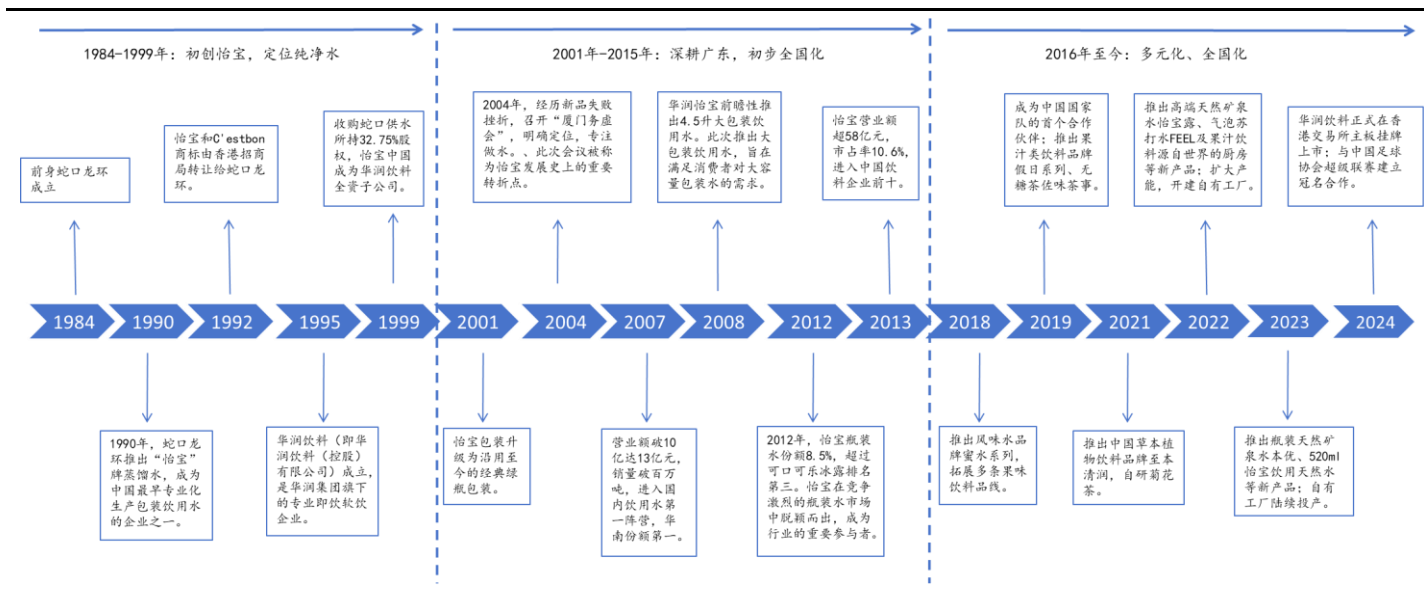
纯净水赛道引领者，探索饮料第二曲线。瓶装水属于长景气周期赛道，竞争格局相对分散。2024年中国瓶装水市场规模达到2470亿元，2018-2024年CAGR为5%。当前行业CR5市占率为44.2%，其中农夫、怡宝、百岁山、娃哈哈、康师傅市占率分别为14.4%、9.5%、8.9%、7.6%、3.8%。华润饮料终端数量仍有提升空间，公司怡宝水产品矩阵完善，以体育营销打造强品牌力，稳步推进区域扩张与渠道下沉，有望凭借渠道与品牌优势进

进一步提升份额。同时饮料端重点打造“至本清润”、“魔力”“火咖”等潜力单品，多元新品有望逐步培育饮料第二曲线，带动收入结构更加均衡。

产能布局持续完善，渠道深耕与下沉并举。公司大力扩张产能以支持全国化战略推进，近年来在华南华东核心区域及华中、西北等地新建工厂并扩充生产线。随着规模效应和供应链整合逐步显现，公司2024年毛利率同比提升2.6pct至47.3%，随着未来规模效应继续显现和供应链整合深化，成本端仍有进一步优化空间，为公司盈利能力提供支撑。截至2024年末公司与全国超过千家经销商合作，累积覆盖终端零售网点超200万家，将继续秉持“精耕细作，决战终端”的渠道策略，进一步增强渠道掌控力。

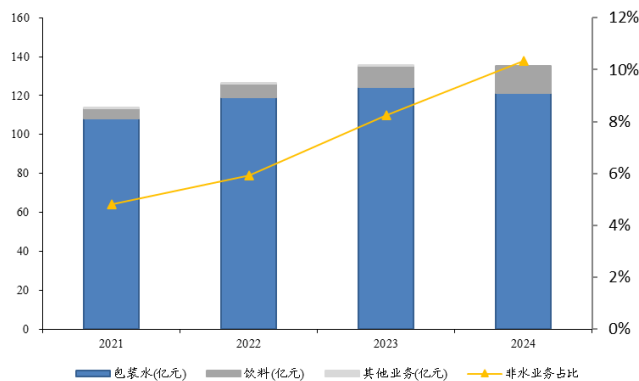
风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧风险，渠道调整不及预期风险等

图67：华润饮料历史复盘一览



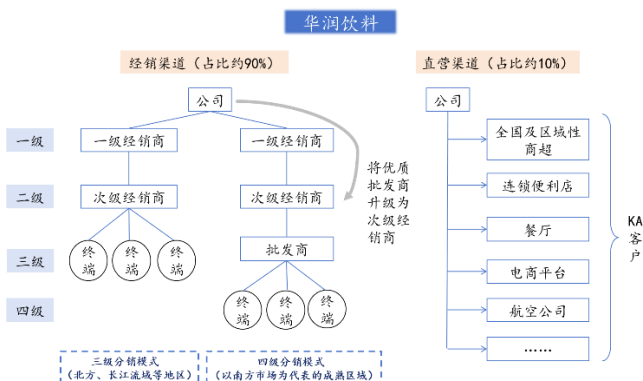
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图68：华润饮料营收及增速一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

图69：华润饮料渠道体系架构一览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

纵向复盘中国软饮料行业的发展，大致经历了碳酸饮料主导、多元化增长、结构性增长三个阶段。当前中国软饮料行业竞争激烈，传统赛道龙头先发优势明显，而新兴成长赛道亦能实现格局突围。行业龙头通过“大单品迭代+细分场景渗透”构建护城河，同时组织灵活、产品创新高效。百亿大单品是成为细分赛道引领者的重要门槛，软饮料行业空间大、细分赛道多，不断适应消费者需求的前瞻创新能力使得大单品逻辑持续演绎。纵向复盘海外发达国家软饮料品类演变趋势，核心演绎方向是健康化、功能化，对探究中国软饮料细分赛道发展路径具有参考意义。

善于把握高景气赛道、具备大单品能力的引领者是软饮料价值投资的主线，当前瓶装水、无糖茶、能量饮料、电解质水、椰子水等赛道高景气度延续，预计在健康化、功能化产业共识主线下，创新型的新兴品类亦将持续涌现。重点推荐补水啦势能强劲、平台化战略强化的东鹏饮料，瓶装水重拾份额、无糖茶引领成长的农夫山泉，建议关注华润饮料、IFBH。

表6：软饮料板块可比公司估值一览

日期	2025/8/21	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
股票代码	公司名称								
605499. SH	东鹏饮料	302.8	1,574.3	9.0	11.6	14.1	33.8	26.2	21.4
002568. SZ	百润股份	25.7	269.7	0.8	0.9	1.1	33.4	27.9	22.7
9633. HK	农夫山泉	46.2	5,200.4	1.4	1.6	1.8	33.3	29.2	26.0
2460. HK	华润饮料	11.9	284.2	0.9	1.0	1.2	13.5	11.6	10.0
6603. HK	IFBH	40.2	107.2	1.3	1.7	2.1	31.4	24.3	19.2
平均值							28.5	23.7	20.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：东鹏饮料、百润股份均为自有预测，其余均为 Wind 一致预测，其中东鹏饮料、百润股份币种为人民币，农夫山泉、华润饮料、IFBH 币种为港币，港元汇率为 2025 年 8 月 21 日的 0.913

6. 风险提示

宏观经济不及预期。若经济增速不及预期，或将影响居民可支配收入水平，导致消费增长韧性不及预期。

食品安全问题。食品安全事关民生问题，软饮料产品主要供消费者直接饮用，产品的质量安全、卫生状况关系到消费者的生命健康，是食品生产经营工作的重点。若出现食品安全事件，公司业绩以及形象都会遭到严重打击。

市场竞争加剧。在国内消费市场对高品质产品需求不断增长的背景下，软饮料行业龙头亦不断加大产品推新、渠道投入，部分细分赛道品类竞争进一步加剧，导致市场费用持续增长。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>