

# 华润饮料 (2460. HK) 系列报告1—— 招股报告之“怡宝”当家, 引领未来

股票代码: 2460  
摊薄EPS (港元): 0.0/0.0  
市盈率: 0.00  
市净率: 0.00  
摊薄BVPS (港元): 2,347.83  
发行量 (百万):  
总股本 (百万):

分析师: 寇星  
邮箱: kouxing@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040004  
联系电话:

首次覆盖不予评级

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

**行业前景广阔：**中国城镇化率提升及人均可支配收入增加持续提升消费者对即饮软饮的购买力；持续产品创新、市场细分化以及销售渠道多元化也进一步推动中国即饮软饮市场的增长。据灼识咨询报告显示，到28年，中国即饮软饮市场按零售额计的规模预计将增加至人民币12032亿元，23-28年的复合年增长率为5.8%。按零售额计，包装饮用水是最大的品类，23年的市场规模为人民币2150亿元，预计23-28年的复合年增长率为7.9%。

## 公司优势：

- **背靠实力集团，行业地位稳固。**公司是中国包装饮用水行业的开创者、中国即饮软饮行业的领导者。中国最早的专业化生产包装饮用水的企业之一，也是中国第二大包装饮用水企业和最大的饮用纯净水企业。同时，在中国前五大即饮软饮企业（以23年零售额计）中，华润饮料的零售额增速及净利润增速（以21-23年的复合年增长率计）均排名前二。凭借王牌单品“怡宝”，向“瓶装水第二股”发起冲击。23年，怡宝零售额达395亿元。公司背靠世界五百强企业——华润集团。此次上市是华润集团第18家上市公司，并将成为华润集团第九家港股上市公司。
- **产品丰富，业绩亮眼。**近年来，公司业绩颇为亮眼，根据华润饮料的财务数据，21-23年，公司收入从113.4亿元攀升至135.15亿元，2024年前四个月，公司收入也达到41.5亿元；23年的净利润率达到了9.9%。旗下品牌“怡宝”是中国饮用纯净水市场第一品牌。公司以“怡宝”品牌为中枢，以饮用纯净水产品为根基，通过丰富水种、拓展产品规格，不断丰富包装饮用水产品矩阵。公司旗下拥有“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”及“佐味茶事”等13个品牌的产品组合、共计56个SKU，覆盖包括外出、居家、商务、餐饮、运动等多种消费场景。
- **推行体育营销，经销商网络和营销团队强大。**公司一直战略性侧重并利用包装饮用水消费场景与体育活动的高度契合性，持续推行体育营销策略，并与中国国家队、马拉松等体育赛事建立合作伙伴关系，不断有效提高品牌认知度和认可度。渠道层面与遍布全国超1000家经销商成功合作，累计覆盖中国超两百万个零售网点；截至23年12月31日，公司拥有超过8700名一线销售人员。根据灼识咨询报告，以团队规模和销售效率衡量，公司是中国即饮软饮行业内自有销售团队最为强大的企业之一。
- **本篇报告为首次覆盖新股公司，不予评级。**

**风险提示：**国内市场竞争加剧风险、消费者需求减弱风险、原材料成本上升风险、海外品牌加大投入风险

## 1. 公司复盘

1.1 华润饮料的“前世今生”

1.2 股权结构和管理团队

## 2. 行业发展

2.1 即饮饮用水行业-行业增速亮眼，渠道发展多元化

2.2 包装饮用水行业-重要细分赛道，规模逐渐提升

2.3. 茶饮、果汁行业-兼有营养、保健功效，成为饮料市场的新主力军

## 3. 公司核心竞争力

3.1 产品力-纯净水遥遥领先，积极拓展饮料新赛道

3.2 品牌力-“怡宝”品牌为核心，品牌形象深入人心

-菊花茶饮为何风靡？

3.3 渠道力-华润集团持续赋能，加速建设新渠道

-对比竞品，华润饮料渠道的优势与差距

3.4 财务-稳健增长，利润端实现突破

3.5 产能-自有产能逐步提升，布局更优资源，成本结构有望优化

## 4. 风险提示

# 1. 公司复盘

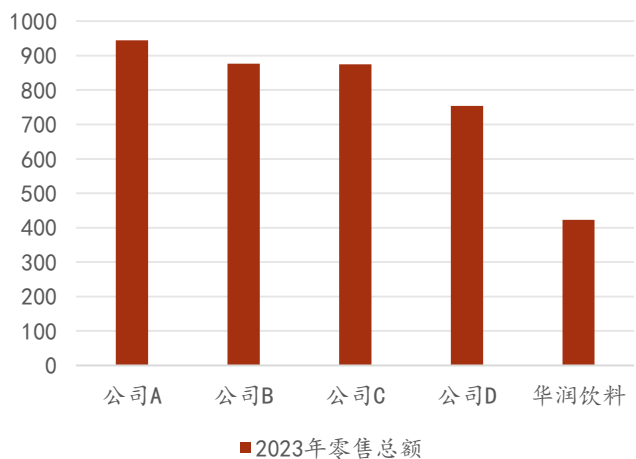
# 1.1 华润饮料的“前世今生”

历经40余年发展，华润饮料已是中国包装饮用水和即饮软饮行业的标志性企业，是中国最早生产销售包装饮用水的企业之一，主营产品有“怡宝”牌系列包装饮用水。公司不断丰富产品矩阵，形成以包装饮用水为核心的“一超多强”多品类战略格局，多元化发展。招股书显示，公司产品覆盖包装饮用水、茶饮料、果汁饮料、运动饮料、咖啡饮料，拥有“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”及“佐味茶事”等13个品牌，共计56个SKU；同时，随着国民经济的不断提升，人们在饮水选择上越来越倾向于品质与健康，公司推出高端矿泉水，升级产品结构，顺应高端化趋势。

华润饮料在本次IPO中计划募集资金用于战略扩张与优化产能，根据规划，未来3-5年内将加速销售渠道的扩展，并在主要消费地区建立更多的零售和制冷设施。

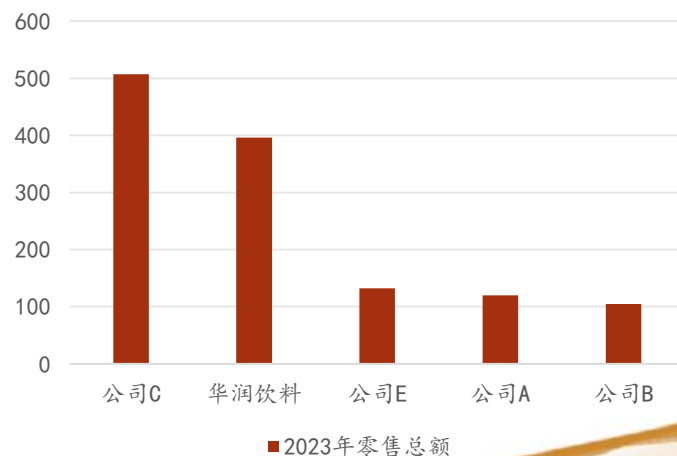
23年，公司实现营业收入135.15亿元，净利润达13.31亿元。据灼识咨询报告，23年零售额计，公司是中国第五大即饮软饮企业、第二大包装饮用水企业及最大的饮用纯净水企业，21-23年零售额及净利润CAGR在前五大软饮即饮企业排名前二，纯净水产品零售额CAGR在前十大企业中排名第一。

图1 2023年中国即饮软饮市场前五大公司（按零售额计 亿元）



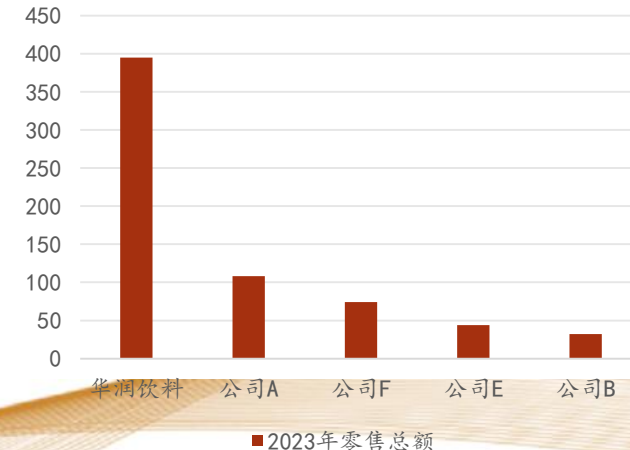
资料来源：灼识咨询报告，华西证券研究所

图2 2023年中国包装饮用水市场前五大公司（按零售额计 亿元）



资料来源：灼识咨询报告，华西证券研究所

图3 2023年饮用纯净水前五大公司（按零售额计 亿元）



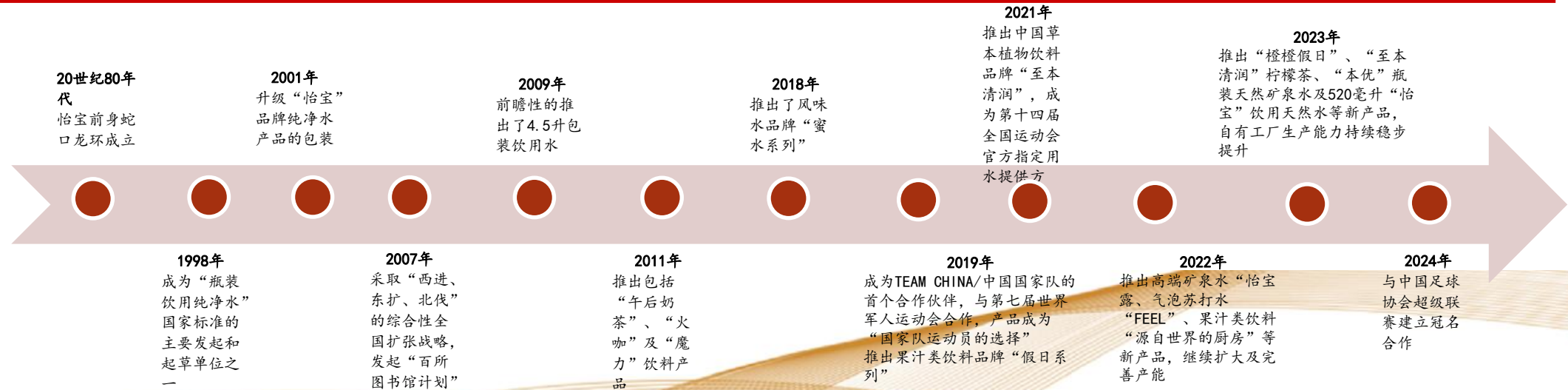
资料来源：灼识咨询报告，华西证券研究所

# 1.1 华润饮料的“前世今生”

## 公司发展历程四阶段：

- 阶段一（20世纪80年代-2001）：**华润饮料的前身蛇口龙环于1984年正式成立，股东包括贵阳刺梨产品开发公司、蛇口供水及环亚股份，最初以“刺梨汁”碳酸饮料为主营业收入来源。1990年推出“怡宝”。1991年，万科收购51%股份，实施业务重组，废除饮料业务，专注纯净水生产。1996-1999年，加入华润集团，更名为“怡宝食品饮料（深圳）有限公司”，怡宝在2000年的年总生产能力达到了60万吨。中国的纯净水市场已成雏形，逐渐形成三足鼎立之势。
- 阶段二（2007-2009）：**“西进、北伐、东扩”的全国扩张策略+“蘑菇战术”，一头铺设生产基地，另一头快速占领市场。2009年，公司前瞻性推出了4.5升包装饮用水。从最初的几千万元的营业额到2007年达到13亿元，销量突破百万吨，进入了国内饮用水行业的第一阵营，成为“百万吨俱乐部”成员。
- 阶段三（2011-2021）：**2011年通过与日本麒麟公司合作进军饮料赛道，相继推出包括“午后奶茶”、“魔力”等饮料产品。2012年，怡宝瓶装水市场份额为8.5%，超过可口可乐。
- 2013年，怡宝营业额超过58亿，进入中国饮料企业前十；2014年，怡宝跻身国内包装水生产企业三甲之列，市占率上升到16.6%；2015年，怡宝营业额突破100亿元，五年复合增长率约40%，市场占有率提升至17.1%，并暂时超过农夫山泉登顶全国第一。根据华润怡宝公布的《社会责任报告》数据，2017年-2019年，其分别实现营业收入100.35亿元、104.35亿元、103.96亿元，营收规模均在百亿元左右；利润则为6.31亿元、7.27亿元和8.63亿元。21年自研“至本清润”菊花茶，成为第十四届全国运动会官方指定用水提供方，上市一年内销售额破亿。
- 阶段四（2022-至今）：**推出高端矿泉水，升级产品结构，完善产品布局。同时扩大产能，自有工厂生产能力持续稳步提升。截至24年4月30日，公司在中国拥有13家已投产的自有工厂及31家合作生产伙伴，生产包装饮用水及饮料产品；同时拥有61条自有生产线及70条由公司的合作生产伙伴拥有的生产线。24年4月22日，公司向港交所主板递交《招股书》申请上市，所披露的财务数据亮眼，13-23年复合增速达7.9%。

图4 公司发展历程

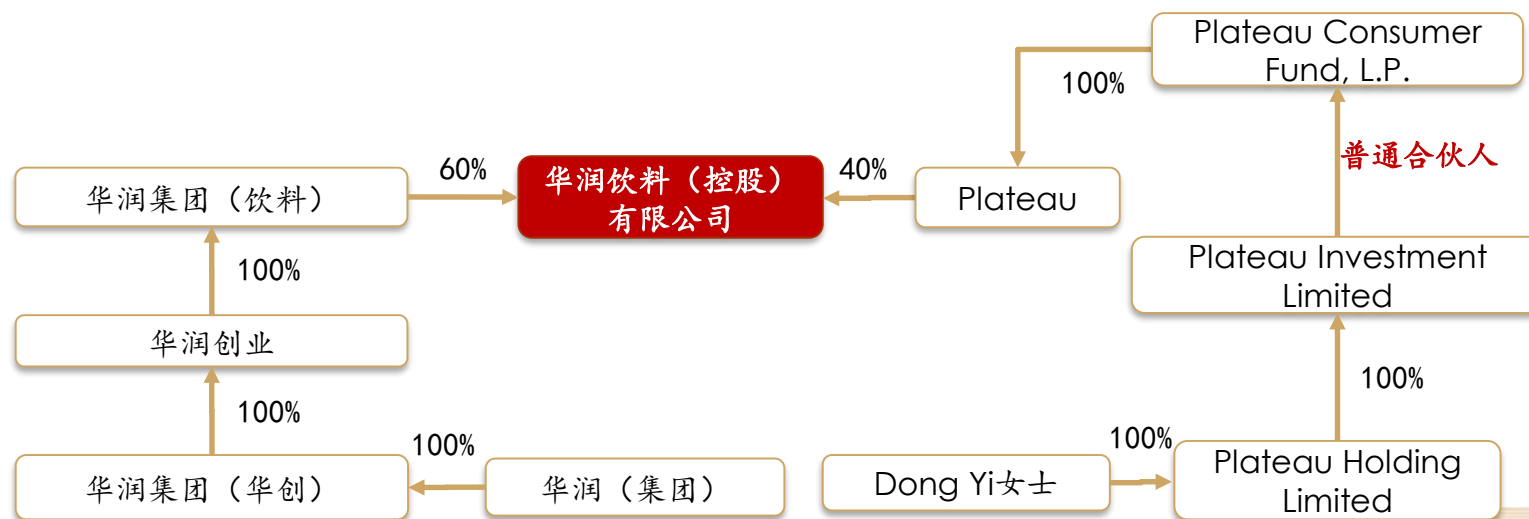


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

## 1.2 股权结构和管理团队

- **股权集中，控股股东实力强劲。**公司控股股东华润集团是一家业务横跨大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大板块的多元化老牌国企，于2023年位列《财富》世界五百强第74位，拥有8家港股上市公司，9家A股上市公司。2024年度华润集团工作会议披露，华润集团2023年实现营收8890亿元，同比增长8.6%；利润总额880亿元，同比增长5.3%，总资产突破2.6万亿元。
- 招股书显示，华润饮料由华润集团（饮料）和Plateau分别持有60%、40%的股权。华润集团（饮料）由华润创业全资拥有，华润创业由华润集团（华创）全资拥有。Plateau由Plateau Consumer Fund, L.P. 全资拥有，其普通合伙人为Plateau Investment Limited。Dong Yi女士通过其全资拥有的公司Plateau Holding Limited拥有Plateau Investment Limited的100%股权。

图5 华润饮料（控股）有限公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 1.2 股权和管理团队

- ▶ **管理层团队具有远见卓识。**集团董事会由十二名董事组成，包括三名执行董事、五名非执行董事及四名独立非执行董事。集团掌控人张伟通先生于2000年加入集团，2019年获委任为高级管理层，目前担任董事会主席、执行董事、总裁，负责全面经营管理工作，主持董事会、经理层办公会工作。6名成员公司高级管理层在快消品及即饮软饮行业平均拥有10年以上的工作经验，积累了丰富的经验，商业智慧及敏锐的市场洞察力，带领团队实现稳定和可持续的业务增长。其中吴霞女士任执行董事、首席财务官，分管集团财务部，王成伟先生、刘明芳女士、杨楠先生、范雨峰先生为集团副总裁。
- ▶ **人力资源管理体系完备。**建立了干部选拔流程、系统化的分层分类人才培养模式、全员绩效管理方法、薪酬分配与多元激励机制，重视人才梯队建设，推动中基层管理人员轮岗历练。贯彻尊重价值、开发潜能、升华心灵的先进理念。

表1 集团核心团队一览表（2024年）

姓名	年龄	职位	简介
张伟通先生	55岁	董事会主席、执行董事、总裁	2000年4月加入本集团，先后担任地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理。加入本集团前，曾担任味源饮料食品（深圳）有限公司总经理助理以及华润五丰有限公司常务副总经理（主持工作）及总经理。2018年12月担任总裁，自2019年1月起担任本公司董事，自2022年7月起担任董事会主席。负责全面经营管理工作，主持董事会、经理层办公会工作。
冯晶女士	54岁	执行董事	2021年10月加入本集团，担任副总经理。曾任职于北京半导体器件五厂，中国普天信息产业集团公司，华电煤业集团有限公司和中国华电集团清洁能源有限公司。于2018年7月-2021年10月担任华润创业副总裁。2022年7月担任本集团董事，分管本集团人力资源部。
吴霞女士	46岁	执行董事、首席财务官	2024年4月进入集团。曾担任曾在华润江中制药集团有限责任公司（“江中制药集团”）的若干子公司任职。自2024年4月起获委任为我们的董事、首席财务官，分管集团财务部。
王成伟先生	51岁		2009年8月加入本集团，2011年6月担任副总裁，分管集团战略管理部、法律部、智能与数字化部。
刘明芳女士	46岁	副总裁	2000年10月加入本集团，2017年6月担任副总裁，分管集团营销中心。
杨楠先生	53岁		2014年11月加入本集团，2017年6月担任副总裁，分管集团质量环境安全部、生产中心。
范雨峰先生	42岁		2019年12月加入本集团并担任副总裁，分管集团工程部、运营中心。

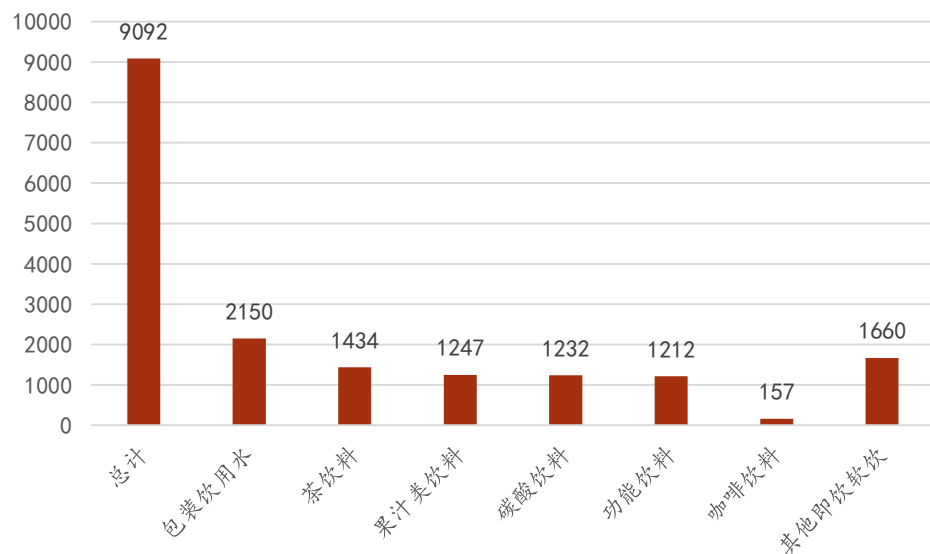
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 2. 行业介绍

## 2.1 即饮饮用水行业-行业增速亮眼，渠道发展多元化

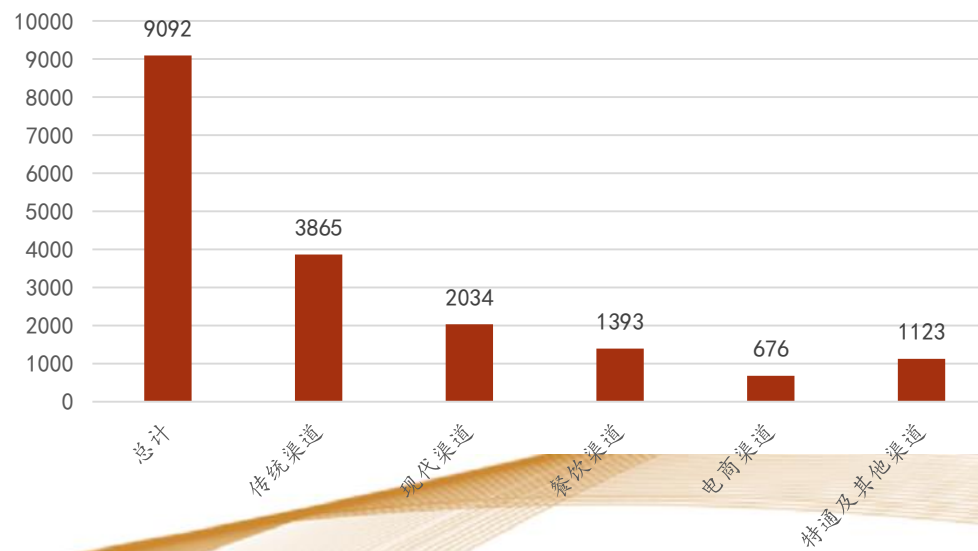
- **中国即饮软饮市场庞大且持续增长。**中国即饮软饮主要包括包装饮用水、茶饮料、碳酸饮料、果汁类饮料、功能饮料、咖啡饮料、其他即饮软饮。中国作为全球最大的即饮软饮市场之一，根据灼识咨询报告数据，23年即饮软饮市场规模达9092亿元，受城镇化发展、居民收入增长和软饮饮料产品创新等多重因素推动，预计从23年到28年，中国即饮软饮市场将以5.8%的年复合增长率增长，到28年市场规模有望达到12032亿元。
- **市场通过多元化销售渠道触达消费者。**中国即饮软饮的市场渠道主要包括传统渠道、现代渠道、餐饮渠道、电商渠道和特通及其他渠道。其中，传统渠道为主要渠道，2023年传统渠道市场规模为3865亿元，市场比重约为41.7%。即饮软饮企业通过超市、餐饮服务、电子商务以及其他渠道，利用其分销网点多、覆盖面广、触手可及的渠道特点触达消费者，优化消费者的购买体验。此外，配送服务的发展拓宽现代和传统渠道的覆盖范围，提高渠道对消费者的可触达性，进而促进消费者对即饮软饮的购买，激发市场增长潜力。

图6 2023年中国即饮软饮市场规模分类（亿元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图7 2023年中国即饮软饮分渠道划分市场（亿元）

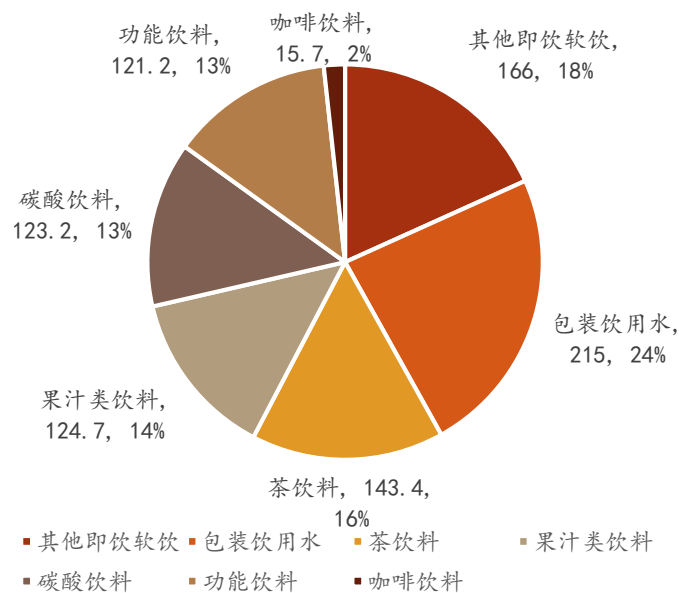


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

## 2.2 包装饮用水行业-重要细分赛道，规模逐渐提升

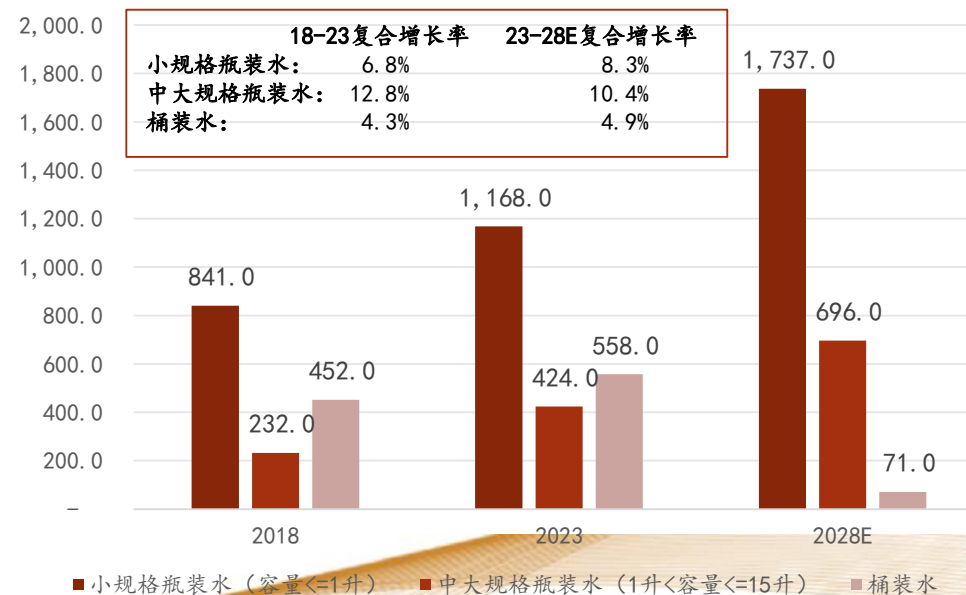
- 国内包装饮用水市场广阔。根据灼识咨询报告，23年按零售额计的中国包装饮用水市场规模为人民币2150亿元，18年-23年的复合年增长率为7.1%，预计到28年将达到人民币3143亿元，23年-28年的复合年增长率为7.9%。按零售额计，包装水占中国即饮软饮的份额23年为23.6%，是国内即饮软饮市场的最重要细分赛道，预计未来5年仍将持续保持增长态势。随着市场规模的持续递增，水企之间竞争加剧。
- 小瓶装水引领行业，多种规格细分使用场景。根据灼识咨询报告，小规格瓶装水23年市场零售额占包装饮用水市场的62.0%，稳坐包装饮用水市场的头把交椅，23年，在不同细分使用场景下，不同规格包装饮用水零售额持续增长，中大规格瓶装水（1升<容量≤15升）18-23年复合增长率高达12.8%。以家庭消费为主导的中大规格瓶装水产品类热度不断，多个饮用水龙头品牌在此规格包装饮用水推出新包装，以适应消费者室内场景的用水需求，抢占市场份额。

图8 2023年中国即饮软饮市场产品市场规模（十亿元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图9 18-28E中国包装饮用水市场按细分市场划分的市场规模明细（亿元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

## 2.2 包装饮用水行业-重要细分赛道，规模逐渐提升

中国包装水行业最早可追溯至1990年怡宝纯净水上市，复盘行业发展历程，竞争格局经历了4次明显的变化，最终结果是行业集中度提升，农夫山泉与华润怡宝成功穿越多轮周期，最终稳定领先。

### ► 行业竞争格局演绎：

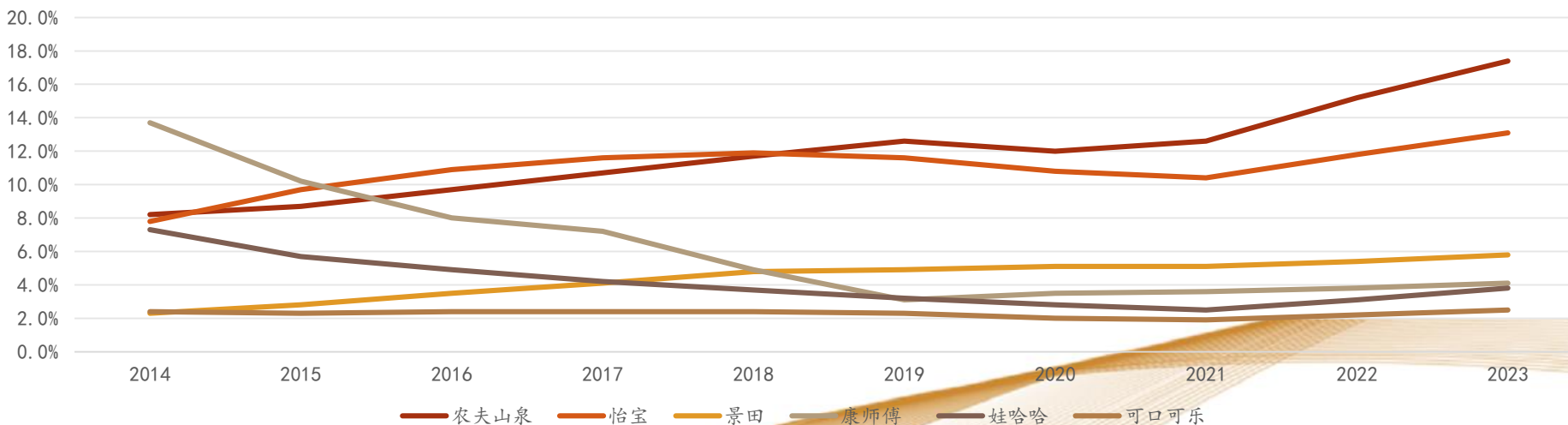
**起步阶段（1996-1999年）：**早期进入者娃哈哈、乐百氏开始生产包装瓶装水，品牌确立后初探全球化产能布局。农夫山泉推出2.5-3元的550ml运动装包装，差异化进入市场。

**快速发展阶段（2000-2010年）：**行业高增长吸引大型软高端水品牌崛起带动软饮料企业进场，巨头为抢占份额开展了多场价格战。怡宝07年启动“西进、北伐、东扩”“全国性品牌发展战略”。

**高端化转型阶段（2011-2014年）：**高端水品牌崛起带动行业价格带迁移，2元水逐渐成为市场主流。11年，农夫山泉首次超过康师傅，并开启连续4年的瓶装水老大时代。

**行业格局形成并相对稳固的阶段（2015-至今）：**以2015年4月的新国标出台为标志，新国标规定包装饮用水只能分为纯净水和天然水，矿物质水、“负氧离子水”等概念水退出市场，行业格局逐渐清晰，行业在高端化基础上继续升级，呈现出场景化、细分化、多元化等特征。15年12月，怡宝首次超过农夫山泉，抢得第一宝座。24年4月，怡宝申请上市，行业再洗牌。

图10 14-23年包装水品牌份额（%）

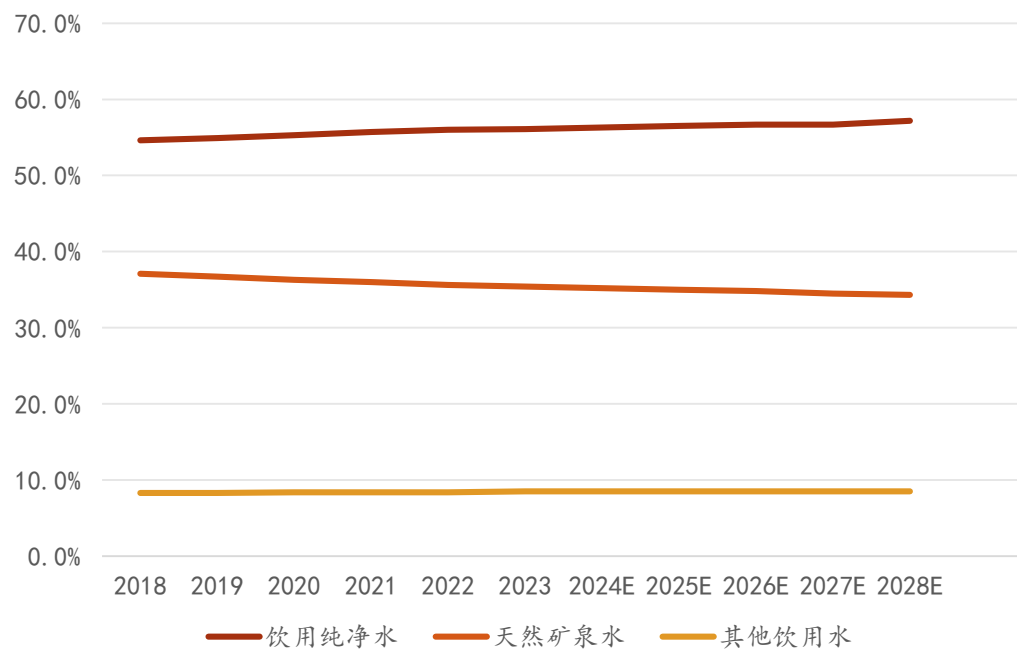


资料来源：欧睿，华西证券研究所

## 2.2 包装饮用水行业-重要细分赛道，规模逐渐提升

- 饮用纯净水占比过半，不断提升。18-23年，中国饮用纯净水的市场规模从833亿元增至1206亿元，份额占比从54.6%提升至56.1%；根据灼识咨询报告，23-28E饮用纯净水市场规模将从1206亿元增至1798亿元，份额占比从56.1%提升至57.2%。
- 市场规模增速迅速。饮用纯净水市场规模增速较高，根据灼识咨询报告，18-28E复合增速预计达到8.0%，较天然矿泉水/其他饮用水/包装水整体复合增速分别高出0.2/1.4/0.5pcts。

图11 18-28E中国包装饮用水各品类规模占比 (%)



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表2 中国包装饮用水各品类市场规模复合增速 (%)

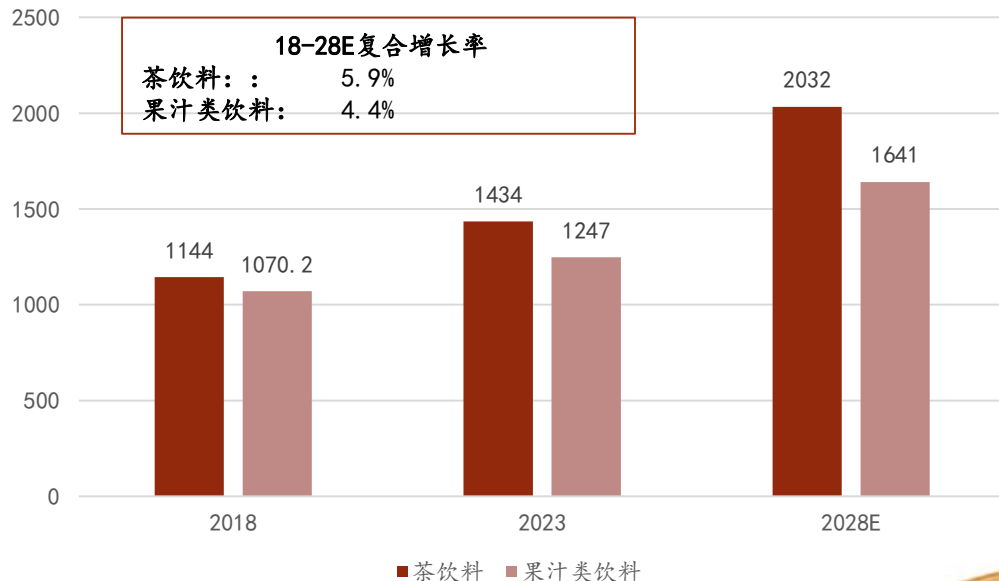
	2018-2028E	2018-2023	2023-2028E
饮用纯净水	8.0	7.7	8.3
天然矿泉水	7.8	7.5	8.0
其他矿泉水	6.6	6.1	7.2
总计	7.5	7.1	7.9

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 2.3 茶饮、果汁行业-兼有营养、保健功效，成为饮料市场的新主力军

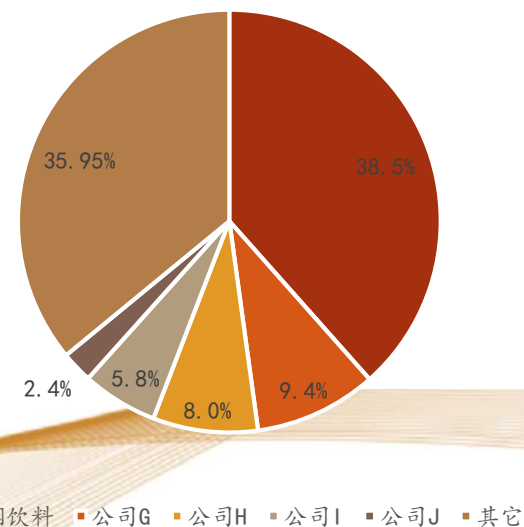
- **健康消费观念增强，茶饮料市场繁荣。**消费者对健康消费的需求提高，对饮料的健康考察也越发明显，更愿意追求低糖的饮料产品。根据灼识咨询报告显示，茶饮料已成为我国第三大饮料类别，23年我国茶饮料市场规模达1434亿元，占中国即饮软饮市场的16%，到28年国内消费市场规模有望突破2000亿元，足以证明茶饮料成为了这个繁荣市场中持续增长品类之一。此外，虽然我国茶饮料市场集中度较高，但该赛道中不乏新老品牌的追逐交战，行业内各大品牌之间的价格战、新品推出、广告宣传等方面的竞争极为激烈，市场内卷程度加剧。
- **果汁类饮食市场平稳发展。**随着中国软饮料产业结构的优化和消费者健康意识的提高，高糖、高热量饮料的需求逐渐下降，被视为相对健康的饮料的果汁饮料受到越来越多消费者的青睐，同时低浓度果汁因其含糖量较高，有较多添加剂而销量降低，越来越多的人开始转向果汁含量较高的产品。23年，我国果汁饮料市场规模达1247亿元，其市场份额约为13.7%，较疫情前果汁行业数据有较大提升。从企业竞争格局看，我国果汁饮料市场集中度较低，参与品牌众多，根据百度百科显示，可口可乐旗下美汁源品牌已成为中国即饮果汁类饮料排名第一的品牌。

图12 18-28E中国茶饮料、果汁类饮料市场规模（亿元）



资料来源：公司年报，灼识咨询报告，华西证券研究所

图13 23年中国菊花茶饮料市场公司市场份额占比（按零售统计）



资料来源：公司年报，灼识咨询报告，华西证券研究所

## 3. 公司分析

# 3.1 产品力-包装水遥遥领先，积极拓展饮料新赛道

- “怡宝”引领企业发展。根据公司23年营收，92.1%的收入仍来自于包装饮用水；饮料产品收入10.68亿元。从近三年来看，饮料产品占比从4.6%、5.7%提升至7.9%。而在包装饮用水中小规格瓶装水占收入占比及销量占比最高，同时它的平价售价也是最高的，从产品结构来看，“怡宝”品牌水产品是公司的标杆。招股书披露，公司23年售出逾146亿瓶“怡宝”品牌水产品，仅单一产品年零售额达395亿元，净利润复合年增长超24%。
- 强化“一超多强”多品类战略，研发创新以抓住市场机遇。11年开始，公司与日本饮料巨头麒麟公司签订战略合作，引进“午后奶茶”、“源自世界的厨房”等品牌加入产品组合。近年来，公司相继推出“怡宝露”高端天然矿泉水、“本优”天然矿泉水、“FEEL”气泡苏打水和“怡宝”520ml饮用天然水等产品，实现纯净水、天然矿泉水和饮用天然水三大主流水种的全面布局。
- 公司在饮料赛道成功之一开发及推出“至本清润”菊花茶，于21年8月上市，结合广东区域的消费习惯，以中式茶饮为定位，成为畅销单品，23年零售额已达到人民币7.56亿元。根据灼识咨询报告，按零售额计，23年“至本清润”在中国菊花茶饮料市场排名第一，市场份额为38.5%；同时顺势研发出“至本清润”柠檬茶产品和酸梅汤产品，进一步丰富产品组合。数据显示，23年华润饮料饮料产品销量呈逐年上升趋势。

图14 21-23年不同规格产品收入占比 (%)

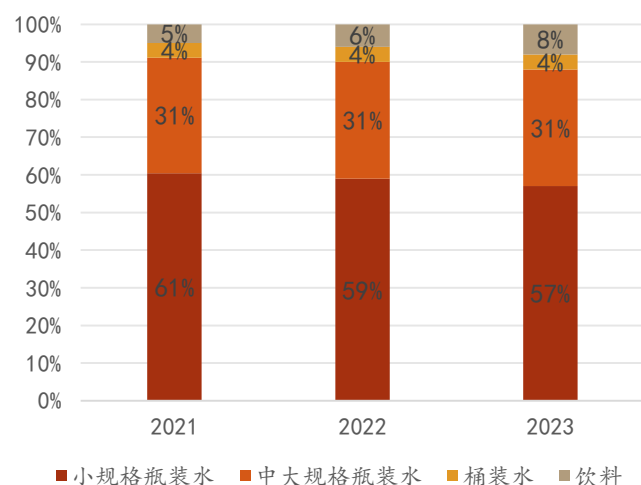


图15 21-23年不同规格产品的单价 (元/升)

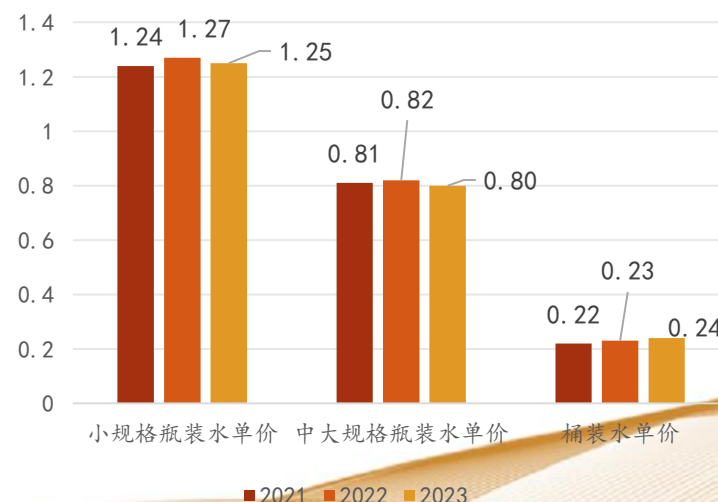


图16 华润饮料产品一览



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

资料来源：华润集团官网，华西证券研究所

资料来源：华润集团官网，华西证券研究所

### 3.1 产品力-包装水遥遥领先，积极拓展饮料新赛道

- 多元化+高端化产品组合，纯净水SKU丰富，竞争优势明显。公司致力于成为满足中国消费者基本及多样化饮用需求的首选品牌，不断在多元化的品牌组合下开发及提供各种高品质、高端化即饮软饮。公司产品主要包括“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”及“佐味茶事”等品牌以及高端品牌“怡宝露”。截至24年4月，华润饮料拥有13个品牌的产品组合，合计56个SKU。其中怡宝饮用纯净水共拥有10款SKU，对比娃哈哈、景田和农夫山泉等，怡宝的饮用纯净水SKU最丰富，尤其是在中大规格饮用纯净水领域，怡宝具备6款SKU，竞争优势明显。

表3 按品牌和产品品类划分的主要产品

产品类别	品牌	描述	推出时间	单瓶容量/重量	建议零售单价	SKU数量
包装饮用水产品	怡宝	瓶装/桶装饮用纯净水	1990年代	350毫升至18.9升	1.5元-23.0元	10
	怡宝	瓶装饮用纯净水及饮用天然水	1990年代	520毫升及5升	不适用	3
	怡宝露	玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022年	350毫升及750毫升	15.0元-30.0元	2
	本优	瓶装天然矿泉水	2023年	350毫升及555毫升	1.5元-2.0元	2
	加林山	桶装天然矿泉水及饮用纯净水	2010年	18.9升	18.0元-22.0元	2
	FEEL气泡苏打水	罐装/瓶装气泡苏打水	2022年	330毫升及480毫升	3.0元-4.0元	4
茶饮料产品	至本清润	草本植物饮料	2021年	310毫升至1.5升	3.0元-8.5元	8
	佐味茶事	无糖茶饮料	2019年	430毫升	5.0元	3
	午后奶茶	奶茶饮料	2011年	430毫升及500毫升	4.0元-5.0元	3
果汁饮料产品	蜜水系列	风味水	2018年	350毫升至480毫升	4.0元-5.0元	5
	假日系列	低浓度果汁	2019年	440毫升至1.5升	4.0元-8.5元	5
	源自世界的厨房	低浓度果汁	2022年	500毫升	5.0元	1
其他产品	魔力	运动饮料	2011年	500毫升	5.0元	3
	火咖	咖啡饮料	2011年	180毫升至440毫升	3.5元-6.0元	5

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表4 怡宝饮用纯净水与竞品对比（京东价2024年10月15日）

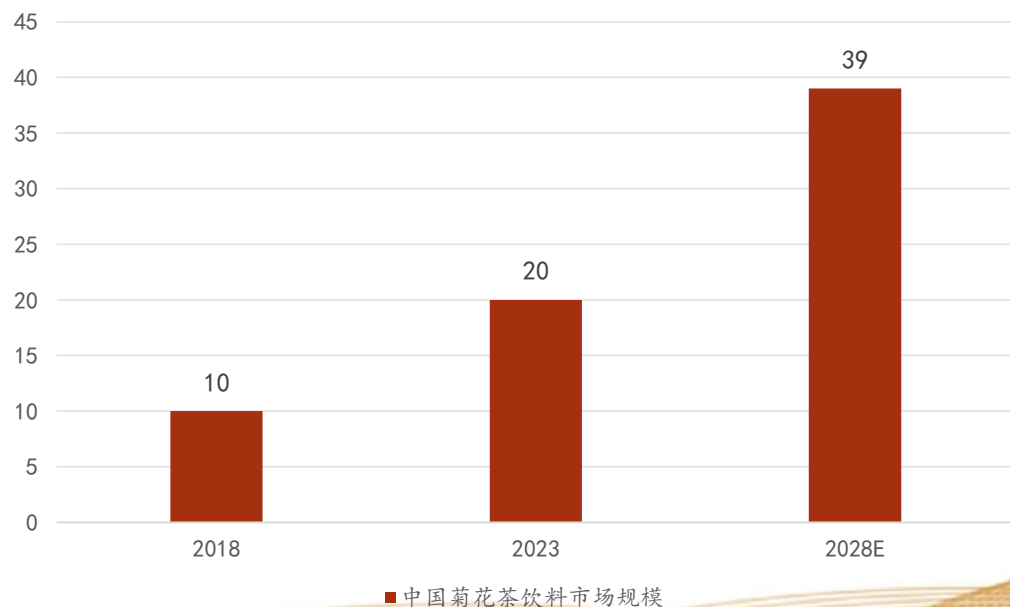
应用场景/品牌	娃哈哈SKU	农夫山泉SKU	景田SKU	怡宝SKU
小规格：商务招待、户外运动	350ml: 1.75元/瓶	550ml: 1.4元/瓶 360ml: 1.66元/瓶 2.12元/瓶 596ml: 1.47元/瓶	560ml: 1.75元/瓶	350ml: 1.25元/瓶 520ml: 1.29元/瓶 555ml: 1.25元/瓶
	中大规格：户外露营、家庭用水	(零售价) 1.5L: 3.58元/瓶 4.5L: 8.62元/瓶 5.5L: 12.25元/瓶	-	1.5L: 3.91元/瓶 2.08L: 5.06元/瓶 4.5L: 7.88元/瓶 6L: 9.87元/瓶 12.8L: 20元/瓶
桶装水：家庭用水	14.8L: 25.5元/桶	-	15L: 29.9元/桶	18.9L: 26元/桶

资料来源：招股说明书，京东，各品牌官网，华西证券研究所

# 菊花茶饮为何风靡？

- **市场空间广阔，成长性高。**中国茶饮料市场中菊花茶饮料规模占比较低，18/23/28年的占比分别为0.9%/1.4%/1.9%。众多企业布局尚浅，竞争格局尚未稳定，赛道成长性较高。
- **因地制宜，契合广东消费者习惯。**菊花茶在广东的历来被认为是具有清凉去火、温润滋补功效的健康饮料，结合这一认知和该地区的消费习惯，公司战略性地在茶饮料这一大品类中选择开发菊花茶系列产品，以“经典滋味·记忆中的味道”的中式茶饮作为产品定位，打造受众群体广、口味清甜的畅销单品。“至本清润”于21年8月推出，且凭借怡宝渠道顺利进入中国香港市场，接触更广泛的消费群体。
- **公司成功打造“至本清润”菊花茶大单品，不断丰富产品矩阵。**23年11月24日，华润怡宝官宣旗下产品至本清润菊花茶成为公司亿元单品。根据灼识咨询报告，23年，按零售额计，“至本清润”在中国菊花茶饮料市场排名第一，市场份额为38.5%。借助“至本清润”菊花茶的热度，23年及24年顺势推出“至本清润”柠檬茶产品和酸梅汤产品，进一步丰富了产品组合，巩固了“至本清润”品牌在饮料市场的市场地位。23年零售额达到7.56亿元，在中国菊花茶饮料市场排名第一。

图17 2018-2028年中国菊花茶饮料市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表5 至本清润柠檬茶SKU与竞争对手柠檬茶SKU对比（零售价）

规格	至本清润SKU	娃哈哈SKU	统一SKU	农夫山泉SKU	康师傅SKU
小规格	至本清润 柠檬茶 310ml：3.3元/ 瓶； 450ml：3.6元/ 瓶	统一冰红茶 250ml：1.1元/瓶	茶π柠檬红茶 250ml：2.5元/ 瓶		
		310ml：2.2元/瓶	500ml：4.3元/ 瓶	康师傅冰红茶 250ml：1.3元/瓶	康师傅冰红茶 250ml：1.3元/瓶
		500ml：3元/瓶	900ml：6元/瓶	310ml：2.0元/瓶	310ml：2.0元/瓶
		小茗同学 青柠红茶 330ml：3.3元/瓶	茶π茉莉花 柠檬茶 500ml：4.3元/ 瓶	330ml：1.8元/瓶	330ml：1.8元/瓶
中大规格	柠檬茶 1L：5.0元/瓶		统一冰红茶 1L：4.1元/瓶 2L：14.5元/瓶		康师傅冰红茶 1L：4.6元/瓶 2L：7.7元/瓶
		-		-	

资料来源：公司招股说明书，京东，华西证券研究所

## 3.2 品牌力-“怡宝”品牌为核心，品牌形象深入人心

► **品牌势能强劲，即饮软饮市场占据领导地位。**中国即饮软饮市场相对集中，按零售额计，前五大企业于23年的总市场份额为42.6%，且预期将继续上升，头部品牌势能增长明显。公司成功打造若干知名品牌下的热门产品，推动其在中国即饮软饮行业处于领先地位。根据灼识咨询，以23年零售额计，公司在茶饮料、果汁类饮料、咖啡饮料等核心即饮软饮品类的市场份额均居于中国市场前十位；特别地，中国菊花茶饮料市场排名第一，风味水市场排名第二。

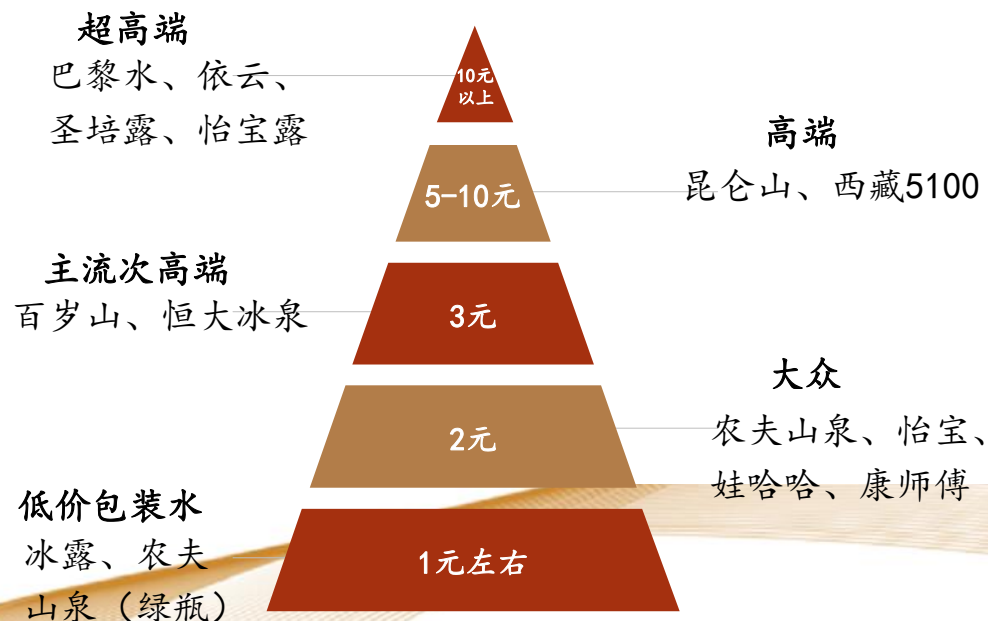
► **以“怡宝”为核心，升级品牌定位。**根据灼识咨询，23年，华润饮料在包装饮用水市场的份额排名第二，达18.4%；在饮用纯净水领域，连续12年保持市场第一，23年市场份额占32.7%。“怡宝”品牌饮用纯净水是中国饮用纯净水市场的第一品牌。24年3月20日，世研指数联合中国品牌影响力实验室共同发布《2024最具影响力包装饮用水品牌指数报告》，怡宝排名第二。在品牌定位上，怡宝一直是2元价格带上的主打品牌。随着市场高端化发展的趋势，怡宝试水超高端水市场，继“怡宝露”后，怡宝又首次推出了高端典藏瓶装水“竹山风月”系列，焕新品牌形象，为品牌未来的发展做好布局。

图18 24年中国市场包装饮用水品牌排名

2024最具影响力 包装饮用水品牌TOP10	
1	农夫山泉
2	怡宝C'estbon
3	娃哈哈
4	康师傅
5	统一
6	百岁山Ganten
7	昆仑山
8	屈臣氏
9	元气森林
10	今麦郎

资料来源：《2024最具影响力包装饮用水品牌指数报告》，华西证券研究所

图19 中国包装饮用水行业主要品牌定位



资料来源：京东，华西证券研究所

## 3.2 品牌力-“怡宝”品牌为核心，品牌形象深入人心

- ▶ 通过体育营销战略传递“健康、安全、专业”品牌形象。怡宝利用包装饮用水消费场景与体育活动的高度契合，多元化营销触及广泛消费人群。与多项国际、国内体育赛事合作，建立综合体育营销体系。怡宝与TEAM CHINA/中国国家队建立战略合作关系，并担任全运会官方供应商及中超联赛冠名赞助商。此外，怡宝积极参与马拉松、校园跑、乡村篮球赛等大众赛事，扩大品牌影响力。
- ▶ 秉持“品牌基石，责任为先”理念，坚持“长期主义”的履责之路。公司积极响应国家政策，通过公益活动和绿色发展彰显社会责任，增强公众对怡宝品牌的认知。
  - 建立了健全的管理体系。自2014年起，公司每年发布CSR报告，与利益相关方积极互动，融入消费者和员工期望于CSR价值链中。
  - 积极履行社会责任，多年支持慈善事业和公益活动。公司长期推进“百所图书馆计划”，至23年底已在全国多地捐赠240所公益图书馆，惠及百万儿童。同时，公司建立了救灾公益快速响应机制，积极参与灾害救援，为受灾地区提供物资和志愿者支持。
  - 致力于实现双碳目标，坚持绿色发展。根据招股书显示，22年，公司推出了双碳管理策略，包括碳足迹核查、产品碳足迹及碳中和实施计划。特别是在日常业务过程中主动实施环保政策及措施；同时利用广泛的宣传及品牌知名度，积极推动环保宣传，为可持续发展作出贡献。23年授予公司“2022中国饮料行业实践社会责任优秀企业”称号。

图20 怡宝与中国国家队战略合作



资料来源：华润怡宝官网，华西证券研究所

图21 第236所华润怡宝公益图书馆落户四川大竹中学

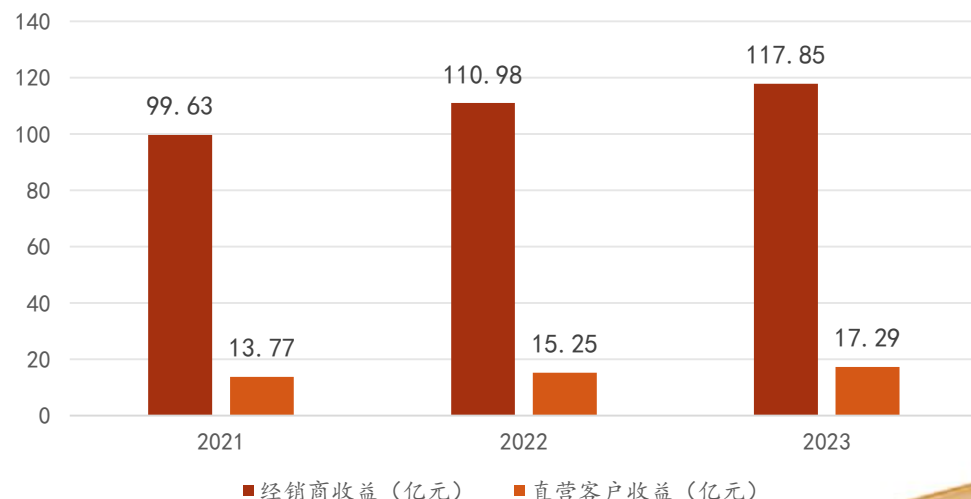


资料来源：华润怡宝官网，华西证券研究所

### 3.3 渠道力-华润集团持续赋能，加速建设新渠道

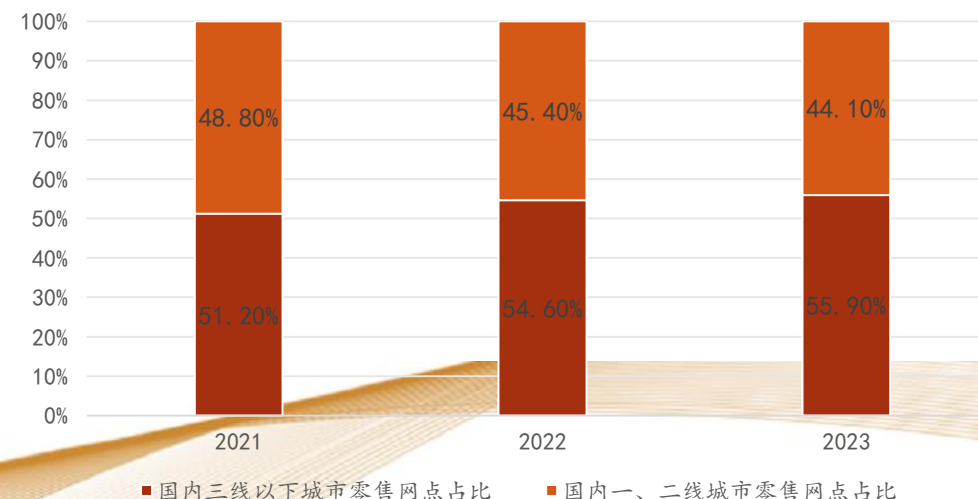
- **渠道布局下，怡宝“蛇吞象”，走向全国百亿目标。**怡宝从“走出广东计划”到制定“西进、东扩、北伐”的全国性发展战略+“蘑菇战术”实现下沉200万+终端网点。根据灼识咨询报告，怡宝在广东及华南地区饮用水市场位居第一，近年来成功拓展长江沿岸市场，成为两省领先品牌，五省市排名第二。公司通过深化领先市场覆盖和拓展新区域，实现销量快速增长。积极参与“粤港澳大湾区”战略，利用华润集团优势，23年在中国香港市场取得显著成绩，销量+157.0%，并与当地零售商合作推出多品牌饮料，扩大市场份额。尼尔森数据显示，15年12月，怡宝和农夫山泉在瓶装水市场中的占有率分别为20.4%、20.1%，怡宝零售额突破100亿元，首次击败农夫山泉成为包装饮用水行业第一。
- **华润集团持续赋能，坚持“精耕细作，决胜终端”。**公司背靠华润集团，拥有强大产业资源。据《招股书》数据可知，华润饮料有超8成收入来自于经销商。公司已与全国超1000家经销商合作，并与超过2800家次级经销商订立了三方协议，获取市场情报；同时直营客户主要为商超、连锁便利店、餐厅、航空公司、加油站及电商平台等，23年已与150多名KA客户及七家电商平台合作。据招股书显示，公司覆盖全销售渠道，积极探索增量市场，提高对下沉市场销售终端的渗透。截至21年、22年及23年12月31日，累计所覆盖的零售网点中，位于国内三线及以下城市的占比分别为51.2%、54.6%及55.9%，占比持续增长展现了在下沉市场强大的渠道开拓能力。据南早网显示，公司与经销商从每一个终端店的精耕细作开始，共同组织完成市场终端陈列、怡宝冰柜检查等工作，加速全渠道布局。

图22 公司客户收益贡献明细（亿元，%）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图23 华润饮料不同线城市零售网点数量占比

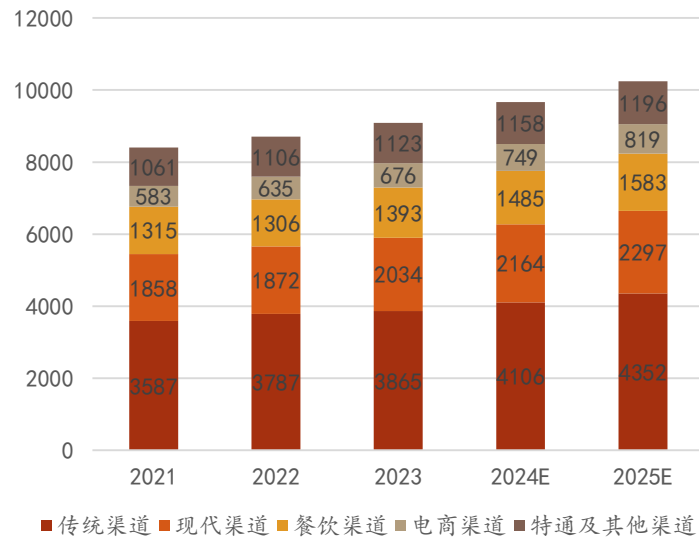


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

### 3.3 渠道力-华润集团持续赋能，加速建设新渠道

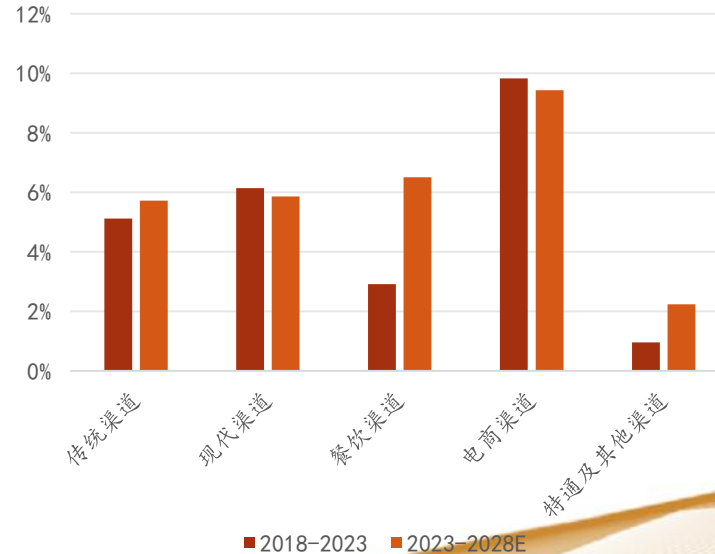
- **线下渠道端具有明显优势，新渠道并肩同行。**国内即饮软饮市场多元化的销售渠道包括传统渠道、现代渠道、餐饮渠道以及电商渠道等。鉴于软饮通常作为即时消费品，线上对其影响较小，因此对线下渠道的掌控成为品牌取得市场优势的关键所在。灼识咨询报告数据显示，公司23年电商仅占7.4%，而线下传统渠道占42.5%，现代渠道占22.4%，餐饮和其他渠道分别占15.3%和12.4%。公司大部分收益来自传统渠道，其余则主要来自现代渠道。在提升线下渠道力的同时，怡宝也在积极拥抱新零售渠道，电商渠道开发了350毫升蜜水柠檬，成为23年夏季抖音平台果汁爆品；推出无人贩售形式的“蜜蜂店”和自动贩卖机，以多元化的营销方式和渠道来强化产品的知晓度、曝光率和可获得性，从而拉动产品销售。
- **销售团队高效运作。**根据招股书显示，公司拥有一支强大而专注，经验丰富的销售团队，其中销售人员平均拥有超过6年经验、销售管理团队平均拥有超过18年相关经验。一线销售人员与各零售网点的经营者保持密切沟通，通过定期实地考察及全方位支援（包括维护、管理及指导）培养及维护合作伙伴关系。截至23年12月31日已超过8700名一线销售人员。

图24 按销售渠道划分中国即食软饮市场规模（亿元）



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图25 2018-2023年、2023-2028E年复合年增长率



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图26 怡宝自动贩卖机+抖音渠道产品

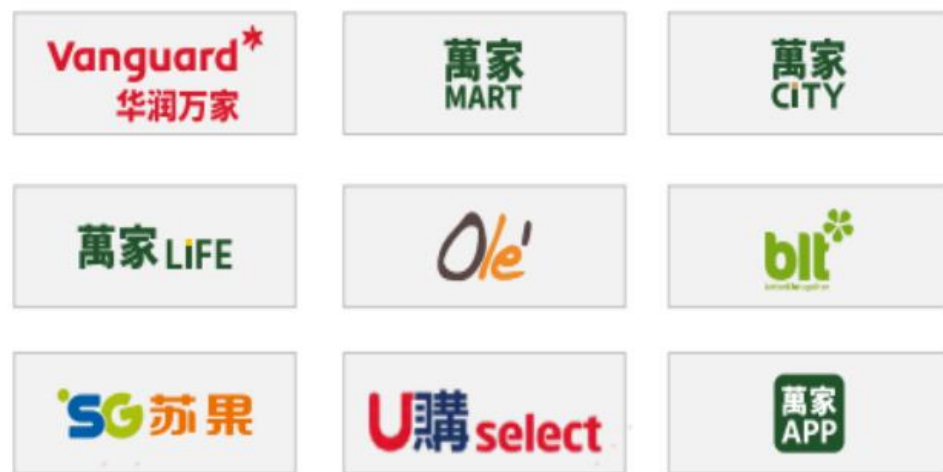


资料来源：抖音，百度图片，华西证券研究所

# 对比竞品，华润饮料渠道的优势与差距

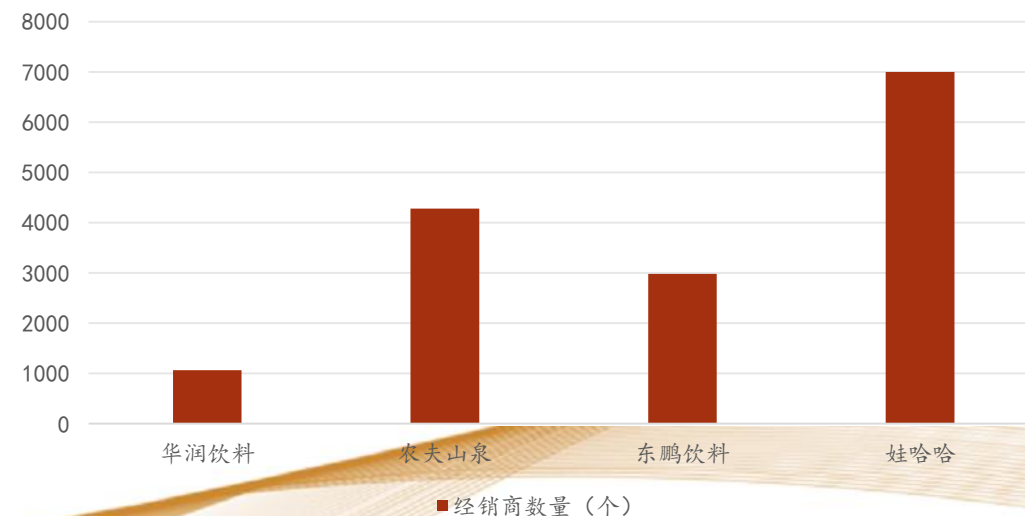
- **优势：华润集团赋能：**华润集团的隐性赋能或是华润饮料的独特软实力之一。以华润万家为例，华润万家旗下各品牌超市为华润饮料的包装饮用水及饮料产品增加更多曝光度。截至23年，华润万家门店遍布全国，门店总数3000家。其中Ole'定位较高端，华润苏果旗下拥有“好的”便利店更亲民，满足不同消费人群需求，可为华润饮料提供差异化的渠道赋能。
- **差距：1) 经销商数量：**截至23年，农夫山泉/东鹏饮料的经销商数量分别为4280/2981个，据娃哈哈官网显示，目前娃哈哈经销商约7000多家，而华润饮料的经销商数量只有1068个。与农夫山泉、娃哈哈和东鹏饮料相比，华润饮料的经销商数量具有较大提升空间。2) **零售网点数量：**截至23年，农夫山泉覆盖了全国超过237万个终端零售网点；东鹏饮料的终端网点数已达到340万个；23年华润饮料覆盖中国超过两百万个零售网点，与竞争对手相比，仍有较高提升空间。3) **低线城市覆盖率：**截至20年，农夫山泉约78.9%位于三线及三线以下城市；23年，华润饮料低线城市覆盖度55.9%，与农夫山泉相比仍有提升空间。

图27 华润万家旗下品牌



资料来源：华润万家2022年社会责任报告书，华西证券研究所

图28 23年华润饮料与主要竞争对手经销商数量对比（个）

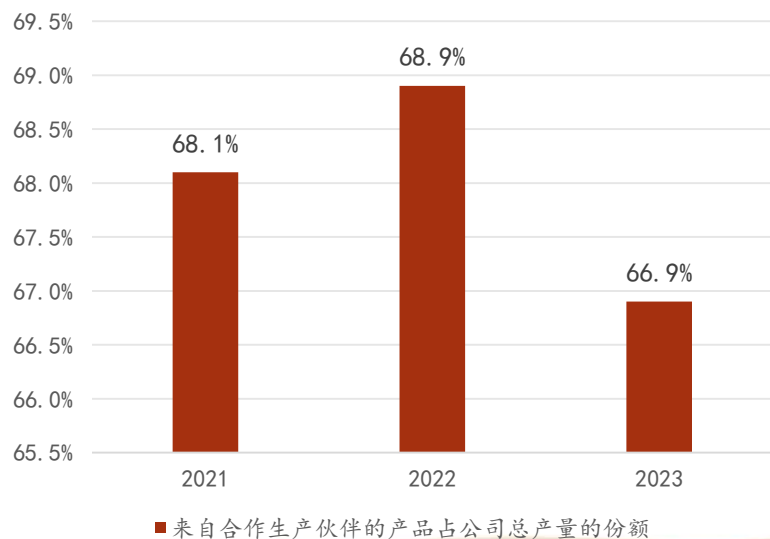


资料来源：招股说明书，新浪资讯，东鹏饮料年报，娃哈哈官网，华西证券研究所

### 3.4 产能-自有产能逐步提升，布局更优资源，成本结构有望优化

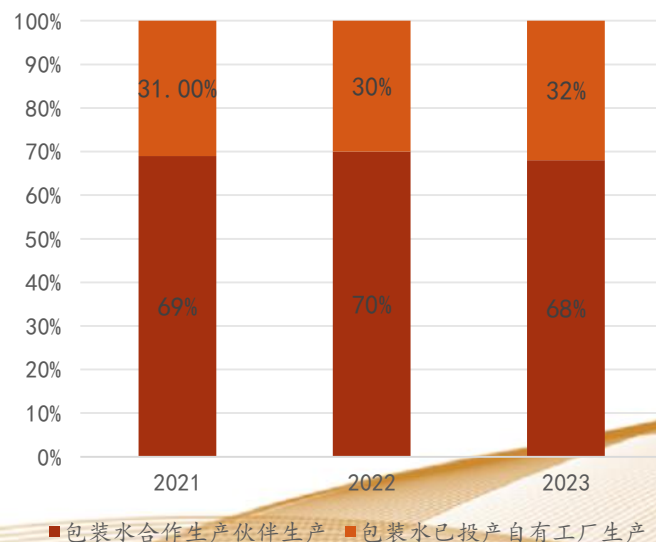
- 战略性布局自有生产设施，深度掌控合作生产伙伴，提升效率。**根据招股书显示，公司与合作生产伙伴建立了稳固的业务关系，通过签订排他性安排，确保按照指定的技术和质量控制标准进行生产。对于成熟市场、具有长期增长潜力的市场或水源优越、供应充足的地区，公司战略性地布局自有工厂，在全国19个人口密集的省及直辖市，确保在半径300至500公里范围内全面覆盖一线城市及新一线城市。公司遵循“1+N”选址模式，在每个区域的大型工厂周边设立多家卫星生产工厂，使公司的产能紧密贴近核心市场，有效降低运输半径和成本，并实现生产供应的灵活性和高效性以迅速响应市场多变的需求，以提升产能和运营效率。**截止23年，华润饮料在全国拥有12家已投产的自有工厂，47条自有生产线，34家合作生产伙伴和81条合作生产伙伴生产线。已投产自有工厂及合作生产伙伴的包装饮用水及饮料产品年标准产能合计达到1880万吨，总产量合计达到1350万吨，日产能峰值高达440万箱。**
- 包装饮用水领域：**公司的主要品牌怡宝饮用纯净水70%左右采用合作模式生产。这种模式下，在工厂数量、密度、运输效率等方面会较有优势；劣势在于产生了高昂的代工费用，23年，华润饮料向代工厂支付的费用达到了20.67亿元，占据总营收的15.3%，因此与农夫山泉相比，华润饮料的包装水毛利率较低。
- 饮料领域：**生产饮料产品有自有配方，同时门槛较包装饮用水更高，因此公司80%以上的饮料产品采用自有工厂生产。

图29 21-23年来自生产伙伴的产品贡献份额 (%)



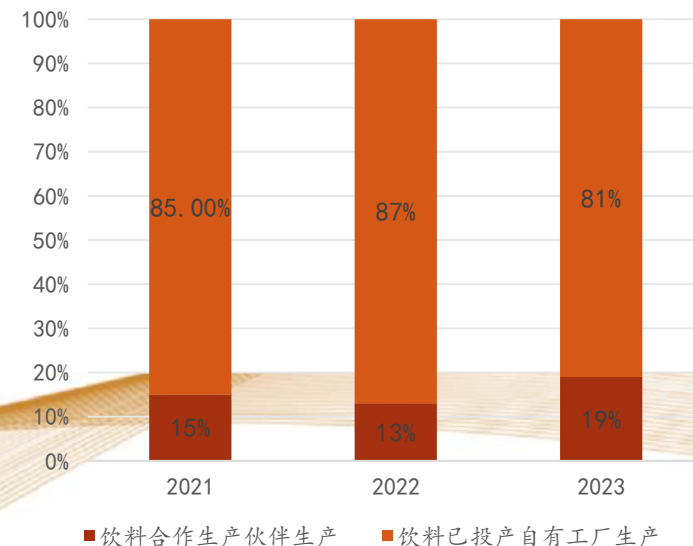
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图30 21-23年包装水产品实际产量分工情况中占比



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图31 21-23年饮料产品实际产量分工情况中占比



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

### 3.4 产能-自有产能逐步提升，布局更优资源，成本结构有望优化

- ▶ **自有产能逐步提升，布局优质水源地。**近年来，华润饮料持续提升自产率并优化产能布局，接连在河源、南宁、武夷山、成都、长沙等地建设生产基地，加速实现包装水及饮料品类在生产和销售覆盖半径上的稳健扩张。根据招股书显示，公司标准产能由21年544.3万吨提升到674.9万吨。据华润怡宝2020年社会责任报告显示，截至19年底，华润怡宝总部有9家自有工厂、32家OEM工厂。
- 公司布局更优水源地资源，截至23年底，公司已布局吉林长白山、湖北丹江口、福建武夷山、广东万绿湖与加林山等优质水源地，为扩充产品矩阵提供资源支持。比如10年，公司于广东省加林山获取了首个天然矿泉水水源地，用于生产“怡宝露”牌天然矿泉水产品、“本优”牌天然矿泉水产品及“加林山”牌桶装水。
- 另外，华润饮料计划于浙江省、湖北省、重庆市以及上海市新建工厂及扩建现有工厂，以便满足不断增加的市场需求，其中新增包装水产能816万吨，饮料产能35万吨。根据招股书显示，除以下项目外，公司计划于26年及27年继续扩大自有产能。

图32 公司运营地域分布图



资料来源：华润怡宝2020年社会责任报告，华西证券研究所

表6 华润饮料2025年之前的增扩工厂生产范围和产能表

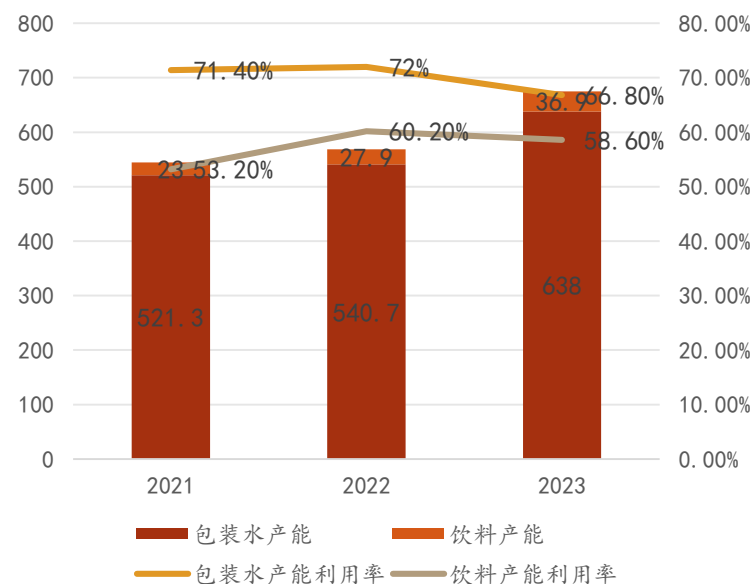
工厂名称	生产范围	原有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	预计投产时间	预计总投资额 (百万元)
宜兴工厂	包装饮用水	51.9	195	2024年第三季度	1612.5
	饮料	-	25		
万绿湖工厂	包装饮用水	-	197	2024年第三季度	1070.0
武夷山工厂	包装饮用水	19.6	95	2024年第一季度	397.1
碧优选工厂	包装饮用水	-	73	2024年第三季度	374.5
浙江工厂	包装饮用水	-	106	2025年	601.7
长沙工厂	包装饮用水	81.9	60	2024年第一季度	627.3
成都工厂	包装饮用水	97.3	90		
		饮料	-	10	2024年第三季度
包装水合计		250.7	816		5311.6
饮料合计		-	35		

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

### 3.4 产能-自有产能逐步提升，布局更优资源，成本结构有望优化

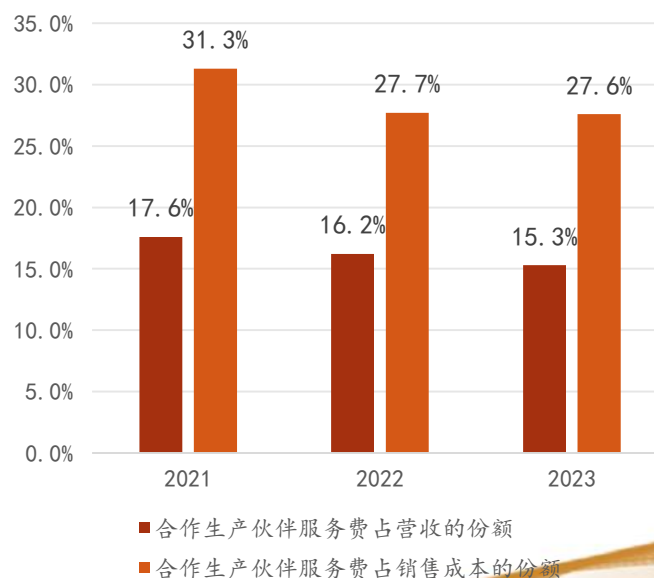
▶ 产能利用率暂时下降，但成本结构持续优化。21-23年，华润饮料自有产能从544.34万吨提升至674.89万吨，产能利用率分别为70.6%、71.4%和66.4%。由于23年产能增长较快，且新建产工厂仍处于起步阶段，因此产能利用率下降。由于公司本身议价能力较强，且受益于自有产能的提升，21-23年，合作生产伙伴的服务费的营收占比、销售成本占比均不同程度降低。

图33 包装水和饮料的产能及产能利用率（千公吨 %）



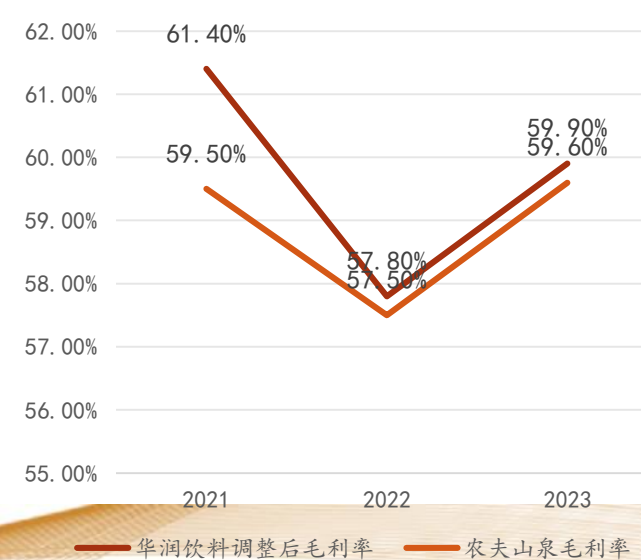
资料来源：华润怡宝2020年社会责任书，华西证券研究所

图34 合作生产伙伴服务费占比



资料来源：华润怡宝2020年社会责任书，华西证券研究所

图35 华润饮料调整后毛利率与农夫山泉对比



资料来源：华润怡宝2020年社会责任书，华西证券研究所  
注：华润饮料调整后毛利率=1-（营业成本-合作生产伙伴服务费）/营业收入

## 3.5 财务-收入稳健增长，利润端实现突破

- **营业收入稳健增长，增长率波动较大。**17年-23年，公司营业收入由100.35亿元提升到135.15亿元，营收规模基本百亿元以上，基本保持增长态势。19年饮料行业营业额同比下跌了5.2%，饮料行业整体呈现了负增长，终端销量增速放缓，所以营业总收入5年来首次出现下滑，20年疫情影响下，饮料行业营收下滑7%，公司营收持续下滑。21年由于“至本润清”菊花茶饮上市火爆，公司营收实现正增长，21-23年，华润饮料营收分别为113/126/135亿元，分别同比+11.3%/+7.1%，CAGR为9.2%。
- **包装饮用水贡献9成收入，饮料产品收入占比不断提升。**21-23年，公司包装饮用水产品占总营收的95.4%/94.3%/92.1%。同期，饮料产品占总营收分别是4.6%/5.7%/7.9%，饮料业务营收体量尚小，但公司支持力度加大下，收入占比不断提升，21-23年复合增长率为43.0%。
- **大本营之外区域发展稳重有升：**广东是公司的大本营，因此南部地区营收占比最高。东部地区的上海、江苏、浙江为中国经济最具活力的区域，东部区域的营收占比从21年的25%提升至23年的30%。

图36 公司营业收入及增速（亿元，%）

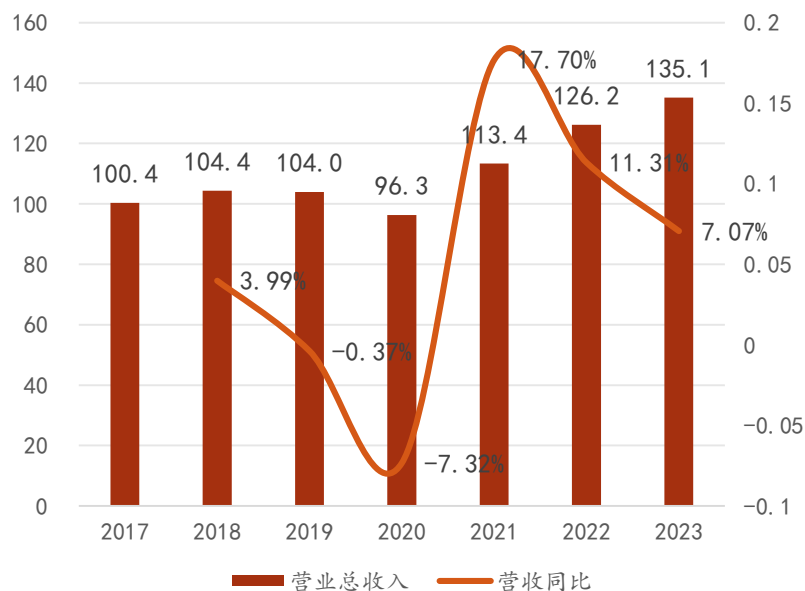


图37 21-23年各产品的营收情况（亿元）

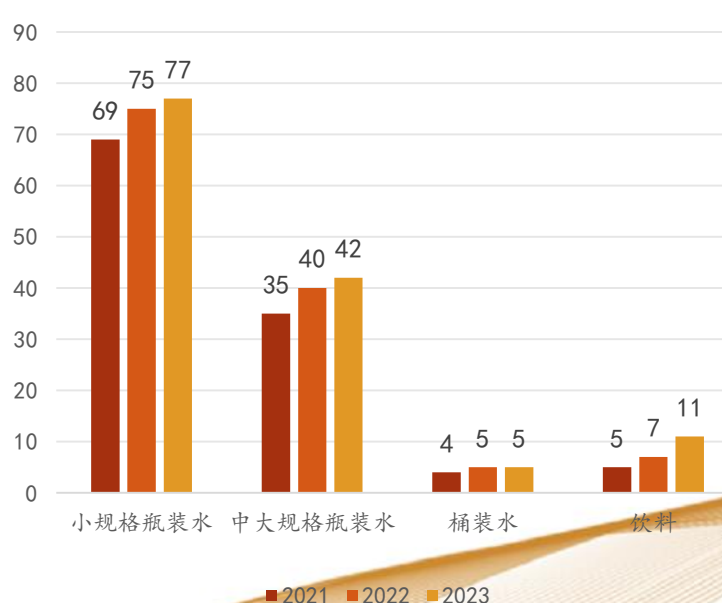
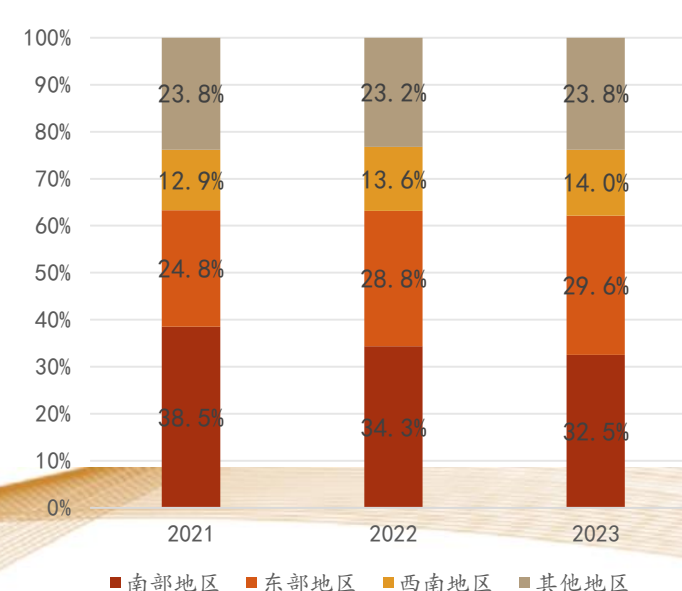


图38 21-23年各区域的营收占比



资料来源：公司社会责任报告，公司招股说明书，华西证券研究所

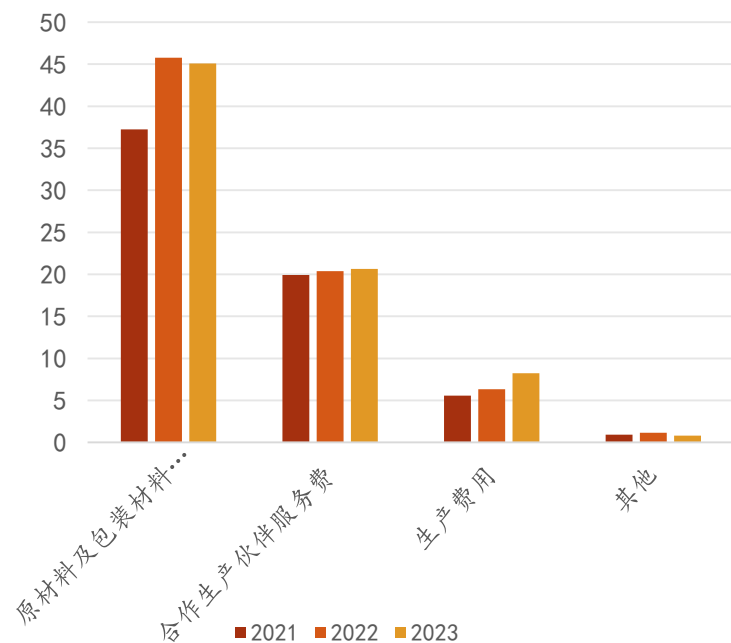
资料来源：公司社会责任报告，公司招股说明书，华西证券研究所

资料来源：公司社会责任报告，公司招股说明书，华西证券研究所

### 3.5 财务-收入稳健增长，利润端实现突破

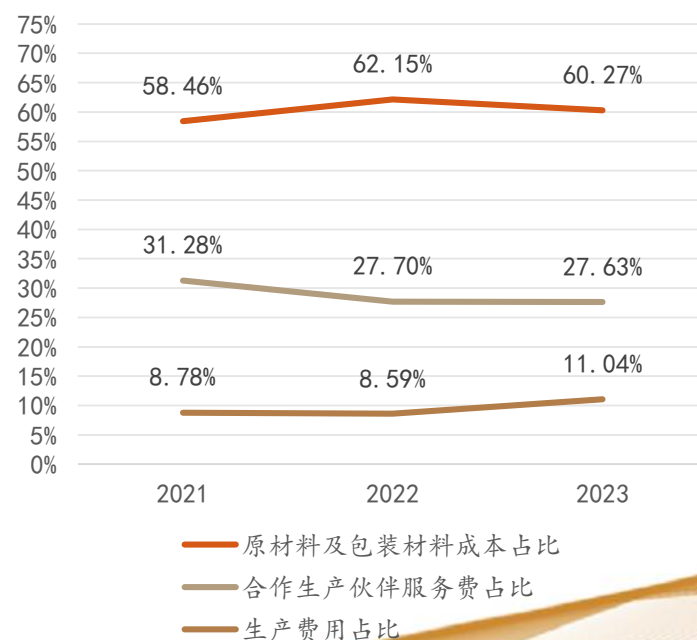
- ▶ **原材料及包装材料费用占销售成本比重近6成。**21年-22年，公司销售成本由人民币63.7亿元增至73.6亿元，主因销量提升和PET市价上涨，导致原材料及包装成本上升。22年-23年，销售成本基本保持稳定在73.6亿元和74.8亿元，系公司销量增加、自有工厂产量提升以及原材料及包装材料成本下降共同作用的结果。21-23年，原材料及包装材料为销售成本第一大组成部分，占销售成本达58.5%/62.2%/60.3%，同时占收入的比例为32.8%/36.6%/33.4%，其价格变动对利润产生较明显影响。23年合作生产伙伴服务费和生产费用分别占比27.6%/11.0%，近三年整体波动幅度较小。

图39 公司销售成本拆分 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图40 公司销售成本占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图41 PET进货价走势图 (元/吨)

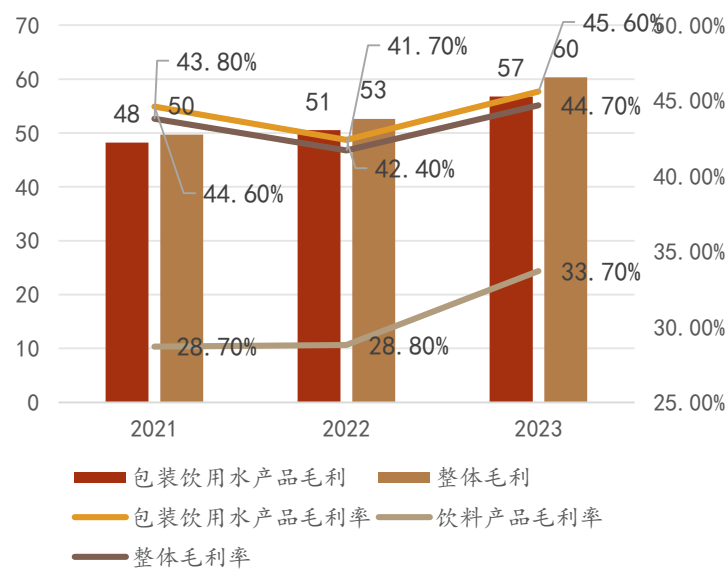


资料来源：同花顺，华西证券研究所

## 3.5 财务-收入稳健增长，利润端实现突破

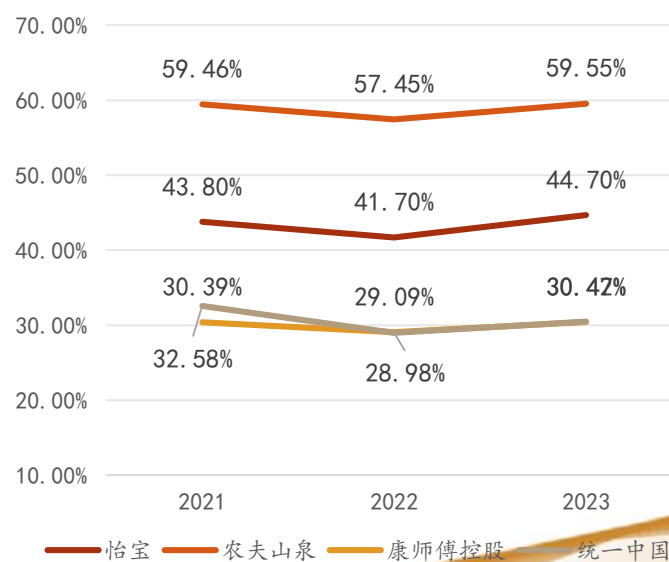
- 毛利率逐年增长，略低于农夫山泉。**除了收入保持稳健增长外，毛利率的提升显示出华润饮料在提质增效方面成效显著。21-22年，公司毛利分别为49.7亿元和52.6亿元，毛利率分别为43.8%/41.7%。23年毛利达60.4亿元，整体毛利率44.7%，相比去年+3.0pct，毛利率提高的原因包括：
  - 1) 原材料及包装材料的市价下降；
  - 2) 公司实施降本增效举措以及公司的议价能力增强，合作生产伙伴的服务费得到了有效控制等，但整体仍低于农夫山泉同年毛利率59.5%，这一差异系怡宝的代工模式导致了高昂的代工费用，根据招股书显示，过去三年，华润饮料仅向合作生产伙伴支付了19.92亿元、20.4亿元和20.67亿元的费用，接近总销售成本的三成。
- 公司毛利主要由包装水饮用产品和饮料产品毛利构成。**21-23年饮料产品毛利率提升幅度达到5.0pcts，提升幅度较大，源于饮料部分产品平均售价上涨。21-22年包装饮用水产品毛利率由44.6%下降至42.4%，主要系PET市价上涨，原材料及包装材料成本增加，公司通过增强议价能力减少单位合作生产伙伴服务费抵销部分上涨成本。另外持续优化产品组合，推动收入增长并改善长期盈利能力。

图42 公司毛利和毛利率 (亿元, %)



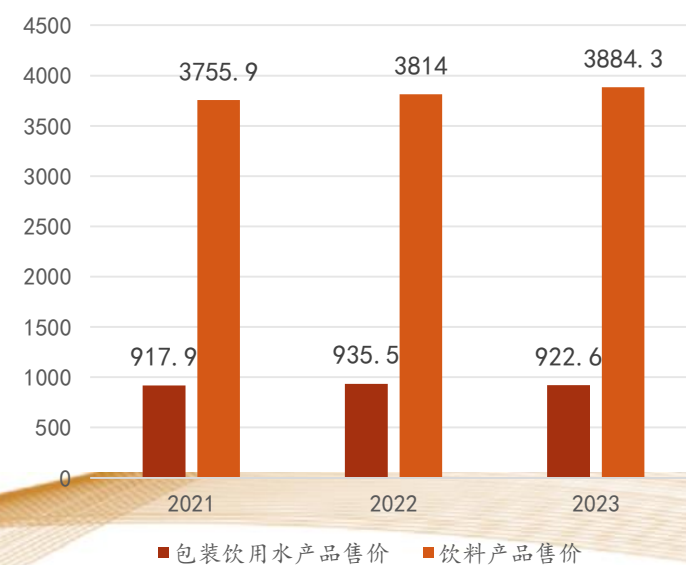
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图43 公司与其他企业毛利率对比 (%)



资料来源：公司招股说明书，wind，华西证券研究所

图44 21-23年包装水和饮料的平均售价 (元/吨)

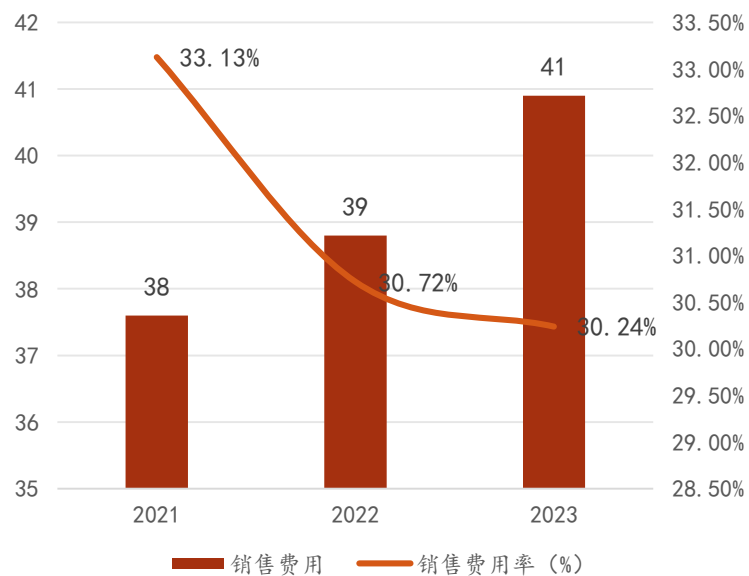


资料来源：公司社会责任报告，公司招股说明书，华西证券研究所

### 3.5 财务-收入稳健增长，利润端实现突破

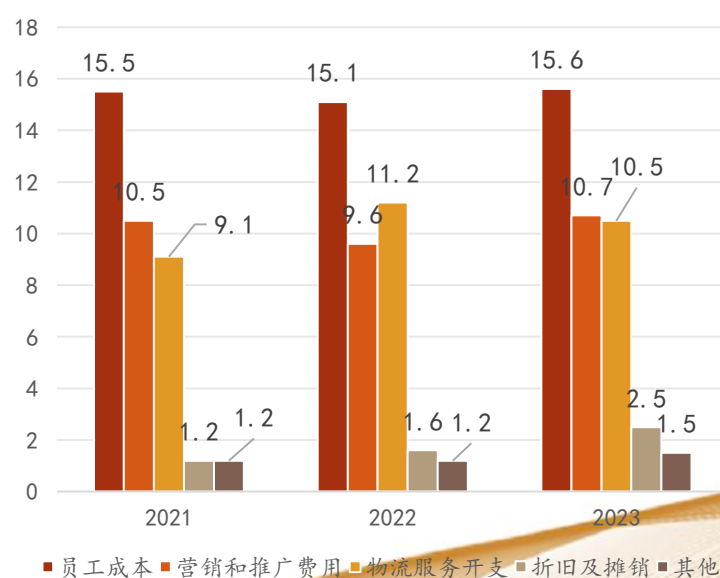
- **销售费用率稳步下降。**21-23年公司销售费用率整体呈现下降趋势，分别为33.1%/30.7%/30.2%。从销售费用结构来看，营销和推广费用以及物流服务开支占比相近，员工成本在销售费用中占比最大，21-23年占销售费用分别为41.3%/39.0%/38.3%，销售效率逐步提升。
- **管理费用率总体维持稳定。**21-23年管理费用（行政开支）分别为2.5亿元、2.7亿元及3.0亿元，分别占总收入2.2%/2.1%/2.2%。公司管理费用率波动极小，在0.1%-0.2%区间。

图45 公司销售费用及费用率（亿元，%）



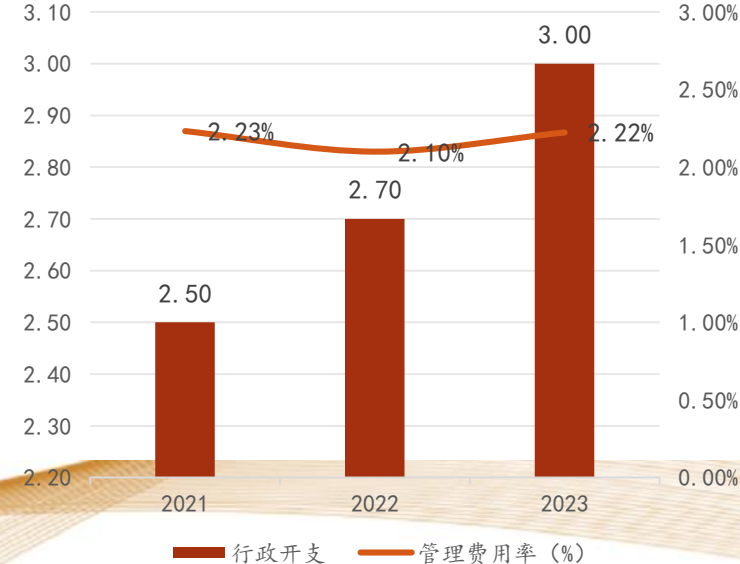
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图46 销售费用明细变化情况（亿元 %）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图47 公司行政开支及费用率（亿元，%）

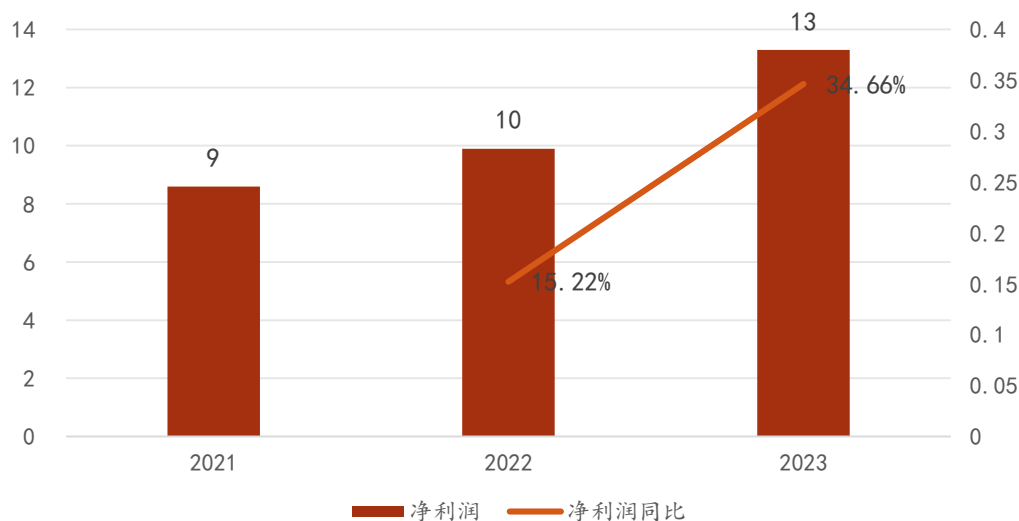


资料来源：公司社会责任报告，公司招股说明书，华西证券研究所

## 3.5 财务-收入稳健增长，利润端实现突破

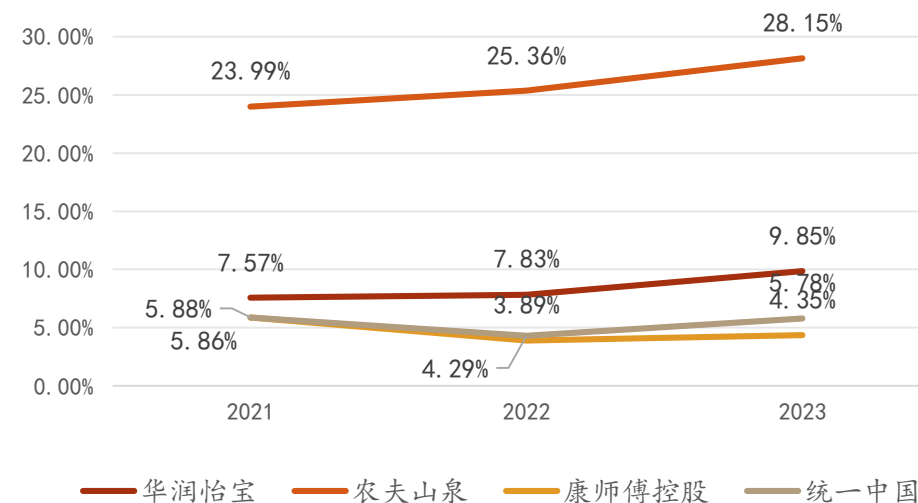
- **净利润表现亮眼，稳中有升。**21-23年，公司净利润分别为8.6/9.9/13.3亿元，分别同比+15.2%/+34.7%，CAGR为24.6%。根据灼识咨询报告，公司净利润增速在中国前五大即饮软饮企业中排名第二。21、22及23年公司净利润率相对稳定，分别为7.6%/7.8%/9.9%，盈利水平持续提高。
- **与其他企业相比，净利率水平低于农夫山泉。**华润饮料的盈利水平显著低于农夫山泉，我们预计大部分产能采用代工模式，导致支出较高，同时营销投入巨大，进一步拉低了净利率。另外，公司相较康师傅和统一利润率高的原因主要有：**1) 产品结构与市场定位上**，公司90%收入来自“怡宝”，因包装上生产成本相对较低，利润率通常高于其他类型的饮料且消费者对健康饮用水的需求持续增长。相比之下，康师傅和统一的产品结构中包含了更多利润率较低的果汁、茶饮等产品，拉低了整体的净利率。**2) 成本控制与运营效率上**，公司通过代工模式和自建产能相结合的方式，有效控制了生产成本；其品牌影响力和市场占有率的提升为公司带来了规模经济效应，有助于提高整体的运营效率。相比之下，康师傅和统一在原材料成本波动和市场竞争加剧的背景下影响更大。

图48 公司净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图49 公司与其他企业净利率对比



资料来源：公司招股说明书，wind，华西证券研究所  
 注：康师傅和统一使用的是分部业绩的净利润率。

## 4. 风险提示

## 4. 风险提示

- 国内市场竞争加剧风险：需求疲软，国内各品牌龙头价格战对竞争加剧风险；
- 单一行业风险：公司核心主业为包装水，存在单一行业增长影响的风险；
- 原材料成本上升风险：公司成本主要是 PET 瓶及其他包装成本，若原材料大幅上涨，公司利润将受到较大影响。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。