

华润饮料 (02460.HK)

静水流深，提质增效

华润饮料：深耕饮用纯净水，软饮料全面布局。 1) **历史复盘：**华润饮料历经四十余年的发展，整体可划分为行业开拓期、主业精耕期、全国布局期和双轮驱动期四个发展阶段，作为中国第二大包装饮用水企业以及中国最大的饮用纯净水企业，现已形成“一超多强”的多品类战略发展格局。2) **管理情况：**公司背靠华润集团，其持股比例为 50.04%，核心管理层经验丰富，基本均有集团任职履历。3) **财务情况：**2023 年公司实现营收 135.1 亿元，同比+7.1%，其中包装水收入 124.5 亿元，同比+4.5%（量+6.0%/价-1.3%）；饮料收入 10.7 亿元，同比+49.0%（量+46.3%/价+1.9%）；2023 年归母净利润 13.3 亿元，同比+34.3%。2021-2023 年公司营收/归母 CAGR 分别为 9.2%/24.5%，业绩整体增速快于营收，一方面受益于成本红利的持续兑现，另一方面得益于费用率方面的严格管控。

包装水持续扩容，纯净水龙头稳固。 1) **行业空间：**纯净饮用水占据包装水市场半壁江山，为其增速最高的细分子赛道，根据灼识咨询，2023 年纯净饮用水市场规模达 1206 亿元，2018-2023 年 CAGR 为+7.7%。我们认为饮水健康意识提升是行业规模持续增长的核心因素，其中家庭与餐饮等重点运用场景的开拓加速了行业的扩容。2) **竞争格局：**包装饮用水呈现寡头垄断格局，CR5 从 2021 年 56.2%提升至 2023 年 58.6%，行业集中度有望持续提升；饮用纯净水当前为一超多强的格局，2023 年 CR5 为 54.0%，龙头华润饮料份额（2023 年 32.7%）远超第二名至第五名份额之和（21.3%）。3) **华润饮料：**以纯净水为核心布局产品矩阵，拥有十余个纯净水 sku，远高于竞争对手 sku 数量，同时布局天然水和矿泉水等品类，充分给予消费者选择的权利，2023 年包装水收入达 124.5 亿元，分规格来看，其中中大规格包装增长较快，2021-2023 年 CAGR 达 10.59%。

饮料赛道高景气度，自有品牌全面布局。 1) **行业：**根据灼识咨询，2023 年中国饮料市场规模达 6942 亿元，2018-2023 年 CAGR 为+4.0%，饮料市场空间广阔。2) **公司：**2011 年公司通过与日本麒麟合作进入饮料赛道，引进“魔力”、“午后奶茶”、“火咖”以及“源自世界的厨房”，并在此后打造“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”等自有品牌，为公司带来新成长动能。2023 年公司饮料收入 10.7 亿元，同比+49.0%；其中自有品牌饮料收入为 8.8 亿元，同比+65.3%，增长表现亮眼。我们认为随着产品矩阵完善、渠道扩张与品牌知名度提升，饮料板块收入有望延续高增。

核心优势：体育营销助力品牌，产能扩建助力全国化。 1) **产品：**以包装水为核心，打造“一超多强”完整产品矩阵。2) **品牌：**一方面借助顶级体育 IP 迅速打开消费者认知，塑造“健康、安全、专业”形象，另一方面长期深耕全民体育，培养终端消费习惯，有着较强的首发优势。3) **渠道：**公司坚持“精耕细作，决胜终端”的渠道扩张策略，通过经销网络下沉和渠道终端建设走向全国，目前预计覆盖超 200 万个终端网点。作为华南区域强势品牌，公司坚持全民巷战、冰柜投放、网点下沉、数字化运营等战术打造全国化品牌。4) **产能：**“自有+代工”并举，以“1+N”的形式布局自有产能，由于代工综合成本高于自有成本，公司一方面致力于自建工厂以降低代工比例，计划于 2024-2025 年落地 5 处工厂，合计 661 万吨包装水产能、35 万吨饮料产能；另一方面，公司改造

买入（首次）

股票信息

行业	食品饮料
01月03日收盘价(港元)	11.00
总市值(百万港元)	26,380.16
总股本(百万股)	2,398.20
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.99

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

研究助理 黄越

执业证书编号: S0680124060012

邮箱: huangyue1@gszq.com

相关研究

自有产线，覆盖注塑、吹瓶等价值创造较高的环节，通过全产业链生产以节约成本。

投资建议：纯净水龙头地位稳固，饮料第二曲线增长可期。包装水渠道精耕、网点下沉、区域拓展，餐饮、家庭等渠道增量可期；饮料重点打造至本清润、蜜水系列、假日系列、魔力等大单品，低基数下成长空间广阔。成本红利叠加自产比例提升，业绩弹性持续释放。我们预期公司2024-2026年归母净利润为16/19/23亿元，同比+20%/+22%/+18%，考虑公司收入增长稳健，盈利弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：消费力恢复不及预期，产品推新进度不及预期，食品安全风险，测算误差风险，数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12623	13515	14398	15587	17003
增长率 yoy（%）	11%	7%	7%	8%	9%
归母净利润（百万元）	990	1329	1598	1942	2292
增长率 yoy（%）	15%	34%	20%	22%	18%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.49	0.66	0.67	0.81	0.96
净资产收益率（%）	17.76%	19.26%	12.18%	12.89%	13.20%
P/E（倍）	20.75	15.40	15.26	12.55	10.64
P/B（倍）	4.37	3.53	1.86	1.62	1.40

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年1月3日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,630	5,558	8,762	8,149	9,227
现金	2,508	2,075	5,219	4,515	5,479
应收账款及票据	240	231	246	266	290
存货	588	377	384	404	433
其他	4,295	2,875	2,913	2,964	3,024
非流动资产	2,974	7,444	10,763	13,750	15,488
固定资产	2,008	4,810	8,129	11,116	12,854
无形资产	26	35	35	35	35
其他	940	2,599	2,599	2,599	2,599
资产总计	10,605	13,002	19,525	21,899	24,715
流动负债	4,329	5,188	5,488	5,917	6,438
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	563	817	831	876	938
其他	3,766	4,371	4,657	5,042	5,500
非流动负债	380	441	441	441	441
长期债务	0	0	0	0	0
其他	380	441	441	441	441
负债合计	4,709	5,629	5,929	6,358	6,878
普通股股本	0	0	319	319	319
储备	5,593	6,923	12,825	14,767	17,059
归属母公司股东权益	5,574	6,903	13,124	15,066	17,358
少数股东权益	322	470	472	475	479
股东权益合计	5,896	7,373	13,596	15,541	17,837
负债和股东权益	10,605	13,002	19,525	21,899	24,715

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	845	1,718	2,424	3,193	3,855
净利润	990	1,329	1,598	1,942	2,292
少数股东权益	-1	2	2	3	3
折旧摊销	309	447	681	1,013	1,262
营运资金变动及其他	-453	-60	143	235	298
投资活动现金流	1	-2,090	-3,902	-3,897	-2,891
资本支出	-859	-2,312	-4,000	-4,000	-3,000
其他投资	861	221	98	103	109
筹资活动现金流	-21	-61	4,623	0	0
借款增加	-20	-17	0	0	0
普通股增加	0	0	4,623	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	-2	-44	0	0	0
现金净增加额	825	-433	3,144	-704	964

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,623	13,515	14,398	15,587	17,003
其他收入	34	49	68	89	116
营业成本	7,364	7,480	7,608	8,017	8,587
销售费用	3,878	4,087	4,375	4,744	5,101
管理费用	265	301	299	311	323
研发费用	49	62	63	65	65
财务费用	-147	-151	-41	-104	-90
除税前溢利	1,375	1,878	2,258	2,745	3,239
所得税	387	547	658	799	943
净利润	989	1,331	1,600	1,945	2,296
少数股东损益	-1	2	2	3	3
归属母公司净利润	990	1,329	1,598	1,942	2,292
EBIT	1,228	1,727	2,216	2,640	3,149
EBITDA	1,537	2,174	2,897	3,653	4,410
EPS (元)	0.49	0.66	0.67	0.81	0.96

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	11.31%	7.07%	6.53%	8.26%	9.08%
归属母公司净利润	15.34%	34.30%	20.20%	21.57%	18.00%
获利能力					
毛利率	41.66%	44.66%	47.16%	48.57%	49.49%
销售净利率	7.84%	9.84%	11.10%	12.46%	13.48%
ROE	17.76%	19.26%	12.18%	12.89%	13.20%
ROIC	14.98%	16.61%	11.55%	12.04%	12.51%
偿债能力					
资产负债率	44.40%	43.29%	30.37%	29.03%	27.83%
净负债比率	-42.53%	-28.14%	-38.39%	-29.05%	-30.72%
流动比率	1.76	1.07	1.60	1.38	1.43
速动比率	1.63	1.00	1.53	1.31	1.37
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.14	0.89	0.75	0.73
应收账款周转率	49.03	57.41	60.43	60.90	61.13
应付账款周转率	15.46	10.84	9.23	9.40	9.47
每股指标 (元)					
每股收益	0.49	0.66	0.67	0.81	0.96
每股经营现金流	0.35	0.72	1.01	1.33	1.61
每股净资产	2.32	2.88	5.47	6.28	7.24
估值比率					
P/E	20.75	15.40	15.26	12.55	10.64
P/B	4.37	3.53	1.86	1.62	1.40
EV/EBITDA	14.23	10.26	6.61	5.44	4.29

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年1月3日收盘价

内容目录

一、 华润饮料：深耕饮用纯净水，全面布局软饮料	6
1.1 历史复盘：四十年守正创新，产品渠道多元发力	6
1.2 管理情况：股权结构集中，管理层经验丰富	9
1.3 财务情况：收入稳步增长，利润弹性较强	10
二、 包装水持续扩容，纯净水龙头稳固	12
2.1 行业空间：场景拓展带动量增，远期天花板较高	12
2.1.1 行业概况：包装水空间广阔，纯净水增速领先	12
2.1.2 驱动因素：健康意识提升，家庭+餐饮场景驱动	13
2.2 竞争格局：强者恒强，集中度有望进一步提升	16
2.3 公司：全水种布局完善，中大规格增长领先	17
三、 饮料赛道高景气度，自有品牌全面布局	19
3.1 饮料市场稳步增长，细分品类表现亮眼	19
3.2 茶饮料：至本清润定位清晰，潜力产品布局完善	21
3.3 能量饮料：产品口味丰富，受益于体育营销	23
3.4 果汁饮料：行业稳步扩容，“蜜水”“假日”定位清晰	24
3.5 咖啡：行业稳定增长，公司继承麒麟品牌	26
四、 核心优势：体育营销助力品牌，产能扩建助力全国化	27
4.1 产品：以包装水为核心，打造“一超多强”矩阵	27
4.2 品牌：深度绑定体育营销，彰显“健康安全专业”	28
4.3 渠道：华南强势品牌，终端铺设加码	29
4.4 产能：自建比例提升，工艺持续优化	31
五、 盈利预测与估值	33
5.1 收入拆分及盈利预测	33
5.2 可比公司估值	35
六、 风险提示	35

图表目录

图表 1： 公司历史发展阶段	6
图表 2： 公司前身中国龙环（蛇口）有限公司	7
图表 3： 公司早期推出 600ml*15 规格包装“怡宝”牌蒸馏水	7
图表 4： 2001 年公司升级“怡宝”品牌纯净水产品包装	7
图表 5： 2009 年公司前瞻性地推出 4.5L 中大规格包装水	7
图表 6： 2011 年公司与日本麒麟战略合作推出饮料新品	8
图表 7： 2007—2017 年公司营业额（亿港元）	8
图表 8： 2023 年怡宝作为中国国家队官方饮用水新装上市	9
图表 9： 2024 年公司成功冠名中超联赛	9
图表 10： 股权结构集中，华润集团主导	9
图表 11： 公司核心管理层快消品经验丰富	10
图表 12： 2021-2024(M1-M4)公司收入稳增、业绩增速快于营收	10
图表 13： 2021-2023 年包装水和饮料同比均以量增为主，价增为辅	10
图表 14： 2021-2024(M1-M4)包装水高占比，饮料高增速	11
图表 15： 公司华南收入基本盘稳固，区域扩张有序推进	11
图表 16： 2021-2023 年毛利率稳中有升	11
图表 17： 2023 年公司原材料及包装成本占营业成本约 60%	11
图表 18： 2021-2023 年公司对比友商销售费用率较高	12
图表 19： 2021-2023 年公司对比友商管理费用率较低	12
图表 20： 包装水行业各细分赛道持续扩容	12
图表 21： 包装饮用水 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 7.1%	13
图表 22： 纯净饮用水 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 7.7%	13
图表 23： 小规格收入占比过半，中大规格增长领先	13
图表 24： 2023 年包装水销售收入来源以传统和现代渠道为主（亿元）	13
图表 25： 饮水健康意识提升、家庭场景与餐饮场景等因素共同推动包装水市场稳健增长	14
图表 26： 2022 年我国人均包装水消费量远低于美国	14

图表 27:	2023 年全国集中式生活饮用水水源存在明显不达标情况.....	14
图表 28:	小家庭下包装水便捷和性价比优势明显	15
图表 29:	2023 年国内旅游人数达到 48.9 亿人次, 同比+6.8%	15
图表 30:	包装水在餐饮渠道运用场景的开拓.....	15
图表 31:	2023 年中国包装饮用水市场竞争格局 (亿元)	16
图表 32:	2023 年包装水零售端各省市占率第一情况.....	16
图表 33:	2023 年中国饮用纯净水市场竞争格局 (亿元)	16
图表 34:	公司包装水产品矩阵齐全 (分水种)	17
图表 35:	公司纯净水规格较为完善, 满足即饮、居家、餐饮、户外、办公等场景需求.....	18
图表 36:	公司小规格包装主导、中大规格及桶装占比提升.....	19
图表 37:	2021-2023 年公司中大规格包装水收入 CAGR 达 10.59%.....	19
图表 38:	2018-2023 年中国饮料市场规模稳步提升 (亿元)	19
图表 39:	2023 年中国饮料分品类市场规模 (亿元)	19
图表 40:	华润饮料饮料板块产品矩阵完备	20
图表 41:	2021-2023 年公司自有品牌饮料增速显著高于合作品牌饮料	21
图表 42:	2021-2023 年公司提升饮料在包装水网点的渗透率.....	21
图表 43:	2023 年中国茶饮料市场规模达 1434 亿元.....	21
图表 44:	无糖茶饮表现较为突出, 2017-2022 年 CAGR 为 32.5%.....	21
图表 45:	中式草本植物饮料为消费者提供食补功能与情绪价值	22
图表 46:	2014-2023 年中国草本植物饮料市场 CAGR 为 4.1%.....	22
图表 47:	草本植物在消费者中天然存在较强的功能认知	22
图表 48:	至本清润采用国潮风格包装设计, 与《只此青绿》联动.....	23
图表 49:	至本清润单瓶价格和 ASP 较低, 具备性价比	23
图表 50:	2024 年 10 月“愿事之茗”奶茶产品上新、包装焕新	23
图表 51:	“愿事之茗”奶茶定位高端.....	23
图表 52:	2018-2023 年中国功能饮料市场规模 CAGR 为 6.9%.....	24
图表 53:	2022 年中国健身人群达到 3.74 亿, 同比+4.6%	24
图表 54:	“魔力”成为中国国家队官方运动饮料	24
图表 55:	“魔力”价格适中, 与脉动相近	24
图表 56:	2018-2023 年中国果汁饮料市场规模 CAGR 达 3.1%.....	25
图表 57:	“蜜水系列”性价比较高	25
图表 58:	公司果汁产品覆盖低浓度果汁及近水饮料, 满足性价比消费需求.....	25
图表 59:	“假日系列”北京、湖北线下校园门店	26
图表 60:	“假日系列”性价比较高	26
图表 61:	2018-2023 年中国咖啡市场规模 CAGR 为 6.1%	26
图表 62:	“火咖”产品价格对比.....	26
图表 63:	公司包装水及饮料产品矩阵齐全	27
图表 64:	“怡宝”成为中国国家队官方指定用水	29
图表 65:	2024 年“怡宝”冠名中超联赛	29
图表 66:	2023 年马拉松奥运冠军基普乔格担任“怡宝”马拉松推广大使.....	29
图表 67:	2016-2019 年中国路跑赛事场次 CAGR 为 23%	29
图表 68:	公司在六个地区市占率第一, 五个地区市占率第二.....	30
图表 69:	“西进东扩北伐”战略下, 薄弱市场销量增速较高.....	30
图表 70:	公司累计覆盖 200 万+零售网点.....	30
图表 71:	西南地区及其他地区经销商调整较大.....	30
图表 72:	怡宝员工深入终端开展铺市活动	31
图表 73:	2024 年 4 月末公司位于三线及以下城市的网点占比达 57.2%	31
图表 74:	公司拥有 13 家自有工厂与 31 家合作伙伴工厂.....	31
图表 75:	公司自有和合作工厂生产单位成本持续优化.....	31
图表 76:	2023 年公司包装水自产比例为 32.1%.....	32
图表 77:	公司自有工厂包装水和饮料产能利用率情况.....	32
图表 78:	公司计划于 2024-2025 年新建/扩建 5 处工厂合计 661 万吨包装水产能、35 万吨饮料产能.....	32
图表 79:	公司计划改造自有产线, 覆盖注塑、吹瓶等价值创造较高的环节.....	33
图表 80:	华润饮料盈利预测拆分 (百万元)	34
图表 81:	华润饮料费用率预测 (%)	34
图表 82:	华润饮料可比公司估值表	35

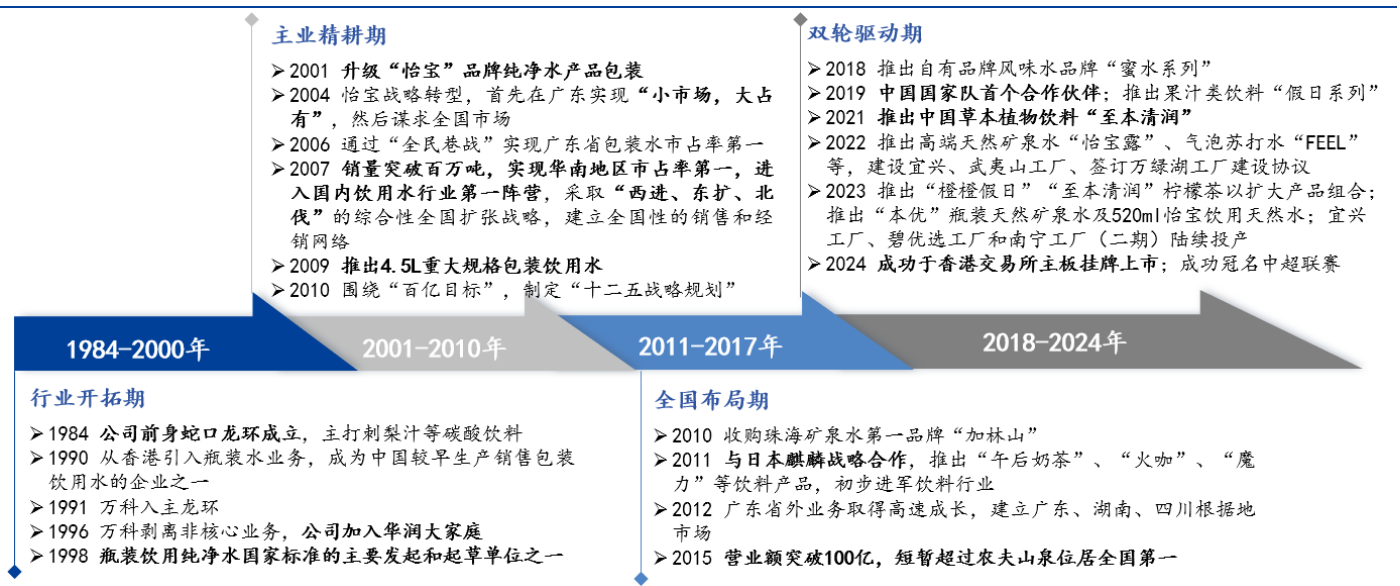
一、华润饮料：深耕饮用纯净水，全面布局软饮料

中国包装饮用水行业开创者，即饮软饮行业领导者。华润饮料历经四十年的发展，现已成为中国第二大包装饮用水企业以及中国最大的饮用纯净水企业。公司致力于发展一超多强的多品类战略发展格局，即以纯净水“怡宝”品牌为核心，同时布局茶饮料、果汁、咖啡等，现已拥有 13 个品牌的产品组合，共计 59 个 SKU。根据灼识咨询，2023 年公司怡宝纯净水零售额达 395 亿元，在中国纯净水市场排名第一；“至本清润”等五大饮料品牌零售额均超 1 亿元，在中国菊花茶市场排名第一、风味水市场排名第二。2023 年公司实现营业收入 135.1 亿元，同比+7.1%；实现归母净利润 13.3 亿，同比+34.3%。

1.1 历史复盘：四十年守正创新，产品渠道多元发力

复盘发展历史，我们认为华润饮料的大致可以分为行业开拓期（1984-2000 年）、主业精耕期（2001-2010 年）、全国布局期（2011-2017 年）与双轮驱动期（2018-至今）四个发展阶段。

图表1: 公司历史发展阶段



资料来源：公司官网，新浪财经，华润官网，食品板，人民数据网，中国经济网，招股说明书，国盛证券研究所

1) 行业开拓期（1984-2000 年）

纯净饮用水领航先锋，华润助力发展奠基。1984 年 11 月，公司前身蛇口龙环有限公司成立，主打刺梨汁等碳酸饮料，但深圳面临可口可乐、百事可乐等外资品牌攻城略地，小企业发展难度较高。1990 年公司获得香港招商局发展有限公司许可使用“怡寶”“C'estbon”（法文：至高无上）商标，在国内率先推出 600ml*15 规格包装“怡寶”牌蒸馏水，公司成为中国较早生产销售包装饮用水的企业之一。1991 年，万科成为公司控股股东，卖掉了碳酸饮料生产线，从国外引进了先进的纯净水生产设备，正式发力纯净饮用水市场。1996-1999 年，包装水进入大流通时期，公司利润空间压缩，万科专注房地产而剥离饮料业务，公司被华润创业以 1000 万收购，正式加入华润大家庭，更名

为“怡宝食品饮料（深圳）有限公司”。1998年公司成为瓶装饮用水国家标准的主要发起和起草单位之一。

图表2: 公司前身中国龙环（蛇口）有限公司



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表3: 公司早期推出 600ml*15 规格包装“怡宝”牌蒸馏水



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 主业精耕期 (2001-2010 年)

深耕纯净水业务，成为行业领头羊。该阶段，公司深耕主业，从产品、渠道、战略层面全面重点布局，大力发展纯净水业务，依托“全民巷战”登顶广东、突围全国，成功进入国内饮用水行业第一阵营。

- **产品层面：**2001 年升级“怡宝”品牌纯净水产品包装，“小绿瓶”沿用至今；2009 年前瞻性地推出 4.5L 中大规格包装水。
- **渠道层面：**2004 年召开第一个务虚会厦门务虚会，宣布战略转型，首先在广东实现“小市场，大占有”，然后谋求全国市场。2006 年公司通过“全民巷战”实现广东省包装水市占率第一。2007 年公司销量突破百万吨，实现华南地区市占率第一，进入国内饮用水行业第一阵营，并采取“西进、东扩、北伐”的综合性全国扩张战略，逐渐建立全国性的销售和经销网络。次年，公司进入华润（集团）有限公司一级利润中心序列，并更名为“华润怡宝食品饮料（深圳）有限公司”。
- **战略层面：**2010 年，围绕“百亿目标”，在华润集团的推动和指导下，华润怡宝制定了第一个战略规划——“十二五战略规划”，正式提出“跑赢大市”、“从区域走向全国”、“从单品到多品”三个战略目标。

图表4: 2001 年公司升级“怡宝”品牌纯净水产品包装



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表5: 2009 年公司前瞻性地推出 4.5L 中大规格包装水



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3) 全国布局期 (2011-2017年)

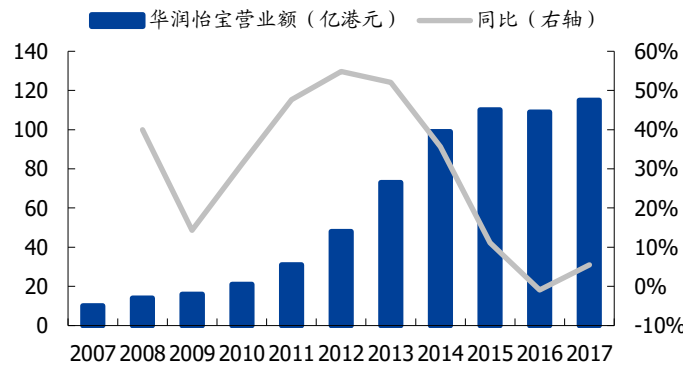
日本麒麟助力，根据地市场稳固。饮料方面，2011年，公司与日本麒麟战略合作推出“午后奶茶”、“火咖”、“魔力”等产品，初步进军饮料行业；2012年，广东省外业务取得了高速增长，建立广东、湖南、四川3个根据地市场；2014年，公司匹配战略发展，正式更名为“华润怡宝饮料(中国)有限公司”。包装水方面，2010年公司收购珠海矿泉水第一品牌“加林山”(2010年产量约30万吨)，迈出布局矿泉水赛道的第一步。2015年公司营业额突破100亿元，五年复合增长率达到39.6%，远超行业增速水平，短暂超过农夫山泉登顶全国第一。营销方面，公司自2013年起赞助多项马拉松赛事，在该领域建立起强大影响力，强化“健康、专业”的品牌形象。

图表6: 2011年公司与日本麒麟战略合作推出饮料新品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表7: 2007-2017年公司营业额(亿港元)



资料来源: 华润官网, 国盛证券研究所

4) 双轮驱动期 (2018-至今)

借力资本，双轮驱动。自2018年起，公司正式开始发力饮料业务，以双轮驱动支撑公司的发展，从产品、产能、营销等方面全面深化改革提升；2024年10月，成功于香港交易所主板挂牌上市。

- **产品方面：怡宝为核心品牌，发力自有饮料品牌。**包装水方面，2022年推出高端天然矿泉水“怡宝露”和气泡水品牌“FEEL”；2023-2024年相继推出“本优”瓶装天然矿泉水及520毫升怡宝饮用天然水等新品。饮料方面，公司于2018年起正式开始发力饮料业务，2018-2019年陆续推出自有品牌风味水品牌“蜜水系列”和果汁类饮料品牌“假日系列”以及无糖茶“佐味茶事”等，2021年推出中国草本植物饮料品牌“至本清润”菊花茶，2022年推出果汁类饮料品牌“源自世界的厨房”等新产品。2023年推出“橙橙假日”“至本清润”柠檬茶以扩大产品组合。根据灼识咨询，2023年“至本清润”菊花茶以38.5%的市场份额在中国菊花茶饮料市场排名第一；“蜜水系列”以12.9%的市场份额在中国风味水市场排名第二。
- **产能方面：持续扩充产线，满足市场需求。**公司于2022年建设宜兴工厂、武夷山工厂，签订万绿湖工厂建设协议；2023年宜兴工厂、碧优选工厂和南宁工厂(二期)等自有工厂陆续投产，生产能力持续稳步提升。截至2024年4月，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，包括61条自有生产线及70条合作生产线，已投产自有工厂和合作生产伙伴的包装饮用水及饮料产品标准产能分别为1880万公吨及640万公吨。
- **营销方面：加码体育营销，助力品牌形象提升。**2019年公司成为中国国家队首个合作伙伴，并与第七届世界军人运动会合作，强化了“健康、安全、专业”的品牌形象。2021年，助力70余支国家队日常训练备战补给及东京奥运会中国队饮用水保障，并成为第十四届全国运动会官方指定用水提供方。2023年聘请马拉松奥

核心管理层经验丰富，基本均具备华润集团任职经历。公司董事会主席及执行董事张伟通于2000年4月加入公司，拥有30年饮料行业经验，目前负责全面经营管理工作。总裁李树清同样出身华润系，先后就职于华润集团、华润医药和华润五丰，于2024年6月加入公司，目前负责日常经营管理工作；王成伟、杨楠和范雨峰担任公司副总裁，分别负责公司法律和数字化、生产管理以及产销协调等工作；执行董事兼首席财务官吴霞女士主要负责集团的财务管理工作。

图表11: 公司核心管理层快消品经验丰富

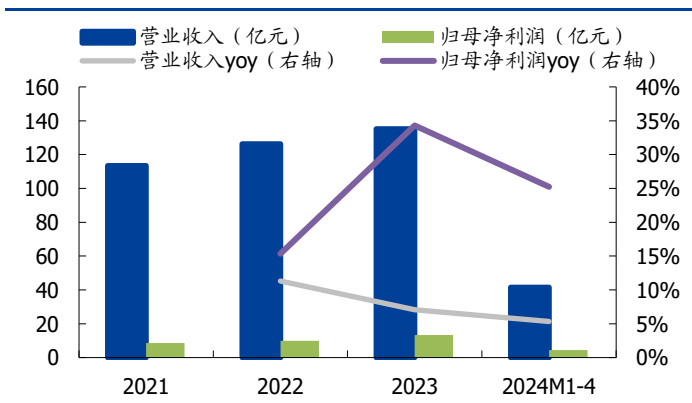
姓名	职务	年龄	职责	简介
张伟通	董事会主席、 执行董事	55岁	负责全面经营管理工作，主持董事会工作并直接管理本集团公司事务、审计和营销工作	2000年4月加入集团，拥有约30年饮料行业经验。加入集团后先后担任地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理。加入集团前曾担任味源饮料食品(深圳)有限公司总经理助理。
李树清	执行董事、 总裁	52岁	负责日常经营管理工作，并直接管理本集团战略、质量、环境健康、安全生产及工程建设工作	2024年6月加入集团，1994年起在中国华润担任业务员，之后在华润有限公司和华润五丰有限公司历任多个管理职位，包括人事部门经理及高级经理。2011年至2022年在华润集团担任多个助理和副主任职务，随后在华润医药商业集团和华润五丰有限公司分别担任副总经理。
王成伟	副总裁	51岁	负责集团法律事务、风险管理、智能与数字化建设工作	2009年8月加入集团，拥有15年饮料行业经验。加入集团后曾负责企业发展、法律和综合管理等部门。自2017年起，负责法律和智能数字化部，并于2024年6月同时分管战略管理部，推动公司在战略、合规和数字化转型方面的进展。
杨楠	副总裁	53岁	负责集团生产管理、质量保证、设备与技术管理工作，协助总裁管理集团质量、环境健康、安全生产工作	2014年11月加入集团，拥有超30年快消品行业经验。加入集团前曾在中粮集团有限公司及其子公司任职逾20年，先后担任中粮可口可乐饮料(中国)投资有限公司集团财务总监、中粮集团有限公司董事会秘书局秘书、酒业部副总经理，中国食品有限公司酒业部、供应链部及酒品类管理部副总经理。
范雨峰	副总裁	42岁	负责集团产销协调、计划订单、仓储物流和采购管理工作	2019年12月加入集团，加入集团前曾任职于华润电力人力资源部经理、高级经理，华润(集团)人力资源部高级经理、专业副总监及专业总监。
吴霞	执行董事、 首席财务官	46岁	负责集团的财务管理工作	2024年4月加入集团，加入集团前曾历任江中药业股份有限公司财务总监、董事会秘书、副总经理及江中制药集团副总经理。

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

1.3 财务情况: 收入稳步增长, 利润弹性较强

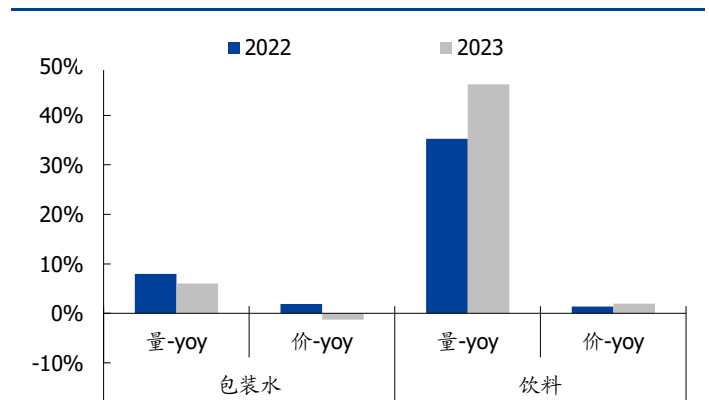
收入稳增、利润高增，量增为主价增为辅。收入端，2023年公司实现营业收入135.15亿元，同比+7.07%，2021-2023年CAGR为+9.17%；2024年1-4月公司实现营收41.50亿元，同比+5.34%，收入增速基本保持稳定。利润端，2023年公司实现归母净利润13.29亿元，同比+34.30%，2021-2023年CAGR为+24.46%；2024年1-4月公司实现归母净利润4.47亿元，同比+25.24%，利润增速显著高于营收增速。量价拆分来看，包装水业务2022/2023年销量同比+8.0%/+6.0%，价格同比+1.9%/-1.3%；饮料业务2022/2023年销量同比+35.3%/+46.3%，高于平均售价同比+1.4%/+1.9%。

图表12: 2021-2024(M1-M4)公司收入稳增、业绩增速快于营收



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

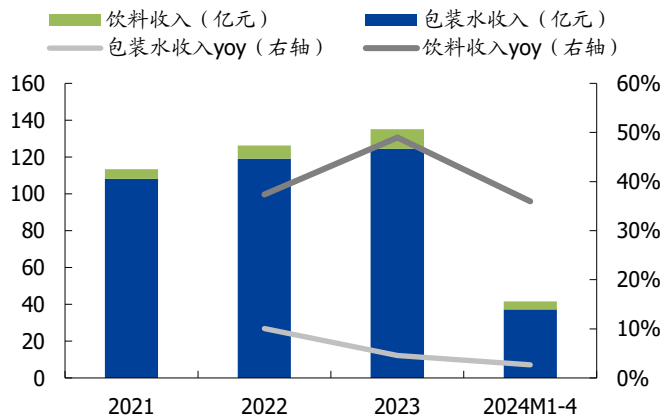
图表13: 2021-2023年包装水和饮料同比均以量增为主, 价增为辅



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

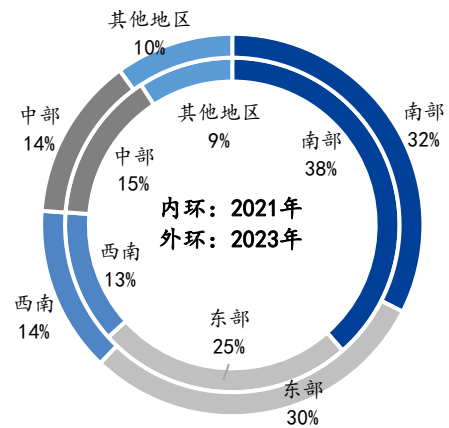
- **分业务来看：包装水高占比，饮料保持高增速。**公司主营业务包括包装水和饮料，其中包装水为核心业务，2023年包装水业务实现营收124.47亿元，同比+4.54%，占比收入比重高达92.1%；饮料由于基数较小，整体增速较高，收入占比自2021年4.6%提升至2023年7.9%，2023年实现营收10.68亿元，同比+48.97%。
- **分区域来看：华南基本盘稳固，区域扩张有序推进。**南部为公司基地市场，整体规模较为稳定，2023年实现营收43.92亿元，同比+1.35%，占收入比重为32.5%；东部、西南、中部、其他地区2023年分别实现营收40.06/18.98/18.64/13.55亿元，同比+10.18%/+10.39%/+0.52%/+25.51%，实现全区域营收增长，其中东部、西南及其他地区增长较为亮眼，全国化有序推进中。

图表14: 2021-2024(M1-M4)包装水高占比，饮料高增速



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

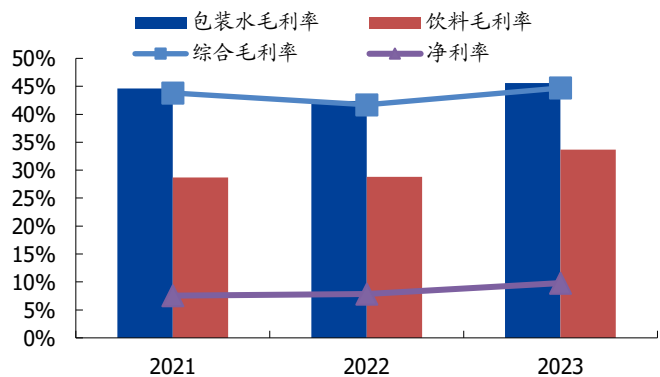
图表15: 公司华南收入基本盘稳固，区域扩张有序推进



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

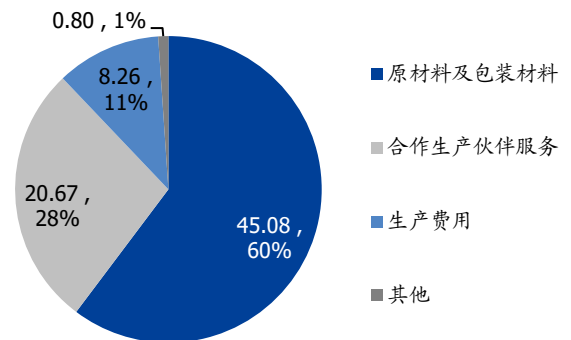
毛利率持续提升，成本红利凸显。公司的综合毛利率自2021年43.8%提升至2023年44.7%，一方面，受益于饮料和包装水销售端的量价齐升，公司议价能力的提升；另一方面，公司的营业成本主要由原材料及包装材料、合作生产伙伴服务费、生产费用及其他构成，其中原材料及包装材料成本占收入比重30%以上，毛利率提升主要受益于PET及纸箱价格的下行影响。

图表16: 2021-2023年毛利率稳中有升



资料来源：Wind，招股说明书，国盛证券研究所

图表17: 2023年公司原材料及包装成本占营业成本约60%

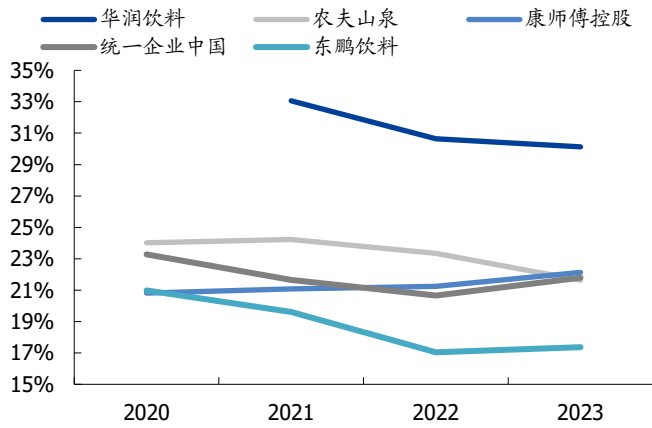


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

销售费用率下降空间较大，管理费用企稳。费用率方面，公司和行业平均相比处于较高位置，2021-2023年销售费用率分别33.1%/30.6%/30.1%，而行业平均分别23.9%/22.6%/22.6%，主要由于销售和营销人员增加导致员工成本提升和营销推广费

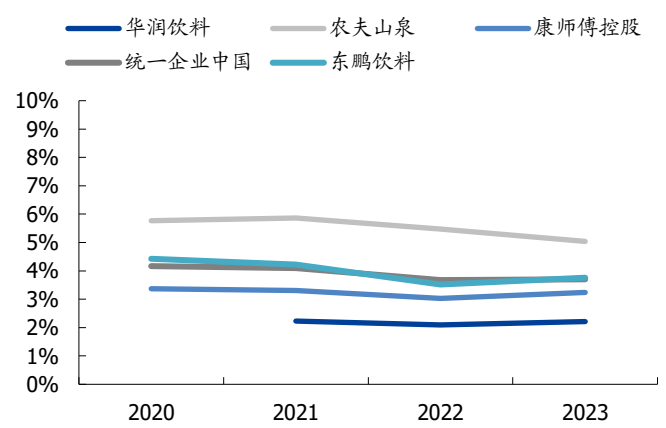
用较高所致，但销售费用率整体处于持续下降的通道中。管理费用方面，公司近三年基本保持稳定且处于行业较低位置，2021-2023年管理费用率分别2.2%/2.1%/2.2%，而行业平均分别3.9%/3.6%/3.6%，体现华润系公司较强的精细化费用管控能力。费用的持续优化使得2021-2023年公司净利率持续提升。（注：此处取华润饮料、农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国、东鹏饮料作为样本计算行业平均。）

图表18: 2021-2023年公司对比友商销售费用率较高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 2021-2023年公司对比友商管理费用率较低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、包装水持续扩容，纯净水龙头稳固

2.1 行业空间：场景拓展带动量增，远期天花板较高

2.1.1 行业概况：包装水空间广阔，纯净水增速领先

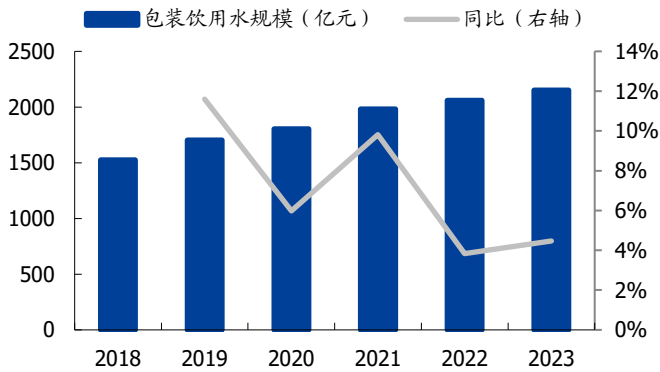
纯净水千亿市场，行业增速领先。根据灼识咨询数据，中国包装饮用水市场规模自2018年1526亿元扩大至2023年2150亿元，2018-2023年CAGR达7.1%，行业持续扩容。按水种分类，饮用纯净水、天然矿泉水、其他饮用水2023年规模分别达到1206/182/762亿元，2018-2023年CAGR分别为+7.7%/+7.5%/+6.1%，其中饮用纯净水由于具有生产扩张快、物流成本低及内在质量与健康和安全相关等优势，为增速最高的细分赛道。

图表20: 包装水行业各细分赛道持续扩容

包装水类别	定义	2023年市场规模(亿元)	2018-2023年CAGR	代表产品	主要价格带
饮用纯净水	来源于地表、地下或公共供水系统，采用适当净化工艺加工制成	1206	7.7%	怡宝、娃哈哈、农夫山泉纯净水	1-1.5元
天然矿泉水	从地下深处自然涌出的或经钻井采集的，含有一定量的矿物质、微量元素或其他成分，在一定区域未受污染并采取预防措施避免污染的水	182	7.5%	农夫山泉长白山、本优矿泉水、景田百岁山、昆仑山、恒大冰泉	1.5-3元
其他饮用水	-	762	6.1%	农夫山泉天然水、本优天然水	1.4元
合计	-	2150	7.1%	-	-

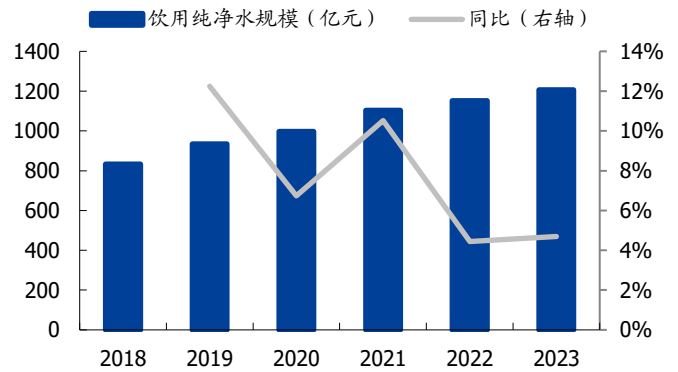
资料来源:《食品安全国家标准 包装水》(GB 19298-2014),《食品安全国家标准 饮用天然矿泉水》(GB 8537-2018),招股说明书,灼识咨询,京东,国盛证券研究所

图表21: 包装饮用水 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 7.1%



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

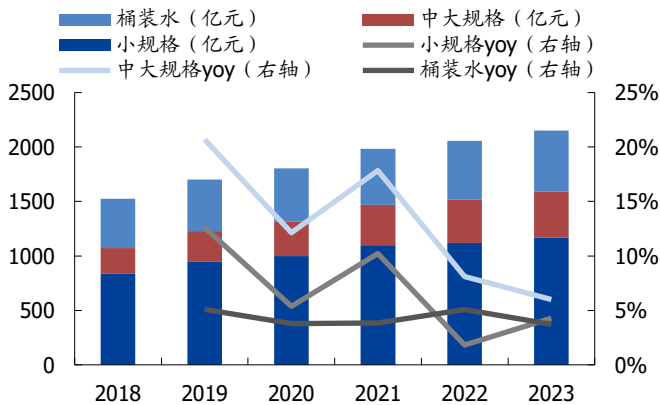
图表22: 纯净饮用水 2018-2023 年市场规模 CAGR 为 7.7%



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

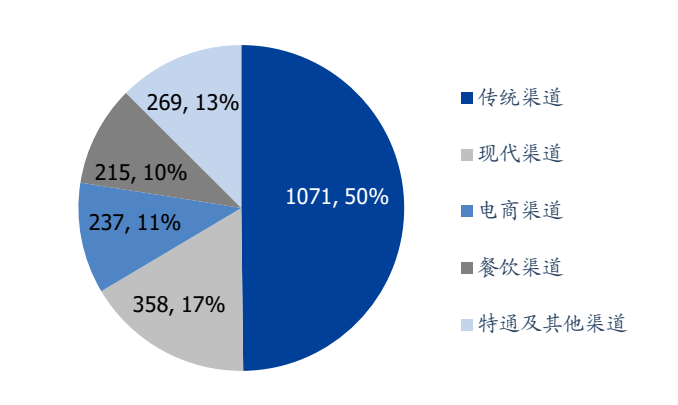
中大包装增速领先, 传统现代渠道为主。 1) 按包装规格划分, 包装水可分为小规格 (容量 ≤ 1 升)、中大规格 (1升 $<$ 容量 ≤ 15 升) 以及桶装水 (一般规格为 18.9 升, 5 加仑)。根据灼识咨询, 2023 年小规格/中大规格/桶装水分别占比 54%/20%/26%, 小规格占比过半, 但中大规格整体增速更高, 2018-2023 小规格/中大规格/桶装水 CAGR 分别为 6.8%/12.8%/4.3%。2) 按销售渠道划分, 包装水仍主要以传统和现代渠道销售为主, 2023 年两者占比合计约 66%, 电商、餐饮、特通等渠道作为补充占比分别 11%/10%/13%。

图表23: 小规格收入占比过半, 中大规格增长领先



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表24: 2023 年包装水销售收入来源以传统和现代渠道为主 (亿元)



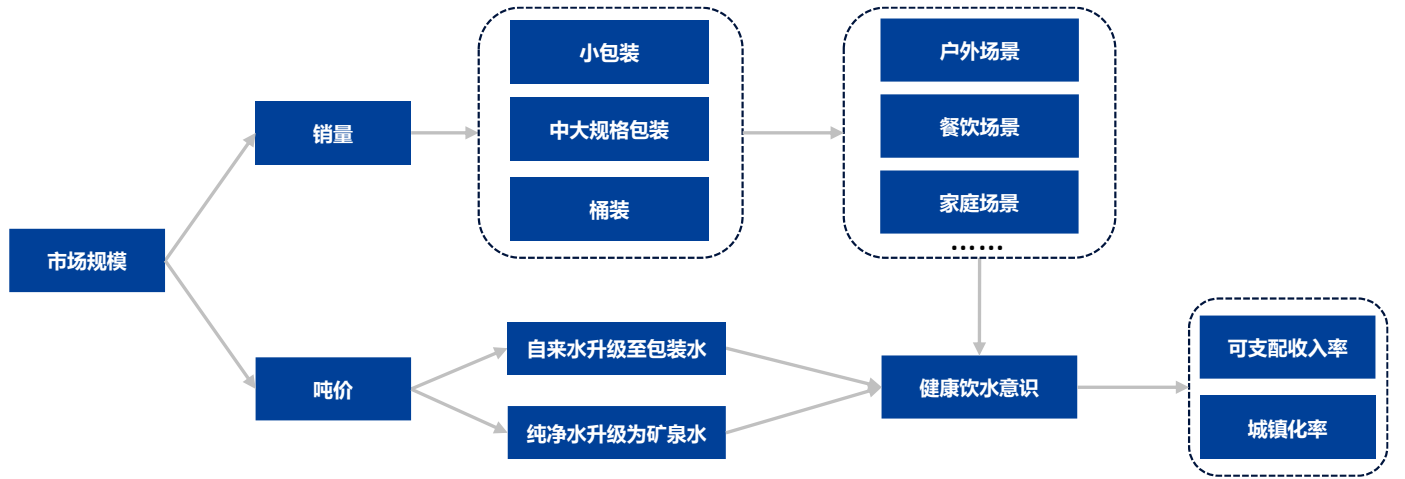
资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

2.1.2 驱动因素: 健康意识提升, 家庭+餐饮场景驱动

刚需属性主导, 消费场景多元。 包装水主要满足解渴的刚需, 具备必选消费属性, 消费频次高; 且消费者关注点主要集中在健康、性价比、品牌上, 消费粘性强。从消费场景看, 包装水涵盖即饮、家庭、办公三大场景, 其中即饮场景以小规格包装为主, 侧重便捷性; 家庭场景从直接饮用逐渐扩展至烹饪、泡茶等场景, 以中大规格包装为主, 侧重健康和性价比; 办公场景包括会议、员工用品等, 小规格与中大规格包装兼有。根据华经产业研究院数据, 2020 年我国包装水市场中即饮消费占比 61.43%、家庭消费 29.66%、办公消费占比 8.90%。

我们认为饮水健康意识提升是行业规模持续提升的核心因素, 其中家庭端与餐饮端等场景的开拓, 共同推动包装水市场销量端的稳健增长。

图表25: 饮水健康意识提升, 家庭场景与餐饮场景等因素共同推动包装水市场稳健增长



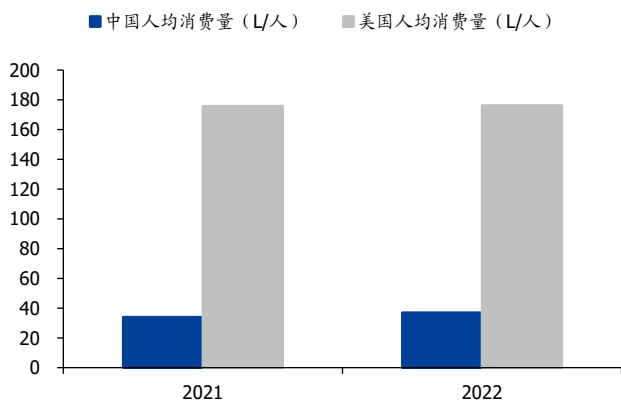
资料来源: 国盛证券研究所整理

1) 饮水健康意识提升, 包装水替代自来白开水是大势所趋

对标海外, 我国包装饮用水人均消费量存在较大提升空间。从全球视角看, 2022年我国人均包装水消费量仅有37L/人, 美国包装水人均消费量则高达176L/人, 我们认为主要由于美国大部分地区水质较硬(矿物质含量较高), 影响味道, 消费者普遍认为瓶装水比自来水更安全。而国内大部分消费者则有饮用白开水的习惯, 随着消费者对饮水安全的日益重视, 直接饮用煮沸后自来水的比例有望持续降低, 包装水渗透率有望进一步提升。

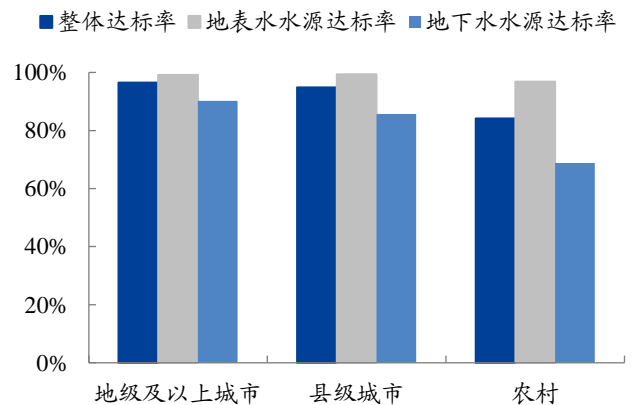
我国供水系统面临水污染、管网污染双重挑战。根据《2023年中国生态环境状况公报》, 在全国集中式生活饮用水水源中, 2023年地级及以上城市达标率为96.5%, 县级城市达标率为94.8%, 农村达标率为84.2%, 水体超标指标主要包括锰、铁、氟化物、钠等, 部分水资源仍不达标。同时, 由于我国早期居民饮用水输送管道多采用水泥管、钢管、镀锌管, 在长期使用过程中易老化、生锈、破裂, 可能对自来水造成二次污染。

图表26: 2022年我国人均包装水消费量远低于美国



资料来源: 智研咨询, Beverage Marketing Corporation, 国盛证券研究所

图表27: 2023年全国集中式生活饮用水水源存在明显不达标情况



资料来源: 《2023年中国生态环境状况公报》, 国盛证券研究所

2) 家庭场景：包装水兼具便捷和性价比优势，量增空间广阔

包装水兼具便捷及性价比优势，有望带动家庭场景持续扩容。根据国家统计局数据，2023年中国城镇化率提升至66%，同时平均家庭户规模下降为2.80人/户，整体呈现“单身户”数量增长、人口流动日趋频繁。而在小型家庭中，包装水是兼具便捷与性价比的饮水来源。按照2人、每日居家8小时的饮水量测算，使用净水器饮水的年均费用在842元，而包装水仅有765元，具备价格优势。同时，便利店、O2O等渠道扩张有效提升消费者对包装水的触达率，家庭场景扩容有望带动包装水行业形成新一轮量增。

图表28: 小家庭下包装水便捷和性价比优势明显

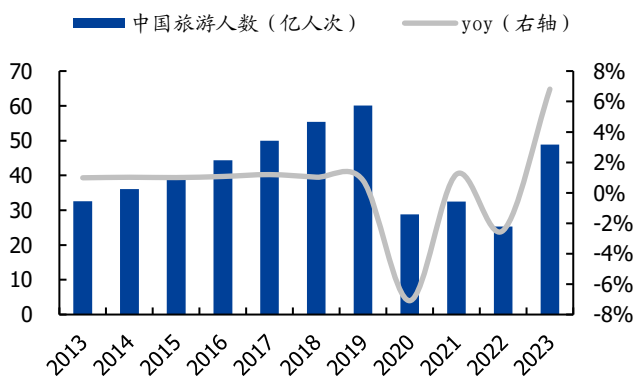
年饮水量		管道直饮水		净水器		包装水	
家庭户规模 (人/户)	2	直饮水单价 (元/L)	0.35	净水器均价 (元/台)	2700	桶装水单价 (元/L)	1.31
× 每日人均饮水量 (L/人)	1.6	× 用量 (L)	584	÷ 5年平均使用寿命		× 用量 (L)	584
× 居家8小时/清醒16小时	0.5			+ 滤芯年使用均价 (元)	300		
× 365天	365			+ 自来水均价 (元/L)	0.00344		
				× 用量 (L)	584		
总饮水量 (L)	584	年均费用 (元)	204	年均费用 (元)	842	年均费用 (元)	765

资料来源：京东，头豹研究院，政府官网，国盛证券研究所测算

3) 餐饮场景：前厅后厨场景拓展，带动行业持续量增

旅游拉动餐饮场景修复，包装水用途拓展。2023年国内旅游人数达到48.9亿人次，2013-2023年CAGR+4%；2023年城镇居民旅游人均消费1111.8元、农村居民旅游人均消费649.0元，均已超越2019年高点，旅游需求的提升有望拉动餐饮场景的快速修复。此外，餐饮场景中，前厅和后厨不断拓展包装水的用途，行业量增有望进一步延续。

图表29: 2023年国内旅游人数达到48.9亿人次，同比+6.8%



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表30: 包装水在餐饮渠道运用场景的开拓

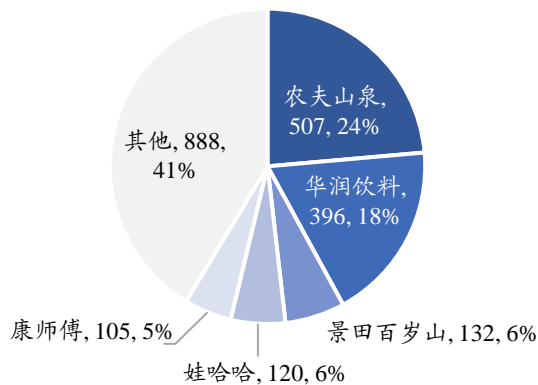


资料来源：餐饮视界，重庆火锅节HOT，国盛证券研究所

2.2 竞争格局：强者恒强，集中度有望进一步提升

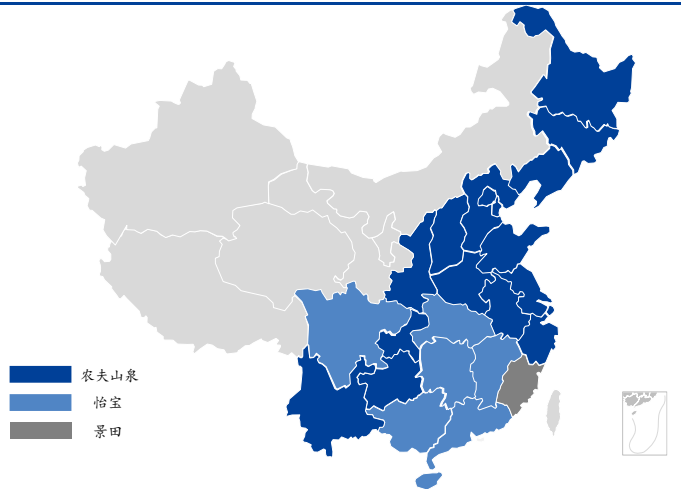
包装饮用水行业：集中度持续提升，龙头优势市场稳固。根据灼识咨询，2023年中国包装水市场前五分别为农夫山泉、华润饮料、景田百岁山、娃哈哈和康师傅，占比分别为23.6%/18.4%/6.1%/5.6%/4.9%，CR5达58.6%，而2021年CR5仅56.2%，行业集中度有望继续保持提升态势。从区域上看，类似啤酒市场格局，龙头企业呈割据状态，具备自身强势优势市场，根据马上赢2023年零售数据以及公司招股说明书，农夫山泉优势市场集中在江浙沪及华北东北一带，而华润饮料优势市场主要集中在华南，景田百岁山则在福建省具有较高的市场份额。

图表31：2023年中国包装饮用水市场竞争格局（亿元）



资料来源：招股说明书，灼识咨询，国盛证券研究所

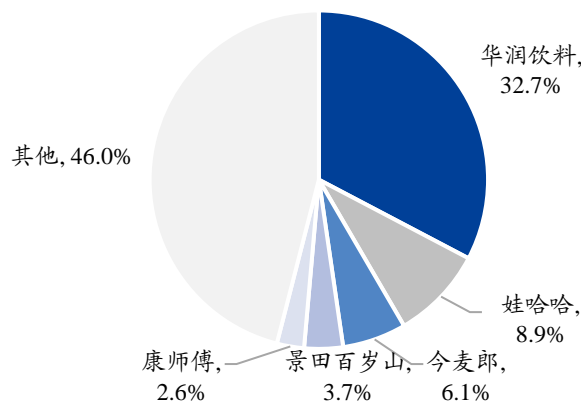
图表32：2023年包装水零售端各省市占率第一情况



资料来源：马上赢，招股说明书，国盛证券研究所 注：根据马上赢数据，江西省2023年市占率第一品牌为怡宝

饮用纯净水行业：一超多强格局下，龙头强者恒强。饮用纯净水当前呈现一超多强的竞争格局，根据灼识咨询数据，2023年中国纯净水市场销售额前五分别为华润饮料、娃哈哈、今麦郎、景田百岁山和康师傅，占比分别为32.7%/8.9%/6.1%/3.7%/2.6%，CR5占比54.0%，行业集中度较高，龙头份额远超第二名至第五名份额之和，优势显著。我们认为行业内龙头企业由于具备较强品牌力和渠道力，有望随着产能的持续优化，进一步提升市占率，市场集中度同样有望进一步提升。

图表33：2023年中国饮用纯净水市场竞争格局（亿元）



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

2.3 公司：全水种布局完善，中大规格增长领先

小绿瓶形象经典，包装水产品矩阵完善。公司全面布局包装水业务，纯净水、天然水、矿泉水等领域均布局完善。其中纯净水主打品牌“怡宝”可追溯到上世纪 90 年代，是中国最早专业化生产的包装水，2001 年，公司将产品升级为“小绿瓶”，向消费者传达“健康、安全”的品牌形象，迅速获得市场认可。此后，公司不断丰富产品线，推出 1L 以上的中大规格瓶装水，以迎合即饮、居家、办公等场景不断增长的饮水需求。2020/2021 年公司相继推出 6L、12L 规格包装水，带动近年中大规格业务收入高增长。此外，天然水和矿泉水领域公司也布局完善，给予消费者全面的选择权利。

图表34: 公司包装水产品矩阵齐全(分水种)

产品品类	品牌	产品	描述	推出时间	单瓶容量
纯净水	怡宝		瓶装/桶装饮用纯净水	1990 年代推出，2001 年升级为“小绿瓶”	350ml、400ml、555ml、1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、6L、12.8L、18.9L
	永隆		桶装饮用纯净水	2010	18.9L
天然水	怡宝		瓶装饮用天然水	-	520ml、5L
	本优		瓶装饮用天然水	2024	555ml
矿泉水	本优		瓶装天然矿泉水	2023	350ml、555ml
	加林山		桶装天然矿泉水	2010	18.9L
	怡宝露		玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022	350ml、750ml

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

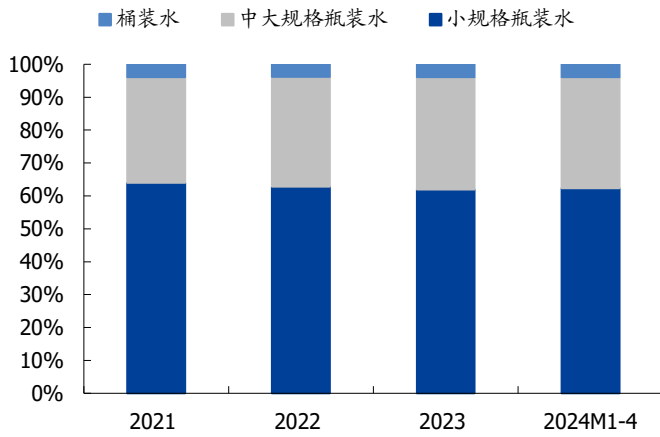
纯净水矩阵较为完善，中大规格增速领先。在饮用纯净水赛道，公司与同行农夫山泉、娃哈哈、景田百岁山、康师傅、今麦郎相比，产品 sku 最多，给予消费者更多的选择。分产品规格来看，2023 年公司小规格/中大规格/桶装水占公司包装水业务比重分别 62.0%/34.1%/3.9%，同比-0.9/+0.8/+0.1pct，当前整体呈现小规格包装主导的格局，但中大规格产品近年来随着消费场景的拓展增速更高，2023 年公司中大规格包装水实现收入 42.43 亿元，2021-2023 年 CAGR 达+10.6%。

图表35: 公司纯净水规格较为完善, 满足即饮、居家、餐饮、户外、办公等场景需求

规格分类	小规格	中大规格	桶装水
适用场景	便携即饮	家庭、餐饮、户外	居家、办公
华润饮料	 350ml/400ml/555ml	 1. 18L/1. 55L/2. 08L/4. 5L/6L/12. 8L	 18. 9L
农夫山泉	 550ml		
景田百岁山	 360ml/560ml	 1. 5L/4. 8L/15L	 18. 9L
娃哈哈	 350ml/596ml	 1. 5L/4. 5L/5. 5L/12L/14. 8L	
康师傅控股	 550ml	 1. 5L/5L	
今麦郎	 550ml	 1. 5L/5L	

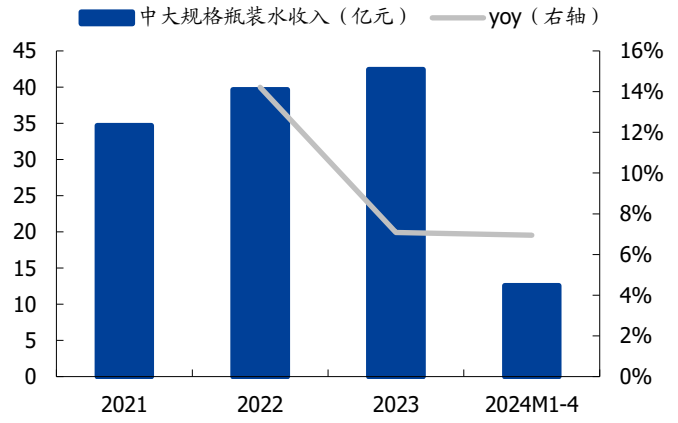
资料来源: 招股说明书, 农夫山泉官网, 景田官网, 景田送水小程序, 京东, 国盛证券研究所

图表36: 公司小规格包装主导, 中大规格及桶装占比提升



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表37: 2021-2023 年公司中大规格包装水收入 CAGR 达 10.59%



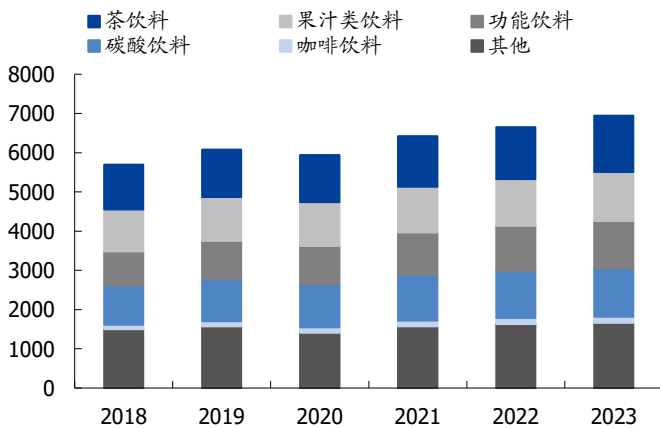
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

三、饮料赛道高景气度, 自有品牌全面布局

3.1 饮料市场稳步增长, 细分品类表现亮眼

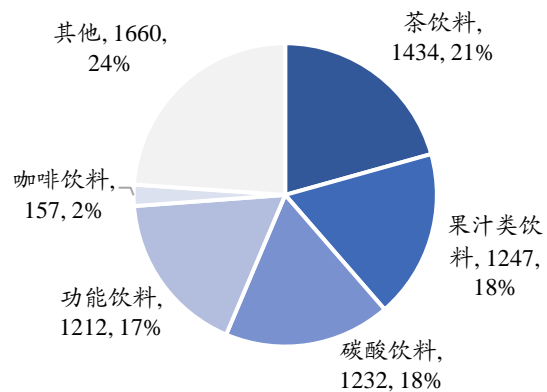
饮料可选属性较强, 各细分市场稳步提升。根据灼识咨询数据, 2023 年中国饮料市场规模达 6942 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 +4.0%。从细分品类看, 2023 年茶饮料/果汁饮料/碳酸饮料/功能饮料/咖啡/其他即饮软饮分别 1434/1247/1232/1212/157/1660 亿元, 占比分别为 21%/18%/18%/17%/2%/24%。饮料行业作为高景气度行业, 相较包装水而言, 可选属性更强, 但随着头部饮料企业不断丰富产品矩阵, 迎合消费者的个性化需求以及和消费场景的逐渐恢复, 灼识咨询预测 2028 年软饮料市场规模有望增至 8888 亿元。

图表38: 2018-2023 年中国饮料市场规模稳步提升 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表39: 2023 年中国饮料分品类市场规模 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

“麒麟”合作入局饮料, 细分赛道位居龙头。2011 年公司通过与日本麒麟合作进入饮料赛道, 引进“魔力”、“午后奶茶”、“火咖”以及“源自世界的厨房”等产品, 并自

2018年起打造“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”等自有品牌，为公司带来新成长动能。根据灼识咨询数据，2023年公司在菊花茶饮料市场排名第一、中国风味水市场排名第二，至本清润、蜜水系列、假日系列、火咖、午后奶茶零售额均超1亿元，品牌具备较强影响力。

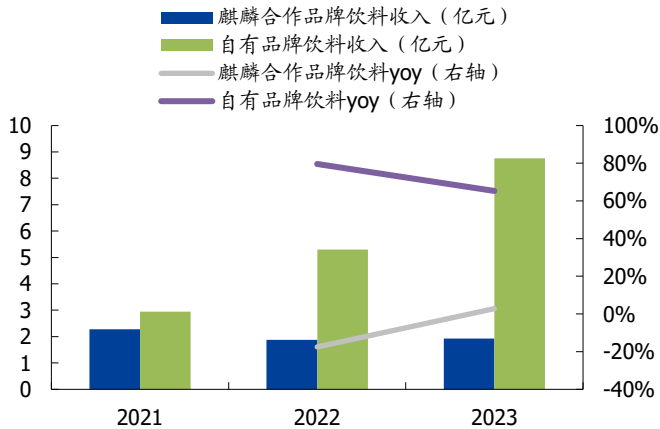
图表40: 华润饮料饮料板块产品矩阵完备

产品品类	品牌	产品	描述	推出时间	单瓶容量	建议零售价(元)	麒麟合作/自有
茶饮料	至本清润		草本植物饮料	2021	310ml、450ml、1L、1.5L	3-8.5	自有
	午后奶茶		奶茶饮料	2011	430ml、500ml	4-5	合作转自有
	佐味茶事		无糖茶饮料	2019	430ml	5	自有
果汁饮料	蜜水系列		风味水	2018	350ml、480ml	4-5	自有
	假日系列		低浓度果汁	2019	440ml、1.5L	4-8.5	自有
	源自世界的厨房		低浓度果汁	2022	500ml	5	合作
运动饮料	魔力		运动饮料	2011	500ml	5	合作转自有
咖啡饮料	火咖		咖啡饮料	2011	180ml、260ml、280ml、440ml	3.5-6	合作
碳酸饮料	FEEL		气泡苏打水	2022	330ml、480ml	3-4	自有

资料来源: 招股说明书, 公司官网, 公司公众号, 国盛证券研究所

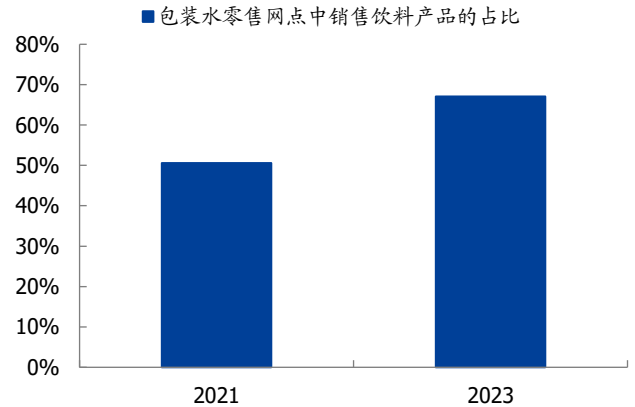
自有品牌延续高增，借包装水渠道布局饮料。受益于产品矩阵丰富、渠道扩张与品牌知名度提升，2023年公司饮料收入10.68亿元，同比+48.97%；其中自有品牌饮料收入为8.75亿元，同比+65.30%，而与麒麟合作品牌饮料呈稳步发展态势。渠道方面，公司可借助包装水的终端网点布局饮料产品，2023年公司包装水销售网点中，同时销售公司饮料产品的网点占比为67.1%，相较于2021年的50.6%增长16.5pct。营销方面，公司采用线上线下的整合营销策略，线下布置户外广告立牌、开展扫码兑奖活动，线上与《怦然心动20岁》、《相遇的夏天》等综艺合作，提升产品知名度。

图表41: 2021-2023年公司自有品牌饮料增速显著高于合作品牌饮料



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表42: 2021-2023年公司提升饮料在包装水网点的渗透率

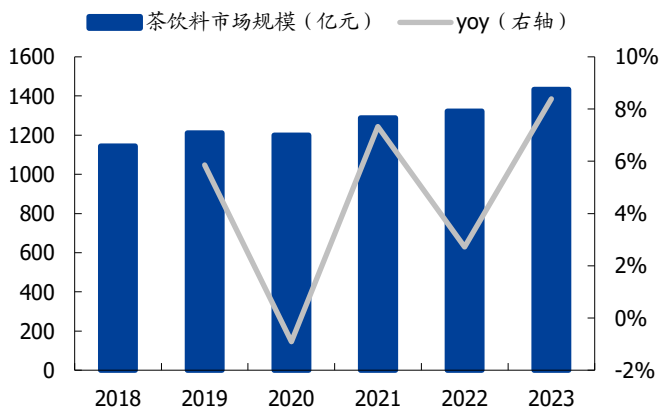


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 茶饮料: 至本清润定位清晰, 潜力产品布局完善

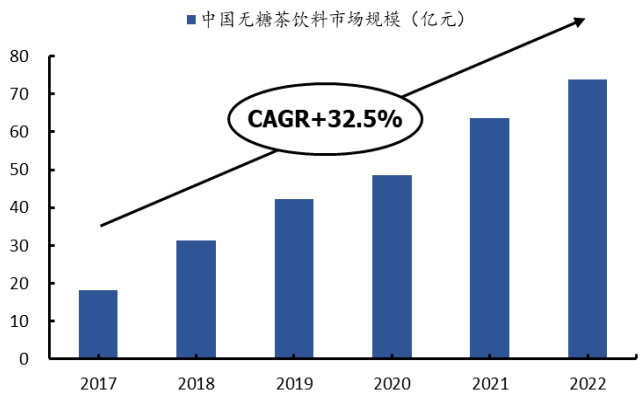
茶饮料千亿市场, 无糖茶表现突出。根据灼识咨询数据, 2023年中国茶饮料市场规模达1434亿元, 同比+8.4%, 2018-2023年CAGR为4.6%, 预计2028年市场规模将增至2032亿元, 2023-2028年CAGR为+7.2%。在茶饮料细分赛道中, 近些年在消费者健康意识驱使下, 无糖茶饮表现较为突出, 根据亿欧智库发布的《2023中国无糖茶饮行业白皮书》, 2017-2022年CAGR为+32.5%, 保持较高的增长水平。

图表43: 2023年中国茶饮料市场规模达1434亿元



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表44: 无糖茶饮表现较为突出, 2017-2022年CAGR为32.5%



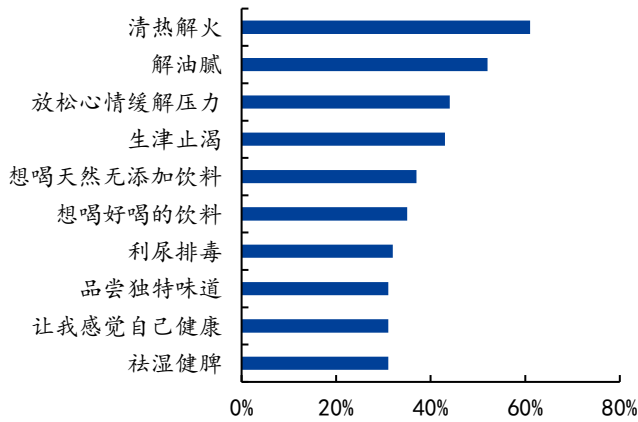
资料来源: 36氪, 亿欧智库, 国盛证券研究所

公司茶饮料赛道主要布局了中式草本饮料“至本清润”、无糖茶“佐味茶室”以及奶茶“愿事之茗”, 产品矩阵完善。

中式草本饮料: 健康养生潮流驱动, 消费者教育成本低。一方面, 生活压力加大以及轻养生理念推动饮品向“健康功能”与“自我愉悦”兼顾的方向发展, 中式草本饮料普遍含糖量低, 可以持续为消费者提供情绪价值; 另一方面, 草本植物在消费者中天然存在较强的功能认知, 教育成本低、接受度高。根据博思数据, 2023年中国草本植物饮

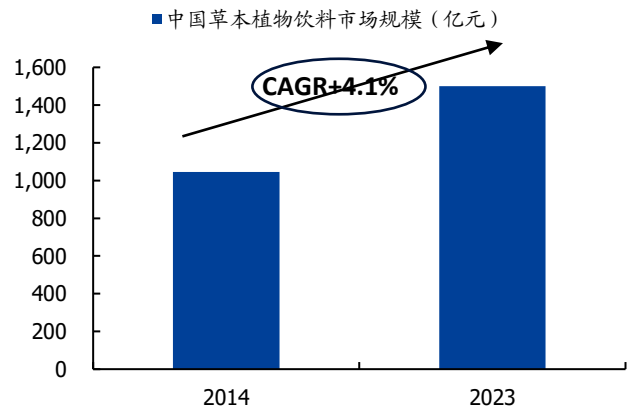
料市场达1500亿元，2014-2023年CAGR为+4.1%，其中近5年复合增长率为双位数。2024年1-5月，植物饮料在天猫、京东、抖音等平台的销售额实现全面高增，增速分别达到+258.89%、+87.64%、+51.49%，呈现出较高的增长。

图表45: 中式草本植物饮料为消费者提供食补功能与情绪价值



资料来源: 第一食品资讯, 共研产业咨询, 国盛证券研究所

图表46: 2014-2023年中国草本植物饮料市场CAGR为4.1%



资料来源: 博思数据, 国盛证券研究所

图表47: 草本植物在消费者中天然存在较强的功能认知



资料来源: 益普索, 国盛证券研究所

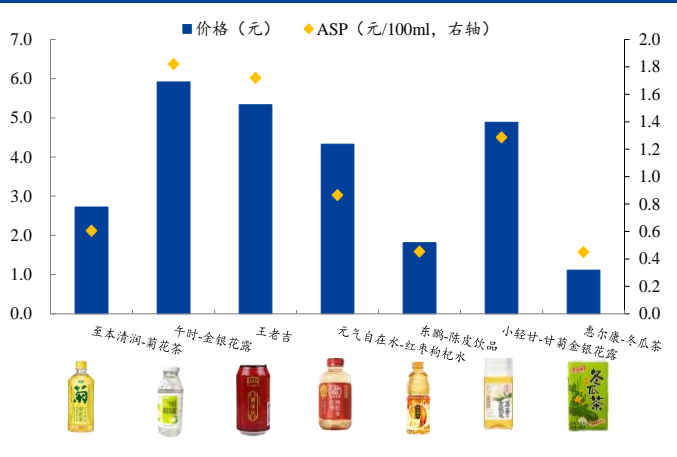
至本清润温润清甜，菊花茶市占第一。公司2021年推出至本清润菊花茶，精选杭白菊及冰糖等优质原材料，打造兼具温润清甜口感、清凉去火功能的畅销单品。包装上，至本清润采用国潮风格包装设计，并与故宫博物院的《只此青绿》舞蹈诗剧联动，提升文化内涵。根据灼识咨询数据，2023年公司以零售额7.56亿元在中国菊花茶饮料市场排名第一，市场份额达38.5%，遥遥领先第二名9.4%的市占率。借助菊花茶的热度，公司于2023、2024年分别推出至本清润柠檬茶、酸梅汤产品以及1L装的畅饮款，进一步丰富产品组合，提升性价比，巩固公司在草本饮料的市场地位。

图表48: 至本清润采用国潮风格包装设计, 与《只此青绿》联动



资料来源: 公司官网, 公司公众号, 国盛证券研究所

图表49: 至本清润单瓶价格和 ASP 较低, 具备性价比



资料来源: 京东, 国盛证券研究所

奶茶包装焕新, 无糖茶布局完善。2007年日本麒麟的“午后红茶”在国内上市, 以柔滑口感、奶香、0反式脂肪酸作为特色, 并于2011年成为公司合作品牌; 2019年午后奶茶系列上新“愿事之茗”, 定位高端; 2024年10月, 公司愿事之茗再次上新, 包括原味奶茶和桂花乌龙奶茶两种口味。无糖茶方面, 公司于2019年推出“佐味茶室”, 以“零糖也好喝”作为产品标签发布, 包括乌龙茶、红茶、绿茶三款产品, 顺应当下无糖茶消费潮流。

图表50: 2024年10月“愿事之茗”奶茶产品上新, 包装焕新

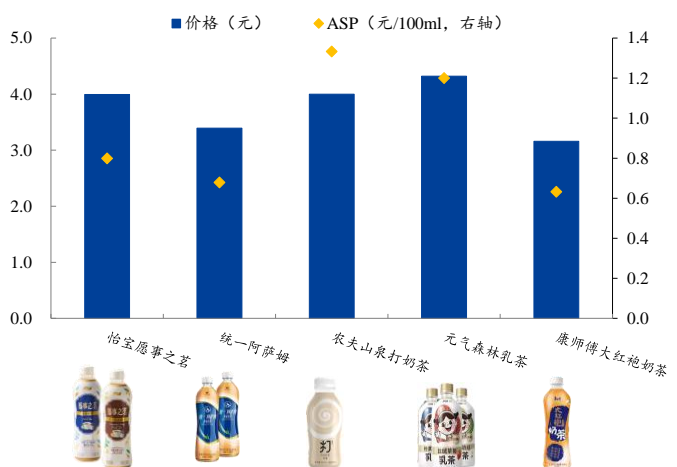


2019年

2024年10月

资料来源: 食业家, 公司公众号, 国盛证券研究所

图表51: “愿事之茗”奶茶定位高端

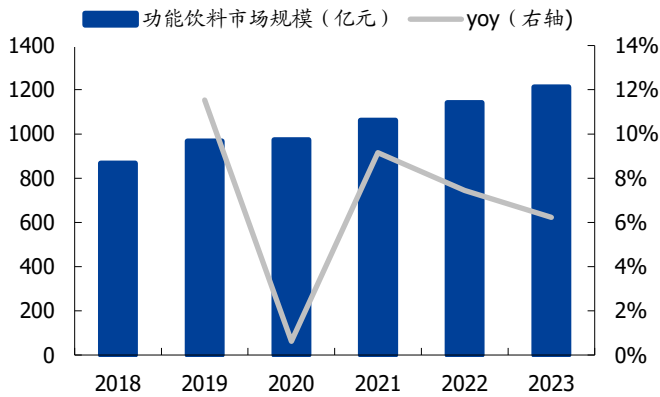


资料来源: 京东, 国盛证券研究所

3.3 能量饮料: 产品口味丰富, 受益于体育营销

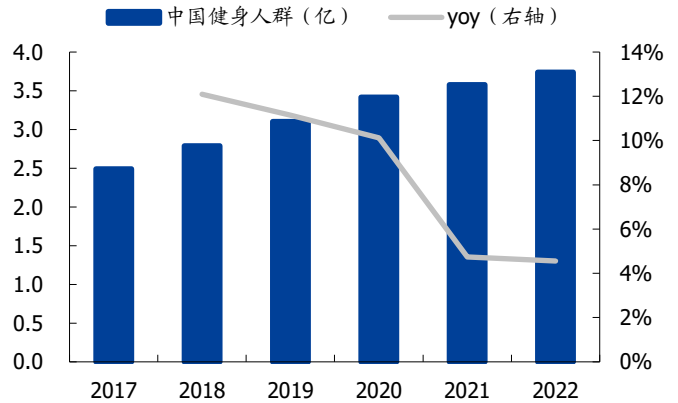
健身人群规模提升, 功能饮料快速扩张。根据灼识咨询数据, 2023年中国功能饮料市场规模达1212亿元, 2018-2023年CAGR为6.9%, 预计2028年市场规模将增至1755亿元, 2023-2028年CAGR为7.7%。此外, 中国健身人群(每周参与两次以上健身活动)稳步增长, 2022年达到3.74亿, 同比+4.6%, 预计2022-2027年CAGR将达+4.4%, 消费人群的拓展, 有望推动功能饮料需求快速提升。

图表52: 2018-2023年中国功能饮料市场规模 CAGR 为 6.9%



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表53: 2022年中国健身人群达到 3.74 亿, 同比+4.6%



资料来源: KEEP 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

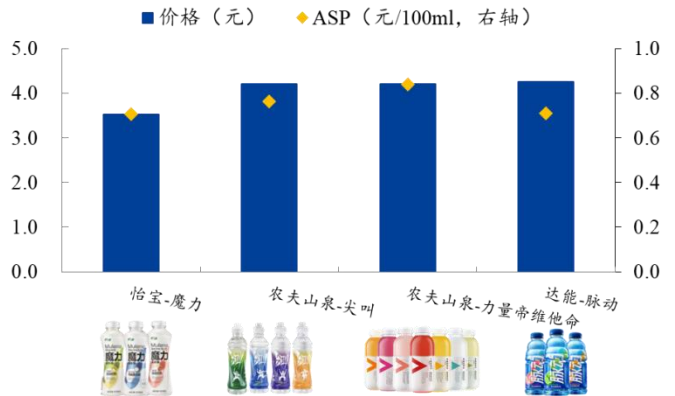
魔力口味丰富, 有望受益于体育营销。“魔力”于 2011 年通过和日本麒麟的战略合作纳入公司产品矩阵, 并于 2014 年成为公司自有品牌。2020 年 5 月, 公司发布魔力维他命 (柠檬味)、魔力电解质 (椰子水味)、魔力氨基酸 (西柚味) 3 款新品, 口味、功能全面升级。运动饮料与公司体育营销战略高度契合, 魔力也成为了中国国家队官方运动饮料, 塑造“健康、安全、专业”的品牌形象。在与市面上其他功能饮料相比, 公司产品价格适中, 功能全面, 具备竞争力。

图表54: “魔力”成为中国国家队官方运动饮料



资料来源: 怡宝公众号, 国盛证券研究所

图表55: “魔力”价格适中, 与脉动相近



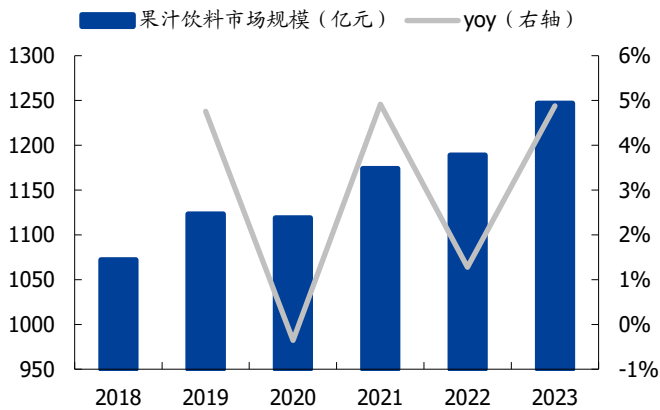
资料来源: 京东, 国盛证券研究所

3.4 果汁饮料: 行业稳步扩容, “蜜水”“假日”定位清晰

果汁市场稳步扩容, 公司产品高性价比。根据灼识咨询数据, 2023 年中国果汁饮料市场规模达 1247 亿元, 同比+4.9%, 2018-2023 年 CAGR 为 3.1%。预计 2028 年市场规模将增至 1641 亿元, 2023-2028 年 CAGR 为 5.6%。果汁饮料可分为纯果汁、高浓度果汁、低浓度果汁与近水饮料。公司于 2018 年成立近水饮料品牌“蜜水系列”, 2019 年推出低浓度果汁“假日系列”, 后 2022 年与日本麒麟合力推出低浓度果汁品牌“源自世

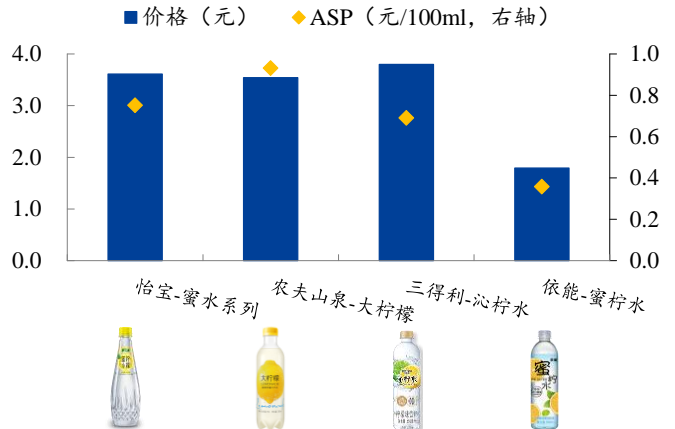
界的厨房”。根据灼识咨询数据，2023年公司在风味水市场排名第二，市占率达12.9%。

图表56: 2018-2023年中国果汁饮料市场规模CAGR达3.1%



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表57: “蜜水系列”性价比较高



资料来源: 京东, 国盛证券研究所

图表58: 公司果汁产品覆盖低浓度果汁及近水饮料, 满足性价比消费需求

分类	定义	消费者选择原因	公司产品	ASP (元/100ml)
高浓度果汁及纯果汁	果汁含量高, 较好保留了水果中的营养成分	追求便捷的营养摄取	-	-
低浓度果汁	果汁浓度低 (一般小于15%), 含有添加剂, 口味丰富, 价格显著低于高浓度果汁	追求丰富口感和低价	假日系列 	0.91
近水饮料	口味清淡但品种丰富, 配方以水、维生素、少量果汁和微量矿物质为主, 介于饮用水、果汁饮料和功能饮料之间	满足补水需求和配料表担忧, 追求健康和口感	源自世界的厨房  蜜水系列 	- 0.75

资料来源: 招股说明书, 艾媒咨询, 京东, 国盛证券研究所

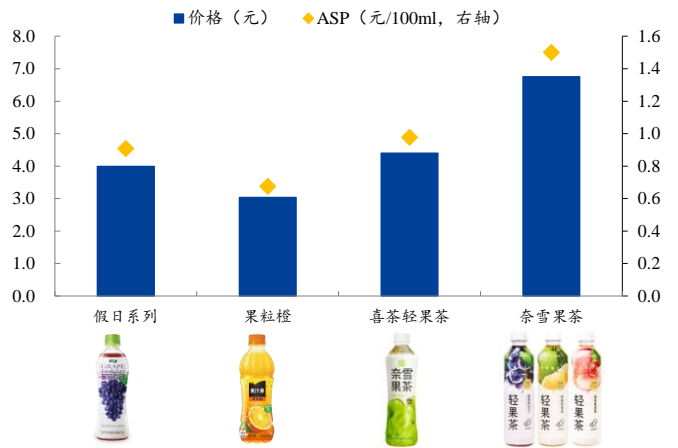
“假日系列”定位年轻休闲，线上线下精准营销。2019年3月公司首次推出“葡萄假日”果汁饮料；2021年3月“葡萄假日”包装焕新上市，并在4月推出“桃桃假日”。假日系列精选酿酒级别的西班牙 bobal 葡萄汁及优质国产白桃汁，定位休闲场景，符合当下年轻人在高压环境下渴望轻松、自由的心理需求。在营销和渠道上，假日系列打造“旅行恋综+校园社群+直播带货”的年轻化营销闭环：线上赞助青春旅行综艺《怦然心动20岁》，提升在年轻消费人群中的曝光率；线下走进北京、湖北15家校园门店开展主题陈列、促销活动，深化品牌形象；最后通过直播带货赋能渠道销售，实现流量到销量的转化，有效扩大了品牌声量。定价方面，假日系列产品具备性价比。

图表59: “假日系列”北京、湖北线下校园门店



资料来源: 新经销, 国盛证券研究所

图表60: “假日系列”性价比较高

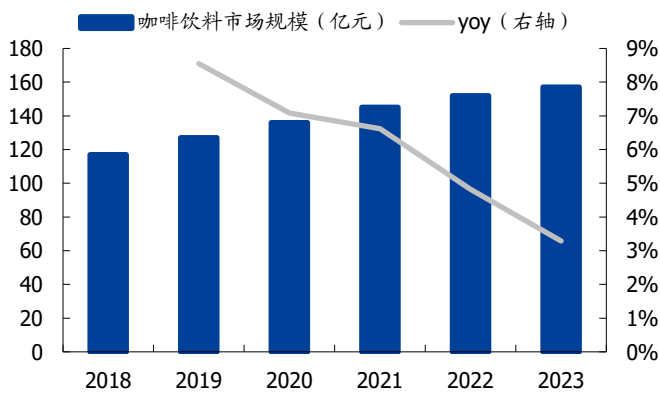


资料来源: 京东, 国盛证券研究所

3.5 咖啡: 行业稳定增长, 公司继承麒麟品牌

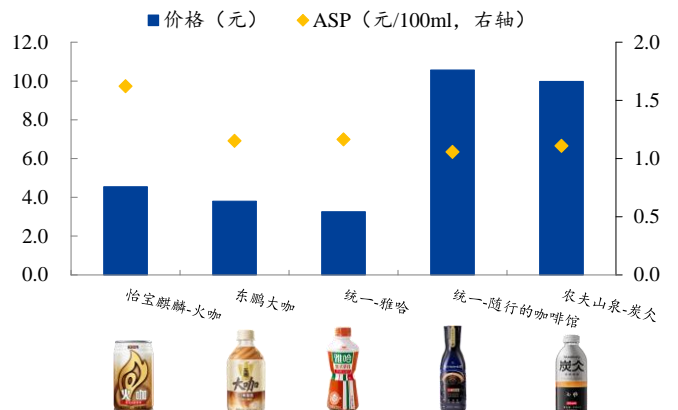
咖啡增长稳定, “火咖”定价较高。根据灼识咨询数据, 2023年中国咖啡市场规模达157亿元, 2018-2023年CAGR为6.1%, 预计2028年市场规模将增至184亿元, 2023-2028年CAGR为3.2%。公司于2011年将日本麒麟旗下的“火咖”品牌纳入产品矩阵, 并把“直火烘焙”的咖啡制作方式作为品牌标签, 陆续推出意式香浓拿铁、意式倍醇拿铁、美式冰咖啡等系列产品, 与市面上竞品对比, 公司产品整体定价偏高。

图表61: 2018-2023年中国咖啡市场规模CAGR为6.1%



资料来源: 招股说明书, 灼识咨询, 国盛证券研究所

图表62: “火咖”产品价格对比



资料来源: 京东, 国盛证券研究所

四、核心优势：体育营销助力品牌，产能扩建助力全国化

相较于同行竞争对手，公司在产品、品牌、渠道、产能等方面均具备较强的优势，我们长期看好公司的核心竞争力。











4.1 产品：以包装水为核心，打造“一超多强”矩阵

以“怡宝”为核心，多品类布局饮料。截至 2023 年末，公司产品组合包括“怡宝”、“至本清润”等 13 个品牌、59 个 SKU。2023 年怡宝纯净水产品终端零售额达 395 亿元，至本清润、蜜水系列、假日系列、火咖及午后奶茶零售额均超 1 亿元，呈现“一超多强”格局。

包装水：以纯净水带动其他水种，价格带全覆盖。基于“怡宝”纯净水的成功经验，公司逐步布局天然水、矿泉水等中高端产品，于 2022 年推出高端天然矿泉水品牌“怡宝露”，于 2023 年创立平价矿泉水、天然水产品“本优”，建议零售价不到 2 元。苏打水方面，公司在 2022 年推出“FEEL”气泡苏打水，产品零糖、零脂肪、零热量、零山梨酸钾，为消费者提供更具口感的健康补水选择。

图表63: 公司包装水及饮料产品矩阵齐全

产品品类	品牌	产品	描述	推出时间	单瓶容量
包装水产品					
纯净水	怡宝		瓶装/桶装饮用纯净水	1990 年代推出，2001 年升级为“小绿瓶”	350ml、400ml、555ml、1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、6L、12.8L、18.9L
	永隆		桶装饮用纯净水	2010	18.9L
天然水	怡宝		瓶装饮用天然水	1990 年代	520ml、5L
	本优		瓶装饮用天然水	2024	555ml
矿泉水	本优		瓶装天然矿泉水	2023	350ml、555ml
	加林山		桶装天然矿泉水	2010	18.9L

	怡宝露		玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022	350ml、750ml
饮料产品					
	至本清润		草本植物饮料	2021	310ml、450ml、1L、1.5L
茶饮料	午后奶茶		奶茶饮料	2011	430ml、500ml
	佐味茶事		无糖茶饮料	2019	430ml
	蜜水系列		风味水	2018	350ml、480ml
果汁饮料	假日系列		低浓度果汁	2019	440ml、1.5L
	源自世界的厨房		低浓度果汁	2022	500ml
运动饮料	魔力		运动饮料	2011	500ml
咖啡饮料	火咖		咖啡饮料	2011	180ml、260ml、280ml、440ml
碳酸饮料	FEEL		气泡苏打水	2022	330ml、480ml

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

4.2 品牌：深度绑定体育营销，彰显“健康安全专业”

体育场景作为包装水的重要消费场景，是各大水企营销的必争之地。公司一方面借助顶级体育 IP 迅速打开消费者认知，塑造“健康、安全、专业”形象，另一方面长期深耕全民体育，推动体育事业发展，培养终端消费习惯，有着较强的首发优势。

与顶级体育 IP 合作，提升专业性和知名度。公司自 2019 年起成为了 TEAM CHINA/中国国家队的合作伙伴，怡宝包装水也成为中国国家队官方指定用水。公司在 2020 年东京夏季奥运会、2022 年北京冬季奥运会以及 2024 年巴黎夏季奥运会等重大体育赛事为中国国家队提供产品支持，也在其他全球级、国家级体育赛事为超 70 支国家体育队伍的备战及参赛提供饮用水与饮料产品，展现专业产品形象。此外，公司为环法自行车赛、中超联赛、世界田径钻石联赛、国际冰球世锦赛等顶级体育 IP 提供补水支持，持续提

升市场知名度。2023年中超联赛共举办240场比赛，现场观赛、电视转播和网络直播累计吸引观众约3.8亿人次，为“怡宝”带来了广泛流量。

图表64：“怡宝”成为中国国家队官方指定用水



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表65：2024年“怡宝”冠名中超联赛



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

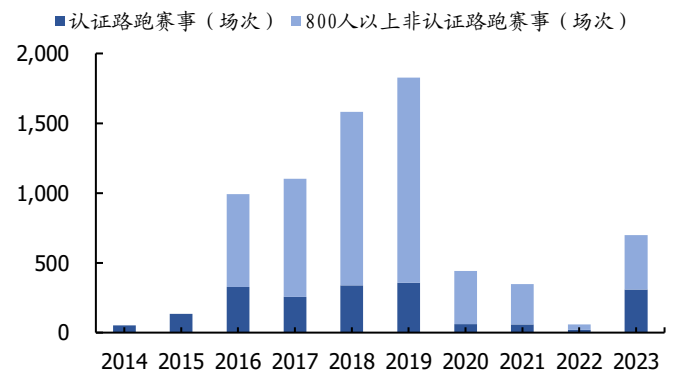
长期深耕全民体育，培养终端消费习惯。公司长期深耕马拉松赛事，联合举办村BA、戈壁挑战赛、校园跑等其他大众体育赛事，顺应健康生活趋势、培养终端消费习惯。自2013年起，公司旗下怡宝已在超45个城市中合作超过1000场马拉松赛事，助力马拉松赛事发展的同时将“绿色领跑者”形象深入人心。2023年，公司邀请马拉松奥运冠军埃鲁德·基普乔格担任怡宝马拉松推广大使，进一步巩固品牌在路跑领域的领先地位。根据中国田径协会数据，2019年国内路跑赛事达1828场，2016-2019年CAGR为+23%，呈现高速增长；2023年认证路跑赛事为308场次、认证赛事总参赛规模达418.41万人次，已基本恢复到2019年水平。

图表66：2023年马拉松奥运冠军基普乔格担任“怡宝”马拉松推广大使



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表67：2016-2019年中国路跑赛事场次CAGR为23%



资料来源：《2023中国路跑赛事蓝皮书》，国盛证券研究所

4.3 渠道：华南强势品牌，终端铺设加码

华南强势品牌，全国拓展可期。公司坚持“精耕细作，决胜终端”的渠道扩张策略，通过经销网络下沉和渠道终端建设走向全国。2006年公司实现广东省包装水市占率第一，在2007年实现华南地区市占率第一并开拓长江沿岸市场。根据灼识咨询数据，2023年公司包装水产品在广东、湖南、湖北、四川、海南、广西六个省份/自治区排名第一，在五个省份或直辖市排名第二。同时，公司采取“西进东扩北伐”战术进攻较为薄弱市场，在北京、辽宁、陕西建立根据地，有较强优势后以此辐射周边省份，2023年公司

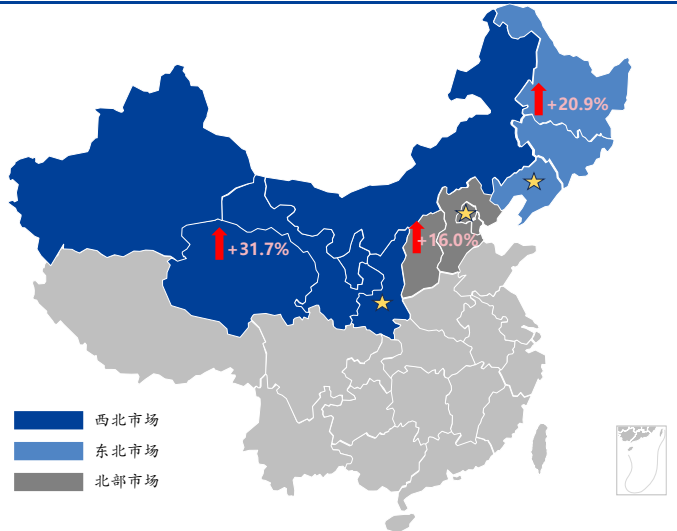
在北部、东北、西北市场销量分别同比提升 16.0%、20.9%、31.7%。

图表68: 公司在六个地区市占率第一, 五个地区市占率第二



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

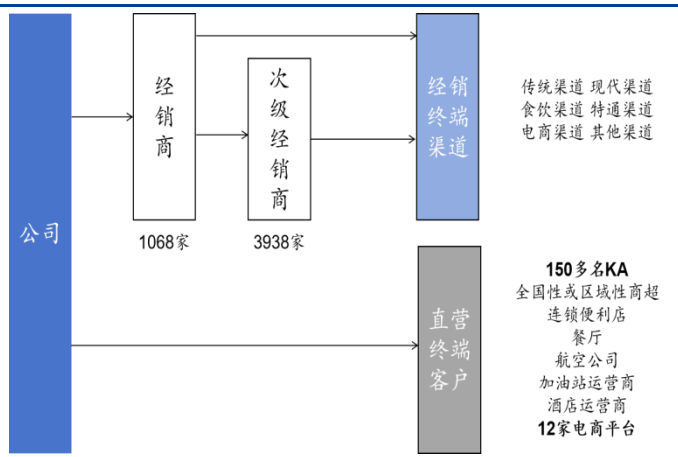
图表69: “西进东扩北伐”战略下, 薄弱市场销量增速较高



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所注: 数字为 2023 年该区域销量增速, 五角星为根据地市场

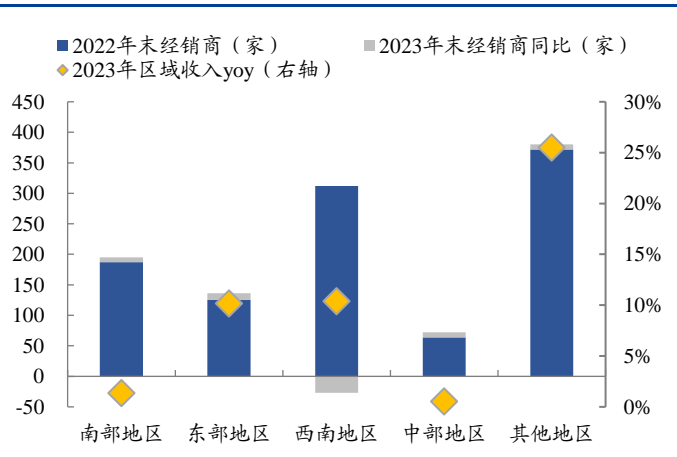
渠道坚持精耕细作, 区域扩张稳步推进。经销是公司销售的核心方式, 2023 年经销收入占比高达 88%。截至 2023 年末, 公司与全国 1068 家经销商、3938 家次级经销商合作, 累计覆盖 200 万+的零售网点。分区域看, 2023 年末南部/东部/西南/中部/其他地区经销商数量分别为 195/136/285/72/380 家, 西南地区及其他地区 (包括辽宁、北京、香港、澳门等) 数量最多, 区域收入提升最快, 2023 年分别同比+10%/+26%。此外, 公司积极拥抱新消费模式与新零售渠道, 线上完成主流电商平台全覆盖, 线下布局自动贩卖机、蜜蜂店。此外, 华润万家 2023 年门店数达 3000 家、华润啤酒 2023 年在中国啤酒行业营收排名第一, 或将为公司提供丰富的渠道资源。

图表70: 公司累计覆盖 200 万+零售网点



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所注: 数据截至 2023 年

图表71: 西南地区及其他地区经销商调整较大



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

全民巷战地推, 终端网点下沉。公司高度重视终端建设, 采用一系列地推打法扩张终端网点: 1) 全民巷战: 通过“百城千店示范街”、“集体铺市”及“绿地行动”活动深入零售网点, 通过客情维护、市场调研、终端陈列及定期商用冰柜检查等工作提升公司在终端的影响力; 2) 冰柜投放: 冰柜是饮料企业抢占终端份额的利器, 2023 年公司商用

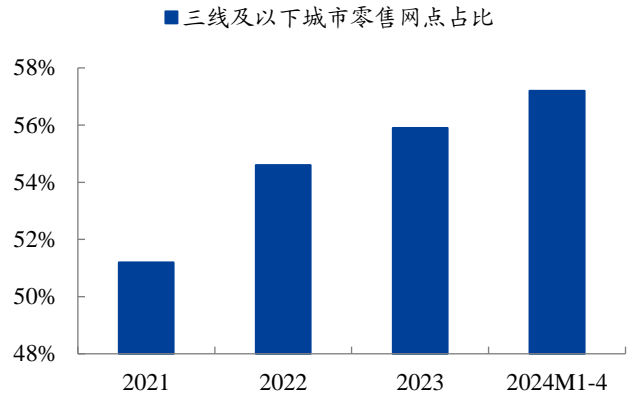
冷藏展示柜的投放量为 2021 年两倍多；3) 网点下沉：2024 年 4 月末公司位于三线及以下城市的网点占比为 57.2%，相较 2021 年 51.2% 有显著提升；4) 数字化运营：公司通过终端客户关系管理支持系统（CRM-SUP）监控终端业绩、收集竞品数据，为销售策略提供实时数据支持。

图表72: 怡宝员工深入终端开展铺市活动



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表73: 2024年4月末公司位于三线及以下城市的网点占比达57.2%



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

4.4 产能: 自建比例提升, 工艺持续优化

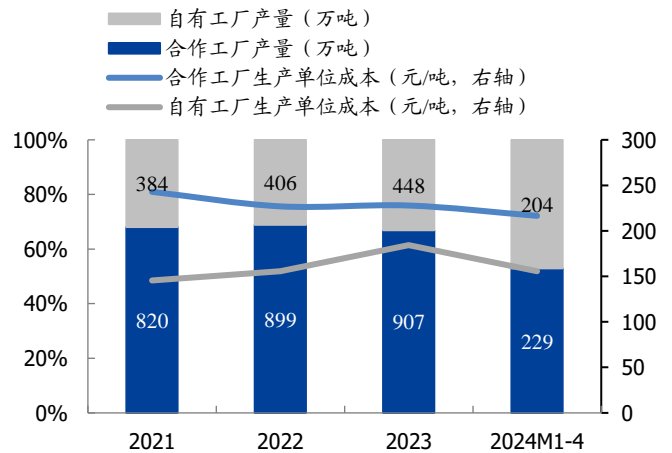
“自有+代工”并举，“1+N”产能布局。受产能和运输半径限制，公司当前生产仍主要以“自有+代工”模式进行，一方面能够快速补充产能，另一方面能够低成本开拓空白市场，降低固定资产投资风险。截至 2024 年 4 月末，公司拥有 13 家自有工厂与 31 家合作伙伴工厂投产，包括 61 条自有产线与 70 条合作伙伴产线，实现半径 500 公里内对一线城市及新一线城市的全覆盖。自产方面，公司在相对成熟的市场进行“1+N”产能布局，即在区域的大型工厂附近布局数个卫星工厂，由生产集群共同完成地区供应，有效实现成本控制。由于自有工厂单位生产成本低于合作工厂，2023 年自有/合作伙伴工厂的单位生产成本约为 184/228 元/吨，公司持续加大自有工厂投入，占比持续提升。

图表74: 公司拥有13家自有工厂与31家合作伙伴工厂



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所注: 数据截至 2024.4.30

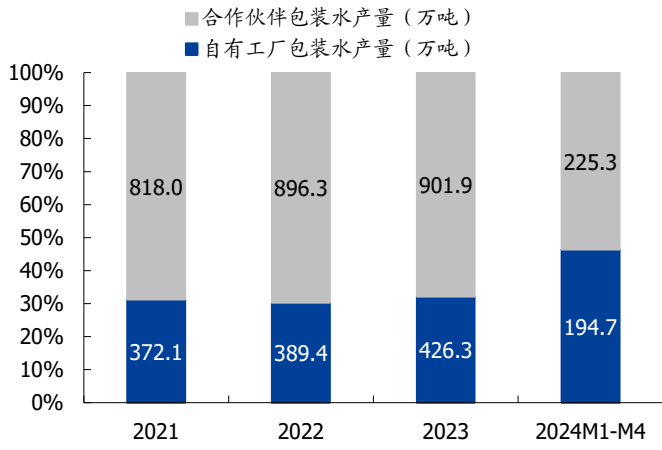
图表75: 公司自有和合作工厂生产单位成本持续优化



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

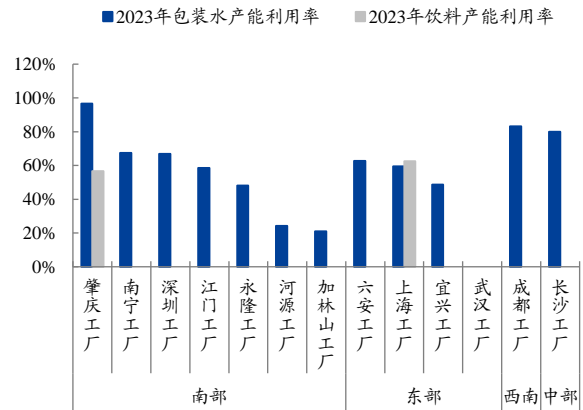
饮料自产为主，产能持续提升。分产品来看生产情况，包装水方面，西南、中部自有工厂产能利用率较高，自有工厂产量仍低于合作伙伴产量，但二者差距在逐步缩小，2023年公司包装水自有工厂生产达426.3万吨，占当年包装水产量的32.1%。饮料方面，公司主要在上海、肇庆自有工厂生产为主，2023年公司自有工厂生产饮料21.6万吨，占当年饮料产量80.9%。为解决产能问题，公司将于2024-2025年落地5处合计661万吨包装水产能、35万吨饮料产能，区域涉及南部、东部、西南、中部。

图表76: 2023年公司包装水自产比例为32.1%



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表77: 公司自有工厂包装水和饮料产能利用率情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

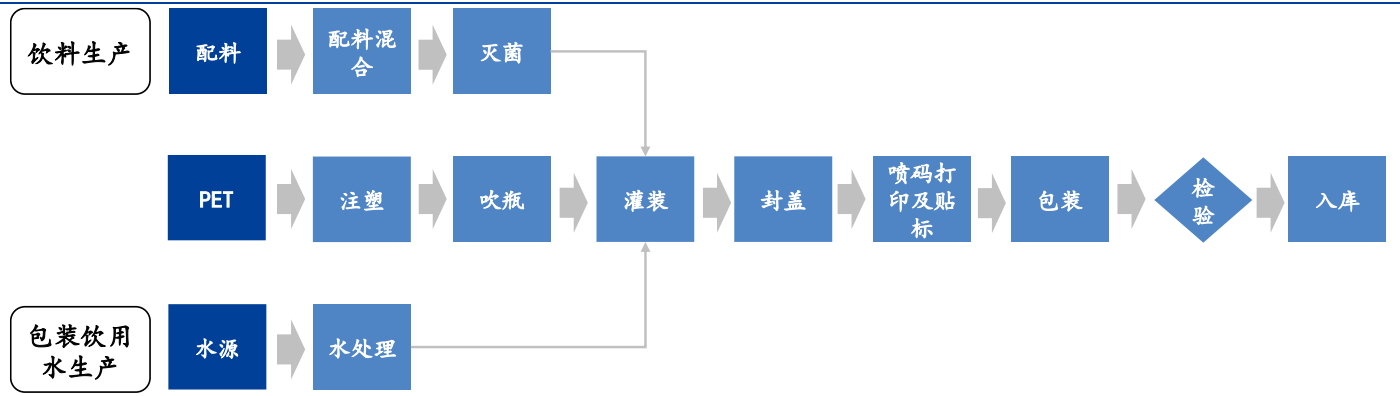
图表78: 公司计划于2024-2025年新建/扩建5处工厂合计661万吨包装水产能、35万吨饮料产能

新建/扩建工厂	产品品类	预计产能增加 (万吨)	预计投产时间	预计投资额 (亿元)	地区
宜兴工厂	包装水	195	2024Q3	16.125	东部
万绿湖工厂	包装水	197	2024Q4	10.7	南部
武夷山工厂	包装水	73	2024Q4	3.745	中部
浙江工厂	包装水	106	2025	6.017	东部
成都工厂	包装水	90	2024Q3	6.285	西南
	饮料	10			
合计	包装水	661		42.872	-
	饮料	35	-		-

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

全生产环节拓展，成本有望进一步降低。包装水和饮料产品需要经过注塑、吹瓶、灌装、封盖、贴标及包装等一系列生产流程，公司计划改造自有产线，覆盖注塑、吹瓶等价值创造较高的环节，全产业链覆盖有利于整体降本，从而提升利润率水平；同时公司将引进欧洲先进生产设备，提升自动化水平和规模经济效益。

图表 79: 公司计划改造自有产线, 覆盖注塑、吹瓶等价值创造较高的环节



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 收入拆分及盈利预测

我们按业务分类对公司营业收入做拆分与预测, 核心假设如下:

1) 包装水业务

在饮水健康意识提升、家庭与餐饮场景持续开拓等因素推动下, 包装水市场有望稳健增长。从细分赛道看, 小规格纯净水高占比但短期受价格战影响略微承压, 长中期增长稳健, 预计吨价略有承压, 2024-2026 分别-2%/+0%/+0%, 销量由于公司精耕渠道, 持续拓展运用场景, 2024-2026 年分别+0.5%/+0.5%/+0.5%; 中大规格包装受益于场景的新增开拓增速较高, 预计 2024-2026 年销量分别+10.5%/+7%/+7%, 吨价受经济环境影响预计企稳, 2024-2026 年分别+0%/+0.5%/+0.5%; 桶装受家庭饮水机使用场景限制, 预计基本保持稳定, 销量预计 2024-2026 年分别+2%/+0%/+0%, 吨价分别+0%/+0%/+0%。公司作为纯净水龙头公司, 品牌渠道领先, 产品矩阵完善, 有望充分受益于市场扩容, 我们预计 2024-2026 年公司包装水业务收入增速为+2.7%/+3.1%/+3.2%。

2) 软饮料业务

公司在双轮模式驱动下, 将重点发力饮料板块业务, 无糖茶饮料、草本植物饮料近年来表现较为突出, 市场规模保持较高增速。公司打造的草本饮料“至本清润”菊花茶风靡市场, 有望成为下个超级大单品; “蜜水系列”、“假日系列”等自有品牌持续发力, “魔力”有望结合体育汗点重点推广, 饮料板块增长空间广阔, 销量方面, 公司自有产能持续扩产运用, 预计 2024-2026 年分别+48%/+48%/+40%, 吨价受经济环境影响短期提价难度加大预计 2024-2026 年分别+2%/+1%/+1%, 整体预计 2024-2026 年公司饮料业务收入增速为+51.0%/+49.5%/+41.4%。

图表80: 华润饮料盈利预测拆分 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11,340	12,623	13,515	14,398	15,587	17,003
yoy		11.3%	7.1%	6.5%	8.3%	9.1%
包装水 (百万元)	10,818	11,906	12,447	12,785	13,177	13,595
yoy		10.1%	4.5%	2.7%	3.1%	3.2%
销量 (万吨)	1179	1273	1349	1412	1456	1502
yoy		8.0%	6.0%	4.6%	3.1%	3.2%
吨价 (元/吨)	918	935	923	906	905	905
yoy		1.9%	-1.4%	-1.8%	0.0%	0.0%
毛利率	44.6%	42.4%	45.6%	48.5%	50.5%	52.0%
小规格 (百万元)	6923	7484	7716	7599	7637	7675
yoy		8.1%	3.1%	-1.5%	0.5%	0.5%
销量 (万吨)	560	589	619	622	625	628
yoy		5.1%	5.1%	0.5%	0.5%	0.5%
吨价 (元/吨)	1235	1271	1247	1222	1222	1222
yoy		2.9%	-1.9%	-2.0%	0.0%	0.0%
中大规格 (百万元)	3469	3962	4243	4688	5042	5422
yoy		14.2%	7.1%	10.5%	7.5%	7.5%
销量 (万吨)	428	485	527	583	624	667
yoy		13.1%	8.8%	10.5%	7.0%	7.0%
吨价 (元/吨)	810	818	804	804	809	813
yoy		1.0%	-1.6%	0.0%	0.5%	0.5%
桶装水 (百万元)	426	459	488	498	498	498
yoy		7.8%	6.3%	2.0%	0.0%	0.0%
销量 (万吨)	190	199	203	207	207	207
yoy		5.0%	1.8%	2.0%	0.0%	0.0%
吨价 (元/吨)	224	230	241	241	241	241
yoy		2.7%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
饮料 (百万元)	522	717	1,068	1,613	2,410	3,408
yoy		37.3%	49.0%	51.0%	49.5%	41.4%
销量 (万吨)	14	19	28	41	60	84
yoy		35.3%	46.3%	48.0%	48.0%	40.0%
吨价 (元/吨)	3756	3814	3884	3962	4002	4042
yoy		1.5%	1.8%	2.0%	1.0%	1.0%
毛利率	28.7%	28.8%	33.7%	36.5%	38.0%	39.5%
综合毛利率	43.8%	41.7%	44.7%	47.2%	48.6%	49.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3) 毛利率: 受原材料及包装材料价格波动影响, 公司 2021-2023 年毛利率从 43.8% 震荡提升至 44.7%, 年均+0.51pct。长期来看, 受益于 PET 价格下行及公司自有产能占比的提升, 毛利率仍有较大提升空间, 我们预计 2024-2026 年公司毛利率为 47.2%/48.6%/49.5%。

4) 费用率: 考虑到公司对区域扩张战略的持续投入以及水战的压力, 公司销售费用率短期略微提升, 长期有较大的下行空间, 我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 30.4%/30.4%/30.0%; 公司坚持降本增效, 2024-2026 年管理费用率预计达 2.1%/2.0%/1.9%; 研发费用基本保持稳定, 预计 24-26 年分别 0.44%/0.41%/0.38%。

图表81: 华润饮料费用率预测 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	43.8%	41.7%	44.7%	47.2%	48.6%	49.5%
YOY (pct)		-2.18	2.99	2.50	1.41	0.93
销售费用率	33.1%	30.7%	30.2%	30.4%	30.4%	30.0%
YOY (pct)		-2.41	-0.48	0.15	0.05	-0.43
管理费用率	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
YOY (pct)		-0.13	0.12	-0.15	-0.08	-0.10
研发费用率	0.43%	0.39%	0.46%	0.44%	0.41%	0.38%
YOY (pct)		-0.04	0.07	-0.02	-0.03	-0.03
归母净利润率	7.6%	7.8%	9.8%	11.1%	12.5%	13.5%
YOY (pct)		0.27	1.99	1.26	1.36	1.02

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合来看，我们预计 **2024-2026** 年公司实现营收 **144/156/170** 亿元，同比 **+7%/+8%/+9%**；实现归母净利润 **16/19/23** 亿元，同比 **+20%/+22%/18%**，实现 **EPS** 分别为 **0.67/0.81/0.96** 元。

5.2 可比公司估值

纯净水龙头地位稳固，饮料第二曲线增长可期。 包装水渠道精耕、网点下沉、区域拓展，餐饮、家庭等渠道增量可期；饮料重点打造至本清润、蜜水系列、假日系列、魔力等大单品，低基数下成长空间广阔。成本红利叠加自产比例提升，业绩弹性持续释放。我们选取农夫山泉、华润啤酒、康师傅控股和统一企业中国四家港股上市公司作为可比公司，农夫山泉为包装饮用水和软饮料行业龙头，华润啤酒为啤酒行业龙头，康师傅控股和统一企业中国为茶饮行业龙头，四家公司与公司主营业务相仿且市场空间相近，且在行业内均具备较强的竞争优势，具有可比性。我们预期公司 **2024-2026** 年归母净利润为 **16/19/23** 亿元，同比 **+20%/+22%/+18%**，考虑公司收入增长稳健，盈利弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级。

图表82: 华润饮料可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价 (港元)	EPS (元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
9633.HK	农夫山泉	33.65	1.07	1.13	1.31	1.50	38.1	27.5	23.7	20.7
0291.HK	华润啤酒	24.05	-	1.67	1.84	2.02	19.5	13.3	12.1	11.0
0322.HK	康师傅控股	9.98	0.55	0.64	0.70	0.77	15.6	14.5	13.1	12.0
0220.HK	统一企业中国	7.65	0.39	0.44	0.49	0.53	13.0	16.0	14.5	13.3
可比公司平均值							21.6	17.8	15.9	14.3
2460.HK	华润饮料	11.00	0.66	0.67	0.81	0.96	15.4	15.3	12.6	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 可比公司 EPS 为 Wind 一致预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 3 日

六、风险提示

消费力恢复不及预期。 公司部分产品定位高端，具备一定品牌溢价。若消费力恢复不及预期，公司高端品收入占比或有所降低，进而影响公司业绩表现和盈利能力。

产品推新进度不及预期。 随着健康意识提高，消费者对包装水和软饮料提出高品价比要求，市场竞争日益激烈。如果公司不能持续创新产品或有效应对市场变化，可能会导致市场份额流失，进而影响公司业绩表现。

食品安全风险。 食品安全是消费者关注的重点。若公司在生产过程中出现质量控制失误，可能会影响消费者信任和品牌形象，进而导致产品销售不及预期。

测算误差风险。 本文公司制造成本等内容通过测算获得，基于一定假设前提，与现实情况或存在出入。

数据滞后风险。 本文涉及包装水人均消费量、无糖茶市场规模、中国健身人群等统计数据截至 2022 年及以前，存在滞后性，与现有情况或存在出入。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com