

华润饮料：逐步迈向平台型公司的包装水巨头

——软饮料行业系列深度报告（四）

2024 年 10 月 28 日

核心观点

- 引言：**复盘农夫山泉、伊利股份等饮料乳品巨头，我们发现从单一大单品驱动跃变为平台型公司的这一阶段有望实现突出的业绩表现。我们认为华润饮料当前正处于这一关键时期，值得高度关注。
- 成长复盘：百亿大单品怡宝的全国化之路。**公司于 1990 年推出核心大单品怡宝纯净水，30 年间收入实现从 0 到 100 亿元的突破，并在 2010-2015 年确立行业头部地位，我们认为主要得益于包装水价格升级背景下公司管理层抢抓机遇快速实现全国化扩张：**产品端**，顺应包装水升级趋势，凭借优秀产品力站稳 2 元价格带，在终端网点形成高毛利的竞争优势；**打法上**，借鉴华润集团快消品的成功经验，加速怡宝全国化，产能端通过代工模式阶段性解决供给不足的约束，渠道端利用集团的资源进行铺货，同时通过“全员铺市、持续巷战”实现网点的精耕细作；**品牌端**，长期投入体育营销，例如与中国国家队、马拉松赛事等合作，放大品牌价值并形成差异化品牌形象。
- 核心逻辑一：包装水业务盈利能力有望改善。**市场担心行业竞争格局变化对公司造成冲击，但我们认为不必过于担忧。**从外部来看**，复盘包装水行业近二十年发展历程，每轮竞争周期演绎到最后均是市场份额向头部几家集中，详情参考《如何理解当前包装水行业竞争格局》。**从内部来看**，公司有望通过高质量发展对冲外部波动：1) 积极推动盈利能力改善，对标行业头部企业仍有较大提升空间，具体举措包括提高自有产能比例、优化供应链、精细化管理等；2) 保证规模的稳定增长，产品端不断完善品类结构，渠道端持续精耕，通过增强团队作战力、加大冷柜陈列等方式实现单点效益提升。
- 核心逻辑二：饮料业务或推动渠道杠杆效应释放。**公司 2021 年推出菊花茶，主打中式健康与国潮风，布局 4 元价格带具备性价比优势，有望成为下一个大单品。此外公司亦布局无糖茶、果汁、功能饮料、咖啡奶茶等长期增长潜力较好的品类。我们认为随着公司持续布局饮料业务，渠道杠杆效应有望释放，或推动收入与利润率双击。参考农夫山泉 2016 年之后的经验，在包装水收入突破 100 亿元后推出茶π，顺应果茶发展趋势，凭借渠道网络实现单品的快速增长，推动整体收入与利润率迅速提升。
- 盈利预测与投资建议：**预计 2024~2026 年收入分别同比+6%/7%/7%，归母净利润分别同比+24%/24%/20%，PE 分别为 20/16/13X。考虑到公司正处于由大单品怡宝驱动向饮料多品类转型的阶段，未来业绩有望迎来新一轮增长，并且估值相较于可比公司较为合理，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**包装水竞争进一步加剧的风险，饮料业务拓展不及预期的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13514.73	14278.05	15259.70	16282.77
收入增长率%	7.07	5.65	6.88	6.70
净利润（百万元）	1329.34	1645.83	2043.87	2443.00
利润增速%	34.30	23.81	24.18	19.53
摊薄 EPS(元)	0.66	0.70	0.87	1.04
PE	-	19.6	15.8	13.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华润饮料（2460.HK）

推荐 首次评级

分析师

刘光意

☎：021-2025-2650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-10-27

股票代码	2460
H 股收盘价(港元)	15.02
恒生指数	20590.15
总股本(万股)	234,783
实际流通 H 股(万股)	234,783
流通 H 股市值(亿港元)	353

相对恒生指数表现图

2024-10-27



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】行业月报_华润饮料招股书拆解：百亿怡宝的前世与今生
- 【银河食饮】软饮料行业深度报告（系列三）：如何理解当前包装水行业竞争格局？

目录

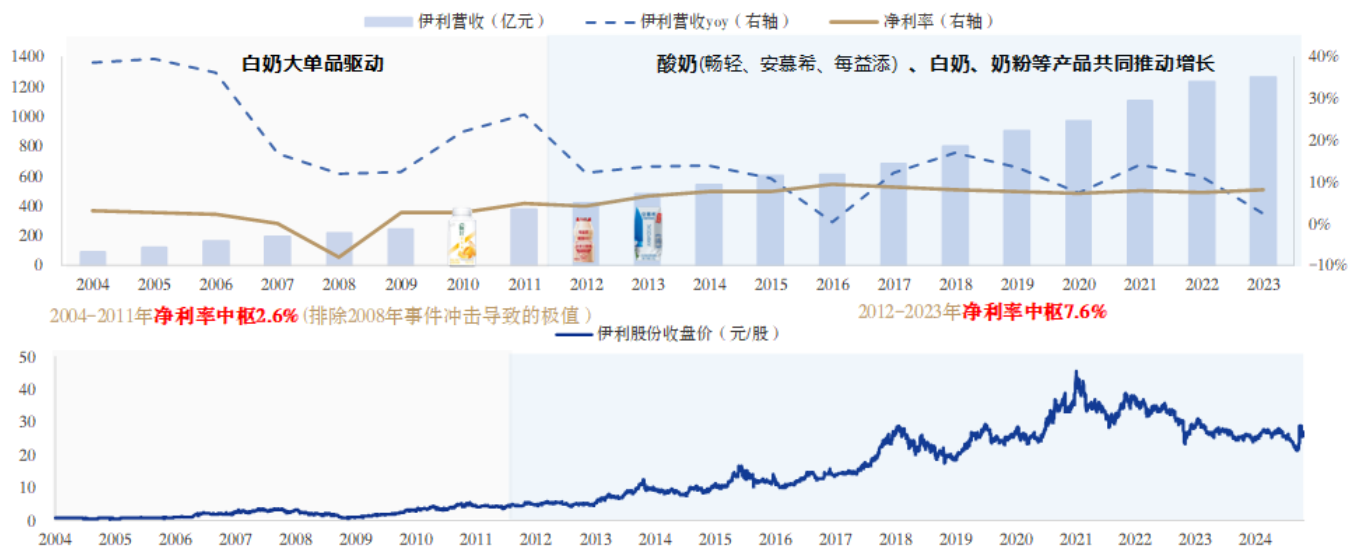
Catalog

引言	3
一、 公司介绍：四十年发展铸就饮用纯净水龙头	4
（一） 历程：包装饮用水开创者，四十年稳步发展	4
（二） 产品：包装水构筑基本盘，积极拓展饮料第二曲线	5
（三） 渠道：三级经销模式为主，网点覆盖较为全面	7
（四） 管理与股权：背靠华润集团，管理层经验丰富	8
二、 成长复盘：百亿大单品怡宝的全国化之路	10
（一） 产品：卡位两元价格带，把握行业升级窗口	10
（二） 打法：集团赋能与战略笃定，快速开启全国化扩张	12
（三） 品牌：长期坚守体育营销，塑造品牌差异化形象	15
三、 未来展望：主业盈利能力提升，饮料打造第二曲线	18
（一） 包装水：外部扰动相对可控，盈利能力有望快速提升	18
（二） 软饮料：布局多个潜力大单品，期待渠道杠杆效应释放	22
四、 盈利预测与投资建议	26
（一） 盈利预测	26
（二） 估值模型	27
（三） 投资建议	28
五、 风险提示	29

引言

复盘农夫山泉、伊利股份等饮料乳品巨头，我们发现从单一大单品驱动跃升为平台型公司的这一阶段有望实现突出的业绩表现。我们认为华润饮料当前正处于这一关键时期，值得高度关注。

图1：伊利股份 2012 年前后从大单品公司跃升为平台型公司



资料来源：Wind, 伊利官方网站, 中国银河证券研究院

图2：农夫山泉 2016 年前后从大单品公司跃升为平台型公司



资料来源：Wind, 食业头条, 农夫山泉官方网站, 中国银河证券研究院

图3：2023 年华润饮料与 2017 年农夫山泉对比



资料来源：Wind, 食业头条, 中国银河证券研究院

一、公司介绍：四十年发展铸就饮用纯净水龙头

华润饮料是中国软饮和包装饮用水行业知名企业，1990 年开始生产，为国内最早专业化生产包装水的企业之一。历经 40 年发展，当前已成长为我国第二大包装饮用水、最大的饮用纯净水企业。

（一）历程：包装饮用水开创者，四十年稳步发展

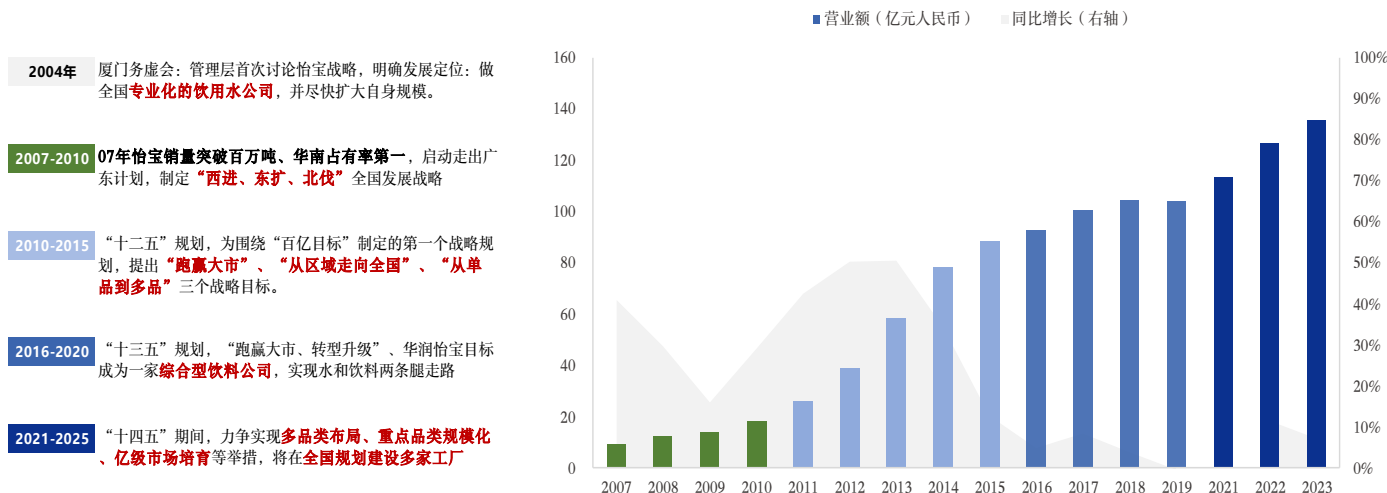
公司历史可追溯至 20 世纪 80 年代前身蛇口龙环成立，1990 年推出 600ml*15 规格包装“怡宝”牌蒸馏水，成为中国较早生产销售包装饮用水的企业之一，**四十年发展历程中共可分为三个阶段**。

1) 阶段一，早期公司面临数次所有权转让风波，1996 年被华润集团收购后沿着各阶段清晰的战略目标稳步发展，2007 年成功跃升饮用水第一梯队，2008 年被确认为华润集团一级利润中心。

2) 阶段二，2010-2015 年处于“十二五”期间，公司顺利完成大单品怡宝的全国化扩张，收入规模突破 100 亿元。

3) 阶段三，“十三五”至今，水与饮料共同发展为突破重点，当前已在品牌、渠道、品类、产能均取得长足进步。

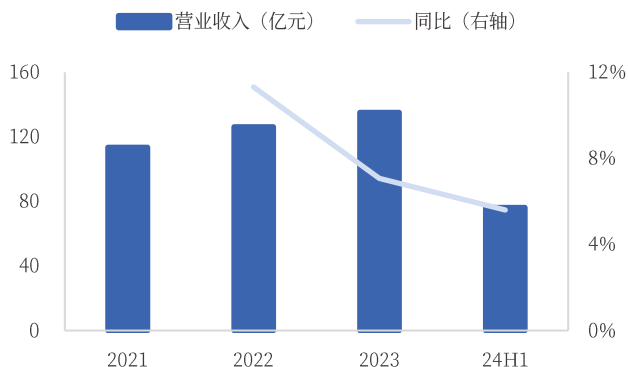
图4：华润饮料发展历程



资料来源：华润饮料招股说明书，华润饮料官网，华润怡宝社会责任报告，Wind，中国银河证券研究院

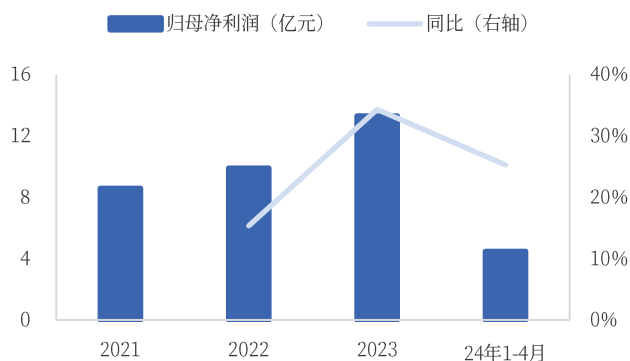
近 3 年收入稳健增长，利润端增长较快。2022 年-24H1，公司分别实现主营业务收入 126.2/135.1/76.2 亿元，同比增长 11.3%/7.1%/5.6%。2022/2023/2024 年 1-4 月，公司归母净利润分别为 9.9/13.3/4.5 亿元，同比增长 15.3%/34.3%/25.2%。

图5：华润饮料营业收入及增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

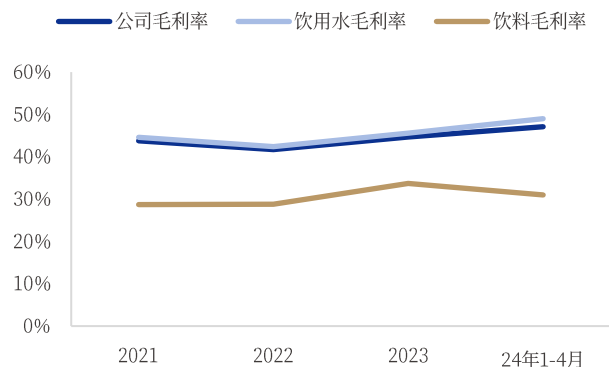
图6：华润饮料归母净利润及增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

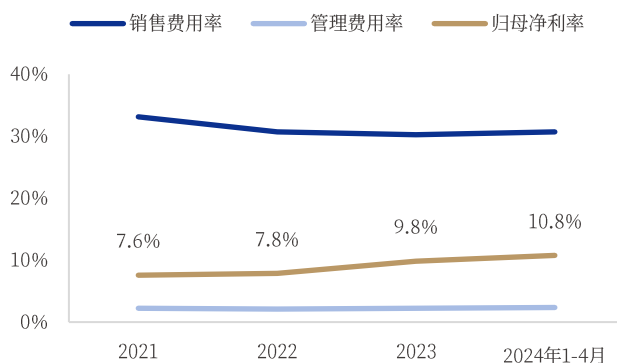
毛利率总体向好，净利率稳健提升。公司毛利率由 2021 年 43.8% 上升至 2024H1 的 49.3%，主要得益于包装工艺优化与自产比例增加的共同作用。归母净利率由 2021 年 7.6% 上升至 2024 年 1-4 月的 10.8%，主要得益于毛利率的改善与销售费用率的下降。

图7：华润饮料分产品毛利率



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

图8：华润饮料费率结构



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

（二）产品：包装水构筑基本盘，积极拓展饮料第二曲线

公司拥有 59 个 SKU，包括“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“佐味茶事”等 13 个品牌的产品组合。

纵向来看，复盘公司品类拓展进程，主要分为三个阶段：

- 1) 阶段一，成立初期聚焦饮用纯净水，践行大单品战略；
- 2) 阶段二，2011 年与麒麟品牌合作，引进“午后奶茶”、“火咖”等产品；
- 3) 阶段三，2019 年以来加速自主研发，先后布局果汁、无糖茶、气泡水、植物饮料、矿泉水与天然水等。

表1：华润饮料品牌与产品情况

品类	产品图片（部分）	品牌	描述	上市时间	单瓶容量	建议零售价（元）	SKU 数量
包装饮用水		怡宝	饮用纯净水	1990 年代	350/400/555ml、1.18/1.55/2.08/4.5/6L、12.8/18.9L	1.5-23	10
		怡宝露	玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022	350/750ml	15-30	2
		本优	天然矿泉水及饮用天然水	2023	350/555ml	1.5-2	3
		加林山	桶装天然矿泉水及纯净水	2010	18.9L	18-22	2
		FEEL	罐装、瓶装气泡苏打水	2022	330/480ml	3-4	4
茶饮料		至本清润	草本植物饮料	2021	310/450ml、1/1.5L	3-8.5	8
		佐味茶事	无糖茶饮料	2019	430ml	5	3
		午后奶茶	奶茶饮料	2011	430/500ml	4-5	3
果汁类饮料		蜜水系列	风味水	2018	350/480ml	4-5	7
		假日系列	低浓度果汁	2019	440ml、1.5L	4-8.5	5
		源自世界的厨房	低浓度果汁	2022	500ml	5	1
其他		魔力	运动饮料	2011	500ml	5	3
		火咖	咖啡饮料	2011	180/260/280/440ml	3.5-6	5

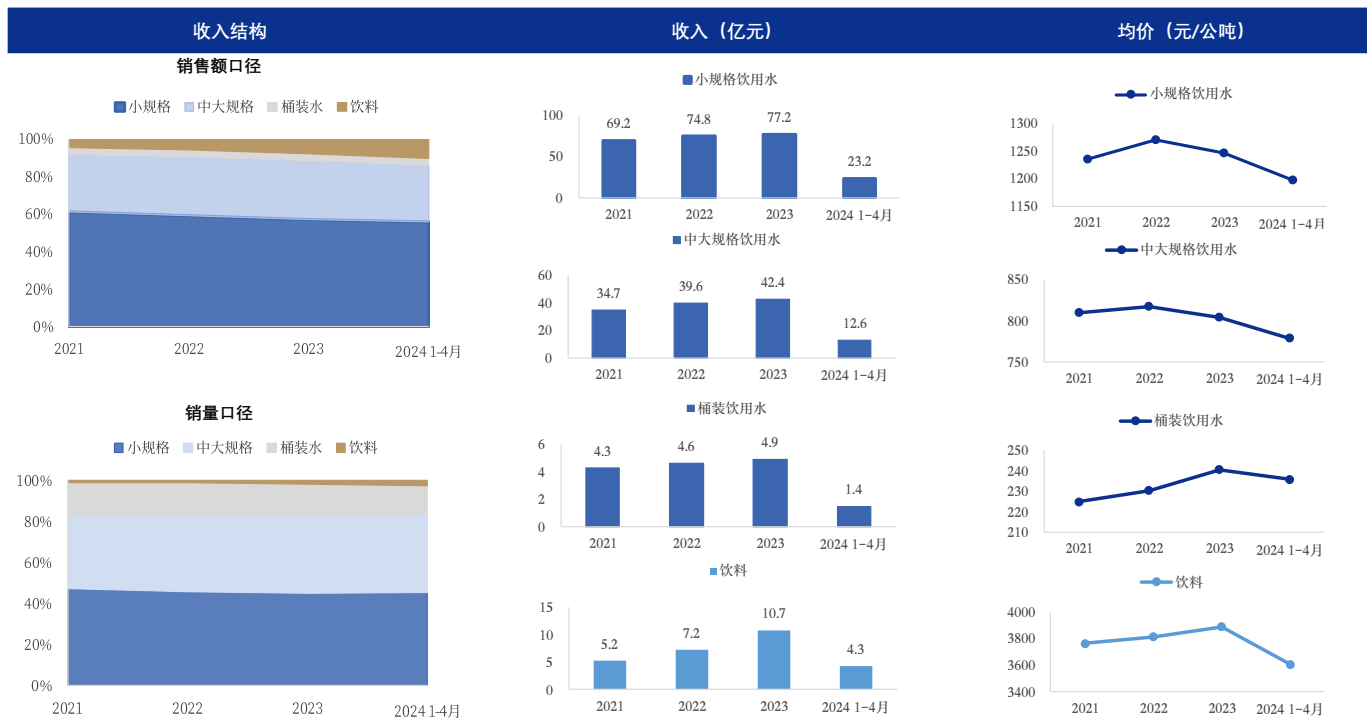
资料来源：华润饮料招股说明书，华润饮料官网，中国银河证券研究院

横向来看，包装水仍为公司基本盘，饮料第二增长曲线快速拓展：

包装水：占收入比重接近 9 成，2023 年/24H1 收入分别为 124.5/68.3 亿元，同比增长 4.5%/2.7%。从细分品类来看，怡宝品牌纯净水贡献绝大部分收入，而加林山矿泉水、本优天然矿泉水占比较低；从规格来看，仍然以小包装为主，占比约 60%，但占比在逐渐下降。

饮料：近年来增速较快，2023 年/24H1 收入分别为 10.7/7.9 亿元，同比增长 49.0%/ 40.2%。拆分来看，2023 年有 5 个饮料产品品牌零售额超过 1 亿元，其中至本清润菊花茶 2021 年上市，2023 年零售额约 8 亿元，在菊花茶市场份额达到 38.5%。

图9：华润饮料产品结构

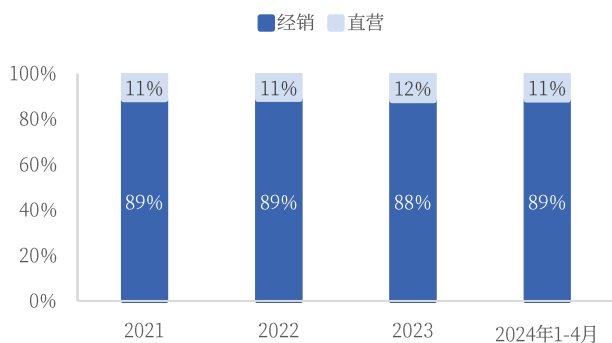


资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

（三）渠道：三级经销模式为主，网点覆盖较为全面

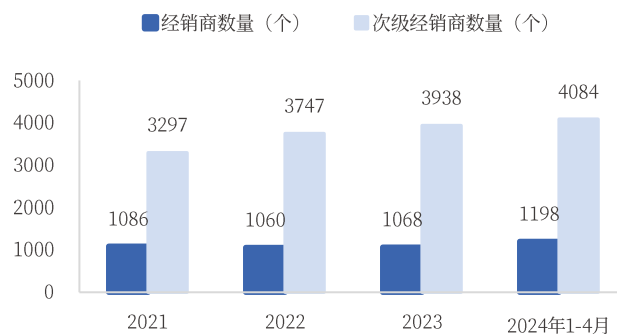
三级经销模式为主，网点覆盖较为全面。2021年以来经销收入占比始终保持在88%以上。截至2024年4月30日，公司共有1198家经销商及超过8700名一线销售人员，与4084家次级经销商订立了三方协议，累计覆盖中国超200万个零售网点。直营方面，产品销往150多名KA客户及12家电商平台。

图10：经销模式收入占比



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

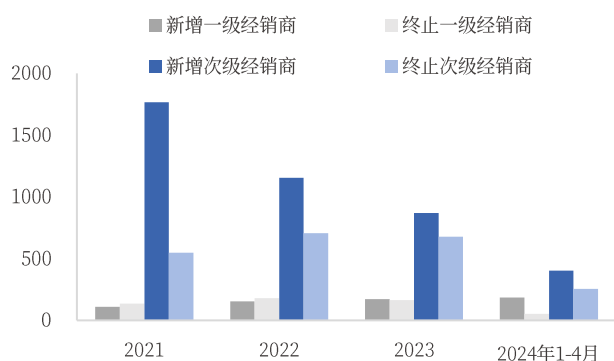
图11：经销商数量与次级经销商数量



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

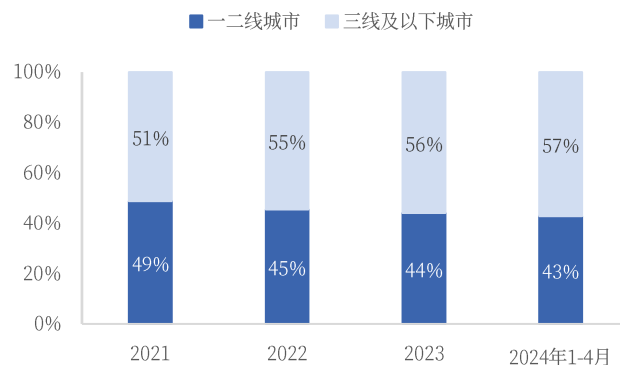
销售网络持续下沉，精耕细作布局增量。公司位于国内三线及以下城市的网点占比由2021年末51.2%持续增至2024年4月30日57.2%，对下沉市场终端渗透持续推进。此外，公司秉承“精耕细作，决胜终端”的销售渠道策略，通过“百城千店示范街”、“集体铺市”、“绿地行动”等活动扩张终端零售网点，同时积极提升单点质量，2023年商用冰柜投放量超过2021年一倍。

图12：次级经销商开商助力下沉



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

图13：公司网点城市级别分布



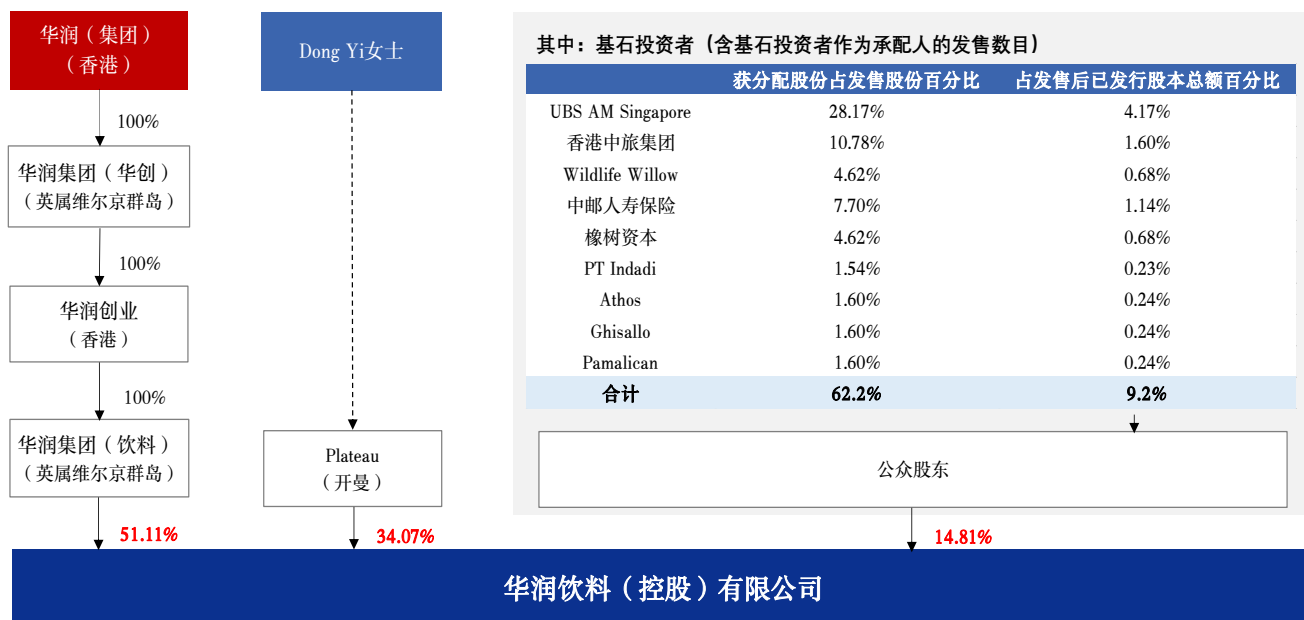
资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

（四）管理与股权：背靠华润集团，管理层经验丰富

控股股东实力强劲，股权结构清晰。华润饮料是国务院国资委直接监管和领导的国有重点骨干企业之一，截至上市前，分别由华润集团、Plateau（投资公司）持股 60%、40%，其中 Plateau 所持股份为 2022 年 2 月从麒麟收购。此次 IPO 基石投资者实力较强，获配股份占发售股份合计 47.7%。

控股股东之一华润集团为总部位于香港的领先国有企业集团，2023 年位列《财富》世界五百强第 74 位。其核心业务包括大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业。华润集团下属企业中有八家在中国香港联交所上市，九家在中国大陆 A 股市场上市。公司为华润集团旗下专注于即饮软饮的企业，在华润大消费板块布局占有重要地位。

图14：华润饮料上市后股权结构（超额配股权未获行使情形）



资料来源：华润饮料公司公告，中国银河证券研究院

管理层产业经验丰富，内部培养与集团人才引进并举。公司管理层在快消品及即饮软饮行业平均拥有 10 年以上工作经验，其中张伟通先生、王成伟先生、杨楠先生为华润饮料内部培养的管理人才，对公司发展运营的思路连贯一致；高管层均具备华润集团任职背景，管理能力优秀，有望更好发挥集团协同效应。

表2：华润饮料管理团队履历

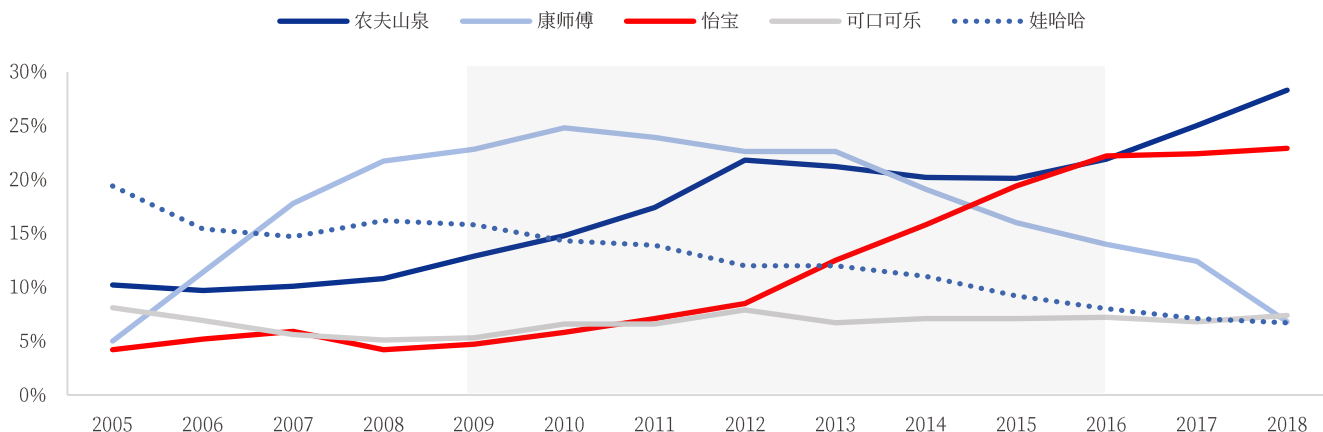
姓名	年龄（岁）	职位	角色及责任	加入集团时间	工作履历
张伟通	55	董事会主席 执行董事	负责全面经营管理工作，主持董事会工作并直接管理本集团公司事务、审计和营销	2000 年 4 月	饮料行业约 30 年经验，加入前曾担任味源饮料食品（深圳）总经理助理。进入集团后历任地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理
李树清	52	执行董事 总裁	负责日常经营管理工作，并直接管理本集团战略、质量、环境健康、安全生产及工程建设	2024 年 6 月	1994 年起在中国华润总公司石家庄分公司、华润五丰、华润医药商业集团等任职
吴霞	46	执行董事 首席财务官	负责集团财务管理	2024 年 4 月	2005 年起任职于江中药业，2020 年任华润江中副总经理
王成伟	51	副总裁	负责集团法律事务、风险管理、智能与数字化建设	2009 年 8 月	饮料行业约 15 年经验，2017 年 8 月起负责分管法律部、智能与数字化部、战略管理部。加入前曾任职于华润集团
杨楠	53	副总裁	负责集团生产管理、品质保证、设备与技术管理工作，协助总裁管理本集团质量、环境健康、安全生产工作	2014 年 11 月	快速消费品行业超 30 年经验，加入集团前，曾于中粮集团有限公司及子公司任职逾 20 年
范雨峰	42	副总裁	负责集团产销协调、计划订单、仓储物流和采购管理	2019 年 12 月	加入集团前，曾任职于江苏南热发电有限责任公司、南京华润热电、华润电力等

资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

二、成长复盘：百亿大单品怡宝的全国化之路

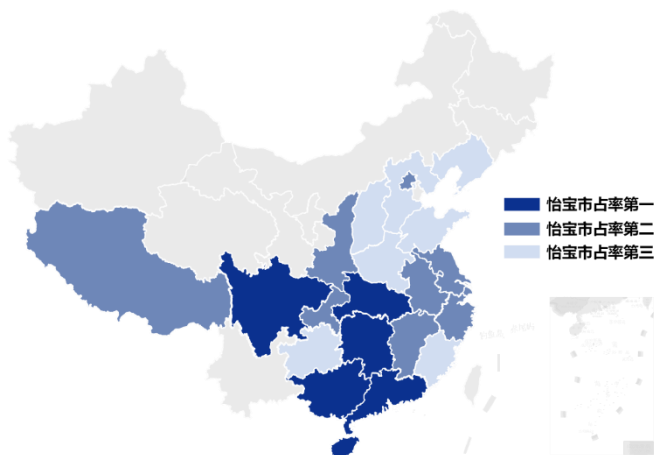
公司于 1990 年推出核心大单品怡宝纯净水，30 年间收入实现从 0 到 100 亿元的突破，其中 2010-2015 年实现高速增长，五年复合增长率 40%，并且确立包装水行业头部地位，市占率由 2010 年 6% 提升至 19%，销售网络覆盖全国所有省份，其中 6 个市占率位于第一。复盘百亿大单品怡宝的全国化之路，我们认为主要得益于包装水价格升级背景下公司管理层抢抓机遇快速实现全国化扩张。

图15：华润饮料包装水市占率在 2011-2015 年期间显著提升



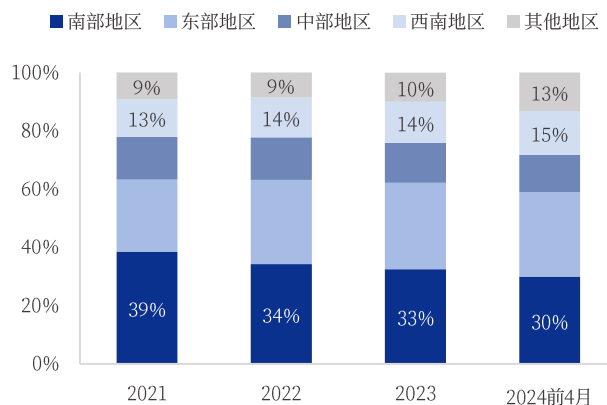
资料来源：尼尔森，康师傅业绩演示材料，中国银河证券研究院

图16：2023 年华润饮料在全国 23 个省级行政区市占前三



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

图17：华润饮料区域间收入均衡

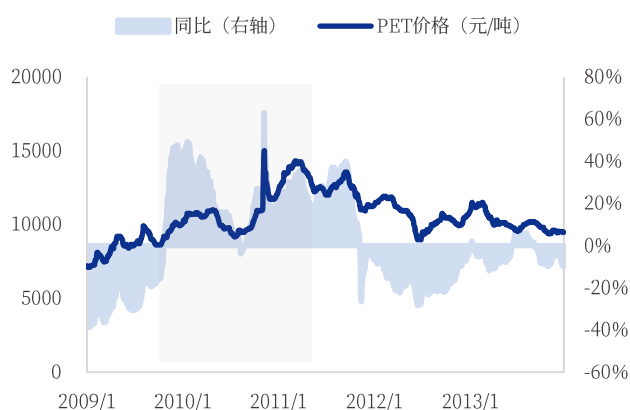


资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

（一）产品：卡位两元价格带，把握行业升级窗口

包装水向两元价格带升级，竞争相对宽松下实现共赢。2009 年以来宏观刺激下经济快速反弹，叠加 PET 瓶片上涨的价格压力，农夫山泉将饮用水价格重新上提，怡宝快速跟进，带动行业向两元水升级。娃哈哈、康师傅仍然未突破一元价格带、怡宝与农夫山泉分属不同水种，因此行业在 2010-2011 年间短期形成较为宽松的错位竞争格局。

图18: 2009-2010 年间 PET 价格剧烈上涨催化终端提价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

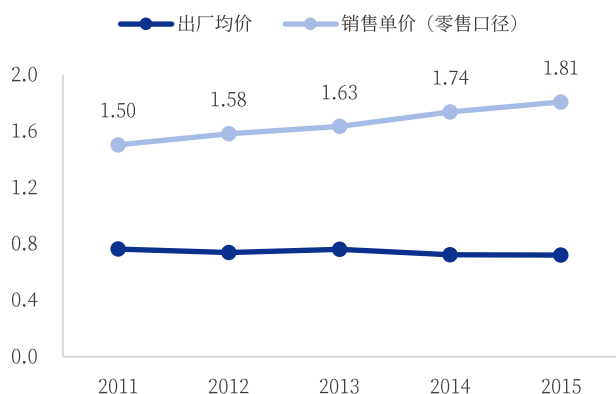
图19: 行业形成多价位带格局（以 500ml/瓶规格为例）



资料来源: 界面新闻, 中国银河证券研究院

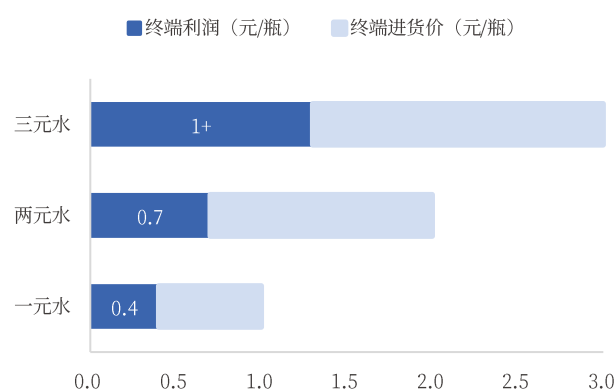
两元水留出更多渠道利润，推动企业产品快速铺市。2010年后包装水价格带持续升级，但出厂价端基本稳定，留出对冲成本部分后，更多利润流向通路。据华糖云商，零售店老板售卖一元、两元、三元水，对应利润分别为0.4元、0.7元、1元以上；由于场景单次消费量较为固定，终端店主对销售两元水具备较高积极性，怡宝、农夫得以快速铺市。

图20: 包装水行业终端均价在 2011 年开始上涨（元/500ml）



资料来源: 国家统计局, 欧睿, 中国银河证券研究院

图21: 不同价位产品终端利润



资料来源: 食品板, 中国银河证券研究院

怡宝把握消费品质化风口, 硬瓶形象为提价成功的核心原因之一。高价水具备更强的渠道推力，但最终为终端接受的关键在于差异化，包括更好的外包形象、水源地、水种、品牌故事等；相较康师傅矿物质水、娃哈哈纯净水的软塑料瓶，怡宝、农夫的硬质塑料瓶在产品形象与使用感受上更具有“品质”，消费者心智形成分层。

康师傅早期主导一元格局的壁垒来自包材减重等方法实现成本节约，率先将塑料瓶重量从18克减至12克，对应2010年平均每克PET价格略高于1分；**瓶胚较其他产品约轻3克/瓶，瓶盖亦采用较低型号，在本轮升级中反成为制约提价因素。**怡宝、农夫凭借更强产品形象站稳两元价位，叠加国标出台后冰露、康师傅面临换标，在后续提价中逐渐退出头部竞争，怡宝市场份额进一步提升。

(二) 打法：集团赋能与战略笃定，快速开启全国化扩张

1. 扩张战术：强调主市场，追求大份额

公司借鉴华润啤酒“蘑菇战术”经验。蘑菇战略是华润啤酒在 2000 年前后市场地位快速确立的重要举措，亦复用在怡宝 2007 年后的全国化进程中。具体操作思路为在重点区域形成一个工厂，辐射周围 150 公里范围，建立起区域内的强势地位；将成功经验复制到其他地区；最终各区域间连接起来，形成“巨型蘑菇”。

雪花根据地市场优选“沿江沿海”。2000 年起，华润啤酒开始逐步尝试走出东北向全国发展，考虑到啤酒为人口拉动型+消费能力驱动型消费，总经理王群提出“沿江沿海”扩张战略，将扩张布局锁定在东部沿海一线和长江流域一线，其所覆盖地区人口稠密、经济发达。此后，雪花通过并购和设立分公司相继在黑龙江、四川、湖北、北京、上海、江苏、浙江落子，迅速占领中国啤酒市场的“黄金区域”。2006 年华润啤酒销量成为全国第一，拥有近五十间工厂。

图22：华润啤酒收购扩张大事记，2006 年公司销量成为全国第一（单位：万千升）



资料来源：Wind，华润集团官网，酒说，中国经济网，中国银河证券研究院

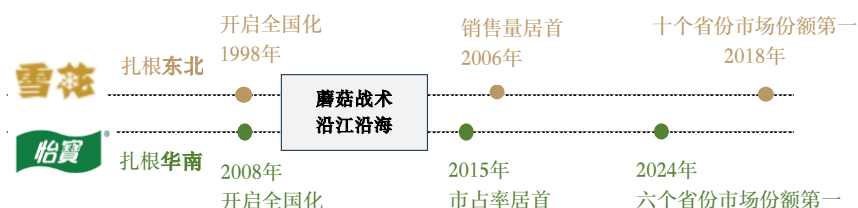
饮用水与啤酒有诸多相似之处，怡宝再用“小市场、大份额”突破。怡宝在全国化扩张过程中亦采取在重点区域建立根据地、快速实现领先优势，再进一步辐射周边范围的策略。公司生产工厂布局于人口密集的 19 个省及直辖市，实现半径 300 至 500 公里内一线城市及新一线城市全覆盖。

图23：华润饮料全国化战略复用华润啤酒经验，根据地辐射区域销量高增

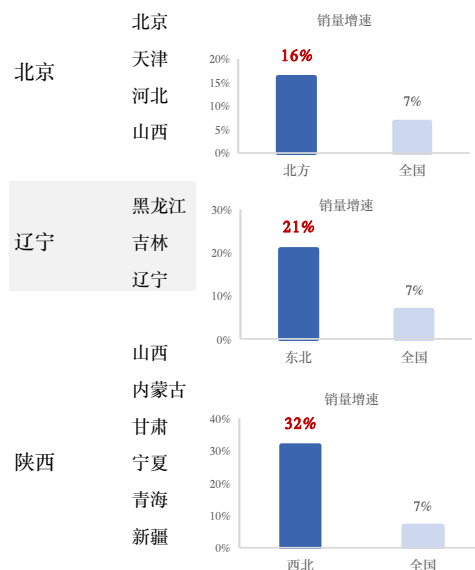
啤酒VS饮料	
供给端：	均受到运输半径限制
相同之处	需求端：均为人口拉动+消费能力驱动
	周期性：淡旺季周期一致
不同之处	饮用水标化程度更高，不会出现不同工艺酿造等导致的口味差异（前期华润啤酒曾面临问题），因此相较直接收购，OEM代工效率更高、成本更低
	此外，收购为华润啤酒带来品牌统一问题，而怡宝主品牌心智始终确定



华润啤酒“蘑菇战术”辐射经验可迁移至华润怡宝



怡宝北方市场三大根据地2023年辐射成效显著

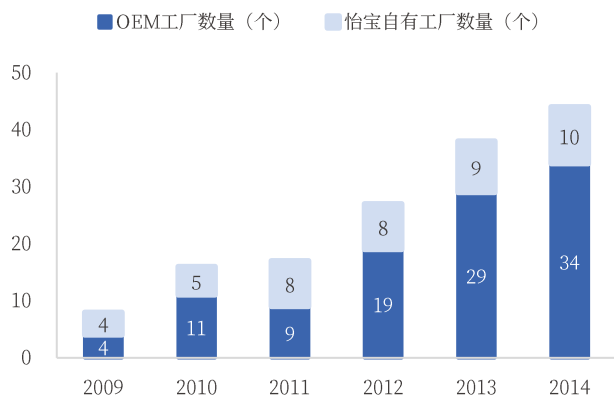


资料来源：啤酒板，华润饮料招股说明书，华润啤酒官网，中国银河证券研究院

2. 产能支持：通过代工解决产能阶段性约束，卫星化布局增强效率

由于纯净水工艺与成品标准化程度较啤酒更高，怡宝选择轻资产化的 OEM 代工合作供应，实现更好的生产效率、经济效益与规模扩张的平衡；2015 年怡宝工厂密度远高于农夫山泉（怡宝 10 家自有工厂+30 家 OEM 工厂，合计 40 家；农夫山泉 18 家现代化工厂），推动产能和覆盖区域快速提升。此外，怡宝选址时遵循“1+N”模式，在每个地区的大型工厂附近设置数家卫星工厂，通过紧密围绕核心市场，实现产地销售，降低运输半径及成本并保障灵活的生产供应。

图24：怡宝代工厂数量快速增长



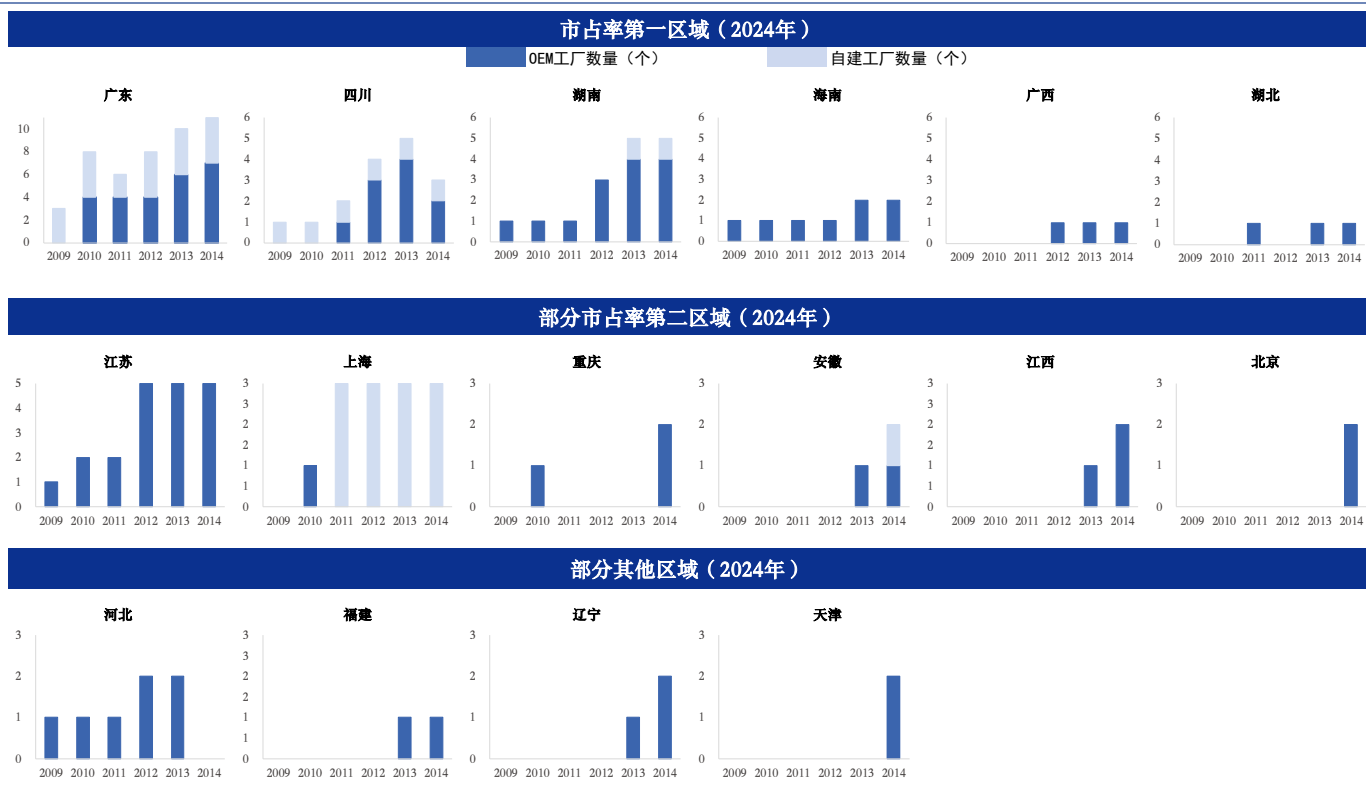
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图25：2024 年怡宝工厂分布



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图26：通过代工厂快速实现区域覆盖



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

3. 渠道建设：全员铺市加强网点渗透，借助集团部分渠道资源

学习华润啤酒渠道经验，全员铺市加强网点渗透。华润啤酒在 2001-2010 年探索深度分销模式以支撑全国品牌的建立和全国化扩张，并于 2003 年启动渠道改造工作，减少中间环节、向终端倾斜，通过产品量增强化大经销商利润。**怡宝早期通过全员铺市、全民巷战实现深度分销**，并选择在一批试点城市优化销售模式，扁平化为 2-3 级，减少一个层级可节约每箱 2-4 元的销售毛利。

怡宝的直销占比较同业更高，或得益于华润万家赋能。华润万家为集团子公司，在连锁商超领域布局全面、地位领先，2014 年覆盖全国 31 个省、市、自治区，全球门店总数达到 4866 家。华润饮用水与饮料产品通过华润万家遍布全国的商超销售，增加品牌曝光和消费者触达。

图27：公司启动全员铺市、持续巷战



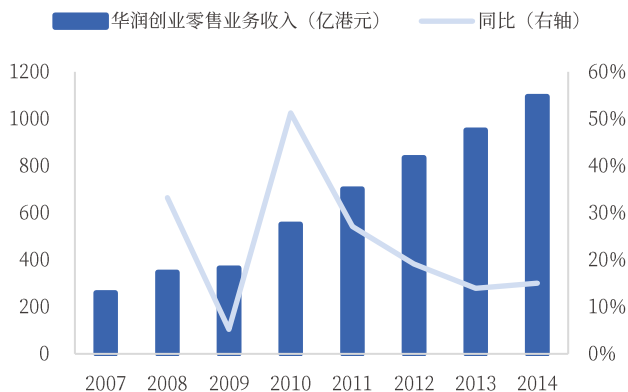
资料来源：华润饮料官方公众号，中国银河证券研究院

图28：华润万家的商超品牌矩阵



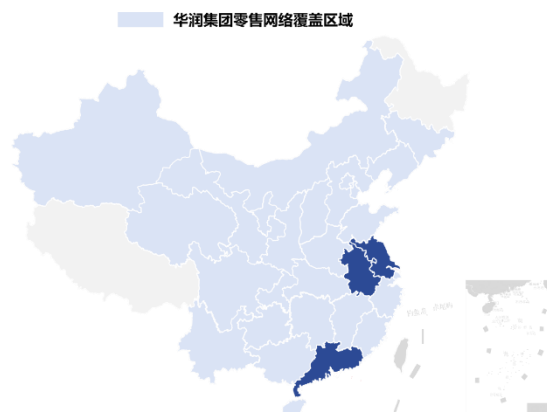
资料来源：华润万家官网，中国银河证券研究院

图29：华润零售业务收入 2007-2014 年 CAGR 约 23%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

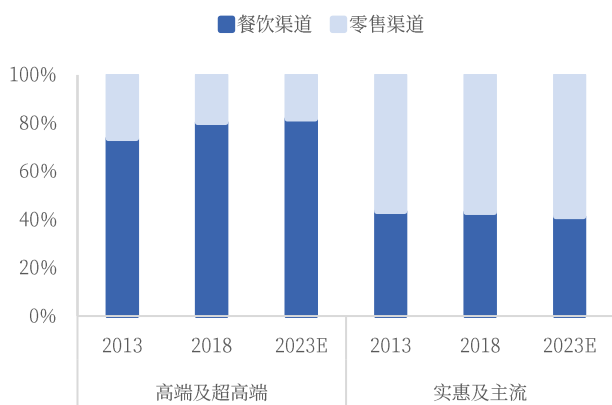
图30：华润万家实现全国触达（2014 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

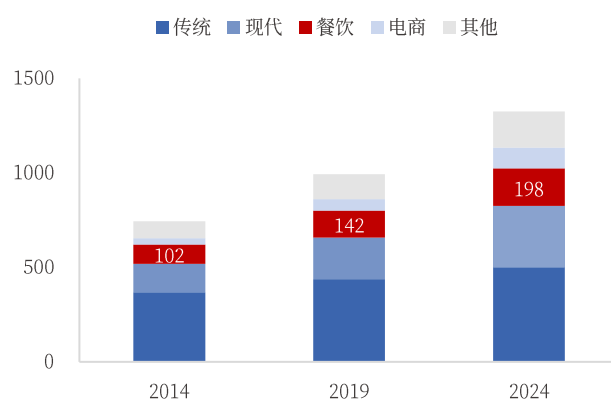
向后展望，怡宝亦可借华润啤酒之势发展餐饮渠道。餐饮渠道为啤酒消费重要渠道之一；同时饮料行业餐饮渠道快速增长，椰树、唯怡、王老吉借助餐饮成为大单品，近年来农夫等头部企业亦强调对餐饮渠道布局、东鹏 21 年底在营销本部设立餐饮大区。华润饮料有望借力集团品牌与经验，实现餐饮终端快速拓展。

图31：餐饮渠道为啤酒重要渠道之一（销售量占比口径）



资料来源：百威亚太招股书，GlobalData，中国银河证券研究院

图32：软饮料餐饮渠道市场规模快速发展（十亿元）



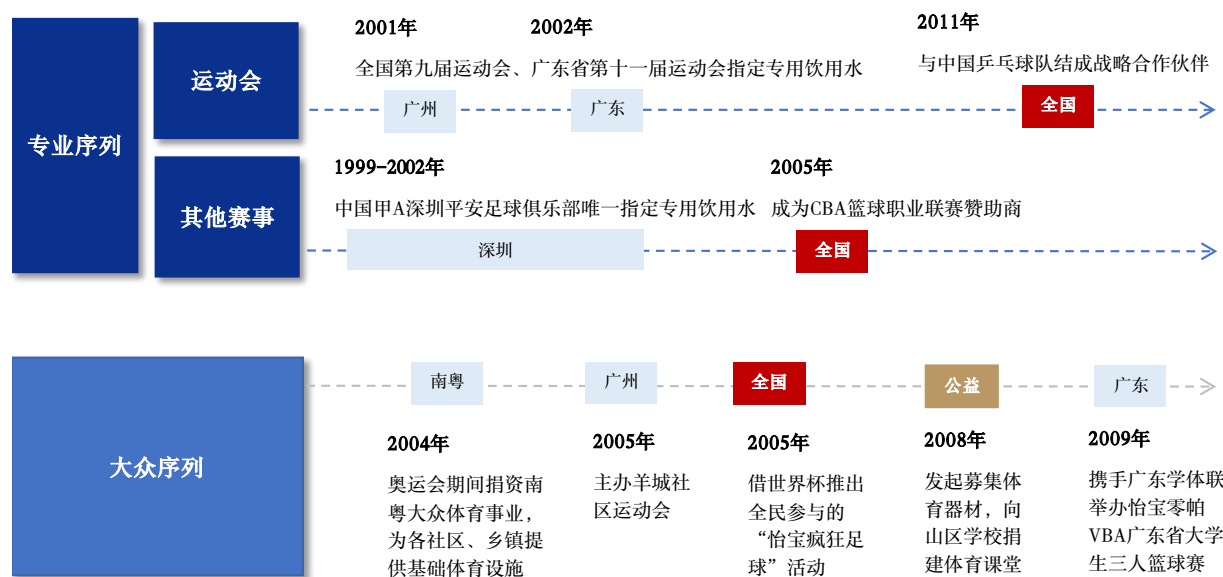
资料来源：企业管理杂志，中国银河证券研究院

（三）品牌：长期坚守体育营销，塑造品牌差异化形象

包装水产品同质化程度较高，品牌形象为差异化的核心要素，怡宝巧妙利用包装水消费场景与体育活动的高度契合，紧紧抓住专业赛事、大众运动两条路径，将体育营销作为发展战略并长期坚守。2011 年之后，为支撑全国化扩张，公司开始全国性体育营销。

案例一：2011 年与中国乒乓球队结成战略合作伙伴。公司获得“中国国家乒乓球队唯一指定饮用水”称号，相较前期多与广东省内各类活动接洽，乒乓作为国球，赛事更加官方化、大众化，有效提升品牌影响力并将受众范围拓展至全国。

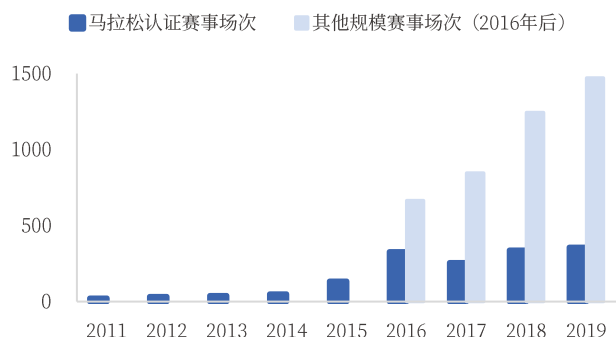
图33：公司体育营销紧紧抓住专业赛事、大众运动两条路径



资料来源：环球时报，奥林匹克官网，中国银河证券研究院

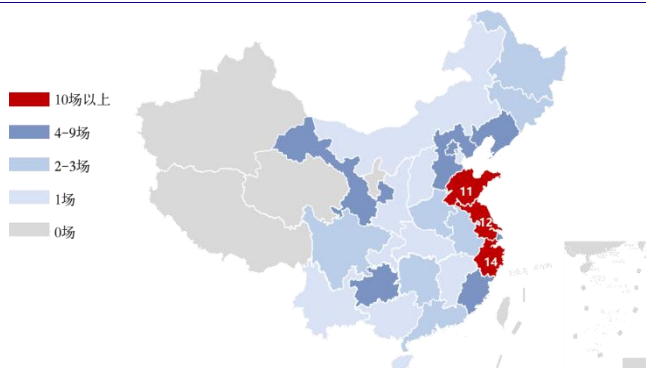
案例二：2011年马拉松运动风起，怡宝迅速前瞻布局。2011年的另一关键体育时点为我国马拉松比赛初现趋势，公司自2013年起在超过45个城市合作超1000场跑步赛事，成为多个城市马拉松赛事首选合作伙伴，是我国进入马拉松赛事最早、与最多A类赛事合作的饮用包装水企业。

图34：全国马拉松赛事场次（场）



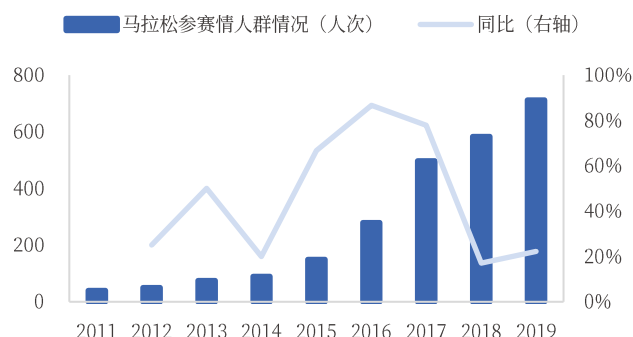
资料来源：中国田径协会，中国银河证券研究院

图36：2015年马拉松赛事已覆盖全国多数范围（不含中国港澳台）



资料来源：人民网，中国银河证券研究院

图35：中国马拉松赛事参与情况



资料来源：人民网，中国田径协会，国家体育总局，中国银河证券研究院

图37：怡宝与跑步赛事多维度结合（以2019年为例）



资料来源：IAI国际广告奖，中国银河证券研究院

历经数年持续探索实践，形成全方位体育营销版图。公司全方位的体育营销版图逐渐形成，基本实现从大众马拉松、越野跑、精英挑战赛到顶级专业跑步赛事的全覆盖，同时积极参与赞助高尔夫、网球、赛艇百创等各级赛事。与 TEAM CHINA/中国国家队、中超联赛冠名及全国性体育频道（如 CCTV5）合作，进一步强化品牌壁垒；联办戈壁挑战赛、主题校园跑等大众体育赛事，倡导全民运动健康。

图38：怡宝为中国国家队官方饮用水



资料来源：华润饮料官网，中国银河证券研究院

图39：马拉松奥运冠军担任怡宝推广大使



资料来源：华润饮料官网，中国银河证券研究院

三、未来展望：主业盈利能力提升，饮料打造第二曲线

我们认为公司当前正处于由大单品怡宝驱动向饮料多品类转型的新一轮增长期，一方面包装水业务通过积极提升自有产能占比与优化生产成本，有望推动盈利能力改善；另一方面饮料业务亦积极布局，重点打造菊花茶单品有望复制农夫茶π成功经验，有望推动渠道杠杆效应释放。

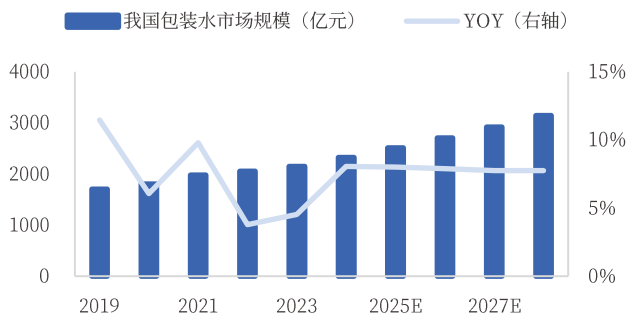
（一）包装水：外部扰动相对可控，盈利能力有望快速提升

市场担心行业竞争格局变化对公司造成冲击，但我们认为不必过于担忧。从外部来看，行业规模仍有增长空间，并且复盘包装水行业近二十年发展历程，每轮竞争周期演绎到最后均是市场份额向头部几家集中。从内部来看，公司有望通过高质量发展对冲外部波动。

1. 包装水趋势：市场规模仍有增长空间，头部企业不惧竞争扰动

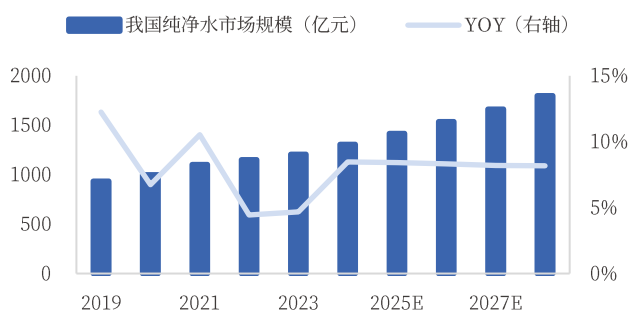
包装水市场规模长期仍有增长空间。2023 年的中国包装饮用水市场规模为 2150 亿元，近五年 CAGR 约为 7.1%；饮用纯净水为其中最大细分市场，占包装饮用水市场 56.1%。未来五年行业将持续扩容，仍有望维持个位数增长。

图40：我国包装饮用水行业规模与增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

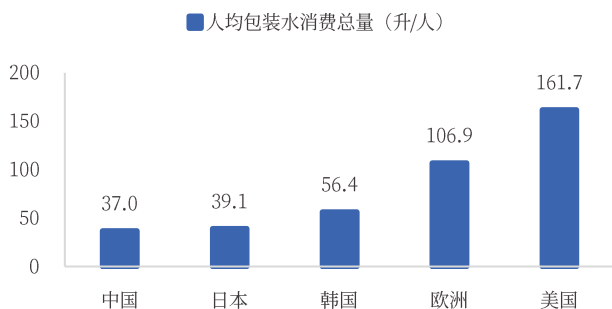
图41：我国饮用纯净水行业规模与增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

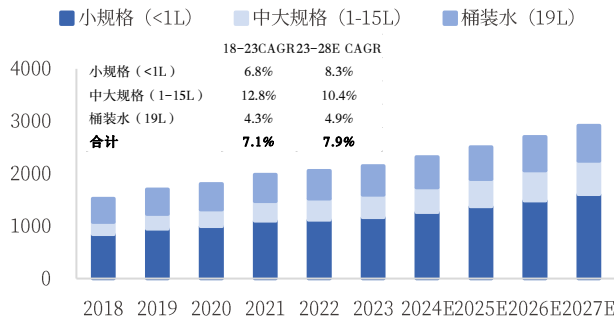
包装水对自来水的替代为行业增长重要驱动因素。据怡宝招股书，伴随对自来水水质关注与健康意识提升，2023 年中国居民包装饮用水消费量占整体饮用水摄入量逐渐提升至 14.4%，但仍远低于美国（59.7%）等发达市场；2028 年包装化率有望进一步提升至 18.9%。从结构看，因城镇化率提升、家庭规模调整，中大规格瓶装水占包装饮用水市场比例由 2018 年 15.2% 上升至 2023 年 19.7%，并有望在家庭场景中持续取代以自来水为原水的饮水方式。

图42：我国人均包装水消费量有望提升



资料来源：Beverage Marketing，欧睿，中国银河证券研究院

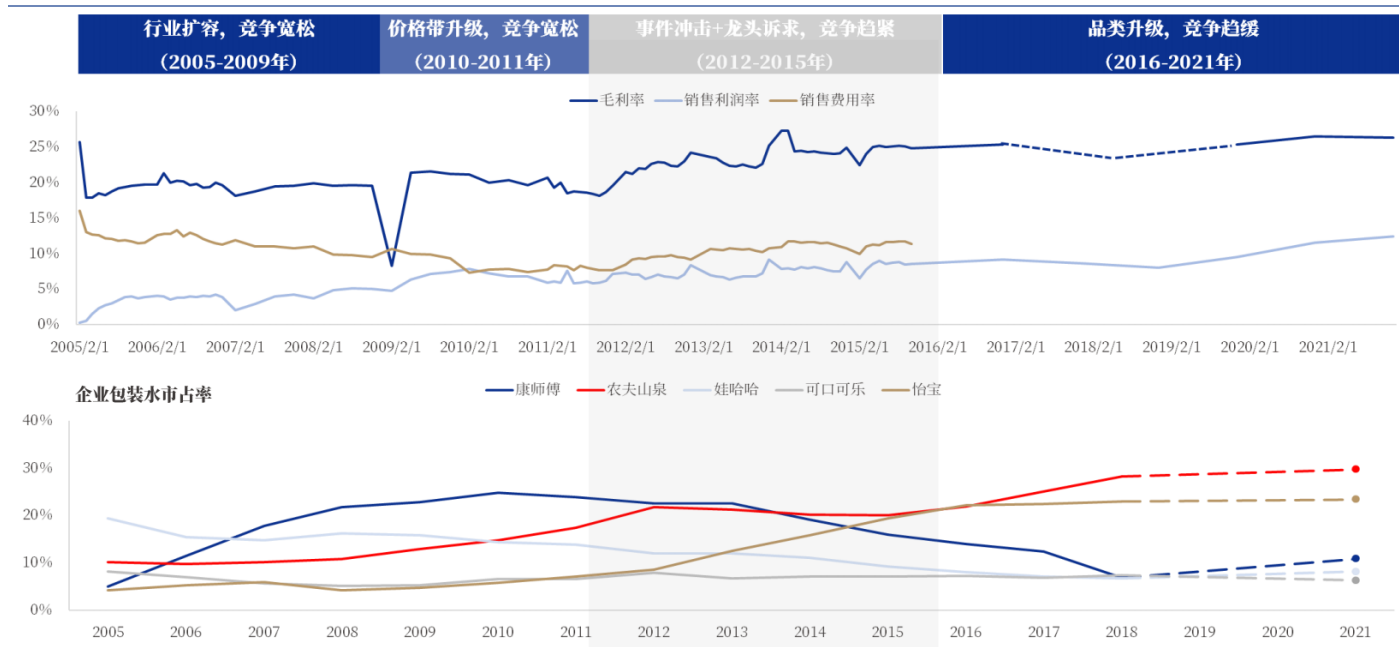
图43：中大规格包装水为家庭消费新增长点（收入，亿元）



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

竞争格局迎来新一轮变化，头部企业不惧扰动。复盘包装水行业近二十年走过四次格局之变，每轮竞争周期均以市场份额向头部集中为尾声，2024 年行业格局再次松动，我们认为竞争优势明显的农夫山泉、华润饮料两家头部企业最终将穿越本轮周期。关于竞争周期的本质与节奏判断，可参考我们于 2024 年 8 月 12 日发布的《软饮料行业深度报告（系列三）：如何理解当前包装水行业竞争格局？》。

图44：二十年包装水行业竞争格局演绎



资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院

备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

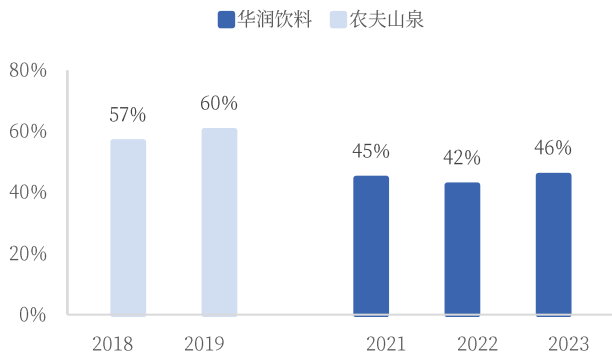
2. 盈利能力提升：对标行业领先水平，提高自产比例与优化生产

公司 2023 年包装水毛利率约 45.6%，对标农夫山泉 2019 年包装水毛利率 60.2%，拆分下来主要差距在于代工费用与制造费用。我们认为公司毛利率未来有较大提升空间，主要依托以下路径：

1) 提高自产比例：截止 2024 年 4 月，自有工厂总数量从 12 个增加到 13 个，自有产线从 47 条增加到 61 条，自有产能占比由 2023 全年 36%增长到 2024 年前四个月 50%，自产率从 2023 全年 33%提升到 2024 年前四个月 47%。根据公司招股书披露的计划，我们预计 2025/2026 年自有产能占比分别为 60%/70%。

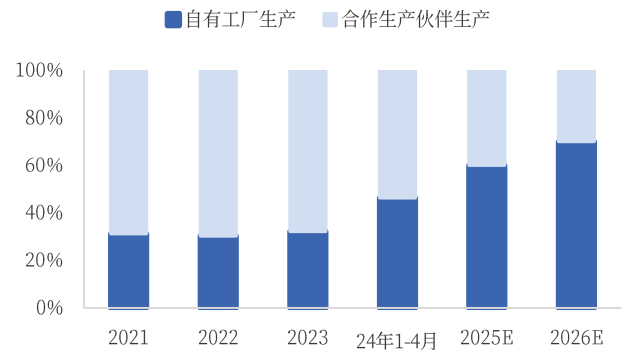
2) 优化生产成本：采购端，采用数字化管理获取原材料价格优势。自有制造，向上游延伸产业链，自主覆盖注塑环节；通过生产技术的优化，改良瓶型、标签等，降低相关可变成本；同时优化产能布局，通过公转铁、公转水等综合物流网络降低运输成本。代工端，伴随行业规模领先优势强化，OEM 费率有望降低。

图45：公司包装水毛利率较农夫山泉有较大提升空间



资料来源：华润饮料、农夫山泉招股说明书，中国银河证券研究院

图46：公司自产比例逐渐提升

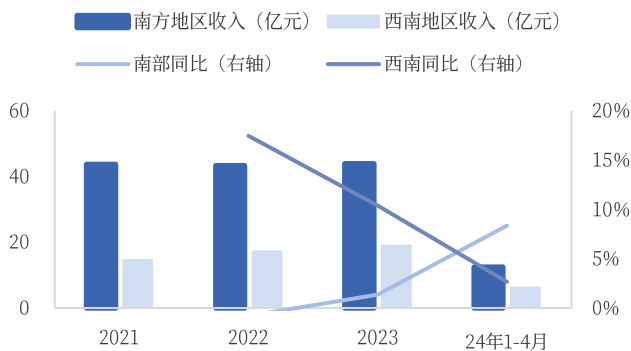


资料来源：华润饮料公司公告，中国银河证券研究院

3. 规模稳定增长：精耕市场与完善产品矩阵，有力应对竞争格局之变

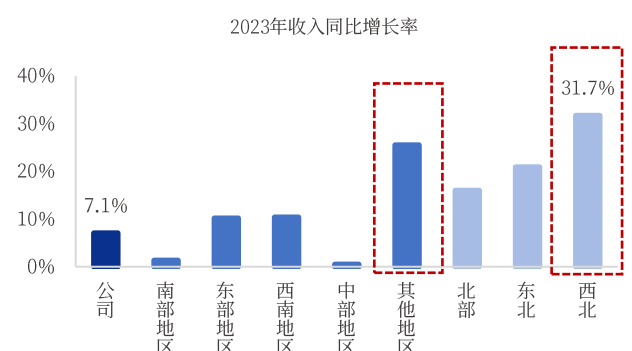
1) 巩固南方市场优势，西北成为新兴增长极。怡宝扎根华南市场、沿长江沿岸扩张，南方地区营业收入稳健增长，广东、广西、海南 2023 年区域市场份额均位于首位，且广西市场 2023 年市占率同比提升 0.2pcts。北方市场市占率与人均消费量均有显著空间，借助北京/辽宁/陕西优势辐射，北部/东北/西北市场 2023 年销量同比提升 16.0%/20.9%/31.7%，基数起势后增速仍然可观。

图47：南部优势地区表现较为稳健



资料来源：华润饮料公司公告，中国银河证券研究院

图48：西北地区快速增长



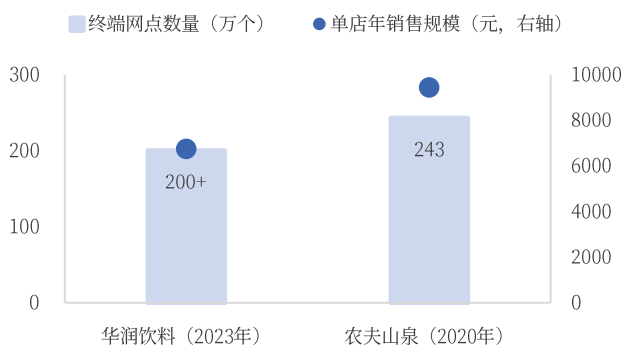
资料来源：华润饮料公司公告，中国银河证券研究院

2) 渠道继续精耕，提升单点质量。我们认为公司目前网点数量已经达到一定规模，2023 全年销售人员维护的网点超过 200 万家，覆盖全国大部分 C 端网点；对下沉市场终端渗透取得良好进展，零售网点在三线及以下城市占比由 2021 年 51.2%提升至 2024 年 4 月 57.2%，未来渠道拓展将更多从单点角度切入。

持续重视对销售人员与团队的培养激励。华润饮料具有超过 8700 名一线销售人员，销售人员/销售管理团队平均拥有超过 6 年/18 年相关经验，公司将其视为渠道突破的重要抓手，在人效提升的同时坚持培训赋能与薪酬激励，人员作战能力与销售效率有望持续提升。

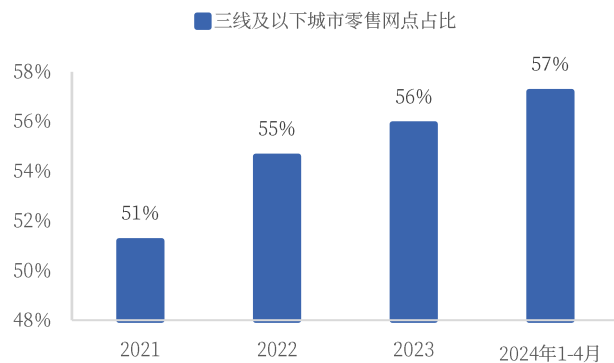
增加冷藏展示柜投放力度。冷柜从产品冰冻化+陈列广告化两方面赋能品牌厂家，是行业促进终端动销与提振品牌形象的重要方式。2023 年公司冷柜投放量达 2021 年两倍以上，据公司招股书披露计划，未来三至五年内在全国范围内的便利店、超市、餐厅、网吧、学校、工厂、交通枢纽及旅游景区等部署至少 60 万台商用冷藏展示柜。

图49：对标相近终端网点数量，怡宝单店收入仍有提升空间



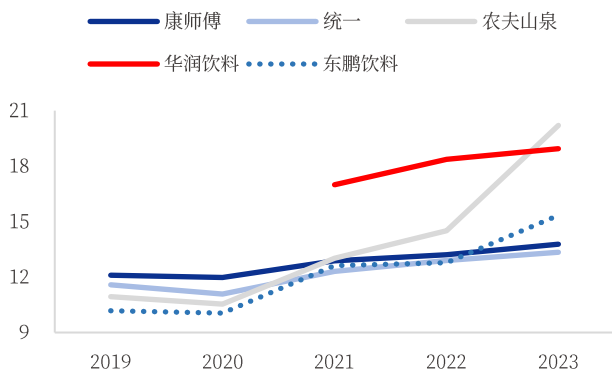
资料来源：华润饮料、农夫山泉招股说明书，中国银河证券研究院

图50：下沉市场拓展成效显著



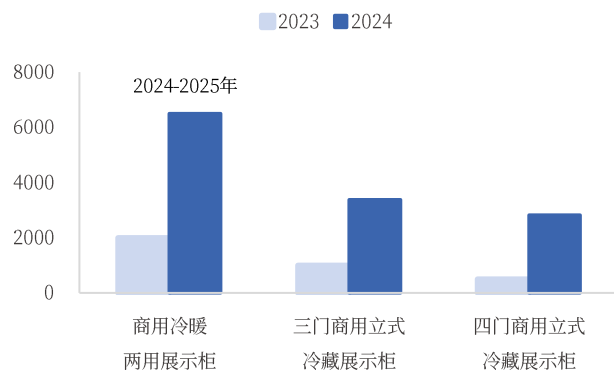
资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

图51：公司人均薪酬与福利具备竞争力且持续增长（万元/年）



资料来源：华润饮料、农夫山泉、统一、康师傅公告，中国银河证券研究院

图52：公司加强展示柜招标力度（台）



资料来源：华润集团守正电子招标平台，中国银河证券研究院

3) 完善产品矩阵，定位水之集大成者。2022年以来公司先后推出FEEL、怡宝露、本优，叠加核心品牌怡宝与早期所布局的加林山，完成饮用纯净水、天然矿泉水、饮用天然水三大水种布局。通过丰富水种、拓展产品规格，公司饮用水全矩阵成型，将有效契合外出、居家、餐饮、运动、商务等多种消费场景需求。

图53：华润饮料已形成全水种产品矩阵

	华润饮料	农夫山泉	今麦郎	康师傅	娃哈哈
饮用纯净水			蓝标	-	
饮用天然水	怡宝520ml饮用天然水		-	-	-
大众矿泉水	本优、加林山	长白雪运动盖装	-	涌养泉喝矿泉水	长白山五龙泉矿泉水
高端矿泉水	怡宝露	生肖瓶装、玻璃盖装、婴幼儿水、锂水、泡茶水	今矿	-	-
其他水饮品	FEEL气泡苏打水	苏打天然水			娃哈哈苏打水

资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

图54：华润产品SKU覆盖全面（规格含左不含右，SKU数量：个）

	华润饮料	农夫山泉	今麦郎	康师傅	娃哈哈
500ml以下	3	5	2	3	3
500ml-1L	8	7	3	4	3
1L-5L	4	5	-	1	2
5L-15L	3	2	1	1	1
15L及以上	2	1	-	-	-

资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

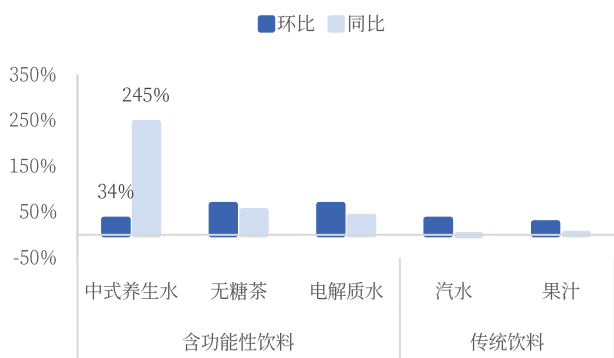
（二）软饮料：布局多个潜力大单品，期待渠道杠杆效应释放

公司大力拓展饮料业务，至本清润系列（包括菊花茶、柠檬茶和酸梅汤）的销量占比最高，其次为蜜水柠檬系列和假日系列，而午后奶茶和咖啡等占比较低。

1. 菊花茶：打造草本植物茶大单品，有望复刻农夫茶π成功经验

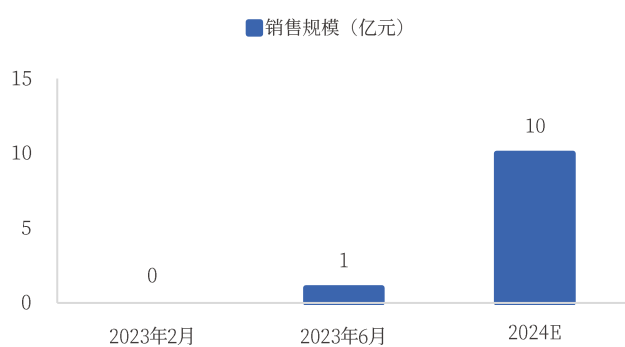
1) 品类：疫后消费者愈加追求健康，草本植物饮料与中式养生水高速增长。疫情催化消费者对健康管理关注提升，且期间中西医结合的诊疗方式强化“中医治未病”理念，叠加日益增长的工作压力，草本植物饮料与中式养生水凭借便携、健康特性实现高速增长。

图55：2024年6-7月中式养生水销售额高速增长



资料来源：尼尔森官方公众号，中国银河证券研究院

图56：元气森林自在水有望成为10亿元级别单品



资料来源：Foodaily，晚点 Latepost，中国银河证券研究院

2) 产品：定位中式养生与国潮，价格具备性价比优势。从定位来看，菊花茶在传统认知中具有“清凉去火、温润滋补”的健康功效，且在广东大本营已形成消费习惯，而华润怡宝借助传统美学风格包装、联名舞蹈诗剧《只此青绿》，强化产品的中式茶饮定位。从价格来看，至本清润菊花茶主要规格为450ml，在线下零售终端卡位4元价格带，低于竞品主要布局的5元价格带。

图57：至本清润包装传统美学风格明显

- 定位** 传承东方生活美学，借鉴传统饮方和地方风味
- 包装** 中式美学的设计风格，融合历史底蕴与国潮形象
毛笔字+明黄色彩+线条搭配彰显传统文化性
- 原料** 菊花在中国古代为淡泊风雅、山水桃源的象征
菊花茶本身具备清凉回甘、爽口解腻的属性
- 广宣** 联名东方演艺集团出品的舞蹈诗剧《只此青绿》



资料来源：华润饮料官网，新经销，中国银河证券研究院

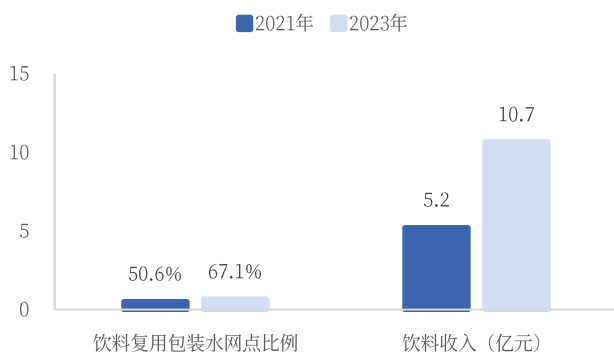
图58：至本清润产品具备性价比优势

产品品牌	规格	价格（元）	单价（元/100ml）
草本植物饮料/中式养生水			
至本清润菊花茶	450ml	4.0	0.89
元气自在水红豆薏米水	500ml	5.0	1.00
元气自在水红枣枸杞水	500ml	5.0	1.00
可漾红豆薏米水	530ml	4.9	0.92
可漾红豆水	530ml	4.8	0.91
好望水薏米水	500ml	4.9	0.98
好望水桂圆水	500ml	4.9	0.98
至本清润菊花茶	1L	5.0	0.50

资料来源：马上赢，中国银河证券研究院

3) 渠道：单点模型打磨成熟，已有网点仍有较大铺货空间。饮料产品在公司包装水网点的铺市率从2021年50.6%提升到2023年67.1%，对应饮料收入从5.2亿元增长至10.7亿元。我们认为单从包装水已有网点来看，饮料产品未来仍然有较大铺货空间。

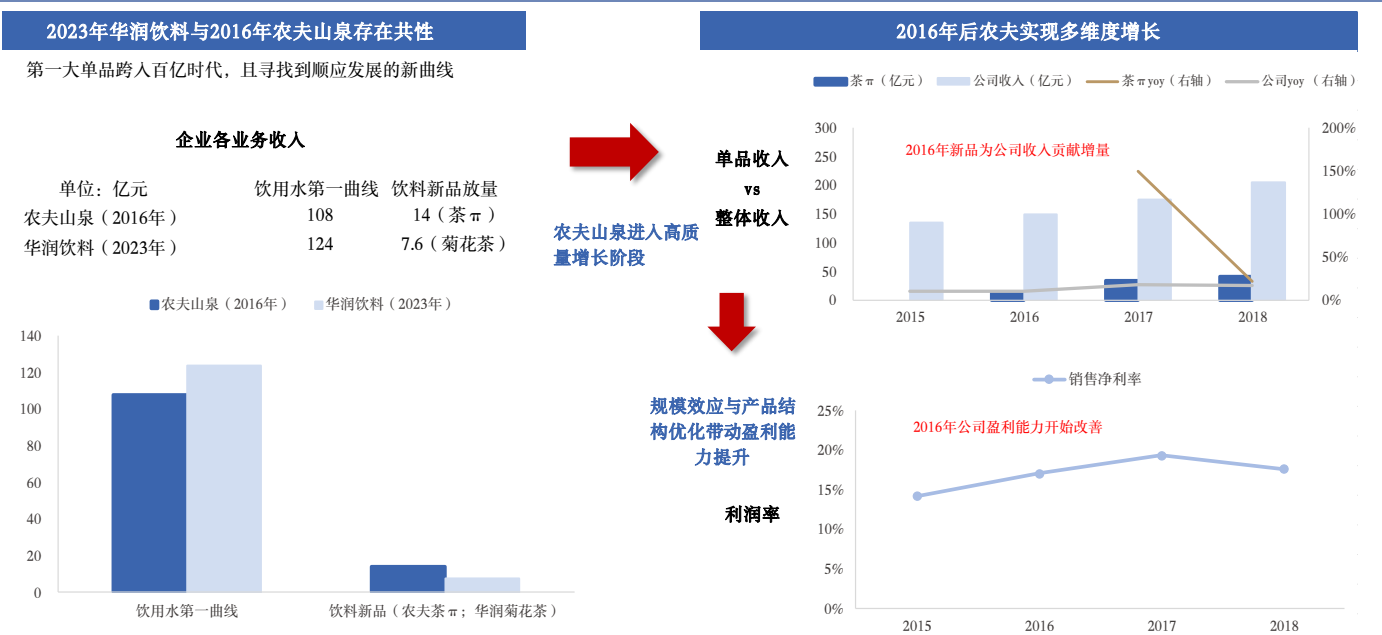
图59：公司包装水已有网点仍有较大空间帮助饮料产品铺货



资料来源：华润饮料招股书，中国银河证券研究院

4）经验借鉴：参考农夫山泉茶π，新品放量推动收入与利润率双击。我们认为公司当前所处阶段类似于2015年之后的农夫山泉，后者2016年包装水收入突破100亿元，同年推出茶π，顺应果味茶发展趋势，凭借已有包装水渠道帮助饮料单品快速铺货，推动整体收入快速增长以及利润率提升。

图60：怡宝2023年（包装水+菊花茶）VS 农夫2016年（包装水+茶π）



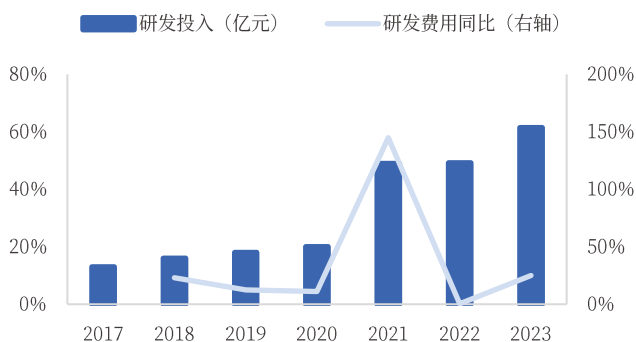
资料来源：Wind，欧睿，中国银河证券研究院

综上所述，我们认为菊花茶的单店模型基本验证成功，正处于渠道快速扩张、市场泛全国化的阶段，收入端有望延续高速增长趋势。

2. 其他单品：持续打磨产品，静待品类风起

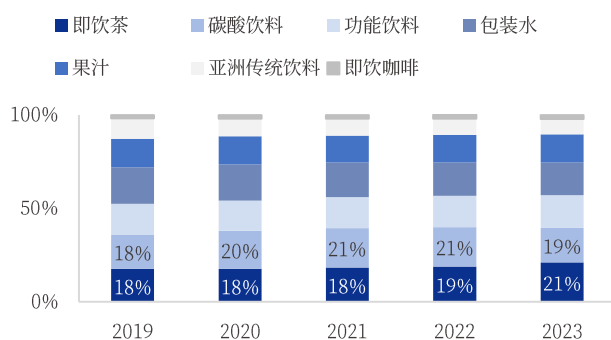
2017年华润怡宝饮料开发部成立并密集推新，蜜水系列、假日系列、火咖及午后奶茶2023年零售额均超1亿元。我们认为公司饮料产品布局较为全面，覆盖碳酸、果汁、咖啡、奶茶等饮料最主流的品类，有望受益于不同细分赛道的需求释放。

图61：华润饮料“十四五”以来研发投入显著提升



资料来源：华润饮料招股书，华润饮料社会责任报告，中国银河证券研究院

图62：公司所布局的产品均属于主流饮料品类



资料来源：尼尔森，中国银河证券研究院

1) 蜜水系列：另一种近水饮料的选择，兼顾原料健康与保留风味。蜜水创设于2018年，为定位于年轻消费者的果汁类饮料。据华糖云商，2019年开始全国范围铺货，全年销量达到88万箱。我们认为蜜水等果味水较白水的寡淡无味与高糖饮料的负担更有优势，产品优选果汁与蜂蜜低温调配，原料相对健康，有望成为近水饮料的另一种选择。

图63：发达国家风味水在瓶装水市场具备一定渗透率



*2021收入与增速为尼尔森口径

美国品牌Hint Water

2016
收入9000万美元

2021
零售收入：1.25亿美元
同比增长：33.7%
品牌估值：2.2亿美元

资料来源：Mintel, NielsenIQ, Forbes, Foodtalks, 中国银河证券研究院

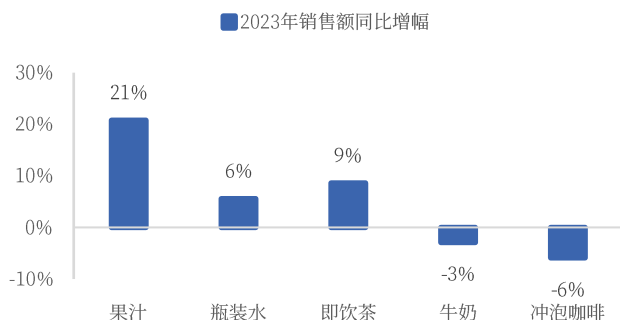
图64：蜜水系列产品两次更新



资料来源：怡宝官方公众号，华润饮料官网，中国银河证券研究院

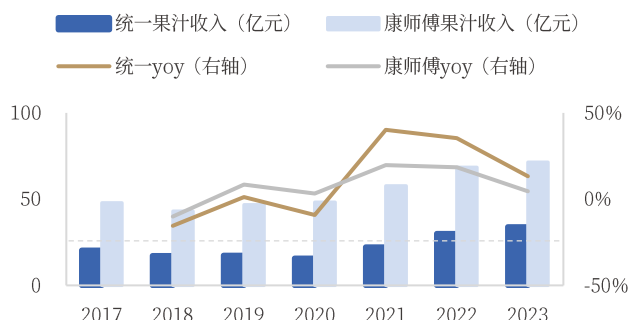
2) 假日系列：果汁行业回温，品牌果汁受益。疫后消费者对健康关注度提升叠加行业自身进行产品升级，2021年起果汁行业销售额连续正增。2019年公司推出假日系列果汁，锚定户外、工作、学习、聚会等多种消费场景，系列名建立起品牌“欢乐、放松、惬意”的形象。

图65：果汁为2023年饮料销售额增长最快品类之一



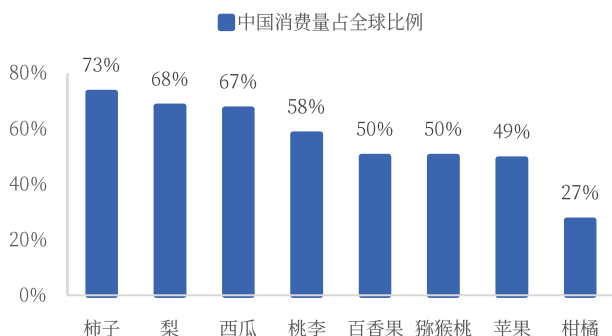
资料来源：凯度消费者指数，贝恩公司，中国银河证券研究院

图66：头部企业果汁产品近三年重回成长



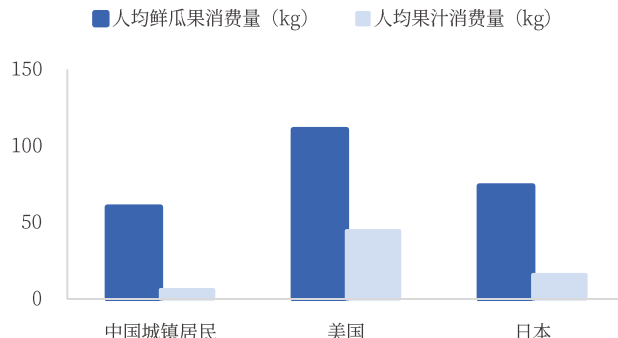
资料来源：康师傅控股、统一企业中国公司公告，中国银河证券研究院

图67：我国为全球水果第一消费大国（2024年）



资料来源：FBIF, DÖHLER, 中国银河证券研究院

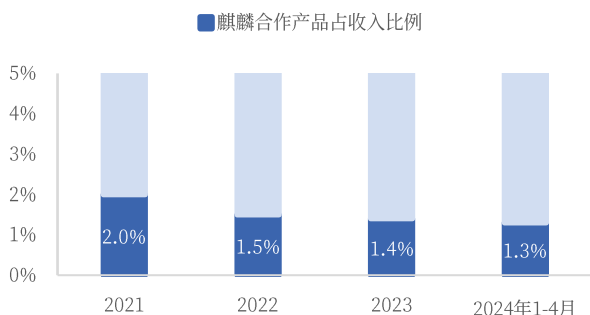
图68：我国果汁渗透率有望提升（2024年）



资料来源：FBIF, DÖHLER, 中国银河证券研究院

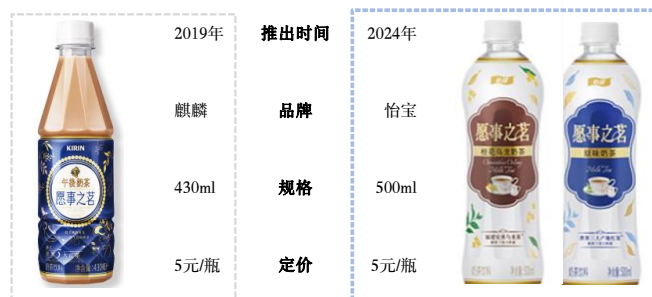
3) 奶茶与咖啡：公司奶茶与咖啡早期由麒麟品牌布局，目前自研产品逐渐面世。2011年公司麒麟品牌战略合作，相继引进“午后奶茶”、“火咖”、“源自世界的厨房”并取得较好市场反馈。此外，公司正发力打造自有品牌奶茶与咖啡，2024年10月奶茶新品“愿事之茗”上市，据华糖云商，当前在江苏等地区线下渠道已完成铺货，口感、包装获市场认可。

图69：麒麟品牌占公司比重持续下降



资料来源：华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

图70：愿事之茗新品



资料来源：怡宝官方公众号, 华润饮料官网, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

1. 收入预测

预计 2024~2026 年收入分别为 142.8/152.6/162.8 亿元（人民币，全文若未明确货币单位，则均为人民币），分别同比+5.6%/6.9%/6.7%。

包装水：行业未来有望实现稳健增长，同时公司通过区域精耕+提高单店质量+开拓新兴渠道+补全品类矩阵，预计包装水业务有望实现稳健增长；假设 2024~2026 年收入同比+2.7%/3.0%/3.0%。

饮料：主要产品菊花茶主打中式养生+国潮，终端动销较好，同时利用完善的包装水渠道网络快速铺货，有望实现高速增长，叠加“假日系列”等其他饮料产品持续打磨与升级，亦有望贡献一定收入；假设 2024~2026 年饮料收入同比+40.0%/40.0%/30.0%。

表3：华润饮料收入拆分与预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,623	13,515	14,278	15,260	16,283
YoY	11.3%	7.1%	5.6%	6.9%	6.7%
包装饮用水收入（百万元）	11,906	12,447	12,783	13,166	13,561
YoY	10.1%	4.5%	2.7%	3.0%	3.0%
饮料收入（百万元）	717	1,068	1,495	2,094	2,722
YoY	37.3%	49.0%	40.0%	40.0%	30.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 成本与费用预测

成本：1) 主要原料与包材，包括 PET 瓶、瓶盖、纸箱与白糖等，截止 2024 年 10 月上述原材料价格同比下滑近双位数；2) 代工费，根据招股书披露的产能规划，我们预计 2024 年公司自产率提升速度较快，而 2025~2026 年亦保持提升趋势。总体来看，考虑到原料价格波动与自产比例持续提升，预计 2024~2026 年整体毛利率分别为 48.0%/49.6%/51.2%。

表4：华润饮料毛利率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
公司毛利率	41.7%	44.7%	48.0%	49.6%	51.2%
包装饮用水毛利率	42.4%	45.6%	49.0%	51.0%	53.0%
饮料毛利率	28.8%	33.7%	39.0%	41.0%	42.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

费用：考虑到公司持续推进渠道精耕以及饮料规模提升带来的渠道杠杆效应，假设 2024~2026 年销售费用率为 30.6%/30.0%/29.5%；其他费用率边际下降。

综上所述，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 16.5/20.4/24.4 亿元，分别同比+23.8%/24.2%/19.5%。

(二) 估值模型

1. 相对估值

根据品类与商业模式的相似度，我们选取农夫山泉、康师傅、统一、东鹏饮料作为可比公司：截至 2024 年 10 月 27 日，2024-2026 年可比公司 PE 算术均值分别为 24/20/17 倍。

表5：华润饮料与可比公司估值（2024 年 10 月 27 日）

PE	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
农夫山泉	52.15	38.10	23.67	20.45	17.85
康师傅控股	26.35	15.59	16.84	15.24	14.01
统一企业中国	24.66	13.03	16.09	14.66	13.63
东鹏饮料	49.40	35.79	37.95	29.62	23.69
平均值	38.14	25.63	23.64	19.99	17.30
华润饮料	-	-	19.59	15.78	13.20

资料来源：Wind，中国银河证券研究院
备注：农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国 PE 数据来自 Wind

2. 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，得出公司合理每股价值约 17.02-20.36 元，对应市值区间为 400-478 亿元。

- 1) 公司 WACC：约为 7.98%，核心假设见下表。
- 2) 三阶段：2024-2026 年为增长期，收入增长率直接采用未来三年盈利预测指标，详细见前文收入拆分与预测。2027-2028 年为过渡期，预计公司收入保持年均 3% 的增速。2028 年后公司进入永续阶段，假设公司收入永续增长率为 2%。
- 3) 敏感性分析：加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.1%，永续增长率 (g) 正负波动 0.1%。

表6：FCFF 核心假设

指标	数值	备注
无风险利率 Rf=	2.13%	2024/10/22 十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm=	10.29%	基日以来恒生指数收益率
股票 beta	0.72	参考农夫山泉上市以来调整 Beta
WACC	7.98%	$WACC = Kd \cdot Wd \cdot (1-T) + Ke \cdot (1-Wd)$
过渡期年数	2	我们认为当前业务结构能持续 3~5 年发展
过渡期增长率	3.00%	
永续增长率	2.00%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表7: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率	WACC						
	7.68%	7.78%	7.88%	7.98%	8.08%	8.18%	8.28%
1.70%	18.67	18.38	18.09	17.81	17.54	17.28	17.02
1.80%	18.93	18.62	18.33	18.04	17.76	17.49	17.23
1.90%	19.20	18.88	18.57	18.28	17.99	17.72	17.45
2.00%	19.47	19.15	18.83	18.53	18.23	17.95	17.67
2.10%	19.76	19.42	19.10	18.78	18.48	18.18	17.90
2.20%	20.05	19.71	19.37	19.04	18.73	18.43	18.14
2.30%	20.36	20.00	19.65	19.32	18.99	18.68	18.38

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 投资建议

预计 2024~2026 年收入分别同比+6%/7%/7%，归母净利润分别同比+24%/24%/20%，PE 为 20/16/13X。考虑到公司正处于由大单品怡宝驱动向饮料多品类转型的阶段，未来业绩有望迎来新一轮增长，并且估值相较于可比公司较为合理，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

包装水竞争进一步加剧的风险。公司在包装水行业处于领先地位，具备较高的品牌忠诚度，但仍面临市场其他品牌的挑战。倘若行业竞争进一步加剧，可能导致公司加大投入促销费用，进而放缓公司盈利能力提升的步伐。

饮料业务拓展不及预期的风险。饮料业务为公司增长的第二曲线，将是驱动公司长期发展、成为平台型公司的核心因素。但消费者需求较为多变，若饮料业务拓展不及预期，将影响公司的整体营收与利润。

食品安全的风险。公司已制定各种质量安全标准与质量控制系统，但仍可能在代工生产、运送储存中出现质量缺陷。倘若发生食品安全问题，将对公司声誉与业务产生重大不利影响。

图表目录

图 1: 伊利股份 2012 年前后从大单品公司跃升为平台型公司	3
图 2: 农夫山泉 2016 年前后从大单品公司跃升为平台型公司	3
图 3: 2023 年华润饮料与 2017 年农夫山泉对比	3
图 4: 华润饮料发展历程.....	4
图 5: 华润饮料营业收入及增速	5
图 6: 华润饮料归母净利润及增速	5
图 7: 华润饮料分产品毛利率	5
图 8: 华润饮料费率结构.....	5
图 9: 华润饮料产品结构.....	7
图 10: 经销模式收入占比.....	7
图 11: 经销商数量与次级经销商数量	7
图 12: 次级经销商开商助力下沉.....	8
图 13: 公司网点城市级别分布.....	8
图 14: 华润饮料上市后股权结构（超额配股权未获行使情形）	8
图 15: 华润饮料包装水市占率在 2011-2015 年期间显著提升	10
图 16: 2023 年华润饮料在全国 23 个省级行政区市占前三.....	10
图 17: 华润饮料区域间收入均衡.....	10
图 18: 2009-2010 年间 PET 价格剧烈上涨催化终端提价.....	11
图 19: 行业形成多价位带格局（以 500ml/瓶规格为例）	11
图 20: 包装水行业终端均价在 2011 年开始上涨（元/500ml）	11
图 21: 不同价位产品终端利润.....	11
图 22: 华润啤酒收购扩张大事记，2006 年公司销量成为全国第一（单位：万千升）	12
图 23: 华润饮料全国化战略复用华润啤酒经验，根据地辐射区域销量高增	13
图 24: 怡宝代工厂数量快速增长.....	13
图 25: 2024 年怡宝工厂分布.....	13
图 26: 通过代工厂快速实现区域覆盖	14
图 27: 公司启动全员铺市、持续巷战	14
图 28: 华润万家的商超品牌矩阵.....	14
图 29: 华润零售业务收入 2007-2014 年 CAGR 约 23%.....	15
图 30: 华润万家实现全国触达（2014 年）	15
图 31: 餐饮渠道为啤酒重要渠道之一（销售量占比口径）	15
图 32: 软饮料餐饮渠道市场规模快速发展（十亿元）	15

图 33: 公司体育营销紧紧抓住专业赛事、大众运动两条路径.....	16
图 34: 全国马拉松赛事场次(场)	16
图 35: 中国马拉松赛事参与情况.....	16
图 36: 2015 年马拉松赛事已覆盖全国多数范围(不含中国港澳台)	16
图 37: 怡宝与跑步赛事多维度结合(以 2019 年为例)	16
图 38: 怡宝为中国国家队官方饮用水	17
图 39: 马拉松奥运冠军担任怡宝推广大使	17
图 40: 我国包装饮用水行业规模与增速	18
图 41: 我国饮用纯净水行业规模与增速	18
图 42: 我国人均包装水消费量有望提升	18
图 43: 中大规格包装水为家庭消费新增长点(收入, 亿元)	18
图 44: 二十年包装水行业竞争格局演绎	19
图 45: 公司包装水毛利率较农夫山泉有较大提升空间.....	20
图 46: 公司自产比例逐渐提升.....	20
图 47: 南部优势地区表现较为稳健.....	20
图 48: 西北地区快速增长.....	20
图 49: 对标相近终端网点数量, 怡宝单店收入仍有提升空间.....	21
图 50: 下沉市场拓展成效显著.....	21
图 51: 公司人均薪酬与福利具备竞争力且持续增长(万元/年)	21
图 52: 公司加强展示柜招标力度(台)	21
图 53: 华润饮料已形成全水种产品矩阵	21
图 54: 华润产品 SKU 覆盖全面(规格含左不含右, SKU 数量: 个)	21
图 55: 2024 年 6-7 月中式养生水销售额高速增长.....	22
图 56: 元气森林自在水有望成为 10 亿元级别单品	22
图 57: 至本清润包装传统美学风格明显	22
图 58: 至本清润产品具备性价比优势	22
图 59: 公司包装水已有网点仍有较大空间帮助饮料产品铺货.....	23
图 60: 怡宝 2023 年(包装水+菊花茶) VS 农夫 2016 年(包装水+茶π)	23
图 61: 华润饮料“十四五”以来研发投入显著提升.....	24
图 62: 公司所布局的产品均属于主流饮料品类.....	24
图 63: 发达国家风味水在瓶装水市场具备一定渗透率.....	24
图 64: 蜜水系列产品两次更新.....	24
图 65: 果汁为 2023 年饮料销售额增长最快品类之一.....	24
图 66: 头部企业果汁产品近三年重回成长	24
图 67: 我国为全球水果第一消费大国(2024 年)	25
图 68: 我国果汁渗透率有望提升(2024 年)	25
图 69: 麒麟品牌占公司比重持续下降	25

图 70: 愿事之茗新品 25

表 1: 华润饮料品牌与产品情况 6

表 2: 华润饮料管理团队履历 9

表 3: 华润饮料收入拆分与预测 26

表 4: 华润饮料毛利率预测 26

表 5: 华润饮料与可比公司估值 (2024 年 10 月 27 日) 27

表 6: FCFE 核心假设 27

表 7: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股) 28

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,558	9,276	10,497	13,159
现金	2,075	5,799	6,950	9,542
应收账款及票据	231	238	254	271
存货	377	371	385	397
其他	2,875	2,869	2,908	2,949
非流动资产	7,444	9,681	10,833	10,955
固定资产	4,810	7,007	8,119	8,200
无形资产	35	35	35	35
其他	2,599	2,639	2,679	2,719
资产总计	13,002	18,957	21,330	24,113
流动负债	5,188	5,045	5,371	5,710
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	817	619	641	662
其他	4,371	4,426	4,731	5,048
非流动负债	441	441	441	441
长期债务	0	0	0	0
其他	441	441	441	441
负债合计	5,629	5,486	5,812	6,150
普通股股本	0	317	317	317
储备	6,923	12,704	14,747	17,190
归属母公司股东权益	6,903	13,000	15,044	17,487
少数股东权益	470	471	473	476
股东权益合计	7,373	13,472	15,518	17,963
负债和股东权益	13,002	18,957	21,330	24,113

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,718	1,715	2,590	3,025
净利润	1,329	1,646	2,044	2,443
少数股东权益	2	2	2	2
折旧摊销	447	303	388	418
营运资金变动及其他	-60	-235	156	161
投资活动现金流	-2,090	-2,443	-1,438	-434
资本支出	-2,312	-2,500	-1,500	-500
其他投资	221	57	62	66
筹资活动现金流	-61	4,452	0	0
借款增加	-17	0	0	0
普通股增加	0	4,452	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-44	0	0	0
现金净增加额	-433	3,724	1,151	2,592

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,515	14,278	15,260	16,283
其他收入	49	50	50	50
营业成本	7,480	7,425	7,691	7,946
销售费用	4,087	4,369	4,578	4,803
管理费用	301	286	305	309
研发费用	62	66	70	73
财务费用	-151	-41	-116	-139
除税前溢利	1,878	2,320	2,882	3,444
所得税	547	673	836	999
净利润	1,331	1,647	2,046	2,445
少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司净利润	1,329	1,646	2,044	2,443
EBIT	1,727	2,279	2,766	3,305
EBITDA	2,174	2,582	3,153	3,724
EPS（元）	0.66	0.70	0.87	1.04
主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7.07%	5.65%	6.88%	6.70%
归属母公司净利润	34.30%	23.81%	24.18%	19.53%
获利能力				
毛利率	44.66%	48.00%	49.60%	51.20%
销售净利率	9.84%	11.53%	13.39%	15.00%
ROE	19.26%	12.66%	13.59%	13.97%
ROIC	16.61%	12.01%	12.65%	13.06%
偿债能力				
资产负债率	43.29%	28.94%	27.25%	25.51%
净负债比率	-28.14%	-43.04%	-44.79%	-53.12%
流动比率	1.07	1.84	1.95	2.30
速动比率	1.00	1.77	1.88	2.24
营运能力				
总资产周转率	1.14	0.89	0.76	0.72
应收账款周转率	57.41	60.93	61.99	61.95
应付账款周转率	10.84	10.34	12.21	12.20
每股指标（元）				
每股收益	0.66	0.70	0.87	1.04
每股经营现金流	0.73	0.73	1.10	1.29
每股净资产	2.94	5.54	6.41	7.45
估值比率				
P/E	-	19.59	15.78	13.20
P/B	-	2.48	2.14	1.84
EV/EBITDA	-0.95	10.24	8.02	6.10

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn