

提效并多元，启航新征程

华泰研究

2024 年 12 月 24 日 | 中国香港

首次覆盖

饮料

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

15.97

研究员 龚源月
SAC No. S0570520100001 gongyuanyue@htsc.com
SFC No. BQL737 +(86) 21 2897 2228

研究员 王可欣
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	15.97
收盘价(港币 截至 12 月 23 日)	11.82
市值(港币百万)	28,347
6 个月平均日成交额(港币百万)	129.29
52 周价格范围(港币)	11.06-16.78
BVPS(人民币)	2.74

股价走势图



首次覆盖华润饮料并给予买入评级,目标价 15.97 港元(基于 25 年 18xPE)。华润饮料为国内瓶装水行业领军企业,在多品类开拓+全渠道布局+全国化扩张等多维度构建包装水业务的竞争优势,无惧短期行业竞争波动。时下公司正面临瓶装水业务代工转自产、非水饮料第二曲线布局的关键时刻,我们看好公司全国化进程推进、包装水业务基本盘稳固,非水饮料业务有望起势、贡献收入增量,同时在自产比例提升/供应链优化/非水饮料规模扩张/费用率收缩的带动下、盈利能力亦有望提振。

瓶装水行业需求韧性, 华润饮料具备多维竞争优势

据欧睿, 23 年瓶装水行业规模 2266 亿元, 纯净水占据半壁江山, 公司在纯净水赛道中龙头地位稳固。1) 产品端, 公司自 09 年起前瞻布局中大规格水、当前 SKU 数量领先竞对, 有望以丰富的产品矩阵把握家庭/办公等细分市场场景发展红利; 2) 渠道端, 公司 21 年提出“精耕细作、决胜终端”, 兼顾网点开拓数量与终端服务质量, 将更多渠道利润向终端倾斜; 3) 市场端, 立足南部基地市场, 采取“西进东扩北伐”的全国性策略, 扩大销售版图。

成长空间: 自产率提高后期待盈利弹性, 非水饮料业务积极蓄势

展望公司未来成长空间: 1) 收入端, 瓶装水主业(23 年收入占比 92%) 在渠道拓展及市场扩张上空间尚存, 非水饮料业务(23 年收入占比 8%) 亦有爆品打造潜力。2) 利润端, 23 年公司净利率仅 9.9%(vs 农夫山泉 28.1%), 未来提升路径主要依托毛利率提振及销售费用率优化: 公司计划通过未来 3-5 年的时间将 23 年接近 70% 的代工比例下降至~30%, 且伴随供应链优化及饮料业务规模效应发挥, 公司毛利率提升路径清晰; 此外, 公司人效提升仍有空间, 随上市后品牌红利持续发挥, 费用率层面具备优化空间。

我们与市场观点不同之处

市场对于包装水行业短期竞争加剧存在一定担忧, 我们认为公司已通过全渠道布局及多维度营销等手段, 占据较强的消费者心智, 在纯净水赛道中具有稳固的领先地位, 同时公司前瞻布局中大规格产品, 避开当前竞争更激烈的小规格包装水细分赛道。且在激烈的竞争下, 部分中小水企或在本轮价格竞争中被淘汰, 中长期看行业扩容及龙头集中度提升仍为主线。

盈利预测与估值

我们预计 24-26 年公司归母净利润为 16.9/20.0/23.0 亿(同比 +27.2%/+18.5%/+14.9%), 对应 EPS 0.70/0.83/0.96 元, 参考可比公司 25 年平均 PE 18x (Wind 一致预期), 给予 25 年 18x PE, 目标价 15.97 港元。

风险提示: 净水器冲击、食品安全问题、行业竞争加剧、原料成本波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	12,623	13,515	14,334	15,106	16,324
+/-%	11.31	7.07	6.06	5.38	8.06
归属母公司净利润(人民币百万)	989.81	1,329	1,690	2,002	2,300
+/-%	15.34	34.30	27.16	18.46	14.86
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.41	0.55	0.70	0.83	0.96
ROE(%)	19.49	21.31	17.89	15.41	15.19
PE(倍)	26.50	19.73	15.52	13.10	11.41
PB(倍)	4.71	3.80	2.19	1.87	1.61
EV/EBITDA(倍)	14.51	10.59	7.91	6.42	5.20

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,623	13,515	14,334	15,106	16,324
销售成本	(7,364)	(7,480)	(7,466)	(7,647)	(8,219)
毛利润	5,259	6,035	6,868	7,458	8,105
销售及分销成本	(3,878)	(4,087)	(4,537)	(4,644)	(4,897)
管理费用	(265.03)	(300.56)	(286.68)	(302.12)	(310.15)
其他收入/支出	260.58	272.81	16.13	(64.49)	(310.15)
财务成本净额	147.09	151.06	435.44	475.29	741.91
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,375	1,878	2,302	2,730	3,136
税费开支	(386.70)	(547.06)	(609.46)	(724.56)	(832.23)
少数股东损益	(1.09)	2.03	2.58	3.06	3.51
归母净利润	989.81	1,329	1,690	2,002	2,300
折旧和摊销	(309.08)	(446.87)	(728.41)	(945.40)	(1,085)
EBITDA	1,686	2,368	2,789	3,394	3,672
EPS (人民币, 基本)	0.41	0.55	0.70	0.83	0.96

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	588.12	377.38	376.71	385.85	414.68
应收账款和票据	4,242	806.24	855.11	901.15	973.80
现金及现金等价物	2,508	2,075	5,078	5,344	8,040
其他流动资产	292.30	2,300	2,300	2,300	2,300
总流动资产	7,630	5,558	8,609	8,930	11,728
固定资产	2,008	4,810	6,858	8,686	8,603
无形资产	189.33	292.57	292.57	292.57	292.57
其他长期资产	777.05	2,342	2,316	2,293	2,270
总长期资产	2,974	7,444	9,467	11,271	11,166
总资产	10,605	13,002	18,077	20,202	22,894
应付账款	4,296	5,181	5,171	5,297	5,693
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	33.37	7.67	7.67	7.67	7.67
总流动负债	4,329	5,188	5,179	5,305	5,700
长期债务	27.55	35.99	35.99	35.99	35.99
其他长期债务	352.08	404.64	404.64	404.64	404.64
总长期负债	379.62	440.62	440.62	440.62	440.62
股本	0.01	0.01	2,398	2,398	2,398
储备/其他项目	5,574	6,903	9,592	11,594	13,894
股东权益	5,574	6,903	11,990	13,992	16,292
少数股东权益	322.01	469.72	467.13	464.08	460.57
总权益	5,896	7,373	12,457	14,457	16,753

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	26.50	19.73	15.52	13.10	11.41
PB	4.71	3.80	2.19	1.87	1.61
EV EBITDA	14.51	10.59	7.91	6.42	5.20
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.15	(1.61)	(2.16)	0.25	8.77

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	1,686	2,368	2,789	3,394	3,672
融资成本	(147.09)	(151.06)	(435.44)	(475.29)	(741.91)
营运资本变动	(274.60)	20.79	(57.46)	70.30	294.35
税费	(386.70)	(547.06)	(609.46)	(724.56)	(832.23)
其他	(32.81)	27.70	236.70	275.60	541.31
经营活动现金流	844.93	1,718	1,923	2,540	2,934
CAPEX	(722.89)	(2,251)	(2,752)	(2,749)	(979.41)
其他投资活动	724.11	160.42	473.79	498.59	750.17
投资活动现金流	1.22	(2,090)	(2,278)	(2,251)	(229.25)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	3,397	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(21.20)	(60.60)	(38.35)	(23.30)	(8.25)
融资活动现金流	(21.20)	(60.60)	3,358	(23.30)	(8.25)
现金变动	824.95	(432.87)	3,003	265.85	2,696
年初现金	1,683	2,508	2,075	5,078	5,344
汇率波动影响	0.13	0.07	(0.20)	0.00	0.00
年末现金	2,508	2,075	5,078	5,344	8,040

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	11.31	7.07	6.06	5.38	8.06
毛利润	5.79	14.76	13.80	8.60	8.67
营业利润	14.06	39.50	7.27	18.82	5.68
净利润	15.34	34.30	27.16	18.46	14.86
EPS	15.34	34.30	27.16	18.46	14.86
盈利能力比率 (%)					
毛利率	41.66	44.66	47.91	49.37	49.65
EBITDA	13.36	17.52	19.46	22.47	22.50
净利率	7.84	9.84	11.79	13.26	14.09
ROE	19.49	21.31	17.89	15.41	15.19
ROA	10.05	11.26	10.88	10.46	10.67
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(44.50)	(29.53)	(42.05)	(37.93)	(49.13)
流动比率	1.76	1.07	1.66	1.68	2.06
速动比率	1.63	1.00	1.59	1.61	1.98

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	1.28	1.14	0.92	0.79	0.76
应收账款周转天数	130.29	67.24	20.86	20.93	20.68
应付账款周转天数	206.63	228.07	249.58	246.40	240.68
存货周转天数	24.50	23.24	18.18	17.95	17.53
现金转换周期	(51.83)	(137.59)	(210.53)	(207.52)	(202.48)

每股指标 (人民币)

EPS	0.41	0.55	0.70	0.83	0.96
每股净资产	2.32	2.88	5.00	5.83	6.79

正文目录

核心要点	4
行业：包装水赛道优，集中化仍为主线	5
市场空间：需求韧性，渗透率有望上行	5
竞争格局：美日为鉴，我国水行业集中度有望提升	9
借鉴海外：我国水行业品类分布更似美国、竞争格局或对标日本	9
看回国内：短期竞争加剧，小企业加速出清后看好格局优化	10
华润饮料：行而不辍，行业标准领军者	12
产品：把握细分场景，多品类全面开拓	13
渠道：强化终端掌控，全渠道布局加速	15
区域：西进东扩北伐，全国化蓝图绘制	16
如何看待华润饮料未来的成长催化剂？	17
收入端：包装水稳健增长，软饮料蓄势待发	17
利润端：毛利率&销售费用率均存优化空间	19
毛利率：自产比例提升+供应链优化+饮料业务规模扩张，毛利率提升路径清晰	21
费用率：人效仍有优化空间，经营效率有望提升	23
盈利预测与估值	25
风险提示	27

核心要点

水饮行业百舸争流，大赛道中不乏大体量的优质标的，华润饮料为国内瓶装水行业领军企业，在纯净水细分赛道排名第一（23 年怡宝在纯净水行业的市占率为 32.7%）。本文深度探讨了公司的核心优势和未来发展空间、测算了企业利润弹性、辨析其竞争策略及投资价值。公司瓶装水业务步履不停，多品类开拓+全渠道布局+全国化扩张构建竞争优势，不惧短期行业竞争波动。饮水思变，公司收入及利润端均有看点：收入端，瓶装水主业在渠道拓展及市场扩张上空间尚存，非水饮料业务亦存新品放量潜力；利润端，在自产比例提升/供应链优化/非水饮料业务规模扩张的带动下、毛利率有望提振，公司费用率亦有收缩空间。

解析瓶装水赛道：1）行业空间：23 年瓶装水市场规模为 2266 亿，对应 19-23 年 CAGR 为 3.6%，瓶装水需求偏刚性、长期增长逻辑稳固；从价格看，当前 2 元水仍为主流（占比 2/3 以上）、1 元水逐步萎缩（占比~20%）、3 元水尚需培育（占比<20%）；从消费量看，即饮属性更强的小瓶水仍占半壁江山，伴随细分场景拓展、中大规格水的景气度不断提升。

2）竞争格局：据尼尔森，我国瓶装水 CR3 合计市占率从 05 年的 35%提升至 23 年的 68%（农夫山泉/怡宝/景田的零售额市占率为 33%/22%/13%），阶段性竞争后留下行业中真正优质的公司，带动行业走向成熟。当前的市场环境下，消费者更加注重“品价比”，短期的价格竞争扰动后，我们认为品质与价格优势兼备的龙头企业集中度有望进一步提升。

探寻公司核心优势：1）产品端：前瞻布局中大规格水，拓展多元消费场景。公司 09 年便前瞻性地推出中大规格瓶装水，如今共有 7 款中大规格水产品 SKU，高于娃哈哈/农夫山泉的 3/5 款，给消费者提供更丰富的选择，有望率先分享高景气细分赛道发展红利。**2）渠道端：**加强渠道精耕，强化终端掌控力。21 年提出“精耕细作，决胜终端”后，公司在加强网点开拓的基础上、兼顾终端服务的力度和深度，并将更多渠道利润向终端倾斜、促进终端积极性，截至 23 年底，公司共有 1069 家一批商和 2800 家二批商，覆盖 200 万家以上的终端网点。**3）市场端：“西进东扩北伐”战略初见成效，全国化扩张在途。**当前公司主力市场集中在南部和东部（23 年合计营收占比 60%+）；东部及西南区域增势充足（21-23 年收入 CAGR 为 19%/14%），已于四川/重庆/上海/江苏等多个重要城市建立优势。

展望未来成长空间：1）收入端：包装水稳健增长，非水饮料积极蓄势。包装水业务为公司发展的基本盘（23 年收入占比 92%），未来增长的主要抓手包括全国化扩张加速（由南向北扩大销售版图）&餐饮渠道拓展（已配置单独的团队）。23 年公司非水饮料业务收入占比仅 8%，当前“至本清润”菊花茶已初具规模（23 年收入 6.7 亿元），后续有望持续推新。

2）利润端：公司毛利率&销售费用率均存优化空间，盈利弹性有望持续释放。公司当前正经历从 OEM 代工为主、转向自产为主的生产模式变化中，且伴随供应链优化及饮料业务规模效应发挥，公司毛利率提升路径清晰；此外，横向对比同业，公司人效提升仍有空间、营销推广费用率有望随上市后品牌红利发挥而优化，我们判断中期维度公司销售费用率存在 4-5pct 左右的优化空间。

区别于市场的观点：24 年以来，农夫山泉推出超低价的绿瓶水、切入纯净水赛道，娃哈哈管理层变更后加大对于包装水业务的重视程度、聚焦渠道精耕，市场对于包装水行业短期竞争加剧存在一定担忧。我们认为公司已通过全渠道布局及多维度营销等手段，占据较强的消费者心智，在纯净水赛道中具有稳固的领先地位，同时公司前瞻布局中大规格产品（23 年公司包装水业务的收入中 34%为中大规格产品贡献），避开当前竞争更激烈的小规格包装水细分赛道。且在激烈的竞争下，部分效率较低、成本优势不足的中小水企或在本轮价格竞争中被淘汰，中长期看行业扩容及龙头集中度提升仍为主线。

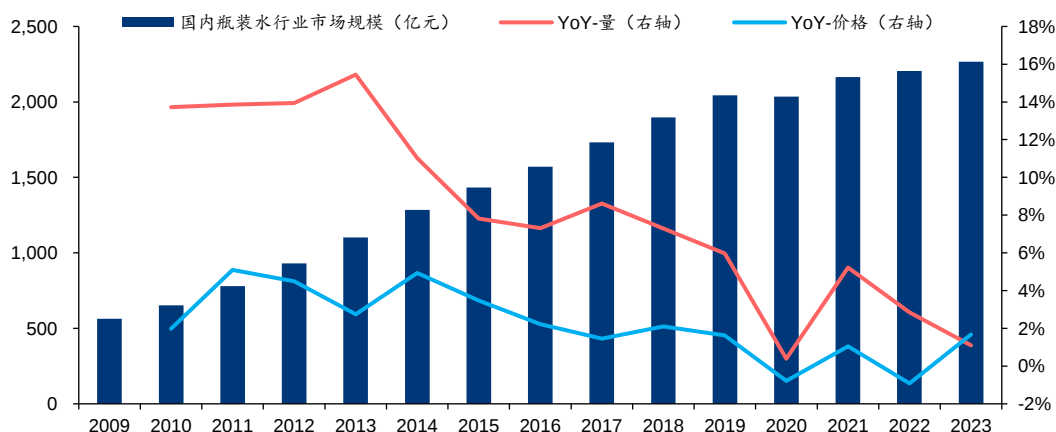
行业：包装水赛道优，集中化仍为主线

公司基本盘位于软饮料第一大细分赛道瓶装水，行业角度看赛道优且集中化仍为主线，长期增长逻辑稳固，整体需求偏刚性、因而相对稳定，我国瓶装水行业的包装化率较海外仍有差距、细分场景有待开发，量价双轮驱动下行业仍具增量空间。从竞争格局的角度看，短期行业竞争激烈，部分效率较低、成本优势不足的中小水企或在本轮价格竞争中被淘汰，据尼尔森数据，行业 CR5 合计市占率从 23 年 10 月的 80.8% 逐步提升至 24 年 10 月的 82.4%，未来国内竞争格局演变或更贴近日本的发展模式，头部品牌集中度有望进一步提升。

市场空间：需求韧性，渗透率有望上行

瓶装水：需求稳定、天花板高、利润空间合理。1) **大赛道、需求稳定：**鉴于瓶装水较其他软饮料品类需求更为刚性、是外出场景解渴、室内场景饮水的首选，瓶装水为国内软饮行业第一大子赛道。据欧睿，23 年我国瓶装水市场规模 2266 亿，对应 19-23 年 CAGR 为 3.6%（高于软饮料行业整体的 2.9%），其中量/价 CAGR 分别为 3.1%/0.5%，19-23 年价的 CAGR 较上一个五年（14-18 年）3.4% 的 CAGR 有所放缓。2) **天花板高，渗透率仍有提升空间：**据灼识咨询，23 年我国饮水包装化率仅 14.4%（18 年 11.5%），明显低于 23 年美国/中国香港 59.7%/22.7% 的水平；随着居民健康意识提升，瓶装水对其他含糖饮料的替代亦有望为行业发展贡献增量。3) **品类细分支撑价格增长，利润空间合理：**农夫山泉/华润怡宝近年来毛利率在 60%/40% 左右，相较乳制品企业及啤酒企业 30%+ 的毛利率水平、利润空间更为充足。此外，中大规格瓶装水/婴儿水/泡茶水等细分品类的推出也为瓶装水带来更多溢价的可能性，中长期角度下产品仍有价位升级逻辑。

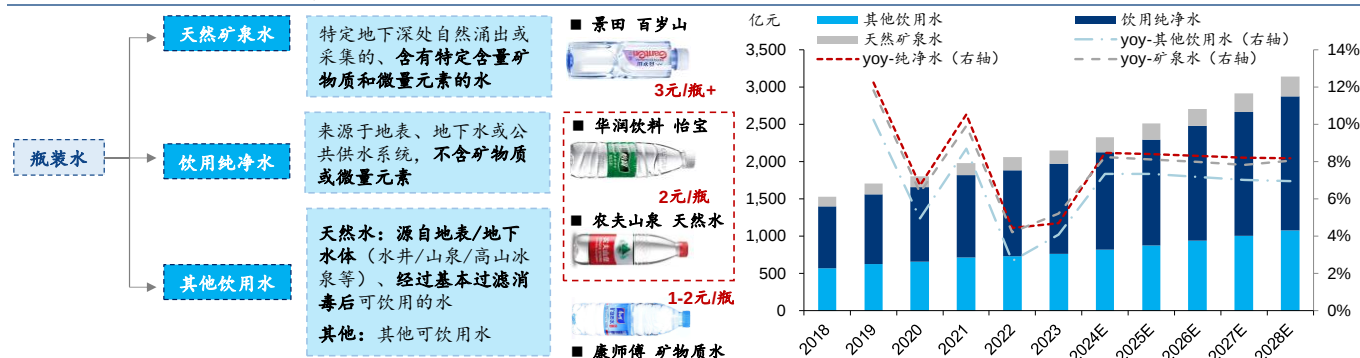
图表1：国内瓶装水行业市场规模



资料来源：欧睿，华泰研究

根据食品安全国家标准要求，包装饮用水分为饮用天然矿泉水、饮用纯净水和其他饮用水，据灼识咨询，23 年纯净水/天然矿泉水/其他饮用水的市场规模分别占比 56.1%/8.5%/35.4%。1) **天然矿泉水：**主要来自深层地下水，含有特定含量的天然矿物质及微量元素，由于对水源地的要求较高，售价多在 3 元/瓶及以上，代表品牌为依云、景田百岁山等，23 年规模 182 亿元，占瓶装水市场的 8.5%。2) **纯净水：**最大的瓶装水细分品类（23 年规模 1206 亿元，占比 56.1%），来自地表/地下水/公共供水系统，经过处理后不含矿物质及微量元素。我国主要的纯净水品牌为怡宝、娃哈哈等，售价多在 1.5-2 元/瓶。3) **其他饮用水：**①以农夫山泉为代表的天然水，水源来自天然地表而非深层地下水（与天然矿泉水不同）；未经公共供水系统、经最小限度处理而保留了矿物质和微量元素的瓶装水（与纯净水不同）。②以康师傅矿物质水为代表的其他饮用水，通过人工添加一定含量的矿物质，对于水源的要求相对较低。

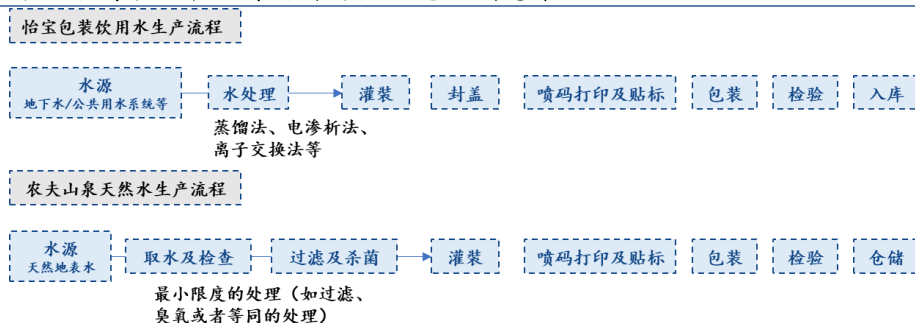
图表2：国内瓶装水行业各细分市场（2018-2028E）



资料来源：灼识咨询，公司公告，华泰研究

从生产工艺看，纯净水与天然水的差异主要体现在水的处理方式上，剩余灌装等步骤大致相同。以怡宝为代表的纯净水，处理方法包括蒸馏法/电渗析法/离子交换法等，去除水中的细菌/病毒/重金属元素等有害物质，同时也不含矿物质等微量元素，水质硬度较低、口感较好；以农夫山泉为代表的天然水，对山泉、湖泊水等天然水进行最小限度的处理（如过滤/臭氧等），去除有害物质的同时、保留水中的矿物质元素，因此口感上和纯净水有所差异。

图表3：怡宝（纯净水）&农夫山泉（天然水）的工艺处理示意图



资料来源：公司公告，华泰研究

从价格定位看，据公司 2024 年 10 月公开交流，当前 1 元水市场规模占比~20%，2 元水仍为行业主流价格带（市场规模占比 2/3 以上）、3 元水及以上市场规模占比<20%，健康性、品牌力为瓶装水价位的主要影响因素。经历 00-07 年娃哈哈的“1 元水时代”、08-13 年康师傅的“1.5 元水时代”，13 年后随着农夫山泉、华润怡宝市场份额日益提升，行业主流价位升至 2 元/瓶。当前消费者对瓶装水的诉求以解渴为主，产品之间同质化程度较强，价位向上升级的驱动因素少于其他饮料品类。

健康化认知驱动，3 元及以上的瓶装水以天然矿泉水为主，消费者的“性价比”诉求下、3 元水时代的到来尚需消费者培育的过程。天然矿泉水水源地取自深层地下水、矿物质及微量元素含量较高，消费者对其健康属性的认可程度较高，因此市场上 3 元及以上的瓶装水多以天然矿泉水为主（如景田百岁山定价 3 元/瓶，依云定价 10+元/瓶）。而天然矿泉水品类内部，不同的产品价值又受到水源地稀缺度、品牌价值等多种因素影响，4 元及以上产品主要为具有优质水源地的海外品牌。**需求端看**，当前整体消费环境呈现弱复苏态势，消费者“性价比”诉求凸显、对瓶装水的消费升级逻辑有所压制，大众对瓶装水的核心诉求回归解渴与安全；**供给端看**，天然矿泉水产品的定价 2020 年后逐渐从 3 元主流价格带开始下探至 2-3 元（如怡宝本优定价 2 元/瓶），依云等高端品牌也开始推行促销政策；综合影响下，我们认为 3 元水时代的到来尚需消费者培育的过程。

3元以下的水中各种产品均有，1元水市场逐步萎缩，2元水仍为主流价格带，纯净水的价位目前还未受到天然水的完全压制，定价差异更多看品牌实力。2元水既包括以农夫山泉红瓶为代表的天然水、也包含以华润怡宝为代表的纯净水，1元水既包含纯净水也包含其他水（如康师傅、冰露等矿物质水）。从渠道价值链来看，1元水的零售端加价空间<2元水，经历13-20年中产阶级扩容拉动的消费升级、及20年疫情对中小企业的大浪淘沙后，定位1元水的小品牌（全国性品牌以冰露为主，其余为各地本土品牌和少量渠道品牌）正逐步出清。我们认为，消费者在选择1元水或2元水时，更多会进行品牌力的权衡。农夫山泉13年以“天然水 vs 矿物质水”之争夺下康师傅的龙头地位，使得矿物质水因人工添加矿物质降低了其在消费者心中的健康属性，价格难以超越天然水2元/瓶的定位（停留在1-1.5元/瓶）。纯净水品牌众多、价位1-2元/瓶均有，农夫山泉绿瓶量贩装价格低至9.9元/12瓶，且是否“更天然就等于更健康”在消费者心中尚未实现完全共识，因此纯净水的价位目前还未受到天然水完全压制，价格差异仍主要聚焦在品牌实力。

图表4：国内瓶装水价位分级及主要品类和品牌



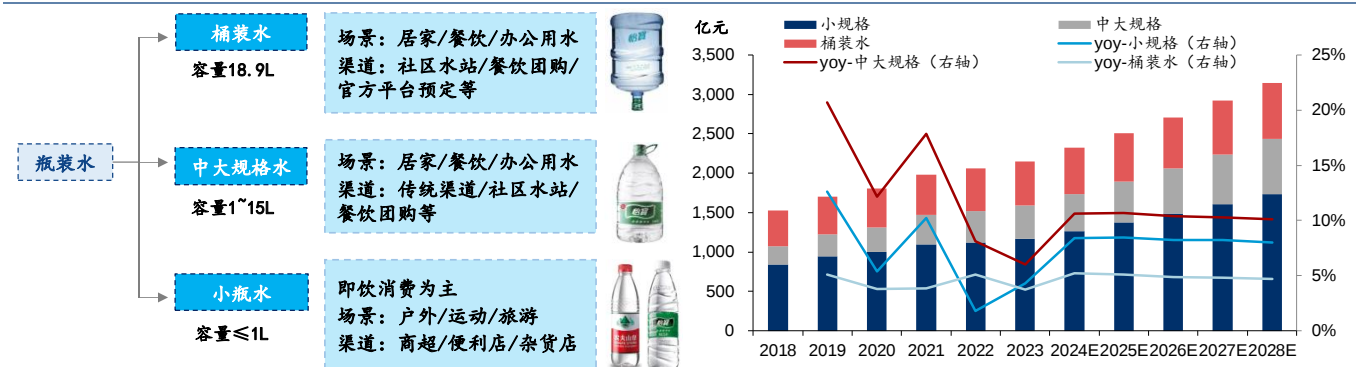
注：价格是建议零售价；图中1元水、2元水、3元及以上水的占比为市场规模占比；
资料来源：公司官网，天猫旗舰店，华泰研究

从产品规格看，小瓶水占据主体地位，伴随消费场景延展，中大规格水景气度不断提升。据灼识咨询，23年我国瓶装水市场上小瓶水（容量≤1L）/中大规格水（容量1-15L）/桶装水（容量18.9L）的规模分别为1168/424/558亿元，占瓶装水市场的54%/26%/20%，对应19-23年CAGR分别为7%/13%/4%。不同规格的瓶装水产品可对应不同的消费场景，小瓶水以户外即饮场景为主，而中大规格/桶装水则主要面向家庭及办公场景。中期角度看，各规格瓶装水的市场扩容主要依托消费场景更加丰富。

1) 即饮需求仍为主流，当前小规格水仍占据半壁江山，未来有望随短途旅行/露营/徒步等户外活动走热、进一步贡献增量。小瓶水的主要消费场景为户外活动、运动健身、旅游出行等，便携即饮属性更为突出，23年以来，“多巴胺消费”走热，短途旅行/露营徒步/音乐节演唱会等场景的景气度不断提升，出行场景的丰富有望持续带动小瓶水消费，据灼识咨询预测，28年小瓶水行业规模有望扩容至1737亿元，对应24-28年CAGR为8.3%。

2) 家庭/办公/餐饮等多元场景贡献增量、有望持续带动中大规格水实现平稳较快增长。随着大众健康意识的提升，家庭生活、做饭、泡茶等场景中瓶装水正逐步替代自来水；且疫后消费者居家饮水习惯进一步深化（据华经产业研究院，20年我国瓶装水家庭消费占比已达到30%，23年预计提升至33%），带动中大规格水19-23年CAGR达到12.8%（高于小瓶水同期6.8%的CAGR），预计28年中大规格水有望增长至424亿元，24-28年CAGR为10.4%（高于小瓶水同期CAGR），对应中大规格水的占比进一步从19.7%提升至22.1%。此外，国内家庭小型化、安全及便捷性需求（水桶需要回收、非一次性，过程中可能产生污染）等影响使得中大规格水（1-15L）相较桶装水（18.9L）更加适合当下的消费需求。

图表5：国内瓶装水行业不同包装规格市场规模（2018-2028E）



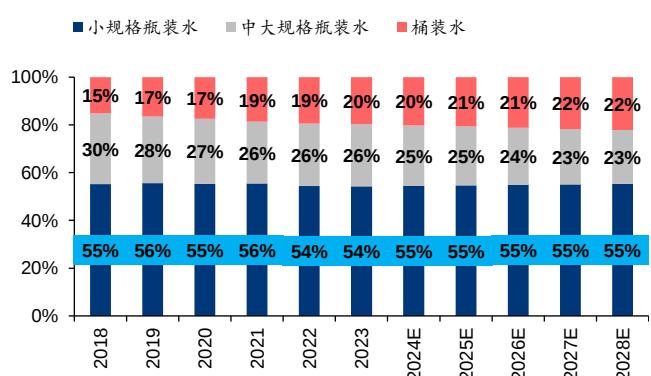
资料来源：灼识咨询，公司公告，华泰研究

图表6：家庭用水主要三种选择及各自优劣对比



资料来源：华泰研究

图表7：瓶装水行业小规格瓶装水/中大规格瓶装水/桶装水收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

中长期角度看，我国人均瓶装水消费量与海外相比仍存在差距，具备较足的提升空间。目前发展中国家的人均消耗包装水量远低于发达国家，据欧睿，23 年中国人均瓶装水饮用量为 37.5 升/年，明显低于日本/韩国 52.2/96.9 升/年的瓶装水饮用量，亦低于欧美 100+升/年的瓶装水饮用量。其中日本人均茶饮消耗量较高、英国人均碳酸饮料消耗量较高，导致两国人均瓶装水饮用量相对偏低。相较于海外，国内瓶装水渗透率仍存在较大的提升空间。随着下沉市场对于饮水安全与健康的认知度不断提升，以及家庭场景、办公场景等多元消费场景的不断拓展，饮用水包装化率有望进一步提升，带动包装水行业稳步扩容。据灼识咨询，23 年我国饮水包装化率仅 14.4%（18 年 11.5%），预计 28 年将提升至 18.9%，但仍低于 23 年美国/中国香港 59.7%/22.7%的水平。

图表8：各国包装水人均消耗量（公升）

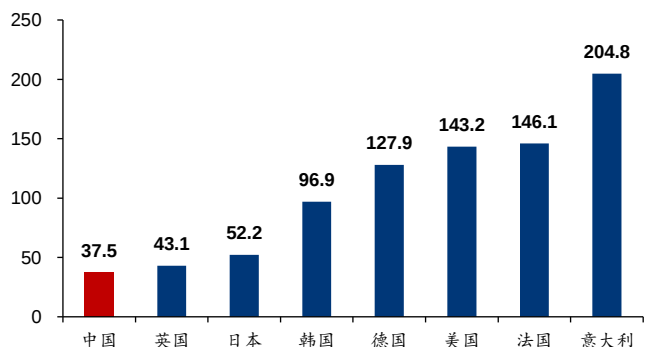
国家	2019 年		2023 年		19-23 年人均耗水量提升幅度
	人均消耗水量	包装水单价	人均消耗水量	包装水单价	
印度	12.83	1.44	13.10	2.08	2.1%
中国	33.84	4.22	37.50	4.29	10.8%
日本	37.44	11.95	52.20	9.21	57.9%
韩国	65.74	2.49	96.90	3.07	46.5%
美国	134.52	7.76	143.20	13.6	12.0%

注 1：人均耗水量采用包装水市场规模除以人口总数计算；

注 2：日本直饮水系统完善，可能是导致 23 年包装水单价降低的原因；

资料来源：欧睿，华泰研究

图表9：23 年国内外人均瓶装水饮用量对比（升/人/年）



资料来源：欧睿，华泰研究

竞争格局：美日为鉴，我国水行业集中度有望提升

据尼尔森，23 年我国瓶装水市场 CR3 合计市占率为 68.0%，农夫山泉市占率为 32.7%、华润怡宝市占率为 21.9%、景田百岁山市占率为 13.4%。在软饮料行业健康无糖化的趋势下，瓶装水行业表现出优于多数其他子赛道的增速水平（19-23 年瓶装水行业规模 CAGR 达 4.8%，高于软饮料行业整体 2.9% 的水平），多家软饮企业加码入局（如元气森林、今麦郎、蜜雪冰城等），未来瓶装水竞争格局将如何演绎？本章节中，我们通过复盘海外成熟市场美国和日本，对当下国内瓶装水市场的竞争环境进行分析，我们认为，未来国内竞争格局演变或更贴近日本的发展模式，头部品牌集中度有望进一步提升。

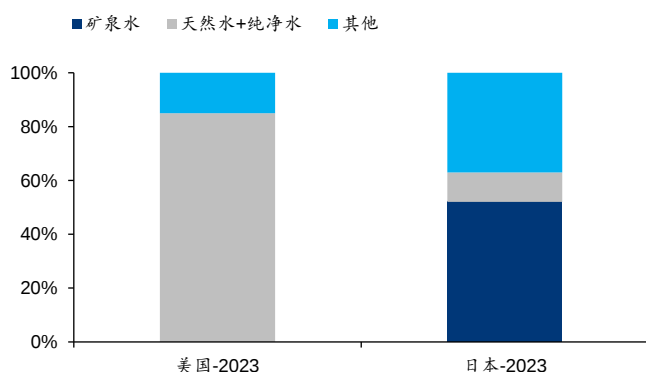
借鉴海外：我国水行业品类分布更似美国、竞争格局或对标日本

美国市场以天然水和纯净水为主导，渠道商品品牌分庭抗礼、格局较为分散。据欧睿，23 年美国瓶装水市场规模达 595 亿美元，是美国软饮行业中的第二大子赛道（仅次于碳酸）；产品品类较为丰富，除纯净水与天然水占据主要份额外（23 年合计零售量占比 85%），其他品类还包括风味水/气泡水/功能水等（23 年合计零售量占比 15%）。竞争格局来看，23 年美国瓶装水市场零售额 CR3/CR5 合计市占率分别为 30%/40%、格局较为分散，我们判断主要系美国零售商超系统较为发达，大众有在零售商超购买瓶装水的习惯。沃尔玛/屈臣氏/开市客等零售商旗下的瓶装水品牌借助自有渠道和高性价比优势，在市场中占据相当份额。

日本市场以矿泉水为主导，格局相对集中、且龙头市场份额不断提升。11 年受福岛事件影响，日本人均瓶装水消费量快速上涨，后续仍保持稳定增长。据欧睿，23 年日本瓶装水市场规模达 95 亿美元，是日本软饮行业中第三大子赛道（低于即饮茶和碳酸）。日本对于饮水标准的高要求使得矿泉水占比较高（23 年零售量占比达 52%），天然水+纯净水合计占比仅~11%。竞争格局来看，23 年日本瓶装水零售额 CR3/CR5 合计市占率分别为 42%/48%；由于矿泉水对于水源及水质的高要求、使得企业进入存在一定的壁垒，且消费者对于品质的要求更容易信任头部品牌，因此市场份额向头部集中的趋势较为明显。

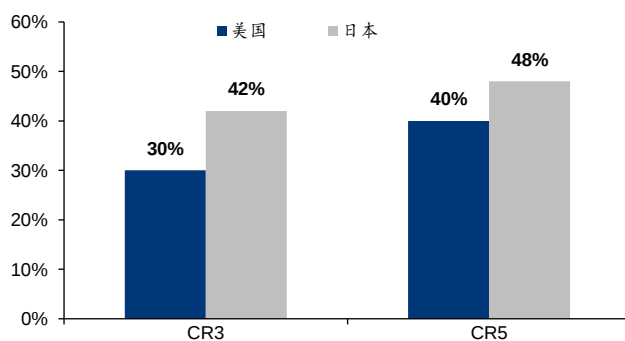
看回国内，我国瓶装水销售以流通渠道为主（23 年流通渠道的销售占比~50%），不同于美国零售商自有品牌强势的表现；因此随着消费者对于饮水健康与安全的诉求不断提升，有望重演日本的趋势、集中度或将不断提升。

图表10：美国、日本品类结构对比



注：其他饮用水包括苏打水（碳酸水）等；
资料来源：欧睿，华泰研究

图表11：23 年美国/日本瓶装水零售额 CR3 合计市占率为 30%/42%



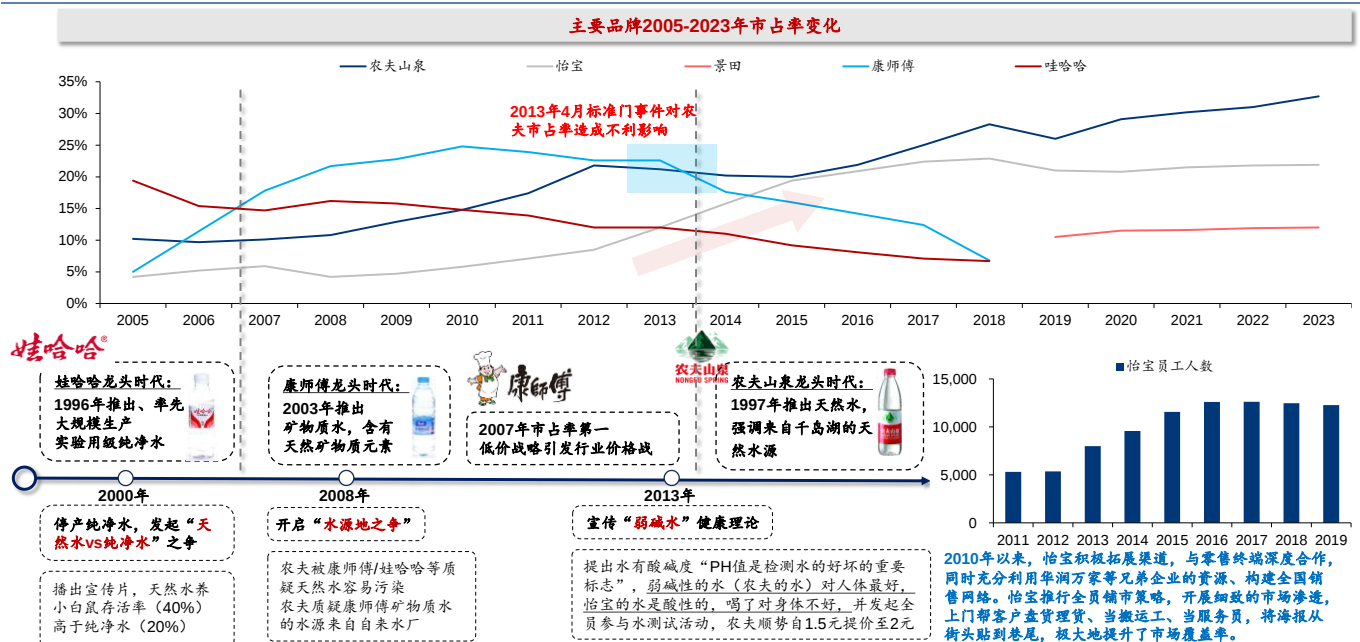
资料来源：欧睿，华泰研究

看回国内：短期竞争加剧，小企业加速出清后看好格局优化

复盘 2000 年后的瓶装水市场竞争格局，娃哈哈→康师傅→农夫山泉龙头易主、反映出行业由 1 元水向 2 元水的升级趋势。

- 1) 娃哈哈 1 元水时代 (2000-2006 年): 2000 年农夫山泉发起“天然水 vs 纯净水”之争，宣传“天然水更健康”、“长期饮用纯净水对健康无益”；纷争之中娃哈哈（纯净水）07 年后跌落龙头，标志着 1 元水时代的结束；农夫山泉在纷争中受反击影响，市占率虽并未有明显提升，但随着营销事件的传播、“天然水”概念已逐渐植入消费者心中，为公司未来的市占率提升做足铺垫。
- 2) 康师傅 1.5 元水时代 (2007-2013 年): 此阶段农夫山泉陷入“标准门”（13 年 3 月 8 日消费者李女士反映其公司购买的农夫山泉饮用水中出现黑色不明物，紧接着，《京华时报》自 13 年 4 月 10 日起，连续 28 天质疑农夫山泉的饮用水标准，甚至声称其标准不如自来水）等舆论事件的影响中，导致农夫山泉的市占率并未提升。而在上轮农夫山泉与娃哈哈的纷争中，康师傅矿物质水找准机会积极抢夺两家竞争对手丢失的份额，在公司自身强大的渠道体系赋能下成为行业新龙头，瓶装水行业正式进入 1.5 元时代。
- 3) 农夫山泉 2 元水时代 (2014 年至今): 农夫山泉修养生息后再次发起攻势，2008 年起，农夫山泉强调“水源地”概念，2013 年宣传“弱碱性”理论，以“天然水 vs 矿物质水”之争成功夺下康师傅的龙头地位，将瓶装水从 1.5 元拉入 2 元时代。与此同时，市场另一大龙头怡宝在此阶段也录得快速发展，怡宝背靠华润集团强大的渠道资源、资金实力及运营经验，2007 年实施“西进东扩北伐”的全国性品牌发展战略，在 2010 年后通过渠道建设与品牌推广、实现快速发展，怡宝推行全员铺市策略，开展细致的市场渗透，11-17 年怡宝的员工人数大幅增长，2015 年公司营业额突破 100 亿元，五年 CAGR 约 40%，并以 20% 的销量市占率逼近农夫山泉，如今已和农夫山泉共同形成瓶装水市场的两强格局。据尼尔森，2023 年农夫山泉/怡宝的零售额市占率为 33%/22%，而过往的龙头娃哈哈/康师傅份额跌至 8%/4%，分化愈发明显。

图表 12：国内瓶装水行业不同竞争格局变化



资料来源：尼尔森，公司官网，华泰研究

总结来看，行业内的竞争事件是催化龙头易主的直接原因：两次格局变化的直接原因均由农夫山泉发起，短期内其自身也受到一定影响，修养生息后获得龙头位置，同时竞争事件中怡宝等综合实力较强的品牌亦取得了额外的市占率。“天然水 vs 纯净水”、“碱性水 vs 酸性水”等概念均由农夫山泉率先提出，通过抢夺消费者心智对彼时的行业龙头造成一定扰动。随着相应概念的不断植入，农夫山泉后续也在持续享受市占率提升。与此同时，两次竞争事件中跑出了康师傅、怡宝等品牌，他们抓住机遇抢夺行业第一&第二纷争中留存的市占率空间；叠加两家公司综合实力过硬，因此事件影响消散后也能站稳脚跟，跻身行业前二的位置。

虽然竞争激烈、行业前三名及排序多有变动，但整体集中度仍在提升，目前我国包装水行业发展仍未到格局已定的阶段。据尼尔森，我国瓶装水 CR3 合计市占率从 05 年的 34.6% 提升至 23 年的 68.0%，阶段性竞争后留下行业中真正优质的公司，带动行业走向成熟。当前的市场环境下，消费者更加注重“品价比”，我们认为品质与价格优势兼备的龙头企业集中度有望进一步提升。

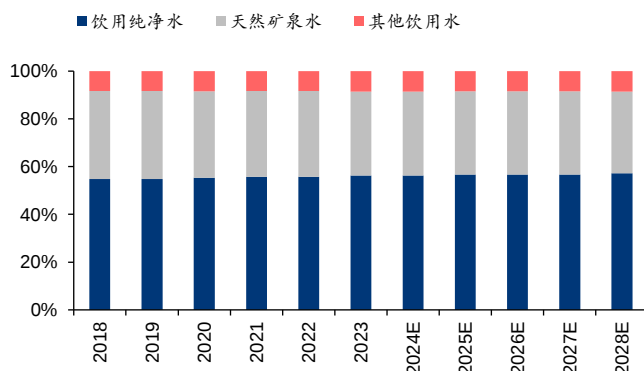
看回当下，24 年 4 月主打天然水的瓶装水龙头农夫山泉推出绿瓶纯净水，正式进入纯净水赛道。箱装（12 瓶量贩装）的农夫山泉绿瓶纯净水主打低价策略，部分线上平台定价 9.9 元/箱（折合 0.8 元/瓶）；农夫山泉作为纯净水赛道的新入局者，试图通过大幅的促销力度站稳脚跟，且与自身主力产品（定价 2 元/瓶的红瓶天然水）形成价格差异，意图拉开“天然水”与“纯净水”品类在消费者心中的心理价位。我们认为，作为瓶装水行业龙头，短期内农夫山泉推出超低价的绿瓶纯净水或对于瓶装水行业、尤其是纯净水子品类的价盘有所扰动。考虑农夫山泉对该产品的战略意图，我们判断绿瓶仅为农夫山泉的战术性产品、超低价的绿瓶水不会长期在市场存在，行业整体价盘将逐步回归到合理水平。且在激烈的竞争下，部分效率较低、成本优势不足的中小水企或在本轮价格竞争中被淘汰，据尼尔森数据，行业 CR5 合计市占率从 23 年 10 月的 80.8% 逐步提升至 24 年 10 月的 82.4%，部分中小企业出清后行业集中度有望进一步提升，未来发展仍看各公司自身 α 。

图表13：包装水行业销售额市占率月度数据（%）

	23-Oct	23-Nov	23-Dec	24-Jan	24-Feb	24-Mar	24-Apr	24-May	24-Jun	24-Jul	24-Aug	24-Sep	24-Oct
包装水	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
农夫山泉	32.9	32.8	32.9	33.5	34.2	30.5	27.5	27.3	28.3	29.6	30.0	30.1	29.9
怡宝	22.0	22.3	22.3	22.2	21.6	21.6	21.5	20.8	20.5	20.7	20.7	21.2	21.4
娃哈哈	8.0	8.1	8.4	8.3	8.7	12.0	14.7	14.9	14.7	14.6	14.8	15.0	14.9
景田	13.2	13.4	13.4	13.4	13.2	13.3	13.7	13.3	12.6	12.2	11.8	11.8	12.2
康师傅	4.6	4.5	4.3	4.1	3.9	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.0
今麦郎	4.4	3.9	3.5	3.1	3.1	3.3	3.7	4.3	4.6	4.4	4.4	4.1	3.7
其他	14.9	15.0	15.2	15.5	15.2	15.3	14.9	15.2	15.1	14.3	14.1	13.7	13.9

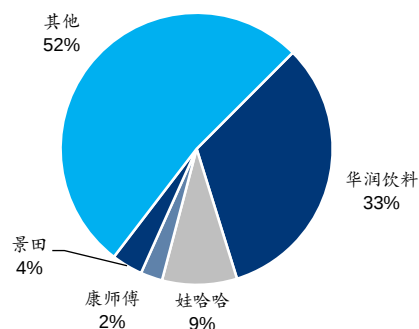
资料来源：尼尔森，华泰研究

图表14：中国包装饮用水各品类规模占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：23 年中国纯净水竞争格局（按零售额）



资料来源：公司公告，华泰研究

华润饮料：行而不辍，行业标准领军者

华润饮料是国内 1990s 起最早从事专业生产包装饮用水的企业之一，公司发展可大体分为三个阶段：**1) 前期蓄力 (1990-2007 年)**：怡宝前身为中国龙环有限公司，1990 年便从香港引入瓶装水及怡宝/C'estbon 商标权，1996 年国内饮用水市场竞争加剧，怡宝的利润空间遭到压缩，恰逢万科的战略调整，怡宝便成为被剥离的企业之一，1996 年起华润创业（华润集团旗下）陆续收购公司全部股权，将其更名为怡宝食品饮料（深圳）有限公司，2001 年更换新包装、推出如今大众熟悉的“小绿瓶”。**2) 加速发展 (2007-2017 年)**：公司自 2007 年起进入快速发展期，在全国性扩张策略的推动下，公司在瓶装水市场的销量市占率从 2007 年的 5% 提升至 2017 年的 20%；同时公司积极扩充产品 SKU、推出多规格瓶装水应对多元场景、为后续可持续增长蓄力。**3) 多元发展 (2017 年至今)**：公司于 2017 年成立了软饮开发部，着力布局除瓶装水业务外的第二曲线，目前旗下已拥有“至本清润”、“假日系列”、“蜜水系列”、“佐味茶事”等 13 个品牌、56 个 SKU，向多轮驱动的综合软饮龙头公司进发；24 年公司正式登陆港股市场。

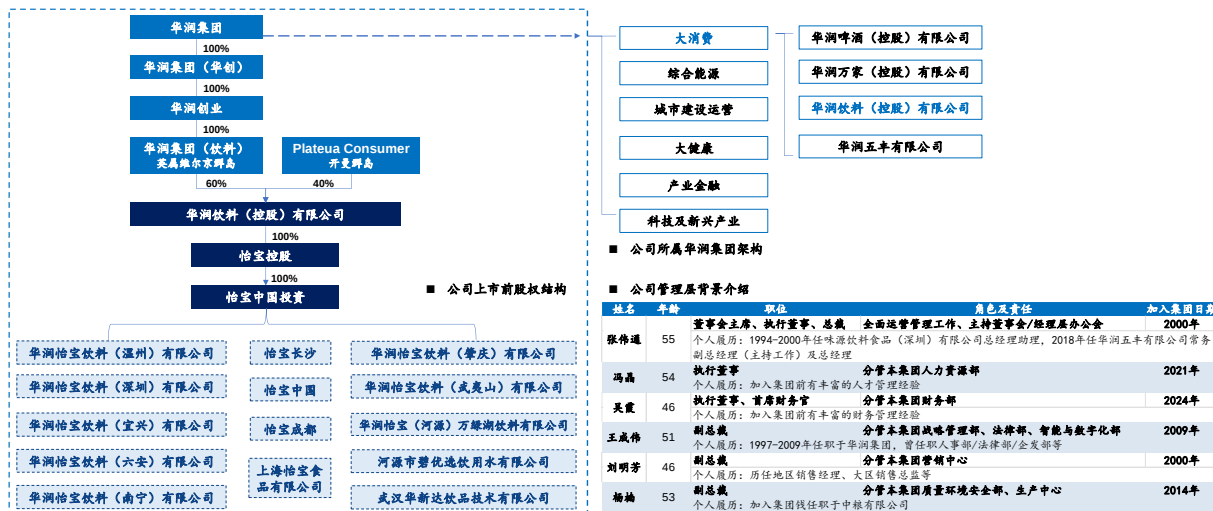
图表16：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

控股股东华润集团实力强劲，管理层稳定且经验丰富。公司控股股东为华润集团（国有企业、总部位于香港），上市前持有公司 60% 的股份，旗下有大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产品；公司隶属于大消费板块，其余兄弟企业包括华润啤酒、华润万家、华润五丰。华润饮料旗下子公司怡宝控股（香港）主要负责中国香港及澳门的业务，怡宝中国/怡宝长沙/怡宝成都则主要负责内地区域的业务。管理层中公司总裁张伟通、副总裁王成伟、刘明芳、杨楠均在公司内部历练培养多年，管理经验丰富。

图表17：公司股权结构与管理层背景介绍

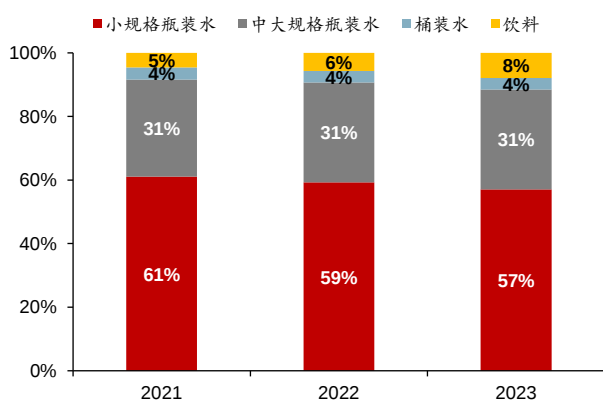


资料来源：公司公告，华润集团官网，华泰研究

产品：把握细分场景，多品类全面开拓

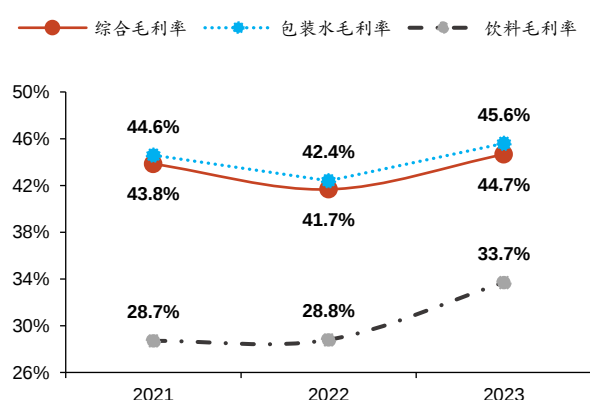
23 年公司 90%+ 的营收来自包装饮用水业务，近年来公司着力发展非水饮料业务、补齐短板。21-23 年公司营收分别为 113/126/135 亿元，期间 CAGR 为 9.2%（高于行业平均水平），其中小规格瓶装水营收 CAGR 为 5.6%，中大规格瓶装水营收 CAGR 为 10.6%，桶装水营收 CAGR 为 7.0%，饮料业务营收 CAGR 为 43.0%。23 年怡宝的零售额达到 423 亿人民币，按照中国 14 亿人口计算，人均年消费约 10 瓶水。在高线城市及主要消费人群中，这一消费量具有相当规模。饮料业务为公司创新型业务，主要包括茶饮料、果汁饮料、运动饮料与咖啡，当前营收体量尚小，但 21-23 年其收入 CAGR 超过 40%，三年净利润 CAGR 达 24.6%，饮料业务作为第二增长曲线展现出强劲的发展势头。

图表18：公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表19：21-23 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

中大规格水的即饮便捷性低于小瓶水，但性价比更高，主要面向家庭/办公/运动户外等场景，景气度日益提升。据沙利文，20 年即饮/家庭/办公消费的市场规模占比分别为 61.4%/29.7%/8.9%。1) 家庭消费：随着消费者对于瓶装水健康、便捷属性认知程度的提升，在家庭煮饭/泡茶/自饮等场景中，瓶装水对于自来水的替代程度日益提升。2) 办公消费：中大规格水安全、品质与健康属性正逐步赢得企业客户的青睐。3) 户外即饮消费：23 年以来户外徒步、短途旅游的热度提升，中大规格包装水的性价比更高且更适合放入后备箱，满足自驾游场景的饮水需求，相关需求进一步提振。

公司较早地聚焦家庭与办公用水场景，前瞻布局中大规格包装水、卡位高景气细分赛道。公司自 1990 年创立以来不断扩充自身产品线，09 年公司便前瞻性地推出 4.5L 包装水产品，后续不断扩充中大规格产品以应对多元消费场景。20 年疫情期间，消费者居家饮水需求提振，且疫情催化下、公众健康意识提升，家庭用水中包装水渗透率进一步提升。公司看好家庭用水趋势，20 年后相继推出了 1.18L、6L、12.8L 产品，满足运动人群饮水、单身人群/小家庭居家饮水、常规家庭饮水需求。23 年公司大规格/中规格/小瓶水的销量分别在瓶装水整体销量中占比 4%/34%/64%；对比农夫山泉 19 年中大规格水的销量占比为 27%，怡宝中大规格水销量占比更高。中大规格瓶装水 21-23 年营收 CAGR（10.6%）高于公司整体。

图表20：公司各规格产品销量



资料来源：公司公告，华泰研究

怡宝产品矩阵丰富，较竞争对手拥有更细分的规格类型、提供更多样的消费选择，拓展多元消费场景。截至 24 年 4 月，华润怡宝旗下共拥有 10 个瓶装水 SKU，较竞争对手农夫山泉/娃哈哈/景田更为丰富；尤其在 1-15L 的中大规格包装水中，怡宝合计拥有 7 款 SKU（规格分别为 1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、5L、6L、12.8L），提供给消费者的选择更为丰富。横向对比来看，主要竞争对手对于中大规格瓶装水的重视度略低于怡宝，未跟上丰富中大规格瓶装水 SKU 数量的步伐。24 年 4 月以来，农夫山泉推出绿瓶纯净水、部分挤占怡宝小瓶水的市场份额，但对于怡宝的大包装水基本没有替代效应，主要系不同规格的包装水面向的场景不同。此外，公司 10 年获取广东加林山水源、开始销售天然矿泉水；22 年后推出本优水（果味气泡水）、FEEL 气泡水、怡宝露（高端玻璃瓶矿泉水），满足不同细分人群的需求。

图表21：公司瓶装水 SKU 较竞争对手更为丰富，提供更多选择

	华润怡宝	农夫山泉	娃哈哈
小规格水	 1) 350mL 1.25元/瓶 2) 400mL 渠道特供 3) 520mL 渠道特供 3) 555mL 1.5-2元/瓶	1) 380mL 1.35元/瓶 2) 550mL 2元/瓶	1) 350mL 1.75元/瓶 2) 550mL 1.78元/瓶 3) 596mL 2.0元/瓶
中大规格水	 1) 1.18L 2.5元/瓶 2) 1.55L 3元/瓶 3) 2.08L 4元/瓶 4) 4.5L 9.75元/瓶 5) 5L 渠道特供 6) 6L 11元/瓶 7) 12.8L 22元/瓶	1) 1.2L 2.8元/瓶 2) 2L 3.5元/瓶 3) 5L 13.5元/瓶 4) 12L 20元/瓶 5) 15L 22元/瓶	1) 1.5L 3.58元/瓶 2) 4.5L 8.62元/瓶 3) 5L 9.98元/瓶
桶装水	1) 18.9L 26元/桶	1) 19L 30元/桶	1) 14.8L 20元/桶

注：图中所示为产品零售价；

资料来源：公司公告，华泰研究

18 年起，公司进一步发力非水软饮料赛道，目前拥有至本清润、蜜水、假日系列、佐味茶事等多个自有品牌。公司 11 年与日本麒麟合作引进午后奶茶（即饮奶茶）、火咖（咖啡）、魔力（运动饮料），但在国内的销售一直“水土不服”；22 年麒麟出于自身经营的考虑宣布退股，二者合作 IP 将于 25 年到期。17 年 4 月公司成立了饮料开发部，18 年 3 月推出自有品牌“蜜水系列”（风味水饮品，23 年实现 3-4 亿收入）、19 年推出“假日系列”（低糖果汁，近几年收入稳定在 1 亿元以上）、21 年推出“至本清润”菊花茶（即饮茶子品类）、“佐味茶事”（无糖茶）。“至本清润”菊花茶上市首年销售收入破亿，23 年销售收入达 7.6 亿元、对应 21-23 年 CAGR 超 40%，营收占比从 21 年的 1%提升至 23 年的 6%，华南市场反馈其动销表现良好。23 年公司在菊花茶饮料的市场份额排名第一，风味水市场份额排名第二（仅次于三得利的“沁系列”）。综合公司旗下非水饮料产品的特色，我们发现公司充分重视当前软饮行业清淡化、健康化、无糖化的发展趋势，涉足品类包括口味清淡的近水饮品、养生健康的草本茶、低糖果汁等；多个产品定位均突出“回归本味”的健康理念，糖分及添加剂含量较少且入口清淡，满足消费者好喝又健康的诉求，产品力突出、潜力充足。

当前公司包装水与软饮料业务的渠道复用度相对较低，若未来软饮料业务可实现与包装水主业的协同，则单店的人效有望提升，单点的收入&利润水平均有望改善。

图表22：公司软饮料品牌“至本清润”、蜜水/假日系列等注重本味，健康属性突出

 【蜜水系列】2018年 近水饮品 清新果饮	 【佐味茶事】2021年 无糖茶，0糖0脂添加膳食纤维，突出“茶香本味” 包装设计简约、有质感 面向佐餐场景，“一杯好茶，为一蔬一饭增添三分清幽”
 【假日系列】2019年 低糖果汁 本色设计 假日场景	 【至本清润】2021年 菊花茶（即饮茶子品类）→ 草本低糖、养生属性 包装设计凸显东方美学 → 色调“只此青绿” 口感清润、不甜不腻 → 名为“至本”

资料来源：公司公告，华泰研究

渠道：强化终端掌控，全渠道布局加速

大商模式为主，单个经销商收入贡献较大。公司目前的销售渠道分为经销和直营两种，经销结构通常分“一批商（城市经销商）”、“二批商”、“零售店”三个层级。截至 23 年底，公司共有 1069 家一批商和 2800 家二批商；公司与一批商的协议期为一年，并为其设定了销售激励措施；与二批商协议期为 6 个月，二批商向一批商采购产品、由一批商来制定激励目标；此外，公司有 150+个直营商，给予较为灵活的赊销和采购政策。23 年公司单个一批商/直营客户平均贡献收入 1100/1153 万元，高于农夫山泉的 530/700 万元、东鹏的 393/254 万元。公司在布局传统终端渠道的同时，也在加速开拓新兴渠道，包括淘宝/京东等传统电商平台、无人贩售形式的“蜜蜂店”、兴趣电商平台抖音等。

图表23：华润饮料与主要软饮龙头公司渠道实力对比（23 年）

	农夫山泉	东鹏饮料	怡宝	康师傅	娃哈哈
渠道架构	一级经销模式，与少量乡镇次级经销商合作	经销商+邮差及批发商	一级经销模式，专门的饮料流通服务商模式，减少层级直配终端	通路精耕渠道模式，两级经销体系，并建立直营商销售团队	“联销体”网络，两层经销体系
经销商	4454个	2590个	约1500个	36136个	超过7000个
直营客户	247个	/	150+个	185789个	/
覆盖终端	243万个以上	250万个	200万个以上	约400万个	超过300万个
员工数量	20000人+	8120人	10970	58182人	30000人+
销售人员	~16000人	5416人	8797		7000-8000人
覆盖深度	覆盖至县级市场	地级城市覆盖率达99%	覆盖县级以上市场	覆盖至乡镇市场	覆盖至乡镇市场
新兴渠道	在全国近300个城市投放6.3万台自动贩卖机等智能终端零售设备	在淘宝传统电商渠道设立品牌旗舰店；多种形式参与社交电商运作		成立电商/自动贩卖机事业部，深化与新零售合作	建设康有利销售平台、集品牌、售卖、社交于一体的哈宝游乐园
信息化建设	建设涵盖经销商及终端零售门店管理的NCP系统	运用大数据、二维码等技术，实现以大数据为基础的精细化管理和精准营销	怡宝渠道管理系统DMS2.0，终端营销应用数字化平台	与阿里巴巴合作，通过零售通实现门店、供应链、营销等环节数字化	建设数字营销平台用于经销商辖区内管理

注：农夫山泉和华润饮料覆盖的终端网点数量中不包含通过经销商间接控制的网点；

资料来源：各公司公告，华泰研究

“精耕细作，决胜终端”的渠道策略支持下，公司建立起高效的经销网络，网点数量看仍有提升空间。21 年公司提出“精耕细作，决胜终端”的渠道拓展策略，积极与各类零售终端合作，对终端的掌控力不断加强。公司销售团队超过万人，辅助终端网点展开终端陈列、冰柜检查等日常服务工作；此外，公司打出抢占制高点、重塑模范街道形象、“绿地行动”、集体铺市行动等一系列组合拳，在积极开拓网点的基础上、加强对于终端网点的服务力度和深度。公司组织开展“水 young·现代王者训练营”，聚焦“团队融合和专业引领”的主题，帮助销售人员提升专业能力与团队服务能力。截至 23 年，公司共连接终端超 200 万家，与行业内的龙头公司相比仍有一定的提升空间（农夫山泉近 300 万家、东鹏/娃哈哈超 300 万家、康师傅超 400 万家），未来有望借助网点的持续开拓、稳步驱动收入增长，公司计划每年拓展 20%左右的新网点，以提升市场覆盖率。

公司隶属华润集团，兄弟企业众多，可帮助建立强大、多元的渠道网络体系。公司 1996 年被华润创业收购、归属于华润集团；2001 年华润集团升级怡宝的形象为“小绿瓶”、2007 年怡宝品牌逐步建立全国性的销售和渠道网络。当前华润饮料属于华润集团大消费板块，华润集团大消费板块还包括华润啤酒、华润万家（旗下有华润万家/华润苏果/Ole 等零售商超）、华润五丰等，在其拥有优势的餐饮渠道体系、商超零售体系等可为华润饮料提供一定的支持与赋能。此外，公司隶属国资控股的华润集团，拥有强大的资金支持。截至 23 年底，公司已覆盖了包括商超/连锁便利店/餐饮/航空公司/电商平台等 150 家 KA 商超，整体直销销售占比 12.8%。公司在餐饮、商超、企业直销等多元渠道的综合优势，更贴合其瓶装水产品规格多样的战略布局。

图表24：公司渠道架构示意图及渠道策略变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表25：公司在华润体系内的兄弟企业

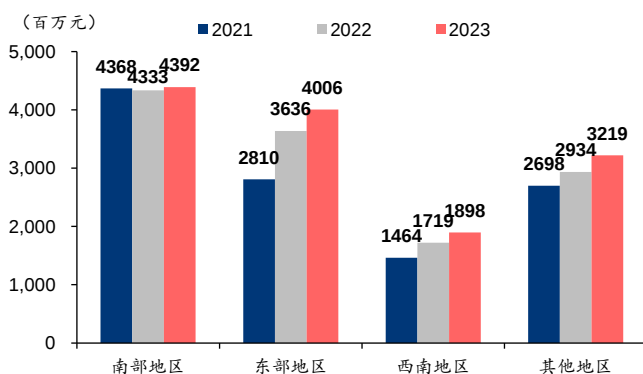


资料来源：公司公告，华泰研究

区域：西进东扩北伐，全国化蓝图绘制

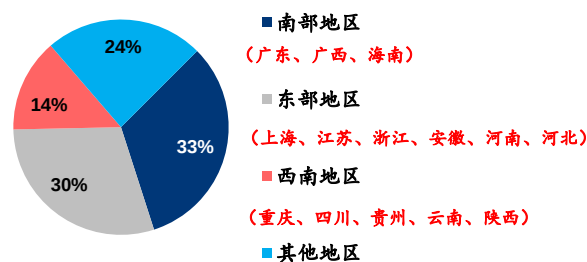
南部基地市场根基稳固，“西进东扩北伐”战略初见成效，全国化进程不断推进。07 年开始，公司采取“西进、东扩、北伐”的全国性扩张战略，自南部基地市场出发、向周边的湖南、广西、福建发展，在西南区域，以成都为基地市场向四川周边、重庆、海南辐射，在华北区域，主攻北京市场，同步将产品渗透到周边地区，在华东区域，瞄准以南京为中心的江苏省，目前公司已逐步建立起全国性的销售和经销网络。1) 收入贡献来看，公司主力市场集中在南部和东部，23 年营业收入占比分别为 33%和 30%。2) 增速水平来看，东部和西南地区增长势能较强，对应 21-23 年 CAGR 分别为 19.4%和 13.9%，明显领先于南部利基市场 0.3%的收入 CAGR。3) 市场份额来看，目前公司在华南区域进一步加强品牌覆盖率和渗透率，继续保持华南区域第一包装水品牌的战略地位，公司在南部地区的广东、海南、广西和西南地区的四川、湖南、湖北 6 个省份、连续多年稳居当地瓶装水市场零售额第一（上述 6 省瓶装水收入规模在总市场中占比~30%）；公司在东部的上海/江苏/安徽、西南的重庆、西藏排名第二；并在北京、辽宁、陕西等地也建立了相对优势，进一步辐射北部、东北、西南市场。

图表26：公司在各区域营业收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表27：公司各区域营业收入占比（23 年）



资料来源：公司公告，华泰研究

如何看待华润饮料未来的成长催化剂？

本节中，我们将对公司未来的看点进行分析。**收入端**，在包装水主业基本盘稳健增长的基础上，公司着力发展非水饮料业务，后续或将聚焦无糖茶、RTD 咖啡、能量饮料等高增赛道，持续推新、提高市占率，有望实现从依靠瓶装水单一一大单品、向多点开花的综合性软饮公司转型，从而带动其收入规模迈上新台阶，多业务增长共驱、公司经营发展也将愈发稳健。**利润端**，当前公司正在经历从 OEM 代工为主、转向自产为主的生产模式变化（公司计划将自产比例由 23 年的 33% 提升至 27 年的~70%），且伴随供应链优化及经营效率的提升，公司利润弹性释放可期（我们测算得公司毛利率&销售费用率均有优化空间、有望带动公司净利率向 15% 及以上的水平靠拢）。

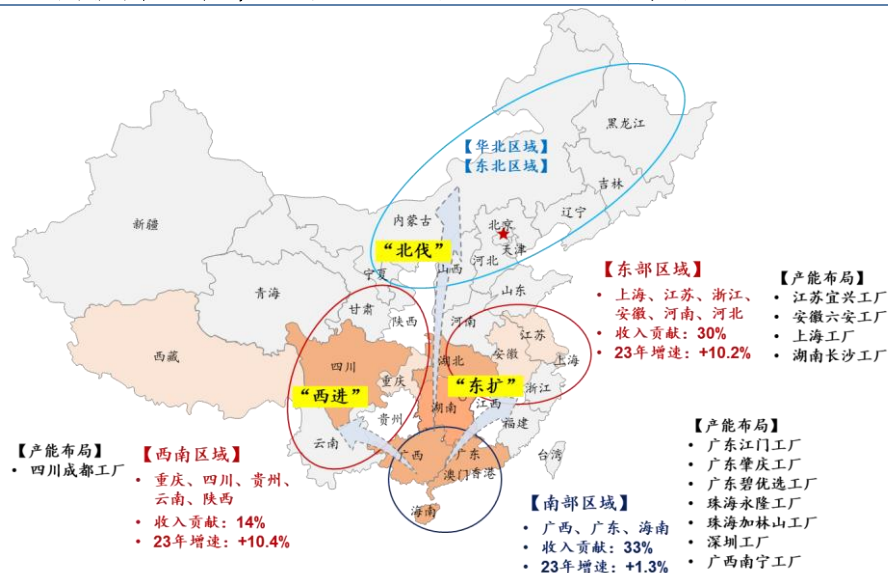
收入端：包装水稳健增长，软饮料蓄势待发

23 年公司瓶装水/非水饮品的收入分别为 124/11 亿元，占公司总收入的 92%/8%。包装水业务为公司发展的基本盘，未来增长的主要抓手包括全国化扩张加速&餐饮渠道拓展。

如何理解未来公司全国化扩张的主要看点？江浙沪、川渝区域势头充足，北方市场具备长期增长潜力。公司目前 60%+ 的销售收入仍然由主力市场华南区域贡献、北方市场的市占率偏低，全国化进程仍在发展中前期。展望来看，我们总结了未来几个重点区域的核心看点：

1) 江浙沪：市场容量大+经济水平较高，公司可参照其上海市场的打法，借助终端拓展+家庭/办公等场景的消费渗透实现增长。**2) 川渝**：餐饮市场发达，公司可借力在餐饮渠道逐步培养起来的优势、综合布局包装水及饮料产品的佐餐消费，未来有望在西南区域保持成长势头。**3) 北方市场**：公司希望通过对于下沉市场的建设、抢夺增量。25-26 年公司的产能布局有望开启对于长江以北市场的着力扩展、未来公司计划进一步拓展北方市场；目前公司已在北京、陕西等地建立起一定优势，后续或可进一步辐射北方市场。

图表28：公司背靠南部基地市场，积极推动“西进、东扩、北伐”的全国发展战略

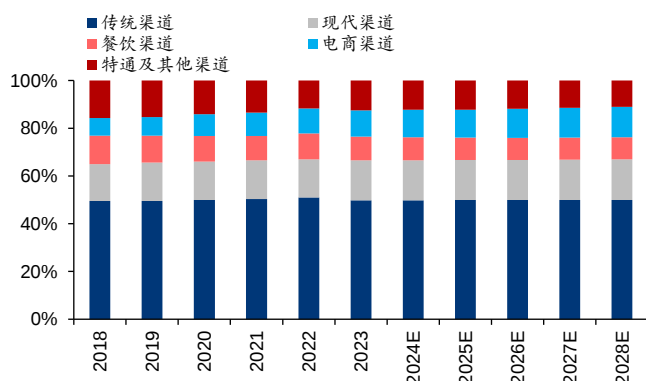


资料来源：公司公告，华泰研究

样板市场案例：公司“东扩”进程中对上海市场的开拓成效较为显著。11 年刚进入上海市场时公司的市占率排名第六、13 年（进入第三年）便位列上海市场前三名、14 年（进入第四年）起提升至第二名（仅次于农夫山泉）。怡宝在上海市场录得快速发展的原因：1) 上海便利店/商超渠道体系较为发达，公司在拓展该类终端时享有一定优势（华润万家等兄弟企业隐形赋能）；2) 上海整体消费水平与消费认知较为领先，家庭消费/办公消费中瓶装水的渗透比例更高，切中公司优势产品及优势场景；3) 积极联动当地各类体育赛事、深化品牌形象；4) 上海及周边江苏地区设有自有工厂，产能保障充足。参考公司在上海市场开拓的经验，公司或可凭借自身在产品端（中大规格水的 SKU 较竞争对手更为丰富）、渠道端（商超渠道及政企客户资源丰富）积累的优势在此类高线城市中录得快速发展。

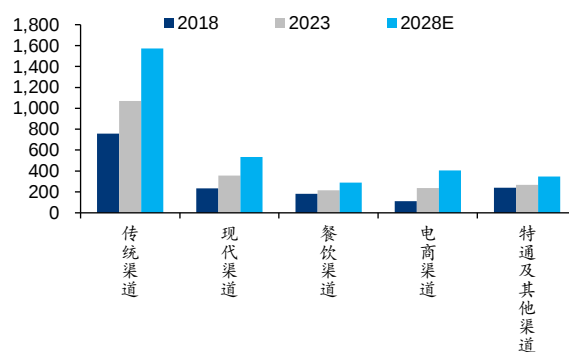
如何理解公司探索餐饮渠道的成功概率？据公司 2024 年 10 月交流，24H1 公司新开餐饮网点~30 万家，当前餐饮终端网点数量超 1000 万家，餐饮渠道能够贡献的收入增量亦值得期待。据公司招股书，2023 年餐饮渠道在包装饮用水行业的规模占比仅 9.8%，对应 18-23 年 CAGR 仅 3.4%，餐饮渠道本身并不是包装水行业当中高速增长的分渠道，因此还需要怡宝等先发者花足够的精力进行消费者教育，一旦被其他竞争对手抢占，该渠道的转换成本较高，反之、若怡宝提前在餐饮渠道占据相当的先发优势，建立的护城河亦相对稳固。当前公司已在餐饮渠道配置单独的团队，并专门设立了一套关于餐饮渠道的奖励体系，兄弟企业华润啤酒覆盖多元餐饮渠道，公司产品矩阵与渠道布局与之协同性较高，有望充分发挥优势，带动瓶装水主业的高质量发展。

图表29：中国包装饮用水各渠道规模占比



资料来源：公司公告，灼识咨询，华泰研究

图表30：中国包装饮用水各渠道市场规模（亿元）



注：传统渠道主要指小型非连锁杂货店及送水站，通常由个体商贩或家庭拥有及经营；现代渠道主要包括大型超市、商超及连锁便利店；

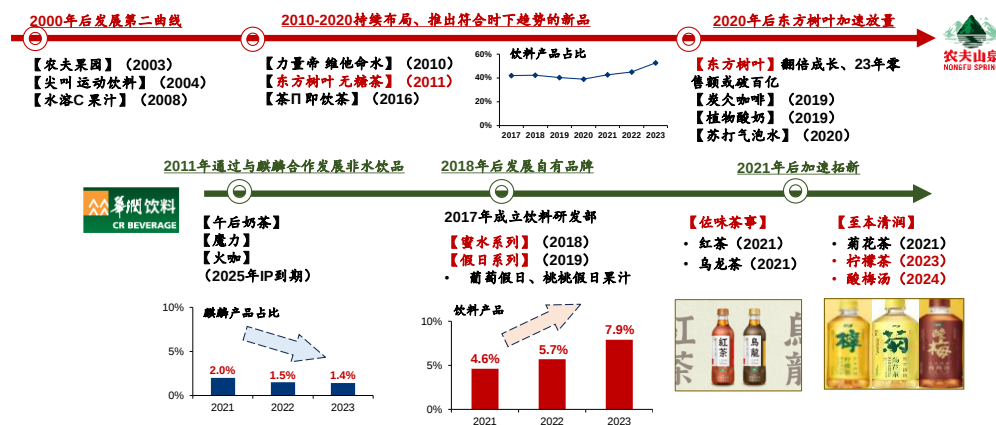
资料来源：公司公告，灼识咨询，华泰研究

复盘农夫山泉：1996 年起主营瓶装水业务，2003 年便推出农夫果园入局果汁赛道，2004/2008/2011 年推出尖叫/水溶 C/东方树叶等当下仍具市场影响力的饮料产品，2020 年后加速推出苏打气泡水、炭久咖啡等战略新品。2023 年农夫山泉水及饮料的营收分别为 203/210 亿元（占比 48%/52%），非水饮品在公司收入中的占比已然过半，其中无糖茶“东方树叶”2023 年迎来高速增长，跻身行业零售额过百亿的大单品。农夫山泉之所以能够发展成为多轮驱动的综合软饮巨头，我们认为主要系：1) 前瞻布局、坚持长期主义：最典型的案例系 2011 年农夫山泉便看准软饮无糖化趋势，推出无糖茶东方树叶，十年磨一剑、终迎放量增长，当前公司的 NFC 果汁产品定价 10+元/瓶、亦为前瞻布局的代表产品之一；2) 顺应趋势、深化品牌主线：农夫山泉非水饮品均以低糖健康为特色，充分顺应当下行业健康化的趋势，同时将“天然”与“健康”的品牌形象进一步深化；3) 注重创新、研发架构分明：农夫山泉充分重视创新，背靠养生堂集团大健康基因做好扎实的底层研究，且公司内部以项目制推进产品研发，团队架构及分工鲜明，保障公司响应市场变化、推出顺应当下消费趋势的新品。

看回华润饮料：23 年非水饮品在公司总收入当中的占比较 21 年的 4.6%提升 3.3pct，公司规划未来 3-5 年将饮料业务的收入占比提升至 30%+。公司前期重心在瓶装水主业，切入非水饮品时间较晚，18 年才推出第一款自有饮料品牌“蜜水系列”。究其原因，一是因为公司早期选择与日本麒麟合作，引入日本畅销的“午后红茶”、“火咖”等品牌，但由于定价较高等问题、在国内的销售未见明显起量；二是因为公司过往以 OEM 代工模式为主，自有产能建设难以支撑大规模饮料产品生产（饮料因配方问题多采用自产模式）。随着主业发展逐渐稳定，公司 17 年设立软饮开发部、逐渐重视自有饮品的建设投入，已开发出“假日系列”、“至本清润”等多个具有一定潜力的新品类。

我们看好公司未来第二曲线发展，主要系考虑：1) 公司综合实力较强，产品端独具特色，至本清润菊花茶 23 年以 38.5% 的市场份额位列第一（据灼识咨询，菊花茶 23 年规模 20 亿元，18-23 年 CAGR 达 14%）；渠道端公司覆盖的终端网点超 200 万、可护航公司新品顺利铺市，品牌端亦可形成一定赋能（公司的饮料产品包装上印有怡宝的品牌标识）。2) 主业基本盘稳固，可支撑非水饮品理性发展。软饮新品投入较为前置，产线建立/冰柜建设/营销推广等均需一定的资金支持，稳固的瓶装水主业能够为公司带来稳定的现金流，可支撑公司按照自身节奏稳步布局非水业务。3) 战略高度提升，即饮团队蓄势待发。公司已于 17 年设立饮品研发部，目前人员正在逐步扩充中、团队建设日益完善后有望发挥更大的经营动能。4) 产能扩充有条不紊，进一步支撑饮品业务扩大规模。公司计划 25 年前完成主要的产能扩建工作，可支撑饮料产品前期创新的自由度与后期销售起量后的生产保障。

图表31：对标综合性软饮龙头农夫山泉，华润饮料亦有望向多轮驱动不断发展



注：图中所示为饮料产品收入占比；

资料来源：公司公告，华泰研究

利润端：毛利率&销售费用率均存优化空间

23 年华润饮料 ROE 为 20.1%，低于农夫山泉 25.8pct，低于东鹏饮料 15.7pct。具体来看，净利率是影响几家软饮料企业 ROE 差异的主要原因。23 年华润饮料的净利率为 9.9%，低于农夫山泉 18.2pct（23 年农夫山泉净利率为 28.1%），低于东鹏饮料 8.2pct（23 年东鹏饮料净利率为 18.1%）。进一步拆解，华润饮料与农夫山泉的差异主要在毛利率（23 年差 14.9pct）和销售费用率（23 年差 8.9pct），华润饮料与东鹏毛利率相近，差异主要在销售费用率（23 年差 13.4pct）。

图表32：华润饮料与其他主要软饮公司 ROE 拆解及净利率对比：后续 ROE 有望随净利率改善而稳步提升

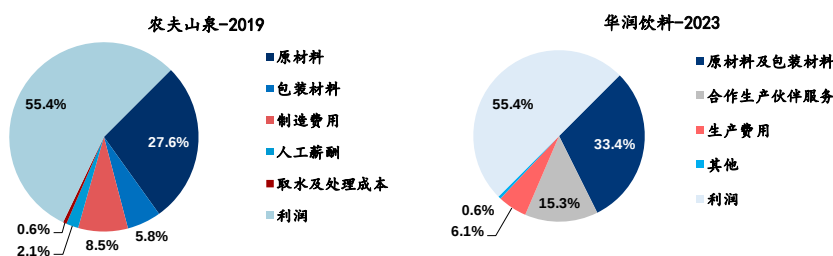
ROE差异主要在净利率																
	ROE				净利率				总资产周转率				权益乘数			
	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值
农夫山泉	39.5%	37.9%	45.9%	41.1%	24.0%	25.4%	28.1%	25.8%	1.0	0.9	1.0	1.0	1.6	1.6	1.7	1.6
东鹏饮料	38.8%	31.0%	35.8%	35.2%	17.1%	16.9%	18.1%	17.4%	1.1	0.9	0.8	1.0	2.0	2.1	2.3	2.0
华润饮料	20.7%	18.9%	20.1%	19.9%	7.6%	7.8%	9.9%	8.4%	0.8	0.8	1.0	0.9	2.0	1.8	1.8	1.9
康师傅控股	19.1%	16.4%	22.9%	19.5%	5.9%	3.9%	4.4%	4.7%	1.2	1.3	1.4	1.3	3.1	3.7	4.1	3.4
统一企业中国	10.9%	9.1%	12.6%	10.8%	5.9%	4.3%	5.8%	5.3%	1.2	1.3	1.3	1.3	1.6	1.6	1.7	1.6
净利率和农夫差异在毛利率及销售费用率																
	毛利率				销售费用率				管理费用率				净利率			
	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值
华润饮料	43.8%	41.7%	44.7%	43.4%	-33.1%	-30.7%	-30.7%	-31.5%	-2.2%	-2.1%	-2.2%	-2.2%	7.6%	7.8%	9.9%	8.4%
农夫山泉	59.5%	57.5%	59.6%	58.8%	-24.4%	-23.5%	-21.8%	-23.2%	-5.9%	-5.5%	-5.1%	-5.5%	24.0%	25.4%	28.1%	25.8%
vs 农夫				-14.9pct			-9pct	-8.3pct				2.8pct			-18.2pct	-17.4pct
东鹏饮料	44.4%	42.3%	43.1%	43.3%	-19.6%	-17.0%	-17.4%	-18.0%	-3.6%	-3.0%	-3.3%	-3.3%	17.1%	16.9%	18.1%	17.4%
vs 东鹏				1.6pct			0.1pct	-13.4pct	-13.5pct			1pct			1.1pct	-8.9pct
净利率和东鹏差异在销售费用率																
	销售费用率				管理费用率				净利率							
	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值				
华润饮料	33.1%	30.7%	30.7%	31.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	7.6%	7.8%	9.9%	8.4%				
东鹏饮料	19.6%	17.0%	17.4%	18.0%	3.6%	3.0%	3.3%	3.3%	17.1%	16.9%	18.1%	17.4%				
vs 东鹏	13.5pct	13.7pct	13.3pct	13.5pct	-1.4pct	-0.9pct	-0.6pct	-0.6pct	-9.5pct	-9.1pct	-8.2pct	-8.9pct				

注：由于销售费用率&管理费用率无法分业务拆分，故我们对公司整体的财务数据进行对比；

资料来源：Wind，华泰研究

毛利率差异主要系吨价差异、OEM 代工费、饮料业务规模效应未充分发挥等导致。对比华润饮料&农夫山泉的瓶装水业务毛利率：23 年公司瓶装水毛利率为 45.6%，对比农夫山泉（63%）仍有 17.3pct 的差距，进一步拆分看：1) 吨价角度，23 年怡宝吨价为 923 元，较农夫山泉 19 年的吨价（1072 元）低~15%，我们判断主要系怡宝的产品结构中、吨价略低的中大规格水占比高于农夫山泉（23 年怡宝中大规格瓶装水收入占比 38% vs 19 年农夫山泉占比仅 27%）；2) 成本角度，两家公司的原材料&包装材料占比相近，但华润饮料另有占比销售收入 15.3%的合作生产伙伴服务费用，主要系 23 年公司接近 70%的瓶装水业务以 OEM 代工形式生产，从而产生代工费拖累公司成本。公司在发展业务初期为专注拓展营销渠道、将供应链外包给第三方从而让渡了部分收益，当前公司营销渠道已基本理顺、市场地位较为稳固，计划提升自产比例，带动毛利率提升。此外，据公司 2024 年 10 月公开交流，农夫山泉的盖子是自产的，怡宝的盖子均为外部代工，公司拟通过瓶盖转自产以降低成本，有望带动毛利率水平的进一步提升。公司 2023 年饮料业务毛利率为 33.7%，低于瓶装水业务的 45.6%，我们判断主要系饮料业务收入规模较小，规模效应尚未充分发挥。

图表33：华润饮料与农夫山泉成本构成对比



注：合作生产伙伴指建议合作伙伴关系以有效满足市场需求的生产工厂（包括代工厂）；
资料来源：公司公告，华泰研究

销售费用率差异主要系规模效应及经营效率差异导致。23 年华润饮料销售费用率为 30.7%，高于农夫山泉 9.0pct（23 年农夫山泉销售费用率仅 21.8%），高于东鹏饮料 13.4pct（23 年东鹏销售费用率为 17.4%）。我们拆解三家公司的销售费用构成可发现：

- 1) 若对标农夫山泉，主要差异在于华润饮料销售费用中的员工成本与营销推广费用占比较高。23 年华润饮料共有员工 10970 人，其中销售人员 8797 人（占比~80%）；同期农夫山泉共有超 2 万名员工，我们按照农夫山泉销售人员占比亦为 80%估算，农夫山泉销售人员人均创收为 267 万元（明显高于华润饮料的 154 万元）、销售人员人均薪酬为 12+万元（明显低于华润饮料的 18 万元）、人均服务网点数近 313 个（高于华润饮料的 227 个）。
- 2) 若对标收入体量更为接近的东鹏，主要差异仍在于销售费用中的员工成本占比。23 年东鹏共有销售人员 6110 人，对应销售人员人均创收 184 万元（亦高于华润饮料的 154 万元），东鹏销售人均薪酬为 12 万元（低于华润饮料的 18 万元），东鹏人均服务网点 491 个（明显高于华润饮料的 227 个）。

横向对比同业，华润饮料与农夫山泉&东鹏销售费用率的差异主要系规模效应及经营效率差异导致的，从目前的数据来看，华润饮料的人效存在较大的优化空间，未来随公司饮料业务收入扩张，或可与包装水主业实现协同，在不进行销售人员大幅扩张的同时、实现单点销售收入的明显提振，从而提高人效，并降低员工成本占比，叠加公司经营管理效率持续提升、费用投放更加精准，利润空间有望释放。

图表34：华润饮料与农夫山泉、东鹏饮料销售费用拆解对比

销售费率对比	农夫-2019	华润-2023	差异	东鹏-2019	华润-2023	差异
员工成本	4.9%	11.6%	-6.7pct	9.0%	11.6%	-2.6pct
营销和推广费用	5.1%	7.9%	-2.8pct	10.2%	7.9%	2.3pct
物流服务开支	10.5%	7.7%	2.8pct	2.7%	7.7%	-5.1pct
折旧及摊销	1.6%	1.8%	-0.2pct		1.8%	-
其他	2.1%	1.1%	1pct		1.1%	-
合计	24.2%	30.2%	-6pct	23.4%	30.2%	-6.9pct

资料来源：公司公告，华泰研究

图表35： 华润饮料与农夫山泉、东鹏饮料经营效率对比

营运效率对比	农夫-2023	华润-2023	差异	东鹏-2023	华润-2023	差异
营业收入/亿元	427	135		113	135	
销售人均创收/万元	267	154	113	184	154	30
销售人均薪酬/万元	12	18	-6	12	18	-14
销售人均服务网点数量/个	313	227	85	491	227	264
销售人均冰柜数量/个	41			25		
销售费用率	21.8%	30.2%	-8.5pct	17.4%	30.2%	-12.9pct

资料来源：公司官网，华泰研究

我们认为，公司净利率提升路径主要系依托毛利率提升&销售费用率优化。毛利率提升或源于自产比例提升、供应链优化（主要体现在自主瓶胚供应链延伸）及饮料业务规模效应显现等；销售费用率优化则主要依托于饮料业务与包装水主业协同，在渠道复用的同时提升经营效率。我们将展开分析，对公司净利率提升的空间和节奏提供初步的测算和展望。

毛利率：自产比例提升+供应链优化+饮料业务规模扩张，毛利率提升路径清晰

我们主要对公司毛利率的几个影响因素进行分析：1) 公司计划将自产比例由 23 年的 33% 提升至 26 年的~70%，23 年自产/代工瓶装水毛利率~49%/~44%，参考行业龙头农夫山泉瓶装水业务的毛利率在 60%+，公司通过供应链效率提升、车间设备优化、自主瓶胚供应链延伸等，自产部分包装水业务的毛利率仍有提升空间，叠加公司计划进一步降低 OEM 代工合同均价，有望共同贡献公司瓶装水业务毛利率提升（我们假设未来 3 年公司瓶装水业务收入 CAGR~5%，预计理想情况下、26 年公司包装水业务的毛利率有望较 23 年提升 9.9pct）。2) 24-25 年公司自建工厂的合计投资额预计达 53.1 亿元，将对公司中短期利润造成一定影响。3) 伴随饮料业务规模效应显现，有望有效摊薄制造费用，提升饮料业务的盈利能力。

1) 产能规划稳步推进中，预计到 25 年自有工厂+代工部分合计可支撑 1700 万吨以上产量。截至 23 年底，公司已有 670 万吨自有产能，按照目前的产能规划，公司预计到 25 年前会新增 851 万吨产能，25 年合计有望实现 1531 万吨自有产能；按照产能利用率~70%、25 年自产比例~60%估算，合计可支撑 1786 万吨产量（23 年产量 1355 万吨，对应期间 CAGR 为 15%）。据公司招股书，公司计划于 26 年及 27 年继续扩大自有产能，以满足公司需求。

图表36： 公司 25 年自有工厂产能&产量估算情况

	2021	2022	2023		2025E
自有产能（百万吨）	5.4	5.7	6.7	新增产能后	15.3
自有产量（百万吨）	3.8	4.1	4.5		10.7
自有产能利用率	70.6%	71.4%	66.4%	假设	70.0%
代工产量（百万吨）	9.2	9.0	9.1	按占比~40%估算	7.2
代工产能利用率			75.3%		
合计（百万吨）	13.0	13.1	13.5		17.9

资料来源：公司公告，华泰研究

自有产能扩建+自产部分包装水业务的毛利率仍有提升空间，叠加公司计划进一步降低 OEM 代工合同均价，有望共同贡献公司瓶装水业务毛利率提升（我们预计理想情况下、26 年公司包装水业务的毛利率有望较 2023 年提升 9.9pct）。1）自产部分：公司早期为专注建设自身营销渠道系统，出让部分供应链收益交由第三方代工；当前公司已搭建起稳定的销售网络，覆盖超 200 万个终端网点，经营稳定后公司转而兼顾内部利润率的提升。据公司 2024 年 10 月公开交流，2023 年自产瓶装水毛利率高于 OEM 毛利率约 5pct，则对应 2023 年自产/代工部分毛利率分别为~49%/~44%，我们假设未来 3 年公司瓶装水业务的收入 CAGR~5%，若公司瓶装水业务的自产比例从 2023 年的 32%提升至 2026 年的~70%。此外，公司拟通过推进车间一体化生产、车间设备优化等举措，不断提升生产效率，降低制造费用；叠加公司致力于自主瓶胚供应链延中、以及公司新购入的生产设备均为行业中相对领先的机器设备，因而自产部分包装水业务的毛利率亦有提升空间（远期毛利率空间或可接近农夫山泉 23 年瓶装水业务 60%+的毛利率）。2）OEM 代工部分：对于剩余~30%的代工产能，公司计划进一步降低 OEM 代工合同均价，我们预计或将直接贡献公司瓶装水业务的毛利率 1.3-2.0pct。23 年公司对部分到期的 OEM 代工合同降低了其后续服务费（渠道反馈合同降幅达 30%），公司后续计划进一步对到期的 OEM 代工合同降低其代工费用，我们估算若剩余~30%的代工合同费用下降 20%-30%，或将贡献毛利率提升 1.3-2.0pct。

图表37： 代工费对于毛利率的影响估算

	2022	2023	yoy		占比收入	贡献毛利率
销量/千公吨	12915	13766	6.6%	22年代工费用	16.2%	
代工比例	69%	67%		23年代工费用	15.3%	0.9pct
代工量/千公吨	8895	9215	3.6%	代工比例从70%降至30%	6.6%	
均价（元/吨）	229.3	224.2	-2.2%	代工费用降低幅度		
实际代工费	20.40	20.67	1.3%	若降低20%	5.2%	1.3pct
				若降低30%	4.6%	2pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表38： 公司 24-26 年包装水业务毛利率估算

	2023	2024E	2025E	2026E
包装水业务收入（亿元）	124.5	130.7	137.3	144.1
自产部分收入（亿元）	39.8	65.4	82.4	100.9
自产部分占比	32%	50%	60%	70%
代工部分收入（亿元）	84.6	65.4	55.0	43.2
代工部分占比	68%	50%	40%	30%
自产部分毛利率	49%	53%	54%	55%
代工部分毛利率	44%	45%	46%	46%
包装水业务综合毛利率	42.4%	49.0%	50.6%	52.3%
毛利率提升幅度	+3.2pct	+6.6pct	+1.6pct	+1.7pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

横向对比农夫山泉，23 年怡宝瓶装水单吨成本~500 元，19 年农夫山泉瓶装水单吨成本~427 元，怡宝瓶装水业务的单吨成本高于农夫山泉 10%+。考虑天然水与纯净水生产工艺上的差异（农夫山泉已在全国范围内布局多处水源地，红瓶天然水取水成本极低），我们剔除原材料及包材成本后进行比较，怡宝自产部分（23 年）和农夫山泉（19 年）单吨成本（包含生产制造费用和其他成本）分别为~200 元和~170 元，未来公司有望通过提升生产员工人效、自主瓶胚供应链延中、优化供应链效率、提升生产数智化水平等措施进一步实现降本增效，理想状态下、或可类比农夫山泉的单吨成本。此外，23 年公司代工瓶装水的单吨成本约 230 元，高于自产的单吨成本，亦存在一定的压降空间。

2) 资本开支中短期高企，折旧摊销费用增加或对利润率造成一定扰动。在公司由 OEM 转向自产的过程中，需进行大额投入，或对公司利润率造成一定扰动。公司 21-23 年资本开支为 3.1/8.6/23.1 亿元，在收入中的占比分别为 2.8%/6.8%/17.1%；24-25 年公司自建工厂的合计投资额达 53.1 亿元，预计 24-25 年资本开支将对公司中短期利润造成一定影响。

图表39：公司 25 年前预计投产的自有产能规划

工厂	年产能增加/百万公吨	预计投产时间	投资额/亿元
宜兴工厂-水	1.95	24Q3	16.13
宜兴工厂-饮料	0.25	24Q3	未披露
万绿湖工厂-水	1.97	24Q3	10.70
碧优选工厂-水	0.95	24Q1	3.97
武夷山工厂-水	0.73	24Q3	3.75
浙江工厂-水	1.06	2025 年	6.02
长沙工厂-水	0.6	24Q1	6.27
成都工厂-水	0.9	24Q3	6.29
成都工厂-饮料	0.1	24Q3	未披露
	8.51	合计	53.12

资料来源：公司公告，华泰研究

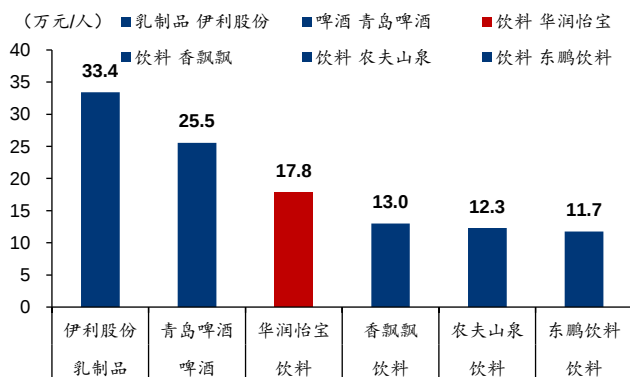
“1+N”模式降低运输半径及运输成本，满足多变的市场需求。对于瓶装水企业，运输费用为影响盈利能力的一项重要因素，公司为工厂选址时遵循“1+N”的模式，即每个地区的大型工厂附近设置数家卫星生产工厂，进行灵活生产供应，使产能布局围绕核心市场，可充分发挥大型基地工厂优势、降低运输半径及运输成本，优化运输费用率、提升毛利率。

3) 随着饮料业务规模效应发挥，公司有望进一步提升毛利率水平。考虑公司非水业务近年来增长势能强劲（23 年同比+40%以上），未来有望随规模效应发挥进一步提升产能利用率（23 年公司饮料业务产能利用率仅 58.6%）、摊薄制造费用以拉动公司整体盈利能力提升。

费用率：人效仍有优化空间，经营效率有望提升

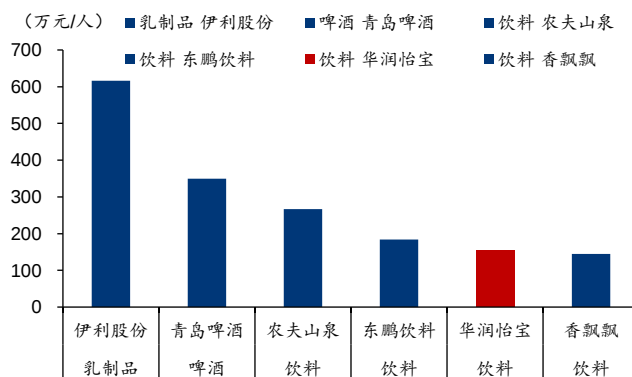
公司 23 年 30%+ 的销售费用率处于业内较高水平，与农夫山泉和东鹏的差异主要集中在人效（即公司人均薪酬较高、但人均创收较低）。公司具有国资背景，销售人员人均薪酬处于行业较高水平；但销售人员人均创收（~150 万元）较激励更充足/考核更严格的东鹏饮料（~270 万元）、农夫山泉（~180 万元）存在一定差距。东鹏和农夫山泉注重对于销售团队的业务激励，如对销售人员设置了较为细致的绩效考核条件。随着华润饮料上市后对于利润的重视程度提升，有望进一步通过优化激励与管理机制等提升运营效率，进而体现为报表端销售费用率的降低与净利率的提升。

图表40：华润饮料的销售人均薪酬处于行业较高水平



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

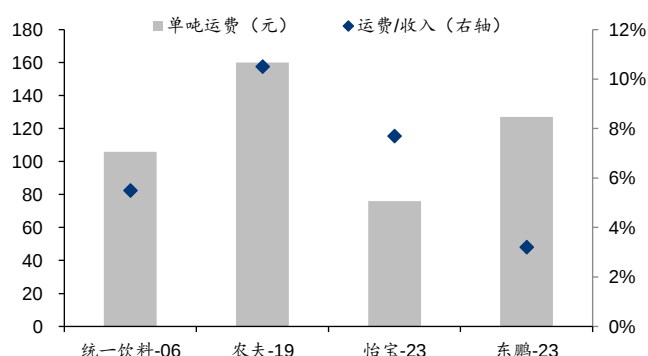
图表41：华润饮料销售人员人均创收仍有提升空间



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

1) 人效优化: 23 年怡宝销售员工薪酬在营收中占比 10%, 若对标同属国资的青啤 7% 的水平, 中期维度看、公司销售费用率仍有 2-3pct 的优化空间。2) 营销推广费用率优化: 23 年公司营销推广费在营收中占比 8% (vs 农夫山泉 5% vs 东鹏 10%), 我们判断推广费用率的差异主要与品牌发展阶段有关, 随着公司上市后品牌红利持续发挥, 未来或有~2pct 的优化空间。3) 运输费用率随着单个工厂的覆盖范围变动: 23 年公司运输费在营收中占比 7% (vs 东鹏 3% vs 农夫山泉 10%), 我们按国土面积/工厂数据=覆盖面积进行简单估算, 算得怡宝覆盖半径约 264km, 单吨运费为 76 元, 对比同业、处于相对较低的水平, 主要系公司通过委托代工降低了单个工厂的运输面积(怡宝 12 个自有工厂+32 个代工工厂 vs 农夫山泉 12 个自有工厂), 单吨运费成本较农夫山泉更有优势。24 年公司处于逐步转向自产的过程中, 预计物流费用未见明显降低, 部分新投产工厂产能爬坡, 部分区域需要调货, 后续公司加快落地产能布局后, 单个工厂的覆盖范围可得到优化。综合以上各种影响因素, 我们判断中期维度公司销售费用率存在 4-5pct 左右的优化空间。

图表42: 主要软饮公司运费率对比

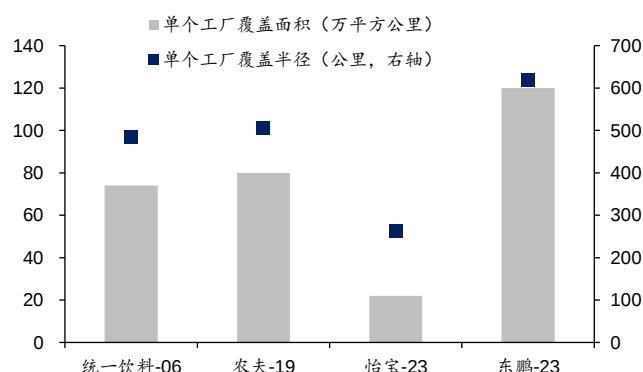


注 1: 单吨运费=各公司运费/销量;

注 2: 东鹏自广东基地市场起步、快速推进全国化, 产能建设慢于销路扩张, 因此覆盖半径略长、导致单吨运输成本较高; 但东鹏功能饮料产品单价较高, 因此费用率表现上处于较低水平;

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表43: 主要软饮公司单个工厂覆盖范围对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究估算

盈利预测与估值

收入预测: 23 年公司营收 135.2 亿元, 同比+7.1%, 其中瓶装水/非水饮料营收为 124.5/10.7 亿元, 同比+4.5%/+49.0%, 瓶装水主业保持韧性增长、非水饮料第二曲线增势良好, 我们预计 24-26 年公司实现营收 143.3/151.1/163.2 亿元, 同比+6.1%/+5.4%/+8.1%。

1) 包装水: 23 年公司瓶装水业务营收同比+4.5%, 其中小瓶水/中大规格水/桶装水营收同比+3.1%/+7.1%/+6.3%, 中大规格水较小瓶水增速更快; 24 年在主要竞争对手农夫山泉的推动下、小瓶水行业竞争较为激烈, 行业价格端整体有所承压, 但行业消费量在户外短途旅行、运动健身等需求提振下实现稳健增长; 中大规格水则在家庭/办公消费等场景景气度延续下实现了更高的增速。展望来看, 25 年行业竞争态势仍有一定的不确定性, 我们预计公司瓶装水业务实现收入 130.0 亿元, 同比+1.3%, 26 年行业价格竞争有望趋于稳定, 我们预计公司瓶装水业务实现收入 135.7 亿元, 同比+4.4%, 其中量增 4.2%、价增 0.2%。

2) 非水饮料: 包括“至本清润”菊花茶、“假日系列”果汁、“蜜水系列”等。23 年公司非水饮料业务营收同比+49.0%, 增长势头充足。“至本清润”菊花茶 23 年收入 7.6 亿元, 24 年在公司重点铺货推广下有望保持成长速度、带动非水饮料业务的收入占比持续提升。24 年 1-4 月公司非水饮料业务同比+36.0%, 其中量同比+46.9%, 价同比-7.4%, 主要系产品结构变化。我们预计 24-26 年非水饮料实现收入 15.1/21.1/27.6 亿元, 同比+41.0%/+40.0%/+30.7%; 拆分量价看, 我们预计 24-26 年量同比+50.0%/+40.0%/+30.0%, 价同比-6.0%/持平/+0.5%。

图表44: 华润饮料收入预测 (单位: 百万元)

	2021	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	11,340	12,623	13,515	14,334	15,106	16,324
YOY		11.3%	7.1%	6.1%	5.4%	8.1%
包装水	10,818	11,906	12,447	12,828	12,997	13,569
YOY		10.1%	4.5%	3.1%	1.3%	4.4%
量 (千吨)	11,786	12,727	13,491	14,585	15,087	15,716
YoY		8.0%	6.0%	8.1%	3.4%	4.2%
价 (元/kg)	0.92	0.94	0.92	0.88	0.86	0.86
YoY		1.9%	-1.4%	-4.7%	-2.1%	0.2%
小规格	6,923	7,484	7,716	7,688	7,383	7,509
YoY		8.1%	3.1%	-0.4%	-4.0%	1.7%
量 (千吨)	5,604	5,889	6,189	6,560	6,429	6,506
YoY		5.1%	5.1%	6.0%	-2.0%	1.2%
价 (元/kg)	1.24	1.27	1.25	1.17	1.15	1.15
YoY		2.9%	-1.9%	-6.0%	-2.0%	0.5%
中大规格	3,469	3,962	4,243	4,651	5,116	5,553
YoY		14.2%	7.1%	9.6%	10.0%	8.5%
量 (千吨)	4,284	4,846	5,274	5,960	6,556	7,080
YoY		13.1%	8.8%	13.0%	10.0%	8.0%
价 (元/kg)	0.81	0.82	0.80	0.78	0.78	0.78
YoY		1.0%	-1.6%	-3.0%	0.0%	0.5%
桶装水	426	459	488	489	498	507
YoY		7.8%	6.3%	0.3%	1.8%	1.8%
量 (千吨)	1,898	1,992	2,028	2,065	2,102	2,129
YoY		5.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.3%
价 (元/kg)	3.76	3.81	3.88	3.65	3.65	3.67
YoY		1.5%	1.8%	-6.0%	0.0%	0.5%
非水饮料	522	717	1,068	1,506	2,109	2,755
YOY		37.3%	49.0%	41.0%	40.0%	30.7%
量 (千吨)	139	188	275	413	578	751
YoY		35.3%	46.3%	50.0%	40.0%	30.0%
价 (元/kg)	3.76	3.81	3.88	3.65	3.65	3.67
YoY		1.5%	1.8%	-6.0%	0.0%	0.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

毛利率及期间费用率预测：

1) 毛利率预测：23 年公司毛利率为 44.7%，同比+3.0pct，毛利率提升幅度较大主要系原材料（PET 及纸箱等包材）价格下降，及公司生产采购议价权的提升，对于部分到期的 OEM 代工合同进行降价。24 年主要原材料价格仍处于相对低位，我们预计公司亦将持续对于代工合同进行降价、且逐步由 OME 代工为主向自产为主的模式转化，叠加公司对于供应链不断优化（主要体现在自主瓶胚供应链延申），有望带来毛利率的进一步提升；但公司短期资本开支投入较大，产生的折旧摊销费用会对公司毛利率产生一定的负向影响，综合以上因素，我们预计 24-26 年公司毛利率为 47.9%/49.4%/49.7%（由于收入端假设不同，故我们本章节中的毛利率预测与第三章有所差异，我们在第三章的测算中简单假设未来 3 年公司瓶装水业务收入 CAGR~5%）。

2) 期间费用率预测：公司 23 年销售费用率为 30.2%，同比-0.5pct，仍处于行业内较高水平，23 年管理费用率为 2.2%，同比+0.1pct。我们预计 24-26 年销售费用率为 31.7%/30.7%/30.0%，同比+1.5/-1.0/-0.6pct，受到外部环境影响、24 年公司销售费用率预计有所提升，25 年行业竞争环境仍有一定的不确定性，但公司对于销售人员的成本管控较严，预计可以在员工成本绝对值波动不大的情况下、实现收入增长，报表端销售费用率有望自 25 年开启下行通道；预计 24-26 年管理费用率为 2.0%/2.0%/1.9%，预计公司管理人员相对稳定，管理费用率 24-26 年整体波动不大。

图表45： 华润饮料毛利率&费用率&利润率预测明细

	2021	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	43.8%	41.7%	44.7%	47.9%	49.4%	49.7%
瓶装水	44.6%	42.4%	45.6%	49.3%	51.1%	51.6%
非水饮料	28.7%	28.8%	33.7%	36.1%	39.1%	40.1%
销售费用率	33.1%	30.7%	30.2%	31.7%	30.7%	30.0%
管理费用率	2.2%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	1.9%
归母净利润	858	990	1,329	1,690	2,002	2,300
YOY		15.3%	34.3%	27.2%	18.5%	14.9%
归母净利率	7.6%	7.8%	9.8%	11.8%	13.3%	14.1%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计 24-26 年公司实现营收 143.3/151.1/163.2 亿元，同比+6.1%/+5.4%/+8.1%；实现归母净利 16.9/20.0/23.0 亿元，同比+27.2%/+18.5%/+14.9%；对应 24-26 年的归母净利率为 11.8%/13.3%/14.1%，同比+2.0/+1.5/+0.9pct。预计 24-26 年 EPS 0.70/0.83/0.96 元，我们选取了饮料行业的主要上市公司作为参照（香飘飘为杯装奶茶龙头企业，农夫山泉为包装水及无糖茶行业的龙头企业，统一企业中国手握统一绿茶与阿萨姆奶茶两支大单品），参考可比公司 25 年平均 PE 18x（Wind 一致预期），给予其 25 年 18x PE，目标价 15.97 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表46： 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(亿元)		PE (倍)					EPS (元)			
		2024/12/23	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
香飘飘	603711 CH	64	25	21	18	15	0.68	0.75	0.89	1.05		
农夫山泉	9633 HK	3618	30	28	25	21	1.07	1.13	1.31	1.50		
统一企业中国	0220 HK	311	19	16	15	14	0.39	0.44	0.49	0.53		
平均值			25	22	18	17	0.71	0.77	0.90	1.03		
中间值			25	21	18	15	0.68	0.75	0.89	1.05		

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；1 港币≈0.93 人民币；

资料来源：Wind、华泰研究预测

风险提示

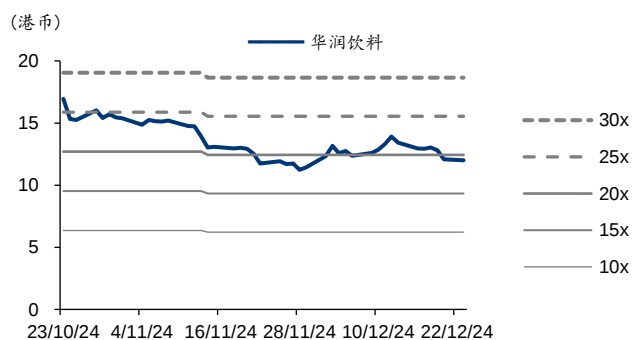
净水器冲击。净水器与瓶装水之间存在一定替代关系，若净水器普及速度超预期，将对瓶装水销量增长空间形成压制，进而对公司营收造成影响。

食品安全问题。安全性是导致瓶装水替代自来水的重要原因，若瓶装水陷入安全风波，将直接抑制消费者购买动机，进而对公司销量产生影响。

行业竞争加剧。若行业竞争加剧，公司产品销售或将受到抑制，进而影响公司业绩。

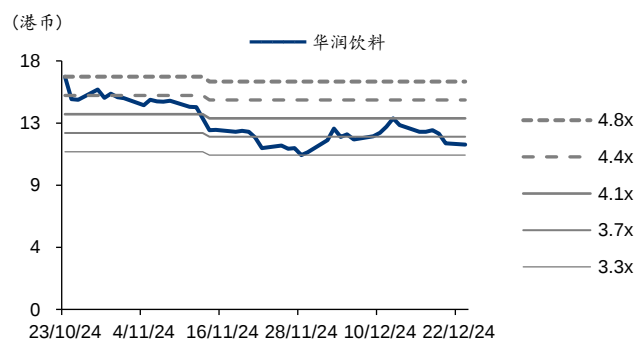
原料成本波动。公司核心原材料包括 PET 等，若原材料价格剧烈波动，公司毛利率或将受到一定的影响。

图表47：华润饮料 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表48：华润饮料 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure
- 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华润饮料（2460 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华润饮料（2460 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华润饮料（2460 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司