

低估之上，如何看其成长价值？

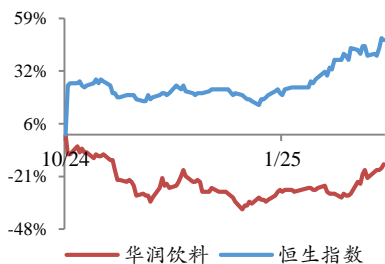
——华润饮料首次覆盖

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-03-08

收盘价 (港元)	14.22
近 12 个月最高/最低 (港元)	16.78/10.30
总股本 (百万股)	2,398
流通股本 (百万股)	2,232
流通股比例 (%)	93.08
总市值 (亿港元)	341
流通市值 (亿港元)	317

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

相关报告

- 东鹏饮料投资探讨 240205
- 现制茶饮投资探讨 240531
- 三只松鼠投资探讨 240620
- 再看东鹏，如何看其未来成长 240808
- 零食板块投资专题 240922
- 百润股份投资探讨 240925
- 千禾味业投资探讨 240910
- 风起于青萍之末 250103
- 如何看待东鹏饮料出海机会 250124

核心观点：

- **本文研究对象为上市次新标的——华润饮料。**受包装水价格战共性担忧，公司上市后表现备受关注，当前市场分歧点聚焦如下：**1、包装水会否因价格战激化而份额盈利受损，影响其业绩确定性；2、饮料业务能否在巨头环伺下成功实现多元增长，影响其长期估值。**我们认为，悲观预期压制下当前公司已存低估机会，后续**全国化、平台化、自产化**三重逻辑将重点拉动公司成长持续。
- **全国化：如何看主业的增长逻辑？**市场质疑怡宝包装水竞争力及空间，**事实上价格战期间公司份额未受冲击反有提升，若行业价格压力趋缓，公司基本盘有向上机会。**怡宝未选择跟随价格战，稳扎稳打源于强渠道掌控及由南向北的进攻节奏（长江沿岸优势已立+北部潜力持续释放），配合多水种多规格布局和自产提效，基本盘扎实且未来在整合/区域/规格空间上增长可观。
- **平台化：饮料业务是否迟迟未成？**市场质疑公司饮料业务迟迟未现成功，**事实上公司正处平台化拐点，未来在产能补齐、产品接力、渠道铺货上皆具成长看点。**饮料收入 22-24H1 同比+37%/49%/40%，占比 24H1 已达 10.3%，23 年破 10 亿，至本系列菊花茶份额第一，柠檬茶、酸梅汤初具大单品潜质，饮料网点覆盖率仅主业的 67.1%，预计长期空间与包装水体量可比。
- **自产化：如何看未来盈利提升潜力？**市场对公司盈利提升空间尚存分歧，**我们认为公司对标农夫，盈利提升空间大且确定性强，短中长期自产提升、综合降本、费率优化等提升路径清晰。**预计稳态毛利率可提升 10pct（源于自产率提升+降本）、净利率可提升 10-15pct（叠加销售费率节约）。
- **投资建议：**市场过度担忧公司长期成长性，我们预计 24-26 年营收 145.3/157.5/171.0 亿，同比+7.5%/8.4%/8.6%，归母净利 16.3/19.7/22.8 亿，同比+22.3%/20.9%/15.8%，PE19/16/14x（相较于同业平均，公司复合增速更高估值更低），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能、新品、渠道不及预期；竞争加剧；原材料上涨。

重要财务指标

单位:百万人民币

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13515	14526	15747	17103
收入同比 (%)	7.1%	7.5%	8.4%	8.6%
归母净利润	1329	1625	1965	2275
归母净利润同比 (%)	34.3%	22.3%	20.9%	15.8%
ROE (%)	19.3%	12.4%	13.1%	13.1%
每股收益 (元)	0.66	0.68	0.82	0.95
市盈率 (P/E)	0.00	19.31	15.97	13.79

资料来源：wind，华安证券研究所，数据截至 2025 年 3 月 7 日

正文目录

1、如何看百亿主业的增长逻辑？	4
未来展望，包装水基本盘能有多大成长空间？	6
成长增量①：整合空间；包装水稳定扩容，格局尚存中小品牌整合空间。	6
成长增量②：区域空间；怡宝依托强渠道力由南向北扩张增量可观。	7
成长增量③：种类空间；怡宝多规格多水种布局拉动长期增量。	8
短期格局，怡宝是否受农夫绿瓶冲击？	9
2、公司饮料业务是否迟迟未成？	12
3、如何看未来盈利的提升潜力？	14
降本路径①：自产率提至 70%+，较外协毛利率高 5PCT	14
降本路径②：上游延伸注塑/瓶盖/包材进一步优化毛利率	15
降本路径③：远期销售费率存提效降费空间	16
4、初步结论与盈利预测	17
风险提示	19
财务报表与盈利预测	20

图表目录

图表 1 2023 年中国包装水前五大公司	4
图表 2 2023 年中国饮用纯净水前五大公司	4
图表 3 华润饮料发展历程	5
图表 4 饮用纯净水市场规模最大，增速最快（亿元）	6
图表 5 中大规格瓶装水未来将拉动行业增长（亿元）	6
图表 6 包装水销量份额呈持续提升趋势	7
图表 7 东部、西南、其他地区占比呈提升趋势	7
图表 8 北部等其他地区 23、24M4 高速增长	7
图表 9 怡宝优势区域位于华南及长江沿岸	8
图表 10 怡宝渠道相对软饮料头部企业仍有较大提升空间	8
图表 11 怡宝包装规格布局完善、行业最全	8
图表 12 怡宝当前已完成三大主流饮用水品类布局	8
图表 13 价格战前后核心公司线下份额月度变化	9
图表 14 价格战前后核心公司线上份额月度变化	9
图表 15 价格战前后农夫线上均价表现	10
图表 16 价格战前后怡宝线上均价表现	10
图表 17 农夫山泉 24H1 包装水收入下滑 18.3%	11
图表 18 农夫山泉 24H1 包装水 EBIT 下滑 27.8%	11
图表 19 华润饮料 24H1 包装水收入同比+2.7%	11
图表 20 康师傅控股 24H1 包装水收入同比-5.5%	11
图表 21 华润饮料的饮料业务超 40%复合增长	12
图表 22 24H1 华润饮料的饮料业务收入占比超 10%	12
图表 23 中国菊花茶饮料市场快速增长	13
图表 24 华润饮料在菊花茶市场份额第一	13
图表 25 华润饮料产能建设	14
图表 26 华润饮料自产率	15
图表 27 公司 IPO 募投项目	15
图表 28 IPO 所得款净额 27%用于扩建产能	15
图表 29 华润饮料毛利率对标农夫提升空间显著	16
图表 30 华润饮料 vs 农夫山泉归母净利率	16
图表 31 华润饮料销售费率高于农夫，管理费率低于农夫	16
图表 32 华润饮料研发费率低于农夫	16
图表 33 华润饮料盈利预测	17
图表 34 华润饮料可比估值	18

本文研究对象为上市次新标的——华润饮料。

公司于 24 年 10 月 23 日于港交所上市，受今年包装水价格战共性担忧，公司当前业绩与股价走势备受市场关注。我们总结市场对公司讨论点主要聚焦于两点：

1. 包装水占据 9 成营收，公司会否因行业价格战激化而份额盈利受损，从而影响业绩表现；
2. 饮料业务弹性巨大，公司能否在巨头环伺下成功复制农夫成长之路成为多元增长的平台企业，从而影响估值逻辑。

基于近期市场分歧，下文结合行业公司最新动态分别予以梳理，并给出不同于市场的观点。长期维度，我们认可公司具全国化、平台化、自产化三重成长逻辑，当前悲观预期压制下公司存低估机会。

1、如何看百亿主业的增长逻辑？

我们认为：近年公司核心支柱“怡宝”品牌成长稳健，核心源于强大的渠道掌控及由南向北的扩张节奏，同时多个水种及规格布局基本完成；未来看若北方区域持续释放、配合自产提升内部提效，公司基本盘的规模及盈利都有进一步向上机会，可关注公司在成功 IPO 后进一步加大全国化和自产率布局可能迎来的进展。

华润饮料（即华润饮料（控股）有限公司）是华润集团旗下的即饮软饮企业，包装水业务约占公司收入的 90%，为核心主业。90 年代开创国内包装水，主营“怡宝”，当前份额仅次于农夫山泉（根据灼识咨询，公司 23A 在包装水市占率 18.4%，仅次于农夫山泉；在饮用纯净水市占率 32.7%，远超第二娃哈哈 8.9%）。公司背靠华润集团实力强劲，包装水业务基本盘扎实且增量可观。

图表 1 2023 年中国包装水前五大公司

公司	23 年零售总额 (亿元)	份额
农夫山泉	507	23.6%
华润饮料	396	18.4%
景田	132	6.1%
娃哈哈	120	5.6%
康师傅	105	4.9%
CR5	1260	58.6%
合计	2150	100.0%

资料来源：华润饮料招股书，灼识咨询，华安证券研究所

图表 2 2023 年中国饮用纯净水前五大公司

公司	23 年零售总额 (亿元)	份额
华润饮料	395	32.7%
娃哈哈	108	8.9%
今麦郎	74	6.1%
景田	44	3.7%
康师傅	32	2.6%
CR5	652	54.1%
合计	1206	100.0%

资料来源：华润饮料招股书，灼识咨询，华安证券研究所

①**公司背靠强大股东及管理团队：华润集团持有 51.1% 股份、Dong Yi 女士持有 34.1%、公众股东持有 14.8%。**华润集团涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业 6 大领域，下设 24 个业务单元，实体企业 3,077 家，在职员工约 39 万人，位列 2024 年《财富》世界五百强第 72 位。所属企业有 9 家在香港上市，9 家在内地上市，2023 年集团总资产超 2.6 万亿元，营收 8890 亿元（同比+8.6%），利润总额 880 亿元（同比+5.3%）。

公司核心高管稳定且履历丰富。董事会主席兼执行董事**张伟通** 2000 年 4 月加入公司，分管过多个核心部门，拥有近 30 年的食品饮料企业管理经验；总裁**李树清**、副总裁**王成伟**、**范雨峰**，CFO**吴霞**均出自华润集团旗下公司，副总裁**杨楠**出自中粮集团旗下中粮可口可乐公司，其中王成伟、杨楠、范雨峰分别于 2009、2014、2019 年加入公司，陪伴公司多年成长。

②**公司坐拥行业双寡头地位，成立至今通过区域深耕和走出广东持续构建渠道网络。**

1、初创时期：2001 年前。此阶段包括前身蛇口龙环成立，率先推出“怡宝”牌纯净水，被华润收购，制定行业标准。

2、区域深耕：2001-2007。标志为 2001 年升级为沿用至今的经典绿瓶包装。2004 年明确专注做水的战略，深耕广东区域。2007 年营业额首破 10 亿元，达到 13 亿元，销量突破百万吨，进入国内饮用水行业第一阵营，华南份额第一。

3、全国化：2007-2015。标志为 2007 年启动“走出广东计划”。华润怡宝制定了“西进、东扩、北伐”的全国性发展战略，开启全员铺市行动。期间超过可口可乐冰露、康师傅，营业额于 2015 年首破百亿元，甚至阶段超越农夫山泉成为行业老大。

4、平台化：2015 年至今。标志为水和饮料两条腿走路成为华润怡宝十三五期间的突破重点。公司于 2018 年推出蜜水系列、19 年推出假日系列果汁/佐味茶事无糖茶、21 年推出至本清润、22/23 年推出天然矿泉水、天然水等。

图表 3 华润饮料发展历程

年份	事件
1980s	前身蛇口龙环成立。
1992	怡宝和 C'estbon 商标由香港招商局转让给蛇口龙环。
1995	华润饮料（即华润饮料（控股）有限公司）成立。
1996	华润饮料、蛇口供水就运营怡宝中国订立合作协议，各持股 67.25%、32.75%。
1998	成为瓶装饮用纯净水国家标准的主要发起和起草单位之一。
1999	收购蛇口供水所持 32.75% 股权，怡宝中国成为华润饮料全资子公司。
2001	怡宝包装升级为沿用至今的经典绿瓶包装。
2004	经历新品失败挫折，召开“厦门务虚会”， 明确定位，专注做水
2007	营业额破 10 亿达 13 亿元 ，销量破百万吨，进入国内饮用水第一阵营，华南份额第一。 启动“ 走出广东计划 ”，采取“西进、东扩、北伐”的全国扩张战略，以建立全国性的销售和经销网络。
2009	前瞻性推出 4.5 升大包装饮用水。
2011	推出 午后奶茶、火咖、魔力 饮料产品。
2012	怡宝瓶装水份额 8.5%，超过可口可乐冰露排名第三。
2013	怡宝营业额超 58 亿元，市占率 10.6%，进入中国饮料企业前十。

- 2015 营业额破百亿，超越康师傅成为行业第二，并短暂超越农夫山泉首登行业第一。
- 2018 推出风味水品牌**蜜水**系列。
- 2019 成为中国国家队的首个合作伙伴；
推出果汁类饮料品牌**假日**系列、无糖茶**佐味茶事**。
- 2021 推出中国草本植物饮料品牌**至本清润**，自研菊花茶。
- 2022 推出高端天然矿泉水**怡宝露**、气泡苏打水**FEEL**及果汁饮料**源自世界的厨房**等新产品；
扩大产能，包括开建宜兴工厂及武夷山工厂在内的自有工厂，并就万绿湖工厂订立建设协议。
- 2023 推出瓶装天然矿泉水**本优**、**520ml 怡宝饮用天然水**等新产品；
自有工厂（包括宜兴工厂部分产线、碧优选工厂和南宁工厂（二期））陆续投产。
- 2024 10月23日，华润饮料（2460.HK）正式在香港交易所主板挂牌上市。
自有工厂（包括宜兴工厂、万绿湖工厂、武夷山工厂、成都工厂扩建）陆续投产。

资料来源：华润饮料招股书，饮用水世界，华安证券研究所

未来展望，包装水基本盘能有多大成长空间？

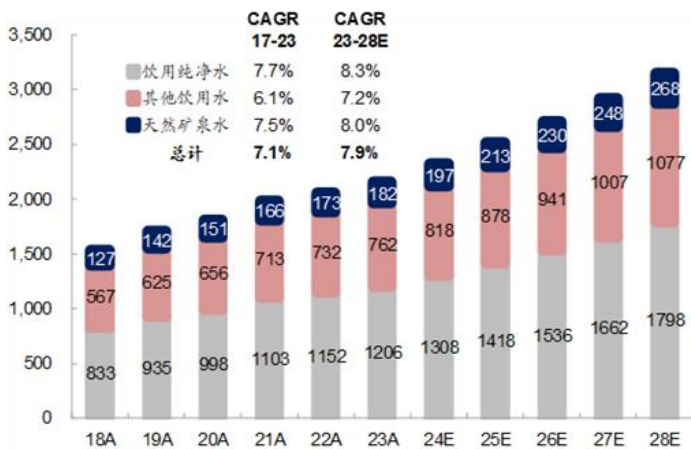
我们认为未来成长增量可能在于：

成长增量①：整合空间；包装水稳定扩容，格局尚存中小品牌整合空间。

包装水 23 年市场规模 2150 亿元，未来 5 年 CAGR 7.9%，持续受益饮水安全意识提升、家庭消费场景增加、配送服务的扩大所带来的拉动。据灼识咨询，23A 中国即饮饮料市场规模 9092 亿元，其中最大品类包装水 2150 亿元/占比 24%，且预计未来 5 年增速最快（7.9%）。

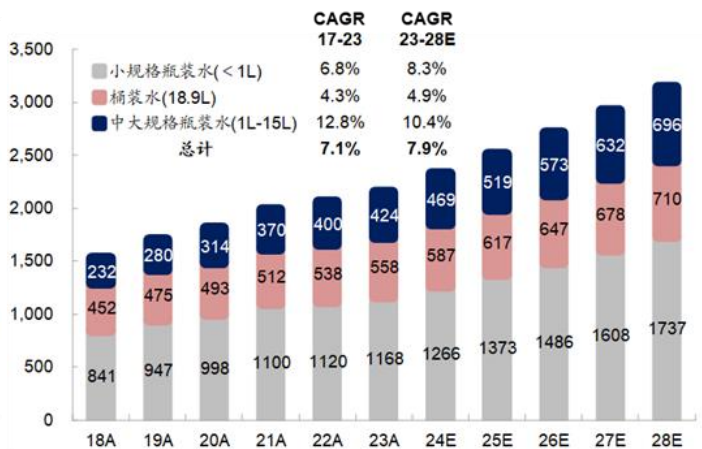
按水种看饮用纯净水为最大细分市场且增速最快，23A 占比 56.1%，主要由于饮用纯净水具有生产扩张快、物流成本低及内在质量与健康和安全等特点，美国包装水市场也有约一半来自饮用纯净水且大多数世界头部包装饮用水企业将饮用纯净水视为核心产品。按包装规格看中大规格瓶装水增速最快，预计未来 5 年 CAGR 10.4%，主要受家庭消费场景增加、饮水安全意识的提升和配送服务的扩大所推动。

图表 4 饮用纯净水市场规模最大，增速最快（亿元）



资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 5 中大规格瓶装水未来将拉动行业增长（亿元）

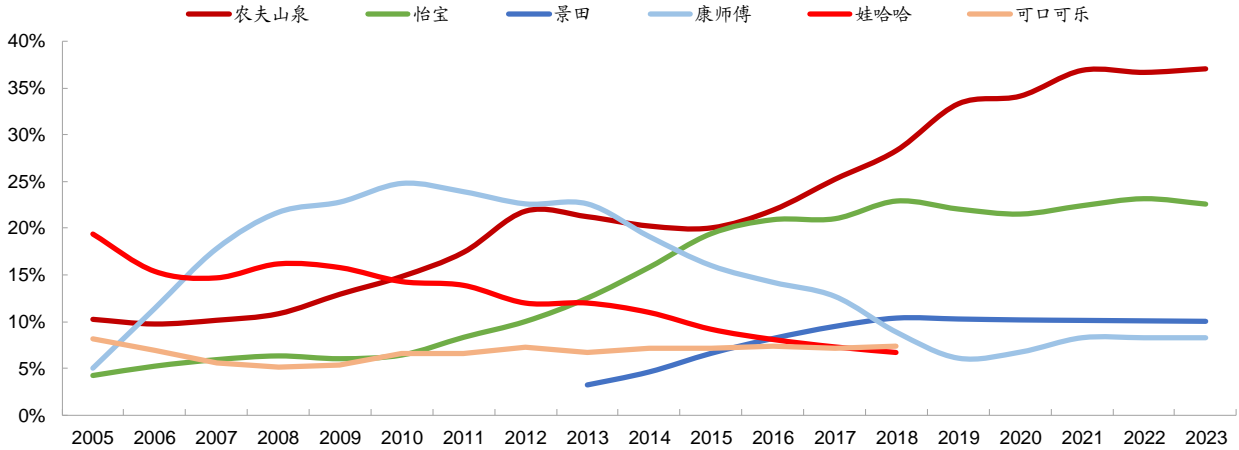


资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

包装水双寡头集中度仍有提升空间。据灼识咨询，23A 农夫山泉（23.6%）、怡宝

(18.4%) 份额远超第 3-5 的景田 (6.1%)、娃哈哈 (5.6%)、康师傅 (4.9%)，此外在纯净水细分赛道上怡宝以 32.7% 的份额排名第 1，且超 2-5 名之和，优势显著。
饮用纯净水市场待行业整合。截止 2023 年底，中国有超过 15000 家饮用纯净水生产商，鉴于有大量小型及区域性企业，饮用纯净水市场存在大量行业整合机会。

图表 6 包装水销量份额呈持续提升趋势

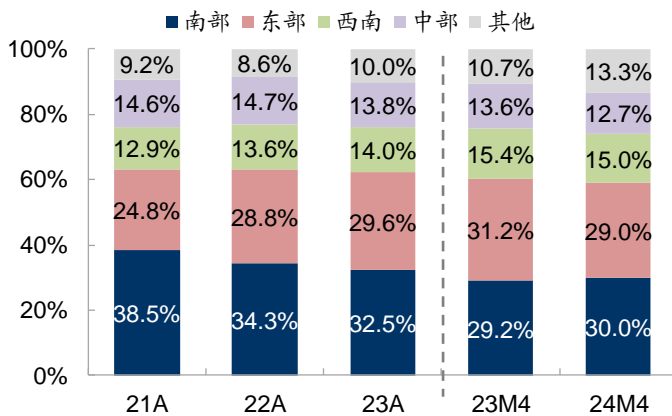


资料来源：尼尔森，康师傅演示材料，公司公告，华安证券研究所测算 注：18 年及以前来自康师傅演示材料披露销量数据，19 年后根据各公司销售额变动推算，或存在误差

成长增量②：区域空间；怡宝依托强渠道力由南向北扩张增量可观。

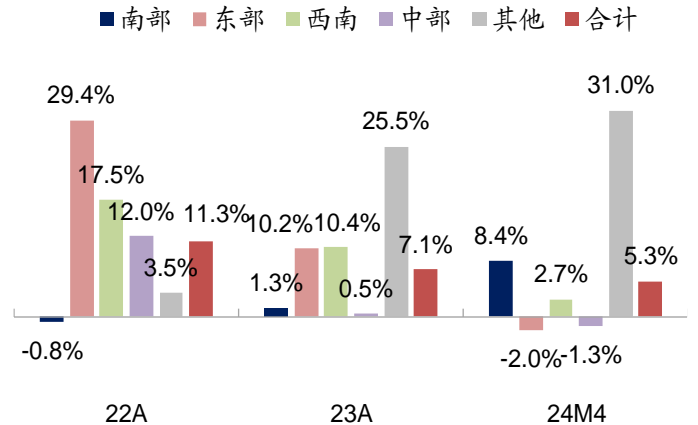
怡宝由南向北扩张，华南及长江沿岸已建立优势，北方潜力大。据灼识咨询报告，公司连续多年在广东、湖南、四川、海南及广西稳居包装水市场零售额排名第一。近年来公司策略性重点扩张长江沿岸市场，在长江沿岸的 7 个省市中，按 2023 年零售额计，公司在 2 个省份（四川、湖北）排名第一、5 个省份（上海、江苏、安徽、重庆、西藏）排名第二。从收入占比来看，公司以南部、东部为主，23A 占比分别为 32.5%、29.6%。此外北方持续高增长。23A 北部/ 东北/ 西北销量同比各+16%/ 21%/ 32%，23A、24M4 北方等其他地区收入同比+25.5%、31%。

图表 7 东部、西南、其他地区占比呈提升趋势



资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

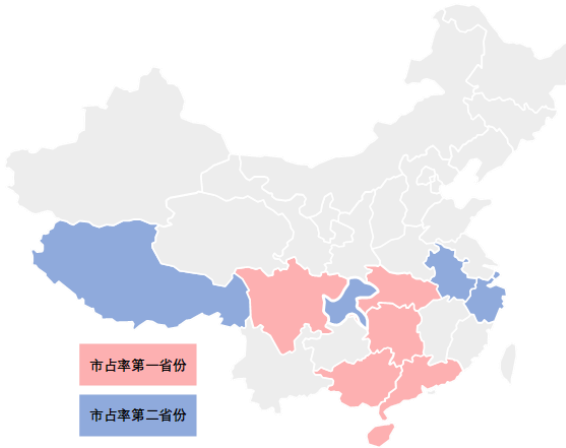
图表 8 北部等其他地区 23、24M4 高速增长



资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

我们认为市场对于公司核心竞争力未有充分认知，公司从竞争激烈的包装水突围成行业第二，核心源于华润体系的强渠道能力。截止 24M4，华润饮料经销商 1198 家，活跃网点数量 250 万+，冰柜 50 万+，在依靠大商及北方尚未深耕下，相较于康师傅、农夫山泉、娃哈哈、可口可乐等全国化饮料企业，仍有巨大的渠道渗透空间。

图表 9 怡宝优势区域位于华南及长江沿岸



资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 10 怡宝渠道相对软饮料头部企业仍有较大提升空间

公司	经销商 (家)	网点 (万家)	冰柜 (万台)
康师傅	73180	500+	77
可口可乐	太古+中粮	467	129
娃哈哈	7000+	300+	< 10
农夫山泉	5000+	300+	65
华彬红牛	2000+	400+	-
东鹏饮料	2993	360+	20+
华润饮料	1198	250+	50+

资料来源：各公司公告，界面新闻，中国商报，食品视界、创氦网等，华安证券研究所整理

成长增量③：种类空间；怡宝多规格多水种布局拉动长期增量。

怡宝包装规格布局完善。在前五大饮用水企业中，怡宝与农夫山泉包装规格布局较完善，其次为景田，而娃哈哈和康师傅布局相对欠缺，特别是中大规格及桶装水，将匹配外出、居家、餐饮、运动、商务等多种消费场景需求，持续拉动包装水稳健增长。公司 23A/24H1 中大规格收入同比+7.1%/+7.6% (vs 整体+4.5%/+2.7%)。怡宝完成三大主流水种布局。2022 年以来，公司先后推出怡宝露高端天然矿泉水、FEEL 气泡苏打水、本优天然矿泉水、520ml 怡宝饮用天然水，有望拉动增量。

图表 11 怡宝包装规格布局完善、行业最全

公司	小规格(<1L)	中大规格(1-15L)	桶装水
农夫	380/550 /750ml	1.5/ 2/ 4 / 5/ 6/ 12L	19L
怡宝	350/400/520/ 555/750ml	1.18/1.55/2.08/ 4.5/ 5/ 6/ 12.8L	18.9L
	百岁山	百岁山	
景田	348/ 570ml	1/ 4.5L	15/18.9L
	景田	景田	
	360/ 560ml	1.5/ 4.6/ 4.8L	
娃哈哈	250/596ml	1.5/4.5/5.5L	-
康师傅	380/550ml	1.5/ 4.5/ 5L	-

资料来源：各公司官网，淘宝网，华安证券研究所

图表 12 怡宝当前已完成三大主流饮用水品类布局

公司	纯净水	天然水	矿泉水	其他
农夫	绿瓶	红瓶 泡茶水	长白雪/运动盖 婴幼儿水/锂水 玻璃瓶/生肖瓶	苏打天然水
怡宝	绿瓶	520ml 天然水	本优 怡宝露	FEEL 苏打水
景田	纯净水	天然泉 水	百岁山 奔来旺玻璃瓶	奔来旺苏打水
娃哈哈	纯净水 晶钻水	-	长白山五龙泉 绿瓶	苏打水 pH9.0 苏打水
康师傅	-	-	涵养泉	蓝瓶 /喝开水

资料来源：各公司官网，淘宝网，华安证券研究所

短期格局，怡宝是否受农夫绿瓶冲击？

我们梳理格局变化：

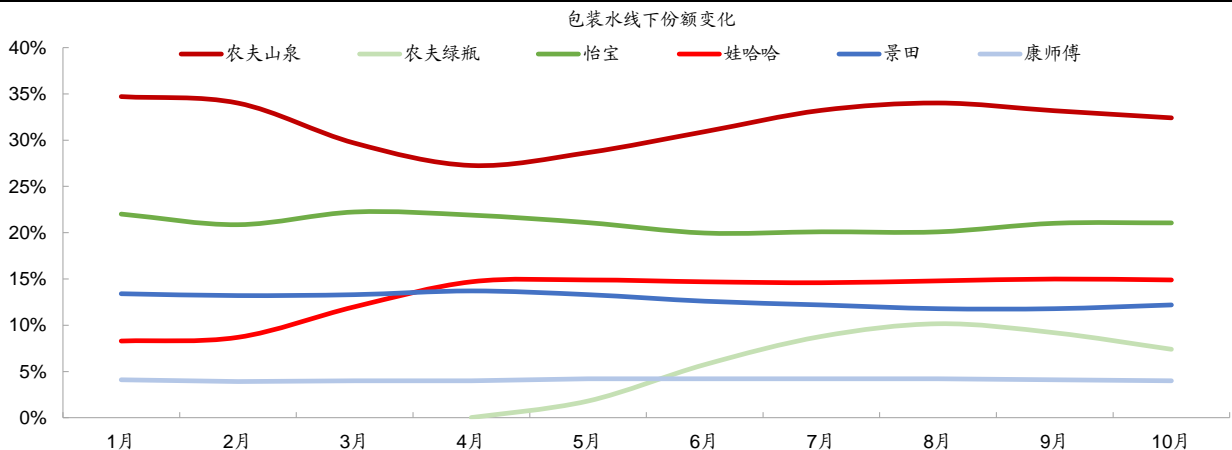
农夫山泉 24 年初受舆论冲击份额下降，4 月推绿瓶纯净水，掀起价格战意在恢复份额。24 年 1-2 月农夫山泉包装水收入同比+19%，但 2 月底开始网络出现对公司及创始人舆论攻击，对公司品牌及销售产生负面影响，致份额下滑，24H1 包装水收入下滑 18.3%，EBIT 下滑 27.8%。4 月推出绿瓶饮用纯净水并大力促销至 1 元以内，以应对网络舆情影响稳住市场份额，但引发行业价格战。

参考久谦及马上赢，当前不论份额端或价格端，价格战已趋缓。

份额端：农夫 2-4 月受舆论影响份额丢失，Q3 份额端已有可见修复；同期娃哈哈直接受益，份额有显著提升；而怡宝及景田/百岁山份额整体稳定；

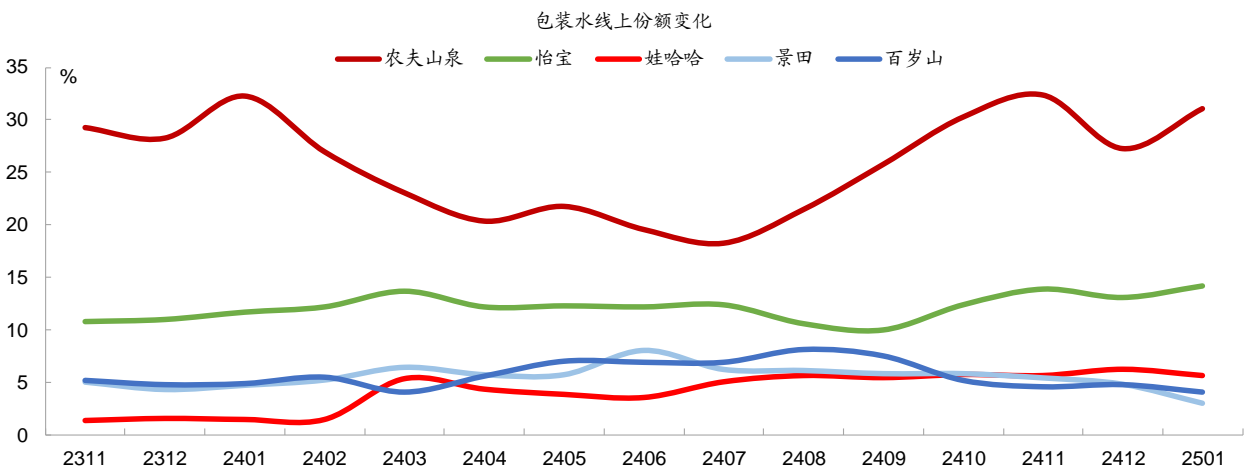
均价端：农夫 7-8 月出现整体均价低点，Q3 末开始均价触底回升，当前已相对正常；同期怡宝均价基本持平，未见显著波动。

图表 13 价格战前后核心公司线下份额月度变化



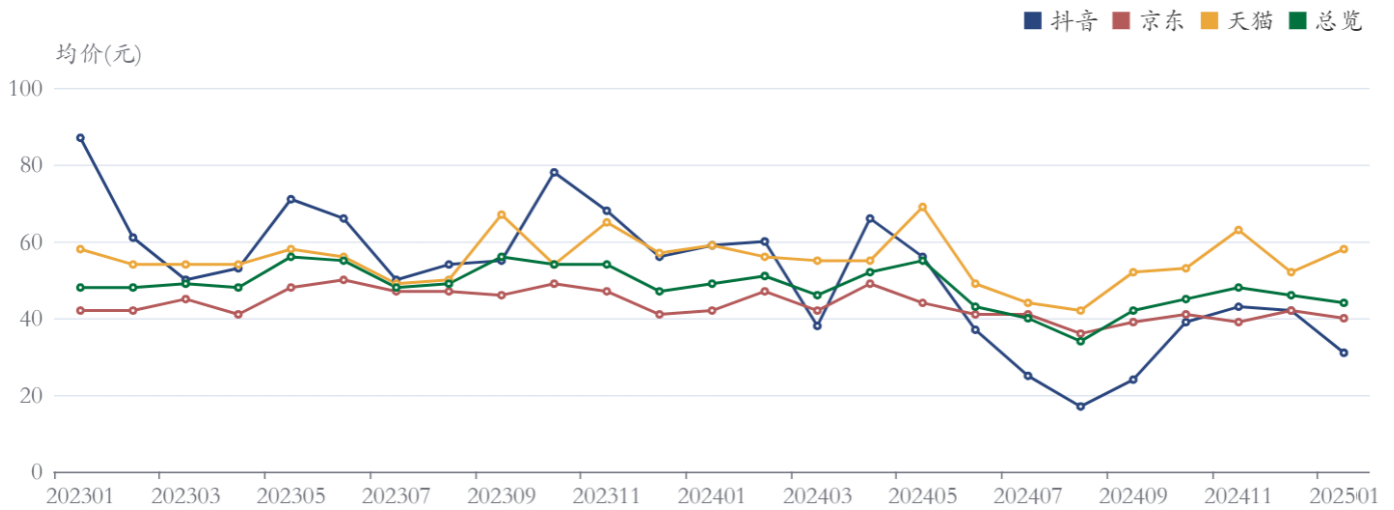
资料来源：马上赢，华安证券研究所

图表 14 价格战前后核心公司线上份额月度变化



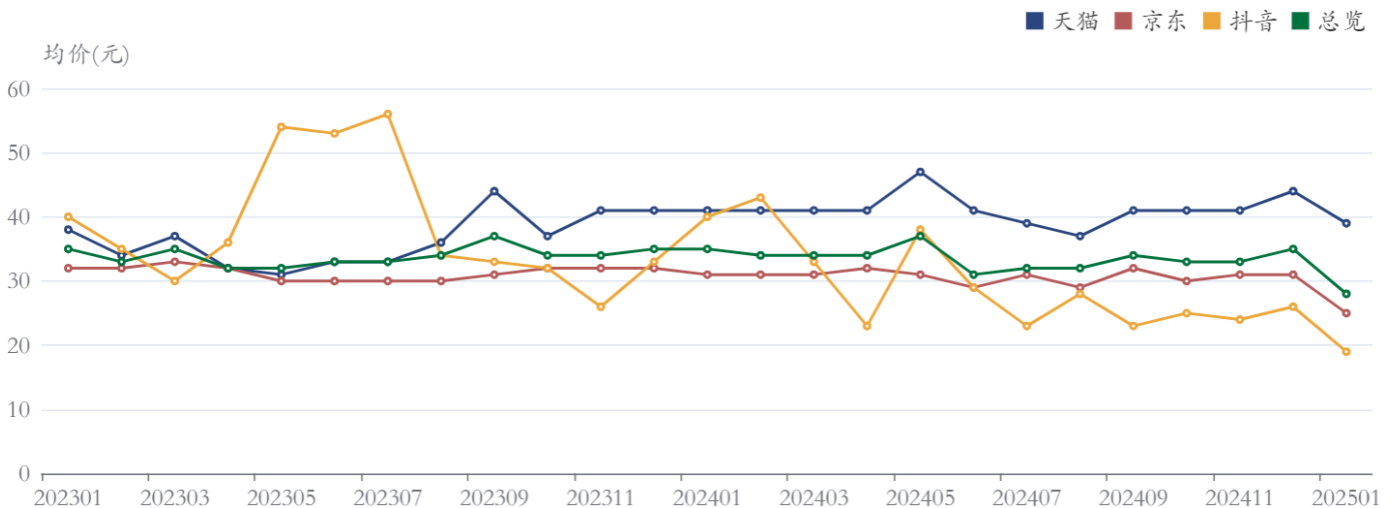
资料来源：久谦电商数据，华安证券研究所

图表 15 价格战前后农夫线上均价表现



资料来源: 久谦电商数据, 华安证券研究所

图表 16 价格战前后怡宝线上均价表现



资料来源: 久谦电商数据, 华安证券研究所

①事实上, 怡宝并未选择跟随行业价格战, 24 年份额稳中微增, 增速快于同业。

24H1 财报同时印证, 怡宝包装水收入同比+2.7%好于康师傅-5.5%好于农夫-18.3%

怡宝未积极参与价格战, 应对措施为加固渠道掌控, 拓展北方区域+下沉市场+餐饮终端, 并适当倾斜渠道利润实现份额稳中有增 (我们推断大本营份额稳定, 份额增量来自长江沿岸及北方区域), 24H1 包装水收入同比+2.7%好于同业。

康师傅定价低端, 受价格战冲击, 预计份额略有下滑, 24H1 包装水收入同比-5.5%。

②后续展望, 我们认为 H2 包装水集中去库, 25 年价格战有望趋缓。原因在于:

发起者农夫价格战目的已然达到, 重新夺回份额。 预计绿瓶纯净水促销力度克制, 占比有限。结合创始人钟睺睺表示“农夫山泉纯净水目前只做了一个规格、一个 SKU”、

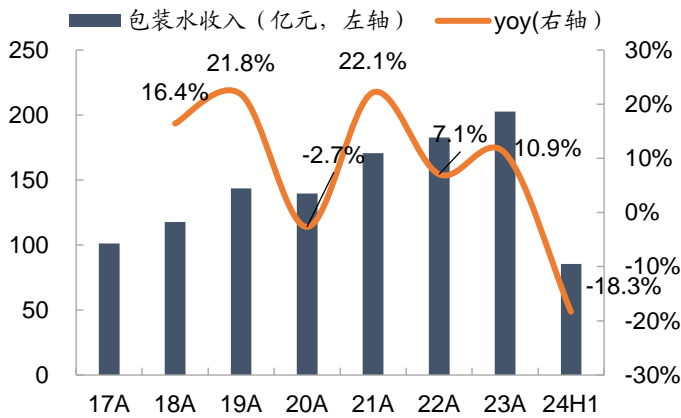
“我们非常克制，不希望整个家庭长期地、从早到晚地喝，如果暂时口渴，买一两瓶没问题，农夫山泉恢复纯净水生产，主要是为了恢复名誉”。

参与方怡宝、康师傅等，24年旺季未全力跟进。怡宝有毛利率提升计划，康师傅主推2元水并对旗下产品有提价动作，预计后续更不会主动推进价格战。

受益方娃哈哈，25年以保量为主。24年娃哈哈直接受益舆论但影响已然趋缓，近期线上线下份额稳定；公司11月底最新推出绿瓶矿泉水，我们预计受制产能和成本，售卖区域有限，且公司乳饮料、粥等其它饮料占比大，难以长时间多线条竞争，预计25年公司包装水业务将以保量为主线。

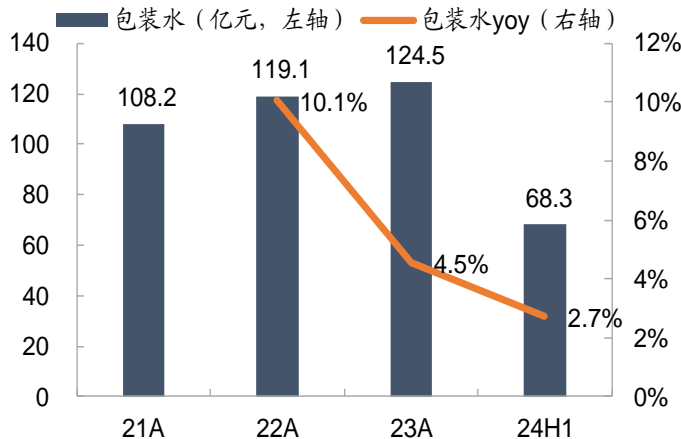
成本端未大幅变化情形下，价格战往往难以持续。节奏上，Q3包装水行业开始集中去库，预计春节后将有消化，若25年价格压力趋缓，怡宝包装水增长有望提速。

图表 17 农夫山泉 24H1 包装水收入下滑 18.3%



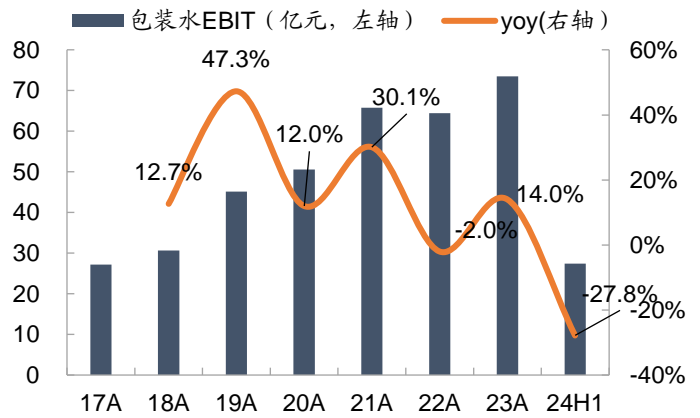
资料来源：农夫山泉年报，华安证券研究所

图表 19 华润饮料 24H1 包装水收入同比+2.7%



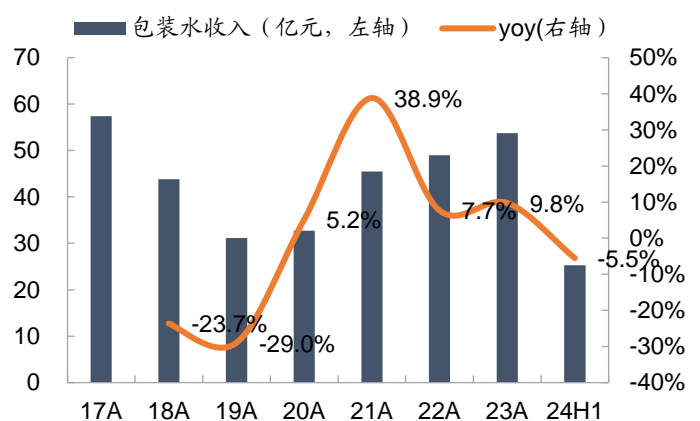
资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 18 农夫山泉 24H1 包装水 EBIT 下滑 27.8%



资料来源：农夫山泉年报，华安证券研究所

图表 20 康师傅控股 24H1 包装水收入同比-5.5%



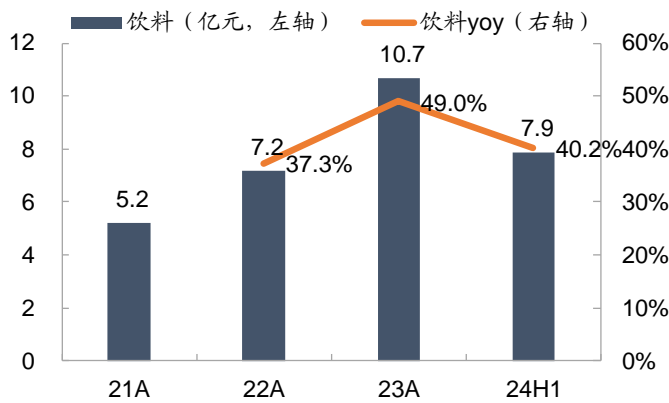
资料来源：康师傅控股年报，华安证券研究所

2、公司饮料业务是否迟迟未成？

除却怡宝的稳步扩张，公司 18 年后加速拓展饮料品类，23 年首次突破 10 亿规模，24H1 占比 10.3%，旗下拥有至本清润、佐味茶事、假日果汁、蜜水系列、魔力、火咖、午后奶茶等共 59 个 SKU。以至本清润为标志，饮料业务正处平台化拐点，未来在产能补齐、产品接力、渠道铺货上皆具成长看点。

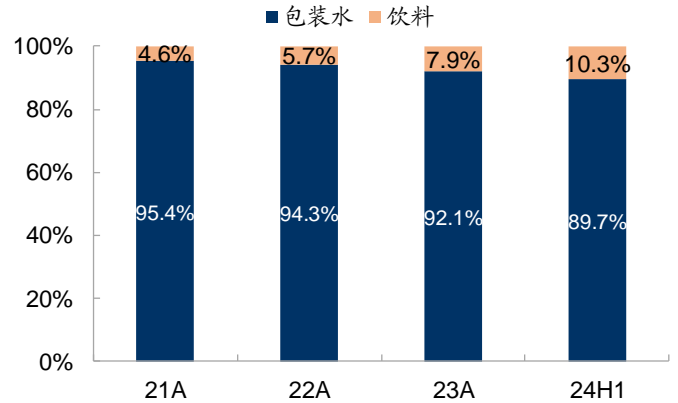
公司饮料布局始于 2011 年，推出咖啡饮料火咖、午后奶茶饮料、运动饮料魔力。2018 年起饮料新品布局加速，推出富含维生素 C 饮品蜜水系列；19 年随着消费者健康意识提升，推出果汁饮料假日系列、无糖茶佐味茶事；21 年推出草本植物饮料至本清润菊花茶；22 年推出气泡苏打水 FEEL；23 和 24 年分别推出至本清润柠檬茶和至本清润酸梅汤。22A/ 23A/ 24H1 饮料收入增速 37%/ 49%/ 40%，占比从 21 年的 4.6% 快速提至 24H1 的 10.3%。

图表 21 华润饮料的饮料业务超 40% 复合增长



资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 22 24H1 华润饮料的饮料业务收入占比超 10%

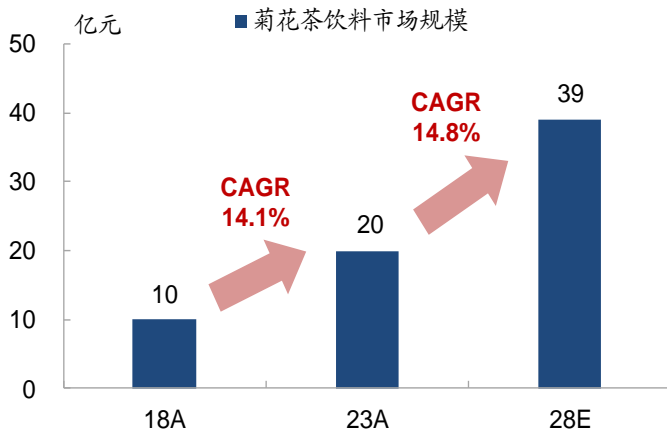


资料来源：华润饮料招股书，wind，华安证券研究所

至本清润从 0 到 1 大单品成型： 饮料开发的重要成功之一是 21 年 8 月推出的至本清润菊花茶，1 年内零售额超过 1 亿元，据灼识咨询，2023 年中国菊花茶饮料规模 20 亿，未来 5 年预计以 CAGR 14.8% 的速度增至 39 亿，高于整体茶饮料市场 CAGR 7.2%。2023 年至本清润菊花茶零售额 7.56 亿，份额 38.5% 排名第一，我们认为其成功在于：1 是菊花茶具清凉去火温润滋补之健康功效，怡宝地处华南，菊花茶贴合消费习惯；2 是精选杭白菊及黄冰糖等优质原材料，口味清甜，受众群体广；3 是整体设计具有传统美学、国潮风格，具备差异化识别度。

一起多强的品类战略初见成效： 至本系列除菊花茶外，柠檬茶可对标维他（30 亿收入空间）；酸梅汤也处于畅销行列；此外蜜水系列、假日系列、火咖、午后奶茶零售额均超过 1 亿元。

图表 23 中国菊花茶饮料市场快速增长



资料来源：华润饮料招股书，灼识咨询，华安证券研究所

图表 24 华润饮料在菊花茶市场份额第一

公司	23 年零售总额 (亿元)	份额
华润饮料	7.56	38.5%
公司 G	1.84	9.4%
公司 H	1.58	8.0%
公司 I	1.14	5.8%
公司 J	0.47	2.4%
CR5	12.60	64.1%
合计	19.67	100.0%

资料来源：华润饮料招股书，灼识咨询，华安证券研究所

市场质疑公司饮料业务尚未成熟？事实上，饮料空间长期与包装水体量可比。我们发现饮料业务未来在产能补齐、产品接力、渠道铺货上皆具成长看点：

- ① 大单品至本清润 24 年产能不足下增长翻倍，未来随着募投项目产能补齐；
- ② 柠檬茶（对标维他 30 亿空间）、酸梅汤大单品接力，新储备多个口味待推出；
- ③ 饮料渠道铺货率<70%，空间较大。包装水网点中同时销售饮料的网点数量占比，从 2021 年的 50.6%提至 2023 年 67.1%，预计后续仍有增长空间。

3、如何看未来盈利的提升潜力？

市场对公司盈利性提升存在分歧。我们认为公司 23 年毛利率 44.7%/净利率 9.8%，对标农夫毛利率 60%/净利率 28%，盈利性提升空间大确定性强。短期自产率提升、中期上游延伸/包材优化/物流集约降本、长期规模效应降费提效等提升路径清晰，预计稳态毛利率可提升 10pct、净利率可提升 10-15pct。

降本路径①：自产率提至 70%+，较外协毛利率高 5pct

23 年及之前自产率低，7 成通过合作工厂生产。截至 23 年底，华润饮料总产能 18.8 百万吨，总产量 13.6 百万吨，产能利用率 72.1%，产能利用率较高；但自有产能仅 6.7 百万吨，自有产量 4.5 百万吨，自产率仅 33%；其中主要是包装水自产率仅 32%，饮料自产率 81%。截至 24M4，公司拥有 13 家自有工厂和 31 家合作工厂。

24 年起自有产能加速投产。2022 年起，公司开始扩大自有产能建设，包括开建宜兴工厂及武夷山工厂在内的自有工厂，并就万绿湖工厂订立建设协议，并于 23、24 年陆续投产，23 年自产率提升 2pct 至 33%、24M4 自产率大幅提升 14pct 至 47%。截至 2024 年 9 月 18 日，华润饮料自有年产能提至 12.4 百万吨，翻倍以上增长。此外 27% IPO 融资净额即 13.24 亿港元将用于产能扩张，我们预计 24/25/26 年自产率分别 50%+/60%+/70%+，自有工厂毛利率预计高于协议工厂 5pct，自产率提升可带来公司毛利率确定性提升近 5pct。

图表 25 华润饮料产能建设

	21A	22A	23A	24M4	23M4
总产能 (百万吨)	16.9	17.6	18.8	6.4	5.9
yoy		4.1%	6.8%	8.5%	
产能利用率	71.3%	74.2%	72.1%	67.6%	66.1%
自有产能 (百万吨)	5.4	5.7	6.7	3.2	2.0
yoy		5.6%	17.5%	60.0%	
产能利用率	71.2%	71.3%	66.9%	63.6%	60.9%
包装水 (百万吨)	5.2	5.4	6.4	3.1	1.8
yoy		3.7%	18.0%	69.3%	
产能利用率	71.4%	72.0%	66.8%	62.7%	62.1%
饮料 (千吨)	230.1	279.3	369.2	104.3	116.0
yoy		21.4%	32.2%	-10.1%	
产能利用率	53.2%	60.2%	58.6%	84.1%	67.1%
合作产能 (百万吨)	11.5	12.0	12.0	3.1	3.9
yoy		4.3%	0.0%	-20.5%	

资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 26 华润饮料自产率

	21A	22A	23A	24M4	23M4
总产量 (百万吨)	12.04	13.05	13.55	4.32	3.90
yoy		8.4%	3.8%	10.8%	
自有产量	3.8	4.1	4.5	2.0	1.2
yoy		5.7%	10.3%	67.1%	
自产率	31.9%	31.1%	33.1%	47.1%	31.2%
包装水产量 (百万吨)	11.90	12.86	13.28	4.20	3.82
yoy		8.0%	3.3%	10.0%	
自有产量	3.7	3.9	4.3	1.9	1.1
yoy		4.7%	9.5%	70.8%	
自产率	31.3%	30.3%	32.1%	46.4%	29.9%
合作产量	8.2	9.0	9.0	2.3	2.7
yoy		9.6%	0.6%	-15.8%	
饮料产量 (千吨)	143	194	267	124	85
yoy		35.7%	37.6%	45.9%	
自有产量	122	168	216	88	78
yoy		37.4%	28.5%	12.7%	
自产率	85.6%	86.7%	81.0%	70.7%	91.5%
合作产量	21	26	51	36	7
yoy		23.8%	96.2%	414.3%	

资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 27 公司 IPO 募投项目

项目	分配比例
1、战略性扩张和优化产能	30%
-扩建工厂	27%
-购置注塑成型等设备	3%
2、销售渠道扩张	23%
-购买 60 万台冷柜	18%
-购买智能终端零售设备	5%
3、销售和营销活动	23%
4、增强产品研发能力	3%
5、数字化升级	3%
6、投资及并购机会	8%
7、营运资金	10%

资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所

图表 28 IPO 所得款净额 27%用于扩建产能

工厂	完工年份	总计	IPO 所得款净额分配			
			24Q4	25E	26E	27E
浙江工厂	2025 年	4%	0.5%	2.4%	0.8%	-
湖北工厂	2026 年	8%	1.6%	3.2%	3.2%	-
重庆工厂	2026 年	7%	-	2.1%	2.8%	2.1%
上海工厂	2026 年	8%	-	2.4%	3.2%	2.4%
总计		27%	2.4%	10.1%	10.0%	4.5%

资料来源：华润饮料招股书，华安证券研究所测算

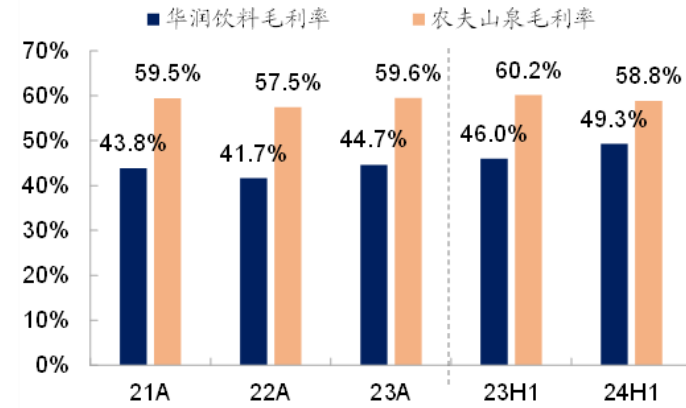
降本路径②：上游延伸注塑/瓶盖/包材进一步优化毛利率

除了自有工厂的建设，公司还延伸上游产业链，采取自做吹瓶注塑、瓶盖、膜包替纸箱等降本措施，以提升毛利率。

对标农夫山泉毛利率 (23A 59.6%)，华润饮料毛利率 (23A 44.7%) 提升路径清晰、

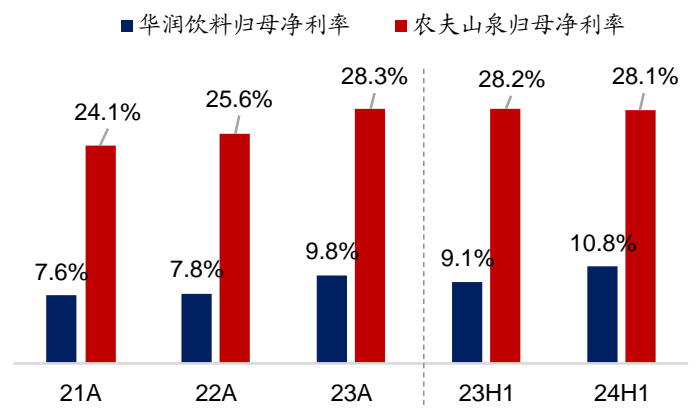
空间显著 (10-15pct)。23-24 年公司自有工厂陆续投产及上游延伸情况下, 23A/24H1 公司毛利率分别为 44.7%/ 49.3%, 同比+3.0pct/ +3.3pct, 持续大幅提升。

图表 29 华润饮料毛利率对标农夫提升空间显著



资料来源: 华润饮料招股书, wind, 华安证券研究所

图表 30 华润饮料 vs 农夫山泉归母净利润率



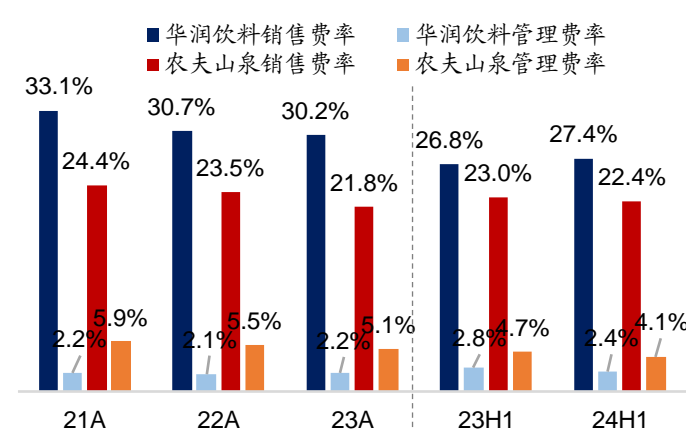
资料来源: 华润饮料招股书, wind, 华安证券研究所测算

注: 华润饮料为 24M4 数据

降本路径③: 远期销售费率存提效降费空间

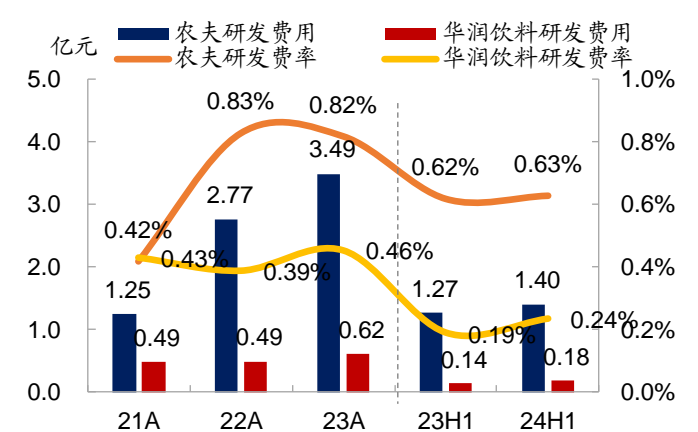
远期空间来自: 规模效应下的销售费率节省, 包括员工成本、营销推广费用、物流仓储等。公司销售费率 (23A/24H1 30.2%/ 27.4%) 高于农夫山泉 (23A/24H1 21.8%/ 22.4%), 主要由于规模效应相对农夫山泉较弱, 渠道投入强度高于农夫山泉, 预计与公司仍处全国化布局阶段有关, 长期而言若渠道拓展阶段结束后销售费率有 5pct+ 下降空间; 管理费率公司则较农夫山泉更低, 体现管理成本更低。

图表 31 华润饮料销售费率高于农夫, 管理费率低于农夫 图表 32 华润饮料研发费率低于农夫



资料来源: 华润饮料招股书, wind, 华安证券研究所

注: 华润饮料管理费率为 24M4 数据



资料来源: 华润饮料招股书, wind, 华安证券研究所

4、初步结论与盈利预测

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

包装水业务:

销量: 受益于中大规格包装水及多水种的拉动, 包装水销量稳健增长, 我们预计 24-26 年包装水业务销量同比+8.8%/ +7.5%/ +7.0%;

吨价: 由于中大规格包装水均价低 (高性价比) 而带动整体均价下降, 我们预计 24-26 年包装水业务均价同比-4%/ -2%/ -2%;

吨成本: 受益于自产率提升、以及中大规格包装水单位成本更低, 带动整体单位成本下降, 我们预计 24-26 年包装水业务吨成本同比-10.5%/ -7%/ -5%;

饮料业务:

销量: 受益于新品的拉动, 特别是至本清润菊花茶、柠檬茶、酸梅汤等, 饮料销量高速增长, 我们预计 24-26 年饮料业务销量同比+57%/ +40%/ +35%;

吨价: 由于产品处于大力推广期, 预计吨价呈下降趋势, 我们预计 24-26 年饮料业务均价同比-9%/ -4%/ -1%;

吨成本: 受益于规模效应, 吨成本处于下降趋势, 我们预计 24-26 年饮料业务吨成本同比-6%/ -5%/ -4%;

图表 33 华润饮料盈利预测

	21A	22A	23A	24E	25E	26E
包装水业务						
收入 (百万元)	10,818	11,906	12,447	13,000	13,696	14,361
yoy		10.1%	4.5%	4.4%	5.3%	4.9%
占比	95.4%	94.3%	92.1%	89.5%	87.0%	84.0%
销量 (万吨)	1,179	1,273	1,349	1,468	1,578	1,688
yoy		8.0%	6.0%	8.8%	7.5%	7.0%
单价 (元/吨)	918	935	923	886	868	851
yoy		1.9%	-1.4%	-4.0%	-2.0%	-2.0%
成本 (百万元)	5,996	6,853	6,771	6,594	6,592	6,701
单位成本 (元/吨)	509	538	502	449	418	397
yoy		5.8%	-6.8%	-10.5%	-7.0%	-5.0%
毛利 (百万元)	4,822	5,053	5,675	6,406	7,104	7,660
毛利率	44.6%	42.4%	45.6%	49.3%	51.9%	53.3%
饮料业务						
收入 (百万元)	522	717	1,068	1,526	2,051	2,741
yoy		37.3%	49.0%	42.9%	34.4%	33.7%
占比	4.6%	5.7%	7.9%	10.5%	13.0%	16.0%
销量 (万吨)	13.9	18.8	27.5	43.2	60.4	81.6
yoy		35.5%	46.2%	57.0%	40.0%	35.0%
单价 (元/吨)	3,761	3,812	3,885	3,535	3,394	3,360
yoy		1.4%	1.9%	-9.0%	-4.0%	-1.0%
成本 (百万元)	372	511	708	1,045	1,390	1,801
单位成本 (元/吨)	2,682	2,714	2,576	2,421	2,300	2,208
yoy		1.2%	-5.1%	-6.0%	-5.0%	-4.0%

毛利 (百万元)	150	206	360	481	661	940
毛利率	28.7%	28.8%	33.7%	31.5%	32.2%	34.3%
收入合计 (百万元)	11,340	12,623	13,515	14,526	15,747	17,103
yoy		11.3%	7.1%	7.5%	8.4%	8.6%
毛利率	43.8%	41.7%	44.7%	47.4%	49.3%	50.3%

资料来源: 华润饮料招股书, 华安证券研究所预测

综合预计公司 2024-2026 年营收分别为 145.3/ 157.5/ 171.0 亿元, 同比增长 7.5%/ 8.4%/ 8.6%; 归母净利润分别为 16.3/ 19.7/ 22.8 亿元, 分别同比增长 22.3%/ 20.9%/ 15.8%, 我们测算其 3 年利润 CAGR 20% (行业 16%), 24/ 25/ 26PE 19/ 16/ 14x。

我们采取恒生三级行业非酒精饮料中前 5 大市值公司: 农夫山泉、蜜雪集团、康师傅控股、统一企业中国、古茗作为可比公司, 24-26 年可比公司归母净利润平均 CAGR 低于华润饮料、平均 PE23/ 20/ 17x 高于华润饮料。当前公司估值性价比已可见, 如未来包装水多水种布局成功及出现新的饮料大单品, 更存进一步超预期机会。

全文结论:

水行业价格战趋缓, 公司主业份额未受冲击反有提升, 毛净利率空间大且路径清晰; 饮料业务长期看与水体量相当, 至本清润在产能不足下增长翻倍, 长期空间更可期; 当前公司对应 25 年 16x, 相较同业平均 20x, 存低估机会。

整体而言, 我们认为市场过度担忧包装水行业短期竞争格局及华润饮料长期成长性, 而当前行业竞争已边际趋缓, 公司平台化雏形显现、盈利高度确定且提升空间显著, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 34 华润饮料可比估值

证券简称	市值 亿元	归母净利润				利润增速				利润		PE			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	CAGR	TTM	24E	25E	26E	
9633.HK 农夫山泉	3875	120.8	123.4	145.2	165.8	42.2%	2.2%	17.7%	14.2%	11.1%	30.7	31.4	26.7	23.4	
2097.HK 蜜雪集团	1235	31.4	44.3	51.3	59.3	57.1%	41.1%	15.8%	15.6%	23.6%	28.3	27.9	24.1	20.8	
0322.HK 康师傅控股	664	31.2	36.5	41.7	48.5	18.4%	17.0%	14.4%	16.1%	15.8%	19.6	18.2	15.9	13.7	
0220.HK 统一企业中国	364	16.7	18.5	20.3	22.6	36.4%	10.7%	10.1%	11.1%	10.6%	20.1	19.7	17.9	16.1	
1364.HK 古茗	246	14.6	16.0	17.9	22.8	85.1%	9.7%	11.8%	27.4%	16.0%	19.7	15.4	13.7	10.8	
平均	1277									15.5%	23.7	22.5	19.7	17.0	
2460.HK 华润饮料	315	13.3	16.3	19.7	22.7	34.3%	22.3%	20.9%	15.8%	19.6%	23.4	19.4	16.0	13.8	

资料来源: 数据截至 2025 年 3 月 7 日, 华润饮料采用华安证券预测, 其余采用 wind 一致预期

风险提示

1、产能建设不及预期

公司毛利率依靠自产率的提升，虽然目前自产率提升较快，但若此后放缓，产能爬坡不及预期，将影响公司毛利率。

2、新品不及预期

公司饮料业务高速增长，新品不断推出，虽然目前势能维持，但若新品不符合需求，增速放缓，将影响公司整体增速。

3、行业竞争加剧

我们预计 25 年行业竞争持续，但环比趋缓，虽然目前符合该判断，但若行业参与者再次发起更强烈价格战，将可能影响公司价盘甚至份额。

4、渠道扩展不及预期

公司正从南向北拓展，北方持续高增长，带动包装水业务稳健增长，虽然目前稳步推进，但若渠道扩张进度不及预期，将影响公司主业增速。

5、原材料成本超预期上涨

公司近年毛利率提升还由于原材料成本下降，虽然目前仍处下降周期，但若原材料成本超预期上涨，将对公司毛利率产生冲击。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	5,558	10,208	10,971	12,010	
现金	2,075	6,408	6,902	7,690	
应收账款及票据	231	222	219	223	
存货	377	497	520	512	
其他	2,875	3,081	3,330	3,584	
非流动资产	7,444	9,037	10,632	12,465	
固定资产	4,810	6,132	7,460	9,064	
无形资产	35	45	48	54	
其他	2,599	2,860	3,124	3,347	
资产总计	13,002	19,245	21,603	24,475	
流动负债	5,188	5,261	5,651	6,245	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	817	629	713	796	
其他	4,371	4,632	4,938	5,449	
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	5,701	6,091	6,686	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	6,923	13,091	15,056	17,331	
归属母公司股东权益	6,903	13,071	15,036	17,311	
少数股东权益	470	472	475	479	
股东权益合计	7,373	13,544	15,512	17,790	
负债和股东权益	13,002	19,245	21,603	24,475	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,718	1,767	2,537	3,138	
净利润	1,329	1,625	1,965	2,275	
少数股东权益	2	2	3	3	
折旧摊销	447	283	351	426	
营运资金变动及其他	-60	-143	218	434	
投资活动现金流	-2,090	-1,978	-2,042	-2,350	
资本支出	-2,312	-1,615	-1,682	-2,036	
其他投资	221	-363	-361	-314	
筹资活动现金流	-61	4,543	0	0	
借款增加	-17	0	0	0	
普通股增加	0	4,543	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	-44	0	0	0	
现金净增加额	-433	4,333	495	788	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	13,515	14,526	15,747	17,103	
其他收入	49	49	49	49	
营业成本	7,480	7,639	7,982	8,502	
销售费用	4,087	4,518	4,913	5,302	
管理费用	301	305	315	342	
研发费用	62	65	71	77	
财务费用	-151	-152	-160	-173	
除税前溢利	1,878	2,296	2,777	3,209	
所得税	547	669	809	930	
净利润	1,331	1,628	1,968	2,278	
少数股东损益	2	2	3	3	
归属母公司净利润	1,329	1,625	1,965	2,275	
EBIT	1,727	2,145	2,616	3,036	
EBITDA	2,174	2,427	2,967	3,462	
EPS (元)	0.66	0.68	0.82	0.95	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	7.07%	7.48%	8.40%	8.61%	
归属母公司净利润	34.30%	22.25%	20.91%	15.75%	
获利能力					
毛利率	44.66%	47.41%	49.31%	50.29%	
销售净利率	9.84%	11.19%	12.48%	13.30%	
ROE	19.26%	19.26%	12.43%	13.07%	
ROIC	16.61%	11.22%	11.96%	12.12%	
偿债能力					
资产负债率	43.29%	29.62%	28.20%	27.32%	
净负债比率	-28.14%	-47.31%	-44.50%	-43.23%	
流动比率	1.07	1.94	1.94	1.92	
速动比率	1.00	1.85	1.85	1.84	
营运能力					
总资产周转率	1.14	0.90	0.77	0.74	
应收账款周转率	57.41	64.19	71.47	77.39	
应付账款周转率	10.84	10.57	11.90	11.27	
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.68	0.82	0.95	
每股经营现金流	0.72	0.74	1.06	1.31	
每股净资产	2.88	5.45	6.27	7.22	
估值比率					
P/E	0.00	19.31	15.97	13.79	
P/B	0.00	2.40	2.09	1.81	
EV/EBITDA	-0.95	10.29	8.25	6.84	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师: 罗越文, 食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士, 6年食品饮料、餐饮研究经验, 曾任职于兴业证券、拾贝投资, 新财富团队成员, 擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。