



生产提效释放潜能，全国化征途灿灿

华润饮料（2460.HK）深度报告

投资评级：买入（首次）

报告日期：2025年03月12日

- 分析师：孙山山
- SAC编号：S1050521110005
- 联系人：肖燕南
- SAC编号：S1050123060024

研究创造价值

一、四十年深耕包装水，根基稳固潜能仍大

华润饮料成立于1984年，2006年成为广东省市占第一的包装水品牌；2007年起进行区域扩张；2011年公司与日本麒麟饮料战略合作推出饮料产品；2021年瓶装水市占率位列第二，纯净水市占率排名第一，同时推出“至本清润”饮料品牌；2024年10月在港交所上市。2023年公司分别实现收入/利润135.64/13.31亿元，分别同比+7.16%/+34.66%，规模效应提升叠加成本利好，利润加速释放。

二、基础赛道需求广阔，龙头水企稳定占优

- 1、大赛道满足基础需求。** 1) 2023年包装饮用水市场规模2150亿元，同增4%，占软饮市场24%；2018-2023年市场规模CAGR为7%，增速快于其他细分软饮市场。2) 2023年纯净水/天然矿泉水/其他饮用水市场规模分别为1206/182/762亿元，分别占比56%/8%/35%。
- 2、我国量价均具提升空间。** 1) 2023年我国包装饮用水人均规模为23.53美元/人，分别相当于美/日/韩/西欧/全球的13%/32%/55%/8%/65%。2) 我国纯净水均价为0.4-0.5美元/升，欧美/日韩纯净水均价分别为0.8-0.9/1-1.3美元/升。
- 3、龙头规模优势占优。** 1) 包装水市场必选属性强、满足基础需求、考验供应与渠道力，2023年CR5零售额59%；纯净水市场同质化竞争更明显、供应链与成本管控要求更高，华润饮料32.7%市占率成绝对龙头。2) 2023年美/西欧包装饮用水CR5为40%/32%，集中度较低原因为本地饮用水品牌较多且零售商自有品牌较发达；2023年日/韩包装饮用水CR5为54%/60%，规模效应更明显。
- 4、市场集中度预计提升。** 1) 主流价位带已升级至2元与3元价位带，分别以天然水及中高端纯净水、天然矿泉水为代表，符合消费升级趋势，且部分水企出于原材料上涨或错位竞争而主动提价。2) 我们预计此轮价格战力度渐弱但短期仍将持续，以农夫、怡宝、百岁山、娃哈哈为代表的龙头水企在较强规模效应下，盈利能力与市场份额受影响程度较小；长期来看价格战结束后包装饮用水市场集中度预计仍将提升，中小规模饮用水品牌进一步出清，如可口可乐宣布降低瓶装水品牌的优先级。

三、饮用水盈利弹性足，平台化增长潜力强

- 1、中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足。** 1) 2023年公司包装饮用水/饮料营收分别为124.47/10.68亿元，占比92%/8%；2023年毛利率为46%/34%，包装水在自产生产比例与产能利用率提升趋势下毛利率仍有增长预期。2) 2023年小规格/中规格/桶装销售额占比分别为62%/34%/4%，中规格产品占比逐步提升。3) 2021-2023年研发费用率保持在0.4%左右，募资用途中预计分配1.42亿港元于产品研发。
- 2、自产比例提高改善盈利空间。** 1) 拥有13家自有工厂及31家合作生产伙伴，实现半径300-500公里内一线城市及新一线城市全覆盖。2) 自有工厂包装饮用水产能利用率具提升空间，2023年包装饮用水及饮料总产能达1880万吨，其中自有工厂包装饮用水/饮料产能分别为638/37万吨，产能利用率分别为67%/59%。3) 包装饮用水自有工厂投产比例提高，新产能投产后预计新增包装饮用水/饮料产能分别为661/35万吨。4) 规模效应仍有释放空间，随着自有工厂扩张，2024年前4个月合作生产伙伴服务费占成本比重较2021年下降8.70pcts。

四、渠道精耕空间足，全国化扩张加速

- 1、网点数量提升空间足，分级推进全国化。** 1) 2023年经销/直营营收分别为119.23/15.91亿元，经销商数量/单商规模分别为1068家/1265万元/家，分别同比+1%/6%。2) 庞大销售队伍与次级经销商协助渗透市场，2023年拥有销售人员8700余名，次级经销商3938家，覆盖200万个终端网点，网点数量提升空间足。3) 区域扩张空间足，除大本营及周边外区域扩张空间大，全国化征途进行时。
- 2、营销推广树立品牌形象，后续注重冰柜投放。** 1) 销售费用率居行业高位，重视员工激励与营销推广。2021-2023年公司销售费用率基本维持在30%-33%，其他多数饮企为10%-20%。2) 品牌形象与体育概念强关联，逐步开展多元营销。2019年“怡宝”成为中国国家队合作伙伴，2020年起营销形式呈现多样化趋势。3) 资金用途以扩张为主，符合公司当下发展阶段。战略性扩张与优化产能、销售渠道扩张、销售及营销活动预计分别投放14.18/10.87/10.87亿元，占募集资金30%/23%/23%；其中，公司将在冰柜/智能终端零售设备分别投放8.51/2.36亿港元，加密网点扩张同时提高单点产出。

五、盈利预测与评级

我们认为公司投资逻辑在于：1) 包装饮用水收入增长短期以全国化扩张与渠道精耕为驱动力，长期享受行业向头部集中及中规格产品占比提升红利；2) 随着公司向平台化企业迈进，饮料业务长期收入增长潜力大；3) 随着自有产能占比逐步提高及规模效应释放下费用投效提升，盈利能力释放空间仍大。我们预计公司2024-2026年收入增速分别为+6.8%/7.7%/8.2%，利润增速为+20.8%/18.3%/16.3%，EPS分别为0.67/0.79/0.92元，对应PE为21/18/15倍。首次推荐，给予“买入”评级。

六、风险提示

自有工厂投产不及预期风险；水企价格战竞争加剧风险；饮料新品推广不及预期风险；成本上涨风险；全国化扩张不及预期风险；冰柜投放与渠道精耕不及预期风险；募投项目进展低于预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	13,515	14,433	15,546	16,813
增长率（%）	7.1%	6.8%	7.7%	8.2%
归母净利润（百万元）	1329	1606	1900	2211
增长率（%）	34.3%	20.8%	18.3%	16.3%
摊薄每股收益（元）	0.55	0.67	0.79	0.92
ROE（%）	19%	12.3%	13.0%	13.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

目录

CONTENTS

- 1.四十年深耕包装水，根基稳固潜能仍大
- 2.基础赛道需求广阔，龙头水企稳定占优
- 3.饮用水盈利弹性足，平台化增长潜力强
- 4.渠道精耕空间足，全国化扩张加速
- 5.盈利预测及评级
- 6.风险提示

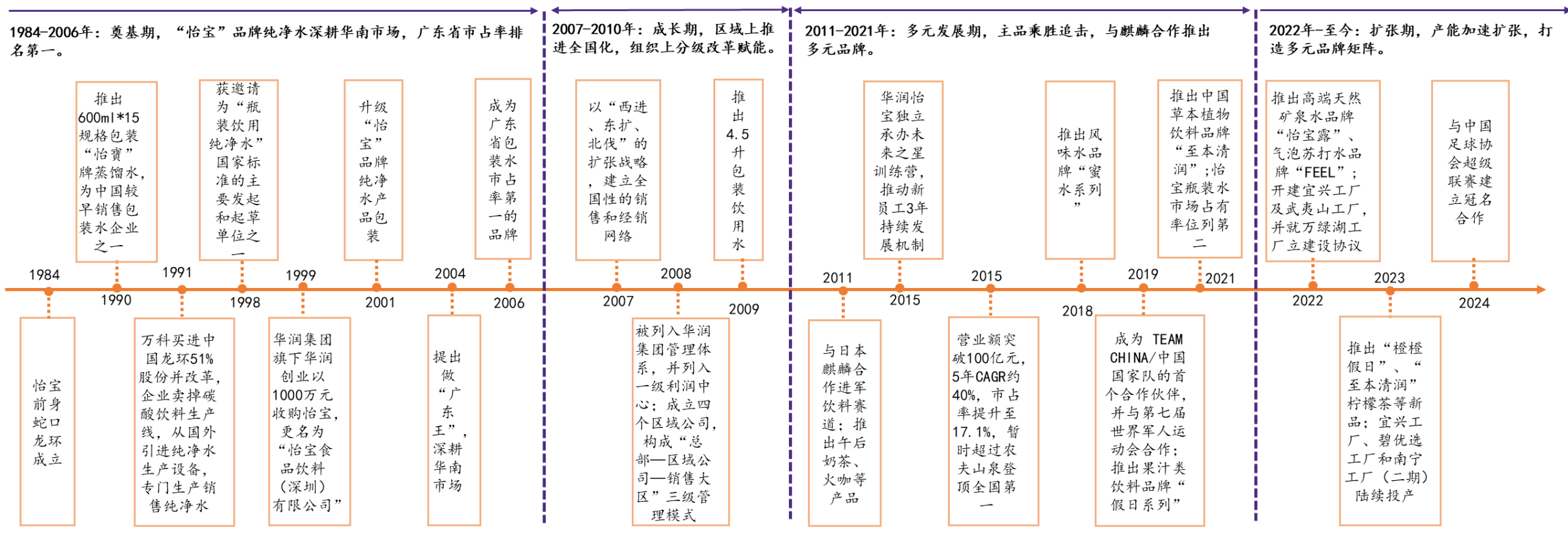
01 四十年深耕包装水， 根基稳固潜能仍大

研究创造价值

1.1 潜心耕耘四十载，站稳纯净水龙头

➤ **包装水加速扩张，行业地位稳定。** 华润饮料成立于1984年，1990年推出“怡宝”品牌，1991年专门生产纯净水，2006年成为广东省市占第一的包装水品牌；2007年起进行区域扩张，组织上同步改革。2011年公司与日本麒麟饮料以其收购公司40%股权的方式战略合作，推出饮料产品，同时加大主品营销力度；2021年瓶装水市占率位列第二，纯净水市占率排名第一，同时推出“至本清润”饮料品牌；2022年起投资公司Plateau收购麒麟饮料所持40%股份；2024年10月成功在香港交易所上市。

图表：公司发展历程



资料来源：公司招股书，红星资本局，中国桶装水行业协会，经济观察报，华鑫证券研究

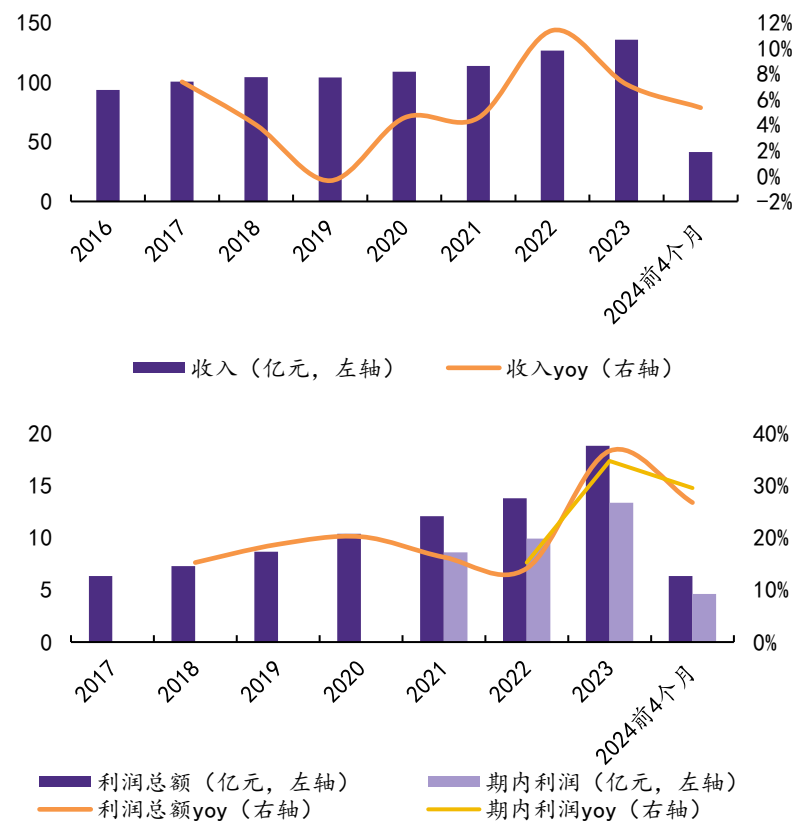
1.1 潜心耕耘四十载，站稳纯净水龙头

- **收入稳健增长，利润加快释放。** 2023年/2024年前4个月公司实现收入分别为135.64/41.50亿元，分别同比+7.16%/+5.34%，保持个位数稳健增长；实现期内利润分别为13.31/4.61亿元，分别同比+34.66%/+29.48%，规模效应提升叠加成本利好，利润加速释放。
- **饮用水为基，多元发展饮料品牌。** 公司产品包括“怡宝”、“怡宝露”、“本优”小规格瓶装水（350ml-750ml），“怡宝”中规格瓶装水（1.18L-12.8L），“怡宝”、“加林山”、“永隆”桶装水（18.9L），“至本清润”、“佐味茶事”“葡萄假日”、“蜜水柠檬”等饮料产品。

图表：公司产品矩阵



图表：公司2016-2024前4个月收入与利润情况

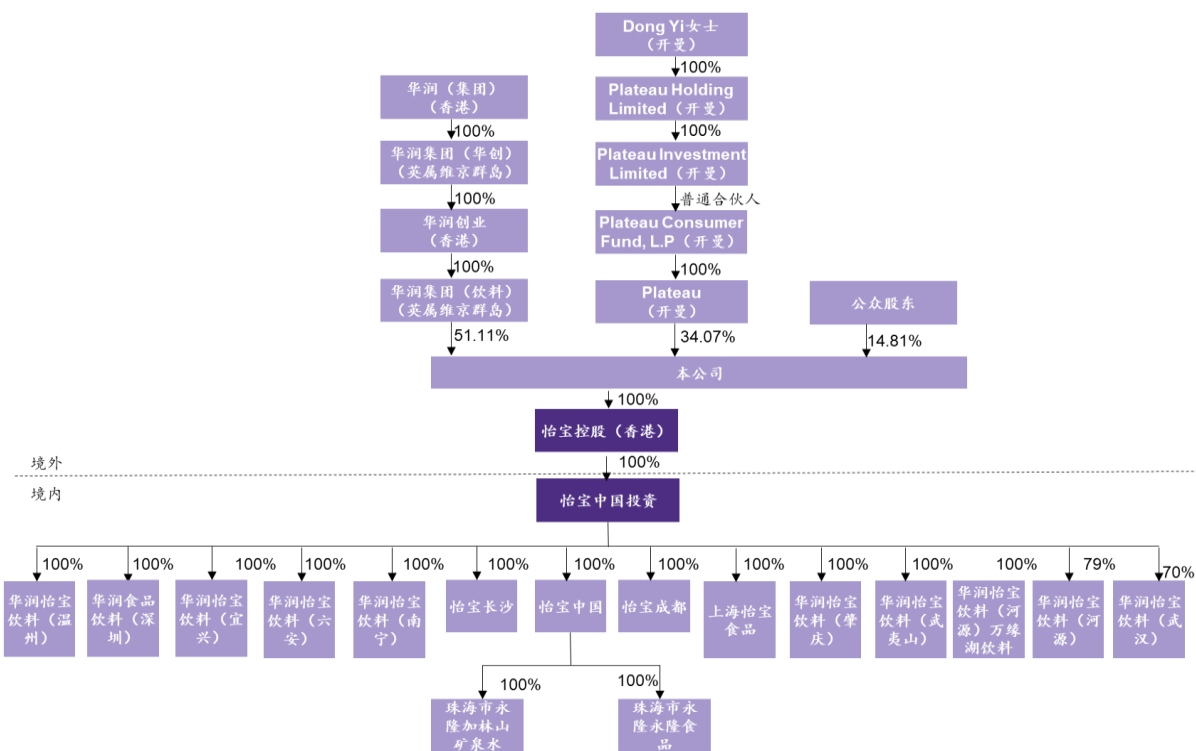


资料来源：WIND，公司社会责任报告，红星资本局，食品板，食品商，食品内参，公司招股书，华鑫证券研究

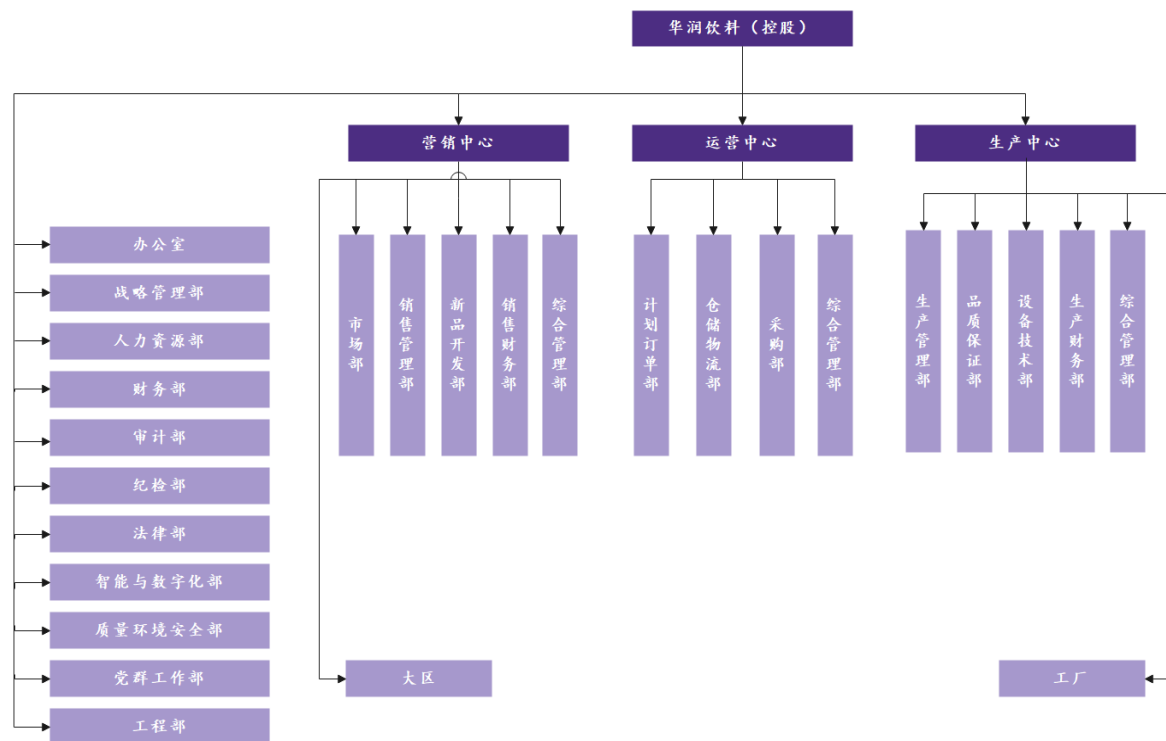
1.2 控股股东稳定，管理层以华润系为主

- **控股股东稳定，投资公司为第二大股东。** 华润饮料于1999年被华润集团（由国资委控股）收购，2011年华润饮料向日本麒麟集团发行及发配400股股份（对应股权比例40%），开启期限至2025年的战略合作，公司可在中国生产推广及经销具有麒麟知识产权的若干饮料产品，并在港澳具有独家销售权。2022年麒麟公司将所持40%股权以10亿美元收购价转让给投资公司Plateau，后者由Plateau Consumer Fund, L.P.全资拥有，其最大有限合伙人铭宇有限公司（由中国银行间接全资拥有）持36.8%的有限合伙权益。公司上市后华润集团、Plateau、公众股东将分别拥有51.11%、34.07%、14.81%的股份，华润集团为控股股东。
- **组织架构清晰，营销先行。** 公司整体组织架构分为营销、运营、生产三大中心，下设部门协同发展，同时营销中心下设大区，利于全国扩张。

图表：公司股权结构图



图表：公司组织架构图



资料来源：公司招股书，公司官网，华鑫证券研究

1.2 控股股东稳定，管理层以华润系为主

- **管理层以华润系为主，经营管理经验丰富。**公司目前董事会主席为张伟通，主持董事会工作并直接管理集团公司事务、审计与营销工作，于2000年加入公司，2018-2024.06担任公司总裁，具备饮用水行业深厚经验；总裁为李树清，负责日常经营并直接管理集团战略、质量、环境健康、安全生产等工作，曾在华润系多家企业担任要职。其他高管大多曾在华润系其他企业任职，稳定性较强。

图表：公司管理层

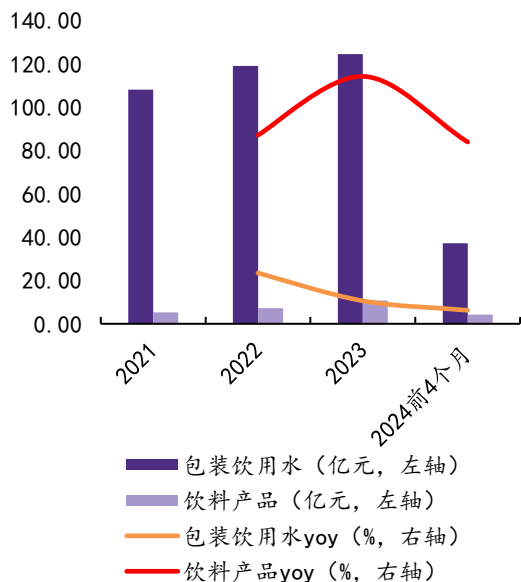
姓名	职位	责任	加入集团日期	履历
张伟通	董事会主席、 执行董事	负责全面经营管理工作，主持董事会工作并直接管理集团公司事务、审计和营销工作	2000.04.03	1994.10-2000.04：味源饮料食品（深圳）总经理助理；2018.02-2018.12：华润五丰常务副总经理及总经理；2000.04-2018.02：加入公司担任地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理；2018.12至今：担任总裁。
李树清	执行董事兼 总裁	负责日常经营管理工作并直接管理集团战略、质量、环境健康、安全生产及工程建设工作	2024.06.03	1994.08-1997.02：华润总公司石家庄分公司业务员；1997.02-2000.05：先后任职中国华润人事部职员、华润五丰有限公司；2000.05-2011.09：历任华润五丰人事行政部主任、助理经理、副经理、经理和高级经理、助理总经理；2011.09-2022.06：担任董事会办公室助理总经理、办公厅助理主任和办公室副主任；2022.06-2023.11：任华润医药商业集团副总经理；2023.11-2024.06：任华润五丰副总经理。
吴霞	执行董事兼 首席财务官	负责集团财务管理工作	2024.04.17	1997.07-2009.05：任职华润江中制药集团若干子公司，主管会计工作；2009.04-2024.04：担任江中药业财务总监、董事会秘书、副总经理。
王成伟	副总裁	负责集团法律、风险管理、智能与数字化建设工作	2009.08.02	1997.08-2009.08：任职华润集团，先后担任企发部主任、经理及高级经理；2009.08-2011.05：担任华润饮料企业发展总监；2011.06至今：任华润饮料副总裁。
杨楠	副总裁	负责集团生产管理、品质保证、设备与技术管理工作，协助总裁管理集团质量、环境健康、安全生产工作	2014.11.10	1993.08-2000.08：任职于中粮果菜水产进出口公司，担任财务部经理；2000.08-2002.02：担任中粮国际（北京）财务部主管；2002.02-2004.01：担任中粮可口可乐饮料（北京）副总经理；2004.01-2005.01，担任中粮可口可乐饮料（中国）投资集团财务总监；2005.01-2010.01：先后担任中粮集团有限公司董事会秘书局秘书、酒业部副总经理；2010.01-2014.11：先后担任中国食品有限公司酒业部、供应链部及酒品类管理部副总经理；2014.11-2017.06：加入本集团，任供应链总监；2017.06至今，任华润饮料副总裁。
范雨峰	副总裁	负责集团产销协同、计划订单、仓储物流和采购管理工作	2019.12.13	2004.08-2005.12：任职于江苏南热发电有限责任公司发电部；2005.12-2010.10：担任南京华润热电有限公司经营策划部电力市场营销经理、发电部副主管；2010.10-2013.02：任职于华润电力，先后担任人力资源部经理、高级经理；2013.02-2019.12，先后担任华润（集团）人力资源部高级经理、专业副总监及专业总监；2019.12至今：加入本集团并担任本集团副总裁。
钟明辉	公司秘书	负责公司秘书及合规工作	2024.04	2022.06-2024.04：于方圆企业服务集团（香港）有限公司的企业秘书部工作，负责管理联交所上市公司的公司秘书及合规工作；2024.04至今：委任为本公司的公司秘书。

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

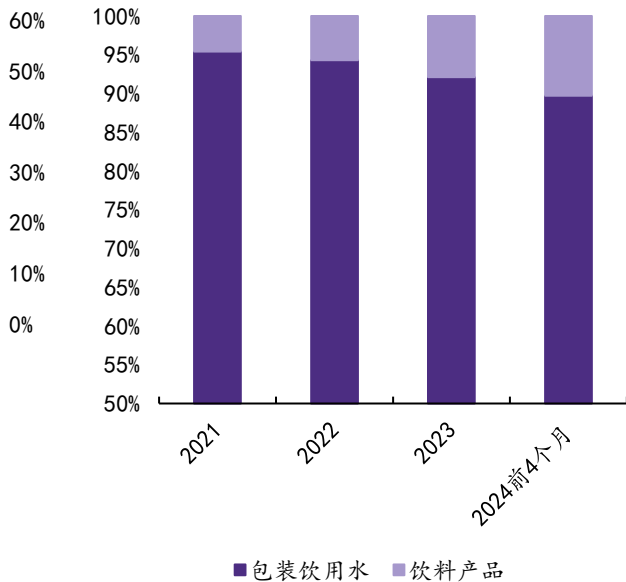
1.3 基地市场稳健，增长空间仍足

➤ **主品与大本营市场保持稳增，成长市场潜力较大。**分产品看，2023年公司包装饮用水/饮料产品营收分别为124.47/10.68亿元，分别同比+4.54%/+48.97%，分别占比92.10%/7.90%；包装饮用水为基本盘稳健增长，饮料产品快速增长，2021-2023年CAGR分别为+7.26%/+43.04%。**分区域看**，2023年南部/东部/西南/中部地区营收分别为43.92/40.06/18.98/18.64亿元，分别同比+1.35%/+10.18%/+10.39%/+0.52%，2021-2023年营收CAGR分别为+0.27%/+19.41%/+13.86%/6.12%，南部地区为公司大本营，东部地区为第二增长极，西南地区亦录得较快增长。

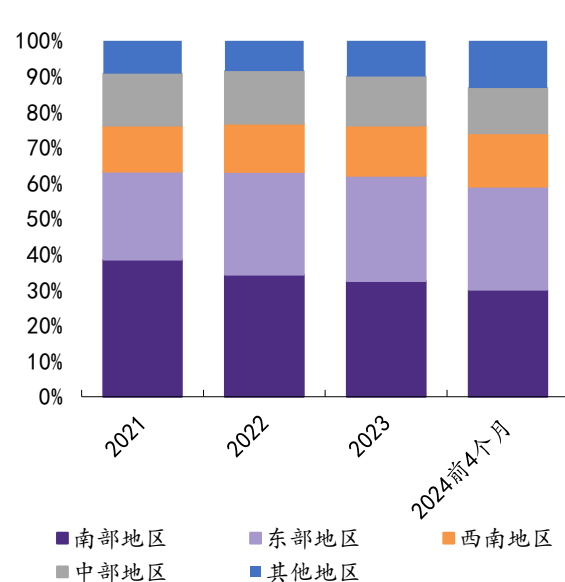
图表：2021-2024前4个月公司产品收入分布



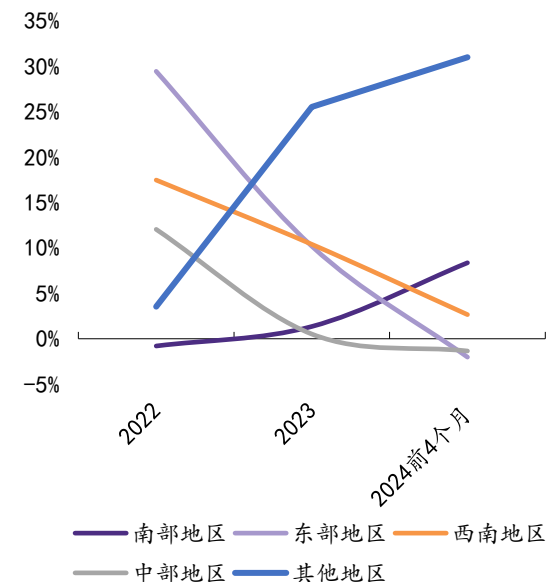
图表：2021-2024前4个月公司产品收入占比



图表：2021-2024前4个月公司地区收入占比



图表：2022-2024前4个月公司地区收入增速

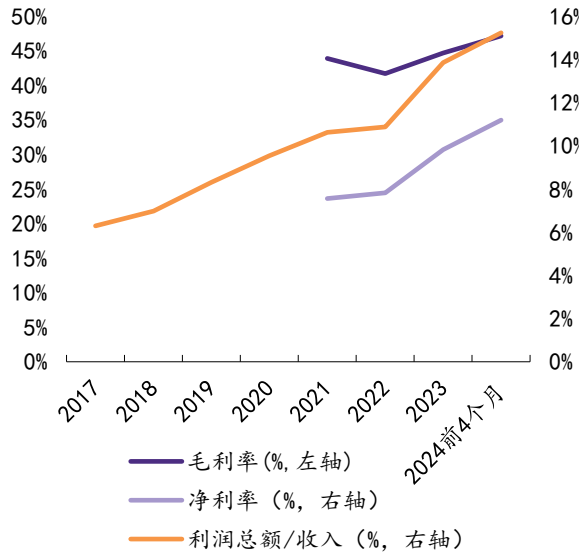


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

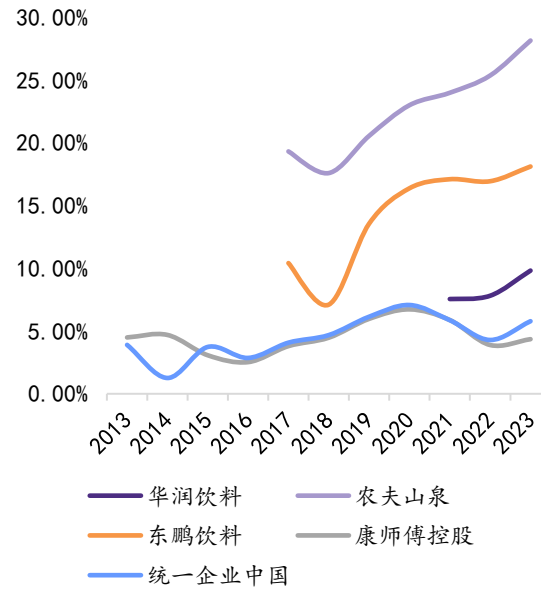
1.4 盈利能力仍需提升，周转能力优异

➤ **盈利能力提升空间较大，周转能力排位靠前。** 盈利能力方面，2023年公司毛利率/净利率分别为44.66%/9.82%，分别较2021年同比+0.82/2.26pcts；2023年利润总额/收入较2017年同比+7.56pcts，盈利能力有效提升。与主要饮料公司比较看，公司位于中位偏下水平，2023年农夫山泉/东鹏饮料净利率分别为28.15%/18.11%，公司净利率仍有较大提升空间。**费用方面**，2023年销售/管理/财务费用率分别为30.13%/2.22%/-1.11%，销售费用率较高。**周转能力方面**，公司位于行业领先水平，2023年华润/东鹏/康师傅/统一/农夫山泉存货周转天数分别为23.24/27.03/31.01/42.09/54.23。

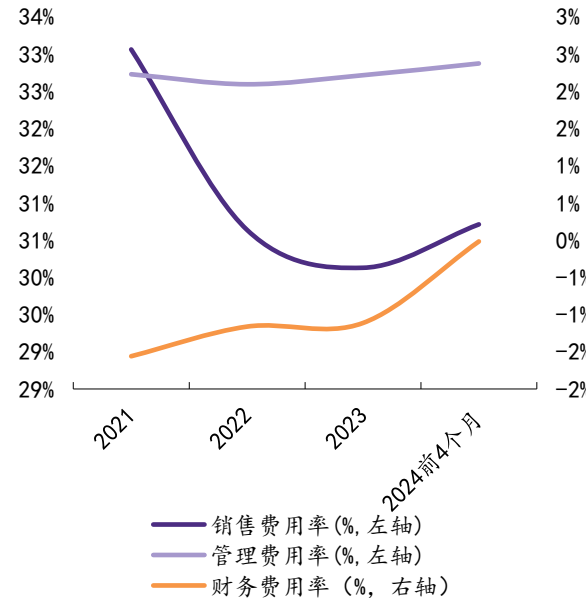
图表：2017-2024前4个月公司利润总额/收入、毛利率与净利率



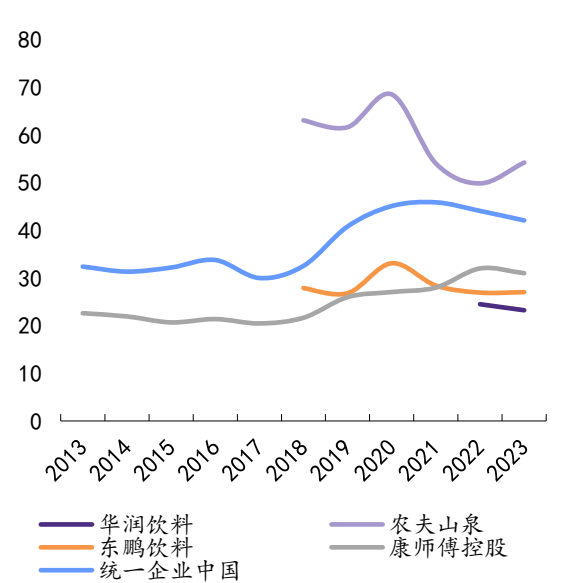
图表：2013-2023年净利率同行业比



图表：2021-2024前4个月公司费用率情况



图表：2013-2023年存货周转天数同行业比较



资料来源：WIND，公司社会责任报告，红星资本局，食品板，食品商，食品内参，华鑫证券研究

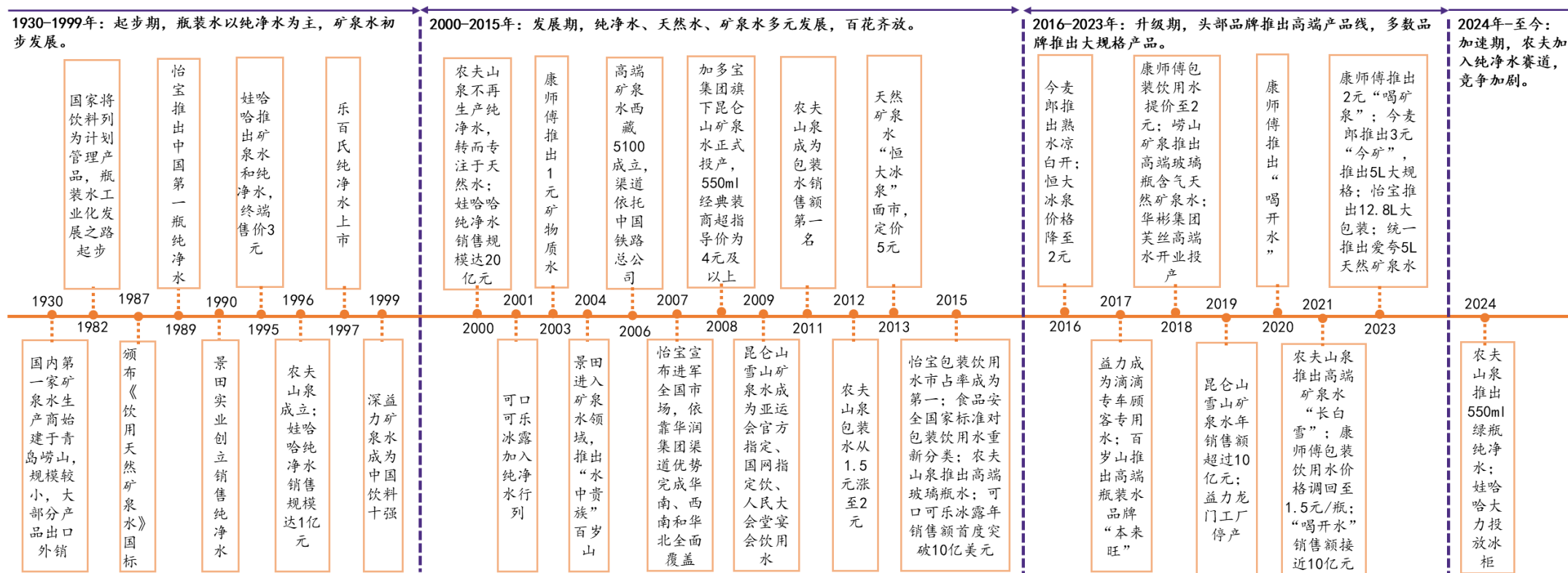
02 基础赛道需求广阔， 龙头水企稳定占优

研究创造价值

2.1 大赛道满足基础需求，多元发展提供细分机会

- **长周期稳态发展，价格战加快竞争。** 包装饮用水行业发展过程可分为四个阶段：**1) 起步期 (1930-1999年)**：瓶装水于1982年开启工业化发展，以纯净水为主，矿泉水初步发展；**2) 发展期 (2000-2015年)**：农夫转而专注于天然水，景田推出“百岁山”进入矿泉水领域，“昆仑山”、“恒大冰泉”等品牌面市，瓶装水多元发展；**3) 升级期 (2016-2023年)**：今麦郎、康师傅分别推出“凉白开”、“喝开水”打造差异化，百岁山、农夫、怡宝均推出更高价位及大规格产品；**4) 加速期 (2024年-至今)**：农夫加入纯净水赛道，打响饮用水价格战，加速竞争态势。

图表：包装饮用水行业发展历程

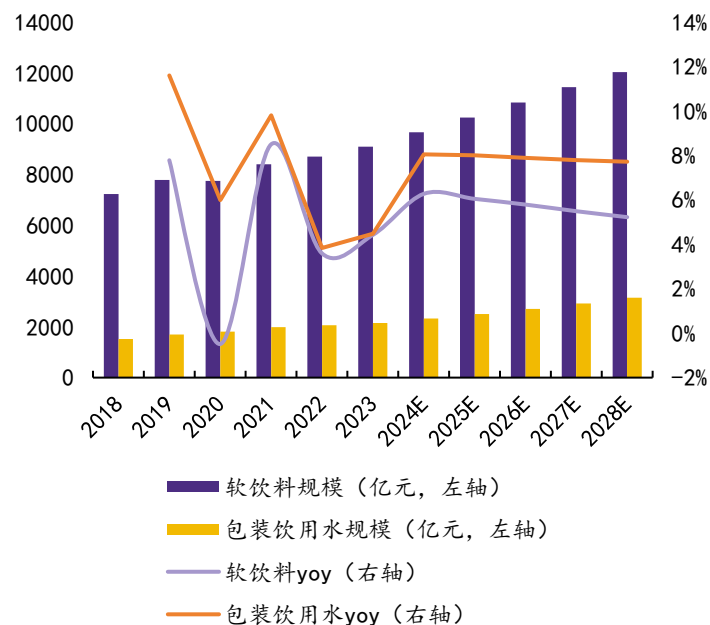


资料来源：中国食品报，标准信息平台，新经销，斑马消费，界面新闻，拿声水视界，腾讯新闻，贝果财经，非特直投，食平方，纳食，央广网，中国财经，桶装水行业，证券日报，拿声国际，华鑫证券研究

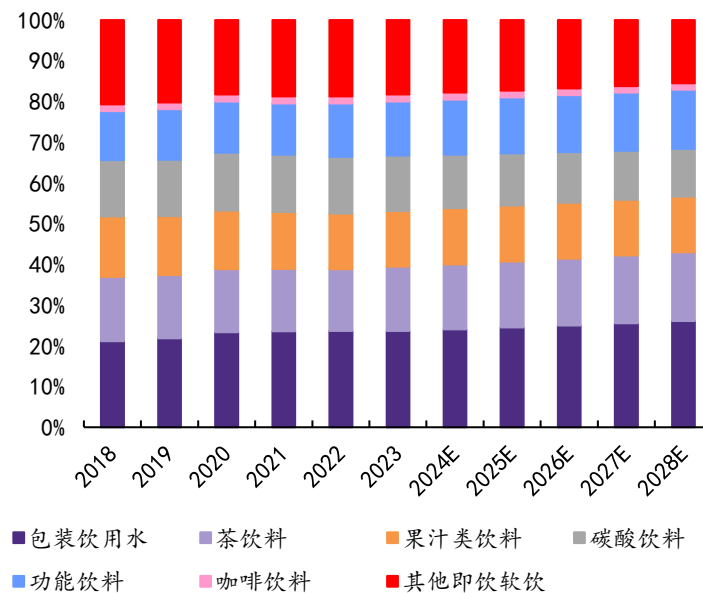
2.1 大赛道满足基础需求，多元发展提供细分机会

- **包装饮用水规模领先，复合增速快于软饮细分市场。** 根据公司招股书，2023年我国包装饮用水市场规模2150亿元，同比增长4.47%，占整体软饮料市场比重23.65%，为软饮市场中占比最大的市场，体现产品属性中的“基础性”与“必要性”。拉长维度看，2018-2023年包装饮用水市场规模CAGR为7.10%，增速快于其他细分软饮市场，体现长周期下饮用水仍处于规模提升且快速增长的发展阶段。

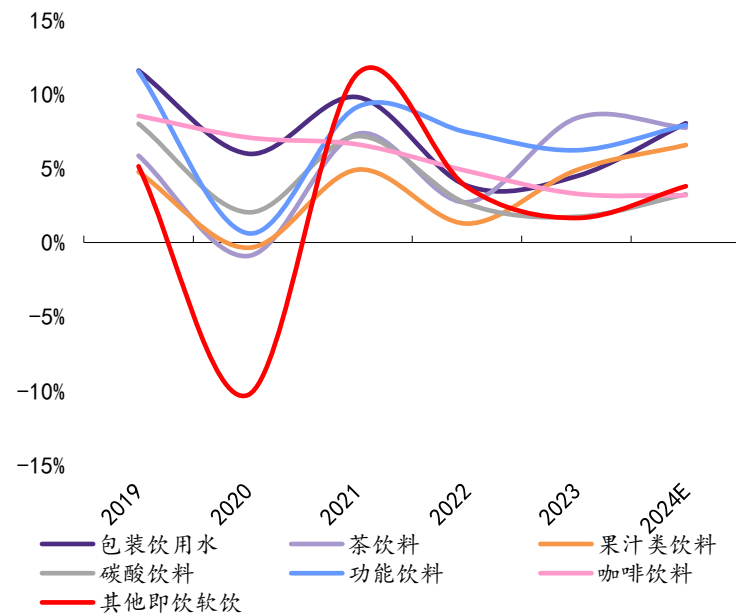
图表：2018-2028E软饮料整体规模及增速



图表：2018-2028E软饮料细分板块占比



图表：2018-2028E软饮料细分板块增速



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

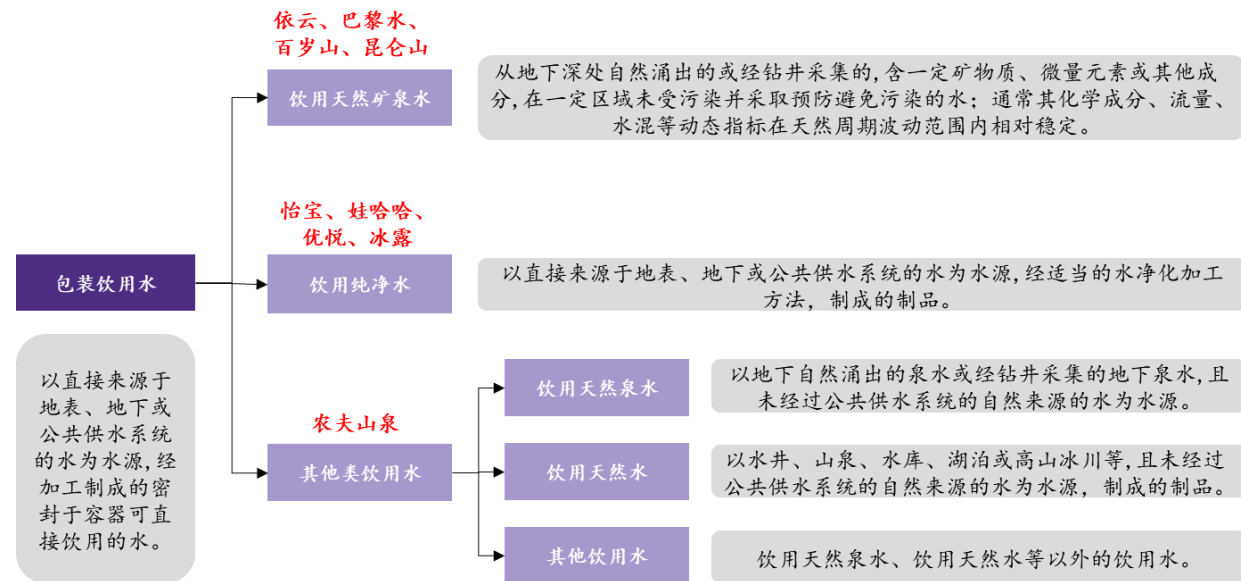
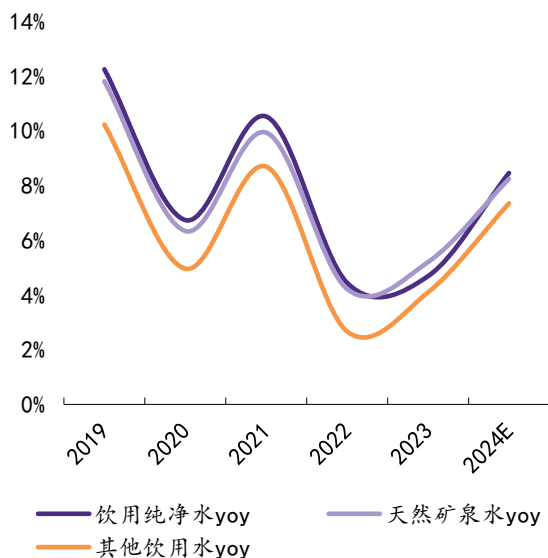
2.1 大赛道满足基础需求，多元发展提供细分机会

- **包装饮用水市场多元发展，核心区别在于水源。** 根据国家标准，包装饮用水根据水源分为三类：**1) 饮用天然矿泉水**，从地下深处自然涌出或钻井采集的，含有一定量的矿物质和微量元素，在一定区域内未受污染的水如百岁山、昆仑山等；**2) 饮用纯净水**，以直接来源于地表、地下或公共供水系统的水为水源，通过蒸馏、电渗析、离子交换和反渗透等工艺进行适当净化，如怡宝、娃哈哈等；**3) 其他类饮用水**，包括天然泉水、天然水，其中天然水主要来自水井、山泉、水库、湖泊及高山冰川，如农夫山泉。
- **纯净水与天然水为主要品类，纯净水年复合增长最快。** 根据公司招股书，2023年纯净水/天然矿泉水/其他饮用水市场规模分别为1206/182/762亿元，分别同比+4.69%/+5.20%/+4.10%，分别占比56.09%/8.47%/35.44%，纯净水与天然水仍为我国主要饮用水；拉长看，2018-2023年纯净水/天然矿泉水/其他饮用水CAGR分别为7.68%/7.46%/6.09%，细分品类复合增速表现相近，纯净水增速最高。

图表：2018-2028E包装饮用水细分占比

图表：2019-2024E包装饮用水细分增速

图表：包装饮用水分类与主流品牌列举

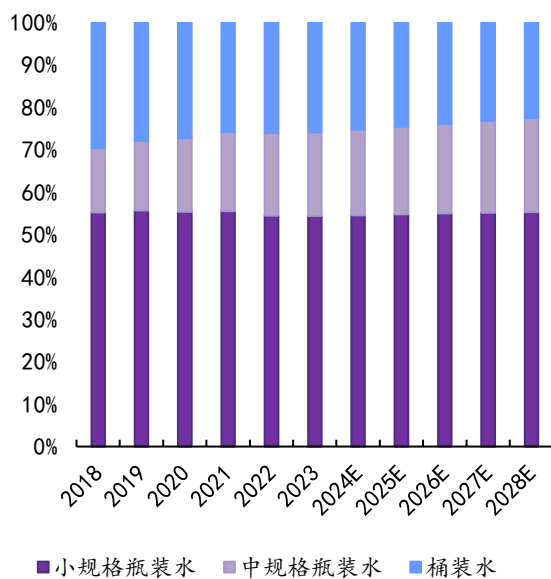


资料来源：招股说明书，国家标准网，华鑫证券研究

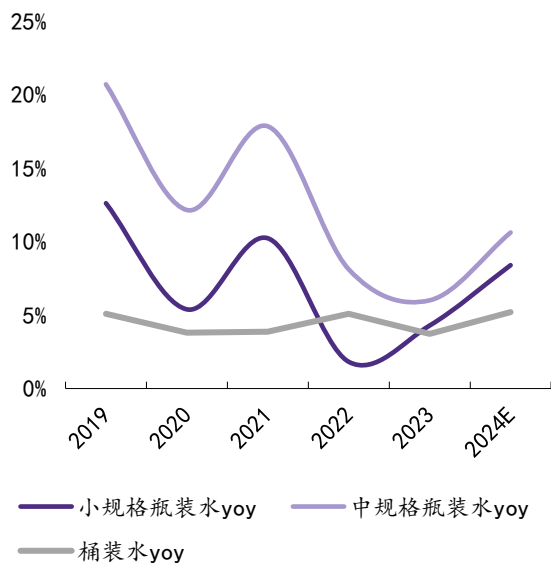
2.1 大赛道满足基础需求，多元发展提供细分机会

- **小规格瓶装水与传统渠道为基本盘，中规格瓶装水与餐饮渠道增长快。分规格看**，2023年小规格瓶装/中规格瓶装/桶装水市场规模分别为1168/424/558亿元，分别同比+4.29%/+6.00%/+3.72%，分别占比54.33%/19.72%/25.95%；2018-2023年CAGR分别为+6.79%/+12.82%/4.30%，小规格仍占主流，中规格瓶装水增速较快。**分渠道看**，2023年传统/现代/餐饮/电商/特通渠道市场规模分别为1071/358/237/215/269亿元，分别占比49.81%/16.65%/11.02%/10.00%/12.51%，传统渠道为基本盘，现代与餐饮渠道增速较快。

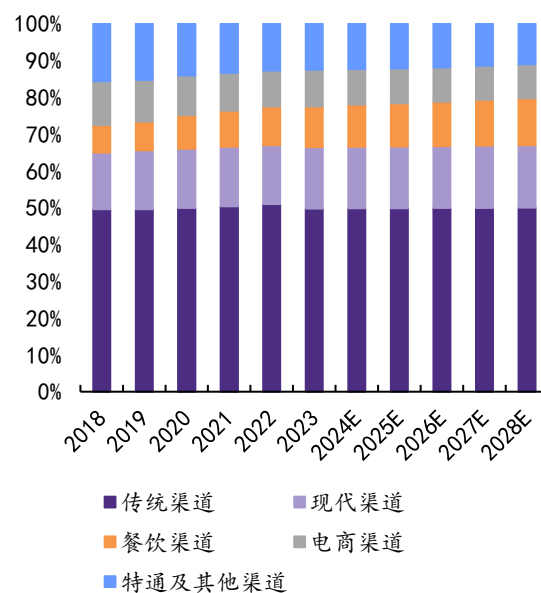
图表：2018-2028E包装饮用水细分规格占比



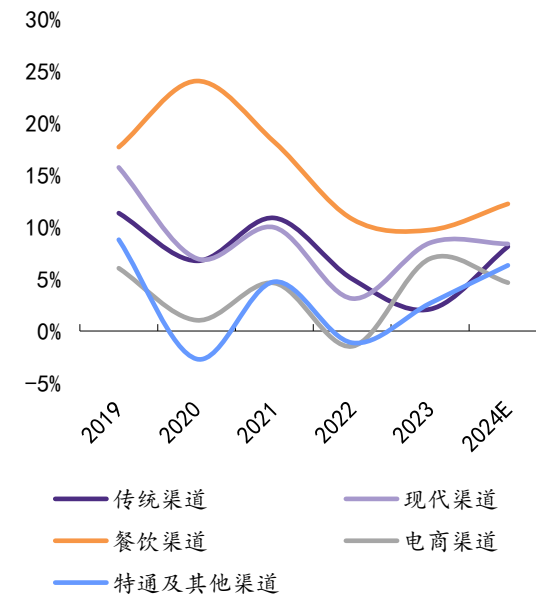
图表：2019-2024E包装饮用水细分规格增速



图表：2018-2028E包装饮用水细分渠道占比



图表：2019-2024E包装饮用水细分渠道增速

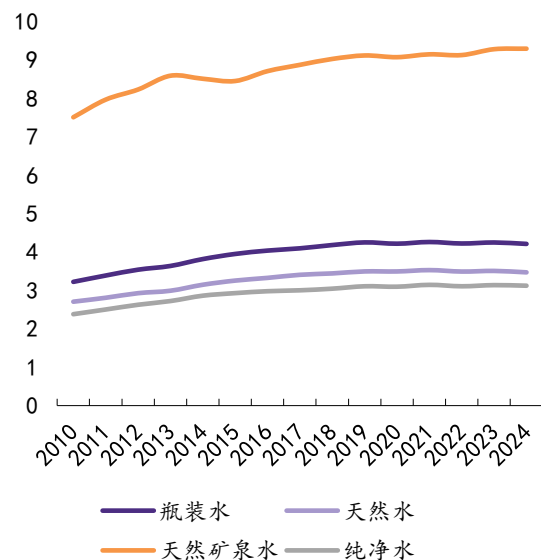


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

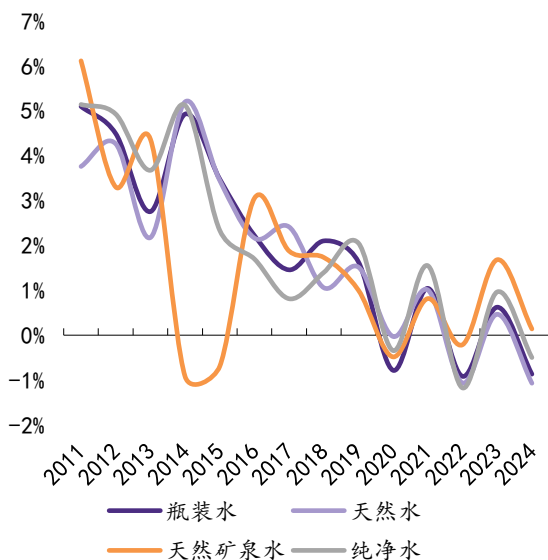
2.2 海外纯净水增速较快，我国量价均具提升空间

- 我国瓶装水市场增长在2019年以前为量价齐驱且以销量增长为主，2019年之后销量增长明显放缓且均价略波动，整体趋向个位数稳定增长。量价拆分来看，2010-2019年瓶装水及细分水品类销量CAGR均在10%以上，其中天然水、矿泉水在15%左右，均价CAGR为2%~3%；该阶段为渗透率提高，叠加成本上涨压力下价格提升的量价齐升阶段。2019-2023年瓶装水及细分水品类销量CAGR为3%~5%，均价CAGR在0%~3%，该阶段渗透率仍在提高但基数原因致销量增速放缓，水企竞争加剧下促销政策频繁，均价表现波动。

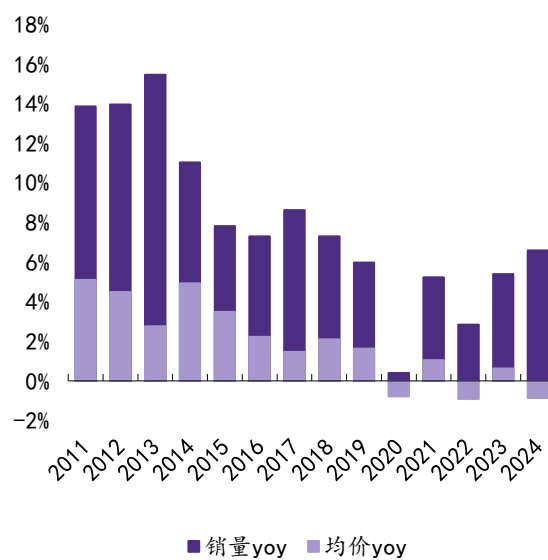
图表：2010-2024年我国瓶装水各类别均价（元/升）



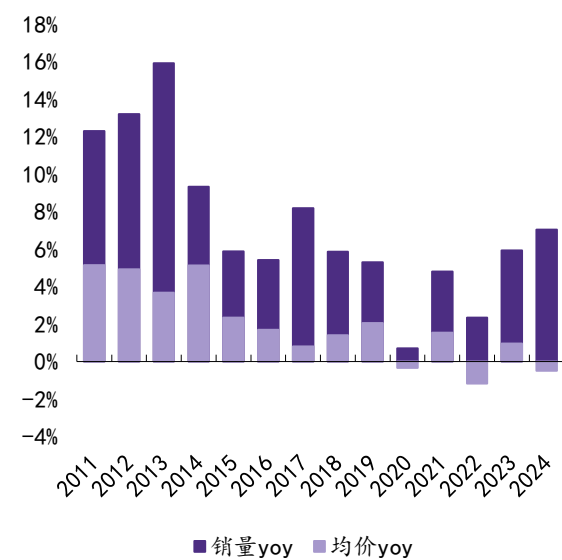
图表：2010-2024年我国瓶装水各类别均价增速



图表：2010-2024年我国瓶装水量价增速表现



图表：2010-2024年我国纯净水量价增速表现

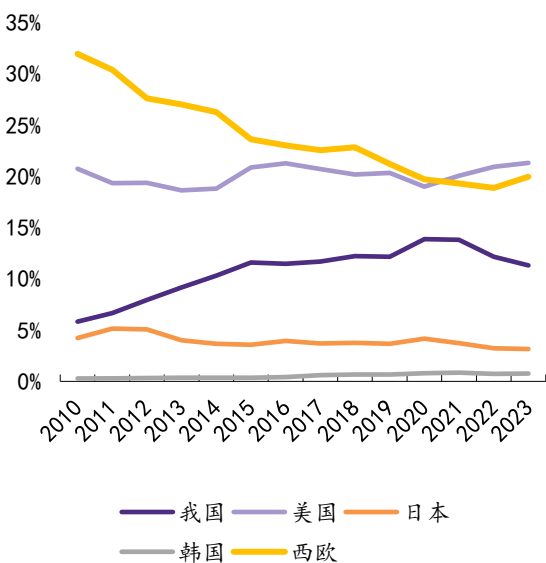


资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

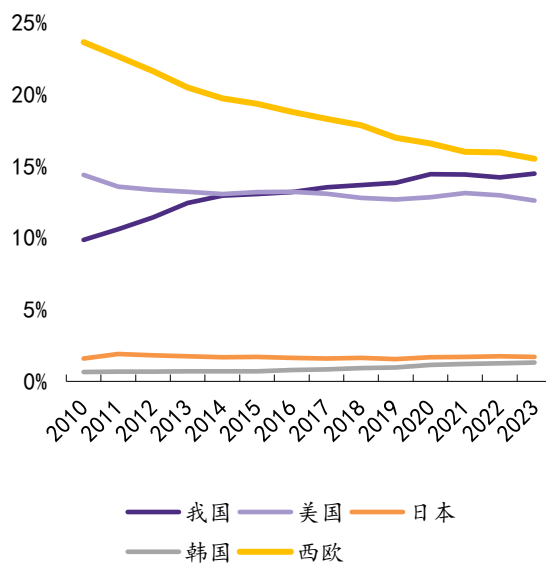
2.2 海外纯净水增速较快，我国量价均具提升空间

- **我国饮用水总销售规模占全球比重逐年提升，人均饮用量仍较低。**总体来看，2023年我国包装饮用水销售规模/销售量分别占全球比重为12.30%/14.47%，较2010年分别提升6.48/4.61pcts，增长趋势明显。**人均饮用量来看**，2023年我国包装饮用水人均饮用规模为23.53美元/人，分别相当于美国/日本/韩国/西欧/全球的12.62%/31.79%/55.15%/8.04%/64.91%。横向对比下我国包装饮用水的人均销量与人均销售额仍有提升空间，2010-2023年我国人均销售规模/销量CAGR分别为9.55%/7.58%。

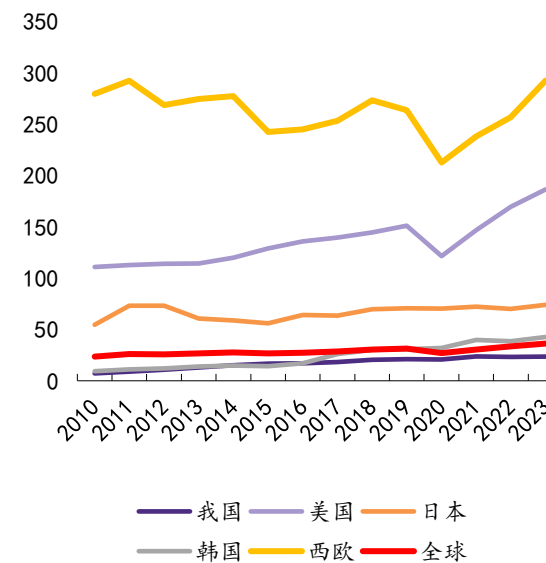
图表：各地包装饮用水销售规模占全球比重



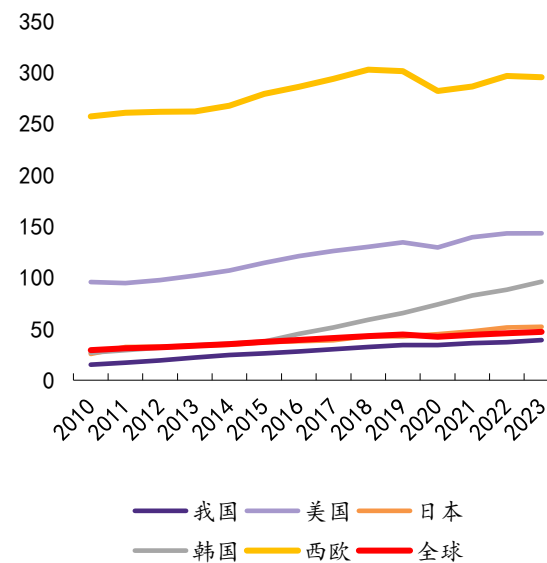
图表：各地包装饮用水销售量占全球比重



图表：各地包装饮用水人均销售规模对比（美元/人）



图表：各地包装饮用水人均销售量对比（升/人）

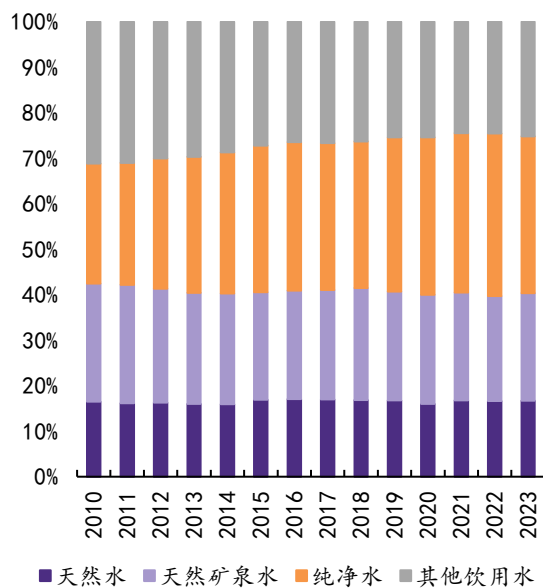


资料来源：欧睿数据库，WIND，华鑫证券研究

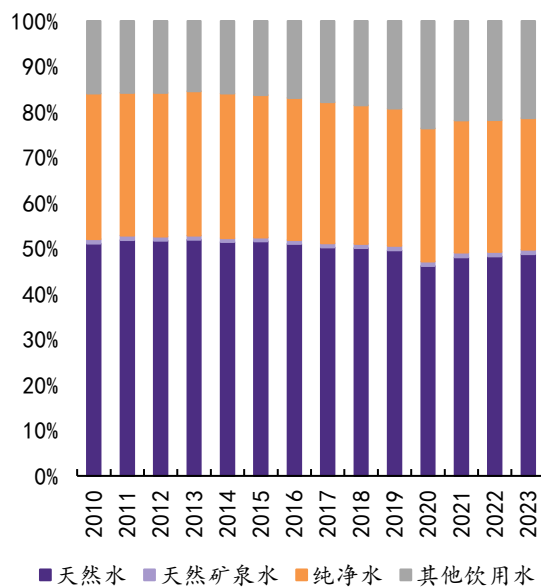
2.2 海外纯净水增速较快，我国量价均具提升空间

- **美国以天然水和纯净水为主，日本与西欧以天然矿泉水与气泡水为主。** 2023年全球天然水/矿泉水/纯净水市场规模占比分别为17%/24%/34%，纯净水占比最高，且占比仍在扩大。1) 2023年美国市场天然水/矿泉水/纯净水市场规模占比分别为49%/1%/29%，以天然水和纯净水为主，主要系雀巢优活等天然水品牌及Aquafina、Dasani等纯净水品牌具备先发优势；2) 日本与西欧市场以天然矿泉水与其他饮用水如调味瓶装水及气泡水为主，其公共供水系统更发达，如日本超过98%的人口可享用直接饮用的自来水，故对饮用水中微量元素与矿物质含量要求高，同时消费需求逐步饮料化。

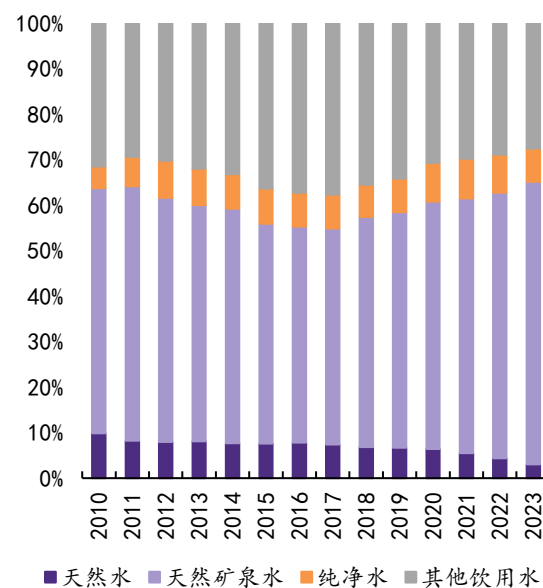
图表：全球包装饮用水细分品类占比



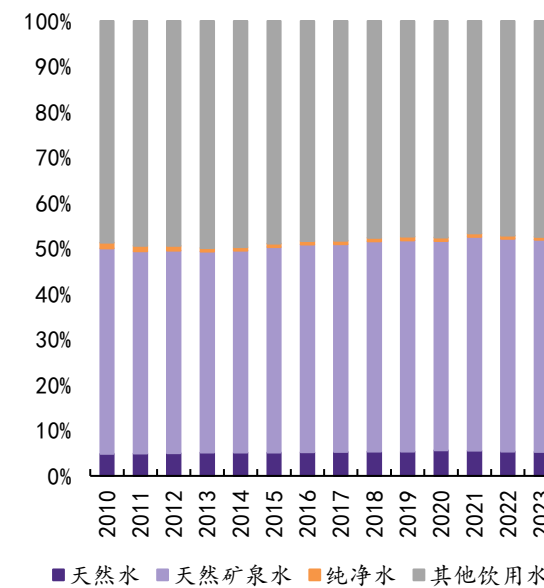
图表：美国包装饮用水细分品类占比



图表：日本包装饮用水细分品类占比



图表：西欧包装饮用水细分品类占比

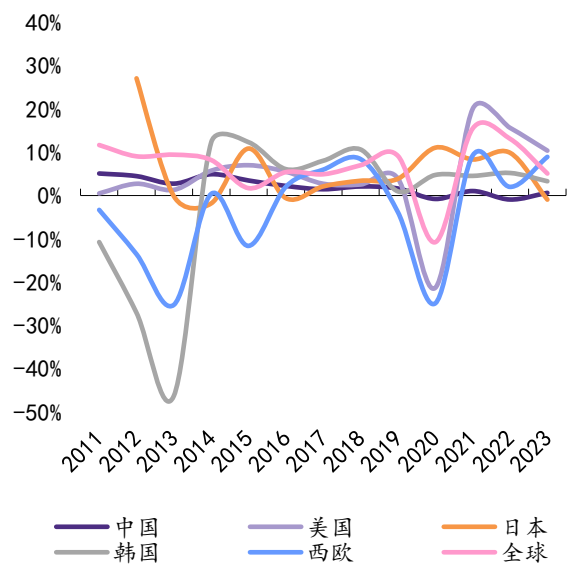


资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

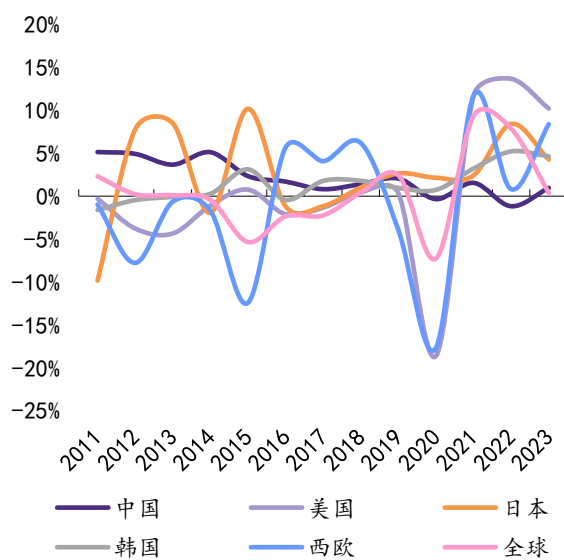
2.2 海外纯净水增速较快，我国量价均具提升空间

- **海外发达市场纯净水销售增速较快，销售均价较高。** 1) 纯净水销售表现来看，我国纯净水市场占比较高，增速基本维持在个位数左右；美国2021-2023年纯净水市场平均增速为15.35%，主要系消费者健康意识提升，认为其不含化学物质等杂质；日本与西欧近几年纯净水增速亦较快，主要系干净无味的纯净水适合做中性口味饮用水的基础。2) 均价表现来看，我国纯净水均价为0.4-0.5美元/升，与全球平均水平相近，而欧美/日韩纯净水均价分别为0.8-0.9/1-1.3美元/升，我国纯净水均价提升仍具空间。

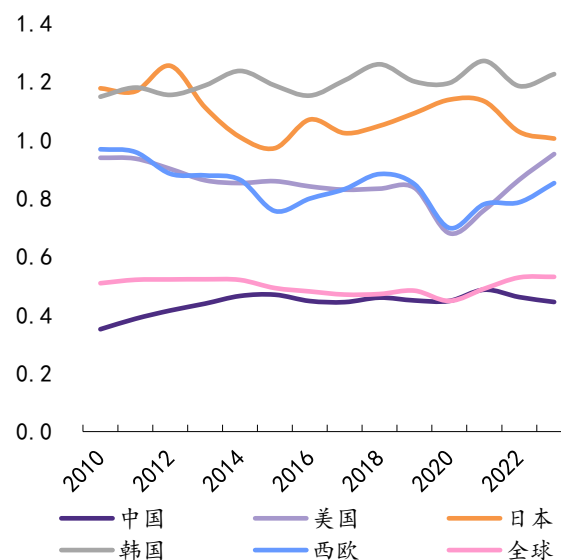
图表：各国纯净水市场规模增速



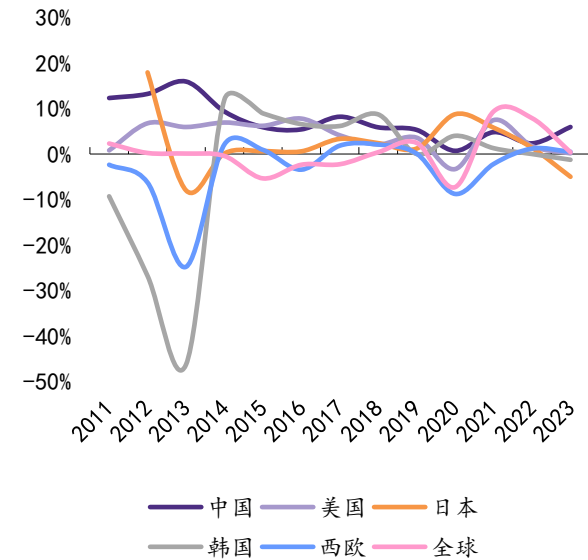
图表：各国纯净水销量增速



图表：各国纯净水均价（美元/升）



图表：各国纯净水均价增速



资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

2.3 龙头地位稳固，规模优势占优

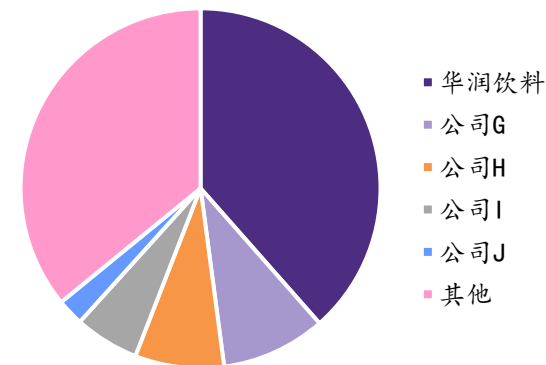
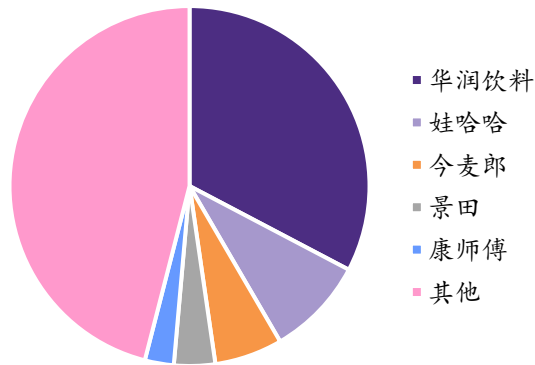
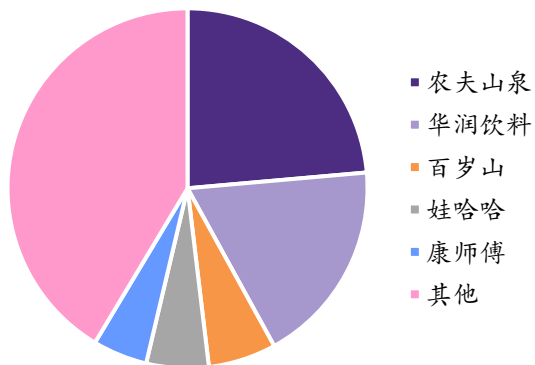
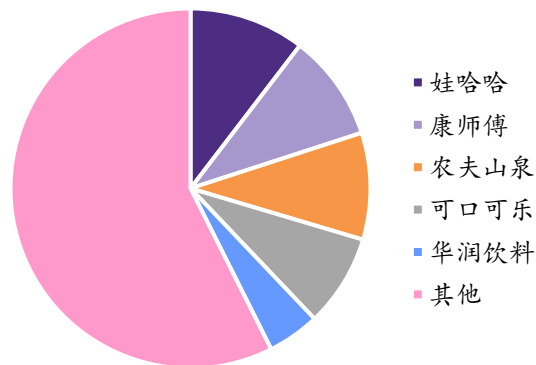
- **龙头集中度预计仍将提升，规模效应释放。** 1) 即饮市场来看，品类细化、需求迭代快、竞争激烈，打造常青大单品需要大赛道+强运营整合能力，竞争格局表现较分散，2023年按零售额计我国CR5为42.60%。2) 包装水市场来看，必选属性强、满足基础需求、考验供应与渠道力，规模效应明显，2023年按零售额计CR5为58.6%，其中农夫山泉/华润饮料分别作为天然水/纯净水的龙头，具有23.6%/18.4%的市占率。3) 纯净水市场来看，同质化竞争更明显、对供应链与成本管控要求更强，华润饮料以32.7%的市占率成为绝对龙头，在人均饮用量仍将提升的趋势下规模效应预计更强。4) 菊花茶饮料市场来看，规模相对较小、参与者较少、市场仍需培育，2023年CR5/华润菊花茶市占率达64.10%/38.50%。

图表：2023年中国即饮软饮料市场竞争格局（按零售额计）

图表：2023年中国包装饮用水市场竞争格局（按零售额计）

图表：2023年中国饮用纯净水市场竞争格局（按零售额计）

图表：2023年中国菊花茶饮料市场竞争格局（按零售额计）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2.3 龙头地位稳固，规模优势占优

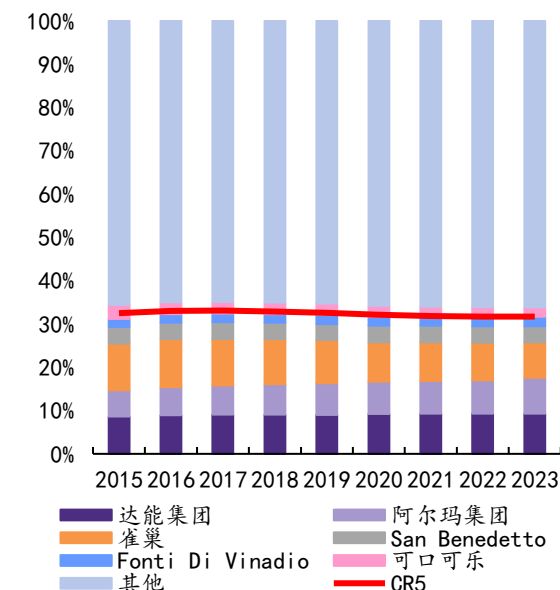
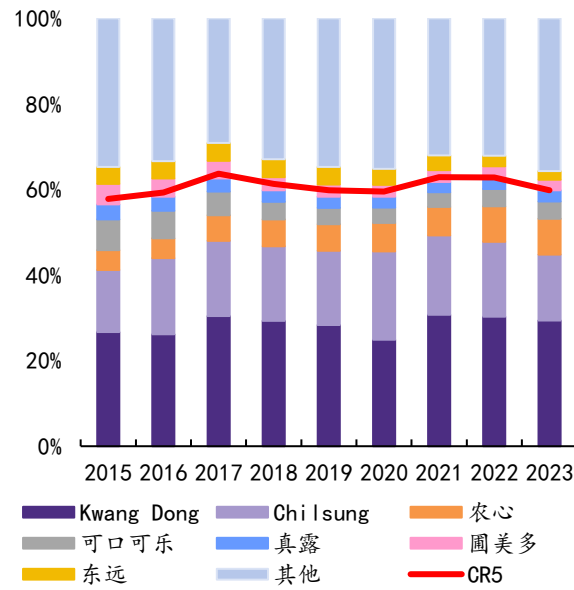
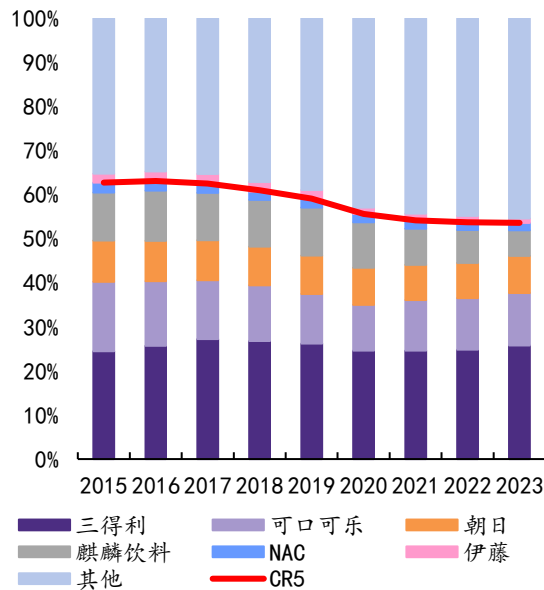
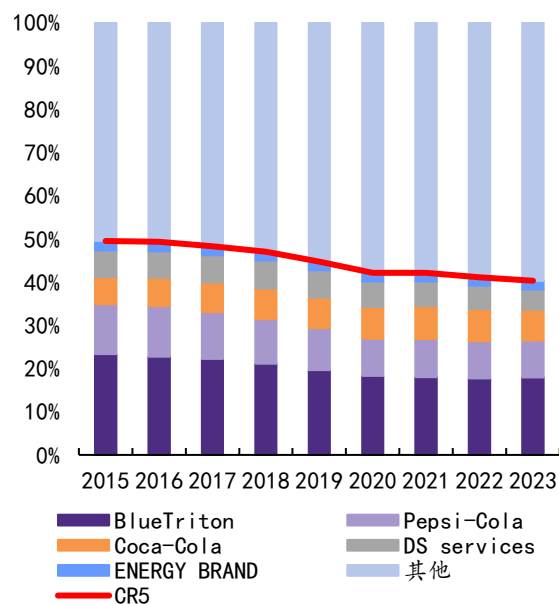
- **欧美包装饮用水集中度较低，日韩龙头份额较高。** 1) 欧美来看，2023年美国/西欧包装饮用水市场CR5分别为40.30%/31.70%，市占率较高的龙头公司均为雀巢、可口可乐、达能等食品饮料巨头，其集中度较低的原因为本地饮用水品牌较多且零售商自有品牌较发达。2) 日韩来看，2023年日本/韩国包装饮用水市场CR5分别为53.60%/59.80%，龙头公司为三得利、麒麟等头部饮料企业，规模效应更加明显。

图表：美国包装饮用水市场竞争格局及CR5

图表：日本包装饮用水市场竞争格局及CR5

图表：韩国包装饮用水市场竞争格局及CR5

图表：西欧包装饮用水市场竞争格局及CR5



资料来源：欧睿数据库，华鑫证券研究

2.3 龙头地位稳固，规模优势占优

➤ **细分品类龙头地位稳固，纯净水与矿泉水中腰部品牌较多。**从我国主流包装饮用水品牌来看，**第一梯队品牌**农夫山泉、怡宝、百岁山、娃哈哈已超百亿规模，其中前三品牌分别为天然水、纯净水、天然矿泉水细分品类龙头，头部地位稳固，先发优势明显。**第二梯队**以规模在30亿以上景田、凉白开等纯净水品牌为代表，主要系纯净水渗透率高，而水源壁垒不高，以考验企业供应链与渠道力为主。**第三梯队**为规模10亿左右的品牌，以恒大冰泉、昆仑山等矿泉水品牌为主，主要系天然矿泉水仍在培育期，同时对水源与企业供应力要求均较高，以小品牌为主。

图表：主流包装饮用水品牌基本情况

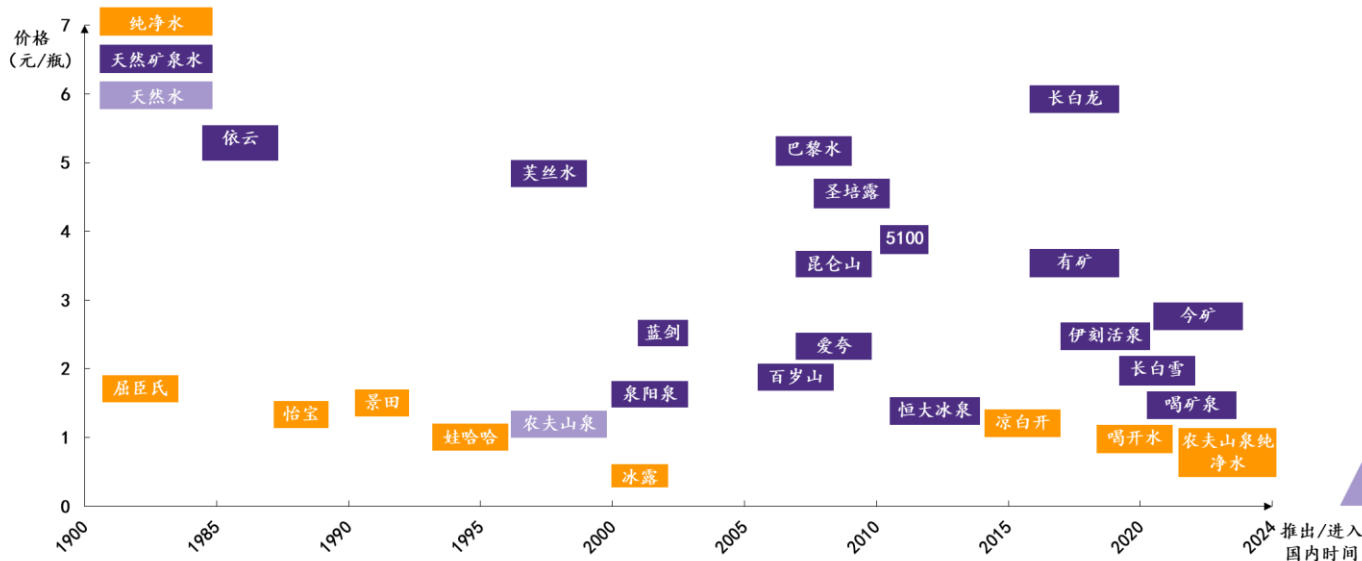
产品	所属公司	规格	京东价 (元/瓶)	市场规模 (亿元)	类别	特点	推出/进入 中国时间	产品	所属公司	规格	价格 (元/瓶)	市场规模 (亿元)	类别	特点	推出/进入 中国时间
冰露	可口可乐	550ml	0.79	-	饮用纯净水	全国各地优质水源地，独特生产工艺保证水质的纯净度和口感。	2001年	恒大冰泉	恒大集团	500ml	1.63	10+	天然矿泉水	水源来自长白山深层自涌冷泉；富含偏硅酸，含多种矿物质。	2013年
娃哈哈	杭州娃哈哈集团	350ml	1.29	108	饮用纯净水	采用RO反渗透水处理技术，将水中的杂质及有害金属严格去除。	1995年	长白山	农夫山泉	535ml	2.08	10+	天然矿泉水	长白山森林、距天池<60公里自涌冷泉，低钠偏硅酸型雪山矿泉水。	2021年
农夫山泉	农夫山泉	550ml	1.41	202.62	饮用天然水	水中含人体所需矿物元素，pH值为7.3±0.5，呈天然弱碱性。	1996年	百岁山	景田食品饮料集团	570ml	2.15	113	天然矿泉水	水源深藏于群山地下数百余米深的岩石裂隙中；含天然矿物质。	2007年
			1.16	2.8 (上市10天)	饮用纯净水	选取优质天然水源为原水，不使用城市自来水，坚持水源地建厂、水源地灌装，喝起来有点甜。	2024年	爱夸	统一企业中国	570ml	2.53	4.3	天然矿泉水	水源从地下深层自然向上涌出，蕴含偏硅酸等矿物质，无臭氧工艺。	2008年
喝开水	康师傅控股	550ml	1.37	10+ (2022)	纯净水，加热煮沸冷却	饮水温和；天然椰子壳活性炭纳米级双重过滤，超100°C高温杀菌。	2020年	蓝剑冰川时代	蓝剑饮品集团	555ml	2.88	6	天然矿泉水	水源为背靠青藏高原的龙门山，山顶融雪及山地雨水经过16年天然渗透和冰碛冰水堆积层矿化。	2003年
凉白开	今麦郎集团	550ml	1.41	40	纯净水，加热煮沸冷却	125°C高温瞬时熟化科技；口感柔，易吸收；健康饮水。	2016年	昆仑山	加多宝集团	500ml	3.58	10+	天然矿泉水	6000米昆仑雪山，50年+过滤和矿化；天然弱碱性，稀有小分子团水。	2008年
怡宝	华润饮料	555ml	1.50	124.47	饮用纯净水	深度净化处理技术，经过多道工序提纯净化；水质纯净，口感清润。	1989年	5100西藏冰川矿泉水	西藏5100水资源	330ml	3.92	0.87	天然矿泉水	来自西藏5100米天冰川矿泉水，水质纯净无污染；低氟小分子冰川矿泉水更适合长期饮用。	2012年
景田纯净水	景田食品饮料集团	560ml	1.71	70 (2020)	饮用纯净水	源于地下百余米的深层岩石断裂带，让全家品味健康好水；无菌灌装，行业先进设备，全自动化一体生产。	1992年	圣培露矿泉水	雀巢集团	500ml	4.75	-	天然含气矿泉水	水源取自米兰附近圣培露小镇，蓄水层以下1300米，含高锶、钙镁钠。	2009年
泉阳泉	吉林森工集团泉阳泉	600ml	1.87	8	天然矿泉水	水源地处长白山自然保护区核心地带，属含偏硅酸重碳酸钙镁型矿泉水，口感清爽怡人。	2001年	芙丝水	中国华彬集团	500ml	5.05	-	天然矿泉水	诞生于挪威，中国湖北神农架西麓为第二水源地；含锶、低钠、弱碱。	1998年
屈臣氏蒸馏水	长江和记实业	500ml	1.95	-	纯净水	以接近自然净化方式的复杂工艺，通过105°C专业蒸馏制法。	1903年	依云	法国达能集团	330ml	5.42	10 (2019)	天然矿泉水	水源地来自阿尔卑斯山深处，>15年冰川砂层天然过滤；水源点灌装。	1986年
								巴黎水	雀巢集团	330ml	5.38	-	天然含气矿泉水	天然含气；矿物质丰富。	2007年

资料来源：京东，每日食品，斑马消费，食品板，农夫山泉公司官网，农夫山泉公司公告，WIND，零售商业财经，21经济网，食业家，新潮流，拿声国际，食品官，华西都市报，腾讯新闻，Online创客ck，新品略财经，雅塑制盖，华鑫证券研究；注：农夫山泉、华润饮料、泉阳泉、5100销售规模为营收口径，其他为零售口径；未标注的均为2023年数值

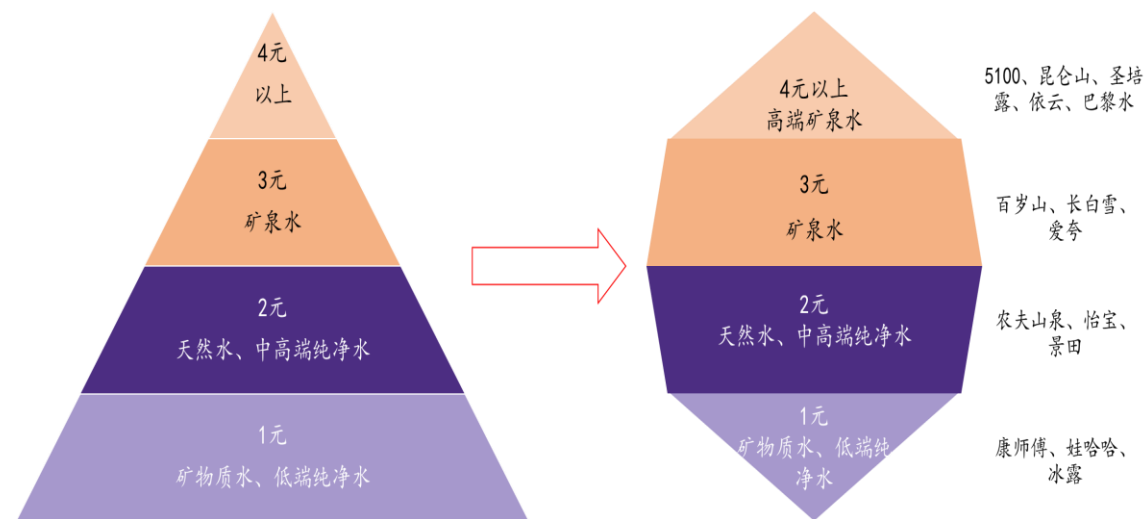
2.4 价格战利于龙头，市场集中度预计提升

- **成本压力下市场整体结构升级，2元与3元成为目前主流价格带。**从价位布局来看，纯净水品牌普遍位于1-2元价位带，天然水亦处于2元价格带，天然矿泉水分为3元及4元以上两大主要价位带。从推出时间来看，2000年以前市场新品以纯净水为主，占据先发优势；2000年农夫山泉推出天然水，此后较多天然矿泉水品牌面世，主打高端定位，包装饮用水整体价格表现上移。从价位演变来看，目前主流价位带已升级至2元与3元价位带，分别以天然水及中高端纯净水、天然矿泉水为代表，一方面符合消费升级趋势，另一方面部分水企出于原材料上涨或错位竞争而主动提价。

图表：各包装饮用水品牌推出时间与售价



图表：包装饮用水价位带分布演变情况

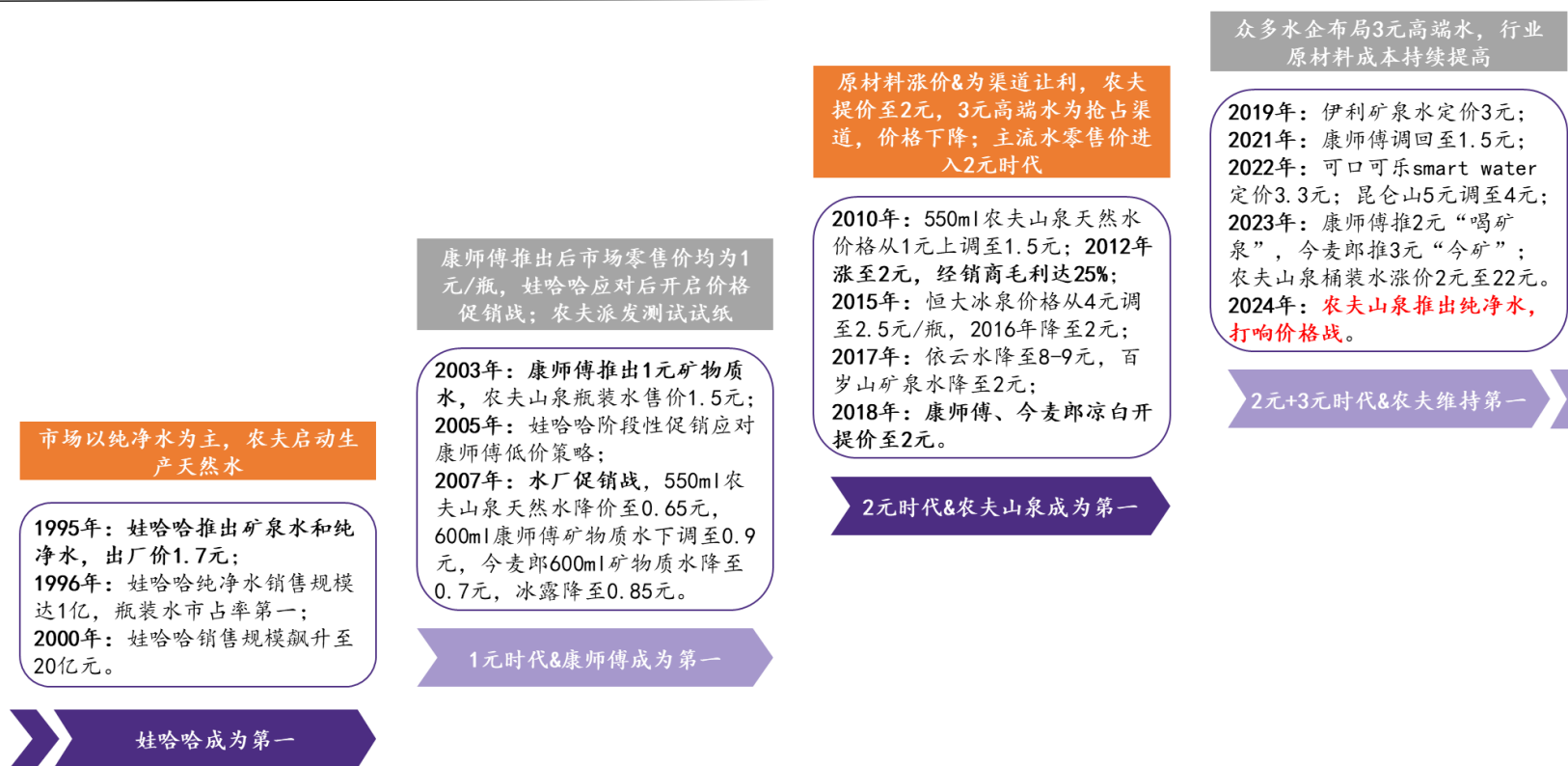


资料来源：京东，每日食品，斑马消费，食品板，农夫山泉公司官网，农夫山泉公司公告，WIND，零售商业财经，21经济网，食业家，新潮流，拿声国际，食品官，华西都市报，腾讯新闻，Online创客ck，新品略财经，雅塑制盖，快刀财经，华鑫证券研究

2.4 价格战利于龙头，市场集中度预计提升

- 长时间维度复盘包装饮用水价格变动与龙头更迭情况来看，成为包装饮用水第一的必要条件为引并占据领主流价位带的龙头地位。1) 2000年以前，娃哈哈率先高端定价并加快扩张速度，成为瓶装水市占率第一。2) 2003年康师傅推出1元水打响价格战1.0，各品牌纷纷跟进，包装饮用水进入1元时代，康师傅凭借高性价比及强渠道优势成为第一。3) 2010-2012年，农夫山泉因原材料价格上涨与提高渠道利润而涨价至2元，享受差异化品类&强渠道推力优势，随后3元矿泉水品牌降低价格，打响价格战2.0；主流水零售价进入2元时代，农夫山泉成为第一。4) 随着行业原材料价格上涨，2019年起众多水企布局3元矿泉水，行业进入2元+3元时代，农夫维持第一并于2024年推出纯净水，打响价格战3.0。

图表：包装饮用水价格变动与龙头更迭复盘



资料来源：斑马消费，食评方，三节课，澎湃新闻，市场报，贝果财经，东北企业网，环球网，中国城市报，市值榜，快刀财经，中国财经，北京商报，市界，每日食品，时代周报，界面新闻，Citreport科技快报网，食品板，华鑫证券研究

2.4 价格战利于龙头，市场集中度预计提升

- **2024年4月天然水龙头农夫山泉推出绿瓶纯净水，并陆续采取促销措施引发价格战。**一方面行业中旺季12瓶整包销售的量贩装针对家庭场景，单支价格普遍较单瓶装更低；另一方面为吸引消费者尝鲜，农夫绿瓶在重点渠道和区域推出9.9元/12瓶的价格，部分区域甚至达8.8元/12瓶，单价均低于1元/瓶。其他包装水产品亦纷纷针对量贩装跟进价格促销，同时部分区域单瓶装从2元/瓶降至1.5元/瓶。同时，价格战的兴起让更多品牌参与进包装饮用水市场，引发激烈竞争。

图表：2024年农夫纯净水推出且采取促销措施后引发价格战

2024.07 (上海线下商超)				2024.07 (济南超市)			2024.07 (成都红旗连锁)		
品牌	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)
农夫纯净水	550ml*12瓶	8.8	0.73	550ml*12瓶	9.9	0.83	550ml*12瓶	7.92	0.66
农夫天然水	550ml*12瓶	13.9	1.16	550ml*12瓶			550ml*12瓶	12.8	1.07
怡宝纯净水				555ml*12瓶	11.9	0.99	350ml*12瓶	9.9	0.83
娃哈哈纯净水				596ml*12瓶	11.9	0.99	596ml*12瓶	16.8	1.40
康师傅凉白开				380ml*15瓶	9.8	0.65			
康师傅喝开水	550ml*12瓶	14.4	1.20						
2024.08				2024.08 (济南超市)			2024.08 (单瓶, 济南超市)		
品牌	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	单价 (元/瓶)	
农夫纯净水				550ml*12瓶	9.9	0.83			
农夫天然水				550ml*12瓶	13.9	1.16	550ml	1.5	
怡宝纯净水							550ml	1.5	
娃哈哈纯净水	596ml*12瓶	11.99	1.00	596ml*12瓶	11.9	0.99			
康师傅凉白开									
康师傅喝开水	550ml*12瓶	9.9	0.83	550ml*12瓶	9.9	0.83			
景田纯净水				560ml*12瓶	12.9	1.08	560ml	1.1	
百岁山矿泉水							570ml	1.8	
2024.10 (天津华润超市)				2024.11 (济南超市)			2024.11 (广州超市)		
品牌	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)	规格	总价 (元/包)	单价 (元/瓶)
农夫纯净水	550ml*12瓶	9.9	0.83	550ml*12瓶	9.9	0.83	550ml*12瓶	9.9	0.83
农夫天然水	550ml*12瓶	11.9	0.99				550ml*12瓶	12.9	1.08
怡宝纯净水	555ml*12瓶	10.5	0.88						
娃哈哈纯净水				596ml*12瓶	14.4	1.20			
恒大冰泉深矿泉				500ml*12瓶	14	1.17			
康师傅喝开水				380ml*15瓶	9.8	0.65			
景田纯净水	560ml*12瓶	10.8	0.90	360ml*12瓶	16.8	1.40			

图表：价格战带来市场参与者增多

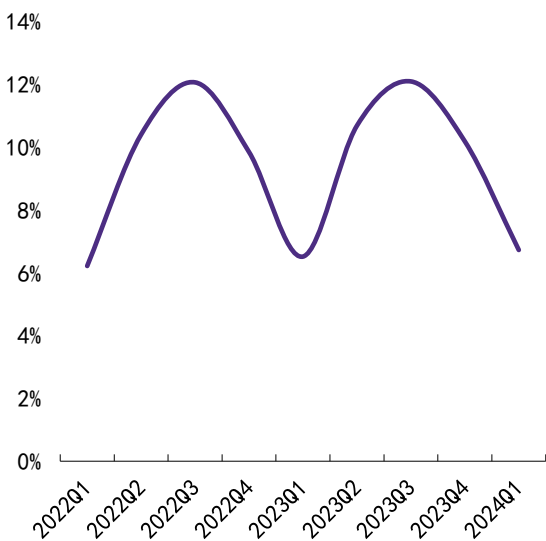
品牌	产品名称	类别	规格	单价 (元)	上市时间
正大	所以润12L装	矿泉水	12L	-	2024.01
农夫山泉	饮用纯净水	纯净水	550ml	1.16	2024.04
ELECTROX 颗粒	pH8.8+1L装	天然苏打水	1L	10.44	2024.04
怡宝	透明瓶包装饮用水	纯净水	520ml	-	2024.05
	运动盖纯净水	纯净水	-	-	2024.07
鸟巢文化中心	鸟巢水	天然泉水	296ml	3.54	2024.06
东方甄选	天然矿泉水	矿泉水	350ml、500ml	1.66	2024.06
元气森林	饮用纯净水	纯净水	520ml	-	2024.06
海天	海天纯	纯净水	350ml	2.42	2024.07
依云	天然矿泉水运动款	矿泉水	330ml、500ml、750ml	13.25	2024.07
胖东来	长白山矿泉水	矿泉水	360ml	1.20	2024.09

资料来源：大河财立方，澎湃新闻，映象网，中国经济网，腾讯网，新浪财经，桶装水行业，每日食品，京东，华鑫证券研究

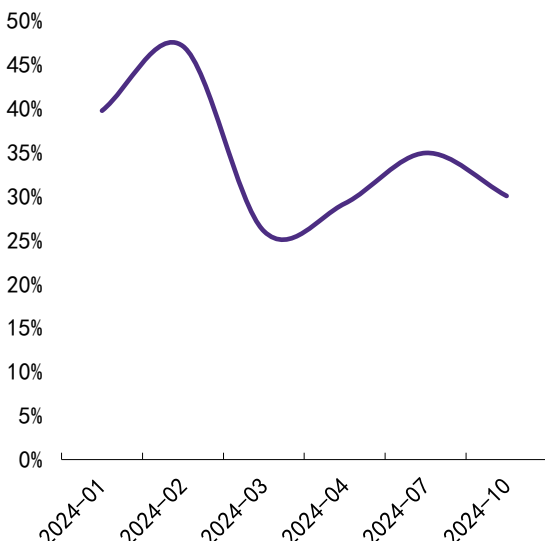
2.4 价格战利于龙头，市场集中度预计提升

- 我们认为此次价格战下龙头依靠渠道与规模优势占优，中小品牌逐步出清，市场集中度将进一步提升。2023年农夫山泉包装饮用水实现营收202.62亿元，同比增长10.95%；2024年2月市场份额为47.04%，3月起受舆论风波影响市占率下降明显，4月推出纯净水后逐步提升，但仍未完全恢复；2024H1农夫整体毛利率为58.78%，较2023年同期下降1.38pcts，盈利能力略受影响。我们预计此轮价格战力度渐弱但短期仍将持续，以农夫、怡宝、百岁山、娃哈哈为代表的龙头水企在较强规模效应下，盈利能力与市场份额受影响程度较小；长期来看价格战结束后包装饮用水市场集中度预计仍将提升，中小规模饮用水品牌进一步出清，如可口可乐宣布降低瓶装水品牌的优先级。

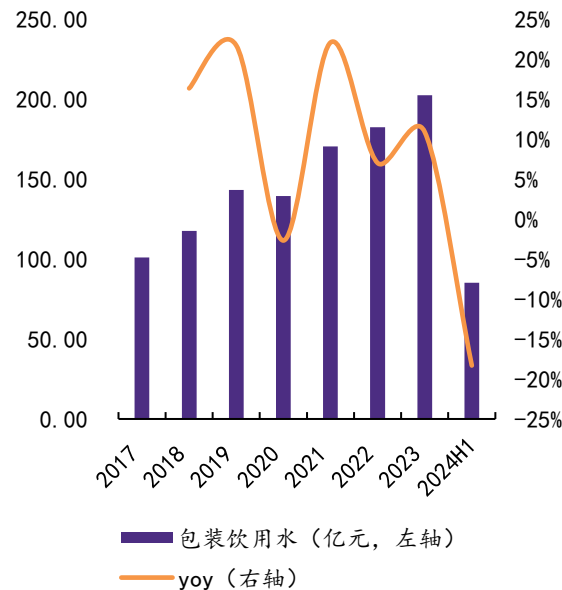
图表：包装饮用水在饮料类目中市场份额变化



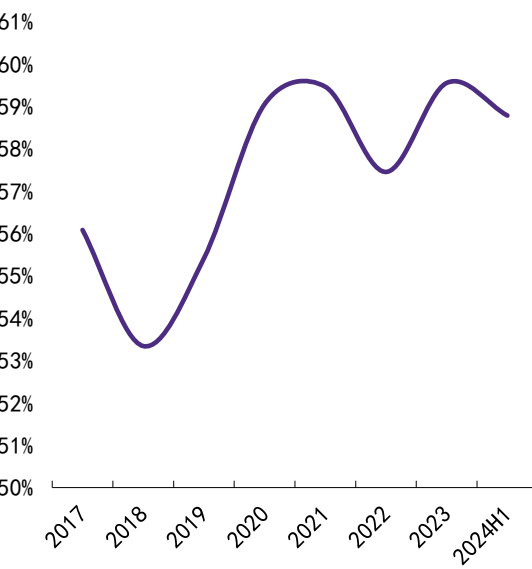
图表：今年农夫包装饮用水总体份额变化



图表：2017-2024H1农夫包装饮用水营收及增速



图表：2017-2024H1农夫包装饮用水毛利率变化



资料来源：WIND，马上赢，投中网，一刻商业，新零售，华鑫证券研究

03 饮用水盈利弹性足， 平台化增长潜力强

研究创造价值

3.1 中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足

- **公司产品布局可分为包装饮用水与饮料两大类**，1) **包装饮用水为公司基本盘**，近几年在“怡宝”纯净水品牌的基础上推出“怡宝露”、“本优”、“FEEL”等品牌布局矿泉水、天然水与气泡苏打水，形成饮用水多品类布局。2) **饮料产品为潜在增长点**，饮料方面公司主要布局茶饮料与果汁饮料，其中“至本清润”草本植物饮料为公司主要发力产品，已推出菊花茶、柠檬茶、酸梅汤等口味；“午后奶茶”、“火咖”、“魔力”、“源自世界的厨房”为与麒麟品牌合作所推新产品；价格基本位于主流价位带，各细分品类布局SKU较少，仍在初步培育期。

图表：公司产品布局及定位

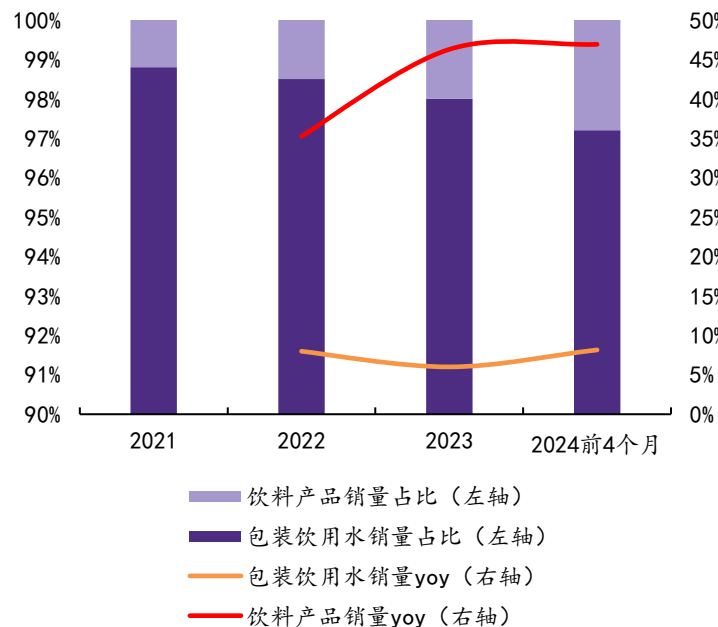
产品品类	品牌	描述	上市时间	单品容量	终端建议零售价（元）	SKU数量
包装饮用水产品	怡宝	瓶装/桶装纯净水	1990年代	350ml、400ml、555ml、1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、6L、12.8L及18.9L	1.5-23	10
		瓶装饮用纯净水及饮用天然水		520ml、5L	不适用	3
	怡宝露	玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022年	350ml、750ml	1.5-30	2
	本优	瓶装天然矿泉水及饮用天然水	2023年	350ml、555ml	1.5-2	3
	加林山	桶装天然矿泉水及饮用纯净水	2010年	18.9L	18-22	2
	FEEL 气泡苏打水	罐装/瓶装气泡苏打水	2022年	330ml、480ml	3-8.5	4
茶饮料产品	至本清润	草本植物饮料	2021年	310ml、450ml、1L、1.5L	3-8.5	8
	佐味茶事	无糖茶饮料	2019年	430ml	5	3
	午后奶茶	奶茶饮料	2011年	430ml、500ml	4-5	3
果汁类饮料产品	蜜水系列	风味水	2018年	350ml、480ml	4-5	7
	假日系列	低浓度果汁	2019年	440ml、1.5L	4-8.5	5
	源自世界的厨房	低浓度果汁	2022年	500ml	5	1
其他产品	魔力	运动饮料	2011年	500ml	5	3
	火咖	咖啡饮料	2011年	180ml、260ml、280ml、440ml	3.5-6	5

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

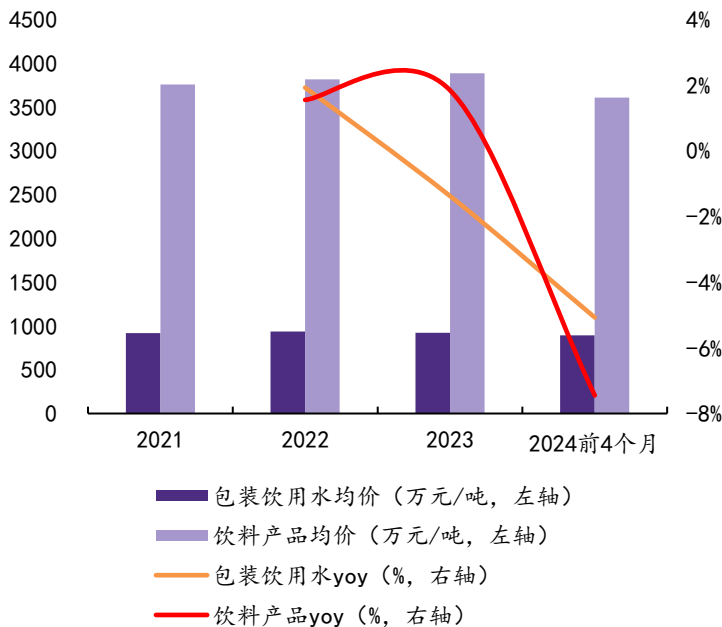
3.1 中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足

➤ **包装饮用水稳健增长，饮料产品占比小增速快。** 2023年包装饮用水/饮料产品分别实现营收124.47/10.68亿元，分别占比92.10%/7.90%；销量分别占比98%/2%，增速分别为6.00%/46.28%；均价分别为922.58/3884.25万元/吨，分别同比-1.38%/+1.84%，公司包装水业务增速表现稳定，饮料业务处于发展初期。盈利方面，2023年包装饮用水/饮料产品毛利率分别为45.60%/33.70%，分别同比+1.00/+5.00pcts，包装水盈利能力更强，但在自产生产比例与产能利用率提升的趋势下，毛利率仍有增长预期；饮料随着产能释放、摊薄成本，盈利能力逐步提升。

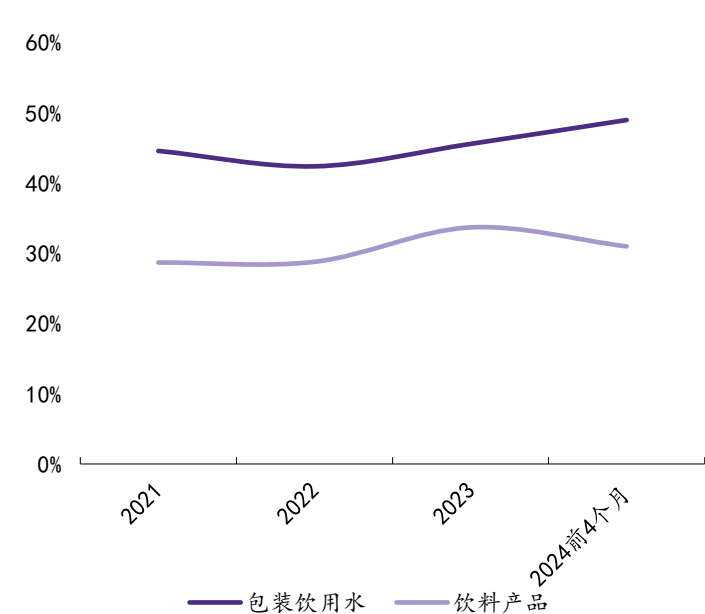
图表：公司主要产品销量表现



图表：公司主要产品均价表现



图表：公司主要产品毛利率表现



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

3.1 中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足

➤ **与主流饮用水企业对比，公司产品布局规格与品牌最多、品类最全。**规格方面，公司除推出350/400/550ml三种小规格产品外，在1L-15L的中规格产品中亦布局6种规格，为消费者提供多样选择，其他水企基本为一个品牌仅有1-2种小或中规格产品。**品类方面**，目前公司在纯净水、天然水、天然矿泉水三大品类均有布局，其他水企仅农夫、百岁山多元布局，我们预计后续多品类布局为水企发展趋势之一，考验水企供应链整合能力。

图表：主流饮用水企业产品布局示例

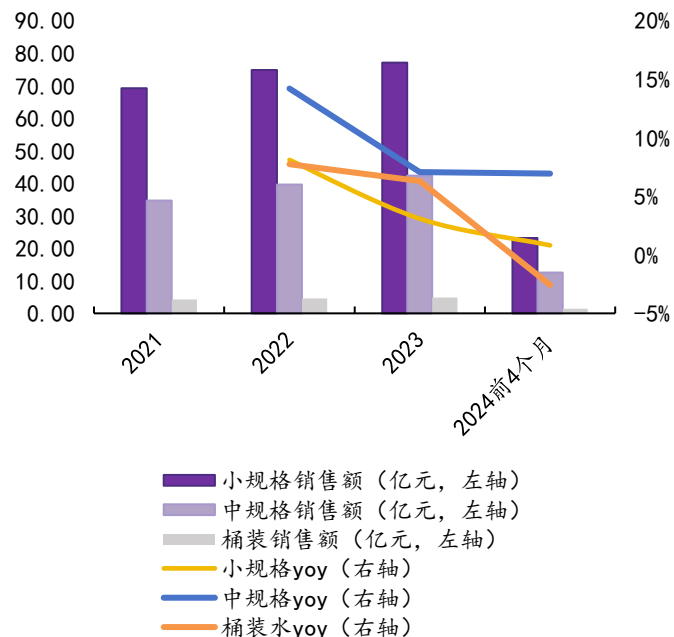
公司	品牌	种类	规格	图片	公司	品牌	种类	规格	图片
华润 饮料	怡宝	饮用纯净水	350ml、400ml、555ml、1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、6L、12.8L、18.9L		娃哈哈	娃哈哈	饮用纯净水 晶钻水（饮用纯净水） 五龙泉矿泉水（饮用天然矿泉水）	596ml、4.5L、5.5L 4.5L 550ml	
	怡宝露	饮用天然水 天然矿泉水（玻璃瓶装）	520ml、5L 350ml、750ml		康师傅	康师傅	饮用纯净水 喝开水 纯水乐（百事）	550ml 380ml、550ml、5L 350ml、550ml、1.5L、5L	
	本优	天然矿泉水	350ml、555ml		统一	巴马泉 爱夸	饮用纯净水 饮用天然矿泉水 天然矿泉水（偏硅酸）	555ml 18.9L 18.9L、500ml 360ml、570ml、1.5L、5L	
	加林山	天然矿泉水	18.9L		百岁山	百岁山	饮用天然矿泉水	348ml、570ml、1L、4.5L	
	永隆	饮用纯净水	18.9L		景田	景田	饮用纯净水 天然泉水（煮饭泡茶）	360ml、560ml、1.5L 4.6L	
农夫 山泉	农夫山泉	饮用纯净水	550ml		奔来旺	奔来旺	饮用天然矿泉水（玻璃瓶）	348ml	
	农夫山泉	饮用天然水	380ml、550ml、1.5L、4L、5L、19L		凉白开	凉白开	纯净水（熟水饮用水）	550ml	
	农夫山泉	饮用天然水（婴幼儿）	1L		蓝标	蓝标	饮用纯净水	550ml	
	农夫山泉	饮用天然水（泡茶）	4L		今矿	今矿	饮用天然矿泉水（偏硅酸）	350ml、570ml、5L	
	农夫山泉	天然矿泉水（运动瓶盖）	400ml、535ml		雀巢	雀巢优活	饮用纯净水	330ml、550ml、5L	
农夫山泉	天然矿泉水（含锂型）	535ml							
农夫山泉	天然矿泉水（玻璃瓶）	350ml、750ml							

资料来源：各公司招股书，京东，天猫，各公司官网，华鑫证券研究

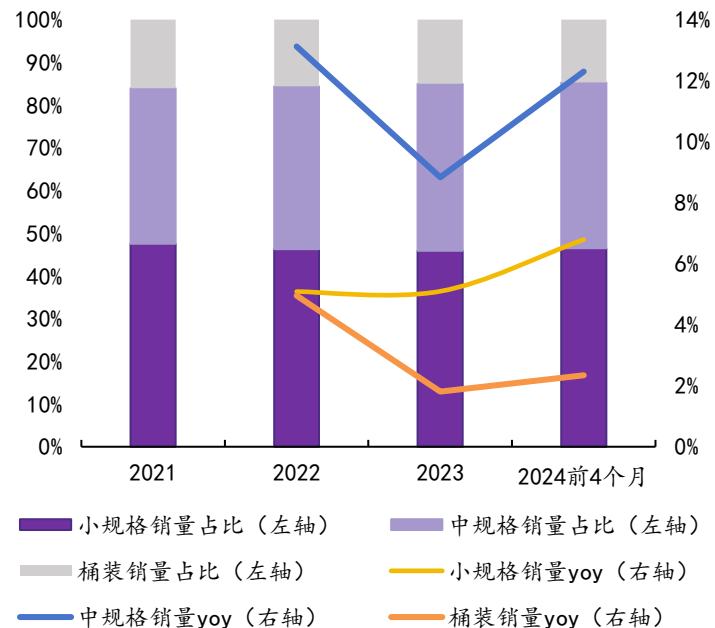
3.1 中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足

➤ **小规格产品贡献60%销售额，中规格销量占比近四成。** 2023年公司小规格/中规格/桶装产品销售额分别为77.16/42.43/4.88亿元，分别同比增长3.09%/7.08%/6.30%；占比分别为61.99%/34.09%/3.92%，小规格产品仍为基本盘，同时中规格产品占比逐步提升。量价拆分看，2023年小规格/中规格/桶装产品销量占比分别为45.88%/39.09%/15.03%，中规格与桶装产品合计销量占比高于小规格；均价分别为1247/805/241万元/吨，中小规格基本表现稳定，桶装产品均价略有提升。

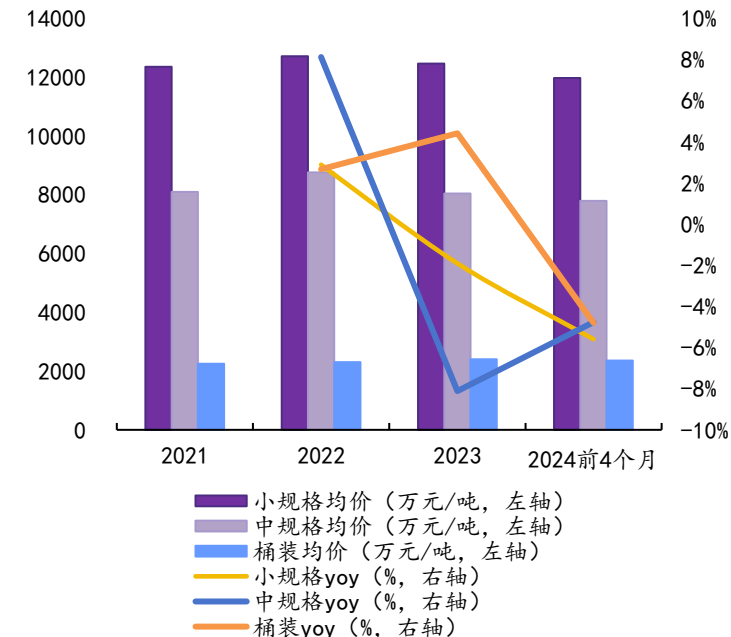
图表：公司包装饮用水不同规格销售额及增速



图表：公司包装饮用水不同规格销量及增速



图表：公司包装饮用水不同规格均价及增速



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

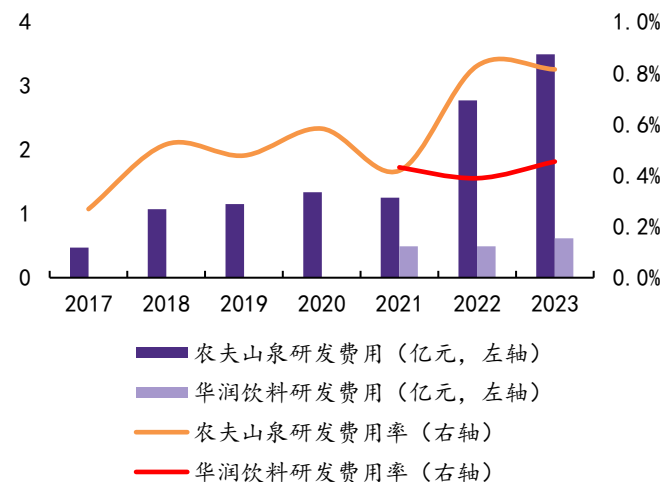
3.1 中规格饮用水占比提升，饮料业务增长潜能充足

➤ **重视新品推出，研发力度预计加大。**2011年公司与日本龙头饮企麒麟公司战略合作，引进“午后奶茶”、“魔力”、“火咖”等新品；2018年起公司加快新品研发进程，逐年自研推出“蜜水系列”风味水、“佐味茶事”无糖茶、“至本清润”草本植物饮料等产品；同时在包装水业务上重视产品矩阵的完善，2022/2023年分别推出“怡宝露”天然矿泉水及“本优”天然水。2023年公司研发费用0.62亿元，2021-2023年CAGR为12.06%，研发费用率保持在0.40%左右；参考农夫2020年上市后研发费用率有力提升，华润上市后亦将加大研发投入，募资用途中预计分配1.42亿港元于产品研发。

图表：公司产品推出历程



图表：华润与农夫研发费用及费用率对比



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

- 成熟市场以自有工厂为主合作伙伴为辅，发展市场以合作伙伴为主，高效降低运输半径。目前公司拥有13家自有工厂及31家合作生产伙伴，布局在人口密集的19个省及直辖市，实现半径300-500公里内一线城市及新一线城市全覆盖。公司为工厂选址时遵循“1+N”的模式，首先战略性地选择在相对成熟的区域市场或有优质丰富水源的地区建造自有工厂，再在每个地区的大型工厂附近设置数家卫星生产工厂，包括自有工厂及从合作生产伙伴中选择工厂，以降低运输半径及成本；在市场不太成熟的地区，目前尚无自有工厂，主要与生产伙伴合作，降低固定资产投资风险。目前公司在广东、广西、湖南、湖北、上海、安徽、江苏、四川建有自有工厂，全国化产能布局空间仍大。

图表：2018年公司产能布局情况



图表：2020年公司产能布局情况



图表：2024年公司产能布局情况

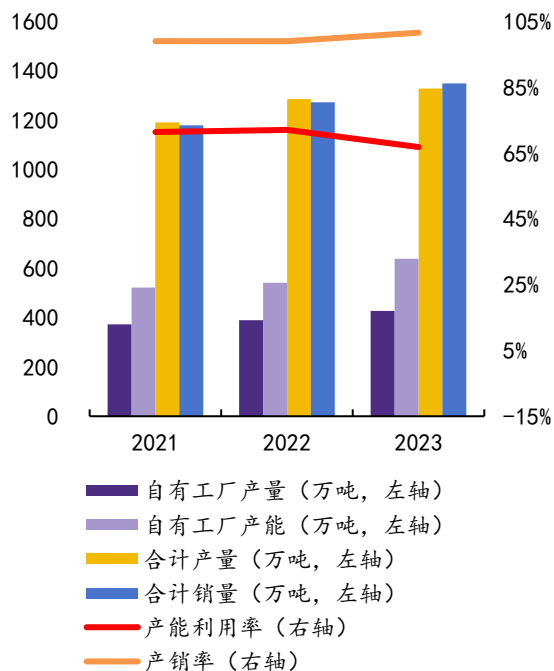


资料来源：食品板，公司招股书，华鑫证券研究

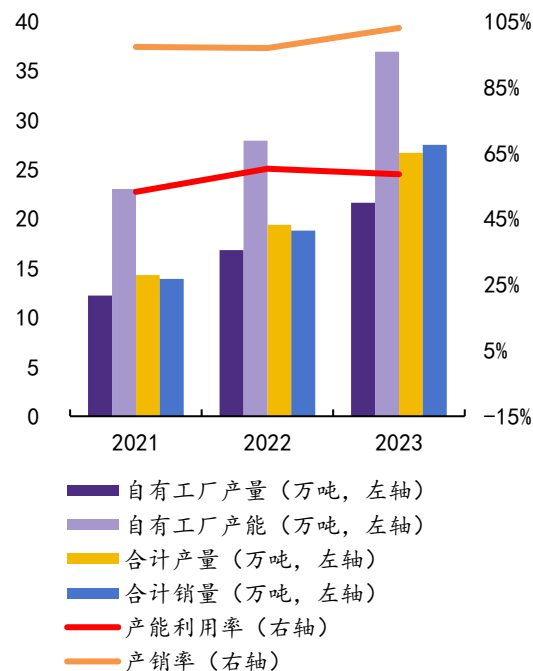
3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

- **自有工厂包装饮用水产能利用率具提升空间，饮料产能利用率较高。** 2023年公司包装饮用水及饮料总产能达1880万吨，产量达1350万吨，其中自有工厂包装饮用水/饮料产能分别为637.97/36.92万吨，产量分别为426.27/21.62万吨，分别占总产量32.09%/80.97%；产能利用率分别为66.82%/58.56%。包装饮用水产能利用率下降主要系公司引入新工厂及生产线投产，如长沙、成都、宜兴、河源等工厂，2024年前4个月包装饮用水/饮料产能利用率分别为62.7%/84.1%。目前自有工厂中除肇庆、成都、长沙工厂产能利用率超过80%外，其他工厂均具有提升空间。

图表：包装饮用水生产情况



图表：饮料生产情况



图表：包装饮用水与饮料自有工厂生产情况

	产能利用率			产能 (万吨)			产量 (万吨)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
包装饮用水									
肇庆工厂	93.29%	93.44%	96.64%	39.92	39.92	33.66	37.24	37.3	32.53
上海工厂	59.25%	46.51%	59.38%	15.78	15.78	15.78	9.35	7.34	9.37
加林山工厂	60.20%	54.12%	21.04%	7.89	7.89	7.89	4.75	4.27	1.66
永隆工厂	54.65%	51.30%	48.01%	16.12	16.12	16.12	8.81	8.27	7.74
深圳工厂	76.83%	62.11%	66.82%	55.24	59.01	58.14	42.44	36.65	38.85
江门工厂	63.07%	65.64%	58.51%	88.25	88.25	88.82	55.66	57.93	51.97
长沙工厂	77.19%	88.46%	80.03%	81.91	81.91	81.91	63.23	72.46	65.55
六安工厂	60.70%	63.29%	62.73%	62.52	78.16	102.16	37.95	49.47	64.08
南宁工厂	76.35%	76.24%	67.53%	56.31	56.31	64.56	42.99	42.93	43.6
成都工厂	71.54%	74.79%	83.11%	97.37	97.37	97.37	69.66	72.82	80.92
宜兴工厂			49.46%			51.01			25.23
碧优选工厂			24.24%			19.64			4.76
合计	70.61%	71.44%	66.45%	544.32	568.65	673.98	384.32	406.26	447.88
饮料									
肇庆工厂-饮料	50.70%	57.13%	56.75%	11.48	16.4	25.39	5.82	9.37	14.41
上海工厂-饮料	55.68%	64.61%	62.53%	11.53	11.53	11.53	6.42	7.45	7.21
合计	53.19%	60.22%	58.56%	23.01	27.93	36.92	12.24	16.82	21.62

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

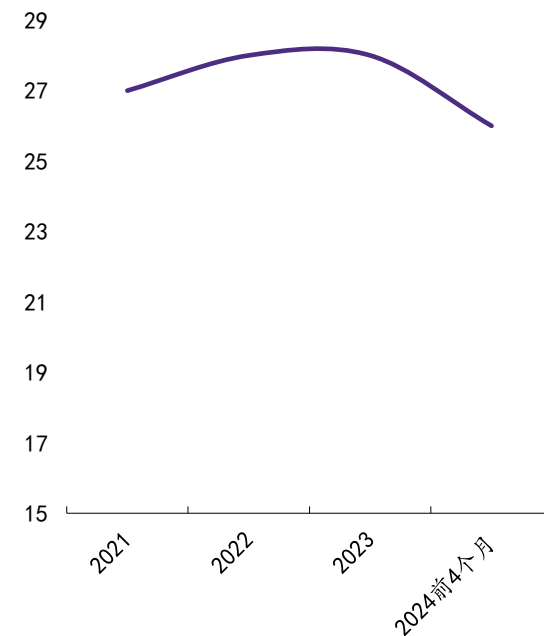
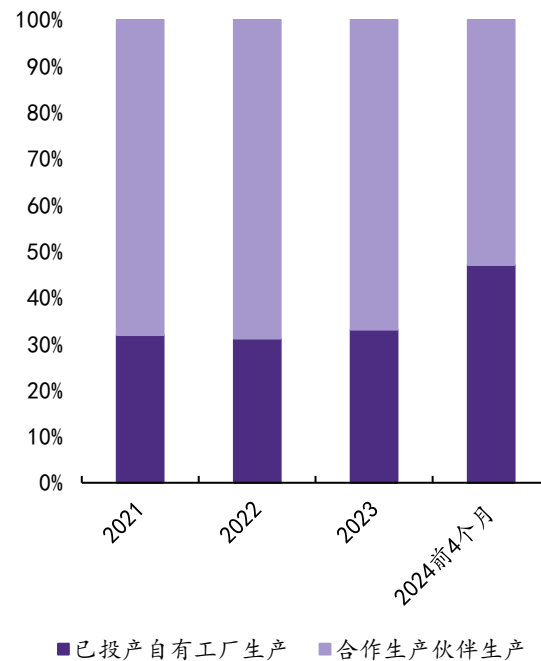
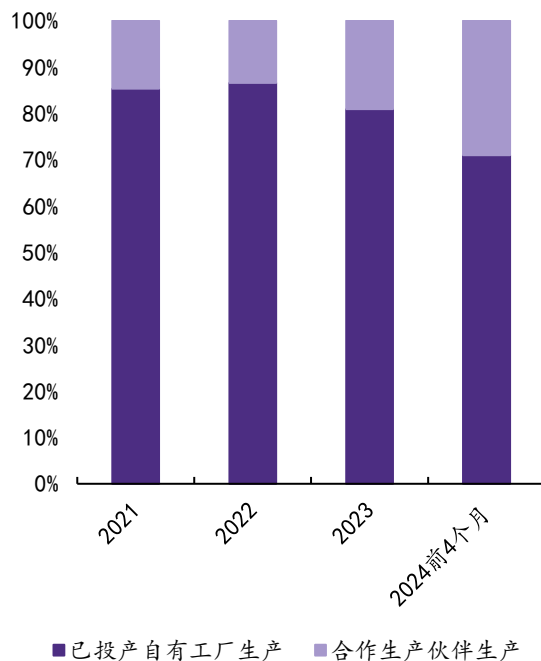
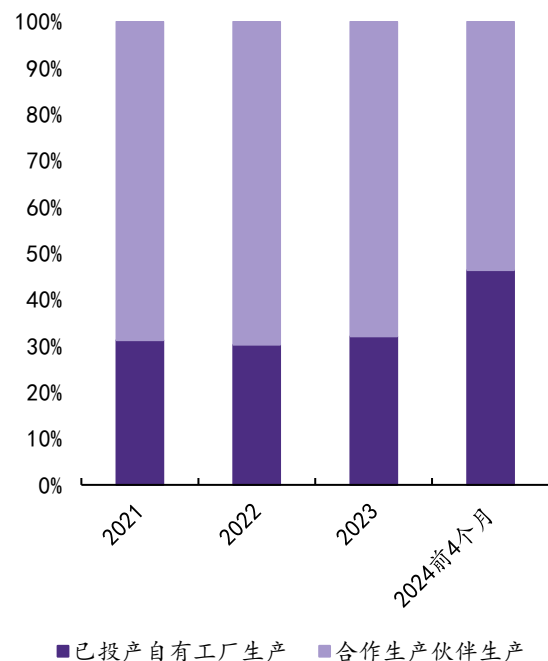
- 合作生产伙伴独家合作，关系稳定。**截至2024年前4个月，公司拥有61条自有生产线及70条合作伙伴拥有的生产线，包装饮用水/饮料自有工厂产量占比分别为46.36%/70.97%，分别较2021年变化+15.09%/-14.35%，随着市场逐步成熟，包装饮用水自有工厂投产比例提高；饮料业务处于发展初期，合作伙伴生产比例逐步提高。2024年前4个月，自有工厂/合作伙伴产量合计占比分别为47.06%/52.94%。公司通常与合作生产伙伴就包装饮用水生产建立独家合作关系，要求对其工厂有统一的管理标准，每年对其进行评估，但目前保持相对长期关系。截至2024年前4个月，目前合作生产伙伴平均合作时长约9年，其中12家合作时间为10年以上。

图表：包装饮用水自有与合作伙伴生产占比

图表：饮料自有与合作伙伴生产占比

图表：整体产品自有与合作伙伴生产占比

图表：2021-2024Q1合作生产伙伴变化

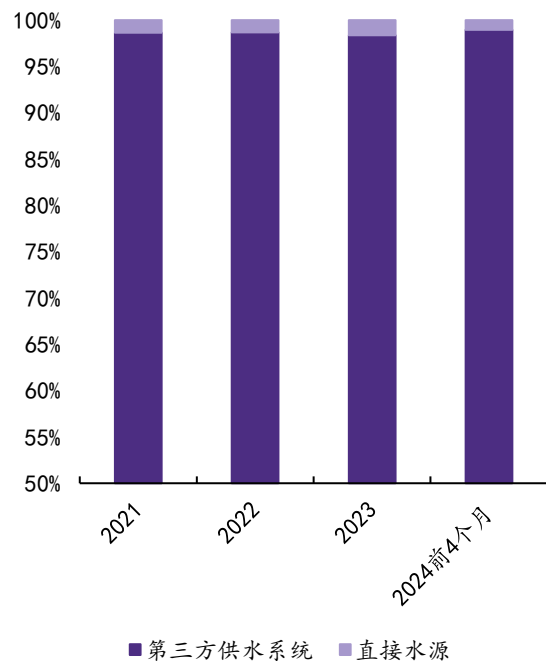


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

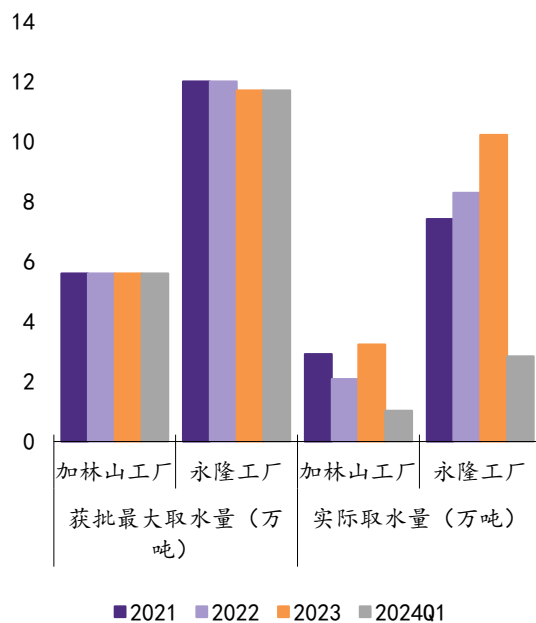
3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

- **第三方供水系统稳定，新建产能支撑全国化扩张。**水源方面，主要来自43家第三方供水系统（经当地政府授权的第三方供水实体，通过管道向当地居民和企业供水），其水源包括水库、河流、湖泊等当地地表水和地下水，取水后进行初步处理和加工如混凝、沉淀、过滤和消毒，再输送至公司工厂或合作生产伙伴继续进行检测、深度净化和处理。另外公司自2010年起对天然矿泉水水源地进行战略部署，并为加林山天然矿泉水水源内的加林山工厂和永隆工厂取得取水许可证和采矿许可证。**新建产能方面**，公司预计在2025年及之前新建宜兴、万绿湖、武夷山、浙江工厂，扩建成都工厂，总投资额42.87亿元，投产后预计新增包装饮用水/饮料产能分别为661/35万吨，总产能预计分别达到1335/72万吨。

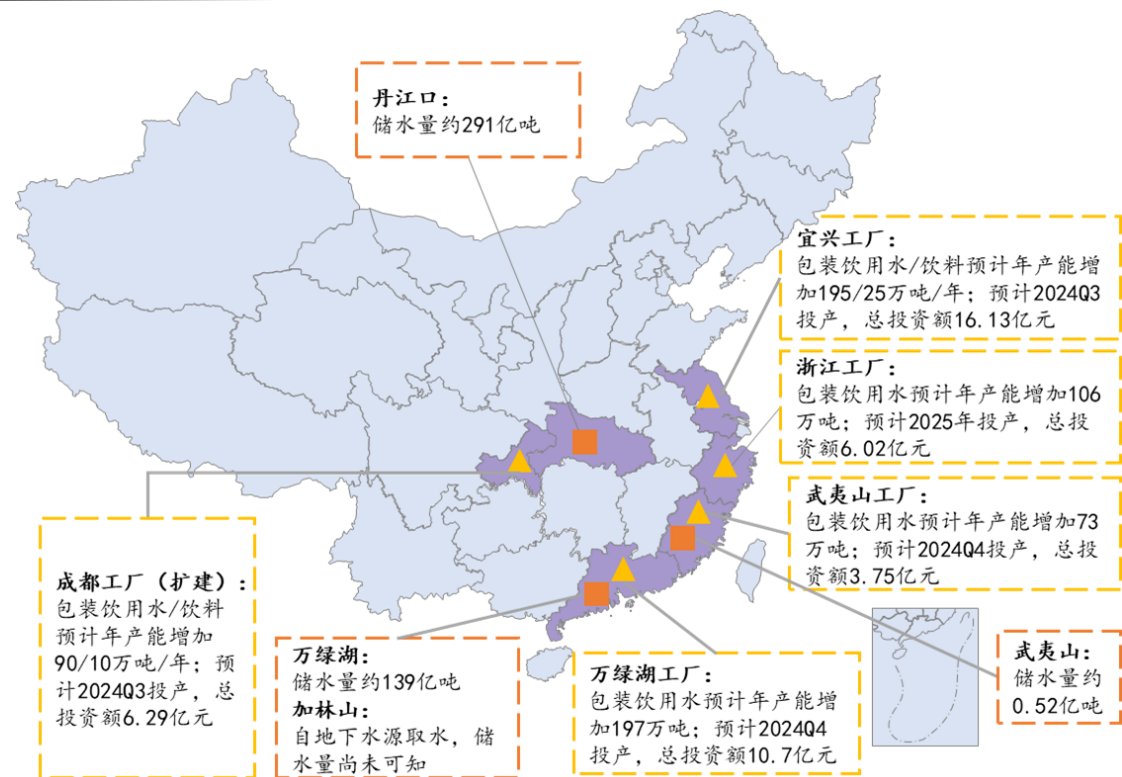
图表：第三方供水与直接水源占比



图表：直接水源取水量对比



图表：直接水源与预计新建产能分布图

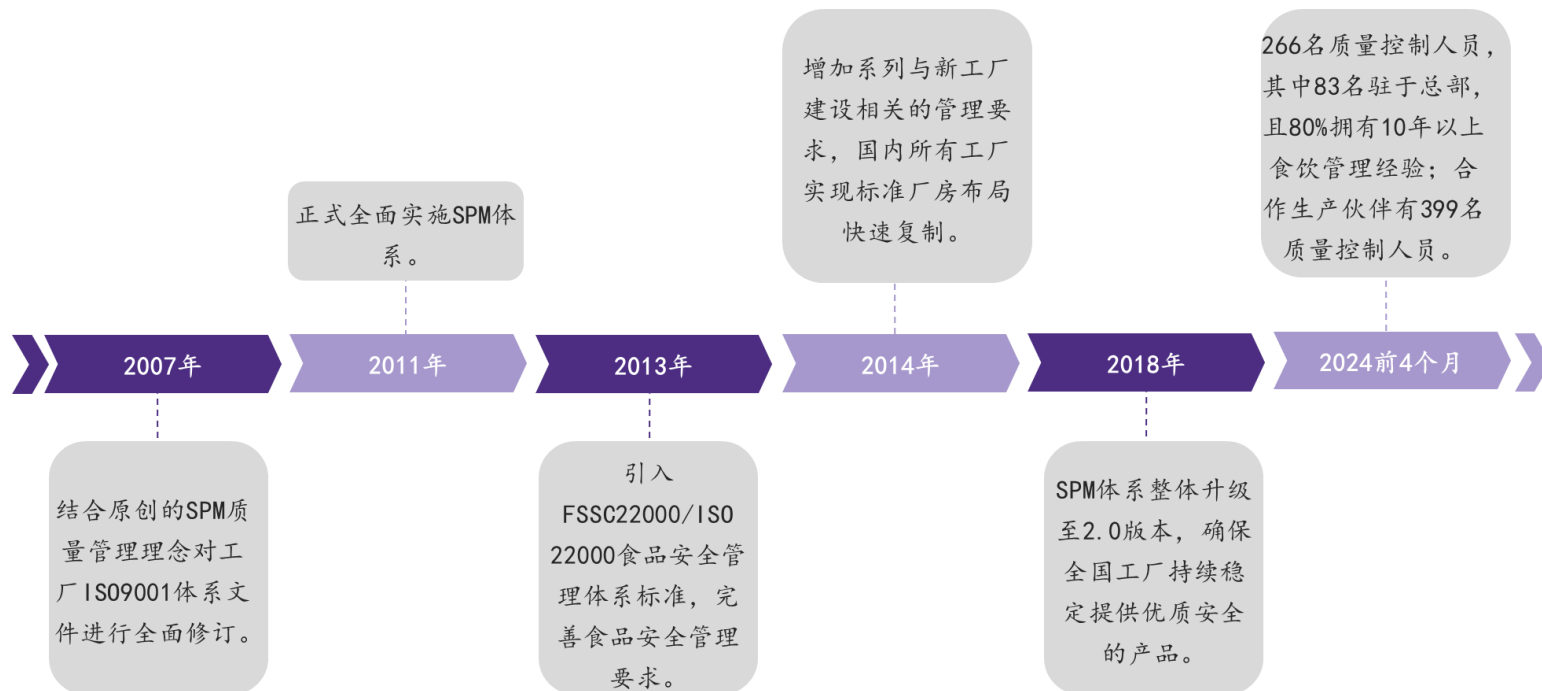


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

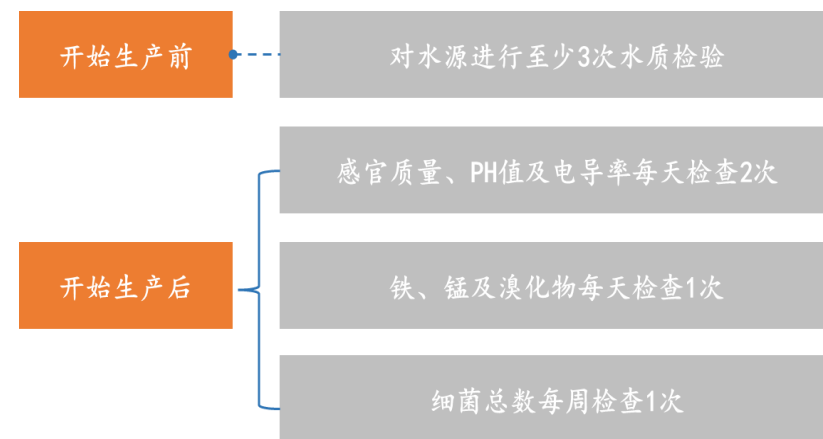
3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

- **重视质量控制，密集监测水源。**我们认为，包装饮用水产品同质化程度高、基础性需求强，供应链的规模与稳定性分别决定产品供给水平的上限与下限，故除规模扩张外，质量控制与水源监测程度为衡量供应力水平的重要指标。华润饮料自2007年起不断加强质量控制水平，截至2024年前4个月，共拥有266名质量控制人员，其中总部83名人员的80%拥有10年以上食品饮料行业管理经验。水源方面，公司在生产前后均进行定期详细检查，同时制定全面应急计划，应对战略水源的任何水源污染事件。

图表：公司加强质量控制时间轴



图表：公司水源检查时间表

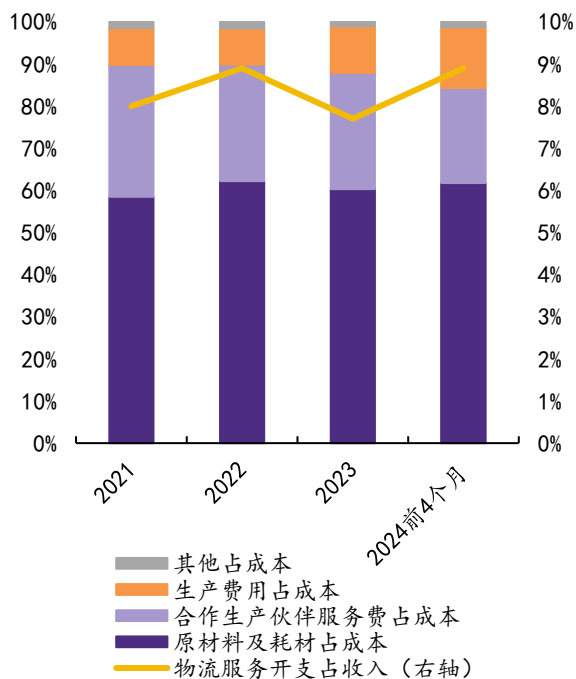


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

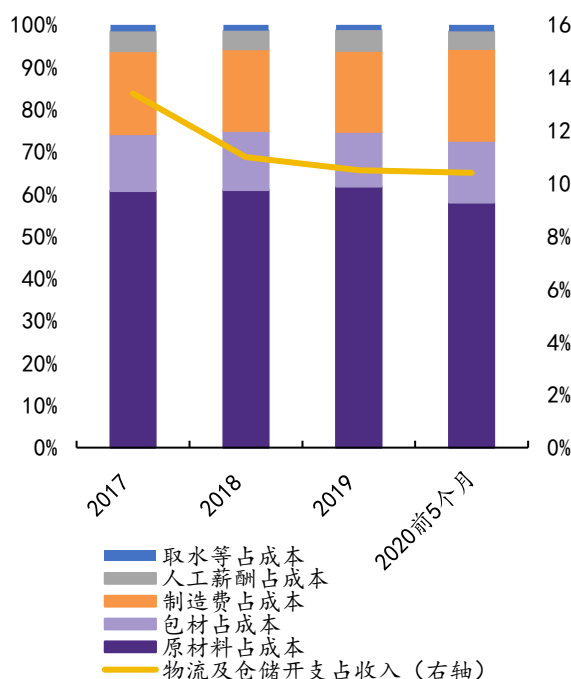
3.2 合作伙伴模式打开市场，自产比例提高改善盈利空间

➤ **上游议价能力强，规模效应仍有释放空间。**成本方面，2023年公司原材料及耗材/合作生产伙伴服务费/生产费用占成本比重分别为60.27%/27.63%/11.04%，对比2019年农夫原材料及包材/制造费用/人工薪酬占成本比重分别为74.72%/19.09%/4.92%，华润饮料采用部分合作生产伙伴的生产形式转嫁部分原材料及包材成本，但同时服务费占比较高，随着公司自有工厂的扩张，2024年前4个月合作生产伙伴服务费占成本比重较2021年下降8.70pcts。原材料采购方面，PET平均采购价基本低于我国平均出厂价，对上游议价能力较强。运费方面，得益于公司“1+N”的生产工厂布局模式，物流服务占收入比重基本稳定在8%-9%，对比农夫物流仓储开支10%-13%的收入占比，运费优势较明显。

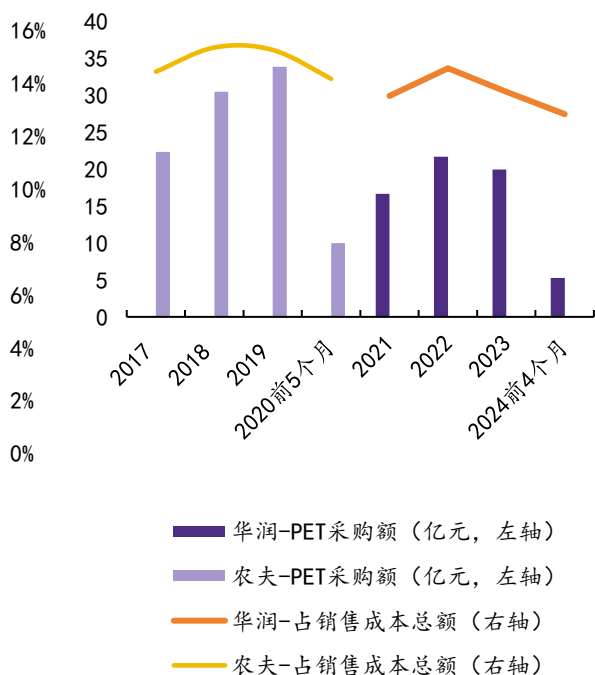
图表：华润饮料2021-2024前四个月成本占比及运费占收入比重



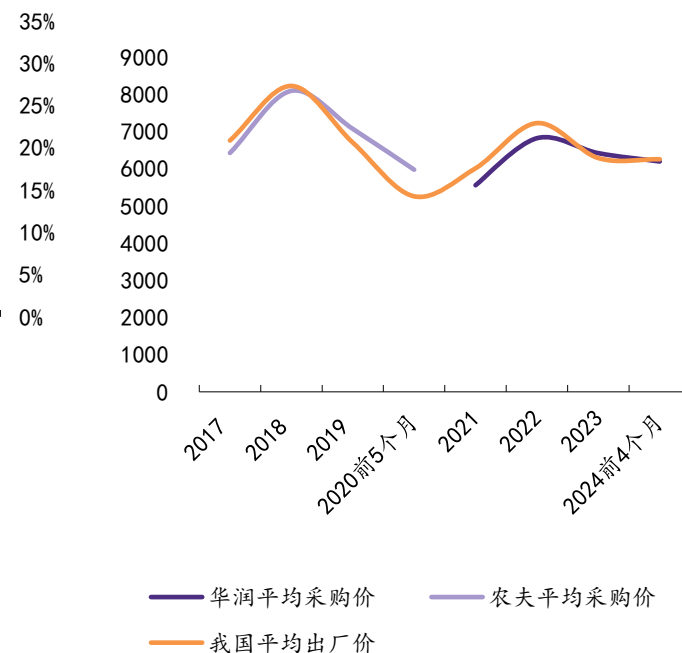
图表：农夫山泉2017-2020年前5个月成本占比计运费占收入比重



图表：华润与农夫PET采购额与占成本比重



图表：华润与农夫PET采购均价 (元/吨)



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

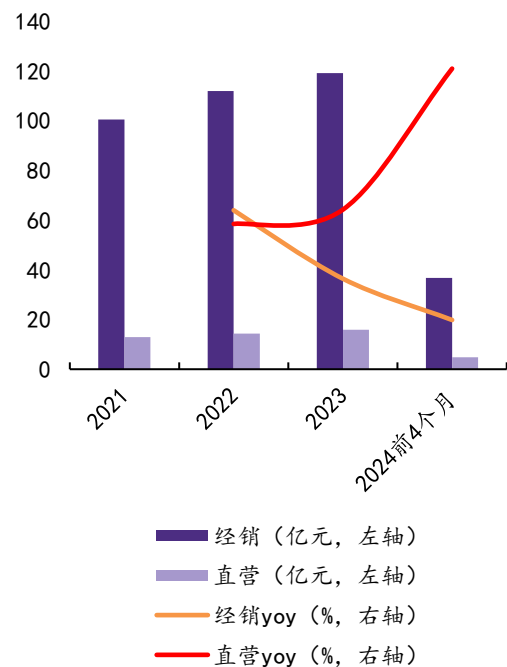
04 渠道精耕空间足， 全国化扩张加速

研究创造价值

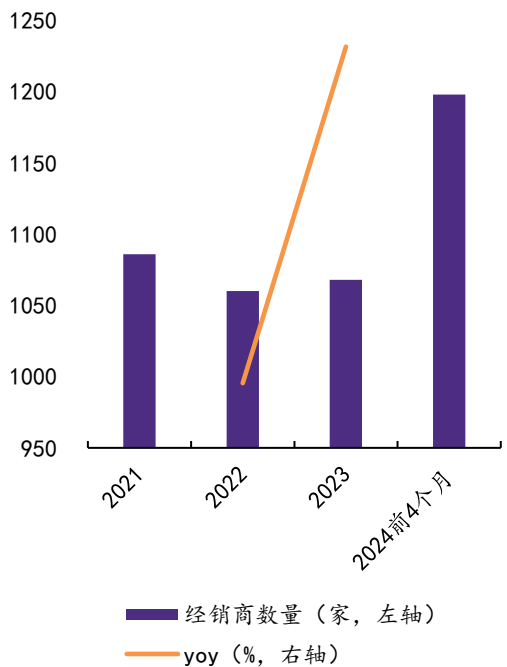
4.1 网点数量提升空间足，分级推进全国化

➤ **经销模式为基本盘，前五大客户集中度高。**公司渠道模式以经销为主、直销为辅，2023年经销/直营营收分别为119.23/15.91亿元，分别同比+6.50%/+11.47%，分别占比88.23%/11.77%。经销模式方面，公司以大商制为主，同时加快招商速度，未来有望加深渠道精细化。2023年公司经销商数量/单商规模分别为1068家/1265.42万元/家，分别同比+0.75%/6.26%，2024年前4个月公司经销商数量为1198家。2021-2023年公司前五大客户销售占比基本在17%-21%，对比农夫2017-2019年前五大客户销售占比3.7%-5.1%，华润客户集中度更高，大商属性更明显。

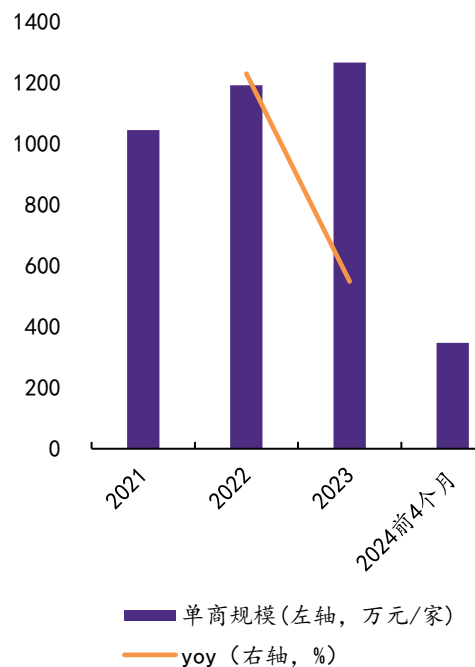
图表：2021-2024年前4个月华润饮料不同渠道模式营收及增速



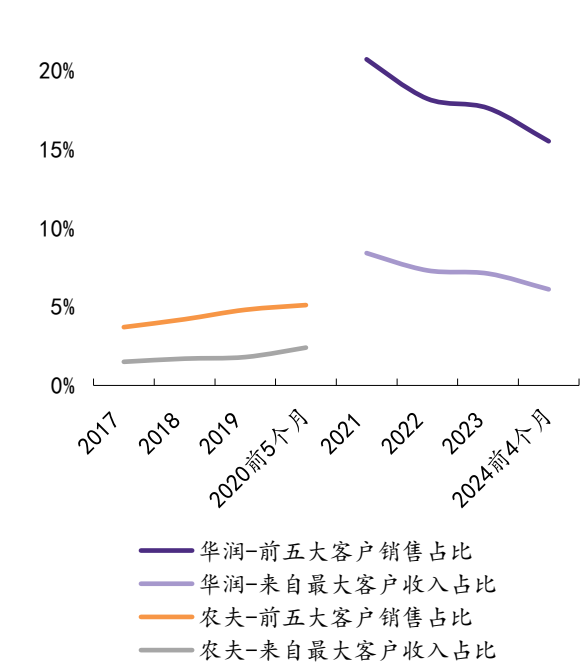
图表：2021-2024年前4个月华润饮料经销商数量及增速



图表：2021-2024年前4个月华润饮料单商规模及增速



图表：华润饮料与农夫山泉前五大客户销售占比及最大客户销售占比

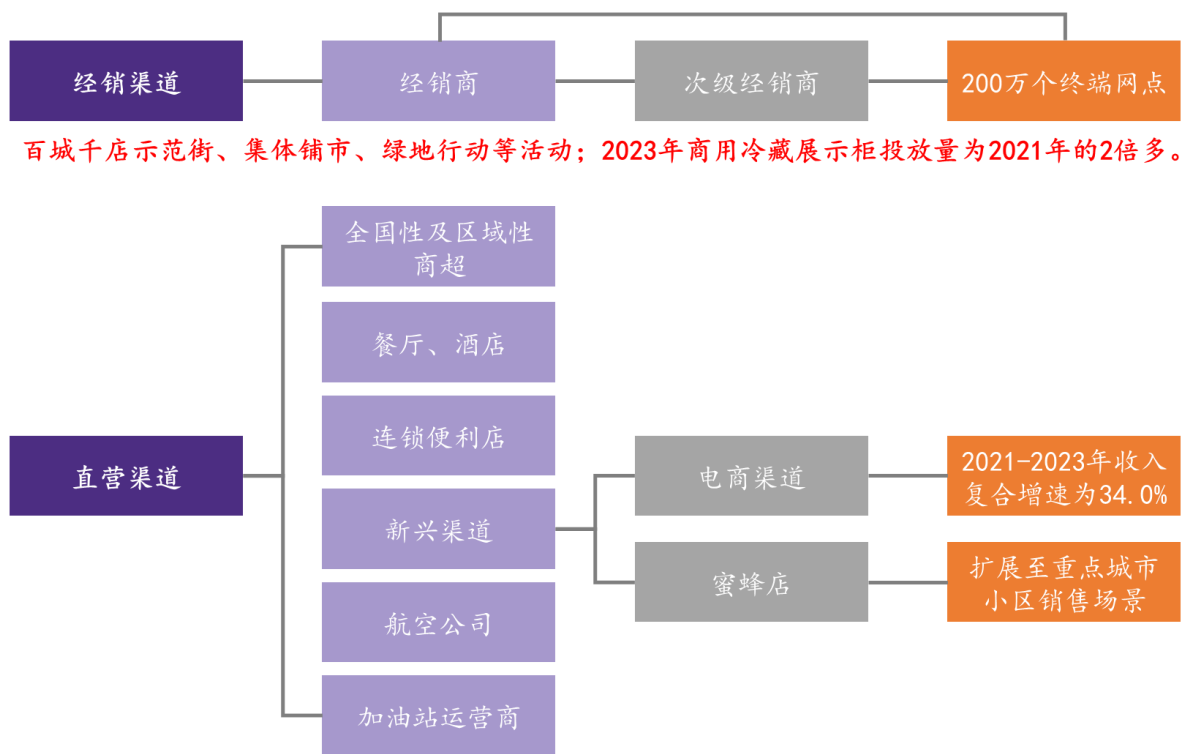


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

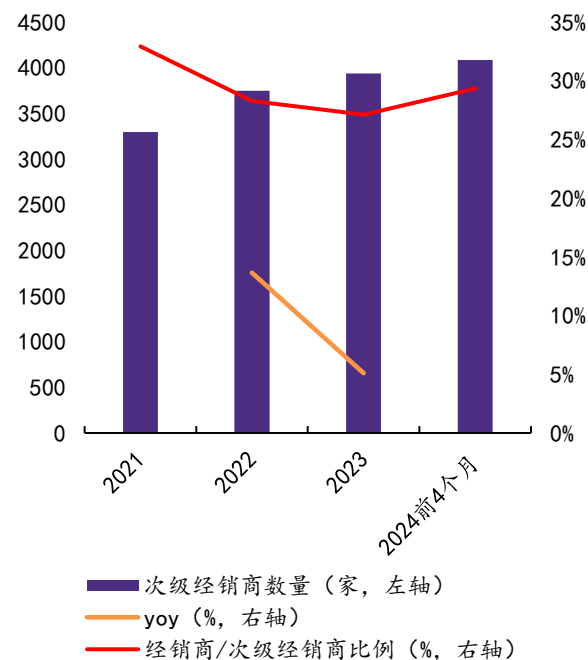
4.1 网点数量提升空间足，分级推进全国化

➤ **庞大销售队伍与次级经销商协助渗透市场，电商渠道快速增长。**为提高下沉市场渗透率，公司选择性地与经销商及其各自次级经销商签订三方协议，对次级经销商进行全面资格评估，由经销商对其进行监督，同时采取走访零售网点、审查库存等一般监控措施。2023年拥有销售人员8700余名，次级经销商3938家，2021-2023年CAGR为9.29%，次级经销商：经销商比例基本维持在3.5:1，覆盖200万个终端网点。另外公司加大对零售网点支持力度，2023年冷柜投放量达2021年的两倍多。直营渠道方面，公司加大对电商渠道开发，2021-2023电商渠道收入CAGR为34.0%。

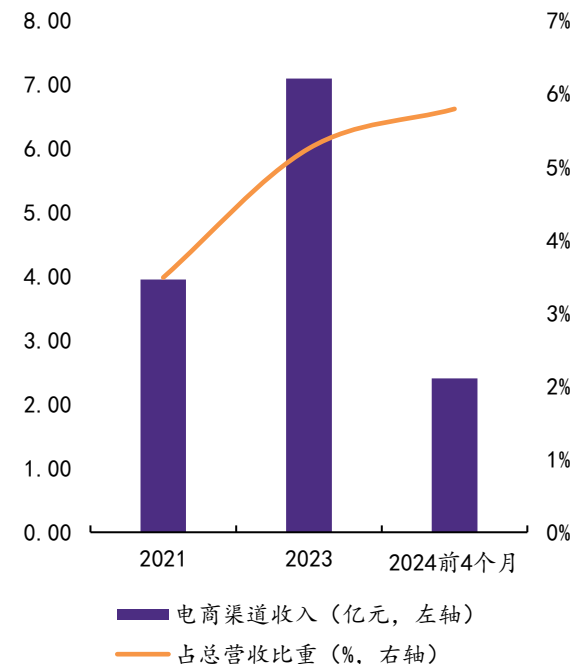
图表：华润饮料经销与直营渠道分布



图表：华润饮料次级经销商数量及增速



图表：华润饮料电商渠道收入及占比

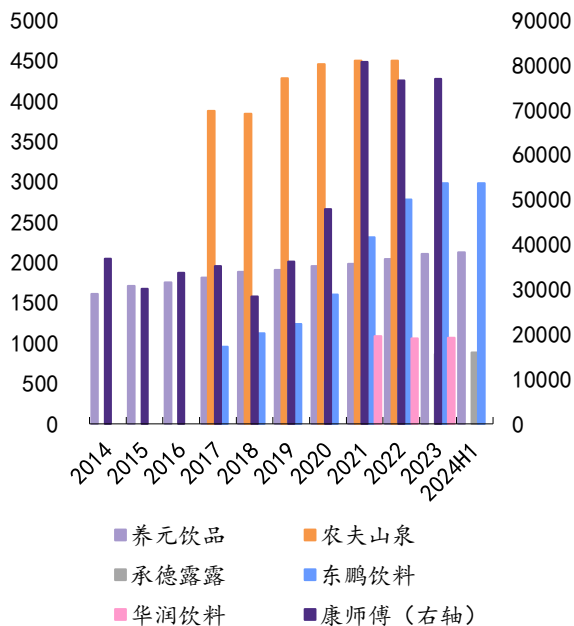


资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

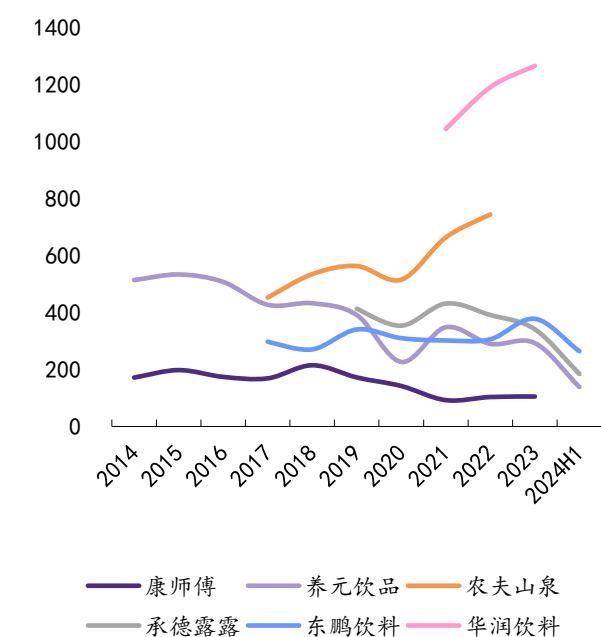
4.1 网点数量提升空间足，分级推进全国化

➤ **经销商与网点数量提升空间足，加强市场精耕后预计效果明显。**经销商横向对比看，2023年康师傅/东鹏饮料/华润饮料经销商数量分别为76875/2981/1068家，2022年农夫山泉为4500家，“大商制”渠道模式使公司经销商数量相对较少，同时单商规模远远高出其他饮企，2022年康师傅/养元饮品/东鹏饮料/承德露露/农夫山泉/华润饮料单商规模分别为103/290/306/391/744/1191万元/家。网点情况横向对比看，2023年康师傅/东鹏饮料/农夫山泉/华润饮料/养元饮品拥有网点数量分别为400/340/237/200/100万家，公司网点数量提升空间较大，单点产出提升预计需后续加码饮料等产品，2023年公司同时售卖水和饮料的零售网点占比已提升至67.10%。

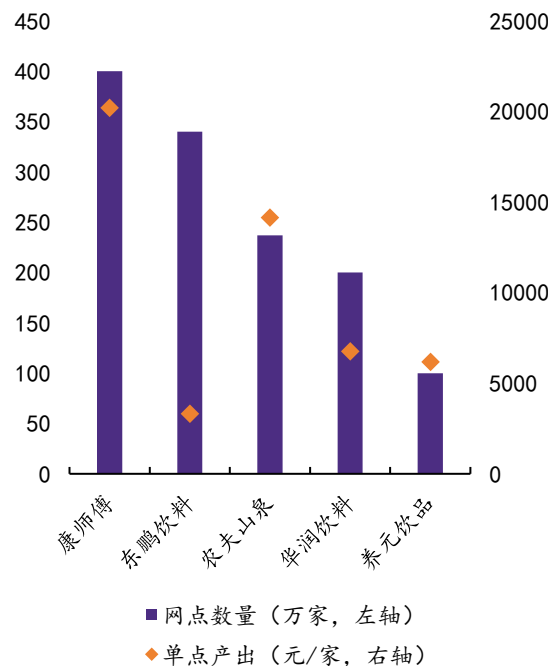
图表：饮料上市公司经销商数量（家）



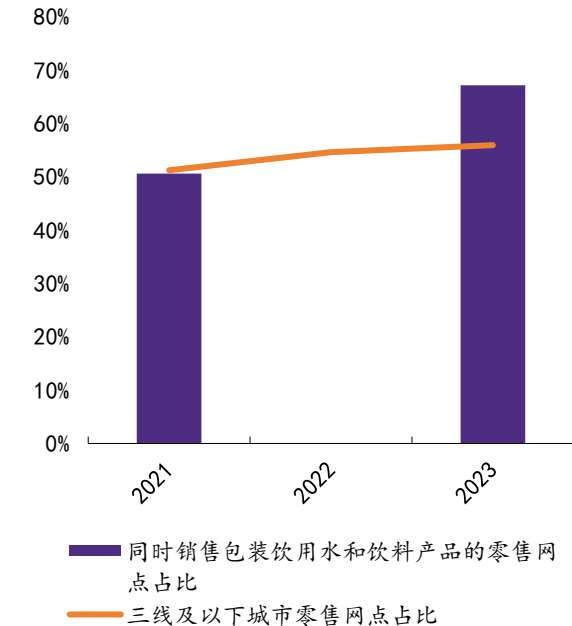
图表：饮料上市公司单商规模（万元/家）



图表：2023年饮料上市公司网点数量及单点产出



图表：2023年华润同时销售饮用水和饮料的网点占比及三线及以下网点占比

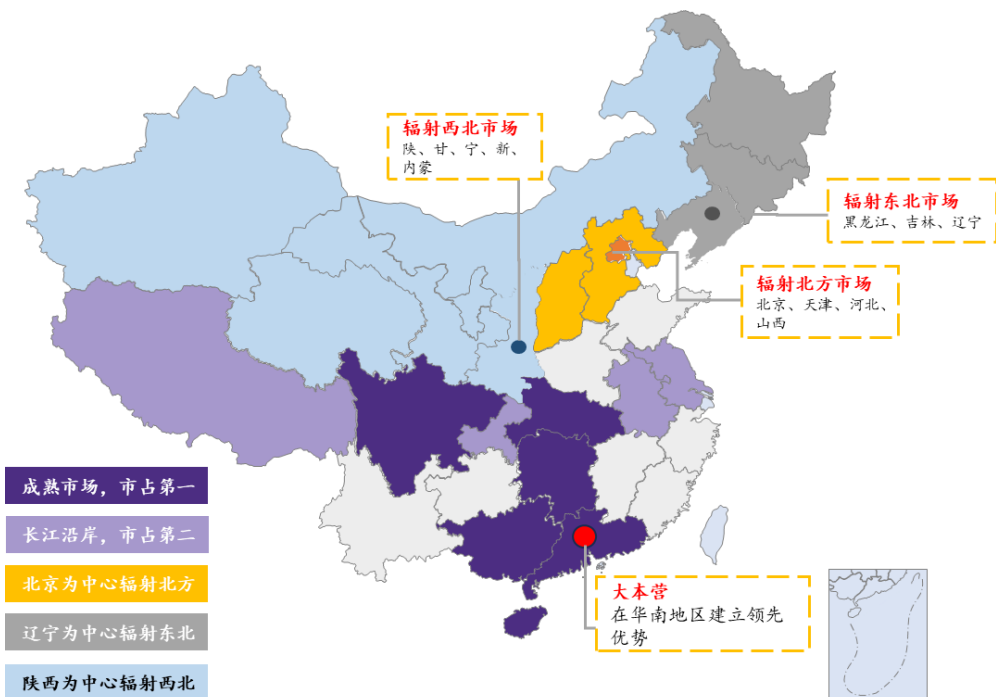


资料来源：WIND，各公司公告，各公司招股书，每日食品，澎湃新闻，渠道调研，对话新食代，华鑫证券研究；注：农夫山泉网点数量年份为2023年，其余均为2022年

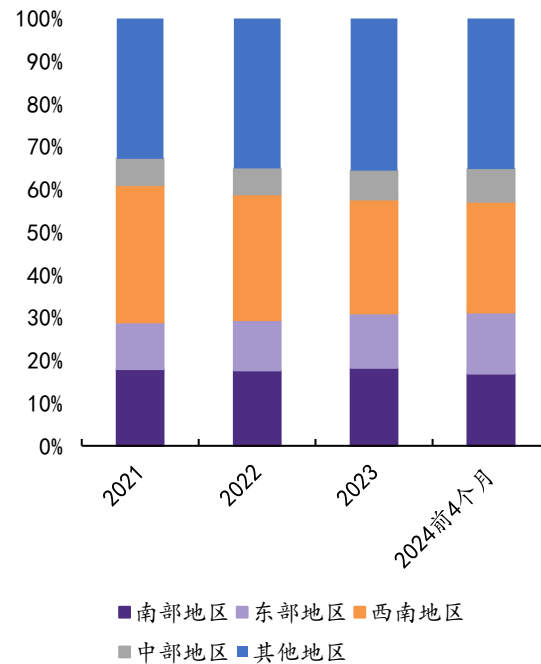
4.1 网点数量提升空间足，分级推进全国化

- **区域扩张空间足，分级推进全国化。**公司最初在广东深圳起家，2006年成为广东省市占率第一的包装饮用水品牌，2007年起进行区域扩张。1) 以广东省为大本营，在华南及临近省份市场扎实深化，目前在六大省份的包装饮用水市场实现占有率排名第一。2) 近几年将长江沿岸市场作为区域扩张的重点方向，除四川、湖北为市占第一的成熟市场外，长江沿岸其他市场市占排名达第二。3) 发展中市场方面，以各自市场的重点区域为核心建立根据地市场，2023年北部、东北、西北销量分别同比增长16.0%/20.9%/31.7%。总体来看，除大本营及周边市场外区域扩张空间仍大，全国化征途进行时。

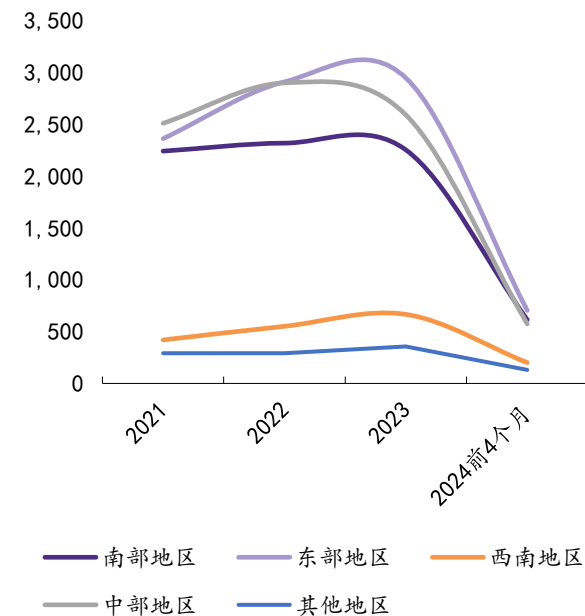
图表：华润饮料区域扩张思路



图表：2021-2024前4个月华润饮料各地区经销商数量占比



图表：2021-2024前4个月华润饮料各地区经销商单商规模（万元/家）



资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

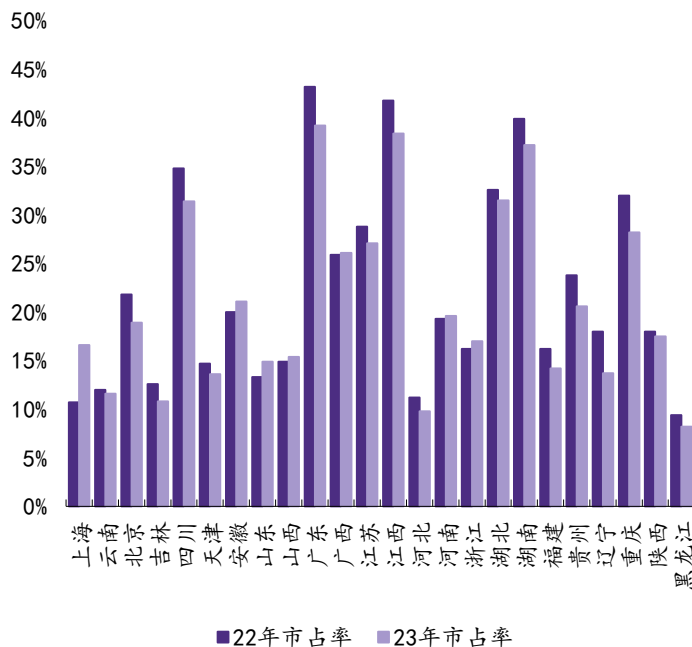
4.1 网点数量提升空间足，分级推进全国化

- **区域不平衡程度高，与农夫形成区域错位竞争。**根据马上赢数据，农夫山泉以华北、华东、西南为优势地区且全国化程度更高，在多数市场占有率排名第一，基本位于40%-50%；华润在华南市场表现优异如2023年广东/江西/湖南市场份额分别为39.20%/38.40%/37.20%，同时上海、安徽、浙江、河南等华东及华中市场份额增长表现较好，目前市占率为15%-20%，份额提升空间更足。

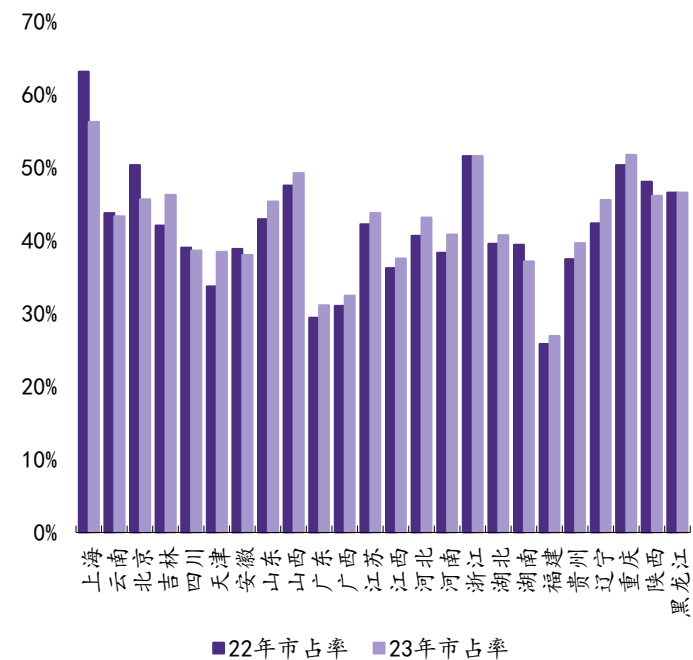
图表：包装水头部品牌在各省份市占率对比

省份	23年TOP1集团	23年市占率	22年TOP1集团	22年市占率
上海	农夫山泉	56.20%	农夫山泉	63.10%
云南	农夫山泉	45.30%	农夫山泉	43.70%
北京	农夫山泉	45.60%	农夫山泉	50.30%
吉林	农夫山泉	46.20%	农夫山泉	42.00%
四川	农夫山泉	38.60%	农夫山泉	39.00%
天津	农夫山泉	38.40%	农夫山泉	33.70%
安徽	农夫山泉	38.00%	农夫山泉	38.80%
山东	农夫山泉	45.30%	农夫山泉	42.90%
山西	农夫山泉	49.20%	农夫山泉	47.50%
广东	怡宝	39.20%	怡宝	43.20%
广西	农夫山泉	32.40%	农夫山泉	31.00%
江苏	农夫山泉	43.70%	农夫山泉	42.20%
江西	怡宝	38.40%	怡宝	41.80%
河北	农夫山泉	43.10%	农夫山泉	40.60%
河南	农夫山泉	40.80%	农夫山泉	38.30%
浙江	农夫山泉	51.50%	农夫山泉	51.50%
湖北	农夫山泉	40.70%	农夫山泉	39.50%
湖南	怡宝	37.20%	怡宝	39.90%
福建	景田	47.10%	景田	47.80%
贵州	农夫山泉	39.60%	农夫山泉	37.40%
辽宁	农夫山泉	45.50%	农夫山泉	42.30%
重庆	农夫山泉	51.70%	农夫山泉	50.30%
陕西	农夫山泉	46.10%	农夫山泉	48.00%
黑龙江	农夫山泉	46.50%	农夫山泉	46.50%

图表：怡宝在各省份市占率情况



图表：农夫山泉在各省份市占率情况

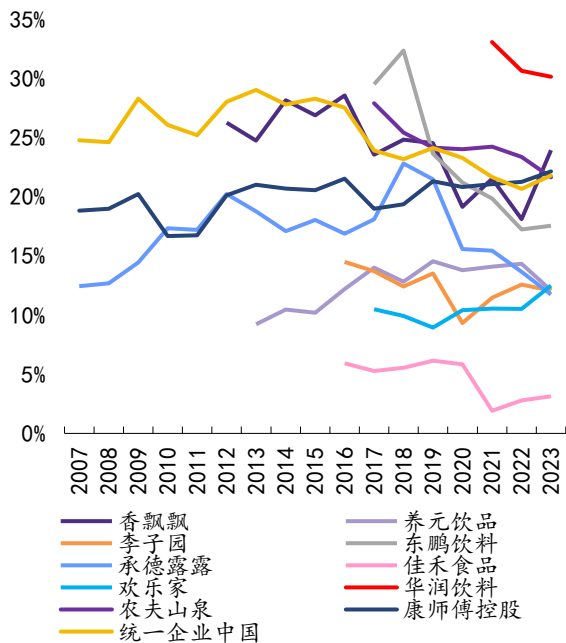


资料来源：马上赢，华鑫证券研究

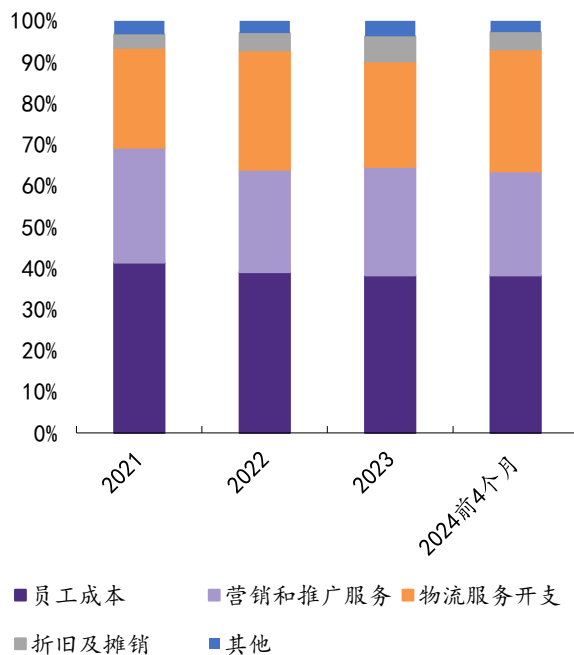
4.2 营销推广树立品牌形象，后续注重冰柜投放

- **销售费用率居行业高位，重视员工激励与营销推广。** 2021-2023年公司销售费用率基本维持在30%-33%，对比其他多数饮企10%-20%的销售费用率，公司销售推广投入力度较大。从销售费用率构成来看，员工成本、营销推广服务与物流服务开支构成最主要的销售费用投向，2023年占比分别为38.27%/26.29%/25.60%；2019年农夫占比分别为20.24%/20.96%/43.43%。

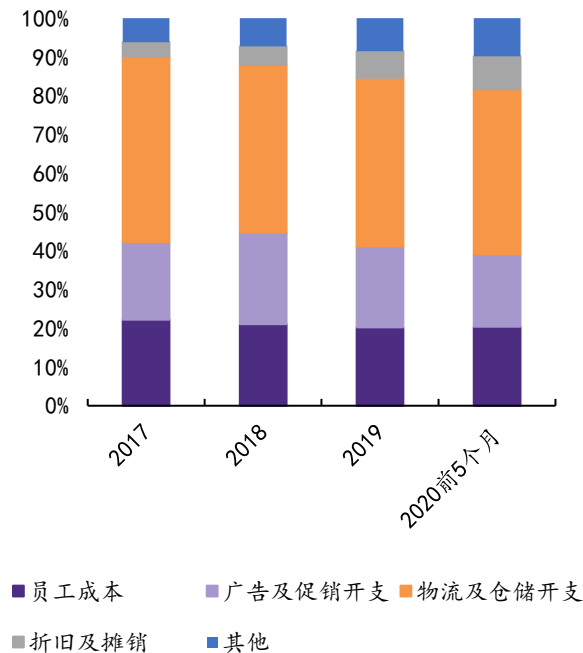
图表：2007-2023年饮料企业销售费用率比较



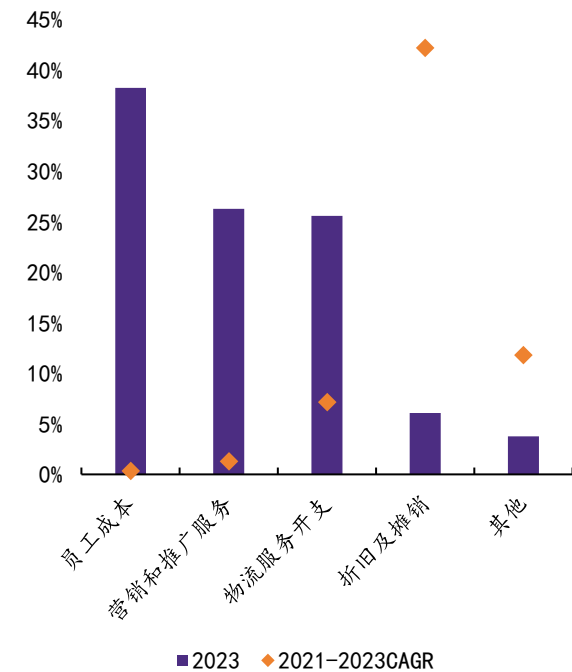
图表：2021-2024前4个月华润饮料销售费用明细占比



图表：2017-2020前5个月农夫山泉销售费用明细占比



图表：华润饮料销售费用明细2023年占比及2021-2023年CAGR



资料来源：WIND，公司招股书，华鑫证券研究

4.2 营销推广树立品牌形象，后续注重冰柜投放

- ▶ **体育营销为基，持续提高品牌曝光度。**复盘公司营销发展情况，2004年起公司着眼体育赛事营销并开展公益活动，成为CBA联赛指定赞助商；2015年起加大体育营销力度，成为亚冠比赛、“中国国家队”等多项知名大赛、队伍或俱乐部的官方赞助商，与体育赛事强绑定后品牌形象深入人心；2020年起公司在体育营销的基础上扩大营销覆盖面，增多与综艺节目、晚会等合作，同时在机场、公交车、地铁、高铁等大型户外广告牌上进行地面推广，加大品牌曝光频次。

图表：华润饮料品牌发展历程图示



资料来源：公司公告，公司官网，公司招股书，中国日报，重庆晚报，北京青年报，解放网，深圳商报，中证网，人民网，新京报，消费频道，搜狐新闻，小时代微信公众号，食品板微信公众号，环球网，每日食品微信公众号，华鑫证券研究

4.2 营销推广树立品牌形象，后续注重冰柜投放

- **品牌形象与体育概念强关联，逐步开展多元营销。** 2019年“怡宝”成为中国国家队合作伙伴，品牌形象与价值进一步提升；同时，2020年起营销形式呈现多样化趋势，加大对消费群体覆盖面。在饮料产品方面，公司亦采取高灵活度、与包装饮用水形成差异化的营销措施，尝试扫码活动、与舞蹈诗剧联名合作等新兴营销措施，在后者活动中亦推出“只此经典”特别款，创新式提高品牌价值。

图表：华润饮料主要营销活动列示

产品	营销类型	营销活动
包装饮用水	体育营销	<p>中国国家队：2019年成为合作伙伴，为2020年东京夏季奥运会及2022年北京冬季奥运会提供支持，为70余支中国国家运动队提供包装饮用水及饮料产品，产品陪伴在中国国家运动员日常生活、训练和参赛；合作以5年为一个周期，第一个周期于2019年年底开始。</p> <p>马拉松赛事：2013年起在超45个城市合作超1000场跑步赛事；2023年我国共举办622场马拉松赛事（含半马），公司为与A类马拉松赛事合作最多的水企；聘请马拉松奥运冠军埃鲁德·基普乔格担任马拉松推广大使，合作关系期限为2023年3月至2026年3月。</p> <p>中超联赛：2023年中超联赛比赛举办240场，为中国最高水准的职业足球联赛；2024年怡宝成为中国足球协会超级联赛的官方饮用水，2024年2月至2026年12月与其冠名合作。</p> <p>其他比赛：环法自行车赛、第七届世界军人运动会、中国女子篮球联赛、中国男子三人篮球超级联赛、世界田径钻石联赛厦门站及国际冰联女子冰球世锦赛、连续6届“玄奘之路”戈壁挑战赛的钻石级合作伙伴、多所大学“逐梦相伴”主题校园跑活动、村BA公益合作伙伴。</p>
	综艺节目营销	<p>“我们恋爱吧”第三季、“欢乐喜剧人老友记”、“嗨唱转起来”等独家冠名合作伙伴。</p> <p>与“舞蹈风暴”第二季和“2020年央视中秋晚会”建立产品合作。</p> <p>连续三年与央视综艺节目“你好生活”合作。</p>
	在途营销	2023年加大力度，在公交车、机场、电梯等交通繁忙地点或高峰时段增加宣传及广告频率。
饮料	扫码活动	2021年推广新品“蜜水橙橙”时开展“一瓶一码”推广活动，截至收官，扫码率达14.4%，高于业内同类活动平均水平。
	综艺节目营销	与“怦然心动20岁”、“相遇的夏天”第一季和第二季合作。
	联名活动	“至本清润”与舞蹈诗剧“只此青绿”合作并开展系列相关营销活动。

图表：华润饮料品牌形象与体育营销强绑定

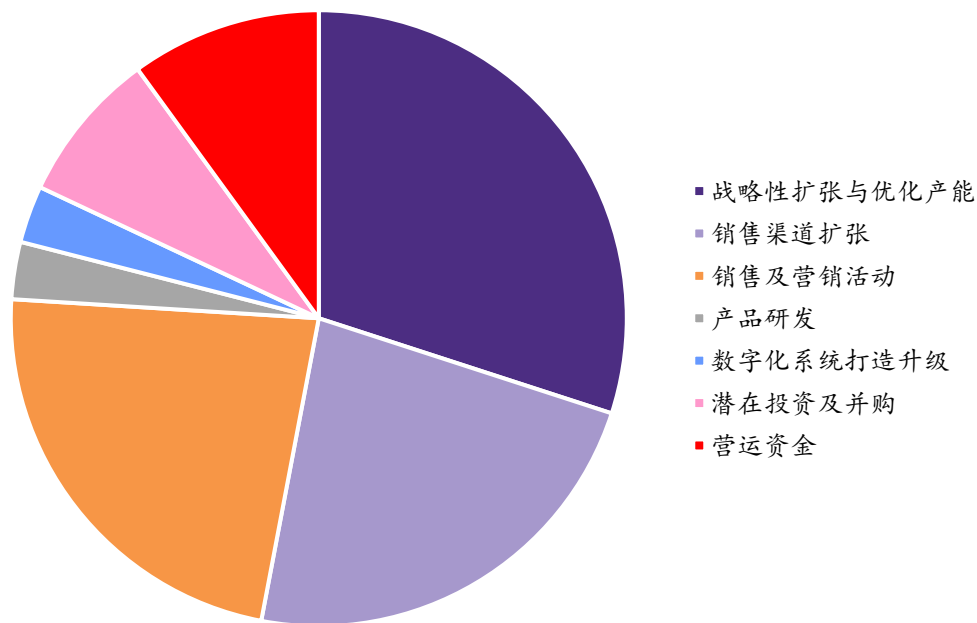


资料来源：公司官网，公司招股书，华鑫证券研究

4.2 营销推广树立品牌形象，后续注重冰柜投放

➤ **资金用途以扩张为主，符合公司当下发展阶段。**从公司募集资金用途规划来看，战略性扩张与优化产能、销售渠道扩张、销售及营销活动为公司募集资金主要投向，预计分别投放14.18/10.87/10.87亿元，分别占募集资金30%/23%/23%，同时销售及营销活动资金将在未来二至三年内投放完毕。另外销售渠道扩张方面，公司将在冰柜/智能终端零售设备分别投放8.51/2.36亿港元，加密网点扩张同时提高单点产出。我们认为公司募集资金用途分配合理，利于提高自有生产比例、产能利用率，加快全国化进程、提升渠道渗透率。

图表：公司募集资金各用途占比



图表：公司募集资金具体用途

募集资金具体用途	金额 (亿港元)	募集资金具体用途	金额 (亿港元)
战略性扩张，优化产能	14.18	产品研发	
浙江工厂	1.89	招募软饮行业研发人才	
湖北工厂	3.78	增加实验室设备投资	
重庆工厂	3.31	加强与一流大学和研究机构合作	1.42
上海工厂	3.78	开发新配料，优化产品组合	
肇庆工厂购买设备	1.42	开展消费者研究	
销售渠道扩张，提升渠道效率	10.87	对食品安全领域开展研究	
购买商用冷藏展示柜	8.51	数字化系统打造升级	
购买智能终端零售设备	2.36	端到端的系统打通	
销售及营销活动		推进数据融通	1.42
开展体育营销活动		强化价值链模块	
新媒体营销活动	10.87	升级现有系统及基础设施	
在途营销活动（公交车广告等）		潜在投资及并购	3.78
		营运资金	4.73

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

05 盈利预测及评级

研究创造价值

5、盈利预测及评级

- 我们认为公司投资逻辑在于：1) 包装饮用水收入增长短期以全国化扩张与渠道精耕为驱动力，长期享受行业向头部集中及中规格产品占比提升红利；2) 随着公司向平台化企业迈进，饮料业务长期收入增长潜力大；3) 随着自有产能占比逐步提高及规模效应释放下费用投效提升，盈利能力释放空间仍大。我们预计公司2024-2026年收入增速分别为+6.8%/7.7%/8.2%，利润增速为+20.8%/18.3%/16.3%，EPS分别为0.67/0.79/0.92元，对应PE为21/18/15倍。首次推荐，给予“买入”评级。

图表：盈利预测

分产品拆分	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	126.23	135.15	144.33	155.46	168.13	营业收入(百万元)	12622.78	13514.73	14433.16	15545.59	16813.25
YoY	11.31%	7.07%	6.80%	7.71%	8.15%	YoY	11.31%	7.07%	6.80%	7.71%	8.15%
毛利率	41.66%	44.66%	45.87%	46.49%	47.08%	净利润(百万元)	989.81	1329.34	1605.81	1899.97	2210.53
包装饮用水收入 (亿元)	119.06	124.47	128.83	134.11	140.12	YoY	15.34%	34.30%	20.80%	18.32%	16.35%
YoY	10.06%	4.54%	3.50%	4.10%	4.49%	EPS (元)	0.41	0.55	0.67	0.79	0.92
毛利率	42.44%	45.60%	47.00%	48.00%	49.00%	EBIT Margin	8.27%	11.56%	12.46%	13.10%	13.97%
饮料收入 (亿元)	7.17	10.68	15.50	21.35	28.01	净资产收益率 (ROE)	17.76%	19.26%	12.27%	13.00%	13.50%
YoY	37.34%	48.97%	45.14%	37.70%	31.20%	市盈率 (PE)	34.22	25.48	21.09	17.83	15.32
毛利率	28.79%	33.71%	36.50%	37.00%	37.50%	EV/EBITDA	30.01	20.74	17.20	14.75	12.87
						市净率 (PB)	6.08	4.91	2.59	2.32	2.07

资料来源：WIND，华鑫证券研究

06 风险提示

研究创造价值

- (一) 自有工厂投产不及预期风险；
- (二) 水企价格战竞争加剧风险；
- (三) 饮料新品推广不及预期风险；
- (四) 成本上涨风险；
- (五) 全国化扩张不及预期风险；
- (六) 冰柜投放与渠道精耕不及预期风险；
- (七) 募投项目进展低于预期风险。

盈利预测表

资产负债 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	关键财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2075	4348	4652	4936	营业收入	13515	14433	15546	16813	每股收益	0.55	0.67	0.79	0.92
应收款项	806	909	852	875	营业成本	7480	7812	8319	8897	每股红利	0.12	0.13	0.16	0.18
存货净额	377	667	450	455	营业税金及附加	0	0	0	0	每股净资产	2.88	5.46	6.09	6.83
其他流动资产	2	0	0	0	销售费用	4087	4425	4764	5114	ROIC	25%	23%	18%	17%
流动资产合计	5558	8681	9262	10236	管理费用	386	397	426	453	ROE	19%	12%	13%	13%
固定资产	4810	8155	9309	10420	财务费用	151	188	196	207	毛利率	45%	46%	46%	47%
无形资产及其他	35	24	12	0	其他收入	434	666	858	1000	EBIT Margin	12%	12%	13%	14%
投资性房地产	1022	1022	1022	1022	营业利润	1845	2278	2698	3143	EBITDA Margin	15%	17%	19%	20%
长期股权投资	1577	1677	1782	1892	营业外净收支	33	20	20	20	收入增长	7%	7%	8%	8%
资产总计	13002	19558	21386	23571	利润总额	1878	2298	2718	3163	净利润增长率	34%	21%	18%	16%
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	所得税费用	547	689	816	949	资产负债率	47%	33%	32%	31%
应付款项	825	863	819	823	少数股东损益	2	2	3	3	息率	0.0%	1.0%	1.0%	1.2%
其他流动负债	4364	4546	4806	5114	归属于母公司净利润	1329	1606	1900	2211	P/E	23.5	19.5	17.8	15.3
流动负债合计	5188	5409	5624	5938	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	4.5	2.4	2.3	2.1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	净利润	1329	1606	1900	2211	EV/EBITDA	19	16	15	13
其他长期负债	441	587	677	776	折旧摊销	464	666	858	1000					
长期负债合计	441	587	677	776	财务费用	151	188	196	207					
负债合计	5629	5996	6302	6714	营运资本变动	4483	(23)	579	384					
少数股东权益	470	472	475	479	经营活动现金流	6278	2252	3340	3599					
股东权益	6903	13090	14610	16378	投资活动现金流	(6824)	(4559)	(2656)	(2872)					
负债和股东权益总计	13002	19558	21386	23571	融资活动现金流	113	4581	(380)	(442)					
					现金净变动	(433)	2273	304	285					
					净利润	1329	1606	1900	2211					

资料来源：WIND，华鑫证券预测

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值