



华润饮料 (02460.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

规模与效率并进，利润潜力逐步释放

投资逻辑

2024年10月23日，公司在香港联交所主板上市，首发募资总额52.92亿元，主要用于产能建设、渠道投入、品牌塑造与产品研发。据欧睿，公司稳居包装水行业龙二，目前正处于全国化扩张及第二曲线扩容的关键期，后续有望通过品牌、渠道资源共享，实现从水到饮料的平台化布局。随着自产率提升，利润端亦具备亮点。

包装水行业有何变化？ 1) 量价空间充分：随着健康意识提升、饮水场景扩容、高端品牌持续培育，据欧睿，包装水人均饮用量和价较海外市场仍有翻倍空间。2) 集中度提升：近年来行业升级受阻叠加成本压力，中小品牌加速出清。据招股说明书，23年行业CR5接近60%，在龙头规模效应压制下，集中度有待提升。3) 中大规格加速渗透：据招股说明书，行业中大规格水18-23年复合增速达12.8%，系家庭、办公等饮用场景持续扩张。公司中大规格水24年销售额46亿元，21-24年CAGR为10%，在行业内具备先发优势。
公司基本面有何亮点？ 1) 纯净水龙头地位稳固：据招股说明书，公司在竞争激烈的纯净水赛道市占率32.7%位居第一，主品牌“怡宝”拥有30余年积淀，并在华南占据区位优势，24年包装水收入121亿元，因竞争加剧同比下滑2.6%，占比近九成。2) 渠道、品牌优势：公司销售网络覆盖超200万个终端，三线以下城市占比近六成，渠道下沉能力强。叠加体育营销（中超、马拉松、国家队等）强化品牌影响力。3) 经营周转效率高：24年公司应收/存货周转率分别为52次/年和16次/年，高于行业均值。

公司未来增长看点？ 1) 包装水市占率提升：公司加大品牌投入、坚持渠道下沉，有望扩大全国市场份额。据马上赢，23年公司在广东、江西、湖南等地市占率第一，在多地市占率仅次于农夫，后续有望迎头追赶。2) 第二增长曲线：22-24年公司的饮料业务收入分别增长37.3%/49.0%/30.8%，其中至本清润系列主打健康化和差异化，网点覆盖率提升空间较大（23年同时具备水+饮料的售点占比仅67%）。3) 利润率挖潜空间大：随着公司自产比例提至70%，据敏感性测算，包装水毛利率至少具备3pct优化空间。

盈利预测、估值和评级

预计25-27年公司归母净利润分别为19.6/22.1/24.7亿元，同比增长20%/13%/12%，对应PE分别为16/15/13x。给予公司25年20x PE，对应目标价为17.42港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、原材料价格上涨、第二曲线增长不及预期、自建产能释放不及预期等风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (港币)：14.280元

目标价 (港币)：17.42元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,515	13,521	14,550	15,807	17,196
营业收入增长率	7.07%	0.05%	7.61%	8.64%	8.78%
归母净利润(百万元)	1,329	1,637	1,964	2,212	2,473
归母净利润增长率	34.30%	23.12%	20.00%	12.62%	11.82%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.68	0.82	0.92	1.03
每股经营性现金流净额	—	—	0.86	1.12	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.26%	14.48%	16.28%	17.05%	17.54%
P/E	—	16.17	16.39	14.55	13.02
P/B	—	2.34	2.67	2.48	2.28

来源：公司年报、国金证券研究所 (注：汇率采用1HKD=0.94CNY)



内容目录

一、包装水行业复盘：从价格升级到格局重塑.....	5
1.1 行业趋势：健康意识强化，家用场景扩张.....	5
1.2 行业回顾：新老品牌交替，集中度持续提升.....	6
1.3 行业展望：竞争逐步回归理性，龙头企业有望受益.....	9
二、基本面分析：包装水龙二地位稳固，利润率具备挖潜空间.....	10
2.1 发展回顾：三十年深耕，从华南走向全国.....	10
2.2 营收情况：包装水仍为基本盘，品类和渠道持续扩张.....	10
2.3 成本费用：自产比例持续提升，规模效应有待释放.....	12
2.4 周转效率：运营效率优秀，ROE 有待提升.....	14
三、公司未来增长看点有哪些？.....	15
3.1 包装水：大包装差异化竞争，区域精耕提升市占率.....	15
3.2 饮料：产品差异化+渠道资源复用，有望延申第二曲线.....	17
3.3 盈利：随着自产比例提升，毛利率至少有 3pct 优化空间.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
4.1 收入和毛利率预测.....	19
4.2 三项费率预测.....	20
4.3 估值与投资建议.....	21
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：我国包装饮用水占软饮料比重达 37.5%.....	5
图表 2：近十年来我国包装饮用水市场规模持续扩张.....	5
图表 3：2024 年我国包装水年均人均饮用量为 39.4L/人.....	5
图表 4：我国包装饮用水平均单价低于美、日等发达国家.....	5
图表 5：纯净水为包装水最大细分品类（单位：亿元）.....	6
图表 6：18-23 年中大规格水增速最快（单位：亿元）.....	6
图表 7：2023 年我国包装饮用水行业 CR5 为 58.6%.....	6
图表 8：2023 年我国饮用纯净水市场 CR5 为 54.0%.....	6
图表 9：娃哈哈（左）和康师傅（右）包装水产品图片.....	7
图表 10：2006-2008 年康师傅市占率提升较快.....	7
图表 11：2010 年包装水行业开启提价.....	8
图表 12：15-19 年 CR3 持续扩容.....	8
图表 13：15-19 年老牌龙头失利，CR5 下降.....	8



图表 14:	20 年以来量增驱动, 价增放缓.....	9
图表 15:	20-24 我国包装水行业市场集中度提升.....	9
图表 16:	24 年行业龙头包装水收入下滑 (单位: 亿元).....	9
图表 17:	24 年行业龙头包装水经营利润率下降.....	9
图表 18:	农夫山泉小白瓶矿泉水已在线上渠道售卖.....	10
图表 19:	娃哈哈绿瓶矿泉水开始在终端铺货.....	10
图表 20:	公司仍以包装水为基本盘 (单位: 亿元).....	10
图表 21:	公司近三年饮料业务增速最快.....	10
图表 22:	公司搭建起经销为主、直营为辅的销售模式.....	11
图表 23:	公司在下沉市场过程中具有强大渠道开拓能力.....	11
图表 24:	公司南部地区收入占比较高 (单位: 亿元).....	11
图表 25:	公司中部、西南、东部收入同比增速较快.....	11
图表 26:	公司和龙头农夫毛利率差距较大.....	12
图表 27:	公司合作生产伙伴服务费占比逐年降低.....	12
图表 28:	公司销售费率明显高于其他同类企业.....	13
图表 29:	公司销售人员数量多于体量相近的东鹏饮料.....	13
图表 30:	公司管理费率处于行业偏低水平.....	13
图表 31:	包装水企业研发费用投入相对较少.....	13
图表 32:	21-24 年公司净利率显著低于农夫.....	14
图表 33:	农夫茶饮料、功能饮料经营利润率高于包装水.....	14
图表 34:	公司应收账款及票据周转率处于较高水平.....	14
图表 35:	公司应付账款及票据周转率有所下降.....	14
图表 36:	公司存货周转率处于行业较高水平.....	15
图表 37:	公司 ROE 处于行业中等偏低水平 (单位: %).....	15
图表 38:	公司总资产周转率有所下降.....	15
图表 39:	公司杠杆系数较为保守.....	15
图表 40:	公司旗下瓶装水具有多种规格.....	15
图表 41:	公司冠名中超、中甲、中乙联赛.....	16
图表 42:	马拉松世界冠军担任公司马拉松推广大使.....	16
图表 43:	公司饮料产品系列普遍推出时间较晚.....	17
图表 44:	公司饮料业务规模基数低、增速快.....	17
图表 45:	“至本清润”菊花茶产品表现最好.....	17
图表 46:	18-28 年菊花茶饮料市场规模逐渐提升.....	18
图表 47:	2023 年菊花茶饮料市场中公司市占率第一.....	18
图表 48:	21-24 年公司包装水自产比例逐年提升.....	19



图表 49: 21-24 年合作生产伙伴服务费呈现下降趋势.....	19
图表 50: 中性条件下随着自产比例提升公司毛利率有望提升至 51.0%+.....	19
图表 51: 25-27 年分产品收入和毛利率预测.....	20
图表 52: 25-27 年三项费率预测.....	21
图表 53: 25-27 年可比公司 PE 估值表.....	21



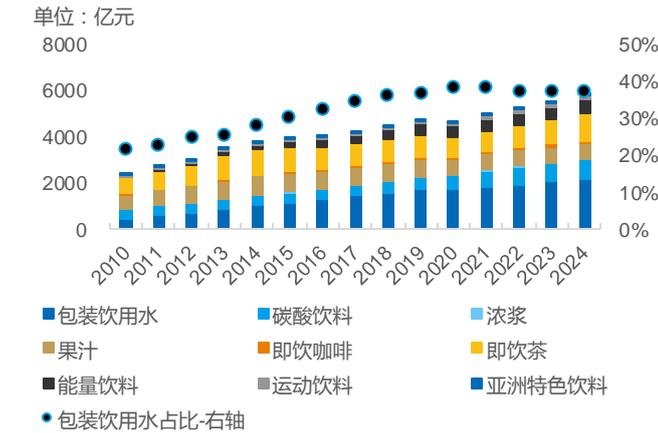
一、包装水行业复盘：从价格升级到格局重塑

1.1 行业趋势：健康意识强化，家用场景扩张

随着健康消费理念的普及和饮水安全意识的提升,包装饮用水市场持续扩容。据欧睿,2024年我国包装饮用水市场零售额规模达 2199 亿元, 占总软饮料销售额的 37.5%, 且近年来占比总体呈上升趋势, 稳居软饮料行业第一大品类。从市场规模的增速来看, 14-24 年 CAGR 约 7.5%, 而 20-24 年复合增速降至 5.5%, 主要系公共卫生事件对销量产生冲击, 且同期宏观经济增速放缓, 消费者决策更加谨慎, 价格升级趋势放缓。

图表1: 我国包装饮用水占软饮料比重达 37.5%

图表2: 近十年来我国包装饮用水市场规模持续扩张



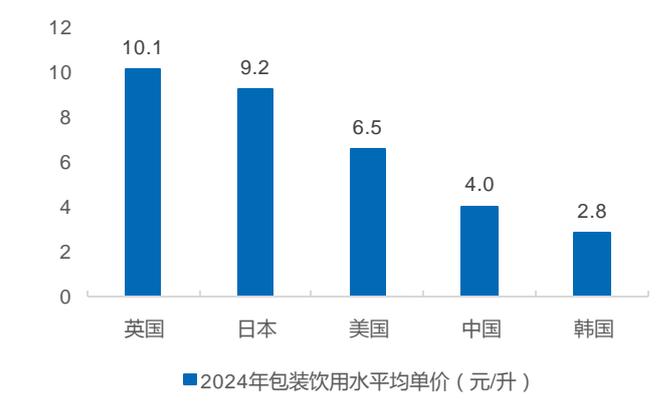
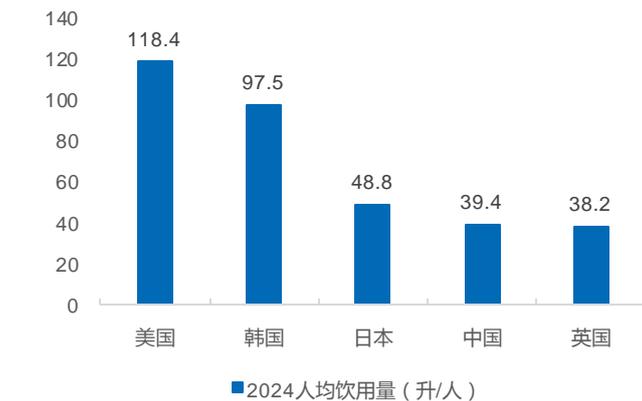
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

拆分量价表现来看,我国包装饮用水市场发展潜力可观。就人均饮用量而言,据欧睿, 2024 年我国包装水人均人均饮用量达到 39.4L/人, 远低于美 (118.4L/人)、韩 (97.5 L/人) 等发达国家, 英国和日本则由于自来水标准较高, 可直接饮用, 包装水人均饮用量与我国接近。从价格端看, 我国 2024 年包装饮用水平均单价水平在 4.0 元/L, 和海外市场发达国家存在差距, 且我国包装水行业 19-24 年单价 CAGR 仅 0.2%, 显著跑输其他国家, 亦跑输 CPI 指数。预计后续随着居民收入水平提升以及健康饮水意识进一步增强, 我国人均包装饮用水量价有望实现同步增长。

图表3: 2024 年我国包装水人均人均饮用量为 39.4L/人

图表4: 我国包装饮用水平均单价低于美、日等发达国家



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

分品类来看, 由于纯净水过滤彻底品质可靠, 消费者接受程度高; 同时生产门槛较低, 市场上供给者众多。我国纯净水稳居包装饮用水市场细分第一, 据公司招股说明书, 2023 年我国饮用纯净水市场规模达 1206 亿元, 占中国包装饮用水市场的 56.1%。预计未来五年, 饮用纯净水将继续保持领先地位, 到 2028 年实现 1798 亿的零售规模, 2023-2028 年预计复合增速达 8.3%。



分规格来看，随着居家消费趋势的延续，包装水的使用场景不断丰富，从外出饮用扩展到在家泡茶、做饭等，显著提升了使用频次和单次用量。特别是2020年以后，家用需求显著增加，推动了中大规格（1L~15L）瓶装水的快速增长。据公司招股说明书，2018-2023年间，行业中大规格包装水零售额的复合年增长率达12.8%，远超行业平均增速（7.1%）和小规格包装水增速（6.8%），成为驱动行业增长的重要动力。

图表5：纯净水为包装水最大细分品类（单位：亿元）



图表6：18-23年中大规格水增速最快（单位：亿元）

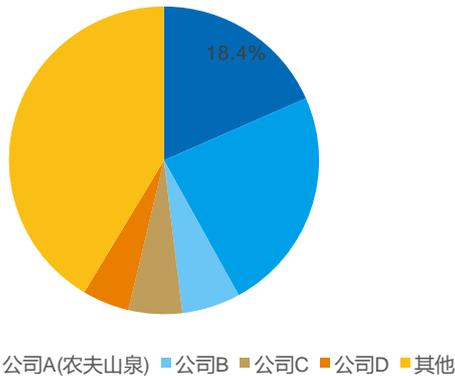


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

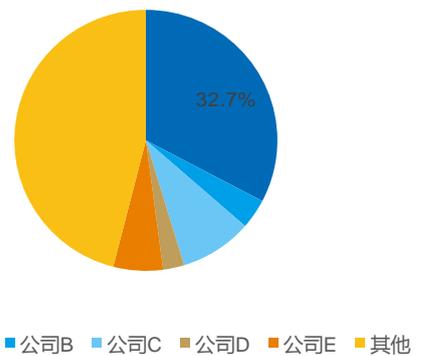
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

目前我国包装饮用水行业呈现双寡头格局，2024年包装饮用水市场CR5接近60%，其中农夫山泉和公司保持领先地位，其他品牌依靠产品差异化和区域优势抢占一定的市场份额。在细分品类饮用纯净水市场，入局厂商数量众多，截至2023年底中国有超过15000家饮用纯净水生产商，而公司市占率断层第一，占据32.7%的份额（纯净水CR5为54.0%）。大企业规模优势日渐巩固，渠道和品牌优势突出，小企业生存空间被挤压，行业集中度仍有望持续提升。

图表7：2023年我国包装饮用水行业CR5为58.6%



图表8：2023年我国饮用纯净水市场CR5为54.0%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2 行业回顾：新老品牌交替，集中度持续提升

我国包装水行业主要经历了三个发展阶段，期间伴随着龙头品牌更迭，市场集中度不断提升。1) 2010年之前，为渠道扩张、百花齐放阶段。随着生活水平提高和健康意识增强，包装水需求开始快速增长。市场上涌现出较多的本土品牌，如娃哈哈、康师傅、怡宝、农夫山泉、景田等。

2) 2010-2015年：为产品升级、龙头更迭阶段。随着市场规模快速扩大，瓶装水在一二线城市渗透率大幅提升，品类趋于细分化、高端化，纯净水、矿泉水、山泉水、功能水等概念兴起，并伴随着1元水向2元水升级过渡。

3) 2016年-至今：为竞争加剧、市场整合阶段。消费升级与品牌高端化趋势延续，同时伴随着公共卫生事件冲击，大品牌供应链、渠道优势凸显，中小品牌加速出清，行业集中度



持续提升。

■ 1989-2010年：需求快速增长，供给百花齐放

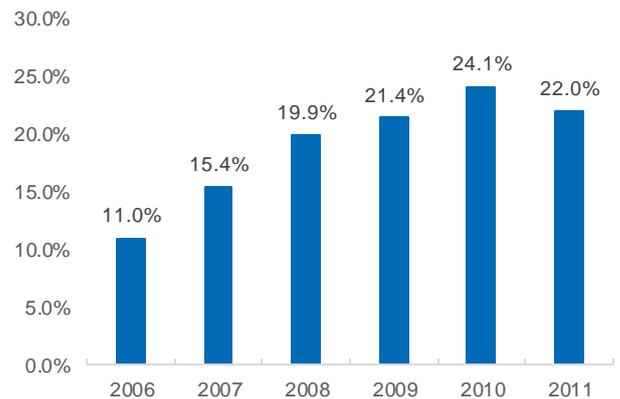
我国包装饮用水行业的起步可以追溯到1989年怡宝纯净水问世，此后各民族品牌纷纷开始布局包装饮用水市场，行业规模持续扩大。1996年，娃哈哈推出首款纯净水，迅速打开局面，其后乐百氏、农夫山泉纷纷推出瓶装水产品入局。通过广泛覆盖乡镇农村市场，娃哈哈份额持续提升，到2000年娃哈哈纯净水销售规模达到20亿元，稳居包装水品牌第一宝座，成为行业领军者。此后两年娃哈哈抢占央视广告标王，并配合当红明星代言和强势的广告歌曲营销进一步巩固了其龙头地位。

2000年农夫山泉宣布全面停止纯净水业务，转型天然水。紧随其后，康师傅于2003年推出首款矿物质水，同时打着“多一点健康”和“优质水源”的称号强调产品差异化，并迅速凭借其在方便面 and 饮料市场建立起的强大渠道能力扩大市场份额。据康师傅年报，2007年康师傅超过娃哈哈成为包装饮用水行业第一品牌，当年销量市占率达到15.4%，市场CR3为46.2%。同年公司正式向全国市场进军，依靠华润集团自有的渠道优势逐步实现对华南、西南和华北地区的广泛布局，到2010年全国市占率达到6.7%。

2004年，景田推出瓶装饮用天然矿泉水品牌百岁山，定价3元高于同时期行业平均价格，着力走高端化差异化路线。两年后，主打高端矿泉水的西藏5100进入市场，并与中国铁路总公司合作，在2008年~2013年间凭借资源优势实现高达600%的营收增幅。在2010年前，消费者对高端水认知依然不足，消费场景仍然局限。这一阶段，各大品牌在广告、货架上的资源竞争尚处于初期阶段。

图表9：娃哈哈（左）和康师傅（右）包装水产品图片

图表10：2006-2008年康师傅市占率提升较快



来源：娃哈哈官网，康师傅官网，国金证券研究所

来源：康师傅年报，国金证券研究所（注：销量市占率）

■ 2010-2015年：高端水持续涌现，2元水成为主流

2010年前后，农夫山泉率先提价，将旗下矿泉水从1元涨到1.5元。2012年，农夫在保持批发价不变的情况下再次提高市场价，将价格涨至2元一瓶，将上涨部分让利给批发商和终端，成功培育渠道资源。借此先发优势，加之“农夫山泉有点甜”和“大自然的搬运工”等朗朗上口的广告语，农夫的水源优势和“健康、天然”的品牌形象深入人心，迅速抢占了大量市场份额，先后超越1元水龙头娃哈哈和康师傅，在2012年成为包装饮用水行业市占率第一的品牌。

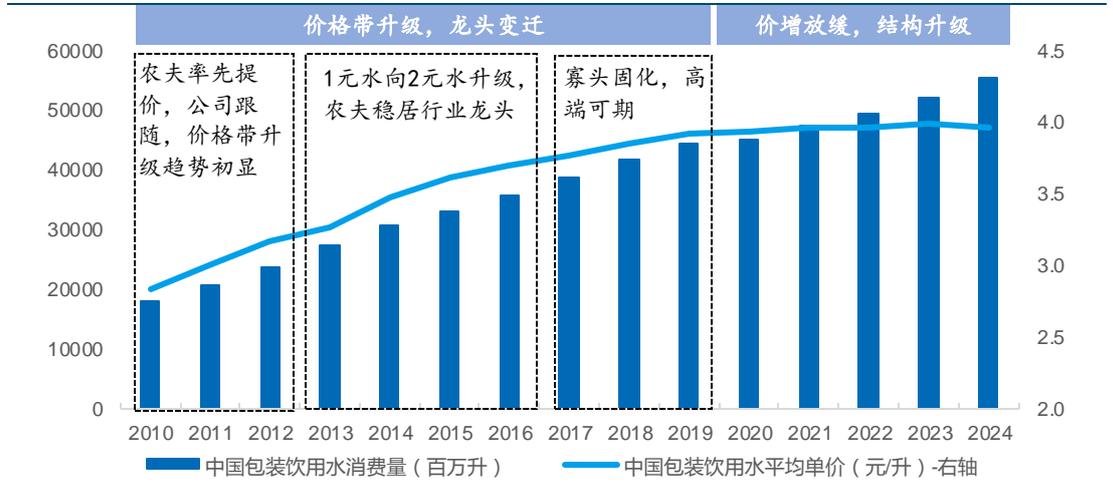
高端水进入加速培育期。西藏5100成为政商场景和各类高端体育赛事的标杆品牌，百岁山通过天然矿泉水定位和广告投放巩固中高端优势，进一步扩大收入规模。加多宝于2010年推出高端水品牌“昆仑山”，以5元/瓶的定价切入市场，借助体育营销，如赞助中国网球公开赛等快速提升品牌知名度。同时高端水产品逐渐向商超、便利店渗透，推动高端瓶装水从特供场景转向大众消费。

随着消费升级趋势凸显，高端水品牌更加活跃。2013年，景田百岁山凭借“水中贵族”广告片被消费者熟知，成功塑造高端个性化的品牌形象。除广告片外，百岁山积极赞助网球、马术、斯诺克等“贵族运动”，并在CBA等高群众基础赛事中广泛投放，提高品牌知名度，巩固贵族形象，逐渐在包装水行业中抢得一席之地。2013年底，恒大冰泉横空出世，但由于市场定位不当和营销节奏失控，没能在激烈的市场竞争中站稳脚跟。2015年，农夫山泉推出高端玻璃水，并亮相G20峰会。



这一阶段，随着居民收入水平提升，包装水价格带呈现升级趋势。竞争格局亦有松动，龙头发生迁移，老牌龙头娃哈哈、康师傅仍停留在1元水价格带，渠道利润较薄、经销商积极性不佳。而农夫等企业迈向2元水时代，终端推力更为充足。除了概念竞争外，厂商更加重视渠道和终端资源投入，着力强化自身的经销渠道体系。

图表11: 2010年包装水行业开启提价

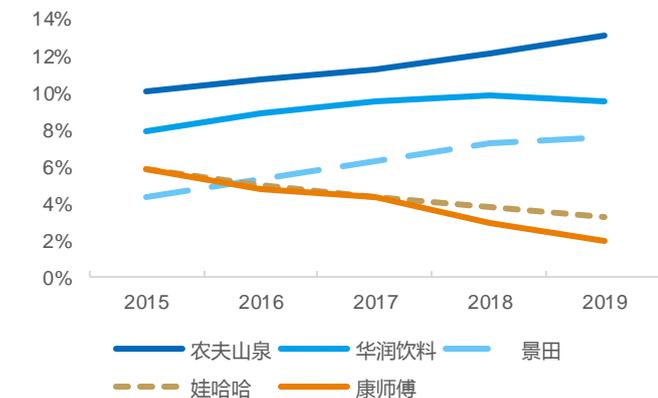


来源：欧睿，国金证券研究所

■ 2015-2019年：行业竞争加剧，老牌龙头开始掉队

2014年，包装水国标出台，淘汰“概念水”，倒逼企业回归水质本质，加速包装水格局集中。农夫依靠水源地营销与强大的产品力守住龙头地位，公司和景田凭借强势营销和渠道培育跻身前三。在此冲击下，老品牌康师傅、娃哈哈和达能旗下依云、益力逐渐掉队，市场竞争格局重新洗牌。据欧睿，以销量计2015年包装水CR5为42.3%，到2019年CR5降至36.7%。这一阶段2元水已经成为主流，农夫、怡宝、景田成功实现价格带升级，CR3市占率呈提升趋势，与此同时龙头加大品牌营销投放力度、渠道资源争夺更为激烈。

图表12: 15-19年CR3持续扩容



图表13: 15-19年老牌龙头失利，CR5下降



来源：欧睿，国金证券研究所（注：销售额市占率）

来源：欧睿，国金证券研究所（注：销量市占率）

■ 2020年-至今：小厂商加速出清，市场集中度提升

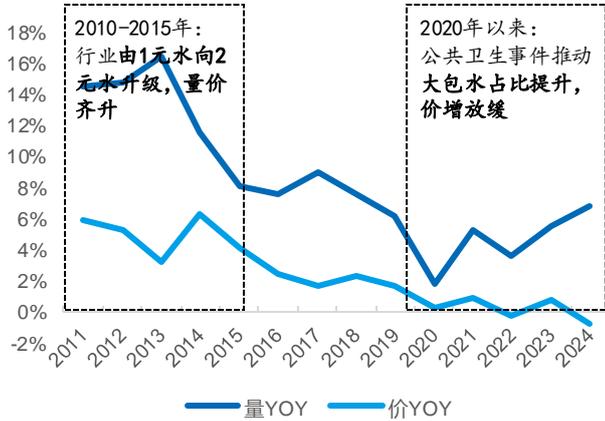
受公共卫生事件影响，包装饮用水的消费场景得到丰富，家庭囤货以及办公室场景需求推动大包装水消费量迅速上升，量增成为驱动行业发展的主要动力。同时，随着居民消费支出更加谨慎、重视性价比，包装水行业高端化升级明显受阻，行业均价近年基本稳定。

在行业竞争方面，小厂逐步淘汰切换，市场集中度持续提升。2020年初公共卫生事件导致饮用场景受损，以农夫、公司为代表的头部企业凭借规模优势，优化供应链、强化终端覆盖，进一步稳固其市场主导地位，而部分小企业在此期间受需求和成本双面冲击，逐步退出行业或转型为代工厂。以销量计，2020年行业市占率CR3和CR5分别为28.8%和35.2%，2024年则分别达到32.3%和40.6%。

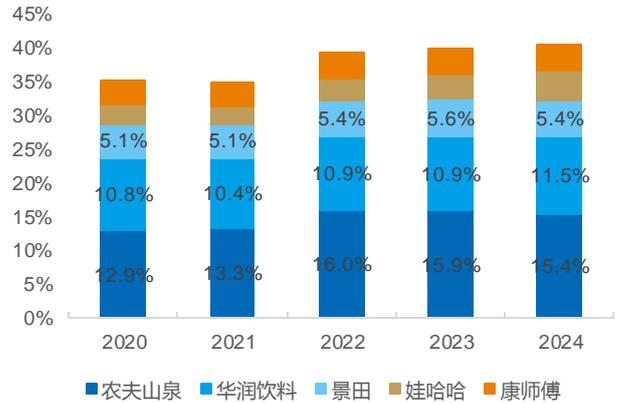


24年突发舆情事件+绿水上市，对行业价盘造成冲击。年初娃哈哈创始人宗老去世，终端消费者掀起一轮产品怀旧风潮，水和各项饮料供不应求，其内部管理层调整后迅速执行产品、渠道、供应链改革，2024年营收重回10年前巅峰，(公司披露约700亿，增长约40%)。而农夫则持续受网络舆论影响，4月推出绿水(定价9.9元/12瓶)，以差异化竞争策略维护市场份额，2024年水业务收入下滑21.3%，但依旧维持市占率第一。公司小瓶水亦受到价格战冲击，从2024年收入拆分来看，小瓶水下滑约10%，而中大规格水持续扩容，最终整体包装水业务规模略有下滑。

图表14: 20年以来量增驱动, 价增放缓



图表15: 20-24 我国包装水行业市场集中度提升



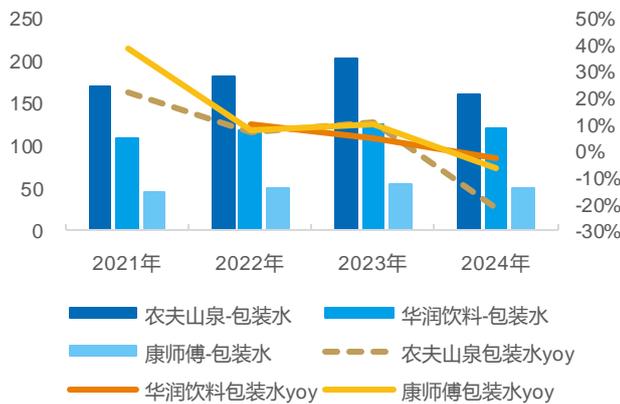
来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 销量市占率)

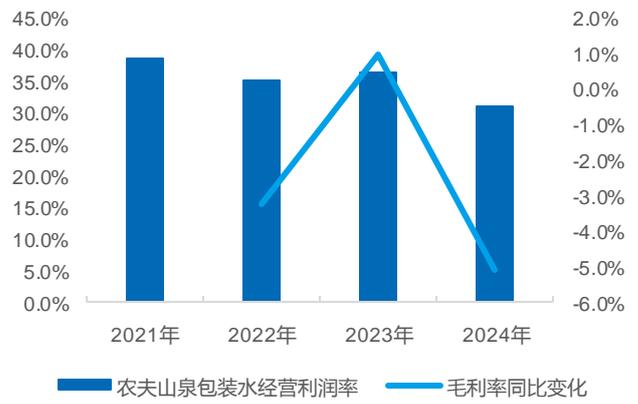
1.3 行业展望: 竞争逐步回归理性, 龙头企业有望受益

2024年, 专注天然水领域的农夫山泉推出绿瓶纯净水, 在各大商超和电商平台售价低至9.9元/12瓶。行业内多数品牌对此迅速做出反应, 纷纷加大促销力度, 应对价格战冲击。从24年公司及其友商包装水业务的财务表现来看, 受竞争加剧影响小瓶水收入均有不同程度的下滑, 利润率亦有下降趋势。

图表16: 24年行业龙头包装水收入下滑 (单位: 亿元)



图表17: 24年行业龙头包装水经营利润率下降



来源: 各公司年报, 国金证券研究所

来源: 农夫山泉公司年报, 国金证券研究所

长期来看, 我们认为行业竞争终将回归“品牌+渠道+品质”的多维博弈。一是包装水行业物流、渠道和营销成本刚性, 持续低价可能侵蚀利润, 对中小企业形成出清压力, 头部企业也难以长期承受。二是低价虽能吸引价格敏感型用户, 但无法绑定消费习惯和品牌忠诚度, 一旦竞品跟进或舆论反弹, 用户可能快速流失。三是渠道利润被挤压, 终端门店销售积极性降低, 长期对动销形成制约。长期来看, 挖掘优质水源地、构建品牌优势、巩固渠道资源才是竞争的关键。

从目前市场表现来看, 亦有价盘修复迹象。农夫开始收缩绿水促销支持, 提升绿水出厂价。另一方面, 年初农夫推出新品“小白瓶”矿泉水, 18元/12瓶的价格较去年有所恢复, 引导消费者回归天然水。同样, 娃哈哈正处在改革初期, 组织结构和人员调整后需要重新磨合, 2025年或优先求稳, 避免激进价格战。近期意图通过产品升级重塑品牌, 2024年底推出绿瓶矿泉水, 单瓶售价2元, 有意进军中高端市场, 而非依赖低价竞争。



就公司而言，2024 年成功在港交所上市后，聚焦资源进行自主产能建设、持续优化供应链，利润率得到大幅改善。基于公司目前利润率仍处于行业偏低水平，我们认为通过内部提效、结构升级等多种路径，有望恢复到行业正常利润水平，在此期间价格战意愿偏弱。

图表18: 农夫山泉小白瓶矿泉水已在线上渠道售卖

图表19: 娃哈哈绿瓶矿泉水开始在终端铺货



来源：天猫商城，国金证券研究所

来源：腾讯网，国金证券研究所

二、基本面分析：包装水龙二地位稳固，利润率具备挖潜空间

2.1 发展回顾：三十年深耕，从华南走向全国

1984-1995 年：1984 年公司前身蛇口龙环创立，初期主营刺梨汁碳酸饮料。1989 年推出首款公司纯净水。1991 年随着万科成为控股股东后改革调整，公司剥离刺梨汁生产线，专注纯净水生产销售。次年公司正式获得“怡宝”商标转让，经营情况有所好转。

1996-2010 年：公司加入华润体系，更名为“怡宝食品饮料（深圳）有限公司”。2001 年品牌纯净水升级成沿用至今的经典绿瓶包装。随后公司以广东为根据地，不断巩固在华南地区的优势，并于 2007 年起采取“西进、东扩、北伐”的综合性全国扩张战略，逐步建立全国性的销售和经销网络。

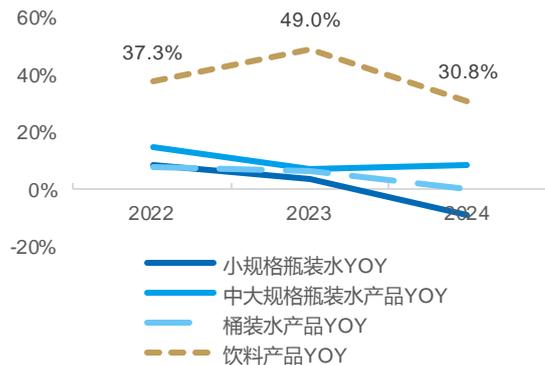
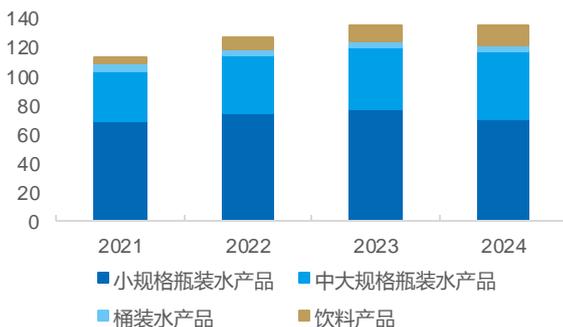
2011 年至今：公司不断进行产品创新，扩张业务，丰富产品矩阵，陆续推出“午后奶茶”“火咖”“魔力”“蜜水系列”“假日系列”及“至本清润”等品牌，覆盖奶茶、咖啡、运动饮料、风味水、果汁及茶饮品类，并加强同一品类不同规格和价位的覆盖，推出“本优”瓶装天然矿泉水和 520ml 公司饮用天然水等新品，不断优化产品结构。截至 2024 年 4 月，公司共有 13 个品牌的产品组合，SKU 共计 59 个。

2.2 营收情况：包装水仍为基本盘，品类和渠道持续扩张

公司 2024 年营业收入达 135 亿元，同比基本持平。其中包装水业务贡献 121 亿元，占比 89.7%，仍是增长基本盘。分规格看，小规格瓶装水（容量≤1L）占比最大，中大规格（1L<容量≤15L）增速最快，主要受益于餐饮、家庭消费大包装场景实现扩充覆盖。饮料业务收入近 3 年复合增速超 30%，达到 14 亿元体量，主要系品类矩阵不断丰富，铺货网点数量持续增长。

图表20: 公司仍以包装水为基本盘（单位：亿元）

图表21: 公司近三年饮料业务增速最快



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

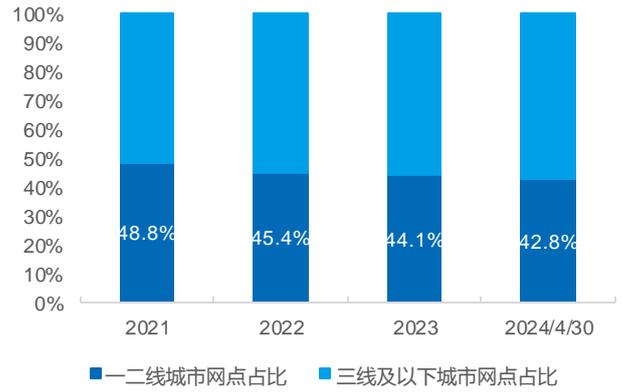
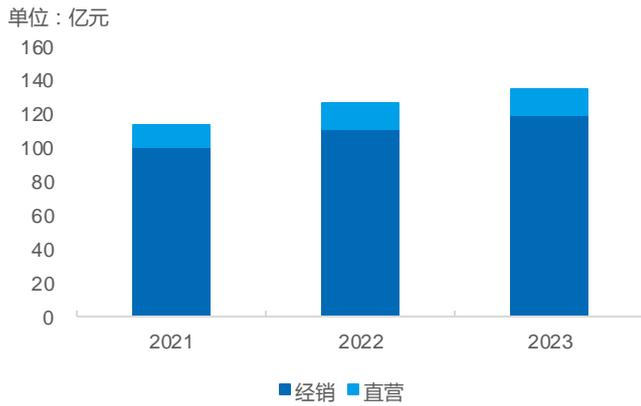


分渠道看，公司销售模式目前仍以经销为主，直营为辅，并建立起由经销商和次级经销商组成的全面经销商网络，覆盖传统、现代、餐饮、特通和电商多种渠道。2021-2023年，公司经销渠道收入占比均维持在88%以上，2023年共有一级经销商1068个，订立三方协议的次级经销商3938个，深入渗透低线城市和乡镇市场，覆盖超200万个零售网点，其中三线及以下城市网点占比约56%。

新兴渠道方面，自2014年以来公司加快线上业务发展投入，目前已经完成多数主流电商平台的全覆盖。并且积极合作到店到家平台，实现30分钟到家场景的覆盖。公司在2021-2023年电商渠道实现高速发展，收入年复合增长率达34%，2023年电商收入达到7.1亿元。在其他新媒体渠道，公司引入内容种草、直播带货等销售手段，实现良好的品牌传播和消费者互动。

图表22：公司搭建起经销为主、直营为辅的销售模式

图表23：公司在下沉市场过程中具有强大渠道开拓能力



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

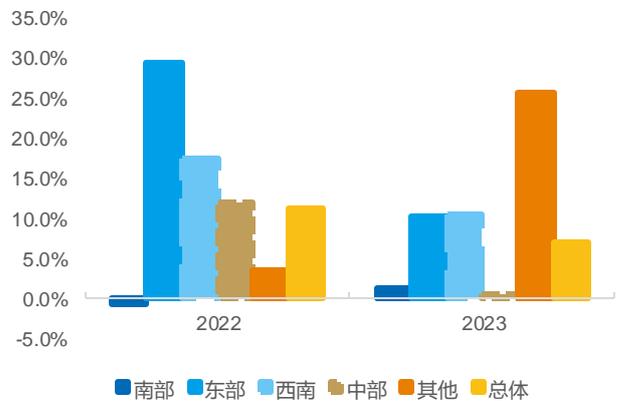
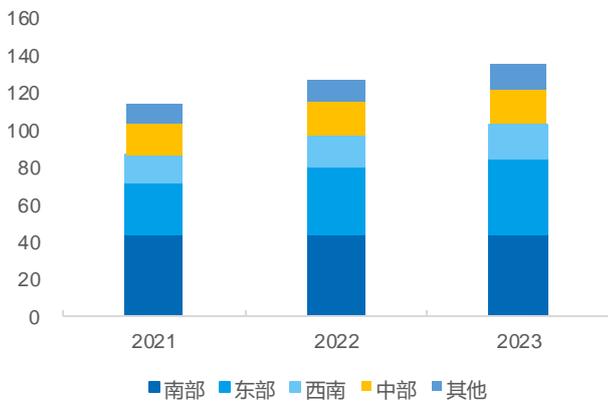
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

分区域来看，公司依托南部大本营构建核心业务版图，逐渐优化全国市场布局。近年来公司坚持“保存量，攻变量，寻增量”的区域发展战略，意在打破南强北弱局面。2021-2023年公司南部地区收入占比呈逐年下降趋势，2023年占比为32.5%。东部、西南等区域展现出较强的成长潜力，2022-2023年收入增速保持高双位数。

据招股说明书，2023年公司在广东、湖南、四川、海南、广西和湖北包装饮用水市场中占有最高的市场份额，而该6大省份包装水市场规模占全国总规模约30%，为包装饮用水核心消费市场。同时公司在西北地区的布局收效显著，近四年已在实现规模翻番。通过持续推进全国扩张计划，各区域市场协同发展的格局逐步成型。

图表24：公司南部地区收入占比较高 (单位：亿元)

图表25：公司中部、西南、东部收入同比增速较快



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所



2.3 成本费用：自产比例持续提升，规模效应有待释放

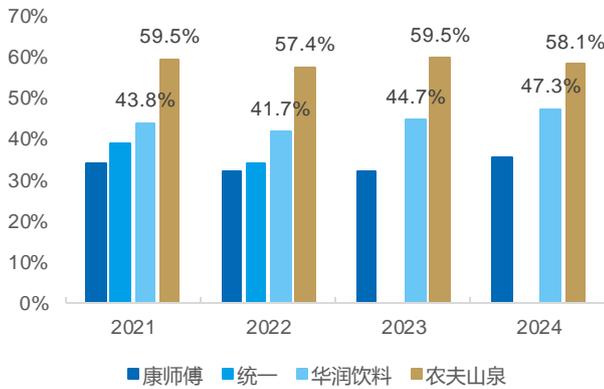
■ 毛利率：生产模式、定价策略为核心影响因素

通过对比友商，我们发现农夫山泉整体毛利率最高，近4年位于57%-60%之间。公司2024年毛利率提升至47.3%，但仍与农夫相差近11个百分点。而康师傅、统一等饮料毛利率近4年均低于40%。可见行业内包装水和饮料龙头之间的毛利率差异巨大，我们认为主要系：1) 规模效应差异，如农夫包装水规模150亿元以上，各项折旧分摊降低且包装采购等成本有优势。

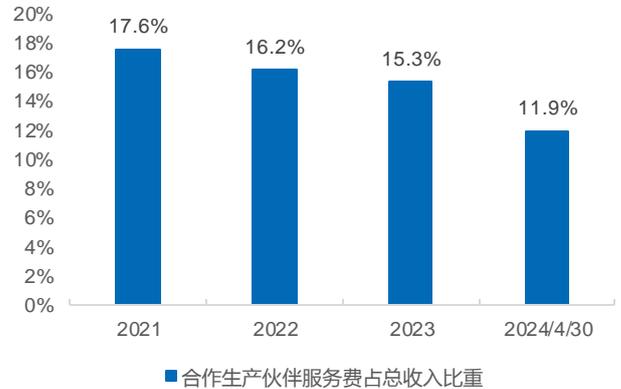
2) 生产模式差异（自产/代工）。龙头农夫围绕优质水源地附近自建生产基地，并且通过全国化建厂摊薄运费。而公司采取的是自建厂+代工厂模式，虽显著降低了运输成本，但产生的合作伙伴生产服务费对毛利率影响较大。2023年合作生产伙伴服务费占总收入的15.3%，如果简单剔除该笔费用，公司水业务毛利率约59.9%，基本与龙头农夫相近。预计未来随着自产比例的提升，公司毛利率有望较大改善空间。

3) 产品定价策略差异。康师傅和统一饮品毛利率相对偏低，系主营产品定价较低，且多年来价盘基本稳定。目前康师傅包装饮用水仍停留在1元价格带，茶饮、果汁等类目多数处于3-4元价格带，较一般的饮用包装水/饮料价格2元/5元存在较大差距。

图表26：公司和龙头农夫毛利率差距较大



图表27：公司合作生产伙伴服务费占比逐年降低



来源：各公司业绩公告、国金证券研究所（注：此处康师傅和统一仅考虑了饮品业务毛利率，统一自23年开始业绩披露材料中不拆分饮料净利率指标）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 期间费率：人效表现、规模效应为核心影响因素

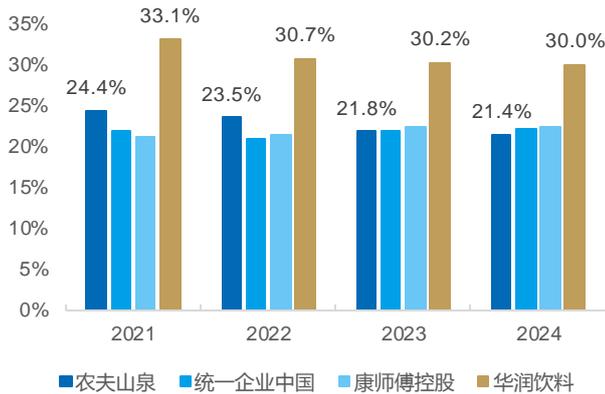
通过对比友商，我们发现公司销售费率明显偏高，近3年销售费率保持在30%以上，而友商销售费率处于15-20%之间。拆分销售费用结构来看，公司销售人员工资比例与农夫和东鹏存在显著差异。以收入体量相近的东鹏为例，公司销售人员数量较多（约高于东鹏1600人），且人均工资水平较高（2023年公司销售人员人均薪酬为17.8万元/年，而东鹏仅15.6万元/年）。

据农夫招股说明书，截至2019年底和2020年5月，其销售员工成本分别占到当期总收入的4.9%和5.0%，我们推测21-24年保持稳中有降的水平。而公司21-23年销售员工成本占总收入比重均在10%以上，二者差异核心点在于人效。一方面可能与数字化程度有关，农夫NCP系统能对各类销售分销、营销活动数据等进行有效管理，显著提高销售效率，降低人力依赖；另一方面可能与市场策略相关，公司在开拓全国市场时，采用“全民巷战”战术快速占领市场，导致其销售人力成本占比较高。

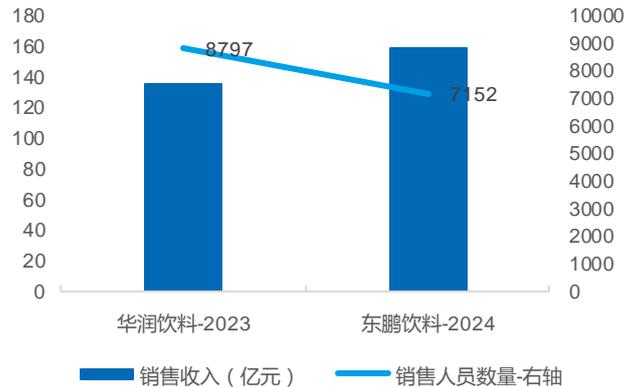
其次是广告营销等规模效应差异。销售费用中的广告与品牌建设投入具有类固定成本属性，随着销售规模扩大，单位广告费用投入降低。以东鹏为例，近年来随着收入规模快速扩张，宣传推广费占营业收入比重从2018年的17.9%降低至2024年的8.4%，其大单品东鹏特饮收入稳健增长，新品补水啦放量，规模效应凸显。



图表28: 公司销售费率明显高于其他同类企业



图表29: 公司销售人员数量多于体量相近的东鹏饮料

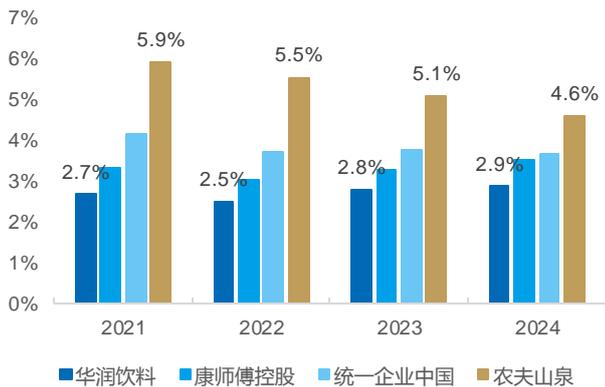


来源: iFinD, 国金证券研究所

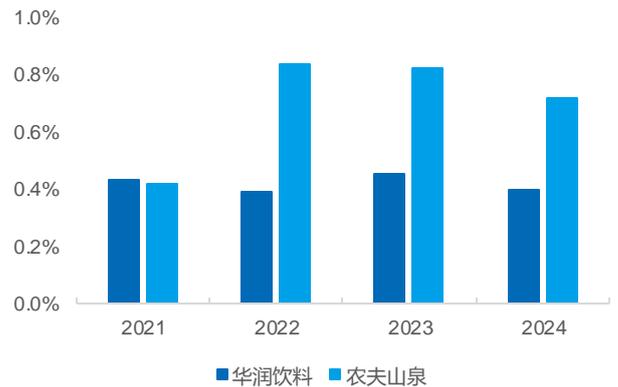
来源: 公司招股说明书, 东鹏饮料公司年报, 国金证券研究所

从管理费用率及研发费率来看, 公司近年来处于行业偏低水平, 费率控制较为优秀。主要系其代工厂模式降低管理复杂度, 以及华润央企背景下费用管控严格, 且作为华润子公司可共享集团中台, 减少额外职能建设开支。研发费率方面, 因包装水产品同质化严重, 口味创新空间窄, 费用需求较少。但涉及到饮料类新品上市, 各家通常保持小幅稳定的投入, 以创造多元化的产品矩阵支撑公司收入增长。

图表30: 公司管理费用率处于行业偏低水平



图表31: 包装水企业研发费用投入相对较少



来源: iFinD, 国金证券研究所 (注: 港股披露口径为行政费率)

来源: iFinD, 国金证券研究所

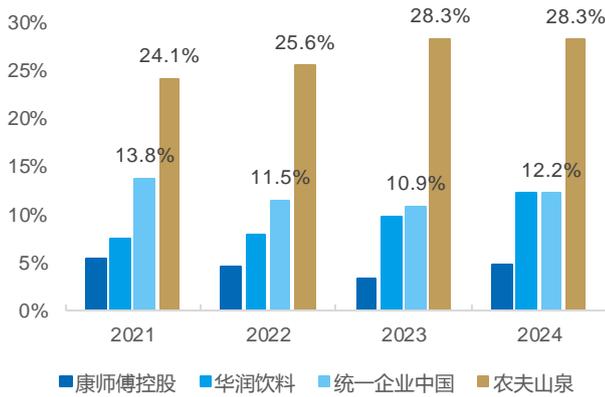
■ 净利率: 自产比例提升助益, 未来仍有较大挖潜空间

综合来看, 在合作生产伙伴服务费的影响下公司毛利率相对较低, 而销售费用率处于行业较高水平, 二者的共同作用导致公司净利率较龙头农夫存在较大差异, 2024 年公司净利率有明显改善, 但仍较农夫低 16pct。农夫净利率表现优秀, 系持久的品牌培育见效, 产品定价中等偏上且渠道利润合理, 另外旗下茶饮料、功能饮料业务经营利润率高于包装水业务, 结构上拉高了整体净利率水平。另外, 康师傅和统一饮品业务净利率较公司偏低系定价差异, 但近年来二者通过提价、结构优化等举措实现净利率提升趋势。

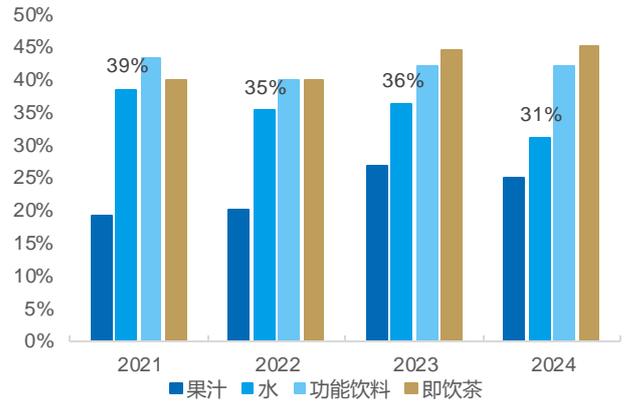
我们认为未来公司净利率端仍有较大挖潜空间, 一是通过自建产能、优化供应链效率等方面实现, 提升包装水和饮料自产比例, 缩减代工服务费, 直接提振毛利率。二是积极开拓全国市场, 从区域化转向全国化, 从大单品转向平台型公司, 扩大业务体量, 提升规模效应。三是持续推进产品多元化, 大力发展饮料业务, 培育第二曲线和新增长点, 改善公司整体盈利结构。



图表32: 21-24 年公司净利率显著低于农夫



图表33: 农夫茶饮料、功能饮料经营利润率高于包装水



来源: 公司招股说明书, 各公司业绩公告, 国金证券研究所 (注: 此处康师傅和统一仅考虑了饮品业务净利率)

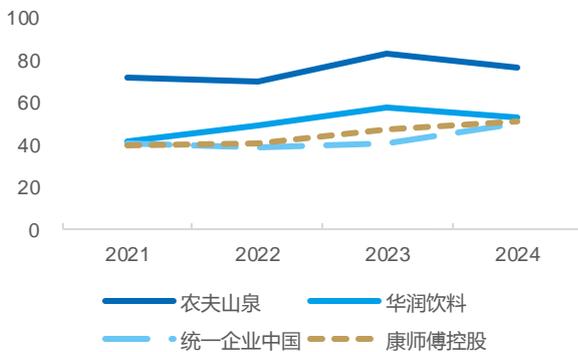
来源: 农夫山泉公司年报, 国金证券研究所

2.4 周转效率: 运营效率优秀, ROE 有待提升

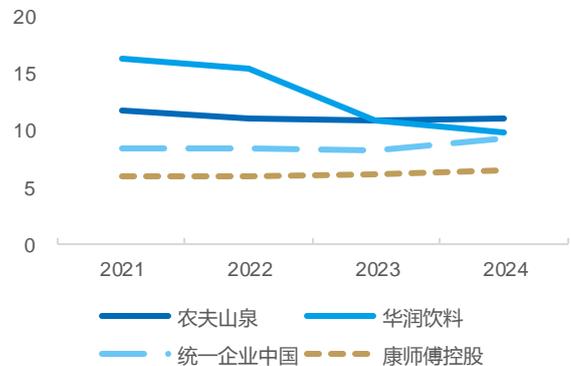
公司应收账款周转率处于行业较高水平, 主要系公司渠道策略以经销为主、直营为辅, 而与经销商的交易大多先款后货, 公司对于直营客户则授予不超过 90 天的信贷期, 严控信用管理。应付票据及应付账款周转率仍处于较高水平, 优于大部分同类企业, 显示出其在供应链管理上略占优势, 和代工厂维持良好信用关系。

公司存货周转率在可比公司中处于较高水平, 主要系公司产品销售较为集中, 约 90% 营收源于纯净水, 公司品牌和渠道影响力较强, 终端动销一直保持良性。另外, 因为核心品类相对单一, 公司生产、仓储管理复杂度低, 且一部分代工厂承担仓储、发货等工作, 因此存货周转率表现优秀。

图表34: 公司应收账款及票据周转率处于较高水平



图表35: 公司应付账款及票据周转率有所下降



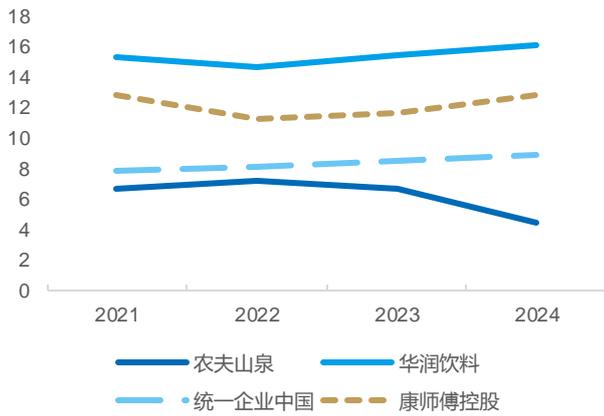
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

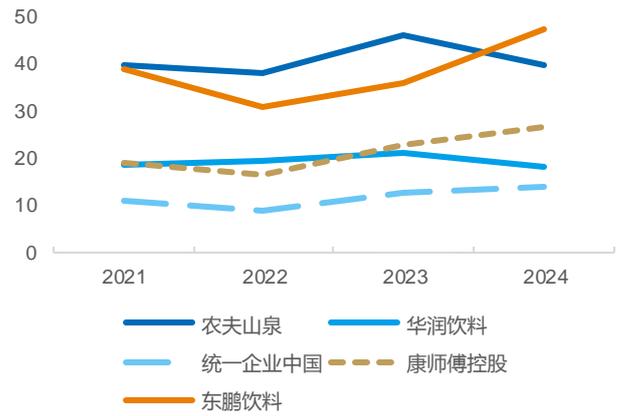
公司净资产收益率 ROE 相较于行业处于偏低水平。主要系代工厂模式下公司总体执行轻资产运作模式, 权益乘数偏低, 且额外承担代工费用后净利率水平较低。未来公司将通过加大自建工厂投入, 驱动净利率增长, 在此过程中适度增加杠杆, 并保持稳定的资产周转率, 赋能 ROE 进一步提升。



图表36: 公司存货周转率处于行业较高水平



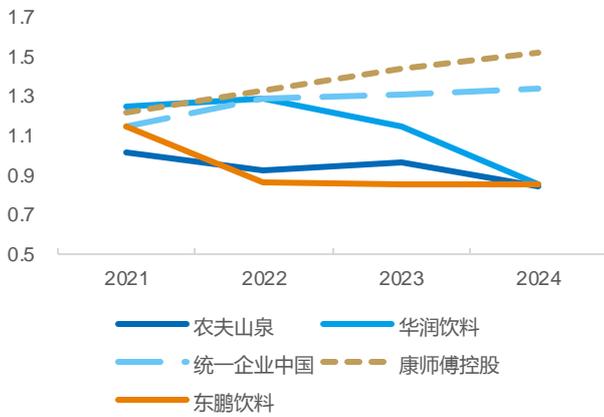
图表37: 公司 ROE 处于行业中等偏低水平 (单位: %)



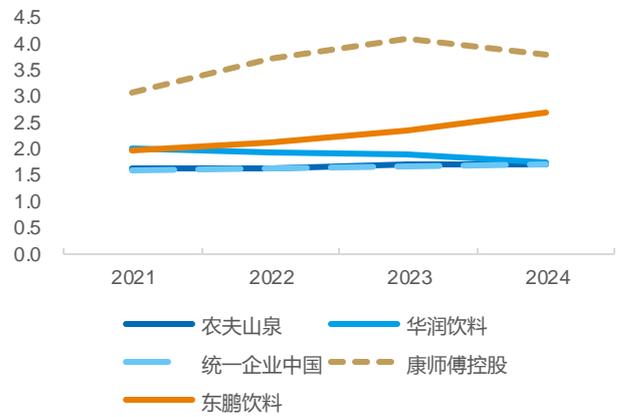
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表38: 公司总资产周转率有所下降



图表39: 公司杠杆系数较为保守



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

三、公司未来增长看点有哪些?

3.1 包装水: 大包装差异化竞争, 区域精耕提升市占率

产品: 公司主打“安全、健康、信赖”的产品理念, 采用优于“国标”的生产标准, 并使用先进的二级反渗透技术确保产品纯净无杂质, 产品品质稳定。同时, 公司坚持产品创新, 推出公司纯净水、本优包装饮用水、本优矿泉水和怡宝露四个不同价格带的产品, 同一产品的不同规格也帮助精准匹配消费者需求, 满足家庭日常饮用、外出携带、商务办公等不同场景, 具有较强产品竞争力。

图表40: 公司旗下瓶装水具有多种规格





规格	产品图片
中大规格瓶装水产品 (1L<容量≤15L)	
桶装水产品 (18.9L)	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

品牌:长时间的品牌积淀+强势体育营销,塑造强品牌力。公司首款纯净水于1989年推出,经过30多年的发展,品牌积淀深厚,沿用多年的广告语“你我的怡宝”深入人心,获得消费者广泛信赖。同时公司通过长期的公益与体育营销,为品牌价值加码。公司积极支持环保事业,在全国各地开展“怡宝宝贝重塑计划”,宣传绿色循环可持续生活;大力赞助中超联赛、马拉松赛事和其他大众体育赛事,并和TEAM CHINA合作成为中国国家队官方饮用水,通过大规模体育营销打造品牌壁垒。公司现已成为纯净水品类第一品牌,逐渐在消费者心智中形成“纯净水=公司”的强关联,具有强品牌力。

图表41: 公司冠名中超、中甲、中乙联赛

图表42: 马拉松世界冠军担任公司马拉松推广大使



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

渠道:全面经销网络+精耕细作,制胜终端。公司目前已建立了由经销商和次级经销商组成的全面经销网络,持续推动渠道下沉。依托一线销售团队和精细化运营,公司在低线城市及乡镇市场实现深度覆盖,截至2024年4月底,其一线销售人员已达8700名。多年来公司坚持“渠道为王,终端制胜”的销售策略,通过开展“春耕行动”、“模范街道”、“集体铺市”等系列销售活动,下沉终端网点展开深耕,并积极投放冰柜,网点单店质量高,运营效率具有竞争力。据业绩公告,2024年覆盖的零售终端网点数量同比增加15%,冰柜保有量增长超20%。除此之外,公司近年来加强餐饮渠道合作,在前厅售卖常规规格,后厨提供大包装产品,为公司收入带来新增长点。

公司在守住现有优势份额的基础上,通过加大营销投入,持续渠道下沉,有望扩大全国市场份额。据马上赢数据(商超口径),2023年公司在江西、湖南、广东等地占据市占率第一宝座,在安徽、浙江、江苏、河南、湖北、山西、广西、陕西、四川、贵州、重庆等地为当地包装水第二品牌,公司潜力市场普遍为人口大省,包装饮用水需求量大,而当地第一品牌均为农夫山泉,公司有望通过华东、华中和西南地区作为重点深耕市场,进一步提高区域市占率。



3.2 饮料：产品差异化+渠道资源复用，有望延申第二曲线

近年来，公司产品结构逐步丰富，先后推出“午后奶茶”“火咖”“魔力”“蜜水系列”“假日系列”和“至本清润”等子品牌，SKU 增加至 59 个，着力培育第二增长曲线。2024 年，公司饮料业务实现收入 14 亿元，同比增长 30.8%。对比同行业其他可比企业，公司非水饮料业务规模远低于其他同行，基数较低，增速保持行业较高水平，这主要系产品尚处于孵化期，终端铺货率还有较大提升空间。未来随着公司产品矩阵持续完善，公司有望通过渠道、品牌协同，将饮料业务打造为第二曲线。

图表43：公司饮料产品系列普遍推出时间较晚



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表44：公司饮料业务规模基数低，增速快



来源：各公司业绩演示材料，业绩公告，招股说明书，国金证券研究所

图表45：“至本清润”菊花茶产品表现最好



来源：公司官网，国金证券研究所

在公司的饮料系列产品中，“至本清润”菊花茶值得关注。2023 年该产品实现零售额 7.6 亿元，2024 年销量翻倍增长，凭借去火功效和清爽口感受到消费者喜爱，有望成为下一个热门大单品。据招股说明书，近年来菊花茶饮料市场经历了快速增长，2023 年市场规模已增长至 20 亿元，预计到 2028 年将进一步增长至 39 亿元，23-28 年 CAGR 将达到 14.8%，属细分蓝海赛道。

从竞争格局来看，2023 年公司凭借“至本清润”在菊花茶饮料市场中排名第一，占据 38.5% 的市场份额，而其他竞争者则呈现区域性、品牌力弱、投入有限的特征。未来公司有望通过优秀的产品力、扎实的渠道基础构建竞争壁垒，并且通过怡宝主品牌快速全国化渗透，进一步扩大市场份额。

1) 产品力优秀：“至本清润”以低糖+杭白菊萃取形成技术壁垒，口感清冽，清热解火，具有清肝明目、缓解视觉疲劳的功效。与竞品相比，“至本清润”系列工艺和品质更优，而竞品多使用香精勾兑。与其他饮料产品相比，公司产品具备较强的功能性和健康性，符合当下健康化消费趋势。

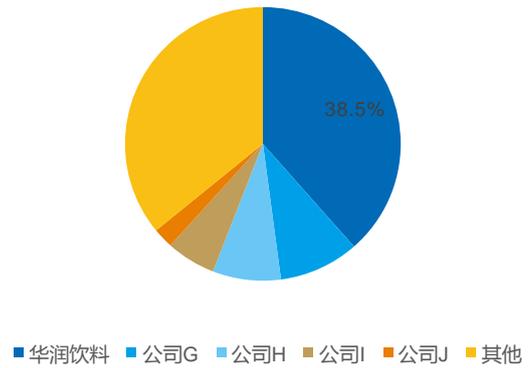
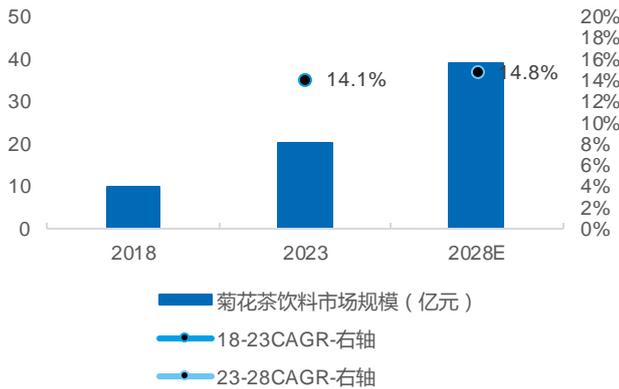


2) 渠道基础扎实: 饮料业务可共享纯净水业务的物流网络、经销商体系、终端网点陈列, 凭借公司现已建立起的销售渠道体系, 其他饮料能迅速提高线下终端铺货数和陈列量, 高效率实现曝光和动销。据招股说明书, 同时销售包装饮用水和饮料产品的零售网点数量占比从 21 年的 50.6% 提升至 23 年的 67.1%, 未来公司终端网点数量对标行业龙头 (东鹏具备 400 万终端) 仍有较大增长空间, 同时饮料尚未铺满现有终端, sku 仍在持续补齐, 未来单点产出仍有较大提升空间。

除此之外, 公司的风味水、运动饮料品牌“蜜水系列”、“魔力”也值得期待, 2023 年公司风味水市场中排名第二, 占据 12.9% 的市场份额。“魔力”运动饮料积极开展品牌与口味升级, 2024 年底推出魔力柠檬味、柚子味用于赛事赞助, 并于 2025 年初上市新包装, 运动饮料产品推广与公司主打的“体育营销”策略深度契合, 有望借助场景化营销快速放量。

图表46: 18-28 年菊花茶饮料市场规模逐渐提升

图表47: 2023 年菊花茶饮料市场中公司市占率第一



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

3.3 盈利: 随着自产比例提升, 毛利率至少有 3pct 优化空间

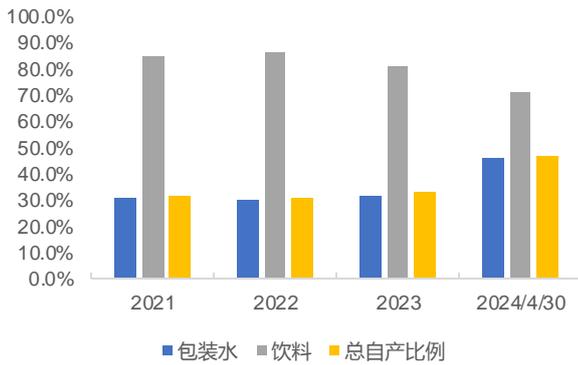
2024 年 10 月 23 日, 公司在香港联交所主板上市, 首发募集金额达 52.92 亿元, 资金将主要用于公司产能扩张、渠道投入、品牌建设和产品研发。截至 2023 年和 2024 年 4 月, 公司自产比例分别达到 33.1% 和 47.1%, 其中包装水自产比例达 33.1% 和 46.4%。据招股说明书, 公司预计新建宜兴、万绿湖、武夷山和浙江工厂, 扩建成都工厂, 预计 25 年所有生产线投产完毕。其中包装水预计新增自建产能 661 万吨, 饮料新增 35 万吨。截至 2024 年底, 公司自有产能占比已提升至超过一半, 预计到“十四五”规划收官之际, 包装水自产比例将提升至 60% 以上。

由于现有饮料业务规模较小, 因此我们主要考虑包装水自产比例提升对毛利率的影响。据招股说明书, 2021-2023 年公司包装水吨价分别为 918/935/923 元/吨, 自有工厂产量为 372/389/426 万吨, 代工产量为 818/896/902 万吨。

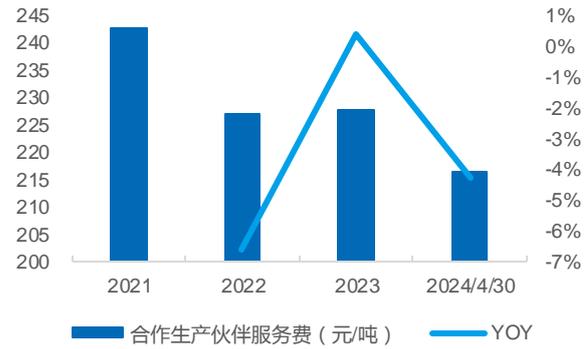
我们对销售成本进行拆分, 区分自产和代工成本。1) 因为原材料及包装材料为公司统一采购, 按照自产和代工产量比例, 我们对其进行再次分配。2) 分配后的原材料及包装材料成本+合作生产伙伴服务费为经调整后的代工生产费用, 销售成本余下的部分为自产生生产费用。3) 由此, 我们得以计算出自产与代工的包装水吨成本价格, 各取其 2021-2023 年平均值得到自产吨成本约 397 元/吨, 代工吨成本约 569 元/吨, 代工溢价率约 43.5%。



图表48: 21-24年公司包装水自产比例逐年提升



图表49: 21-24年合作生产伙伴服务费呈现下降趋势



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

综上, 在不考虑其他因素比如 1) 代工厂生产费用进一步压缩; 2) 公司采购、运输等成本进一步优化等情况下, 仅考虑后续代工比例提升对毛利率的影响。

假定未来自产比例在 60%-100%区间, 基于此计算出公司包装水吨成本在 397-466 元/吨区间。假定未来大包装占比提升, 公司平均单价在 900-935 元/吨区间。经敏感性测算取中枢得到随着未来代工比例进一步提升至 70%, 公司毛利率有望提升至 51%以上, 比 2024 年实际毛利率至少提升 3pct。

图表50: 中性条件下随着自产比例提升公司毛利率有望提升至 51.0%+

毛利率		自产比例					
		50%	60%	70%	80%	90%	100%
		销售成本 (元/吨)					
		483	466	449	431	414	397
销售单价 (元/吨)	900	46.3%	48.2%	50.1%	52.1%	54.0%	55.9%
	905	46.6%	48.5%	50.4%	52.3%	54.2%	56.1%
	910	46.9%	48.8%	50.7%	52.6%	54.5%	56.4%
	915	47.2%	49.1%	51.0%	52.8%	54.7%	56.6%
	920	47.5%	49.4%	51.2%	53.1%	55.0%	56.9%
	925	47.8%	49.6%	51.5%	53.4%	55.2%	57.1%
	930	48.0%	49.9%	51.8%	53.6%	55.5%	57.3%
	935	48.3%	50.2%	52.0%	53.9%	55.7%	57.5%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 收入和毛利率预测

我们采用分产品方式预测 25-27 年收入及毛利率:

包装饮用水: 我国包装水行业仍具备量价提升潜力, 短期消费场景受限&行业竞争加剧产生影响, 量价维度均有承压。但伴随着居民健康意识提升、消费潜力释放, 行业中长期仍有较大扩容空间。公司作为龙二, 在局部地区具备显著的品牌、渠道竞争优势, 后续有望持续提升终端网点覆盖率、渠道精细化运营能力, 实现全国范围的进一步渗透。网点数量方面, 公司目前覆盖 200 多万家终端, 对标康师傅、农夫山泉等细分领域龙头依旧具备 50% 以上铺货空间。

分规格来看, 预计随着家庭场景持续渗透, 中大规格水有望持续跑赢大盘, 预计 25-27 年维持 8-9% 左右复合增长。小包装水或将受益于竞争格局改善, 价盘和毛利率逐步修复, 预期略超行业增速, 维持 5-6% 复合增长。桶装水持续拓宽销售场景、聚焦特定消费渠道, 预计 25-27 年保持微增态势。综上, 预计公司包装饮用水收入 25-27 年分别为 127/135/143 亿元, 同比增长 5%/6%/6%。毛利率方面, 随着 PET、运费等成本回落、叠加自产率提升,



根据前文敏感性分析测算，预计 25-27 年实现较大程度改善，毛利率分别为 50.0%/50.8%/51.5%。

2) 其他饮料：公司持续壮大产品矩阵，目前覆盖了包括茶饮料、果汁类饮料、运动饮料三大类目，受益于产品端持续推陈出新及品牌多元化，21-23 年公司其他品类收入实现翻倍增长，并突破 10 亿元销售额，其中至本清润系列占比最高、贡献最大，菊花茶等产品已顺利实现销量第一，获得市场认可。我们预计随着饮料覆盖终端持续扩张、sku 不断丰富，其他饮料品类有望在未来 3 年继续翻倍。对应 25-27 年销售额分别为 18/23/29 亿元，增速分别为 31%/27%/24%。毛利率方面，考虑到成本优化&产品结构优化，预计毛利率持续提升，分别为 39.5%/40.2%/40.8%。

综上，预计 25-27 年公司销售收入分别为 146/158/172 亿元，分别同比增长 7.6%/8.6%/8.8%，25-27 年毛利率分别为 48.7%/49.3%/49.7%，同比提升 1.4/0.6/0.5pct。

图表51：25-27 年分产品收入和毛利率预测

分产品拆分	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,340	12,623	13,515	13,521	14,550	15,807	17,196
营业收入 yoy		11.3%	7.1%	0.0%	7.6%	8.6%	8.8%
毛利率	43.84%	41.66%	44.66%	47.31%	48.68%	49.25%	49.71%
Δ 毛利率		-2.18	2.99	2.66	1.37	0.56	0.46
包装水	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	95%	94%	92%	90%	87%	85%	83%
收入（百万元）	10,818	11,906	12,447	12,124	12,727	13,493	14,321
收入 YOY		10.1%	4.5%	-2.6%	5.0%	6.0%	6.1%
分规格：小规格（百万元，下同）	6,923	7,484	7,716	7,028	7,239	7,528	7,830
yoy		8.1%	3.1%	-8.9%	3.0%	4.0%	4.0%
中大规格	3,469	3,962	4,243	4,607	4,997	5,469	5,985
yoy		14.2%	7.1%	8.6%	8.5%	9.5%	9.5%
桶装水	426	459	488	489	491	496	506
yoy		7.8%	6.3%	0.2%	0.4%	1.0%	2.0%
毛利率	44.57%	42.44%	45.60%	48.30%	50.00%	50.80%	51.50%
饮料	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入占比	5%	6%	8%	10%	13%	15%	17%
收入（百万元）	522	717	1,068	1,397	1,824	2,314	2,875
收入 YOY		37.3%	49.0%	30.8%	30.6%	26.9%	24.2%
毛利率	28.68%	28.79%	33.71%	38.73%	39.50%	40.20%	40.80%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 三项费率预测

销售费用方面，包装水业务自 2020 年开始行业量增速度明显放缓，考虑到价格战不是长久之计，改善产品结构、提升利润率成为龙头厂商一致诉求，因此预期行业竞争格局在 25 年有所改善，相应的促销类费用支出减少。但饮料方面仍处于发展初期，亦需要加大品类宣传推广力度，以及终端资源投放倾斜，为第二曲线打下基础，因此预计 25-27 年公司销售费率先升后降，分别为 30.5%/30.2%/30.0%。管理费用方面，24 年新增上市相关费用支出，因此费率略有提升，预期后续将随着收入增长被摊薄，25-27 年预计分别为 2.2%/2.1%/2.1%。研发费用方面，考虑到公司仍在持续开发新品补齐产品矩阵，预计费用支出绝对值小幅增长，费率保持稳定，25-27 年均均为 0.4%。


图表52：25-27年三项费率预测

三费预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用(百万元)	3,878	4,087	4,058	4,438	4,774	5,159
销售费用率	30.7%	30.2%	30.0%	30.5%	30.2%	30.0%
管理费用(百万元)	265	301	296	320	332	361
管理费用率	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
研发费用(百万元)	49	62	53	58	63	69
研发费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 估值与投资建议

预计25-27年公司归母净利润为19.6/22.1/24.7亿元，分别同比增长20%/13%/12%，对应EPS分别为0.82/0.92/1.03元/股。我们选取港股软饮料龙头作为可比公司，以下可比公司取均值得到25年平均PE为21x。我们认为公司作为包装水龙二，第二曲线培育+自产率提升，有望释放较大业绩弹性，考虑到饮料业务仍处于成长初期，给予公司25年PE 20x，目标价17.42港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：25-27年可比公司PE估值表

股票代码	公司	收盘价 (港元/股)	EPS(元/股)					PE(倍)				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
9633.HK	农夫山泉	36.7	1.07	1.08	1.28	1.52	1.76	32	32	27	23	20
0322.HK	康师傅控股	13.8	0.55	0.66	0.74	0.81	0.89	23	20	18	16	15
0220.HK	统一企业中国	9.0	0.39	0.43	0.48	0.53	0.57	22	20	18	16	15
均值								26	24	21	18	16
2460.HK	华润饮料	14.3	0.55	0.68	0.82	0.92	1.03	24	20	16	15	13

来源：wind，国金证券研究所(注：汇率为1HKD=0.94CNY，股价截至2025年4月21日，除农夫山泉外，其他公司EPS选自wind一致预期)

五、风险提示

- 1、市场竞争加剧：近年来我国包装水、茶饮料市场大盘维持稳健增长态势，市占率逐步向龙头集中，若主要竞对采取价格战等形式扩张，可能导致公司销售费用投入加大，进而对利润端造成不利影响。
- 2、原材料价格上涨：公司产品原材料主要包括PET、白砂糖等，该等原材料占公司生产成本比重较高，假定未来原材料价格大幅上涨，将对毛利率造成不利影响。
- 3、第二曲线增长不及预期：近年来，公司持续培育“至本清润”饮料子品牌，不断丰富产品矩阵。倘若消费者口味迭代更新快或市场竞争加剧，未来新品收入增速可能不及预期。
- 4、自建产能释放不及预期：随着公司自建产能比例逐年提升，有效提振整体毛利率水平，缩小与友商之间的差距。倘若自建产能投放不及预期，则将影响公司利润释放节奏。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,623	13,515	13,521	14,550	15,807	17,196
增长率	11.3%	7.1%	0.0%	7.6%	8.6%	8.8%
主营业务成本	7,364	7,480	7,124	7,467	8,022	8,648
%销售收入	58.3%	55.3%	52.7%	51.3%	50.8%	50.3%
毛利	5,259	6,035	6,397	7,084	7,785	8,548
%销售收入	41.7%	44.7%	47.3%	48.7%	49.2%	49.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	3,878	4,087	4,058	4,438	4,774	5,176
%销售收入	30.7%	30.2%	30.0%	30.5%	30.2%	30.1%
管理费用	265	301	296	320	332	361
%销售收入	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
研发费用	49	62	53	58	63	69
%销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,101	1,635	1,990	2,318	2,666	2,992
%销售收入	8.7%	12.1%	14.7%	15.9%	16.9%	17.4%
财务费用	-147	-151	-165	-214	-219	-245
%销售收入	-1.2%	-1.1%	-1.2%	-1.5%	-1.4%	-1.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,246	1,785	2,155	2,525	2,879	3,231
营业利润率	9.9%	13.2%	15.9%	17.4%	18.2%	18.8%
营业外收支						
税前利润	1,375	1,878	2,224	2,645	2,979	3,331
利润率	10.9%	13.9%	16.4%	18.2%	18.8%	19.4%
所得税	387	547	563	661	745	833
所得税率	28.1%	29.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	989	1,331	1,661	1,984	2,234	2,498
少数股东损益	-1	2	24	20	22	25
归属于母公司的净利润	990	1,329	1,637	1,964	2,212	2,473
净利率	7.8%	9.8%	12.1%	13.5%	14.0%	14.4%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,508	2,075	5,701	4,983	4,773	6,135
应收款项	4,242	806	809	856	990	1,018
存货	588	377	504	491	615	620
其他流动资产	292	2,300	4,947	5,048	5,148	5,248
流动资产	7,630	5,558	11,961	11,379	11,527	13,021
%总资产	72.0%	42.7%	64.0%	59.4%	56.9%	58.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,008	4,810	5,924	6,890	7,778	8,116
%总资产	18.9%	37.0%	31.7%	36.0%	38.4%	36.6%
无形资产	26	35	579	542	508	477
非流动资产	2,974	7,444	6,734	7,763	8,718	9,125
%总资产	28.0%	57.3%	36.0%	40.6%	43.1%	41.2%
资产总计	10,605	13,002	18,694	19,142	20,245	22,146
短期借款	0	0	6	11	16	21
应付款项	563	817	625	868	591	851
其他流动负债	3,766	4,371	5,691	5,107	5,548	6,036
流动负债	4,329	5,188	6,322	5,986	6,155	6,907
长期贷款	0	0	11	11	11	11
其他长期负债	380	441	500	500	500	500
负债	4,709	5,629	6,833	6,497	6,666	7,418
普通股股东权益	5,574	6,903	11,300	12,064	12,976	14,099
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	5,593	6,923	11,300	12,064	12,976	14,099
少数股东权益	322	470	561	581	603	628
负债股东权益合计	10,605	13,002	18,694	19,142	20,245	22,146

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	—	—	0.68	0.82	0.92	1.03
每股净资产	—	—	4.71	5.03	5.41	5.88
每股经营现金净流	—	—	0.00	0.86	1.12	1.59
每股股利	0.00	0.00	0.48	0.50	0.54	0.56
回报率						
净资产收益率	17.76%	19.26%	14.48%	16.28%	17.05%	17.54%
总资产收益率	9.33%	10.22%	8.76%	10.26%	10.93%	11.17%
投入资本收益率	13.43%	15.72%	12.51%	13.72%	14.69%	15.21%
增长率						
主营业务收入增长率	11.31%	7.07%	0.05%	7.61%	8.64%	8.78%
EBIT 增长率	17.75%	48.49%	21.67%	16.47%	15.03%	12.25%
净利润增长率	15.34%	34.30%	23.12%	20.00%	12.62%	11.82%
总资产增长率	16.68%	22.60%	43.78%	2.40%	5.76%	9.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.3	6.3	6.9	6.9	7.2	7.2
存货周转天数	24.5	23.2	22.3	24.0	24.8	25.7
应付账款周转天数	23.3	33.2	36.4	36.0	32.7	30.0
固定资产周转天数	48.4	90.8	142.9	158.5	167.0	166.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.09%	-22.16%	-43.70%	-35.28%	-31.27%	-38.04%
EBIT 利息保障倍数	-7.5	-10.8	-12.1	-10.8	-12.2	-12.2
资产负债率	44.40%	43.29%	36.55%	33.94%	32.93%	33.50%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	13	17	17	27
增持	0	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.19	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究