



港股研究 | 公司深度 | 华润饮料 (2460.HK)

华润饮料深度报告：清润至本，方兴未艾

报告要点

华润饮料作为头部包装水企业具备收入端、利润端双重逻辑。从收入端看，公司作为包装水龙头优先享受行业渗透率提升红利，同时公司积极探索饮料业务，“至本清润”菊花茶已取得初步成果，未来第二曲线可期。从利润端看，公司通过提高自产率、降低代工费、优化生产工艺多种方式降低包装水生产成本，饮料业务的增长也将摊薄销售费用，公司盈利能力具备较大提升空间。我们预计 2025/2026/2027 年公司 EPS 为 0.8/0.93/1.09 元，对应 PE 为 15X/13X/11X，首次覆盖给予“买入”评级。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



冯莹

SAC: S0490524060001

华润饮料深度报告：清润至本，方兴未艾

纯净水龙头，探索饮料第二曲线

华润饮料是华润集团旗下专注于包装水及饮料业务的公司，其核心品牌“怡宝”是中国的纯净水龙头品牌，深受消费者欢迎，2023年公司包装水业务位列行业第二，市占率达到18.4%。近年来为了丰富产品结构，公司陆续推出“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“佐味茶事”等饮料品牌。目前公司拥有13个品牌、56个SKU，产品矩阵日益完善，形成“一超多强”的多品类战略发展格局。

包装水业务：收入端稳健，自产率提高改善利润

居民健康意识增强助力包装水渗透率不断提升，2018-2023年中国包装水市场规模从1526亿元增长至2150亿元，CAGR达到7.1%，行业保持稳健增长。尽管如此，对比美国等发达国家，中国包装水渗透率、人均饮用量均有较大提升空间，长期来看，包装水符合居民健康消费的需求，在家庭、餐饮消费场景不断扩充中，包装水赛道有望保持长期稳健增长。公司作为包装水龙头、纯净水龙头，在中大规格包装水上布局完善，有望享受行业扩容红利。在发展初期，为了更快、更低成本覆盖更多空白市场，公司产品多为代工生产，盈利能力弱于同行业，2023年公司包装水代工比例达到约68%。同年公司开始加大资本投入，随着自有产能落地，预计到十四五末公司包装水自产率将达到60%以上，公司包装水盈利能力有望得到显著提升。

饮料业务：至本清润初具规模，产品矩阵优化渠道效率提升

2011年起，公司开始探索饮料业务，陆续推出果汁、咖啡、运动饮料、茶饮等多个品类。2021年公司推出自有品牌“至本清润”系列，其菊花茶口味一经上市便受到消费者喜爱。2023年公司菊花茶份额达到38.5%，位列第一。公司曾因为产品过于单一，渠道人效、费效比较低，如2023年公司销售费用率高达约30%，拖累公司净利率。饮料新品的持续推出、铺货率的提升将提高渠道运营效率，或摊薄销售费用，提升公司净利率。

盈利预测与投资建议

公司包装水业务发展稳健，饮料业务多次尝试后，“至本清润”系列初步取得成果，未来随着更多产品推出、铺货率提高，公司第二曲线可期。同时，公司通过自产比例提升、工艺优化、代工费降低持续优化供应链，提高毛利率，叠加收入规模增长销售费用不断摊薄，公司盈利能力有望持续改善。公司目前净利率低于行业平均水平，改善空间较大。我们预计2025/2026/2027年公司收入为140.7/150.6/161.4亿元，归母净利润为19.2/22.4/26.1亿元，对应EPS为0.8/0.93/1.09元，对应PE为15X/13X/11X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、包装水渗透率提升不及预期；
- 2、公司自产比例提升不达预期；
- 3、包装水行业竞争加剧；
- 4、公司饮料单品市场反馈不及预期等。

公司基础数据

当前股价 (HKD)	13.28
------------	-------

注：股价为2025年6月9日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

纯净水领跑者，二十年绿瓶沁人心	6
公司 α 之一：包装水自产率提升，盈利能力持续改善	10
包装水行业：市场广阔，量价提升均可期	10
华润饮料：自有产能逐步落地，盈利能力有望改善	12
公司 α 之二：饮料品类布局完善，网点提质增量可期	17
产品端：饮料品类完善，菊花茶单品势能初显	17
渠道端：网点拓张、提效皆具空间	18
盈利预测及投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构（2024 年末）	7
图 3：公司高管情况（2024 年末）	7
图 4：公司收入、归母净利润情况（单位：亿元）	8
图 5：公司收入拆分（单位：百万元）	8
图 6：公司各业务占比情况（2024 年）	8
图 7：公司毛利率、净利率情况	9
图 8：公司费用率情况	9
图 9：公司收入按区域拆分（2023）	9
图 10：不同类型饮用水零售规模表现（单位：十亿元）	10
图 11：饮用水市场零售规模（单位：亿元）	10
图 12：包装水零售额在软饮料中的占比	11
图 13：包装水消费量在中国居民整体饮用水摄入量中的占比（2023）	11
图 14：不同规格瓶装水收入增速（单位：十亿元）	11
图 15：包装水不同消费场景占比	11
图 16：2023 年包装水市场格局（按零售额）	12
图 17：2023 年纯净水市场格局（按零售额）	12
图 18：公司营销活动	13
图 19：公司包装水收入（单位：亿元）	13
图 20：公司不同规格包装水收入表现（单位：亿元）	13
图 21：公司产能布局（2024）	14
图 22：公司代工比例	14
图 23：公司资本开支（单位：亿元）	14
图 24：华润饮料成本拆解（2023）	16
图 25：农夫山泉成本拆解（2019）	16
图 26：公司饮料业务收入（单位：亿元）	18
图 27：公司分部毛利率	18

图 28: 茶饮料零售规模 (单位: 十亿元)	18
图 29: 菊花茶市场格局 (2023)	18
图 30: 公司网点分布情况	19
图 31: 饮料公司网点数量 (2024, 单位万个)	19
图 32: 农夫山泉 (2019) VS 华润饮料 (2023) 销售费用拆解	19
图 33: 各公司财务数据对比	19
表 1: 各国包装水人均消费量及单价	10
表 2: 公司矿泉水产品矩阵	12
表 3: 公司产能规划	15
表 4: 公司包装水与农夫数据对比	15
表 5: 公司饮料产品矩阵	17
表 6: 公司渠道能力对比 (2023)	19

纯净水领跑者，二十年绿瓶沁人心

纯净水领导者，怡宝品牌颇具美誉。 华润饮料是华润集团旗下专注于包装水及饮料业务的公司，旗下核心品牌“怡宝”是中国的纯净水龙头品牌，深受消费者欢迎，2023年，怡宝零售额达到395亿元，是中国纯净水市场第一品牌。近年来，在“怡宝”包装水业务基础上，公司陆续推出“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“佐味茶事”等饮料品牌。2024年公司拥有13个品牌、56个SKU，产品矩阵日益完善，形成“一超多强”的多品类战略发展格局。

公司发展历程可以分为4个阶段：

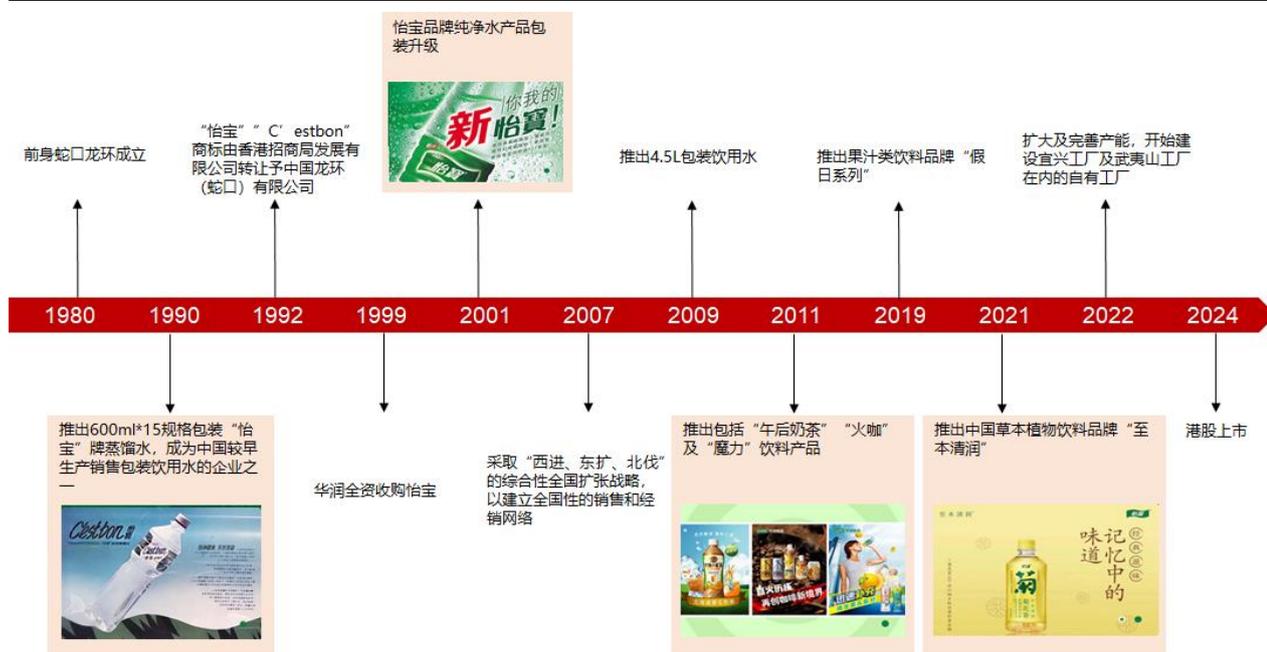
1980-2001年 怡宝正式进入华润家族： 公司前身为蛇口龙环，1990年推出怡宝品牌，是中国较早生产销售包装水的企业之一；1999年怡宝中国成为公司全资子公司。

2007-2009年 怡宝加大全国扩张步伐： 2007年公司采取“西进、东扩、北伐”的综合性全国扩张战略，以建立全国性的销售和经销网络，公司业务版图不断扩大。

2011-2022年 包装水取得成果，公司发力饮料赛道： 2011年公司通过与日本麒麟合作进军饮料赛道，后续推出“午后奶茶”、“火咖”、“魔力”等多个饮料品牌；2021年推出自有品牌“至本清润”菊花茶，2023年零售额便达到7.56亿元。

2022-2024年 提升自产比例，成功港交所上市： 公司包装水原以代工为主，为提升公司盈利能力，公司开始谋求自产转型；2022年公司开始兴建工厂为未来发展奠定产能供给保障；2024年公司成功在港交所上市。

图 1：公司发展历程

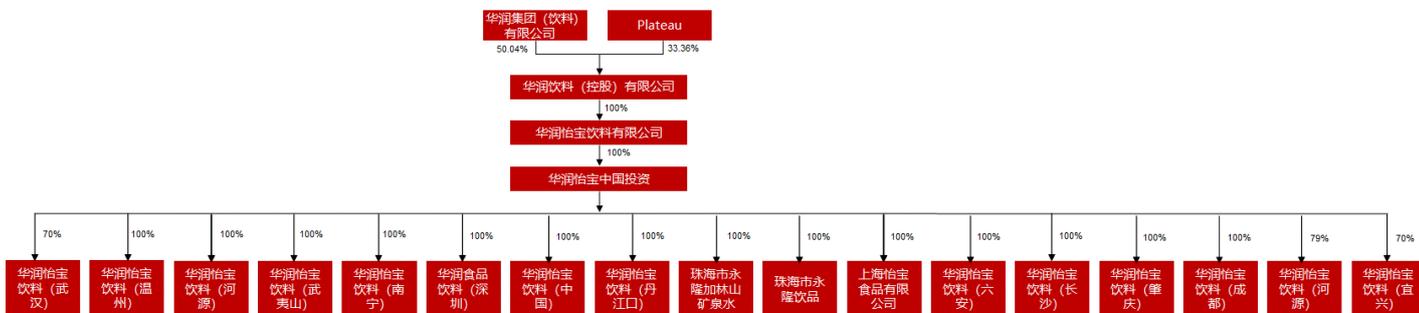


资料来源：公司官网，公司招股说明书，长江证券研究所

华润集团掌握50%股权，为公司第一大股东。 公司控股股东之一，华润集团是领先国有企业集团，核心业务包括大消费、综合能源、城市建设、运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业，涉猎广泛，公司在华润集团的大消费板块布局中占据重要地位。公司第

二大控股股东 Plateau 为财务投资公司，其在 2022 年以 10 亿美元收购麒麟持有的公司股份，截至 2024 年末 Plateau 持有公司 33.36% 股份。

图 2：公司股权结构（2024 年末）



资料来源：2024 年年报，长江证券研究所

公司高层多出身华润体系，行业积淀深厚。公司董事会主席张伟通先生、总裁李树清先生均在华润体系任职二十年以上，历任多个岗位，管理经验丰富。掌舵人张伟通、副总裁杨楠均曾在其他食品饮料行业的公司担任总经理助理或经理，有多年相关从业经历。

图 3：公司高管情况（2024 年末）

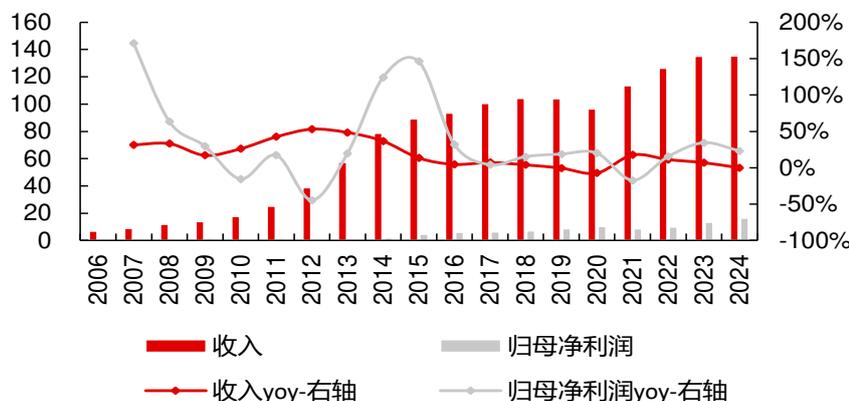
姓名	职务	年龄	简介
张伟通	董事会主席	56	张伟通先生，自2018年12月起全面负责本集团的经营管理工作，彼于2018年12月至2024年6月担任本公司总裁，自2019年1月起担任本公司董事，自2022年7月起担任董事会主席。张先生于2000年4月加入本集团，曾担任本集团地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理，并于2008年1月至2018年2月期间，先后负责分管本集团华南及华东分公司、本集团的数个职能部门和销售大区，加入本集团前，张先生曾担任味源饮料食品(深圳)有限公司总经理助理。于2018年3月至2018年12月，张先生担任华润五丰有限公司总经理。张先生持有中国中山大学高级管理人员工商管理硕士学位，彼于饮料行业拥有逾30年的管理经验。
李树清	总裁	52	李树清先生，自2024年6月起担任本公司的总裁，及自2024年8月起成为本公司的董事，于1994年8月加入华润集团，先后在中国华润总公司、华润五丰有限公司等任职；彼于2011年9月至2024年6月期间曾担任华润(集团)办公室助理主任、副主任，华润医药商业集团有限公司副总经理，华润五丰有限公司副总经理等多个管理职务。李先生持有中国对外经济贸易大学国际贸易专业学士学位。
吴霞	首席财务官	47	吴霞女士，江西财经大学会计学专业硕士学位，自2024年4月起获委任董事兼首席财务官。曾于华润江中制药集团有限责任公司若干子公司负责会计工作，担任江中药业股份有限公司担任财务总监、董事会秘书和副总经理和江中制药集团副总经理。
周剑波	副总裁	51	周剑波先生，自2024年11月起担任本公司的副总裁。加入本集团前，周先生于2015年8月至2018年1月，担任华润(集团)纪检监察部副总监、华润万家有限公司副总经理；2018年1月至2018年10月，担任华润(集团)纪检监察部高级副总监、华润万家有限公司高级副总经理；2018年10月至2024年11月，担任华润电力控股有限公司高级副总裁。周先生持有中国江南大学法学专业学士学位。
杨楠	副总裁(供应链负责人、财务背景)	54	杨楠先生，新南威尔士大学国际会计专业硕士学位，自2017年6月起担任副总裁。杨先生于2014年11月加入集团，担任供应链总监。加入集团前，杨先生于中粮集团有限公司及其子公司任职逾20年，先后担任财务部经理、财务部主管、副总经理、财务总监、董事会秘书局秘书、酒业部副总经理职务。并且还曾担任中国食品有限公司酒业部、供应链部及酒类管理事业部副总经理。
范雨峰	副总裁(其他专业(电力)背景)	43	范雨峰先生，中国矿业大学热能动力工程专业学士学位，自2019年12月起加入集团并担任集团副总裁。加入集团前，范先生曾任职于江苏南热发电有限责任公司发电部，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，华润电力人力资源部经理、高级经理，华润(集团)人力资源部高级经理、专业副总监及专业总监。
欧谨豪	副总裁(审计背景)	46	欧谨豪先生，自2024年12月起加入本集团并担任本集团副总裁级高级管理人员。加入本集团前，欧先生于国家审计署任职多年。彼于2017年10月加入华润集团，曾担任华润(集团)审计部专业总监；于2023年10月至2024年12月，担任华润健康集团有限公司纪委办公室主任。欧先生持有中国湖南大学会计学专业硕士学位及中国高级审计师职称。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司收入表现稳健，盈利能力不断提升。2006-2014 年在公司加快全国扩张背景下，公司收入 CAGR 达到 35.7%。2016 年起公司收入增速放缓至个位数，但归母净利润保持较快增长，2014-2018 年间公司收入 CAGR 仅为 7.4%，归母净利润 CAGR 为 40.4%。2021 年“至本清润”系列产品上市，公司多品类发展格局更加明晰。2021-2023 年间公司收入 CAGR 达到 9.2%，归母净利润 CAGR 为 24.5%。2024 年因包装水行业竞争

加剧，公司收入增长受到影响，2024 年公司实现营业收入 135.2 亿元，同比基本持平，实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 23.1%，因公司包装水自产比例提升，公司盈利能力得到改善，利润表现好于收入。

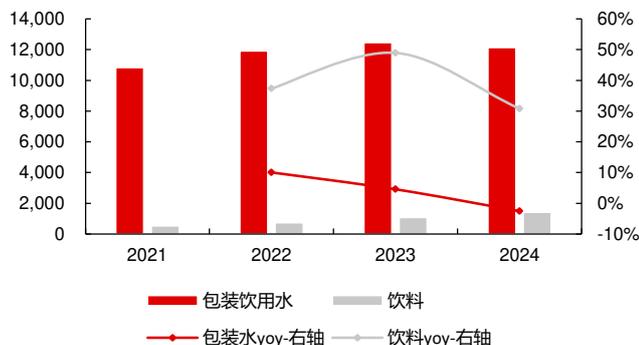
图 4：公司收入、归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：华润创业年报，华润饮料社会责任报告，长江证券研究所

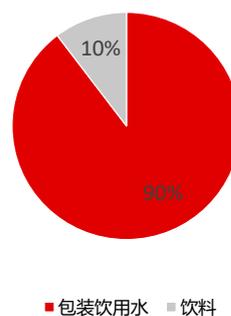
公司收入对包装水业务依赖度较高，饮料占比有望持续提升。分业务来看，2021-2024 年公司包装水收入从 108.2 亿元增长至 121.2 亿元，CAGR 为 3.9%，饮料收入从 5.2 亿元增长至 14 亿元，CAGR 为 38.8%，饮料表现出较快增速。从 2024 年收入拆分来看，公司总收入为 135.2 亿元，包装水收入为 121.2 亿元，占比约 90%，公司收入对包装水业务仍有较高依赖。但随着公司不断迭代饮料品类，饮料收入占比有望持续提升，优化公司收入结构。

图 5：公司收入拆分（单位：百万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

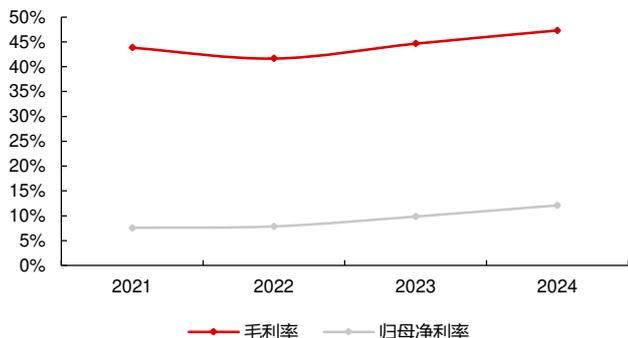
图 6：公司各业务占比情况（2024 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

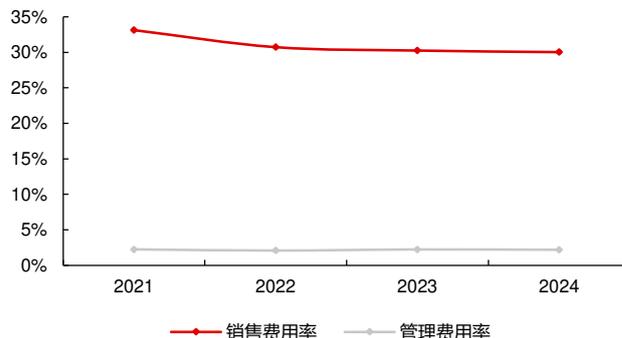
公司毛利率、销售费用率仍有优化空间，自产比例提升将使公司盈利得到改善。2024 年公司毛利率为 47.31%，同比提升 2.7pct，主要得益于公司自产比例提升使生产成本降低；同年，公司归母净利率为 12.1%，同比提升 2.3pct。2022-2024 年公司销售费用基本维持在 30% 左右，销售费用率较高，我们认为未来饮料收入增长，有望进一步摊薄公司销售费用。公司盈利能力仍有较大提升空间。

图 7：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

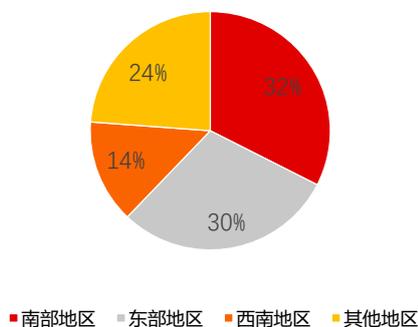
图 8：公司费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司夯实南方根据地基础，积极拓展空白区域。1990 年怡宝包装水于广东深圳问世，公司以广东省为大本营，在华南地区及周边区域逐步建立起区域优势，后又将华南地区和长江沿岸市场作为区域扩张的重点方向。公司坚持保存量、攻变量、寻增量策略，存量市场来看，公司在广东、湖南、四川、海南、广西等 5 个省份连续多年稳居包装饮用水市场零售额排名第一；增量市场来看，2023 年公司在长江沿岸市场的包装水市场份额约 30%，在上海、江苏等省市市占率位列第二。2023 年收入拆分来看，南部市场仍是公司的主要收入来源，占比约为 32%。

图 9：公司收入按区域拆分（2023）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

我们认为，公司α突出，主要体现为：1) 包装水收入稳健，自产率提升、供应链改善有望直接提升公司毛利率，增强公司盈利能力；2) 饮料业务处于起步阶段，未来饮料业务收入增长将持续摊薄公司销售费用，提高费效比。后文我们将围绕这两点进行论述。

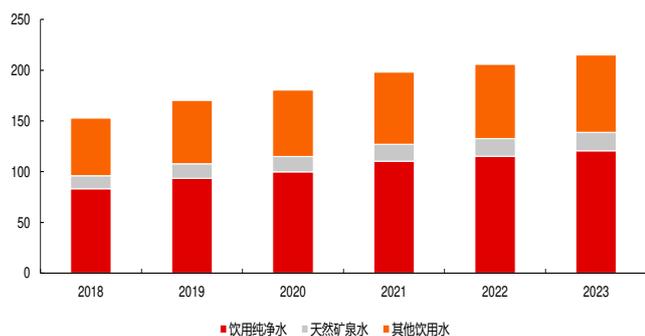
公司 α 之一：包装水自产率提升，盈利能力持续改善

消费者健康意识增强，包装水消费场景不断扩充，国内包装水市场渗透率仍具提升空间，作为行业龙头，华润饮料将享受行业扩容红利。同时，华润饮料因代工比例较高，盈利能力偏弱，公司自 2023 年开始谋求自产化转型，未来公司自产率提升、供应链不断优化、代工费降低，盈利能力将持续改善。

包装水行业：市场广阔，量价提升均可期

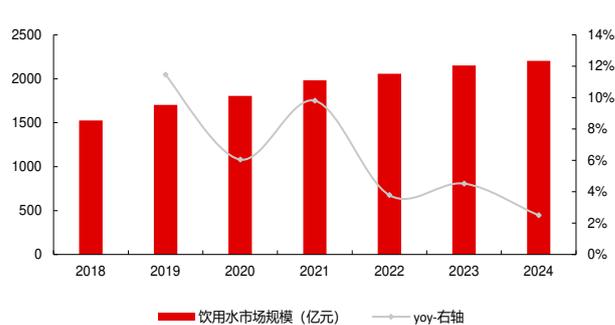
包装水市场广阔，其中纯净水占比较高。包装水作为最基础的饮品，主要满足消费者“解渴”的需求，包装水接近自然口感、口味偏淡，这使其具备更长的生命周期。根据灼识数据，2023 年中国包装水零售规模达到 2150 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 7.1%，预计 2028 年市场规模将达到 3143 亿元。分品类来看，2018-2023 年饮用纯净水/天然矿泉水/其他饮用水零售额 CAGR 分别为 7.7%/7.5%/6.1%，纯净水增速领先。2023 年，饮用纯净水市场规模达到 1206 亿元，占比 56.1%。

图 10：不同类型饮用水零售规模表现（单位：十亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 11：饮用水市场零售规模（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

与发达国家相比，我国包装水人均消费量、单价均有提升空间。随着居民消费能力提升，包装水被更多消费者接受，我国人均消费量逐步提升，2023 年我国人均包装水消费量达 39 升/人，较 2019 年提升 14%，但对比发达国家，我国包装水的人均消费量仍有较大提升空间。同时，我国包装水单价相对偏低，亦有提升空间。从长期角度来看，我国包装行业而具备量、价提升的潜力，市场规模有望持续增长。

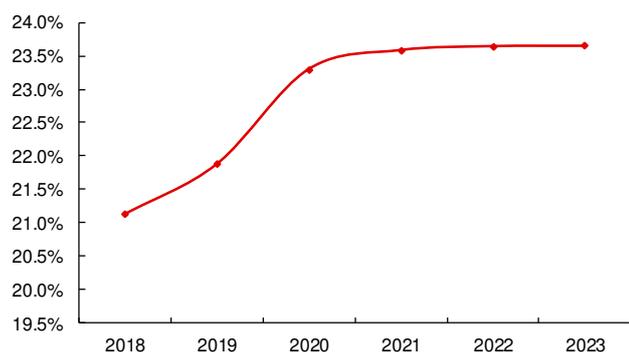
表 1：各国包装水人均消费量及单价

	人均饮用量 (L/年)		水单价 (元/L)	
	2019	2023	2019	2023
中国	34	39	4.24	4.24
印度	13	13	1.53	2.05
日本	43	51	9.05	9.95
韩国	66	97	2.85	3.08
美国	133	143	4.79	3.82

资料来源：欧睿，长江证券研究所

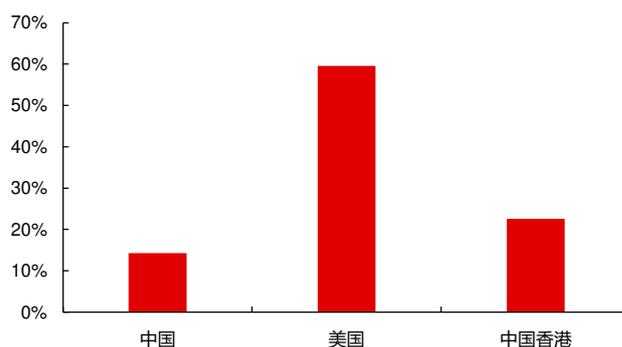
居民饮水安全意识+健康化消费需求提升是包装水渗透率提升的重要驱动力。随着居民消费能力提升，消费者更加注重产品品质，对自来水水质的关注度提升也是重要体现。在健康化成为消费新趋势的背景下，相较于高糖分、高卡路里的饮料来说，包装水卡路里更低且能提供矿物质元素，符合健康化需求。2023年，包装水零售额在软饮料中占比达到24%，较2018年提升3pct，显示出居民健康化的消费趋势。从包装水渗透率来讲，2023年中国包装水渗透率仅为14.4%，远低于美国（59.7%）等发达市场，我们认为居民消费健康化需求日益增长，包装水渗透率仍有较大提升空间。

图 12：包装水零售额在软饮料中的占比



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

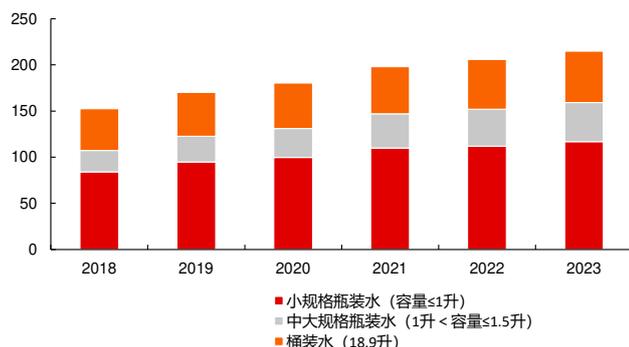
图 13：包装水消费量在中国居民整体饮用水摄入量中的占比（2023）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

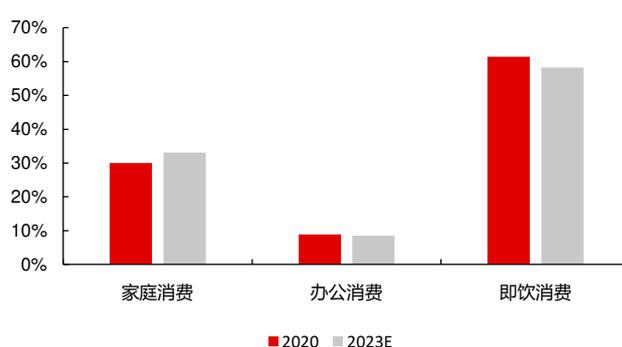
包装水消费场景扩充，中大规格包装水迎来快速增长。分规格来看，2018-2023年小规格/中大规格/桶装水市场规模 CAGR 为 6.8%/12.8%/4.3%，中大规格增速较快。随着消费者消费习惯的养成，包装水消费场景逐步从户外即使消费拓展到家庭、餐饮等多类型场景，中大规格包装水更具性价比且满足家庭消费需求，实现了较快增长。2023年，中大规格包装水规模占比达到19.7%，较2018年提升4.5pct。我们认为，随着居民健康化意识增长，包装水将会有更广泛的使用场景，如餐饮后厨用水等，这将成为包装水长期增长的驱动力。

图 14：不同规格瓶装水收入增速（单位：十亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

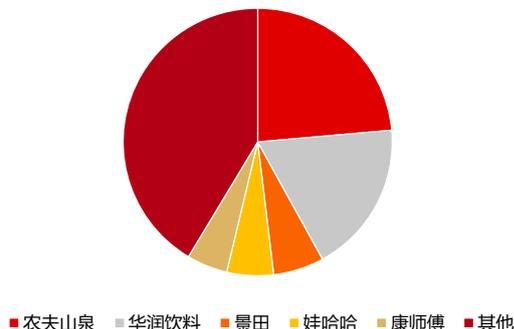
图 15：包装水不同消费场景占比



资料来源：华经情报网，长江证券研究所

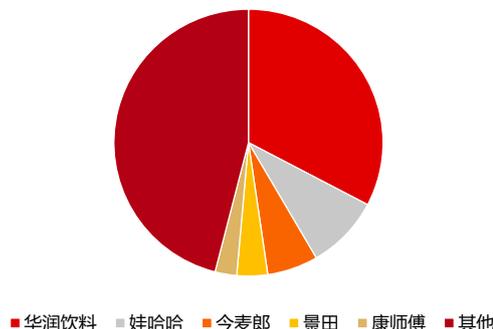
行业集中度较高，头部更具品牌效应。按照零售额口径，2023年中国包装水市场 CR5 达 58.6%，其中农夫山泉/华润饮料/景田占比分别为 23.6%/18.4%/6.1%；纯净水细分赛道中 CR5 达 54%，华润饮料一家占比即为 32.7%，优势显著。中国包装水行业经过多年发展，各品牌产品定位稳固、优势市场明晰，竞争格局趋于稳定。2024年虽因舆论事件影响，农夫山泉市占率受损，行业又起波澜，但目前舆论影响渐退，农夫山泉市占率逐步修复，2025年行业有望回归理性竞争。

图 16: 2023 年包装水市场格局 (按零售额)



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

图 17: 2023 年纯净水市场格局 (按零售额)



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

华润饮料: 自有产能逐步落地, 盈利能力有望改善

公司产品矩阵丰富, 满足消费者多样化饮用需求。多年发展以来, 公司坚持丰富包装水 SKU 以满足消费者不同需求, 2024 年公司共有 23 个包装水 SKU。怡宝作为公司的长青品牌, 2001 年小绿瓶推出以来便得到市场认可, 为满足家庭、办公不同消费场景公司不断丰富产品规格, 目前仅怡宝便有 10 个 SKU。2022 年公司推出高端天然矿泉水怡宝露、FEEL 气泡苏打水, 2023 年公司推出天然矿泉水本优, 包装水产品类日益多样, 覆盖不同消费场景和消费群体, 有助于公司市场份额提升。此外, 公司在桶装水上亦有怡宝、加林山两个品牌。

表 2: 公司矿泉水产品矩阵

品牌	说明	发布时间	规格	零售价	产品图
怡宝	瓶装/桶装饮用纯净水	1990 年	350/400/555ml、 1.18/1.55/2.08/4.5/6 /12.8/18.9L	1.5-23 元	
	瓶装饮用纯净水及饮用天然水		520ml、5L	不适用	
怡宝露	玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022 年	350ml、750ml	15-30 元	
本优	瓶装天然矿泉水	2023 年	350ml、555ml	1.5-2 元	
加林山	桶装天然矿泉水及饮用纯净水	2010 年	18.9L	18-22 元	
Feel 气泡苏打水	罐装/瓶装气泡苏打水	2022 年	330ml、480ml	3-4 元	

资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

公司坚持体育营销，聚焦资源长期主义。公司坚持以体育营销为重点，将产品消费场景与体育赛事相关联。公司通过与中国国家队合作，打造体育营销领跑者形象，显著提升了品牌知名度及美誉度。同时，公司与多个国际国内知名专业体育赛事建立合作伙伴关系，利用赛事提升品牌认知度。

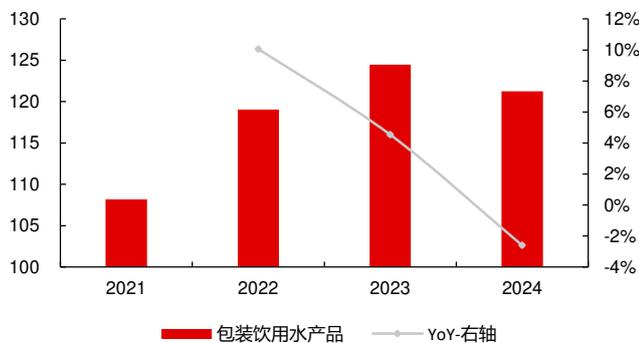
图 18：公司营销活动



资料来源：公司 2024 年业绩展示材料，长江证券研究所

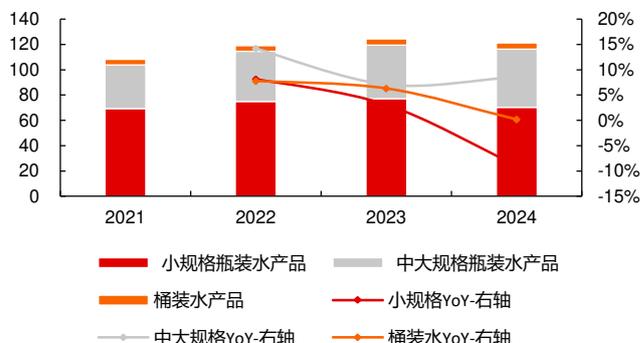
品牌+营销共同发力，公司包装水业务稳健增长。2021-2024 年公司包装水收入从 108.2 亿元增长至 121.2 亿元，CAGR 为 3.9%。分规格来看，小规格/中大规格/桶装水收入 CAGR 分别为 0.5%/9.9%/4.7%，与行业相同，公司中大规格更具增长潜力。

图 19：公司包装水收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

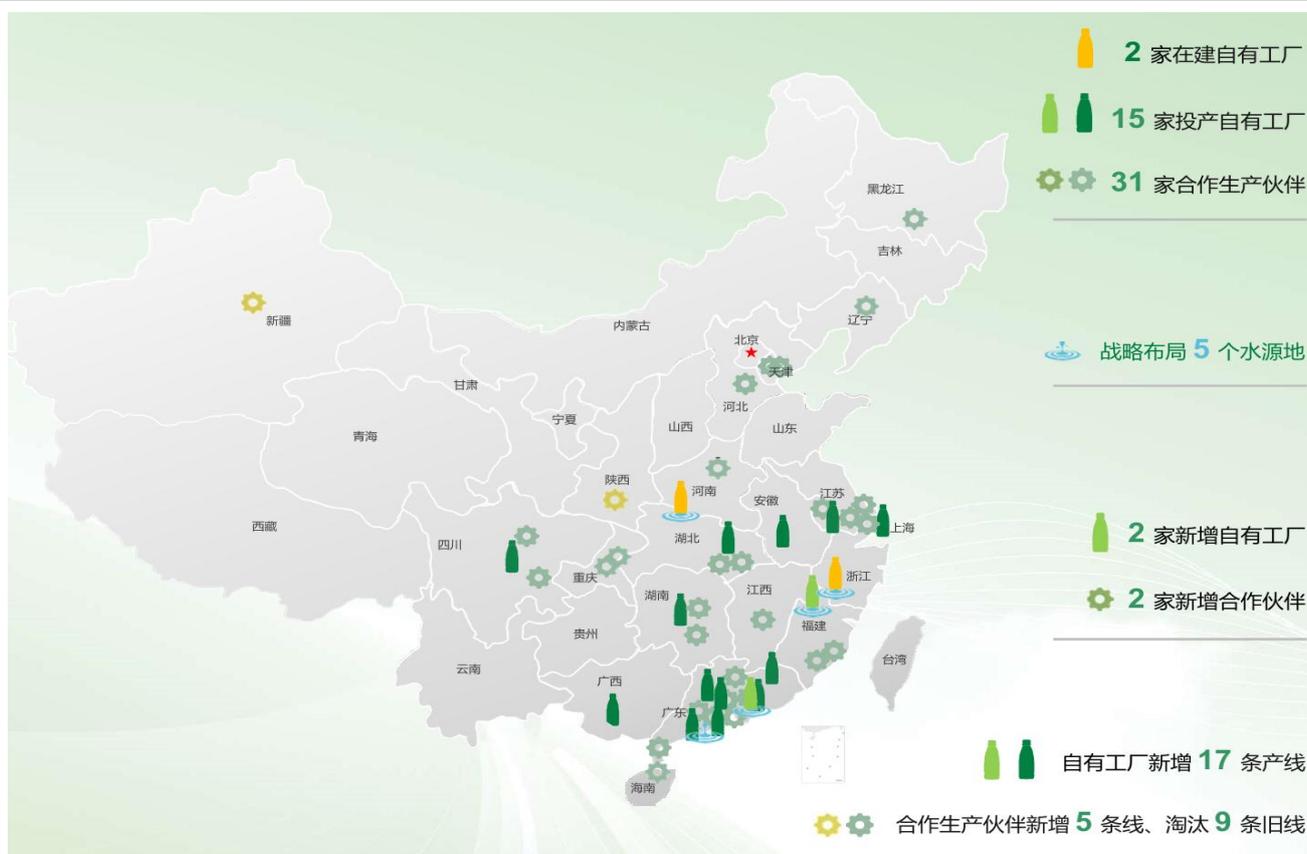
图 20：公司不同规格包装水收入表现（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

产能布局广泛，提高公司运输效率。为了快速且低成本地实现区域扩张，公司过往以代工生产模式为主。2023 年末，公司拥有 12 家已投产的自有工厂和 34 家合作生产伙伴，已投产的自有工厂和合伙生产伙伴的包装饮用水及饮料产品年标准产能合计为 1880 万吨，实际年总产量为 1350 万吨。因纯净水生产壁垒较低多委外生产，公司 2023 年包装水代工率高达 68%，而配方较为复杂的饮料代工比例仅为 19%。2024 年末，公司积极拓展生产版图，自有工厂增加至 15 家，合作伙伴汰换至 31 家。

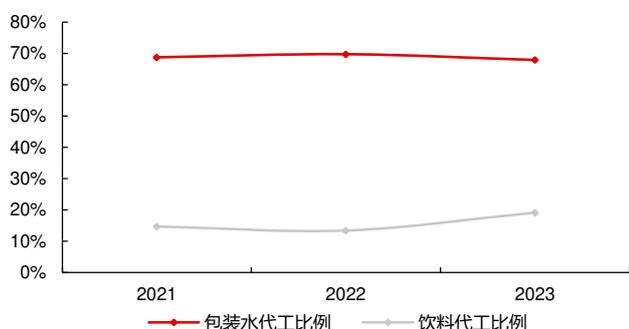
图 21: 公司产能布局 (2024)



资料来源：公司业绩说明资料，长江证券研究所

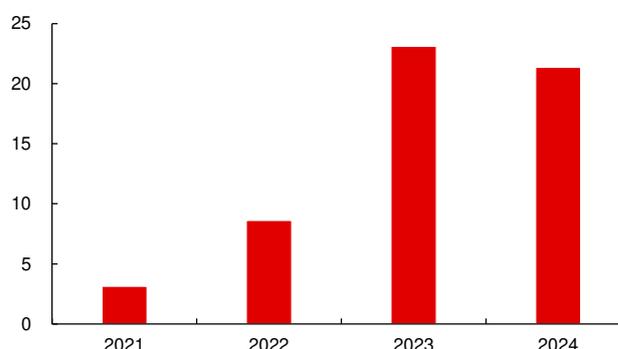
自有产能陆续落地，预计公司“十四五”规划收官之际包装水自产率将达到 60% 以上。2023 年公司开始加大资本开支以建设自有产能，根据产能规划，2024-2025 年公司年产能 816 万吨的包装水产线和年产能 35 万吨的饮料产线将陆续投产。2024 年公司综合产能较 2023 年增加约 21%，预计公司“十四五”规划收官之际包装水自产率将达到 60% 以上。

图 22: 公司代工比例



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 23: 公司资本开支 (单位: 亿元)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，长江证券研究所

表 3: 公司产能规划

	产品品类	(预计)标准年产能增加/千吨	(预计)全部生产线投产时间	预计总投资额/百万元
2023 年末已自有产能				
	包装水	638		
	饮料	37		
新建工厂				
宜兴工厂	包装饮用水	1950	2024Q3	1612.5
	饮料	250		
万绿湖工厂	包装饮用水	1970	2024Q3	1070
碧优选工厂	包装饮用水	950	2024Q1	397.1
武夷山工厂	包装饮用水	730	2024Q3	374.5
浙江工厂	包装饮用水	1060	2025	601.
扩建工厂				
长沙工厂	包装饮用水	600	2024Q1	627.3
成都工厂	包装饮用水	900	2024Q3	628.5
	饮料	100		
新建产能合计	包装水	8160		
	饮料	350		

资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

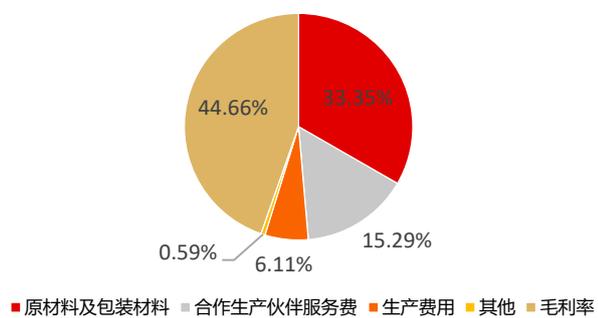
横向对比农夫山泉, 公司因出厂价低、中大规格以上占比较高, 包装水吨价低于农夫山泉, 但公司长期布局中大规格包装水, SKU 更加丰富, 未来家庭、餐饮渠道包装水渗透率提升, 公司有望优先受益。因公司多以代工生产模式为主, 吨成本高于农夫山泉。对比毛利率来看, 2023 年公司包装水业务毛利率仅 46%, 远低于农夫山泉 2019 年的包装水毛利率, 近年来农夫山泉毛利率持续提升, 预计公司与其毛利率差距进一步扩大。进一步拆分成本, 不难发现华润饮料成本偏高、拖累毛利率的主要因素为合作伙伴服务费, 即委外代工费。我们认为, 包装水生产壁垒低、成本构成简单 (以包材为主), 随着后续公司自产比例提升、代工费降低、生产工艺优化三策齐下, 公司毛利率预计将有较大改善。

表 4: 公司包装水与农夫数据对比

	农夫山泉 (2019 年)	华润饮料 (2023 年)
吨价 (元/吨)	1072	923
吨成本 (元/吨)	427	502
小规格收入占比	62%	46%
毛利率	60%	46%

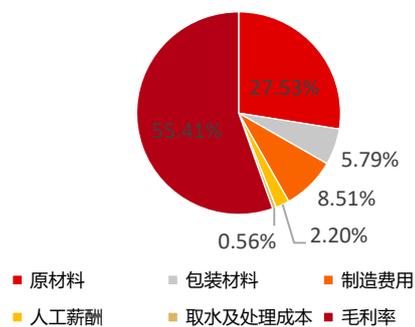
资料来源: 公司招股说明书, 农夫山泉招股说明书, 长江证券研究所

图 24：华润饮料成本拆解（2023）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 25：农夫山泉成本拆解（2019）



资料来源：农夫山泉招股说明书，长江证券研究所

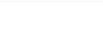
公司 α 之二：饮料品类布局完善，网点提质增量可期

公司目前产品结构较为单一，整体人效费效、单点卖力偏低，饮料产品迭代推新、收入增长将使公司运营效率大幅提升，进而带来盈利能力改善。

产品端：饮料品类完善，菊花茶单品势能初显

从合作走向自研，公司进行多品类尝试。2011 年，华润饮料牵手日本麒麟开始探索饮料板块，先后引进了“午后奶茶”、“魔力”、“火咖”等产品。2018 年，华润饮料开始自主研发，推出了“蜜水系列”。2021 年，公司推出“至本清润菊花茶”，仅一年时间零售额就突破 1 亿元，2023 年零售额达到 7.56 亿元，公司自主研发初见成果。截至 2023 年，华润饮料已拥有 5 个零售额超过 1 亿元的品牌，其中“至本清润”、“蜜水系列”和“假日系列”均为自有品牌。

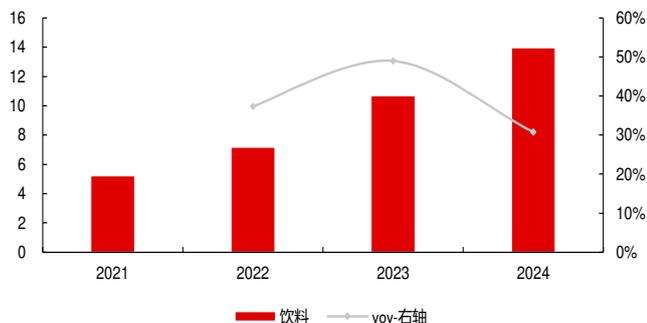
表 5：公司饮料产品矩阵

产品品类	品牌	说明	上市时间	规格	零售价	产品图
茶饮料	至本清润	草本植物饮料	2021 年	310ml、450ml、1L-1.5L	3.0 元-8.5 元	
	佐味茶事	无糖茶饮料	2019 年	430ml	5 元	
	午后奶茶	奶茶饮料	2011 年	430ml、500ml	4.0-5.0 元	
果汁类	蜜水系列	风味水	2018 年	350ml、480ml	4.0-5.0 元	
	假日系列	低浓度果汁	2019 年	440ml、1.5L	4.0-8.5 元	
	源自世界的厨房	低浓度果汁	2022 年	500ml	5 元	
其他	魔力	运动饮料	2011 年	500ml	5 元	
	火咖	咖啡饮料	2011 年	180ml、260ml、280ml、440ml	3.5 元-6 元	

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

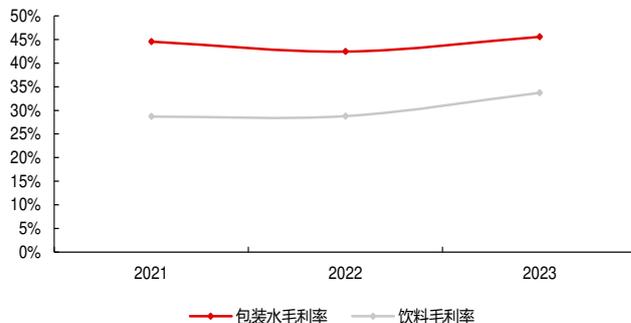
2021-2024 年公司饮料收入从 5.2 亿元增长至 14 亿元，CAGR 为 38.8%，快于公司整体收入增速。从毛利率来看，因为饮料目前规模较小，规模化效应较弱，2023 年饮料毛利率仅为 34%，低于包装水毛利率（46%）。考虑到饮料单价更高，若未来饮料规模稳步增长，规模效应得以体现，其与包装水的毛利率差距有望缩小。

图 26：公司饮料业务收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

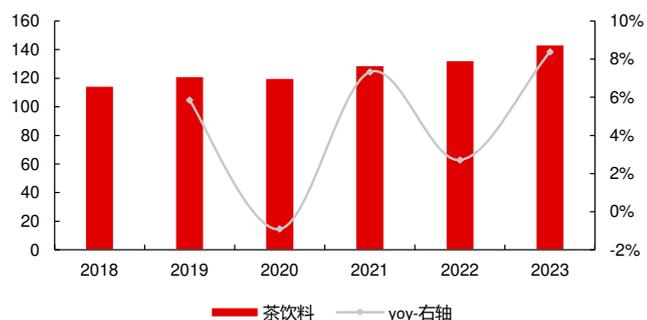
图 27：公司分部毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

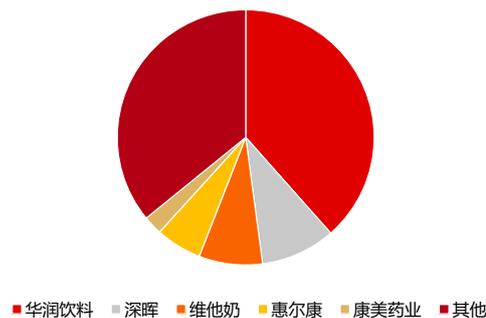
顺应健康化消费趋势，公司菊花茶产品初显。近年来，消费者健康理念不断加强，低糖低卡的茶饮成为新的消费热点，如菊花茶以其健康定位和清新口感而受到消费者的喜爱。据灼识咨询数据，中国菊花茶饮料市场从 2018 年的 10 亿元增长到 2023 年的 20 亿元，CAGR 达到 14.1%，显著高于茶饮市场增速（2018-2023 年 CAGR 为 4.6%）。公司 2021 年推出的“至本清润”品牌，定位中式草本植物饮料，以中国传统地方经典风味为基础研发而成，共有 8 个 SKU，包含菊花茶、柠檬茶、酸梅汤三种口味。其中，菊花茶口味 2023 年零售额达到 7.56 亿元，市占率为 38.5%，位列菊花茶细分品类第一。目前菊花茶品类仍保持较高景气度，“至本清润”或为公司第二曲线带来突破。

图 28：茶饮料零售规模（单位：十亿元）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 29：菊花茶市场格局（2023）



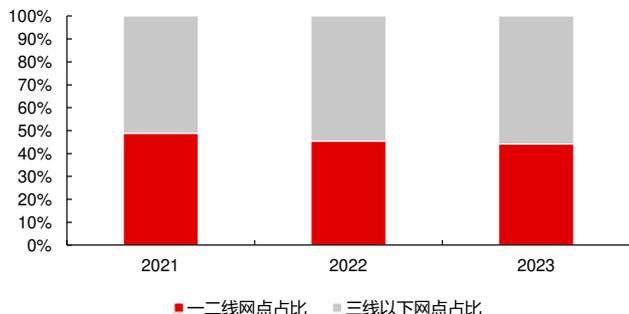
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

渠道端：网点拓张、提效皆具空间

公司享华润体系渠道赋能，终端网点扩张空间充足。华润饮料作为华润集团大消费的公司之一，其可以借助华润体系下的零售渠道进行铺货，如华润万家、万家、ole 等多种渠道，增加产品曝光度，触达更多消费者。2023 年公司终端网点超过 200 万家，2024 年同比提升约 15%，其中 56% 位于三线以下城市，农夫山泉 2019 年约 79% 网点位于

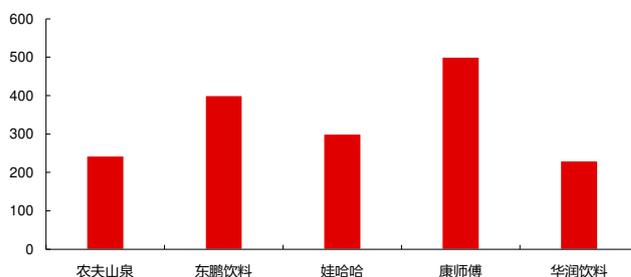
三线及以下城市，公司在下沉市场具备渠道开拓潜力。从网点总量来看，相较于头部饮料企业，公司网点总数上也同样有较大提升空间。

图 30：公司网点分布情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 31：饮料公司网点数量（2024，单位：万个）



资料来源：公司招股说明书，东鹏饮料公司公告，农夫山泉招股说明书，娃哈哈官网，康师傅官网，长江证券研究所

公司采用大商制与二级分销相结合的渠道模式，单体经销商体量较大，2023 年公司全国单个经销商平均收入贡献为 1265 万元，位于行业前列，其与东鹏在广东区域的单个经销商收入接近，证明怡宝经销商团队实力较强。但因公司产品结构单一，销售人员人效比较低、单店卖力较弱。2023 年包装水、饮料网点重叠度从 50.6% 提升至 67.1%，未来饮料加大铺货将提高公司单点卖力，进而提升公司运营效率。

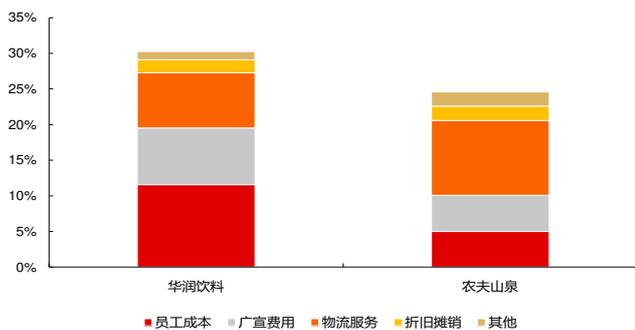
表 6：公司渠道能力对比（2023）

	终端数量/ 万个	经销商数量/ 个	销售人员 数量/人	营收/亿元	单点卖力/ 元	单经销商体量/ 百万元	单销售人员服务 网点数/个	单销售人员服务 经销商数/个	经销售人员人均创收/ 万元
东鹏饮料	340	2981	6110	113	3309	377	556	0.49	184
东鹏-广东	35	288		38	10746	1306			
香飘飘	40	1531	2504	36	9063	237	160	0.61	145
养元饮品	100	2105	549	62	6200	295	1821	3.83	1129
华润饮料	200	1068	8797	135	6750	1265	227	0.12	154

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

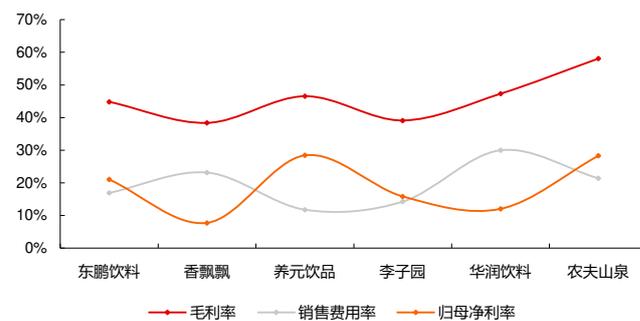
从各公司财务数据对比来看，华润饮料毛利率处于行业平均水平，但销售费用率显著高于行业，拖累净利率处于行业偏低水平。进一步拆解公司销售费用率，主要为员工成本偏高，我们认为这与前文提到的公司产品单一、人效较低相关。在饮料收入持续增长下，公司收入结构得以优化，员工成本不断摊薄，公司盈利能力有望迈上新的台阶。

图 32：农夫山泉（2019）VS 华润饮料（2023）销售费用拆解



资料来源：华润饮料招股说明书，农夫山泉招股说明书，长江证券研究所

图 33：各公司财务数据对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利预测及投资建议

收入端，1) 公司包装水业务发展稳健，其中大规格包装水布局上具有优势，未来家庭、餐饮消费场景将会成为包装水行业的增长点，公司作为纯净水龙头有望优先受益；2) 公司饮料业务多次尝试后，“至本清润”系列初步取得成果，未来随着更多产品推出，铺货率提高，公司第二曲线可期。

利润端，公司通过自产比例提升、工艺优化、代工费降低优化生产，提高毛利率，叠加收入规模效应发挥销售费用不断摊薄，公司盈利能力将持续改善。公司目前净利率低于行业平均水平，改善空间较大。我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 140.7/150.6/161.4 亿元，归母净利润为 19.2/22.4/26.1 亿元，对应 EPS 为 0.8/0.93/1.09 元，对应 PE 为 15X/13X/11X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、包装水渗透率提升不及预期。包装水在家庭、餐饮渠道的渗透是相对潜移默化的过程，有渗透率不及预期，影响包装水行业收入发展的风险。
- 2、公司自产比例提升不达预期。公司净利率提升主要来自于资产比例的提升，若产能落地推迟，公司盈利能力改善将会受到影响。
- 3、包装水行业竞争加剧。目前整体行业增速放缓，去年头部企业会抢夺市占率加大费用投入，公司被动跟投费用，对当年收入、利润产生负面影响。
- 4、公司饮料单品市场反馈不及预期。公司多个单品处于孵化阶段，若市场反馈较差，饮料业务未来前景不确定性提升。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。