

华润饮料 (02460.HK)

强烈推荐 (首次)

纯净水龙头再启新程，拓张+提效驱动价值重估

本篇报告我们研究了华润饮料的产品、渠道、品牌营销等方面，拆解了包装水行业的生意模式。我们认为，2026 年价格战有望趋缓，行业重返量价稳步增长的通道。华润饮料的投资看点：**新董事长财务+业务经营丰富、渠道扩张+品类拓展贡献增量、产能自建优化生产成本。公司的经营杠杆高，在竞争趋缓、规模效应下盈利能力有望快速释放，短期调整不改长期价值，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**

- 华润饮料：包装水龙头，打造全国化平台型饮料公司。** 华润饮料是华润旗下的包装水龙头企业，小绿瓶“怡宝”深入人心，是包装水市场前两名，公司积极发展饮料业务，培育了“至本清润”、“蜜水系列”等品牌，致力于打造饮料大单品。营销上，公司深入贯彻体育营销，与国家队合作提升品牌形象。渠道上，公司终端掌控能力强，持续推进改革，强化饮料铺货和新兴渠道拓展。2021 年以来公司盈利能力稳步提升，2025 年公司应对市场竞争及渠道改革推进，业绩阶段性承压。26 年 1 月新董事会主席高立履新，我们认为其财务+业务经验丰富，有望带领公司突出重围。
- 包装水是持续、稳定增长的生意，2026 年价格战力度有望减弱。** 中国软饮料万亿市场稳步增长，包装水和茶饮料体量最大。包装水行业商业模式好，可以贡献持续、稳定的现金流，有提价能力。**需求端，我国居民包装化率仅 12.9%，对比海外仍有较大空间**，家庭用水场景、细分功能水市场也逐渐打开。**供给端，包装水行业存在一定的进入壁垒，头部企业具有渠道、品牌壁垒。行业市场集中度不断提升，CR5 自 2016 年 38%提升至 43%，展望 2026 年，我们认为，龙头企业价格战目标阶段性完成、卷价格边际效应减弱、宏观有望进入通胀周期这三重驱动下，预计行业价格战力度有所缓解，均价有望提升。**
- 投资看点：渠道扩张+品类拓展贡献增量，产能自建优化生产成本，经营杠杆高。**
 - 品类拓展：**公司通过“1+N”战略推进饮料业务，与麒麟合作提升研发能力，此外，包装水渠道可为饮料销售助力。当下菊花茶市占率第一，有望跟随行业扩容，饮料占比提升至 25H1 的 15.4%，未来有望达到 20%-30%；
 - 渠道扩张：**公司当下销售网络覆盖超 240 万终端，下沉市场仍有扩张空间，区域上，华南大本营强势，长江流域不断扩张，北方市场以点带面。当下冰柜数量达到 60 万台，强化冰柜投放也将助力动销与品牌曝光；
 - 产能自建：**逐步将代工转为自产，若自产率自 2023 年 32%提升至中期 70%，吨价不变时毛利率有 3.6pcts 提升空间；对标农夫，运营效率提升后，毛利率还有 2.3pcts 提升空间。
- 投资建议：渠道精耕、品类突破、自产提效，短期调整后价值有望重估。** 包装水业务经历 2025 年价格战与渠道调整阵痛后，随着行业竞争趋缓及公司渠道深耕，预计 2026-27 年量价企稳回升，重回稳健增长轨道。饮料业务在菊花茶品类上取得了一定成效后，持续培育魔力、蜜水系列，通过持续投入和渠道铺市，将成为公司增长的又一驱动力。公司经营杠杆高，随着竞争缓和自产率提升，规模效应有望体现，预计 25-27 年归母净利润为 9.9 亿、12.5 亿、14.2 亿，当下对应 2026 年 18X PE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧超预期；原材料及包装成本上涨；渠道拓展与自有产能建设进度不及预期；宏观环境扰动。**

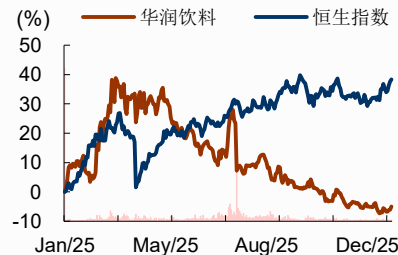
消费品/食品饮料
 目标估值：
 当前股价：10.39 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2398
香港股 (百万股)	2398
总市值 (十亿港元)	24.9
香港股市值 (十亿港元)	24.9
每股净资产 (港元)	4.5
ROE (TTM)	15.1
资产负债率	44.6%
主要股东	华润集团
主要股东持股比例	50.0376%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-13	-3
相对表现	-3	-25	-44



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

陈书慧 S1090523010003
 chenshuhui@cmschina.com.cn
 刘成 S1090523070012
 liucheng5@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13515	13521	11094	11982	12778
同比增长	7.1%	0.0%	-18.0%	8.0%	7%
营业利润(百万元)	1587	1990	1115	1470	1701
同比增长	48.7%	25.4%	-44.0%	31.8%	16%
归母净利润(百万元)	1329	1637	992	1250	1420
同比增长	34.3%	23.1%	-39.4%	26.0%	14%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.41	0.52	0.59
PE	16.8	13.7	22.6	17.9	15.8
PB	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 华润饮料：华润旗下包装水龙头企业，品类扩张打造全国化平台型饮料公司	6
1、 饮用纯净水市场龙头，销售网络覆盖全国	6
2、 股权结构：华润控股，大消费板块重要拼图	7
3、 团队：新董事会主席高立财务+业务经验丰富，“业绩文化”激发组织活力	8
4、 产品：小绿瓶形象深入人心，扩充中大包装和饮料产品	9
5、 营销：深度贯彻体育营销，与国家队合作提升品牌形象	10
6、 渠道：持续推进改革，强化饮料铺货和新兴渠道拓展	12
7、 财务：盈利能力稳步提升，当前位于可比公司中游水平	14
二、 行业：包装水是持续、稳定增长的生意，2026 年价格战力度有望减弱	16
1、 软饮料行业万亿市场稳步增长，包装水是第一大赛道	16
2、 商业模式：包装水生意有持续、稳定增长的自由现金流	16
3、 发展历程：三十年竞争激烈，各品牌交替领先	17
4、 行业空间：对标海外，包装化率提升空间大，场景和价格也有提升空间	19
5、 市场格局：场景丰富渠道多点开花，CR10 达到 51%仍在提升	21
6、 价格战复盘和推演：边际效应减弱，2026 年有望缓解	23
三、 华润饮料投资看点：渠道扩张+品类拓展贡献增量，产能自建优化生产成本	27
1、 品类拓展：渠道复用度高，差异化定位拓展饮料品类	27
2、 渠道扩张：下沉市场、长江沿岸及北方仍有扩张空间	29
3、 产能自建：代工转自产，优化生产成本	30
四、 盈利预测与投资建议	33
1、 收入预测：预计公司 2027 年营收 128 亿，调整后重返增长	33
2、 盈利预测及投资建议	33
五、 风险提示	34

图表目录

图 1：华润饮料发展历史	6
图 2：2021-2025H1 华润饮料营业收入（亿元）	7
图 3：2021-2025H1 华润饮料归母净利润（亿元）	7
图 4：华润饮料股权结构	7

图 5: 按产品品类划分的销售额占比	10
图 6: 按产品品类划分的销售额及增速 (百万元)	10
图 7: 按规格划分的销售额占比	10
图 8: 水产品按规格划分的增速	10
图 9: 华润怡宝体育营销历史大事记	11
图 10: 华润怡宝“百所图书馆计划”	11
图 11: 农夫山泉和怡宝的营销费用率比较	11
图 12: 不同地区收入占比	13
图 13: 不同地区收入增速	13
图 14: 农夫 VS 怡宝包装水优势市场对比	14
图 15: 华润饮料 2021-2025H1 利润率	14
图 16: 华润饮料 2021-2025H1 费用率	14
图 17: 2021-2025H1 同业销售毛利率对比	15
图 18: 2021-2025H1 同业销售净利率对比	15
图 19: 2021-2025H1 同业销售费用率对比	15
图 20: 2021-2025H1 同业 ROE 对比	15
图 21: 中国饮料市场规模 (十亿元)	16
图 22: 软饮行业各品类营收体量和增速 (亿元)	16
图 23: 包装水行业价格持续上行	17
图 24: 瓶级 PET 价格趋势	17
图 25: 瓶装水千亿市场, 高端化趋势明显 (亿元)	19
图 26: 2012-2025 年瓶装水行业量价增长拆分	19
图 27: 各国家及地区包装饮料化率 (含包装水) 对比	20
图 28: 发达国家及地区软饮料市场	21
图 29: 发展中国家及地区软饮料市场	21
图 30: 农夫山泉中大规格包装水增速	21
图 31: 各国家及地区瓶装水均价对比 (美元/升)	21
图 32: 国内瓶装水市场不同规格变化趋势	23
图 33: 国内瓶装水市场不同渠道变化趋势	23
图 34: 国内瓶装水市场格局	23
图 35: 市场集中度变化趋势	23
图 36: 农夫山泉推出绿瓶水, 差异化宣传	24

图 37: 包装水渠道毛利率对比	24
图 38: 绿水量贩装单瓶低至 1 元以内	24
图 39: 农夫山泉市占率回升 (渠道调研样本)	25
图 40: 农夫山泉包装水及茶饮料分部利润率	25
图 41: 价格战前后 550ml 红绿水占比	25
图 42: 2026 年三重驱动下, 价格战有望缓解	26
图 43: 华润饮料 “1+N” 品类拓展矩阵	27
图 44: 菊花茶市场体量 (亿元)	28
图 45: 菊花茶竞争格局	28
图 46: 华润饮料销售及推广人数变化	29
图 47: 2025 饮料终端铺货数 (万)	29
图 48: 头部饮料企业网点数量对比 (万家)	29
图 49: 华润饮料市场布局战略示意图	29
图 50: 华润饮料各品牌冰柜投放数量对比 (万台)	30
图 51: 华润饮料冰柜投放趋势 (万台)	30
图 52: 华润饮料全国工厂分布 (截止 2023 年)	31
图 53: 华润饮料单吨生产费用 (元/吨)	32
图 54: 农夫山泉单吨生产费用 (元/吨)	32
表 1: 华润怡宝管理层情况	8
表 2: 华润饮料产品体系	9
表 3: 华润饮料经销商数量	12
表 4: 各饮用纯净水市场龙头营销体系	12
表 5: 包装水行业供给有限	16
表 6: 农夫山泉和景田 (纯净水) 成本拆分	17
表 7: 2024 年各国不同种类饮料人均消费量对比 (升)	20
表 8: 矿泉水、纯净水及其他饮用水对比	22
表 9: 麒麟公司情况	28
表 10: 华润饮料募集资金用于扩建的投入 (全球发售所得款净额的比例)	31
表 11: 华润饮料成本结构与农夫山泉对比	32
表 12: 华润饮料收入预测	33
表 13: 华润饮料盈利预测	34

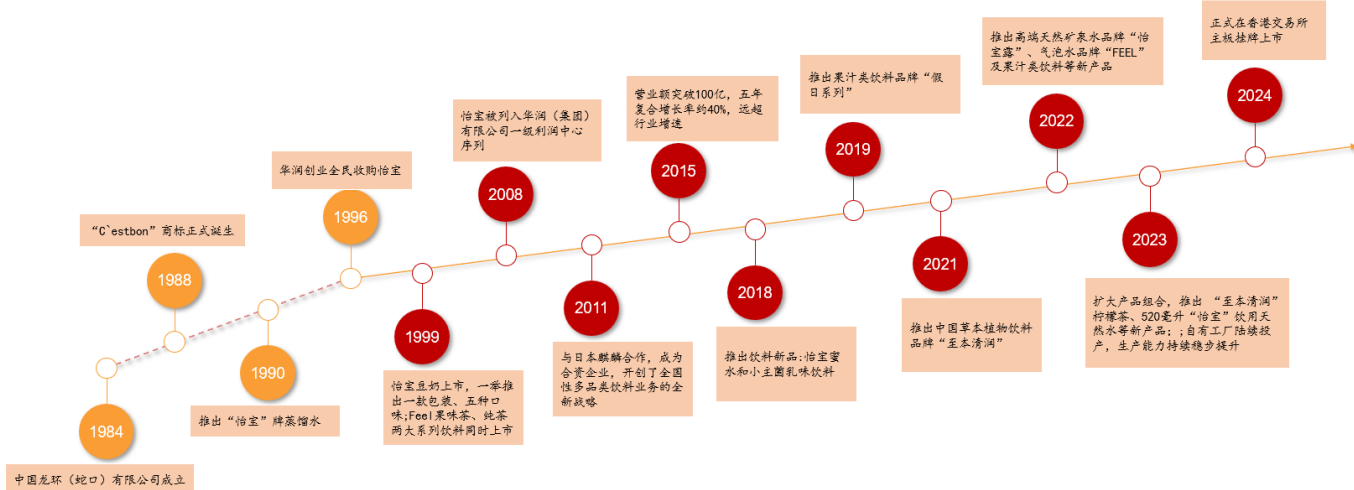
一、华润饮料：华润旗下包装水龙头企业，品类扩张打造全国化平台型饮料公司

1、饮用纯净水市场龙头，销售网络覆盖全国

华润饮料是中国即饮软饮行业的领导者、包装饮用水行业的开创者和饮用纯净水的龙头。根据灼识咨询数据，公司旗下王牌“怡宝”已经连续 10 年在中国包装饮用水市场位居前两名，23 年公司市场仅次于农夫山泉。在纯净水细分市场怡宝更是连续 12 年称霸，超过第二大企业近四倍。

全国化扩张龙头，打造水+饮料产品矩阵，自建工厂提升经营效率。上世纪 80 年代，华润饮料前身蛇口龙环成立，1990 年怡宝牌蒸馏水在广东亮相，是最早将瓶装水引入内地的品牌之一，怡宝商标由香港招商局许可中国龙环使用。1996 年华润创业全面收购怡宝，“全民巷战”的打法使得怡宝在 2006 年成为“广东王”。2007 年，在麦肯锡制定的“西进、东扩、北伐”战略下，怡宝开始从区域走向全国，并在次年列入华润一级利润中心。参考华润啤酒的“蘑菇战术”，在不同区域采取“自建工厂+代工”的模式逐一击破，怡宝的市占率一路高歌，2015 年凭借 17.1% 的市占率超越老大农夫山泉。2011 年怡宝与日本麒麟合作，首次将饮料引入产品矩阵，从一个包装水龙头向综合饮料公司转型。2018-2022 年，公司陆续推出了“蜜水系列”、“假日系列”、“至本清润”、“怡宝露”、气泡水品牌“FEEL”等产品，不断扩大饮料产品线。2019 年公司成为国家队的首个合作伙伴，强化了“健康、安全、专业”的品牌形象。2022 年以来公司持续推进产能布局优化，自有工厂陆续投产。2024 年公司在港交所上市。

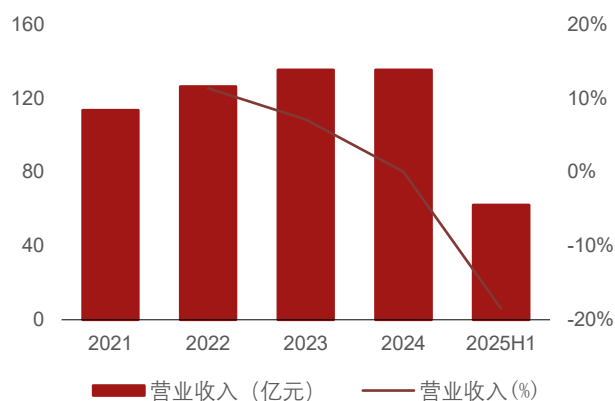
图 1：华润饮料发展历史



资料来源：招股说明书、公司官网、招商证券

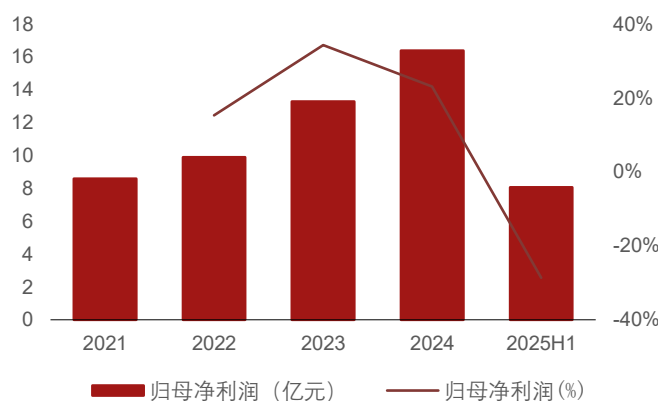
2021-2024 年公司收入稳健增长，盈利能力提升明显。2021-2024 年公司收入从 113.40 亿元增长至 135.21 亿元，归母净利润从 8.58 亿元增长至 16.37 亿元，3 年 CAGR 分别为 6.04%/24.03%，整体增长稳健，收入稳定在百亿以上，毛利率提升，推动盈利能力提升。2025H1 实现收入/归母净利润 62.06/8.05 亿元，分别同比-18.52%/ -28.63%，公司加大了促销投入应对行业激烈竞争，此外公司推进渠道调整，业绩阶段性承压。

图 2: 2021-2025H1 华润饮料营业收入 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 3: 2021-2025H1 华润饮料归母净利润 (亿元)



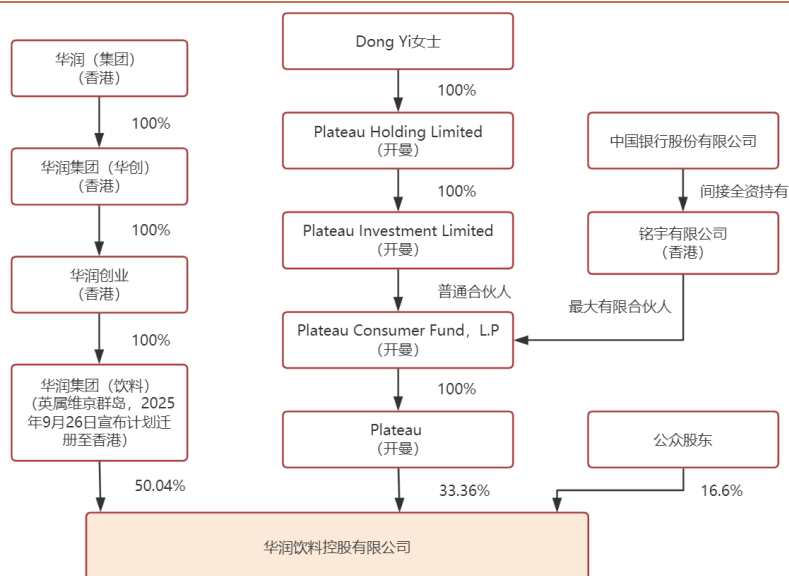
资料来源: iFinD、招商证券

2、股权结构: 华润控股, 大消费板块重要拼图

华润集团控股, 集团大消费版图重要组成部分。华润饮料于 1996 年被华润集团收购, 与雪花、999、双鹤等品牌一同是集团大消费版图的重要组成部分。2011 年与日本麒麟集团达成战略合作, 成立合资公司——华润麒麟饮料, 麒麟以 4.747 亿美元的对价持有 40% 的股份。2022 年 8 月麒麟公司将持有的全部股权以 10 亿美元的对价转让给第三方公司 Plateau, 包括中国银行 (香港) 有限公司在内的银团提供了融资支持。截至 2025 年中报, 华润集团、Plateau、公众股东分别拥有公司 50.04%、33.36%、16.60% 的股份, 控股股东为华润集团。

迁册香港减少跨国成本, 强化投资者信心。2025 年 9 月 26 日公司发布建议迁册公告, 将注册地从开曼群岛转移至香港, 迁册原因主要系 1) 香港引入迁册制度, 可减少跨国公司合规复杂性, 精简法律实体架构, 减少成本; 2) 香港法治强调公平、一致性及司法独立, 营商环境稳定可预测; 3) 加强投资者信心, 有利于公司与投资者沟通。

图 4: 华润饮料股权结构



资料来源: 招股说明书、招商证券

3、团队：新董事会主席高立财务+业务经验丰富，“业绩文化”激发组织活力

核心高管加入公司时间早，多为内部培养。公司管理层大多数在 10 年前就已加入公司，内部晋升路径清晰，管理经验丰富，多位高管拥有 20 年以上的行业经验。

新董事会主席高立总财务+业务经验丰富，重回怡宝带领企业突出重围。2026 年 1 月 14 日，公司发布公告，高立先生委任董事会主席。高总在华润体系内横跨消费、能源、集团管控三大板块，熟悉央企治理与市场化运作，也对华润饮料业务了解，曾在华润饮料任职 10 年，期间担任财务总监，助力怡宝的全国化布局，实现了利润与股东回报的显著提升。重回怡宝，高立总有望带领公司突出行业重围，“十五五”期间完成规模扩张+提质增效，增厚股东回报。

企业文化：讲业绩、讲信用、鼓励个人发挥、合作共赢。怡宝延续了华润集团的“业绩文化”，从十二五的“跑赢大市”到十四五的成为“一流综合饮料企业”，怡宝行动力强劲，稳步前进。因为讲信用坚守合同条约，怡宝还收获了稳定的供应商和客户。同时，怡宝管理层下放的工作很多，给予经理充分施展个人才华的空间，激发组织活力。此外，怡宝倡导合作共赢，打破组织壁垒，倡导协同配合，推动资源共享。

表 1：华润饮料管理层情况

姓名	年龄	职位	履历
高立	52	董事会主席 执行董事	于 2007 年 8 月加入华润，先后就职于华润创业有限公司、本集团、华润电力控股有限公司（上交所上市公司，股份代号：00836）（「华润电力」）、华润（集团）有限公司（「华润集团」）。高先生曾在本集团工作近 10 年，具有跨领域业务管理经验，并于 2012 年至 2020 年期间，担任本集团财务总监。彼于 2020 年 3 月至 2025 年 1 月，先后担任华润集团财务部副总经理、华润电力首席财务官；自 2025 年 1 月起担任华润集团财务部总经理。加入华润前，高先生曾在国家审计署工作多年。高先生持有中国东北财经大学经济学本科及硕士学位，并拥有中国注册会计师、国际内部审计师资格。
李树清	53	执行董事 总裁	于 2024 年 06 月 25 日获委任为公司总裁。于 2024 年 8 月 7 日获委任为公司执行董事。曾任河北华润进出口有限责任公司业务员，中国华润总公司人事行政部高级经理，五丰行有限公司助理总经理，华润（集团）有限公司董事会办公室助理总监等。
周剑波	53	执行董事	2015 年 8 月至 2018 年 1 月，任华润集团纪检监察部副总监、华润万家副总经理。2018 年 1 月至 10 月，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。于 2024 年 11 月担任公司副总裁。于 2025 年 08 月 29 日获委任为公司执行董事、战略与投资委员会委员。
杨楠	55	副总裁	于 2014 年 11 月加入集团，担任供应链总监。自 2017 年 6 月起担任公司的副总裁。自 2020 年 6 月起，彼一直负责分管集团的生产中心，主要负责公司的生产管理、品质保证、设备与技术管理等工作，并于 2020 年 6 月至 2024 年 6 月同时负责分管质量环境安全部。
范雨峰	44	副总裁	自 2019 年 12 月起加入集团并担任集团副总裁。曾负责分管集团的人力资源部。自 2021 年 11 月起彼一直负责分管集团的运营中心，并于 2022 年 12 月至 2024 年 6 月同时负责分管工程部。
吴霞	48	首席财务官	于 2024 年 04 月 17 日获委任为华润饮料（控股）有限公司首席财务官。于 2024 年 04 月 22 日获委任为华润饮料（控股）有限公司执行董事。历任江西江中医药贸易有限责任公司财务负责人，江西江中制药（集团）有限责任公司财务经理、运营研究部部长、审计部部长，江中药业股份有限公司财务总监、董事会秘书。硕士，高级会计师。

资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

4、产品：小绿瓶形象深入人心，扩充中大包装和饮料产品

小绿瓶经典形象获得消费者认可，引入饮料产品丰富产品组合。1) 包装水矩阵：“怡宝”为纯净水基本盘、“本优”为天然水侧翼、“怡宝露”冲击高端水市场、“FEEL”紧跟“无糖气泡水”健康潮流，实现了从基础解渴到高端饮用、从无味到有味的全方位覆盖。2) 饮料业务是第二增长曲线，培育了“至本清润”、“蜜水系列”等自主品牌，致力于打造属于华润的饮料大单品，另一方面通过与麒麟等伙伴合作，快速完成在咖啡、功能饮料等“高门槛”品类的初步布局。

表 2：华润饮料产品体系

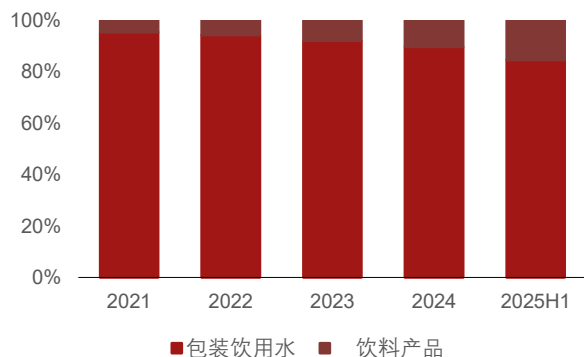
产品	品牌/系列	产品规格	产品特点	建议零售价	形象	
包装饮用水产品	怡宝	瓶装/桶装纯净水	210mL、350mL、400mL、520mL、555mL、1.18L、1.55L、2.08L、4.5L、5L、6L、12.8L、18.9L 大桶水	安全、健康、值得信赖	1.5-23	
	本优	矿泉水 包装饮用水	350mL PET、555mL PET	简约时尚设计、清新舒缓视觉体验	1.5-2	
	FEEL 气泡苏打水	原味 青柠味	330mL CAN、480mL PET	气泡丰盈、口感不涩、0糖0脂0卡0山梨酸钾	3-4	
茶饮料产品	至本清润	菊花茶 酸梅汤 柠檬茶 炖梨	330mL CAN、300mL、450mL PET、1L PET、1.5L PET	以中国传统地方经典风味为基础研发而成，传达中式经典	3-8.5	
	佐味茶事	茉莉玉露 铁观音 岩茶	500mL PET、1L PET	零糖也好喝、注重健康同时追求精致口感	5	
	愿事之茗	原味奶茶 桂花乌龙奶茶	500mL PET	茶感甘醇，奶味清甜 桂花飘香，甘醇回味	5	
果汁类饮料产品	蜜水系列	橙橙 柠檬 青提 百香 白柚	350mL PET、480mL PET	果汁+进口蜂蜜、低温无菌冷灌	4-5	
	假日系列	柠檬果汁汽水 葡萄 蜜桃 橙橙	480mL PET	气泡十足、低糖低卡	4-8.5	
	魔力	柠檬味 柚子味	550mL PET、1L PET	快速补充电解质和能量	5	
功能饮料产品	焙焙咖啡	拿铁咖啡 摩卡咖啡	400mL PET	新西兰进口奶源，直火式烘焙，0反式脂肪酸	5	

资料来源：公司官网、招股说明书、招商证券

包装水贡献营收基本盘，饮料业务快速增长。包装饮用水是公司核心收入来源，饮料产品近年增速较快，3年 CAGR 为 38.84%，2024 年饮料业务占比提升至

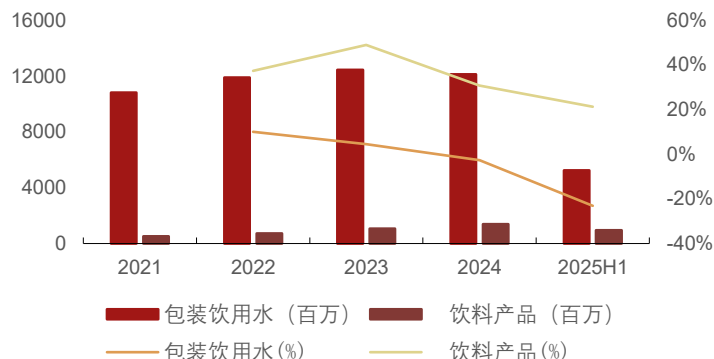
10.3%。2025H1 公司包装饮用水/饮料产品营收分别为 52.51/9.55 亿元，同比 -23.11%/+21.29%，上半年饮料业务仍在快速扩张，包装水业务受到需求承压、竞争加剧影响，有所下滑。

图 5: 按产品品类划分的销售额占比



资料来源: 公司公告、招商证券

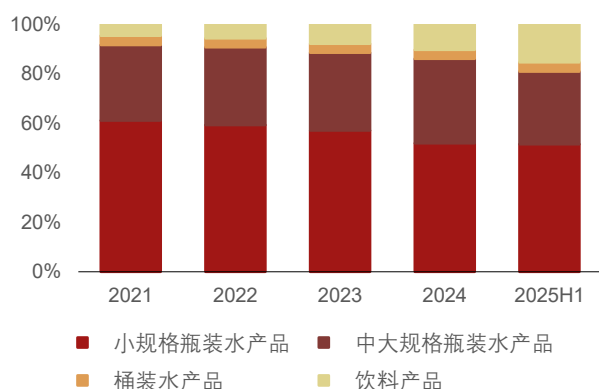
图 6: 按产品品类划分的销售额及增速 (百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

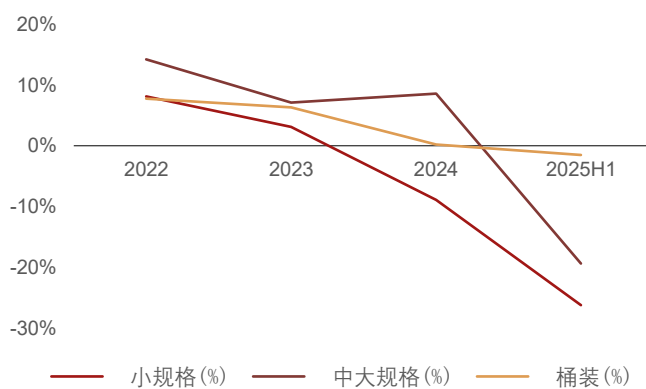
小规格占比超 50%，中大规格及桶装占比不断提升。公司近年来水产品增速缓，行业头部品牌竞争白热化，竞品对份额诉求加强，小规格产品促销力度加大，量贩装等推出加速价格竞争，24 年以来下滑明显。公司将资源向饮料倾斜，包装水业务投入力度相对较小，损失部分市场。2025H1 公司小规格瓶装/中大规格瓶装/桶装销售额分别为 31.94/18.29/2.28 亿元，同比变化-26.2%/-19.4%/-1.5%。

图 7: 按规格划分的销售额占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 水产品按规格划分的增速



资料来源: 公司公告、招商证券

5、营销：深度贯彻体育营销，与国家队合作提升品牌形象

将体育营销作为长期连贯的战略，深度培育消费者心智。公司深耕体育营销二十余年，已与中国国家队、顶级体育赛事、马拉松赛事及全国性体育频道(CCTV-5)合作，成功向消费者塑造“跑步运动绿色领跑者”形象，公司是国内进入马拉松赛事最早、赞助场次最多的饮用水品牌，从 2013 年开始已在 45 个城市中合作超过 1000 场跑步赛事。跑步运动承载的“更高、更快、更强”等精神内涵与公司始终如一的品质追求和不断进取的创新精神高度契合。尤其是怡宝和 TEAM CHINA 的合作，借助国字号队伍的高曝光度来培育消费者对怡宝“国家队”形象的认知。

图 9：华润怡宝体育营销历史大事记



资料来源：公司公告、招商证券

善用公益营销，做有温度的水企。怡宝的公益营销战略规划由市场营销部兼公共关系部总经理陈越一手打造。2007年，“华润怡宝百所图书馆计划”项目通过“一瓶怡宝水换一本闲置书”的举措，鼓励城里的孩子捐书给教育资源匮乏区域的学校。该公益计划取得巨大成功，在全国20多个省市建立了218所华润怡宝图书馆，帮助中国31所重点中小学的孩子们募集爱心图书49829册。此外，怡宝还在2023年成为了“村BA”的公益合作伙伴，助力乡村篮球事业的发展。种种实在落地的公益营销与怡宝“新纯净、行至美”的理念完美吻合，展现品牌强烈的社会责任和担当。

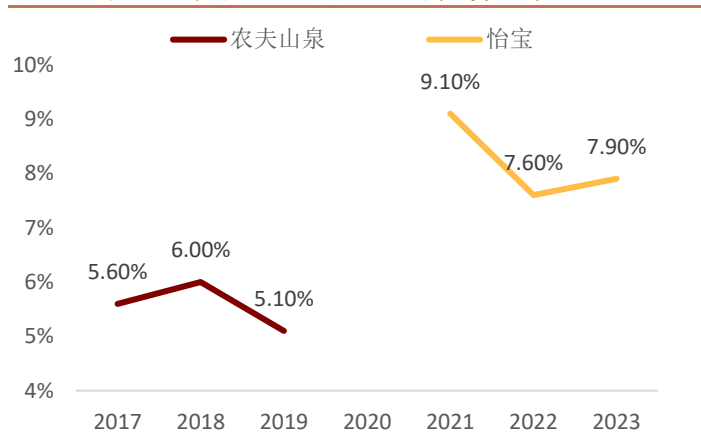
营销方式的差异，决定营销及推广费用率高低。农夫依靠天然水源做差异化的概念营销，营销及推广费用率投入相对较低。怡宝通过体育营销与运动、健康等概念绑定，但需要一定的赞助费用投入。此外，怡宝饮料业务占比较低，渠道促销费用投入相对大，也是费用率高于农夫的原因。

图 10：华润怡宝“百所图书馆计划”



资料来源：CEIC、招商证券

图 11：农夫山泉和怡宝的营销及推广费用率比较



资料来源：Wind、招商证券

注：该数据源自招股书中“营销及推广费用”

6、渠道：持续推进改革，强化饮料铺货和新兴渠道拓展

两层经销商体系，城市经销商下设分销商。与农夫扁平化的渠道不同，怡宝以两层经销商的体系为主，全国仅 1198 个经销商，多为大商，多年合作稳定性强。一个城市扶持一家经销商，针对大商的窜货管理相对更容易，下面按照行政区域设立分销商，经销商赚毛利差价，同时起到垫资、囤货的作用，分销商不需要垫资，与大商核算。但对终端的响应速度和服务质量有一定要求。

表 3：华润饮料经销商数量

	2021 年	2022 年	2023 年	截至 2024 年 4 月 30 日
期初经销商数量	1,114	1,086	1,060	1,068
期间内新增经销商数量	109	155	173	184
期间内已终止经销商数量	137	181	165	54
期末经销商数量	1,086	1,060	1,068	1,198
期初次级经销商数量	2,080	3,297	3,747	3,938
期内新聘用的次级经销商数量	1,766	1,155	869	402
期内终止的次级经销商数量	549	705	678	256
期末次级经销商数量	3,297	3,747	3,938	4,084

资料来源：招股说明书、招商证券

核心终端实际控制在怡宝公司手中。虽然有两层经销体系，但怡宝对终端的掌控力度并不弱，早在 2006 年称霸广东时，公司采用的就是全面巷战的方法，给经销商提供极致服务。公司一线销售人员数量达到 8700 人（2024 年），覆盖网点超过 240 万，平均每人覆盖网点不到 300 家，与农夫接近。终端上公司抓大放小，优质网点、需要费用投入和对手竞争的网点由怡宝员工服务，其余较小的网点交给分销商。促销政策由公司销售团队制定，经销商只负责按照政策力度执行。

持续推进渠道改革，加大线下冰柜投入和饮料铺货。怡宝通过一套融合集体铺市、“绿地行动”等销售组合拳，持续提升终端覆盖率。怡宝近年来大力增加商用冷藏展示柜的投放力度，23 年投放量达 21 年的两倍多，同时借助“华润云”等新技术升级终端销售系统。怡宝与零售网点的深入合作推动了多品类扩展，招股书显示，同时销售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%，饮料业务收入翻倍。25 年以来公司推进渠道改革，饮料经销商职能转变，成立了饮料的专项经销商，市场服务更加短平快；针对特定 SKU 成立餐饮渠道经销商；针对下沉市场，一县/镇一商。

表 4：各饮用纯净水市场龙头营销体系

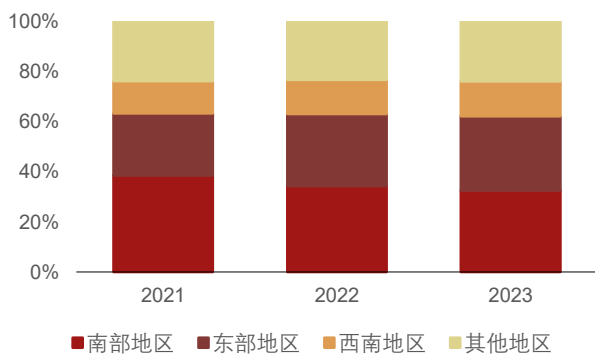
	农夫山泉	怡宝	康师傅	统一	娃哈哈	百岁山	今麦郎
经销体系	单层经销体系，部分乡镇市场有二级经销商	两层经销体系 经销商-分销商	两层经销体系，一级经销商—次级经销商	两层经销体系，一级经销商—次级经销商	两层经销体系，一级经销商—次级经销商	省代”模式，景田给经销商一个底价后，其他运费、退货都由经销商承担	放弃“四合一”，转向传统经销模式，将经销商的物流、现金流、信息流等分开
经销商数量	4280	1068, 分销商数量 2800	36186	/	6000-7000		
终端数量	330 万	240 万	600 万	400 万	300 万	200 万	230 万

覆盖程度	县级市场，目前向乡镇级下沉	下沉市场仍有扩张空间，目前在做县级以上的市	乡镇级市场	乡镇级市场	乡镇级市场	/	乡镇级市场
员工数量	总员工 18590 人，销售人员 10896	总员工 11194	总员工 58182	/	总员工 3 万人，销售人员 7 千-8 千	总员工超 2500 人	总员工 3 万人，销售人员 4 千
渠道模式	终端制胜，每业务员每天打卡 30 个门店	2010 年走向全国，精耕细作，全员铺市	渠道精耕，每人每天 30 个拜访点	学习康师傅，不过未达到康师傅的精细程度和掌控力	联销体模式，客户经理拜访经销商和终端，终端维护达不到每周一次	分为经销和承包两种，大多数为承包制，大概 4:6 的分配结构	/
24 年包装水销售额 (亿元)	160	121	50	/	93	70	40

资料来源：渠道调研、招商证券

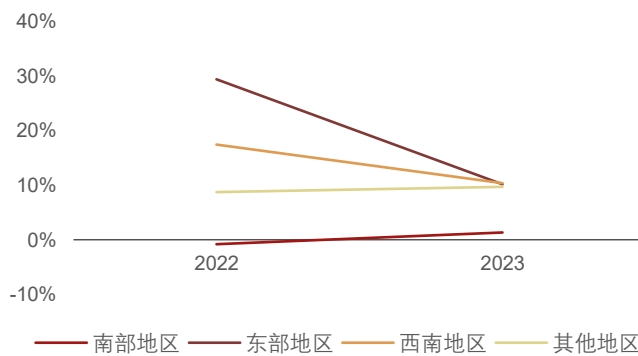
华南大本营优势明显，东部地区增长迅速。 华润饮料招股书显示，2023 年怡宝在广东、湖南、四川、海南、广西及湖北 6 个省份的包装饮用水市场中市占率均位列第一。这六大省份市场规模合计占全国市场的 30%，是全国包装饮用水消费的主战场。十四五规划，目标优势省份扩大到 10 个，计划要重点突破省份是重庆和江苏。销售收入来看，南部以 30% 占比成稳定基本盘；公司稳步拓展东部地区市场，东部市场 2022-2023 年增长 29.4%、10.2%，占比从 2021 年的 24.78% 升至 2023 年的 29.64%，成为增长极；西南和其他地区则稳定辅助，区域策略清晰且具可持续性。

图 12: 不同地区收入占比



资料来源：招股说明书、招商证券

图 13: 不同地区收入增速



资料来源：招股说明书、招商证券

图 14: 农夫 VS 怡宝包装水优势市场对比



资料来源：马上赢、招商证券

7、财务：盈利能力稳步提升，当前位于可比公司中游水平

成本红利叠加自产率提升贡献，盈利能力稳步提升。公司销售毛利率自 2021 年 44% 稳步提升至 2024 年的 47%，成本红利及自产率提升贡献，销售净利率从 2021 年的 8% 提升至 2024 年的 12%。2025H1 销售净利率/毛利率分别为 13%/47%，较 2024H1 变化-2/-2pcts，主要系包装饮用水收入下滑所致，产能利用率有所下降，以及饮料应对竞争投入更多费用。

图 15: 华润饮料 2021-2025H1 利润率

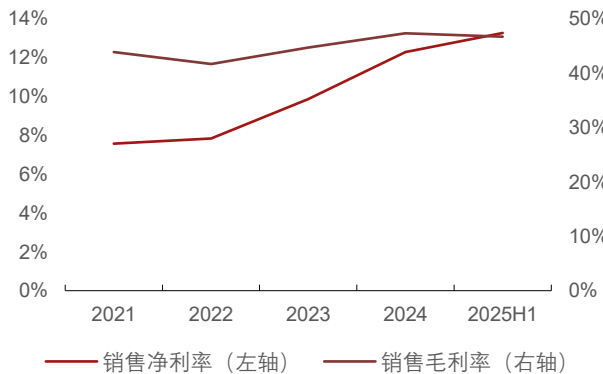
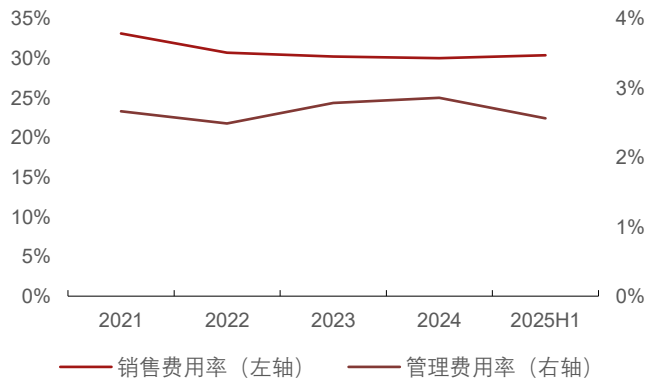


图 16: 华润饮料 2021-2025H1 费用率



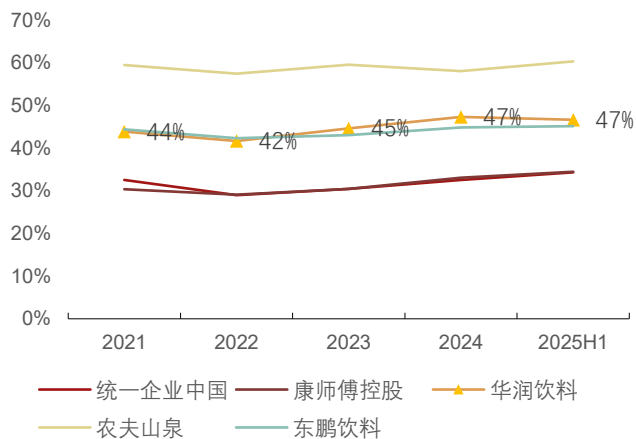
资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

盈利能力位于同行业公司中游水平，销售费用投入力度大。华润饮料 2024 年毛

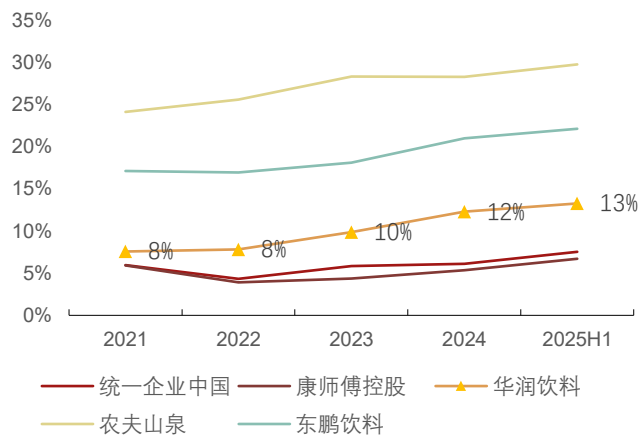
利率为 47.3%，位于可比公司中游水平，低于农夫，饮料业务处于开拓期拉低毛利率。公司 2024 年净利率 12.3%，低于农夫、东鹏，高营销投入致使销售费用率偏高（2024 年 30.4%，位于可比公司最高水平）。ROE 角度，华润饮料 2024 年 18.0%，位于行业中下水平，盈利能力及资产使用效率仍有提升空间。

图 17: 2021-2025H1 同业销售毛利率对比



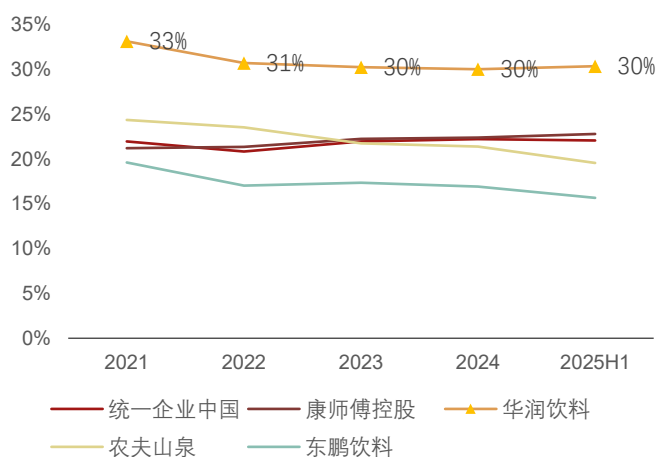
资料来源: iFinD、招商证券

图 18: 2021-2025H1 同业销售净利率对比



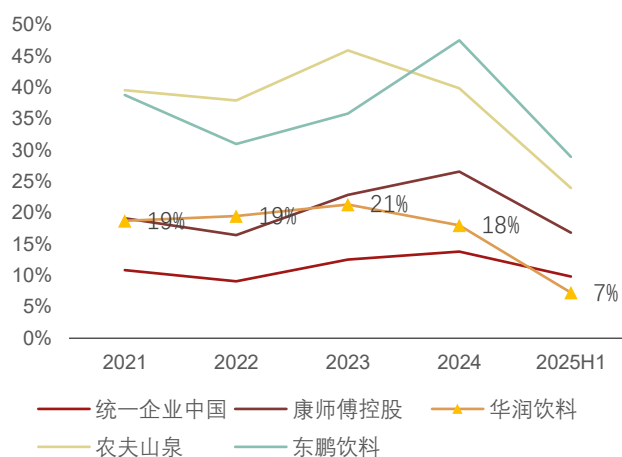
资料来源: iFinD、招商证券

图 19: 2021-2025H1 同业销售费用率对比



资料来源: iFinD、招商证券

图 20: 2021-2025H1 同业 ROE 对比



资料来源: iFinD、招商证券

二、行业：包装水是持续、稳定增长的生意，2026年价格战力度有望减弱

1、软饮料行业万亿市场稳步增长，包装水是第一大赛道

软饮料市场稳步增长，未来5年有望延续中高速增长。根据弗若斯特沙利文显示，中国是全球第二大软饮市场，2024年市场规模达12502亿元，同比+7.6%，2019-2024年复合增长率达4.7%，并有望以6.2%的增长率增长至2029年16860亿元。

包装水和茶饮料体量最大，功能饮料和茶饮料增速最快。分品类来看，包装饮用水、茶饮料、果汁类饮料、功能饮料2024年分别销售2688亿、1941亿、1726亿、1665亿，为占比最大的四个品类，且增速均超过行业平均，其中功能饮料增速最快达到11.3%，茶饮料9.7%次之。

图 21：中国饮料市场规模（十亿元）

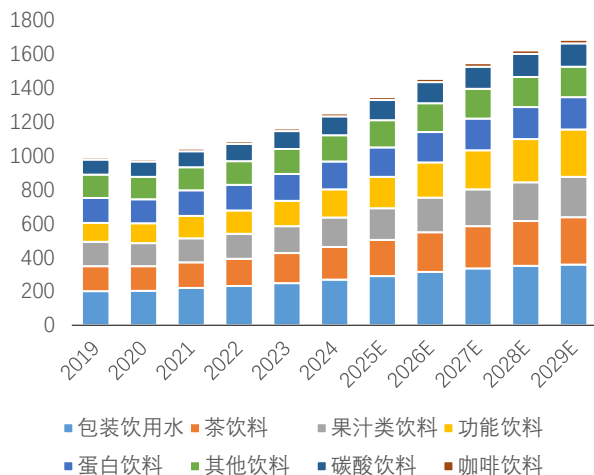
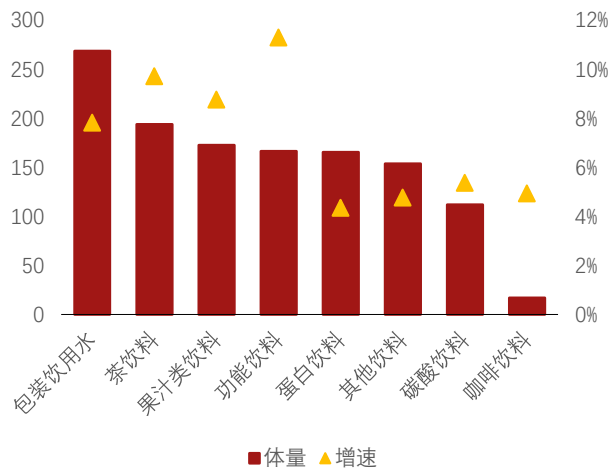


图 22：软饮行业各品类营收体量和增速（亿元）



资料来源：弗洛斯特沙利文、招商证券

资料来源：弗洛斯特沙利文、招商证券

2、商业模式：包装水生意有持续、稳定增长的自由现金流

扩容的需求 VS 有限的供给，存量品牌的黄金赛道。需求端看，我国居民包装饮料化率仅 12.9%，包装化率提升驱动行业增长，家庭生活用水场景也逐渐打开。供给端看，包装水行业存在一定的进入壁垒，天然水、矿泉水开发时间长、前置投入大。纯净水工艺极难差异化，新国标规范了命名和营销，头部企业具有渠道、品牌壁垒。包装水行业头部企业优势明显，新进入者难以参与竞争。新渠道如山姆、盒马等推出自有品牌包装水，我们认为其销售量有限，对行业格局影响较小。

表 5：包装水行业供给有限

矿泉水、天然水	纯净水
<ul style="list-style-type: none"> 产线建设周期长，确定水源地需要跟踪测试，高频取样，至少 2-3 年时间。 前期投入大，多是巨头玩家，如伊利长白山天然矿泉水。 	<ul style="list-style-type: none"> 新国标出台，命名及营销更加规范，饮用水（不含矿泉水）不能用水中含有的成分命名。 过去企业通过宣传矿物质水、负离子水、富氧水、活化水、小分子团水等概念吸引消费者的方法成为

敬请阅读末页的重要说明

水饮品项目投资 7.4 亿，预计投资回收期 5.7 年。历史。

- 水源开采需要政府批准，目前难度越来越大。可能还涉及解决当地就业的问题，小厂难以承担。
- 若是开采矿泉水还需办理采矿许可证。
- 新进入者难度加大，难以通过差异化弯道超车。

资料来源：招商证券整理

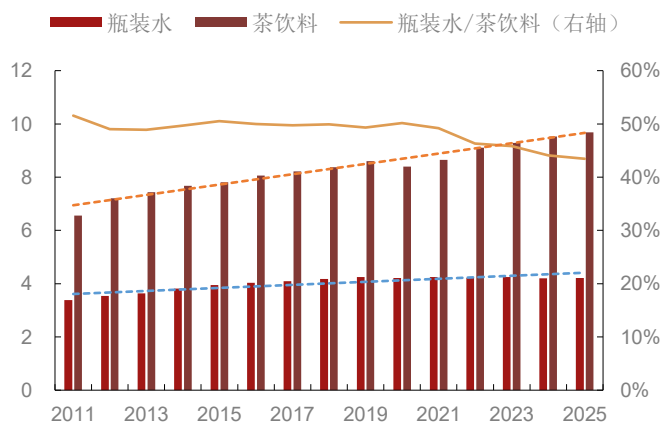
上行的价格 VS 稳定的成本，产业利润率有提升空间。 **第一**，复盘过去十五年，茶饮料均价与包装水均价保持在 2:1 的稳定比例，随着消费升级，饮料产品价格不断提高，为包装水价格打开空间。21 年以来包装水均价增速并未跟上茶饮料，我们认为主要系龙头企业推广大包装产品，以及阶段性价格战，后续展望这一趋势有望缓解。**第二**，企业要平衡各环节利润分配也具备提价动力。从成本端看，包装水原材料主要为 PET，过去四年价格稳步下降，水几乎没有成本，天然水及矿泉水前置投入大，随着产能利用率提升，制造费用前高后低。另外新国标出台限制了营销方式，行业格局向好，也降低了行业的营销成本。**展望 2026 年，头部的价格战有所缓解叠加通胀预期，行业均价有望重新进入上行通道。**

表 6: 农夫山泉和景田（纯净水）成本拆分

每一瓶 550ml 产品（元）	农夫山泉	景田（纯净水）
原材料	0.16	
—其中 PET	0.11	0.275
包装材料	0.11	
制造费用	0.07	0.03
人工薪酬	0.02	
合计	0.36	0.31

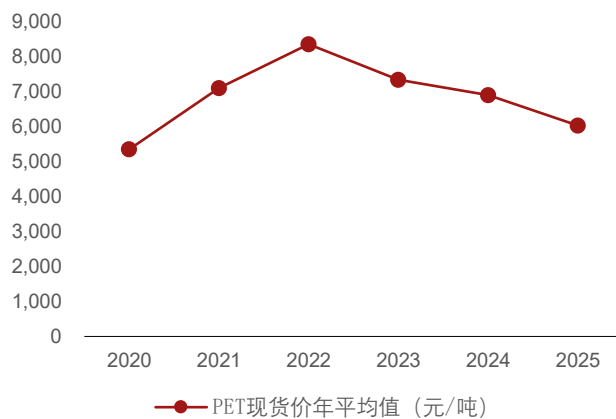
资料来源：渠道调研、招商证券

图 23: 包装水行业价格持续上行



资料来源：欧睿、招商证券

图 24: 瓶级 PET 价格趋势



资料来源：iFinD、招商证券

3、发展历程：三十年竞争激烈，各品牌交替领先

我国第一瓶包装水诞生于 1930 年的崂山系列，但直到 80 年代末才进入瓶装水工业化生产的年代。随后 30 年，瓶装水行业拉开了混战的序幕，先后经历了纯

净水和天然水之争、2元水取代1元水、新国标出台规范行业、价格战等多个阶段。

1982-2000，瓶装水工业化起步阶段。1982年国家将瓶装水列为计划管理产品，1989年怡宝在国内推出第一瓶纯净水，随后娃哈哈、乐百氏、农夫山泉、康师傅产品陆续上市。

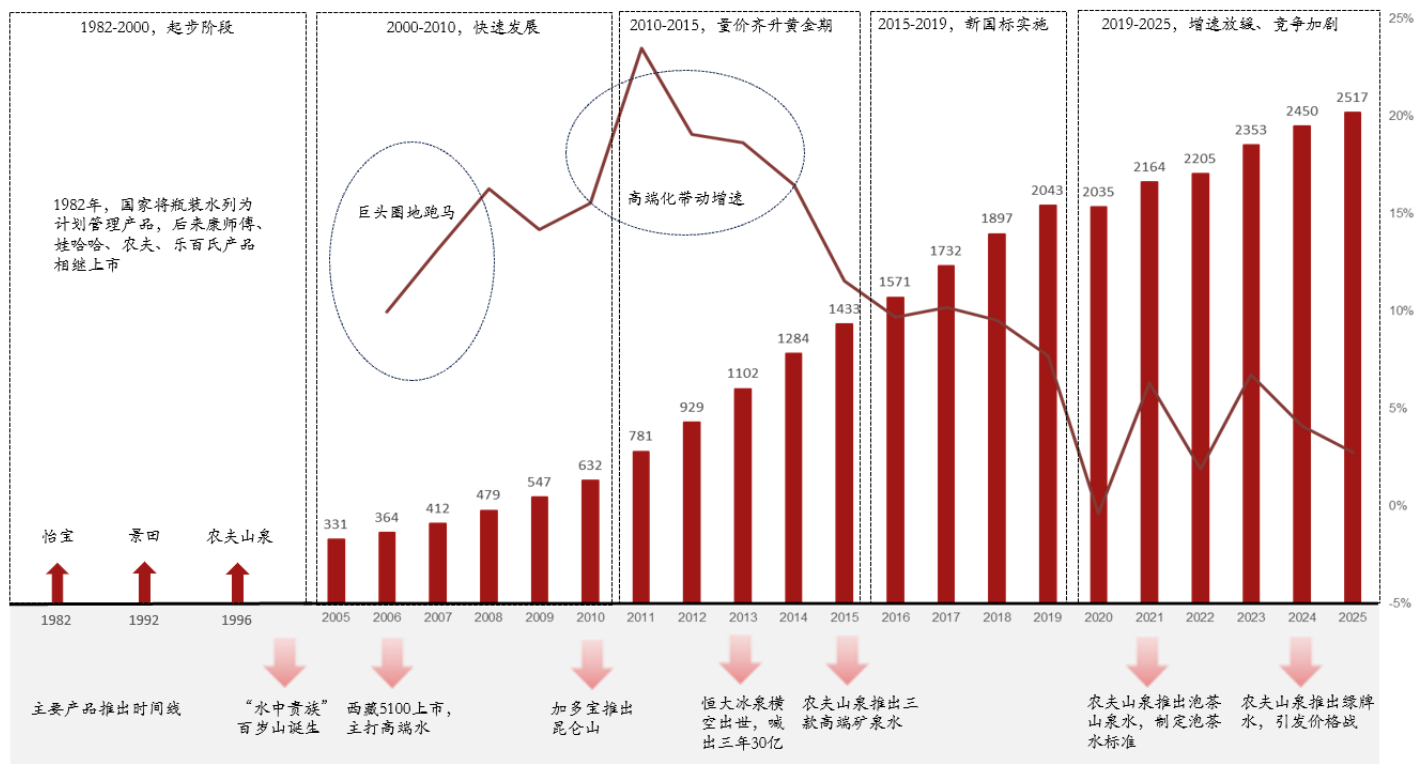
2000-2010，瓶装水快速发展，娃哈哈、康师傅相继领先。巨头竞争中跑马圈地，量增速保持10-15%。早期纯净水时代娃哈哈市占率第一，2000年农夫山泉掀起纯净水、天然水之战。虽然引起以娃哈哈为首的行业抵制，但市占率却跃升至行业前三。2003年康师傅开始发展矿物质水，依靠低价策略迅速超越娃哈哈成为行业龙头。2007年农夫山泉提出“弱碱性水更有利人体健康”，向康师傅发起第二次水战，起初康师傅以低价占优，但随后因为水源问题的报道影响销量，份额下滑。这一时期农夫山泉开始组建直面终端的业务代表团队，并搭建终端管理平台。

2010-2015，农夫山泉、怡宝竞争胶着，2元水取代1元水，高端化带动增速抬升至15-20%，量价齐升黄金期。2012年农夫山泉550ml零售价由1.5元提升至2元，2013年恒大冰泉上市，最初定价5元，催化行业价格带升级。2元水逐渐成为大众消费者可以接受的价格带，且终端利润更高推力更强，以农夫山泉、怡宝为代表的2元水开始抢占1元水份额。农夫山泉通过精耕终端份额快速上升，2012年成为行业第一，但2013年即陷入“标准门”事件，被迫退出北京市场，失去一部分份额。怡宝自从2010年提出十二五战略规划后，从华南市场走向全国，“百亿梦想”的指引下，怡宝通过“全员辅市”、“持续巷战”实现爆发式增长，对农夫产生很大威胁，市场份额一路直追农夫山泉甚至在2015年短暂领先。

2015-2019，新国标实施，行业规范下整合，格局逐渐向好。2015年新国标出台，将饮用水分为三类：天然矿泉水、饮用纯净水、其他饮用水。瓶装水乱名时代结束，各种概念水退出市场，利好集中度提升，龙头品牌整合市场。农夫山泉2016年进行经销商专属化改革，激发渠道活力，产品亮相G20等三大国际会议，品牌力迈入新层级。渠道品牌双升，农夫山泉市场份额逐渐与怡宝拉开差距。

2020-至今，增长放缓与竞争加剧。受到疫情对行业需求的冲击，包装水市场增速放缓。为争夺存量市场，价格战在2024年全面爆发。竞争维度从单一的水种，演变为水源地、品牌价值观、环保理念、社交属性的全方位比拼。除了头部企业外，区域强势品牌娃哈哈逆势增长，润田等主打差异化竞争，此外如胖东来、山姆、零食量贩等品牌、渠道也推出自有品牌水，竞争格局碎片化、办公场景需求激发了大包装水的增长。农夫山泉保持领先，凭借其丰富的水源地布局和对天然水概念的成功营销，强化消费者认知；持续深耕冰产品布局，推出“农夫山泉”纯透食用冰，开拓冰品、水饮互补共生的新消费场景。华润饮料市场基本盘稳固，在市场下行期深度调整渠道布局，逐步提高自有产能。娃哈哈在2024年凭借国民情怀实现了业绩的显著复苏，但公司也面临来自代工、渠道、治理结构等方面的问题。

图 25: 瓶装水千亿市场，高端化趋势明显（亿元）

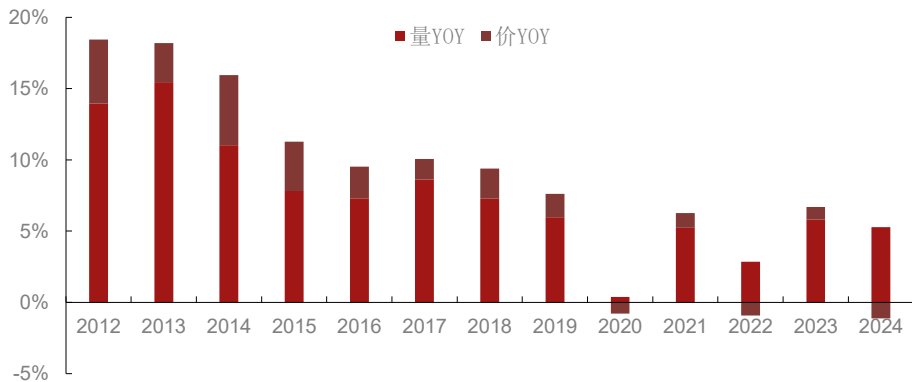


资料来源：欧睿、招商证券整理

4、行业空间：对标海外，包装化率提升空间大，场景和价格也有提升空间

包装水行业千亿市场，过去主要依靠量增驱动。根据欧睿数据，2024 年瓶装水市场零售规模 2450 亿元，过去五年复合增速 3.6%。2011-2024 年间，零售额、消费量和单价的复合增速分别为 10.97%、9.2%和 1.7%，量增为主，价格也有贡献。最近五年量增放缓，均价基本没有提升，阶段性的场景、需求制约了增长，但展望中长期我们认为行业仍未成长至天花板。

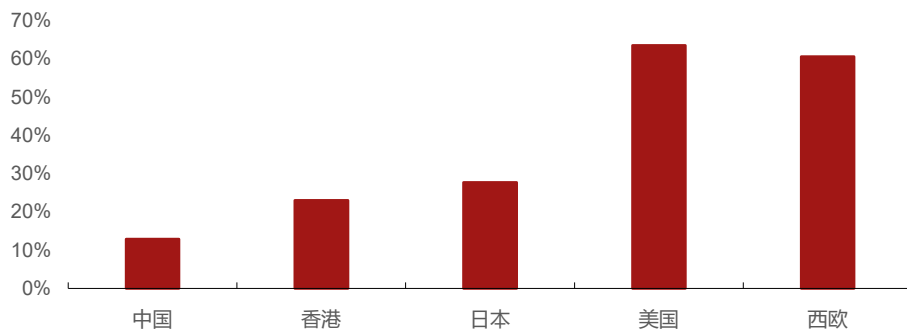
图 26: 2012-2025 年瓶装水行业量价增长拆分



资料来源：欧睿、招商证券整理

中国居民包装饮料化率仅 12.9%，包装化驱动行业增长。2024 年中国人均消费饮料（含包装水）70.6 升，日本、美国分别为 151.6 升和 347.7 升，按每人每日需饮水 1500g 计算，我国包装饮料化率仅 12.9%，远低于日本 27.7%、美国 63.5%。三四线及以下城市包装化率差距更大，从企业布局看，目前仅有康师傅、统一、可口可乐等传统巨头的网点可以覆盖到乡镇市场，农夫山泉、怡宝还处于向乡镇层级下沉的阶段，百岁山更是聚焦在一二线城市。随着城镇化率提升和消费者健康意识觉醒，居民饮水包装化率提升将继续推动行业扩容。

图 27：各国家及地区包装饮料化率（含包装水）对比



资料来源：欧睿、招商证券整理

包装水人均消费量是否已见顶？虽然我国居民包装饮料化率整体低于其他国家及地区，但从细分品类看，我国包装水人均消费量已经接近日本，差距主要体现在其他饮料，这是否说明我国包装水人均消费量已经见顶？

我们认为，全品类消费量由经济水平和城镇化率决定，而消费习惯、企业行为会导致结构差异，我国饮水包装化进程主要靠包装水消费增加完成，空间或比想象更大。根据下表，日本茶饮料人均消费量明显高于我国，日本茶饮料大多主打健康无糖，加之消费者对茶的偏好，成为日本居民摄入水的重要来源。美国饮料中碳酸饮料消费明显多于我国，一方面，美国消费者习惯将碳酸饮料当作水的补充，比较典型的是中大规格的碳酸饮料较多，另一方面，美国碳酸饮料品种远多于国内，供给创造需求。因此，考虑到我国消费习惯（饮料偏向可选消费）和企业行为（饮料大多含糖且种类较少），饮料消费结构的差异可能持续存在，我国居民包装饮料化率的提升最终落在包装水消费量的增加。另外，随着消费升级和健康意识增强，全球包装水市场都在快速增长，尤其是发展中地区，包装水增速远快于其他饮料品类。对比海外国家，随着饮料必选属性的提升，以及消费者对健康、功能性的追求，预计我国无糖饮料、功能饮料仍有成长空间。

表 7：2024 年各国不同种类饮料人均消费量对比（升）

	中国	香港	日本	美国	西欧
瓶装水	41.4	54.3	52.2	141.9	146.4
碳酸饮料	10.3	22.7	28.2	141.1	78.6
果汁	5.7	16.7	15.3	37.1	75.6
茶饮料	10.5	31.4	51.6	16.6	22.9
能量饮料	2.8	1.0	4.2	11.0	8.1

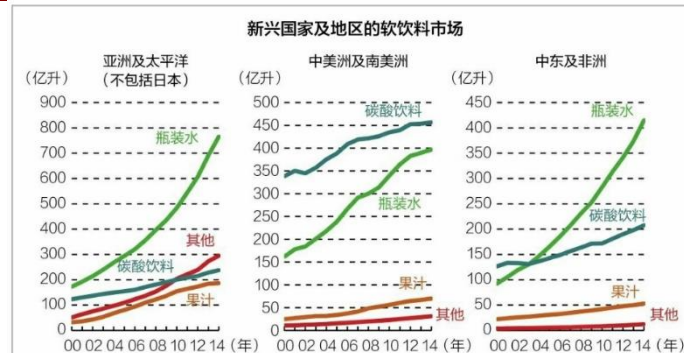
资料来源：欧睿、招商证券

图 28: 发达国家及地区软饮料市场



资料来源:《商业模式教科书》、欧睿、招商证券

图 29: 发展中国家及地区软饮料市场

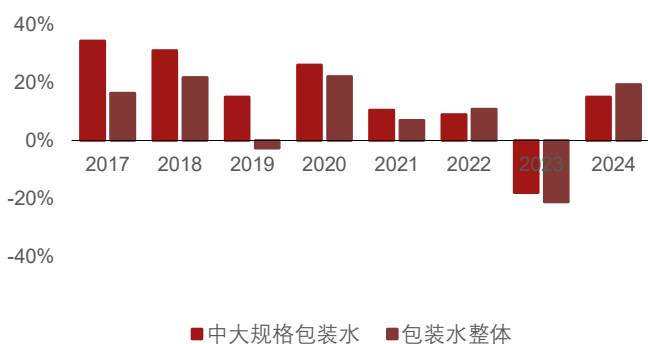


资料来源:《商业模式教科书》、欧睿、招商证券

家庭用水对消费量拉动明显，细分功能水也有一定贡献。2015 年以来各瓶装水巨头纷纷推出家庭装饮用水，包装水消费场景扩大到家庭生活用水。2016 年农夫山泉借助 G20 峰会的热度推出 5L 新装水+饮水机组合，打造泡茶、煲汤、煮饭、冲奶等消费场景，能够满足一个家庭 1-2 天的饮用量。农夫山泉 17 年以来中大规格包装水平均增速 15%，快于包装水整体增速 9%。此外，企业也开始推出定位高端的功能水，如农夫山泉推出婴幼儿用水、含锂矿泉水，西藏 5100 推出解决宿醉的“布宿最”。

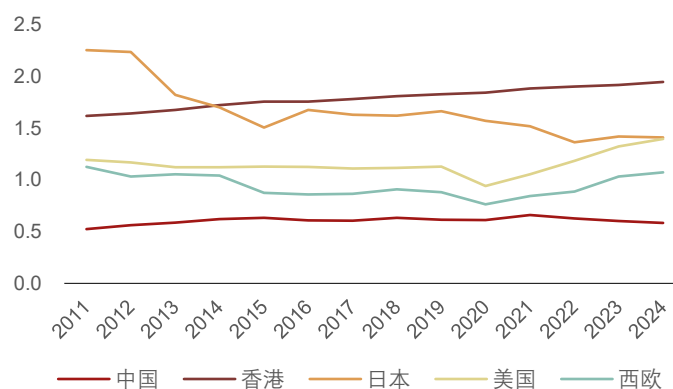
中国瓶装水均价仍低于发达区域水平，未来有望温和上涨。香港包装水均价较高，且稳步提升，从 2011 年 1.6 美元/升提升至 2024 年 1.9 美元/升。美国、西欧市场包装水均价在通胀带动下，先降后升。而日本市场均价下降明显，主要是汇率下跌影响，但 2024 年仍有 1.4 美元/升。相比之下，中国的均价虽从 0.51 美元/升温和增长至 0.59 美元/升，但绝对值仍较低。展望未来，随着消费升级与品质需求的增长，预计中国市场的瓶装水均价将延续温和上涨的态势，逐步缩小与发达区域的差距。

图 30: 农夫山泉中大规格包装水增速



资料来源: Wind、招商证券整理

图 31: 各国家及地区瓶装水均价对比（美元/升）



资料来源: 欧睿、招商证券

5、市场格局：场景丰富渠道多点开花，CR10 达到 51%仍在提升

新国标出台后，瓶装水命名更加规范，营销难度也更大，有利于消费者对产品形

成清晰认知。在新国标出现前，市场上存在各种让人眼花缭乱的“概念水”，通过打造新的概念和品类来吸引消费者，是新进入者的主要打法。新国标出台后，将饮用水分为天然矿泉水、饮用纯净水、其他饮用水三类，且规定包装饮用水(除矿泉水)名称应当真实、科学，不得以水以外的一种或若干种成分来命名。自此，矿物质水、活化水、小分子团水、富氧水、负离子水等概念水成为历史。由于界定更清晰、命名更规范，消费者对于包装水产品的认知也将更充分，而且相比其他饮料，瓶装水口味几乎没有差异，品牌营销而非口味概念成为打动消费者的关键因素。

从结构上看，1) 饮用纯净水占据了 56% 市场份额，其庞大的规模得益于长期的消费习惯、广泛的可获得性和高性价比。怡宝为饮用纯净水龙头，其在细分品类中市占率达到 32.7%，领先于其他企业。2) 其他饮用水占 35%，位居第二，其水源来自地表或地下，但矿物质含量未达到矿泉水的国家标准，以“天然”概念吸引了相当一部分消费者，农夫山泉为主要企业。3) 天然矿泉水占 9%，矿泉水源自深层地下矿泉，含有天然的矿物质元素，通常定位高端、健康。

表 8: 矿泉水、纯净水及其他饮用水对比

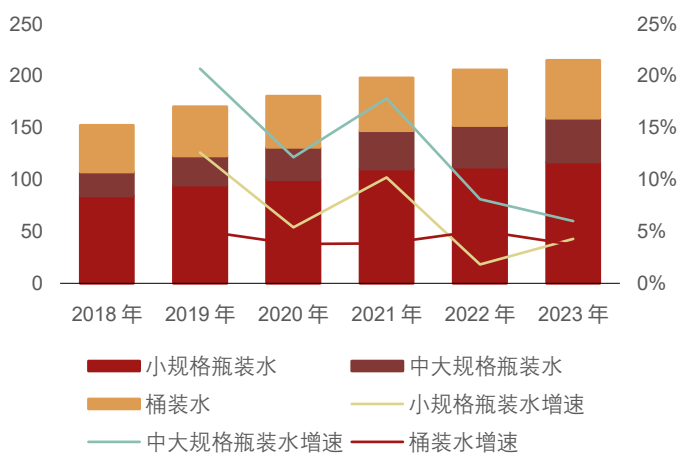
水种类	水源	2024 年占比	代表企业
天然矿泉水	从地下深处自然涌现出的或经钻井采集的，含有一定量的矿物质、微量元素或其他成分，在一定区域未受污染并采取预防措施避免污染的水	9%	依云、巴黎水、西藏 5100、昆仑山、统一爱夸；景田百岁山、恒大冰泉、长白甘泉
饮用纯净水	以直接来源于地表、地下或公共供水系统的水为水源，经适当的水净化加工方法，制成的制品	56%	怡宝、娃哈哈、康师傅优悦、冰露
其他饮用水	来自非公共供水系统的地表水或地下水，包括山泉、湖泊等	35%	农夫山泉

资料来源：招商证券整理

规格重心从个人即时饮用向家庭批量储备战略性转移。小规格瓶装水作为基本盘，2023 年规模为 1168 亿元，但其增速已从 2019 年的 12.6% 显著放缓至 4.3%，市场趋于饱和。与此同时，中大规格瓶装水展现出强劲势头，规模从 2018 年的 232 亿元增至 2023 年的 424 亿元，2023 年增速 6%，5 年 CAGR 高达 12.8%，是驱动行业增长的核心引擎。

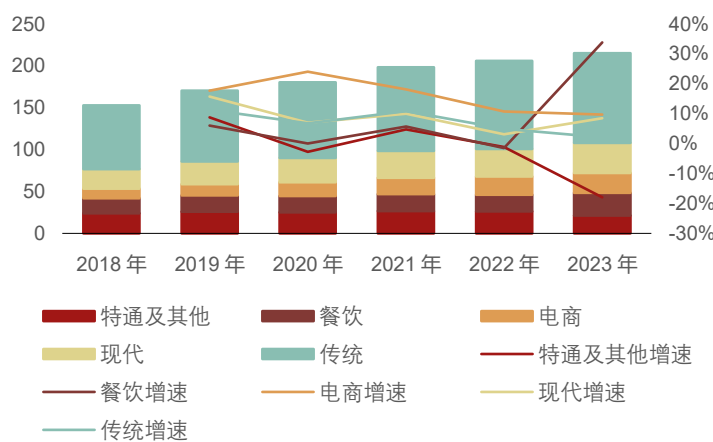
渠道格局正从传统渠道一家独大，转向电商、餐饮等新兴渠道多点开花的局面。传统渠道仍是最大支柱，该渠道 2023 年销售额为 1071 亿元，但增速已降至 2.1%，凸显增长乏力。形成鲜明对比的是，电商渠道在过去五年间以 12.2% 的 CAGR 高速扩张，2023 年增速 9.7%，规模已达 237 亿元；而餐饮渠道在过去五年 CAGR 为 6.9%，2023 年增速 33.8%，规模已达 269 亿元，成为当下最具活力的增长极。

图 32: 国内瓶装水市场不同规格变化趋势



资料来源: 招股说明书、招商证券

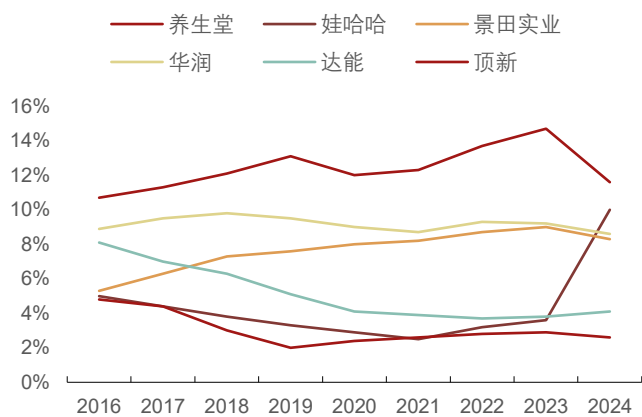
图 33: 国内瓶装水市场不同渠道变化趋势



资料来源: 招股说明书、招商证券

农夫、娃哈哈、怡宝三强，行业集中度持续提升。根据欧睿数据，2016-2024 年中国包装水市场呈现“一超多强”的态势，同时变局并存。农夫山泉作为行业领导者，份额从 2016 年稳健增长至 2023 年，2024 年遭遇舆情事件份额有所下降，预计 2025 年起有望重返提升趋势；娃哈哈在经历份额持续下滑后，2024 年借助事件营销，品牌热度快速提升。景田与华润凭借稳固策略，市场份额基本维持在第二梯队；达能与康师傅份额整体呈下降态势。整体而言，市场集中度持续提升，CR5 自 2016 年 38% 提升至 2024 年 43%，头部本土企业主导效应愈发明显。

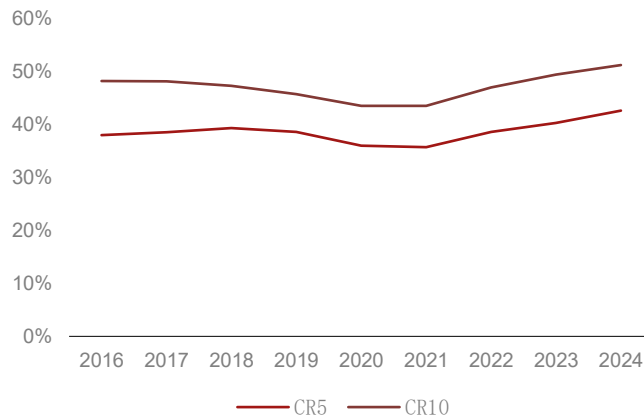
图 34: 国内瓶装水市场格局 (以零售价计)



资料来源: 欧睿、招商证券

注: 欧睿包装水大类包含苏打水等泛水品类

图 35: 市场集中度变化趋势



资料来源: 欧睿、招商证券

6、价格战复盘和推演：边际效应减弱，2026 年有望缓解

2024 年 4 月农夫推出战术产品绿瓶水，与红瓶差异化定位。2024 年初，农夫山泉遭遇舆情事件，包装水市占率有一定下滑，公司恢复份额诉求强。同时，包装水行业 2023 年整体增速已放缓至 3-4% 的低位，低价地方品牌持续冒出。农夫山泉 2024 年 4 月推出战略性战术产品——绿瓶纯净水，红瓶+绿瓶组合推广，广告语“绿瓶有点甜、红瓶更健康”。公司对绿瓶水定位是和纯净水厂商竞争的

战略性产品，看重阶段性的份额提升。

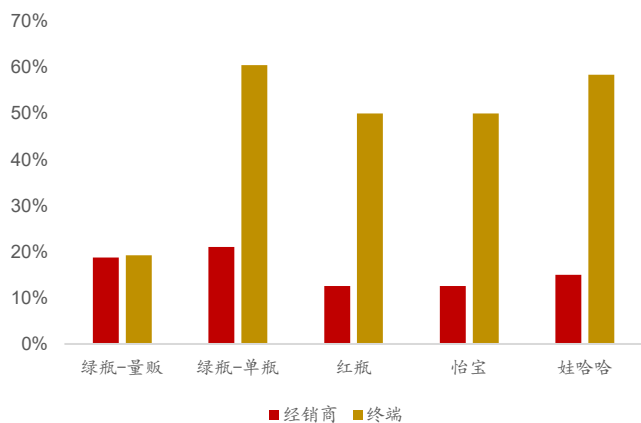
图 36：农夫山泉推出绿瓶水，差异化宣传



资料来源：公司官网、招商证券

绿瓶水低价抢市场份额，激进的渠道费用投入，其他品牌被迫跟进。绿瓶水作为攻击利器，主打高性价比和快速流转，直接冲击 1 元水价格带。价格体系来看，2024 年 4 月底上市起以 15 元/箱（24 瓶）的低出厂价切入市场，经销商出货价低至 17-18 元/箱。销售形式灵活：1）单瓶售卖，零售价 2 元/瓶，与红瓶水保持一致，但渠道利润更高；2）量贩装（12 瓶/包），促销价 9.9 元/包，合约 0.85 元/瓶，甚至有些渠道做到 7.9 元/包。为快速抢占渠道，针对绿瓶水提供高达 2 元/箱的专项补贴，使经销商实际进货成本低至 13 元/箱。怡宝、娃哈哈、百岁山等品牌被动跟进，经营利润受到明显冲击。

图 37：包装水渠道毛利率对比



资料来源：渠道调研、招商证券

图 38：绿水量贩装单瓶低至 1 元以内

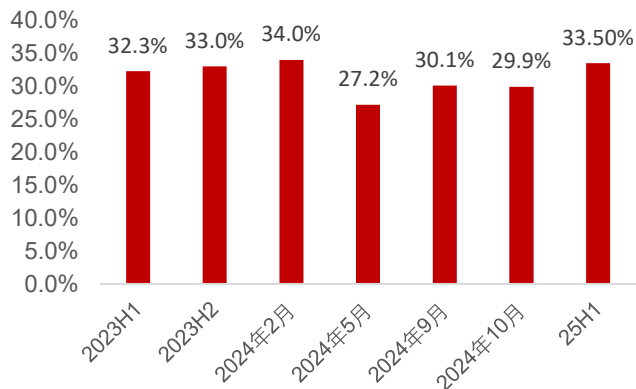


资料来源：中国商报、招商证券

低价促销助力农夫份额回升，怡宝、景田、今麦郎等品类承压下滑。在低价绿水不断铺市的助力下，农夫山泉市占率有所回升。根据渠道样本数据，农夫市场份额从 2024 年 5 月 27.2% 的低谷恢复至 2025 年年初的 30%，2025 年全年估计达到 33%，接近舆情前市占率水平。华润怡宝、景田、今麦郎等品牌份额承压下

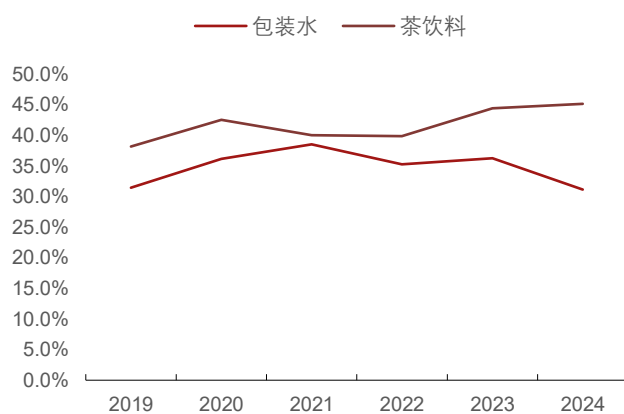
降。但激进的渠道投入使得农夫山泉包装水分部利润率承压，自 2023 年 36%，下降至 2024 年 31%，考虑到公司茶饮料景气，经营利润率不断提升，为公司包装水价格战提供了大量子弹，但持续的价格战确实会冲击分部盈利能力。

图 39: 农夫山泉市占率回升 (渠道调研样本)



资料来源: 渠道调研、招商证券

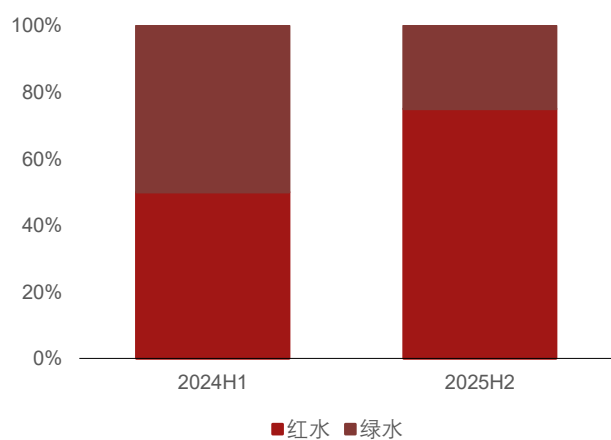
图 40: 农夫山泉包装水及茶饮料分部利润率



资料来源: 公司公告、招商证券

2025 年农夫山泉投入依旧激进，但更为聚焦，红水占比回升，怡宝被迫增加投入应对。 2025 年农夫山泉在包装水业务上提出了较为激进的增长目标，意图填补舆情后的缺口，并实现更进一步的增长，这使得公司在 25 年市场投入上仍保持了激进的态度。Q1 红标水降出厂价，费用投入上也更为均衡，从支持绿水的费用投入平摊至红、绿水一致，不再通过绿水低价抢占市场份额。渠道激励上，农夫加大终端陈列和冰冻化投入，吸引门店进货； 7、8 月推出“达成奖”等促销活动。结果来看，农夫包装水在 Q2-Q3 实现了高速的增长。结构上看，下半年以来绿标主动控量，红绿水比例由 2024 年中的 1: 1 变为当前的约 3: 1。怡宝在 25 年包装水竞争中低估了对手打价格战的意愿，Q1 在行业竞争仍较为激烈的阶段选择提价，份额阶段性下滑，下半年以来公司调回原价，并加大投入让利终端，应对市场竞争。

图 41: 价格战前后 550ml 红绿水占比

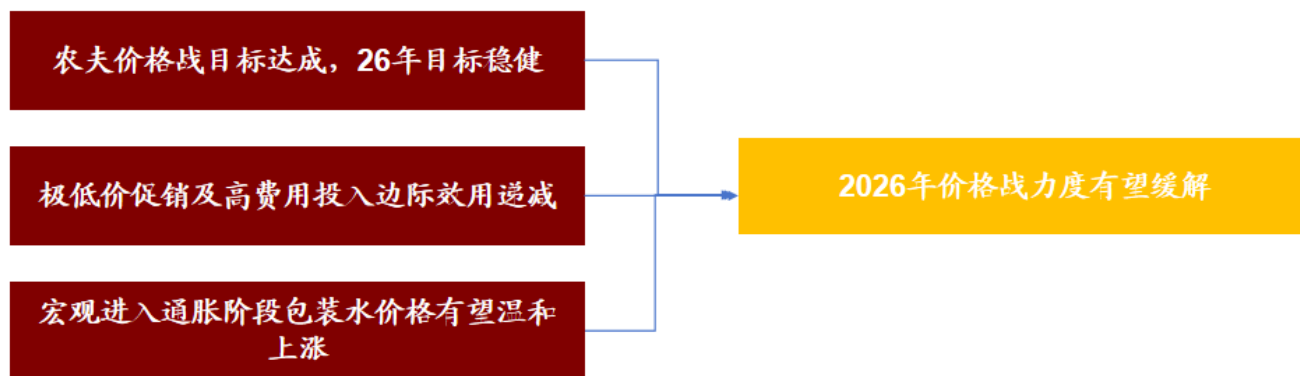


资料来源: 渠道调研、招商证券

展望 2026 年: 农夫稳健目标下，卷价格边际效应减弱，预计价格战力度有所缓解，通胀环境下均价有望提升。 我们认为，驱动价格战的核心因素已发生变化:

1) 农夫山泉打价格战主要目的是应对突发性事件，扭转市占率下降的趋势，当下收复份额的核心目标已基本达成，26 年目标整体稳健，行业有望回归良性竞争。2) 继续维持高强度费用投入/低价销售边际收益有限，绿水的低价一定程度上扰乱了红水的价格体系，且继续高投入，在夫妻老婆店等较小的渠道未能达到预想效果，费效比低。3) 26 年预计走出通缩，在通胀的带动下，包装水价格有望迎来阶段性温和上涨的阶段。

图 42: 2026 年三重驱动下，价格战有望缓解



资料来源：招商证券绘制

三、华润饮料投资看点：渠道扩张+品类拓展贡献增量，产能自建优化生产成本

1、品类拓展：渠道复用度高，差异化定位拓展饮料品类

品类扩张是公司发展更进一步的关键，饮料业务收入占比有望提升至 20-30%。切入饮料产品线，打造平台型公司是华润饮料发展的必经之路。公司的优势在于渠道的复用、研发能力的培育以及中式茶饮品类的领先。品类扩张也是公司发展的关键，丰富的产品结构结合冰柜的铺设可以强化渠道掌控力，此外，多品类在规模效应下也有望提升公司盈利能力。饮料收入占比从 2021 年的 4.6% 持续提升至 2025H1 的 15.4%，25H1 公司继续推出多款新品及不同容量包装扩充产品线。未来公司饮料业务占比有望提升至 20%-30%。

华润饮料通过“1+N”的多品类战略积极拓展饮料业务。当下饮料行业景气度高，功能化、健康化趋势明显，公司以“怡宝”为核心品牌，成功打造了多个亿元品牌，构建多元化产品矩阵。当下公司产品聚焦，重点培育中国草本植物饮料“至本清润”、果汁“蜜水系列”、运动功能“魔力”三大品类。

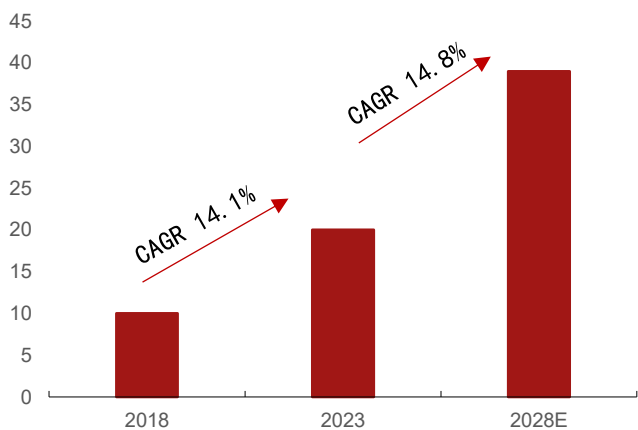
图 43：华润饮料“1+N”品类拓展矩阵



资料来源：招股说明书、招商证券

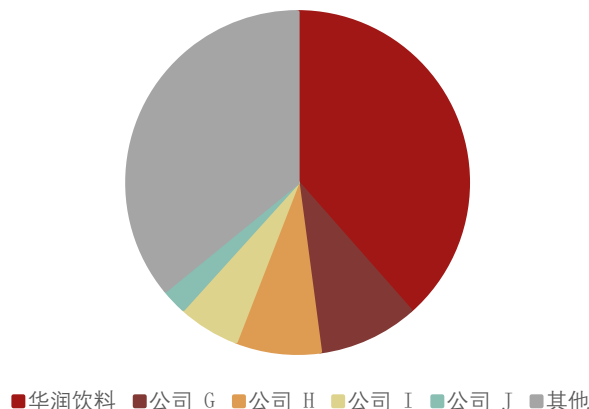
至本清润是菊花茶行业市占率第一，有望在行业扩容下持续成长。根据沙利文数据，2024 年中国茶饮料销售 1941 亿，增速 9.7%，超过软饮料行业平均，预计 2029 年达到 2796 亿元。菊花茶作为茶饮的景气细分行业，2023 年规模达到 20 亿元，18-23 年 CAGR 为 14.1%。“至本清润”菊花茶 2023 年零售额达 7.6 亿元，占据中国菊花茶饮料市场 38.5% 的份额，是菊花茶饮料市占率第一。2024 年该系列销量同比增长 122%，并成功拓展酸梅汤、炖梨等新口味与大规格产品。

图 44: 菊花茶市场体量 (亿元)



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 45: 菊花茶竞争格局



资料来源: 招股说明书、招商证券

公司持续提升饮料研发、渠道能力，与麒麟合作赋能饮料能力。2011 年，华润与麒麟控股达成合作，成立华润麒麟饮料（控股）有限公司，华润持股 60%，麒麟持股 40%。华润输出国内分销能力与业务根基，麒麟注入产品组合、技术专长等。麒麟作为有着百年发展历史的企业，在饮料研发、生产工艺上具备深厚积累，帮助华润绕过了新品研发初期的技术摸索阶段，减少了工艺试错带来的时间和资金成本。同时，麒麟在饮料产品的口感调配、包装设计等方面的经验，也为华润后续自有饮料品牌的开发提供了参考蓝本。

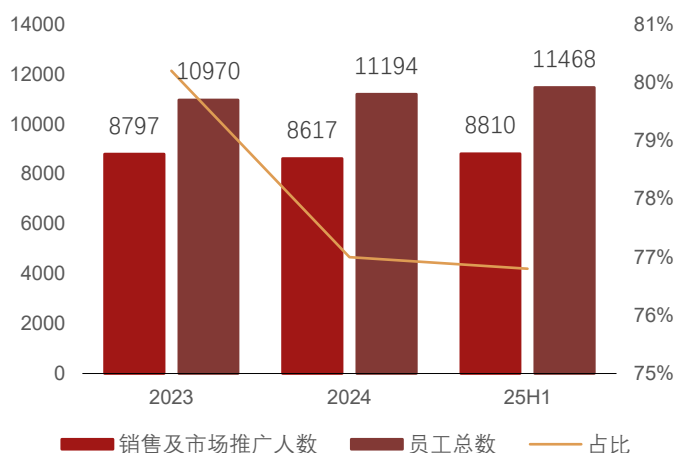
表 9: 麒麟公司情况

成立时间	1907 年 2 月 23 日	
	2007 年 7 月 1 日，麒麟啤酒株式会社更名为麒麟控股株式会社，转型为集团业务的控股公司	
员工数量	31,934 人 (截至 2024 年 12 月 31 日)	
2024 财年营收	23,384 亿日元	
业务板块	1. 酒精饮料 (2024 财年销售收入:10,817 亿日元, 占 46.3%) 2. 无酒精饮料 (2024 财年销售收入:5,649 亿日元, 占 24.2%) 3. 医药 (2024 财年销售收入:4,953 亿日元, 占 21.2%) 4. 健康科学 (2024 财年销售收入:1,753 亿日元, 占 7.5%)	
茶饮料	麒麟生茶	· 2000 年推出，无糖绿茶饮料 · 解决传统绿茶苦涩问题，清爽甘甜 · 日本市场畅销茶饮料
咖啡饮料	麒麟咖啡系列	采用高品质咖啡豆，多种口味选择
软饮料	麒麟 FREE	全球首款无酒精啤酒风味饮料，适合驾驶人士

资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券整理

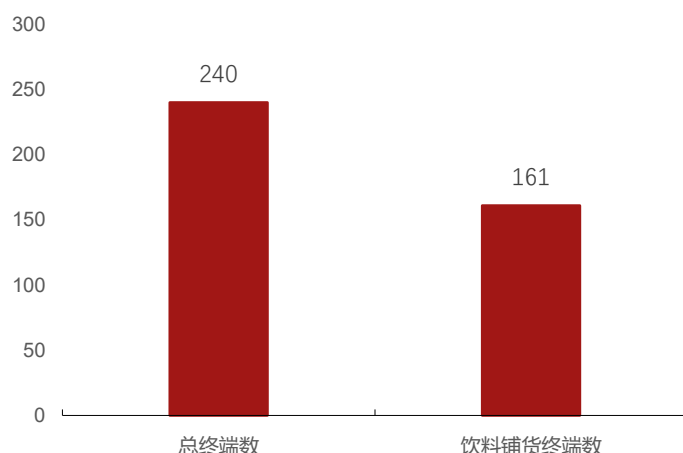
依托公司强大的销售团队和丰富的终端网点触达，饮料有望实现快速扩张。华润饮料销售团队是中国饮料行业自有团队规模最大的企业之一（以团队规模和销售效率衡量）。2025H1 公司销售人员达到 8810 人，占雇员总数的 76.8%，累计覆盖中国超过 240 万个零售网点。销售团队经验丰富，一线人员平均从业经验超过 6 年，销售管理人员平均经验更超过 18 年。当前公司终端网点饮料铺市率达到 67% 以上（2023 年数据），未来仍有进一步铺货空间。

图 46: 华润饮料销售及推广人数变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 2025 饮料终端铺货数 (万)



资料来源: 渠道调研、招商证券

2、渠道扩张: 下沉市场、长江沿岸及北方仍有扩张空间

网点数较头部企业仍有差距, 低线城市覆盖率仍有提升空间。从终端网点数量看, 华润饮料目前有 240 万家, 少于康师傅、可口可乐等传统巨头。公司三线及以下城市网点占比从 2021 年 51.2% 提升至 2023 年 55.9%, 但当前覆盖率仅 30-40%, 低线城市仍有较大的提升空间。此外公司持续推进渠道改革, 重新选定和建设特殊产品和渠道 (餐饮、家庭) 的经销商, 提升渠道效率与自营能力, 强化新型渠道服务能力。

华南大本营强势, 长江流域不断扩张, 北方市场以点带面。从区域分布上来看, 华南大本营优势明显, 主要区域市占率第一, 长江沿岸不断扩张, 主要区域市占率前三, 北方市场依托据点实现辐射周边。公司在广东、湖南、海南、广西 4 个省份取得市占率第一。长江沿岸 7 个省市, 其中四川、湖北排名第一, 上海、江苏、安徽、重庆、西藏排名第二。在北方市场, 公司通过北京、辽宁、陕西三大据点辐射周边, 带动北部、东北、西北市场 2023 年销量分别增长 16.0%、20.9% 及 31.7%。

图 48: 头部饮料企业网点数量对比 (万家)

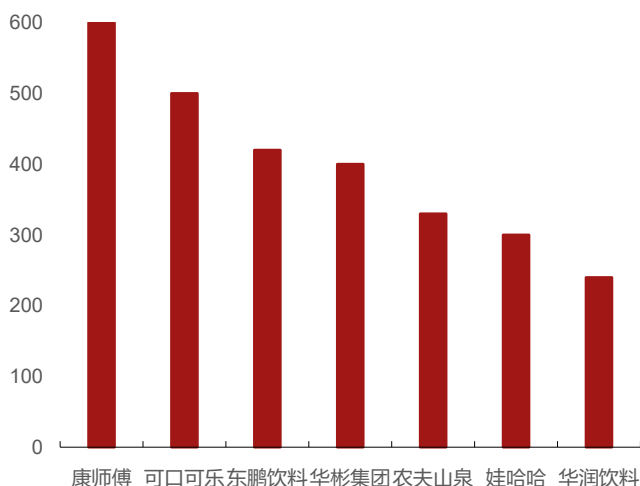


图 49: 华润饮料市场布局战略示意图



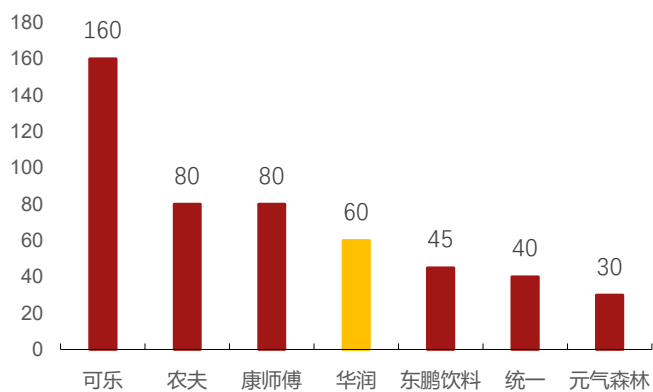
资料来源：公司公告、渠道调研、招商证券

资料来源：招股说明书、招商证券

冰柜是渠道竞争关键，当下核心终端资源已被龙头企业瓜分。冰柜在饮料行业竞争中具有拉动动销、提升品牌曝光、培育新品、强化渠道掌控的作用。头部品牌已通过先发优势中建立起高壁垒格局。从投放规模看，可口可乐、康师傅、农夫山泉形成第一梯队，一、二线城市核心终端已被农夫山泉、可口可乐等占据，其他品牌突破难度大。

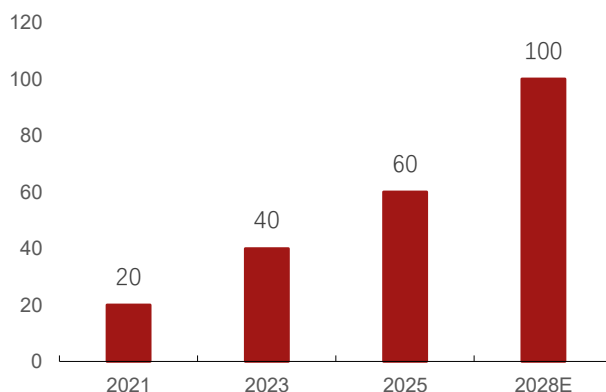
华润饮料强化冰柜投入，抢占点位后助力水及饮料销售。华润饮料近年来大力投放商用冷藏展示柜。冰柜保有数量从 2021 年 20 万台增加至 2025 年 60 万台，且未来计划每年继续投入 10 万台，ipo 募集资金中 8.5 亿用于购买冷藏展示柜，预计公司 2028 年冰柜数量将达到 100 万台，位居行业第一梯队。冰柜的投入将助力提升公司产品口感和增强品牌曝光。此外，在率先抢占点位后，冰柜也将成为公司品类拓展的核心资源，强化公司饮料产品动销及新品培育。

图 50：华润饮料各品牌冰柜投放数量对比（万台）



资料来源：渠道调研、招商证券

图 51：华润饮料冰柜投放趋势（万台）



资料来源：渠道调研、招商证券

3、产能自建：代工转自产，优化生产成本

全国布局工厂，优化运输效率，包装水代工为主。截至 2023 年，公司拥有 12 家已投的自有工厂和 34 家合作生产伙伴，共计 47 条自有生产线和 81 条代工生产线，覆盖全国市场，2023 年设计总产能达到 1880 万吨，实际总产量 1355 万吨。公司与 28 家合作生产伙伴建立独家合作关系，制定排他性条款，未经公司批准不得生产或储存非公司产品。公司 2023 年包装水实际产量 901.9 万吨，其中 32% 是自有工厂生产，68% 为合作伙伴生产，饮料实际产量 26.7 万吨，超过 80% 都是自有工厂生产。

图 52: 华润饮料全国工厂分布 (截止 2023 年)



资料来源: 招股说明书、招商证券

自有工厂产能持续扩张, 24/25 年新工厂投产后有望陆续承接包装水代工部分。2024 年公司新增 4 家工厂, 广东万绿湖和福建武夷山 2 家自有工厂和新疆、陕西两家合作工厂按计划投产。预计十四五规划结束, 自有产能提升至 60%以上。按照公司规划, 26-27 年公司计划继续扩大自有产能, 通过增加自有产能比例优化生产成本。

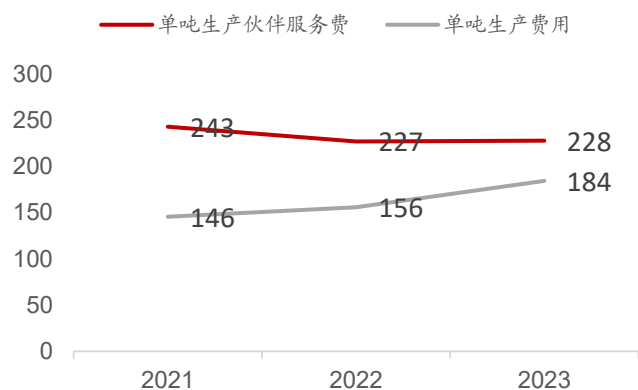
表 10: 华润饮料募集资金用于扩建的投入 (全球发售所得款净额的比例)

工厂	预计完工年份	2024 年 Q4	2025 年	2026 年	2027 年
浙江工厂	2025 年	4%	0.80%	2.40%	0.80%
湖北工厂	2026 年	8%	1.60%	3.20%	3.20%
重庆工厂	2026 年	7%	2.10%	2.80%	2.10%
上海工厂	2026 年	8%	2.40%	3.20%	2.40%
合计	—	27%	6.90%	11.60%	8.50%

资料来源: 招股书、招商证券

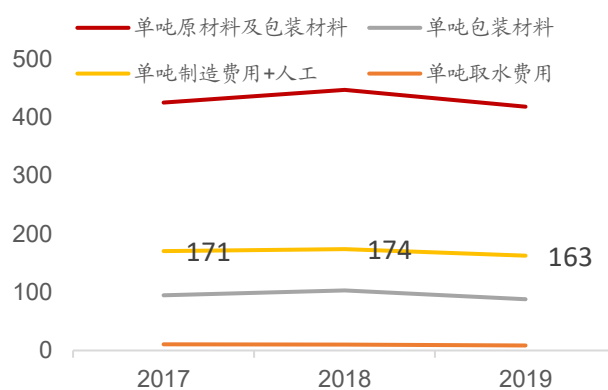
按照公司中期规划, 吨价不变时毛利率有 3.6pcts 提升空间。我们按照公司自有和代工的产量将合作生产伙伴服务费和生产费用分别归集, 公司 21-23 年单吨生产伙伴服务费平均为 233 元, 自产生产费用 162 元。据此, 公司每提升 10%自产率, 吨成本可下降 7.1 元, 对应吨价不变时毛利率提升 0.76pct, 若自产率自 2023 年 32%提升至中期 70%, 吨价不变时对应 3.6pcts 毛利提升空间。

图 53: 华润饮料单吨生产费用 (元/吨)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 54: 农夫山泉单吨生产费用 (元/吨)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

对标农夫, 运营效率提升后, 毛利率还有 2.3pcts 提升空间。2019 年农夫山泉单吨制造费用+人工成本为 163 元, 低于华润饮料。21-23 年华润饮料毛利率的波动更多是受原材料和包装材料价格的波动, 制造费用的优化贡献不明显, 对比农夫山泉成本明细, 两者毛利率的差距主要也是在制造费用, 华润代工转自产存在优化空间。假如随着公司代工转自产后, 产能利用率提升, 单吨自产费用降至农夫 19 年水平, 则带动毛利率再提升 2.3pcts。

表 11: 华润饮料成本结构与农夫山泉对比

华润饮料	2021	2022	2023
原材料及包装材料	32.8%	36.3%	33.4%
合作生产伙伴服务费	17.6%	16.2%	15.3%
生产费用	4.9%	5.0%	6.1%
其他	0.8%	0.9%	0.6%
合计	56.2%	58.3%	55.3%
农夫山泉	2017	2018	2019
原材料及包装材料	32.6%	35.0%	33.3%
制造费用	8.6%	9.0%	8.5%
人工薪酬	2.1%	2.0%	2.2%
取水及处理成本	0.7%	0.6%	0.6%
合计	43.9%	46.7%	44.6%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

四、盈利预测与投资建议

1、收入预测：预计公司 2027 年营收 128 亿，调整后重返增长

包装水业务：2025 年公司包装水业务受到竞争加剧及渠道改革阵痛影响，整体承压，预计全年收入下滑-18.0%，均价承压。展望 2026 年，考虑到绿瓶水继续加大投入边际效应较小，且有扰乱价格体系的风险，我们预计头部企业不再继续加码价格战，行业竞争有望边际改善，考虑到通胀环境的到来，均价具备触底回升可能。华润饮料强化渠道扩张和布局，继续拓展中大包装产品，2026-2027 年有望实现 6.5%、5.0%增长，销量主要贡献，均价有所回升。

饮料业务：公司积极推进品类拓展，加大了饮料的投入力度，在原有渠道持续进行饮料产品的铺市。当下在菊花茶品类上取得了一定成效，魔力、蜜水也在持续培育消费群体。在持续投入和渠道铺市下，公司饮料品类有望在 2027 年达到总收入的 17%，预计 2025-2027 年实现 17%、17%、15%增长。

合计公司 2025-2027 年收入为 111 亿、120 亿、128 亿，同比-18%、+8%、+7%，经历了 2025 年的深度调整后，2026 年有望重返增长。

表 12：华润饮料收入预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,515	13,521	11,094	11,982	12,778
yoy	7.1%	0.0%	-18.0%	8.0%	6.6%
营业成本（百万元）	7,480	7,124	6,110	6,490	6,844
1) 包装水收入（百万元）	12,447	12,124	9,459	10,074	10,577
yoy	4.5%	-2.6%	-22.0%	6.5%	5.0%
吨价格（元/吨）	923	905	857	864	872
yoy	-1.4%	-1.9%	-5.3%	0.8%	0.8%
销量（万吨）	1,349	1,340	1,104	1,165	1,213
yoy	6.0%	-0.7%	-17.6%	5.6%	4.1%
2) 饮料收入（百万元）	1068	1397	1,634	1,908	2,201
yoy	49.0%	30.8%	17.0%	16.7%	15.4%
吨价格（元/吨）	3,885	3837	3,837	3,895	3,941
yoy	1.9%	-1.2%	0.0%	1.5%	1.2%
销量（万吨）	28	36	43	49	56
yoy	46.3%	32.4%	17.0%	15.0%	14.0%

资料来源：Wind、招商证券测算

2、盈利预测及投资建议

毛利率：假设包装水业务毛利率 2025 年受价格战冲击下降，2026-27 年随着竞争缓解和自产率提升稳步升高，饮料业务毛利率伴随规模效应略有提升，预计 25-27 年公司毛利率为 44.9%、45.8%、46.4%。

费用率: 2025 年公司应对市场竞争及刚性费用支出存在, 费用率有所抬升, 2026-27 伴随规模效应及竞争缓解略有下降, 预计 2025-27 年销售费用率、管理费用率分别为 31.8%、30.7%、30.3%以及 3.1%、2.9%、2.8%。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.9 亿、12.5 亿、14.2 亿, 同比 -39%、+26%、+14%, 当下对应 2026 年 18X PE, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

表 13: 华润饮料盈利预测

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	13515	13521	11094	11982	12778
同比增长	7.1%	0.0%	-18.0%	8.0%	6.6%
营业利润(百万元)	1587	1990	1115	1470	1701
同比增长	48.7%	25.4%	-44.0%	31.8%	15.7%
净利润(百万元)	1329	1637	992	1250	1420
同比增长	34.3%	23.1%	-39.4%	26.0%	13.6%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.41	0.52	0.59
P/E(倍)	16.8	13.7	22.6	17.9	15.8
P/B(倍)	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6

五、风险提示

- 1. 行业竞争加剧超预期,** 当前行业竞争格局尚未完全稳定, 如行业龙头持续加大投入力度, 竞争或恶化。
- 2. 原材料及包装成本上涨,** 若 PET、包材等原材料价格的上涨会提升吨成本, 有损盈利能力。
- 3. 渠道拓展与自有产能建设进度不及预期,** 公司的饮料业务当下仍处于开拓阶段, 存在一定的不确定性, 能否放量取决于消费者认可度。自有产能的建设如慢于预期, 则降本速度或将放缓
- 4. 宏观环境扰动,** 如价格指标回升不及预期, 行业均价或仍处于低位

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5558	11961	12184	13390	14806
现金及现金等价物	2075	5701	6141	7268	8610
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	2297	4947	4947	4947	4947
应收账款及票据	231	285	234	253	270
其它应收款	576	524	430	464	495
存货	377	504	432	459	484
其他流动资产	2	0	0	0	0
非流动资产	7444	6734	7079	6915	6577
长期投资	1577	0	0	0	0
固定资产	4810	5924	6269	6105	5767
无形资产	518	579	579	579	579
其他	539	232	232	232	232
资产总计	13002	18694	19263	20305	21383
流动负债	5188	6322	6047	6101	6093
应付账款	817	625	536	570	601
应交税金	8	19	12	15	17
短期借款	0	6	0	0	0
其他	4364	5671	5499	5516	5476
长期负债	441	511	511	511	511
长期借款	0	11	11	11	11
其他	441	500	500	500	500
负债合计	5629	6833	6558	6612	6604
股本	0	0	0	0	0
储备	5574	6903	11300	12129	13100
少数股东权益	470	561	576	594	615
归属于母公司所有者权益	6903	11300	12129	13100	14164
负债及权益合计	13002	18694	19263	20305	21383

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1718	1393	1315	1612	1705
净利润	1329	1637	992	1250	1420
折旧与摊销	447	559	635	644	618
营运资本变动	21	(679)	(52)	(26)	(80)
其他非现金调整	(79)	(123)	(259)	(255)	(253)
投资活动现金流	(2090)	(2974)	(706)	(206)	(6)
资本性支出	(2312)	(1985)	(1000)	(500)	(300)
出售资产净额	8	20	20	20	20
投资增减	16608	27727	0	0	0
其它	3673	(36)	274	274	274
筹资活动现金流	(61)	5160	(169)	(279)	(356)
债务增减	(17)	(3)	(6)	0	0
股本增减	0	5298	0	0	0
股利支付	0	0	163	279	356
其它筹资	(44)	(135)	0	0	0
其它调整	(0)	(0)	(326)	(558)	(712)
现金净增加额	(433)	3626	440	1127	1343

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	13515	13521	11094	11982	12778
主营业务收入	13515	13521	11094	11982	12778
营业成本	7480	7124	6110	6490	6845
毛利	6035	6397	4984	5492	5933
营业支出	4449	4407	3869	4023	4233
营业利润	1587	1990	1115	1470	1701
利息支出	43	2	0	0	0
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	349	274	274	274	274
非经常项目损益	(14)	(38)	(41)	(45)	(45)
除税前利润	1878	2224	1347	1698	1929
所得税	547	563	341	430	488
少数股东损益	2	24	15	18	21
归属普通股股东净利润	1329	1637	992	1250	1420
EPS(元)	0.66	0.68	0.41	0.52	0.59

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	7.1%	0.0%	-18.0%	8.0%	7%
营业利润	48.7%	25.4%	-44.0%	31.8%	16%
净利润	34.3%	23.1%	-39.4%	26.0%	14%
获利能力					
毛利率	44.7%	47.3%	44.9%	45.8%	46.4%
净利率	9.8%	12.1%	8.9%	10.4%	11.1%
ROE	19.3%	14.5%	8.2%	9.5%	10.0%
ROIC	18.6%	14.2%	8.2%	9.5%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	36.6%	34.0%	32.6%	30.9%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.1	1.9	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.0	1.8	1.9	2.1	2.4
营运能力					
资产周转率	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转率	15.5	16.2	13.0	14.6	14.5
应收账款周转率	5.4	16.7	15.1	17.4	17.2
应付账款周转率	10.8	9.9	10.5	11.7	11.7
每股资料(元)					
每股收益	0.66	0.68	0.41	0.52	0.59
每股经营现金	0.15	0.12	0.12	0.14	0.15
每股净资产	0.61	1.00	1.08	1.16	1.26
每股股利	0.00	0.31	0.19	0.23	0.27
估值比率					
PE	16.8	13.7	22.6	17.9	15.8
PB	3.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.3	6.2	8.6	7.3	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。