

华润饮料：纯净水龙头静待复苏，中 长期看饮料放量&净利率提升

证券分析师： 郭梦婕

分析师登记编号： S1190523080002

报告摘要

纯净水行业龙头，立足华南迈向全国，饮料业务加速布局。 华润饮料起步于华南，历经40多年发展已成为国内第二大包装水企业，市场份额达18.4%。2021-2024年公司营业收入从113.40增长至135.21亿元，CAGR达6.04%，净利润从8.58增长至16.61亿元，CAGR达24.63%，毛利率提升&销售费用率下行带动利润弹性凸显。公司收入结构以包装饮用水为主，2025H1占比84.6%，近几年公司饮料业务加速布局增长亮眼，占比从2021年的4.6%提升至2025H1的15.4%。

包装水行业需求稳健，品牌&渠道基础扎实，全国化空间广阔。 根据欧睿数据显示，中国包装水市场规模由2010年的509亿元提升至2024年的2199亿元，CAGR达到11.02%，健康、安全、即时饮水需求推动饮用水包装化率提升。对标海外，2023年国内包装化率约为美国的1/4，未来成长空间广阔。包装饮用水具有标准化和同质化特点致市场高度集中，2024年以来行业竞争加剧，多家企业先后发起价格战，短期格局有所扰动，农夫份额先降后逐步回升，娃哈哈持续抢夺份额，华润份额略有下降。公司深耕包装水行业多年，已培育超百亿规模的大单品，坚持体育运动营销战略，聚焦运动核心人群，打造“怡宝”标杆品牌。销售网络庞大且基础扎实，公司在全国共拥有超过1000家经销商，近300万家终端网点，销售人员创收能力较强，处于行业中上等水平。公司起家华南稳居头部份额过半，东部和西南市场为后起之秀，2024年前四个月南部/东部/西南市场占比为30%/29%/15%，逐步发力北方市场，全国化大有可为。

第二曲线饮料成长潜力充足。 公司近年来布局第二曲线饮料业务，不断丰富健康产品矩阵和推陈出新，先后推出草本植物饮料、无糖茶、运动饮料和咖啡等品类，2024年公司饮料收入达13.97亿元，2021-2024年CAGR为38.8%。渠道端，公司积极加大对于终端零售网点的抢夺和支持，同时加大冰柜投放，未来中长期有望实现百万冰柜目标。华润饮料的水单点产出表现较优，和龙头接近，但饮料单点仅为水的13%。伴随产品矩阵逐步丰富后，公司逐步加强饮料渠道覆盖和冰柜投放，未来饮料成长潜力充足。

自产比例提升+饮料业务放量抬升毛利率，规模效应提升+运营提效助力费用率优化，净利率中枢有望上移。 2025H1公司净利率（13.26%）显著低于农夫（29.85%）和东鹏饮料（22.12%），主要原因为公司自产比例低以及营销费用占比过高。未来通过自产比例提升+饮料放量拉动毛利率抬升，并且伴随规模效应提升+运营提效，助力销售费用率优化，未来公司净利率中枢有望上移。

投资建议： 预计公司2025-2027年营业收入分别为114.7/122.4/131.2亿元，同比增长-15%/+7%/+7%，归母净利润分别为12.8/14.1/15.5亿元，同比增长-22%/+11%/+10%，对应PE为20X/18X/16X，给予增持评级。

风险提示： 食品安全风险、行业竞争加剧风险。

目录

Agenda



01 纯净水行业龙头，
立足华南迈向全国

02

包装水需求稳健，
渠道&品牌基础深厚

03

饮料成长潜力充足，
经营效率有望提升

04

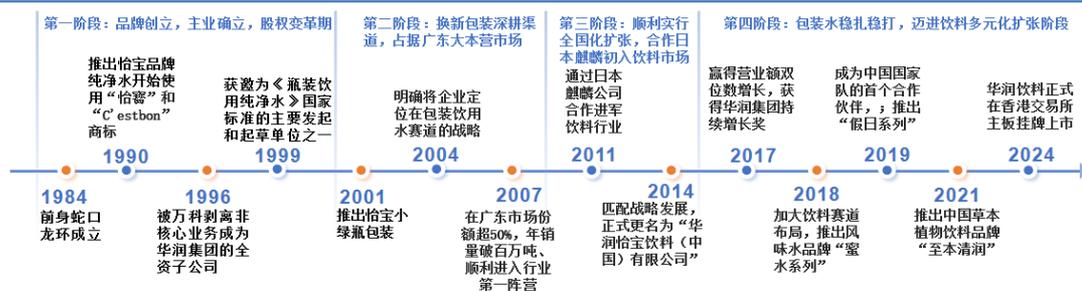
盈利预测

1、纯净水行业龙头，立足华南迈向全国

1.1 华润饮料：包装水龙二企业，立足广东迈向全国

- **包装水龙二企业，立足广东迈向全国。** 华润饮料是国内最早专业化生产包装饮用水企业之一，历经40多年发展已成为国内第二大包装水企业，市场份额达18.4%。其发展历程可以分为以下几个阶段：
 - **品牌创立，主业确立，股权变革期（1984-2000年）：**前身龙环蛇口成立于深圳，原先核心产品为刺梨汁碳酸饮料，1990年推出怡宝纯净水。1991年龙环将51%股权出售给万科，随即剥离碳酸饮料聚焦纯净水。随包装水赛道竞争加剧，1996年万科出售饮料业务，怡宝被华润创业以1000万元收购，后更名为怡宝食品饮料（深圳）有限公司。
 - **换新包装深耕渠道，占据广东大本营市场（2001-2007年）：**确保2001年起公司推出小绿瓶包装沿用至今，2004年厦门务虚会明确战略定位，提出以广东为核心市场的“小市场，大占有”营销战略，开启全员铺市、持续巷战的渠道精耕细作，2007年公司在广东占据半壁江山，销量突破百万吨，进入国内饮用水行业第一阵营。
 - **顺利实行全国化扩张，合作日本麒麟初入饮料市场（2008-2016年）：**2008年提出“西进、北伐、东扩”迈向全国化，2008年华润怡宝5年收入CAGR40.2%、经营利润CAGR 53.4%。2009年前瞻性推出了4.5升包装饮用水，2010-2015年十二五期间伴随全国化扩张销售额顺利突破100亿。2011年通过与日本麒麟合作进入饮料赛道推出咖啡、奶茶等产品，2013年起公司长期联合马拉松、国家队等开展体育营销活动，强化品牌形象。
 - **包装水稳扎稳打，迈进饮料多元化扩张阶段（2017年-至今）：**全国化顺利扩张后公司开始增建产能，以稳固生产经营能力、提升经营效率并匹配市场需求。2017年成立软饮事业部积极布局饮料第二曲线，之后通过自研陆续推出了“至本清润”、“佐味茶事”等草本茶和无糖茶，以及“假日系列”、“蜜水系列”果汁系列产品。

图表1：公司发展历史

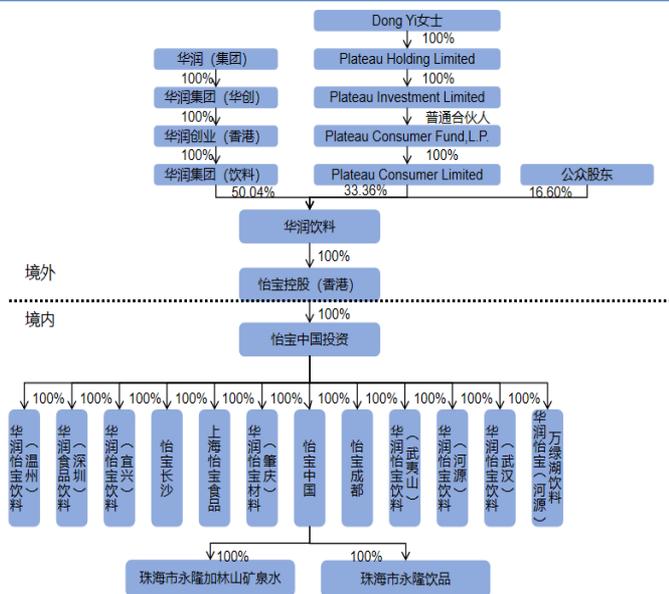


资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

1.1 股权结构：背靠华润集团，股权结构集中

- **公司股权结构集中，背靠华润集团。**公司第一大股东为华润集团，2024年11月14日华润集团持股50%，Plateau Consumer Fund L.P.（普拓投资）持股 33.6%，前两大股东合计持股83.4%。华润集团是涵盖大消费、能源、大健康、城市建设运营、金融和科技的大型央企，旗下共有17家上市公司，消费板块涉足啤酒、白酒、调味品、饮料等，2023年位列《财富》世界五百强排名第74位。华润通过收并购和参股等方式曾资源整合多家公司，收并购和投后管理改革经验丰富。

图表2：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，iFind，太平洋研究院整理

1.1 核心管理层：管理层迎新，核心高管均为华润背景

■ **管理层迎新，核心管理团队均为华润背景。**2026年1月14日华润饮料原董事会主席张伟通因工作需要卸任执行董事、董事会主席以及提名委员会主席，由高立接任董事会主席，以及执行董事及总裁李树清接任授权代表。高立在华润集团任职10年，先后就职于华润创业、华润饮料、华润电力、华润（集团），2025年1月-2026年1月担任华润集团财务部总经理。总裁李树清于1994年加入华润，从业务员基层起步，曾担任华润五丰、华润医药副总经理。副总裁王成伟分管法律部、数字化部和战略管理部，于饮料行业拥有15年经验，2009年加入本集团。副总裁吴霞为集团首席财务官，副总裁杨楠负责生产中心，曾在中粮任职超过20年，2014年加入担任供应链总监后续担任副总裁，在快消品行业拥有30多年丰富经验。

图表3：公司核心管理层履历

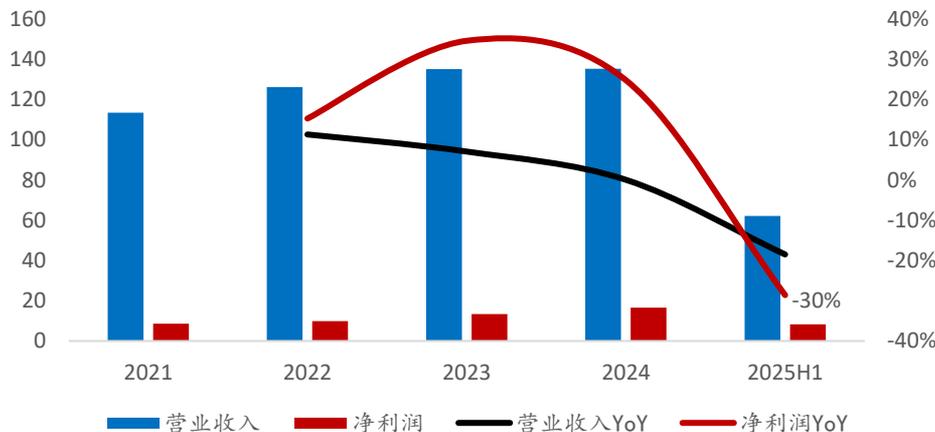
姓名	职位	加入时间	年龄	履历
高立	董事会主席、 执行董事	2026.01	52岁	自2007年8月加入华润，先后就职于华润创业有限公司、华润饮料有限公司、华润电力控股有限公司、华润（集团）有限公司。自2020年3月至2025年1月，先后担任华润集团财务部副总经理、华润电力首席财务官；自2025年1月起担任华润集团财务部总经理。加入华润前，高先生曾在国家审计署工作多年。
李树清	总裁、执行董 事	2024.06	53岁	自2024年6月起担任总裁，及自2024年8月起成为董事。1994-2000年担任华润业务员和人事部职员等职位。2000-2010年随后任职于华润五丰担任人事行政部主任、助理经理、副经理、经理和高级经理，并于2010-2011年担任助理总经理。随后任职于华润（集团），并担任董事会办公室助理总经理，办公厅助理主任和办公室副主任。李先生曾于2022年6月至2023年11月担任华润医药商业集团有限公司副总经理。随后，彼于2023年11月至2024年6月担任华润五丰有限公司副总经理。
周剑波	副总裁、执行 董事	2024.11	52岁	自2024年11月起担任副总裁。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）有限公司纪检监察部副总监、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。
吴霞	副总裁兼首席 财务官	2024.04	48岁	2024年4月担任董事兼首席财务官。吴女士于2005年3月至2020年6月任职于江中药业，先后担任财务经理、财务总监、董事会秘书、副总经理等多个职位。2020年6月至2024年4月，吴女士担任华润江中制药集团有限责任公司副总经理。
杨楠	副总裁	2014.11	54岁	2014年11月加入本集团担任供应链总监，自2017年起担任副总裁。从2020年起负责分管本集团的生产中心。杨总在快消品行业拥有逾30年的经验，原先于中粮集团任职超20年。
范雨峰	副总裁	2019.12	43岁	2019年12月起加入并担任副总裁，负责分管人力资源部。2013年至2019年先后担任华润（集团）人力资源部高级经理、专业副总监及专业总监。

资料来源：招股说明书，公司公告，iFind，太平洋证券研究院整理

1.2 业绩情况：2021-2024年收入增速趋稳，2025H1表现略有承压

➤2021-2024 年收入稳健增长，2025H1 表现略有承压。2021-2024 年公司营业收入分别为 113.40/126.23/135.15/135.21 亿元，CAGR 为 6.04%；净利润分别为 8.58/9.89/13.31/16.61 亿元，CAGR 达 24.63%。净利润增速显著快于收入增长，反映公司在规模扩张的同时盈利能力持续改善。2025H1 公司营业收入达 62.06 亿元，同比下滑 18.5%，净利润 8.23 亿元，同比下滑 28.6%，外部竞争加剧&公司内部主动进行渠道调整导致包装水主业量价承压。

图表4：华润饮料收入及利润情况（亿元）

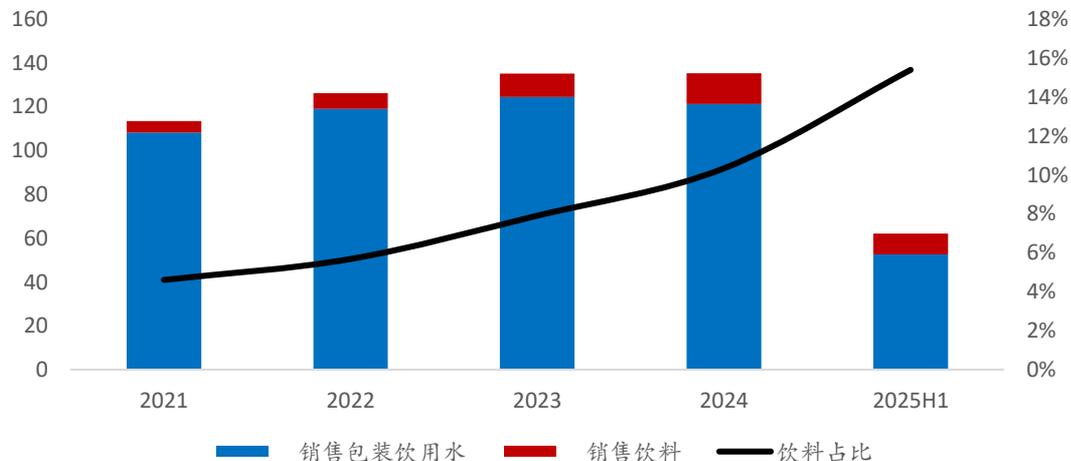


资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究所整理

1.3 业绩情况：包装水主业稳健增长，多元化布局成效显著

▶公司收入结构仍以包装水为主，饮料业务增速亮眼。2021-2024 年公司包装饮用水收入由108.18亿元提升至121.24亿元，占总收入比例始终维持在85%以上，构成公司的业绩核心。同期饮料收入由5.22亿元增至13.97亿元，占比由约4.6%提升至约10.3%。2025H1饮料收入占比进一步抬升至约 15.4%。2021-2024年包装水/饮料收入CAGR分别为3.87%和38.84%，饮料业务加快布局，增速表现亮眼。

图表5：华润饮料产品结构变化（亿元）

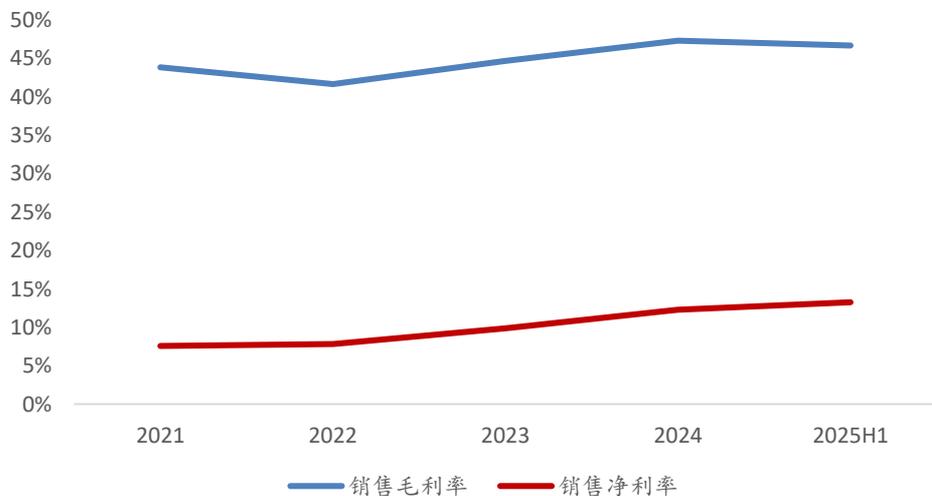


资料来源：Choice，公司公告，太平洋证券研究所整理

1.4 业绩情况：毛利率保持稳定，规模效应助力净利率提升

➤ **毛利率表现稳定，销售净利率逐步提升。** 华润饮料毛利率稳定在45%左右，2022年受下游需求端及物流服务影响，整体毛利率微降，2022-2024年毛利率逐年持续提升，从41.66%提升至47.31%。2021年以来受益于规模效应释放&自产比例提高&销售费用率下行，净利率逐年提高，2021-2024年净利率分别为7.57%/7.83%/9.85%/12.28%，2025年H1净利率提升至13.26%，盈利能力持续改善。

图表6：公司销售毛利率、净利率对比



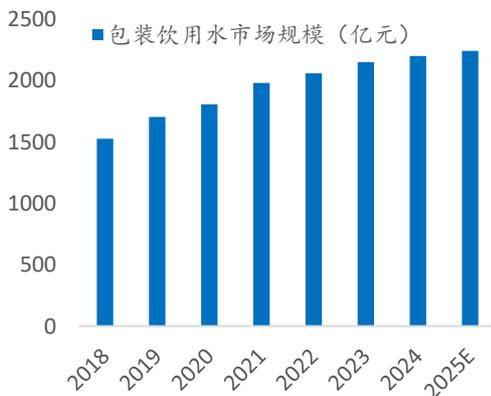
资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，太平洋证券研究所整理

2、包装水需求稳健，渠道&品牌基础深厚

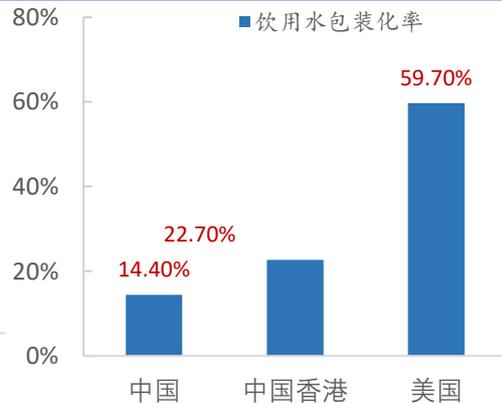
2.1 包装水：拥有长生命周期的品质升级行业，对标海外渗透率提升空间大

- 包装水具备长生命周期品类特点，健康、安全、即时饮水需求推动饮用水包装化率提升，中国包装水增速领先软饮料行业整体。饮用水包装化率的提升伴随着人口规模增长、城镇化率提升以及居民生活水平的不断升级，场景上来看，一方面家用滤水系统购买成本、后续清洁卫生程度均不及包装水，另一方面居民对体育运动及健身锻炼需求不断增加，而中国移动加水站通常设立在机场、高铁等公共服务区。包装水既可满足家庭健康补水需求，也可满足户外便捷、即时解渴需求。包装水无口味迭代需求，相比其他软饮料品类需求更刚性、高频，因此是中国软饮料的第一大子行业。对标海外包装水比例比较高的美国、日本，包装水基本都是本国规模排名前三，且近10年仍有快于行业增速增长的核心板块。根据欧睿数据显示，中国包装水市场规模由2010年的509亿元提升至2024年的2199亿元，CAGR达到11.02%，预计2025年中国包装水市场规模达到约2242.31亿元，同比增长3%。
- 中国饮用水包装化率远低于海外发达市场，增量空间广阔。据华润饮料招股书统计，2023年中国的饮用水包装化率为14.4%，远低于发达市场美国的59.7%，以及中国香港的22.7%，未来随饮水安全意识增强，家庭以及户外消费场景渗透率进一步提升，灼识咨询预测2028年中国饮用水包装比例将达到约18.9%，分别达到2023年中国香港、美国的85%/30%，增量空间广阔。

图表7：中国包装水行业规模变化



图表8：中国饮用水包装化率与海外对比



图表9：中国对标美国、日本软饮料子行业规模及增速

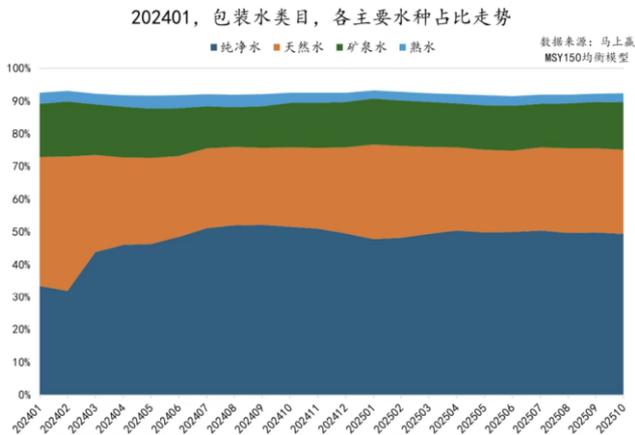
24A 销售额 (亿元)	碳酸饮料	饮用水	果汁	能量饮料	即饮茶	运动饮料	即饮咖啡	浓缩液
日本	693	631.9	440.5	187.4	781.8	154.2	616	30.3
美国	6980.7	4499.1	2973.8	1654.3	1160.2	965.2	440.7	268
中国	1256.5	2199	743.7	575.7	1253.7	155.5	107.2	19.1
14-24年 销售额 CAGR	碳酸饮料	果汁	能量饮料	运动饮料	即饮咖啡			
日本	-2%	4%	-2%	4%	0%	-2%	-2%	2%
美国	0%	3%	-1%	3%	2%	4%	9%	3%
中国	3%	6%	-4%	10%	-1%	6%	4%	-1%

资料来源：招股说明书，欧睿，中泰证券研究院，太平洋证券研究院整理

2.2 包装水：纯净水占据主流，家庭及餐饮用中大规格包装水成长最快

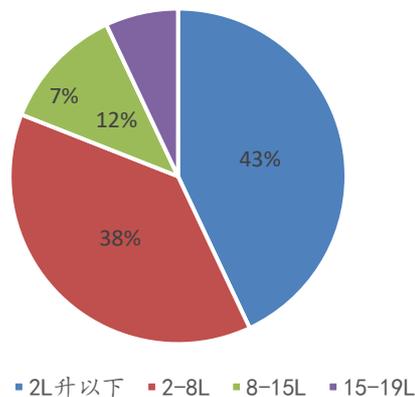
- **纯净水是包装水行业中占比最大、增长速度最快的子品类。**按照相关国家标准，包装水分为三大品类，包括饮用纯净水（来源于地表、地下或公共供水系统）、天然矿泉水、其他饮用水，其他饮用水主要包括天然水、天然泉水。根据马上赢数据，纯净水占比最大，其次是天然水，第三为矿泉水。2024年1月-2025年10月纯净水占比从35%提升至50%左右，近两年成长速度最快，天然水同期从40%下降至25%，矿泉水占比相对稳定，一直保持在15%左右。对标海外来看，据灼识咨询统计，过去10年间美国包装水市场约1/2零售额来自纯净水，且大多全球包装水龙头将纯净水视为核心产品，纯净水相比其他包装水产品类拥有产能约束小、可快速批量生产以及物流成本较低等优势，预计未来纯净水仍将是我国最大的包装水细分市场。
- **即饮场景的小规格包装水为主流规格产品，随包装水饮用场景向家庭、餐饮拓展，中大规格包装水成为成长速度最快的细分规格。**分规格来看，中国包装水可分为4种不同规格：2L以下、2-8L、8-15L和15-19L。包装水行业以小规格包装为主导，2L以下规格产品占比为43%。2-8L规格产品占比38%，增长较快，以家庭饮用水和泡茶为主要场景。大包装15-19L实现了0-1的爆发，规模从2024年的46亿元增长至2025年的213亿元，同比增长367%，中大包装水为行业增长主要驱动力，以家庭和餐饮为主要应用场景。

图表10：2024.01-2025.10不同类目包装水占比走势



资料来源：马上赢，太平洋证券研究院整理

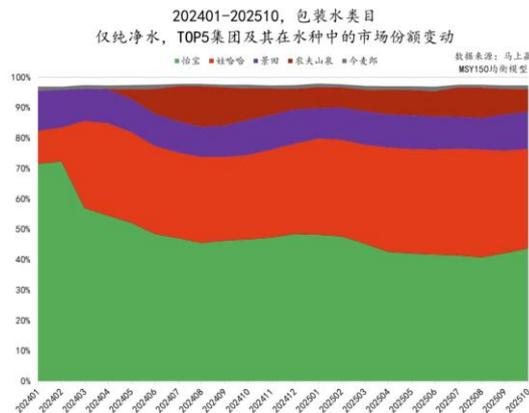
图表11：2025年不同规格包装水规模占比



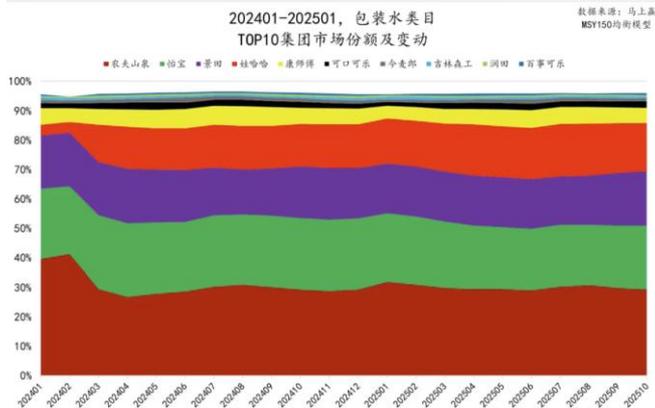
2.3 竞争格局：包装水市场高度集中，竞争加剧短期竞争格局波动

■ 中国包装饮用水市场高度集中，龙头竞争引发包装水行业格局变动。包装饮用水具有高标准化和同质化特点，龙头企业凭借其强大的品牌影响力、渠道覆盖力和终端掌握力能在行业中占据主导地位，2024年以来各家通过降价促销等方式争夺市场，行业竞争有所加剧。2024年龙头的行业竞争引发了包装水行业的格局变动，农夫受到舆情和风波事件影响2024年初开始份额出现急剧下降，后续通过推出绿瓶纯净水等举措助力份额回升，从2024年4月份额跌入谷底后逐步回升企稳，目前仍稳居行业龙头，份额超过30%。娃哈哈在2024年初趁势营销抓住机会，份额持续提升并保持至今，成为最大受益者。怡宝原先稳居行业第二，受到行业价格战和竞争加剧影响，从2025年3月起市场份额同比下滑3%左右。

图表14：中国纯净水市场TOP5市场份额变化

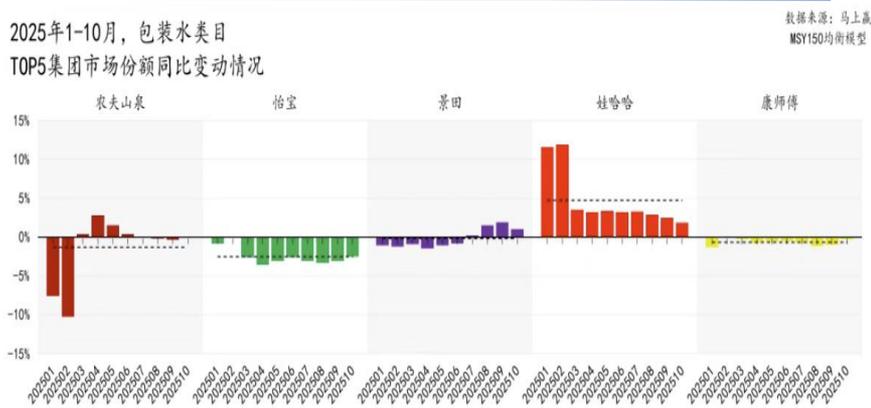


图表12：中国包装饮用水TOP10市场份额变化



图表13：中国包装饮用水市场TOP5市场份额变化

2025年1-10月, 包装水类目
TOP5集团市场份额同比变动情况



数据来源：马上赢公众号，太平洋证券研究所整理

2.4 价格带：短期竞争导致价格扰动，主流2元价格带趋势不变

■ 短期价格受到扰动，小瓶瓶装水出现让价现象。2023年市面上的纯净水/天然水小瓶水（330ml—380ml）价格区间为：1.2元-2.5元之间；中水（400ml—600ml）价格区间为：1.5元-3.0元之间；大水（1L—2L）价格区间约为：2.5元-4元之间。包装饮用水1元水正在逐渐退出市场，1.5元-2元带以天然水品牌为主，矿泉水多集中在2.5元—4元价格带。而2024年4月底，农夫山泉推出了纯净水“小绿瓶”，并采取低价营销策略，550ml规格12瓶装，价格为9.9元，低至0.83元/瓶。在农夫山泉开启低价策略之后，其他品牌也纷纷选择跟进，怡宝纯净水555ml规格12瓶装一包12.9元，折合1.08元/瓶；娃哈哈纯净水596ml规格12瓶装一包只要11.99元，折合不到1元一瓶；康师傅喝开水熟水饮用水550ml规格12瓶装一包9.9元，折合0.825元/瓶；零售价3元的百岁山也把价格降到了1.8元。部分瓶装水规格和渠道价格短暂下探至1元附近。根据国家发改委价格监测数据，2024-2025年550ml瓶装水全国平均零售价格约为1.69元/瓶，显示在价格战扰动下，主流瓶装水价格仍稳定运行于1-2元核心价格带。

图表15：2026年各品牌产品价格带

品牌	300ml-380ml	400ml-600ml	1L-2L
农夫山泉	1.2-2元	1.2-1.9元	2.9-3.2元
怡宝	1.2-1.8元	1.2-1.9元	2.0-3.2元
康师傅	-	0.8-2元	2.5-3元
娃哈哈	1.2-1.4元	0.95-1.7元	1.5-2.8元
雀巢	1-1.4元	1.4-2.1元	3-3.9元
屈臣氏	1.5-2.2元	1.8-3.1元	6-7.5元
百岁山	1.5-2.8元	2.1-3.3元	3.6-3.9元
乐百氏	-	0.8-2.2元	-
冰露	0.5-1.1元	0.6-1.3元	-

图表16：农夫山泉推出“绿瓶”纯净水 图表17：农夫山泉采取低价策略



数据来源：公司官网，京东，发改委价格监测中心，太平洋证券整理

2.4 价格带：短期竞争导致价格扰动，主流2元价格带趋势不变

■ 价格竞争为短期现象，产品与品牌仍是重点，市场份额有望继续向头部倾斜。以农夫山泉为代表的包装饮用水行业龙头凭借完善的全国渠道布局、强品牌影响力以及多年打造的规模化供应链优势，在价格战中具备更强的成本承压能力。但长期的价格战可能导致包装饮用水市场混乱和品牌形象受损。随着消费者健康意识的提升以及消费升级，市场对包装饮用水的需求逐渐呈现多元化，中国消费者将更倾向于购买高品质的饮用水。2024-2025年多家企业以“健康”、“运动”和“包装”为卖点推出了多款新品，不少品牌也通过跨界卖水，来拓展自身业务。长期来看，价格战将是短期竞争策略，包装水健康化升级趋势不会改变，未来更利于坚守产品品质的品牌获得更多市场份额。

图表18：2024-2025年包装饮用水市场新品更倾向于天然健康升级

品牌	产品	类别	规格	价格(元/瓶)	品牌	产品	类别	规格	价格(元/瓶)
农夫山泉	长白山	天然矿泉水	380ml	1.2	印度洋	印度洋天然苏打水	天然苏打水	400ml	-
	己巳蛇年生肖典藏版	天然矿泉水	750ml	-	朴云思泉	克东天然苏打水	天然苏打水	400ml	5
	婴儿水	天然水	1L	8	信誉楼	克东天然苏打水	天然苏打水	500ml	2.5
怡宝	怡宝露2024竹山风月典藏款	天然矿泉水		-	恒大冰泉	克东天然苏打水	天然苏打水	330ml、470ml	4.8、5.6
	运动盖饮用水	饮用纯净水	555ml	2.7	隆力奇	隆力奇饮用天然苏打水	天然苏打水	400ml、4.5L	-
	怡宝露“诗话密码”典藏款	天然矿泉水		-	开封三毛	莎士比亚PH9.5天然苏打水	天然苏打水	350ml	-
黄河源	壹品泉	天然矿泉水	18L	28	真氩	富氩小分子水	功能性饮用水	350ml、500ml	-
海天味业	海天纯	饮用纯净水	350ml	2.08	依都甘泉	富氩水	功能性饮用水	350ml	-
东方甄选	东方甄选天然矿泉水	天然矿泉水	350ml、500ml	1.66、1.99	四川·圣山蓝金	天然低氘水	功能性饮用水	393ml	6.9
胖东来	胖东来天然矿泉水	天然矿泉水	360ml	1.2	大溶	大溶低氘水	功能性饮用水	350ml	7.3
依云	依云运动款	天然矿泉水	750ml	13.25	华彬	神农明珠	天然水	500ml	3.29
昆仑山	昆仑山运动款	天然矿泉水	500ml	-	康圣泉	陇山十九泉	天然水	350ml	-
崂山矿泉	崂山矿泉水	天然矿泉水	570ml	-	统一	格泉	天然水	550ml	3
江南名泉	江南名泉天然苏打矿泉	天然矿泉水	450ml	-	广西现代物流集团	十万大山	天然水	368ml、550ml	-
鸟巢	鸟巢·水	天然苏打水	296ml	3.54	印度洋	印度洋天然苏打水	天然苏打水	400ml	-
飞龙雨	龙脉	天然苏打水	550ml	-	朴云思泉	克东天然苏打水	天然苏打水	400ml	5
康师傅	喝开水无标签轻量瓶	饮用纯净水	550ml	-	山姆	无标签饮用天然水	天然水	1.5L	-

数据来源：天猫，京东，太平洋证券研究所整理

2.5 公司优势：产品以包装水为核心，成功打造国内纯净饮用水第一品牌

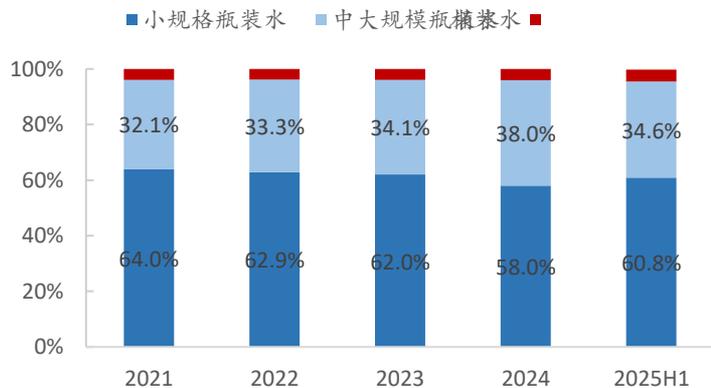
- **包装水为公司核心业务，主流包装水产品类全覆盖，其中纯净水产品丰富度领先行业。**包装水为公司主要创收业务，2025年H1公司包装水收入52.51亿元，占整体收入比例为84.6%。21-24年公司包装水收入CAGR达3.87%。公司以“怡宝”为包装水核心品牌，怡宝占公司包装水收入的99%，产品涵盖350ml-18.9L规格11种sku，是行业中纯净水规格最齐全的公司。同时公司拓展“本优”矿泉水、“怡宝露”天然水、“FEEL”苏打水等品牌，完成三大主流包装水布局。
- **公司已成长为国内最大的纯净水公司，率先行业推出家庭装中大规格用水扩充消费场景。**2025年华润饮料纯净水市场份额超过30%，远超第二名。包装规格上，公司于2009年率先推出4.5L包装水产品，满足小型化家庭日常高频、长周期饮用水需求。2020年公司顺势囤货需求，加大中大规格包装水推广力度以加速家庭用水渗透率提升；并积极与餐饮渠道合作推广中大规格包装水汤底烹饪用途。公司前瞻性布局家庭消费场景，产品定位高性价比，在中大规格包装水市场中占据主导地位。2025年H1公司中大规格产品收入18.2亿元，收入占比较2021年提升2.5pct至34.6%。2021-2024年中大规格产品收入CAGR为9.91%。

图表19：公司包装水产品矩阵丰富



资料来源：iFind, 招股说明书, 公司公告, 太平洋证券研究院整理

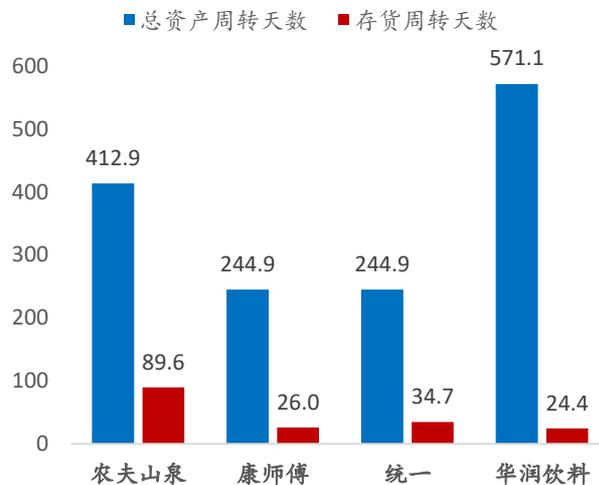
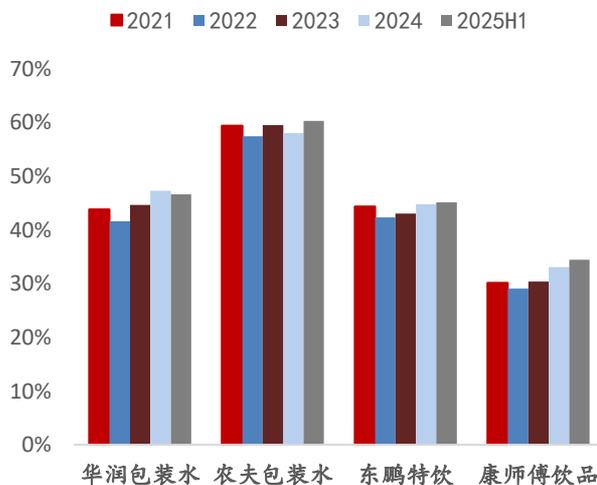
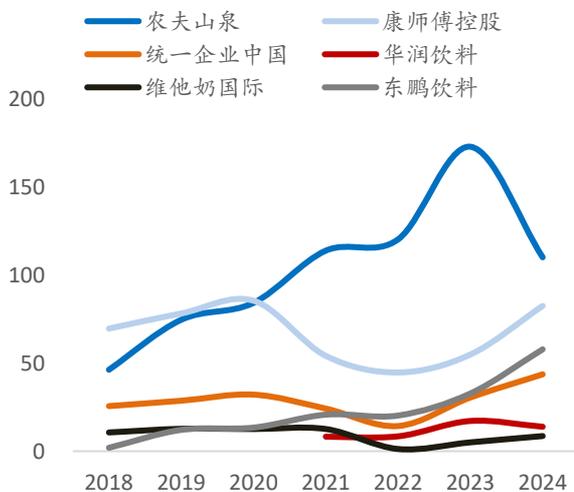
图表20：公司分产品收入及占比情况



2.6 公司优势：拥有强大包装水现金牛支撑，规模优势以及经营效率优势明显

- **包装水为核心创收业务，毛利率水平居于行业领先地位，大单品规模优势较明显。**公司深耕包装水行业多年，已培育超百亿规模的大单品，2025年H1公司包装水收入占比85%，成为公司收入的核心来源，公司包装水毛利率为46.7%，相比其他头部饮料公司大单品的毛利率，公司包装水毛利率居于行业靠前水平。
- **扎实的经营能力、稳健增长的大单品为公司提供充裕现金流基础。**作为饮料企业龙头企业之一，拥有领先于行业的经营效率，经营能力扎实，2025年H1公司总资产周转天数、存货周转天数分别为571.1/24.4天。同时，公司在主业包装水需求稳增，拥有充裕的资金现金流，且呈现持续提升态势。拥有基础扎实的现金流业务也是公司未来培育新品、获取第二成长曲线增长动力的底气。

图表21：公司与可比公司经营下现金流对比（亿元） 图表22：公司与其他可比公司大单品毛利率对比 图表23：公司与可比公司2025H1经营效率对比



资料来源：iFind，招股说明书，太平洋证券研究院整理

2.7 公司优势：品牌坚持打造体育运动营销，聚焦运动核心人群

- **坚持体育运动营销战略，聚焦运动核心人群，打造“怡宝”标杆品牌。** 华润饮料通过体育营销绑定国家级IP、产品创新及公益行动，成功将“怡宝”打造为中国包装饮用水行业标杆品牌。2013年起公司与马拉松等体育赛事合作，强化“健康 专业”的品牌形象；2019年成为TEAM CHINA/中国国家队官方饮用水合作伙伴并赞助第七届世界军人运动会；2021年助力70余支国家队，成为东京奥运会中国队用水保障和第十四届全国运动会官方指定用水提供方；2023年成为村BA公益合作伙伴；2024年冠名中国足球协会超级联赛。此外，公司通过公益项目强化企业社会形象，进一步赢得消费者认同，自2007年启动“百所图书馆计划”、“城市降温活动”、“宝贝重塑计划”等活动不仅传递了“健康饮水+教育公益”双重价值而且提升品牌社会责任感。借由体育营销和公益活动，怡宝“健康、专业”的品牌形象成功深入人心，其成功在2023年拿下中国饮用纯净水市场32.7%的份额，零售额达395亿元，稳居行业第一。

图表24：公司积极开展体育营销



资料来源：招股说明书，公司官网，太平洋证券研究院整理

图表25：公司成为国家队运动员包装水合作伙伴



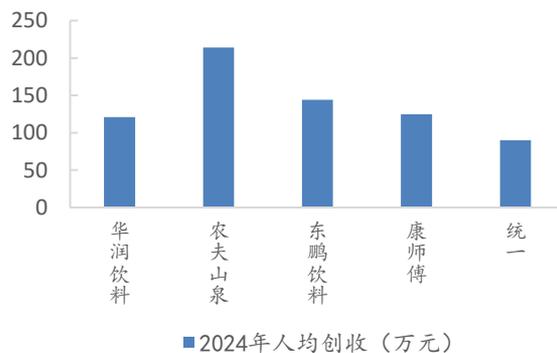
2.8 公司优势：销售网络庞大且基础扎实，员工人效领先行业

- **拥有近300万家终端网点，销售人员创收能力较强。**公司在全国共拥有超过1000家经销商，截止2024年4月底一级经销商数量共1198家，次级分销商共4084家，2024年终端网点约290万家，中期目标网点数量超过400万家。截至2024年底公司一线销售人员为8617名，公司通过组织开展“水young现代王者训练营”等培训不断提升销售人员的业务能力。2024年公司人均年创收为120.79万元，人均收入创造能力上处于行业中等偏上水平。
- **渠道优质，大商制影响逐步优化。**公司经销和直营收入占比为88%/12%，经销渠道结构中大商占比较重，前五大客户均为经销商，2021年前五大客户收入占比为20.7%，至2024年1-4月该比例降至15.5%，其中最大客户收入占比由8.4%降至6.1%。2024年预估华润饮料单个一级经销商销售额超亿元，高于农夫和东鹏，但近几年大客户占比呈现下降趋势，大商高议价权的现状有望逐步缓解。

图表26：华润饮料经销商数量



图表27：饮料龙头员工人效对比（2024年度）



图表28：饮料龙头单个经销商平均销售额（万元）

2024年单个经销商销售额（万元）	
华润饮料	1100+
农夫山泉	500+
东鹏饮料	400

资料来源：招股说明书，渠道调研，太平洋证券研究院整理

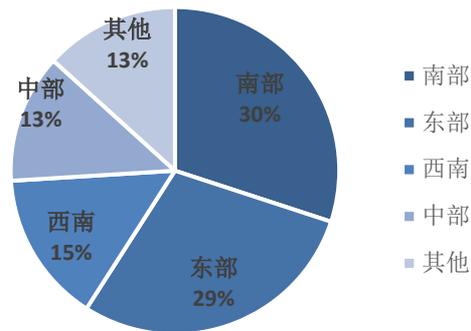
2.8 公司优势：起家南方稳坐头部，全国化扩张持续推进

- **华南稳居第一，东部和西南后起之秀。** 华润最早起家于华南市场，2007年坐稳华南第一市占率过半，2008年提出“西进、北伐、东扩”迈向全国化，近年扩张策略聚焦在长江沿岸区域。依托于华南的先发优势和品牌基础，深挖华北、华东沿海市场空间。截止2024年4月，第一大市场南部地区占比30%，其次为东部地区占29%，第三为西南地区占15%，中部和其他地区各占13%。2021-2023年南部市场保持稳定，CAGR为0.27%，东部和西南市场增速较快，CAGR分别为19.4%和13.9%。2024年公司新兴市场仍然维持较快增长，华南市场保持稳定。公司在南部市场中的6大省份广东、湖南、四川、海南、广西及湖北市场份额第一，此6大省份包装水规模占全国30%。其他17个省份公司份额位居行业前三。
- **北方市场大有可为。** 公司积极开拓北方市场，先选取根据地北京、辽宁、陕西等重点突破再由点及面辐射周边北部、东北和西北市场，目前北方市场占比较低，未来仍大有可为。

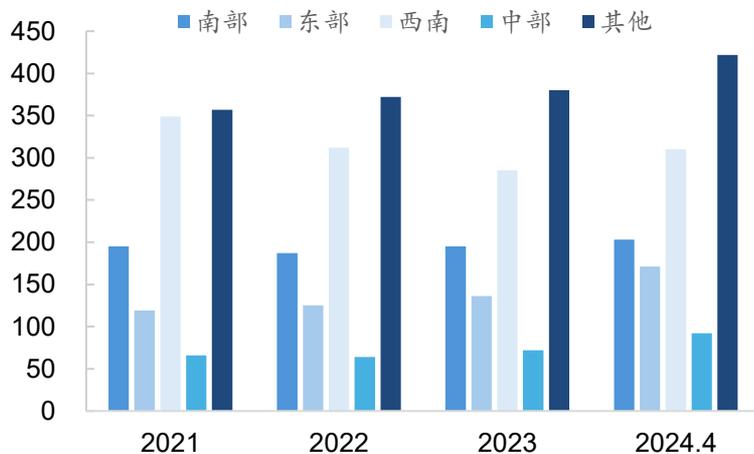
图表29：分市场规模和增速

	2021	2022	2023	2023.4	2024.4	2021-2023 CAGR
南部	43.68	4.33	43.92	11.51	12.47	0.27%
东部	28.10	0.00	40.06	12.29	12.04	19.41%
西南	14.64	17.19	18.98	6.05	6.21	13.86%
中部	16.56	18.55	18.64	0.54	5.28	6.12%
其他	10.43	10.79	13.55	0.00	5.50	13.99%
合计	113.40	126.23	135.15	39.40	41.50	9.17%

图表31：2024年1-4月华润饮料分地区销售占比



图表30：公司不同地区收入对比



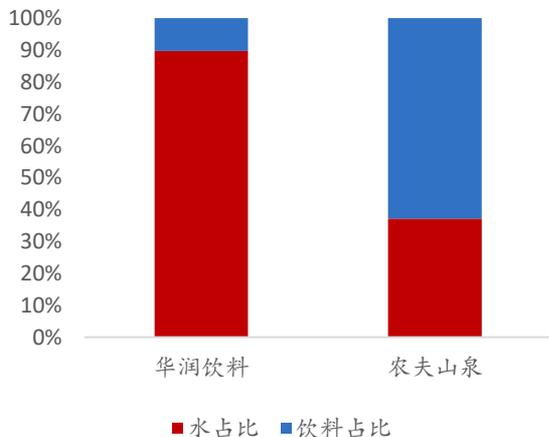
资料来源：招股说明书，太平洋证券研究院整理

3、饮料成长潜力充足，经营效率有望提升

3.1 第二成长曲线饮料初具雏形，对标平台化饮料企业还有较大差距

- 布局饮料第二成长曲线，饮料业务成长潜力大。据灼识咨询数据，2025年国内饮料市场规模预估突破8000亿元，近5年CAGR达4.0%，其中茶饮料、果汁饮料、碳酸饮料等细分品类分别占据21%、18%、18%的市场份额。在此背景下，公司创新实施“大品类小赛道”战略，于2021年以草本菊花茶为切入点布局茶饮料市场，通过“零糖低卡”的健康化产品定位迅速打开市场。旗下“至本清润”菊花茶2023年零售额达7.56亿元，以38.5%的市场份额领跑细分品类，2024年“至本清润”系列产品销量同比增长122%。同时公司持续丰富健康产品矩阵，先后推出蜜水系列、佐味茶事、气泡苏打水等创新品类，均强化“0糖、0脂低卡低钠”核心卖点，形成差异化竞争优势。2024年公司饮料收入13.97亿元，2021-2024年CAGR为38.8%，2024年饮料占公司整体收入的10%，第二曲线饮料业务成长迅速，但对标饮料平台化公司农夫山泉来看，2024年饮料占农夫山泉整体收入的63%，公司饮料业务占比还有较大提升空间。公司持续加快新品研发，2025H1上新14个新品sku，2025H2推出500ml苏打茶，未来将持续针对植物饮料、茶饮料和果汁品类推陈出新。

图表32：2024年华润饮料与农夫山泉产品结构对比



图表33：公司饮料产品矩阵

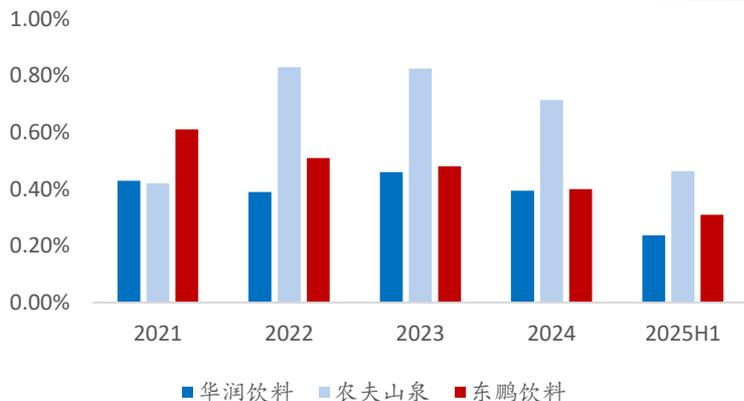
产品品类	品牌	分类	品牌上市时间	单瓶容量	终端零售价	SKU数量
茶饮料	至本清润——草本植物饮料		2021年	310 ml、450 ml、1L及1.5 L	3元-8.5元	8
	佐味茶事——无糖茶		2019年	430ml	5元	3
	午后奶茶——奶茶饮料（麒麟合作转自有）		2011年	430ml、500ml	4元-5元	3
果汁	蜜水系列——风味水		2018年	350ml、480ml	4元-5元	7
	假日系列——低浓度果汁		2019年	440ml、1.5L	4元-8.5元	5
	源自世界的厨房——低浓度果汁（麒麟合作）		2022年	500ml	5元	1
运动饮料	魔力（麒麟合作转自有）		2011年	500ml	5元	3
即饮咖啡	火咖（麒麟合作）		2011年	180ml、260ml、280ml及440 ml	3.5元-6元	5

资料来源：公司公告，招股说明书，太平洋证券研究院整理

3.2 饮料业务能否成功？

- **渠道能力优秀，渠道网点可复用性强。**公司渠道基础扎实，渠道能力在行业比较领先的水平，但饮料渠道根基相对薄弱，目前饮料网点数量不足包装水网点数量的1/2，未来若加强饮料渠道覆盖率，加大饮料的渠道推力，未来渗透率至少有1倍的提升空间。
- **主业基本盘扎实，为新品蓄力提供基础。**公司深耕包装水行业多年，已培育超百亿规模的大单品，2024年公司包装水收入占比90%，成为公司收入的核心来源，资金实力强，主业贡献持续稳定现金流，为第二曲线成长提供资金支持。
- **研发投入不断增加，多年饮料研发优化经验：**公司研发费用投入相比其他饮料龙头来看还有比较大的提升空间，然而产品矩阵的丰富度是加强渠道推力的重要一环，只有加大研发投入、加强产品创新或者沿用并购的路径拓宽品类，才能进一步丰富sku，终端冰柜的投入产出比只有通过比较丰富的产品矩阵才能得到提升，从而单点卖力得到有效提升。

图表34：饮料龙头研发费用率对比



图表35：2024年公司与其他饮料公司渠道情况对比

	销售网点 (万)	经销商数量	冰柜数 (万)	业务员数量 (人)
康师傅	400+	76528	76.8	6万+
华彬集团	400+	2000+	/	/
农夫山泉	300+	约5000	100+	2万+
华润饮料	290	2000+	90	
可口可乐	467	太古/中粮	129	3万+
娃哈哈	300+	7000+	8.5	/
东鹏饮料	约400	2912	10+	6110
元气森林	182	1000+	50+	3000
香飘飘	约40	1000左右	1+	1000

资料来源：公司公告，招股书，太平洋证券研究所整理

3.3 产品矩阵逐步丰富带动冰柜投放效果提升，饮料单点卖力提升潜力大

- **加大冰柜投放，中长期有望实现百万冰柜目标。**公司积极加大对于终端零售网点的抢夺和支持，零售网点数量持续提升，同时加大冰柜投放，2023年冰柜投放量为2021年的2倍多，2024年冰柜保有数量增长20%，预估2024年冰柜数量接近50万台，未来有望达到百万台冰柜目标。
- **精耕细作决胜终端，水单点产出表现较优，饮料单点仅为水的13%。**华润拥有一支几千人的销售团队，坚持渠道为王、终端制胜的策略，开展全员铺市的全民巷战活动，如通过抢占五大制高点、百城千店示范街、集体铺市和绿地行动等活动加大网点铺设和下沉。2021年提出精耕细作、决胜终端为十四五宣传口号，开启渠道大作战。目前公司拥有约290万个终端网点，其中饮料内部占比提升至超过70%。从单点产出来看，2024年华润饮料的水单点产出和农夫接近，但饮料单点产出和农夫差距较大，不足农夫的1/5。

图表36：2024年主流饮料企业对比

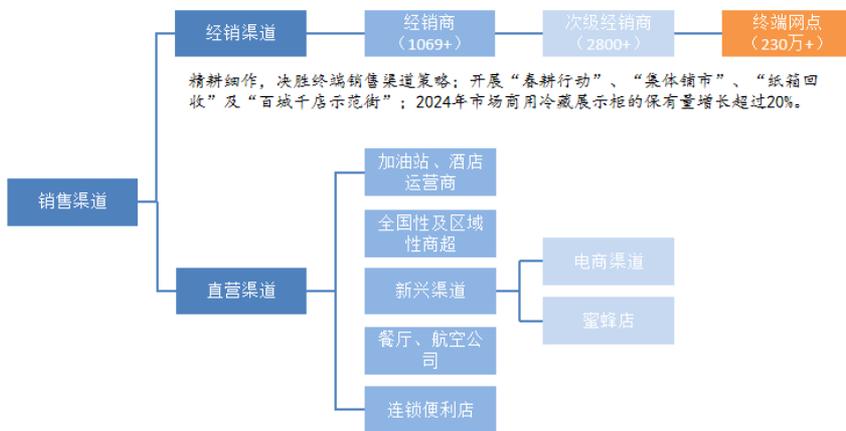
	东鹏饮料	农夫山泉	娃哈哈	康师傅	红牛 (华彬/天丝)
2024年体量	158亿元	429亿	700亿	807亿	华彬200亿+ (2022年215亿) 天丝40亿+
单品零售价	4元/500ml	水2元/500ml，饮料5-6元/500ml	2-4元	2-3.5元	5元/250ml
24年网点数量	400万	350万个	350万个	400+万	400+万
经销商数量	2981	4000+	近万个	67215	--

资料来源：世界银行，iFind，太平洋证券研究院整理

3.3 渠道下沉空间大，华润系赋能餐饮渠道扩展

- **通过“地推深耕+数字化赋能+全渠道协同”，攻克下沉市场。**公司秉承“精耕细作，决胜终端”销售渠道策略，2024年开展了“春耕行动”、“集体铺市”、“纸箱回收”及“百城千店示范街”打造等一系列销售举措，通过高频次终端拜访、客情维护及冰柜陈列检查，持续加密三线及以下城市网点，**夯实终端基础，提升渠道竞争**，公司三线以下城市占比从2021年的51.2%提升至2024年前四个月的57.2%。
- **依托华润集团资源，构建差异化渠道竞争优势。**华润饮料属于华润集团下的大消费板块，公司在消费板块布局中占有重要地位，与同属于大消费板块的华润万家、华润啤酒拥有紧密契合的企业文化。背靠华润万家的商超体系，怡宝实现快速渗透高线城市终端和品牌曝光与动销效率提升。背靠华润啤酒成熟的餐饮渠道网络，复用华润啤酒的餐饮渠道管理能力，将啤酒成熟的终端陈列、冰柜铺设模式迁移至饮料业务，强化即饮场景渗透，提升包装水在餐饮渠道的份额。同时通过“华润云”实现终端数据实时监测，优化库存周转与配送路径。

图表37：公司渠道架构图



图表38：大消费板块兄弟企业赋能华润饮料



资料来源：招股说明书，公司年报，太平洋证券研究院整理

3.3 盈利水平优化：自产比例提升+饮料业务放量，毛利率提升空间明显

- **降本提效为盈利水平优化关键。**2021-2025H1公司净利率从7.57%升至13.26%，但仍显著低于农夫山泉和东鹏饮料，具体拆因来看：
 - **成本端：** 华润饮料毛利率虽逐年改善但仍显著低于农夫山泉和东鹏饮料，2024年华润饮料相比农夫山泉的毛利率差距在11pct。我们认为，与同行相比公司毛利率水平偏低的主要原因在于，不同于同行基本100%自产，公司自产比例较低，2024年公司自产比例仅50%+。在早期发展阶段，公司通过代工模式能够迅速突破产能瓶颈，借助合作伙伴的现有生产线快速切入新市场，实现从区域品牌迈向全国化品牌的转型。此外，代工模式提供了灵活的生产调配能力，有效支撑了销售网络的快速扩张。同时，这种轻资产策略使公司将资源集中于品牌建设、渠道深耕及产品创新等核心环节，通过聚焦“怡宝”品牌快速奠定行业地位，为后续产能自主化奠定基础。代工模式虽避免了高额资本投入，使华润得以低成本快速覆盖全国市场，但依赖外部工厂导致生产成本较高，2024年前四个月代工服务费占收入比重约11.9%，拉低了整体毛利率。

图表39：饮料龙头净利率、销售费用率及毛利率对比

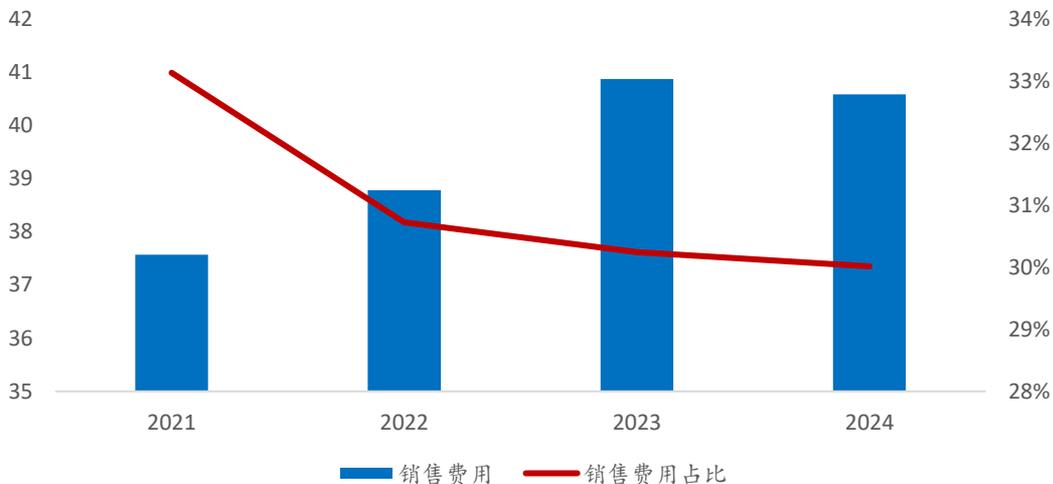
	华润饮料			农夫山泉			东鹏饮料		
	净利率	销售费用率	毛利率	净利率	销售费用率	毛利率	净利率	销售费用率	毛利率
2021	7.57%	35.81%	43.84%	24.12%	30.43%	59.46%	17.10%	23.67%	44.37%
2022	7.83%	33.22%	41.66%	25.56%	29.28%	57.45%	16.94%	21.04%	42.33%
2023	9.85%	33.34%	44.66%	28.31%	27.06%	59.55%	18.11%	21.14%	43.07%
2024	12.28%	32.89%	47.31%	28.26%	26.17%	58.08%	21%	18.81%	44.81%
2025H1	13.26%	30.36%	46.67%	29.75%	19.56%	60.32%	22.12%	17.78%	45.45%

资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券整理

3.3 盈利水平优化：自产比例提升+饮料业务放量，毛利率提升空间明显

- 费用端：**2024年公司销售费用率为30.01%，相比2021年下降3.12pct，但仍处于较高水平，2024年华润饮料相比农夫山泉的销售费用率高8.63pct。产品结构差异与员工成本较高导致销售费用率较龙头有一定差距。华润饮料约九成收入依赖包装饮用水，产品结构单一，非水饮料业务规模较小，在市场竞争激烈的背景下，需持续投入营销推广以维持市场份额，2021-2024年分别产生37.57亿、38.78亿、40.87及40.58亿元销售费用；而农夫山泉产品矩阵多元化，品牌辐射范围广，分摊到单一产品的销售费用相对较低。同时华润饮料员工成本显著高于农夫山泉和东鹏饮料。公司采用“大商制”为主的渠道模式，需配置更多销售人员维护经销商网络，2024年公司人均创收120.79万元，显著低于农夫山泉的214.48万元，人效偏低导致员工成本压力较大。

图表40：华润饮料销售费用（亿元）占收入比重较大

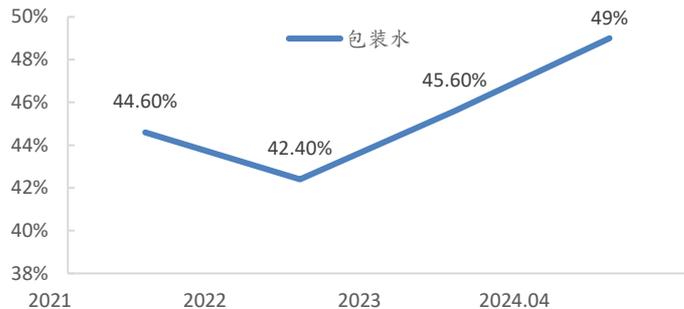


资料来源：Ifind，太平洋证券整理

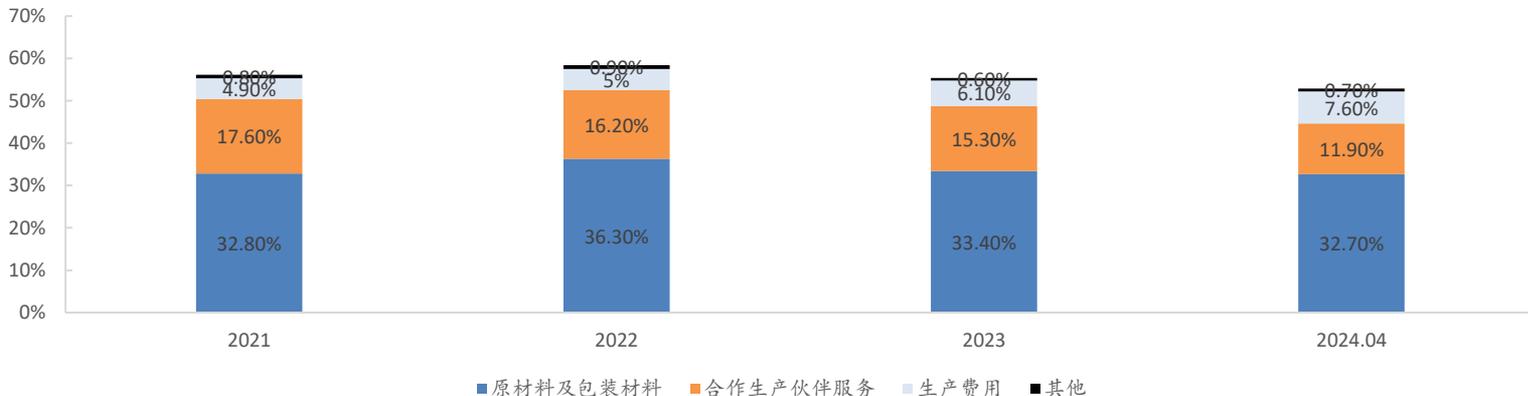
3.3 盈利水平优化：自产比例提升+饮料业务放量，毛利率提升空间明显

■ **自产比例提升，毛利水平优化。**2024年前四个月年华润饮料的原材料及包装材料/合作生产伙伴服务费用/生产费用占收入比重分别为32.7%/11.9%/7.6%。对比农夫山泉，两者在成本端上的差距主要来自于合作生产伙伴服务费。华润饮料采用合作生产伙伴的方式虽能转嫁部分原材料及包材成本，但却带来了高昂的服务费。随着公司自有工厂的扩张以及自产比例的提升，公司合作生产伙伴服务费也在下降。而得益于公司自产比例的上升以及因议价能力提升，合作生产伙伴服务费有效降低，公司包装饮用水产品的毛利率由截至2023年前四个月的44.3%上升至2024年同期的49.0%。

图表42：包装水毛利率变化



图表41：华润饮料2021-2024前四个月成本占收入比重明细



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

3.3 盈利水平优化：自产比例提升+饮料业务放量，毛利率提升空间明显

- 代工费下降，延伸上游产业链。**随着公司产能的扩张，自产比例不断提升，议价能力提高，华润饮料代工均价从2021年242.9元/吨降至2024年1-4月的216.5元/吨，合作生产伙伴服务费占销售成本比重也从2021年的31.3%下降到2024年前四个月的22.5%。根据历史数据线性拟合估算，代工单价每下降1元/吨，毛利率提升约0.03个百分点；代工比例每降1个百分点，毛利率提升0.4个百分点。2024年1-4月的代工单价降至216.5元/吨、代工比例压缩至54.1%，已推动毛利率提升3.3个百分点。若后续目标达成（代工均价205元/吨、自产比例70%），毛利率有望突破54%。除此之外，公司毛利率的提升也与延伸上游产业链，采取自做吹瓶注塑、瓶盖、膜包替纸箱等措施有关。2024年公司基本完成瓶坯自有化建设，并实施了全国统一的瓶坯调配运营方案，实现整体价值链成本降低。截至2024年底公司瓶坯自给率实现较大提升，减少了对外部资源的依赖，有效提升市场竞争力。

图表43：代工费对毛利率影响

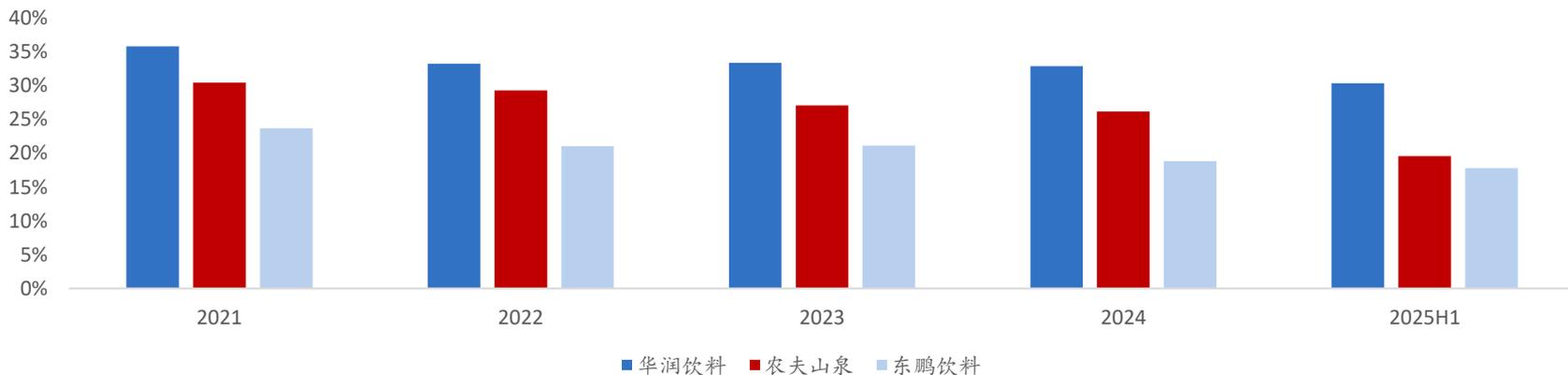
	2021	2022	2023	2024. 1-4	
代工费（千元）	1991925	2039737	2066519	495539	
代工产量（千公吨）	8201	8989	9070	2289	
代工比例	68.10%	68.90%	68.10%	54.14%	每下降1%，推动毛利率上涨0.4%
代工均价（元/吨）	242.9	226.9	227.8	216.5	每下降1个单位，推动毛利率上涨0.03%
毛利率	43.80%	41.70%	44.70%	47.10%	

资料来源：招股说明书，公司年报，太平洋证券整理

3.3 盈利水平优化：规模效应提升+运营提效，销售费用率仍有优化空间

- **销售费用率对比同行有优化空间，营销投入产出比逐步提升。**2024年华润饮料销售费用率虽有下降，但对比饮料龙头仍有不少差距，主因人效、营销成本管控上仍有较大改善空间。人效优化上，华润饮料销售员工薪酬通过直营团队绩效改革与低效网点精简，预计未来薪酬占比可持续压缩。营销效率层面，公司通过数字化营销体系升级、品牌势能释放与上市后传播资源聚焦，未来品牌溢价提升有望降低刚性投放需求。
- **员工成本优化、精准营销降低成本。**2024年公司人均创收120.79万元，显著低于农夫山泉的214.48万元，同时人均服务网点（267个）也低于农夫（300+）个。2024年华润饮料在员工成本控制下，成功改善渠道运营效率，人均服务网点从2023年的227个上升至2024年的267个。未来华润饮料若能继续保持不进行销售人员大幅扩张的同时、实现员工人效的提升，员工成本占比可降至8%-9%。营销推广方面，2024年公司聚焦大型户外广告、重大赛事合作及互联网平台精准营销，推动品牌势能提升。未来公司若能学习农夫山泉将数字化建设运用到营销推广上，叠加规模效应摊薄单位营销成本，有望降低营销推广费率2-3 pct。

图表44：饮料龙头销售费用率对比



资料来源：Ifind，太平洋证券整理

资料来源：Choice，太平洋证券整理

3.4 募投项目：产能加速扩张，加强渠道-研发-品牌-数字化一体化建设

- **重视产能扩张，提高供应链效率：**公司计划使用27%的募投资金，于2025年至2026年完成对浙江省、湖北省、重庆市以及上海市新建工厂及扩建现有工厂目标，以便满足不断增加的市场需求。此外，使用3%的资金用于肇庆工厂新增注塑成型设备，并根据实际需要不时购买其他类型的生产相关设备。产能扩张和供应链效率优化是公司的核心战略之一，将显著助力公司及时高效地满足客户需求，提高自产比例、提升运营效率及降低成本。
- **其他部分：**1) **加速销售渠道建设，提升渠道效率；加强销售和营销活动，增强品牌活力：**公司计划使用23%的募投资金用于渠道建设，增加品牌曝光率，提升品牌形象。其中18%，用于购买商用冷藏展示柜为消费者提供方便快捷的购物体验。另外5%用于购买智能终端零售设备，主要包括自动贩卖机及自动售货柜，公司预计将战略性投放在区域市场的核心售卖点。2) **增强产品研发能力，持续拓展产品品类；加强数字化建设，提升运营效率：**公司计划使用3%的募投资金用于增强产品研发能力，以持续拓展新的产品品类和SKU。并提升公司在销售、运营、生产和物流等领域的数字化能力，从而提高运营效率。

图表45：实际产能及产能利用率

	2021	2022	2023	2024	2023.04	2024.04	
包装饮用水产品实际产能 (千公吨)	整体产能	11901	12858	13282	\	3817	4200
	自有产能	3721	3894	4263	\	1140	1947
	合作产能	8180	8963	9019	\	2677	2253
饮料产品实际产能 (千公吨)	整体产能	143	194	267	\	85	124
	自有产能	122	168	216	\	78	88
	合作产能	21	26	51	\	7	36
总实际产能 (千公吨)	12044	13052	13549	16394	3902	4324	
自有产能利用率	包装饮用水产品	71.40%	72%	66.80%	\	62.10%	62.70%
	饮料产品	53.20%	60.20%	58.60%	\	67.10%	84.10%
	整体	70.60%	71.40%	66.40%	\	62.40%	63.40%

资料来源：华润饮料招股书，太平洋证券整理

图表46：各工厂预计产能增加

工厂类	工厂类	产品品	预计标准年产能增加 (千公吨)	预计投产时间	预计总投资额 (人民币 千万元)
新建	宜兴工厂	包装水	1950	2024Q3	161.25
	万绿湖工厂	饮料	250	24Q4	107
	武夷山工厂	包装水	1970	2024Q4	37.45
扩建	浙江工厂	包装水	730	2025	60.17
	成都工厂	包装水	1060	2024Q3	63.85
	成都工厂	饮料	900	2024Q3	63.85
		饮料	100	2024Q3	

4 盈利预测

► 投资建议：预计公司2024-2027收入分别为114.7/122.4/131.2亿元，同比增长-15%/+7%/+7%，归母净利润分别为12.8/14.1/15.5亿元，同比增长-22%/+11%/+10%，对应PE为20X/18X/16X，给予增持评级。

► 风险提示：食品安全风险、行业竞争加剧风险。

图表47：盈利预测

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13521	11470	12242	13117
(+/-) (%)	0%	-15%	7%	7%
归母净利润	1637	1275	1409	1550
(+/-) (%)	23%	-22%	11%	10%
EPS	0.68	0.53	0.59	0.65
P/E	15.52	19.92	18.03	16.38

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。