

港股公司|公司深度|华润饮料(02460)

包装水龙头加速品类扩张与提质增效

| 报告要点

包装水稳健增长、降本增效带动盈利能力提升，叠加饮料业务贡献新增量，公司收入利润有望稳步提升。包装水行业规模大、增速快，2025 年竞争有望放缓，长期而言我们认为龙头企业有望通过渠道效率、品牌力和成本领先优势进一步提升份额。公司水产品矩阵已较完善，以体育营销打造强品牌形象，加速推进区域扩张与渠道下沉，包装水主业有望稳健增长。随着公司加速布局饮料业务，终端数与单点产出有望稳步提升，带动收入增长。利润端，随着公司自有产能稳步增加，公司毛利率有望提升，且公司人效有望延续改善，带动净利率进一步提升。

华润饮料(02460)

包装水龙头加速品类扩张与提质增效

行业：食品饮料
投资评级：买入（首次）
当前价格：15.02 港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,398/2,398
流通市值(百万港元) 36,020.91
每股净资产(元) 5.09
资产负债率(%) 36.55
一年内最高/最低(港元) 16.78/10.30

股价相对走势



投资要点

➤ 包装水龙头深耕主业并推进饮料布局

公司是我国包装水市场龙头，根据灼识咨询，2023 年公司在包装饮用水和纯净水市场的份额分别达到 18.4%/32.7%。公司持续推动产品矩阵扩张，包装水方面布局全规格、多水种，2023 年包装水贡献收入 92.1%，饮料方面截至 2023 年已覆盖茶饮料、果汁饮料及功能性饮料等多品类。公司收入利润稳健增长，2024 年收入 135.21 亿元，3 年 CAGR 为 6.04%，归母净利润 16.37 亿元，3 年 CAGR 为 24.03%。

➤ 公司作为包装水龙头有望进一步提升规模与市占率

2023 年中国人均包装水消费量为 35.4 升，低于日本 51.1 升/韩国 87.8 升/美国 119.5 升，我们预计健康饮水需求的增加及大包装水等多元消费场景的拓展有望带动包装水市场持续增长。价格竞争加剧短期或影响收入利润，长期而言，华润饮料终端数量仍有提升空间，我们认为公司水产品矩阵完善，以体育营销打造强品牌力，稳步推进区域扩张与渠道下沉，有望凭借渠道与品牌优势进一步提升份额。

➤ 降本增效提升利润，饮料业务拓展有望带来新增量

公司募集资金预计多用于产能、渠道与营销等方面。收入端，公司包装水业务有望稳健增长，冰柜布局的逐步推进配合更加丰富的产品矩阵有望带动公司终端数、单点产出与饮料收入进一步增长。利润端，公司净利率稳步提升且仍有向上空间，2023 年公司净利率 9.80%，而农夫山泉净利率 28.15%，公司净利率偏低主要体现在毛利率偏低、销售费用率偏高，随着公司自有产能逐步落地，公司毛利率有望提升，同时公司人效也有望稳步提升，带动费用率优化与净利率进一步提升。

➤ 投资建议：品类扩张、提质增效，给予“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 145.91/156.53/166.17 亿元，分别同比增长 7.91%/7.28%/6.16%，归母净利润分别为 19.93/23.06/26.02 亿元，分别同比增长 21.78%/15.69%/12.84%，对应三年 CAGR 为 16.71%，EPS 分别为 0.83/0.96/1.08 元/股。绝对估值法测得每股价值 15.87 元（以 2025 年 4 月 2 日汇率算为 17.06 港元），可比公司 2025 年平均 PE 为 18.98 倍，考虑到公司包装水有望稳健增长、饮料贡献新增量，降本增效有望带动盈利能力提升，综合相对估值法和绝对估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新品培育不及预期，原材料成本大幅上涨

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13515	13521	14591	15653	16617
增长率(%)	7.07%	0.05%	7.91%	7.28%	6.16%
EBITDA(百万元)	2368	2226	3167	3626	4061
归母净利润(百万元)	1329	1637	1993	2306	2602
增长率(%)	34.30%	23.12%	21.78%	15.69%	12.84%
EPS(元/股)	0.55	0.68	0.83	0.96	1.08
市盈率(P/E)	24.2	19.6	16.1	13.9	12.3
市净率(P/B)	4.7	2.8	2.4	2.1	1.8

数据：公司公告、iFIND，国联民生证券研究所预测；股价为 2025 年 04 月 02 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是包装水龙头，包装水稳健增长叠加饮料业务贡献新增量、降本增效带动盈利能力提升，公司收入利润有望稳步提升。包装水行业规模大、增速快，集中度有所提升，2025 年竞争有望放缓，长期而言我们认为龙头企业有望通过渠道效率、品牌力和成本领先优势进一步提升份额，公司产品矩阵已较完善，以体育营销打造强品牌形象，加速布局冰柜、推进区域扩张与渠道下沉，包装水主业有望稳健增长。此外，公司加速布局饮料业务，饮料端通过早年与麒麟的合作积累较丰富经验，目前逐步转向自研，已推出覆盖多个品类的品牌产品，饮料业务有望延续高增，给公司收入端带来新增量。公司终端数与单点产出均有提升空间，有望带动收入稳健增长。利润端，随着公司自有产能占比稳步增加，公司毛利率有望提升，此外公司人效延续改善，降本增效仍有空间，有望带动净利率进一步提升。

核心假设

- 考虑包装水业务是公司产品基本盘，2025 年行业竞争有望边际放缓，长期看公司作为龙头具备产品、品牌、渠道与生产优势，收入有望稳健提升，我们预计 2025-2027 年包装水产品收入分别为 128.04/134.47/140.10 亿元，分别同比增长 5.61%/5.02%/4.19%，对应三年 CAGR 为 4.94%。
- 考虑公司加速布局饮料业务，预计 2025-2027 年饮料产品收入分别为 17.87/22.06/26.07 亿元，分别同比增长 27.89%/23.46%/18.17%，对应三年 CAGR 为 23.11%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 145.91/156.53/166.17 亿元，分别同比增长 7.91%/7.28%/6.16%，归母净利润分别为 19.93/23.06/26.02 亿元，分别同比增长 21.78%/15.69%/12.84%，对应三年 CAGR 为 16.71%，EPS 分别为 0.83/0.96/1.08 元/股。可比公司 2025 年平均 PE 为 18.98 倍，考虑到公司包装水有望稳健增长、饮料贡献新增量，降本增效有望带动盈利能力提升，综合相对估值法和绝对估值法，给予公司 2025 年 19 倍 PE，目标价 16.98 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期来看，2025 年行业竞争有望放缓，公司自有产能陆续投产提升自产比例，收入与毛利率有望稳步提升。
- 长期来看，中国包装水市场潜力大，龙头公司凭借渠道效率、品牌力和成本领先优势，有望在中长期维度抢占更多包装水市场份额，推动行业集中度进一步提升。公司产品矩阵已较完善，以体育营销提升品牌形象，加速区域扩张与渠道下沉，终端数有望稳健提升，带动包装水主业稳健增长，同时降本增效有望带动盈利能力稳步提升、饮料业务有望贡献新增量。

正文目录

1. 包装水龙头推进饮料布局	6
1.1 深耕包装水，加速布局饮料市场	6
1.2 华润集团控股，管理层行业经验丰富	7
1.3 收入利润稳健增长，推进产品与区域扩张	9
2. 包装水行业空间仍大，龙头稳步扩张	10
2.1 行业：短期竞争加剧，长期规模与集中度均有提升空间	10
2.2 华润饮料：产品矩阵完善，推进渠道下沉	13
3. 降本增效可期，饮料贡献增量	19
3.1 募集资金多用于产能、渠道与营销方面	19
3.2 自产增加与降本增效有望带来利润空间	20
3.3 饮料布局加速与终端持续增加有望带来新增量	23
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 盈利预测与估值	26
4.2 投资建议：降本增效+双业务增长，给予“买入”评级	27
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1：2023 年华润饮料占包装水市场份额第二	6
图表 2：2024 年包装水收入占比 89.67%	6
图表 3：公司立足包装水主业加速布局饮料	6
图表 4：华润饮料持续优化产品组合，推进全国化扩张	7
图表 5：公司股权结构较为集中	8
图表 6：公司管理层经验丰富	8
图表 7：华润饮料营业收入稳健增长	9
图表 8：华润饮料归母净利润稳健增长	9
图表 9：南部地区为公司核心市场	9
图表 10：包装水贡献公司大部分收入	9
图表 11：2024 年公司毛利率同比提升	10
图表 12：公司销售费用率稳健下行	10
图表 13：包装饮用水规模稳健增长	11
图表 14：中国较发达国家相比人均消费量偏低（单位：升）	11
图表 15：中大包装水增速快	11
图表 16：中大规格包装水每百毫升均价较小规格更低	11
图表 17：618 农夫纯净水产品为京东水饮新品排行榜第一	12
图表 18：2024 年竞争中农夫与怡宝纯净水价格相对较低（单位：元/100mL）	12
图表 19：2024 年农夫和景田份额提升放缓，怡宝和娃哈哈份额加速提升	12
图表 20：农夫和华润销售额领先、娃哈哈加速增长，或主因景田偏向高端化细分而康师傅包装水非核心业务	13
图表 21：华润饮料 ROE 位于行业前列	14
图表 22：华润饮料净利率较同行偏低，资产周转率与权益乘数偏高	14

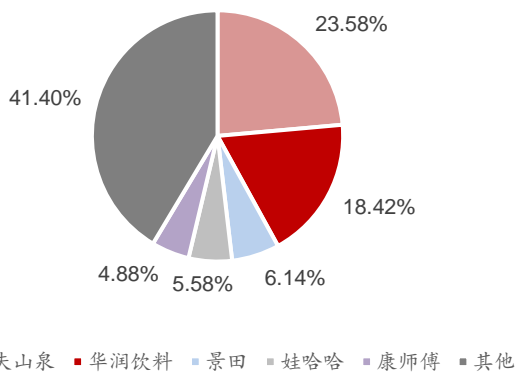
图表 23:	2024 年桶装水收入占比提升	15
图表 24:	中大包装水增速快	15
图表 25:	华润饮料中大规格及桶装包装水均价较农夫山泉更低	15
图表 26:	公司包装水产品布局完善	16
图表 27:	华润饮料聚焦体育营销	17
图表 28:	渠道精耕，层级较长	17
图表 29:	前五大经销商占比逐渐下降	17
图表 30:	南部为核心市场，东部、西南增速较高	18
图表 31:	西南经销商数量多，加速渠道下沉	18
图表 32:	中部、东部经销商平均产出较高（单位:百万元）	18
图表 33:	华润饮料逐步占领下沉市场	18
图表 34:	募投资金多数用于产能与渠道扩张及营销活动	19
图表 35:	农夫 2017-2019 年/华润 2021-2023 年包装饮用水业务平均吨成本分别为 454.84/515.55 元	20
图表 36:	2023 年公司自有产能占总产能比约 36%，自有产量占总产量比约 33%	20
图表 37:	华润人均创收稳步增长，但与农夫仍存在差距	21
图表 38:	华润饮料销售费用率较高	21
图表 39:	华润销售费用中员工成本占比较大	22
图表 40:	农夫销售费用中员工成本占比较低	22
图表 41:	2024-2025 年产能预计新增 8510 千吨	22
图表 42:	若新增产能不用于替代代工产能，自有产能占比将超 55%	22
图表 43:	公司人均创收稳步提升	23
图表 44:	销售端员工成本、营销和推广费用占收入比重稳步下行	23
图表 45:	自有饮料品牌收入高增	24
图表 46:	2023 年华润菊花茶市占率第一	24
图表 47:	饮料布局逐步完善	24
图表 48:	公司逐步研发投入稳健	25
图表 49:	饮料产品精细化宣传	25
图表 50:	华润饮料终端整体单点效益偏低（元）	25
图表 51:	公司收入测算汇总（百万元）	26
图表 52:	FCFF 法参数假设	27
图表 53:	FCFF 估值表	27
图表 54:	敏感性测试结果	27
图表 55:	可比公司估值	28

1. 包装水龙头推进饮料布局

1.1 深耕包装水，加速布局饮料市场

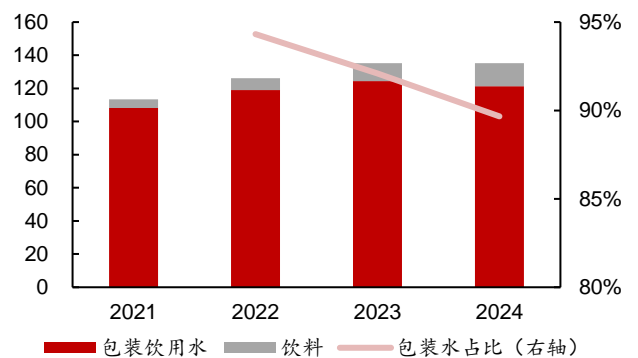
华润饮料是包装水市场龙头，公司包装水占收入比超90%。华润饮料是中国第二大包装饮用水企业，旗下核心品牌“怡宝”2023年以零售额计位居中国纯净水市场第一。根据灼识咨询，2023年公司包装饮用水和纯净水市场份额分别达到18.4%/32.7%。包装水贡献公司主要收入，2024年公司包装水业务收入121.24亿元，占比89.67%，饮料业务占比10.33%。

图表1：2023年华润饮料占包装水市场份额第二



资料：灼识咨询，华润饮料招股书，国联民生证券研究所

图表2：2024年包装水收入占比89.67%



资料：华润饮料招股书，公司业绩公告，国联民生证券研究所

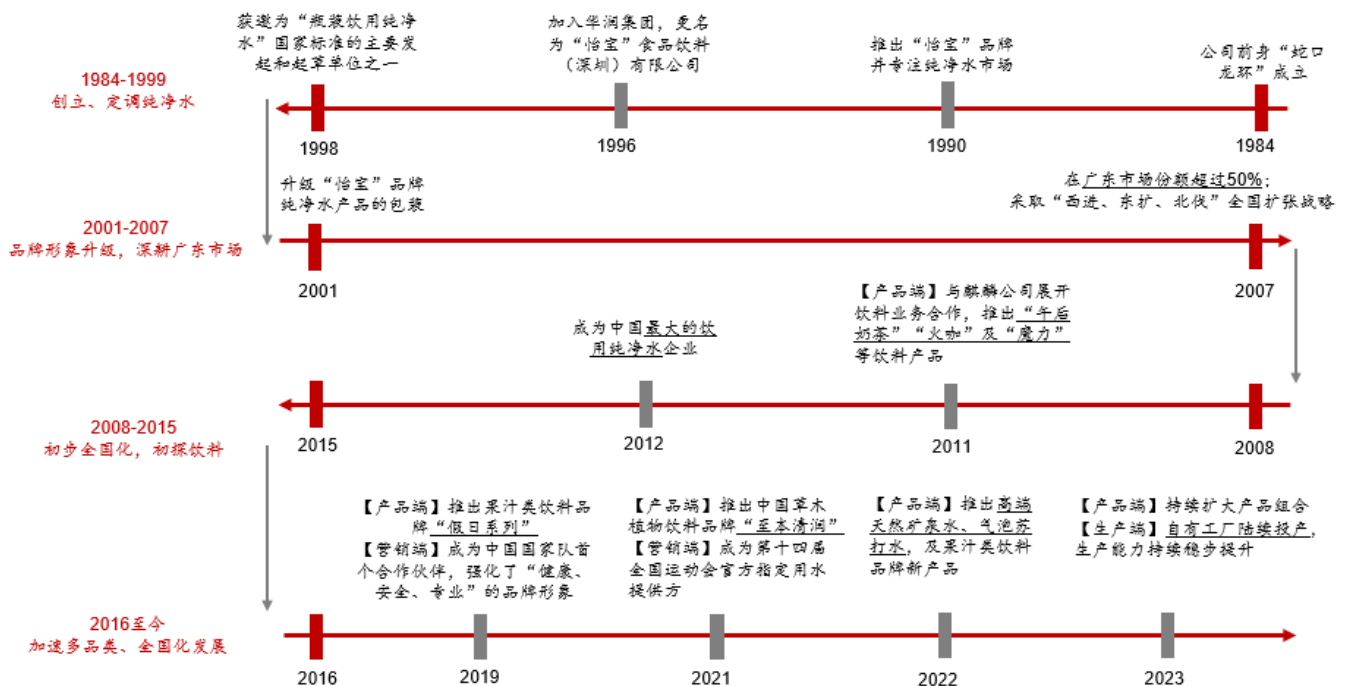
图表3：公司立足包装水主业加速布局饮料



资料：华润饮料官网，国联民生证券研究所

纯净水广东起步布局全国，加速拓展饮料业务。华润饮料成立于1995年，是中国最早专业化生产包装饮用水的企业之一。公司以“怡宝”品牌为基，推动产品线延展，构建覆盖外出、居家、商务、餐饮、运动等多种消费场景的多规格、多水种产品矩阵，立足广东基地推进全国化扩张。公司正加速推进即饮软饮业务拓展，截至2023年已推出“至本清润”“蜜水系列”“假日系列”“佐味茶事”等品牌，覆盖茶饮料、果汁饮料及功能性饮料等品类。截至2024年10月，公司旗下共有13个品牌、59个SKU。

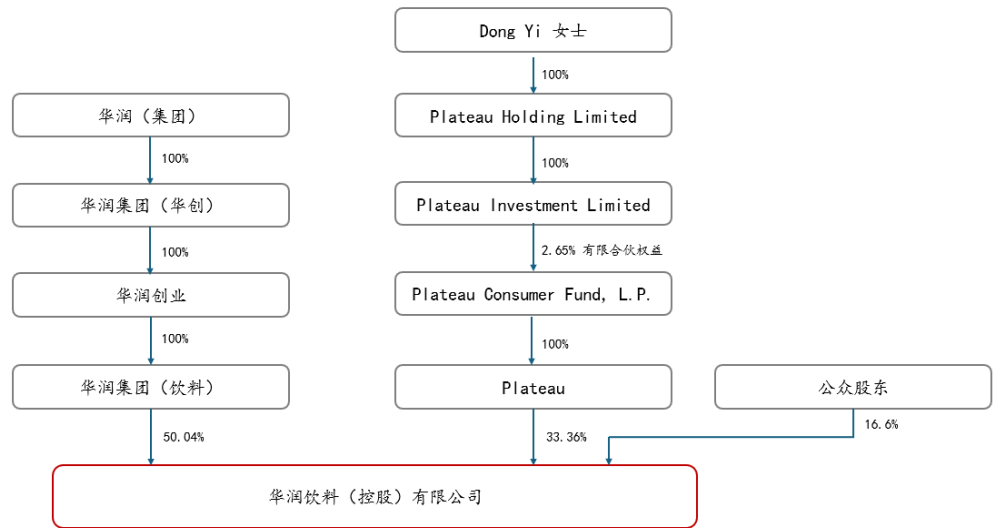
图表4：华润饮料持续优化产品组合，推进全国化扩张



资料：华润饮料招股书，华润饮料官网，凤凰网，国联民生证券研究所

1.2 华润集团控股，管理层行业经验丰富

华润集团控股。公司控股股东为华润集团，控股比例为50.04%。第二大股东为Plateau，持股33.36%（最终实际控制人为董艺），公众股东持股16.6%。

图表5：公司股权结构较为集中


资料：Wind，国联民生证券研究所（注：截至 2025 年 3 月 20 日）

管理层经验丰富且忠诚度高。董事会主席张伟通先生拥有近 30 年的饮料行业经验，自 2000 年加入华润集团以来，历任多个重要职位，对公司业务的全链条运作有深刻理解。总裁李树清先生曾在多家华润相关企业任职。其余高管如首席财务官吴霞、副总裁王成伟、杨楠等均在公司担任核心职务多年，陪伴公司成长并在战略、运营及管理变革中发挥重要作用。

图表6：公司管理层经验丰富

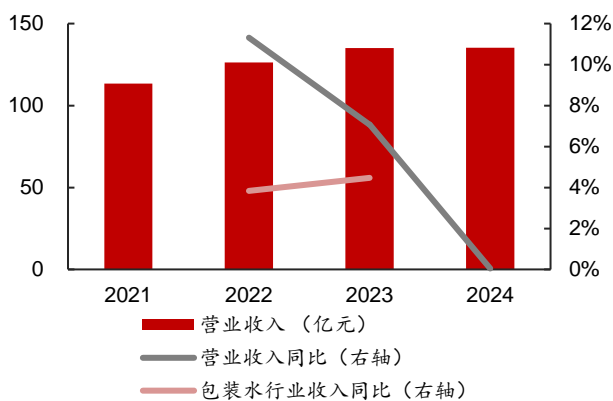
姓名	职位	年龄	履历
张伟通	董事会主席，执行董事	56	现任华润饮料董事会主席，拥有近 30 年的饮料行业经验。自 2000 年加入华润集团以来，张先生历任多项重要职位，包括地区销售经理、部门经理、高级副总经理及总裁等。于 2018 年 12 月全面负责集团经营管理工作，并在推动集团的营收增长、品牌提升及盈利能力优化方面发挥了核心作用。自 2019 年起，张先生担任华润饮料（控股）有限公司执行董事，2022 年 7 月起担任董事会主席。
李树清	总裁，执行董事	53	自 2024 年 6 月起担任华润饮料总裁、自 2024 年 8 月起成为董事。李树清先生拥有丰富的管理经验，曾在多家华润相关企业任职，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，以及华润集团董事会办公室助理总监、办公室副主任等职务。
吴霞	首席财务官，执行董事	47	于 2024 年 4 月加入华润饮料（控股）有限公司，现任首席财务官及执行董事。此前，吴霞女士曾在江中药业股份有限公司担任财务总监及董事会秘书。
王成伟	副总裁	52	自 2011 年起担任华润饮料副总裁，拥有约 15 年的饮料行业经验。他先后分管集团企业发展、法律合规、数字化转型及战略管理等重要职能，推动公司在战略落地、风险管理及数字化建设方面取得显著成效。加入华润饮料前，王先生曾于华润集团担任多项关键职务，积累了丰富的企业发展和法律事务经验。
刘明芳	副总裁	47	于 2000 年 10 月加入华润集团，先后担任地区销售经理、大区销售总监，区域总经理。自 2017 年 6 月起担任华润饮料的副总裁。
杨楠	副总裁	54	自 2017 年起担任华润饮料（控股）有限公司副总裁，在快速消费品行业拥有逾 30 年的丰富经验。他自 2020 年起分管集团生产中心及质量环境安全部，负责生产管理、品质保证、技术优化等工作，并在提升产能建设、优化工艺流程、降本增效等方面取得显著成效。

资料：Wind，国联民生证券研究所（截至 2025 年 3 月 20 日）

1.3 收入利润稳健增长，推进产品与区域扩张

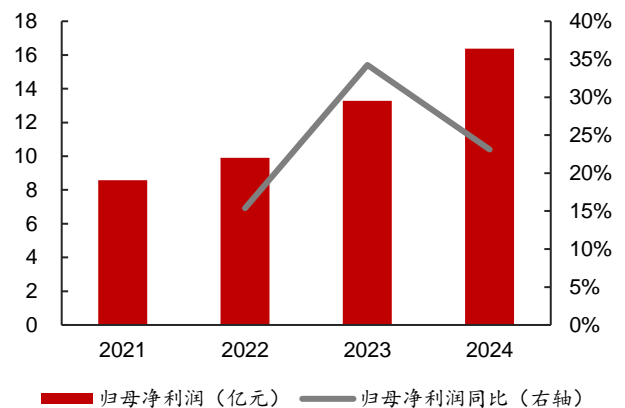
收入利润稳健增长，推进产品多元化与区域扩张。2021-2024 年公司收入从 113.40 亿元增长至 135.21 亿元，3 年 CAGR 为 6.04%，高于根据灼识咨询数据计算的包装水/即饮整体增速 4.15%/4.01%。2024 年公司收入 135.21 亿元，同比增长 0.05%。分产品看，包装饮用水是公司核心收入，2024 年实现收入 121.24 亿元，3 年 CAGR 为 3.87%；饮料产品增速较快，2024 年实现收入 13.97 亿元，3 年 CAGR 为 38.84%。分区域看，南部地区作为公司核心市场，2023 年收入 43.92 亿元，占比稳定在 30%以上；公司稳步拓展其他区域市场，东部/西南地区收入占比分别从 2021 年的 24.78%/12.91%升至 2023 年的 29.64%/14.04%。

图表7：华润饮料营业收入稳健增长



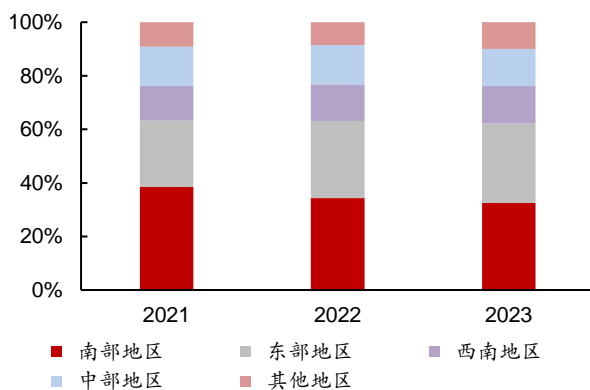
资料：灼识咨询，华润饮料招股书，公司业绩公告，国联民生证券研究所

图表8：华润饮料归母净利润稳健增长



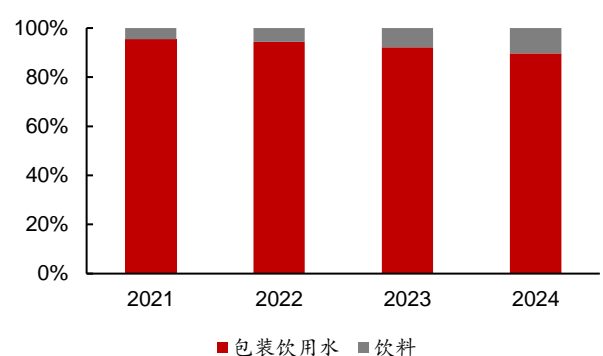
资料：华润饮料招股书，公司业绩公告，国联民生证券研究所

图表9：南部地区为公司核心市场



资料：华润饮料招股书，国联民生证券研究所

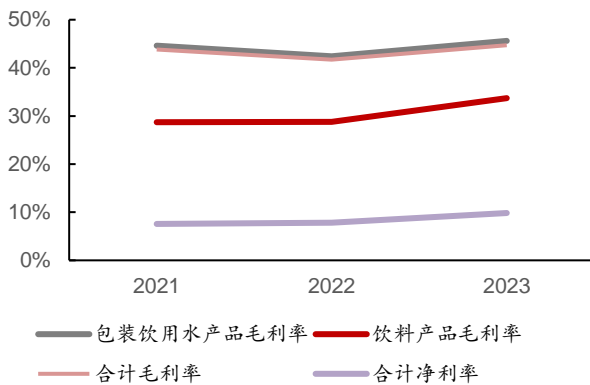
图表10：包装水贡献公司大部分收入



资料：华润饮料招股书，公司业绩公告，国联民生证券研究所

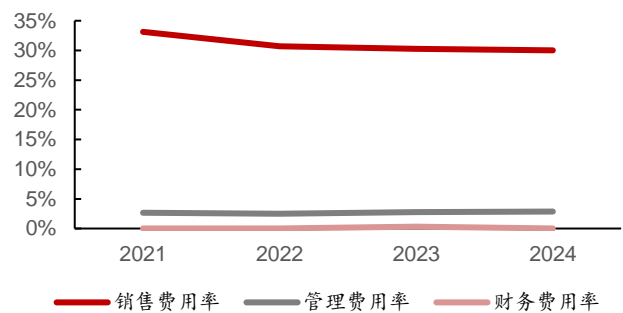
毛利率稳健，费用优化带动净利率稳步提升。公司毛利率在2022年受原材料价格波动影响下降2.18pct至41.66%，而2023年得益于原材料成本下降、自有生产比例提升以及降本增效措施（如包装优化和注胚自有化）提升至44.66%，2024年进一步同比提升2.66pct至47.31%。分产品看，包装饮用水和饮料产品毛利率2023年均有所提升，分别为45.60%/33.71%。公司销售费用率带动整体费用率有所下行，综合影响下，2021-2024年公司归母净利润从8.58亿元增长至16.37亿元，3年CAGR为24.03%，归母净利率从7.58%提升至12.11%。

图表11：2024年公司毛利率同比提升



资料：华润饮料招股书，国联民生证券研究所

图表12：公司销售费用率稳健下行



资料：华润饮料招股书，公司业绩公告，国联民生证券研究所

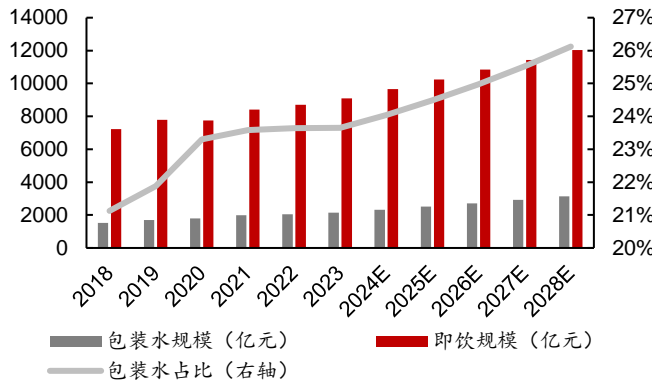
2. 包装水行业空间仍大，龙头稳步扩张

2.1 行业：短期竞争加剧，长期规模与集中度均有提升空间

2.1.1 市场稳步扩容，中大规格增速快

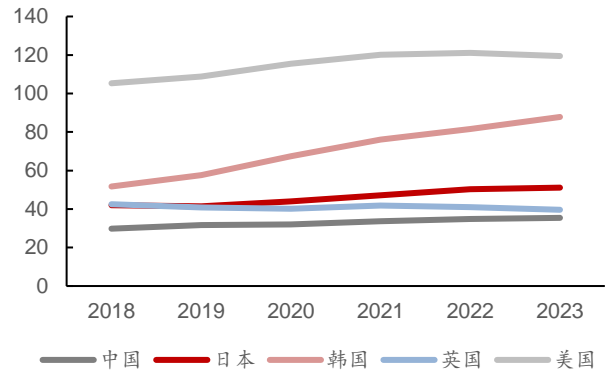
我国包装水行业规模稳健增长，人均消费与美日韩等国仍有差距，健康与多元需求有望持续推动市场扩容。根据灼识咨询，包装水是我国即饮软饮市场中规模最大、增速最快的细分品类，2023年市场规模为2150亿元，占即饮软饮总市场份额的23.65%。2018-2023年包装水行业收入CAGR为7.10%，高于即饮软饮整体增速（4.71%）。横向比较而言，2023年中国人均包装水消费量为35.4升，低于日本（51.1升）、韩国（87.8升）和美国（119.5升）。我们预计随着人均健康饮水需求的增加以及大包装水等多元消费场景的拓展，包装水市场具备较充足的长期增长潜力。

图表13: 包装饮用水规模稳健增长



资料：灼识咨询，华润饮料招股书，国联民生证券研究所

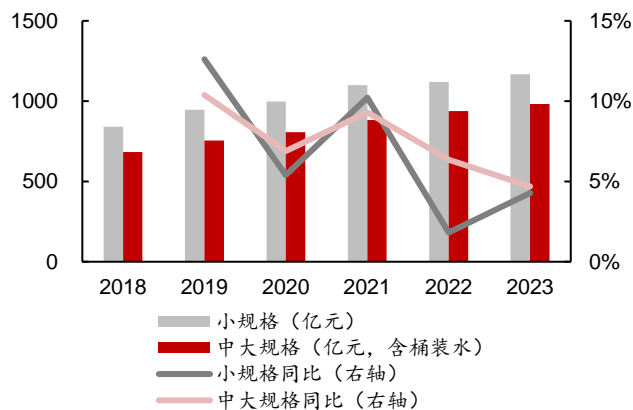
图表14: 中国较发达国家相比人均消费量偏低 (单位: 升)



资料：国联民生证券研究所

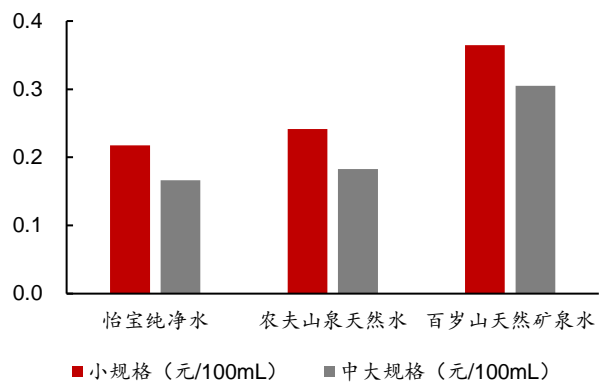
中大规格包装水增速更高。根据灼识咨询数据，2023 年小规格瓶装水/中大规格（含桶装水）规模分别为 1168/982 亿元，2018-2023 年收入 CAGR 分别为 6.79%/7.50%。中大规格包装水每百毫升均价较小规格更低，随着使用场景不断多元化加速扩张。

图表15: 中大包装水增速快



资料：灼识咨询，华润饮料招股书，国联民生证券研究所

图表16: 中大规格包装水每百毫升均价较小规格更低



资料：京东旗舰店 (2025 年 3 月 4 日数据)，国联民生证券研究所

2.1.2 短期竞争加剧，龙头有望恒强

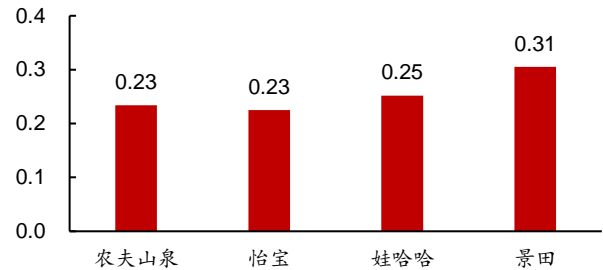
行业价格竞争短期加剧。2024 年来包装水行业迎来新一轮竞争周期。农夫山泉在 2024 年 4 月推出了绿瓶纯净水，以更低的价格迅速占领市场，根据马上赢品牌 CT 数据，绿瓶二季度末市场份额提升至 9%。根据京东，农夫绿瓶纯净水在 2024 年 618 活动中荣登新品榜第一。农夫推出低价格带纯净水产品后，娃哈哈、景田和怡宝等水饮品牌迅速跟进，山姆、东方甄选、胖东来等也陆续推出性价比水产品，行业开启新一轮性价比竞争。

图表17: 618 农夫纯净水产品为京东水饮新品排行榜第一



资料来源：每日糖酒会，国联民生证券研究所

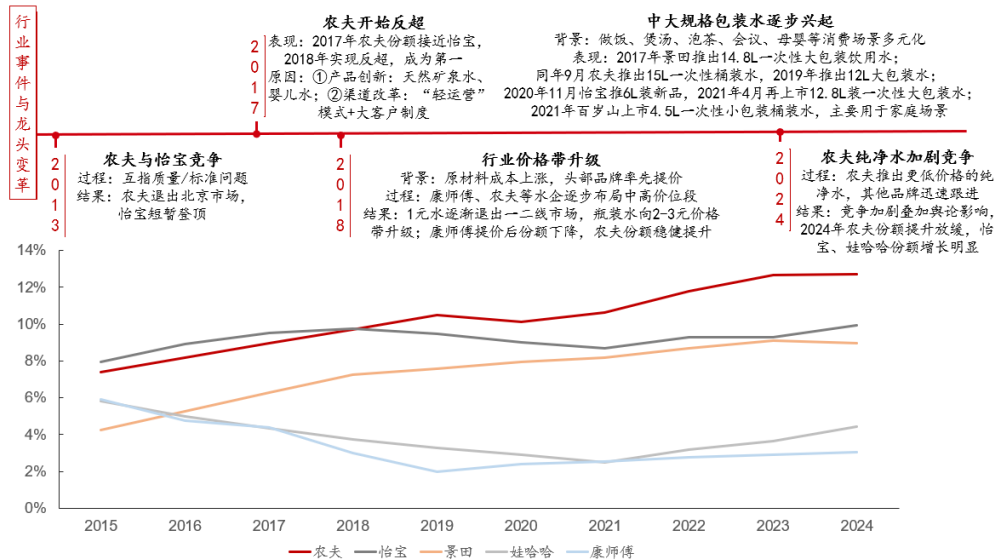
图表18: 2024 年竞争中农夫与怡宝纯净水价格相对较低 (单位: 元/100mL)



资料来源：各品牌京东旗舰店或自营旗舰店 2024 年 11 月 19 日数据，国联民生证券研究所

包装水行业近 10 年 CR5 稳步提升，我们判断龙头之间受品牌定位等影响或存在部分份额切换，但整体而言有望凭借产品、品牌、渠道与成本等优势恒强。根据欧睿国际数据，包装水行业龙一历经更迭，具体而言，2013 年怡宝和农夫轮番进行“质量门”“标准门”“策划门”等公关争夺，2015-2016 年怡宝市占率取得领先，而 2017 年起农夫凭借新品推出和渠道改革开始反超，2018 年行业价格带开启升级后至今农夫稳居龙一，怡宝与景田分列二、三名。2024 年行业竞争略有加剧，农夫和景田份额提升放缓，我们判断主要受舆情、品牌定位等影响，而怡宝和娃哈哈份额加速提升。龙头之间份额略有切换，但整体而言行业集中度稳步提升，2015-2024 年行业销售额 CR5 从 31.3% 提升至 2023 年的 39.0%，我们认为主要由于包装水龙头在产品、品牌、渠道与成本上的竞争优势稳步提升。我们判断行业竞争加剧短期或影响龙头利润、加速中小企业出清，长期而言龙头有望凭借渠道与品牌优势进一步提升份额。

图表19: 2024 年农夫和景田份额提升放缓，怡宝和娃哈哈份额加速提升



资料来源：欧睿国际，公司公告，新华社，中国经济网，国联民生证券研究所

图表20：农夫和华润销售额领先、娃哈哈加速增长，或主因景田偏向高端化细分而康师傅包装水非核心业务

	农夫山泉	华润饮料	景田	娃哈哈	康师傅
2024 年水业务规模 (亿元, 欧睿国际销售额)	279.2	218.6	197.10	97.1	66.6
2021-2024 水业务收入 CAGR	11.72%	10%	8.54%	27.23%	11.43%
产品价格 (以小瓶装为例)	1.4 元/550ml (0.25 元/100ml)	1.5 元/555ml (0.27 元/100ml)	2.95 元/570ml (0.52 元/100ml)	1.40 元/596ml (0.23 元/100ml)	1.24 元/550ml (0.23 元/100ml)
渠道模式	专属经销商模式, 层级更短	渠道精耕	传统渠道的基础上注重通过数字化和多元化手段开拓细分市场和新渠道	线下: 根据官网, 经销商 7000+, 批发商 10 万+, 终端 300 万+, 联销体模式; 线上: 康有利平台、哈宝游乐园平台、数字营销平台	渠道精耕, 2024 年终端 550 万+
对比总结	水是核心业务 (根据年报, 2023 年水占公司收入 47.5%), 公司作为龙一有望在全价格带继续抢占份额	水是核心业务、主要收入 (根据招股书, 2023 年水占公司收入 92.1%), 公司终端扩张仍有空间	水是唯一业务 (根据欧睿国际数据, 2023 年水占公司收入 100%), 定位高端、国际化 (根据官网, 主要针对国际会议、高端赛事、娱乐综艺等场景, 已出口超 30 个国家和地区), 水战中价格变动不大	水是多元化业务中的重要部分 (根据欧睿国际数据, 水占公司收入 32.1%), 2024 年来加速增长	水是方便面和茶饮料等的补充业务 (根据欧睿国际数据, 方便面/即饮茶/水收入占比分别为 51.1%/32.1%/7.9%, 其中水占饮品收入比例 16.5%), "喝开水"避开纯净水和天然水之争, 结合 Z 世代语境在年轻群体中广泛传播

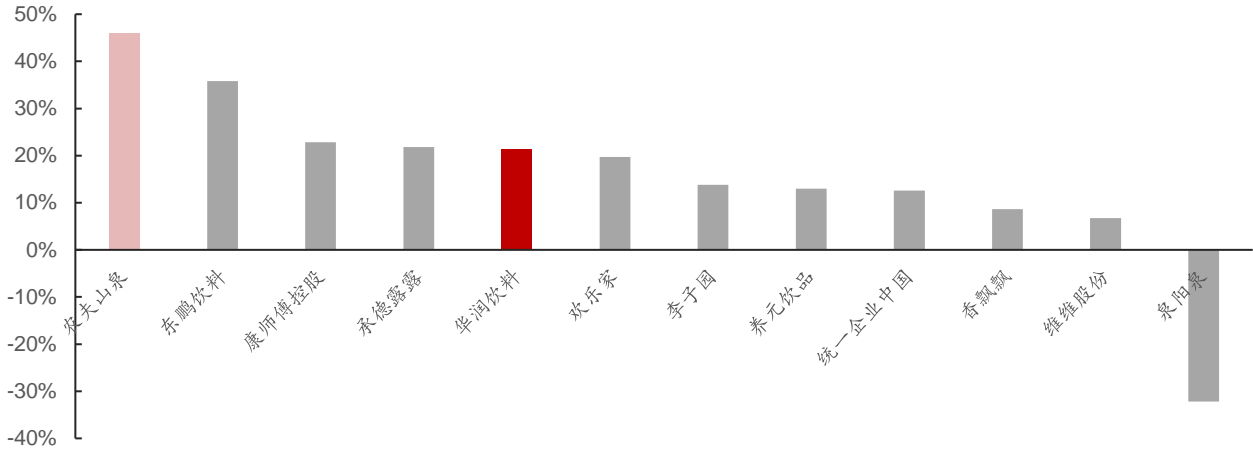
资料 : 欧睿国际, 淘宝 (2025 年 3 月 4 日数据), 公司官网, 公司公告, 中国经营报, 国联民生证券研究所

2.2 华润饮料：产品矩阵完善，推进渠道下沉

2.2.1 ROE 与净利率稳步提升且仍有向上空间

拆分 ROE 来看，华润饮料净利率仍有提升空间。华润饮料 2021-2023 年 ROE 稳步提升，分别为 18.72%/19.49%/21.31%，2023 年公司 ROE 位于软饮料行业前列，但较包装水龙头农夫山泉偏低。拆分 ROE 来看，2023 年公司总资产周转率领先，我们认为主要得益于公司自产+代工模式下运营偏轻资产模式，存货管理效率较高；公司净利率稳步提升，2023 年已提升至 9.80%，但较农夫仍偏低，我们判断主因员工成本和营销推广费用率较高。

图表21：华润饮料 ROE 位于行业前列



资料：Wind, 国联民生证券研究所

图表22：华润饮料净利率较同行偏低，资产周转率与权益乘数偏高

	净利率			资产周转率 (次)			权益乘数 (倍)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
华润饮料	7.55%	7.82%	9.80%	1.25	1.29	1.15	1.98	1.94	1.89
农夫山泉	23.99%	25.36%	28.15%	1.02	0.93	0.97	1.62	1.61	1.68
东鹏饮料	17.10%	16.94%	18.11%	1.15	0.87	0.85	1.98	2.11	2.33
康师傅控股	5.10%	3.33%	3.86%	1.22	1.33	1.45	3.06	3.71	4.09
统一企业中国	5.86%	4.29%	5.78%	1.16	1.30	1.31	1.60	1.63	1.65
养元饮品	30.57%	24.89%	23.82%	0.45	0.38	0.40	1.27	1.29	1.38
承德露露	22.56%	22.36%	21.60%	0.76	0.74	0.74	1.45	1.43	1.37
李子园	17.86%	15.75%	16.78%	0.91	0.63	0.52	1.39	1.34	1.58
香飘飘	6.42%	6.84%	7.73%	0.71	0.62	0.71	1.68	1.65	1.59
欢乐家	12.48%	12.74%	14.48%	0.91	0.82	0.91	1.64	1.51	1.49
维维股份	4.89%	2.26%	5.19%	0.77	0.83	0.85	1.98	1.67	1.52
泉阳泉	7.16%	4.50%	-40.75%	0.30	0.26	0.24	3.21	3.07	3.24

资料：Wind, 国联民生证券研究所

2.2.2 包装水产品矩阵完善，体育营销打造品牌力

中大包装水增速较快。随着公司陆续推出 4.5 升、6 升和 12.8 升等规格包装水，中大包装水 SKU 数量占比已过半。2021-2023 年公司中大包装水收入 CAGR 为 10.59%，快于公司整体包装水的增长(7.26%)。对比公司与农夫淘宝在售中大规格(含桶装水)SKU，公司中大规格包装水 SKU 数量与农夫接近，应用场景更为普适，均价相对更低(1.66 元/L，农夫为 2.83 元/L)。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/438115001062007050>