



华润饮料招股书拆解:百亿怡宝的前世与今生

——非酒类食品饮料月度专题

2024年9月30日

核心观点

- 华润饮料招股书拆解：百亿大单品怡宝的前世与今生。**9月25日，华润饮料通过港交所聆讯，其作为国内饮料行业十强企业，2022-2023年分别实现收入127/136亿元，同比+11.4%/7.2%，实现扣非归母净利润9.1/13.0亿元，同比+15.8%/43.2%。**深耕纯净水，百亿大单品怡宝实现全国化扩张：**1)以怡宝品牌为主的包装水为核心大单品，2023年收入约120亿元(占比约90%)，同时亦布局加林山矿泉水、至本菊花茶等完善产品矩阵；2)经销模式深耕渠道，收入占比约90%，目前共1198家经销商与4084家次级经销商，累计覆盖超200万个网点，近3年下沉市场占比持续提升；3)长期投入体育营销放大品牌价值，与中国国家队、马拉松赛事、大众体育赛事及全国性体育频道合作。**展望未来，盈利能力改善与饮料第二曲线打开长期空间：**1)预计包装水业务维稳基本盘，作为体量第二大的瓶装水品牌，怡宝在南方市场与核心渠道的壁垒较为稳固，长期体育营销投入塑造品牌粘性，能有力应对包装水竞争格局之变，同时积极提升自有产能占比、实现精细化管理，有望推动盈利能力改善；2)大力拓展饮料业务，例如菊花茶、无糖茶与功能饮料等，若新品研发与管理能力提升，则渠道网点的杠杆效应有望快速释放，打开第二曲线空间。
- 华润饮料上市是包装水本轮竞争格局演变的又一关键节点。**我们曾在此前深度报告《如何理解当前包装水行业竞争格局》中判断本轮竞争本质是“质价比+需求多元化背景下农夫山泉推新品布局下沉市场，引发新一轮竞争格局松动”，而决定后续节奏的重要因素之一是农夫与怡宝的战略取向。从渠道与终端情况来看，2024年旺季华润怡宝为维持市场份额稳定，仍在一定程度上投放市场费用与渠道精耕，而上市成功之后我们认为公司管理层更多重心将放在内部提质增效与打造饮料第二增长曲线。
- 基本面跟踪：9月多数成本红利持续释放。包装材料，**2024年9月PET/纸箱/玻璃/包膜价格同比-12.9%/-9.0%/-28.8%/-7.2%，成本红利持续释放。**大众品原料，**白糖/面粉/鹌鹑蛋/大豆价格同比-13.8%/-2.3%/-14.3%/-15.6%；生鲜乳价格3.14元/公斤，同比-15.8%。部分原材料价格同比上涨，棕榈油/猪肉价格同比+17.7%/+17.1%。
- 行情跟踪：9月尾声板块反弹幅度明显。**截至2024年9月29日，食品饮料行业涨幅15.1%，在31个子行业中排名第6。非酒板块中，各子行业全面上涨，乳品/零食/预加工食品涨幅较大，分别为+20.9%/+19.4%/+14.7%。
- 投资建议：**9月底多项重磅政策出台提振内需消费，非酒类板块率先迎来超跌反弹，我们认为估值修复行情演绎到一定阶段后应积极关注基本面信号，后续包括国庆动销、三季报业绩亮点与元旦春节备货情况。建议关注顺周期+旺季催化的餐饮供应链、乳制品板块。此外，继续关注业绩韧性较强的零食、饮料、调味品板块。个股方面，关注东鹏饮料/欢乐家/李子园/海天味业/中炬高新/天味食品/三只松鼠/洽洽食品/安井食品/伊利股份/新乳业。
- 风险提示：**需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

食品饮料行业

推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎: 021-2025-2650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

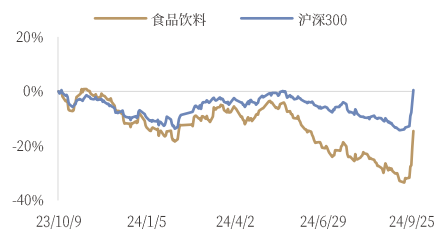
分析师登记编码: S0130522070002

研究助理: 彭潇颖

✉: pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图

2024-09-30



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】行业月报_业绩窗口期推荐关注优质标的
- 【银河食饮】行业月报_茅台批价企稳，关注业绩窗口期
- 【银河食饮】行业月报_期待旺季更好表现

目录

Catalog

一、 华润饮料：百亿大单品怡宝的前世与今生	3
(一) 包装水：刚性驱动消费量扩容，集中度持续提升	3
(二) 华润饮料：百亿大单品怡宝基本盘稳固，积极拓展饮料第二增长曲线	5
二、 基本面跟踪：9月多数原料价格下行.....	11
(一) 核心原料价格变动总览	11
(二) 包材：9月成本红利持续释放	11
(三) 原料：9月多数产品价格同比下行	12
三、 行情跟踪：9月尾声板块反弹幅度明显.....	14
(一) 行业收益率表现	14
(二) 行业估值表现	15
四、 投资建议.....	16
五、 风险提示.....	17

一、华润饮料：百亿大单品怡宝的前世与今生

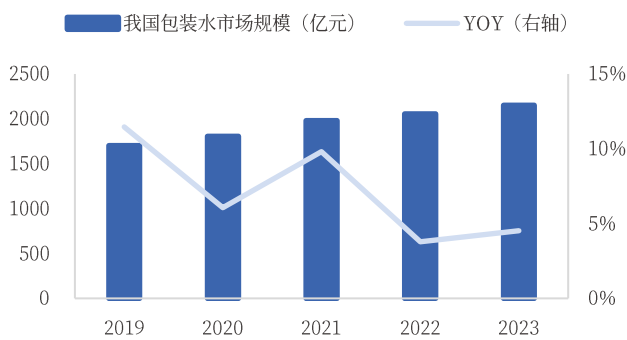
9月25日，据港交所披露，华润饮料(控股)有限公司通过港交所聆讯，将登陆港交所主板上市。华润饮料是中国软饮和包装饮用水行业知名企业，1990年开始生产，为国内最早专业化生产包装饮用水的企业之一。历经40年发展，当前已成长为我国第二大包装饮用水、最大的饮用纯净水企业。

(一) 包装水：刚性驱动消费量扩容，集中度持续提升

1、市场规模

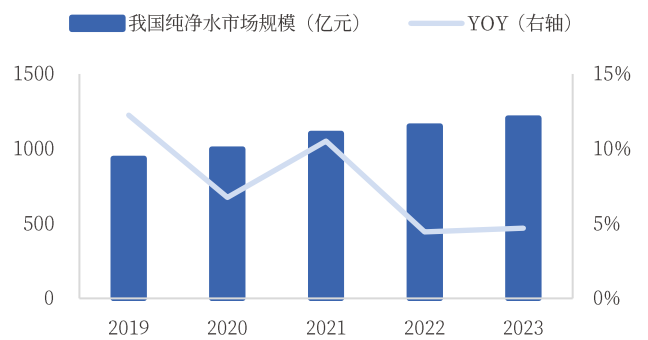
据怡宝招股书，2023年的中国包装饮用水市场规模为2150亿元，近五年CAGR约为7.1%。饮用纯净水为其中最大细分市场，2023年规模达到1206亿元，占中国包装饮用水市场的56.1%。

图1：我国包装饮用水行业规模与增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

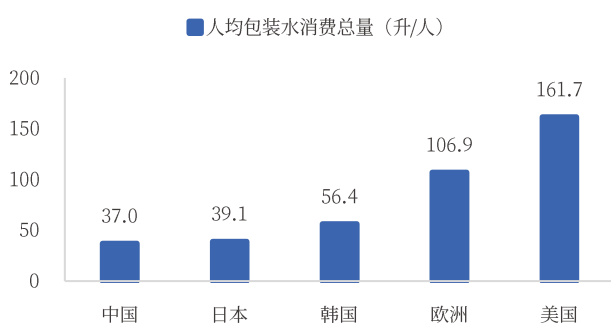
图2：我国饮用纯净水行业规模与增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

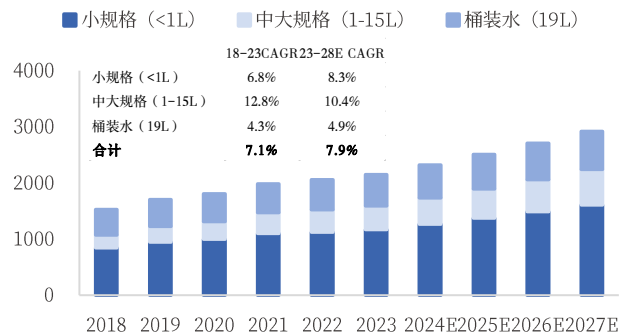
包装水对自来水的替代为行业增长重要驱动因素。伴随对自来水水质关注与健康意识提升，2023年中国居民包装饮用水消费量占整体饮用水摄入量逐渐提升至14.4%，但仍远低于美国（59.7%）等发达市场；据怡宝招股书，2028年包装化率有望进一步提升至18.9%。从结构看，因城镇化率提升、家庭规模调整，中大规格瓶装水占包装饮用水市场比例由2018年15.2%上升至2023年19.7%，并有望在家庭场景中持续取代以自来水为原水的饮水方式。

图3：我国人均包装水消费量有望提升



资料来源：Beverage Marketing，中国银河证券研究院

图4：中大规格包装水为家庭消费新增长点（收入，亿元）



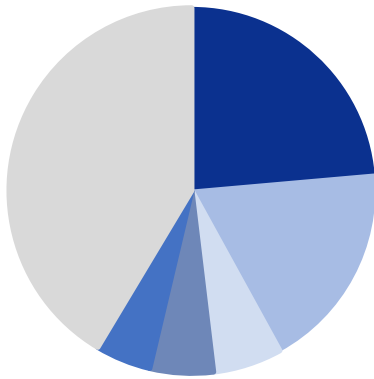
资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

2、竞争格局

静态视角：行业形成垄断竞争格局，农夫山泉与怡宝领先。包装水产品同质化程度较高、厂商数量较多，据华润饮料招股书，截至2023年末我国有超过15000家饮用纯净水生产商。华润在2023年中国包装饮用水市场排名第二、饮用纯净水市场份额排名第一，市占率分别为18.4%、32.7%。

图5：2023年包装饮用水竞争格局

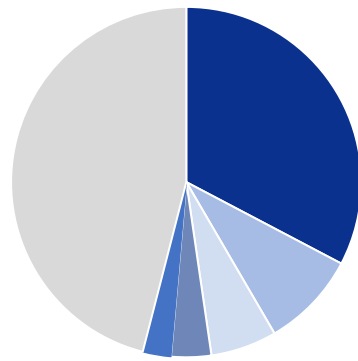
■ 农夫山泉 ■ 华润饮料 ■ 景田 ■ 娃哈哈 ■ 康师傅 ■ 其他



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

图6：2023年饮用纯净水竞争格局

■ 华润饮料 ■ 娃哈哈 ■ 今麦郎 ■ 景田 ■ 康师傅 ■ 其他



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

动态视角：步入第五轮格局变化，集中度提升在途。包装水行业近二十年走过四次格局之变，每轮竞争周期均以行业集中度提升为尾声。2024年行业促销外显，我们认为竞争优势明显的农夫山泉、华润饮料两家头部企业将主导本轮周期。关于竞争周期的本质与节奏判断，可参考银河食饮于2024年8月12日发布的《软饮料行业深度报告(系列三):如何理解当前包装水行业竞争格局?》。

图7：二十年包装水行业竞争格局演绎



资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院

备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(二) 华润饮料：百亿大单品怡宝基本盘稳固，积极拓展饮料第二增长曲线

1. 发展历程

包装饮用水行业开创者，四十年稳步发展。公司历史可追溯至 20 世纪 80 年代前身蛇口龙环成立，1990 年推出 600ml*15 规格包装“怡宝”牌蒸馏水，成为中国较早生产销售包装饮用水的企业之一。四十年间公司沿着各阶段战略目标稳步发展，“十二五”顺利完成全国扩张战略，“十三五”期间水与饮料共同发展为突破重点，当前已在品牌、渠道、品类上均取得长足进步。

图8：华润饮料发展历程

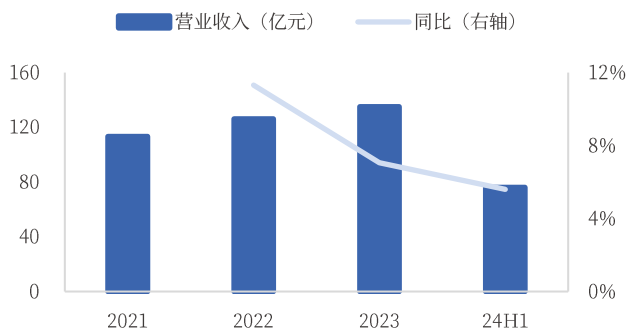


资料来源：华润饮料招股说明书，华润饮料官网，中国银河证券研究院

2. 业绩表现

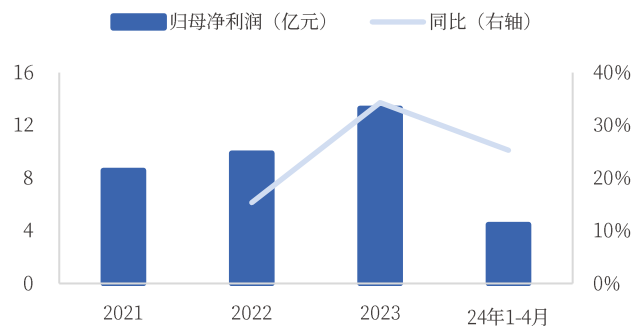
近年公司业绩持续增长。2022-24H1，公司分别实现主营业务收入 126.2/135.1/76.2 亿元，同比增长 11.3%/7.1%/5.6%。2022/2023/2024 年 1-4 月，公司归母净利润分别为 9.9/13.3/4.5 亿元，同比增长 15.3%/34.3%/25.2%，收入与利润均实现良性增长。

图9：华润饮料营业收入及增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

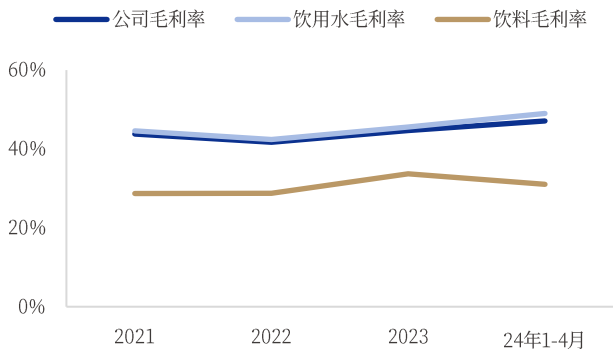
图10：华润饮料归母净利润及增速



资料来源：华润饮料招股说明书，中国银河证券研究院

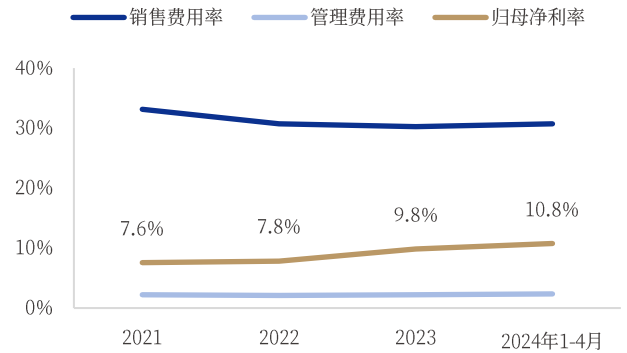
毛利率总体向好，净利率稳健提升。尽管 2022 年因 PET 价格上涨，毛利率短期有所回落，但一方面公司议价能力增强与合作生产伙伴服务费减少，部分抵消了价格变动的不利因素，另一方面销售费用缩减，仍然保证全年净利率+0.3pcts。2024 年 1-4 月公司毛利率增长 3.8pcts 至 43.3%，主要得益于 PET 等原材料价格回落、包装工艺优化与自产比例增加，饮用水毛利率提高；饮料毛利率变动系产品结构改变。整体来看充分给予费用投放空间，且带动归母净利率同比提升 1.7pcts。

图11: 华润饮料分产品毛利率



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

图12: 华润饮料费率结构



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

3. 产品结构

公司当前拥有“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”、“佐味茶事”等 13 个品牌的产品组合, 合计 59 个 SKU。**品类拓展进程主要分为三个阶段**, 1) 成立初期聚焦饮用纯净水; 2) 2011 年与麒麟品牌合作, 引进“午后奶茶”、“火咖”等产品, 2021/2022/2023/2024 年 1-4 月分别占营业收入 2.0%/1.5%/1.4%/1.3%; 3) 2019 年以来加速自主研发、品类拓新, 不断夯实“一超多强”的多品类战略发展格局, 先后布局低浓度果汁、无糖茶、气泡水、植物饮料与矿泉水等。

表1: 华润饮料品牌与产品情况

品类	产品图片 (部分)	品牌	描述	上市时间	单瓶容量	建议零售价 (元)	SKU 数量
包装饮用水		怡宝	饮用纯净水	1990 年代	350/400/555ml、1.18/1.55/2.08/4.5/6/12.8/18.9L	1.5-23	10
		怡宝露	玻璃瓶装高端天然矿泉水	2022	350/750ml	15-30	2
		本优	天然矿泉水及饮用天然水	2023	350/555ml	1.5-2	3
		加林山	桶装天然矿泉水及纯净水	2010	18.9L	18-22	2
		FEEL	罐装、瓶装气泡苏打水	2022	330/480ml	3-4	4
茶饮料		至本清润	草本植物饮料	2021	310/450ml、1/1.5L	3-8.5	8
		佐味茶事	无糖茶饮料	2019	430ml	5	3
		午后奶茶	奶茶饮料	2011	430/500ml	4-5	3
果汁类饮料		蜜水系列	风味水	2018	350/480ml	4-5	7
		假日系列	低浓度果汁	2019	440ml、1.5L	4-8.5	5
		源自世界的厨房	低浓度果汁	2022	500ml	5	1
其他		魔力	运动饮料	2011	500ml	5	3
		火咖	咖啡饮料	2011	180/260/280/440ml	3.5-6	5

资料来源: 华润饮料招股说明书, 华润饮料官网, 中国银河证券研究院

“怡宝”包装水为公司基本盘，占收入比接近9成。2023/24H1公司包装饮用水产品分别收入124.5/68.3亿元，同比增长4.5%/2.7%，占公司营业收入92.1%/89.7%，为公司核心业务。

近年来饮料业务快速成长。2023/24H1公司饮料收入分别为10.7/7.9亿元，同比增长49.0%/40.2%，主要得益于产品组合不断丰富、销售网络持续扩张与品牌知名度提升。

- 2023年公司5个饮料产品品牌零收入超过1亿元，其中至本清润菊花茶2021年上市，当前在菊花茶市场份额达到38.5%，公司2023/2024年顺势推出柠檬茶与酸梅汤。
- 同时销售饮料的网点数量占销售公司包装水的网点比例从2021年50.6%提升至2023年67.1%。

图13: 华润饮料产品结构

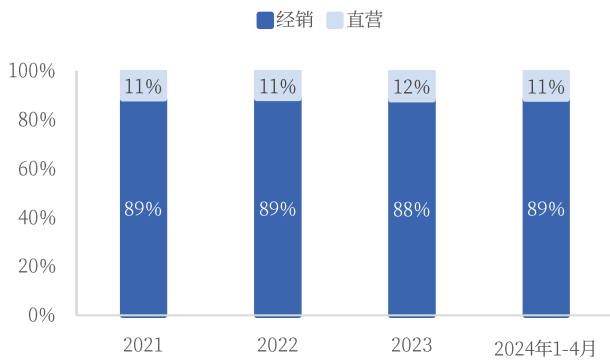


资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

4. 渠道结构

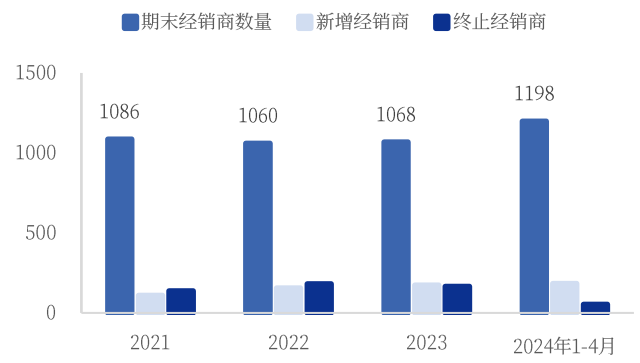
经销模式为主，终端存在拓展空间。公司建立起以经销商和次级经销商组成的全面经销网络，2021年以来经销收入占总收入比例始终保持在88%以上。截至2024年4月30日，公司共有1198家经销商及超过8700名一线销售人员，与4084家次级经销商订立了三方协议，累计覆盖中国超200万个零售网点。据公司招股书，2023年公司平均每个网点包装饮用水产品的零售额在行业居于首位，终端数量仍有提升空间。直营方面，产品销往150多名KA客户及12家电商平台。

图14: 经销模式收入占比



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

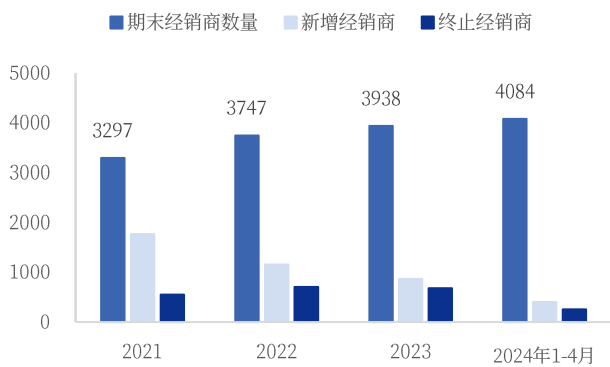
图15: 经销商数量基本稳定 (个)



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

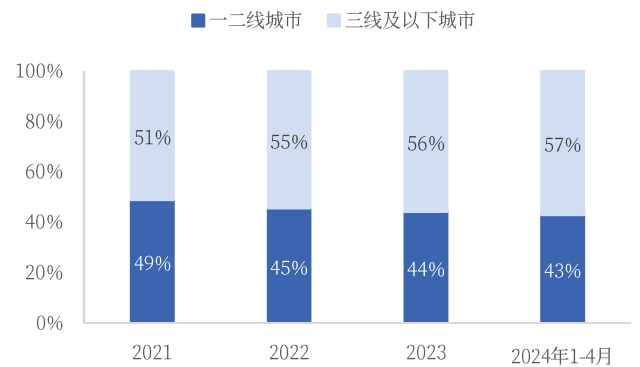
销售网络持续下沉, 精耕细作布局增量。公司位于国内三线及以下城市的网点占比由 2021 年末 51.2%持续增至 2024 年 4 月 30 日 57.2%, 对下沉市场终端渗透持续推进。秉承“精耕细作, 决胜终端”的销售渠道策略, 华润饮料通过“百城千店示范街”、“集体铺市”、“绿地行动”等活动扩张终端零售网点, 同时积极提升单个网点质量, 2023 年商用冰柜投放量超过 2021 年一倍。

图16: 次级经销商数量快速增加 (个)



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

图17: 公司网点城市级别分布



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

5. 品牌营销

体育营销放大品牌价值, 坚守长期主义形成竞争壁垒。公司战略性地利用包装水消费场景与体育活动的高度契合, 持续推行体育营销, 通过与 TEAM CHINA/中国国家队、顶级体育赛事、马拉松赛事、其他大众体育赛事及全国性体育频道 (如 CCTV5) 合作, 倡导全民运动健康。

马拉松: 华润饮料是我国与最多 A 类马拉松赛事合作的饮用包装水企业, 自 2013 年起在超过 45 个城市中合作超 1000 场跑步赛事, 成为多个城市马拉松赛事首选合作伙伴。2023 年聘请马拉松奥运冠军埃鲁德·基普乔格担任推广大使, 合作伙伴关系将持续至 2026 年 3 月。

足球: 中国足球协会超级联赛官方饮用水, 并于 2024 年 2 月至 2026 年 12 月建立冠名合作。

大众体育赛事: 连续 6 届成为“玄奘之路”戈壁挑战赛钻石级合作伙伴; 与多所大学联合举办“逐梦相伴”主题校园跑活动, 成为村 BA 的公益合作伙伴等。

图18: 怡宝为中国国家队官方饮用水



资料来源: 华润饮料官网, 中国银河证券研究院

图19: 马拉松奥运冠军担任怡宝推广大使



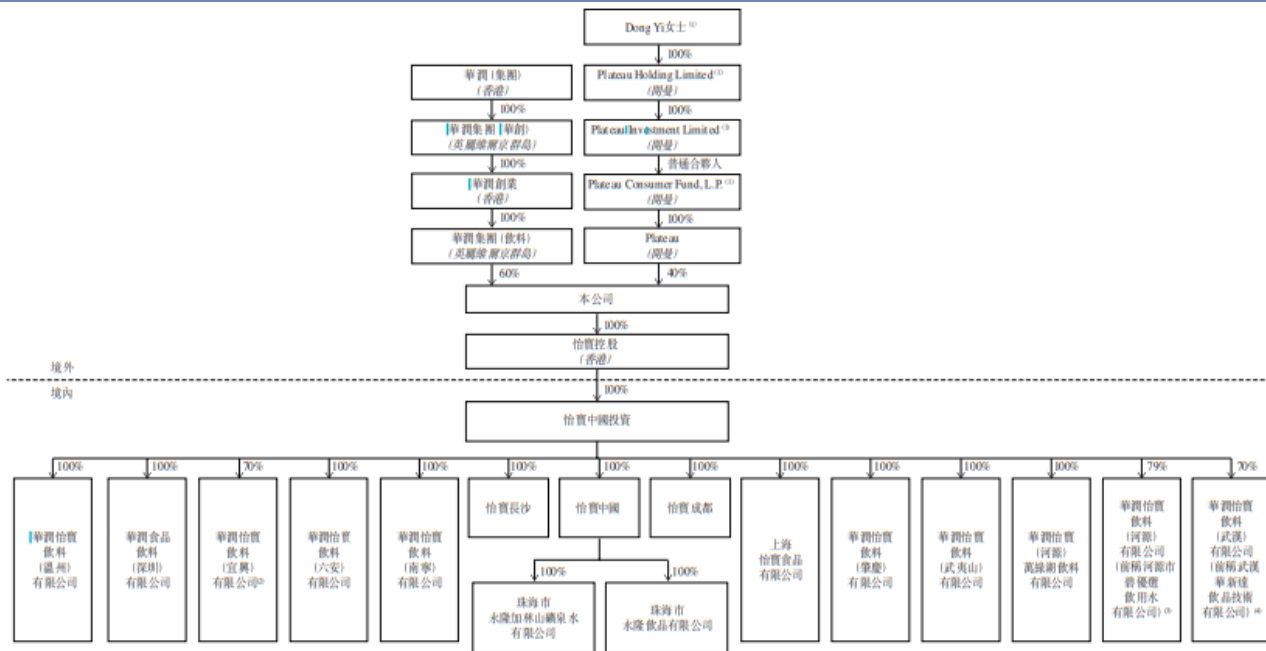
资料来源: 华润饮料官网, 中国银河证券研究院

6. 股权与管理层

控股股东实力强劲，股权结构清晰稳定。 华润饮料是国务院国资委直接监管和领导的国有重点骨干企业之一，截至上市前，公司分别由华润集团、Plateau（投资公司）持股 60%、40%，其中 Plateau 所持股份为 2022 年 2 月从麒麟收购。

控股股东之一华润集团为总部位于香港的领先国有企业集团，2023 年位列《财富》世界五百强第 74 位。其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。华润集团下属企业中有八家在中国香港联交所上市，九家在中国大陆 A 股市场上市。公司为华润集团旗下专注于即饮软饮的企业，在华润大消费板块布局占有重要地位。

图20: 华润饮料上市前股权结构



资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

管理层经验丰富。 公司管理层在快消品及即饮软饮行业平均拥有 10 年以上工作经验。

表2: 华润饮料管理团队履历

姓名	年龄 (岁)	职位	角色及责任	加入集团时间	工作经历
张伟通	55	董事会主席 执行董事	负责全面经营管理工作, 主持董事会工作并直接管理本集团公司事务、审计和营销	2000年4月	饮料行业约30年经验, 历任地区销售经理、部门经理、总经理助理、副总经理及高级副总经理
李树清	52	执行董事兼总裁	负责日常经营管理工作, 并直接管理本集团战略、质量、环境健康、安全生产及工程建设	2024年6月	1994年起在中国华润总公司石家庄分公司、华润五丰、华润医药商业集团等任职
王成伟	51	副总裁	负责集团法律事务、风险管理、智能与数字化建设	2009年8月	饮料行业约15年经验, 2017年8月起负责分管法律部、智能与数字化部、战略管理部。加入前曾任职于华润集团
杨楠	53	副总裁	负责集团生产管理、品质保证、设备与技术管理工作, 协助总裁管理本集团质量、环境健康、安全生产工作	2014年11月	快速消费品行业超30年经验, 加入集团前, 曾于中粮集团有限公司及子公司任职逾20年
范雨峰	42	副总裁	负责集团产销协调、计划订单、仓储物流和采购管理	2019年12月	加入集团前, 曾任职于江苏南热发电有限责任公司、南京华润热电、华润电力等
吴霞	46	执行董事 首席财务官	负责集团财务管理	2024年4月	曾任职于江中药业

资料来源: 华润饮料招股说明书, 中国银河证券研究院

二、基本面跟踪：9月多数原料价格下行

(一) 核心原料价格变动总览

2024年9月，多数子行业核心原料成本下行，利好盈利弹性释放。

表3：2024年行业核心原材料价格变动

子行业	原料一	原料二	原料三	原料四
软饮料	PET (-12.9%)	纸箱 (-9.0%)	白糖 (-13.8%)	-
零食	棕榈油 (+17.7%)	包膜 (-7.2%)	面粉 (-2.3%)	鹌鹑蛋 (-14.3%)
调味品	大豆 (-15.6%)	白糖 (-13.8%)	PET (-12.9%)	玻璃 (-28.8%)
乳制品	原奶 (-15.8%)	-	-	-

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 包材：9月成本红利持续释放

2024年9月包装材料价格均有不同程度下降，截至9月27日，PET瓶片价格同比-12.9%；纸箱价格同比-9.0%；玻璃价格同比-28.8%；包膜价格同比-7.2%。

图21：2024年9月PET瓶片价格同比加速下行



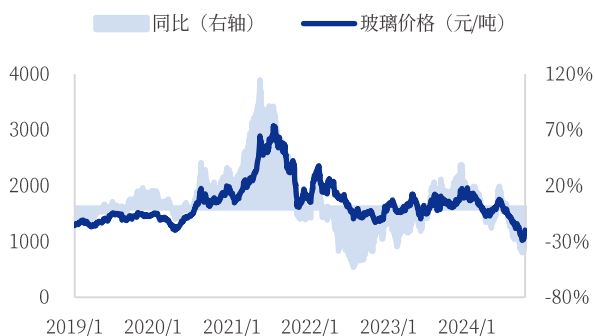
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图22：2024年9月瓦楞纸价格同比持续下行



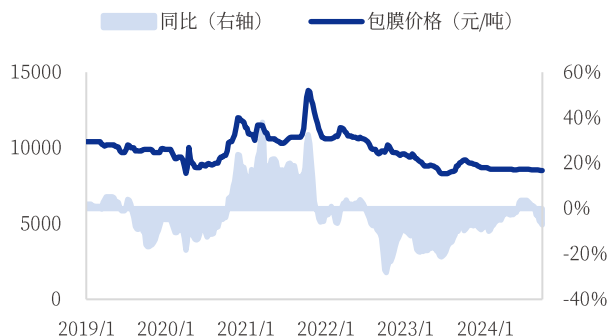
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图23: 2024年9月玻璃价格同比加速回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 2024年9月包膜价格同比转为下行

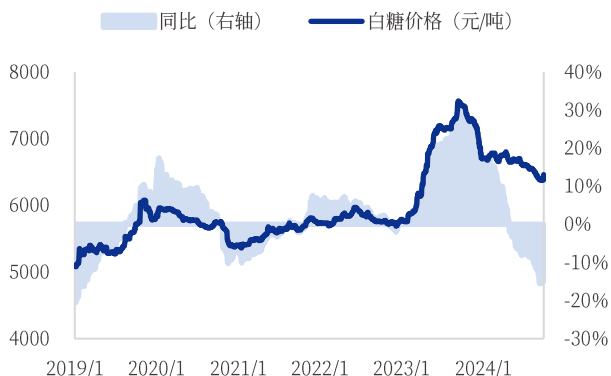


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 原料: 9月多数产品价格同比下行

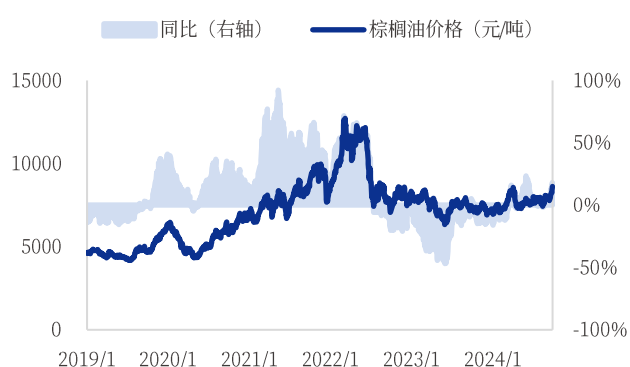
截至2024年9月27日, 白糖价格同比-13.8%, 大豆价格同比-15.6%, 面粉价格同比-2.3%, 鹌鹑蛋价格同比-14.3%。部分原材料价格上涨, 棕榈油价格同比+17.7%, 猪肉价格同比+17.1%。

图25: 2024年9月白糖价格同比下降



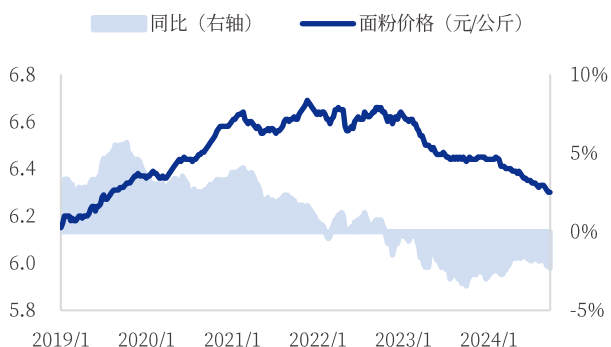
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 2024年9月棕榈油价格回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 2024年8月面粉价格同比下降



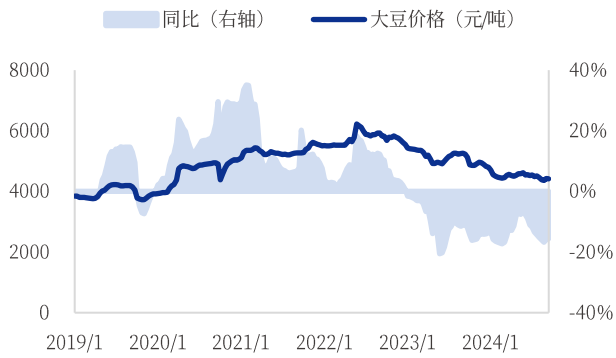
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2024年9月鹌鹑蛋价格同比下降



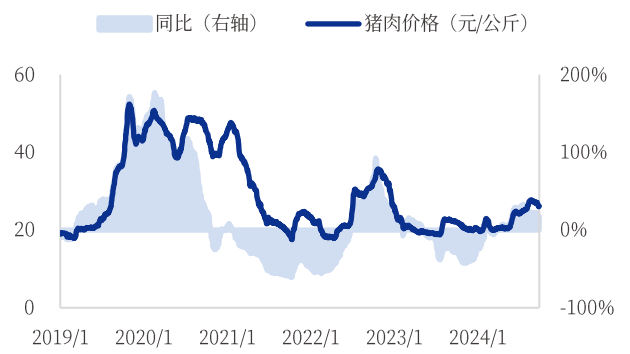
资料来源: 中国鹌鹑网, 中国银河证券研究院

图29: 2024年9月大豆价格同比下降



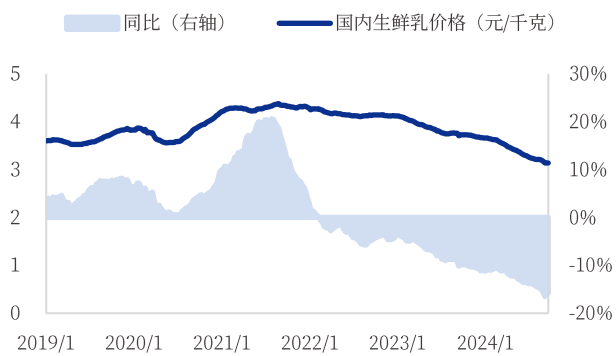
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 2024年9月猪肉价格同比上涨



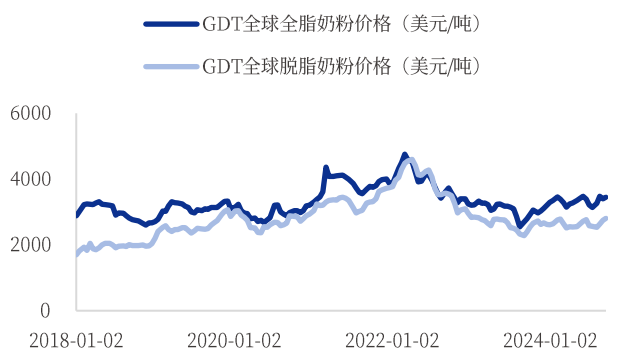
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 22年以来原奶价格持续处于下行通道



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 2024年7月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、行情跟踪：9月尾声板块反弹幅度明显

(一) 行业收益率表现

2024年9月1日至9月29日周期，食品饮料行业涨幅15.1%，相对于Wind全A指数的超额收益为3.7%，在31个子行业中排名第6。非酒板块中，各子行业全面上涨，乳品、零食、预加工食品涨幅较大，分别为20.9%、19.4%、14.7%。

图33：2024年9月食品饮料在全行业涨幅位居第6名

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	涨跌幅	涨跌幅	超额收益
1	房地产	24.7%	13.3%	1	银行	22.1%	23.5%
2	非银金融	23.8%	12.4%	2	家用电器	18.0%	19.3%
3	计算机	19.2%	7.8%	3	非银金融	17.3%	18.7%
4	美容护理	16.3%	4.9%	4	公用事业	7.9%	9.2%
5	商贸零售	15.4%	4.0%	5	交通运输	7.4%	8.7%
6	食品饮料	15.1%	3.7%	6	煤炭	6.9%	8.2%
7	综合	15.0%	3.6%	7	通信	6.3%	7.6%
8	传媒	14.1%	2.7%	8	有色金属	5.7%	7.1%
9	社会服务	14.0%	2.6%	9	汽车	2.8%	4.2%
10	电力设备	13.7%	2.3%	10	石油石化	2.5%	3.8%
11	家用电器	13.5%	2.1%	11	房地产	-3.1%	-1.8%
12	轻工制造	13.0%	1.6%	12	钢铁	-6.3%	-5.0%
13	建筑材料	13.0%	1.6%	13	电力设备	-7.2%	-5.8%
14	汽车	12.5%	1.1%	14	食品饮料	-7.3%	-6.0%
15	通信	11.9%	0.5%	15	建筑装饰	-7.4%	-6.1%
16	钢铁	11.7%	0.3%	16	国防军工	-7.6%	-6.3%
17	有色金属	11.2%	-0.2%	17	电子	-8.1%	-6.8%
18	纺织服饰	10.5%	-0.9%	18	基础化工	-9.9%	-8.6%
19	机械设备	10.5%	-0.9%	19	机械设备	-10.4%	-9.1%
20	基础化工	10.4%	-0.9%	20	美容护理	-10.7%	-9.4%
21	农林牧渔	9.5%	-1.9%	21	建筑材料	-11.0%	-9.6%
22	环保	9.5%	-1.9%	22	环保	-11.1%	-9.7%
23	医药生物	9.2%	-2.2%	23	商贸零售	-11.9%	-10.6%
24	建筑装饰	9.0%	-2.4%	24	传媒	-12.9%	-11.6%
25	交通运输	8.6%	-2.7%	25	农林牧渔	-13.3%	-11.9%
26	煤炭	8.1%	-3.3%	26	社会服务	-14.6%	-13.3%
27	国防军工	7.9%	-3.5%	27	纺织服饰	-15.6%	-14.3%
28	银行	7.8%	-3.6%	28	轻工制造	-15.9%	-14.5%
29	电子	5.5%	-5.9%	29	医药生物	-16.5%	-15.2%
30	公用事业	2.1%	-9.3%	30	计算机	-17.0%	-15.6%
31	石油石化	0.7%	-10.7%	31	综合	-19.7%	-18.3%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图34: 2024年9月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现

当月				年初至今			
序号	行业	涨跌幅	超额收益	序号	行业	涨跌幅	超额收益
1	乳品	20.9%	9.5%	1	软饮料	9.0%	10.3%
2	零食	19.4%	8.1%	2	乳品	-0.9%	0.4%
3	预加工食品	14.7%	3.3%	3	调味发酵品III	-4.1%	-2.8%
4	调味发酵品III	14.4%	3.0%	4	零食	-11.1%	-9.7%
5	烘焙食品	11.2%	-0.2%	5	肉制品	-11.2%	-9.9%
6	保健品	11.0%	-0.4%	6	保健品	-16.2%	-14.9%
7	软饮料	10.9%	-0.5%	7	预加工食品	-20.2%	-18.8%
8	肉制品	8.4%	-3.0%	8	烘焙食品	-23.4%	-22.1%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 行业估值表现

从行业估值来看,截至2024年9月29日,烘焙食品/肉制品/零食/调味发酵品/软饮料/乳品/预加工食品板块 PE-TTM 分别为 21.7/28.9/27.5/21.7/25.6/16.3/20.0X。

图35: 食饮子行业市盈率变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

9月底多项重磅政策出台提振内需消费，非酒类板块率先迎来超跌反弹，我们认为估值修复行情演绎到一定阶段后应积极关注基本面信号，后续包括国庆动销、三季报业绩亮点与元旦春节备货情况。建议关注顺周期+旺季催化的餐饮供应链、乳制品板块。此外，继续关注业绩韧性较强的零食、饮料、调味品板块。个股方面，关注东鹏饮料/欢乐家/李子园/海天味业/中炬高新/天味食品/三只松鼠/洽洽食品/安井食品/伊利股份/新乳业。

五、风险提示

需求恢复不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

图表目录

图 1: 我国包装饮用水行业规模与增速	3
图 2: 我国饮用纯净水行业规模与增速	3
图 3: 我国人均包装水消费量有望提升	3
图 4: 中大规格包装水为家庭消费新增长点 (收入, 亿元)	3
图 5: 2023 年包装饮用水竞争格局	4
图 6: 2023 年饮用纯净水竞争格局	4
图 7: 二十年包装水行业竞争格局演绎	4
图 8: 华润饮料发展历程	5
图 9: 华润饮料营业收入及增速	5
图 10: 华润饮料归母净利润及增速	5
图 11: 华润饮料分产品毛利率	6
图 12: 华润饮料费率结构	6
图 13: 华润饮料产品结构	7
图 14: 经销模式收入占比	8
图 15: 经销商数量基本稳定 (个)	8
图 16: 次级经销商数量快速增加 (个)	8
图 17: 公司网点城市级别分布	8
图 18: 怡宝为中国国家队官方饮用水	9
图 19: 马拉松奥运冠军担任怡宝推广大使	9
图 20: 华润饮料上市前股权结构	9
图 21: 2024 年 9 月 PET 瓶片价格同比加速下行	11
图 22: 2024 年 9 月瓦楞纸价格同比持续下行	11
图 23: 2024 年 9 月玻璃价格同比加速回落	12
图 24: 2024 年 9 月包膜价格同比转为下行	12
图 25: 2024 年 9 月白糖价格同比下降	12
图 26: 2024 年 9 月棕榈油价格回升	12
图 27: 2024 年 8 月面粉价格同比下降	12
图 28: 2024 年 9 月鹤鹑蛋价格同比下降	12
图 29: 2024 年 9 月大豆价格同比下降	13
图 30: 2024 年 9 月猪肉价格同比上涨	13
图 31: 22 年以来原奶价格持续处于下行通道	13
图 32: 2024 年 7 月 GDT 全脂奶粉、脱脂奶粉价格同比上涨	13

图 33: 2024 年 9 月食品饮料在全行业涨幅位居第 6 名 14

图 34: 2024 年 9 月食品饮料非酒子行业涨跌幅表现..... 15

图 35: 食饮子行业市盈率变动情况..... 15

表 1: 华润饮料品牌与产品情况6

表 2: 华润饮料管理团队履历 10

表 3: 2024 年行业核心原材料价格变动..... 11

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn