

# “怡宝”的角色

记者 余诗婕

有这么一家企业，从喝水这一小小需求入手，大胆闯入了一个在当年令国人“匪夷所思”的空白市场——瓶装饮用水，开创了境内饮用水消费时尚。

近日，“怡宝”母公司华润饮料（控股）有限公司（下称“华润饮料”）计划在港交所进行首次公开募股（IPO），中银国际、中信证券、美林证券以及瑞银证券担任联席保荐人。

值得注意的是，作为包装水行业的“先驱”，华润饮料的明星产品“怡宝”似乎总是被农夫山泉压一头，常年“屈居第二”。现如今行业竞争压力大，公司亦面临转型之忧，产品多元化势在必行……

## 包装水“先驱”

“民以食为天，食以水为先”。从古人只能在河边、溪边取水，到如今经过现代化工厂处理的饮用水，科技已经悄然改变了我们的生活方式。

1984年11月19日，被深圳发展机遇所吸引的贵阳刺梨产品开发公司来到深圳蛇口工业区，想把“刺梨汁”这种贵州特有的饮料通过深圳推向全国，于是便有了怡宝的前身——中国龙环有限公司（下称“龙环公司”）。

此后不久，内地进入通货膨胀快速上涨时期，宏观经济增速大幅下降，对深圳的经济冲击尤其大，饮料市场一度萧条。再加上可口可乐、百事可乐等外资品牌强势进攻，不断在内地饮料市场攻城略地，中国饮料市场竞争日益激烈，小企业被迫在夹缝中生存，另辟蹊径谋发展变得尤为迫切。

1990年，得益于深圳这个改革开放的窗口，公司率先从香港引入包装水概念，在内地正式推出“怡宝”牌纯净水，填补市场空白，成为内地瓶装饮用水的先行者。

当时，龙环公司聘请了一家香港设计公司进行包装设计，以法文“C'est-bon”作为商标，寓意美好，呼应“怡宝”的品牌名称。

1991年末，万科集团入主中国龙环，成为控股股东。公司开始正式发力饮用水市场，放弃其他生产线，专门生产销售纯净水。

然而，20多年前，一瓶怡宝水的售价为3元，坊间笑称“水比油贵”，喝纯净水一时成为身份和地位的象征。但正因为是奢侈品，所以当时售卖纯净水的企业也不是很多，纯净水的销售渠道也较为单一，想要更大的舞台，就要依赖过硬的产品质量和强大的品牌优势。

给业界带来惊喜和希望的是上世纪90年代中期，怡宝率先把销售策略纳入企业的经营管理体系当中，开始大规模的品牌与营销投放。

至此，饮用水行业也完成了最初的萌动，各类品牌开始大量涌现，饮用水市场活跃了起来。

时至1996年，正值包装水大流通时期，怡宝利润空间有所减少，主要竞争对手低价冲击，抢占市场；又恰逢万科实行发展战略调整，专心发展房地产业务，决定对万科下属的非核心企业关、停、并、转。属于饮料业务的怡宝公司首当其冲，成为第一个被剥离出来的企业。

几乎是同一时间段，华润创业先后参与了啤酒、地产、消费品、零售、燃气、水泥等15个行业的并购整合，先后为华润集团孵化、分拆出多家上市公司。

于是在1996年8月，公司被华润集团旗下的华润创业有限公司全面收购，并更名为怡宝食品饮料（深圳）有限公司。

2001年怡宝全面更换新包装，启用了一直沿用至今的新包装，从此“小绿瓶”开始走入家家户户。

2007年，怡宝启动全国性品牌发展战略，销量突破百万吨，进入国内饮用水



资料图片

行业第一阵营。

目前，华润集团所属企业之中，已经有八家在香港联交所上市，九家在内地A股市场上市。

一旦华润饮料成功上市，华润集团也将收获自己的第18个IPO。

## 竞争激烈

招股书显示，华润饮料拥有怡宝、至本清润、蜜水系列、假日系列及佐味茶事等13个品牌的产品组合，共计56个SKU，产品组合覆盖包装饮用水、茶饮料、果汁饮料等。

从财务数据来看，2021年至2023年（下称“报告期”），华润饮料的营业收入分别为113.4亿元、126.2亿元和135.1亿元，毛利率分别为43.8%、41.7%和44.7%，净利润率分别为7.6%、7.8%及9.9%。

从数据看来，在过去的三年里，华润饮料的收入稳步增长、盈利水平不断提

高。

灼识咨询报告显示，在整个包装饮用水市场，2023年农夫山泉以23.6%的市场份额位列第一，华润饮料旗下的怡宝紧随其后，市场份额为18.4%。但在更细分的纯净水领域，2023年，专攻纯净水的怡宝的市场零售额为395亿元，以32.7%的市场份额成为龙头。

此外，华润饮料分别在菊花茶饮料细分市场排名第一，在风味水细分市场排名第二。

值得注意的是，华润饮料能交出优秀的“答卷”，除了自身能力外，还要得力于中国庞大的包装水市场。

根据灼识咨询报告，2023年中国包装饮用水市场零售额将达到2150亿元，从2018年到2023年的年均复合增长率为7.1%，预计到2028年将达到3143亿元，从2023年到2028年的年均复合增长率为7.9%。

就零售额而言，2023年，该市场将占中国即饮饮料市场的23.6%，预计

到2028年将保持领先地位。

此外，从零售方面来看，纯净饮用水是中国包装饮用水市场最大的细分市场，2023年的零售额将达到1206亿元，占中国包装饮用水市场的56.1%。预计该细分市场将继续增长，到2028年零售额将达到1798亿元，占中国包装饮用水市场的57.2%。

由于纯净饮用水具有生产扩张快、物流成本低以及与健康和安全相关的内在质量等特点，预计在未来五年内仍将保持其突出地位，并将以高于包装饮用水市场所有其他细分市场的速度增长。

然而，随着消费升级新趋势和人们对美好生活的追求，一瓶普通的包装水早已不能满足消费市场的需求，多元化市场开始发力。农夫山泉、娃哈哈、百岁山、康师傅等品牌后来居上，包装水市场百花齐放。

为了打破这一局面，扩大自身的知名度，华润饮料以体育营销为重点去推广产品，从2013年起便一直与马拉松等

体育赛事合作。后来，该公司不仅成为TEAM CHINA/中国国家队合作伙伴，还与中国足球协会超级联赛建立冠名合作。

与此同时，一场没有硝烟的战争也在包装水业弥漫开来。

一句“大自然的搬运工”，农夫山泉凭借“天然水概念”将一众纯净水企业击败，坐到了行业头把交椅上。

此后多年，华润饮料一直位居包装饮用水第二名的位置。

在这期间，农夫山泉于2020年率先在港交所上市，正式与华润饮料拉开距离。

此外，从财务数据来看，2023年，华润饮料实现营业收入135.15亿元。而对比来看，同年农夫山泉营收规模达429.16亿元，是华润饮料的3倍之多。

追本溯源，或是因为华润饮料过于依赖包装水。

从营收结构来看，华润饮料超9成的营收来自于包装饮用水产品。

事实上，华润饮料也意识到了这点。从此次上市主体是“华润饮料”，而非大众知名度更高的华润怡宝可以发现，公司并不满足于明星产品“怡宝”，而将企业愿景定义为“做优、做强，成为世界一流综合饮料企业”，显示公司早已对饮料业务有更长远的战略规划。

因此，产品多元化势在必行。

招股书显示，华润饮料此次IPO计划将募资金额主要用于产能扩张以及战略性扩张，以提高整体供应链效率，加速销售渠道扩张并提升渠道效率，公司计划开展销售和营销活动，增强产品研发能力，提升数字化能力，进行潜在投资和并购的机会等。

除此之外，华润饮料还计划继续增强和优化企业的销售以及营销力度，与中国国家队以及足球队等进行深入合作，通过电视广告、短视频等新媒体平台去更进一步塑造企业形象。

# 博雷顿“低价”之忧

记者 李昕

在国家进一步倡导“双碳”环保目标的背景下，新能源应用已经深入各行各业，产业形态不断升级换代。

其中，新能源工程机械制造商博雷顿科技股份有限公司（下称“博雷顿”）此前向港交所递交了首次公开募股（IPO）申请。据悉，博雷顿曾接受A股上市辅导，并于2023年4月至2024年1月递交了4份辅导进展报告，最终于2024年4月1日终止了A股上市流程，选择了赴港上市。翻阅其招股书，记者发现，公司目前面临较为急迫的融资需求。

身处重资产行业，面对行业激烈的竞争格局，企业往往倾向于采取低价策略以及宽松销售策略来提高市场份额，但随之而来的就是产品利润空间进一步被挤压。同时，硬件设备的快速迭代及研发投入要求，成为公司源源不断的出血口。在这种情况下，此次能否登陆二级市场顺利获得募资，对于博雷顿来说，意义重大。

## 低价策略

根据招股书，公司目前的产品主要分为四大类，分别为新能源装载机、新能源宽体自卸车、新能源牵引车以及设备及配件。

目前来看，新能源装载机业务是公司营收的主要来源，2023年，该业务收入占总营收的比重为60.6%，第二大营

收来源为新能源宽体自卸车业务，2023年的营收占比为27.3%，其他两项业务的营收占比则相对较小，2023年营收贡献占比大约为10%。

从增长速度来看，2021年至2023年（下称“报告期”），公司装载机和自卸车产品的收入增长十分迅猛，复合增长率分别为82.15%和254.54%。

不过，收入迅速增长的背后，却是依旧相对微薄的利润空间。公司在招股书中虽未披露具体产品的毛利率，但是整体毛利率在报告期内分别只有3.7%、2.3%及2%，且呈现逐年下滑趋势。

另外，公司的营收虽然在过去三年呈现迅猛增长的趋势，复合增长率达52.15%，但与之对应的销售成本的复合增长率为53.29%，略高于营业收入的增长。

这背后反映的是公司所在行业的基本特征，即技术复杂度高、发展迅速，需要公司不断投入资金进行设备的维护、更新或升级，且需要大量的资源投入来增加研发能力。

对此，相关行业内人士指出，重资产行业的一大特点，就是一旦没有新需求后，已经投入的产能退不出来，如果强制退出的话，原有产品价值将会归零。因而在行业需求饱和的情况下，企业为了争夺市场，最常见的手段就是以可变成成本为底线展开价格战，不断降价，力求降低生产的固定成本。

公司不断降低的毛利率也反映了其在激烈市场竞争中的应对策略：不断追



图虫创意

求规模的扩张，以偏低的价格抢占更多的市场份额。

体现在具体业务上，从占公司营收大头的装载机产品来看，报告期内，装载机产品的出货量逐年提高，从126辆增长至484辆，但与之对应的每台机器的售价却从67.3万元下降至58.1万元，这也从侧面反映出产品本身不具备在销量提高的情况下的提价能力。

未来市场竞争逐渐加剧，公司缺乏足够的提价能力，一味依赖降价的策略，还能否继续保持营收的增长？

## 急需融资

而从公司与客户的关系上来看，公司应收类占比较大，背后反映的是其在产业链中的话语权不强。

招股书显示，公司的应收账款主要由两部分组成，分别为流动资产里的贸易和其他应收款项，以及其他非流动资产里的“贸易应收账款净额”。报告期内，这两部分相加，绝对数字从1.74亿元上涨至4.86亿元，占总资产的比例分别为35.8%、32.47%、33.9%，占据不小的份

额。

应收账款是客户拖欠公司的货款，存在无法偿还的风险。为此公司过去三年计提了金额较大的坏账准备，以应对可能出现的违约风险。

根据公司披露的数据，报告期内，贸易及其他应收款项以及已发出的财务担保的减值损失分别为0.15亿元、0.27亿元和0.38亿元，分别占当年营收的7.7%、7.5%和8.2%。

过高的计提损失首先是对于净利润造成直接冲击，其次反映了公司在与客户合作中缺乏话语权。过去三年应收

类账款的复合增长率为67.03%，高于同期营业收入增长的52.15%，这也体现了公司一定程度上放宽了信用政策，加大了赊销的力度。

报告期内，公司与前五大客户占总营收的比重分别为48.3%、34.9%以及43.4%，可见公司由于在产业链上缺乏足够的话语权，需要通过赊销来换取合作机会，一旦出现大客户无法继续合作的情况，过多的应收账款会直接导致公司账上无足够的可用现金，继而影响公司的正常经营活动。

另外，结合公司现金流量表中的数据，报告期内，公司依靠融资活动所得现金净额分别为3.36亿元、5.22亿元及5.31亿元，而公司年末现金及现金等价物分别为0.61亿元、2.70亿元、4.22亿元。也就是说，报告期内，公司现金及现金等价物的增长主要是依赖融资活动所得现金净额来维持。

截至2023年末，公司贷款及借款共计1.53亿元，一年内应偿还的贷款及借款为0.99亿元，有一定的偿债压力。同时由于重资产模式要求不断投入研发费用，也成为公司源源不断的出血口，报告期内，公司研发费用分别为0.32亿元、0.45亿元，以及0.69亿元，呈不断上升趋势。

如此来看，公司上市回血的需求紧迫。据招股书披露，此次IPO，公司拟将募资金额用于新产品的开发及服务、建立制造工厂及采购必要机器、扩大公司的销售及网络等。