下载日志已记录，仅供内部参考

泉阳泉（600189）

白山松水有活泉

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,198	1,258	1,511	1,786	2,073
同比（%）	6.77	5.01	20.12	18.23	16.06
归母净利润（百万元）	6.14	15.08	60.77	163.75	250.21
同比（%）	101.34	145.53	303.04	169.44	52.80
EPS-最新摊薄（元/股）	0.01	0.02	0.08	0.23	0.35
P/E（现价&最新摊薄）	867.61	353.36	87.67	32.54	21.30

投资要点

- **饮水思源知兴替，经营管理稳交接。**公司前身吉林森工是吉林省采伐公司，2016~2017 年公司通过资产重组并入矿泉水和园林工程业务，确定“一主一辅”发展战略；2021 年辅业确立保质量经营方针，战略重心更向矿泉水主业倾斜。公司背靠吉林省国资委，2025 年吉林省国资委持有 31.72%股份。25M9 管理团队全面换届，经营管理稳健交接。

- **天然矿泉积水成渊，白山松水钟灵毓秀。**包装水是软饮料最大细分板块，市场规模稳健增长。1）2025 年中国、日本、美国包装水人均消费量分别为 39、41、97 升/人（其中纯净水人均消费量为 26、6、45 升/人），2025 年中国、日本、美国纯净水销量占包装水比重分别为 67%、14%、46%，同时 2016~2025 中国包装水/天然矿泉水销量 CAGR 分别为 5.5%/5.8%，对比来看国内天然矿泉水渗透率提升空间大；2）天然矿泉水格局尚未成型，2025 年百岁山、蓝剑、泉阳泉销量市占率分别为 33%、7%、4%。产品工业化量产门槛高，优质水源地具有稀缺性和生产排他性、且采矿许可证取得周期长。东北天然矿泉水消费教育更成熟，泉阳泉在东北市场资源禀赋优秀，牢据多处优质水源，并享受省级政策支持。

- **扎根东北挺进京津，提能蓄力再启新程。**“一个中心、两翼齐飞、挺进京津、全国布局”，泉阳泉区域扩张成长性亮眼：1）立足森林大健康产业，中心区域站稳产品高地。600ml/2L 拳头产品是区域扩张渗透核心抓手，承担先行教育消费者职责。2023 年以来吉林省内市场加速推进高端矿泉水项目、重点培育特色饮料第二曲线，站稳品类高地。2）渠道战略因地制宜，精耕核心攻坚两翼、积极渗透外围市场。吉林精耕细作，辽黑两翼市场坚持攻坚，以辽宁为抓手打造沈阳/大连品牌高地，同时京津及外围市场持续渗透。3）增能扩产有序推进，增厚区域扩张安全垫。2024 年天然矿泉水产能大致 140 万吨，2025 年以来推进增能扩产 40 万吨，后续储备第二战略水源 200 万吨项目，我们测算中期销量空间至少可看至 336 万吨。横向对比百岁山与泉阳泉，资源禀赋优秀与核心区域价格亲民是相似点，泉阳泉品牌营销力度和物流运输建设优化空间明确。

- **甩掉包袱深蹲起跳，积蓄业绩弹性势能。**自 2025 年以来，公司加大力度优化资产结构、稳步出清陈年历史包袱，伴随非核心资产剥离进程推进，中期盈利水平有望向 2025 矿泉水 20%净利率靠拢。2022~2025 年矿泉水销量、吨单价 CAGR 分别为 19.4%、-6.3%，吨单价下滑主要系大包装产品占比高且增速快于即饮装，后续伴随外围市场从品类导入期进入成长放量阶段，即饮装占比有望迅速提升。此外公司采用年度预付款锁价采购模式，亦能够在一定程度上对冲短期原料成本上涨压力。

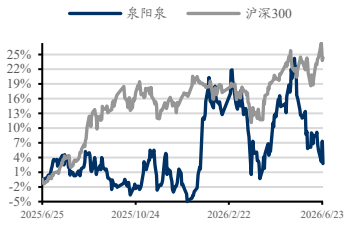
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026~2028 年归母净利为 0.6、1.6、2.5 亿元，同比+303%、+169%、+53%，对应 PE 为 88、33、21x，基于公司兼具区域扩张成长性和盈利弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**资产剥离/扩产项目落地不及预期，运输设施建设不及预期。

2026 年 06 月 25 日

证券分析师 苏铖
执业证书：S0600524120010
such@dwzq.com.cn
证券分析师 郭晓东
执业证书：S0600525040001
guoxd@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.45
一年最低/最高价	6.83/9.19
市净率(倍)	4.31
流通 A 股市值(百万元)	5,328.22
总市值(百万元)	5,328.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.73
资产负债率(%,LF)	65.20
总股本(百万股)	715.20
流通 A 股(百万股)	715.20

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 饮水思源知兴替，经营管理稳交接 5
1.1. 深耕长白山生态资源，产业转型奠定“一主一辅”发展基调 5
1.2. 背靠吉林省国资委，管理团队平稳交接 8
2. 天然矿泉积水成渊，白山松水钟灵毓秀 9
2.1. 包装水结构向上趋势确定，天然矿泉水引领量价轮动 9
2.2. 全国格局尚未固化，东北市场孕育肥沃竞争土壤 13
2.3. 背靠长白山产区优势，泉阳泉资源禀赋优秀 17
3. 扎根东北挺进京津，提能蓄力再启新程 19
3.1. 立足森林大健康产业，中心区域站稳产品高地 20
3.2. 精耕核心攻坚两翼，积极渗透外围市场 21
3.3. 增能扩产有序推进，增厚区域扩张安全垫 23
3.4. 百岁山复盘：巧妙借力摆脱枷锁，高举高打攻入东北 25
4. 甩掉包袱深蹲起跳，积蓄业绩弹性势能 28
5. 盈利预测与投资评级 30
6. 风险提示 31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 1995~2025 年泉阳泉营业收入及同比增速 5
图 2: 1995~2025 年泉阳泉归母净利润 5
图 3: 泉阳泉主要发展历程梳理 5
图 4: 2015 年以前营收以原木生产和销售为主 6
图 5: 2005~2025 年木材及林业产品营收及同比增速 6
图 6: 2005~2025 年门业营收及同比增速 6
图 7: 2022~2025 年门业净利润&净利率 6
图 8: 2017~2025 年园林工程营收及同比增速 6
图 9: 2022~2025 年园林工程净利润 6
图 10: 2017~2025 年矿泉水业务营收及同比增速 7
图 11: 2022~2025 年矿泉水业务净利润 7
图 12: 泉阳泉饮品股权结构变化&泉阳泉吸收合并泉阳泉饮品当年股权结构 7
图 13: 2017 年以来产品结构变为“一主一辅” 7
图 14: 2021~2025 高质量发展的矿泉水主业为结构亮点 7
图 15: 泉阳泉股权结构图（截至 2025A） 8
图 16: 泉阳泉董事长、总经理换届变化梳理 8
图 17: 2020~2025 年中国软饮料市场结构拆分 10
图 18: 2020~2025 软饮料各子赛道销售额及期间 CAGR 10
图 19: 2020~2025 年中国包装水市场规模及同比增速 10
图 20: 2021~2025 年包装水市场量价拆分 10
图 21: 包装水市场各发展阶段量价增速对比 11
图 22: 2015 年底包装水价格带抬升至 2 元 11
图 23: 2016 年以来头部水厂陆续布局天然矿泉水产品 11
图 24: 近年头部水厂陆续推出大包装产品 11
图 25: 大包装产品加速办公、家庭场景扩容 11
图 26: 2017~2025 年中大规格包装水市场规模迅速扩容 12
图 27: 各规格包装水消费场景梳理 12
图 28: 中国与海外成熟市场包装水销量结构对比 12
图 29: 天然矿泉水相较纯净水和天然水标准更严格 13
图 30: 2016~2025 中国天然矿泉水市场销量及同比增速 13
图 31: 2016~2025 天然矿泉水销量增速领跑包装水整体 13
图 32: 中国非纯净水渗透率提升空间亮眼 13
图 33: 中国包装水市场及各细分品类竞争格局（按销量计，2025A） 14
图 34: 2025 年软饮料各细分板块销量 CR3&CR5 对比 14
图 35: 2025 包装水各细分板块 TOP2-5 销量市占率对比 14
图 36: 饮用天然矿泉水国标（GB 8537-2018）梳理 15
图 37: 天然矿泉水采矿许可证办理流程梳理 15
图 38: 天然矿泉水工业化量产门槛高 15
图 39: 全国各省份包装水竞争地图（2023A） 16
图 40: 百岁山天然矿泉水水源地布局集中南方 16
图 41: 24M11~25M10 矿泉水销售额同比增速领跑同业 16
图 42: 东北区域天然矿泉水认知教育逻辑梳理 17

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：泉阳泉产品底色优秀逻辑梳理.....18
图 44：泉阳泉天然矿泉水源分布围绕长白山核心区域.....18
图 45：天然矿泉水源类别梳理.....18
图 46：吉林省政府强化矿泉水配套运力保障路网建设.....18
图 47：吉林省政府建立生态“红/黄线”保护机制.....18
图 48：泉阳泉区域扩张战略蓝图.....19
图 49：2021~2025 年矿泉水业务各区域营收及同比增速.....19
图 50：2021~2025 年矿泉水业务各区域营收结构.....19
图 51：泉阳泉天然矿泉水产品矩阵梳理.....20
图 52：高端含气矿泉水项目时间轴梳理.....21
图 53：泉阳泉食品公司陆续布局长白山特色饮料产品.....21
图 54：泉阳泉白桦树原汁特点梳理.....21
图 55：2022~2025 年泉阳泉食品子公司净利润.....21
图 56：泉阳泉渠道分层战略梳理.....22
图 57：吉林核心市场渠道战略梳理.....22
图 58：辽黑两翼市场渠道战略梳理.....22
图 59：泉阳泉大客户渠道建设逻辑梳理.....23
图 60：2025 核心客户矿泉水销售额及占水业营收比重.....23
图 61：泉阳泉矿泉水业务各区域毛利率.....23
图 62：国内主要运输方式运输成本对比.....23
图 63：泉阳泉产能扩张路径梳理.....24
图 64：2021~2025 年矿泉水业务产能利用率迅速拉升.....24
图 65：圣水泉感官指标良好、地理位置靠近 201 国道.....24
图 66：百岁山成功实现全国化逻辑梳理.....26
图 67：主要包装水品牌核心产品价格带分布.....26
图 68：品牌广告将“百岁山=水中贵族”刻入消费者认知.....27
图 69：体育营销进一步拔高品牌站位.....27
图 70：百岁山“南水北调”逻辑梳理.....27
图 71：2022~2025 年泉阳泉各业务净利率拆分.....28
图 72：泉阳泉盈利中枢提升路径梳理.....28
图 73：泉阳泉与农夫山泉包装水业务净利率对比.....28
图 74：泉阳泉水业远期盈利空间逻辑梳理.....28
图 75：2023~2025 年矿泉水业务吨价、销量及规模增速.....29
图 76：2022~2025 年矿泉水业务吨成本及同比增速.....29
图 77：泉阳泉矿泉水业务成本结构拆分（2025A）.....29
图 78：原油价格与 PET 原材料价格走势基本一致.....29

表 1：泉阳泉核心管理团队梳理（截至 2025A）.....9
表 2：中性预期下泉阳泉市场空间测算.....25
表 3：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）.....30
表 4：可比公司估值表（截至 2026/06/24 收盘价）.....31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

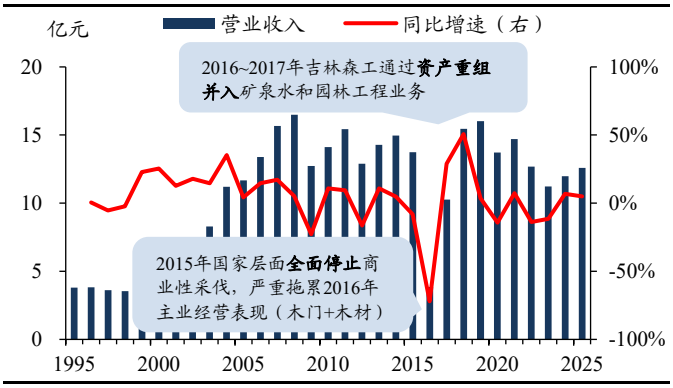
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 饮水思源知兴替，经营管理稳交接

1.1. 深耕长白山生态资源，产业转型奠定“一主一辅”发展基调

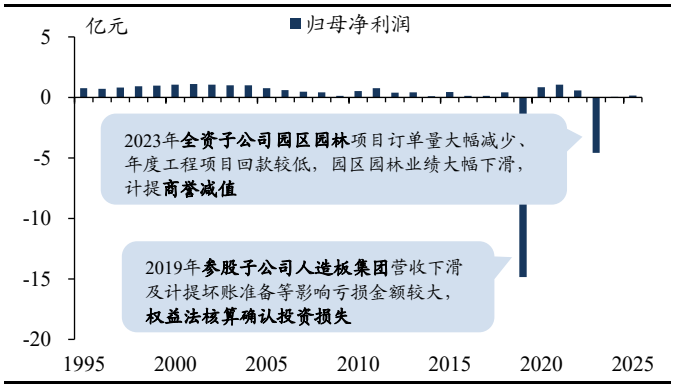
从林业到矿泉水和园林工程，深度参与长白山资源转化，服务地方经济。公司前身吉林森工是吉林省采伐公司，早年以原木生产和销售为主业，核心产品包括人造板、林化产品、纸类产品、木材产品、进口木材贸易及定制家居业务等。2015 年国家层面全面停止商业性采伐，严重拖累主业经营表现，同年公司将人造板业务相关资产负债作为出资资产注入参股子公司人造板集团。2016~2017 年公司陆续通过资产重组并入矿泉水和园林工程业务，确定矿泉水和园林木门的“一主一辅”发展战略。近年受地产和宏观因素掣肘，园林木门辅业经营承压，2021 年辅业确立保质量经营方针，优化木门经营管理、有序剥离园林业务，战略重心更向矿泉水主业倾斜。2021~2025 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为-3.8%、-38.5%，2025 年实现营收 12.6 亿元、同比+5.0%，实现归母净利润 0.2 亿元、同比+145.5%。

图1：1995~2025 年泉阳泉营业收入及同比增速



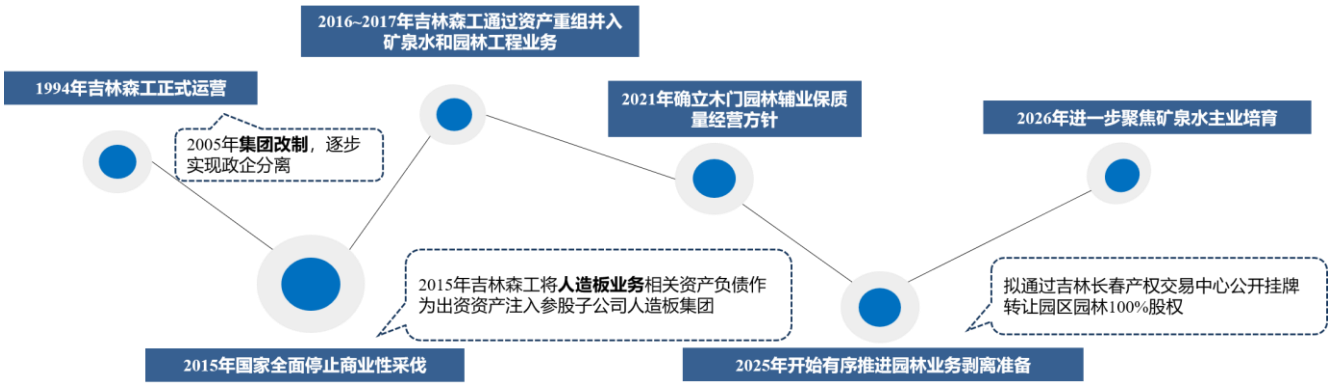
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：1995~2025 年泉阳泉归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：泉阳泉主要发展历程梳理

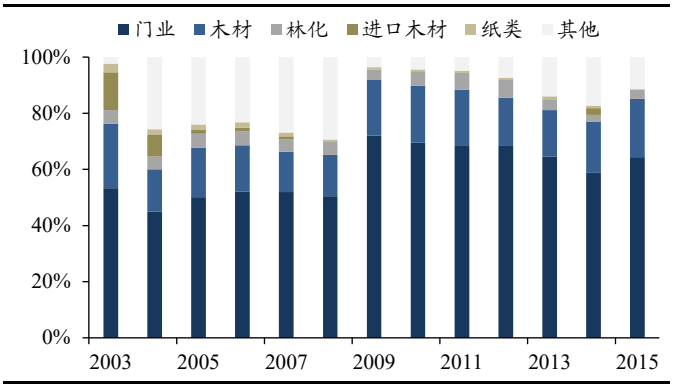


数据来源：公司公告，国家林业和草原局公众号，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

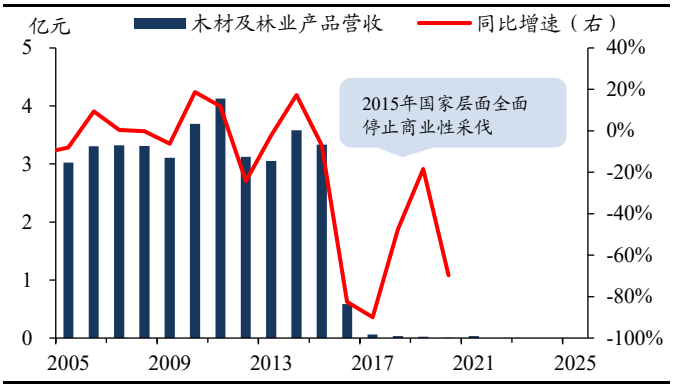
下载日志已记录，仅供内部参考

图4：2015 年以前营收以原木生产和销售为主



数据来源：Wind，东吴证券研究所

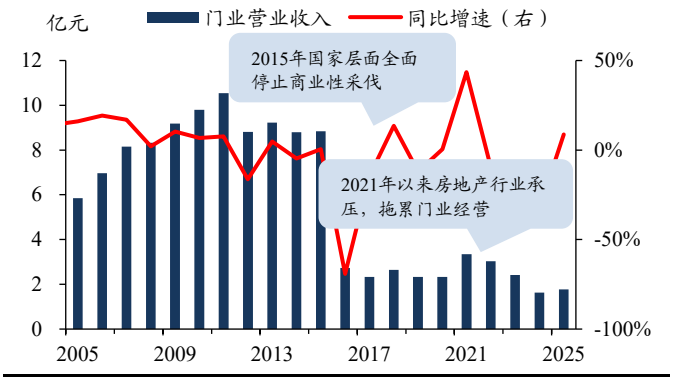
图5：2005~2025 年木材及林业产品营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

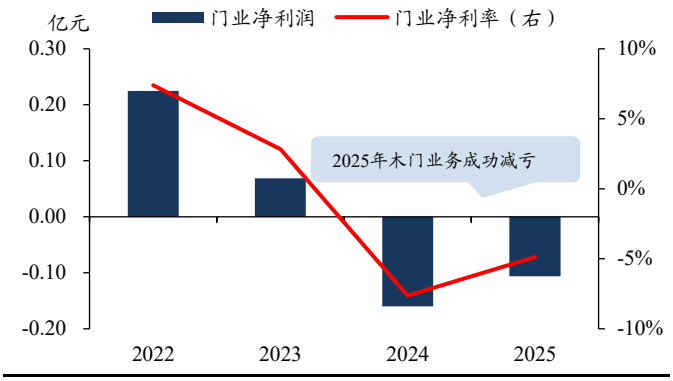
注：木材及林业产品数据包括门业、木材、林化、进口木材和纸类产品

图6：2005~2025 年门业营收及同比增速



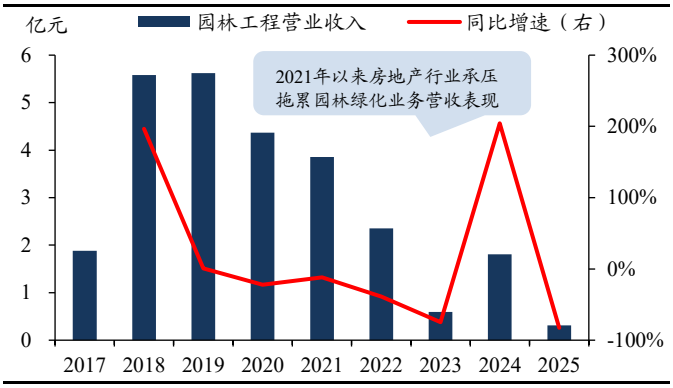
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2022~2025 年门业净利润&净利率



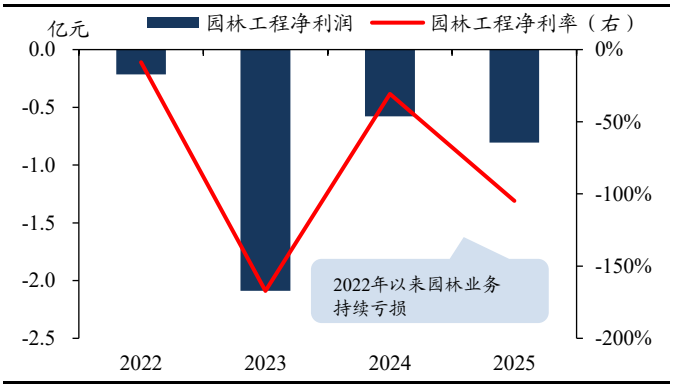
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2017~2025 年园林工程营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022~2025 年园林工程净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

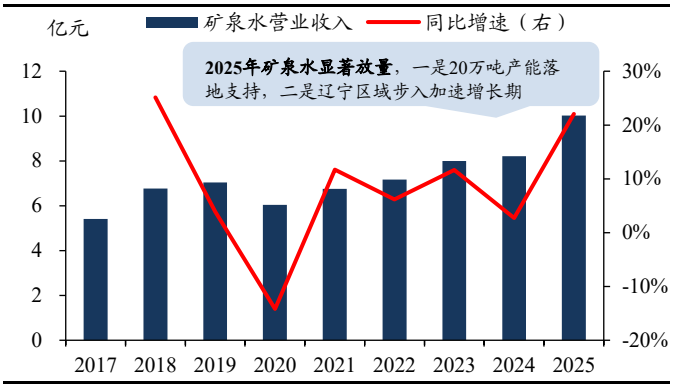
近年门业、园林辅业承压，矿泉水主业高质量发展显著提速。泉阳泉饮品由森工集团和泉阳林业局共同设立于 2001 年、是最早从事长白山矿泉水开发的本土企业，2007 年森工集团收购泉阳林业局持有全部股权、并陆续增资，2011 年引入睿德嘉信、2015 年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

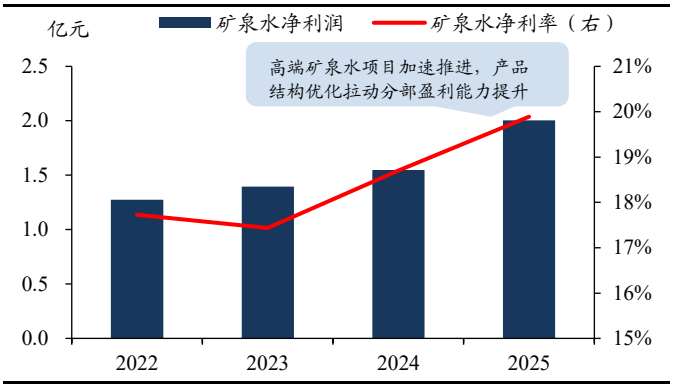
引入碧成合伙优化股权结构，2016 年森工集团设立泉阳泉吸收合并泉阳泉饮品，泉阳泉继承和承接泉阳泉饮品的全部资产、负债、业务及人员，同时泉阳泉饮品股东成为泉阳泉股东，截至 2025 年泉阳泉持有泉阳泉饮品 80%股份，形成少数股东权益。2021 年以来在门业、园林辅业承压背景下，矿泉水主业成为公司发展核心引擎，2021~2025 年矿泉水业务营收 CAGR 为 10.4%，2025 年实现营收 10.0 亿元、同比+22.0%。

图10：2017~2025 年矿泉水业务营收及同比增速



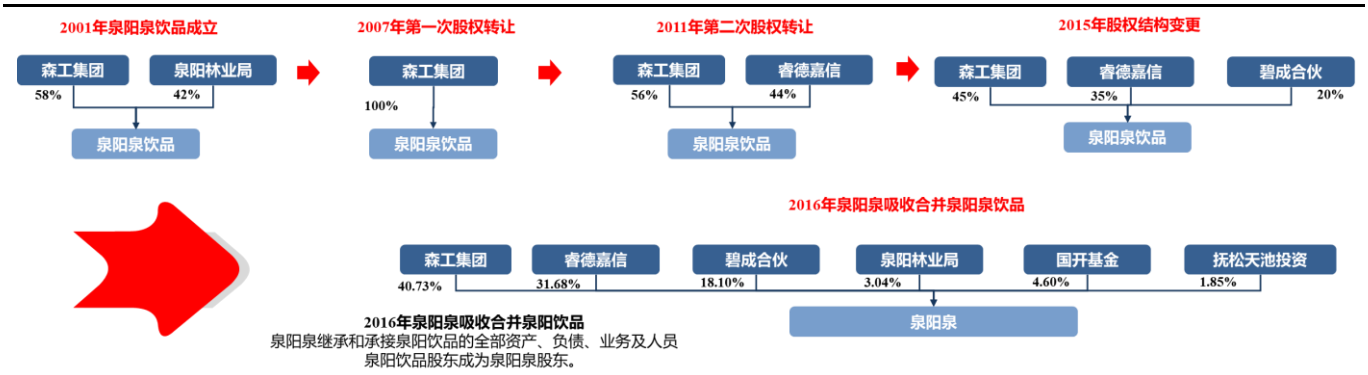
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022~2025 年矿泉水业务净利润



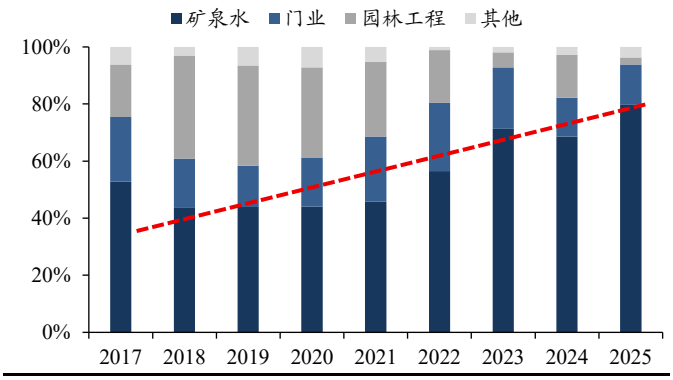
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：泉阳泉饮品股权结构变化&泉阳泉吸收合并泉阳泉饮品当年股权结构



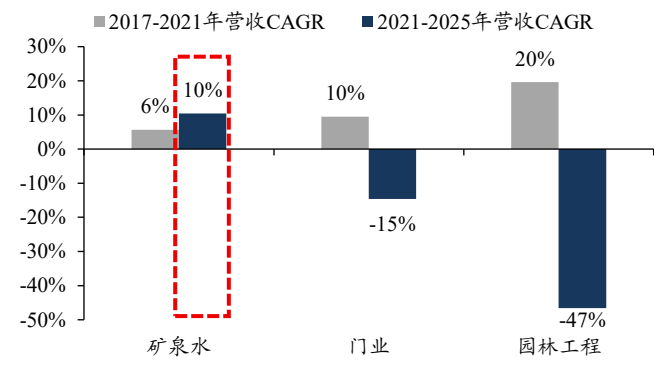
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2017 年以来产品结构变为“一主一辅”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2021~2025 高质量发展的矿泉水主业为结构亮点



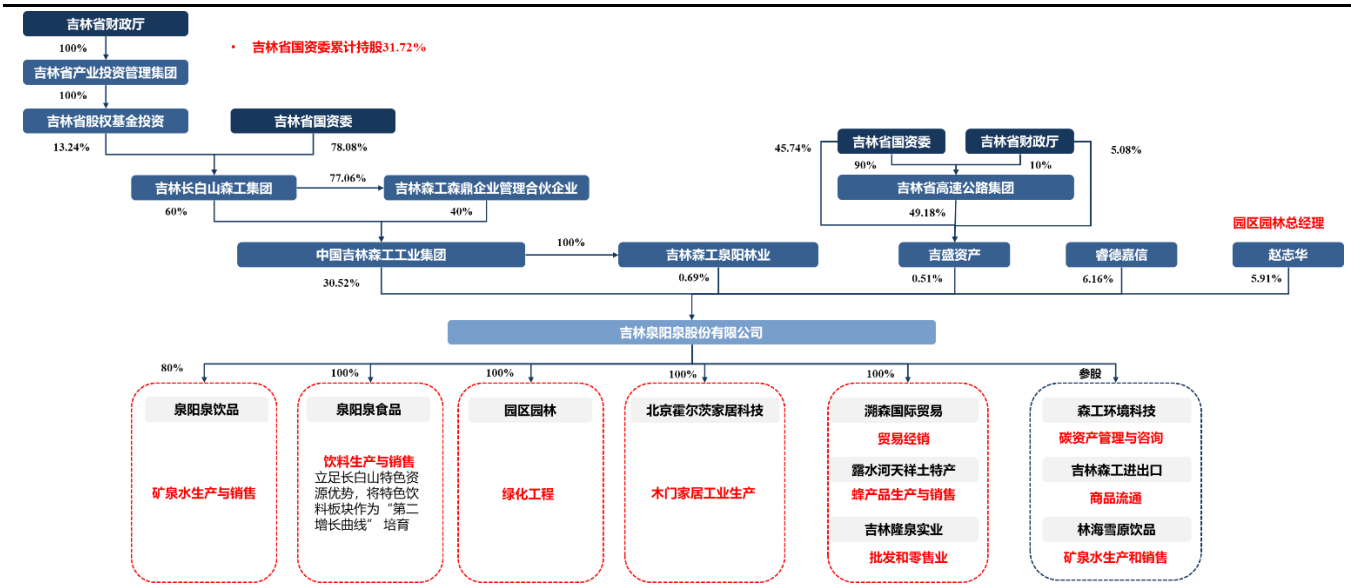
数据来源：Wind，东吴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 背靠吉林省国资委，管理团队平稳交接

背靠吉林省国资委，股权结构多元化。截至 2025 年吉林省国资委为公司实控人、持有 31.72%股份，其中通过森工集团、吉盛资产间接持有 31.2%、0.5%股份，此外睿德嘉信直接持有 6.2%股份、园区园林总经理赵志华直接持有 5.9%股份。

图15：泉阳泉股权结构图（截至 2025A）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

管理团队全面换届，经营管理平稳过渡。2025M9 公司完成董事会、管理层全面换届，程宇接任董事长、王怀波接任总经理。董事长程宇过去从政经验丰富，历任长春市交通运输局局长、长春市绿园区区委书记、辽源市市长等职位，同时总经理王怀波吉林森工体系内部成长，管理经验丰富。

图16：泉阳泉董事长、总经理换届变化梳理

	2019年公司高管构成		2025年公司高管构成
董事长	姜长龙 （吉林森工体系内成长，2016.09起任）	董事长	程宇 （上任前为**辽源市市长**，2025.09起任）
总经理	王尽晖 （吉林森工体系内成长， 2019.01起任）	总经理	王怀波 （吉林森工体系内成长， 2025.09起任）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：泉阳泉核心管理团队梳理（截至 2025A）

姓名	年龄	职位	履历
程宇	55	党委书记、董事长	历任吉林大学团委副书记，长春市广播电视局办公室副主任、主任，长春市南关区委常委、宣传部部长，共青团长春市委书记，长春市交通运输局局长，长春市绿园区委副书记、区长、区委书记，长春汽车经济技术开发区党工委副书记、管委会主任，辽源市委副书记、市长。现任吉林长白山森工集团有限公司党委书记、董事长，公司党委书记、第十届董事会董事长。
王怀波	55	党委副书记、董事、总经理	历任吉林森工集团投资公司副总经理，吉林森工金桥地板集团有限公司总经理，吉林森工森林特色食品有限公司董事长，中国吉林森林工业集团有限责任公司企业管理部部长、财务部部长，吉林长白山森工集团有限公司资产财务部部长。现任公司党委副书记、总经理、第十届董事会董事。
刘力武	56	董事	历任中国吉林森林工业集团有限责任公司机关党委书记、董事会秘书、董事。现任中国吉林森林工业集团有限责任公司党委副书记、董事，公司第十届董事会董事。
陈贵海	58	党委专职副书记、董事	历任松江河林业（集团）有限公司党委书记、董事长，中国吉林森林工业集团有限责任公司工会常务副主席，公司第九届监事会主席。现任公司党委专职副书记、第十届董事会董事。
苑占永	62	董事	历任唐山建龙公司总经理，北京华夏建龙矿业科技有限公司董事长，北京建龙重工集团有限公司副总裁，兼任中国矿业联合会主席团主席，中国冶金矿山企业协会副理事长，《矿业研究与开发》副理事长，公司第八届监事会监事、第九届董事会董事。现任北京华夏建龙矿业科技有限公司法定代表人、董事长，中国矿业联合会第七届理事会副会长，公司第十届董事会董事。
白刚	54	董事、财务总监	历任中国吉林森林工业集团有限责任公司财务部副部长，上海溯森国际贸易有限公司执行董事，吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司董事、财务总监，公司财务部部长。现任吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司董事，公司财务总监。
王作臣	59	副总经理	历任吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司党委副书记、董事会秘书、副总经理，北京森工食品有限责任公司党委书记、董事长、总经理，吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司党委书记、董事长，吉林森工森林特色食品有限公司党委书记、董事长，吉林省吉森丰华矿业集团有限公司监事会主席，吉林省自然王国健康食品有限公司董事长。现任吉林泉阳泉食品有限公司董事长、总经理，公司副总经理。
高世勇	48	董事会秘书	历任吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司战略策划部部长、品牌总监、总经理助理、董事会秘书，公司证券部副部长、部长、证券事务代表。现任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 天然矿泉积水成渊，白山松水钟灵毓秀

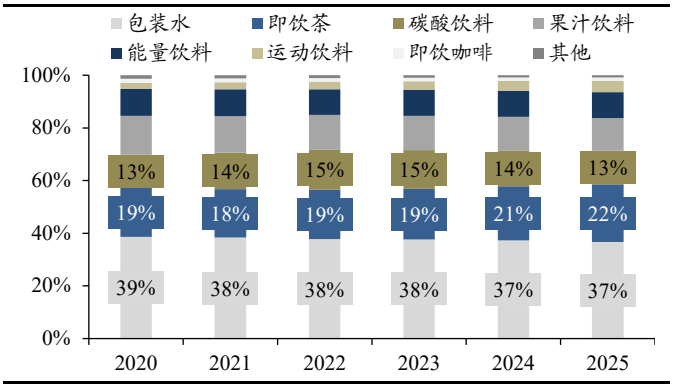
2.1. 包装水结构向上趋势确定，天然矿泉水引领量价轮动

包装水：软饮料最大细分板块，量增趋缓、价增中枢受到压制，市场规模稳健增长。包装水是软饮料最大细分子赛道，拆分软饮料结构看，2025 年包装水、茶饮料、碳酸饮料销售额分别为 2242、1332、778 亿元，销售额占比分别为 37%、22%、13%，包装水结构占比位居榜首且大幅领先。自 2016 年以来，中国包装水市场量增趋缓，近年受包装水价格战等因素掣肘，增长驱动量价轮换相对滞缓，叠加大包装加速拓宽包装水消费场景，2021~2025 年包装水市场规模 CAGR 为 4.8%，其中销量、吨价 CAGR 为 4.6%、0.2%，包装水市场依然以量增为核心引擎、价增相对薄弱。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

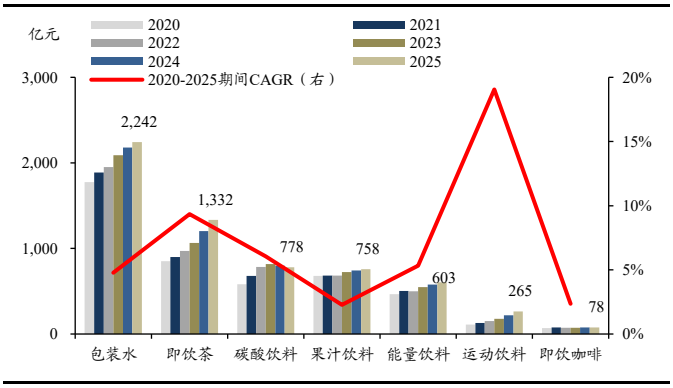
图17：2020~2025 年中国软饮料市场结构拆分



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

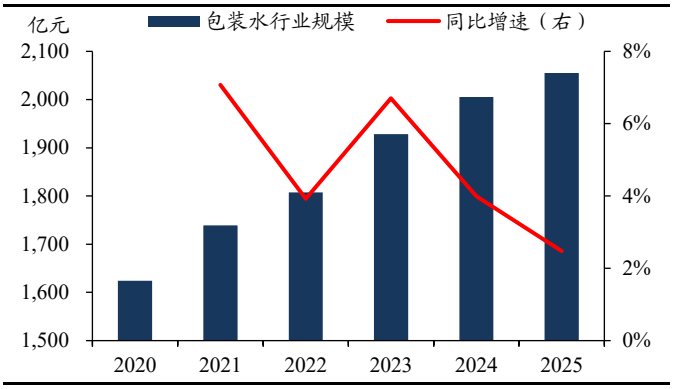
注：此处包装水口径为广义，包含碳酸、调味和功能型包装水，右同

图18：2020~2025 软饮料各子赛道销售额及期间 CAGR



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

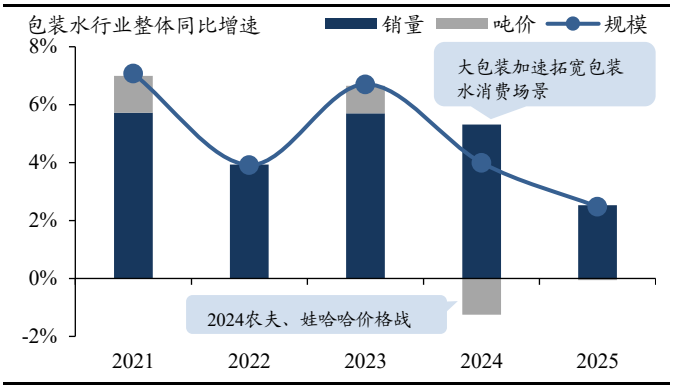
图19：2020~2025 年中国包装水市场规模及同比增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：此处包装水口径为狭义，不含碳酸、调味和功能型包装水，右同

图20：2021~2025 年包装水市场量价拆分



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

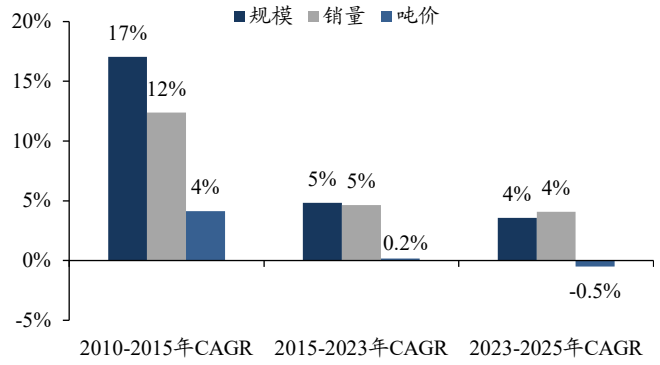
复盘 2010 年以来的中国包装水市场发展脉络，主要分为 1）2010~2015 年第一轮水战，天然水成功抢占纯净水份额，2 元价格带替代 1 元价格带成为主流。头部水厂在价格竞争中加速消费者认知教育，量价齐升带动行业高速增长，2010~2015 年市场规模 CAGR 为 17%，其中销量、吨价 CAGR 为 12%、4%。2）2015~2023 年头部水厂陆续向上布局天然矿泉水等产品，抢先卡位更高价位，但 2 元仍是主流价格带，例如农夫自 2015 年以来陆续推出长白山天然矿泉水系列等，2015~2023 年市场规模 CAGR 为 5%，其中销量、吨价 CAGR 为 5%、0.2%。3）2023~2025 年市场规模 CAGR 为 4%，其中销量、吨价 CAGR 为 4%、-0.5%，一方面价增引擎启动相对滞缓，主要受宏观环境弱复苏、零食量贩店为代表高性价比新兴零售业态爆发等因素影响，此外 2024 年农夫、娃哈哈水战，短期农夫推出绿瓶切入纯净水赛道走量，亦对整体价增势能有所削弱；另一方面量增尽管放缓但依旧能带动行业规模扩容，在满足补水、会议、运动、出游等日常即饮需求基础上，大包装逐步替代传统循环桶装水，渗透家庭、办公场景（包括办公、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

做饭、泡茶等），灼识咨询预计 2023~2025 年中大规格包装水市场规模 CAGR 为 20%、领跑行业整体 4%复合增长率，同时 2022 年家庭&办公场景包装水销售额占比较 2017 年提升 9pct 至 43%、预计 2027 年有望进一步提升至 51%。

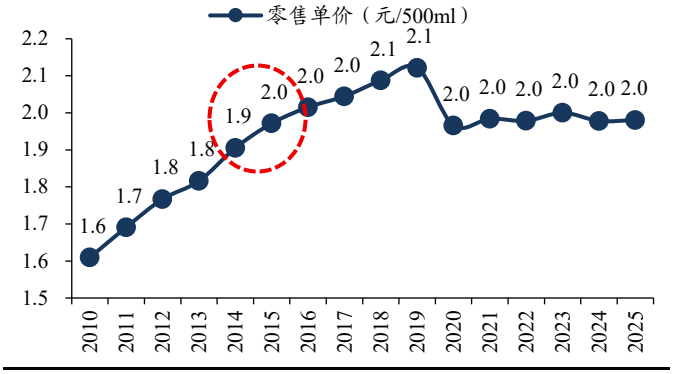
图21：包装水市场各发展阶段量价增速对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

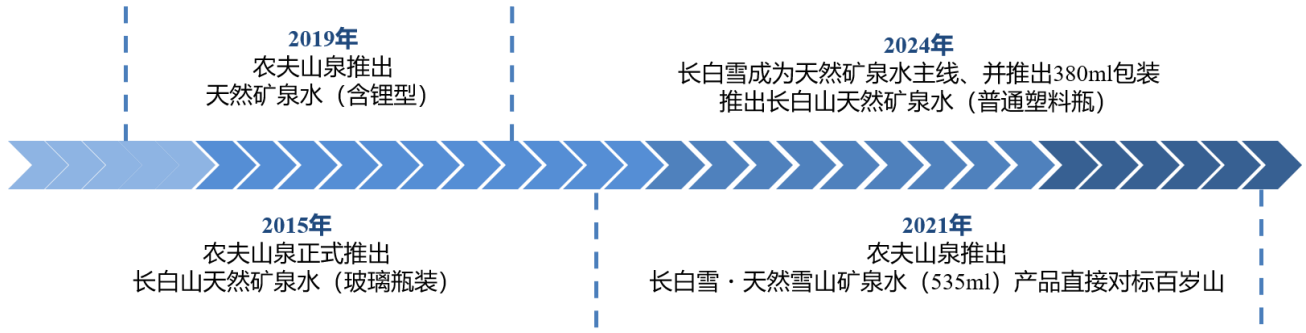
注：此处包装水口径为广义，包含碳酸、调味和功能型包装水，右同

图22：2015 年底包装水价格带抬升至 2 元



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图23：2016 年以来头部水厂陆续布局天然矿泉水产品



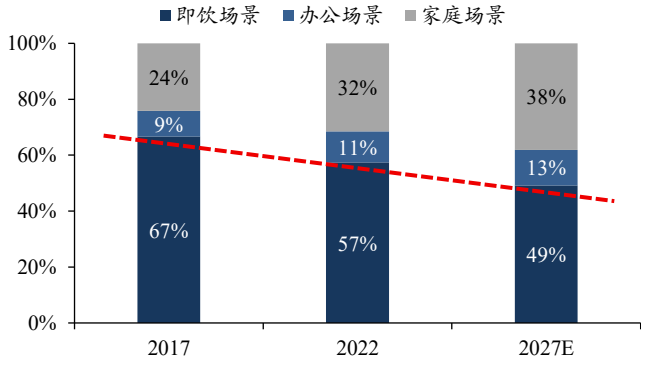
数据来源：FBIF 食品饮料创新公众号，东吴证券研究所

图24：近年头部水厂陆续推出大包装产品



数据来源：灼识咨询，农夫山泉官网，东吴证券研究所

图25：大包装产品加速办公、家庭场景扩容

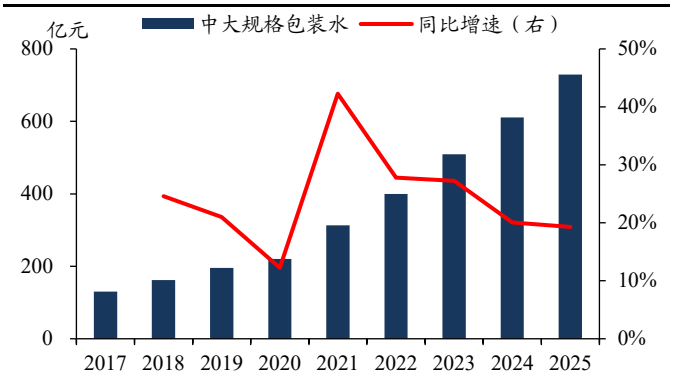


数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图26：2017~2025 年中大规格包装水市场规模迅速扩容



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

注：2023~2025 年中大规格包装水市场规模为灼识咨询预测数据

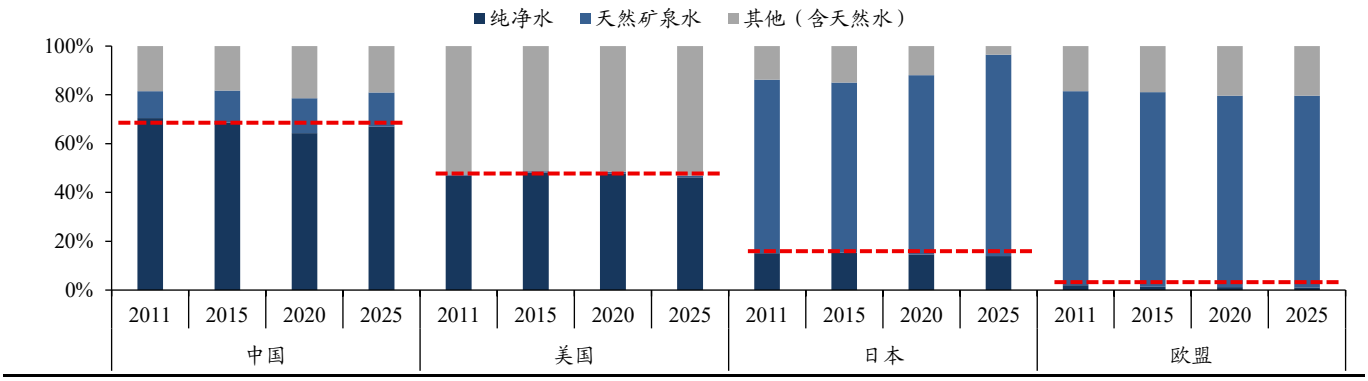
图27：各规格包装水消费场景梳理



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

对比海外成熟市场，国内包装水销量结构向上优化空间明显。横向对比海外包装水成熟市场销量结构，中国纯净水占比相对较高、产品结构向上抬升空间足，2025 年中国、美国、日本、欧盟纯净水销量占比分别为 67%、46%、14%、1%。1）美国：包装水市场结构、水资源和公共供水系统等属性和中国相似，由于当地天然矿泉水执行标准相较其他国家更为严格，包括拥有 250ppm TDS（溶解性总固体）最低要求等，天然矿泉水销量结构占比远低于天然水，2025 年天然矿泉水、其他（含天然水）销量占比分别为 1%、53%。2）日本&欧盟：两国天然矿泉水销量占比远高于纯净水和天然水，市场消费者教育更为成熟，此外中国天然矿泉水执行标准亦有参考欧盟相关标准，2025 年日本、欧盟天然矿泉水销量占比分别为 82%、79%。

图28：中国与海外成熟市场包装水销量结构对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

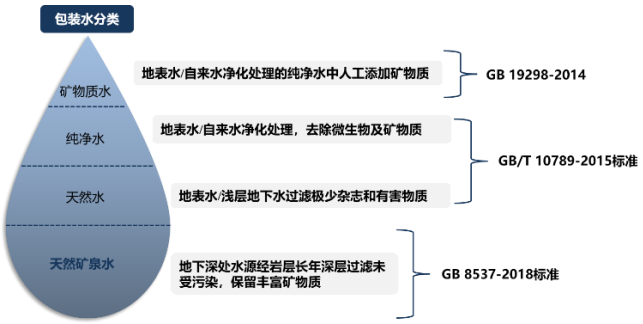
中国天然矿泉水市场尚处于起步阶段，渗透率提升空间亮眼。根据饮用天然矿泉水国标（GB 8537-2018），天然矿泉水要求从地下深处自然涌出或钻探采集，含有一定量的矿物质和微量元素，相较由地表或公共供水系统采集并通过加工进行适当净化的纯净水、以及由地下泉水自然涌出或钻探采集的天然水，天然矿泉水生产要求更为严格且产品更

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

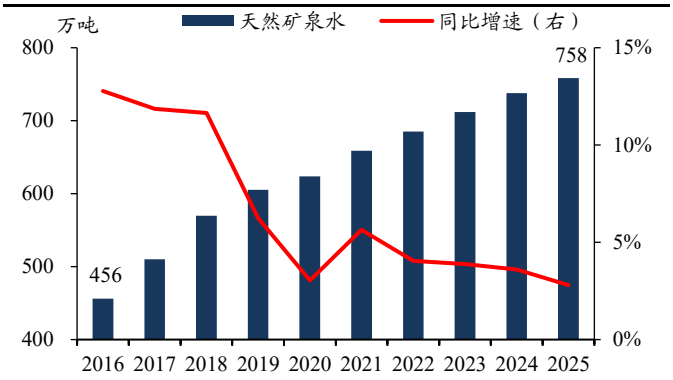
有益于健康。伴随饮水安全意识提升、健康补水需求日益上涨和体育健身运动的普及，国内天然矿泉水销量持续扩容，天然矿泉水销量从 2016 年 456 万吨提升至 2025 年 758 万吨，期间 CAGR 为 5.8%，领先同期纯净水 5.6%、其他水（含天然水）5.2%和包装水整体 5.5%。对比海外成熟市场，国内非纯净水渗透率提升空间亮眼，2025 年中国、日本、美国非纯净水人均消费量为 13、36、52 升/人。

图29：天然矿泉水相较纯净水和天然水标准更严格



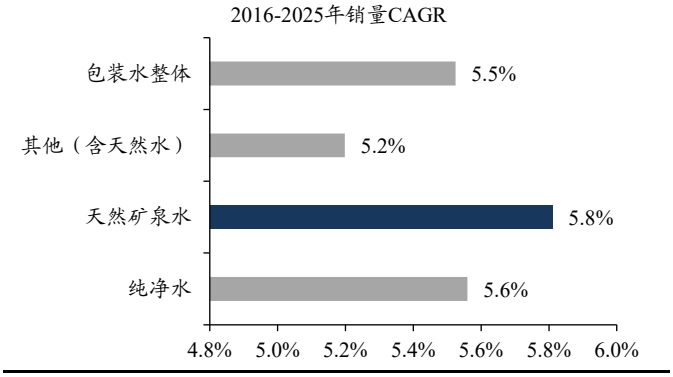
数据来源：上海市监局公众号，东吴证券研究所

图30：2016~2025 中国天然矿泉水市场销量及同比增速



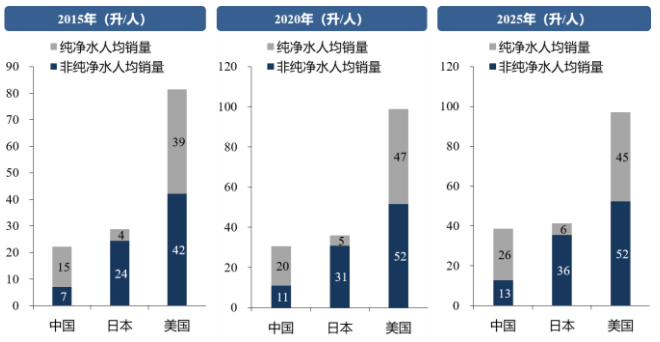
数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图31：2016~2025 天然矿泉水销量增速领跑包装水整体



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图32：中国非纯净水渗透率提升空间亮眼



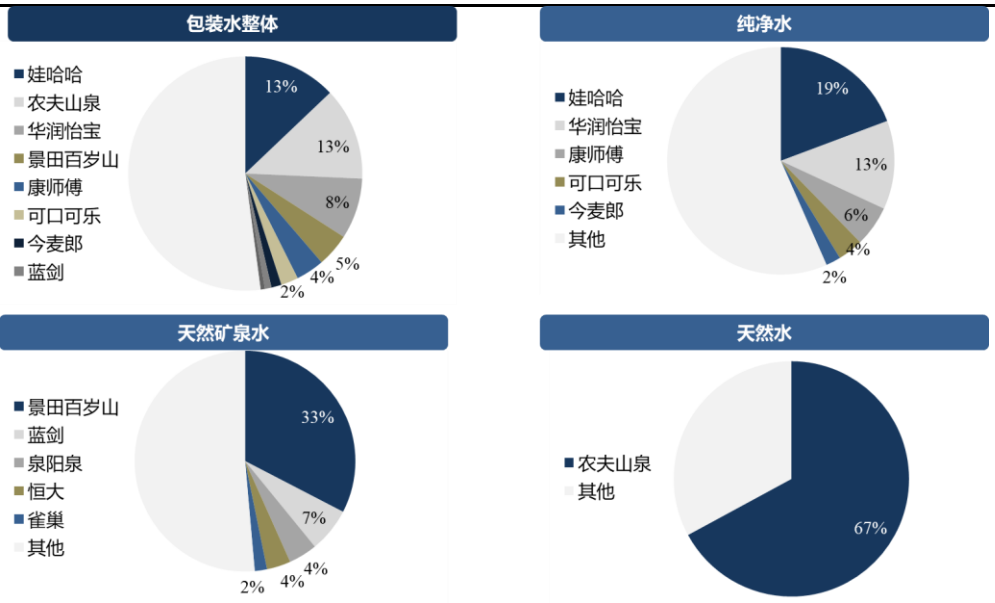
数据来源：Wind，欧睿，东吴证券研究所

2.2. 全国格局尚未固化，东北市场孕育肥沃竞争土壤

国内包装水市场格局相对分散，天然矿泉水格局尚未成型。横向对比软饮料各细分子板块，包装水市场格局相对分散。CR3、CR5 均相对偏低。1）从包装水整体看，天然水、纯净水头部厂家占据主要销量份额，天然矿泉水头部企业相对稀缺，2025 年农夫、娃哈哈、怡宝、景田百岁山、康师傅包装水销量市占率分别为 13%、13%、8%、5%、4%；2）从包装水各细分品类看，天然矿泉水竞争格局尚未成型，2025 年景田百岁山销量市占率为 33%，远超第二梯队蓝剑 7%、泉阳泉 4%；同期天然矿泉水剔除 TOP1 后的销量 CR5 为 16%，远低于纯净水 24%和包装水整体 30%。

下载日志已记录，仅供内部参考

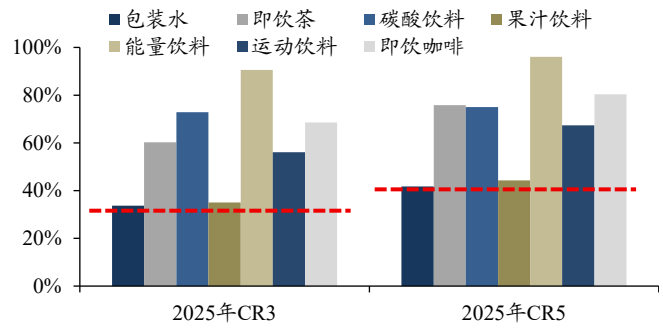
图33：中国包装水市场及各细分品类竞争格局（按销量计，2025A）



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：此处包装水口径为狭义，不含碳酸、调味和功能型包装水

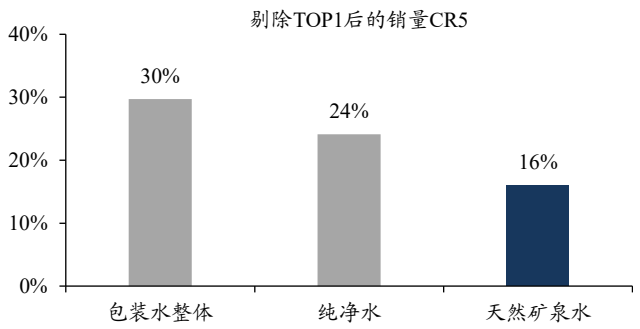
图34：2025 年软饮料各细分板块销量 CR3&CR5 对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：此处包装水口径为广义，包含碳酸、调味和功能型包装水

图35：2025 包装水各细分板块 TOP2-5 销量市占率对比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

注：此处包装水口径为狭义，不含碳酸、调味和功能型包装水

天然矿泉水工业化量产门槛高，优质水源地具有稀缺性和生产排他性，同时矿产资源属性造成审批要求严格、流程复杂且周期长。1）优质的天然矿泉水水源地具有稀缺性：根据饮用天然矿泉水国标（GB 8537-2018），天然矿泉水水源地在水源、感官和理化指标提出了更为严格的要求，水源地本身具有稀缺性。2）稀缺的优质天然矿泉水水源地在生产上具有排他性：根据 2025 年新《中华人民共和国矿产资源法》实施规定，水厂需先通过竞拍/协议出让等方式获得矿泉水资源的矿业权、并办理不动产权（探矿权），再编制开采方案等技术资料，向自然资源主管部门申请并取得采矿许可证，获得实际开采的资格。一个矿山原则上只能审批一个采矿主体，不能违法重叠和交叉设置探矿权，因此生产端具备排他性。3）采矿许可证审批要求严格&审批流程复杂：采矿许可证审批

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

提交材料需包括矿产资源储量评审备案文件、矿产资源开发利用方案及评审意见、矿区生态修复方案及评审意见等，采矿许可证审批要求严格；同时审批流程复杂且周期长，特别是对于在自然保护区、生态功能区等特殊区域的水源地，审核权限将会上收到省级甚至国家级部门。

图36：饮用天然矿泉水国标（GB 8537-2018）梳理

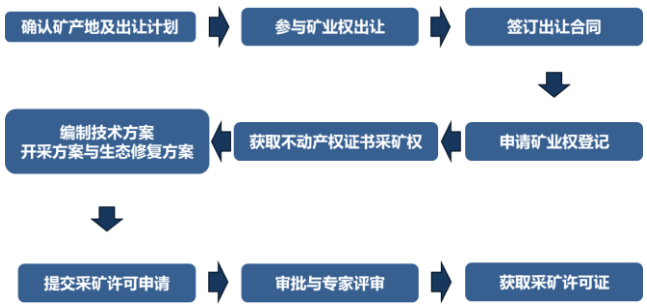


项目		要求	检验方法
色度/度	≤	10(不得呈现其他异色)	GB 8538
浑浊度/NTU	≤	1	
滋味、气味		具有矿泉水特征性口味，无异味、无异嗅	
状态		允许有极少量的天然矿物盐沉淀，无正常视力可见外来异物	

项目		要求	检验方法
锂/(mg/L)	≥	0.20	GB 8538
锶/(mg/L)	≥	0.20(含量在0.20 mg/L~0.40 mg/L时，水源水水温应在25 ℃以上)	
锌/(mg/L)	≥	0.20	
偏硅酸/(mg/L)	≥	25.0(含量在25.0 mg/L~30.0 mg/L时，水源水水温应在25 ℃以上)	
硒/(mg/L)	≥	0.01	
游离二氧化碳/(mg/L)	≥	250	
溶解性总固体/(mg/L)	≥	1 000	

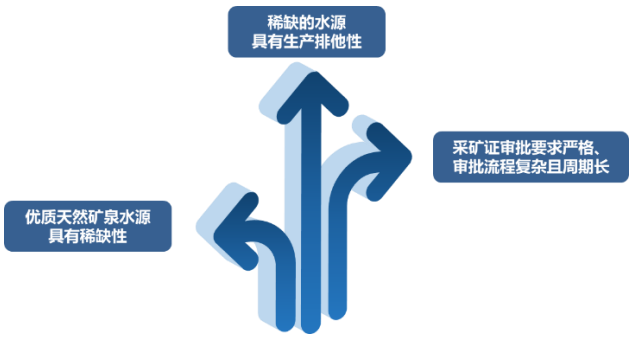
数据来源：国家卫健委，东吴证券研究所

图37：天然矿泉水采矿许可证办理流程梳理



数据来源：东吴证券研究所

图38：天然矿泉水工业化量产门槛高



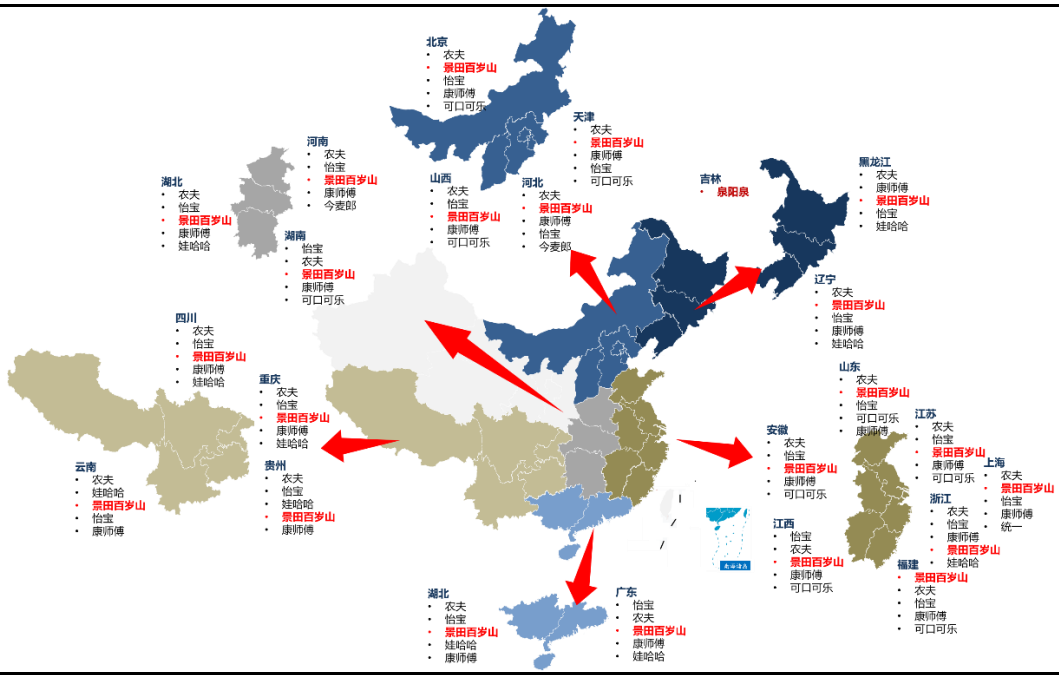
数据来源：东吴证券研究所

东北地区天然矿泉水竞争土壤优渥，区域龙头泉阳泉份额迅速提升。天然矿泉水厂商竞争底色是水源地的比拼，全国型龙头百岁山天然矿泉水水源地布局集中南方、东北相对缺位，但在东北市场、尤其是辽黑区域，百岁山仍能与农夫分庭抗礼：1）东北区域是国内天然矿泉水消费的启蒙地，消费者认知教育相比其他区域更为充分；2）百岁山通过高端定位与亲民价格并存形成差异化优势，凭借长期高力度品宣推广和完备物流设施建设，在东北区域天然矿泉水水源布局相对缺位的环境下，依然拥有强劲的战斗力。“深蹲起跳”的头部区域型天然矿泉水企业泉阳泉在优渥的竞争土壤中更加受益，24M11~25M10 矿泉水全国销售额同比增速领跑农夫、百岁山等企业同水种业务，2025年进一步夯实吉林市占率第一优势、辽宁市场进入放量阶段，此外亦持续渗透处于品牌发展初期的黑龙江市场。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

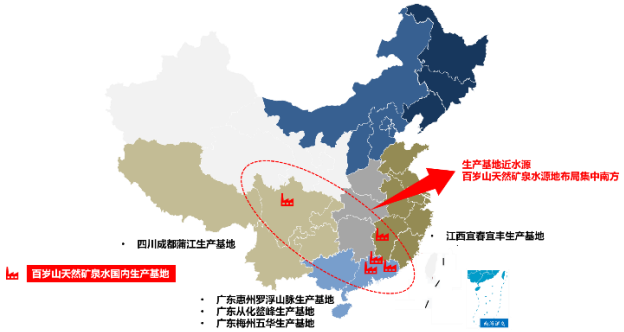
图39：全国各省份包装水竞争地图（2023A）



数据来源：马上赢公众号，吉林省矿泉水资源协会公众号，东吴证券研究所

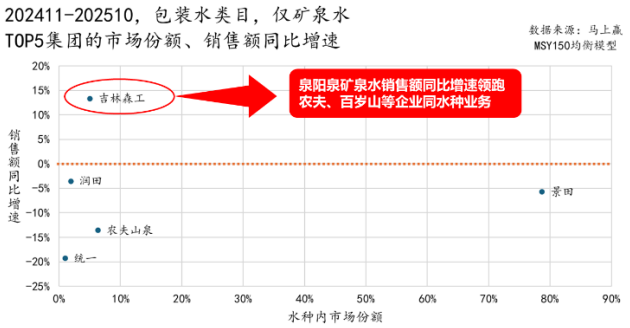
注：各省份包装水类目销售额市占率 CR5 集团排名自顶向下排列

图40：百岁山天然矿泉水水源地布局集中南方



数据来源：百岁山官网，东吴证券研究所

图41：24M11~25M10 矿泉水销售额同比增速领跑同业



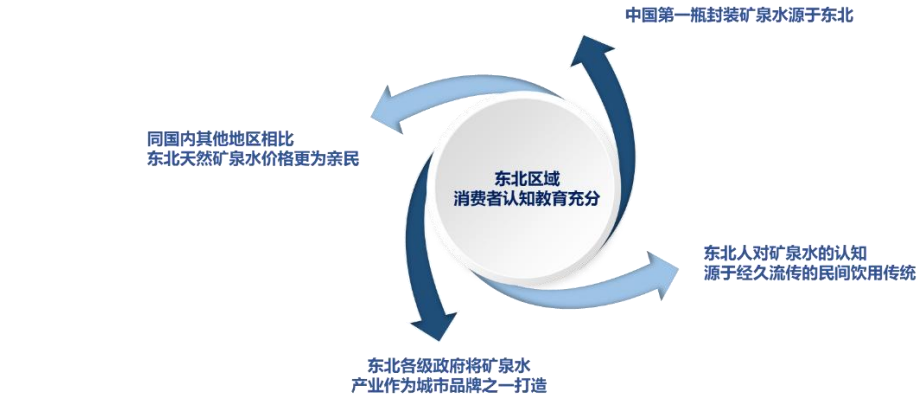
数据来源：马上赢公众号，东吴证券研究所

东北区域是国内天然矿泉水消费的启蒙地，消费者认知教育更为充分。1）中国第一瓶封装矿泉水源于东北：黑龙江五大连池火山群是第四世纪火山活动时留给人类最为珍贵的遗产，五大连池矿泉水资源极为丰富、被誉为“世界一流的医用冷矿泉”，1980 年五大连池矿泉水实现第一瓶灌装生产，此后陆续培育了北大荒、仙池等区域天然矿泉水企业。2）东北人对矿泉水的认知源于经久流传的民间饮用传统：例如五大连池矿泉环境在千百年前就被北方先民发现和利用，包括由“神鹿示水”民间故事起源的“五大连池圣水节”已成为国家非物质文化遗产。3）东北各级政府将矿泉水产业作为城市品牌之一打造：例如 1996 年五大连池市被国务院命名为“中国矿泉水之乡”、2000 年靖宇县被中国矿联矿泉水专业委员会命名为“中国长白山靖宇矿泉城”等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图42：东北区域天然矿泉水认知教育逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所

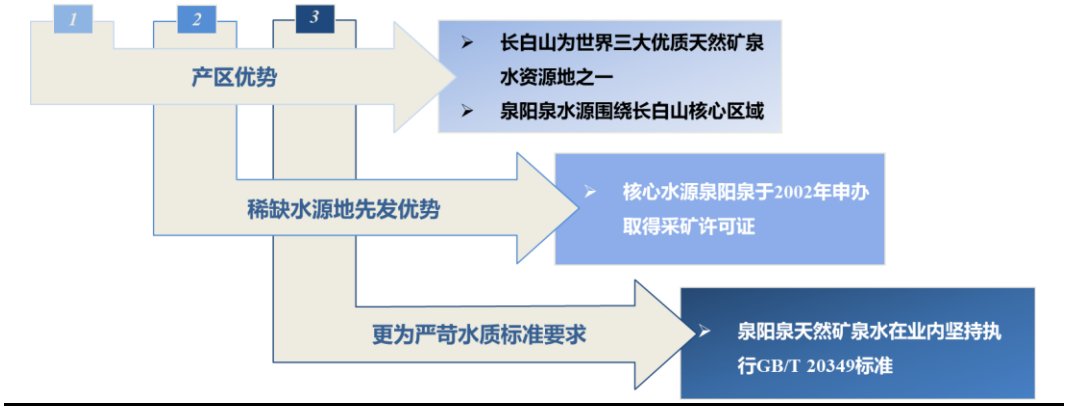
2.3. 背靠长白山产区优势，泉阳泉资源禀赋优秀

泉阳泉在东北市场、尤其是吉林区域天然矿泉水资源禀赋优秀。1）天然矿泉水产品底色优秀：长白山是世界三大优质天然矿泉水资源地之一，独特的火山构造和温带原始森林湿润气候成就世界级矿泉水持续的涵养矿化条件，形成了高偏硅酸、低矿化度的高品位矿泉水。泉阳泉天然矿泉水水源地围绕长白山产区布局，占据涵盖高端非含气矿泉水源（峡谷泉）、珍稀含气矿泉水源（世稀泉、仙人泉）等多处优质水源，核心水源采矿许可证获取拥有先发优势，例如核心水源泉阳泉于 2002 年申办取得采矿许可证，农夫山泉首个天然矿泉水源莫涯泉的采矿许可证于 2014 年正式取得。此外泉阳泉天然矿泉水在业内坚持执行 GB/T 20349 标准，而农夫、百岁山天然矿泉水产品执行标准均为 GB 8537-2018，GB/T 20349 要求深层天然矿泉水、水质偏硅酸/低钠/弱碱，泉阳泉天然矿泉水水质要求相较同业头部水厂更为严格。2）品类/集团战略定位优秀：矿泉水和人参、松花砚位列吉林新三宝，品类本身享受省级政策支持，一方面吉林省政府持续优化完善长白山区域路网连接，提升交通运输能力；另一方面吉林省政府建立生态“红/黄线”保护机制，实施保护区植被恢复、村屯搬迁工程，强化天然矿泉水源保护。同时泉阳泉背靠吉林省国资委，出身背景即是服务地方经济、实现资源转化，亦能享受政策福利，包括天然矿泉水源地采矿许可证申办流程提速等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

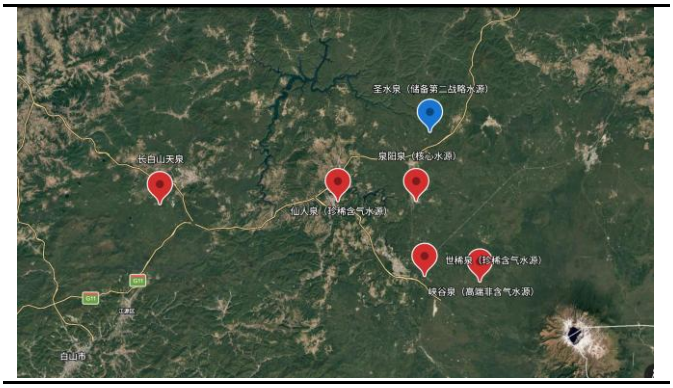
下载日志已记录，仅供内部参考

图43：泉阳泉产品底色优秀逻辑梳理



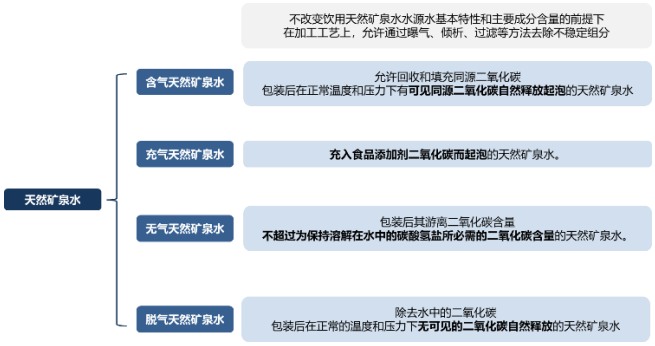
数据来源：东吴证券研究所

图44：泉阳泉天然矿泉水源分布围绕长白山核心区域



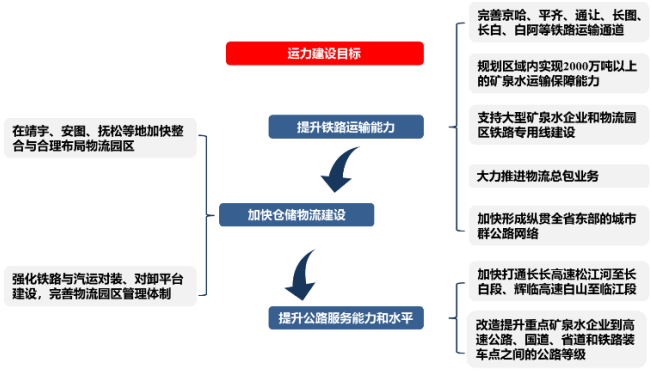
数据来源：东吴证券研究所

图45：天然矿泉水源类别梳理



数据来源：饮用天然矿泉水国标（GB 8537-2018），东吴证券研究所

图46：吉林省政府强化矿泉水配套运力保障路网建设



数据来源：吉林省人民政府网，东吴证券研究所

图47：吉林省政府建立生态“红/黄线”保护机制



数据来源：吉林发布公众号，东吴证券研究所

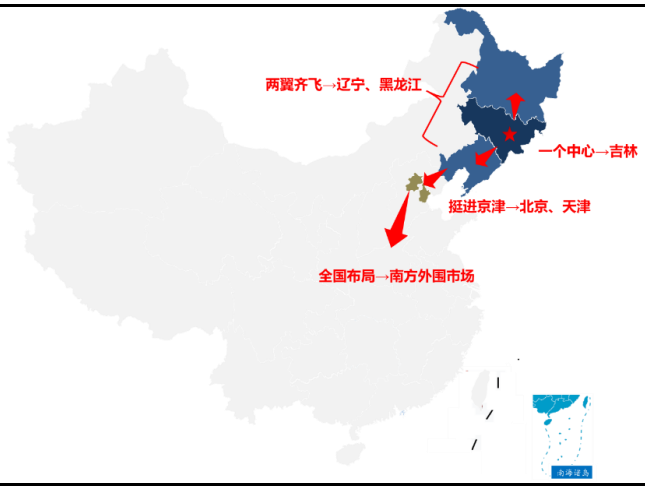
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 扎根东北挺进京津，提能蓄力再启新程

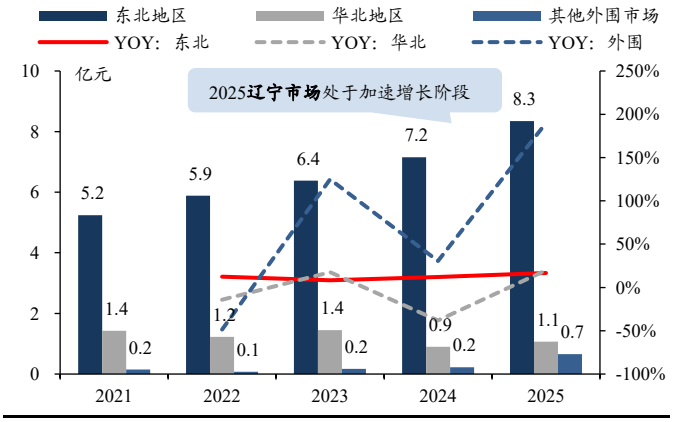
一个中心两翼齐飞，挺进京津全国布局。自 2021 年开始公司将全国省份划分为吉林中心市场、辽黑两翼市场、京津及南方外围市场，2021~2025 年区域开发战略不断深化，吉林大本营市场夯实龙头地位、辽黑两翼市场持续攻坚、京津及南方外围市场坚持渗透，期间矿泉水业务东北、华北、南方外围市场（除东北&华北外的区域）营收 CAGR 分别为 12.3%、-6.9%、44.6%，2025 年分别实现营收 8.3、1.1、0.7 亿元，占比 82.8%、10.6%、6.5%。1）吉林中心市场：公司在核心市场长期保持市占率第一、并通过全渠道覆盖和产品高地培育持续夯实优势地位，2021~2024 年销量 CAGR 近 10%，2025 年销量同比增长达 20%。2）辽黑两翼市场：近年公司加码攻坚力度，辽宁市场处于加速增长阶段、黑龙江市场尚处于品牌发展初期，其中辽宁市场通过打造沈阳、大连核心双引擎，销量增长显著提速，2024 年辽宁销量同比增长 26%，2025 年进一步提速至 56%，增速远高于同期黑龙江、京津及南方市场的 30%。3）京津及南方外围市场：公司借力大客户渠道及电商平台实现品牌露出，坚持渗透外围区域。

图48：泉阳泉区域扩张战略蓝图



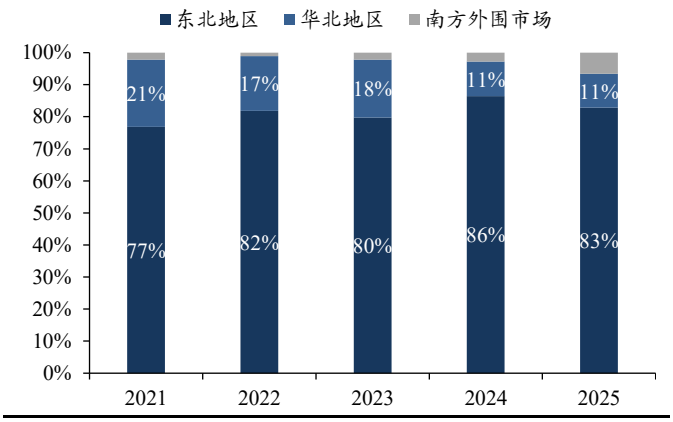
数据来源：东吴证券研究所

图49：2021~2025 年矿泉水业务各区域营收及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：2021~2025 年矿泉水业务各区域营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1. 立足森林大健康产业，中心区域站稳产品高地

600ml/2L 拳头产品是区域扩张渗透核心抓手，承担先行教育消费者职责。公司天然矿泉水核心产品为 600ml 便携装及 2L 家庭装：1）600ml 便携装是经典即饮产品，瓶型更加轻质，一定程度上优化吉林省外市场运输成本，成为省外市场即饮产品导入的核心抓手；2）2L 大包装产品主要依靠大客户渠道渗透全国市场、先行教育消费者认知，同时亦是省内核心市场县乡镇一级渗透的主力产品。围绕 600ml/2L 装拳头产品，近年公司一方面在吉林省内市场推出新包装升级产品质感，例如 2021~2022 年公司陆续开发 520mL、500mL、350mL 新包装产品；另一方面大包装产品持续进行规格扩充和品类延伸深挖消费场景，例如公司推出 15L 大包装天然矿泉水、2L 母婴专用装、3L 泡茶专用装等系列，其中 2L 母婴专用装低钠低矿化度更适合母婴饮用。

图51：泉阳泉天然矿泉水产品矩阵梳理



数据来源：公司官网，京东官方旗舰店，东吴证券研究所

注：京东官方旗舰店数据选用电商原价，时间截至 2026 年 6 月 22 日

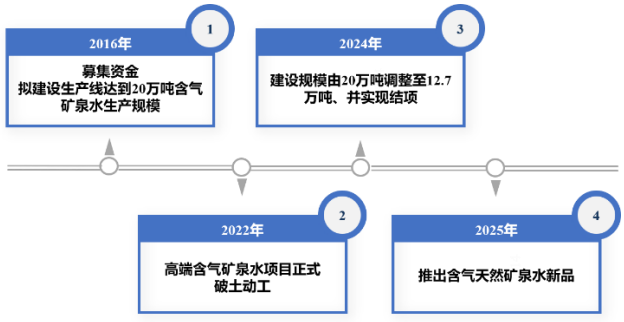
核心市场站稳产品高地，聚焦培育“好水+吉林特色资源”。在吉林核心市场，矿泉水产品已通过规格扩充和品类延展实现需求场景深挖，现阶段战略重点逐步转向培育高端矿泉水及特色饮料第二曲线以站稳产品高地。1）2023 年以来加速推进高端矿泉水项

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

目：2024 年高端含气矿泉水项目实现结项、建设规模由 20 万吨调整至 12.7 万吨，2025 年公司推出含气天然矿泉水新品先行教育市场，产品规格覆盖 280ml 与 750ml，水源取自珍稀含气矿泉水源仙人泉。2026 年管理层明确产品开发总方向，聚焦做透天然矿泉水品类，充分覆盖矿泉水不含气与含气全类型，特别是加大含气类别推广力度；2）重点培育特色饮料第二曲线，储备增长新动能：公司深挖长白山特色资源，2022 年推出人参元液、野生蓝莓汁等长白山特色饮料系列，2025 年公司进一步推出白桦树原汁新品，桦树原汁采收于森工集团长白山桦树汁产区腹地、并借力多渠道全力推广销售。2025 年食品公司营收达 0.36 亿元、同比增长 74%，经营成效超出预期；2026 年公司将持续加大特色饮料培育力度，冲刺 1 亿元销售目标。

图52：高端含气矿泉水项目时间轴梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图53：泉阳泉食品公司陆续布局长白山特色饮料产品



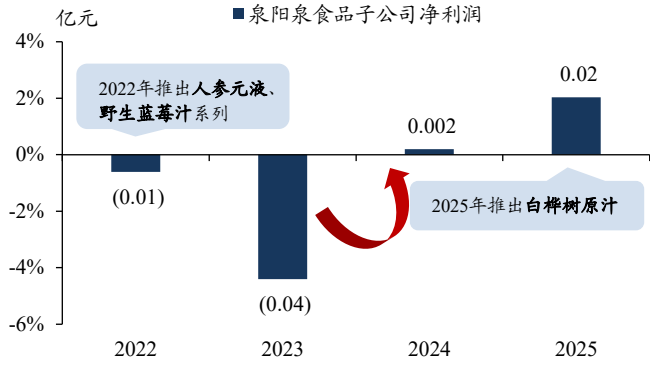
数据来源：泉阳泉食品公众号，东吴证券研究所

图54：泉阳泉白桦树原汁特点梳理



数据来源：泉阳泉食品公众号，东吴证券研究所

图55：2022~2025 年泉阳泉食品子公司净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 精耕核心攻坚两翼，积极渗透外围市场

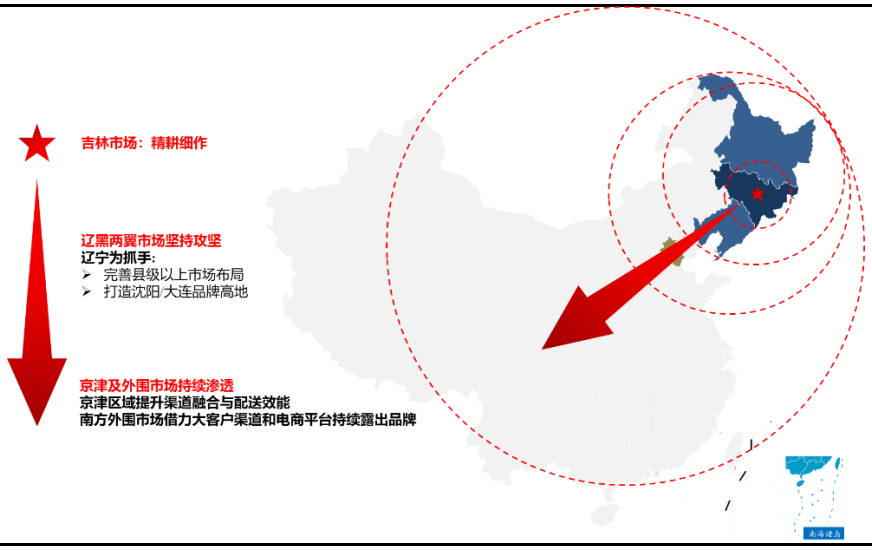
区域分层有的放矢，精耕核心、攻坚两翼、渗透外围。包装水销售区域以水源地为圆心向外辐射，泉阳泉天然矿泉水源布局集中长白山核心区域，根据运输半径由近而远向外扩散，公司将区域层级进行划分、有的放矢培育渠道。1）吉林核心市场精耕细作，下沉渗透至“毛细血管”：2021 年开始通过城市农村共同发力，全面开发乡镇市场，战略层面启动核心网点建设，网点导入终端爆破系统、基层销售人员打造各自“样板店”和“样板街区”。伴随 2021~2022 年实现产品规格拓展和品类扩充，2023 年吉林区域以

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

大包装为抓手，通过社区团购、门店推广和水知识宣传等方式拉升大包装销量，借力大包装进一步精耕乡县一级市场。2）辽黑两翼市场坚持攻坚，以辽宁为抓手完善县级以上市场布局、并着眼打造沈阳/大连品牌高地：2022 年开始公司逐步兼顾两翼和全国市场渠道建设，同年在辽黑区域以形象店工程率先启动，2023 年区域抓手进一步聚焦、重点打造辽宁市场。针对辽宁区域，公司通过重点城市聚焦投放楼宇电梯广告、配合社区电商平台等方式为后续开拓打下基础，此外着眼打造沈阳/大连品牌高地，2025 年辽宁市场正处于加速增长阶段。3）京津及外围市场持续渗透：自 2017 年以来公司加码布局“两油一航”体系，借力大客户渠道渗透全国。围绕京津区域，传统公路运输模式严重削薄渠道利润，公司通过轻质瓶型、大包装等方式优化单吨运费，但相应阻碍高毛利核心产品矩阵导入。2026 年公司计划引入年运量预计达 200 万吨的“铁路集装箱+海运”多式联运模式、以替代传统公路运输，借鉴欧美国家经验，多式联运模式预计能有效降低运输成本约 20%。伴随后续“铁路集装箱+海运”多式联运模式落地，有望带动京津区域渠道融合与配送效能进一步提升，此外核心产品矩阵亦能够顺畅导入。

图56：泉阳泉渠道分层战略梳理



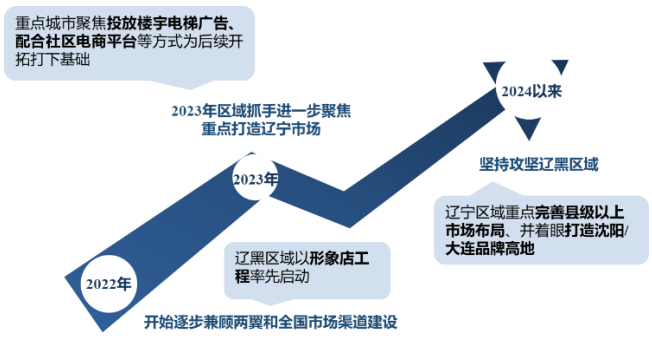
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图57：吉林核心市场渠道战略梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图58：辽黑两翼市场渠道战略梳理



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

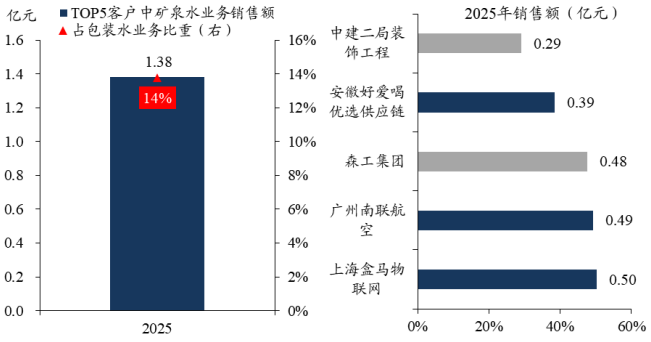
下载日志已记录，仅供内部参考

图59：泉阳泉大客户渠道建设逻辑梳理



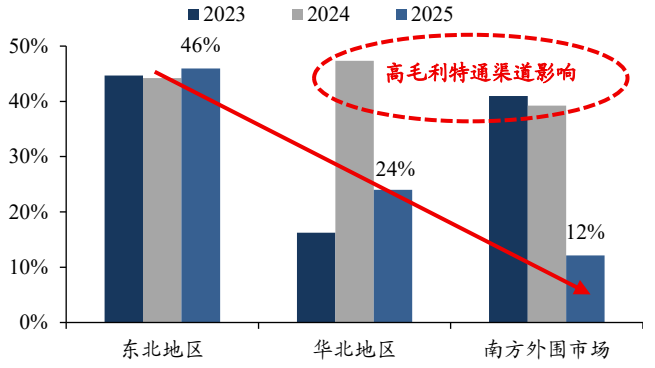
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图60：2025 核心客户矿泉水销售额及占水业营收比重



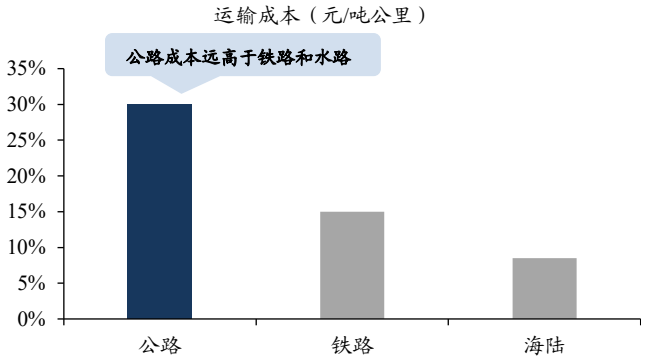
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图61：泉阳泉矿泉水业务各区域毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图62：国内主要运输方式运输成本对比



数据来源：中储董事长房永斌《大力发展新质生产力，依托新模式新业态推动物流成本有效降低》，东吴证券研究所

3.3. 增能扩产有序推进，增厚区域扩张安全垫

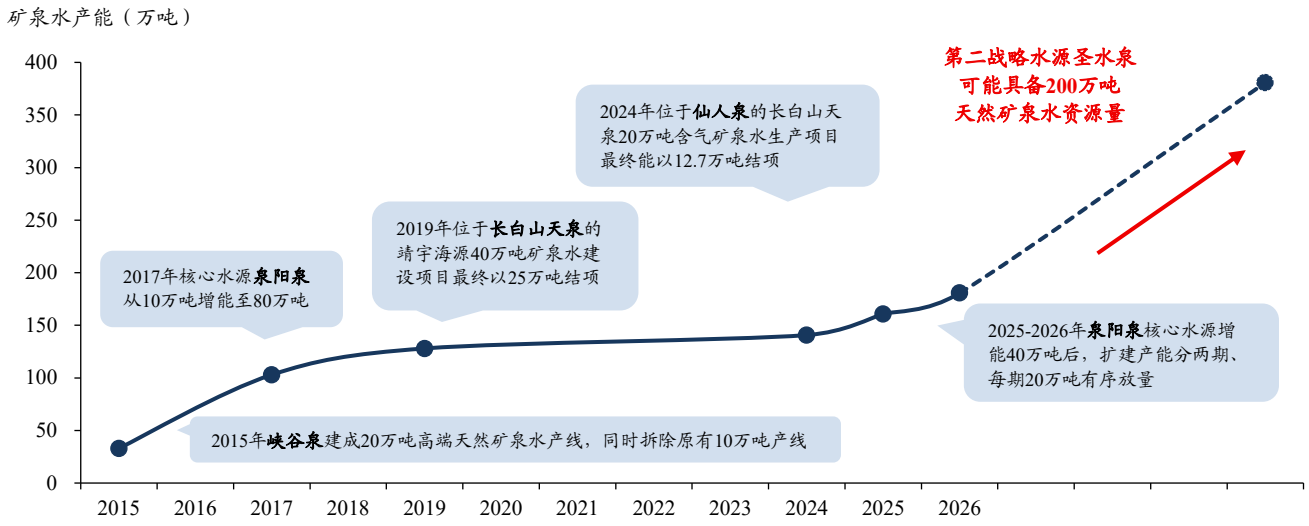
产能扩张路径清晰，提供区域放量安全垫。泉阳泉核心天然矿泉水源最早自 2002 年取得采矿许可证，初期生产规模为 10 万吨/年、2017 年首次扩容至 80 万吨/年，此后长白山天泉、仙人泉等产能建设项目陆续竣工投产，2024 年天然矿泉水整体产能大致 140 万吨。伴随 2021 年以来核心市场需求扩张及渠道精耕，产能利用率迅速拉升，2024 年核心水源增能前产能利用率较 2021 年提升 31pct 至 83%，同期公司从战略布局上陆续启动多个增能扩产项目，产能扩张路径清晰明确，有效保障公司从吉林向东北全区域辐射、再到以京津为切入点顺势南下的战略蓝图。1）泉阳泉核心水源增能 40 万吨并分批次扩产落地：2024 年在吉林省政府和市县政府支持下，公司完成泉阳泉水源采矿权增能 40 万吨至 120 万吨的手续办理。水源增能后通过扩建工厂实现产能落地、并分两期有节奏释放，2025 年第一期 20 万吨项目已顺利投产，项目产能主要集中在 600ml 和 2L 拳头产品，二期项目全力推进 2026 年内投用。2）储备第二战略水源 200 万吨：圣水泉水源感官指标良好，泉水从口感上与核心水源泉阳泉极其相似、且是目前具备符合直接

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

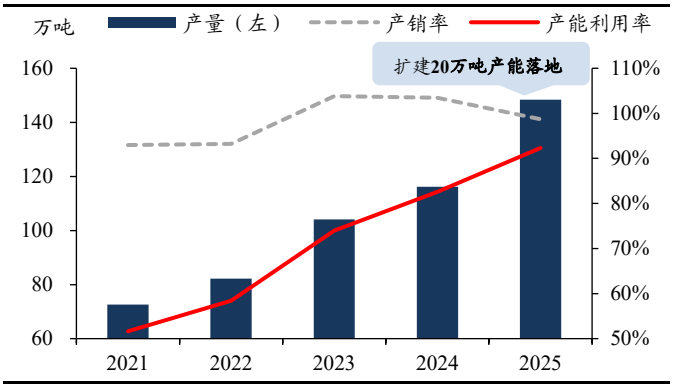
开发条件距离最近的水源。根据当地政府文件，圣水泉可能具备年产 200 万吨天然矿泉水资源量。2024 年公司与吉林省白山市自然资源局签署《探矿权出让合同》，已取得圣水泉天然矿泉水探矿权。截至 26M5 一期 80 万吨产能项目正处于前期筹备阶段，需取得上级国资监管单位审批或备案同意后方可推进开发建设工作，后续在吉林省政府和市县政府支持下，采矿许可证申办取得流程有望加快。

图63：泉阳泉产能扩张路径梳理



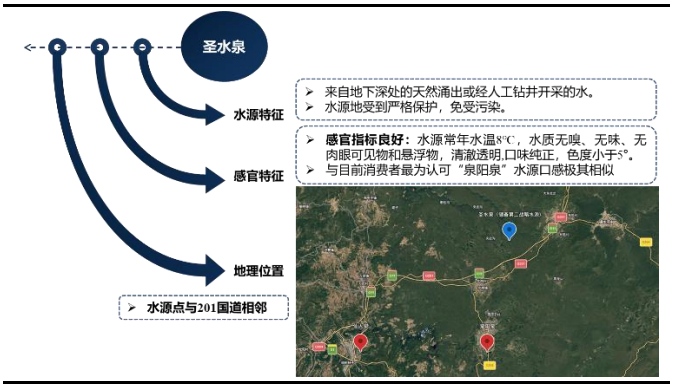
数据来源：公司公告，吉林省自然资源厅，东吴证券研究所

图64：2021~2025 年矿泉水业务产能利用率迅速拉升



数据来源：公司公告，吉林省自然资源厅，东吴证券研究所

图65：圣水泉感官指标良好、地理位置靠近 201 国道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

扎根东北、挺进京津，中性预期下，中期泉阳泉市场空间至少可看至 336 万吨。公司天然矿泉水产品底色优秀，同时省属国企背景亦能享受政策福利，近年加大力度深耕吉林中心市场、攻坚两翼市场、持续渗透外围市场，考虑到后续产能安全垫的有序释放，中期有望凭借吉林中心市场县乡镇一级渠道精耕和辽黑两翼市场县级以上渠道布局，逐步扎根东北，中性预期测算中期市场空间至少可看至 336 万吨。核心假设如下：1）由于东北地区天然矿泉水消费者认知教育相较其他区域更为充分，假设辽宁、黑龙江天然

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

矿泉水人均消费量对齐 2025 年吉林。2）参考 2023 年农夫在优势市场浙江销量市占率达到 52%，2025 年泉阳泉在吉林核心市场销量市占率不到 30%，依然存在提升空间。3）考虑公司天然矿泉水源地密集分布长白山，吉林核心市场精耕细作时间最久、力度最大，现阶段辽宁处于加速增长阶段、黑龙江市场尚处于品牌发展初期，2025 矿泉水业务销量 150 万吨，因此假设远期吉林市场销量占比约 50%。4）此外假设各省份常住人口保持不变。

表2：中性预期下泉阳泉市场空间测算

2025 年吉林中心市场现状					
省份	常住人口数量（亿人）	人均消费量（升/人）	包装水市场总量（万吨）	泉阳泉市占率	泉阳泉销量（万吨）
吉林	0.23	113	259	29%	75
中期市场空间测算：吉林中心市场+辽黑两翼市场					336 万吨
省份	常住人口数量（亿人）	人均消费量	包装水市场总量（万吨）	泉阳泉市占率	泉阳泉销量（万吨）
吉林	0.23	113	259	40%	103
辽宁	0.41	113	465	31%	144
黑龙江	0.30	113	338	26%	88
远期市场空间测算：吉林中心市场+辽黑两翼市场+京津外围市场					549 万吨
省份	常住人口数量（亿人）	人均消费量	包装水市场总量（万吨）	泉阳泉市占率	泉阳泉销量（万吨）
吉林	0.23	113	259	50%	129
辽宁	0.41	113	465	43%	200
黑龙江	0.30	113	338	37%	125
北京	0.22	146	319	20%	64
天津	0.14	124	169	18%	30

数据来源：Wind，马上赢公众号，东吴证券研究所

3.4. 百岁山复盘：巧妙借力摆脱枷锁，高举高打攻入东北

产品抢先卡位+品牌营销造势+物流运输巧妙借力，百岁山成功实现全国市场突围。百岁山核心天然矿泉水源地集中南方区域，品牌全国化成功突围主要依靠：1）高端定位与亲民价格并存形成差异化优势，在纯净水、天然水以及国际天然矿泉水竞争中抢先卡位 3 元天然矿泉水价格带脱颖而出，品牌营销和物流运输是产品价格全国统一的“稳定器”（天然矿泉水认知成熟区域产品价格偏低，但出省后由于品宣费用/运输成本大幅增加，价格表现受到拖累）；2）品牌营销持续高力度投放塑造“水中贵族”的品牌形象，深化稀缺水源和高端定位品牌认知；3）物流运输巧妙借力，以铁路运输替代传统公路运输、并通过中转仓作为链接南北区域的枢纽实现运输成本优化，实现稀缺优质天然矿泉水产品迈入东北、走向全国。

横向对比百岁山与泉阳泉，1）优秀的天然矿泉水资源禀赋与核心市场亲民价格是相似点：东北区域消费者认知教育更为充分，天然矿泉水产品价格相对全国其他区域更为亲民，同时泉阳泉背靠长白山产区拥有优秀的天然矿泉水资源禀赋，拥有吉林省内市场产品占位高端且价格亲民特征，例如 600ml 泉阳泉天然矿泉水产品在吉林省内售价约

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1~1.5 元/瓶，价位介于 1 元纯净水和 2 元天然水之间；2）泉阳泉品牌营销力度和物流运输借力优化空间明确，其中 2026 年泉阳泉计划引入“铁路集装箱+海运”多式联运模式、以替代传统公路运输，运输成本优化路径已行至正轨，外围区域运输费用压缩更可期。

图66：百岁山成功实现全国化逻辑梳理



数据来源：东吴证券研究所

图67：主要包装水品牌核心产品价格带分布



数据来源：东吴证券研究所

品牌营销高举高打：百岁山将“水中贵族”打造成品牌叙事核心，长时间高力度营销投入教育消费者，并通过体育赛事赞助站稳高度和美誉度。1）品牌广告资源持续聚焦将“百岁山=水中贵族”刻入消费者认知：2013 年公司推出首支“水中贵族”广告片，并在每个宣传切片结尾以“水中贵族百岁山”结束，高品质的宣传片叠加循环往复的口号式强调将百岁山与“水中贵族”认知深度绑定。2）体育营销进一步拔高品牌站位：公司长期绑定世界顶级体育赛事，包括赞助澳网、FIBA 篮球世界杯、WTT 乒乓球大满贯、尤文图斯俱乐部等，2025 年百岁山再度携手 BWF（世界羽联）赞助苏迪曼杯（羽毛球三大顶级团体赛事之一）；同时公司亦积极推进全民运动倡导，品牌美誉度与高度并举，例如百岁山连续多年赞助马拉松赛事，2025 年推出自有 IP“百岁山 421 跑马计划”、发布首期跑者访谈节目《你最珍贵》等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图68：品牌广告将“百岁山=水中贵族”刻入消费者认知



数据来源：品牌营销报公众号，东吴证券研究所

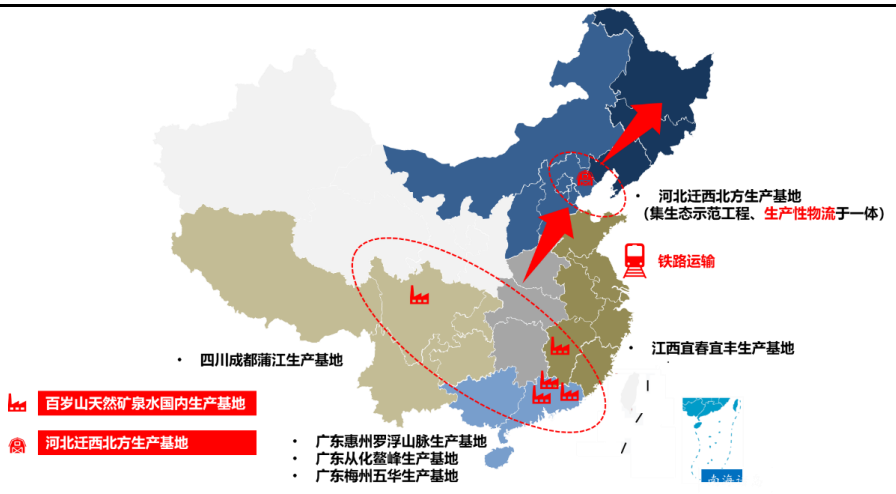
图69：体育营销进一步拔高品牌站位



数据来源：百岁山官方公众号，东吴证券研究所

物流中转运输优化成本：公司以位于河北迁西的北方生产基地作为北方区域物流中转枢纽，极大程度降低“南水北调”的运输成本。2016M3 河北迁西景田百岁山食品饮料北方生产基地项目开工，设计规模年产 80 万吨纯净水。北方生产基地以景田纯净水生产为主（百岁山天然矿泉水坚持水源地灌装原则），但生产基地集生态示范工程、工业旅游、生产性物流于一体，公司将来自南方生产基地的天然矿泉水产品通过铁路运输至河北迁西中转仓、再分拨至北方区域，大幅降低北方市场运输成本，打破包装水运输半径局限性。

图70：百岁山“南水北调”逻辑梳理



数据来源：百岁山官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

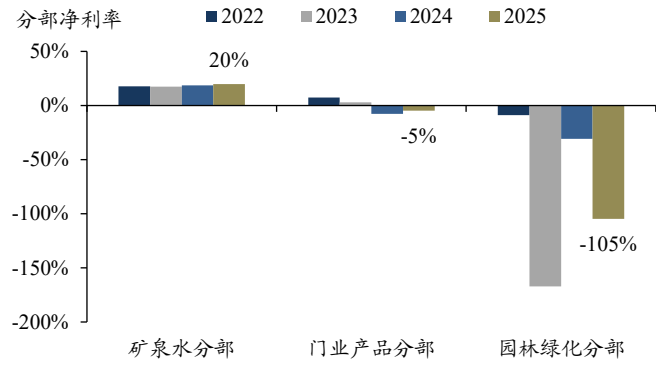
下载日志已记录，仅供内部参考

4. 甩掉包袱深蹲起跳，积蓄业绩弹性势能

资产结构优化，盈利弹性亮眼。横向对比泉阳泉内部盈利结构，矿泉水主业盈利领先，园林木门辅业亏损拖累整体业绩表现，2025 年整体净利率为 4.2%，其中矿泉水、门业、园林绿化业务净利率分别为 19.9%、-4.9%、-104.7%。自 2025 年以来，公司加大力度优化资产结构、稳步出清陈年历史包袱，伴随非核心资产剥离进程推进，中期盈利水平向 2025 矿泉水 20%净利率靠拢可期。

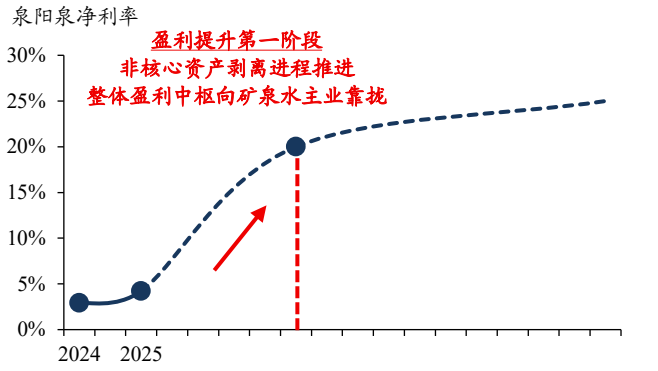
聚焦森林大健康产业方向，2025 年开始公司加大力度推进非核心资产剥离，甩掉包袱释放盈利弹性。1）园林绿化资产剥离：园区园林近年受房地产行业承压影响，项目工程款拖欠、项目订单量减少导致业务持续亏损，公司预计短期内难以扭亏为盈，2025 年有序推进园林业务剥离准备，2026M1 通过《关于拟预挂牌公开转让子公司 100%股权的议案》，力争及早完成交易。2）非核心资产优化：2025 年公司积极清理与主业无关且已无业绩潜力的散小股权，同时借助政府化债契机扎实推进工程债权清收工作、利用国家 LPR 持续降低的有利时机压降贷款利率、积极开展资产运营等，2026 年公司坚定非核心资产优化决心，即便一些陈年历史包袱业绩影响相对较小，依然稳步出清以进一步优化资产结构。

图71：2022~2025 年泉阳泉各业务净利率拆分



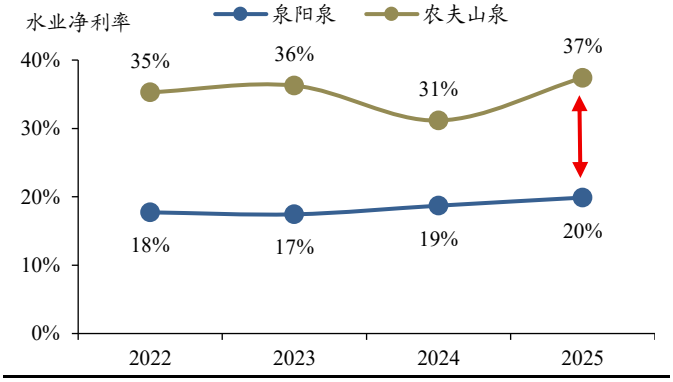
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图72：泉阳泉盈利中枢提升路径梳理



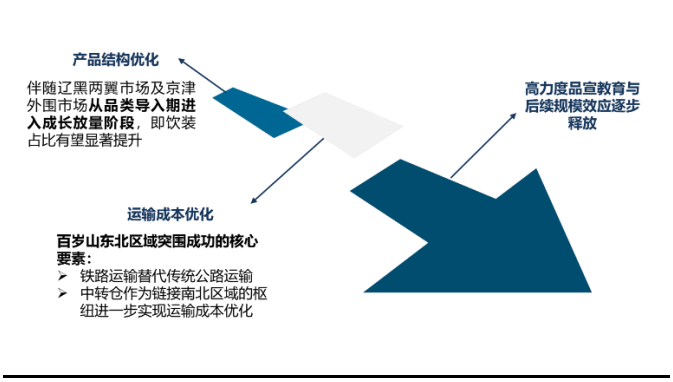
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图73：泉阳泉与农夫山泉包装水业务净利率对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图74：泉阳泉水业远期盈利空间逻辑梳理



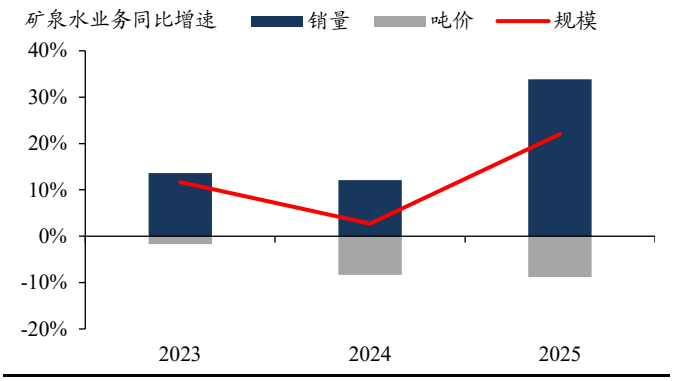
数据来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

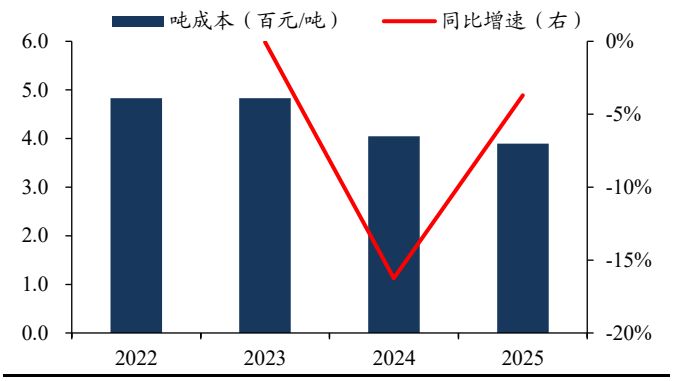
矿泉水主业：吨价存在优化空间，原材料价格波动影响相对可控。拆分矿泉水主业盈利结构：1）销量迅速增长但吨价持续承压，2022~2025 年矿泉水销量、吨单价 CAGR 分别为 19.4%、-6.3%，吨单价下滑主要系大包装产品占比高且增速快于即饮装，拖累产品结构表现。大包装主要承担成熟区域“毛细血管”精耕下沉以及外围市场认知教育责任，公司尚处于全国化发展初期、省外区域仅辽宁进入快速增长阶段，大包装产品占比较高且增速相对即饮装更快，2025 年公司大包装产品占比已超 60%。后续伴随辽黑两翼市场及京津外围市场从品类导入期进入成长放量阶段，即饮装占比有望迅速提升，产品结构优化空间明显。2）吨成本主要受直接原材料价格影响，2025 年直接原材料、直接人工、其他直接费用、制造费用分别占比 72.0%、4.5%、4.6%、18.9%。参考农夫山泉包装水成本结构，PET 包装材料成本占直接原材料成本比重约 51%。2022~2025 年 PET 材料价格持续下滑，公司矿泉水业务吨成本边际改善，期间吨成本 CAGR 为-6.9%。2026 年地缘政治扰动下原油价格迅速上涨，推动 PET 价格大幅拉升，公司 PET 原料采用年度预付款锁价采购模式，亦能够在一定程度上对冲短期原料成本上涨压力。

图75：2023~2025 年矿泉水业务吨价、销量及规模增速



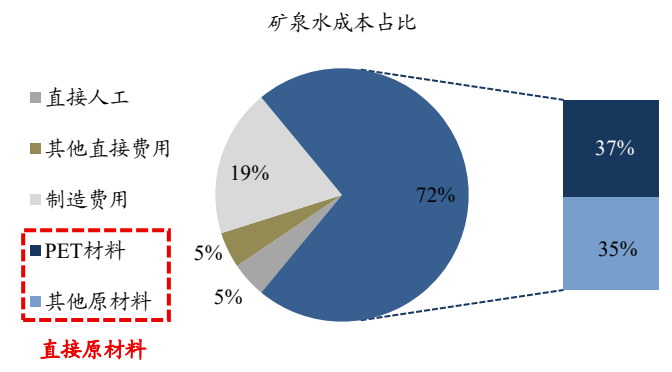
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图76：2022~2025 年矿泉水业务吨成本及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

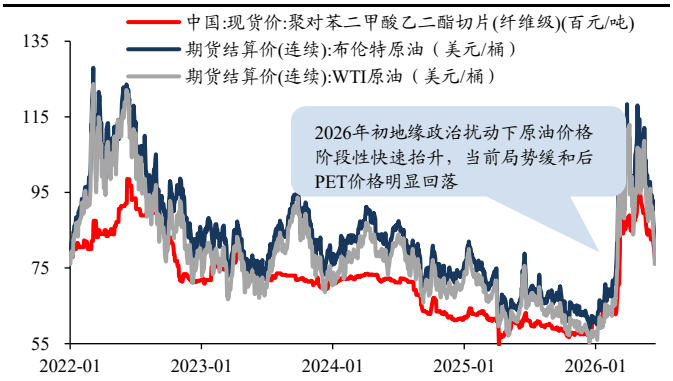
图77：泉阳泉矿泉水业务成本结构拆分（2025A）



数据来源：泉阳泉公司公告，农夫山泉招股书，东吴证券研究所

注：直接原材料结构拆分参考农夫山泉招股书 2019 年 PET 材料成本占比进行测算

图78：原油价格与 PET 原材料价格走势基本一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与投资评级

泉阳泉是吉林省天然矿泉水龙头，矿泉水资产禀赋优秀、且通过区域扩张成长性亮眼，伴随资产结构优化，业绩弹性有望释放。

收入端，矿泉水业务增长自 25H2 逐步提速，“十五五”区域扩张成长性亮眼。1）矿泉水：近年主业加码蓄势，坚定推动“一个中心、两翼齐飞、挺进京津、全国布局”发展蓝图，预计 2026~2028 年矿泉水营收同比增速为 23.5%、19.0%、15.3%。2）门业产品：“十四五”初期公司确立保质量经营方针，既保营收、又抓回款，2025 木门业务实现减亏，预计 2026~2028 年门业产品营收同比增速为 6.2%、6.7%、9.2%。3）园林工程：受宏观环境及地产疲软等因素掣肘，短期难以扭转持续亏损态势，2025 年开始公司有序推进园林业务剥离准备，力争及早完成交易。

利润端，积极优化资产结构，甩掉包袱后有望释放盈利弹性。横向对比泉阳泉内部盈利结构，矿泉水主业盈利领先，园林木门辅业亏损拖累整体业绩表现，伴随非核心资产持续剥离，中期盈利水平向 2025 矿泉水 20%净利率靠拢可期。同时矿泉水主业吨价存在优化空间、即饮产品占比提升带动，原材料波动影响亦相对可控。

表3：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元人民币）

亿元人民币		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入		**11.2**	**12.0**	**12.6**	**15.1**	**17.9**	**20.7**
YOY		**-11.6%**	**6.8%**	**5.0%**	**20.1%**	**18.2%**	**16.1%**
	矿泉水	8.0	8.2	10.0	12.4	14.7	17.0
	YOY	11.7%	2.7%	22.0%	23.5%	19.0%	15.3%
	门业产品	2.4	1.6	1.8	1.9	2.0	2.2
	YOY	-20.2%	-32.4%	8.7%	6.2%	6.7%	9.2%
	园林工程	0.6	1.8	0.3	0.2	0.1	0.1
	YOY	-74.7%	204.3%	-82.6%	-50.0%	-25.0%	-20.0%
毛利率		**32.4%**	**31.9%**	**36.4%**	**36.4%**	**41.1%**	**44.2%**
销售费率		**12.6%**	**13.4%**	**11.8%**	**10.8%**	**9.9%**	**9.1%**
管理费率		**11.9%**	**10.0%**	**9.7%**	**9.6%**	**9.3%**	**9.0%**
归母净利润		**-4.6**	**0.1**	**0.2**	**0.6**	**1.6**	**2.5**
YOY		**-891.9%**	**101.3%**	**145.5%**	**303.0%**	**169.4%**	**52.8%**
归母净利率		**-40.7%**	**0.5%**	**1.2%**	**4.0%**	**9.2%**	**12.1%**

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取包装水各细分龙头农夫山泉和华润饮料作为可比公司，2026~2028 年可比公司平均 PE 为 18x、16x、14x。泉阳泉是吉林省天然矿泉水龙头，矿泉水资产禀赋优秀、且通过区域扩张成长性亮眼，伴随资产结构优化，业绩弹性有望释放。综合以上考虑，首次覆盖，给予“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：可比公司估值表（截至 2026/06/24 收盘价）

股票代码	可比公司	总市值	收盘价	PE			归母净利（亿元）				归母净利同比		
		亿元	元	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
9633.HK	农夫山泉	4,104	36.45	23	20	18	158.7	178.6	201.9	226.5	12.6%	13.0%	12.2%
2460.HK	华润饮料	153	6.37	13	11	10	9.9	11.6	13.6	15.5	17.6%	17.1%	13.9%
	均值			18	16	14							
600189.SH	泉阳泉	53	7.45	88	33	21	0.2	0.6	1.6	2.5	303.0%	169.4%	52.8%

数据来源：wind、东吴证券研究所

注：1）泉阳泉盈利预测参考东吴证券预测，其他可比公司盈利预测取 wind 一致预测数据、数据时间截至 2026 年 6 月 24 日；2）所有货币单位均为人民币；3）港元兑人民币汇率参考 2026 年 6 月 24 日的 0.8687

6. 风险提示

资产剥离进度不及预期：2025 以来公司有序推进园林业务剥离准备，依据国资监管法规，股权转让事项需获得上级国资主管单位审批同意，若审核流程较慢，或直接影响盈利中枢回升。

物流运输设施建设不及预期：传统公路运输成本相对较高，若多式联运模式项目落地缓慢，将影响京津及南方外围区域覆盖进度。

扩产项目落地不及预期：若扩建 40 万吨产能二期项目落地较慢、或第二战略水源采矿许可证取得进度不及预期，将拖累后续区域扩展节奏。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

泉阳泉三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**2,619**	**3,041**	**3,519**	**4,138**
货币资金及交易性金融资产	958	1,143	1,325	1,644
经营性应收款项	344	365	425	494
存货	187	174	200	236
合同资产	888	1,058	1,251	1,451
其他流动资产	241	302	318	312
非流动资产	**1,563**	**1,601**	**1,647**	**1,638**
长期股权投资	47	47	47	47
固定资产及使用权资产	714	705	699	675
在建工程	41	37	33	30
无形资产	83	79	74	69
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	19	18
其他非流动资产	659	716	775	799
资产总计	**4,182**	**4,642**	**5,167**	**5,775**
流动负债	**2,433**	**2,726**	**2,982**	**3,239**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,361	1,500	1,600	1,700
经营性应付款项	501	589	645	709
合同负债	302	328	406	473
其他流动负债	269	309	331	357
非流动负债	291	400	510	620
长期借款	112	212	312	412
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	3	13	23	33
其他非流动负债	175	174	174	174
负债合计	**2,724**	**3,126**	**3,492**	**3,859**
归属母公司股东权益	1,226	1,245	1,294	1,369
少数股东权益	231	272	381	548
所有者权益合计	**1,457**	**1,516**	**1,674**	**1,916**
负债和股东权益	**4,182**	**4,642**	**5,167**	**5,775**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,258**	**1,511**	**1,786**	**2,073**
营业成本(含金融类)	800	961	1,052	1,156
税金及附加	30	33	40	47
销售费用	148	163	177	189
管理费用	122	144	167	187
研发费用	13	20	21	25
财务费用	35	38	36	21
加:其他收益	18	12	16	22
投资净收益	14	12	13	12
公允价值变动	(3)	(8)	(4)	(2)
减值损失	(57)	(51)	2	9
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**82**	**119**	**321**	**490**
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**82**	**119**	**321**	**491**
减:所得税	28	18	48	74
净利润	**53**	**101**	**273**	**417**
减:少数股东损益	38	41	109	167
归属母公司净利润	**15**	**61**	**164**	**250**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.02	0.08	0.23	0.35
EBIT	176	157	357	511
EBITDA	260	251	459	619
毛利率(%)	36.43	36.43	41.13	44.24
归母净利率(%)	1.20	4.02	9.17	12.07
收入增长率(%)	5.01	20.12	18.23	16.06
归母净利润增长率(%)	145.53	303.04	169.44	52.80

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	280	153	244	393
投资活动现金流	(520)	(233)	(261)	(308)
筹资活动现金流	(138)	191	77	13
现金净增加额	(378)	111	60	97
折旧和摊销	85	94	102	107
资本开支	(148)	(78)	(90)	(78)
营运资本变动	95	(102)	(139)	(134)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	1.71	1.74	1.81	1.91
最新发行在外股份（百万股）	715	715	715	715
ROIC(%)	3.90	4.32	8.85	11.33
ROE-摊薄(%)	1.23	4.88	12.66	18.28
资产负债率(%)	65.15	67.34	67.59	66.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	353.36	87.67	32.54	21.30
P/B（现价）	4.34	4.28	4.12	3.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn