

瓶装水行业深度报告：源头活水，山泉细流

报告起因

- 纵观软饮品类的发展历程，近年消费偏好逐渐向清淡化、健康性演变。瓶装水天然健康，富含微量元素，具有一定保健功效，迎合当下消费者对于软饮的需求。乳品龙头伊利也发布公告拟布局天然矿泉水产品。而国内对于软饮细分品类的研究不多，本篇报告试图从行业规模的增长点、竞争格局及代表企业的分析以及伊利跨界运作计划的讨论三方面展开叙述。

核心观点

- 瓶装水市场规模超 1800 亿元，量价均存扩容空间。**根据欧睿国际统计数据，18 年我国瓶装水行业规模为 1830.9 亿元，同比增长 9.5%，近五年 CAGR 为 11.5%。且欧睿预测未来 5 年行业销售额有望维持 7%-9% 的增长，销量增速将保持在 6%-7% 左右。目前我国瓶装水人均消费仍远低于世界其他国家，未来瓶装水销量与单价均存在较大提升空间。**从销量角度看：**随着居民健康观念增强，低糖消费习惯有望带动瓶装水替代其他软饮；旅游等消费场景增加有望为瓶装水带来消费增量；自动售货机、便利店等新型渠道的拓展助力瓶装水销售；水污染偶发性事件驱动瓶装水销量增长。**从价格角度看：**企业直接提价，驱动包装水单价提升；随着居民消费能力的提升，健康、品质、个性化的需求不断升温，中高端包装水占比有望提升。我们认为以日本和台湾地区作为升级的标杆，则我国瓶装水单价存在约 60% 的提升空间。
- 瓶装水寡头垄断集中度高，龙头厂商各具特色。**根据 AC 尼尔森统计，18 年我国瓶装水行业 CR3、CR6 分别达到了 57.9%、80.5%，前六大厂商占据约 8 成份额。中高端龙头企业受益于品质和品牌优势，市场份额有望进一步提升。农夫山泉、怡宝、百岁山作为国内瓶装水龙头，风格鲜明各具特色：
 - 1) 农夫山泉：**公司专注生产天然水，水源优质品质为先，市占率领先优势明显。产品定位中端且不断向上升级，分销网络遍布全国，营销设计匠心独具。
 - 2) 华润怡宝：**公司进军行业时间较早经验丰富，主要受益于多品类布局、全国化的销售网络、精准的营销投放，公司收入增速喜人，盈利能力稳步提升。
 - 3) 景田百岁山：**公司产品卡位精准，拥有突出的性价比优势，天然矿泉水定位健康，享受消费升级红利，叠加高质量的品牌营销共同提高产品附加值。
- 乳品巨头跨界运作，伊利拟进军瓶装水行业。**伊利拟投资 7.44 亿元新建长白山天然矿泉水饮品项目，该项目预计于 2021 年正式建成投产。从产品端看，伊利以天然矿泉水作为切入点，定位中高端，成功概率更大。但受限于水源地的分布，物流成本可能较高。我们认为伊利此举一方面体现了公司看好瓶装水的发展前景，意欲从瓶装水千亿市场规模中分得一杯羹；另一方面是对于主产品线的延伸，有助于公司打造新的大单品，加速建设健康食品集团。公司作为乳企龙头，品牌与渠道优势构筑新项目的核心竞争力，但公司也需要进一步思考品牌定位以及如何权衡定价、区域和营销之间的关系。

投资建议与投资标的

- 瓶装水的产品属性定位天然、健康，符合清淡饮食、消费升级趋势。考虑到我国人均消费量和平均单价均处于偏低水平，目前的市场规模仍有扩容空间。从量上看，软饮消费结构的转变、消费场景的增加、新渠道的开拓、水污染偶发性事件驱动瓶装水需求量增加；从价格端看，企业直接提价、产品持续向中高端升级驱动瓶装水单价提升。建议关注西藏水资源、伊利股份。

风险提示

- 消费升级不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

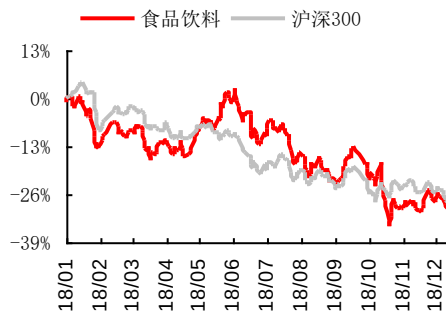
行业

食品饮料

报告发布日期

2019 年 06 月 25 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

叶书怀

021-63325888-3203

yesshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

联系人

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

食品饮料 4 月数据点评：啤酒产量下滑，2019-06-04
生鲜乳价维稳，CPI 食品增速持续提升
食品饮料 3 月数据点评：白酒增速回升，2019-05-08
啤酒销量喜人，CPI 食品增速明显提升
伊利拟进军饮用水行业，光明加码冷饮彰 2018-12-20
显低温实力

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、瓶装水市场广阔，量价均存扩容空间	5
1.1 瓶装水容量超 1800 亿，人均消费偏低	5
1.2 瓶装水好生意，量增价升有望延续	6
二、瓶装水寡头垄断，风格鲜明各具特色	11
2.1 瓶装水行业集中度高，寡头割据六强争霸	11
2.2 国内代表企业分析：农夫山泉、华润怡宝、景田百岁山	11
2.2.1 农夫山泉：水源优质品质为先，市占率领先优势明显	11
2.2.2 华润怡宝：多品类布局+全国化网络巩固行业领军地位	14
2.2.3 景田百岁山：顺应消费升级趋势，品牌营销提高产品附加值	16
三、乳品巨头跨界运作，伊利拟进军瓶装水行业	18
四、投资建议	19
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：2004—2018 年中国瓶装水销售额与增速	5
图表 2：2004—2018 年中国瓶装水销量与增速	5
图表 3：2018 年瓶装水人均销售额对比（美元）	5
图表 4：2018 年瓶装水人均销量对比（升）	5
图表 5：13—18 年我国人均瓶装水销售额及同比增速	6
图表 6：13—18 年我国人均瓶装水销量及同比增速	6
图表 7：13—18 年各品类软饮收入 CAGR	7
图表 8：近年瓶装水在软饮消费结构中的占比不断提升	7
图表 9：我国国内旅游业收入保持较快增长	7
图表 10：我国国内旅游人数持续高增长	7
图表 11：我国自动售货机保有量及增速	8
图表 12：我国便利店门店总数及增速	8
图表 13：2004—2018 年瓶装水单价及增速	8
图表 14：瓶装水厂商直接提价	8
图表 15：瓶装水分品类 17、18 年销售增速	9
图表 16：部分国外品牌高端瓶装水	9
图表 17：18 年我国瓶装水均价偏低	10
图表 18：10—18 年我国城镇居民人均可支配收入及同比增速	10
图表 19：2015—2018 年瓶装水行业集中度变化	11
图表 20：2018 年主要瓶装水生产商市占率	11
图表 21：农夫山泉品牌大事记	11
图表 22：13—17 年农夫山泉营业收入及同比增速	12
图表 23：农夫山泉、娃哈哈和康师傅瓶装水对比	13
图表 24：农夫山泉八大优质水源地布局	13
图表 25：农夫山泉救助云南旱灾	13
图表 26：农夫山泉雅安抗震救灾	13
图表 27：2010 年以来农夫山泉推出的部分产品	14
图表 28：华润怡宝品牌大事记	14
图表 29：13—17 年华润怡宝营业收入及同比增速	15
图表 30：15—17 年华润怡宝净资产收益率不断提升	15
图表 31：华润怡宝产品线	15
图表 32：公司持续赞助国内马拉松赛事	16
图表 33：怡宝“百所图书馆计划”公益活动	16
图表 34：国内主要天然矿泉水品牌价格比较	17

图表 35：百岁山广告	17
图表 36：百岁山成为国际排联全球合作伙伴	17

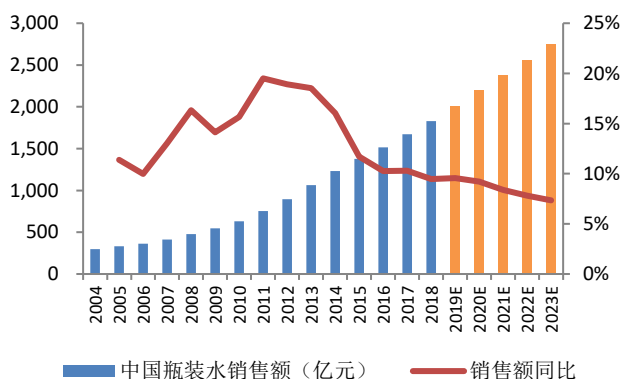
一、瓶装水市场广阔，量价均存扩容空间

1.1 瓶装水容量超 1800 亿，人均消费偏低

包装水是指密封于符合食品安全标准和相关规定的包装容器中,可直接饮用的水。按产品属性划分,包装水主要分为天然矿泉水和包装饮用水,其中包装饮用水又分为两大类:饮用纯净水和其他饮用水。按包装容器划分,包装水主要可分为瓶装水和桶装水。考虑到购买频率和易携带性,本篇报告主要的叙述对象为瓶装水。

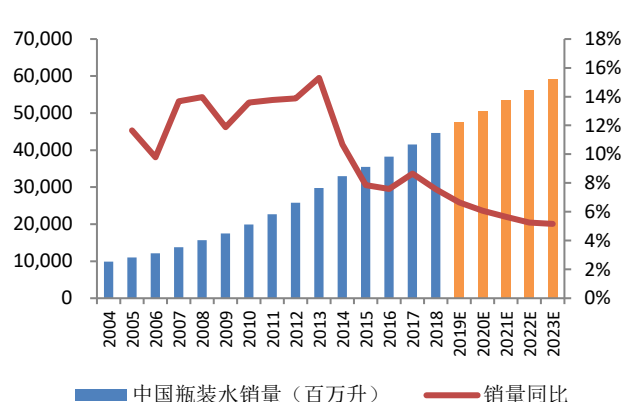
目前我国瓶装水市场规模超 1800 亿,未来预计仍将保持中高个位数增长。根据欧睿国际统计数据,2018 年我国瓶装水行业的收入规模为 1830.9 亿元,同比增长 9.5%,近五年 CAGR 为 11.5%;18 年瓶装水行业销量达到 446.4 亿升,同比增长 7.6%,近五年 CAGR 为 8.5%。此外,欧睿国际预测未来 5 年我国瓶装水行业销售额有望维持 7%-9% 的增长,销量增速将保持在 6%-7% 左右。

图表 1：2004–2018 年中国瓶装水销售额与增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图表 2：2004–2018 年中国瓶装水销量与增速

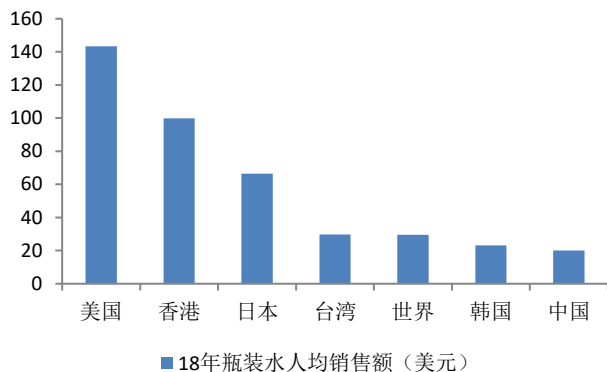


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

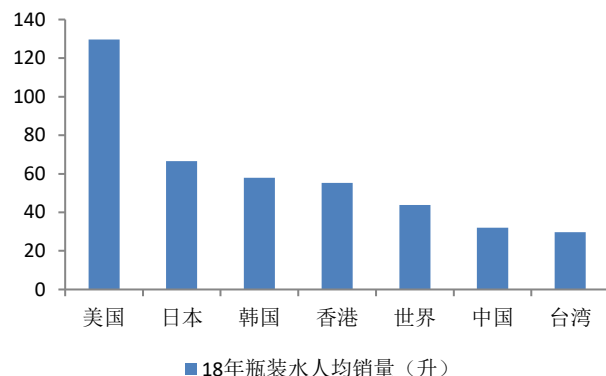
横向比较,目前我国瓶装水人均消费仍远低于世界其他国家,未来瓶装水销量与销售额均存在较大提升空间。从销售额看,18 年我国瓶装水人均销售额为 20 美元,低于全球平均的 29.6 美元,同期同属亚洲的日本、韩国、香港地区、台湾地区瓶装水人均消费额分别达到 66.5 美元、23.1 美元、99.9 美元和 29.8 美元。从销售量看,18 年我国瓶装水人均销量为 32.1 升(按照 550ml/瓶计算,约合 116.7 瓶,日均仅 0.3 瓶),仅高于中国台湾(19.7 升),低于全球平均(43.9 升),也低于美国(129.6 升)、日本(66.5 升)、韩国(58.0 升)和中国香港(55.2 升)。对标可比国家和地区,我国瓶装水消费存在巨大的增长潜力。

图表 3：2018 年瓶装水人均销售额对比 (美元)

图表 4：2018 年瓶装水人均销量对比 (升)



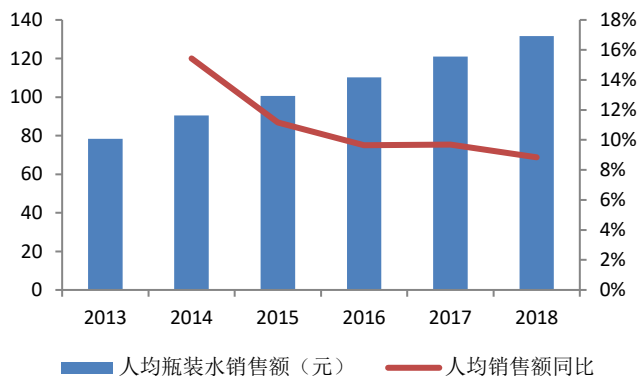
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

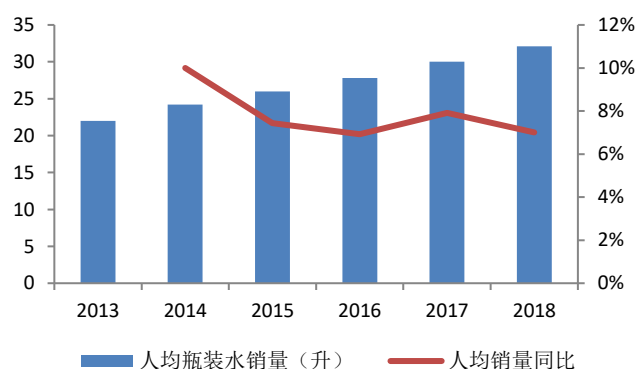
纵向比较，近年我国人均瓶装水销售额及销量均呈现稳步增长趋势。根据欧睿国际统计，近五年我国瓶装水人均销售额均保持了8%以上增长，人均销量均保持了6%以上增长，两者13-18年CAGR分别达到10.9%和7.8%，人均消费规模持续保持较高增速。

图表 5：13—18 年我国人均瓶装水销售额及同比增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图表 6：13—18 年我国人均瓶装水销量及同比增速



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

1.2 瓶装水好生意，量增价升有望延续

不论从总量还是人均的角度看，我国瓶装水目前的市场规模均偏低，我们认为原因主要包括：1) 消费习惯有待培育，居民仍倾向于烧水饮用；2) 消费场景单一性，消费者主要在外出或会议时饮用包装水；3) 替代品效应，佐餐或休闲场景下消费者更愿意选择饮料；4) 产品价格偏低，市场上销售的包装水终端价主要集中在2元左右，较其他国家地区仍有差距。

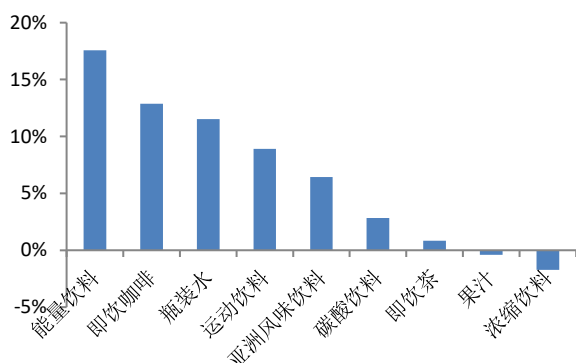
我们认为包装水行业未来的增长点主要在于：1) 量增：软饮消费结构的转变、消费场景的增加、新渠道的开拓、水污染偶发性事件驱动；2) 价升：企业直接提价、产品持续向中高端升级。

● 从销量角度看：

1) 随着居民健康观念增强，饮食趋势不断向清淡化演变，低糖消费习惯有望带动瓶装水替代其他软饮。瓶装水在13年至18年间收入的CAGR为11.5%，在软饮品类中位居第三，仅次于能量饮料和即饮咖啡。从消费习惯上看，以能量饮料和即饮咖啡为代表的功能性饮料增速亮眼，以补水解

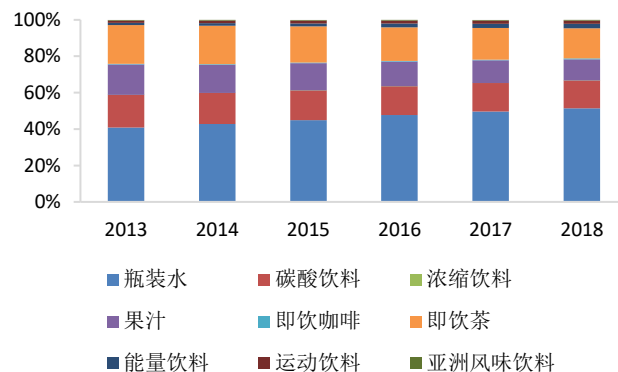
渴、补充能量为主要功能的瓶装水和运动饮料增速紧随其后，反映了消费者对功能性和健康化饮食的需求正逐渐增强。浓缩饮料、果汁、即饮茶和碳酸饮料的增速相对较慢则体现出消费者对于健康和低糖的诉求。相较于其他软饮品类，我们认为瓶装水的优点在于不含糖无发胖烦恼、选材天然添加剂较少、微量元素有利于健康以及解渴效果更好。从 13 年到 18 年，瓶装水在软饮消费结构中的占比由 40.8% 逐年提升至 51.5%，平均每年提升约 2pct。我们判断消费者对于健康的追求有望带动瓶装水消费占比进一步提升，未来三年有望达到 55% 左右。

图表 7：13–18 年各品类软饮收入 CAGR



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

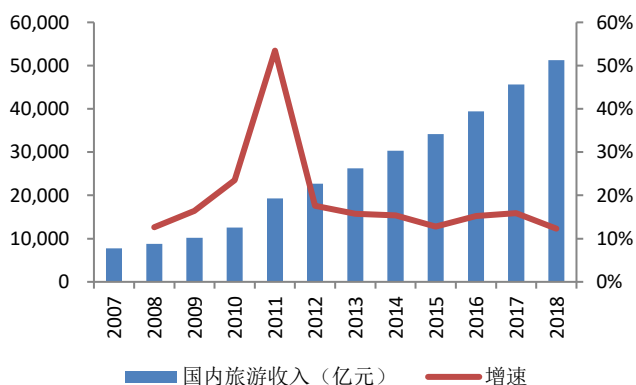
图表 8：近年瓶装水在软饮消费结构中的占比不断提升



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

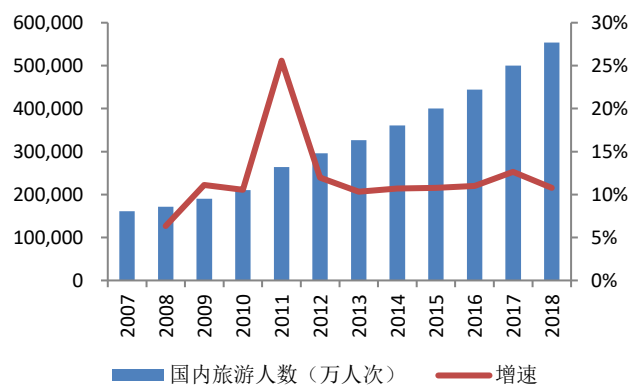
2) 旅游、娱乐等享受型消费场景增加，为瓶装水带来消费增量。近年我国旅游业保持了较快增长，2018 年国内旅游人数突破 55 亿人次，收入达到 5.13 万亿元，近十年国内旅游收入 CAGR 高达 19.3%，同期旅游人次 CAGR 为 12.5%。考虑到瓶装水健康安全、便于携带的属性，游客通常会选择瓶装水作为饮用水，旅游过程中的体力消耗又增加了饮水需求。据此我们认为国内旅游业的快速发展将为瓶装水消费带来较大的市场增量。我们假设未来国内旅游人次保持 10% 左右的增长，则每年新增旅游人次为 5.5 亿左右，假设饮用瓶装水的人群占比为 70%，每人每次平均旅游天数为 2 天，平均每日饮用 1 升瓶装水，则由于旅游场景的增长带来的全年瓶装水增量为 7.7 亿升，占 2018 年瓶装水总销量的 1.7%。

图表 9：我国国内旅游业收入保持较快增长



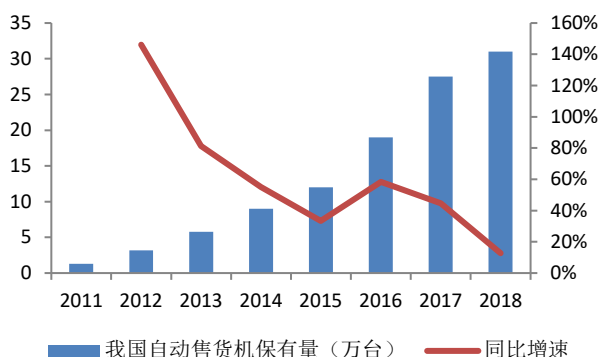
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 10：我国国内旅游人数持续高增长

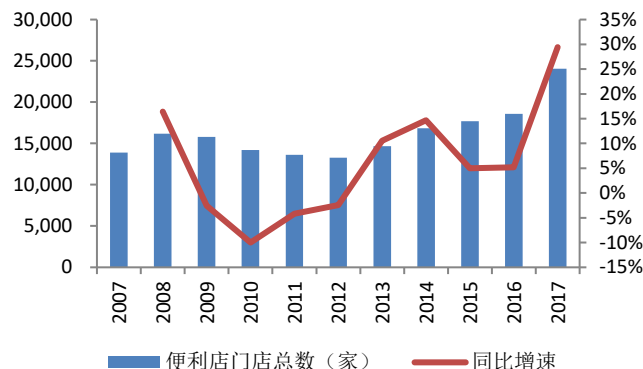


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

3) 自动售货机、便利店等新型渠道的拓展，增加了瓶装水的消费者触及率，使购买瓶装水变得更加容易。除传统的流通、商超、KA 渠道外，一二线城市的自动售货机和便利店也是瓶装水销售的重点渠道。18 年我国自动售货机保有量约 31 万台，同比增长 13%。17 年我国便利店门店总数同比增长 29%，达 24060 家。我们预计未来自动售货机与便利店数量仍将保持较快增长，并有望为瓶装水拓宽销售渠道，使消费者可以更便捷地购买到产品。

图表 11：我国自动售货机保有量及增速


资料来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

图表 12：我国便利店门店总数及增速


资料来源：国家统计局、东方证券研究所

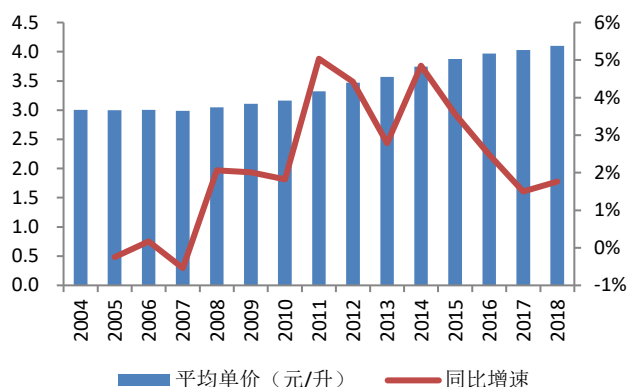
4) 水污染偶发性事件可能造成居民对于饮用水水质的担忧，驱动瓶装水销量增长。如 11 年杭州发生苯酚槽罐车泄漏事故，部分苯酚泄露并流入新安江，造成水体污染，导致杭州市民抢购纯净水；12 年广西龙江发生镉污染事件，影响 300km 河段。因恐慌水源污染，柳州市民囤购超市瓶装水。类似偶发性水污染事件触发居民对于饮水安全的担忧，瓶装水由于安全便捷、单价不高，此类事件会带动局部区域短期内对于瓶装水的需求激增。

● 从价格角度看：

根据欧睿国际统计，2018 年我国瓶装水平均单价为 4.1 元/升，同比增长 1.8%。按照 500ml/瓶的容量进行测算，平均单瓶终端价约 2 元，处于较低水平。此外，13 年-18 年间瓶装水单价 CAGR 为 2.6%，均维持中低个位数增长，未来预计持续提升。我们认为瓶装水均价提升的驱动因素包括：

1) 企业直接提价，驱动包装水单价提升。受包材、人工等成本上升影响，近几年瓶装水价格上涨明显，农夫山泉、娃哈哈、康师傅等主要厂商均有价格调整动作。

图表 13：2004-2018 年瓶装水单价及增速
图表 14：瓶装水厂商直接提价



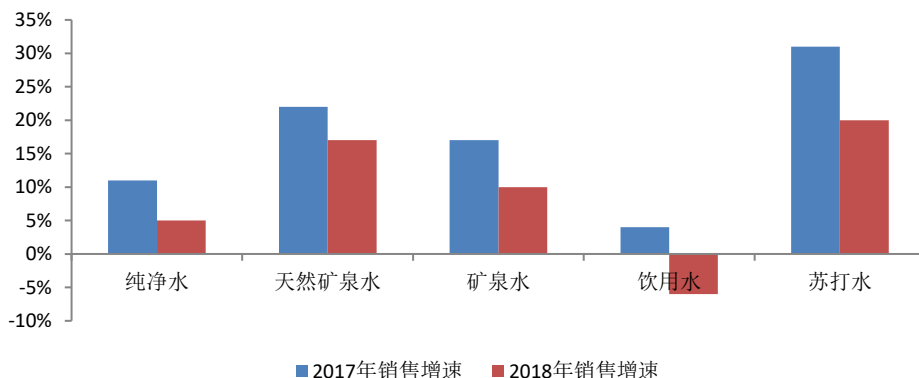
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

时间	产品	提价内容
2012年-2015年	农夫山泉 550ml 装瓶装水	由 1.2 元陆续提到 2 元
2018 年 3 月	娃哈哈 596ml 红飘水	由 1.5 元提到 2 元
2018 年	康师傅 550ml 装矿泉水	由 1 元提到 1.5 元
2018 年	康师傅 560ml 装优悦水	由 1.5 元提到 2 元

资料来源：北京商报、东方证券研究所

2) 随着居民消费能力的提升，健康、品质、个性化的需求不断升温，中高端包装水占比有望提升。从品类上看，定价更高的苏打水和天然矿泉水增速快于定价偏低的纯净水和饮用水，带动整体均价提升；从品牌上看，在国内品牌中，以康师傅、娃哈哈、冰露等为代表的中低端瓶装水逐步让位于农夫山泉、怡宝、百岁山等中高档产品。另一方面，国外部分厂商以优质的水源、新颖的包装设计、引人入胜的品牌故事等为卖点不断推出高端瓶装水，如 Evian、VOSS、Fiji、Perrier、圣培露、普娜等，拉升了行业均价。

图表 15：瓶装水分品类 17、18 年销售增速



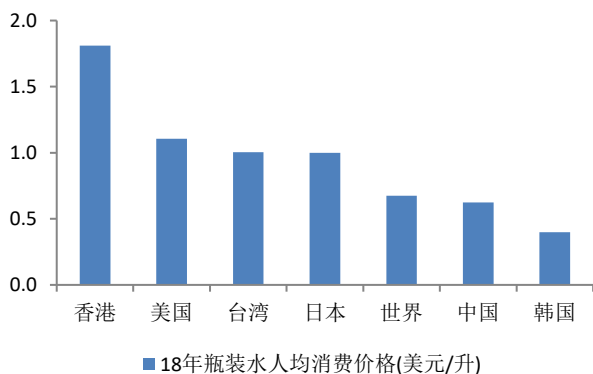
资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

图表 16：部分国外品牌高端瓶装水

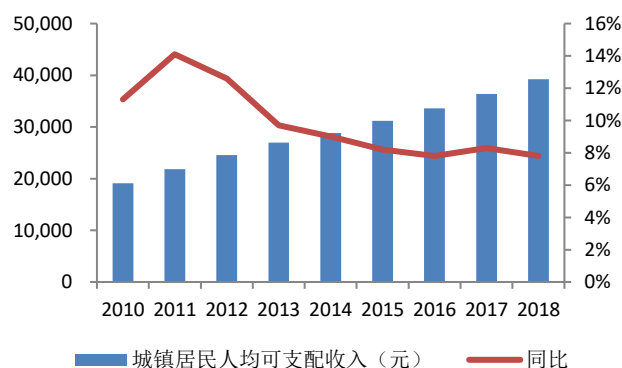
产品	终端售价（元/500ml）	图例	产品	终端售价（元/500ml）	图例
依云天然矿泉水	5.4		依云玻璃瓶纯净水	12.0	
VOSS 天然矿泉水	9.1		VOSS 天然无气瓶装矿泉水	19.9	
Fiji 天然矿泉水	7.9		Perrier 含气天然矿泉水	8.5	
圣培露充气天然矿泉水	7.7		Acqua Panna 天然矿泉水	7.8	

资料来源：京东、百度图片、东方证券研究所

与世界其他国家地区相比，我国目前的瓶装水价格仍然偏低。如果以日本和台湾地区作为升级的标杆，则我国瓶装水单价存在约 60% 的提升空间，即对应 6.4 元/升，对应 3.2 元/瓶（假设单瓶容量 500ml）。由于产品品牌、厂商定价策略、物价水平和居民购买力等因素的差异，18 年我国瓶装水均价低于世界平均水平，也低于美国、日本、香港和台湾，18 年日本和台湾地区瓶装水价格比中国大陆高出约 60%，即达到了 3 元/500ml 以上水平。考虑到饮食和消费习惯的类似性，以日本和台湾作为参考（韩国由于从中国进口了大量低价瓶装水，故产品均价偏低，在比较时不予考虑），我们认为大陆瓶装水也有望逐步迈向“3 元时代”。13 年-18 年间我国城镇居民人均工资年均涨幅为 7.8%，我们假定瓶装水均价涨幅与之接近，则大约需要 6 年时间可实现价格带跨越。

图表 17：18 年我国瓶装水均价偏低


资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图表 18：10—18 年我国城镇居民人均可支配收入及同比增速


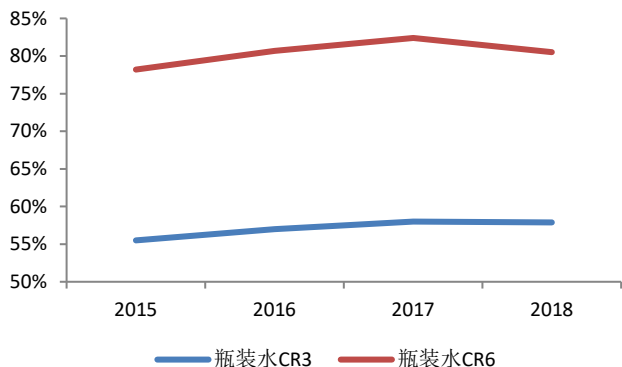
资料来源：国家统计局、东方证券研究所

二、瓶装水寡头垄断，风格鲜明各具特色

2.1 瓶装水行业集中度高，寡头割据六强争霸

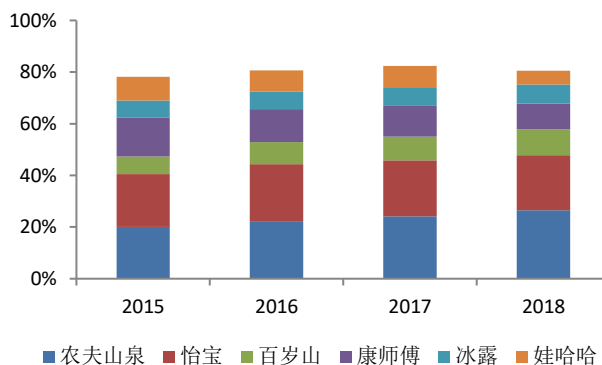
瓶装水行业集中度高，前六大厂商占据约八成市场份额。根据 AC 尼尔森统计数据，18 年我国瓶装水行业 CR3、CR6 分别达到了 57.9%、80.5%，农夫山泉、怡宝、百岁山、康师傅、冰露和娃哈哈占据了八成份额。从六大厂商的市占率演变趋势看，15-18 年间农夫山泉、怡宝和百岁山市占率稳步提升，体现了在升级过程中，中高档产品和天然矿泉水更易获得消费者认可；而产品线偏低端的康师傅、冰露和娃哈哈的市场份额则出现了不同程度的下滑，低端瓶装水的占比逐渐下降。

图表 19：2015–2018 年瓶装水行业集中度变化



资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

图表 20：2018 年主要瓶装水生产厂商市占率



资料来源：AC 尼尔森、东方证券研究所

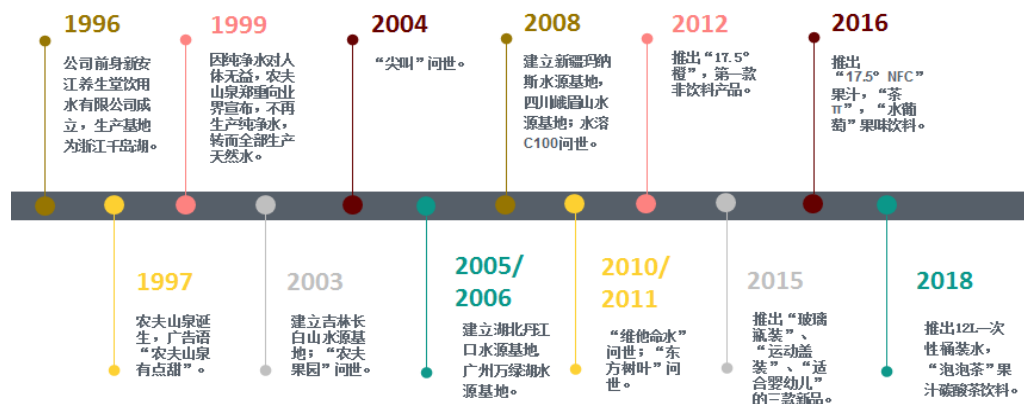
行业壁垒主要为资源、品牌和渠道，中高端龙头企业受益于品质和品牌优势，市场份额有望进一步提升。我们认为瓶装水行业的技术壁垒不高，口感趋同，产品同质化现象较为严重，现有厂商主要依靠水源地资源、品牌认知和渠道优势构建壁垒。由于行业壁垒一般，产品利润率较高，短期我们认为可能会有部分食品饮料巨头跨界进军瓶装水板块，成为新进入者，造成集中度小幅下降；从长期看，在消费升级趋势下，水源质量好、品牌认知度高、渠道营销实力强的中高端企业有望脱颖而出，获取更高的市场份额。

2.2 国内代表企业分析：农夫山泉、华润怡宝、景田百岁山

2.2.1 农夫山泉：水源优质品质为先，市占率领先优势明显

瓶装水龙头扬帆起航，市占率领先优势明显。农夫山泉股份有限公司成立于 1996 年，原名“浙江千岛湖养生堂饮用水有限公司”，总部位于浙江杭州，是中国饮料 20 强企业之一，专攻饮用天然水、果蔬汁饮料、特殊用途饮料和茶饮料等各类软饮料。公司坚持“天然、健康”的产品理念，不使用城市自来水生产瓶装饮用水，并承诺不在饮用水中添加任何人工矿物质。农夫山泉龙头地位稳固，在瓶装水行业连续多年市占率位居第一。

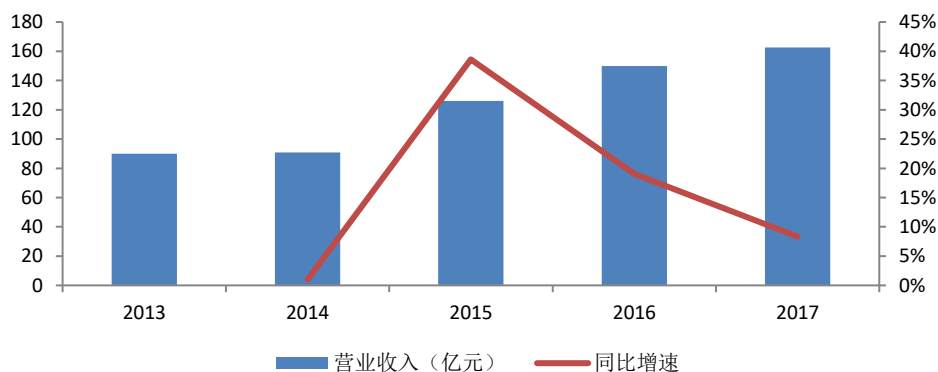
图表 21：农夫山泉品牌大事记



资料来源：公司官网、东方证券研究所

业绩稳健增长，农夫山泉一直在路上。根据中国经济网披露的数据，13-17年间农夫山泉营收从90亿元逐年提升至162.5亿元，CAGR为15.9%，期间15、16年农夫山泉的收入增速分别高达38.6%、19.0%，我们推测与高端新品及爆款单品茶π的推出有关。根据万泰生物招股说明书披露的信息，农夫山泉18年净利润达到36.16亿元，我们预计公司销售净利率在20%左右，盈利能力较为突出。

图表 22：13-17 年农夫山泉营业收入及同比增速



资料来源：中国经济网、东方证券研究所

水源优质品质为先，产品以中端为主不断升级。公司拥有浙江千岛湖、吉林长白山、陕西太白山、四川峨眉山等八大优质水源基地，保障了水质安全和健康。农夫山泉坚持在水源地建厂、灌装，确保产品的生产过程都在水源地完成，且生产的瓶装水均为天然弱碱性水。公司的核心单品天然矿泉水牢牢卡位2元价格带，定位中端大众消费，优良的品质深入人心。15年农夫山泉推出了玻璃瓶高端矿泉水、天然饮用水（适合婴幼儿）和学生天然矿泉水三款新品，标志着公司逐渐从中端向中高端转型，我们期待公司未来能够进一步强化高端产品线布局，提升整体竞争力。

纵观农夫山泉的发展史，我们认为公司成功的原因主要有以下三点：

1) 正确的战略定位：专注生产天然水。从产品属性看，农夫山泉聚焦健康。1999年农夫山泉在发现纯净水对人体无益后，开始瞄准了天然、健康的属性，转型只生产天然水，PH值呈现弱碱性再次强化了健康概念；而娃哈哈一直生产纯净水，康师傅一直生产矿物质水，在健康层面上略逊一

筹。从定价策略上看，农夫山泉中高端的卡位顺应了消费升级的趋势。农夫山泉一开始便定位在中高端市场，娃哈哈与康师傅走的是相对低端的路线，在升级的过程中消费者更倾向于选择价格更高、品质更好的农夫山泉。从包装上看，农夫山泉的瓶体更厚，红色的包装纸更加显眼，相较竞品更容易脱颖而出。

2) 渠道网络优势助力农夫山泉建立强大的销售网络。考虑到较高的运输成本，软饮行业极具规模经济效应，全国范围内的生产销售网络布局不仅有助于降低单位成本，也有利于提升产品覆盖面。瓶装水行业内存在“500 公里”的经验理论，若运输半径超过 500 公里，运输成本可能将蚕食利润，定价 1、2 元的包装水很难盈利。农夫山泉依托八大优质水源基地，建立了遍布全国的分销网络，在渠道精耕下沉方面做得更加透彻。

图表 23：农夫山泉、娃哈哈和康师傅瓶装水对比



资料来源：百度图片，东方证券研究所

图表 24：农夫山泉八大优质水源地布局



资料来源：公司官网，东方证券研究所

3) 成功的营销：“农夫山泉有点甜”、“大自然的搬运工”等广告标语深入人心，公益活动提升品牌形象。1998 年农夫山泉通过大面积、高密度的电视广告，使“农夫山泉有点甜”的广告标语家喻户晓，550ml 运动装农夫山泉迅速在全国铺开。2001 年农夫山泉支持北京申奥，推出“一分钱”活动。此外，在 2008 年汶川地震、2010 年云南旱灾、2013 年雅安地震等重大自然灾害中，农夫山泉都拿出了大量的物资和现金用于抢险救灾，进一步提升了品牌形象。

图表 25：农夫山泉救助云南旱灾



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图表 26：农夫山泉雅安抗震救灾



资料来源：公司官网，东方证券研究所

4) 紧跟消费者需求新品层出，包装设计匠心独具。农夫山泉也是一家极具创新精神的企业，近年不断有新产品问世。公司新品均主打“健康”、“清淡”路线，外包装或新颖时尚，或富有艺术气息、符合东方审美，吸引了消费者的眼球。如公司在高端玻璃瓶装水中融入花、树叶、雪花、麋鹿等自然元素，极具趣味，呼应了公司纯天然的产品特性；公司在组画包装瓶装水中分别以蛙、鹿、熊、狸猫等形象与长白山的自然景象描绘了童话世界中的胜境，品牌策划与设计独具匠心。

图表 27：2010 年以来农夫山泉推出的部分产品

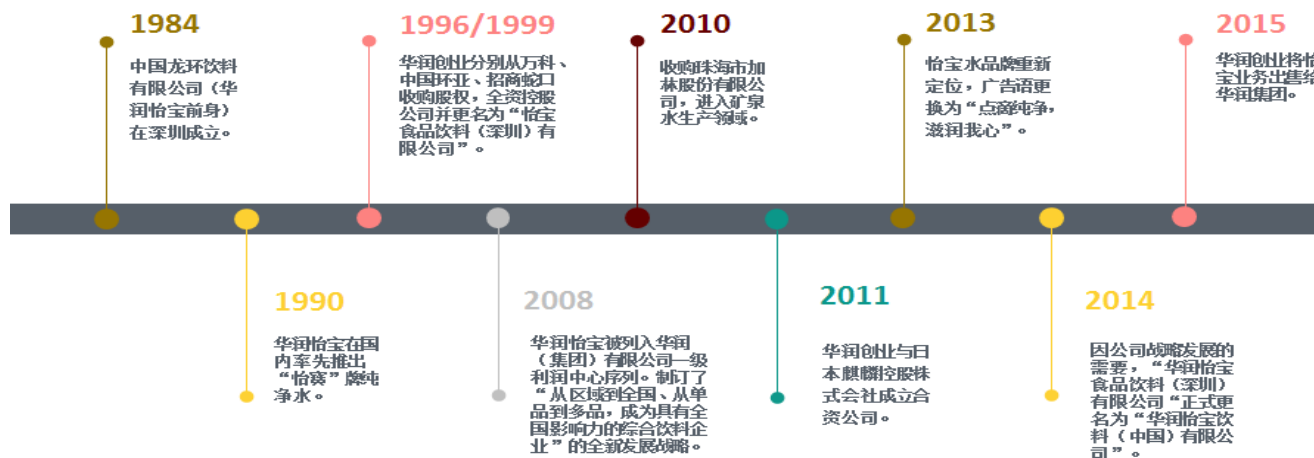


资料来源：公司官网、东方证券研究所

2.2.2 华润怡宝：多品类布局+全国化网络巩固行业领军地位

公司是国内包装饮用水领军者之一，进军行业时间较早经验丰富。1984 年，中国龙环饮料有限公司（华润怡宝前身）成立，总部位于深圳市高新技术产业园区，主要销售碳酸饮料。1990 年，华润怡宝在国内率先推出“怡宝”牌纯净水，成为国内最早专业化生产包装饮用水的企业之一。截至 17 年底，华润怡宝总部共有 18 个职能部门，下设 8 家分公司、37 家工厂，拥有超过 12000 名员工，产品 SKU 达 15 个，公司已成为华润集团旗下消费品业务板块的重要组成部分。

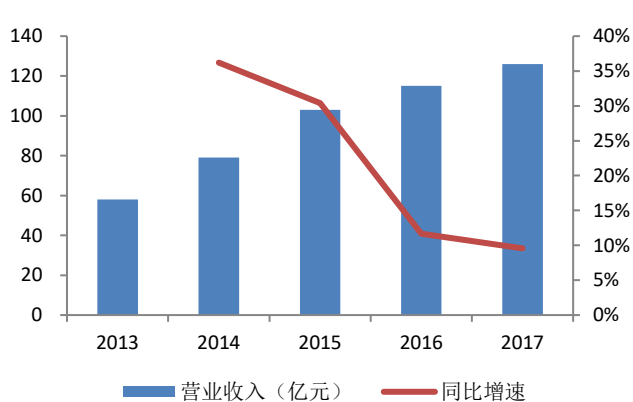
图表 28：华润怡宝品牌大事记



资料来源：公司官网，东方证券研究所

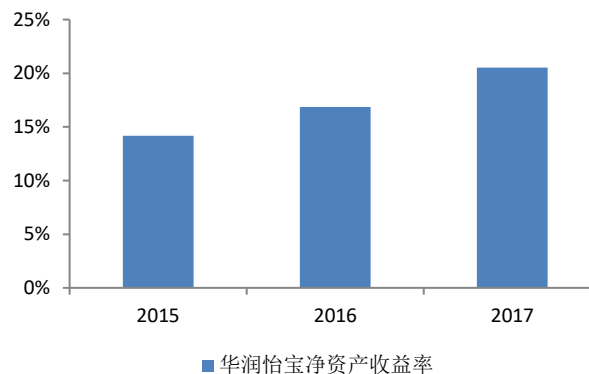
收入由高速转为中高速增长，盈利能力稳步提升。17 年公司营收超过 126 亿元，同比增长 9.6%，13-17 年收入 CAGR 达到 21.4%。过去几年公司营业收入增速有所放缓，14、15 年时公司收入分别实现了 36.21%和 30.28%的高增长，随后逐年放缓。我们认为公司收入增速放缓一方面是基数增加后的自然回落，另一方面意味着核心产品逐渐步入成熟期，未来增速可能降至中高速区间。此外，根据公司发布的 2017 年社会责任报告，2015-2017 年，公司的净资产收益率分别为 14.17%，16.86%和 20.51%，盈利能力持续提升。

图表 29：13-17 年华润怡宝营业收入及同比增速



资料来源：公司官网，东方财富网，东方证券研究所

图表 30：15-17 年华润怡宝净资产收益率不断提升



资料来源：公司社会责任报告，东方证券研究所

相较于竞品，我们认为华润怡宝的亮眼之处主要有以下三方面：

1) 多品类并行，发掘市场增长潜力。2011 年，华润怡宝提出了“全国性多品类饮料业务”的战略，开始拓宽饮料类产品线。目前华润怡宝除了自有品牌“怡宝”、“加林山”、“魔力”之外，还手握日方授权的多个著名品牌，如“午后奶茶”、“火咖”系列等。公司的产品除了纯净水、矿泉水外，已成功延伸至奶茶、咖啡、功能性饮料等多种品类，满足了消费者的多元化需求。

图表 31：华润怡宝产品线



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2) 强有力的渠道建设带动市场份额稳步提升。2008 年，华润怡宝制订了“从区域到全国”的发展战略，大举迈步、推进全国扩张。此外，与农夫山泉类似，公司在全国性布局中也能获得一定的竞争优势。华润怡宝的生产基地覆盖全国，有效降低了产品的运输成本。再者，华润集团下的大型零售商贸集团公司——华润万家也为华润怡宝的扩展提供了有力的渠道资源支持。2017 年怡宝市场覆盖终端网点数已超过 170 万个，高覆盖率推动品牌市占不断提升，18 年怡宝在瓶装水的市场份额已达到 20.9%。

3) 精准的营销策略和多样化公益活动助力提升品牌形象。公司积极关注体育事业，持续赞助国内马拉松赛事。以 2017 年度为例，公司累计赞助马拉松比赛 182 场，连续两年成为国内马拉松赞助场数第一名的瓶装水企业。此外，公司组建了“怡宝梦之队”，在多场马拉松比赛中取得优异成绩，也为品牌宣传提供了一定助力。在公益活动方面，公司从 2007 年起启动“百所图书馆计划”，为教育资源匮乏的地区建设图书馆、捐赠图书，同时邀请专家和社会志愿者举办读书会，帮助实现城市与乡村之间的教育资源共享。截至 2017 年，公司已捐赠了 192 所图书馆，募集了上万册图书，得到了社会的广泛认可。

图表 32：公司持续赞助国内马拉松赛事



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图表 33：怡宝“百所图书馆计划”公益活动



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.2.3 景田百岁山：顺应消费升级趋势，品牌营销提高产品附加值

设备先进专注瓶装水，远销海外声誉优良。1992 年，景田食品饮料有限公司在深圳成立，专注生产经营包装饮用水。公司旗下拥有十余个独立子公司和多个大型生产基地，分布在深圳、广州、惠州、宜春、莆田、厦门、南通、唐山迁西等地。工厂装配了多条德国进口克朗斯一体化灌装设备，生产产品包括矿泉水、纯净水和苏打水等多个系列产品。公司在全球拥有几百家分销商，产品远销海外，在世界范围内拥有良好声誉。

景田公司于 2004 年推出百岁山矿泉水，从 2009 年至今，百岁山矿泉水已连续 9 年位列国内天然矿泉水市场第一名，且出口量居饮用水行业第一。2018 年，百岁山矿泉水在瓶装水市场的份额已达到 9.6%，居行业第三。我们认为百岁山成功的原因主要有以下两方面：

1) **产品卡位精准、性价比突出，天然概念享受消费升级红利。**伴随着消费升级趋势和居民健康意识的觉醒，大众对于瓶装水的偏好逐渐从纯净水向更健康的天然矿泉水转变。景田百岁山在饮用水市场中定位中端，但在天然矿泉水品类中定价较低。相较于更高端的矿泉水品牌，景田百岁山具有突出的性价比优势，更易被消费者接受，以价换量尽享升级红利。

图表 34：国内主要天然矿泉水品牌价格比较

品牌	规格	单价	产品图
景田百岁山	570ml	2.25 元	
恒大冰泉	500ml	1.58 元	
昆仑山	510ml	5.08 元	
西藏 5100	500ml	6.29 元	
巴马丽琅	500ml	4 元	

资料来源：京东，东方证券研究所

2) **成功的品牌营销打造销量黑马。**2013 年起，百岁山推出了贵族广告三部曲。令人印象深刻的广告视频、广告语配合高频次的电视和网络投放，成功向消费者导入了“水中贵族”的印象，获得了媒体传播的成功。结合瓶身的“平肩设计”和简洁优雅的外包装，给消费者带来良好的消费体验。除了别具匠心的广告设计，百岁山不断加码体育营销。公司不仅携手各大顶级体育赛事，赞助了 CBA、中超等大型体育活动，还与尤文图斯足球俱乐部合作，并签约成为国际排联的全球合作伙伴。一系列的高端体育活动大大巩固了“水中贵族”的定位，提升了品牌形象。

图表 35：百岁山广告

图表 36：百岁山成为国际排联全球合作伙伴



资料来源：优酷，东方证券研究所



资料来源：公司官网，东方证券研究所

三、乳品巨头跨界运作，伊利拟进军瓶装水行业

乳品巨头独具慧眼，跨界进军瓶装水彰显版图扩张雄心。2018 年 12 月 15 日，伊利股份发布公告，拟投资 7.44 亿元在吉林省安图县长白山天然矿泉水产业园区新建伊利长白山天然矿泉水饮品项目。按照 31 个月的建设周期计算，预计该项目将于 2021 年正式建成投产。公司预计项目投资回收期为 5.7 年，投资回报率为 16.34%，内部收益率为 16.01%。我们认为伊利此举一方面体现了公司看好瓶装水的发展前景，意欲从瓶装水千亿市场规模中分得一杯羹；另一方面也是对于主产品线的延伸，有助于公司打造新的大单品，加速建设健康食品集团。

从产品端看，我们认为伊利以天然矿泉水作为切入点，定位中高端，成功概率更大。与纯净水、矿物质水不同，从公告中可以看出，伊利瞄准的是天然矿泉水市场，对标竞品应为百岁山和昆仑山两款单品。在产品属性上，天然矿泉水含有一定的矿物质和微量元素，对水源质量要求更高，较纯净水和矿物质水更有益于健康，定位中高端。近几年百岁山的异军突起，表明天然矿泉水是瓶装水行业未来消费升级的方向，伊利以此切入更可能获得成功。对标百岁山和昆仑山，我们推测伊利矿泉水产品上市后的单瓶定价区间可能在 3-5 元左右。

受限于水源地的分布，产品成本端的压力可能在于运输。由于天然矿泉水对于水源的要求很高，水源地基本分布在原始生态保存较好、人迹罕至、不受污染的偏远地区，故而水源地距离市场较远，导致物流成本较高。在产品投放初期，规模效应未得到充分发挥，伊利可能难以避免高企的运输费用。随着投产规模扩大，项目盈利能力有望逐步改善。

伊利的优势与挑战：品牌+渠道构筑核心竞争力，抢占消费者心智或为最大挑战。伊利作为国内乃至亚洲的乳制品龙头企业，拥有强大的品牌力和完备的渠道建设。我们认为凭借伊利的品牌背书，产品品质可拥有保障，而瓶装水的渠道与公司现有液奶渠道重合度高，流通、商超、KA、便利店、电商均可触及，渠道协同难度不大。但如何处理品牌定位、抢占消费者心智存在一定挑战，由于伊利乳制品的形象深入人心，在跨品类运作时消费者不一定能够很快接受非乳类产品。我们建议公司设立新的独立子品牌进行运作，辅以适当的线上线下营销。此外，我们根据公告推测伊利在前期大概率只有长白山一个水源基地，受运输成本影响，不可能像液奶那样实现全国布局。因此，如何权衡定价、区域和营销之间的关系也值得进一步思考。

总而言之，我们认为伊利在当前时点选择进入天然矿泉水行业的战略布局体现了公司及管理层的独到眼光，长期看利大于弊。该项目不仅有望为公司贡献收入利润增量，也有助于伊利推进五强千亿

目标，建设健康食品集团，但我们建议公司对新业务在品牌定位和渠道布局上可能要面临的挑战加思考。

四、投资建议

瓶装水的产品属性定位天然、健康，符合清淡饮食、消费升级趋势。考虑到我国人均消费量和平均单价均处于偏低水平，目前的市场规模仍有扩容空间。从量上看，软饮消费结构的转变、消费场景的增加、新渠道的开拓、水污染偶发性事件驱动瓶装水需求量增加；从价格端看，企业直接提价、产品持续向中高端升级驱动瓶装水单价提升。建议关注西藏水资源、伊利股份。

● 西藏水资源（1115.HK，未评级）

公司是我国高端瓶装水领导厂商，主打冰川矿泉水。公司牢牢把握高端需求，致力于开发西藏珍稀水资源，5100 冰川水终端价在 5 元/330ml 以上。此外公司进一步丰富产品线，推出了卓玛、格桑泉两款定位中低端的瓶装水，构建了完整的产品矩阵。在渠道运作方面，公司开拓了除中铁快运以外的众多机构客户，并进一步开发商超、便利店、电商等重点渠道，在调整期结束后，收入及利润逐渐企稳复苏。

● 伊利股份(600887，买入)

公司为亚洲及国内乳制品龙头，品牌力强大、渠道建设完善，拥有坚实的消费者基础。公司 18 年底发布公告，投资 7.4 亿元拟进军瓶装水业务，计划依托长白山优质水源基地打造天然矿泉水饮品。根据公告时间进展，预计项目将在 2021 年建成投产。我们认为伊利现有的渠道资源为其最强大的竞争力，品牌背书有助于在初期赢得消费者信任，并期待瓶装水业务能够为公司带来业绩增量，助力实现五强千亿目标，为伊利打造健康食品集团的目标添砖加瓦。

五、风险提示

- **消费升级不及预期风险。**由产品结构升级驱动的价格提升已成为瓶装水行业扩容的重要动力，在宏观经济增速逐渐放缓的背景下，若消费升级速度放缓，可能会影响企业收入增速。
- **行业竞争加剧风险。**瓶装水行业技术壁垒不高，但利润率较高，食品饮料巨头跨界进入可能加剧行业竞争，导致费用率上升，削弱行业盈利能力。
- **食品安全风险。**瓶装水主要宣传点在于自然和健康，水质对产品质量起着至关重要的作用。若水源地受污染或发生食品安全黑天鹅事件，将对行业和公司的形象和业绩造成负面影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有伊利股份(600887)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

