

问瓶装水谁主沉浮，新王旧主各领风骚

——瓶装水行业深度报告系列之二（公司篇）

报告要点：

● 瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中

瓶装水为饮品类第一赛道，15年超即饮茶成为最大品类，19年零售终端规模达2千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水企业仍处在量价同步增长状态，14-19年复合增速10%。除此之外与饮料不同的是瓶装水作为百年生意，消费属性简单导致产品迭代慢生命周期长，伴随品牌投入赢家滚雪球效应强，消费者逐步形成极高品牌忠诚度。展望未来，量、价和渗透率拆分，我国瓶装水潜在空间还有2-3倍。

● 农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝

从历史成绩、背后禀赋和未来发展3维度以及下属11方面和40个具体内容展开全方位对比。每项给分1-10，不同权重下主观打分，**最终结果农夫9分，怡宝8分。**

①**历史成绩**，发家史上农夫历经厮杀商战经验丰富，怡宝厚积薄发稍显顺利。体量规模上农夫收入为怡宝2倍，利润为怡宝5倍。赚钱能力上二者回报率均在30%，但剔除资本结构影响农夫略高于怡宝。

②**背后禀赋**，产品对比上农夫产品多元，产品品牌梯队成熟，整体价格结构更高。怡宝大单品依赖大。研发迭代上农夫研发体制市场化。决策反馈自下而上，研发投入大，梳理历史产品迭代更快。怡宝消费者洞察稍弱，组织协调不够充分。渠道管理上农夫管理精细开启升级，渠道利润高管理严格，公司直控终端业务团队战斗力强。怡宝大商制，人员配置和下沉力度不及农夫。营销品牌上农夫重视水种营销，善于内容创造和情怀营销，品牌传播力更广。怡宝侧重场景营销，体育+公益营销是高空投放主要方式，渠道促销做市场仍为工作重点。管理激励上农夫民营体制灵活，公司在集团为灵魂位置，员工激励上充足业务员待遇高但流动性大，供应链和质控上信息化系统做的较好。怡宝为国有控股合资企业，利益或存在上层冲突，但集团背景实力雄厚强于农夫，员工待遇行业中上但预期稳定流动性较低。

③**未来方向**，产能扩建上，农夫率先融资，但怡宝OEM代工转身灵活。主业发展上，农夫高端水布局前瞻目前市场重点在做基础。怡宝大包装领先，目前重点在做市场。其它业务发展上，农夫全产业链经营迈向大健康品牌。怡宝尚在补短板中。

● 其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园

梳理行业历史玩家多样，国际巨头雀巢和达能通过外延式的并购完成全球扩张，三得利、康师傅以及娃哈哈则更多采取内生战略，通过完善渠道和产品创新稳固行业地位。在我国市场中，①**雀巢**扮演“高端水引领者”，同时也依靠雀巢优活入驻中国低端水市场。②**达能**从国际引入到合作娃哈哈收购伊利、乐百氏等，渠道力强劲是当之无愧的“隐形王者”。③**三得利**坚持培育“天然水森林”，多年蝉联日本第一，堪称日本的“水中贵族”。④**康师傅**依靠1元水起家，后顺应潮流革故鼎新，“昔日王者”卷土重来。⑤**娃哈哈**经典联销体模式底蕴深厚，现不断寻求产品升级和品牌年轻化，“饮品巨头”正待老树换新芽。

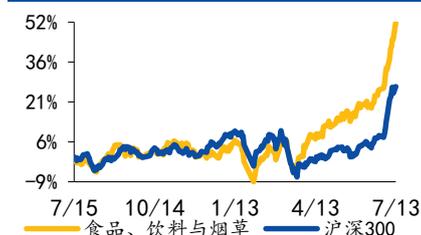
● 投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业**农夫山泉**，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和渠道壁垒的乳品龙头**伊利股份**的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌**西藏水资源**。

● **风险提示**：食品安全问题、市场竞争加剧、原材料成本波动、疫情影响超预期

推荐|首次

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-食品饮料行业2019年报及2020一
 汇总分析：业绩分化显著，必选受益，强者恒强》2020.0

《国元证券行业研究-2020年食品饮料行业策略：固守
 顺势而为》2019.12.12

报告作者

分析师 **李典**
 执业证书编号 **S0020516080001**
 电话 **021-51097188-1866**
 邮箱 **lidian@gyqz.com.cn**

联系人 **彭俊霖**
 电话 **021-51097188**
 邮箱 **pengjunlin@gyqz.com.cn**

目 录

前言：瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中	5
1. 农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝	8
1.1 历史成绩：浪淘沙绽芳华，农夫怡宝两相宜	8
1.2 背后禀赋：农夫强于创造，怡宝厚于底蕴	12
1.2.1 产品对比：农夫多元有匠心，怡宝单品依赖大加快发力	12
1.2.2 研发迭代：农夫重视研发迭代快，怡宝有较大提升空间	15
1.2.3 渠道管理：农夫管理精细开启升级，怡宝底盘扎实不弱风头	17
1.2.4 营销品牌：农夫重水种营销生产内容，怡宝重场景营销塑造形象	21
1.2.5 管理及激励：农夫民营企业体制灵活，怡宝背靠华润资源雄厚	23
1.3 未来方向：农夫打造大健康平台，怡宝弱势领域补短板	25
2. 其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园	27
2.1 雀巢：大兴并购立足行业龙头，高端与大众品牌齐力稳固地位	27
2.1.1 多领域并购优质品牌，瓶装水产品品类完备	28
2.1.2 剥离原有非核心业务，公司业绩表现向好	29
2.1.3 抢占高端气泡水市场，积极拓展大众水市场	30
2.2 达能：国际化加持本土化，不断扩张达能世界版图	31
2.2.1 收购国际品牌及本土品牌，迅速拓展瓶装水业务	31
2.2.2 新兴市场提供发展空间，达能业务呈增长态势	32
2.2.3 品牌主打健康饮水概念，持续进行产品及包装革新	33
2.3 三得利：日本优势行业背景下的瓶装天然水龙头	34
2.3.1 多因素推动瓶装水业务发展，专注本土天然水系列产品	34
2.3.2 改善集团生产成本，营收未来可期	35
2.3.3 分市场运行不同策略，新品开发与可持续发展并行	36
2.4 康师傅：从低价竞争到产品与渠道全面创新	37
2.4.1 逐步退出低端水市场，全力冲击中端和新兴市场	38
2.4.2 公司业绩稳中有增，集团业务平稳发展	39
2.4.3 推进产品升级与创新，深入布局差异化渠道模式	40
2.5 娃哈哈：儿童产品起家，联销体模式铸造饮品巨头	41
2.5.1 外企合资步入快车道，瓶装水产品种类单调	41
2.5.2 瓶装水市场潜力巨大，公司业绩恢复增长趋势	42
2.5.3 品牌延伸战略惠及瓶装水，善用营销和分级渠道策略	43
3. 投资逻辑和标的梳理	44
3.1 农夫山泉	44
3.2 伊利股份	44
3.3 西藏水资源	45
4. 风险提示	45

图表目录

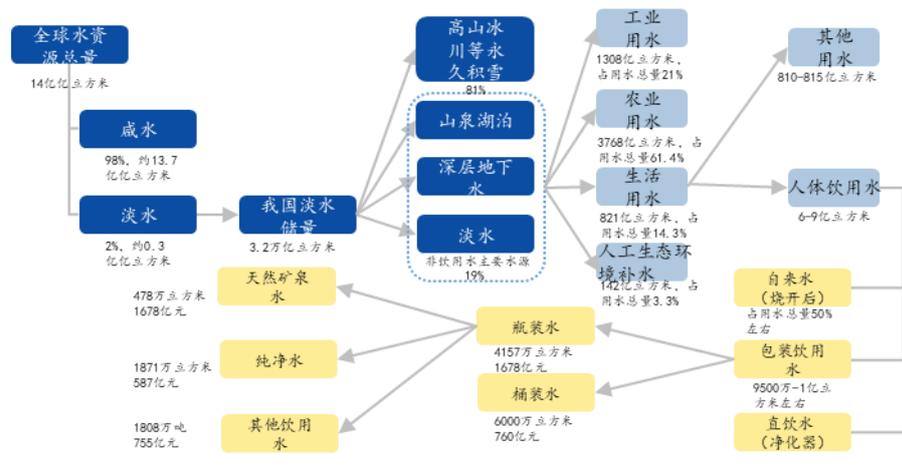
图 1: 我国水资源结构情况	5
图 2: 软饮料构成占比	5
图 3: 各个品类赛道的空间和增速对比	5
图 4: 瓶装水诞生至今产品形态	6
图 5: 瓶装水品牌全国市占率统计	6
图 6: 饮料行业是新品迭代占比最高	6
图 7: 2019 年主要国家瓶装水人均消费量	7
图 8: 2019 年主要国家瓶装水单价对比 (美元/L)	7
图 9: 两家公司发家历史情况	9
图 10: 历年瓶装水企业份额排名统计	9
图 11: 农夫与怡宝的规模对比	10
图 12: 农夫与怡宝赚钱能力对比	11
图 13: 农夫与怡宝产品种类及其价格带	12
图 14: 农夫与怡宝研发体制对比	15
图 15: 农夫研发投入大于怡宝	16
图 16: 农夫研发人员也多于怡宝	16
图 17: 农夫与怡宝产品迭代梳理	16
图 18: 农夫各省份市占率情况和收入区域分布	17
图 19: 2016 年怡宝全国各区域渗透率情况	17
图 20: 农夫水源地和工厂分布	17
图 21: 2014 年底怡宝厂房分布	18
图 22: 2018 年底怡宝工厂分布及结构	18
图 23: 农夫与怡宝运费结构对比	18
图 24: 农夫与怡宝渠道数量	19
图 25: 农夫与怡宝的自贩机	19
图 26: 农夫与怡宝自贩机布局情况	19
图 27: 农夫与怡宝组织结构对比	20
图 28: 农夫与怡宝营销活动比较	22
图 29: 2012-2019 年农夫和怡宝消费者品牌触及数调查	23
图 30: 农夫与怡宝股权结构	23
图 31: 农夫与怡宝员工数量	24
图 32: 业务代表收入范围	24
图 33: 农夫与怡宝人员猎聘网信息初览	24
图 34: 农夫 (左) 与怡宝 (右) 质量管理体系对比	25
图 35: 农夫及其关联企业经营版图	26
图 36: 2019 年全球瓶装水零售量市场格局	28
图 37: 雀巢&达能全球瓶装水零售市场份额对比 (%)	28
图 38: 雀巢集团重要发展节点	28
图 39: 雀巢集团历年营业收入	30
图 40: 雀巢集团历年净利润	30
图 41: 达能集团重要发展节点	31
图 42: 达能集团历年营业收入	33

图 43: 达能集团历年净利润	33
图 44: 三得利集团全球&日本瓶装水零售量市场份额 (%)	34
图 45: 2019 年三得利集团分业务营收占比 (%)	34
图 46: 三得利集团重要发展节点.....	34
图 47: 三得利集团瓶装水主要产品	35
图 48: 三得利集团历年营业收入.....	36
图 49: 三得利集团历年归母利润.....	36
图 50: 各国软饮市场中瓶装水市场份额.....	37
图 51: 三得利天然水森林版图	37
图 52: 2018 年中国瓶装水市场格局	38
图 53: 康师傅集团重要发展节点.....	38
图 54: 康师傅全国销售网络图	39
图 55: 康师傅集团历年营业收入.....	40
图 56: 康师傅集团分业务营收占比	40
图 57: 康师傅集团历年毛利率 (%)	40
图 58: 康师傅集团分业务毛利率占比 (%)	40
图 59: 娃哈哈集团重要发展节点.....	42
图 60: 娃哈哈集团历年营业收入.....	43
表 1: 各国瓶装水渗透率测算	7
表 2: 农夫与怡宝产品体系对比.....	13
表 3: 农夫与怡宝产品属性多维度评价	14
表 4: 农夫与怡宝渠道管理状态对比	21
表 5: 农夫与怡宝发展方向对比.....	26
表 6: 农夫与怡宝综合评分评价体系	27
表 7: 雀巢集团瓶装水主要产品.....	29
表 8: 达能集团瓶装水主要产品.....	32
表 9: 康师傅集团瓶装水主要产品	38
表 10: 娃哈哈集团瓶装水主要产品	42

前言：瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中

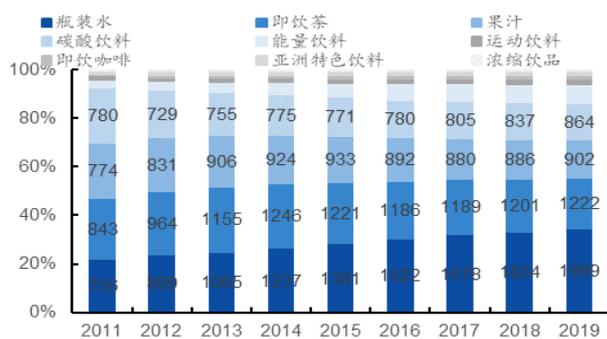
饮品类第一赛道，规模千亿且有稀缺的高增速。软饮料行业 2019 年达到 5786 亿元(零售口径)，其中瓶装水规模 1999 亿占比 34.5%是当前饮料品类中最大的品类，自 2015 年瓶装水超过即饮茶成为最大品类来，瓶装水消费日益成为居民饮品消费的趋势，14-19 年瓶装水复合增速 10.0%，远远超过同期软饮增速 4.5%的增速水平。与其他主要快消品横向比较看，瓶装水企业仍处在量价同步增长的状态，在大部分消费品步入中低增速的情况下表现难能可贵，行业仍处成长期阶段。

图 1：我国水资源结构情况



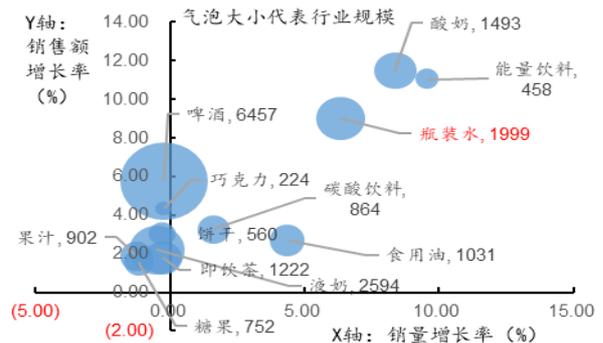
资料来源：中国饮料工业协会、知网、水利部、中国安监会、欧睿，国元证券研究中心

图 2：软饮料构成占比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心快

图 3：各个品类赛道的空间和增速对比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

百年生意低迭代+长周期，高忠诚饮品助力格局集中。饮料行业变化频率高，产品推新快生命周期短，根据业内营销专家指出，饮料品类的生命周期已下降至 2 年，新品的留存率也从 10% 下降至目前 5% 左右。而复盘瓶装水起源与发展史，技术虽有升级但产品属性基本没有改变，不变的产品属性有利赢者滚雪球，领先者通过不

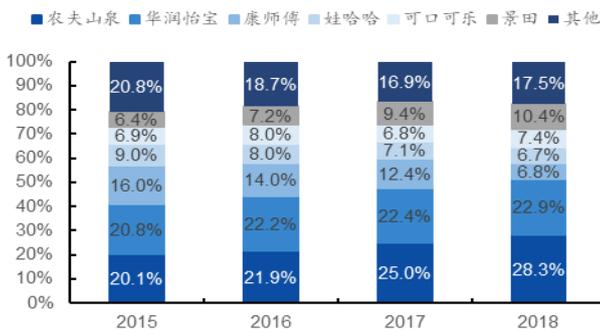
断的品牌投入沉淀隐形资产，最终龙头导致不断拔高消费者忠诚度。根据尼尔森数据，目前我国瓶装水市场主要被农夫山泉、怡宝、百岁山、康师傅、娃哈哈、可口可乐六大品牌瓜分，CR6 达到 80%以上。

图 4：瓶装水诞生至今产品形态



资料来源：Pathwater，国元证券研究中心

图 5：瓶装水品牌全国市占率统计



资料来源：尼尔森，国元证券研究中心

图 6：饮料行业是新品迭代占比最高



资料来源：尼尔森，国元证券研究中心

注：以 2015.7-2016.6 月上市的 25473 例新品为样本

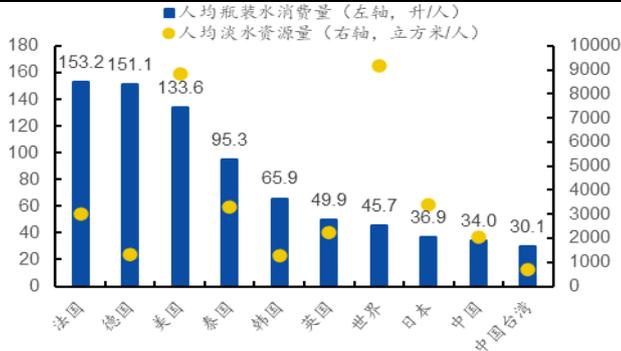
量、价和渗透率拆分，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

1) **量价拆分**，我国瓶装水人均量价低于世界平均水平，人均销量合适对标韩国，可行的销量在 50-65 升/人，相比现在约有 50%提升空间；单价合适对标日韩台湾地区，可行的单价预计在 1 美元/L，相比现在有 60%空间。

2) **瓶装水渗透率拆分**，人体的每日饮水来源于白水、饮料、食物等三种，我们对标了各国饮水结构和瓶装水在白水中的渗透率情况，发现一方面我国人均白水摄入仍有空间，根据 CHNS 数据调查显示我国成年人日均水分总摄入量在 1.5-1.6L，其中白水摄入量约 0.8L，相比美韩仍有一定空间；另一方面我国目前瓶装水渗透率 10%左右，预计未来伴随经济增长可看齐韩国提升至

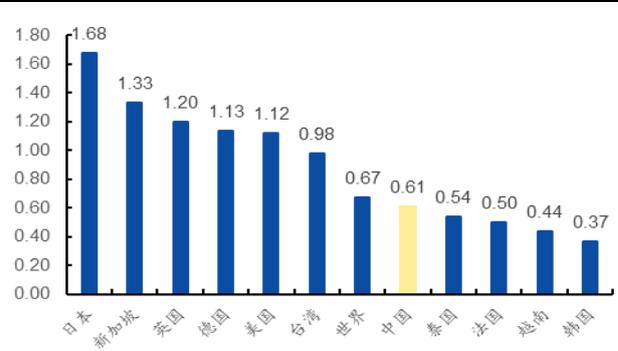
15%+。

图 7：2019 年主要国家瓶装水人均消费量



资料来源：欧睿，世界银行，国元证券研究中心

图 8：2019 年主要国家瓶装水单价对比（美元/L）



资料来源：欧睿，国元证券研究中心

表 1：各国瓶装水渗透率测算

	人均水摄入量 (L/d)	全国人口 (万人, 2018)	白水摄入量 (万吨)	瓶装水摄入量 (2018, 万吨)	瓶装水渗透率	数据来源
美国	1.05	32694.9	12530.3	4,242.0	33.9%	Ashima K Kant (2009)
墨西哥	0.7	12619.0	3224.1	719.2	22.3%	S. Gibson* (2012)
巴西	0.83	20946.9	6345.8	861.3	13.6%	S. Gibson* (2012)
阿根廷	0.39	4449.4	633.3	477.3	75.4%	S. Gibson* (2012)
西班牙	1.01	4679.6	1725.1	760.7	44.1%	S. Gibson* (2012)
法国	0.76	6697.7	1857.9	958.8	51.6%	S. Gibson* (2012)
英国	0.51	6646.0	1237.1	306.8	24.8%	S. Gibson* (2012)、Joan Gandy (2012)
德国	0.79	8010.3	2309.7	1,235.8	53.5%	S. Gibson* (2012)
波兰	0.46	3797.4	637.6	462.5	72.5%	S. Gibson* (2012)
中国	0.96	139273.0	48801.2	4,456.0	9.1%	S. Gibson* (2012)
	0.75	139273.0	38125.9		11.7%	CHNS
印尼	1.78	26766.3	17390.0	1,304.3	7.5%	S. Gibson* (2012)
日本	0.27	12652.9	1246.9	486.0	39.0%	S. Gibson* (2012)
韩国	1.2	5160.6	2260.3	303.3	13.4% (19 年 15.0%)	《Beverage Consumption Habits around the World》

资料来源：世界银行、欧睿、Ashima K Kant (2009)、S. Gibson* (2012)、Joan Gandy (2012)、CHNS，国元证券研究中心

注：假设人均水摄入量根据习惯保持不变，因此预测结果存在一定误差

1. 农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝

1.1 历史成绩：浪淘沙绽芳华，农夫怡宝两相宜

发家史对比：农夫历经厮杀终成王，怡宝厚积薄发迎头赶上。

1) 农夫：差异化切入完成 0-1 过程，精巧营销加速 1-N 蜕变。农夫创立时间较晚，彼时已面临娃哈哈、乐百氏两大强劲对手。公司初始选择巨头忽视的 4L 产品切入，同时精选上海、杭州两大高线城市提高作战影响力，在取得初步成效后继续推出 350ML 运动小瓶装（差异价值）从侧翼蚕食并累积操作经验，自此完成 0-1 的快速切入；此后通过两拨经典营销动作在全国打响农夫山泉品牌，首先在 98 年世界杯期间登陆央视打出了传奇广告语“农夫山泉有点甜”，质朴自然而又富于感官刺激的内容迅速让全国观众认识了农夫。此后 1999 年在发布会上农夫正式宣布不再生产“纯净水”，以“天然水”发动品类战开启“世纪水战”，并通过双方在媒体中的互相攻防在消费者中引起了巨大的话题和讨论，加速了天然水的消费者教育，农夫遂成功进入全国第一梯队，仅次于娃哈哈和乐百氏；之后持续增长，于 2012 年成为份额第一的瓶装水龙头，2013 年面临舆论冲击和“标准门”，2014-2015 年短暂被怡宝超过后，2016 年再度登顶并稳居第一至今。

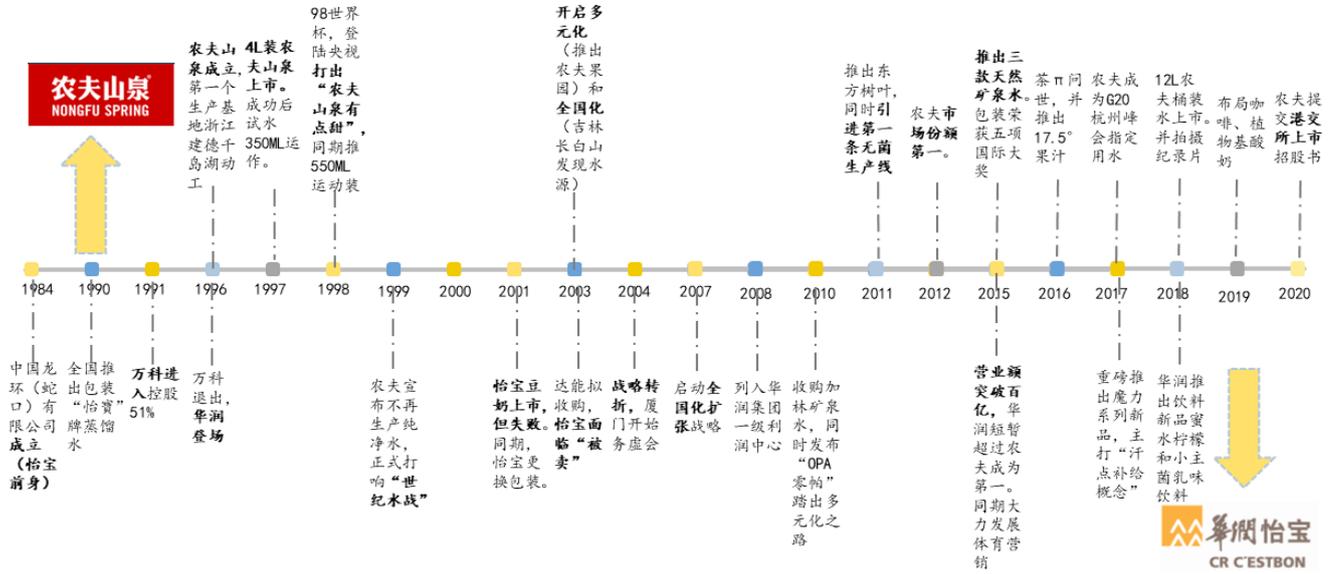
2) 怡宝：聚焦先行成区域王者，嫁接华润资源全国腾飞。怡宝创立时间较早，在 1990 年率先推出了怡宝牌蒸馏水，但控制权动荡导致公司“起了个大早，赶了个晚集”，2001-2003 年期间怡宝还面临着豆奶上市失败以及拟被达能收购的困局。2004 年公司在厦门召开务虚会是公司经营的一个转折点，明确了公司的发展定位，即要做全国专业化的饮用水公司，并尽快扩大自身规模，增强实力。一方面制订了独有的 SPM 质量管理体系以严格标准，同时提高投入进行“全员卷战”。另一方面操作上按照“小市场，大占有”的思路，集中资源先区域为王，再运营下一个空白市场。至十二五前（2009 左右）已成为广东王。2008 年公司纳入华润集团一级利润中心，获得更大的资源支持，正式启动“西进、北伐、东扩”的全国化战略。2015 年营业额破百亿，暂时性超越农夫登顶全国第一。

成功因素分析：差异化+营销 α 铸造农夫，聚焦力+时代 β 成就怡宝。复盘二者的发家历史，成功的因素理论上不外乎产品渠道品牌，但公司间主要矛盾存在不同。农夫起家晚缺乏先发优势，起步即面临先行巨头的阻拦，通过品类战争公司方能避开竞争，因此差异化战略是必由之路，依此公司方进入第一梯队。同时农夫又具有较强商业洞察力和营销能力的 α ，能够不断破圈收获新用户并提高产品粘性。而怡宝起步早但历经动荡，2004 年才开始发力，公司不具备农夫特有的营销基因，而面对前方强者，怡宝唯有依赖背后华润雄厚资源+逐区域聚焦深耕并占领的策略才能形成自身优势，但以此仍不足以解释怡宝的迅速崛起，在这之上我们认为 2008 年开始的 1→2 元水切换是另外一个帮助怡宝绕开娃哈哈/康师傅狙击乘风而上的重要因素（怡宝 2007 年宣布全国化扩张）。

评价和打分：历史上看农夫历经考验，是通过不断市场竞争胜出的企业，遇到过娃哈哈（90 年代）-康师傅（00 年代）-怡宝（10 年代）等巨头级别对手，最后均实现了超越和胜出，商战经验丰富擅长以弱胜强，面对竞争抗击打能力和调整自身能力较强。而怡宝擅于集中资源在区域内以强胜弱，发展历史相对更为顺利。因此从

发家史上看，给予农夫9分，给予怡宝8分。

图 9：两家公司发家历史情况



资料来源：公司官网，公开资料整理，国元证券研究中心

图 10：历年瓶装水企业份额排名统计

1996-2000s初	2005	2007	2009	2010	2011	2012
娃哈哈	娃哈哈	康师傅	康师傅	康师傅	康师傅	农夫山泉
乐百氏 (部分年第一)	康师傅	娃哈哈	农夫山泉	娃哈哈	农夫山泉	康师傅
农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	娃哈哈	农夫山泉	娃哈哈	娃哈哈
			怡宝	怡宝	怡宝	怡宝
2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
康师傅	农夫山泉	怡宝	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉	农夫山泉
农夫山泉	怡宝	农夫山泉	怡宝	怡宝	怡宝	怡宝
怡宝	康师傅	康师傅	康师傅	康师傅	百岁山	百岁山
娃哈哈	娃哈哈	娃哈哈	百岁山	百岁山	康师傅	可口可乐
百岁山	百岁山	百岁山	娃哈哈	娃哈哈	娃哈哈	康师傅

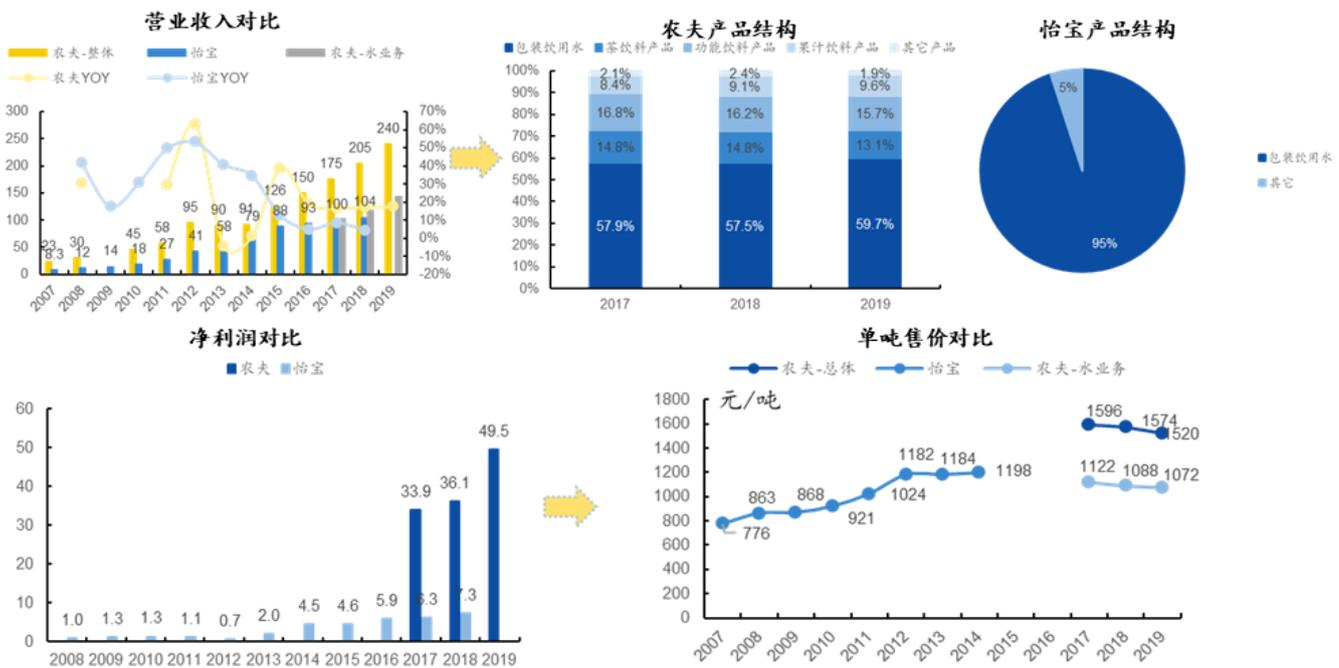
资料来源：尼尔森，公开信息整理，国元证券研究中心

体量规模：农夫规模领先平衡性更好，怡宝迎头跟上专注为王。 1) 体量上农夫收入是怡宝2倍，利润是怡宝5倍。农夫和怡宝规模差距经历过扩大-缩小-再扩大的过程，2010年农夫规模约为怡宝3倍，2012-2014年期间怡宝急起猛追差距所小至1.15倍，纯净水业务被短暂反超。农夫经过及时改革调整，差距又开始拉开，至2018年农夫收入205亿，水业务117.8亿，同期怡宝收入为104亿，整体规模农夫为怡宝2倍，水业务为怡宝1.2倍。利润上看2018年农夫净利润36.1亿，同期

怡宝利润总额 7.3 亿，农夫最少为怡宝 5 倍。2) 结构上农夫业务均衡，水与非水业务对半，怡宝瓶装水业务占比 9 成以上。农夫在产品多元化方面做的更为出色，2019 年包装水、茶饮料、功能性饮料、果汁饮料及其他产品占比分别为 59.7%、13.1%、15.7%、9.6%和 1.9%，同期怡宝收入结构中 95%左右仍为包装水业务。3) 区域收入上农夫均匀，而怡宝强于南方弱于北方。根据我们草根调研显示，农夫在全国各省份均保持可观的收入，大约在 16 个省份领先。而怡宝仅在 5 个省份第一，收入约 70-80%集中在南方市场¹，北方市场中除北京外其他省份均发展较弱。4) 农夫水业务吨价与怡宝类似，但整体吨价为怡宝 1.5 倍。受益于均衡发展农夫在饮料的领先拉高了公司吨售价，2017-2019 年分别为 1596、1574 和 1520 元/吨，假如怡宝近几年未发生较大变化，农夫吨售价约为怡宝的 1.5 倍左右。

评价和打分：农夫收入和规模领先，同时从收入的产品结构上和区域结构上更为均衡，另外单吨售价更高，因此给予农夫 9 分，怡宝 8 分。

图 11：农夫与怡宝的规模对比



资料来源：农夫招股说明书，华润啤酒公司公告，华润怡宝社会责任报告、《浙商 500 强》、草根调研，国元证券研究中心

注：1. 农夫的 2007-2016 年数据采用历年浙商 500 强榜单数据，未经审计；2017-2019 年采用公司公布的招股说明书数据

2. 怡宝的 2007-2014 年数据采用华润啤酒公布的饮品事业部数据（15 年剥离），按照 1.15: 1 汇率换算成人民币；2015-2018 年数据采用华润社会责任报告数据

赚钱能力：二者回报率均在 30% 左右，剔除资本结构影响，农夫回报率高于怡宝。

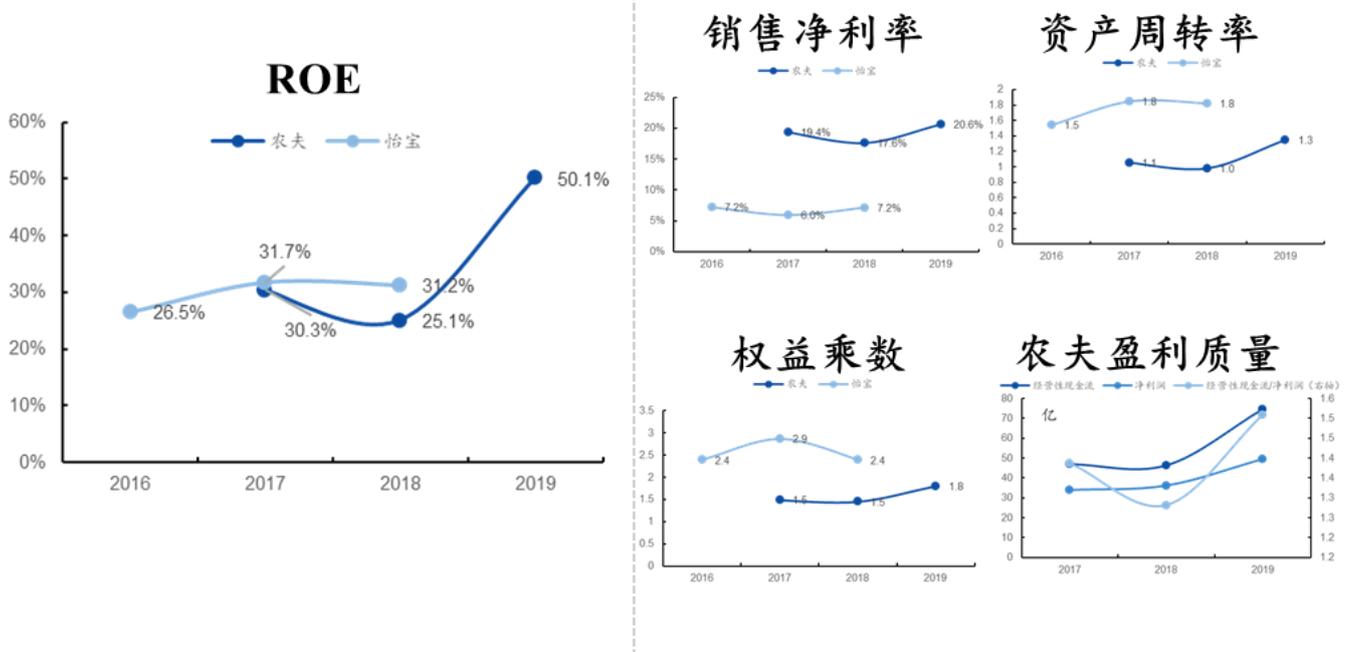
¹ 来源于《中国经营报》报道，链接：

http://dianzibao.cb.com.cn/html/2015-05/11/content_42053.htm?div=-1

从 ROE 指标看，怡宝 2016-2018 年均略高于农夫的水平，但具体拆分结构看农夫回报率高于怡宝，本质上源于二者商业模式的差距。1) 农夫净利率高于怡宝 (2.5 倍)。农夫净利率在 20% 左右，怡宝在 6-7% 左右，净利率差距较大。主要原因如下，一方面农夫的产品多元化较好，高价（相比瓶装水）的饮料占比已经达到 4-5 成，农夫整体单吨售价约为怡宝的 1.5 倍。另一方面，农夫的全国化和渠道建设领先，整体已进入较好的正循环阶段，费用率投入步入良性下滑阶段。最后，农夫生产研发自控，而怡宝 OEM 生产和与日资麒麟合资会稀释利润。2) 怡宝的资产周转率快于农夫 (1.5-2 倍)：二者商业模式上存在不同，农夫主打天然水概念，侧重水源故事，因此在全国 10 个水源地均采用自建工厂的重资产模式；而怡宝为纯净水，不存在水源限制壁垒，因此在全国 40 家工厂中的 9 家为自有工厂，31 家为 OEM 工厂，经营模式相对偏轻。3) 农夫的权益乘数低于怡宝，存在提升空间。怡宝的权益乘数在 2.5 以上，而农夫在 1.5 左右，同时考虑到农夫账面现金较多，因此农夫相对于怡宝在资金杠杆上存在较大空间。4) 农夫盈利质量好，现金流较好覆盖利润。2017-2019 年农夫经营性净现金流为 47、46 和 75 亿，高于同期 34、36 和 49 亿的利润水平，经营性净现金流/净利润从 2017 年 1.39 持续上升至 2019 年的 1.51。

评价和打分：农夫与怡宝股东回报率水平处于同一水平，农夫侧重净利率，资产较重，怡宝侧重轻资产高周转，但考虑到农夫账面较高现金存量和资金杠杆提升的潜力，兼顾农夫较高的盈利质量，因此给予农夫 9 分，怡宝 8.5 分。

图 12：农夫与怡宝赚钱能力对比



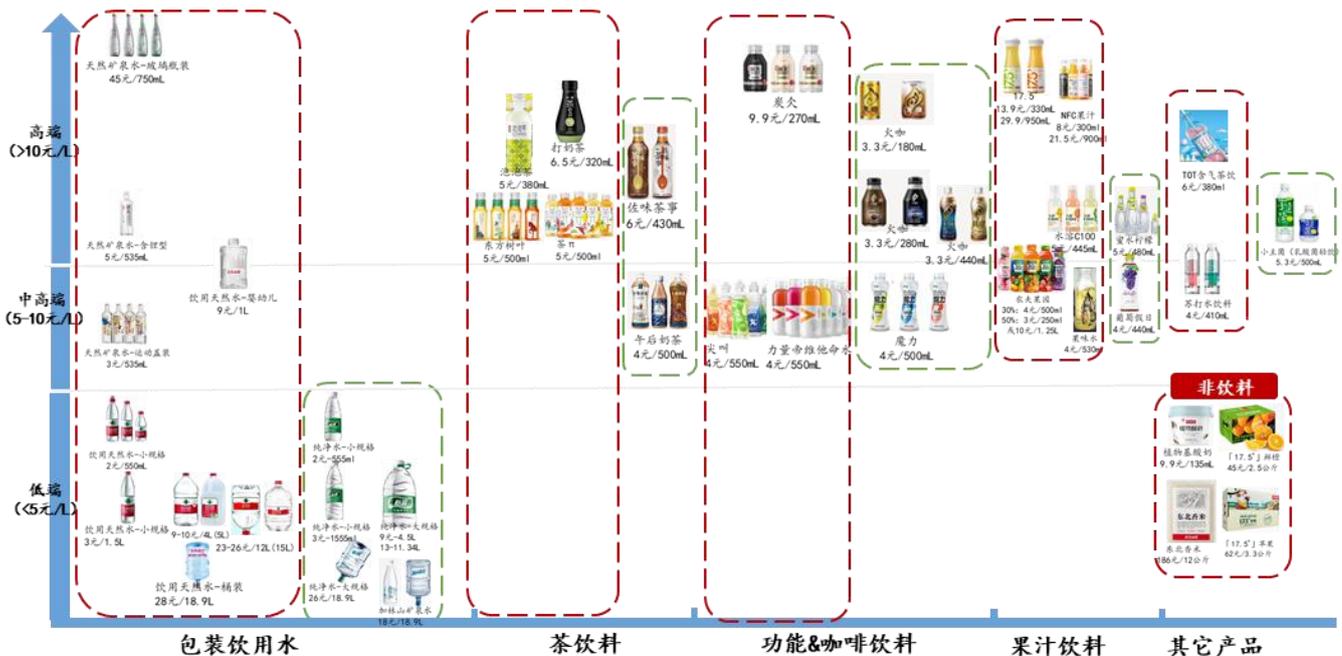
资料来源：农夫招股说明书、怡宝社会责任报告，国元证券研究中心

1.2 背后禀赋：农夫强于创造，怡宝厚于底蕴

1.2.1 产品对比：农夫多元有匠心，怡宝单品依赖大加快发力

结构与价格带：双方同品价格紧咬，农夫整体结构更高。1) **包装水业务：**怡宝主要集中在<5元/L价格带，农夫在3元水有运动瓶，高端水有婴儿水、锂水和天然水矿泉水，价格带更全面且结构更高。2) **茶饮料：**怡宝主要通过奶茶品类切入，对标农夫打奶茶，价格上相对更低。同时农夫还拥有东方树叶、茶π、泡泡茶等10元/L以上产品。3) **功能&咖啡饮料：**功能饮料上农夫的尖叫与维他命水对标魔力价格相同，但在即饮咖啡品类上，炭久单瓶定价9.9元，与火咖远远拉开差距。4) **果汁饮料：**农夫的果汁饮品布局上非常全面和丰富，从低浓度的水溶C100到中浓度农夫果园以及超高端NFC品类均有布局。怡宝葡萄假日和蜜水柠檬对标农夫水溶C100，定价上类似。5) **其它产品：**农夫还布局有碳酸饮料、苏打水饮料、植物基蛋白和农产品，但尚未涉足乳酸菌饮品（怡宝2019年推出小主菌）

图 13：农夫与怡宝产品种类及其价格带



资料来源：公司官网，京东，天猫，国元证券研究中心

注：红框为农夫，绿色框怡宝

产品体系：农夫品类丰富体系成熟，怡宝单品依赖大目前加快追赶。1) **农夫品类丰富更高，单SKU规模更大：**农夫总体拥有40+多个SKU，怡宝拥有29个SKU（18年仅19个），除此之外仅在包装水业务上农夫的规格也有19个，高于怡宝6-7个主力规格。从单个SKU规模来看，农夫整体单位SKU营收4.1亿>怡宝3.6亿。但怡宝在包装水业务大单品效应更明显，怡宝单位SKU营收6.2亿<怡宝13.9亿。另外怡宝在大包装水业务相比农夫有优势。2) **农夫品牌矩阵丰富，梯队化+规模性表现均优于怡宝。**农夫产品体系覆盖全面，除乳酸菌饮料未涉足外其它均有布局，官方主推产品品牌14个，品牌规划和定位井然有序，除农夫山泉天然水品牌外，

一线梯队中公司拥有重点运作的茶兀、尖叫等规模 20 亿元以上大单品,同时还有 2017 年更换包装后增长良好的准一线品牌维他命水。二线梯队主要为农夫果园和水溶 C100 等规模 10 亿元以上成熟单品。战略新品中,公司花费无数心力的 NFC 果汁被寄予较高期望,旨在切入高端果汁并拔高公司品牌口碑,另外如 19 年推出的炭久切入即饮咖啡、20 年推出 TOT 切入碳酸饮料、同时陆续推出植物基酸奶和有机健康农产品等均为公司潜力储备产品;而怡宝目前重心仍在包装水业务(非水业务占比 5%-10%),品牌规划上,除水业务外次重点为魔力、火咖和午后奶茶三大品牌,其余多为 18-19 年推出的战略新品以补充品系卡位。从品牌规划、发展规模、品系精耕上怡宝均明显落后于农夫。

表 2: 农夫与怡宝产品体系对比

SKU	单SKU规模	体系	子品类	定位	销售结构	
农夫	总体: 40+ (近 50) 包装水: 19个	整体: 4.1 亿/个 包装水: 6.2亿/个	6大品系 14大品牌	农夫山泉	全国性流量性大单品 公司基本盘和重点发展方向 主打天然水概念	
				茶兀	一线大单品(规模约20亿) 主打茶香混合果香,定位年轻人	
				东方树叶	二线单品,历史老将先抑后仰,规模约在2-3亿 主打无糖茶和零卡路里,刚推出前几年并不太成功,未来受益于无糖茶饮爆发	
				尖叫	一线大单品,历史老将(规模约20-25亿) 运动饮料领域旗舰产品 清爽宜人,补充水分能量,目标运动人群	天然水-58% (桶 1%)
				维他命水	潜力大单品,二线往一线中,规模约10亿 2017年更新包装荣焕生机重点运营 诉求补充维他命和平衡身体力 胶囊外观医药感强,目标时尚潮流的年轻群体	茶兀-11% 东方树叶-1% 尖叫-13% 维他命水-4%
				炭久	战略新品,目前规模不大 咖啡空间大潜力足,19年布局即饮咖啡试水产品	炭久-小于1% 农夫果园-4%
				农夫果园	二线大单品,历史老将(规模约在10亿) 卡位中浓度,对标大湖、汇源、山楂树等品牌	水溶C100-4%
				水溶C100	二线大单品,历史老将(规模约10亿) 定位低浓度,对标酷儿、鲜橙多等,未来面临市场萎缩	NFC-1%
				NFC/17.5°	潜力大,欲培养成大单品(目前规模3-4亿左右) NFC品类,果汁最顶端,公司拉高品牌和产品品质发力点之一	其它-小于5%
				17.5°橙/苹果	基于已有资源的合理延伸	
				植物基酸奶	非重点运营,战术性卡位	
				东北香米	未来大健康平台拼图之一	
				怡宝	总体: 29 包装水: 主要规格是6-7款	整体: 3.6 亿/个 包装水: 约13.9亿/个
加林山	2010年收购加林山 补齐公司矿泉水系列					
午后奶茶/愿事之铭	历史老将,合资品牌。 对标农夫打奶茶					
佐味茶事	战略新品,无糖原味茶饮料 对标农夫东方树叶					
魔力 (氨基酸水和维他命水)	历史老将,合资品牌。 “补充氨基酸”的概念,对标农夫尖叫和维他命水 首推渠道为京东超市,与怡宝捆绑赞助马拉松赛事。 维他命水也为与麒麟合作产品。	纯净水: 90~95% 非水业务: 5%-10%				
FIRE 火咖	历史老将,合资品牌。 即饮咖啡,对标农夫炭久。					
小主菌	战略新品,乳酸菌饮料, 主打18-24岁高校学生和职场新人。 农夫尚未涉足。					
蜜水柠檬	战略新品,轻果汁近水饮料 对标农夫水葡萄系列。					
葡萄假日	战略新品,低浓度果汁 对标农夫水溶C100 主要在自动售货机渠道销售					

资料来源:公司官网,公开资料整理,草根调研,国元证券研究中心

产品属性：农夫善于表达，怡宝低调内涵。除去其它产品运营上的异同，单纯从产品设计和属性角度比较，我们认为产品口感和品质上二者均十分优异，但农夫在外观设计、概念打造等与消费者互动沟通上更加得分。**1) 产品取名：**农夫有情怀偏感性，立意上统一在“自然、活力”等原则下，怡宝偏功能和理性。**2) 内含物和口感上：**口感上双方没有特别大的差别，主要的包装水业务上农夫水质偏碱性，怡宝略偏酸性，但整体均十分优异。**3) 上游材料：**农夫对每款产品精心雕琢，比如包装水水源精选、东方树叶的茶叶和插画设计，包括 NFC 果汁的上游优选 17.5 的黄金比例配比的橙子等，选材上标准较为严格。怡宝在佐味茶事和葡萄假日等产品选材上同样精致。但农夫略微得分。**4) 中游生产：**农夫自建自产自我控制，怡宝自产与 OEM 结合，品质把握和研发响应上农夫更优。**5) 包装外观：**农夫在包装外观上尤其用心，每款产品从瓶身到贴画以及饮料色泽等更方面独具匠心，善于使用色彩瓶身设计等造成视觉冲击和印象残留，其中多款产品荣获设计大奖。怡宝除包装水业务外，其它产品整体均为传统饮料圆形瓶设计。**6) 概念诉求：**差异化定位，各有看点，差距不大。

表 3：农夫与怡宝产品属性多维度评价

	包装水		功能饮料		无糖茶饮料		果汁饮料	
	怡宝	农夫	怡宝	农夫	怡宝	农夫	怡宝	农夫
品牌取名	怡宝	农夫	魔力	维他命水	佐味茶事	东方树叶	葡萄假日	水溶C100
产品展示								
内含物 (100ml含量)	钙: 0.75-25.5 镁: 0.025-0.105 钾: 0.06-0.51 钠: 0.031-0.109 偏硅酸: 0.16-0.36	钙: ≥0.4 镁: ≥0.05 钾: ≥0.035 钠: ≥0.08 偏硅酸: 0.18	能量: 110KJ 碳水: 6.6克 钠: 45mg 维生素B6: 0.11毫克 烟酸: 1.10毫克	能量: 110KJ 碳水: 4.5克 钠: 0mg 维生素: 0.14mg 烟酸: 1.05mg 钾: 0.6mg 牛磺酸: 40mg	能量: 20KJ 膳食纤维: 1.5g 钠: 22mg	能量: 0KJ 膳食纤维: 0g 钠: 0mg	能量: 180KJ 碳水: 10.1g 钠: 38mg	能量: 160KJ 碳水: 9.4g 钠: 29mg 维生素E: 1mg 维生素C: 22.5mg
上游材料	水源三方供水 (自来水等)	水源全国精选优质水质	人工添加各类营养成分等	人工添加各类营养成分等	-	全部使用茶叶 (闽南铁观音) 不添加香料 插画由英国设计 Pearlfisher 公司做的	精选西班牙Bobal葡萄汁	瓶身由外国进口 (ALCOA美铝公司生产)。VC和人工添加柠檬酸钠
中游生产	自产和OEM结合	自有生产线全程监控	自产和OEM结合	自有生产线全程监控	自产和OEM结合	自有生产线全程监控。运用农夫的抗氧化工艺	自产和OEM结合	自有生产线全程监控
包装外观	水滴状绿色瓶身 波浪纹	流线型设计 红色瓶身 logo突出山水	采用哑铃瓶型 突出运动活力	胶囊型医学风 V标识突出 色系鲜艳张力强	圆平平滑瓶 色调古典 外观似调味品瓶	形状扁平三纹斜 褶皱挺拔有质感, 半透明瓶身, 具备通透感和色泽感。	传统圆形瓶身	瓶身细长类似高端酒水 透明包装 符合白领审美
概念诉求	纯“净”水	“天然”水	随时补充水分和电解质。主打活性纤维素	随时随地补充维生素 平衡每日身体力	主打0糖0脂0碳水化合物 一杯好茶, 为一蔬一饭增添三分清爽。聚焦佐餐场景	无糖0卡, 解渴0负担。茶汤橙黄明亮, 花香浓郁持久, 滋味鲜醇	工作疲惫时来点美味, 让心情放个小假	每瓶所含的维生素C相当于五个半的新鲜柠檬

资料来源：公司官网，草根调研，国元证券研究中心

评价和打分：农夫在产品丰富度和操作运营成熟度上均明显优于怡宝，且价格结构偏高，产品属性上独具匠心擅长与消费者沟通，因此给予农夫9分，怡宝8分的评价。

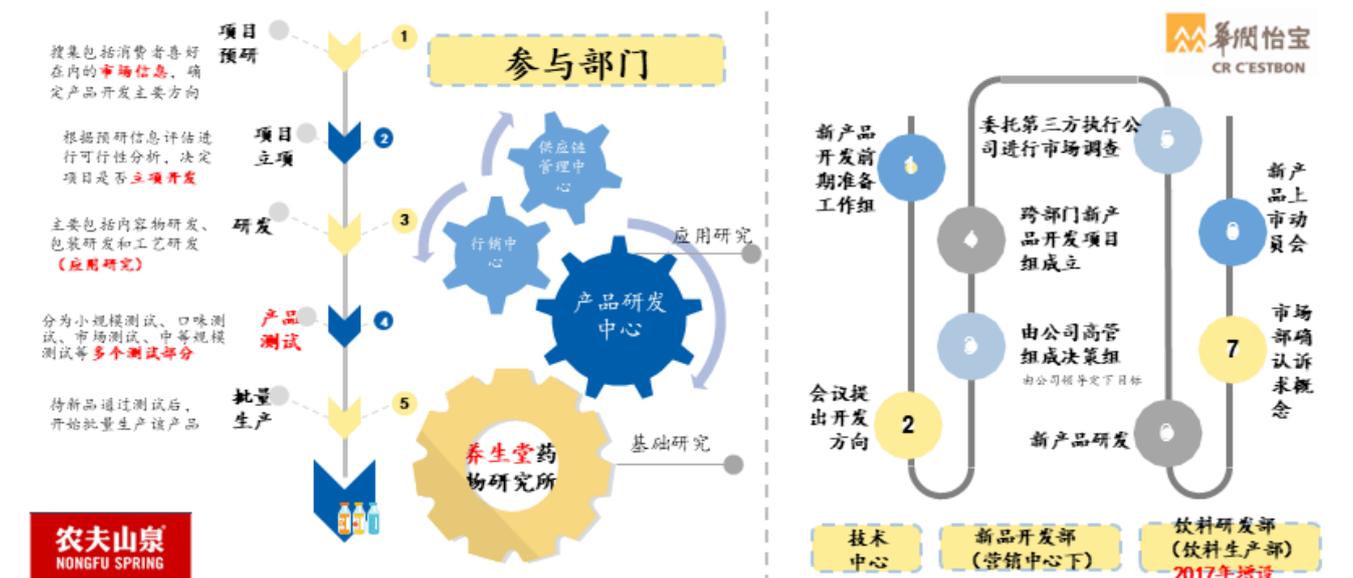
1.2.2 研发迭代：农夫重视研发迭代快，怡宝有较大提升空间

研发体制：农夫研发体制市场化，怡宝组织协调亟待完善。

1) **农夫：**研发实行项目制，决策前高度重视市场信息搜集，研发上主要为自下而上的方式。另外重视基础研究工作，对于研究分为基础研究和应用研究两部分，由养生堂旗下药物研究所承担基础研究，对农产品、天然资源和特色食品的功能性研究、食品加工工艺的研究等。费用市场定价，公司自己承担应用研究工作。另外在测试环节公司标准严格，对于外观包装和概念打造要求极度苛刻，**董事长会深度参与新品战略。**

2) **怡宝：**以2010-2011年零帕饮料为例，公司战略决心坚定且资源力度调配极大，但最终却因定价较高和定位模糊而失败告终。究其原因，首先是研发自上而下，领导先决定大体目标然后再跨部门合作，其次市场调查时候委托第三方公司导致了真实市场信息丢失，最后在程序安排上失衡，先产品研发再之后确定市场定位导致产品与营销定位错配。整体来看部门间配合和交流不足，因此公司在2017年继续增设饮料生产和研发部着重其它饮品开发，但难免对与技术中心、新品开发部等职责重合的担忧。另外在之后新品推出中，还表现出一个较大问题是对麒麟公司和日本产品的过度依赖，新品开发灵感不源于市场，而多是来源于对日本市场畅销产品和经验的参考，本土化中或发生水土不服的现象。

图 14：农夫与怡宝研发体制对比



资料来源：农夫招股书,怡宝社会责任报告, 怡宝卓越经理人培训班, 国元证券研究中心

注：怡宝受限于数据获取，以零帕新品推出过程为例

研发投入：农夫定位自己为科技公司，科研投入力度大于怡宝。根据董事长公开演讲信息,农夫对自身认知为科技公司,内部在对待科研态度和投入上极为重视。从研发投入上看,农夫近几年研发投入过亿(占利润5%),是怡宝的6倍,同时农

夫 2019 年科研人员达 104 名，其中 63 名持有硕士或以上学历，也大幅高于怡宝配置。

图 15：农夫研发投入大于怡宝

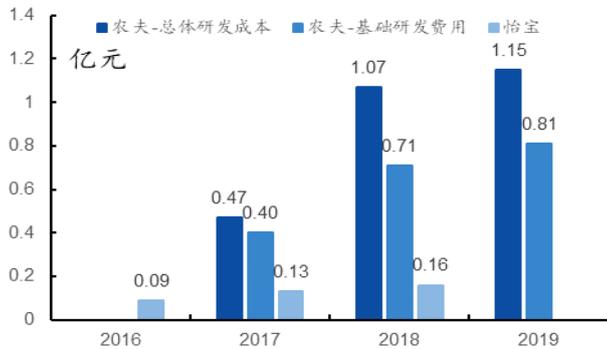
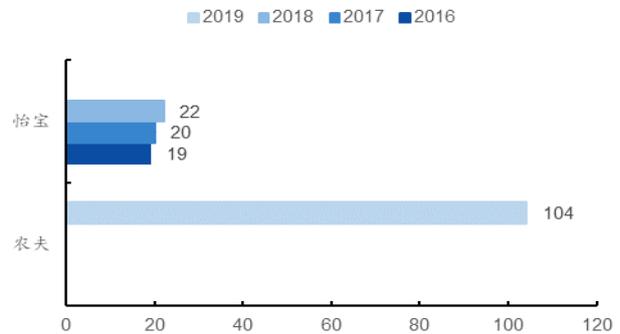


图 16：农夫研发人员也多于怡宝

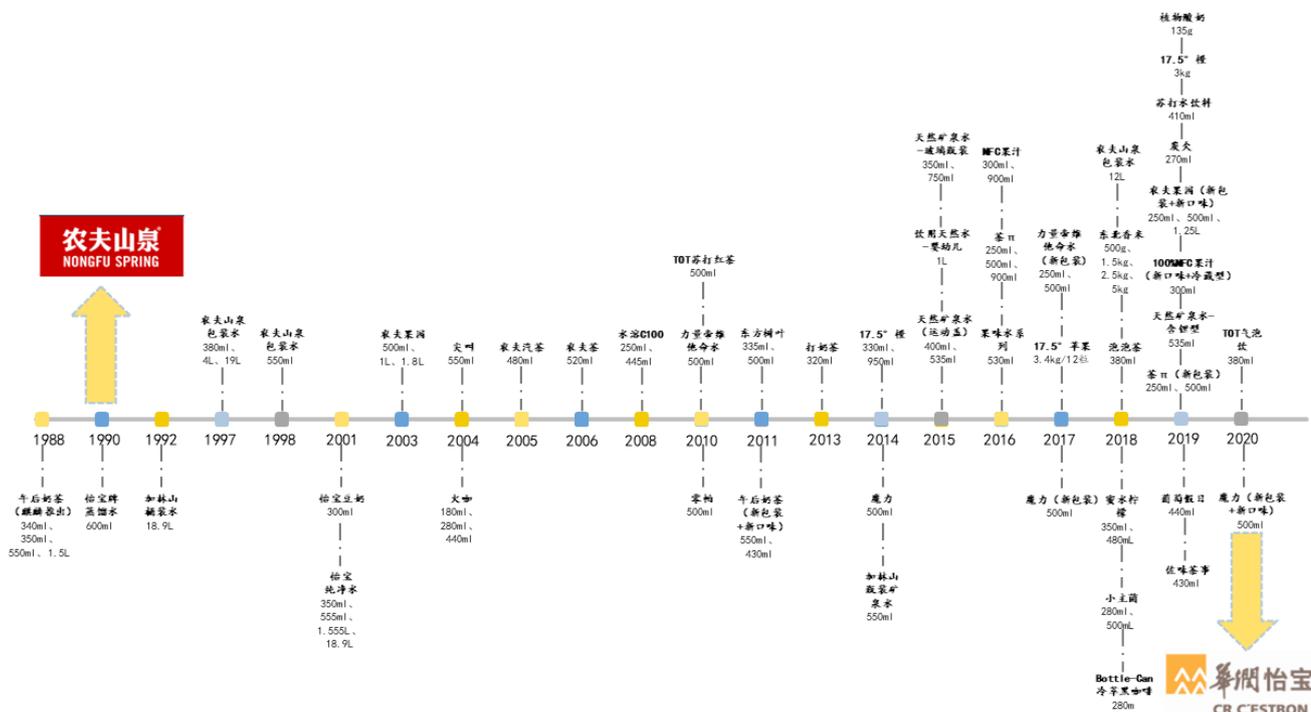


资料来源：农夫招股书,怡宝社会责任报告, 国元证券研究中心

资料来源：农夫招股书,怡宝社会责任报告, 国元证券研究中心

迭代速度：农夫保持稳步推新换代节奏，怡宝略有断档 18 年后强势发力。我们统计了农夫与怡宝历史上每年的产品推新的内容和数量，从历史上看农夫除了 2012 年未有新品推出外，其余年份均保持较高新品推出密度，新品规格也更为丰富，涉足的范围也日渐多元。且从品类布局时间看，农夫极具前瞻性和洞察力。而怡宝 11-13 和 15-16 期间多元化步伐缓慢，且部分年份推新较少。但从 18 年开始公司日渐重视饮料品类发展，共有 6-7 款新品陆续登场，且分别对标农夫同品类，公司奋起直追下也有不错的成绩，比如在 2018 年底，蜜水柠檬在传统销售渠道整体翻单率超过 49% 的佳绩。

图 17：农夫与怡宝产品迭代梳理



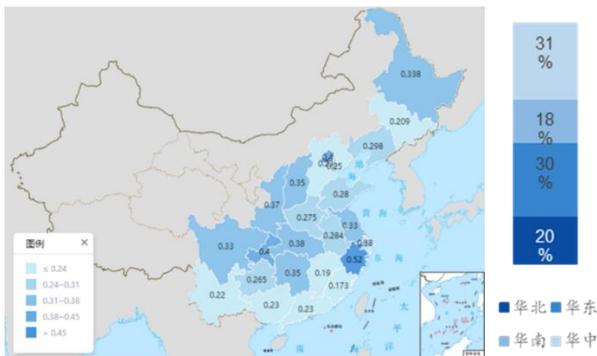
资料来源：农夫招股书，怡宝社会责任报告，公司官网，公开资料整理，国元证券研究中心

评价和打分：农夫研发机制市场化，组织协调信息沟通和产品洞察力均十分优异，费用投入上较大，最后交出的答卷（产品迭代速度+成功概率）表现靓丽。而怡宝在这方面存在部分差距，但 18 年开始公司奋起直追加大发力，期待未来表现。最终我们给予农夫 10 分，怡宝 8 分。

1.2.3 渠道管理：农夫管理精细开启升级，怡宝底盘扎实不弱风头

1) 在哪卖：农夫立足浙江全国化较好，怡宝扎根华南北方潜力大。农夫，浙江为基地市场，市占率 52%。此外其他省份中公司还在上海/北京/湖北/重庆/山西等地拥有近 40% 的份额，全国近 15 个省份市占率第一。且收入分布均衡，华北 20%、华东 30%、华南 18%、华中是 31%，华南包括福建地区为弱势市场；怡宝大本营为广东，并在华南地区市场份额极高，广东/广西/四川/湖南等 5 省份市占率第一，区域收入有所失衡（饮料经销商多在华东），北方市场占比 20%，未来开发潜力较大。从城市层级看，农夫怡宝均较高，但农夫从 17 年开始做县城，从 18 年开始到乡镇，怡宝在农村渗透相对较弱。

图 18：农夫各省份市占率情况和收入区域分布



资料来源：尼尔森,草根调研, 国元证券研究中

注：西部地区、海南省和我国台湾地区数据缺失尚未纳入统计

图 19：2016 年怡宝全国各区域渗透率情况



资料来源：凯度消费者指数, 国元证券研究中心

图 20：农夫水源地和工厂分布



资料来源：农夫招股书，国元证券研究中心

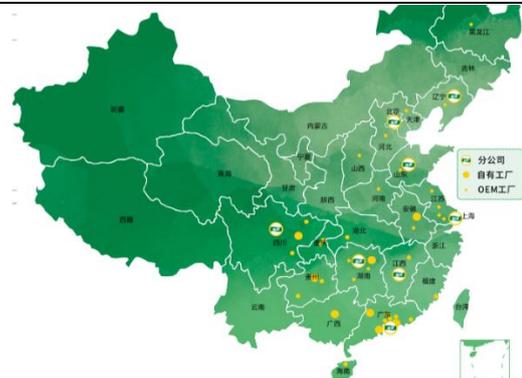
生产运输布局：农夫自建工厂运费较大，怡宝自建代工结合运距更小。从生产布局上看，农夫二十年来分别在全国主要区域自建了 10 大水源工厂，拥有 106 条自动化饮用水生产线和 31 条饮料生产线。良好的生产基地布局为各区域市场份额竞争提供了有利支撑。但怡宝生产基地分布多集中在南方。2015 年前公司在北方市场仅有北京、天津和辽宁有布局，其他省份后来也是通过代工厂合作形式布局，南方市场中云南、贵州和浙江等布局也存空白。**基地结构上看**，农夫自建 10 个工厂，怡宝拥有 9 个自有工厂，34 个 OEM 工厂。**运输角度**，农夫平均运输距离在 150-275 公里，受限于工厂数量限制，运输费率较高，历年费用率在 11-13% 左右，而怡宝工厂数量较多运距更小运费更经济，平均费用率比农夫低 4-5pct。

图 21：2014 年底怡宝厂房分布



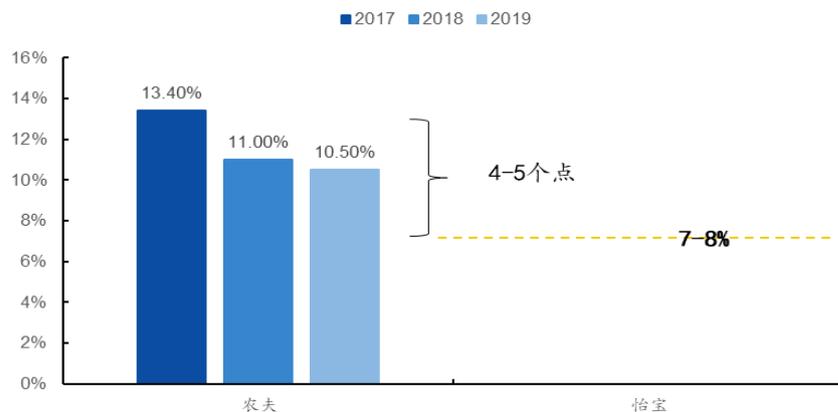
资料来源：华润啤酒公告，国元证券研究中心

图 22：2018 年底怡宝工厂分布及结构



资料来源：怡宝社会责任报告，国元证券研究中心

图 23：农夫与怡宝运费结构对比

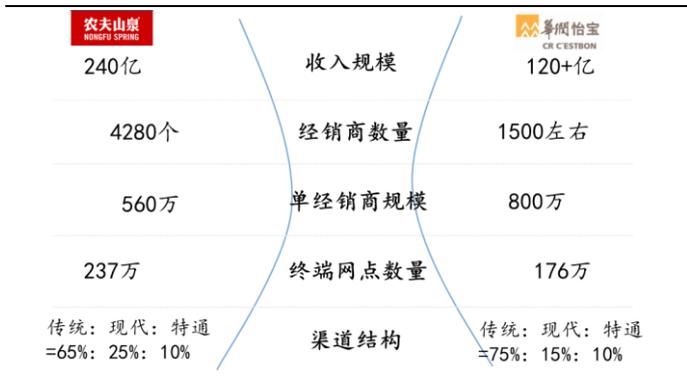


资料来源：农夫招股书,草根调研，国元证券研究中心

2) 谁来卖：农夫渠道更广且布局前瞻，怡宝单商体量大忠诚度高。从经销商来看，

农夫 4280 个经销商大于怡宝 1500 个左右，但怡宝单个经销商规模平均约 800 万大于农夫 560 万（做大量提高粘性和忠诚）。从终端网点看，农夫 237 万，怡宝 176 万。从冰柜布点看，怡宝年布局量约在 3-4 万台，农夫大约是怡宝的 1-2 倍。从渠道结构看，农夫渠道结构符合行业水平，怡宝现代渠道偏低。从新渠道布局看，农夫加大对餐饮、便利店、新零售等渠道开发。以自贩机为例，农夫高度重视精细化布局，2014 年开始自贩机试点，2017 年底超 1 万台，2018 年重点布局小区的地下停车场，2019 年升级为芝麻店（定位家庭计划性消费，拥有用户体系），至 2019 年底预计 3 万个售点。怡宝自 2017 年开始在四个城市试点，并在 2018 年进一步扩展至多个城市，2019 年布局约 2000 个自贩机，布局相对缓慢。

图 24：农夫与怡宝渠道数量



资料来源：农夫招股书,怡宝社会责任报告,草根调研, 国元证券研究中心

图 25：农夫与怡宝的自贩机



资料来源：, 国元证券研究中心

图 26：农夫与怡宝自贩机布局情况



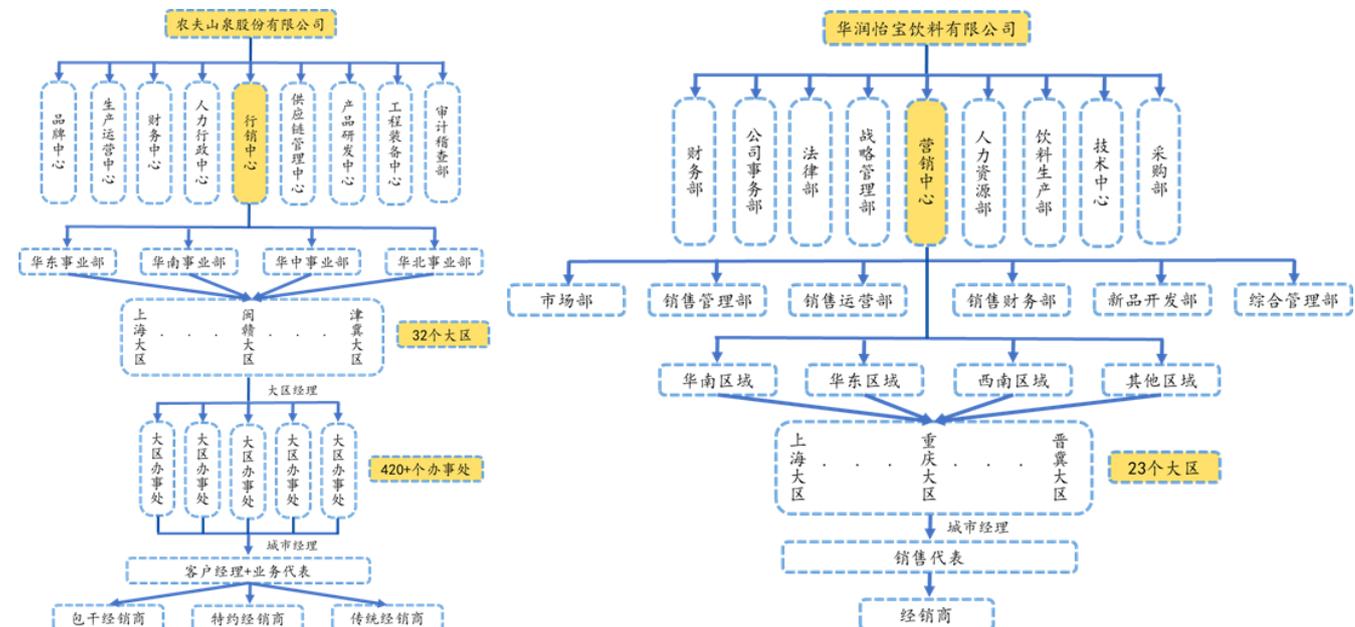
资料来源：农夫招股书,草根调研, 国元证券研究中心

3) 如何卖：农夫管理精细直控终端，怡宝相对粗放实行大商制

组织架构：均为典型快消品结构，农夫率先完成经销商细分。二者在组织结构上均采用营销中心-区域事业部-销售大区-办事处的经典结构设置，决策权在大区，执行

上主要派驻大量城市经理并配备业务员开发当地市场。相比于怡宝，农夫在经销商管理上更加精细化。背后源于2013-2014年农夫业绩增长缓慢，公司经过详细调研后发现低效的小规模经销商较多，新品推广进渠道后较为拥堵，同时业务员劳动量增大但绩效减少。因此2015-2016年期间开始改革渠道，梳理渠道结构并整体向大商制转移。在参考借鉴伊利的经验后将经销商分为特约经销商、传统经销商和包干经销商。其中特约经销商服务的区域主要是精耕市场，公司内部销售人员分销占比超过50%，传统经销商服务的区域主要是县乡市场，区域内存在若干条业代精耕线路，非精耕区域由经销商车销覆盖，包干经销商服务的区域主要是县乡的非精耕市场，依托经销商自身的分销能力进行销售，由经销商车销覆盖，公司无业代帮助销售，但配备客户主任指导、管理。通过进一步梳理有效解决了渠道拥挤局面。

图 27：农夫与怡宝组织结构对比



资料来源：农夫招股书,怡宝官网,草根调研,公开资料整理,国元证券研究中心

渠道管理：农夫直控终端制度严格，怡宝大商制重心有待下沉。**渠道动力看，**农夫厂价较低净利率达到 7%，怡宝高举高打厂价高费用高，但整体净利率低于农夫。同时且从产品丰富度上农夫选择更多，高利润多组合对于渠道吸引力高。**渠道拜访，**农夫人海战术业务员配比高，同时高度重视终端拜访，业务员每周至少拜访 210 个终端，其它岗位也需提供协访帮助。怡宝人数相对较少，部分地区业务员重心主要在经销商层面。**终端陈列：**整体怡宝冰柜投放和陈列效果好于怡宝。**数字化系统：**农夫 2010 年由胡建领导 IT 团队搭建起一套终端管理系统平台，实行对终端和业务员的数字管理，对接内部供应链计划系统实现对生产/仓储/存货的监控和优化。数字化系统强制推行力度大。怡宝 2017 年升级 DMS 系统，并推出了终端营销平台在少量成熟运行。推行力度弱于农夫。**整体来看，**农夫在制度安排上更为严格，同时渠道操作运营上强调单店产出，着力于陈列、库存和 SKU 提高等基础工作，已经

步入较高精细化管理阶段。而怡宝整体还处于做市场的阶段。

表 4：农夫与怡宝渠道管理状态对比

		农夫	怡宝
渠道动力	价格体系	20-21 元/箱 ，终端供货价 24 元/箱	22-23 (比农夫高 10%左右) ，终端供货价比农夫略低
	经销商利润	平均毛利率 12-15%， 净利率 7%左右	毛利率平均 7-8%， 净利率 3-4%左右
	促销费用	整体 7-8 个点 ，费用分成市场费用（70%，厂商承担 70%，渠道承担 30%）和渠道费用（30%）	比农夫高 7-8 个点
渠道拜访	人员配置	人数较多，150 万必需配一个业代 ，一般一个城市包含 3-4 个业务主管，每个下面配 3-4 名业代	人数配比少于农夫
	拜访频率	每周 至少拜访 210 个 ，不超过 300 个；同时还存在协访制度	未作特别精细化的安排。 业务员主要下到经销商层次。
防止窜货	经销商安排	严格区域划分， 实行区域保护制度 ，单个经销商不低于 500 万，县级只有 1 个经销商，保证利益	严格区域划分， 单个经销商规模安排大于农夫，保证利润 ，减少冲货动机。
	奖惩措施	严重冲货一次或非严重冲货三次以上 有权终止合同	
存货管理	通过 NCP 系统跟踪经销商库存， 每周更新 ；淡季备货，旺季或达 13-15%， 但 11 月底必需控制到 5%以下		
终端陈列	冰柜投放	冰柜投放量大 ；排他	冰柜投放量 小于农夫
	陈列要求	不低于 3 层 ；一整节位置，3+3+3 原则	
	陈列占比	占比 60% (70%地区好于怡宝)	占比 40%
SKU 数量	根据终端不同， 必备数量从 7-16 有严格规定		
数字化系统	NCP 系统 ，分为经销商管理系统和终端管理系统两部分。经销商必需在系统里下单管理和结账，业务员通过终端系统打卡和跟踪终端。		怡宝 DMS2.0 、移动支付、 终端营销应用数字化平台
考核	销售人员	综合考核 拜访数、SKU 数、客户活跃数、陈列堆头效果等。 另有 300 人的稽查团队 考核市场反馈。	
	经销商	完成不达 70%不给报销。连续有 3 个月不达目标 80%有权终止合同 (有季度返利和年度返利)	

资料来源：公司公告，草根调研，国元证券研究中心

注：怡宝受限于资料限制部分区域信息空白或只能给予定性分析

评价和打分：农夫渠道区域分布均衡，渠道资源和布局较为前瞻，渠道结构管理精细化，直控终端扁平化业务团队战斗力强。而怡宝渠道区域间强弱不同，同时在管理上相对粗放，终端管控力度弱于农夫。因此给予农夫 9 分，怡宝 8 分的评分。

1.2.4 营销品牌：农夫重水种营销生产内容，怡宝重场景营销塑造形象

营销打法：农夫内容为王，怡宝体育至上。农夫营销以水种为核心，在 2000 年通过天然水概念发家，并以一句“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”迅速火

热。从各个过往的营销案例看，农夫长于洞悉消费者心理，重视产品外观颜值，经常渲染情怀提高营销感染力，擅长内容创造，同时传播媒介选择精准而且手段多样新颖。而怡宝在广告内容和概念创造上偏弱，偏好体育营销这种场景营销，2018年赞助跑步赛事共计223场（其中马拉松赛事149场），全年助力补给站约6245公里，水种宣传上突出“净”的理念，并通过持续的公益活动提高自身品牌形象。

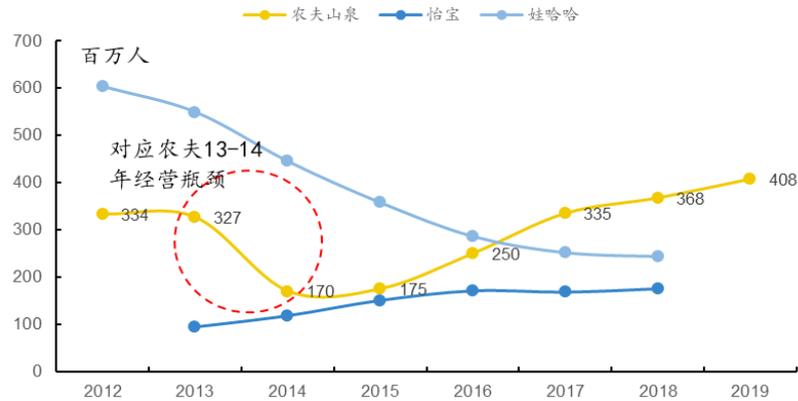
图 28：农夫与怡宝营销活动比较



资料来源：农夫招股书，公司官网，公开资料整理，国元证券研究中心

品牌势能：农夫品牌知名度高，怡宝品牌稳步提升。从营销的结果之一，即品牌在消费者中的触及数来衡量两家企业的营销和品牌力，根据凯度指数每年在中国的消费者调查显示，农夫从2014年的第24名上升至2019年的第7名，成为仅次于伊利、蒙牛、康师傅、海天、双汇和旺旺的超级快消品品牌，全年消费者触及数达到408百万人次。怡宝也持续保持在平稳增长的态势中，至2018年品牌在消费者中的触及数达到175百万人次，但与农夫仍有一定差距。

图 29：2012-2019 年农夫和怡宝消费者品牌触及数调查



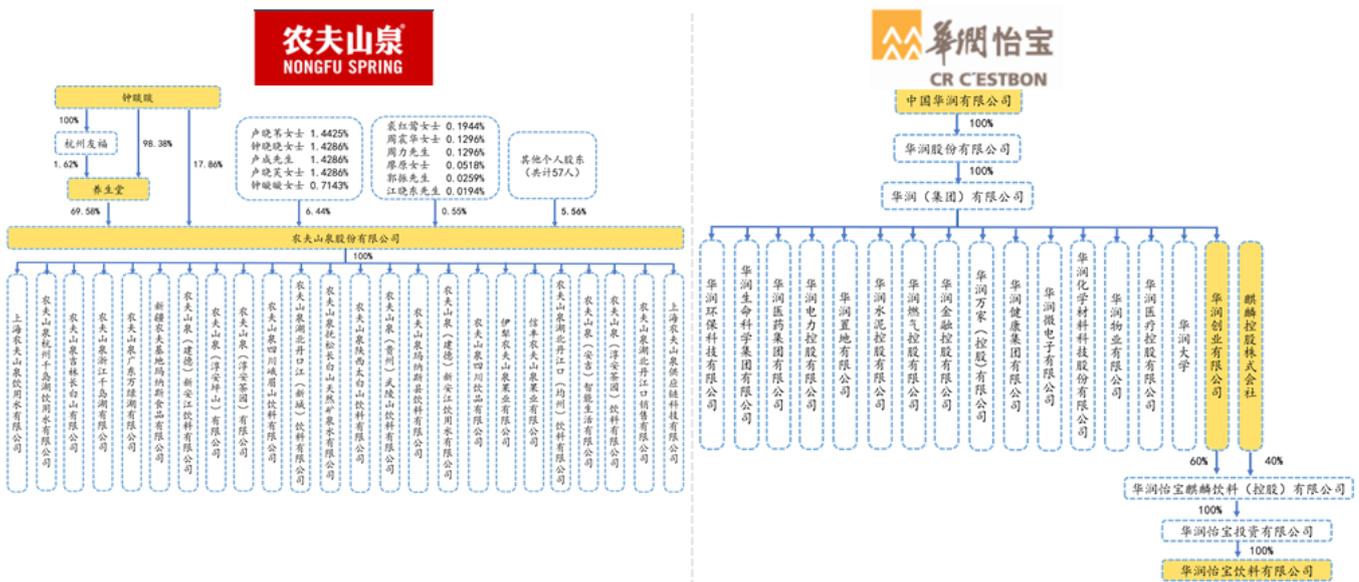
资料来源：凯度消费者指数，国元证券研究中心

评价和打分：农夫擅长消费者洞察，营销内容在感染力和传播力上均比较强。怡宝相对手法单一。因此给予农夫 10 分，怡宝 8 分。

1.2.5 管理及激励：农夫民营企业体制灵活，怡宝背靠华润资源雄厚

股权架构：农夫民营且为集团核心，怡宝国有控股为一级利润中心。 1) **所有权属性：**农夫民营企业体制灵活。怡宝为央企华润集团旗下子公司，国有控股企业。2) **集团实力：**养生堂为涵盖食品饮料、医药、农产品为一体的消费品巨头，子公司间经营业务具有较高协同效应。而华润集团是国内知名央企，实力上要比养生堂更为雄厚，但子公司领域跨度大，子公司协同效应削弱。3) **利益协调：**农夫由钟睺眙先生绝对控股和经营，股东与管理层利益一致。怡宝为华润与日资合资，利益存在冲突（如怡宝品牌与麒麟饮料品牌资源投入不同）。4) **集团地位：**农夫为董事长创业发家的公司，在集团中属于支柱公司，怡宝仅为一级利润中心。

图 30：农夫与怡宝股权结构



资料来源：农夫招股书，天眼查，国元证券研究中心

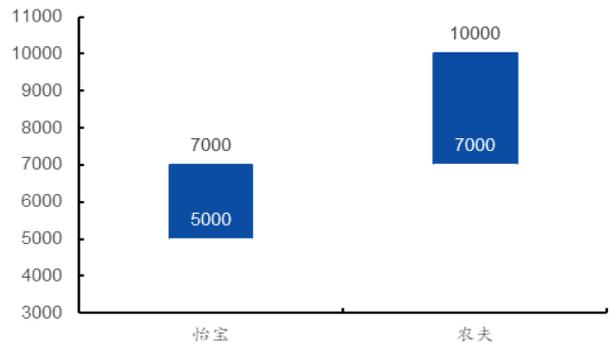
员工激励：农夫市场化激励充分，怡宝员工待遇稳定。农夫高管和公司骨干均做了股权激励，业务代表在改革后由公司和经销商共同付薪（公司给予底薪，其它考核指标和奖金由经销商支付），整体来看业务员薪酬范围在7000-10000/月范围，年到手7-12万（税后），高于业内同行。怡宝业务员待遇5000-7000/月，处于行业平均水平之上，员工预期稳定。

图 31：农夫与怡宝员工数量

农夫		怡宝	
部门	员工人数	年份	员工人数
销售及市场推广	10896	2013年	7998
生产及运营	5485	2014年	9571
人力资源、行政及管理人员	1080	2015年	10001+
研发与质量控制	849	2016年	10000+
财务	280	2017年	12000+
合计	18590	2018年	12459
农夫人均年薪	91721元		

资料来源：农夫招股书，怡宝社会责任报告，国元证券研究中心

图 32：业务代表收入范围



资料来源：草根调研，国元证券研究中心

人员招聘：农夫缺销售，怡宝缺中高层职能岗位。从猎聘网搜索前2页内容比较看，农夫大多数为市场业务人员，而怡宝多为中高层职能部门岗位。背后原因与农夫一线销售考核压力大、市场化竞争和人员流动大有关，而怡宝整体队伍偏向稳定。

图 33：农夫与怡宝人员猎聘网信息初览

岗位	工资待遇	学历要求	工作年限要求
1 销售管理培训生	6-10k · 12薪	学历不限	经验不限
2 KA经理	15-25k · 12薪	大专及以上学历	3-5年
3 客户经理/销售经理	10-20k · 13薪	大专及以上学历	3-5年
4 资深/高级审计师	10-20k · 14薪	统招本科	经验不限
5 大区市场部经理	20-25k · 13薪	大专及以上学历	5-10年
6 办事处经理	20-30k · 12薪	大专及以上学历	5-10年
7 产品经理	20-21k · 12薪	本科及以上学历	1-3年
8 新媒体营销经理	15-25k · 12薪	统招本科	3-5年
9 区域经理	10-15k · 12薪	大专及以上学历	3-5年
10 驾驶员/商务司机	5-8k · 12薪	大专及以上学历	5-10年
11 内容推广经理	面议	统招本科	3-5年
12 生物信息研究员	13-20k · 12薪	统招本科	1-3年
13 大区销售运作经理	10-15k · 13薪	大专及以上学历	5-10年
14 储备办事处经理	13-16k · 12薪	大专及以上学历	5-10年
15 市场推广主管	13-14k · 12薪	本科及以上学历	1-3年
16 董瓶机运营主管	大专及以上	大专及以上	1-3年
17 药品产品研发员	10-15k · 12薪	硕士及以上	3-5年
18 大区餐饮渠道经理	8-10k · 12薪	大专及以上学历	5-10年
19 咖啡机运营经理	9-10k · 12薪	大专及以上学历	3-5年
20 蛋白纯化工艺开发(DSPD)经理/总监	面议	本科及以上学历	5-10年
21 发酵技术员	6-8k · 12薪	本科及以上学历	经验不限
22 大区培训主管	7-10k · 12薪	大专及以上学历	1-3年
23 KA销售主任	5-7k · 12薪	大专及以上学历	1-3年

资料来源：猎聘网，国元证券研究中心

供应链管理和质控：均制定详细周密的质检制度，农夫自建全过程自我把握，怡宝 OEM 工厂多把控难度大。1) **农夫**：标准制定严格，从原材料到生产和成品管理均有极为严格的国际标准和内部标准双重控制，以脐橙为例，农夫山泉也为鲜果制定了四大标准体系、34 道作业流程、79 类管控内容和 148 项监控细项，并组建了世界领先的脐橙智能筛选体系，种植出糖酸比均值约在 17.5 的优质橙子。信息化和自动化系统应用广泛，农夫定位自身为科技型公司，在供应链上每月做一次物流路径优化，每年做一次产能规划，将原本静态的日常供应网络管理模式，改为了动态模式大大提高供应链效率。注重消费者反馈：设置了 750 人质检团队每月随机抽检，接受消费者反馈，并每年进行至少一次召回演练。2) **怡宝**：打造星级工厂，通过 SPM 体系和 EHS 管理系统（9 大体系，28 部制度文件）持续加强对自有工厂和 OEM 工厂管理。

图 34：农夫（左）与怡宝（右）质量管理体系对比



资料来源：农夫招股书、怡宝社会责任报告，国元证券研究中心

评价和打分：农夫民营企业体制灵活，员工激励高市场化竞争充分，公司上下利益一致执行力强，在质控和供应链管理上体系完善标准严格，信息化系统应用广泛。怡宝国有控股的合资企业，集团实力雄厚，员工激励上预期稳定流动性较低，在质量管理上同样制定严格标准。因此给予农夫 9 分，怡宝 9 分。

1.3 未来方向：农夫打造大健康平台，怡宝弱势领域补短板

打分和评价：农夫多元化成功，产品上逐步形成以瓶装水为核心的健康食品多品类布局，且从上游种植到下游零售实行全产业链经营，其它关联企业更涉足医药、化妆品、信息科技等经营，企业经营边际更宽，未来增长和发力点较多。而怡宝仍主要发力弱势领域进行补短板动作，包括开发北方市场和饮料品类多元化等。我们从扩产计划、主业发展、其它领域发展三方面给予打分。

- **扩产计划**：农夫率先上市融资，预计存在扩产计划，怡宝融资上落后但考虑到OEM代工扩张容易差距不大，因此给予农夫8分，怡宝7.5分。
- **主业发展**：农夫高端水卡位好于怡宝，但大包装水业务相对弱于怡宝。布局完善，未来操作重点在做基础，而怡宝操作重点在于做市场，落后于农夫。因此给予农夫9分，怡宝8分。
- **其它领域发展**：农夫全产业链经营，饮料、农产品等布局较好，怡宝在饮料品类还在发力期。因此给予农夫8分，怡宝7分。

图 35：农夫及其关联企业经营版图



资料来源：农夫官网,亿欧 国元证券研究中心

表 5：农夫与怡宝发展方向对比

	农夫	怡宝
现有产能	包装水产能 2603 万吨，使用率 51% 饮料产能 452 万吨，利用率 52%	无准确数字，通过以下约估 1000 万吨左右 1. 2014 年 44 家工厂，销量 655.6 万吨（18 年收入是 14 年 1.3 倍） 2. 2018 年饮用水生产线整体生产效率 92%（社会责任报告）
扩产计划	率先港交所融资上市，有意扩产投建新项目	暂无融资计划
主业发展	高端水 推出 12L 等多规格大包装进攻家庭饮用水市场	加特林矿泉水
	渠道建设 渠道变革向大商制，渠道精耕释放管理潜力（做基础） 未来发力渠道下沉和单店产出提高（SKU 垂直增长）	优势大于农夫，暂无特别动作 弱势区域渗透，尤其是北方市场 重点还在于做市场
	全产业链经营 上游：布局农业，推出 17.5 橙/苹果/杏/香米等农产品 中游：彩虹鱼科技发力针对公司内部信息化改造 下游：大力推出芝麻店自贩机自控终端布局新零售	——
其它发展	涉足植物蛋白、农产品、面膜等领域，围绕瓶装水打造大健康食品平台	摆脱单一产品依赖，拓展饮料品类发展

资料来源：国元证券研究中心

总结：两家公司均为十分优秀的企业，农夫以1分优势领先怡宝。我们综合了3个大维度、11个小方面和40个具体内容进行了分别考量，采取主观打分，给予历史20%权重（过去对于投资参考性小）、背后禀赋50%权重和未来发展30%权重（未来更重要）。最终我们计算得出**农夫综合得分9分，怡宝综合得分8分。**

表6：农夫与怡宝综合评分评价体系

大维度	方面	内容	权重	农夫得分	怡宝得分
历史成绩	发展史	发家史、成功因素	5%	9	8
	体量规模	营收和利润、产品结构和区域结构、单吨价格	5%	9	8
	赚钱能力	ROE、净利率、周转率和权益乘数和盈利质量	10%	9	8.5
背后禀赋	产品体系	价格带、产品体系、产品本身属性	10%	9	8
	研发迭代	研发机制、研发投入、迭代速度	10%	10	8
	渠道管理	经销商区域分布、经销商数量和结构、经销商体量、运输费用率、新渠道布局、渠道组织架构、价格体系、渠道利润、渠道费用、渠道拜访频率、终端陈列、数字化系统	10%	9	8
	营销品牌	营销打法、品牌势能	10%	10	8
	管理及激励	股权结构、员工激励、人员招聘、供应链和质量管理	10%	9	9
未来发展		扩产计划	10%	8	7.5
		主业发展	10%	9	8
		其他领域发展	10%	8	7
综合得分			100%	9	8

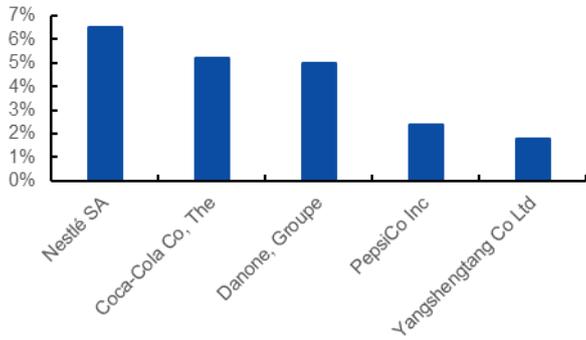
资料来源：国元证券研究中心

2.其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园

2.1 雀巢：大兴并购立足行业龙头，高端与大众品牌齐力稳固地位

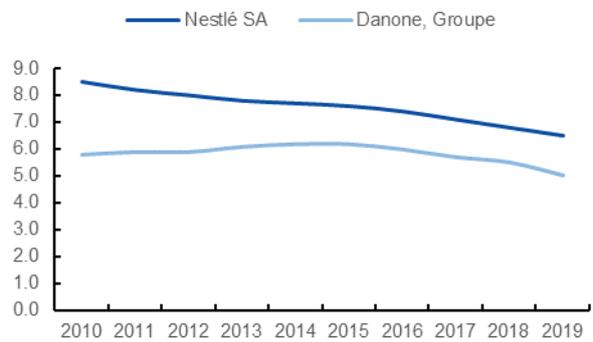
雀巢公司于1867年创办，总部设在瑞士韦威，在全球81个国家拥有500多家工厂，旗下有2000多个品牌，主要生产瓶装水、速溶咖啡、奶制品以及巧克力棒等产品，是世界上最大的食品制造商，也是最大的跨国公司之一。雀巢公司的前身是育儿奶粉公司，1949年为一瑞士公司购进并更名为雀巢食品公司。雀巢公司于1969年收购法国饮用水品牌“伟图（Vittel）”的股份进入瓶装水领域，旗下有众多品牌，从大众水到高端水，品类丰富。2010年以来雀巢集团在全球瓶装水零售量中市场份额始终占据第一，2019年占比达到6.5%，但雀巢近年来零售市场占比有下降趋势，达能集团则较为平稳。

图 36：2019 年全球瓶装水零售量市场格局



资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

图 37：雀巢&达能全球瓶装水零售市场份额对比 (%)

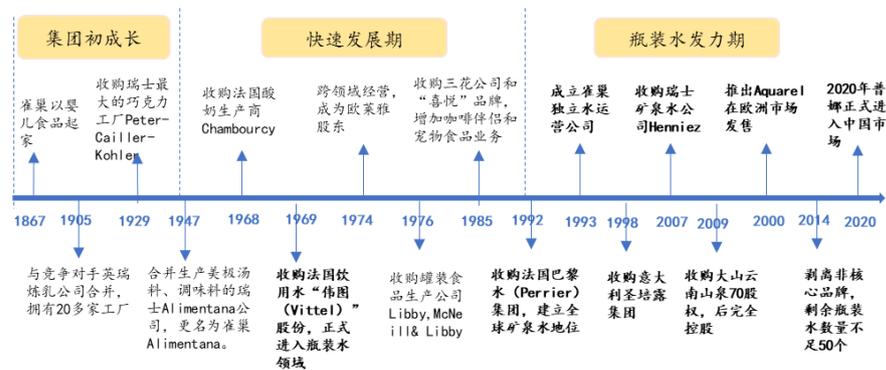


资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

2.1.1 多领域并购优质品牌，瓶装水产品品类完备

雀巢集团从婴儿食品起家，通过和英瑞公司合并，抓住战时对炼乳和巧克力的需求迅速扩大生产规模；进入 20 世纪，雀巢走上了快速并购的道路，先后收购了瑞士最大巧克力工厂 Peter-Cailler-Kohler, 汤料、调料生产公司 Alimentana、德国 Jopa、法国 Heudebert-Gervais、速冻品牌 Findus、瑞士品牌 Frisco、法国酸奶品牌 Chambourcy 等，不断拓宽其产品领域。1969 年收购法国“伟图”进入矿泉水领域。20 世纪 70 年代以来雀巢通过收购进入药品和化妆品领域，20 世纪 90 年代以来雀巢发力亚洲新兴市场，不断收购细分行业龙头，以本土品牌抢夺新兴市场份额。

图 38：雀巢集团重要发展节点



资料来源：雀巢官网, 国元证券研究中心

瓶装水产品包含从低端到中端到高端的完整体系。低端品牌主要是“雀巢优活”，作为大众品牌，覆盖范围广，是公司销量最大的瓶装水。中端产品线主要是大山云南山泉，雀巢于 2009 年收购大山云南山泉 70% 股权，2014 年继续增持股份，最终实现完全控股。在完成对大山云南山泉的收购以后，雀巢推出了售价 3 元的云南山泉

泉天然泉水，水源是云南深层地下天然水，对云南山泉的收购填补了雀巢中端瓶装水产品的空白，同时依靠本土品牌的优势也有助于打开中国市场。高端水主要是法国著名高端水品牌巴黎水（Perrier）和意大利品牌圣培露（Pellegrino），是气泡水市场重要品牌。巴黎水主要消费场景是相对高档的休闲场所以及现代渠道；而圣培露相较巴黎水定位更显高端，其主要消费场景是高端餐饮区。

实现瓶装水业务全球化重要的手段是并购收购。雀巢在瓶装水领域的开端是 1992 年收购法国著名高端水品牌巴黎水集团，从而在瓶装水领域确立了其地位；1993 年雀巢公司为大力发展和巩固其瓶装水地位成立了独立运营的雀巢水业务公司；1998 年收购意大利品牌圣培露；2000 年 Aquarel 在欧洲市场发售，定位低端大众水品牌；2007 年雀巢收购瑞士矿泉水公司 Henniez；2009 年收购大山云南山泉 70% 股权。雀巢的经营策略调整发生在 2014 年，公司决定不再大力收购，而是选择剥离非核心品牌以专注于核心大品牌，经过调整公司剩余瓶装水品牌数量不足 50 个。

表 7：雀巢集团瓶装水主要产品

产品名称	定价	产品类别	水源地	上市时间	2019 收入规模 (亿元)
雀巢优活	2 元/550ml	纯净水	无	1998 年	5
云南山泉	2 元/550ml	天然水	昆明呈贡松茂水库	1999 年	121
云南山泉天然泉水	3 元/550ml	天然泉水	云南深层地下天然水源	2019 年	
巴黎水	9.9 元/500ml	(含气) 天然矿泉水	法国南部孚日山脉	1990 年 左右	
圣培露	11 元/250ml	(含气) 天然矿泉水	意大利北部圣萨尔瓦多		

资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，欧睿，国元证券研究中心

2.1.2 剥离原有非核心业务，公司业绩表现向好

雀巢集团营业收入和净利润。雀巢集团 2011 年受到欧债危机的影响，导致公司的外汇损失较高，因此收入端有小幅下降，2012 年公司逐步恢复，营业收入维持平稳发展态势，2017 年以来增速较低。雀巢集团 2010 年较 2011 年净利润差异显著，主要是由于 2010 年雀巢将所持爱尔兰康乐康股份以 283 亿美元的价格售出，2011 年整体来看雀巢的净利润提升了 8.1%。2017 年开始雀巢净利润增长放缓，集团将会继续剥离非核心业务，专注核心的食品饮料业务。近年来雀巢在中国市场的表现逐步向好，尤其是瓶装水业务，2019 年天猫 618 数据显示，雀巢旗下品牌巴黎水和圣培露的总销量达到 180 万瓶。

图 39：雀巢集团历年营业收入



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 40：雀巢集团历年净利润



资料来源：wind, 国元证券研究中心

2.1.3 抢占高端气泡水市场，积极拓展大众水市场

雀巢集团能够成为国际食品企业龙头的关键在于其不断的发掘需求高企和有发展潜力的行业，并通过不断的收购行业内优质企业成功进军该领域，迅速的扩大其生产经营版图，使其在世界范围内成为领先品牌，集团成长路径是外延内生并举。在大肆收购后雀巢公司适时的选择停止收购业务，通过剥离非核心业务的方式来提升公司经营效益。雀巢在瓶装水领域是通过收购瓶装水品牌“伟图”起步，后陆续收购知名高端水品牌，较早的占据高端水品牌市场，在中国市场的扩张分为收购本土品牌和入驻外国品牌两部分，收购中国大山云南山泉丰富集团瓶装水的中间价格带，巴黎水和圣培露打开中国高端水市场，雀巢优活在中国低端水市场也占据了一席之地，这也是雀巢集团瓶装水在中国的主要市场。2019年雀巢集团在中国瓶装水零售市场中占据1.7%的市场份额，排名第八。

看好高端水市场，保持高端水品牌的增长。公司旗下主要高端水品牌是巴黎水和圣培露，这两大气泡水品牌近几年来维持良好的增长势头。由于人们对健康和绿色生活方式的追求，欧洲消费者将饮用碳酸饮料逐步转为气泡水，在满足碳酸饮料气泡口感的同时又因其不含人工甜味剂而符合天然健康需求。此外，公司还在美国市场推出高端矿泉水品牌普娜（Acqua Panna），在高端矿泉水需求上升时期，雀巢希望推动普娜系列产品在零售渠道实现强增长，以满足家庭和个人消费等不同消费场景的需求。2020年普娜正式进入中国市场，并选取明星邓伦做其代言人，对年轻群体的号召力强。雀巢旗下三大高端水品牌已全面进驻中国市场。2019年雀巢在全球的饮用水销售额约为580亿人民币，其中高端水的销售额实现了8%-9%的增长。

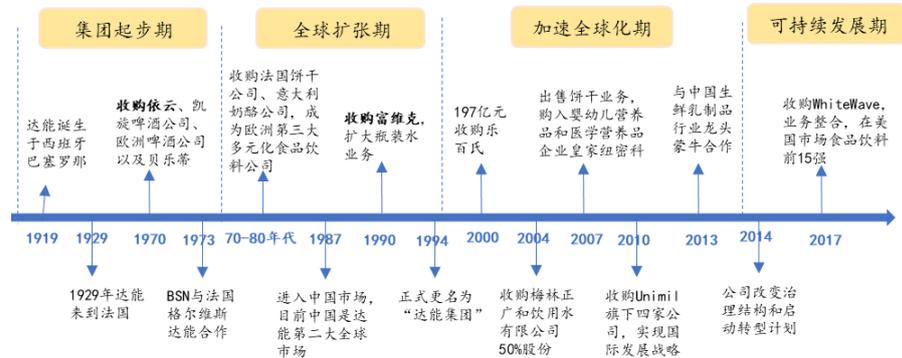
利用大众水雀巢优活开发新兴市场。通过雀巢优活大众水打入新兴市场，由于该品牌定位低端，符合多种生活消费场景，适宜各个年龄段的人饮用，再加上其水源地依赖性弱，在不同地方可以生产出符合当地口味的饮用水，因此在瓶装水需求强劲的新兴市场有极大发展空间。

2.2 达能：国际化加持本土化，不断扩张达能世界版图

2.2.1 收购国际品牌及本土品牌，迅速拓展瓶装水业务

达能集团成立于1966年，总部位于法国巴黎，主要生产饮用水和饮料、鲜乳制品、婴儿营养品和临床营养品四大健康产品，集团的业务遍布世界各地，产品销往100多个国家。1979年开始达能收购了多家公司，在不到20年的时间里成为了欧洲第三大食品公司。达能在1987年进入中国市场，目前中国是达能在全球的第二大市场。2010年以来达能集团在全球瓶装水市场零售量中市场份额居于高位，且发展保持平稳态势，2019年集团市场份额为5.0%。

图 41：达能集团重要发展节点



资料来源：达能官网 公开资料整理，国元证券研究中心

主要瓶装水品牌以及新兴市场本土化拓展战略。达能集团旗下主要瓶装水品牌是依云和富维克以及波多。1970年达能集团收购依云品牌，依云提供种类繁多的饮用水产品，包括旅行瓶装（330ml/500ml/750ml/1L/1.25L）、日常瓶装（330ml/500ml/750ml/1L/1.5L）、玻璃优雅瓶装(330ml/750ml)、设计师玻璃瓶装（750ml）以及儿童瓶（330ml），并且在全球150个左右的国家销售。达能集团于1990年收购富维克（Volvic），产品包装采用了可降解塑料PET，包括750ml至1.5L的各种容量产品。波多（Badoit）是天然气泡水品牌，适合高档餐厅及便利店等场景。此外，达能在新兴市场还收购了其本土品牌，比如在墨西哥的Bonafont（墨西哥国内销量第一的瓶装水品牌），西班牙的Fontvella，阿根廷的Villa del Sur以及印度尼西亚的Aqua（印度尼西亚最大，全球产量最高的瓶装水品牌），其中墨西哥和印度尼西亚品牌在当地市场中都处于领先地位，达能集团通过收购本土化战略完成新兴市场的拓展。

收购中国本土品牌，强势进入中国市场。1996年达能与中国瓶装水品牌娃哈哈形成战略合资，帮助娃哈哈拥有世界先进水平的生产流水线，使得娃哈哈进入发展快

车道；1998年达能收购中国矿泉水潜力品牌益力；2000年达能收购197亿元乐百氏；2004年达能收购梅林正广和饮用水有限公司50%股份。

表 8：达能集团瓶装水主要产品

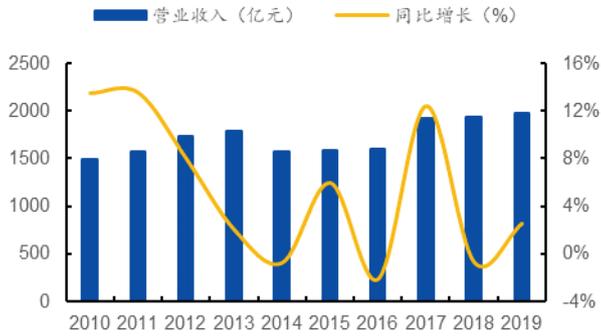
产品名称	定价	产品类别	水源地	上市时间	2019 收入规模 (亿元)
依云水 (Evian)	9.9 元/500ml	天然矿泉水	法国南部依云小镇	1986 年	10
极境之兰 (AORAKI)	8.9 元/500ml	天然矿泉水	新西兰雪山融水	2017 年	
富维克 (Volvic)	5 元/500ml	天然矿泉水	法国中央高原火山多姆山		
波多 (Badoit)	22.5 元/750ml	(含气) 天然矿泉水	法国圣加尔米耶小镇		
益力	34 元/5L	矿泉水	惠州市龙门县龙田镇王宾村、深圳市西丽镇红花岭和石岩镇狮子山、羊台山	1988 年	5
乐百氏饮用天然矿泉水	2.5 元/380ml	天然矿泉水	燕山山脉大羊山的东麓和南麓、北京怀柔 and 成都龙泉驿区	2019 年	
乐百氏饮用天然泉水	20 元/15L	天然泉水	广州国家生态保护区帽峰山	2019 年	
乐百氏克东天然苏打水	4 元/470ml	矿泉水	中国黑龙江省克东县的二克山	2019 年	
乐百氏饮用纯净水	28 元/18.9L	纯净水	无	2019 年	

资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，欧睿，国元证券研究中心

2.2.2 新兴市场提供发展空间，达能业务呈增长态势

达能集团近年来营业收入与净利润。达能集团瓶装水业务主要优势区域在发达市场，尤其是美国，2010年以来美国市场稳定增长，达能集团营业收入大体上保持增长态势。2013年由于恒天然产品安全事件给集团形象和销量造成了一定的打击，多美滋产品在中国市场销量下滑也给集团的收入和净利润造成了负面影响。2013年中国乳制品市场收缩导致达能集团净利润下滑，2015年以后负面新闻影响逐渐削弱，集团收入端呈现稳步增长，净利润也逐步回升。达能集团2019年销售收入中18%来自饮用水和饮料，占比前三的国家分别为印尼、中国和法国，天然饮用水在达能饮用水和饮料业务中销售额占比2/3。

图 42：达能集团历年营业收入



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 43：达能集团历年净利润



资料来源：wind, 国元证券研究中心

2.2.3 品牌主打健康饮水概念，持续进行产品及包装革新

达能集团通过不断收购成为了世界范围内名列前茅的食品公司，公司成长路径更多依赖的是外延方式，强势的并购收购以及果断的抛弃收益不佳的企业。依云、富维克以及波多是达能较为知名的瓶装水品牌，其主要优势市场在发达国家，多适用于高级餐厅及便利商店，新兴市场的扩张主要依赖的是收购各地的领导性饮用水品牌。达能集团瓶装水业务与中国市场有深厚的渊源，从最初与娃哈哈集团合资到后来收购益力、乐百氏、正广和等中国知名饮用水品牌，打入中国市场，现如今饮用水品牌依云和富维克在中国高端水市场有一定地位，达能也在不断推进高端水生产线的布局，未来有望扩大其在中国范围内的高端水份额。渠道方面，由于达能拥有众多中国本土品牌，因此其渠道力较为强劲，零售商连锁点、传统网点和电商模式并行。2019年达能集团在中国瓶装水零售市场中占据3%的市场份额，排名第六。

在全球范围内普及健康饮水概念。达能集团在全球范围内开展“健康饮水”运动，帮助全球数百万人了解健康补水重要性，并且通过和知名饮用水品牌合作推广健康饮水，例如法国的依云矿泉水集水区保护协会。达能将健康饮水理念充分融入到业务战略之中，紧跟瓶装水领域消费趋势，持续进行着产品和包装创新。

适应不同消费者和消费场景不断进行包装革新。为了满足不同年龄段消费者在不同消费场景的需求，达能的研发创新团队不断推出新的包装。2017年富维克推出了330ml的运动瓶盖水装，依云在美国也推出了相同的设计；为适应日本市场对小包装的喜爱，达能推出了200ml小瓶装，多放置于自动售户机；为了给儿童带来更丰富的喝水体验，达能为儿童定制了小巧更易于抓握的水瓶。

不断收购本土品牌完成产品创新和市场拓展。在达能的饮用水和饮料品牌中，本土品牌超过了70%，由于本土品牌根植于业务所在地的本地文化，因此更加符合当地的饮水文化，更能够被具有不同饮水偏好的消费者所接受。新兴市场是达能瓶装水销售的优势区域，达能集团的收入一半以上来自于新兴市场，其中依云、富维克和波多在新兴市场的覆盖率不高，主要销量增加还是依靠各地方领导性品牌。达能也在高端水方向完成了布局，2017年宣布新增10条依云矿泉水生产线，目标是2020年实现20亿瓶产量。

2.3 三得利：日本优势行业背景下的瓶装天然水龙头

日本三得利株式会社创业于 1899 年，是一个经营饮料、酒类、食品、餐饮管理等多领域的大型国际化集团，经营区域跨越 40 多个国家和地区，遍布美洲、欧洲、非洲、亚洲和大洋洲，并且一直在积极开拓新市场。截止 2019 年底三得利集团在全球范围内拥有 300 家公司，其中欧洲有 93 家，日本有 84 家，亚洲和大洋洲有 71 家，美国有 52 家。三得利集团把未来瓶装水业务的发展列为市场增长的未来类别之一。2020 年三得利被评为全球饮料行业最受尊敬的企业第六位，体现了三得利品牌的全球知名度以及信赖度。

图 44：三得利集团全球&日本瓶装水零售量市场份额(%)

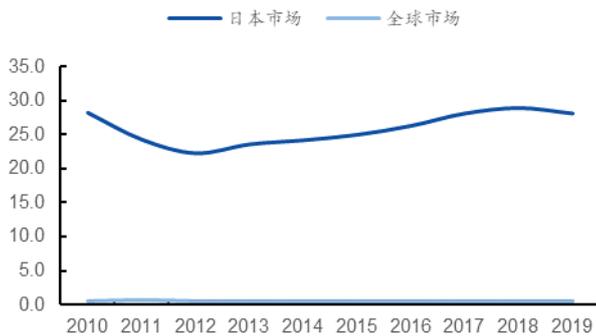
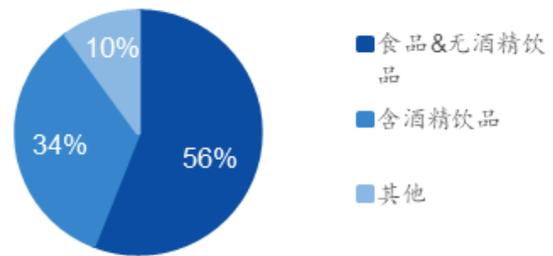


图 45：2019 年三得利集团分业务营收占比(%)



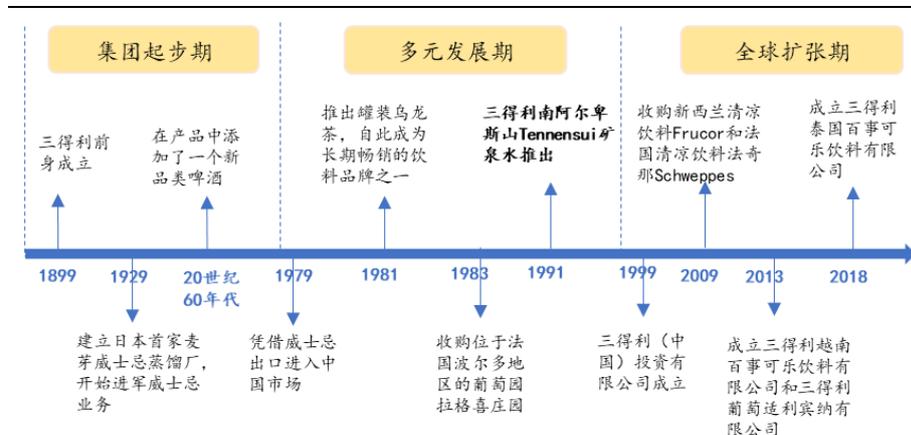
资料来源：Euromonitor, 国元证券研究中心

资料来源：公司公告, 国元证券研究中心

2.3.1 多因素推动瓶装水业务发展，专注本土天然水系列产品

1899 年三得利前身成立，1929 年进军威士忌领域，取得了不错的成绩，三得利威士忌于 1979 年进入中国市场。20 世纪 60 年代三得利进军啤酒领域，1981 年三得利推出了罐装乌龙茶 (Suntory Oolong Tea)，而当时在无酒精饮料市场中占据着主导地位的是碳酸软饮料和果汁，三得利乌龙茶自此成为长期畅销的饮料品牌之一。20 世纪 90 年代推出罐装咖啡品牌即饮咖啡 (BOSS)。1991 年三得利南阿尔卑斯山 Tennensui 矿泉水推出，1999 年，三得利 (中国) 投资有限公司成立，以整合中国所有在三得利旗下的企业，此后三得利陆续收购了两家清凉饮料集团并在越南和泰国成立合资企业。

图 46：三得利集团重要发展节点



资料来源：三得利官网,公开资料整理,国元证券研究中心

1991年三得利南阿尔卑斯山 Tennensui 矿泉水推出，三得利品牌继续扩大销量，成为连续22年日本矿泉水市场上排名第一的销售品牌。三得利南阿尔卑斯山天然矿泉水使用最轻的国产PET瓶，水源是来自阿尔卑斯山南部山区培养的纯净天然水；近年来三得利推出了桃子、橘子、酸奶等口味的风味天然水，以其独特的口味和添加的营养物迎合了寻求附加值的消费者们。2014年中国掀起了风味水热潮，三得利风味水是中国便利店销量最好的风味水产品。根据欧瑞国际的数据，2013年全球风味水市场规模为65亿美元，而到了2018年则增长到了103亿美元，未来三得利风味水产品将拥有更广阔的市场空间。

多因素推动日本瓶装水市场快速发展。日本瓶装水市场开始于1970年，最开始是为商人和富人提供，十年后才逐步走入普通家庭，此后消费群体不断扩大，瓶装水运用于各类消费场景。日本瓶装水市场的快速发展离不开几个重要因素的推动，首先是日本人口老龄化因素，2019年日本老龄化人口比例已达到28.4%，老年人对于健康的需求较年轻人更为强烈，因此瓶装水较酒类和碳酸饮料更加受到老年人青睐；第二大因素是日本的核污染事件，2011年福岛核泄漏导致大众对于自来水的安全隐患比较重视，更多人选择了购买瓶装水；第三大因素是消费升级的推动，90后的消费观念逐步理性，追求健康而简约的消费观念，注重精神的满足而不是一味追求奢侈化，这种消费升级使得简单健康的瓶装水快速被大众接受并喜爱。

图 47：三得利集团瓶装水主要产品



资料来源：三得利官网，国元证券研究中心

2.3.3 改善集团生产成本，营收未来可期

三得利集团2019年合并营业收入259.6亿日元，其中分地区销售额中本国收入58%占比最大，欧洲收入占比12%，美洲收入占比14%，亚洲和大洋洲收入均占比16%。分业务销售来看食品和无酒精饮品占比56%。

三得利营业收入和归母净利润。三得利集团营业收入自2015年以来维持在稳定水平，2018年和2019年全球地缘政治风险加剧，对全球贸易产生了重要影响，加之同年

日本发生了许多自然灾害，因此对业务产生了显著影响，在此背景下，三得利 2018 年营业收入仅同比下降了 1.1%，2019 年同比营业收入增长 3.5%。归母净利润 2015 年至 2017 年呈现快速增长态势，2018 年有大幅下滑，同比下降 33.7%，2019 年与 2018 年归母净利润水平基本持平，究其原因主要是 2018 年集团供应链之类的物流成本增加导致利润大幅下降，但三得利计划使用 AI 等数字技术手段来改善供应链成本问题。

图 48：三得利集团历年营业收入



资料来源：三得利官网，国元证券研究中心

图 49：三得利集团历年归母净利润



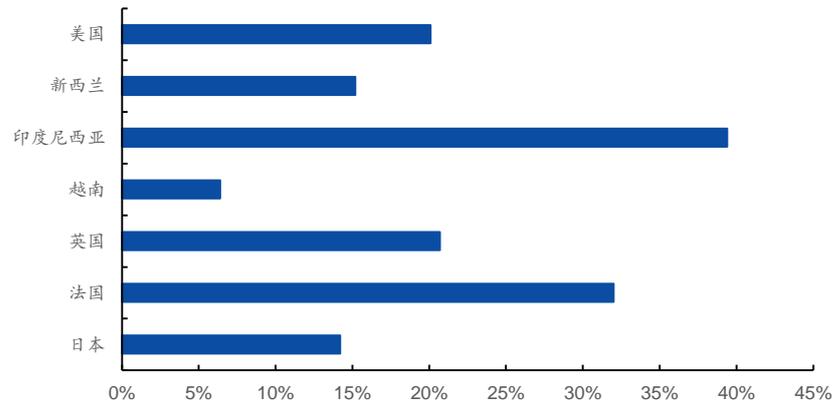
资料来源：三得利官网，国元证券研究中心

2.3.3 分市场运行不同策略，新品开发与可持续发展并行

在日本老龄化日益严重，国民消费升级的浪潮下，加之福岛核污染事件遗留问题，给日本瓶装水行业发展提供了良好的环境，三得利集团成功发展主要依靠内生模式。三得利南阿尔卑斯山 Tennensui 矿泉水凭借市场环境和产品“健康&透明”的特性连续二十多年占据日本瓶装水市场头把交椅，为了保证水源的可持续供给性，日本从 2003 年开始培养“天然水森林”。三得利集团在各大洲因地制宜，采取了不同的经营策略，其中中国是三得利重要的瓶装水市场，1999 年三得利（中国）投资公司成立，将集团在中国的业务进行整合以便更好的发展，三得利在中国主要的瓶装水类别是天然矿泉水和天然风味水，销售渠道主要是大型超市或便利店。2019 年三得利集团在日本瓶装水市场份额第一名，尚未进入中国瓶装水市场零售量前十榜单。

三得利在各大洲软饮市场的策略。印度尼西亚的软饮市场中瓶装水占比最高接近 40%，越南软饮市场中瓶装水份额为 6.4%，三得利软饮料业务部门正在越南、泰国和印度尼西亚扩展，在当地建立合资公司，加强分销平台，以满足每个市场客户需求的方式发展；美国软饮市场中瓶装水份额为 20.1%，三得利在美洲拥有经营软饮料业务的百事可乐合资公司，契合北美市场对健康意识的重视，三得利将扩大水的销售；欧洲国家健康意识不断提高，对“天然和健康”产品的需求增加，因此三得利瓶装水产品以其健康透明的产品特质在欧洲具有极大的发展潜力。

图 50：各国软饮市场中瓶装水市场份额



资料来源：三得利官网，国元证券研究中心

充分了解消费者口味，大力研发制造新品。三得利瓶装水能够占据市场优势的一大原因是公司在充分了解消费者口味习惯的基础上开发新产品。三得利也在研发中注入大量资金，建立完善的食品安全和品质保障体系，使其赢得了消费者的信任和塑造了良好的品牌形象。三得利天然水系列在中国市场具有高知名度，其广告营销的关键词是“好喝&透明”、“自然&健康”，得到了中国消费者的喜爱。

培养天然水森林，为产品保驾护航。2003 年三得利在熊本工厂的补水区开始建立“三得利水森林”，截止 2019 年 6 月，“三得利天然水森林”蔓延到日本的 15 个县，总面积约 12000 公顷。天然水森林的目标是孕育超出工厂汲取量的地下水的森林。三得利积极维护健全的森林状态，日本国土面积森林覆盖率超过 70%，为天然水系列产品的生产做好坚实的保障。

图 51：三得利天然水森林版图



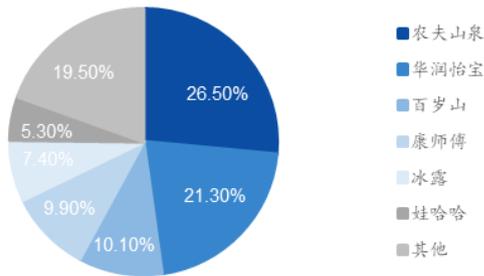
资料来源：三得利官网，国元证券研究中心

2.4 康师傅：从低价竞争到产品与渠道全面创新

康师傅集团主要从事生产和销售方便面、饮品、糕饼以及相关配套产业的经营，是

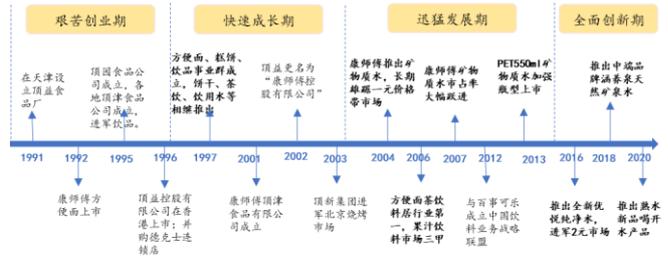
中国食品饮料界的领导品牌。目前集团的三大品项产品，均已在中国市场占有显著地位。公司从1992年开始生产方便面，1996年扩大业务至方便食品及饮品。2004年开始4年内康师傅在全国建立了51个生产基地。集团不断完善在全国各地的销售网络，截止2019年底，集团已经拥有371个营业所及182个仓库以服务36186家经销商及185789家直营零售商。2019年康师傅包装水销量市占率5.4%。

图 52： 2018 年中国瓶装水市场格局



资料来源：尼尔森，国元证券研究中心

图 53： 康师傅集团重要发展节点



资料来源：康师傅官网，公开资料整理，国元证券研究中心

2.4.1 逐步退出低端水市场，全力冲击中端和新兴市场

低端水霸主时代已过，推出中端涵养泉矿泉水。康师傅矿物质水在纯净水基础上添加人体所需的镁、钾矿物质，是中国瓶装水市场的领导品牌，长期占据着瓶装水“一元”价格带市场。康师傅2016年推出了全新优悦纯净水，进军2元瓶装水市场。由于康师傅长期雄踞一元水市场，低端水品牌认知深入人心，近年来推出中端新品，有益于打破品牌刻板印象，2018年康师傅推出中端品牌涵养泉天然矿泉水，广告定位东方涵养力，深入渗透中国传统文化概念。

积极创新产品品类，进军熟水市场。瓶装水市场一直以来品类比较单一，各类产品间同质化比较严重。康师傅从创新产品品类入手，2020年进军瓶装熟水领域，推出了“喝开水”，在工艺上采用纳米级过滤的天然椰壳活性炭技术，有效过滤水中重金属及微生物并去除异味，主打温和、安全与甘甜的产品特质，为人们提供健康的饮水。康师傅在包装水细分领域熟水市场的探索与深耕，有助于提升康师傅的品牌影响力。据2019年凯度品牌足迹报告，康师傅的品牌渗透率位居市场前三，达到80.8%，年触及消费者达到8.5亿人次。

表 9： 康师傅集团瓶装水主要产品

产品名称	定价	产品类别	水源地	上市时间	2019 收入规模 (亿元)
康师傅包装饮用水	1 元/550ml	矿物质水	无	2004 年	46
优悦	2.5 元/560ml 4 元/4.5L	纯净水	无	2016 年	

涵养泉

4 元/550ml

天然矿泉水

长白山靖宇县青龙泉

2018 年

资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，欧睿，国元证券研究中心

品牌统一与营销加持，助力康师傅巩固品牌地位。根据 Chnbrand 发布的 2018 年中国品牌力指数研究成果,康师傅已经连续八年蝉联 C-BPI 中国方便面品牌第一名。康师傅集团的所有产品都使用同一个品牌,因此方便面、糕饼、果汁饮料等其他产品在市场上的成功,也为康师傅瓶装水发展提供了品牌优势,使得瓶装水更容易进入市场,被消费者所接受。康师傅通过运动营销、全媒体营销、IP 合作等方式提高品牌曝光度,通过中国航天基金会、国家体育总局冬训中心合作方式提升品牌形象。

全国覆盖销售网络和生产基地,跟进新零售和电商渠道。为了提升康师傅品牌渗透率,使得康师傅新品迅速有效的进入市场,集团在全国各地遍布销售网络。康师傅集团持续推动渠道合理化策略,追求利润的合理分配以及和渠道伙伴的合作共赢。在新零售和电商的浪潮下,集团不断拓展多元渠道,新成立电商、自贩机事业部并加大对其的投入,同时巩固传统渠道优势。集团销售网络遍布全国,在绝大多数核心城市完成了直营二阶覆盖,在低线城市加深与优质经销商的合作,使得集团的终端渗透率处于高位。康师傅在天津、杭州、广州、洛阳、重庆、武汉、西安及其他地区都布有方便面和饮品生产基地,共计拥有 14 个方便面生产基地和 72 个饮品生产基地。

图 54: 康师傅全国销售网络图



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.4.2 公司业绩稳中有增，集团业务平稳发展

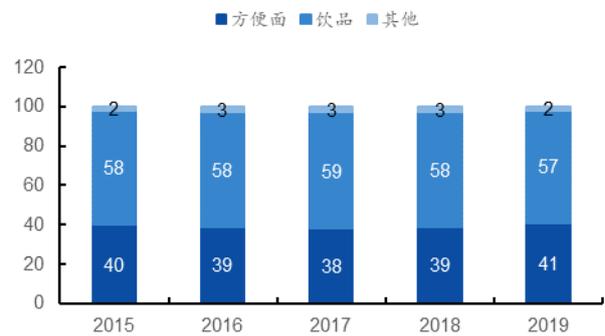
康师傅集团营业收入和分业务占比。康师傅集团营业收入自 2016 年起呈现上升趋势,同比增速 2015 年至 2017 年快速上升,此后趋于平缓。集团主营业务收益中,饮品和方便面占据超过 95%的份额,其中饮品自 2015 年开始占比接近六成。2019 年饮品事业整体收益 356 亿元人民币,较去年同期增加 0.81%,占集团总收益 57.4%。

图 55：康师傅集团历年营业收入



资料来源：wind, 国元证券研究中心

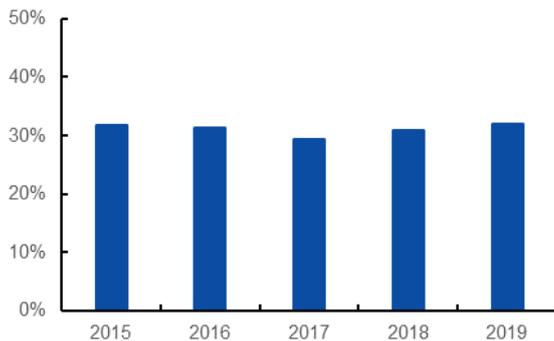
图 56：康师傅集团分业务营收占比



资料来源：2019 康师傅年报, 国元证券研究中心

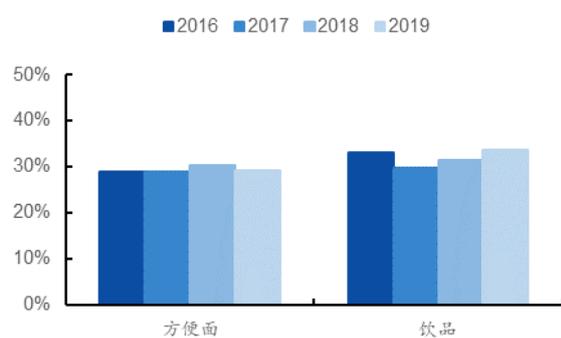
康师傅集团毛利率和分业务毛利率占比。康师傅集团近年来毛利率水平比较稳定，方便面和饮品业务的毛利率占比也波动不大，集团业务持续健康发展。2019 年集团持续优化产品组合，完成产品升级，伴随部分原材料价格下降，饮品毛利率同比上升 2.43%至 33.69%。

图 57：康师傅集团历年毛利率 (%)



资料来源：2019 康师傅年报, 国元证券研究中心

图 58：康师傅集团分业务毛利率占比 (%)



资料来源：2019 康师傅年报, 国元证券研究中心

2.4.3 推进产品升级与创新，深入布局差异化渠道模式

康师傅集团瓶装水领域主流产品是康师傅矿物质水，其定位低端水，矿物质水概念新颖，再加上成本低廉，很快提升了品牌渗透度，使得康师傅集团长期占据一元价格带市场龙头地位。方便面等其他业务的成功也提升了康师傅品牌影响力，康师傅矿物质水能被市场广泛接受离不开康师傅统一品牌的加持。此外，康师傅近年来也在不断进行着产品的革新和瓶装水蓝海领域的探索，依靠内生路径完成集团成长，以期顺应瓶装水升级和多样化的发展潮流。康师傅集团在产品结构方面，持续推进供应链合理化策略，推动轻资产与资产活化，优化生产布局，推动智能制造；渠道布局方面，集团削减管理层级，扩大终端服务团队，以期给渠道伙伴带来更便捷和优质的服务；运营效率方面，康师傅在生产经营环节推进数字化模型，共享中信建设，积极运用数字工具。2019 年康师傅集团在中国瓶装水零售市场中占据 5.3% 的市场份额，排名第三。

产品创新与渠道深度是瓶装水行业重要的两大支柱。

渠道端的布局给康师傅带来了强劲的增长动力。康师傅将中国市场分为三大商圈，包括核心商圈、精耕城市以及外埠片区，康师傅拥有 160 个左右渠道覆盖率超过 30% 的核心商圈，超过 250 个精耕城市达成与经销商的合作覆盖，并且拥有 1800 个外埠片区，在各级商圈中形成了差异化的渠道运营模式，提升了产品的分布效率。

康师傅瓶装水的创新主要在于产品的升级以及新品的推出。康师傅公司最早在 1998 年前推出过纯净水，但是在与农夫山泉的争夺中惜败，2000 年以后康师傅纯净水逐渐退出市场。康师傅公司最初的战略是在价格方面，2004 年康师傅矿物质水正式上市，其对水源要求没有要求，矿化液成本低廉，因此公司通过低价战略在一元价格带占据了绝对的市场地位。康师傅低价战略为康师傅在瓶装水行业的品牌知名度和品牌地位打下了坚实的基础，但随着人们生活质量的提高，对健康和品质的要求提升，一元低端水市场面临困境。康师傅为不在市场洪流中失去地位，近年来采取了产品升级战略。首先在 2016 年推出了全新的优悦饮用水，同时定价也提升到了 2 元，并通过赞助体育赛事和慈善活动等方式在全国内进行品牌宣传。虽然目前瓶装水市场上 2 元还是主流价格带，但是 3 元价格带正在逐步侵蚀 2 元市场，各大瓶装水公司也在积极发力高端水市场。康师傅 2018 年推出涵养泉天然矿泉水，不断进行着产品升级。2020 年进军熟水市场，推出“喝开水”瓶装水，符合现代人忙碌的生活节奏以及对健康的追求。

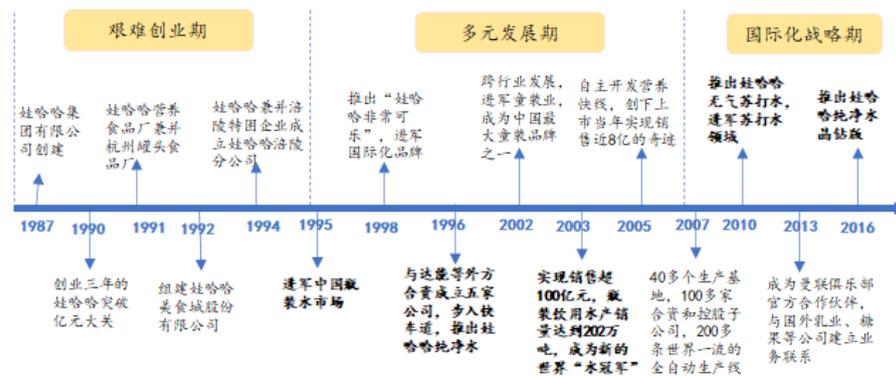
2.5 娃哈哈：儿童产品起家，联销体模式铸造饮品巨头

娃哈哈公司诞生于 1987 年，是中国规模最大、效益最好的饮料企业之一。目前公司在全国 29 省市建有 58 个基地 150 余家分公司，公司先后从美国、德国、日本、意大利等国引进 360 余条世界一流的自动化生产线，主要生产含乳饮料、饮用水、茶饮料、罐头食品、休闲食品等 8 大类 100 多个品种。1988 年娃哈哈成功开发儿童营养液，实现“从无到有”，品牌最早用于娃哈哈儿童营养液的推广，这一品牌在早期极大地推动了娃哈哈儿童产品的发展，1995 年娃哈哈进军瓶装水市场采取的是品牌延伸战略，娃哈哈瓶装水的产销量多年来一直位于全国前列。1994 年娃哈哈对口支援三峡、在涪陵设立第一家外省企业，靠“西进北上、对口支援”，娃哈哈生产基地在全国遍地开花，成为全国规模前列的饮料企业。

2.5.1 外企合资步入快车道，瓶装水产品种类单调

与世界巨头达能合资使娃哈哈发展走上快车道。1996 年娃哈哈与法国达能集团实行合资，引进国外技术、资金，发展国内市场。合资后娃哈哈发展步入快车道，达能在十年内陆续投入约 14 亿元人民币，娃哈哈也投入大致相等资金，合计成立了 39 家合资公司。娃哈哈纯净水 1996 上市，运用了先进的二级反渗透技术和臭氧杀菌工艺，被国家质量监督检验检疫总局认定为“国家免检产品”。通过与世界食品饮料巨头公司达能的合作，娃哈哈企业大规模改造设备、技术，提高产品档次，提升管理水平，不仅有力的促进了自有品牌发展，也成为达能在世界范围内成功的投资项目。

图 59：娃哈哈集团重要发展节点



资料来源：娃哈哈官网,公开资料整理,国元证券研究中心

娃哈哈 1995 年进军中国瓶装水市场，市面上最常见的是“娃哈哈饮用纯净水”，其工业级别的纯净度是其主要特色，该产品曾因其低价在瓶装水市场占有一席之地，但随着消费升级的浪潮，人们追求健康和体验感，因此纯净水的认可度逐渐降低，低价瓶装水难以满足人们的需求。纯净水之外，娃哈哈还推出了富养弱碱性水、饮用天然矿泉水、饮用矿物质水、活性含氧饮用水等产品，但这些产品还并未完全进入大众视野，在各种销售终端的铺货率也较低。近年来娃哈哈也在试图布局高端水市场和进入熟水市场。

表 10：娃哈哈集团瓶装水主要产品

产品名称	定价	产品类别	水源地	上市时间	2019 收入规模 (亿元)
娃哈哈纯净水	2 元/596ml	纯净水	无	1996 年	46
娃哈哈晶钻水	2.5 元/550ml	纯净水	无	2016 年	
无气苏打水	3 元/350ml	矿泉水		2010 年	

资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，欧睿，国元证券研究中心

2.5.2 瓶装水市场潜力巨大，公司业绩恢复增长趋势

娃哈哈集团历年营业收入。娃哈哈集团在 2013 年营业收入高达 782.8 亿元，此后至今并未超越该年业绩。2014 年-2018 娃哈哈营业收入分别为 728 亿元、677 亿元、456 亿元、450.73 亿元、468.9 亿元。2015 年是公司的转折年，在消费升级浪潮的挑战下，2016 年开始公司营业收入持续低迷，稳定在 500 亿元以下。2018 年实现了近 6 年来首次正向增长，2019 年营业收入有望突破 500 亿元。

图 60：娃哈哈集团历年营业收入



资料来源：公开数据整理，国元证券研究中心

2.5.3 品牌延伸战略惠及瓶装水，善用营销和分级渠道策略

娃哈哈集团从儿童营养液起家，1996 年通过和达能等建立合资企业使得集团发展步入快车道，后续集团采取“西进北上，对口支援”战略在全国各地建厂，布局广泛的渠道网络。娃哈哈集团瓶装水业务成功的关键在采用了品牌延伸战略，品牌效应充分惠及瓶装水领域，再加上早期善于利用广告营销，使得娃哈哈纯净水深入人心；在渠道方面则依据消费城市差异而选择不同的销售策略。娃哈哈集团瓶装水广为人知的品牌是“娃哈哈纯净水”，曾以低价战略长期占据我国低端瓶装水市场龙头地位，后在消费升级浪潮下面临严重威胁，娃哈哈集团也在不断寻求着产品的升级与创新，有望在将来进军高端水市场。

品牌名字易于推广，品牌延伸和跟进开发战略见成效。娃哈哈品牌名字通俗易懂，很容易被人熟悉和记忆，名字的选取对于娃哈哈品牌最初推广儿童产品起到了重要的作用，后在瓶装水市场继续沿用这一品牌。娃哈哈在瓶装水市场采用的是跟进的产品开发策略，根据市场的需求针对不同的消费群体在市场发展的最佳点设计适销的产品，比如针对年轻人设计的娃哈哈纯净水和针对大众设计的矿物质水。公司在价格方面采取的是快速渗透的市场策略，为尽快提升公司产品的市占率，首先以定价低促销多挤进大众视野，迅速的占领市场，并获得规模经济的优势，使得公司的成本降低，提升了经营效益。

首位利用广告平台营销的瓶装水企业。娃哈哈纯净水能迅速占有市场的又一大战略在于其促销策略。早年电视广告对于消费者的消费行为影响很大，娃哈哈敏锐的发现了这一优势平台，在纯净水上市后成为行业内第一家在央视打广告的公司，使其在全国的知名度和认可度迅速提升。

对症下药，不同城市运用不同渠道策略。在总部浙江采取厂家直销模式，在省会一级城市采取网络加平台的销售模式，在北上广深等超一线密集消费城市采取平台加直销模式，在中小城市以及农村地区采取网络销售模式，通过不同模式最大程度的

提升市场覆盖率，扩大品牌的销售面。娃哈哈高度重视销售网络建设，与经销商建立联销体并实行保证金制度，合理的分配厂商利益关系，精心编织 7000 余家遍布全国各地的经销商和数目更为庞大的批发商、销售终端组成的营销网，使得公司的新品在短时间内可以迅速铺向全国数百万个零售终端。娃哈哈在 90 年代中后期开始编制“联销体”网络，形成总部——各省区分公司——特约一级批发商——特约二级批发商——三级批发商——零售终端的组织架构，娃哈哈通过与特约一级批发商和特约二级批发商形成销售责任制，使得经销商变被动为主动，积极配合娃哈哈共同开拓市场。

3. 投资逻辑和标的梳理

3.1 农夫山泉

农夫山泉是国内生产包装饮用水及饮料的龙头企业，已保持多年中国包装饮用水市场占有率第一的领导地位，并完成全国十大优质水源布局，形成了包装饮用水和饮料的双引擎，2019 年公司在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居于中国市场前三。2019 年公司营业总收入为 241.05 亿元 (yoy+17.38%)，归母净利润为 49.49 亿元 (yoy+37.23%)。

公司管理优秀团队战斗力强，产品多元营销独特渠道扁平，未来最先受益瓶装水消费浪潮。农夫山泉从历史上看历经厮杀竞争力强劲，公司管理团队高度重视研发，面对产品极具消费者洞察，并敢于下注和坚定持有，因此逐渐孵化出以农夫瓶装水为核心，涵盖农产品、饮料、植物蛋白和新零售等在内的丰富经营业态。除此之外公司为民营企业，管理体制灵活市场化高团队战斗力强；在营销上公司独具特色产品推广成功率高，品牌传播能力强；在渠道上公司业务团队下沉到终端，庞大的业务员团队和极高的渠道考核指标塑造了公司极强的渠道掌控力。我们认为未来瓶装水行业还有很大的增长空间，农夫山泉凭借自身优势将充分享受行业增长红利。预计公司 2020-2022 年收入分别为 274.3、319.8 和 375.5 亿，同比增长 14.19%、16.59%和 17.41%，归母净利润分别为 60.05、72.09 和 87.53 亿，同比增长 21.22%、20.05%和 21.41%。

3.2 伊利股份

伊利是国内知名乳制品龙头企业，乳制品之外战略落子瓶装水赛道。公司 2019 年实现营业收入 902.23 亿元 (yoy+13.41%)，实现归母净利润为 69.34 亿元 (yoy+7.67%)。其中液体乳实现营业收入 737.61 亿元 (yoy+12.31%)，占营业总收入 81.75%；奶粉及奶制品实现营业收入 100.55 亿元 (yoy+24.99%)，占营业总收入 11.14%。乳制品之外公司努力实现产品多元化发展，并向大健康食品企业迈进，作为公司看好中国瓶装水市场的重要响应，公司在 2018 年 12 月投资 7.44 亿元新建长白山天然矿泉水饮品项目，正式进军矿泉水领域。

公司品牌+渠道+管理壁垒深厚，自身基因高度契合瓶装水发展，看好公司瓶装水未

来。公司建设扁平化渠道多年，已建立触及乡镇的绵密销售网点，渠道支撑力强劲能为新品推广快速提高铺市率。同时公司快消品市场运营经验丰富，营销活动和品牌策划实力突出，能在同质化较高的牛奶行业脱颖而出，背后基因与瓶装水经营特点高度吻合。同时公司还拥有丰富的产品线管理经验，能较好地分配市场资源实现优化发展。除此之外公司还拥有雄厚的资本实力以及持续增加研发投入，未来这些优势可转嫁到瓶装水产品类发展，看好公司在包装饮用水领域的积极开拓，为未来发展打开又一新的增长点。预计公司 2020-22 年 EPS 为 1.05、1.34 和 1.52，对应当前股价 PE 为 30.01、26.24 和 23.13。

3.3 西藏水资源

西藏水资源是我国高端矿泉水优质品牌生产商，目前经营阶段性承压尚处积极调整中。公司主营业务包括瓶装水业务以及啤酒业务。2019 年公司营业总收入为 7.21 亿元 (yoy-18.06%)，归母净利润为-7.45 亿元 (yoy-334.66%)。啤酒业务受到西藏内市场激烈竞争影响，19 年实现收入 3.1 亿元 (yoy-9%)；水产品因为产品结构变化及搞促销折扣加大导致平均售价下滑，19 年实现营业收入 4.11 亿元 (yoy-24%)，其中 5100 冰川水产品和格桑泉收入分别同比下降 20%和 7%，另外叠加 19 年公司股权投资失败造成约 8.7 个亿的减值损失，公司经营进入阶段性底部。

公司扎根高端天然矿泉水，拥有较好的领先优势和规模优势。西藏水资源作为国内首家推出冰川矿泉水的企业，其主导产品 5100 冰川水是国内高端水领域的领导品牌，其水源地是天然无污染的西藏念青唐古拉山脉海拔 5100 的原始冰川，以其“纯净&天然”和“来自世界屋脊”的高品质特性受到消费者青睐。除此之外，公司也推出了中低端产品“卓玛”、“格桑泉”丰富了产品结构，未来伴随着消费升级趋势高端矿泉水正迎来高速发展，公司处于其中发展潜力巨大。

4. 风险提示

食品安全问题、市场竞争加剧、原材料成本波动、疫情影响超预期

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188