

# 食品饮料

## 农夫山泉：深耕与迭代，深度剖析站在软饮料黄金分割点的王者

**核心观点：**我们认为公司上市之后，能够利用资金优势，加速市场的扩张，看好公司在饮用水领域的护城河优势的不断夯实。通过饮用水业务构建公司业绩基本盘（ $\beta$ ），而以饮料板块为代表的多品类业务则给公司带来想象空间（ $\alpha$ ）。随着产品矩阵和渠道的不断完善，公司平台化优势将逐步显现，看好公司长期未来发展。

**公司的核心优势：品牌是核心，渠道和水源共筑护城河边际。**

- ◆ **品牌力是核心竞争力：**品牌是渠道和产品等各因素最终合力的结果，是规模性的，目前已经成为了农夫山泉最核心的竞争力。通过产品和创意驱动市场，农夫山泉目前已经形成了能够覆盖全品类的品牌力，同时能够紧扣消费趋势，持续提升品牌的高端化和多元化形象。
- ◆ **精细的渠道网络和执行效率：**农夫山泉覆盖 243 万家渠道终端，形成全国化布局的网络体系。2016 年公司通过渠道改革，形成以大商制为主导的经销模式，同时业务人员挂靠经销商，提高了经销商的积极性。公司通过合理的 KPI 设置、良好的激励措施以及高效的信息系统，形成了一套高效的营销运营体制，帮助公司进行快速的分销和市场培育。
- ◆ **强大的推新能力，即产品力和营销力强。**公司所处软饮料赛道粘性较低，行业增速有所放缓，但内部结构性调整明显。公司所布局的赛道从未来的趋势看，均符合健康化、高端化和年轻化趋势，通过前瞻性的布局，提前卡位赛道。同时通过精准的营销和消费需求定位，不断地细分市场场景和人群，实现矩阵的多元化和消费受众的扩张。
- ◆ **优质水源具备稀缺性，夯实公司护城河。**水源具备稀缺性，公司前瞻进行全国化产能布局，从源头确保产品供应稳定。公司自 1996 年成立便开始进行对水源地进行规划布局，现已在全国形成十大优质水源地，覆盖全国各地，可以便捷高效取用。

**公司业绩的增长驱动：市场渗透+渠道多元+结构升级**

- ◆ **市场渗透：**相比同行业饮料公司康师傅等已布局至村镇市场，公司渠道仍有下沉的空间。未来公司将继续推进经销商网络建设和优化，促进渠道下沉，提升对终端零售网点的覆盖，从而扩大产品分销深度，提高市场份额。
- ◆ **渠道多元：**农夫山泉对传统渠道依赖程度较高，未来公司在实施渠道下沉策略的同时，将拓展多元渠道，扩大全渠道张力。通过自动贩卖机、会议、酒店等特通渠道，延伸消费场景，提高产品销量。
- ◆ **结构升级：**主要体现在单店份额的提升，单店份额主要受到产品组合和终端布局形式的影响，丰富的产品矩阵以及直观便利的产品陈列将有助于单店销售份额的提高。公司借助丰富的产品矩阵，通过终端产品数的丰富，同时配合投放的冰柜、暖柜等陈列货架并开展线下市场活动，提高产品影响力和复购率，带动单店份额的提高。

**平台化特征逐渐显现，打开业绩增长空间。**平台化公司的特征就是能够具备较强的单品运作能力，而单品能够成功取决于公司的推新能力，更取决于管理团队的综合能力。通过分析，我们认为公司在全产业链布局下，逐渐形成了渠道、品牌和产品等全方位优势，平台化特征逐渐显现。**对比可比公司，强品牌、高利润、多品类是农夫山泉渠道的主要优势。**而在优秀的管理团队的带领下，公司未来品类的丰富度以及单品的贡献将持续增加，推动业绩稳健增长，天花板不断提高，打开公司未来的增长空间。

**风险提示：**行业竞争恶化，市场拓展不及预期，原材料价格波动，消费行为的不确定性，经营业务所需的执照及许可证，食品安全及政策风险等。

证券研究报告

2020 年 09 月 06 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

吴文德

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520070003  
wuwende@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒中报影响或将充分释放，旺季临近有望量价齐升》 2020-08-24
- 2 《食品饮料-行业研究周报:优质个股精挑细选，白酒强化持续改善逻辑》 2020-08-17
- 3 《食品饮料-行业研究周报:回调中坚定投资逻辑，白酒仍是 H2 首推板块》 2020-08-10

## 内容目录

我们眼中的农夫山泉：站在黄金分割点上的真正王者 .....	6
<b>1. 生命之源的必然升级，这门一本万利的生意有点甜 .....</b>	<b>7</b>
1.1. 消费升级和健康化诉求推动包装水行业量价齐升，空间广阔 .....	7
1.2. 趋势洞见未来：必选需求高端化、人群场景细分化、购买渠道多元化 .....	10
1.2.1. 必选商品高端化是必然趋势，天然矿泉水是换挡方向，水源是竞争关键 .....	10
1.2.2. 消费场景数倍扩张，多样需求驱动产品细分 .....	13
1.2.3. 多元的渠道结构为多元的需求保驾护航 .....	14
1.3. 渠道深耕构筑品牌壁垒，水源地优势加筑公司护城河 .....	14
1.3.1. 强大的渠道网络和执行效率，农夫山泉开疆拓土步步为营 .....	14
1.3.2. 品牌是规模化的沉淀，也是公司核心竞争力所在 .....	16
1.3.3. 优质水源具备稀缺性，前瞻性布局解决后顾之忧 .....	17
<b>2. 水业务构筑农夫平台化基础，三维度发力分享行业 <math>\beta</math> 红利 .....</b>	<b>19</b>
2.1. 饮用水业务稳健增长，贡献主要利润来源 .....	19
2.2. 增长的动力源于渠道的推力和引力，高利润和高周转成就渠道高 ROE .....	21
2.3. 市场渗透空间犹存，多元的渠道扩张贡献业绩增量 .....	22
2.3.1. 经销组织精简化，制度改革盘存活力，助力渠道下沉 .....	22
2.3.2. 多元化渠道建设，顺应消费趋势变革，夯实渠道实力 .....	23
2.4. 营销实力遥遥领先，助力产品结构持续升级 .....	24
2.4.1. 复盘农夫山泉的生意经：产品和创意驱动市场，运营能力强，效率高 .....	24
2.4.2. 公司饮用水产品矩阵日益丰富，迎合高端化、细分化行业趋势 .....	26
<b>3. 软饮料行业高频迭代，公司顺应趋势，推陈出新 .....</b>	<b>28</b>
3.1. 行业品类百花齐放，高端化、健康化和年轻化是发展趋势 .....	28
3.1.1. 软饮料行业增速放缓，结构性调整明显 .....	28
3.1.2. 观念升级，行业呈现高端化、健康化和年轻化趋势 .....	29
3.2. 农夫山泉精准卡位优质赛道，品类布局顺应行业发展趋势 .....	30
3.2.1. 茶饮料：公司品类丰富度高，贡献主要收入来源 .....	30
3.2.2. 果汁饮料：市场集中度低，公司果汁业务有望发力推动业绩增长 .....	32
3.2.3. 功能性饮料：行业空间广阔，成长性强，为公司的增长源泉 .....	34
<b>4. 推新能力是农夫山泉二次曲线的密钥，平台化发展打开公司增长空间 .....</b>	<b>35</b>
4.1. 产品营销双管齐下，高效创新和持续迭代强化公司推新能力 .....	35
4.1.1. 推新能力是公司可持续发展的源动力，产品营销缺一不可 .....	35
4.1.2. 强研发是推新的基础，精准营销叠加渠道多元，场景和受众不断拓宽 .....	37
4.2. 生活快节奏缩短产品生命周期，公司不忘初心，打造可持续大单品 .....	39
4.2.1. 软饮料产品迭代加速，粘性较低 .....	39
4.2.2. 不忘初心，持续培育，厚积薄发 .....	40
4.3. 推新能力的背后，是管理层各项能力的平衡，是平台化的核心 .....	41
4.3.1. 饮用水业务反哺软饮料业务，为强推新能力提供支撑 .....	41
4.3.2. 公司平台化能力初具，未来品类丰富度和运作能力打开公司业绩天花板 .....	41

5. 风险提示: .....	43
----------------	----

## 图表目录

图 1: 农夫山泉投资逻辑.....	7
图 2: 包装饮用水市场规模稳定增长.....	8
图 3: 软饮料行业市场细分多样化.....	8
图 4: 1998-2019 年中国城镇化水平.....	8
图 5: 近五年中国居民人均可支配收入不断提高.....	9
图 6: 2012-2019 年中国居民健康素养水平.....	9
图 7: 2009-2019 年我国 60 周岁人口占比.....	9
图 8: 包装饮用水市场格局.....	10
图 9: 食饮 vs 纺服营收增速 (%).....	11
图 10: 食品饮料二级子行业营业利润增速 (%).....	11
图 11: 大众天然矿泉水是主流换挡方向.....	11
图 12: 我国包装饮用水平均单价持续提升.....	12
图 13: 天然水市场增速高于其它品类包装饮用水.....	12
图 14: 各细分场景饮用水纷纷上市.....	13
图 15: 消费人群的细分化趋势将会得到凸显.....	14
图 16: 渠道多元化趋势有望持续加强.....	14
图 17: 多元渠道满足多元场景和人群的消费需求.....	14
图 18: 公司多渠道采用直营+经销的销售模式.....	15
图 19: NCP 系统的推广极大提高团队管理和执行效率.....	16
图 20: 农夫山泉事件营销形式多元创新.....	17
图 21: 农夫山泉联名网易云推出乐评包装.....	17
图 22: 《搬运工系列》纪录片展示草根精神.....	17
图 23: 公司拥有十个优质水源地, 实现全国性布局.....	18
图 24: 不同生产线饮用水产能利用情况.....	19
图 25: 公司饮用水整体产能利用率情况.....	19
图 26: 2017-2019 公司包装水营收环比上升.....	19
图 27: 2017-2019 公司包装饮用水销量增速稳定.....	19
图 28: 公司饮用水业务收入规模最大且占比趋增.....	20
图 29: 公司各品类毛利率变动情况.....	20
图 30: 包装水高毛利率为公司利润主要来源.....	20
图 31: 公司销量和吨价的变动情况.....	21
图 32: 2 元水终端利润高、周转快, 更受欢迎.....	22
图 33: 康师傅、农夫山泉各业务毛利率情况.....	22
图 34: 严格的退出机制保障经销商队伍高质量(单位: 个).....	23
图 35: 传统渠道是公司收入主要来源.....	24
图 36: 农夫山泉芝麻店场景拓展逻辑.....	24
图 37: 农夫山泉发展的三个阶段.....	24

图 38: 天然水业务为主线, 多条饮料副线共同发展 .....	25
图 39: 农夫山泉日均搜索指数高于其它瓶装水企业 .....	25
图 40: 农夫山泉毛利率、净利率均位于上市饮料公司前列 .....	25
图 41: 天然水和天然矿泉水共同构成了公司包装饮用水业务 .....	26
图 42: 公司包装饮用水高端化构成 .....	26
图 43: 公司饮用水产品目标定位细分化 .....	28
图 44: 软饮料行业已进入成熟阶段 .....	28
图 45: 预计未来软饮料行业能够保持稳中有进 .....	28
图 46: 软饮料行业细分品类呈现多元化 .....	29
图 47: 2013-2019 年我国人均可支配收入 .....	29
图 48: 中国居民健康素养水平逐年提升 .....	29
图 49: 软饮料业务波动相对较大 .....	30
图 50: 功能饮料和茶饮料贡献主要收入来源 .....	30
图 51: 茶饮料市场规模增速相对缓慢 .....	31
图 52: 茶饮料市场格局 .....	31
图 53: 无糖茶增速远高于含糖茶 .....	31
图 54: 2017-2019 年公司茶饮料收入及增速 .....	31
图 55: 茶饮料毛利率对总体毛利率贡献大 .....	31
图 56: 农夫山泉茶饮料产品矩阵 .....	32
图 57: 果汁饮料行业零售额维持缓慢增长 .....	32
图 58: 果汁饮料行业竞争相对分散 .....	32
图 59: 中高浓度果汁占比持续上升 .....	33
图 60: 中高度浓度果汁增速明显高于低浓度果汁 .....	33
图 61: 2017-2019 年公司果汁营收增长较快 .....	33
图 62: 公司果汁毛利率波动相对较大 .....	33
图 63: 2014-2019 年功能饮料市场增长较快 .....	34
图 64: 公司功能性饮料市占率位于行业第三 .....	34
图 65: 公司功能饮料收入增速稳定 .....	35
图 66: 功能性饮料毛利率处于 50%左右 .....	35
图 67: 农夫山泉功能饮料产品矩阵 .....	35
图 68: 果汁茶推动香飘飘 19 年营收大幅增长 .....	36
图 69: 每日坚果改善洽洽食品业绩 .....	36
图 70: 经典广告语能够增强营销的成功率 .....	36
图 71: 产品包装呈现多元化、多花样 .....	36
图 72: 公司目前已经形成一套完备的研发体系 .....	37
图 73: 农夫山泉综艺冠名+精准广告语提高品牌知名度 .....	38
图 74: 农夫山泉产品包装设计醒目 .....	39
图 75: 2015 年后养元饮品业绩呈下滑趋势 .....	39
图 76: 软饮料主力消费者位于 30 岁及以下 .....	40
图 77: 影响软饮料消费因素丰富多元 .....	40
图 78: 软饮料行业大单品生命周期曲线 (单位: 亿元) .....	40

图 79: 农夫山泉茶产品营销持续保持创新.....	40
图 80: 农夫山泉饮用水业务反哺饮料业务.....	41
图 81: 推新概念的投资逻辑.....	42
图 82: 阶梯模型: 矩阵丰富, 业绩提升, 场景延伸.....	42
表 1: 中国水污染事件频发.....	9
表 2: 主要饮用水公司水源地分布.....	13
表 3: 不同品类包装饮用水构成.....	18
表 4: 农夫山泉品牌跻身中国前十大快消品牌.....	21
表 5: 产品品类多元化, 价格带向两端扩延.....	22
表 6: 农夫山泉经销商精简, 终端数量多.....	23
表 7: 农夫山泉广告更精准, 流传度更高.....	24
表 8: 公司顺应饮用水消费场景细分化趋势.....	27
表 9: 农夫山泉果汁饮料产品丰富, 口味多元.....	34
表 10: 农夫山泉新品布局精准卡位行业趋势.....	38



## 我们眼中的农夫山泉：站在黄金分割点上的真正王者

农夫山泉是国内软饮料行业龙头，通过强大的渠道网络和营销创新能力，构筑了品牌护城河。公司在业务上形成了黄金分割现象，2017-2019 年和 2020 年 1-5 月公司包装水业务占比 57.86%/57.53%/59.72%/61.87%，成为公司的主要收入和利润来源。通过水反哺饮料板块，推新能力持续提升，逐步形成平台化优势。公司即将在香港进行 IPO，募集资金 10 亿美元，主要用于品牌建设、稳步推进经销商网络建设和优化、扩大产能、加大基础能力建设以及探索海外市场机会。我们认为公司上市之后，能够利用资金优势，加速市场的扩张，看好公司在饮用水领域的护城河优势的不断夯实。通过饮用水业务构建公司业绩基本盘（ $\beta$ ），而软饮料业务则给公司带来想象空间（ $\alpha$ ），随着产品矩阵和渠道的不断完善，公司平台化优势将逐步显现，未来品类将不断丰富，看好公司长期未来发展。

- ◆ **饮用水是 $\beta$** ：公司以饮用水起家，通过产品和创意驱动市场，品牌力逐步形成。同时凭借强大的渠道网络和高效的执行团队，以及水源的前瞻性布局，公司饮用水护城河不断拓宽。我们认为公司饮用水业务在城镇化和人均可支配收入提升的背景下，未来有望通过市场渗透、渠道多元和单店提升实现稳健增长。
- ◆ **多品类是 $\alpha$** ：目前公司品类主要集中在饮料和包装水。软饮料行业粘性低、不确定性强，考验公司的推新能力。推新能力考验公司的产品研发能力和营销能力，也就需要持续的费用投入。公司饮用水业务反哺软饮料业务，将提升大单品的成功概率。产品方面，公司顺应消费趋势，产品矩阵布局丰富，储备丰富，且持续进行培育。营销方面，公司营销基因强大，水的势能能够较好的赋能在饮料业务的运作上。公司强大的创新和产品迭代升级能力为公司构筑了核心竞争力，也为单品的成功打开了业绩的想象空间。未来除了软饮料，公司有望实现多品类布局，实现多个 $\alpha$ 齐发力。
- ◆ **平台化是空间**：公司在全产业链布局下，逐渐形成了渠道、品牌和产品等全方位优势，平台化特征逐渐显现。平台化公司的特征就是能够具备较强的单品运作能力，公司业绩能够保持稳健的增长，天花板不断提高，打开公司未来的增长空间。

综上，我们将农夫山泉的商业模型提炼如下：

$$N = \beta * (\text{城镇化率} + \text{可支配收入}) + (\alpha_1 + \alpha_2 + \dots)$$

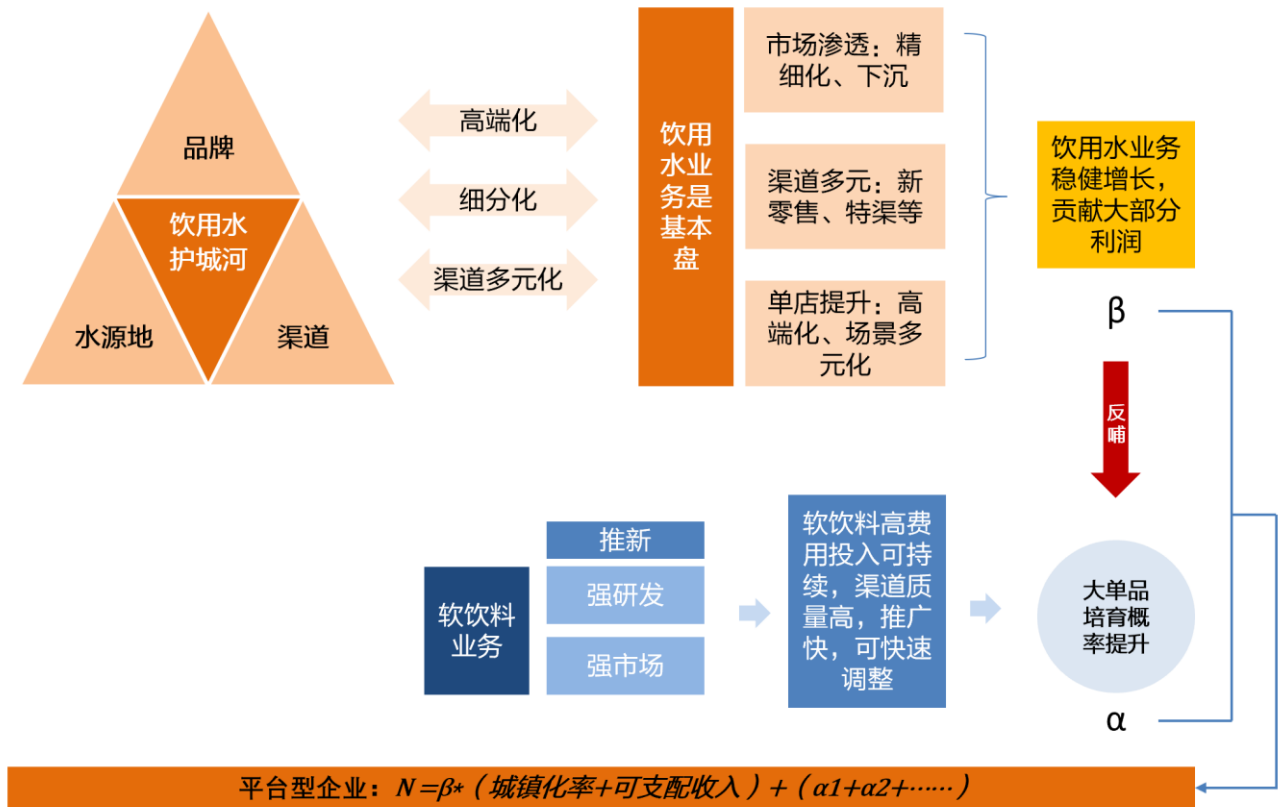
其中：

$\beta$  为农夫山泉水业务增长，是公司业务的基本盘；

城镇化率和可支配收入的提升是  $\beta$  的主要驱动因素；

$\alpha$  为公司业务增量，由茶  $\pi$  等各大单品组成，未来品类仍将持续扩张，向平台化公司迈进。

图 1：农夫山泉投资逻辑



资料来源：公司公告，天风证券研究所

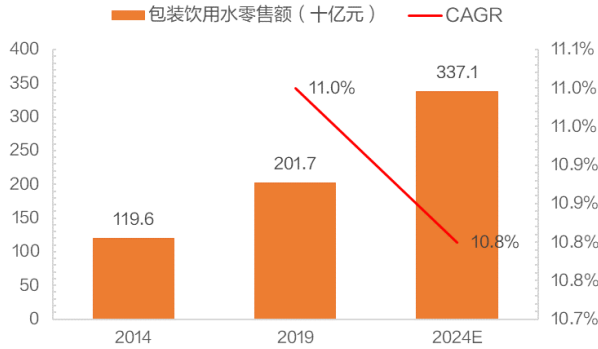
黄金分割是软饮料平台型公司的黄金比例，这个比例也会伴随着公司的成长而变化。我们认为一家软饮料公司要成长为巨头，初始阶段需要有包装水业务作为持续现金流输出的动力，伴随公司包装水体量的增长，饮料等其他品类业务将逐渐衍生，占比持续提升。这一点在农夫山泉上已经等到了验证，在公司朝着平台化阶段的发展过程当中，包装水仍占据主要地位，近年来怡宝发力软饮料板块也与此类似。而随着公司软饮料和包装水业务的共同发展，平台型公司初具雏形，而当前阶段我们认为包装水仍具下沉和产品细分空间，短期内仍将以包装水为主导。而随着公司平台化能力的持续提升，品类多元化将成为公司业绩的主要驱动力，黄金分割比例或向软饮料等多元品类倾斜，看好平台化为公司未来长期业绩增长打开空间。

## 1. 生命之源的必然升级，这门一本万利的生意有点甜

### 1.1. 消费升级和健康化诉求推动包装水行业量价齐升，空间广阔

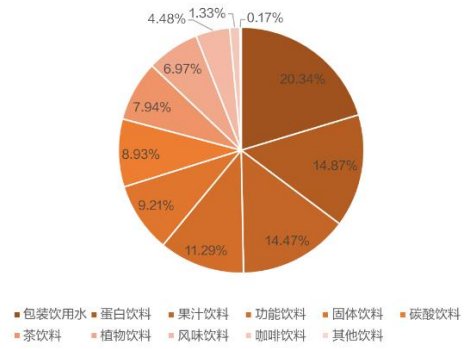
包装饮用水市场进入繁荣期，未来空间广阔。近十年来，随着我国城镇化率的提升，便捷场景的饮用水需求加大，包装饮用水行业呈现中高速发展态势，产量持续攀升的同时，市场规模也保持平稳增长。2014-2019年，我国包装饮用水零售额由1196亿元增长至2017亿元，CAGR高达11%。根据弗若斯特沙利文测算，预计未来五年瓶装水市场能够保持10.8%复合增长率，2024年市场份额有望突破3000亿元。此外，经过多年发展，饮用水行业占软饮料比重提升至20.34%（2019年），已代替碳酸饮料成为软饮料行业最大子行业。未来支撑行业发展的两大因素量和价的驱动力将来自城镇化率和人均可支配收入的提升。

图 2：包装饮用水市场规模稳定增长



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

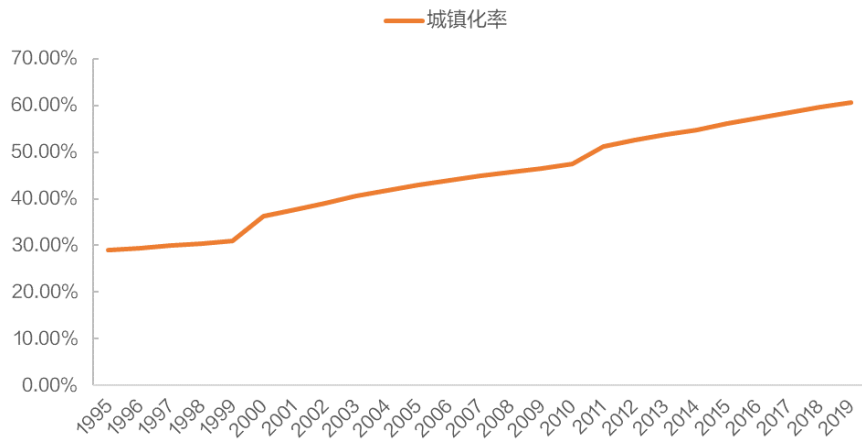
图 3：软饮料行业市场细分多样化



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**城镇化率水平不断提高，包装饮用水消费习惯加速培育。**1998 年，我国城镇化率超过 30%，标志着我国正式进入城镇化快速增长阶段，2019 年城镇化率水平首次超过 60%，20 年间提高了 30%。我们认为城镇化水平的提高加速了居民包装饮用水消费习惯的培育，实现了从 0 到 1 的过程。首先，城镇化水平提高带动居民收入水平上升产生联动效应，居民对生活质量的要求更为严格，为包装饮用水的消费提供物质基础和意识基础。其次，包装饮用水消费方便快捷，能够满足即饮需求。而城镇化进程的推进意味着商贸零售行业的发展，超市、便利店等现代渠道加速扩张，饮用水产品可得性进一步提高。最后，用水紧张、污染严重等系列城镇化衍生问题则加速催化了包装饮用水的需求增长。目前我国城镇人口增长速度已趋于放缓，逐渐向高级阶段过渡，在此背景下，包装饮用水消费需求有望进一步释放，消费升级趋势也将进一步加速。

图 4：1998-2019 年中国城镇化水平



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

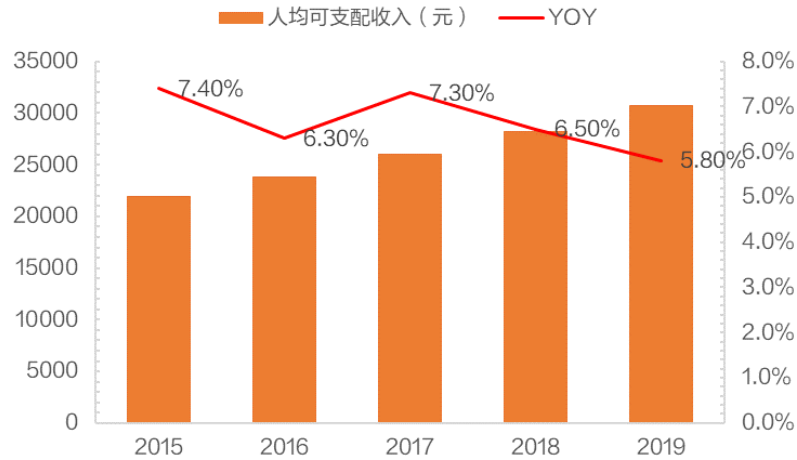
**消费结构升级，将带来瓶装水的量价齐升。**近几年来我国人均可支配收入保持高速增长，从 2015 年的 21966 元增长至 2019 年的 30733 元，CAGR 达 8.76%。收入的增长带来的是消费结构的升级，进而带动瓶装水量和价的增长。

- ◆ **收入水平上升带来瓶装水对自来水的替代进而促进了销量增长。**当前，我国水质问题不容乐观，据中国生态环境部《2019 年中国生态环境状况公报》显示，我国 10168 个地下水水质监测仅有 14.4% 达到优良级别。再加上城市供水在运输过程中可能带来的污染，我国家庭自来水水质普遍较低。随着家庭收入的不断提高，用瓶装水代替自来水作为主要饮用水成为越来越多家庭的选择。
- ◆ **收入水平增长带来高端水对低端水的替代进而促进了价格上涨。**随着居民收入的提升，富含微量元素的矿泉水逐渐受到消费者青睐。在 2006-2015 年间，大量高端矿泉水品牌涌现，在收入水平增长的驱动下，高端水或将迎来繁荣期。中国高端瓶装矿泉水市场零售量已经超过 50 万吨，零售额超百亿元。2018 年 7 月至 2019 年 6 月，高端水



在天猫的平台月成交额增速为 130%，月平均消费者增速高达 180%。2014-2019 年，高价位的天然矿泉水市场份额 CAGR 为 18.4%。

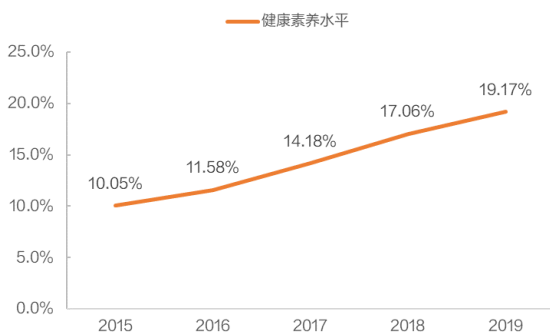
图 5：近五年中国居民人均可支配收入不断提高



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

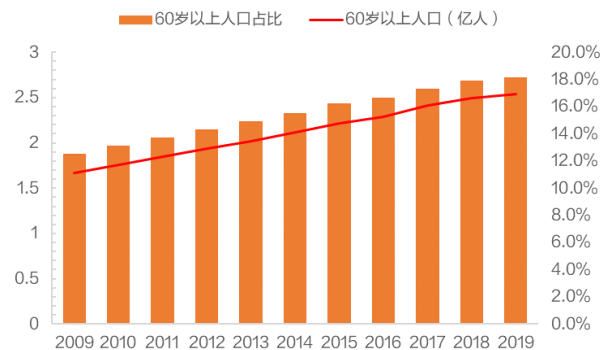
居民健康意识提升促使瓶装水销量提升，老龄化趋势在一定程度上提振高端瓶装水需求。中国居民健康素养监测结果显示，2015 年中国居民健康素养水平 10.05%，2019 年已涨至 19.17%。健康意识的提升使得消费者对高糖分、高热量饮料选择更为谨慎，而瓶装水以其“健康、天然”的特点成为了高糖类、高热量软饮料的有效替代品，促进了瓶装水销量的增长。**另一方面，中国老龄化趋势加剧也在一定程度上提振高端瓶装水需求。**中国社会人口结构老龄化趋势也越来越明显，2009 年，我国 60 周岁人口占比为 12.5%，到 2019 年，该比例达 18.1%，十年间 CAGR 为 3.66%。老年人对健康的重视程度更高，也更愿意对瓶装水和健康高质的产品付费。随着中国老龄化社会的到来，未来高质量的瓶装水也将迎来广阔的发展空间。

图 6：2012-2019 年中国居民健康素养水平



资料来源：中国健康教育中心，天风证券研究所

图 7：2009-2019 年我国 60 周岁人口占比



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

中国近年来水污染事件频发，促进瓶装水销量的增长。2012 年山西长治苯胺泄漏致河水污染，泄漏事件导致河北邯郸发生停水，居民抢购瓶装水；2013 年杭州自来水被指有轻度异味，疑遭污染，导致部分市民购买纯净水代替，市民不停抢购饮用水。2014 年江苏靖江市自来水公司发现长江水有异味，第一时间暂停供水，当地一些超市矿泉水、纯净水脱销。2020 年黑龙江鹿鸣矿业溢流井发生泄水，居民担心水源污染，抢购饮用水。近年来，我国水污染事件频发，引发居民抢购瓶装水，进而激发居民对瓶装水的需求。

表 1：中国水污染事件频发

时间	事件
2012.12.31	山西长治苯胺泄漏致河水污染，居民抢购包装饮用水
2013.12.20	杭州自来水有轻度异味，市民抢购包装饮用水

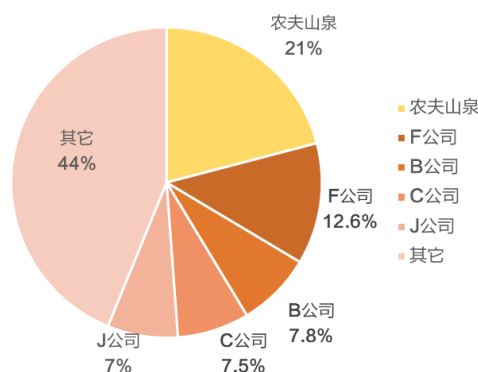
2014.04.12	兰州市自来水苯含量超标，市民抢购包装饮用水
2014.05.09	长江水质异常，江苏靖江居民抢购包装饮用水
2020.03.28	鹿鸣矿业溢流井泄水污染水源，居民抢购饮用水

资料来源：东方网，人民网，新浪网，天风证券研究所

## 1.2. 趋势洞见未来：必选需求高端化、人群场景细分化、购买渠道多元化

**行业集中度高，但竞争格局未定。**我国包装水行业集中度较高，根据弗若斯特沙利文数据，前五大公司占据 56.2% 的市场份额，其中农夫山泉以 21% 市占率位居第一，第 2-5 名包装饮用水企业市占率分别为 12.6%/7.8%/7.5%/7%。尽管当前行业集中度较高，但尚处于增量竞争阶段，格局并未稳定，大公司之间分化并不明显。

图 8：包装饮用水市场格局



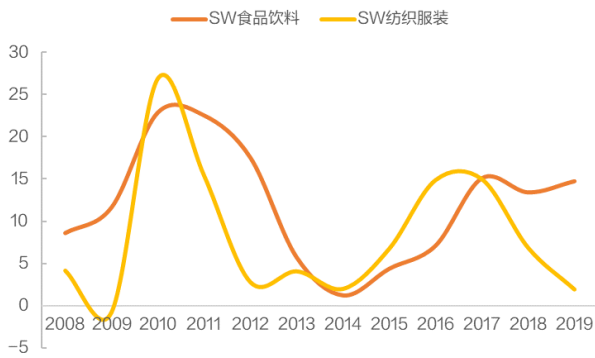
资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**包装饮用水企业的产品生产重视与现存竞争者的差异化，定向突破打开市场。**瓶装水在发展过程中，同质化现象比较严重。在行业快速增长阶段，各瓶装水生产商主要在营销、销售渠道、水源等方面进行突破。如百岁山在营销方面打出“水中贵族”的名号、依云依靠成熟的销售体系、优质水源以及“年轻化”的品牌营销打开市场，农夫山泉则利用水源+营销的方式提高差异化。随着行业进入繁荣期，行业增速放缓，**我们认为未来差异化将体现在高端化、细分化和渠道多元化。**

### 1.2.1. 必选商品高端化是必然趋势，天然矿泉水是换挡方向，水源是竞争关键

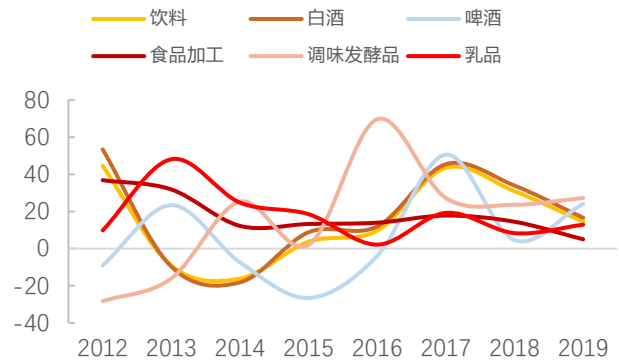
**消费升级是主要源动力，必选的高端化进程开启。**我们在 2020 年度策略《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出了“消费时钟”理论，并在此理论基础之上讨论了消费升级的趋势。**我们认为消费频次低的品类，消费升级进程较快。**服饰的消费升级先于食品饮料，具体表现在 15-19 年，行业营收增速纺织服装先高后低，分别为 6.75%/14.87%/14.97%/6.86%/1.93%，食品饮料行业先低后高，分别为 4.36%/7.09%/15.09%/13.42%/14.74%。而具体到食品饮料仍有相关的规律，消费频次低的品类，例如调味品、白酒，其消费升级是最早被市场认知的，而**消费频次高的啤酒、饮用水等，结构升级才开始贡献业绩。**

图 9：食饮 vs 纺织服装营收增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：食品饮料二级子行业营业利润增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国瓶装水行业根据价位可以分为四个层次：第一层次是高端天然矿泉水，售价基本在 5 元/500ml 以上，主要包括依云、巴黎水、西藏 5100、昆仑山等品牌，这一层次的企业目前的消费群体较少但随着消费升级将呈现快速增长。第二层次是大众天然矿泉水品牌，定价一般在 3-5 元/500ml，典型代表是景田百岁山，这也是瓶装水行业的主流换挡方向。第三层次是以怡宝和农夫山泉为代表的纯净水和天然水，价位在 2-3 元/500ml，为市场的销售主力，所占份额最高。第四层次是 2010 年之前的主流产品矿物质水，主要以康师傅、娃哈哈、冰露等品牌为代表，其价位为 2 元/500ml 以下。

图 11：大众天然矿泉水是主流换挡方向

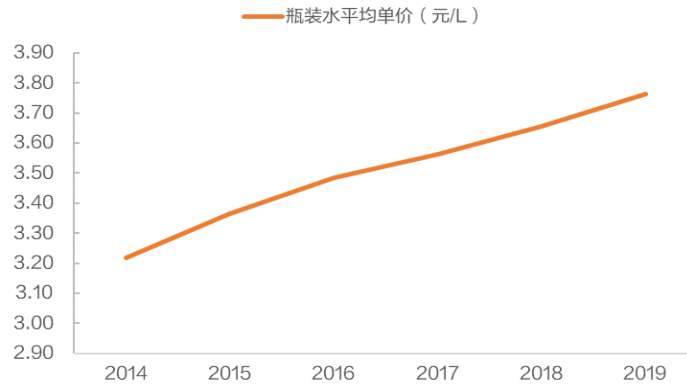


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

随着消费升级的演进，中高端化趋势愈加明显，矿泉水成主流换挡方向。矿泉水的中高端化主要体现在两个方面，一是价格的提升，二是品类的转变。人均可支配收入的提升推动消费升级，进而出现饮用水需求出现零至一以及高端升级的现象；而随着消费者意识的提升，天然水也成为消费者的升级方向。此外，中高端水利润空间较普通瓶装水高，也推动企业顺应消费升级趋势，布局中高端市场，夯实企业盈利能力。

- ◆ **包装饮用水平均单价持续上升，中高端化趋势显现。**根据欧睿国际，我国瓶装水均价逐年提升，2019 年已达到 3.76 元/L，较 2014 年的 3.22 元/L 上涨 16.92%。根据天猫发布的 2018 年《水品类消费趋势白皮书》显示，我国饮用水消费呈现出高端化趋势，国内高端水的线上销售增长 27%，远高于中低端水的 5%，成为推动瓶装水整体销售增长的新动力。目前，农夫山泉、怡宝等每升单价超过 3 元的中高价品牌以 33.6% 市占率占据了主要的市场份额。未来昆仑山、依云等每升单价超过 5 元的高端品牌或将有更广的受众，**瓶装水市场将呈现出“水往高处走”的消费趋势。**

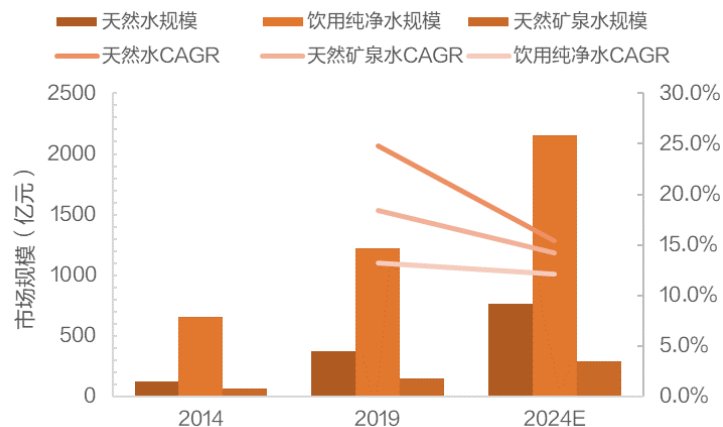
图 12：我国包装饮用水平均单价持续提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

- ◆ **饮用纯净水市占率最高，天然水增长最快。** 饮用纯净水满足消费者“0-1”的需求，在过去五年间，受水污染事件影响，居民对饮用纯净水需求旺盛，根据弗若斯特沙利文数据，纯净水市场规模从 655 亿元，增长至 1219 亿元，CAGR 达 13.12%。而在消费升级的驱动下，用户对水质也有更高要求，未经处理的纯净水不能满足营养需求，天然水借富含有益矿物质和微量元素实现较大突破，2014-2019 天然水 CAGR 高达 24.8%，位居包装水细分品类第一。尽管未来包装饮用水市场将有所放缓，但天然水依然能够保持较高位的增长速度。基于弗若斯特沙利文数据，预计 2019-2024 年中国天然饮用水能够实现 CAGR15.4% 的增长，成为包装水的换挡方向。

图 13：天然水市场增速高于其它品类包装饮用水



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**中高端领域是品质的竞争，水源成为竞争差异化的具体表现。**在消费升级趋势下，消费者更加注重产品带来的附加值，水源地的差异化将成为产品附加值的体现。目前处于较高价位层次的品牌如景田百岁山、昆仑山等的销售快速增长，从而带动中高端市场份额的上升，而向大众天然矿泉水和高端水的消费升级将迫使企业占据更多优质水源地。目前市场份额处于主导地位的第三层次中的企业，如怡宝、农夫山泉均开始拓展矿泉水业务以迎合消费升级的大趋势。坐拥十大优质水源基地的农夫山泉开始勘察湖南新田的富锶矿泉水水源地，怡宝则收购了加林山，从原本单一的纯净水业务拓展到矿泉水业务上。**天然矿泉水已经成为行业主流的换挡方向，而优质水源地所产生的差异化也成为了企业的竞争优势。**

表 2：主要饮用水公司水源地分布

产品	所属品类	水源地分布
农夫山泉天然水、运动盖、玻璃盖装水	天然水、天然矿泉水	天然水：浙江千岛湖、湖北丹江口、广东万绿湖、新疆喀纳斯、四川峨眉山、山西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山 同时生产天然水与天然矿泉水：吉林长白山、黑龙江大兴安岭
康师傅涵养泉	天然矿泉水	天然矿泉水源于吉林长白山、安徽黄山和四川乐山
景田百岁山	天然矿泉水	广东罗浮山、广东从化鳌头、浙江余姚、江西宜春
西藏 5100	天然矿泉水	西藏唐古拉山 5100 米海拔处
昆仑山	天然矿泉水	青海昆仑山
恒大冰泉	天然矿泉水	吉林长白山

资料来源：农夫山泉招股书，新华网，中国网，百岁山公司官网，恒大冰泉公司官网，昆仑山公司官网，天风证券研究所

### 1.2.2. 消费场景数倍扩张，多样需求驱动产品细分

随着消费升级和个性化的凸显，消费者对瓶装水的需求也越来越多样化，具体表现在消费场景多元化以及消费需求的细分。为顺应行业的发展趋势，瓶装水企业对消费场景和消费人群进行细分，进而使得企业生产产品更有针对性。

- 消费场景细分化：**根据使用场景不同，各大企业纷纷布局细分场景，其中以家庭用水为主要方向。2016 年，农夫山泉成为 G20 官方指定用水，公司借力加大推广 5L 装产品，打造泡茶、煮饭等消费场景。2018 新年，康师傅展开对家庭用水市场的布局，推出 2L 家庭装，随后其他巨头也纷纷加入家庭用水争夺战：百岁山、农夫山泉依次推出 14.8L 一次性大包装饮水和 15L 桶装水。可口可乐纯悦在 18 年夏天推出 4.5L 家庭装，除家居使用外，同时也能满足办公室、宿舍等消费场景。至此，我国主要包装饮用水企业皆已布局 4-5L 家庭装。此外，各大企业还推出厨房水、餐厅饮用水等，以满足更多的消费场景需求。农夫山泉与火锅店合作，大包装饮用水用于火锅汤底补给，顺势夯实餐饮消费场景。雅客发现绝大多数消费者都有清晨喝一杯水的习惯，打出了“早晨第一杯水，从长白山出发”宣传语；康师傅针对运动场景还推出 1L 装矿泉水，并在 2018 年通过跟去哪儿网合作推出定制旅游主题用水，开拓旅游消费场景。未来根据场景的细分，品类丰富度仍将提升。

图 14：各细分场景饮用水纷纷上市



资料来源：和讯新闻，中国公关网，农夫山泉公司官网，雅客公司官网，天风证券研究所

- 人群消费需求细分化：**瓶装水不仅向着场景化的方向发展，更针对不同年龄段的消费者推出了细化的产品。婴儿用品市场具有很大潜力，各大饮用水生产商看准时机，推出针对婴儿使用的低钠淡矿泉水。在儿童饮用水市场，依云等龙头企业纷纷推出儿童包装，用卡通动漫形象吸引儿童消费人群。老年人对饮用水的特殊需求得到关注，农夫山泉率先推出锂水，有助于中老年人的神经系统调节。法国矿泉水品牌 Contrex（内



地：康婷）被称之为“Slimming water-瘦身之水”，是主要针对各个年龄段女性群体推出高端矿泉水，品牌主张为“你的减肥伙伴”。其水中的硫酸盐、钙和镁含量较高，有助于缓解消化道疾病，经常饮用可有效帮助瘦身、美容。不同人群对饮用水的需求不同，因此产品在成分、包装等方面存在较大的差异，未来随着消费者生活品质的不断提高，消费需求的细分化将会得到进一步凸显。

图 15：消费人群的细分化趋势将会得到凸显

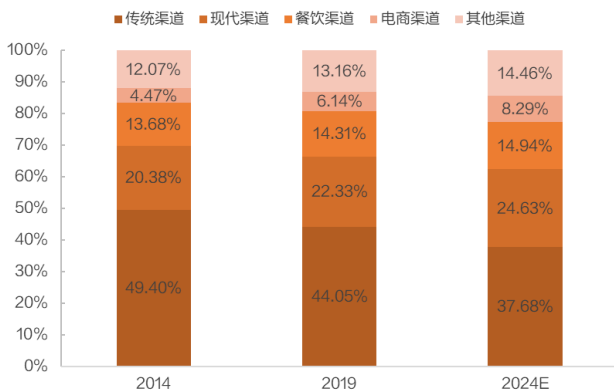


资料来源：农夫山泉公司官网，依云公司官网，中国广告网，天风证券研究所

### 1.2.3. 多元的渠道结构为多元的需求保驾护航

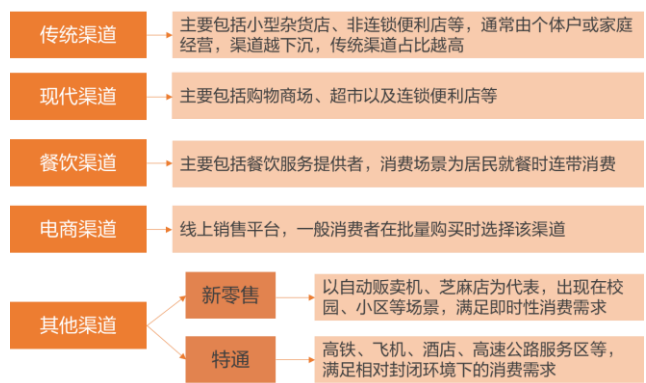
行业渠道结构将愈发多元，新型渠道占比将持续提升。根据弗若斯特沙利文预测，到 2024 年现代渠道、电商渠道、其他渠道占比分别将提升至 24.63%/8.29%/14.46%，而传统渠道占比将下降至 37.68%。农夫山泉早在 2015 年就在各大城市开始布局自动贩卖机，促进渠道精细化管理。随后，娃哈哈等饮料龙头也相继在终端投放贩卖机，促进新零售渠道建设。特通渠道作为相对封闭的销售渠道，收益稳定，竞争具有排他性，同样受到众多饮用水企业的青睐。西藏 5100 在上市之初便于铁路局合作，乘客凭借车票可免费领取矿泉水，费用由铁路部门承担，2011-2015 年间，仅铁路局每年至少贡献 1.5 亿瓶矿泉水的消费。类似，以酒店、航空等为代表的直营渠道，也在稳定发展。未来行业渠道结构多元化趋势有望进一步加强，不同场景、不同消费人群的需求也将充分得到满足。

图 16：渠道多元化趋势有望持续加强



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 17：多元渠道满足多元场景和人群的消费需求



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

### 1.3. 渠道深耕构筑品牌壁垒，水源地优势加筑公司护城河

我们从行业的趋势出发，看公司饮用水业务的壁垒，只有符合未来趋势发展的优势才能成为公司的发展壁垒，才能构筑公司的护城河。经过分析，我们认为在高端化和细分化的趋势下，公司的品牌能够支撑品类的拓展和高端水的特性，且该优势在不断强化，同时高端水源具备稀缺性，公司的前瞻布局也夯实了护城河。而公司强大的渠道力和执行力，也为公司多元的渠道拓张奠定基础。

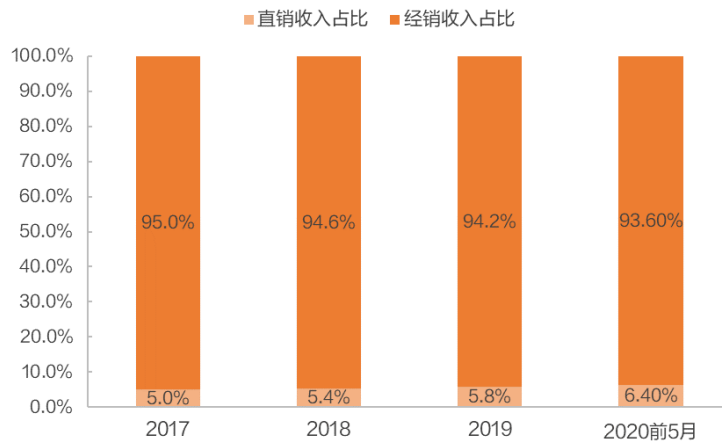
#### 1.3.1. 强大的渠道网络和执行效率，农夫山泉开疆拓土步步为营

销售网络分布广泛，经销商制度改革夯实渠道。消费品发展的历程当中，渠道的规模化是

公司构建品牌壁垒的基础。随着公司规模的不扩张，公司的渠道优势逐步形成，并随着品牌力的提升而不断夯实。此外，公司通过经销模式变革以及多元渠道的扩张，不断夯实渠道优势。

- ◆ **经销渠道为主，持续推进全国性销售网络布局。**公司目前仍以经销模式为主，2017-2019年以及2020年前5月公司经销收入分别占比95.0%/94.6%/94.2%/93.6%。销售网络下沉是传统渠道贡献主要收入来源的关键，目前农夫山泉已建立一套深度下沉的全国性销售网络，覆盖243万以上终端零售网点，占中国总零售网点11%，其中有188万终端位于三线及三线城市以下。未来随着渠道下沉的逐步推进，公司业绩有望保持稳健增长。

图 18：公司多渠道采用直营+经销的销售模式



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **经销组织精简化，制度改革盘存活力。**公司近几年先后进行了多次渠道精细化管理变革：2014年之前公司经销商数量冗杂，渠道内部效率低下。公司依据区域与市场深耕提出将经销商划分为特约经销商、传统经销商和区域包干经销商，各司其职，统一管理，疏通渠道拥堵。2016年因公司销售规模增长动力不足，短期无法突破，公司遂推出大客户制，削减业绩表现较差的小经销商，保留分销能力强的大客户，便于公司对于经销商的管理与终端的把握。同时赋予经销商更多的职责与权力，市场开发、业务人员考核等工作经销商皆为负责，极大的激发了经销商的销售积极性。
- ◆ **经销团队执行力强，NCP系统提升管理和执行效率。**公司通过大商制改革，提升了整体经销商的质量。公司和经销商目前已现销售及销售管理人员规模约12000人，销售团队执行力强，积极性高，主要表现在市场推广、网点开拓和终端门店把控上。而公司通过信息化系统，强化了直控终端的能力。公司通过大数据分析经销商库存，根据历史数据及分销表现自动生成存货预警，及时指导经销商分销活动。所有合作经销商均使用NCP系统开展业务活动，显著提升终端零售网点在铺货、陈列、促销等方面的经营水平。公司销售管理团队通过NCP系统能够实时掌握数量庞大的一线销售人员的门店拜访路线及服务表现，有针对性地对一线销售人员和经销商进行业务辅导，提升销售团队管理效率。

图 19：NCP 系统的推广极大提高团队管理和执行效率



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.2. 品牌是规模化的沉淀，也是公司核心竞争力所在

在经典的消费品营销理论中，产品、品牌和渠道是消费品成功的三大要素。我们认为一个消费品的成功，三个要素缺一不可并相辅相成。产品是基础，渠道是推力，品牌是结果，三者之间相辅相成。而品牌赋予了产品差异性，同时也是市场和渠道的重要拉力，会反哺渠道的建设。品牌和渠道缺一不可，动态发展，品牌给予渠道拉力，而渠道也辅之拓宽护城河。

**广度和深度并举，强大的营销能力不断夯实公司品牌竞争力。**公司品牌力一方面是随着公司渠道的深耕和规模不断扩大而提升，另一方面也是构筑在公司精准的营销能力之上的。通过精准的营销输出，快速获得知名度，同时通过内容和创意输入，激发消费者共鸣，通过费用的高举高打，夯实品牌竞争力。

- 广度：多元的营销模式，精准的营销触及。**农夫山泉成立初期便凭借其精准的营销输出快速获得知名度：1998 年“农夫山泉有点甜”通过央视直播间闻名遐迩，1999 年“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”传递天然水概念，热度持续数十年。公司善用概念营销，为顺应产品高端化趋势，农夫山泉于 2017 年连续与三大国际会议建立合作，推广玻璃瓶装水，塑造高端化产品形象，而故宫联名、生肖限定装一定程度上提高了产品的审美价值和收藏价值。此外，体育合作、社会公益作为传统的营销渠道一直被传承发展。

图 20：农夫山泉事件营销形式多元创新



资料来源：农夫山泉公司官网，农夫山泉招股说明书，界面新闻，新华网，新浪网，人民网，天风证券研究所

- 深度：内容输入，注重消费者情感共鸣。**年轻一代主力消费人群需求更为立体化，不会轻易被产品品质打动，多维度的产品价值作用凸显。传统的营销方式缺少情感深度，消费转化不足，产生共鸣的营销方式更容易获得关注。2014年，农夫山泉开始拍摄纪录片，每年用镜头记录农夫山泉鲜为认知的故事，《搬运工》系列纪录片以“小人物，大作为”视角发掘农夫草根事迹，引发社会共情。2017年农夫山泉与网易云联合跨界营销，瓶身精选网友乐评扣人心弦，传播初期农夫山泉微信品牌指数日均环比上升保持在100%以上，后期也能保持在40%以上。未来随着传统营销同质化趋势加深，我们认为能够引起消费者情感共鸣的深度营销将会进一步为品牌赋能。

图 21：农夫山泉联名网易云推出乐评包装



资料来源：新华网，天风证券研究所

图 22：《搬运工系列》纪录片展示草根精神



从小人物入手，挖掘农夫相关草根群众背后的动人故事，引发社会情感共鸣

资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

### 1.3.3. 优质水源具备稀缺性，前瞻性布局解决后顾之忧

根据新华网报道，不同于纯净水和矿物质水一般源于自来水，天然水取自水井、山泉、高山冰川以及地下泉水等，经处理后保留了水中对人体有益的微量元素和矿物质。天然矿泉水指存在岩层深处的地下矿水，富含钾、钠、钙等天然矿物质元素或微量元素。随着人们消费水平以及健康意识的不断提高，消费者对天然水需求正旺，富含矿物元素的天然矿泉水也在逐渐拓宽市场。2014-2019年，中国天然水、天然矿泉水市场 CAGR 分别为 24.8%/18.4%，增速高于纯净水增速，成为主流换挡方向。



表 3：不同品类包装饮用水构成

	纯净水	矿物质水	天然水	天然矿泉水
水源	自来水	自来水	自然水、地下水、自流井水等	地下矿水
矿物质	无	有	有	有
微量元素	无	有	有	有

资料来源：新华网，天风证券研究所

水源具备稀缺性，公司前瞻进行全国性产能布局，从源头确保产品供应稳定。国内适合于饮用水业务的天然水源地有限，且部分已经被包装饮用水公司发现并加以利用，水源获得难度增大。作为前五大包装饮用水企业中唯一使用天然水源作为产品原料的企业，公司自 1996 年成立便开始进行对水源地进行规划布局，现已在全国形成十大优质水源地，覆盖全国各地，可以便捷高效取用。

- 公司天然水保障了产品质量的稳定和长期供应充足，是应对外来者的强行业壁垒。截至 2019 年 5 月 31 日，公司在十大水源地周边建立了 12 个包装饮用水生产基地，总计 144 条包装饮用水及饮料生产线。生产设备先进，产线自动化水平不断提高。17 条饮用水生产线能够实现每小时 81,000 瓶的罐装速度，高度标准化的生产流程保障了公司的产品供应，奠定业绩增长基础。水源选址地森林覆盖率多超过 85%，生态环境优越，富含多种矿物质和微量元素。

图 23：公司拥有十个优质水源地，实现全国性布局

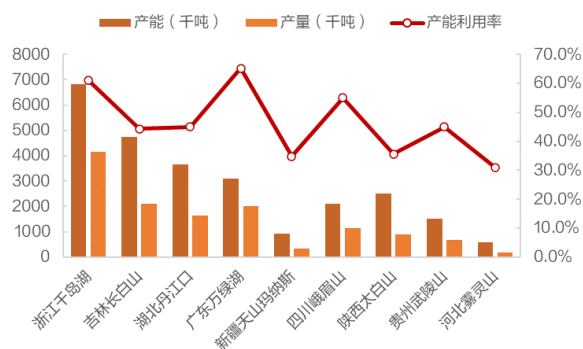


资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

- 产能利用率总体稳定，上升空间充裕。2017-2019 年，公司包装饮用水业务产能使用率分别为 46%/49%/51%，每年有 2%-3%微涨，主要原因是公司瓶装水销量增幅较大。包装饮用水业务总体产能使用率处于 50%左右，目前还有充裕的上升空间，随着公司技术革新，产量有望进一步扩大，有利于公司更好应对未来需求端的持续增长。

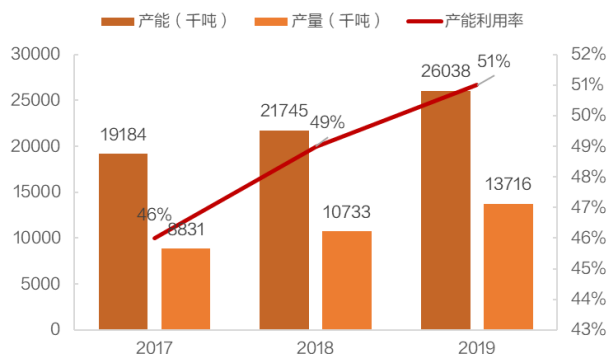


图 24：不同生产线饮用水产能利用情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 25：公司饮用水整体产能利用率情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

综上所述，由于天然水和天然矿泉水对水源地有着较高的要求，一般自来水无法满足天然水系列水质要求，优质水源地将是天然水、天然矿泉水生产的首要条件。近年来，在健康意识日渐提高和消费结构升级的双重驱动下，天然水和天然矿泉水增速显著，越来越多企业入市布局，但是当前国内优质水源地稀有，且大多已被开发，行业进入壁垒较高。农夫山泉已前瞻性布局天然水源地基地，并凭借成熟的勘探技术在天然矿泉水源地基地发力，顺利推出天然矿泉水产品。**优质的全国水源地网络有利于公司天然水业务发展，护城河作用进一步得到夯实。**

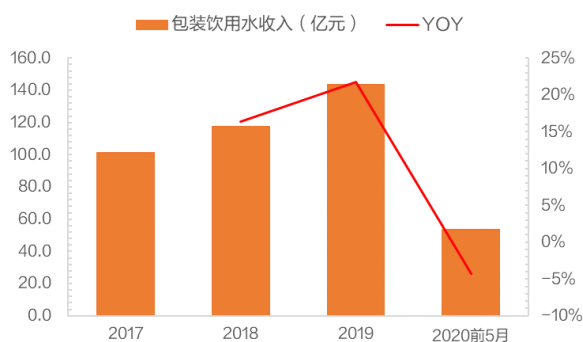
## 2. 水业务构筑农夫平台化基础，三维度发力分享行业β红利

包装水行业在城镇化率和人均可支配收入的提升下，量价齐升可期，且呈现高端化、细分化和渠道多元化三大趋势。基于三大趋势我们认为公司目前已构成品牌、渠道和水源三位一体的包装水护城河。而从行业趋势看公司发展，我们认为公司未来通过市场渗透、渠道多元和单店提升等方式发力高端化和多元化趋势，分享行业增长红利。

### 2.1. 饮用水业务稳健增长，贡献主要利润来源

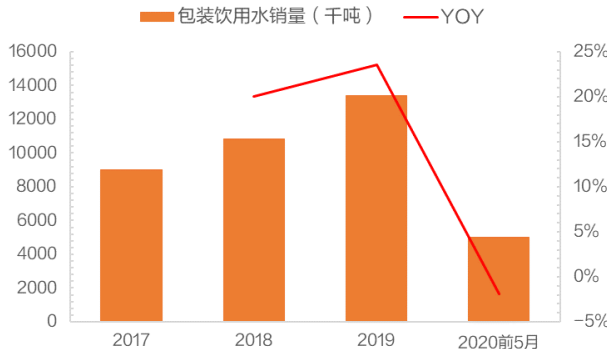
饮用水业务构建公司基本盘，疫情下刚需属性凸显。2017-2019 年公司包装饮用水收入分别为 101.2/117.8/143.5 亿元，2018、2019 同比增加 16.4%/21.8%，增速高于行业平均水平。收入增长的原因是销量的持续上涨，2017-2019 年公司包装饮用水实现销量 9020/10827/13382 千吨，2018、2019 同比上升 20.0%/23.6%。以 2019 年零售额计算，农夫山泉市占率达 21%，稳居行业龙头地位。2020 年 1-5 月受疫情影响，包装饮用水销售有所承压，较去年同期下滑 4.3%。疫情下饮用水业务占比持续提升，也表明饮用水业务具备较强刚性。2017-2019 年包装饮用水业务占比 57.9%/57.5%/59.72%，2020 年前 5 月高达 61.87%。**未来随着公司渠道的扩张和产品矩阵的丰富，公司包装饮用水业务护城河有望进一步拓宽。**

图 26：2017-2019 公司包装水营收环比上升



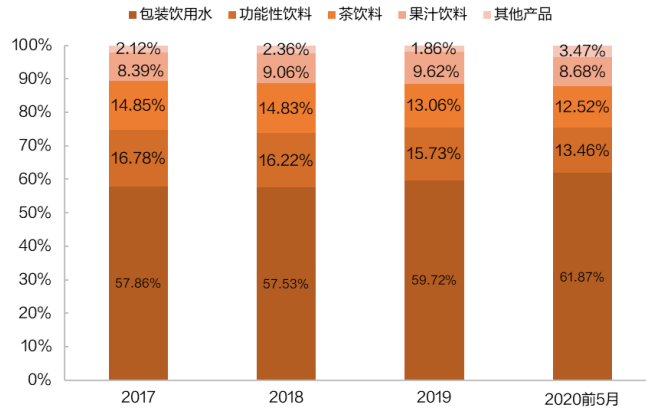
资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 27：2017-2019 公司包装饮用水销量增速稳定



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

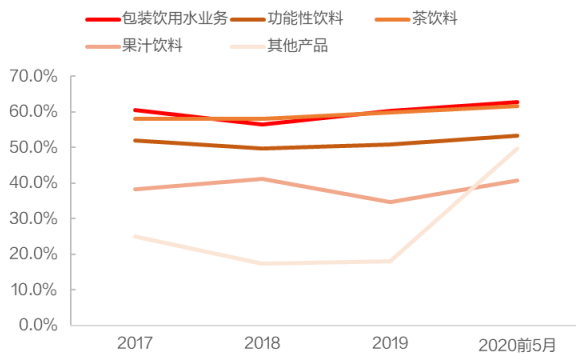
图 28：公司饮用水业务收入规模最大且占比趋增



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

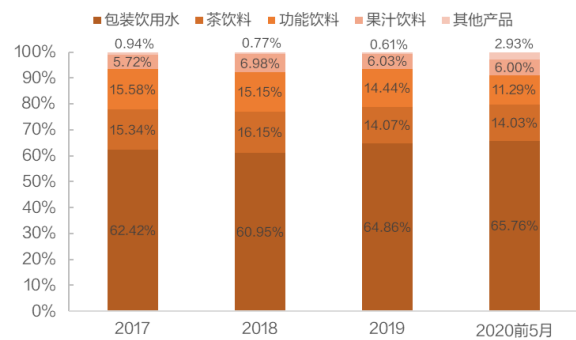
饮用水具备高毛利特性，贡献公司主要利润来源。2017-2019 年包装饮用水实现毛利率 60.5%/56.5%/60.2%，疫情期间受 PET 采购价格下降影响，毛利率增长至 62.8%。PET 是原材料成本中最大的组成部分，于 2017 年-2019 年分别占销售成本的 29.0%/31.9%/31.6%，而因为我国特有的水源制度，水的费用被算为税费收取，没有被当作原材料成本。饮用水业务目前贡献了公司大部分毛利，2019 年毛利占比 64.86%，当年 82.7%的毛利上涨来自于包装饮用水产品，疫情期间占比进一步提升至 65.76%，饮用水护城河地位更加显现。未来公司将根据对 PET 采购价格的预期在价格较低时战略性储备较多的 PET 存货，将保障原材料供应价格的稳定，盈利水平将保持平稳。

图 29：公司各品类毛利率变动情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

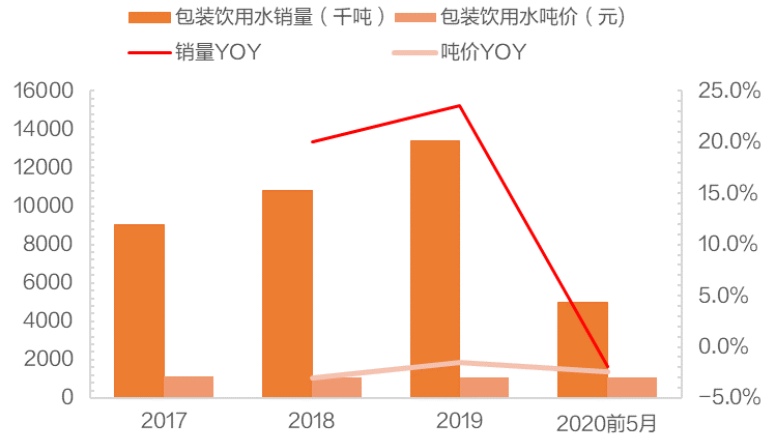
图 30：包装水高毛利率为公司利润主要来源



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

公司成立至今，销量仍为水业务主要驱动，未来价格有望接替上涨。公司成立之初主要依靠产品铺市、渠道扩张支撑公司业绩增长。随着经销渠道的日渐饱和以及主流价格带的提升，公司开始发力 2-3 元瓶装水市场，价格开始贡献业绩增量。同时 17 年公司进行渠道变革，再次激活渠道动力，改用大商制运作市场，进行渠道深耕，销量重回两位数增长。结合第一部分行业趋势的分析，我们认为未来公司有望通过渠道渗透和全渠道建设，以及单店金额提升推动公司饮用水业务稳健增长。

图 31：公司销量和吨价的变动情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所（注：2020 年前 5 月公司包装饮用水业务下降，主要是受新冠疫情影响用户消费需求降低所致）

## 2.2. 增长的动力源于渠道的推力和引力，高利润和高周转成就渠道高 ROE

从经销商代理的角度来看消费品的商业模式，要实现效益的最大化，要么是高周转低净利率，要么是低周转高净利率。对于饮用水行业，由于其固有的商品属性决定其不是高价值量属性的产品，其运作模式更多依靠的是高周转实现高 ROE。对于农夫山泉来说，其品牌力为渠道提供了高周转的可能，而丰富的产品矩阵和以及公司的高盈利能力为渠道提供较高的利润空间。

- 高周转的本质是消费者粘性或复购。**消费者粘性主要由品牌带来，农夫山泉凭借多元的产品体系和创新的营销模式，建立了可持续的品牌力，构筑公司核心竞争优势。在凯度消费者发布的《2020 亚洲品牌足迹报告》中，农夫山泉跻身中国快消前十品牌，消费者触及数增长最快。这一方面得益于饮用水相对价格低和其高复购的产品属性，另一方面也来自农夫山泉丰富的品牌和产品矩阵，能够满足多样化的消费需求，提高消费者复购概率。

表 4：农夫山泉品牌跻身中国十大快消品牌

	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率 (%)	消费者选择	触及数增长 (%)
1	伊利	1297	91.6	7.9	1.0
2	蒙牛	1081	89.1	6.7	1.7
3	康师傅	826	81.0	5.7	-3.5
4	海天	566	75.7	4.2	8.1
5	双汇	430	60.7	3.9	-2.8
6	旺旺	426	64.1	3.7	-6.5
7	农夫山泉	408	63.2	3.6	9.9
8	立白	382	65.6	3.2	-1.4
9	光明	367	37.4	5.4	-6.3
10	心相印	362	59.1	3.4	2.4

资料来源：凯度消费者指数，天风证券研究所

- 产品品类多元化，渠道竞争形成差异化优势。**对比同行业公司，农夫山泉产品矩阵多元平衡，不仅在瓶装水市场市占率稳居第一，近两年还在功能性饮料、茶饮料、果汁饮料以及咖啡饮料、碳酸饮料市场上进步突出，且市场份额结构较为均衡。此外，公司产品价格覆盖广有利于公司产品满足具有不同消费能力的用户需求。品类横向延伸，价格纵向展开，构成多元平衡的产品矩阵，产品可供选择众多，有利于扩大货架份额，提高零售终端销量与分销渠道效率。

表 5：产品品类多元化，价格带向两端扩延

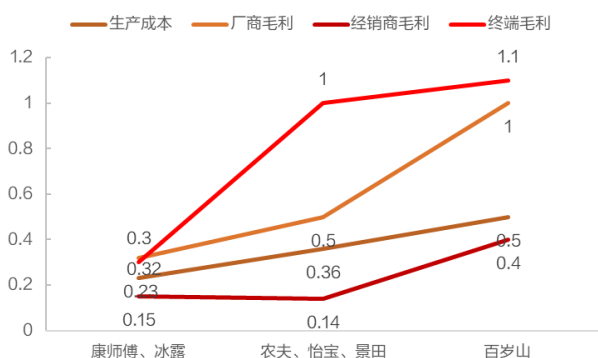
	农夫山泉	华润怡宝	康师傅	伊利	百岁山
旗下产品	天然水、天然矿泉水、东方树叶、茶π、NFC、农夫果园、尖叫、维他命、炭仸、TOT 气泡水、农夫苏打水、植物酸奶等	纯净水、佐味茶事、午后奶茶、火咖、魔力、蜜水柠檬、果味假日、小主菌	矿物质水、(冰)红茶、(冰)绿茶、茉莉茶、乌龙茶、康师傅果汁、康师傅每日 C、康师傅汤系列	安慕希、优酸乳、味可滋、谷粒多、金典、QQ 星、植选、核桃乳、畅轻、每益添、畅意 100%等	百岁山天然矿泉水、景田饮用纯净水
市场分布	包装饮用水、茶饮料、果汁饮料、功能性饮料、果汁饮料、酸奶、气泡水	包装饮用水、茶饮料、咖啡饮料、水果茶、健康饮品	包装饮用水、茶饮料、果汁饮料、汤饮料	液态奶、酸奶、健康饮品等	包装饮用水市场
单品价格定位 (元/L)	1-85 元	小于 45 元	小于 20	9-35 元	小于 10 元
销售结构	饮用水 61.87% 功能性饮料 13.46% 茶饮料 12.52% 果汁饮料 8.68% 其他 3.47%	——	茶饮料 44% 碳酸饮料及其他 34.4% 果汁饮料 13.1% 包装饮用水 8.8%	液体乳 74.57% 奶粉及奶制品 13.97% 冷饮产品 10.24% 其他 1.21%	——
相关图片					

资料来源：Wind，康师傅公司年报，伊利公司年报，农夫山泉招股说明书，京东商城，天风证券研究所

注：农夫山泉单升最贵产品为玻璃瓶装 350ml；怡宝单升最贵产品为火咖；康师傅单升最贵产品为贝纳颂咖啡；伊利单升最贵产品是安慕希

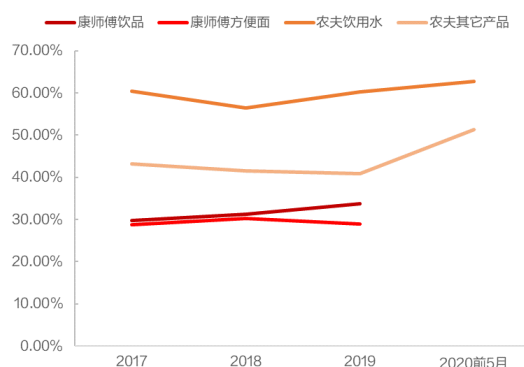
- ◆ **较高的利润空间也是渠道重要的推力之一。**农夫山泉所处的 2 元水赛道对于终端来说具有更高的利润空间，且为目前主流的价格带，具备较强的动销能力，对渠道拥有较强的吸引力。而根据草根调研，农夫山泉经销商毛利率较同行公司高 2%-10%，我们认为这与公司“饮用水+饮料”的产品矩阵，以及公司较强的盈利能力有关。对比康师傅饮品业务来看，公司产品毛利率更高，这也为市场费用投放提供了支撑。

图 32：2 元水终端利润高、周转快，更受欢迎



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：康师傅、农夫山泉各业务毛利率情况



资料来源：农夫招股书，康师傅年报，天风证券研究所

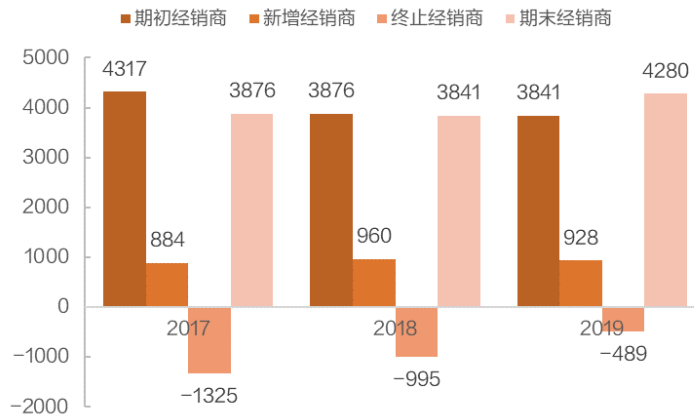
## 2.3. 市场渗透空间犹存，多元的渠道扩张贡献业绩增量

### 2.3.1. 经销组织精简化，制度改革盘活活力，助力渠道下沉

制度改革激发经销商活力，营销团队激励高动力强。农夫山泉 2016 年开始推行大经销商制，依据经营业绩和意愿筛选出优质经销商，而经营业绩较差、经销意愿不足的经销商将被淘汰，以保证经销团队的高质高效。**2017 年后农夫山泉沿用以业绩为核心的考核标准，每年对经销团队进行重塑。**2017-2019 年间，终止合作经销商分别达 1325/995/489 个，占年初总经销商的 10%-30%，严格的优胜劣汰制度保证了公司当前经销商队伍的成熟与高

效率。另一方面，经销商被赋予更多的权力，充分带动经销积极性。农夫山泉在实施大商制之后，主动放权，将销售人员管理、考核以及市场开发等具体执行工作皆交予经销商，公司负责战略规划指定以及资金技术的支持，经销商能动性得到加强，销售积极性逐渐提高。而在销售团队方面，农夫高于市场水平的激励机制，也激发了销售人员的积极性。

图 34：严格的退出机制保障经销商队伍高质高效（单位：个）



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**持续优化经销商渠道建设，公司渠道下沉空间仍存。**截止 2020 年 5 月 31 日，农夫山泉已经通过 4454 名经销商覆盖全国 243 万以上的销售网点，建立了深度下沉的全国性销售网络。公司渠道目前已下沉至县级市场，而同水平饮料龙头康师傅、伊利等公司已布局至村镇市场，农夫山泉销售渠道仍有下沉的空间。未来公司将继续推进经销商网络建设和优化，促进渠道下沉，提升对终端零售网点的覆盖，从而扩大产品分销深度，提高市场份额，促进公司业绩增长。

表 6：农夫山泉经销商精简，终端数量多

	农夫山泉	华润怡宝	康师傅	伊利
经销模式	大部分是一级经销模式		两层经销体系，分位一级经销商和二级经销商	采用生产商—分销商—二级批发商—零售商的三级分销
经销商数量（个）	4454	1500 左右	36186	12790
经销收入占比	94.36%			96.9%
终端数量	243 万	176 万		液态奶 191 万
覆盖程度	县乡市场	县以上市场	乡镇级市场	深度下沉，渗透率高，2019 年，公司乡镇村网点接近 103.9 万家

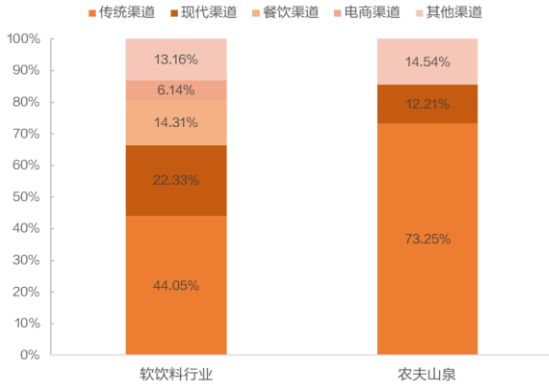
资料来源：Wind，农夫山泉招股说明书，公司公告，新浪网，天风证券研究所

### 2.3.2. 多元化渠道建设，顺应消费趋势变革，夯实渠道实力

**农夫山泉对传统渠道依赖程度较高，未来新型渠道占比有望持续提升。**2019 年行业传统渠道、现代渠道、餐饮渠道分别占比 44.05%/22.33%/14.31%，相比公司传统渠道、现代渠道、其他渠道占比 73.25%/12.21%/14.54%（农夫山泉其他渠道代指餐饮、电商、新零售、特通渠道等）的渠道结构，传统渠道地位在农夫山泉更为突出，线上渠道、新零售渠道等占比相对较低。我们在 1.2 中分析到，渠道多元化是行业发展的趋势。近年来公司也加强现代渠道的建设，同时通过自动贩卖机等新型渠道建设，不断拓宽消费场景。以自动贩卖机为例，截至 2020 年 6 月，公司已在全国近 300 个城市投放了近 62,900 台智能终端零售设备，并逐步建立起与之相匹配的团队和信息系统、配送服务模式。此外，公司也加强会议、酒店等特殊渠道的覆盖，不断衍生产品的消费场景。未来公司在实施渠道下沉策略的同时，将拓展多元渠道，扩大全渠道张力，通过场景延伸提高产品销量。



图 35：传统渠道是公司收入主要来源



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 36：农夫山泉芝麻店场景拓展逻辑



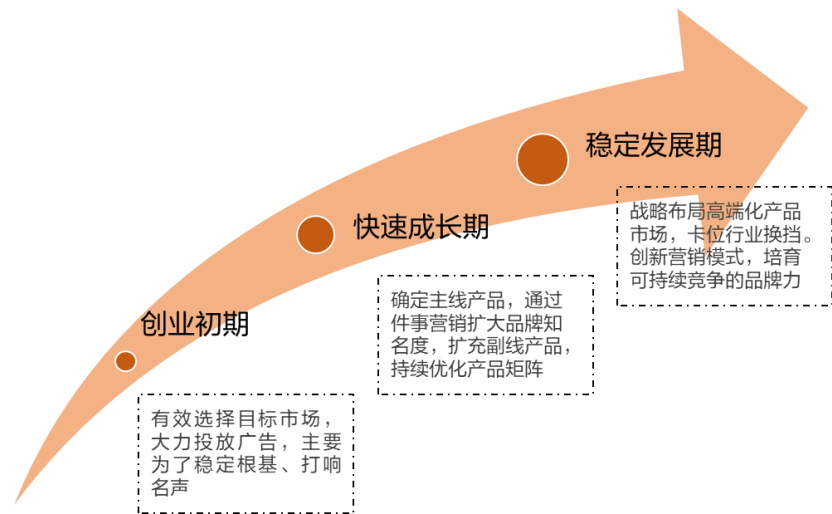
资料来源：新浪财经，天风证券研究所

## 2.4. 营销实力遥遥领先，助力产品结构持续升级

### 2.4.1. 复盘农夫山泉的生意经：产品和创意驱动市场，运营能力强，效率高

从初入瓶装水市场到成长为中国软饮料行业巨头，我们认为农夫山泉 20 多年的发展主要可划分为三个阶段：20 世纪的农夫初出茅庐，借“农夫山泉有点甜”一夜成名；21 世纪前 15 年的农夫乘风破浪，首产天然水迅速出圈，市场份额一路高涨；2015 年后的农夫在差异化竞争中脱颖而出，创立了多元创新营销模式，构建可持续的品牌竞争力。复盘农夫发家史，我们发现“产品+营销”创新贯穿始终，通过产品投放和事件营销共同培育品牌张力，致力高端化和场景化发展。

图 37：农夫山泉发展的三个阶段



资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

- ◆ **1997-1999 年，创业初期，稳定根基、打响名声是关键。**农夫山泉成立之初，正值娃哈哈、乐百氏两大纯净水品牌分庭抗礼，公司积极寻求竞争差异，以市场忽视的 4L 装为突破口，重点在上海、杭州两大城市铺货，之后再逐步推出 550ml 等中小规格产品，并向两市之外蔓延。1998 年，公司立足水品，大力投放“农夫山泉有点甜”电视广告，并成功借助世界杯火遍全国，农夫山泉借此躁动一时。

表 7：农夫山泉广告更精准，流传度更高

品牌	广告语
农夫山泉	农夫山泉有点甜； 我们不生产水，我们只是大自然的搬运工； 什么样的水源，孕育什么样的生命
怡宝	信任，你我的怡宝
百岁山	水中贵族百岁山

娃哈哈	我的眼里只有你
康师傅	多一点，生活更健康
西藏 5100	西藏好水，世界好水

资料来源：瑞文网，农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

- 2000-2014 年，快速成长期，事件营销一战成名，产品矩阵持续优化。**1999 年，公司宣布停产纯净水，转型生产天然水，并发起“天然水、纯净水之争”的“世纪水战”，用科学实验证明天然水更适合人体饮用，通过事件营销让公司一战成名，公司也正式探索出支撑未来二十年发展的发展主线。2007 年，公司在全国开展寻源活动，并首度倡导天然弱碱水概念，优质品牌形象愈加深入人心。公司持续抓住天然水这一主线，并逐渐延伸其他软饮料副线，在完善天然水产品矩阵的同时，相继推出农夫果园、尖叫、水溶 C100、力量帝、东方树叶等饮料单品，扩大公司整体知名度和影响力。

图 38：天然水业务为主线，多条饮料副线共同发展

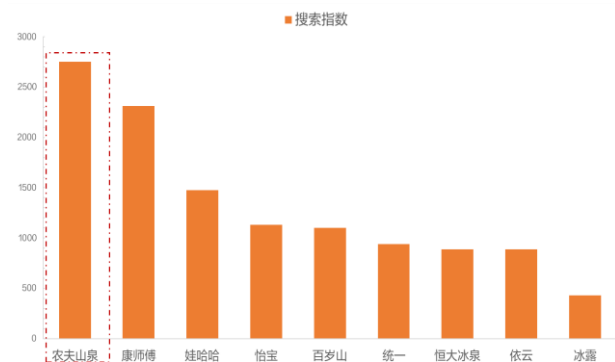


资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

- 2015 年-至今，稳健发展期，开启高端化进程，空中投放拉升品牌调性。**2015 年，公司重磅推出农夫山泉玻璃瓶装和运动盖装产品，是公司产品实现高端化战略布局的重要一步，公司也形成了“天然水”和“天然矿泉水”两大业务板块，卡位行业换挡趋势。为契合消费趋势，公司通过持续的产品和营销创新，不断推动品牌的高端化，为持续培育消费者心智创造环境，培养可持续竞争的品牌力。

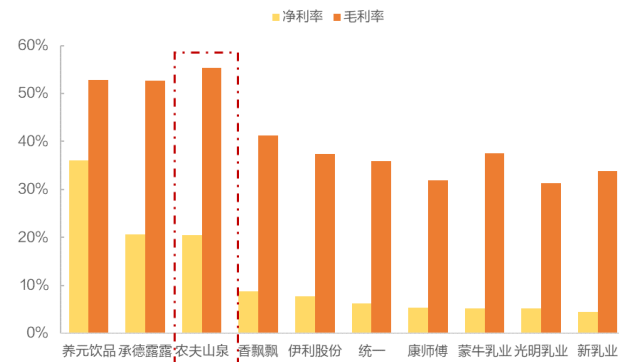
产品和创意驱动市场是公司费效比较高的因素之一。通过事件营销和广告投放，公司品牌关注度（以百度指数为例）长期处于行业领先水平，消费者市场培育效果显著。而与资源费用驱动市场的模式相比，公司通过产品和创意驱动市场，在提升品牌调性的同时，也持续营销消费者心智，进而影响消费行为。这一模式具备更高的费效比，横向对比来看，公司毛利率和净利率均高于行业同行。

图 39：农夫山泉日均搜索指数高于其它瓶装水企业



资料来源：百度指数，天风证券研究所（注：搜索指数表示从 2017 年 1 月起至 2020 年 8 月 19 日日指数均值）

图 40：农夫山泉毛利率、净利率均位于上市饮料公司前列



资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.4.2. 公司饮用水产品矩阵日益丰富，迎合高端化、细分化行业趋势

我们在前文分析到，高端化、细分化是包装饮用水行业的发展趋势。公司自 1999 年开始生产天然水，在产品矩阵上持续精耕细作，经过二十余年的积淀，在场景细分与高端化转型上不断深入，已经形成了天然水和天然矿泉水两大饮用水业务板块，能够满足多种细分场景下的饮用水需求。**我们认为单店份额主要受到产品组合和终端布局形式的影响，丰富的产品矩阵以及直观便利的产品陈列将有助于单店销售份额的提高。**未来公司有望继续发力天然矿泉水市场，打造更多高端化饮用水产品，促进均价上移，同时顺应家用化趋势，持续把握大包装这一高增长品类，从价格和场景上推出更多细分产品。在终端零售网点布局上，公司会持续投放冰柜、暖柜等陈列货架并开展线下市场活动，以配合多元产品组合，提高产品影响力和复购率，带动单店份额的提高。而通过公司历史的复盘，我们认为公司有能力推动产品高端化和多元化进程。

图 41：天然水和天然矿泉水共同构成了公司包装饮用水业务



资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

- ◆ **天然矿泉水产品内外兼修，高端化升级持续推进。**根据上文分析，天然矿泉水是未来行业的换挡方向，2015 年农夫山泉玻璃瓶装和运动盖装的上市标志着公司正式迈入天然矿泉水市场，其中运动盖装水定位大众天然矿泉水，玻璃瓶装水产品定位超高端。公司通过卓越的产品品质、精致的包装设计、较高的价格定位以及高端的场景营销不断推动公司产品高端化进程。未来随着消费结构的转型升级，高端瓶装水的需求也将逐步提升，公司布局天然矿泉水领域有望成为下一个业绩增长点。

图 42：公司包装饮用水高端化构成



资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

- ◆ **家用化是重要的细分场景，大包装天然水增长显著。**随着居民健康意识的逐渐增强以及对高品质生活的追求，厨用水、日饮水等家庭场景用水质量得到越来越多消费者的关注。2010 年我国桶装水市场规模约为 292 亿元，2019 年或超过 900 亿元，未来发展空间广阔。当前桶装水市场以区域性领军品牌为主，全国化品牌较少，进入壁垒较低。公司凭借品牌 and 产品质量优势，有望快速进行市场扩张。此外，传统可回收桶装水运输成本高、管理繁琐，公司顺势推出 1.5L-12L 一次性不回收包装，市场表现良好，2018、2019 年相关收益分别增加 34.81%/30.46%。

表 8：公司顺应饮用水消费场景细分化趋势

产品	规格	规格*价格	适合用场景
饮用天然水（中 小规格）		380ml*1.4 元	携带方便，手感舒服，规格偏小，适合女性、儿童的日常携带饮用；
		550ml*1.6 元	容量和大小适中，广泛运用于日常饮用、会议接待、餐饮酒店、车辆后备箱储备等
		1.5L*3 元	容量和人体一天需要的水分摄入量近似，适合居家使用；在火锅店等餐饮渠道也可以看到其作为汤底之一使用
桶装水（大规格）		4L*8.5 5L*10	G20 后厨指定用水，可用作厨用水，5L 水还可用于饮水机
		12L*25 元	主攻家庭饮用与后厨用水，同时也可以用于饮水机使用；不回收大桶装
		19L*28 元	配送可回收桶装水，主要用于饮水机使用

资料来源：京东商城，天风证券研究所

- ◆ **精准定位消费需求，目标人群逐渐细分化。**从年龄层次上看，在经典包装饮用水主攻大众人群的同时，公司还针对婴幼儿、中老年人群体设计了相关产品，2015 年推出的婴幼儿水源于低钠淡矿泉，并采用无菌线生产，符合婴儿饮水的特别要求，2019 年上市的锂水有利于中老年人的神经系统调节。从人群划分来看，2016 年推出的运动盖装除不仅是天然矿泉水，其单手拧盖以及瓶身设计符合青年学生休闲运动的消费需求，同年上市的玻璃瓶装水奢华大气，设计精致，精准定位高端人士与收藏爱好者。公司在提升饮用水品质的同时推进产品包装、瓶身设计改造，丰富的产品体系有利于促进公司饮用水业务的多维发展。



图 43：公司饮用水产品目标定位细分化



资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

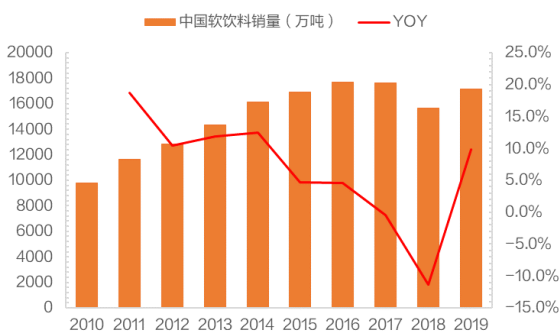
### 3. 软饮料行业高频迭代，公司顺应趋势，推陈出新

#### 3.1. 行业品类百花齐放，高端化、健康化和年轻化是发展趋势

##### 3.1.1. 软饮料行业增速放缓，结构性调整明显

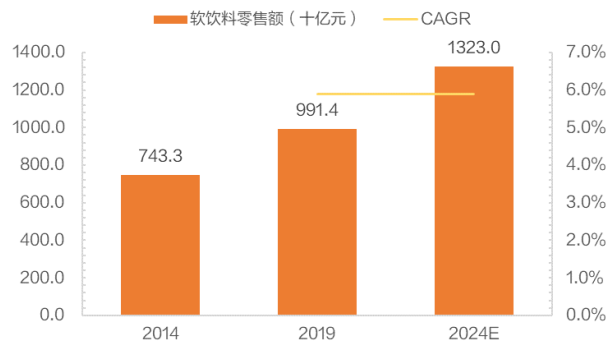
软饮料市场进入成熟阶段，行业增速趋于放缓。随着我国经济不断发展，居民消费能力不断提升，软饮料行业得到巨大发展。在经历快速增长阶段后，我国软饮料行业进入存量竞争阶段，市场表现相对稳定，近五年内产品销量趋于稳定。2010-2015年间，软饮料销量从9791万吨增长至16921万吨，增幅高达72.82%，2019年销量达17165万吨，较2015年仅有1.44%增长。行业规模稳中有进，据弗若斯特沙利文数据表明，2014-2019年间中国软饮料行业实现CAGR5.9%增长，市场规模达到9914亿元，居于历史高位。预计2019-2024年依然能保持CAGR5.9%的增长，2024市场年零售额有望达到13230亿元。

图 44：软饮料行业已进入成熟阶段



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

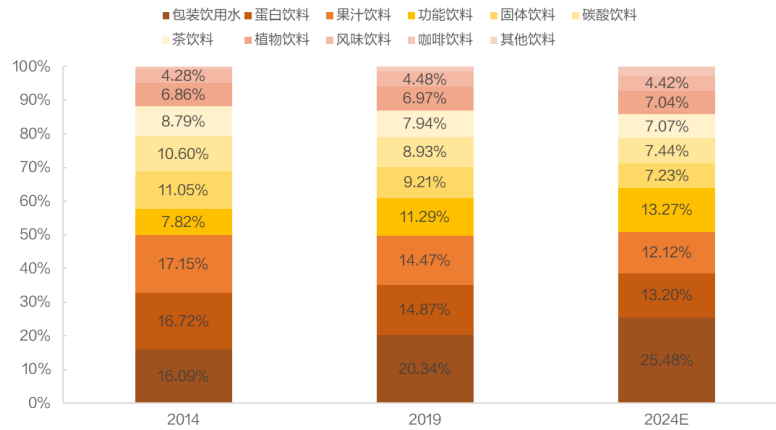
图 45：预计未来软饮料行业能够保持稳中有进



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

与行业增速放缓形成对比的是，行业内部结构调整显著。随着居民健康观念和意识的逐渐提升，以碳酸饮料为代表的高糖高热饮料市场份额逐渐被蚕食，取而代之的是包装饮用水行业，市场份额已位居软饮料行业首位（2019年份额为20.34%），据弗若斯特沙利文测算，2024年软饮料份额占比有望达到25.48%。从各细分行业内部看，消费者既要把控热量糖分的摄入，也要注意及时补充身体所需营养元素，无糖茶、高浓度果汁等细分赛道因此受到追捧。未来居民消费能力的逐渐提高，生活品质改善明显，消费者对饮品的需求也日益丰富多样，植物饮料、咖啡饮料以及风味饮料等新兴行业可能也会迎来一轮增长。我们认为消费者日益健康化、多元化的需求不仅给予了行业充足的调整空间，也为市场竞争者打造新单品、创造新增长预留较大可能性。

图 46：软饮料行业细分品类呈现多元化



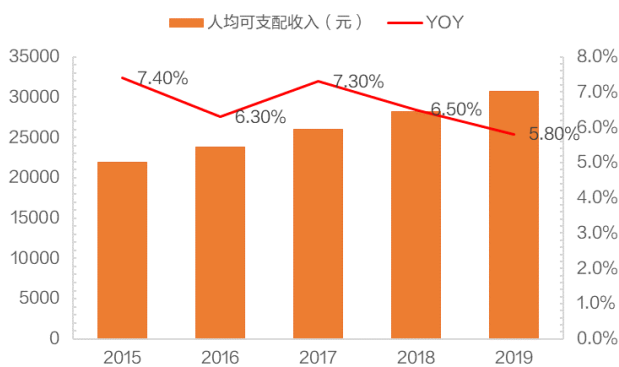
资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

### 3.1.2. 观念升级，行业呈现高端化、健康化和年轻化趋势

人均可支配收入增长以及消费人群的变更是行业趋势的驱动力。随着居民可支配收入的提升，人民日益增长的物质需求也随之提升，进而催生消费升级。在第四消费时代，高端化和健康化的趋势显现，而“Z世代”的出现，也使得消费需求变得多样化。

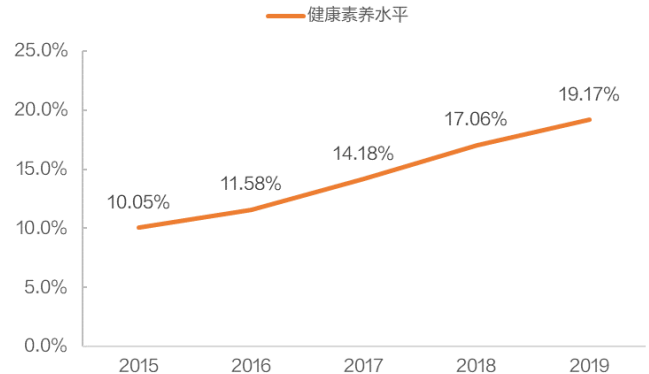
- ◆ **第四消费时代**：新时代的消费理念，已经从崇尚时尚、奢侈品，转变为注重质量和健康的消费。这一转变很大程度来源于人民生活水平的提高，主要体现在人均可支配收入的上涨，由 2013 年的 18311 元上涨到 2019 年的 30773 元，涨幅达 67.84%。生活水平的提高加之人民消费意识的改善，催生消费升级，与此同时，消费观念愈发朝向健康化发展。据中国居民健康素养监测结果显示，中国居民健康素养水平由 2015 年的 10.05% 上升至 2019 年的 19.17%，呈持续上升态势。
- ◆ **“Z世代”**：Z世代是指出生于 95 后 00 后的新一代人，对于营销厂商来说，他们已经走入品牌眼中，并成为与“千禧一代”一样甚至更加重要的消费群体。他们都是乐于接受新鲜事物的“市场先行者”，也正在迅速成长为未来消费的主导力量。他们的消费观念不仅是为了物质上的满足，另有了为了寻求情感诉求、追求有品质的生活和寻找符合自己的独特标签作为自己消费的三大目的。因此，他们对产品的差异化要求更高，对高端化、年轻化的产品的需求也更为多样。

图 47：2013-2019 年我国人均可支配收入



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 48：中国居民健康素养水平逐年提升



资料来源：中国健康教育中心，天风证券研究所

**软饮料行业高端化、健康化和年轻化趋势显著。**在消费升级的背景下，行业呈现显著的高端化和健康化趋势。近些年，符合健康特点的运动饮料、清淡饮料、纯果汁等品类受到消费者的热烈追捧，同时碳酸饮料公司也在大力推出零卡路里或低卡路里的产品从而迎合消费者强烈的健康诉求。消费者健康意识的加强也带来了其对原材料及配方的天然、无添加等高端化的需要。而软饮料的主要消费人群已经从 30-40 年龄的中生代向更年轻的“Z 世

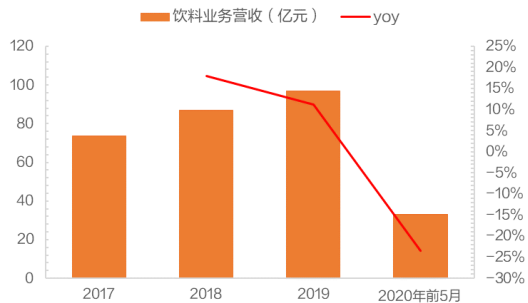
代”转移，为了吸引更多的未来的年轻消费者，年轻化的产品设计成为了企业的竞争力。

- ◆ **高端化**：产品的高端化主要体现在均价的提升上，从各细分行业来看，以单价较高的咖啡饮料为代表的新品类占比逐年增高。从细子行业内部看，价格上移也是趋势，以果汁饮料为例，以每日 C、统一鲜橙多为代表的传统果汁饮料逐渐式微，而以味全果汁、农夫山泉 NFC 为代表的高浓度果汁占比日提高，价格也高出传统果汁 5-10 元。
- ◆ **健康化**：从数据来看，碳酸饮料占比越来越小，而具有健康属性的含乳饮料和植物蛋白饮料、茶饮料等占比不断提高。以 NFC 果汁为例，由于其不含香精等添加剂，越来越受到消费者欢迎。未来随着健康观念进一步深化，该类产品规模占比有望进一步提高。
- ◆ **年轻化**：近些年来，我国食品饮料行业消费主力军已转移至年轻的消费群体，目前我国软饮料行业消费者年龄 29 岁以下占比已高达 72.5%，年轻消费者的需求逐渐成为市场的风向标。因此，为贴合年轻一代消费升级的消费者需求，饮料行业公司也推出高颜值、个性化产品，例如小茗同学、茶π 等爆款。

### 3.2. 农夫山泉精准卡位优质赛道，品类布局顺应行业发展趋势

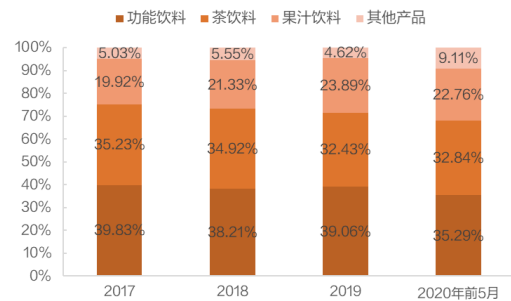
公司饮料业务 2017-2019 年实现营收 73.71/86.95/96.75 亿元，2018-2019 同比 +17.96%/11.27%，2020 年 1-5 月实现营收 33.04 亿元，同比-23.43%。相比饮用水业务，软饮料业务波动较大，主因其粘性较低、可选属性较强。公司软饮料业务中，功能饮料、茶饮料和果汁饮料为主要业务板块，2019 年在饮料板块中的占比分别为 39.06%/32.43%/23.89%。结合 3.1 的分析，我们认为公司软饮料行业所布局的赛道符合未来消费的发展趋势，空间广阔，值得期待。而公司强大的推新能力能够实现产品快速迭代，持续培育业绩增长新动能。

图 49：软饮料业务波动相对较大



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 50：功能饮料和茶饮料贡献主要收入来源



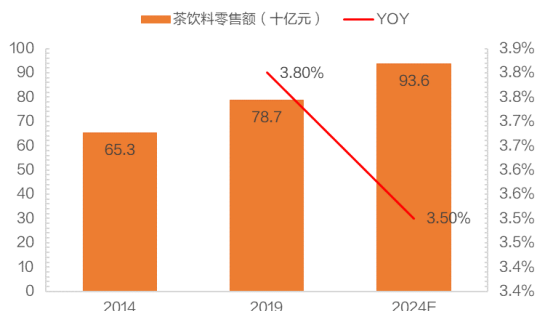
资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**健康化是饮料行业大势所趋，年轻化在细分赛道中着重突出。**具体来看，在中国居民健康素养水平日益提高以及消费结构转型升级的引领下，传统碳酸饮料的式微，无糖茶、中高浓度果汁以及运动饮料的崛起表明消费者对产品内在构成越来越关注，健康营养的成分摄入成为购买产品的重要考量因素之一。而当前饮料消费的对象仍以年轻人为主，产品在包装、口感、应用场景上也会着重考虑年轻人的消费需求。未来中国居民健康意识、收入水平将会进一步提高，公司无糖茶、中高浓度果汁、运动饮料有望实现进一步的持续增长。

#### 3.2.1. 茶饮料：公司品类丰富度高，贡献主要收入来源

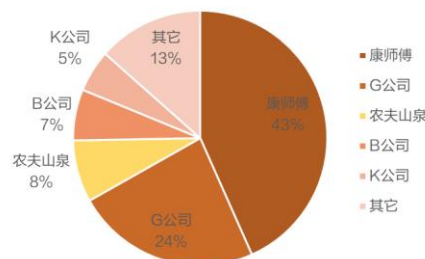
**茶饮赛道宽，市场集中度高。**我国是饮茶大国，饮茶历史源远流长，消费者对于茶饮料的接受程度也较高，茶饮料占整个软饮料行业市场份额 8% 左右。茶饮料市场空间广阔，根据弗若斯特沙利文数据，2019 年我国茶饮料市场容量近 800 亿，2024 年有望达到 940 亿元。中国茶饮料市场集中度高，按 2019 年零售额计，CR5 高达 86.53%，而 CR2 达到 66.84%。市场参与者中，康师傅凭借先发优势与网络化的铺市战略，多年稳居行业最前列，2019 年销售额市场占有率达到 43.33%。据 Chnbrand 中国品牌力指数，在过去近十年中，康师傅与统一分别保持第一、二的排名，行业龙头企业优势明显。

图 51：茶饮料市场规模增速相对缓慢



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

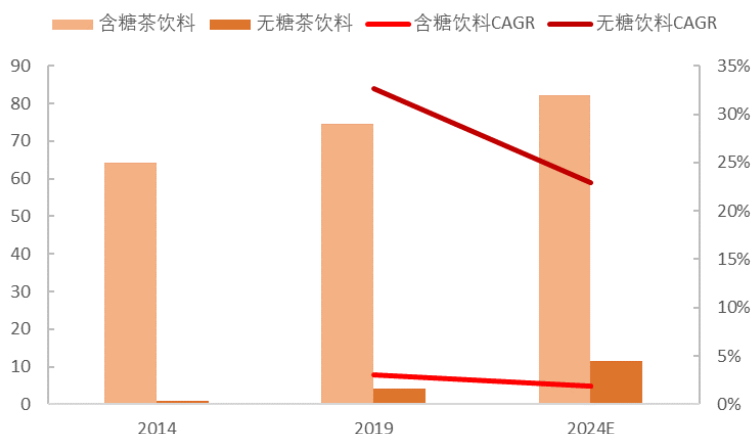
图 52：茶饮料市场格局



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**产品结构升级，无糖化趋势明显。**近两年来不断有玩家入局茶饮料市场，以农夫山泉、娃哈哈、王老吉、三得利为代表的厂商份额逐渐提升，**双寡头市场份额被逐渐挤压，主因结构升级和无糖化趋势的崛起。**茶饮料分为含糖和不含糖两类，含糖茶以绿茶、红茶为主，具有先入优势和培育优势。近几年受健康化的影响，无糖茶需求不断扩充。2014年，无糖茶市场份额仅有10亿，2019年已增至41亿元，CAGR高达32.6%，远高于含糖茶3%的年均复合增长率。未来随着居民生活水平和健康意识的持续提高，无糖茶能继续保持高速增长，预计到2024年，无糖茶市场规模将达到115亿元。

图 53：无糖茶增速远高于含糖茶



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**公司茶饮料品类丰富度高，紧扣行业发展趋势。**公司茶饮料业务是公司第二大业务，2018与2019分别实现营收30.36/31.38亿元，增速16.90%/3.3%，2020年1-5月受疫情影响，茶饮料营业收入同比-20.9%。产品方面，公司构建“有糖+无糖”产品矩阵，通过茶π深耕市场，紧扣大众化需求，另一方面推出无糖茶东方树叶，把握消费趋势。未来随着品类丰富度的提升，该业务有望保持稳健增长。

图 54：2017-2019 公司茶饮料收入及增速

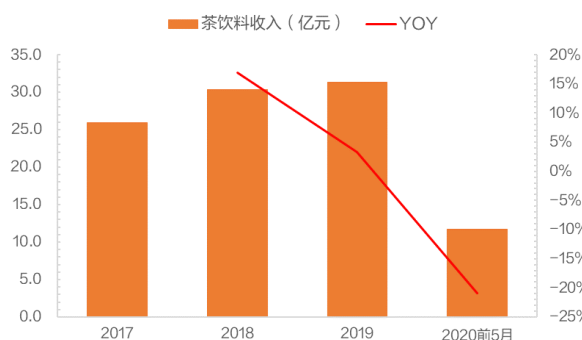
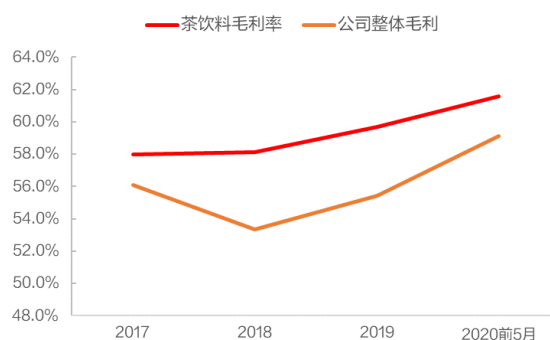


图 55：茶饮料毛利率对总体毛利率贡献大





资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 56：农夫山泉茶饮料产品矩阵

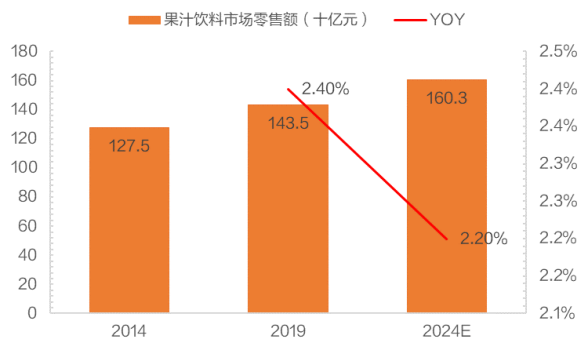


资料来源：农夫山泉公司官网，农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

### 3.2.2. 果汁饮料：市场集中度低，公司果汁业务有望发力推动业绩增长

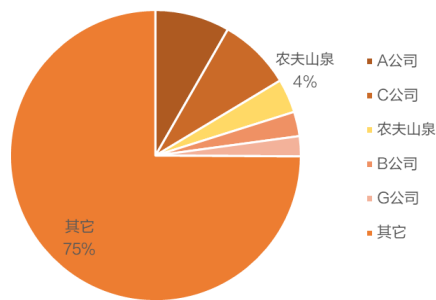
果汁饮料市场集中度低，公司有望持续发力。从零售量来看，果汁饮料市场近五年有所扩张，2014至2019年CAGR为2.4%，2019年市场规模为1435亿元，根据弗若斯特沙利文预测，2024年中国果汁饮料行业市场规模将达到1603亿元。目前，果汁饮料市场集中度仍然较低，2019年按零售额计CR5仅为25.1%，公司以3.76%的市占率排名第三。较低的市场准入壁垒极大提升了产品种类的丰富度，有利于更好地培育消费者需求。

图 57：果汁饮料行业零售额维持缓慢增长



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

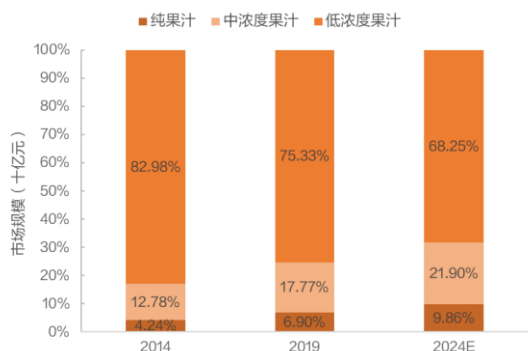
图 58：果汁饮料行业竞争相对分散



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

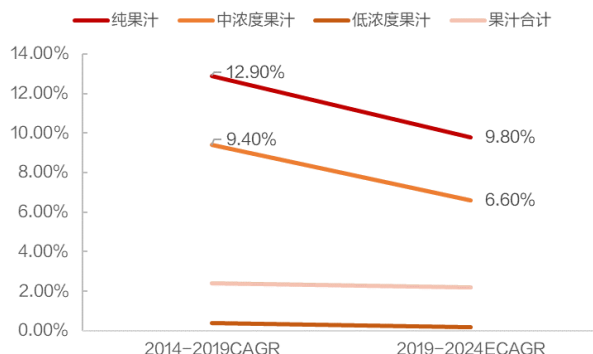
高端化和健康化趋势下，纯果汁和高浓度果汁是主要增长点。从体量看，2014、2019年中国果汁饮料市场份额为1275/1435亿元，其中低浓度果汁份额占比最高，分别为1058/1081亿元，占比82.98%/75.33%，中浓度果汁实现163/255亿元营收，占比12.78%/17.77%，纯果汁仅有54/99亿元，占比4.24%/6.90%。从增速看，纯果汁赛道增速最快，2014-2019CAGR为12.9%，其次为中浓度果汁，CAGR为9.4%，低浓度果汁几乎未实现增长。受到健康化和消费升级的影响，中高浓度果汁饮料市场将被进一步开拓。

图 59：中高浓度果汁占比持续上升



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

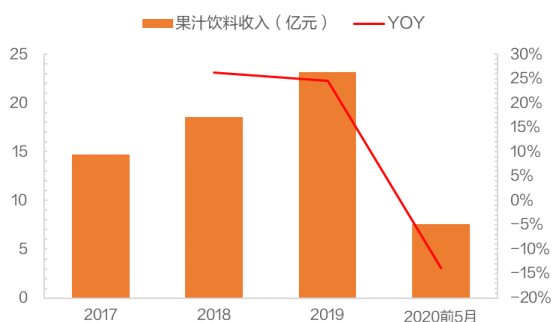
图 60：中高度浓度果汁增速明显高于低浓度果汁



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

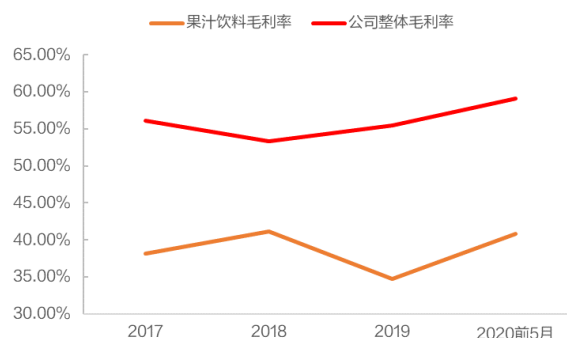
果汁业务指标表现良好，有望成为公司未来业绩增长的新动能。公司果汁饮料营收表现较好，保持较高速增长，2017-2019 年营收复合年增长率为 25.46%。毛利率方面，公司果汁饮料毛利率水平波动相对较大，2017 至 2019 年毛利率分别为 38.2%/41.1%/34.7%。近三年随着公司业务方向调整，果汁饮料营收占比逐渐增高，成为公司着力培育的业务板块之一。通过建立成熟的鲜果生产基地与精心培育丰富的产品组合，公司果汁饮料业务的竞争力逐渐增强。

图 61：2017-2019 年公司果汁营收增长较快



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 62：公司果汁毛利率波动相对较大



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **精选建立鲜果生产基地，提供丰富果汁原料储备。**公司拥有较为成熟的鲜果加工与榨汁生产基地，为非浓缩还原纯果汁产品“17.5°”系列提供了水果原料。其中，鲜橙加工和榨汁生产基地位于江西赣州，新鲜苹果的的加工和榨汁生产基地位于新疆维吾尔自治区。截至 2019 年末，公司共拥有七条鲜果榨汁线及三条鲜果生产线，为公司果汁业务的发展提供了优质且得天独厚的原料来源。
- ◆ **产品线丰富，多口味满足消费需求。**公司在果汁饮料领域推出的产品品类数量仅次于包装饮用水，产品线覆盖低、中浓度以及非浓缩还原纯果汁产品。其中低浓度果汁以“水溶 C100”为主要品牌，涵盖柠檬、西柚、青橘三种口味，以维 C 含量充足与独特酸甜口感赢得消费者的喜爱；中浓度果汁主要为“农夫果园”，在原有胡萝卜、橙子、番茄草莓和菠萝芒果混合口味的基础上，又于 2019 年新增了更高浓度的葡萄和橙子两种口味，该系列口感较为醇厚。公司非浓缩还原纯果汁产品的特色在于对水的“零添加”，以此充分保留新鲜水果的营养与风味。公司通过多样化的口味设计与产品传递的健康理念，极大丰富并拓展了消费群体。

表 9：农夫山泉果汁饮料产品丰富，口味多元

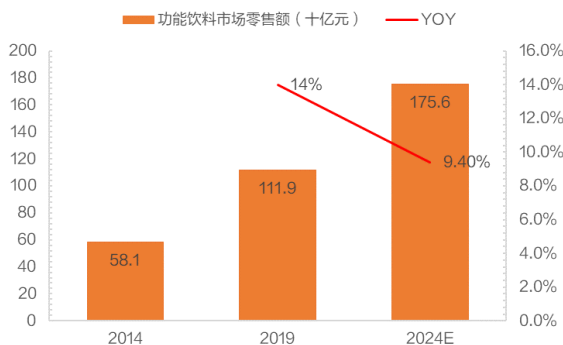
农夫果园 30%混合果蔬汁饮料			100%NFC 果汁系列		
产品口味	产品特点	产品图片	产品口味	产品配方	产品图片
橙+胡萝卜+菠萝+猕猴桃+櫻桃李	胡萝卜产自新疆，种植于天山北坡，沙壤种植，16小时光照		芒果混合汁	每瓶 300ml 芒果混合汁，约由四个芒果+两个苹果榨取	
番茄+草莓+櫻桃李+葡萄+黑加仑+苹果	番茄于新疆种植，生长条件优良，品质高		橙汁	每瓶 300ml 橙汁，约由三个班新鲜橙榨取	
芒果+菠萝+番石榴+苹果+番茄+橙+西柚	芒果、菠萝和番石榴来自海南、广东等生态农业示范区，风味独特，品质高		新疆苹果汁	每瓶 300ml 新疆苹果汁，约由两个半新鲜苹果榨取	
桃+櫻桃李+石榴+红葡萄+苹果+胡萝卜	新系列果汁含量升级到50%，桃子味全新口味添加桃原浆		番石榴混合汁	由苹果、葡萄、番石榴、胡萝卜、百香果、香蕉六种果蔬榨取	
葡萄+蓝莓+桑葚+黑加仑+苹果+紫胡萝卜	精选西班牙和治理的优质红葡萄，果汁含量增至50%		苹果香蕉汁	每瓶 300ml 苹果香蕉汁，约由两个半苹果+半根香蕉榨取	

资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

### 3.2.3. 功能性饮料：行业空间广阔，成长性强，为公司的增长源泉

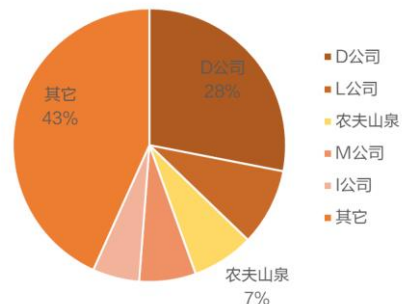
行业集中度较高，空间广阔。2014、2019 年中国功能饮料市场规模实现 581/1119 亿元，2014-2019CAGR 为 14.01%，预计未来五年能实现年平均复合增长率 9.4%，于 2024 年市场规模超 1700 亿元。行业内部来看，集中度较高，CR5 占据行业 56.8%的市场份额，排名第一的企业市占率达 28%，农夫山泉位居行业第三，市占率约为 7.3%。随着全民运动热潮的兴起，功能性饮料有望保持持续稳定的增长。

图 63：2014-2019 年功能饮料市场增长较快



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 64：公司功能性饮料市占率位于行业第三

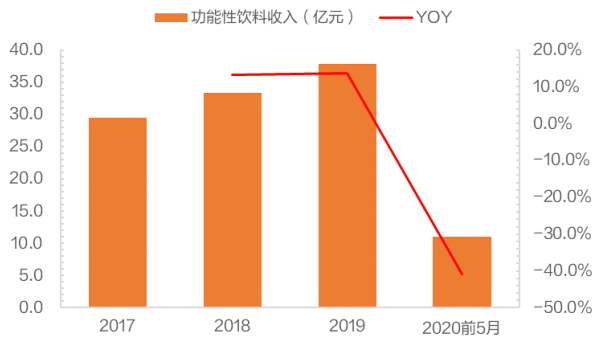


资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

公司功能饮料产品毛利率高，定位+配方尽显品牌优势。公司功能饮料产品毛利率水平较高，2017-2019 年、2020 年前 5 月公司功能饮料毛利率分别为 52.0%/49.8%/50.9%/53.3%。产品营收保持平稳增速，2017-2019 年营收复合年增长率为 13.46%。疫情期间功能饮料受影响最大，2020 年 1-5 月营收同比-40.8%。与竞品相比，公司功能饮料产品在定位上具备独特优势，在配方上展现出鲜明的品牌特色：公司功能饮料产品添加有微量元素，适用场

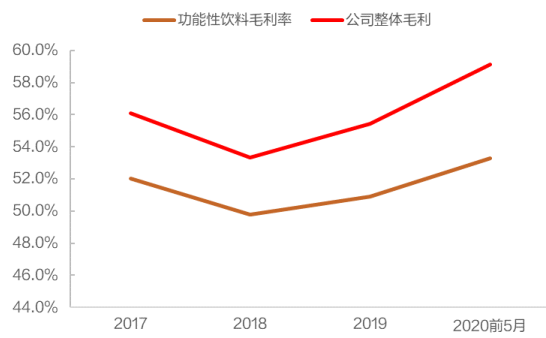
景主为日常及休闲运动而非集训、比赛等高强高压场景；配方含特色果汁成分，风格中和，适用更广泛的消费群体。目前该板块在公司营收占比比较小，未来随着功能化、场景化趋势的加深，该板块有望成为公司未来业绩的潜在增长动力。

图 65：公司功能饮料收入增速稳定



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 66：功能性饮料毛利率处于 50% 左右



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

图 67：农夫山泉功能饮料产品矩阵



资料来源：农夫山泉公司官网，农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

## 4. 推新能力是农夫山泉二次曲线的密钥，平台化发展打开公司增长空间

### 4.1. 产品营销双管齐下，高效创新和持续迭代强化公司推新能力

#### 4.1.1. 推新能力是公司可持续发展的源动力，产品营销缺一不可

软饮料行业不确定性较强，主因消费者粘性不强，尝鲜要求比较高，品牌忠诚度低，行业内公司的发展需要依靠公司的推新能力。推新能力不仅指新品的研发、储备等能力，还指代公司营销和渠道能力，即既可以有好的产品，还能有能力将其销售出去。

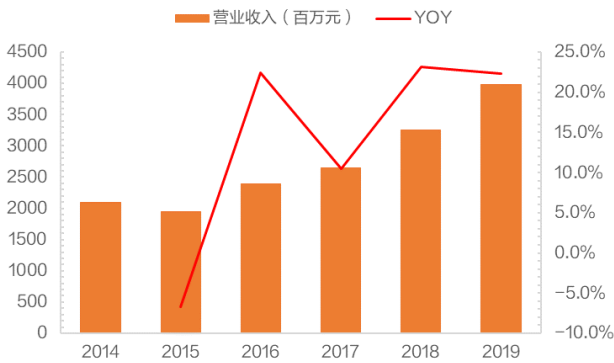
#### (1) 产品力：顺应趋势，创新突围

高端化、健康化和年轻化是企业产品突围的方向。企业要在激烈的竞争中突围，就需要有吸引消费者的产品支持，这就要求企业开发出符合消费趋势的产品。通过归纳，我们可以得出，近几年快速爆发的产品，均将产品定位在高端化、健康化和年轻化：茶π和小茗同学通过创新包装，着力茶饮赛道，为其成为大单品奠定基础；元气森林则紧抓气泡水和茶饮等健康概念的赛道；NFC 也主打健康概念；而青啤、李宁等国潮风，则代表了年轻化的趋势。产品结构的调整，也着实为企业业绩带来了改善。例如香飘飘 18 年推出果汁茶，推动 19 年营收大幅增长，2019 年度营收同比+22.36%；洽洽通过推出每日坚果等新品，业绩大幅改善，2018 年营收增速为 16.50%，较 17 年提升 13.95pcts；19 年度营收增速在 18



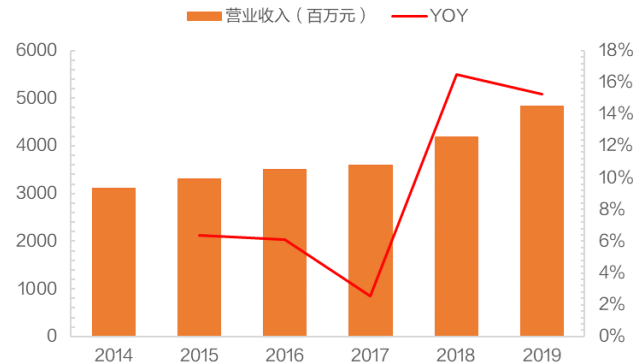
年同期高基数的背景下仍然录得 15.25% 的增长。

图 68：果汁茶推动香飘飘 19 年营收大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：每日坚果改善洽洽食品业绩



资料来源：Wind，天风证券研究所

“定制化”或将成为公司产品突围的另一大方向。软饮料推广所面临的另一个问题是产品的同质化较为严重，为解决此问题，公司可将“定制化”作为创新突破的方向。我们在 2020 年度策略《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中分析到，我国即将进入消费时钟第四阶段，该阶段又称为定制时代，这是个性化诉求的时代，我们认为相关公司可以提前布局该领域，通过满足个性化的消费需求，创新突围。

(2) 营销力：营销是拉力，渠道是推力

对于日常消费品，要把握消费者“冲动”的消费需求。软饮料行业由于消费者的粘性较低，往往具备冲动的消费行为。这就要求企业在营销上能够尽最大可能抓住消费者的需求。我们认为企业可以从两方面入手，一是广告，二是包装。

- ◆ 广告要求公司能够清晰的表述产品定位。这个定位可以是人群定位，也可以是功能性定位。企业需要通过广告、植入、赞助等方式进行营销，但需要依据其定位进行精细化营销。例如针对年轻消费群体的产品，其广告赞助应该以综艺为主，且可以加大新媒体如抖音等的宣传方式；而功能性定位，则可以通过经典广告语进行营销，如怕上火喝王老吉。
- ◆ 广告要求公司包装能够快速吸引消费者。包装的作用不容小觑，很多产品都是在陈列的过程当中激发起消费者的购买欲望。我们认为包装的设计可以遵循多花样、高端化趋势，通过鲜明的色彩、个性化的包装等方式，把握消费者的需求。

图 70：经典广告语能够增强营销的成功率



资料来源：公众号品牌趋势，天风证券研究所

图 71：产品包装呈现多元化、多花样



资料来源：京东商城，天猫超市，天风证券研究所

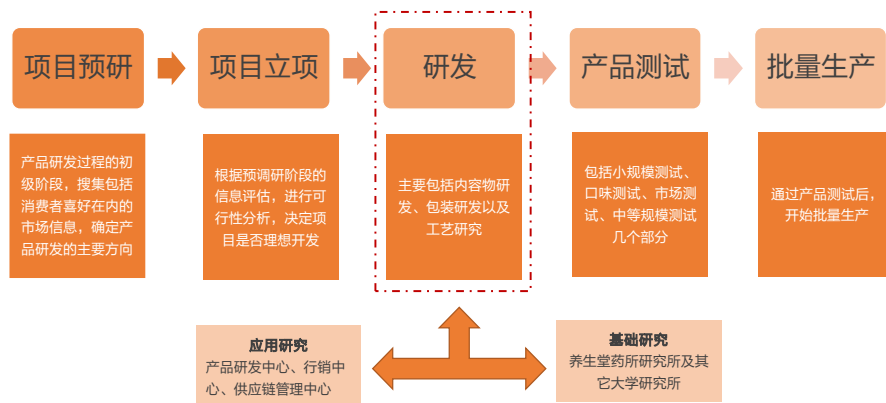
渠道要求有一定利润空间与政策支持，同时注重新零售渠道。渠道是快消品的核心，要让市场快速认知该产品和放量，需要渠道有较强的推力。我们认为渠道的推力一方面来自较高的利润空间，另一方面来自渠道政策的支持。此外，新兴渠道的开拓也是快消品未来的主要销售渠道。而我们在 2.2 中的分析也得出农夫山泉目前具备较强的渠道拉力和推力。

- ◆ **品牌粘性不强要求通过利润和政策进行渠道支持。**消费品离不开渠道的配合，经销商会衡量公司的产品力、营销力以及品牌力进而决定合作的企业。一般情况下，品牌力强的产品，对经销商的议价能力也较强。但对于品牌粘性不强的品类，通常需要企业有一定的利润和政策支持。**利润空间除了表现在返利等政策，还有产品高周转带来的资金效率提升。**高周转对应的是产品的热销，即产品有较强的品牌力和营销策略，所以营销的拉力既体现在对消费者的吸引，也体现在对渠道商的利润空间。另一方面，对渠道广告、推广等政策的支持，也能够增强经销商的信心，提高产品吸引力。
- ◆ **渠道拓展多元化，积极拓展电商渠道。**对于饮料行业，由于消费者尝鲜需求强，需要增强产品的可得性，这就要求公司渠道建设更加多元化，例如新型的便利店渠道、自动售卖机等。同时，随着电商和新媒体的兴起，线上渠道成为产品走量的又一重要抓手。据国家统计局，我国实物商品网上零售额占社零总额的比值从 15 年初的 10.8% 快速增长至 19 年 20.7%，且该占比或将继续上升。电商平台一方面能够获取新的需求，另一方面，也起到了产品宣传的作用。

#### 4.1.2. 强研发是推新的基础，精准营销叠加渠道多元，场景和受众不断拓宽

**研发体制市场化，科研投入保障产品更迭节奏。**在新品投入市场之前，公司会进行收集信息和确定方向工作，并经过评估可行后开始研发。研发过程中，养生堂药物研究所主要负责基础研究，其中包括农产品、天然资源、特色食品的功能性研究以及食品加工的工艺研究。同时公司产品研发中心、行销中心等负责应用研究，开展配方、口味、包装设计以及工艺研究等工作。公司对外观包装和概念打造十分重视，管理层会深度参与其中，以保障新品推出的高质高效。2018、2019 年公司研发投入为 1.07/1.15 亿元，同比增长 127.7%/7.5%，并署名 4 项国家标准、3 项行业标准、1 项地方标准以及 4 项团体标准。凭借着前卫的研发技术以及对市场信息的有效掌握，公司保持着稳定的产品更迭节奏，推出的新品符合大的消费趋势，丰富了产品矩阵的同时，核心竞争力也得到巩固。

图 72：公司目前已经形成一套完备的研发体系



资料来源：农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

**公司顺应行业趋势，产品储备丰富。**近两年公司再次进入产品推新高峰期，在顺应健康化、年轻化以及高端化的消费趋势下，2019 年上市炭仝碳酸咖啡能够同时满足年轻人对碳酸饮料和咖啡饮料的消费需求，而优质无糖/低糖咖啡则主打健康概念。2020 年公司推出 TOT 气泡水，精美包装定位年轻人群，天然、纯净无添加迎合健康化趋势。除此之外，植物基酸奶、农夫山泉苏打水的上市也基本符合三化趋势，极大丰富了公司的产品储备。

表 10：农夫山泉新品布局精准卡位行业趋势

产品名称	产品价格	产品特点	产品图片	上市时间
TOT 气泡水	5 元	主打天然、纯净、无添加概念，包装精美时尚，口味丰富独特		2020
炭灸	9.9 元	精选好豆，只在农夫工厂烘焙，萃取工艺精湛。糖、脂肪、热量含量低		2019
植物基酸奶	9.9 元	以大豆、椰浆等植物基为原料，接种酸奶菌种发酵制成，胆固醇 0mg，0 乳糖		2019
农夫山泉苏打水	5 元	取长白山天然自涌泉，富含天然矿物元素，无糖无汽零能量		2019

资料来源：农夫山泉公司官网，农夫山泉招股说明书，天风证券研究所

我们在 1.3 部分分析了瓶装水业务的营销模式，公司具备优秀的营销基因，该优势也在软饮料业务中得到发挥。一款明星大单品的诞生不仅需要公司具备强研发能力，还需要配合精准有效的营销做支撑，研发能力决定产品品质，叠加高效营销，则能拓展业绩宽度，延长产品生命周期。广告和包装是能激励消费者“冲动”消费的重要拉力，农夫山泉凭借对广告的精准把握以及产品包装的创新升级，成功打造数款明星单品。

- 精准定位年轻人群，强调产品功能特性。**农夫山泉茶π、力量帝等饮料单品主要消费人群是 30 岁以下的年轻人，因此传统电视广告投放带来的宣传效果相对有限，而综艺赞助却能带来品牌知名度提高的瞬时效应。2018 年农夫山泉冠名《偶像练习生》综艺，通过粉丝打投、广告植入、偶像代言等方式极大提高产品知名度，力量帝维他命水因此也曾一度出现市场缺货，之后维他命水、茶π等也分别冠名了《中国有嘻哈》、《我是唱作人》等高收视综艺，取得强烈反响。**同时广告应当回归产品本身，营销才具可持续性。**“满足每日维生素 C”、“熬夜加班，提取维他命”等广告语精准传达产品特质，促进市场销量。

图 73：农夫山泉综艺冠名+精准广告语提高品牌知名度



资料来源：农夫山泉招股说明书，苏宁头条，天风证券研究所

- 产品包装设计醒目，深度契合主流审美需求。**从饮用水到软饮料，重视包装设计是农夫山泉的一贯传统，也是其产品能够长期久立不衰的重要因素。善用插画，注入文化价值。东方树叶以及新版茶π包装皆使用插画包装，且背后都蕴藏着一个故事或代表一种文化，引发消费者情感共鸣。同时，简约明了、色彩鲜明的包装也越来越受到青睐。力量帝包装无华丽团，用六种单色体现高端设计感，吸引消费者注意，新品 TOT



则通过葫芦状瓶身以及三维 logo 吸引消费者目光。

图 74：农夫山泉产品包装设计醒目



资料来源：农夫山泉公司官网，天风证券研究所

**新场景不断拓宽，渠道张力得到扩张。**随着快消零售业态的丰富，软饮料的销售呈现多样化，我们在 2.2 中提到目前公司已经积极拓展多元渠道，开拓消费新场景，自动贩卖机和芝麻店的铺展不仅为饮用水业务扩展提供动力，也为公司软饮料产品触及率的提高奠定了基础。除贩卖机、芝麻店外，2019 年公司还与物美合作，在超市、便利店投放咖啡机，主打现磨咖啡概念。未来随着终端运营的逐渐成熟，农夫咖啡机有望出现在校园、居住区等更多室内消费场景之中，不断拓展受众群体。

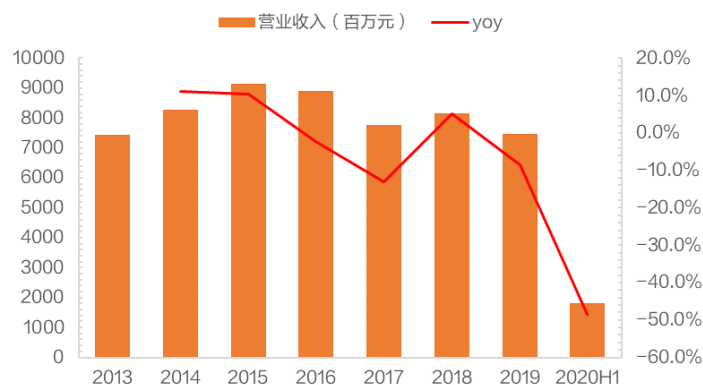
## 4.2. 生活快节奏缩短产品生命周期，公司不忘初心，打造可持续大单品

### 4.2.1. 软饮料产品迭代加速，粘性较低

我们对近年来大单品的生命周期进行了分析，发现软饮料产品的生命周期正在逐渐缩短，迭代速度较快。我们认为这与近年来消费需求的多元化和年轻化有关。一方面渠道的不断完善增大了消费者的可得性，消费者可选择的品类更加多元；另一方面年轻的消费群体所带来的多元的消费需求，也加速了品类的迭代速度。

- ◆ **渠道多元和下沉使得商品的可得性增强：**六个核桃是我国为数不多的百亿级大单品，长期发力三四线城市，产品的生命周期较长，在 2015 年之前处于持续增长态势。而近年来随着乳制品等竞品企业的渠道开拓和下沉，公司业绩开始下滑，我们判断与消费者选择愈发多元化有关。随着渠道的逐步完善，商品可得性增强使得产品迭代速度加快。

图 75：2015 年后养元饮品业绩呈下滑趋势



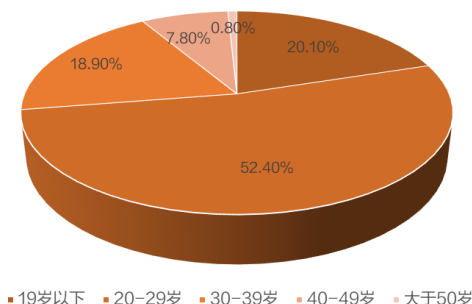
资料来源：wind，天风证券研究所

- ◆ **消费的多元化需求加速产品迭代：**软饮料的主力消费人群集中在青少年人群，智研咨询数据显示，有超过一半消费者年龄介于 20-29 岁之间，19 岁以下人群也高占 20.1%。年轻人的消费理念和需求千变万化，促成单笔消费的动因也丰富多样，尚未存在一种因素能够对消费者选择起绝对的支配作用。为满足多元易变的消费需求，软饮料行业



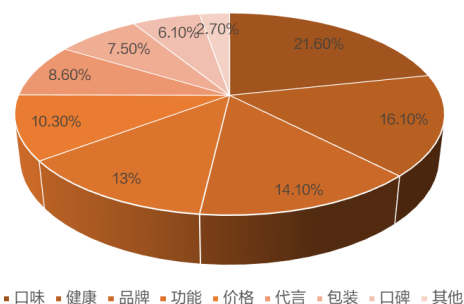
产品更迭节奏相对较快，对企业产品推新能力也有较高要求。

图 76：软饮料主力消费者位于 30 岁及以下



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 77：影响软饮料消费因素丰富多元



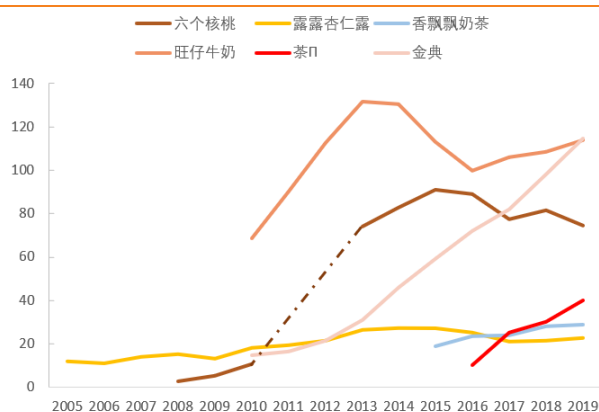
资料来源：智研咨询，天风证券研究所

#### 4.2.2. 不忘初心，持续培育，厚积薄发

**品类爆发周期决定单品生命周期。**我们认为强大的推新能力除了体现在丰富的产品矩阵和营销上，也体现在对品类生命周期的研究。品类生命周期的演绎，更多取决于品类爆发的周期，这就要求公司能够精准的把握消费的趋势。而消费习惯的判断是较为复杂的，且具备较强的不确定性，这就要求公司能够具备较强的产品储备能力，蓄势待发，等待品类爆发。经过分析，我们认为公司在产品储备方面具备较强的前瞻性，以尖叫和东方树叶为例，尖叫公司投入资源较少，但单品保持持续增长，主因功能饮料趋势逐渐强化；而东方树叶则是公司布局无糖茶的重要产品。公司通过提前布局相关市场和消费趋势，蓄势待发，待品类爆发时能够快速应对，抢占市场份额。

**用心耕耘，通过产品力和营销力延长生命周期。**通过分析产品的生命周期，我们发现公司大单品茶π仍处于持续增长的态势，与软饮料 2-3 年生命周期规律形成鲜明对比。以茶π为例，公司通过丰富产品矩阵以及持续的创新营销延长品类生命周期。一方面产品上口味日益丰富，产品规格逐渐覆盖 250-900ml，并在 2019 年对包装进行全面升级，目前单品 SKU 数量已接近 10 个。另一方面，营销创新连续，热度维持高位。2016 年茶π上市，签约亚洲男团 Bigbang 为代言人，并联合京东开展免费赏新活动，迅速打开局面，当年销售量即达 16 亿元，成为近十年内上市首 12 个月销量最高饮料。之后三年里茶π相继签约吴亦凡、赖冠霖、权志龙为品牌代言人，并冠名综艺《我是唱作人》等，保持较高的曝光度，4 年销量已累计破百亿。

图 78：软饮料行业大单品生命周期曲线（单位：亿元）



资料来源：wind，欧睿国际，天风证券研究所

图 79：农夫山泉茶π产品和营销持续保持创新



资料来源：农夫山泉招股说明书，亿欧网，财经头条，天风证券研究所

**不忘初心，持续培育产品，静待品类爆发。**与茶π形成较大对比的东方树叶、NFC 等产品，从上市至今表现不温不火，但公司仍持续培育，我们认为与公司趋势的判断和对产品的初心有关。我们认为随着消费升级的演进，产品更应回到本质，而农夫布局的产品，均表现其对产品本质的坚守和判断。随着公司对消费者心智培育的不断输出，未来随着品类周期的爆发，公司有望率先介入市场，实现业绩高增。

### 4.3. 推新能力的背后，是管理层各项能力的平衡，是平台化的核心

#### 4.3.1. 饮用水业务反哺软饮料业务，为强推新能力提供支撑

饮用水业务提供基本盘，夯实推新能力，不断提升竞争优势。我们认为公司饮用水业务对软饮料的反哺作用主要体现在资金和渠道支持上。推新能力需要持续的产品研发投入和市场推广费用，同时需要渠道推力的支持。此外，公司全产业链的布局，也强化了公司推新能力的提升。

- ◆ **资金支持：**饮用水业务的稳健增长以及高盈利能力保障了公司现金流的稳定，通过饮用水业务能够反哺饮料的高投入，对软饮料板块的研发和推广提供充足的资金支持，有利于公司推新能力的可持续性。
- ◆ **渠道支持：**农夫山泉已凭借饮用水业务建立了深度下沉的销售网络，公司软饮料新品有农夫山泉品牌做背书，能够较快获得经销商信任，凭借大商的经销优势，能够实现终端快速铺货和推广。同时，以自动贩卖机、芝麻店等为代表的新零售渠道的拓展也为推广软饮料新品，提高终端触及度夯实基础。
- ◆ **产业链支持：**公司目前已经形成了上游种植、研发到下游行销的全产业链布局，为扩充品类、上市推新奠定基础。上游除稳步推进水源地建设外，农夫山泉还加强养殖业、农业建设，以保障产品原料供给，并形成了系统的产品研发体系。关联公司涉足医药等其它领域，经营边际广。中游公司依靠“包装饮用水+饮料”双引擎驱动，带动业绩稳定增长。下游在物流网络、渠道销售等方面农夫山泉持续深耕，为产品触达终端打通脉络。

综上所述我们认为公司具备可持续的产品推新能力，未来的核心竞争力有望进一步巩固夯实。

图 80：农夫山泉饮用水业务反哺饮料业务

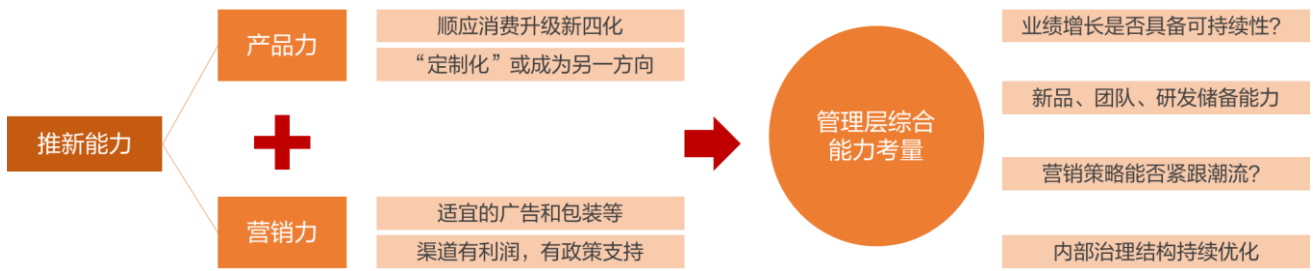


资料来源：亿欧网，天风证券研究所

#### 4.3.2. 公司平台化能力初具，未来品类丰富度和运作能力打开公司业绩天花板

推新能力表面上看是产品力和营销力的表现，而其背后是管理层综合能力的考量。产品力方面，公司能够培育一款大单品，只能证明公司现阶段产品策略是正确的，但由于该品类消费粘性弱，会遇到产品生命周期短等问题。如何让公司业绩能够持续增长，考验的是公司新品储备和持续研发的能力，更考验的是管理层是否能够把握行业发展趋势，与时俱进，而不是安于现状。营销力方面，产品的营销讲究精细化，且不可太过激进，同时对经销商政策的执行力要强，要与经销商共同成长，这就要求管理层能够持续优化内部治理结构，销售机制能够顺应时代发展进行变革。总之，推新能力不能只是业绩上短暂的昙花一现，应该抓住其本质，投资于管理层建设平台型企业的愿景。

图 81：推新概念的投资逻辑



资料来源：天风证券研究所

**平台化特征逐渐显现，打开业绩增长空间。**平台化公司的特征就是能够具备较强的单品运作能力，而单品能够成功取决于公司的推新能力，更取决于管理团队的综合能力。通过分析，我们认为公司在全产业链布局下，逐渐形成了渠道、品牌和产品等全方位优势，平台化特征逐渐显现。在优秀的管理团队的带领下，公司未来品类的丰富度以及单品的贡献将持续增加，业绩能够保持稳健的增长，天花板不断提高。

- ◆ **在公司的商业模式中， $\alpha$  并不仅仅只代表饮料这一品类，它更代表的无限想象。**而这些想象都源于公司平台化的特性。在水的深耕和软饮料的迭代过程中，黄金分割的占比或形成互换，公司平台化的优势将在二者之间不断强化。基于此，我们认为单纯从水或者饮料的角度看公司发展，都无法给予较大的增长空间，而二者合力构筑的公司平台化优势，方能打开公司业绩增长空间。
- ◆ **软饮料行业的快速迭代，更加凸显了公司平台化的优势。**软饮料行业由于其进入门槛不高，使得行业竞争激烈，但经历历史沉浮，真正能够沉淀下来的公司屈指可数。我们认为正是软饮料行业的特性，帮公司筛选了一批竞争对手，从而凸显了公司的竞争优势。品类的增长就像“阶梯”一样，通过单品的持续培育和输出，规模有望持续增大，进入平台化正循环。

图 82：阶梯模型：矩阵丰富，业绩提升，场景延伸



资料来源：天风证券研究所

## 5. 风险提示：

**行业竞争恶化：**行业竞争恶化将影响公司生产经营。

**市场拓展不及预期：**市场拓展受限将对公司业绩增长造成困扰。

**原材料价格波动：**上游 PET 价格上涨将影响公司盈利水平。

**消费行为的不确定性：**消费者的消费行为受季节性、广告宣传活动和天气变化等因素影响大，具有不确定性。

**经营业务所需的执照及许可证：**公司所处行业涉及水资源开发，需要相关的业务许可证，若无法延期或取得，则影响公司业务的可持续性。

**食品安全问题：**若食品安全出现问题，将对行业产业上下游及公司经营造成重大影响。

**政策风险：**有关食品安全法规和相关政策的重大变化或影响公司持续经营。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com