

# 润物无声，立体透视水的生意经

## ——软饮料行业报告三部曲之一：瓶装水

2019年06月14日

看好 / 维持

食品饮料

深度报告

首席分析师	刘畅	电话：010-66554017	邮箱：liuchang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120001
研究助理	吴文德	电话：010-66554025	邮箱：wuwd@dxzq.net.cn	

### 投资摘要：

瓶装水行业目前处于繁荣期，已成为规模最大的软饮料子行业。近几年我国瓶装水行业规模高速增长，已成为软饮料最大子行业。2018年我国瓶装水规模达1900亿，2013-2018年CAGR高达11.1%。2012年，瓶装水首次超过碳酸饮料，成为软饮料中市占率第一的子行业，此后瓶装水销量不断增长，到2017年，瓶装水市场份额高达29.4%，延续了稳中有增的态势。随着人们生活水平的提升以及健康意识的普及，瓶装水的占比将持续提升，稳居软饮料行业最大子行业地位。

我国瓶装水量价均具备成长空间，行业规模有望突破3000亿元。从消费量来看，2017年我国人均瓶装水消费量为36.45升，低于世界平均水平。从价格来看，2017年我国瓶装水行业平均售价大约为0.26美元/500ml，相比较于美国的0.45美元/500ml和日本0.8美元/500ml，我国瓶装水价格较低。预计行业未来增长趋势将延续，未来3-5年内行业规模有望突破3000亿元，达到3262.5亿元。

三大因素驱动我国瓶装水行业持续发展。通过分析美日两国瓶装水行业的发展历程，并结合我国经济基本面和行业发展背景，我们认为我国具备三大行业驱动因素，一是人均收入提升带来的消费升级，二是健康意识和人口老龄化的催化，三是水污染事件驱动。

- ◆ **驱动一：消费结构升级，带来瓶装水的量价齐升。**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，而收入水平的增长也带来高端水对低端水的替代，进而促进了价格上涨。
- ◆ **驱动二：居民健康意识提升带动销量提升。**健康意识的提升使得甜味碳酸饮料销量近年来持续下滑，瓶装水对含糖饮料的替代促进了销量增长。另一方面，中国老龄化趋势在一定程度上提振高端瓶装水需求。
- ◆ **驱动三：中国近年来水污染事件频发，促进瓶装水销量的增长。**

行业格局仍未稳定，三大趋势是未来撬动瓶装水企业增长的新杠杆。我国瓶装水行业集中度较高，CR6已经接近80%。尽管行业集中度高，但格局并未稳定，主因行业在新时期面临新的挑战，三大趋势或将改变行业格局：一是高端化趋势。消费升级和高毛利的诉求使得企业纷纷布局中高端市场，天然矿泉水成为主流换挡方向。二是细分化趋势。随着第四消费时代和“Z世代”的到来，消费需求呈现多元化，场景和人群的细分化成为趋势。三是品类多元化。在高端化的趋势下，气泡水和苏打水增速强劲，从而带动高端水市场品类多元化的趋势。

**投资建议：**瓶装水行业规模仍存上行空间，但行业竞争愈发激烈，差异化将成为企业的主要竞争力。我们认为在高端化、场景和消费人群细分化和品类多元化的趋势下，如何打造差异化产品，同时辅以相匹配的渠道，将是企业未来的核心战略之一和主要竞争优势。

- ◆ **吉林森工：**旗下泉阳泉是瓶装水行业的黑马，掌握天然优质水资源，多元化新品迎合消费升级趋势，发展空间较大。预计公司瓶装水业务2019-2021年实现营收7.81/9.18/10.92亿元，同比增长15.32%/17.63%/18.95%。
- ◆ **西藏水资源：**公司独特而稀缺的优质水源地奠定其高端市场定位，多元化的销售渠道助力公司细分场景的开拓。预计公司2019-2021年实现营收9.12/9.65/10.39亿元，同比增长3.35%/5.89%/7.63%。
- ◆ **农夫山泉：**行业龙头，在品牌质量和营销方面都走在前端，加之公司积极布局优质水源地，预计未来市场份额继续提升。
- ◆ **景田百岁山：**公司近几年发展势头迅猛，在中高端瓶装水市场占据较高份额，随着消费升级的到来，未来发展潜力巨大。

**风险提示：**经济发展乏力，食品安全风险，进口产品冲击等。

## 目 录

<b>1. 瓶装水迎来繁荣期，领跑软饮料市场</b> .....	<b>7</b>
1.1 我国瓶装水历经四大发展阶段，逐步迎来繁荣时期 .....	7
1.1.1 瓶装水范畴较小，整体可分为四大类别 .....	7
1.1.2 行业历经四大发展阶段，目前进入繁荣期 .....	8
1.2 瓶装水行业增长强劲，已成为规模最大的软饮料类别 .....	11
1.3 行业集中度提升，差异化是主要竞争力 .....	11
1.3.1 行业集中度高，但竞争格局仍未稳定 .....	11
1.3.2 产品结构升级趋势明显，高端和进口产品增长显著 .....	12
1.3.3 差异化战略是行业的主要竞争力 .....	13
1.4 增量市场下，三大趋势撬动企业增长新杠杆 .....	14
<b>2. 美日市场寻对比，国内发展潜力大</b> .....	<b>15</b>
2.1 健康需求是美国瓶装水消费的首要驱动力 .....	15
2.1.1 行业规模稳步提升，产品结构以低端为主 .....	15
2.1.2 健康意识强化叠加人均收入提高驱动行业发展 .....	17
2.2 日本瓶装水市场规模小，特殊事件驱动行业发展 .....	18
2.2.1 人均瓶装水消费量较低，进口来源广泛 .....	19
2.2.2 以收入增长下的消费升级为背景，以特殊事件发展为契机 .....	20
2.3 对标美日，量价双轮驱动我国瓶装水行业发展 .....	22
2.3.1 三大主要因素驱动美日瓶装水行业发展 .....	22
2.3.2 我国瓶装水市场空间犹存，量价均存上涨空间 .....	23
2.3.3 独占美日三大驱动因素，行业规模有望突破 3000 亿 .....	24
<b>3. 差异化竞争驱动行业高端化、细分化、多元化趋势</b> .....	<b>27</b>
3.1 消费结构上移，国内外企业纷纷加码高端市场 .....	27
3.1.1 消费升级和高毛利的诉求推动行业中高端化进程 .....	27
3.1.2 天然矿泉水成主流换挡方向，水源战略地位凸显 .....	28
3.2 场景和人群的细分化满足消费需求的多样性 .....	28
3.2.1 消费需求多样化是时代发展的必然结果 .....	28
3.2.2 人群和消费场景细分是产品顺应行业趋势的体现 .....	29
3.3 品类多元化为行业发展增添新动力 .....	30
3.3.1 苏打水和气泡水在国外市场发展迅猛 .....	30
3.3.2 我国高端水市场品类多元化趋势明显 .....	31
3.4 渠道的多样化支撑行业三大趋势发展 .....	34
3.4.1 多样化的销售渠道增加了消费者的产品触及率 .....	34
3.4.2 精准定位多样化渠道是企业差异化的主要战略之一 .....	34
<b>4. 投资建议：</b> .....	<b>36</b>
4.1 吉林森工 .....	36
4.2 西藏水资源 .....	37
4.3 农夫山泉 .....	37

4.4 景田百岁山..... 37

5. 风险提示： ..... 38

## 插图目录

图 1: 瓶装水与其他软饮料品类关联分析 .....7

图 2: 瓶装水：可供直接饮用，不含糖且密封瓶装的水.....8

图 3: 从萌芽到繁荣，瓶装水的发展蒸蒸日上 .....9

图 4：2013-2018 年我国瓶装水零售额（单位：亿元） ..... 11

图 5：2012-2017 年我国瓶装水零售量（单位：万吨） ..... 11

图 6：2011-2015 年软饮料各子品类产量同比增速..... 11

图 7：2017 年软饮料各子品类市占率情况 ..... 11

图 8：2015-2018 年 CR3 与 CR6 市场份额..... 12

图 9：2015-2018 年瓶装水市场份额分配 ..... 12

图 10: 不同品类瓶装水销售份额及增速..... 12

图 11：2014-2018 中国瓶装水进口金额..... 13

图 12：瓶装水市场规模不断扩张，行业呈现三大发展趋势..... 14

图 13：2010-2017 年美国瓶装水消费量（单位：亿升） ..... 15

图 14：2010-2017 年美国瓶装水消费额（单位：百万美元） ..... 15

图 15：2017 年美国饮料市场占比..... 16

图 16: 美国瓶装水单位售价（单位：美元/500ml） ..... 16

图 17：2003-2014 年美国人口肥胖率 .....	17
图 18：影响消费者选择饮料的 6 大因素 .....	17
图 19：各类软饮料所含能量对比 .....	17
图 20：各类饮料所含碳水化合物对比 .....	17
图 21：2004-2017 年美国瓶装水人均消费量（单位：升） .....	18
图 22：2004-2017 年美国人均收入（单位：美元） .....	18
图 23：2010-2017 年日本瓶装水消费总量（单位：百万升） .....	19
图 24：2017 年世界瓶装水人均消费量（单位：升/人） .....	19
图 25：2017 年日本进口瓶装水来源国 .....	20
图 26：日本瓶装水单位售价（单位：美元/500ml） .....	20
图 27：1998-2018 年日本消费指数 .....	21
图 28：日本消费时代变迁 .....	21
图 29：上世纪 90 年代后日本 65 周岁以上老年人占比 .....	21
图 30：2009-2017 年日本瓶装水人均消费（单位：升/人） .....	22
图 31：2017 年中国、美国、韩国、日本人均瓶装水消费量 .....	23
图 32：2013-2018 年我国人均可支配收入（单位：元） .....	25
图 33：2017 年地下水水质监测结果 .....	25
图 34：2012-2017 年中国居民健康素养水平 .....	25
图 35：2007-2017 年我国 60 周岁人口占比 .....	25
图 36：2011-2018 年中国自动售货机保有量情况统计 .....	26

图 37：中国瓶装水行业的主要品牌的定位.....	27
图 38：不用场景的瓶装水 .....	29
图 39：细分化天然矿泉水产品.....	30
图 40：全球苏打水市场份额占比 .....	31
图 41：全球气泡水市场份额占比 .....	31
图 42: 2009-2017 年中国高端苏打水产量（单位：万吨） .....	32
图 43：2015 年瓶装水、气泡水每升平均售价.....	33
图 44：瓶装水与气泡水在月收入 1.6 万元以上家庭渗透率 .....	33
图 45：2012-2016 年瓶装水各零售渠道销量占比 .....	34

## 表格目录

表 1: 不同类别瓶装水性质对比:天然矿泉水表现最佳 .....	8
表 2：我国瓶装水李历经四大发展阶段，目前处在繁荣期.....	10
表 3: 各瓶装水品牌在历史发展阶段差异化特征归纳 .....	13
表 4: 各国含糖税 .....	18
表 5: 瓶装水行业驱动因素分类.....	22
表 6: 中美日三国瓶装水消费量差异及原因 .....	23
表 7: 中美日三国瓶装水平均售价差异及原因 .....	24
表 8: 近年来因水质污染居民抢购瓶装水举例 .....	26

---

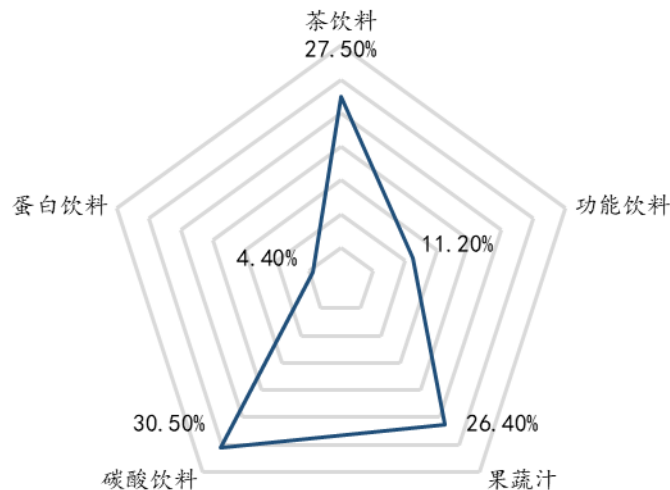
表 9: 瓶装水企业水源基地.....	28
表 10: 苏打水分类一览表.....	31
表 11: 气泡水分类一览表.....	33
表 12: 不同品牌选择的渠道战略影响.....	35

民以食为天，食以水为先，人体中 70% 的重量是水，成人每天需水量为 2500ml 左右，其中直接饮水约占 50%，食物中含的水为 40% 左右，体内代谢产生的水占 10%。由于必需性，水这门生意很早就有，也就成就众多消费品公司。随着消费的升级，水的品类和概念也越来越多，这是供需双方共同作用的必然趋势，未来也必将成就一批新兴的包装水公司。水生万物，因此一切对于软饮料的分析也需要建立在水的研究之上，任何种类的软饮料都需要水作为原材料，因此瓶装水与其他品类的软饮料的关联性和替代性始终存在。

软饮料行业经过多年的发展，目前已经呈现出多元化发展的趋势：一是产品品类不断丰富，二是产品的功能性划分越来越细致，三是产品终端渠道的表现形式越来越多样，特别是具有中国特色的茶饮料的发展。我们将通过三篇系列报告，阐述软饮料行业目前的现状和未来的发展趋势：

- (1) 瓶装水，水是万物赖以生存的物质基础；
- (2) 软饮料，不同人群、不同场景带来的不同需求；
- (3) 水和饮料衍生出来的新兴业态。

**图 1：瓶装水与其他软饮料品类关联分析**



资料来源：智研咨询发布的《2017-2023 年中国饮料市场专项调研及投资方向研究报告》，东兴证券研究所

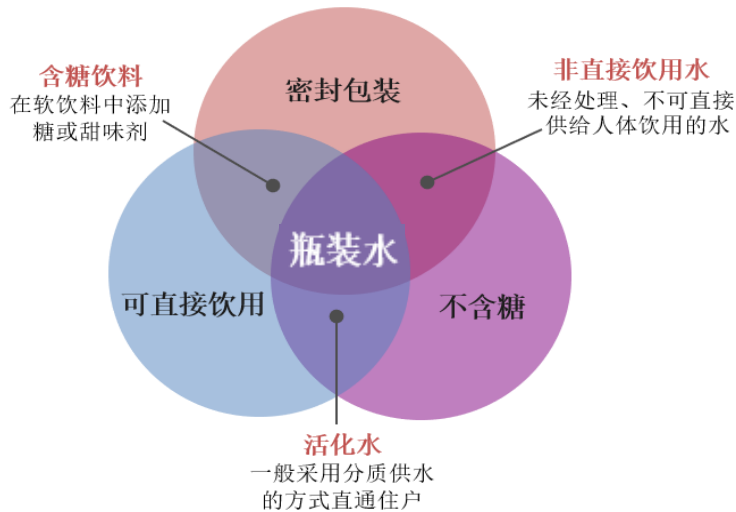
## 1. 瓶装水迎来繁荣期，领跑软饮料市场

### 1.1 我国瓶装水历经四大发展阶段，逐步迎来繁荣时期

#### 1.1.1 瓶装水范畴较小，整体可分为四大类别

**瓶装水定义：**瓶装水是密封于符合食品安全标准和相关规定的瓶装容器中，可供直接饮用，不含糖的水。瓶装水隶属于软饮料大类，其原料主要有两种来源：一是公共供水系统，二是非公共供水系统的水源。非公共供水系统的水源又可分为地表水和地下水。在饮品大类中，瓶装水因为密封于瓶装容器中而不同于可以直接饮用的活化水，因为不含糖而区别于常规的含糖饮料（如果汁饮料、含乳饮料、茶饮料等），因为可直接饮用而区别于未处理的非直接饮用水。

图 2：瓶装水：可供直接饮用，不含糖且密封瓶装的水



资料来源：东兴证券研究所

**瓶装水划分：**瓶装水按照水质可划分为四大类别——纯净水、天然水、矿物质水和天然矿泉水。纯净水是指不含杂质的水，不含任何添加物，无色透明。天然水是经过最小限度处理的自然水，处理过程中去除水中的有害物质，另外保留了对人体有益的微量和矿物质。矿物质水是在纯净水基础上，合理添加了镁、钾、硫、氯等矿物质元素。天然矿泉水是指存在岩层中的地下矿水，一般在地层深部循环形成含有特殊的化学成分和物理性质。

表 1：不同类别瓶装水性质对比:天然矿泉水表现最佳

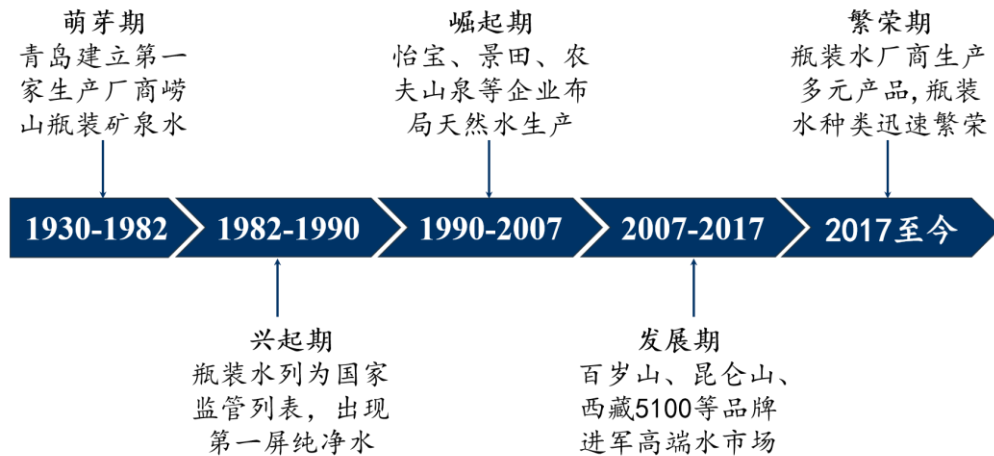
序号	项目	纯净水	矿物质水	天然水	天然矿泉水
1	水源	自来水	自来水	地表水	地下矿水
2	矿物质含量	无	适中	适中	高
3	微量元素	无	有	有	有

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

### 1.1.2 行业历经四大发展阶段，目前进入繁荣期

我国瓶装水行业伴随消费者需求的变化，经历了萌芽到快速发展的四个阶段。水是人类生存的必备品，这一特点决定了消费者对水的刚性需求。近年来随着人们消费水平的提高以及健康意识的不断增强，人们的饮水方式日渐由直接煮沸的自来水向瓶装水转移。各大企业看准“天然、营养、无公害、绿色”的消费趋势，陆续推出了各式各样的产品，推动瓶装水成为国民日常消费品。行业发展至今共经历了四个阶段，分别为：萌芽期（1930-1982年）、兴起期（1982-1990年）、崛起期（1990-2007年）和发展期（2007-2017），之后瓶装水逐步进入了差异化的繁荣期。



**图 3：从萌芽到繁荣，瓶装水的发展蒸蒸日上**


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

- ◆ 萌芽期（1930-1982年）：**1930年，德商罗德维在马牙发现的泉水处打井进一步开发水源，从地下深层找到了优质的矿泉水资源。福柏医院（现青岛人民医院）的德国科学家对该井的水质进行了检验，确认具有很高的保健和医疗价值，便号召病人饮用，病人饮后病情好转，纷纷登报致谢，崂山矿泉水因此一夜成名，同年在青岛建立我国第一家矿泉水生产厂商——崂山瓶装矿泉水厂。在80年代以前青岛崂山一直是我国唯一的一家瓶装矿泉水生产企业，年产量在1000吨左右徘徊。然而此时瓶装水的生产与监管流程不够成熟，多数生产企业设备落后、管理不规范，大量假冒伪劣产品充斥市场，使得瓶装水市场销售疲软。
- ◆ 兴起期（1982-1990年）：**自1982年起，饮料被列为计划管理产品，瓶装水位列其中，国家加强对饮料市场的监管，这标志着我国瓶装水工业的发展正式进入起步阶段。另一方面，改革开放以后，居民生活水平得到提高，人均收入从1982年的533元增长到1990年的1663元，瓶装水消费一定程度被激发。此外，瓶装水以其自身的便携性和经处理后更优的水质，开始俘获越来越多的消费者。1989年，怡宝在国内推出第一瓶纯净水，自此开始，瓶装水的品类越来越丰富。
- ◆ 崛起期（1990-2007年）：**这一阶段经济增长刺激瓶装水消费增长，由于GDP的快速增长，人均可支配收入的提高，瓶装水逐渐成为了人民可支付得起的日常消费品，经济发展刺激了瓶装水市场的扩大，经历几十年的角逐，行业格局初现，CR5接近50%。另一方面，矿泉水安全问题为天然水和矿物质水诞生提供契机。1992年国家技术监督局公布全国瓶装矿泉水产品的合格率只有34.5%，全国水质污染的问题使得矿泉水销售疲软，纯净水开始逐步替代矿泉水，怡宝、景田、娃哈哈、农夫山泉等企业也开始布局纯净水生产。
- ◆ 发展期（2007年-2017年）：**这一阶段，一方面行业规模保持近10%的增长，另一方面各瓶装水生产厂商开始发力高端。十年间，出现了百岁山、西藏5100、昆仑山、本来旺等高端水产品，其中，昆仑山的销量从2009年的3.6百万升飙升到2018年的214百万升，占总市场规模的0.2%，CAGR高达79%。由昆仑山单品牌的市场占比可以推知整体高端瓶装水产品已经占据了相当的市场份额。
- ◆ 繁荣期（2017年-至今）：**目前瓶装水市场仍处在增量阶段，但增速较发展期有所放缓，瓶装水市场竞争愈发激烈，产品呈现多元化、细分化的趋势。企业通过推出差异化产品来提升竞争优势，针对不同场景、不同需求推出新型瓶装水。如康师傅、百岁山、雅克等厂商依照细分化消费场景，推出家庭水、厨房水等多样产品；农夫山泉、恒大、依云等厂商也根据消费者多样化的消费需求，如健身、美容、婴儿用品等，推

出功能型瓶装水。细分化、多元化程度已经成为当下竞争的关键要素。

表 2：我国瓶装水李历经四大发展阶段，目前处在繁荣期

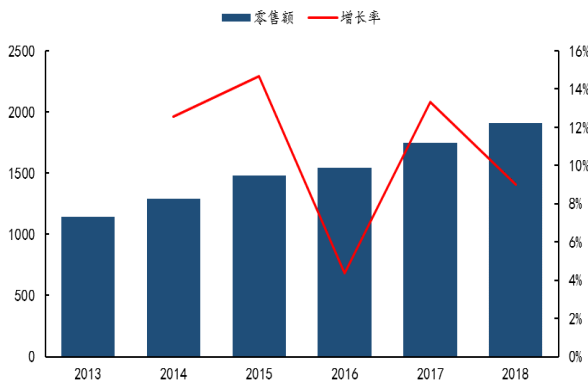
发展阶段	产品图示
<p>萌芽期 (1930-1982)</p>	 <p>崂山矿泉水玻璃瓶</p>
<p>兴起期 (1982-1990)</p>	 <p>娃哈哈纯净水</p>  <p>怡宝饮用纯净水</p>
<p>崛起期 (1990-2007)</p>	 <p>康师傅矿物质水</p>  <p>农夫山泉纯净饮用水</p>  <p>景田桶装水</p>
<p>发展期 (2007-2017)</p>	 <p>农夫山泉高端玻璃瓶</p>  <p>“水中贵族”百岁山</p>  <p>Blairquhan 本来旺</p>  <p>昆仑山矿泉水</p>
<p>繁荣期 (2017 年至今)</p>	 <p>农夫山泉学生水（婴儿水）</p>  <p>娃哈哈无糖苏打水</p>  <p>巴黎水</p>

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

## 1.2 瓶装水行业增长强劲，已成为规模最大的软饮料类别

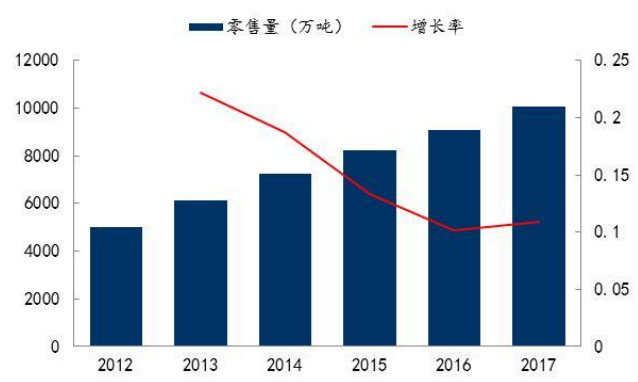
我国瓶装水市场增长迅速，规模不断提升。随着居民人均收入提高带来的消费升级以及接连不断的水污染事故影响，居民对于瓶装水的需求也日益增长。从2013年到2018年，我国瓶装水零售额逐年上涨，由2013年的1200亿，到2016年突破1500亿大关，增长至2018年的1900亿，CAGR高达11.1%。瓶装水零售量则从2012年的5009万吨增长到2017年的10066万吨，CAGR高达14.98%。

图4：2013-2018年我国瓶装水零售额（单位：亿元）



资料来源：Statista，东兴证券研究所

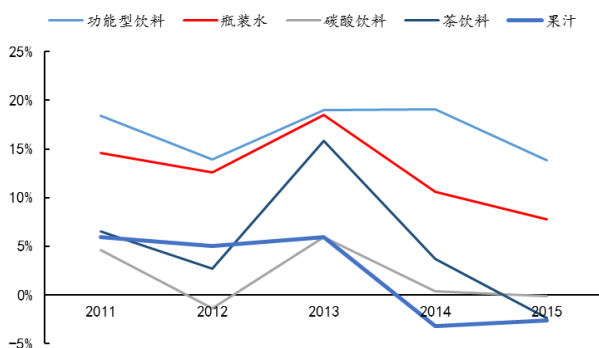
图5：2012-2017年我国瓶装水零售量（单位：万吨）



资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

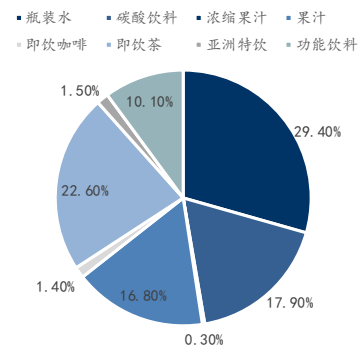
瓶装水接替碳酸饮料，成为软饮料最大子行业。随着人们健康意识的不断增强，碳酸饮料增速持续走低，而瓶装水市场保持稳健增长。2013年起软饮料行业整体产量增速减缓，2015年增速仅为5.5%，2018年产量更是负增长15.13%。而瓶装水市场自2011年起增速达到近15%，明显高于同期其他软饮料。2012年，瓶装水首次超过碳酸饮料，成为软饮料中市占率第一的子行业，市占率达到23.7%，到2017年，瓶装水市场份额高达29.4%，延续了稳中有增的态势。

图6：2011-2015年软饮料各子品类产量同比增速



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

图7：2017年软饮料各子品类市占率情况



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

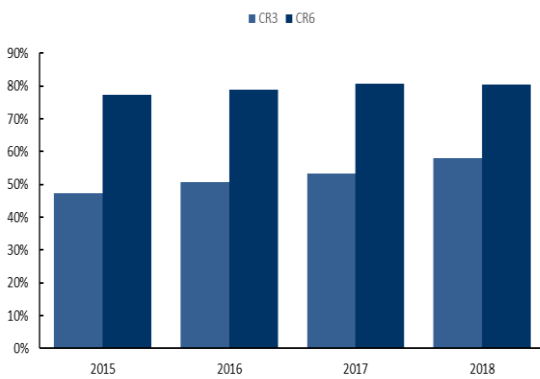
## 1.3 行业集中度提升，差异化是主要竞争力

### 1.3.1 行业集中度高，但竞争格局仍未稳定

我国瓶装水行业集中度较高，六大巨头瓜分行业80%的份额，市占率由高到低分别为农夫山泉（26.5%）、华润怡宝（21.3%）、百岁山（10.1%）、康师傅（9.9%）、冰露（7.4%）、娃哈哈（5.3%），其中CR3市占

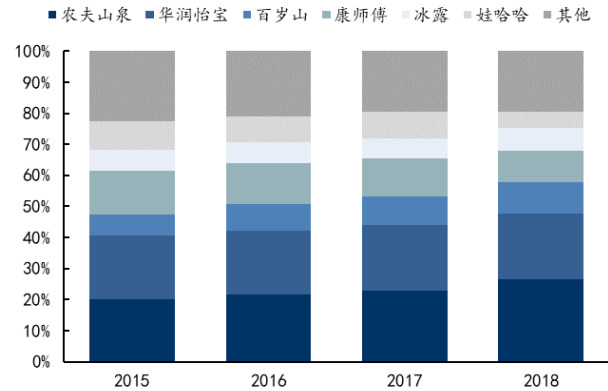
率接近 60%。尽管行业集中度高，但行业格局并未稳定，主因行业仍处在增量阶段，高端化、细分化和多元化趋势可能改变原有的市场格局。

图 8：2015-2018 年 CR3 与 CR6 市场份额



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

图 9：2015-2018 年瓶装水市场份额分配



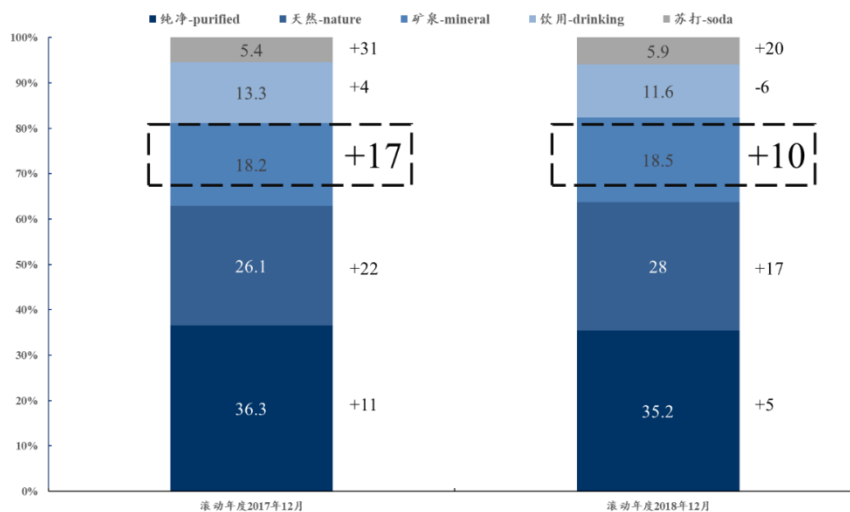
资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

### 1.3.2 产品结构升级趋势明显，高端和进口产品增长显著

从产品结构来看，我国瓶装水目前仍以中低端产品为主，中低端占比约 70%。然而随着消费升级的演进，瓶装水产业高端化趋势明显，主要体现在高端瓶装水的占比提升且增速显著高于低端瓶装水；另一方面，进口高端瓶装水产品数额不断增长。

- ◆ **消费升级趋势下，高端瓶装水增速高于低端产品。**2005-2010 年是我国高端水销量的 CAGR 为 21%，高于同期大众水 13.6% 的复合增速。根据尼尔森的数据，2014 年高端水的增长在 46%-50%，低端水只有 11%-12% 的增长率。以高端瓶装水代表矿泉水为例，2017 和 2018 年矿泉水增速分别为 17% 和 10%，而低端纯净水增速仅为 11% 和 5%。

图 10：不同品类瓶装水销售份额及增速



资料来源：尼尔森，东兴证券研究所

- ◆ **进口产品数额不断增长。**进口瓶装水产品主要集中在高端领域，如依云矿泉水等。我国瓶装水的进口金额从2014年的2652万元增长至2018年的6810万元，CAGR高达26.58%，说明我国对高端进口水的需求不断提升。

**图 11：2014-2018 中国瓶装水进口金额**


资料来源：Beverage Marketing Corporation，东兴证券研究所

### 1.3.3 差异化战略是行业的主要竞争力

瓶装水企业的产品生产重视与现存竞争者的差异化，定向突破来打开市场。瓶装水在发展过程中，同质化现象比较严重，主因产品“简单”的特点。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、细分化和品类多元化。

**表 3：各瓶装水品牌在历史发展阶段差异化特征归纳**

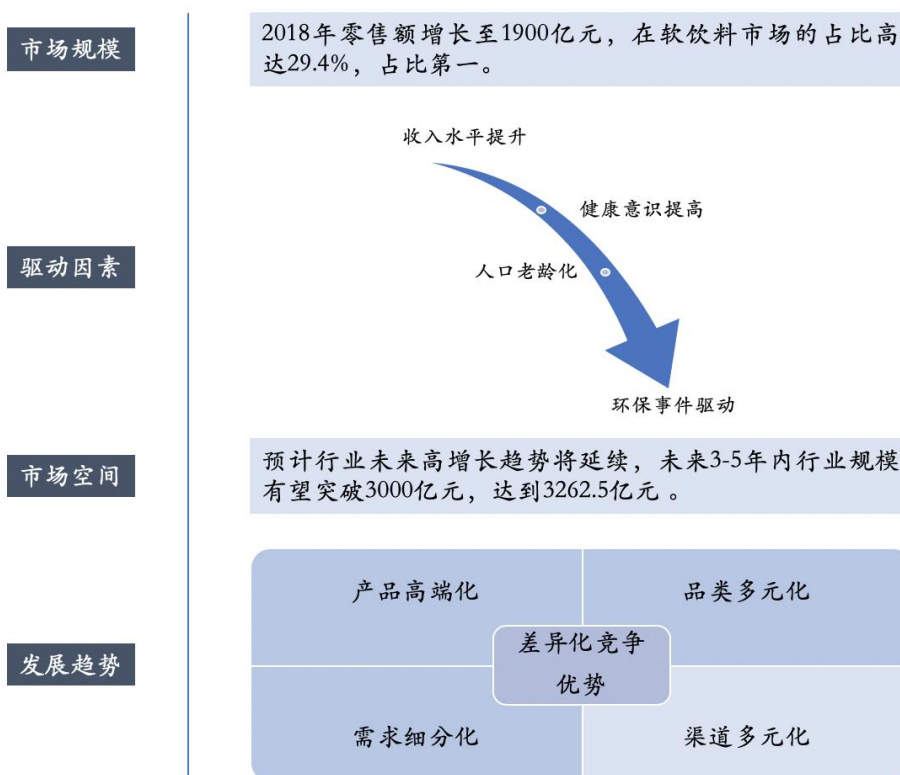
品牌	销售渠道	营销	水源	包装
农夫山泉	高端超市、酒店	“农夫山泉有点甜”的广告语定位天然水产品	千岛湖——国家一级水源	造型新颖，手感好
昆仑山	销售渠道大众化，依托加多宝的渠道优势	定位中国最高档水，打出健康、天然 的口号	昆仑山雪山融水	
康师傅	依靠经销商构建销售网络，快速铺货	事件营销	城市自来水	包装简化，瓶身轻
怡宝	社区直销站，垄断旅游景点的销售，通过优惠拉取分销商	通过友情、信任建立独特的消费情绪	城市自来水	
娃哈哈	直销、网络销售、平台销售	明星代言进行宣传	地下水	
依云	五星级酒店、高档奢侈品牌、一线玉了明星，高端的销售渠道	宣传年轻化定位，垄断重要场合官方用水	阿尔卑斯山冰雪融水	个性化、艺术化包装设计

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

## 1.4 增量市场下，三大趋势撬动企业增长新杠杆

我国瓶装水行业经历四大发展阶段，零售额增长至 1900 亿元，在软饮料市场的占比高达 29.4%，成为软饮料中市占率第一的子行业。目前行业处于繁荣期，市场规模仍将继续增长。我们在第二部分分析了美日瓶装水市场的发展和驱动力，对标美日，我国业已具备美日行业四大驱动因素，预计未来 3-5 年行业规模有望突破 3000 亿元。虽然市场规模不断提升，但增速将有所下滑，且在消费升级和需求多样化的趋势下，行业竞争将更加激烈，差异化将成为企业的主要竞争力。我们在第三部分分析了行业未来发展的三大趋势，即高端化、细分化和品类多元化，在这三大趋势下，如何打造差异化产品，同时辅以相匹配的渠道，将是企业未来的核心战略之一和主要竞争优势。

图 12：瓶装水市场规模不断扩张，行业呈现三大发展趋势



资料来源：Beverage Marketing Corporation，东兴证券研究所

## 2. 美日市场寻对比，国内发展潜力大

水作为身体的重要组成成分，在全球范围都具备一致的消费习惯。水的需求量并不会因为国别、文化等因素的不同而产生巨大的差异，相反由于饮水习惯的大致相似，研究国外瓶装水市场的发展历程才能够为我国的瓶装水行业提供一定的经验参考。我们选取美国和日本市场进行分析，美日市场有各自的相同点和不同点，在全球范围内具有一定的代表性，能够为我国瓶装水市场的发展提供一定的参考。

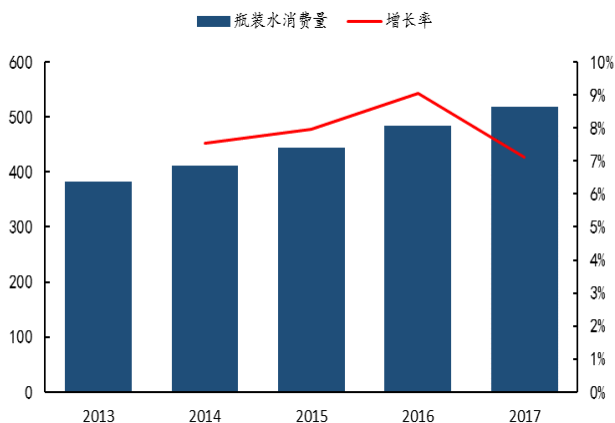
### 2.1 健康需求是美国瓶装水消费的首要驱动力

美国瓶装水行业发展整体可以分为四个阶段：17-18 世纪为市场起步阶段，此时的瓶装水主要用途并非饮用，而是用于水疗等方面，因而市场需求不足，技术层面也尚未成熟，难以扩大规模；19 世纪开始兴起，这一阶段，工业化使的瓶装水的生产成本降低，且美国市政供水的处理系统尚不完善，低价、安全的瓶装水迅速打开市场，成为市政供水最合适的替代品；20 世纪行业发展放缓，而到了 20 世纪初，美国开始完善供水净化系统，提高了自来水的的天安全性，市政供水的发展使得其替代品——瓶装水的的市场需求有所下降，市场发展遇冷；2000 年之后，美国瓶装水市场复苏，美国人开始认识到瓶装水的健康作用，逐渐将瓶装水替代高糖类饮料，而雀巢和百事可乐等大品牌进军瓶装水市场也强有力地推动了美国瓶装水的飞速增长。到 2016 年，瓶装水成美国国内软饮料市场最大子类。

#### 2.1.1 行业规模稳步提升，产品结构以低端为主

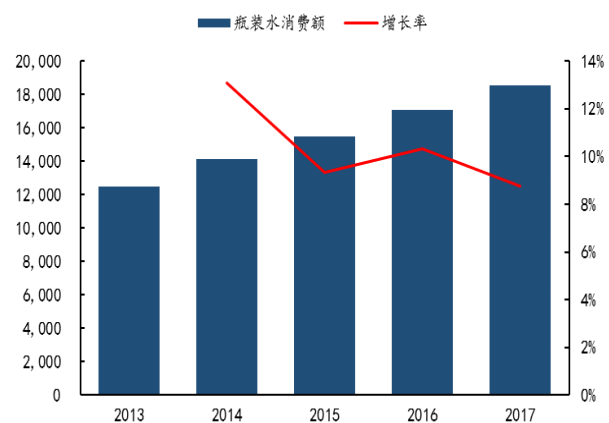
**消费量：增速稳健，总消费量全球第一，人均消费量是中国的四倍。**美国消费总量逐年上涨，瓶装水消费总量全球第一。2013-2017 年美国瓶装水消费总量由 382.81 亿升攀升至 2017 年的 519.02 亿升，CAGR 高达 6.28%，消费额由 2013 年的 125.07 亿美元增长到 2017 年的 185.56 亿美元，CAGR 为 10.37%。从人均消费量看，2017 年美国瓶装水人均消费量为 159.37 升，同年我国的人均消费量为 36.45 升，美国是我国的 4.4 倍。

图 13：2010-2017 年美国瓶装水消费量（单位：亿升）



资料来源：Statista，东兴证券研究所

图 14：2010-2017 年美国瓶装水消费额（单位：百万美元）

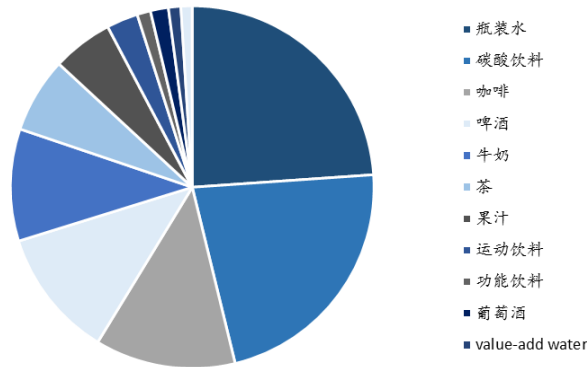


资料来源：Statista，东兴证券研究所

**市场份额：瓶装水弯道超车，占据软饮料份额第一位。**2016 年，瓶装水超过碳酸饮料成为销量第一的软饮料子类。2017 年，其强劲的增长态势进一步拉开与昔日领头羊的差距，当年美国瓶装水的人均消费为 159.37

升，而碳酸饮料的人均消费为 142.88 升；从市场份额来看，瓶装水（23.9%）也已超过碳酸饮料（22.3%），成为软饮料份额第一的细分行业。

图 15：2017 年美国饮料市场占比

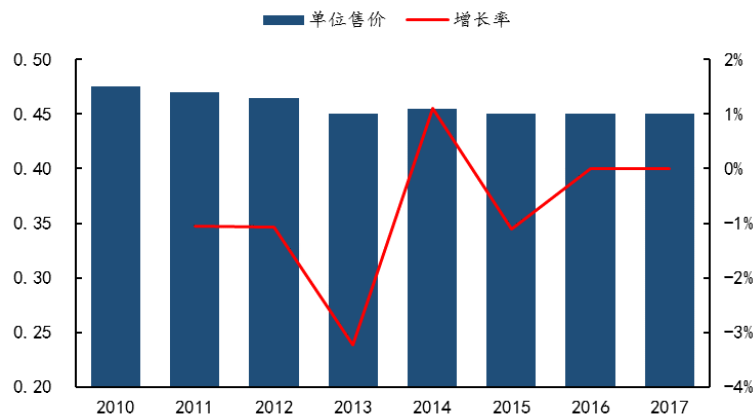


资料来源：Beverage Marketing Corporation，东兴证券研究所

**竞争格局：**绝大多数瓶装水来源于国内，生产公司以小型公司为主。进口瓶装水只占美国市场的 1%，几乎所有在美销售的瓶装水都来源于国内且多是以社区为基础的小型公司，它们使用当地水源，并在距离装瓶厂 300 英里的半径内销售。

**产品结构：**售价稳定，以低端产品为主。从售价方面来看，美国瓶装水价格低且保持稳定，近 5 年瓶装水单位售价一直维持在 0.45 美元/500ml 的水平，约人民币 3.1 元/500ml，与我国中端水价格相近。造成售价稳定的主要原因在于当前美国瓶装水市场集中度较低，雀巢、可口可乐等低价瓶装水产品占据市场主流，导致销售量增加而单位售价却没能大幅增长。另一方面，美国瓶装水以低端产品为主，低端水产品价格主要在 0.4-0.7 美元/500ml 之间，这部分饮用水多在满足基本检测要求，并无附加价值。高端瓶装水产品则主要为 2-3.5 美元/500ml，其中以 Fiji Natural Artesian Water 和 Evian 为代表，高端饮用水多被用于特定的商业、政治场合。

图 16：美国瓶装水单位售价（单位：美元/500ml）



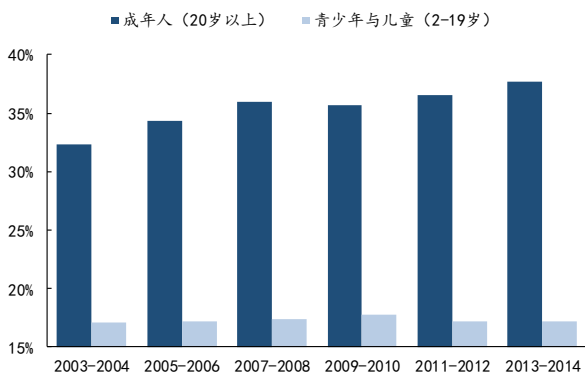
资料来源：Statista，东兴证券研究所



### 2.1.2 健康意识强化叠加入均收入提高驱动行业发展

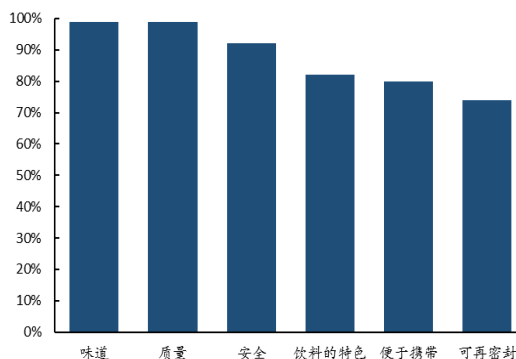
逐渐增强的健康意识，是美国瓶装水快速发展的首要原因。美国的碳酸饮料消费量巨大，长期霸占饮料子类消费榜首。长期大量饮用高糖高热的碳酸饮料及其他食物致使美国人的肥胖率居高不下。据美国疾控预防中心发布报告，2014年美国成年人的肥胖比例高达37.7%，青年肥胖率高达17%。面对不断攀升的肥胖率，美国消费者开始注重饮料的健康性，瓶装水恰好迎合了消费者对于低糖低热诉求。从各类软饮料的能量及碳水化合物含量来看，瓶装水在两项指标上均为0。此外，根据国际瓶装水协会对美国群众的调查，影响消费者选择饮料的6大因素中，质量成为几乎每一位消费者（99%）首要考虑的因素，且在调查影响消费者选择瓶装水的因素中，无甜味剂和低卡路里成为前两大因素。

图 17：2003-2014 年美国人口肥胖率



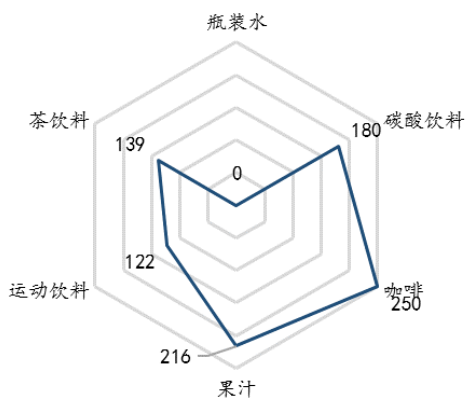
资料来源：美国疾控预防中心，东兴证券研究所

图 18：影响消费者选择饮料的 6 大因素



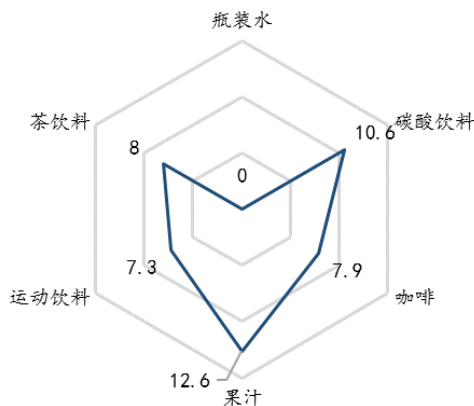
资料来源：国际瓶装水协会，东兴证券研究所

图 19：各类软饮料所含能量对比



资料来源：公开数据整理，东兴证券研究所

图 20：各类饮料所含碳水化合物对比



资料来源：公开数据整理，东兴证券研究所

含糖税和行业自律也成为瓶装水发展的有力推手。美国不少州推出了对含糖饮料的征税行动，以加州为例，2015年开始对含糖饮料征税，征税率为1美分/盎司。目前全球对含糖饮料的关注度较高，预计未来将有更多的政策用于引导消费者饮用瓶装水。2014年，美国饮料协会联合可口可乐、百事可乐等公司发布人均饮料卡路里摄入量目标，计划将美国人均每日饮料热量摄入量由2014年的199卡路里下降至2025年的159卡路里，并通过降低流行饮料热量值，降低消费者高热量低营养饮料的摄入，增加消费者低热量饮料摄入三方面着手，这在一定程度上也促进了瓶装水对含糖饮料的替代。

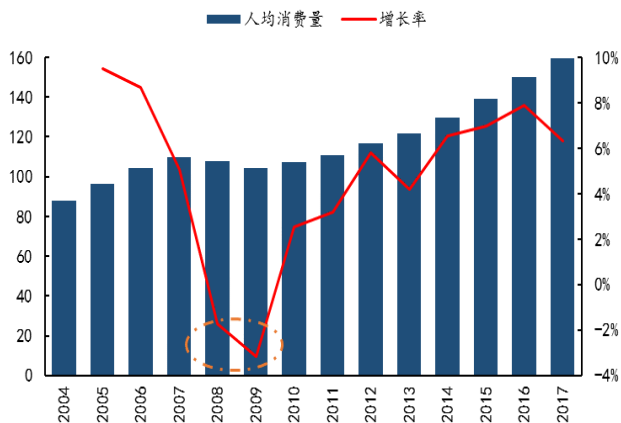
表 4: 各国含糖税

国家	实施时间	征税情况
挪威	1922 年	3.34 克朗/升
法国	2012 年	3.5%，添加蔗糖和人工合成增甜剂的饮料
墨西哥	2013 年	苏打饮料 1 比索/升，垃圾食物 5%
美国 加州	2015 年	1 美分/盎司，含糖饮料
英国	2018 年	含糖量大于 5 克/100ml，18 便士/升，超过 8 克/100ml，24 便士/升

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

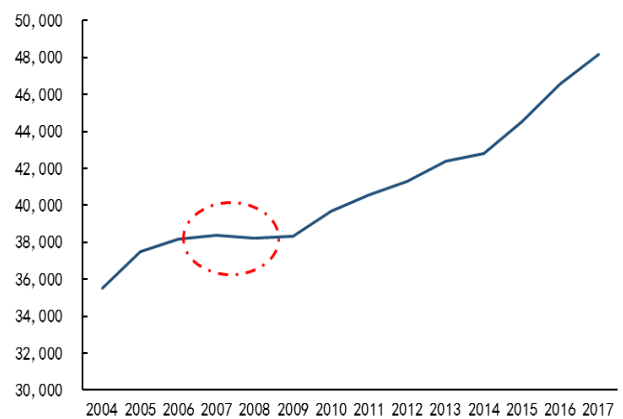
人均可支配收入上涨，促进瓶装水行业的发展。瓶装水的消费与人均可支配收入呈现较强的相关性。在金融危机前，美国人均可支配收入稳步提升，瓶装水人均消费量由 2004 年的 87.82 升增长到 2007 年的 109.78 升，CAGR 为 7.72%。次贷危机发生后，由于人均收入几乎无增长，瓶装水的人均消费也面临了 2 年的发展停滞期，2008 年与 2009 年增长率分别为-1.72%和-3.16%。在 2010 年经济复苏后，人均消费量恢复到 5% 以上的增长速度，其中 2016 年更是达到了 7.9% 的增长率。可见在经济发展的不同阶段，瓶装水的消费量也呈现不同的发展态势。

图 21: 2004-2017 年美国瓶装水人均消费量 (单位: 升)



资料来源：Beverage Marketing Corporation，东兴证券研究所

图 22: 2004-2017 年美国人均收入 (单位: 美元)



资料来源：美国商务普查局，东兴证券研究所

对比美国，我国市场在量和价上都具备增长空间。我国的瓶装水市场与美国类似，主要以低端为主，但人均消费量和均价与美国市场相差较大。2017 年美国瓶装水人均消费量为 159.37 升，同年我国的人均消费量为 36.45 升，美国是我国的 4.4 倍。从价格来看，2017 年我国瓶装水行业平均售价大约为 1.74 元/500ml，折合美元约为 0.26 美元/500ml，相比较于美国的 0.45 美元/500ml，我国瓶装水均价较低，仍存上升空间。推动美国市场上涨的两大因素“人均收入上升和健康意识的强化”亦表现在中国市场，将推动市场量价齐升。

## 2.2 日本瓶装水市场规模小，特殊事件驱动行业发展

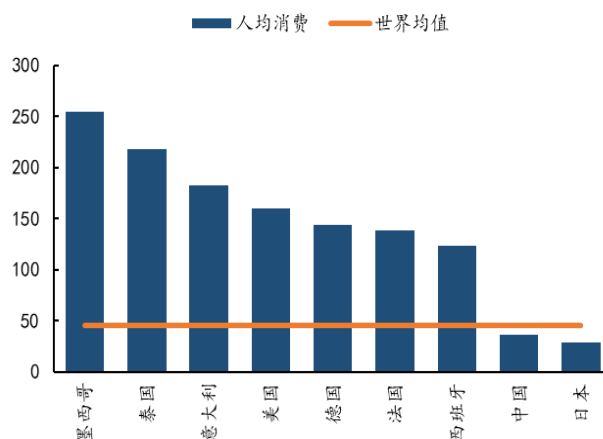
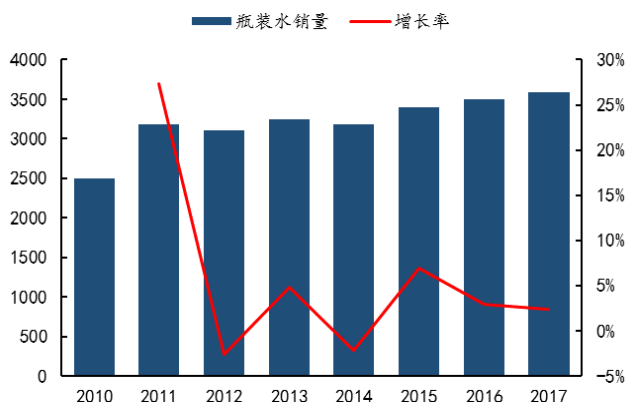
瓶装水在 1970 年进入日本市场，主要作为富裕人士和商人的饮用水。1980 年以后拓展到家用市场，此后瓶装水消费群体逐渐扩大，成为自来水的最佳替代品。日本瓶装水销量的急速增长都与特殊时间密不可分，如 1990 年自来水污染，2005-2006 年严重夏季高温和 2011 年地震等事件，每次都使瓶装水人均消费增加约 25%。日本行业规模较小主因直饮水对低端瓶装水的替代，行业在老龄化等趋势的影响下，逐步向中高端化发展。

### 2.2.1 人均瓶装水消费量较低，进口来源广泛

**消费量：总量平稳且小幅增长，人均消费低于全球水平。**日本瓶装水行业规模较小，近5年总量由2013年的32.5亿万升小幅增长到2017年的35.85亿万升，年复合增长率为2.48%。日本在2011年受到地震及福岛核泄漏事件影响，瓶装水消费量跳跃式上升至31亿升，同比增长26%。而自2011年以后，消费总量一直保持每年约1000万升的增长量，增幅维持在约3%。人均消费量上，2017年日本人均销量（28.29升）低于世界均值水平（45.31升）。我们认为日本瓶装水市场规模小，人均消费量低的主要原因是日本提供经过超高度净水技术处理的自来水。日本的《水道法》中有51项水质基准规定，实际检测项目在200项以上，而瓶装水受《食品卫生法》约束，只有18项标准。日本国内有40%左右的人都直接饮用自来水，在日本的车站、公园、学校等公共场所大都设有免费的洁净直饮水设施。由于国家直饮水满足了大部分日本人的需求，居民购买瓶装水的意愿大大降低。

图 23：2010-2017 年日本瓶装水消费总量（单位：百万升）

图 24：2017 年世界瓶装水人均消费量（单位：升/人）

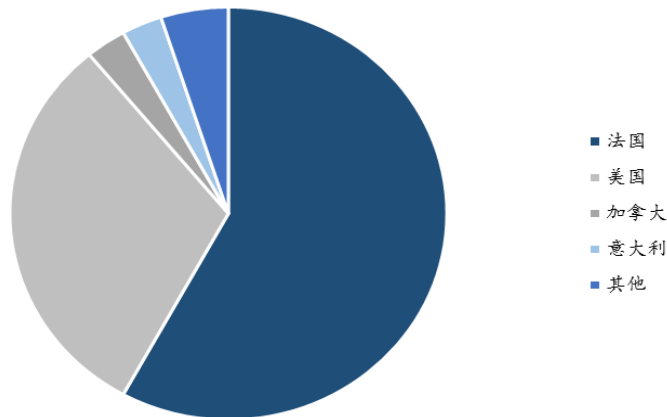


资料来源：Statista，东兴证券研究所

资料来源：Beverage Marketing Corporation，东兴证券研究所

**市场分布情况：瓶装水多来源于进口。**日本由于国土面积狭小，资源短缺，可再生水资源人均约为 3372 立方米，相当于世界平均水平的一半。但是，人们对水资源的需求却没有因此减少，这使得日本瓶装水进口数量较大。进口来源国多为欧美等发达国家，其中法国（58%）和美国（31%）成为瓶装水最主要的进口国。

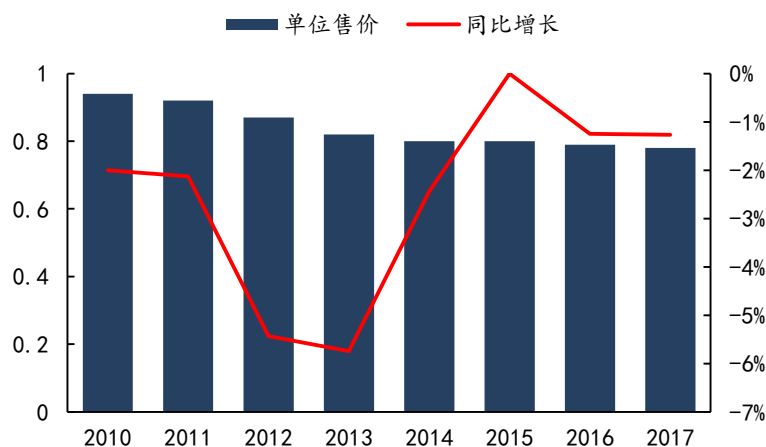
图 25：2017 年日本进口瓶装水来源国



资料来源：Business insider Japan，东兴证券研究所

**产品结构：中高端产品为主，价格跌幅趋缓。**日本的瓶装水售价近年来处于负增长，2012-2013 年更是达到了 5% 的负增长，直到近三年跌幅变缓，瓶装水售价趋于稳定。由于直饮水基本满足人们的饮水需求，加之家庭净水器的高覆盖率（2018 年已达到 80%），使得日本瓶装水市场主要以中高端为主。而该产品结构也使得其需求具备高弹性，一定程度与经济波动相关。从宏观角度来看，日本近年来经济增长速度放缓，在一定程度上影响了相关产业的发展，进而导致产品价格的下滑。

图 26：日本瓶装水单位售价（单位：美元/500ml）



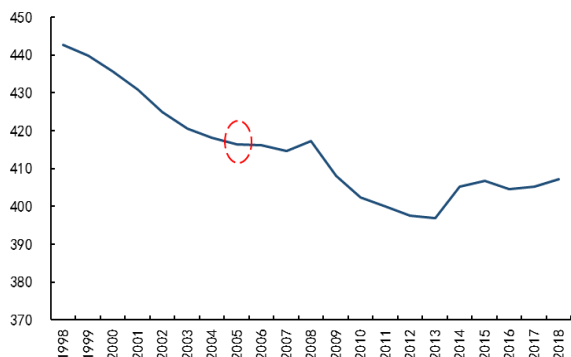
资料来源：Statista，东兴证券研究所

### 2.2.2 以收入增长下的消费升级为背景，以特殊事件发展为契机

日本瓶装水行业近几年发展得益于两个因素：一是消费观念的健康化。日本 2005 年进行的消费升级使其进入第四消费时代，瓶装水与新生的健康的消费观念不谋而合，同时老龄化的人口结构也使得瓶装水需求的不断增强。二是日本近年发生事件的驱动，如 2011 年发生的福岛核泄漏，让群众对自来水的安全性产生了质疑，而这类事件的发生也促进了日本瓶装水行业的发展。

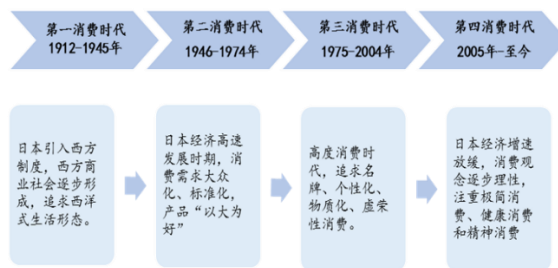
- ◆ **第四消费时代的到来，日本消费者进入了健康化、简约化、精神化的消费时代。**日本于 2005 年进入第四消费时代，消费指数不断降低，“平成一代”（90 后）在日本经济增长低空飞行的时代步入社会，他们不再崇尚奢侈化的购物观念，极简化的生活和健康的消费观念深入人心。在收入增长和消费转型的背景下，瓶装水与其他饮料相比，既有健康的特点，又符合极简的观念，因此更受消费者青睐。

**图 27：1998-2018 年日本消费指数**



资料来源：日本内阁府，东兴证券研究所

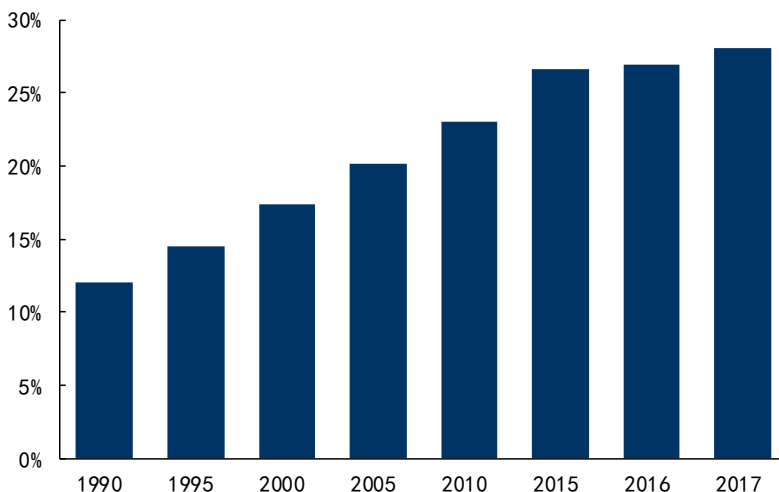
**图 28：日本消费时代变迁**



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **老龄化背景下，老年人对健康的诉求更为强烈。**日本作为老龄化最严重的国家，2017 年 65 岁以上的老年人占比达 28.1%，创历史新高。中老年群体对健康诉求更加强烈，对高糖类、高热量的饮品消费更少，瓶装水成了解渴的最佳饮品。据调查显示，2005-2010 年，50-70 岁的消费者对瓶装水的支出金额为全国平均值的 1.1-1.2 倍，而 40 岁以下的年轻消费群体支出则为全国平均值的 0.9 倍，一方面说明老年人对瓶装水量的需求高，另一方面也说明老年人对高质量瓶装水的需求更高。

**图 29：上世纪 90 年代后日本 65 周岁以上老年人占比**

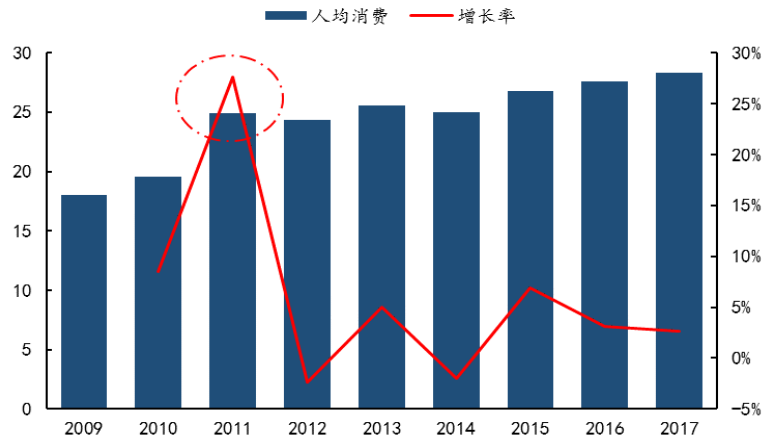


资料来源：日本统计局，东兴证券研究所

- ◆ **自然灾害等不安全因素促进瓶装水发展。**日本自然灾害频发，长期的不安全感使日本人注重饮水安全。历史上，曾因 1956 年工业废水未经处理直接排放，造成饮水的污染，直接导致了震惊世界的水俣病事件，《水道法》也是基于此背景而颁布并严格执行。2011 年日本大地震引发的核泄漏事件成为瓶装水消费量急速跃升的有力推手，瓶装水的人均销量由 19.52 升增至 24.91 升，增长幅度达 27.58%，成瓶装水发展过程中增

幅最高值。

图 30：2009-2017 年日本瓶装水人均消费（单位：升/人）



资料来源：Statista，东兴证券研究所

我国人均消费量高于日本，但产品结构较日本低。我国瓶装水人均消费量高于日本，主因日本直饮水基本满足了居民的需求，加上净水器的高覆盖率，低端的瓶装水几乎被直饮水取代。但从产品结构上来看，高质量的直饮水也使得行业发展主要集中在中高端市场，这也使得日本市场的均价为三国之中最高，为 0.8 美元/500ml。推动日本瓶装水产业发展的主要因素是消费升级和水污染事件驱动，二者在我国市场皆有所表现，或将推动行业规模增长。

## 2.3 对标美日，量价双轮驱动我国瓶装水行业发展

### 2.3.1 三大主要因素驱动美日瓶装水行业发展

通过归纳美日瓶装水行业发展的历程，我们总结了四大行业驱动因素：一是人均收入提升带来的消费升级，二是健康意识的提升，三是人口老龄化，四是事件驱动。这四个主要因素共同影响行业的消费量和消费结构。

- ◆ **人均收入提升带来消费升级，驱动行业量价齐升。** 美国和日本的人均可支配收入的提升带来消费升级，催生了居民对瓶装水的需求。此外，消费水平的提升，也带动行业产品结构朝高端化发展，进而推动价格的提升。
- ◆ **居民健康意识提升促使瓶装水量升价涨。** 降低肥胖率，追求低糖低卡是美国瓶装水迅速发展的首要原因，同时，日本第四消费时代的到来强调消费更加注重简约、健康的理念，美、日对健康概念的推崇促进了瓶装水销量的增长。此外，老龄化趋势也带来了其对高质量瓶装水的需求。
- ◆ **自然灾害或水安全问题等事件驱动瓶装水销量增长。** 日本历史上的水俣病事件及核泄漏事件等突发事件，给当时的居民健康带来了很大的伤害和威胁，也使日本居民格外注意饮水安全，从而带动了日本瓶装水人均销量的上升。

表 5：瓶装水行业驱动因素分类

驱动因素类别	美国	日本	驱动类别	
			量	价

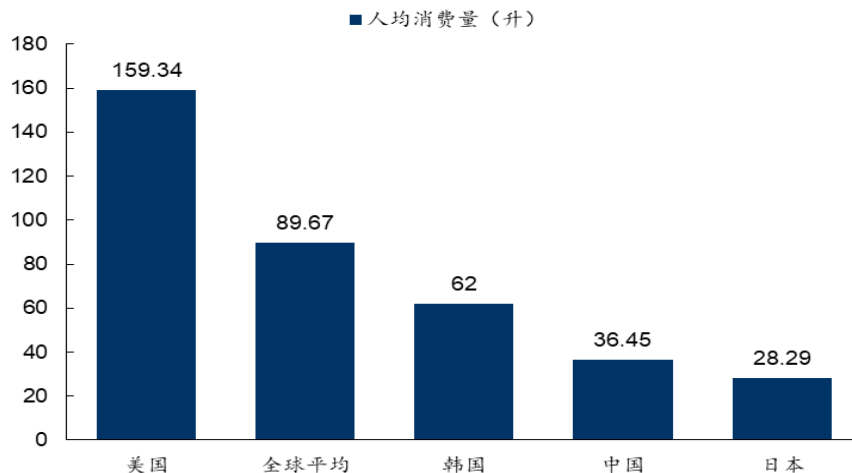
人均收入水平	收入提高，瓶装水受众增多，需求量提升	收入提高，日本瓶装水销量大增，产品结构以中高端为主	✓	✓
健康意识	低糖低卡理念促进了瓶装水对含糖饮料及碳酸饮料的替代	日本进入“第四消费”时代，瓶装水以健康极简的特质备受青睐。老龄化带来高质量瓶装水需求。	✓	✓
事件驱动		水污染事件往往导致居民瓶装水的抢购，带来其销量大增	✓	

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

### 2.3.2 我国瓶装水市场空间犹存，量价均存上涨空间

从消费量上看，我国人均消费量仍存在上升空间。2017年我国人均瓶装水消费量为36.45升，低于世界平均水平，而美国人均消费高达159.37升，是我国的4.4倍。参考具有相同饮食文化的日韩，韩国人均瓶装水消费量为62升，是我国的1.7倍，但日本人均瓶装水消费量只有28.29升，低于我国，主因公共供水系统的直饮水质量高，获取方便。我国供水系统并未达到直饮标准，预计随着人均收入的提升，人均消费量将介于韩国和美国之间。

图 31：2017 年中国、美国、韩国、日本人均瓶装水消费量



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

表 6：中美日三国瓶装水消费量差异及原因

国家	行业起步时间	人均收入	公共供水系统	外出饮水习惯	人均消费量
美国	19 世纪 50 年代	高	可直接饮用，品质低	瓶装水为主	高 (159.37 升)
日本	20 世纪 70 年代	高	可直接饮用，品质高	公共场所直饮水	低 (28.29 升)

中国      20 世纪 30 年代      中      不可直接饮用      瓶装水为主      低（36.45 升）

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

从售价上看，我国瓶装水均价仍处在较低水平。2017 年我国瓶装水行业平均售价大约为 1.74 元/500ml，折合美元约为 0.26 美元/500ml，相比较于美国的 0.45 美元/500ml 和日本 0.8 美元/500ml，我国瓶装水价格较低。与中国类似，美国瓶装水消费主要以本土低价品牌为主，进口的高价瓶装水占比较低，平均售价的差距主要是经济发展水平导致的物价水平差异。而日本每年进口的高价瓶装水数量较大，消费结构上也主要以品质较高的高价水为主，再加上物价水平的差异，故平均售价远高于我国。

表 7：中美日三国瓶装水平均售价差异及原因

国家	物价水平	进口数量	消费结构	消费升级趋势	平均售价（美元/500ml）
美国	高	较低	以低价水为主	显著	中（0.45）
日本	高	较高	以高价水为主	显著	高（0.8）
中国	低	较低	以低价水为主	显著	低（0.26）

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

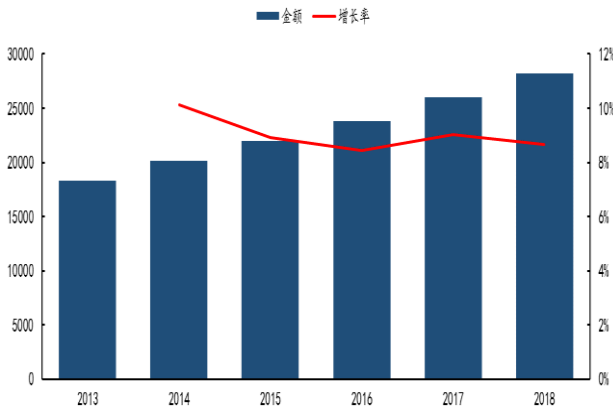
### 2.3.3 独占美日三大驱动因素，行业规模有望突破 3000 亿

**驱动一：消费结构升级，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 2013 年的 18310.76 元增长至 2018 年的 28228 元，CAGR 高达 9.04%。收入的增长带来的是消费结构的升级，进而带动瓶装水数量和价的增长。

- ◆ **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《2017 年中国生态环境状况公报》显示，我国 5100 个地下水水质监测仅有 8.8% 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。从 2005 年开始，大量高端矿泉水品牌涌现。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。2017 年瓶装水产品类实现销售额 17%，销售量 15% 的双位数增长。其中 5 元 / 升以上的高价水销售额增幅达到 20%，同时 2017 年销量增长达 15%。高端水市场占有率的上升带来了瓶装水行业整体价格的上涨。

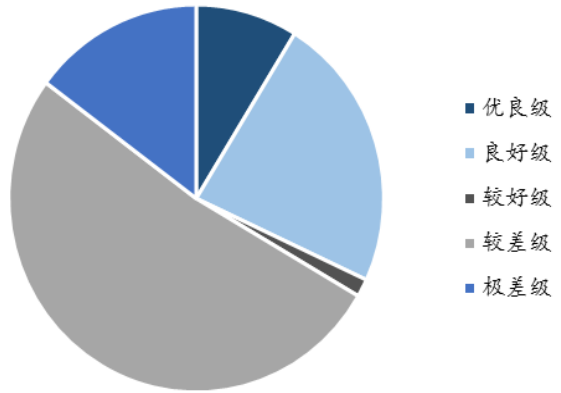


图 32：2013-2018 年我国人均可支配收入（单位：元）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

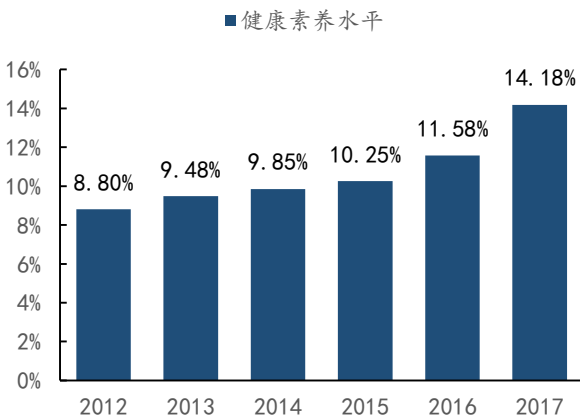
图 33：2017 年地下水水质监测结果



资料来源：《2017 年中国生态环境状况公报》，东兴证券研究所

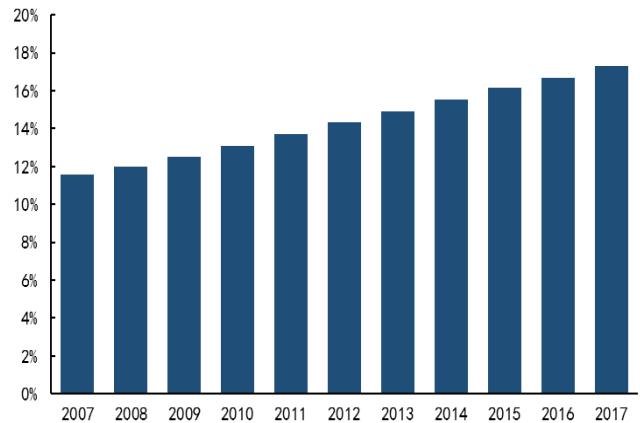
**驱动二：居民健康意识提升促使瓶装水销量提升，老龄化趋势在一定程度上提振高端瓶装水需求。**中国居民健康素养监测结果显示，2015 年中国居民健康素养水平 10.25%，2016 年上升为 11.58%，提高了 1.33 个百分点。2017 年中国居民健康素养水平上升至 14.18%，较 2016 年增长 2.6 个百分点，呈持续上升态势。健康意识的提升使得消费者已经逐渐了解摄入过多的糖会带来许多健康风险，甜味碳酸饮料销量近年来持续下滑，那些缺乏营养的高热量饮料市场不断缩小，而瓶装水以其“健康、天然”的特点成为了高糖类软饮料的有效替代品。瓶装水对含糖饮料的替代促进了销量增长。**另一方面，中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，2007 年，我国 60 周岁人口占比为 11.6%，到 2017 年，该比例达 17.33%，十年间 CAGR 为 4.1%。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 34：2012-2017 年中国居民健康素养水平



资料来源：国家卫生计生委，东兴证券研究所

图 35：2007-2017 年我国 60 周岁人口占比



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

**驱动三：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。2016 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。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 8: 近年来因水质污染居民抢购瓶装水举例

时间	事件
2016.05.08	长江水质异常，江苏靖江居民抢购包装饮用水
2015.08.09	台风苏迪曼致水源污染，居民抢购包装饮用水
2014.04.12	兰州市自来水苯含量超标，市民抢购包装饮用水
2013.12.20	杭州自来水有轻度异味，市民抢购包装饮用水
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

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

**其他驱动：中国自动贩卖机投放量增多，推动瓶装水销量增长。**近年来，我国自助售货机保有量均呈现 30% 以上的高速增长态势，2018 年我国自动售货机保有量达 31 万台。自动售货机的出现迎合了当地快节奏的生活方式，自动售货机等零售终端遍布使得瓶装水随处可得，扩大了瓶装水的销售渠道，促进了瓶装水销量的增长。

图 36: 2011-2018 年中国自动售货机保有量情况统计



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

**在三大因素的驱动下，行业规模或将突破 3000 亿元。**在售价方面，美国瓶装水行业发展时间久，市场情况基本稳定，且产品结构与我国类似，以低端为主，因此以美国瓶装水价格 3.1 元/500ml 作为参考。在人均消费量方面，中日韩同属东亚国家，饮食习惯相似，但由于日本直饮水对瓶装水影响较大，因此选择韩国作为人均消费量 62 升/人作为参考。考虑到我国人均收入水平不及美国和韩国，假设 3-5 年内我国瓶装水行业均价 2.5 元/500ml，人均消费量 43.5 升/人，人口数量 15 亿人，预计我国瓶装水市场规模将突破 3000 亿，达 3262.5 亿元。

### 3. 差异化竞争驱动行业高端化、细分化、多元化趋势

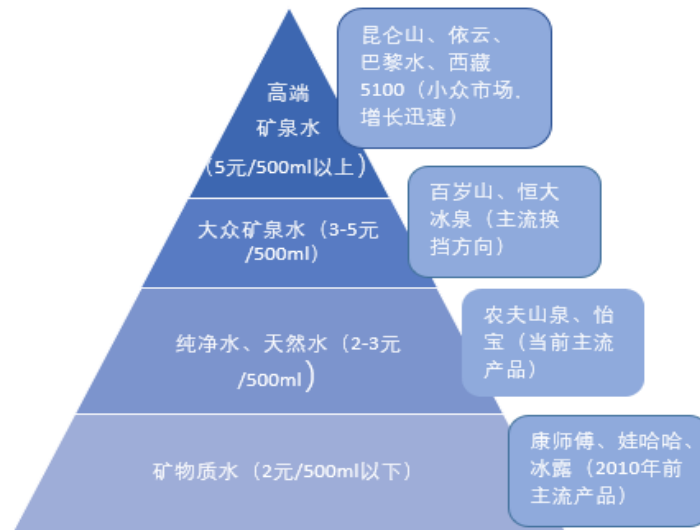
在经历了第一阶段的瓶装水初现、第二阶段矿泉水崭露头角、第三阶段矿物质水天然水涌现、以及第四阶段市场规模扩大后，瓶装水行业在新时期的发展将面临更加复杂的市场环境。我们在 1.3 分析到，虽然行业 CR6 已经达到 80%，但行业仍处在增量竞争时代。在新时期行业面临新的挑战，差异化将成为企业的主要竞争力，高端化、细分化和品类多元化的趋势势不可挡，行业竞争或将加剧。

#### 3.1 消费结构上移，国内外企业纷纷加码高端市场

##### 3.1.1 消费升级和高毛利的诉求推动行业中高端化进程

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 37：中国瓶装水行业的主要品牌的定位



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

随着消费升级的演进，中高端化趋势愈加明显。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。当前，农夫山泉、怡宝等每升单价超过 3 元的中高价品牌以其 25.9% 的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 元的高端品牌也将有更广的受众，瓶装水市场将呈现出“水往高处走”的消费趋势。此外，高毛利的追求也是企业布局中高端的驱动因素。普通瓶装水定价在 1-3 元之间，平均利润率仅达到 3.85%，而高端瓶装水凭借高价，毛利率是普通瓶装水的 6-7 倍。企业纷纷顺应消费升级趋势，布局中高端市场，以期寻求高毛利，不断夯实企业的盈利能力。

### 3.1.2 天然矿泉水成主流换挡方向，水源战略地位凸显

中高端化趋势使得天然矿泉水成为行业未来的发展方向。高端水一般均为天然矿泉水，主打“天然、营养、绿色、健康”，不仅水质好、口感佳，还富含对人体有益的微量元素。在消费升级趋势和高毛利率驱动下，厂商纷纷布局高端水，而水源地成为决定产品品质的关键。

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。坐拥八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 9: 瓶装水企业水源地

企业	水源地
农夫山泉	吉林长白山莫涯泉
恒大冰泉	吉林长白山天然深层矿泉
泉阳泉	吉林长白山天池附近高端水水源
九千年冰川泉水	青藏高原就念念达谷冰川泉水
昆仑山	青藏高原海拔六千米昆仑雪山
西藏 5100	西藏念青唐古拉山脉海拔 5100 米原始冰川
卓玛泉	西藏念青唐古拉山脉海拔 3700 米史前冰川
依云矿泉水	阿尔卑斯山底优质水源

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

## 3.2 场景和人群的细分化满足消费需求的多样性

近 5 年来，我国瓶装水市场呈现出消费需求多样化的趋势，这是经济发展到一定程度的必然结果。而在国民消费多元化的浪潮下，饮用水的消费由最初日常解渴性用品转化成了提升生活品质的享受性用品。瓶装水的需求转变主要体现在消费场景和人群的细分化两方面。我们在 1.3 分析到，差异化将是企业的主要竞争力，把握细分消费需求，将有助于企业扩大消费群体，把握行业未来的发展趋势。

### 3.2.1 消费需求多样化是时代发展的必然结果

随着人均可支配收入的增长，人民日益增长的物质需求随之提升，加之“Z 世代”的出现，带来消费观念的升级，消费需求变得多样化。

- ◆ **人均可支配收入增长：**在 2.3.3 部分，我们提到近几年我国人均可支配收入保持高速增长，从 2013 年的 18310.76 元增长至 2018 年的 28228 元，CAGR 高达 9.04%。收入的增长进一步推动消费升级的演进，使得人们的消费从单一的生存需求转为多样化的高品质生活需求。
- ◆ **“Z 世代”成为消费主力：**Z 世代是指出生于 95 后 00 后的新一代人，他们与“千禧一代”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。他们的观念不只是为了物质上的满足，更把寻求情感诉求、追求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

们对产品差异化及多样化的需求更高。“Z世代”作为消费的主体使得消费需求多样化成为时代发展的必然。

### 3.2.2 人群和消费场景细分是产品顺应行业趋势的体现

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多元化。为顺应行业的发展趋势，瓶装水企业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。在2018新年，康师傅率先展开对家庭用水市场的布局，推出1.5L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。推出大瓶桶装水。此外，各大企业还推出厨房饮用水、餐厅饮用水。雅克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；奥陶纪相中厨房饮用水，以“两万年天然水”为宣传，打造“还原茶之本味”的沏茶饮用水。

图 38：不用场景的瓶装水



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

- ◆ **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。
  - 婴儿水：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。
  - 儿童矿泉水：根据食品咨询公司的报道，在2021年以前，儿童水市场每年将会有7%的市场增速，其中亚太地区会引领全球市场。而未来几年，比较有增长潜力的可能是针对0~14岁幼儿和儿童的水产品。儿童瓶装水定价一般比普通水高20%-50%，净利润更高。不少企业已经涉足儿童矿泉水市场。
  - 女性矿泉水：法国矿泉水品牌Contrex（台：矿翠，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。

图 39：细分化天然矿泉水产品



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

### 3.3 品类多元化为行业发展增添新动力

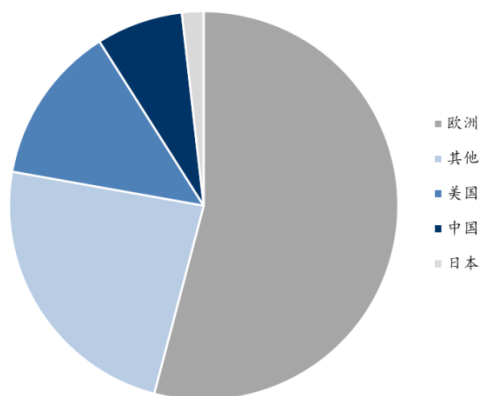
在原有的瓶装水产品之外，衍生出了诸多其他瓶装水产品，呈现出消费品类多元化的特点，主要以苏打水和气泡水为主。二者皆呈弱碱性并有养胃的功效，同时还含有钠元素，因此成为备受年轻人追捧的健康饮品。

#### 3.3.1 苏打水和气泡水在国外市场发展迅猛

目前，全球苏打水和气泡水市场正在逐渐扩大，欧美国家所占市场份额较大，一些消费比较成熟的亚洲国家，苏打水和气泡水也开始渐渐受到重视，其最初市场份额虽然较小，但增长势头迅猛，未来市场潜力巨大。

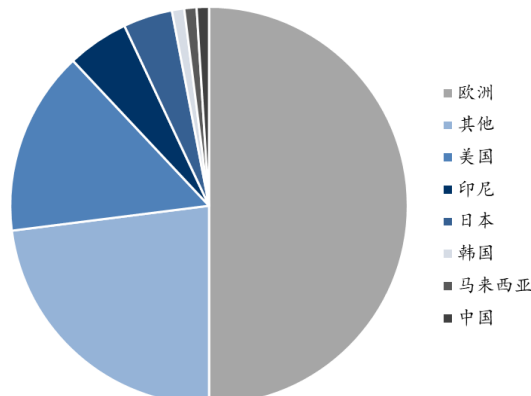
- ◆ **苏打水**：近年来苏打水市场的消费量急剧增长，各大饮料巨头纷纷转战苏打水市场。纵观全球苏打水的市场份额，欧洲国家占比过半，达到 54.1%，其次是美国市场，占比 13.2%，中国和日本占比较低，分别为 7.2% 和 1.8%。欧美国家苏打水市场发展迅猛，以美国为例，其苏打水品类虽然初始市场份额小，但却呈现出强劲的增长势头。据美国《福布斯》杂志报道，苏打水在过去几年中销量不断增长，2009 年至 2014 年期间，美国苏打水的销售额就已经增长了 3 倍。消费者对自然健康的追求使得碳酸饮料销量已经连续 13 年下滑，这同时也促使了苏打水销量激增，2017 年瓶装水超越碳酸饮料成为美国第一大饮料品类，而苏打水的迅猛发展在其中发挥了举足轻重的作用。
- ◆ **气泡水**：从全球气泡水的市场份额来看，气泡水占整个瓶装水市场的比例在整个亚洲国家都不高，在印尼苏打水和气泡水共占瓶装水市场规模的 5%，日本则是 4%，韩国、马来西亚、中国均占约 1% 的比例。而气泡水在一些欧美国家可以达到 15% 到 20% 的比例，且处于迅猛发展阶段。以美国为例，2015-2017 年，美国市场气泡水消费量分别为 4.92 亿加仑、5.91 亿加仑、6.87 亿加仑，每一年的市场规模呈现出强劲增长，至 2018 年，气泡水市场规模超过 8 亿加仑，已相当可观。不仅是美国，气泡水在英国、德国等其他多个欧洲国家同样有显著的增长。

图 40：全球苏打水市场份额占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 41：全球气泡水市场份额占比



资料来源：英敏特，东兴证券研究所

### 3.3.2 我国高端水市场品类多元化趋势明显

在我国，苏打水和气泡水主要集中在高端水市场，作为高端市场品类的拓展。随着国内民众生活水平的提高和消费方式的改变，苏打水和气泡水以其养胃及调节酸碱平衡等功能在我国拥有了越来越多的用户群体。虽然我国苏打水和气泡水市场仍处于起步阶段，但借鉴欧美市场的发展，以及消费升级、中产阶层的崛起，行业具备较大的增长空间，而瓶装水行业也将呈现品类多元化趋势。

- ◆ **苏打水**：目前市场销售的苏打水以天然苏打水为主，主流售价为 3-8 元，定位群体主要为高端消费者。而调研发现，高端苏打水在包装水中市场形势好，2009 年至 2017 年间高端苏打水产量保持近 10% 的增速，到 2017 年产量已高达 14.39 万吨，我们预计这一增长趋势在未来 5 年内仍将持续。

表 10：苏打水分类一览表

名称	天然苏打水	有气苏打水	无气苏打水
概念	天然苏打水是指天然含有碳酸	含气苏打水是碳酸氢钠的水溶液，市	无气苏打水不含二氧化碳，无气

氢钠的水，此外还含有多种微量元素，纯天然，人工无法复制。

面上出售的有气苏打水大部分是在经过纯化的饮用水中压入二氧化碳，并添加甜味剂和香料的人工合成碳酸饮料。

苏打水使用碳酸氢钠的水溶液，也是人工合成，市场上产品大多添加AK糖等作为口感调节剂，并且适量添加了食用香精。

成分	纯净水天然含有 NaHCO3	纯净水+ CO2+ NaHCO3 (部分含糖)	纯净水+NaHCO3
是否属于瓶装水	是	无糖：是 含糖：否	无糖：是 含糖：否

样品



舒达源天然苏打水



屈臣氏原味无糖苏打水



娃哈哈无糖无气苏打水

样品



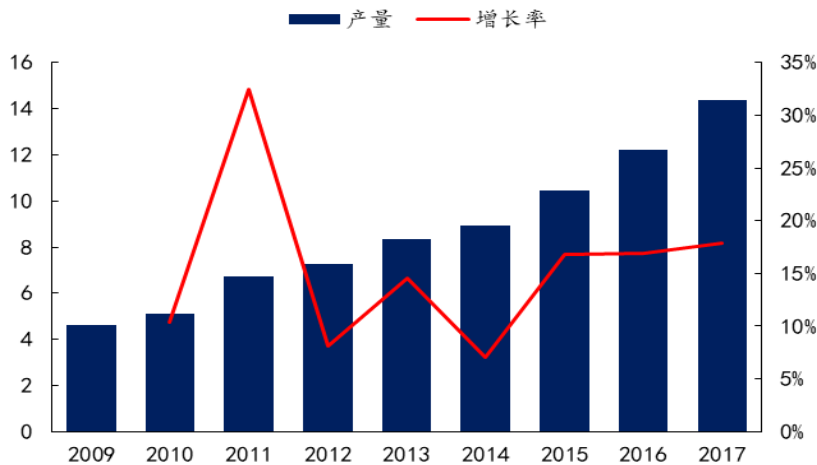
世罕泉天然苏打水



名仁无糖苏打水

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 42: 2009-2017 年中国高端苏打水产量（单位：万吨）



资料来源：智研数据中心，东兴证券研究所



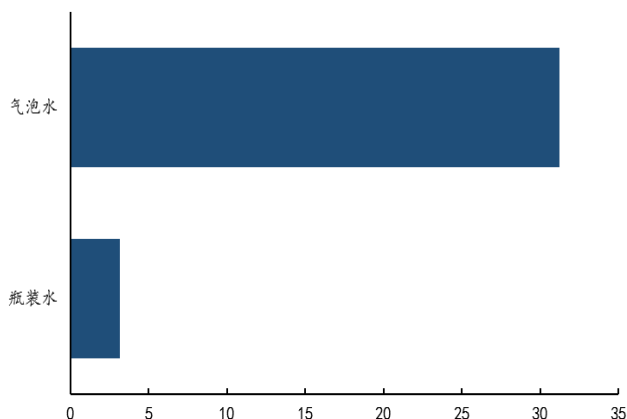
◆ **气泡水**：近几年，主打无糖、零卡路里的气泡水正在中国饮料市场中悄然兴起并呈现快速增长态势。目前市场上销售的气泡水可分为天然气泡水和人工加气水两种。气泡水主打高端市场、产品定位年轻化。据欧睿咨询，2015年气泡水的升均零售价格约为31.25元，而瓶装水整体的升均零售价格为3.19元，仅为气泡水的1/10。据调查，气泡水在家庭月收入超过1.6万元的人群中渗透率达到39%，远超过瓶装水29%的渗透率。目前气泡水行业规模仍较小，涉足企业并不多，属于蓝海行业；同时因为气泡水的价格比较高，利润空间较大，随着消费的升级、中产阶层的崛起，以及企业不断加强对消费者的科普和市场培育之后，气泡水行业在未来的三到五年内会呈现比较大的增长态势以及增长空间。

**表 11: 气泡水分类一览表**

概念	举例
天然气泡水 纯天然含气矿泉水 (游离 CO2 含量超过 250mg/L)	   <p>巴黎水 Perrier      狮力 sourcy      antipodes 绮怡充气天然矿泉水</p>
人工加气水 天然矿泉水中人工冲入 CO2。 天然矿泉水+CO2	   <p>圣培露充气天然矿泉水      威芙丝 voss      索蕾 sole</p>

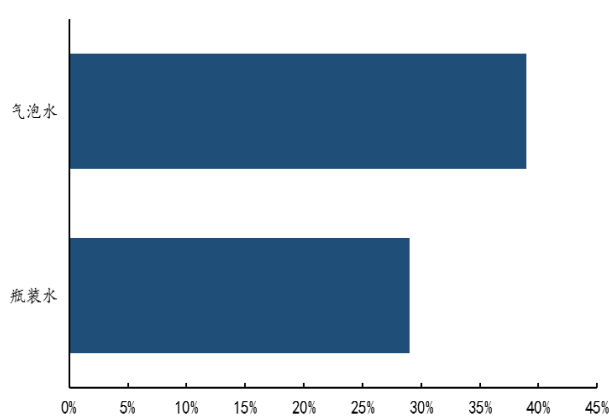
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

**图 43: 2015 年瓶装水、气泡水每升平均售价**



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

**图 44: 瓶装水与气泡水在月收入 1.6 万元以上家庭渗透率**



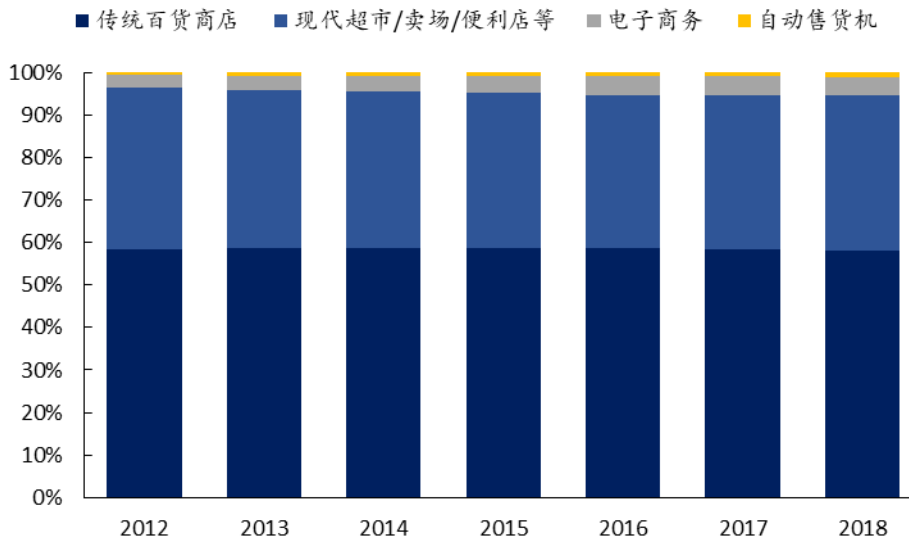
资料来源：英敏特，东兴证券研究所

### 3.4 渠道的多样化支撑行业三大趋势发展

#### 3.4.1 多样化的销售渠道增加了消费者的产品触及率

我国瓶装水渠道目前仍以传统渠道为主。瓶装水渠道主要分为传统和非传统渠道，传统渠道主要是指百货商店、商超、卖场、便利店、夫妻店等，非传统渠道则以电商、高铁、自动售货机、酒店、机场等新兴渠道为主。目前传统渠道仍然占据主要的市场份额，商超、百货商店等传统渠道目前占据着零售市场 95% 以上的份额，仍是目前的主力消费市场。

图 45：2012-2016 年瓶装水各零售渠道销量占比



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

而随着业态的丰富，瓶装水的渠道也呈现多样化。随着零售业态的发展，加油站便利店、高端餐饮、酒店、机场、高铁等零售业态相继出现，而瓶装水作为最基础的软饮料类别，基本已经触及到了各个销售渠道。渠道的多样性增加了产品的可得性，进一步转换为销量的上升，增强了产品的触及率，也为产品的细分和多元化发展奠定了基础。

#### 3.4.2 精准定位多样化渠道是企业差异化的主要战略之一

开发契合自身产品特性的渠道是企业经营战略中必不可少的一环。我们在第三部分分析道，高端化、场景和消费人群的细分化以及品类的多元化将是未来瓶装水行业发展的三大趋势，而这三大趋势的一个共同点便是中高端化。我们认为中高端水产品应该结合产品的定位和定价，尽可能的开发契合自己的渠道，使产品适销对路。

- ◆ **渠道战略准确能使产品快速产生影响力：**西藏 5100 定位高端领域，上市之初便利用高铁、动车渠道进行推广，渠道与产品的定位较为相符；依云进入中国市场之后，为了契合其中高端的定位，除了在 KA 等传统渠道铺货外，还覆盖了高端会所、酒店、航空公司、高尔夫球场等高端渠道业态，能够较好的树立品牌高端化形象。
- ◆ **渠道与产品定位冲突不利于产品的推广：**传统的经销渠道一般以 2 元左右的低端水为代表，像娃哈哈、农夫山泉等，皆在该渠道能够实现快速放量。但昆仑山和恒大冰泉在推出之初，也以经销渠道为主要渠道进

行推广，但由于二者定位高端，与经销渠道的低端产品定位不符，使得产品刚面世的时候走过一些弯路。

**表 12：不同品牌选择的渠道战略影响**

品牌	定位	渠道	契合度	影响
娃哈哈	低端	传统经销渠道	高	快速放量
西藏 5100	高端	高铁等	高	推广效果显著
依云	中高端	传统经销渠道和高端业态	高	推广效果显著
昆仑山	高端	传统经销渠道	低	销量表现一般
恒大冰泉	中高端	传统经销渠道	中	推广效果不显著

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

**多样化渠道为产品的差异化提供了消费场所。**在场景、消费人群细分化和品类多元化的背景下，产品也呈现出细分化的特征，相关产品的导入和推广则需要相应的消费场景来配合。目前已经形成的多样化渠道为产品的差异化路径提供了基础，母婴用水能够通过母婴店获得、气泡水能够通过夜场渠道进行推广、而高端瓶装水则能在机场、酒店等高端业态获取。目前渠道的多样化能够支撑产品差异化的发展，未来产品推广则需要选择与产品定价相契合的渠道，这一世企业经营发展战略中必不可少的主要战略之一。

## 4. 投资建议：

对比美日，我国瓶装水产业具备量价齐升三大驱动因素：一是人均收入提升带来的消费升级，二是健康意识的提升和老龄化趋势，三是水污染事件驱动。2017年我国人均瓶装水消费量为36.45升，低于世界水平，而美国人均消费高达159.37升，是我国的4.4倍。在四大驱动因素的作用下，我国消费量有望稳步提升。此外，近年来我国瓶装水价格带不断上移，消费升级趋势显著，随着未来经济发展水平进一步提升，瓶装水平均售价仍有一定上升空间。在量价共振的环境下，预计行业未来增长趋势将延续，市场规模有望突破3000亿元。

此外，瓶装水行业未来发展将呈现高端化趋势，同时伴随消费场景和消费品类细分化。**我们认为把握细分消费需求，打造差异化产品，迎合消费的多元化趋势将是企业的主要竞争力。**基于此，我们推荐农夫山泉、景田百岁山、吉林森工和西藏水资源。农夫山泉作为瓶装水行业的龙头，在品牌质量和营销方面都走在行业前端，加之公司积极布局优质水源地，预计未来市场份额继续提升。景田百岁山近几年发展势头迅猛，在中高端瓶装水市场占据较高份额，随着消费升级的到来，未来发展潜力巨大。吉林森工公司旗下泉阳泉是瓶装水行业的黑马，掌握天然优质水资源，多元化新品迎合消费升级趋势，发展空间较大。西藏水资源拥有独特而稀缺的优质水源地，奠定了其高端市场定位，多元化的销售渠道将助力公司细分场景的开拓。

### 4.1 吉林森工

2017年，吉林森工通过发行股份购买资产的方式购买森工集团、睿德嘉信、泉阳林业局合计持有的泉阳泉75.45%股权，将业务扩展至瓶装水行业。泉阳泉饮品有限公司成立于2001年，主要产品为天然矿泉水，水源来自于长白山。依靠优质的水源和持续多年的积极投入，泉阳泉在东北矿泉水市场占有率名列前茅，消费者忠实度较高，具有一定品牌优势。伴随近年来瓶装水市场的繁荣，泉阳泉营业收入及净利润高速增长。公司近年曾数度提出区域化转向全国化的销售策略，并明确提出了布局全国的时间表，预计公司未来将继续保持高速增长。

**区域龙头，当地市场占有率高。**公司目前产品线较全，不仅覆盖了低端到高端的天然矿泉水市场，还开发了适应多元化需求的各类产品，如家庭桶装水市场、母婴用水市场、气泡水和泡茶用水市场。作为地处东北的区域性矿泉水品牌，公司在东北区域市占率约为10%，在部分吉林等部分地区占比高达60%。

**拥有优质矿泉水源，具备天然优势。**天然矿泉水的生产受到水源、气候等方面的影响，对自然环境有较高要求。泉阳泉在吉林省长白山山脉的核心区拥有四处优质矿泉水源，是长白山优质水源储备最好的企业之一，水源地水质口感较好，含多种天然矿物质及微量元素，符合国家矿泉水标准。优良的自然环境、优质的水源成为公司主要产品“泉阳泉”牌长白山天然矿泉水的绝佳优势。

**公司目前主要以to B业务为主，未来随着产品的开发和区域的扩张，to C业务将成为公司业绩增长的引擎。**目前公司产品结构中55%的营收来自定制客户和大客户，45%的比重来自to C端。公司to C业务占比是所有瓶装水企业最低的。未来通过持续开拓全国销售渠道，将公司在东北优势逐步拓展至省外，泉阳泉有望完成区域品牌向全国品牌的转变，to C业务占比有望持续提升。就公司瓶装水业务，公司2018年实现营收6.77亿元，同比+25.13%，净利率约为15%。预计公司瓶装水业务2019-2021年实现营收7.81/9.18/10.92亿元，同比增长15.32%/17.63%/18.95%，实现净利润1.17/1.43/1.74亿元，同比增长17.00%/22.22%/21.68%。

## 4.2 西藏水资源

西藏 5100 水资源控股有限公司是中国高端瓶装矿泉水产业的领跑者，其成立于 2006 年，代表产品“5100 西藏冰川矿泉水”的销量在中国高端水市场处于领先地位。西藏水资源目前产品种类分为两大块：天然矿泉水和啤酒，并主打生产高端矿泉水。瓶装水产品较为完善，包括西藏 5100 冰川矿泉水系列、格桑泉天然水系列以及与中石化合作推出的易捷卓玛泉等。2018 年，西藏水资源实现收入 8.81 亿元，净利润 3.18 亿元，毛利率达 55%，我们认为西藏水资源之所以能保持这样的盈利能力，主要有两大核心优势：

**水源地优势明显，产品定位高端市场。**西藏水资源以其“拥有中国最好水源地”的美誉主打高端水产品生产。以西藏 5100 天然矿泉水为例，该产品来自西藏念青唐古拉山脉海拔 5100 米的原始冰川水源地，该水源地具有天然无污染的自然地理环境与特殊的地质条件，泉水含有丰富的锂、锶、偏硅酸等稀有矿物质，优于天然矿泉水的中国新国标和欧盟标准。拥有西藏独特而稀缺的水源决定了西藏水资源产品定位于高端市场。

**销售渠道多元化，助攻公司持续发力。**西藏水资源拥有多样的销售渠道保证将其产品全面推向市场。西藏水资源旗下的产品不但进入超市、便利店、酒店、电影院线、机场、餐饮和健康娱乐店等线下零售渠道，还与天猫、一号店、京东等达成战略合作，完善其线上线下营销系统，渠道的充分利用助力公司产品未来的市场拓展。预计公司 2019-2021 年实现营收 9.12/9.65/10.39 亿元，同比增长 3.35%/5.89%/7.63%，实现净利润 3.36/3.52/3.84 亿元，同比增长 5.66%/4.54%/9.09%。

## 4.3 农夫山泉

1996 年 9 月，农夫山泉首个水厂在千岛湖畔的新安江紫金滩诞生，主要生产纯净水。2000 年农夫山泉全面放弃纯净水产品线，转型生产天然水，通过成功的营销策略逐渐成长为国内瓶装水行业巨头。根据尼尔森的数据，2018 年农夫山泉在瓶装水行业市场份额高达 26.5%，稳居行业内头把交椅。公司营收在 2015 年突破百亿，并保持高速增长。

**品牌知名度高助力未来发展。**由于自身特点所限，瓶装水产品之间差异化较小，行业内竞争激烈，因此，打造出获得大众认可的品牌对于企业发展至关重要。通过多年以来持续的广告营销投入，农夫山泉优质的品牌形象已经深入人心，在国内具有很高的知名度。公司主打的农夫山泉天然水在 2 元价格带占据了绝对优势。2015 年，公司同时推出三款产品，农夫山泉玻璃瓶高端水、农夫山泉儿童天然饮用水和农夫山泉学生天然矿泉水，正式进军高端水市场。依靠优质的品牌形象和强大的营销能力，农夫山泉未来能在高端瓶装水市场占有一席之地。

**优质水源地为其今后的发展奠定坚实基础。**对于天然水和矿泉水来说，其水源直接来自于湖泊、水库或者是具有独特地质条件和多年矿化历史的地下水水源地。水源地水质的优劣直接决定了瓶装水产品质量的高低。农夫山泉对于水源地的寻找非常重视，从 1999 年开始，农夫山泉经过 20 年发掘与勘探，拥有了遍布全国的 8 处优质的水源地。这些核心资产确保了农夫山泉高品质产品的供应，为其今后的发展奠定了坚实的基础。

## 4.4 景田百岁山

景田公司成立于 1992 年，成立之初主要生产纯净水。2007 年，公司正式推出百岁山天然矿泉水，通过央视投放“水中贵族”广告，并赞助网球和斯诺克等重要比赛，百岁山一炮打响走红市场。随着消费者对饮用水品质的关注，矿泉水越来越受消费者青睐，百岁山成为最大受益者。2013 年开始，景田公司启动双品牌战略，将原来的“景田百岁山”品牌一分为二：景田主打纯净水，而百岁山则作为瓶装矿泉水品牌。2017 年，推出设计感极强的高端矿泉水品牌——本来旺，正式进军高端水市场。

**公司发展迅猛，份额快速提升。**公司近几年高速发展，2017 年实现了 30%左右的高增长，并在 2018 年超越康师傅，跻身国内瓶装水前三甲。根据尼尔森数据显示，瓶装水六巨头依次为农夫山泉、华润怡宝、百岁山、康师傅、娃哈哈、冰露。据估计，尼尔森的数据统计可能只统计了百岁山，如果算上景田纯净水，景田公司的市场份额会更高。

**矿泉水市场潜力巨大，公司将成为消费升级的最大受益者。**在六巨头中，只有百岁山是矿泉水品牌，其他品牌大都以纯净水、天然水为主。2011 年，中国饮料工业协会首次发布中国天然矿泉水 10 强，百岁山排名行业第一。自 2009 年开始，百岁山天然矿泉水至今已连续 10 年稳坐国内天然矿泉水市场头把交椅。一方面，随着收入的增加及消费者对于瓶装水品质的关注，未来矿泉水市场具有较高的增长潜力。另一方面，目前国内 3 元以下瓶装水市场已经饱和，而百岁山所在的 3 元水瓶装水市场还有较大的增长空间。因此预计景田百岁山在未来瓶装水市场的份额将继续提升。

## 5. 风险提示：

经济发展乏力，食品安全风险，进口产品冲击等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	乳制品行业三部曲之一：齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值	2019-03-14
行业	啤酒行业深度报告：结构升级，啤酒三岔路口的最佳指引	2019-03-12
公司	安琪酵母（600298.SH）：内外开花，酵母龙头何缘走向大空间	2019-04-29
公司	华润啤酒（0291.HK）：外资助力版图完整，华润引领行业加速升级	2019-03-29
公司	珠江啤酒（002461.SZ）：产品研发双驱动，珠啤华南再深耕	2019-03-15

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 研究助理简介

### 吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。