

2020年08月27日

农夫山泉 (09633.HK)

深度分析

水中王者，厚积薄发

投资要点

- ◆ **家喻户晓的强势品牌：**根据弗若斯特沙利文，农夫山泉连续 8 年保持包装饮用水市场占有率第一，且在茶饮料、功能饮料、果汁饮料领域均位于行业前三。得益于差异化的产品、强势的品牌与健全的渠道体系，农夫山泉超过 20% 的净利润率水平远高于中国及全球同业，是中国软饮料行业当之无愧的龙头企业。
- ◆ **完成全国十大水源地布局，掘金包装饮用水黄金赛道：**包装饮用水行业市场规模大、需求增速高、竞争格局清晰，是软饮料行业的最佳子赛道。从行业趋势上看，家庭消费正成为行业主要驱动力，人均包装饮用水消费量有望持续提升，2 元水持续侵蚀 1 元水的市场空间，而健康价值更高的天然水及天然矿泉水增速亦快于纯净水及其他水。作为唯一实现全国天然水源地布局的企业，农夫山泉过去十年销量市场份额由 14% 提升至近 30%，近三年保持快速增长趋势。
- ◆ **产品、营销、渠道，缺一不可：**软饮料行业竞争激烈，农夫山泉的成功建立在多个方面。在产品上，公司持续聚焦于健康，注重口味差异与瓶身设计，准确预判并把握消费趋势；在营销上，公司别出心裁的广告创意立足于产品本身，缔造了“农夫山泉有点甜”、《大自然的搬运工》等时代经典，并深谙事件营销之道，长期积累“健康、天然、安全”的品牌形象；在渠道上，公司于 2016 年大刀阔斧地改革了经销商体系，扶持具备独立操盘能力的经销商做大做强，激发了经销商与一线业务员的主观能动性，最终迎来了新一轮快速增长。
- ◆ **投资建议：**我们预测 2020-2022 年公司的每股收益分别为 0.44、0.56 和 0.66 元，净资产收益率分别为 42.7%、41.2% 和 37.1%，给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**产品质量或食品安全问题、职业经理人接班问题、公共卫生事件的持续性影响、新品推出不成功的影响、软饮料行业市场竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,475	24,021	23,367	27,592	31,930
YoY(%)	17.1	17.3	-2.7	18.1	15.7
净利润(百万元)	3,606	4,949	4,902	6,309	7,475
YoY(%)	17.6	20.6	21.0	22.9	23.4
毛利率(%)	53.3	55.4	57.1	57.3	57.0
EPS(摊薄/元)	0.32	0.44	0.44	0.56	0.66
ROE(%)	28.2	40.7	42.7	41.2	37.1
P/E(倍)	59.9	43.6	44.1	34.2	28.9
P/B(倍)	15.0	21.9	16.5	12.3	9.5
净利率(%)	17.6	20.6	21.0	22.9	23.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

发行价

19.50-21.50 港元

交易数据

总市值(百万港元)

流通市值(百万港元)

总股本(百万股)

11246

流通股本(百万股)

12个月价格区间

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.16	-11.04	2.65
绝对收益			

分析师

高猷嘉

SAC 执业证书编号：S0910520060002

gaoyoujia@huajinsec.cn

021-20377166

相关报告

内容目录

一、公司概况：	5
(一) 公司经营历史	5
(二) 公司股权架构	6
(三) 追求“真善美”的创始人	6
1、求真：	7
(1) 敢说“真”话：	7
(2) 追求“真”理：	7
(3) 保持“真”实：	7
2、求善：	8
(1) 对于生命健康的持续关注深入企业价值观：	8
(2) 持续关注环境保护与社会公益，积累正面品牌形象：	8
3、求美：	8
二、行业概况：	9
(一) 中国软饮料行业市场规模近万亿元：	9
(二) 包装饮用水为最佳子赛道：	10
1、包装饮用水市场规模最大且保持快速增长	10
2、包装饮用水人均消费量仍有提升空间	12
3、渠道利润推动，“2元水”正在实现对于“1元水”的替代	13
4、天然水市场份额逐步提升	14
(三) 高速迭代中的饮料行业：	15
1、网红饮料常有，常胜将军少有：	15
2、追求健康是软饮料行业的中长期趋势：	16
三、财务视角看公司：高利润率源于深厚经营壁垒	17
(一) 盈利能力显著高于行业平均水平	17
(二) 高利润率解析	18
1、高毛利率是公司实现高利润率的主要原因：	18
2、差异化费用率主要反应行业特性：	19
四、经营壁垒解析：产品、营销、渠道共筑长城	21
(一) 经营壁垒之战略性地实现全国十大水源地布局	21
(二) 经营壁垒之品牌形象的长期积累与沉淀	23
1、回归产品本质是营销的根基：	24
2、多元化的营销战术：	25
(三) 经营壁垒之高效的经销商体系	25
五、估值与投资建议	28
(一) 盈利预测	28
1、营业收入：	28
2、毛利率与费用率：	29
3、盈利预测：	30
(二) 估值	31
1、绝对估值：	31
2、相对估值：	31
(三) 投资建议	32

六、风险提示..... 32

图表目录

图 1: 农夫山泉上市后股权架构（假设超额配售未行使）	6
图 2: 2014-2024 年，无糖茶饮料迎来快速增长	8
图 3: 益普索对于中国食品饮料行业产品包装要素的研究	9
图 4: 农夫山泉玻璃瓶装天然矿泉水	9
图 5: 2014-2024 年，中国软饮料行业预计将维持 5.9%的复合增长率	10
图 6: 部分食品饮料赛道行业规模与预期增速比较	11
图 7: 包装饮用水是中国软饮料行业规模最大、增速最快的子赛道	11
图 8: 包装饮用水在中国软饮料行业的市场份额预计持续提升	11
图 9: 美国市场碱性包装水增速最快	12
图 10: 加拿大市场非普通包装水市场份额达到 26.7%	12
图 11: 中国包装水人均年消费量不及全球平均水平	12
图 12: 2014-2019 年中国包装水人均年消费量复合增长率为 7%	12
图 13: 中国人均 GDP、人均可支配收入与保持上涨趋势	13
图 14: 2014 年以来，康师傅饮用水业务营收、市占率持续下滑	14
图 15: 饮用纯净水仍然占据主导	15
图 16: 天然水、天然矿泉水预计市场份额快速增长	15
图 17: 通过口味创新满足 Z 世代“猎奇”心理	15
图 18: Z 世代偏好新兴渠道	15
图 19: 健康饮品是中国软饮料行业的大势所趋	16
图 20: 中国超重肥胖率呈上升趋势	16
图 21: 无糖饮料站上“风口”	16
图 22: 农夫山泉 ROE 水平位居行业领先水平	17
图 23: 农夫山泉净利润率水平高于中国、全球同业	17
图 24: 农夫山泉与可比同业 ROE 杜邦分析	17
图 25: 农夫山泉毛利率 55.4%高于同业参照公司	18
图 26: 农夫山泉分业务毛利率变化趋势	18
图 27: AC 尼尔森包装饮用水零售终端市场份额变化（按销售量）	18
图 28: 农夫山泉饮料业务毛利率高于竞争对手	19
图 29: 农夫山泉及同业公司经营费用率对比	20
图 30: 农夫山泉销售及分销开支拆分	20
图 31: 农夫山泉销售及分销开支费用率拆分	20
图 32: 农夫山泉加大冰柜、自动贩卖机投放力度，折旧及无形资产摊销快速增长	21
图 33: 农夫山泉十大水源地	23
图 34: 农夫山泉以 568.8 的指数位居 2019 年中国瓶装水品牌力榜首	24
图 35: 百度指数热度对比（农夫山泉 vs 百岁山 vs 怡宝）	24
图 36: 受“标准门”等因素影响，农夫山泉销量市场份额曾遇瓶颈	26
图 37: 农夫山泉以经销模式为主	26
图 38: 农夫山泉经销商数量变化（2017-2019 年）	26
图 39: 农夫山泉 SKU 梳理	28
图 40: PET 通常占到农夫山泉销售成本 3 成左右（2019:31.6%）	29
图 41: 中国年平均 PET 采购价格变化趋势	29

图 42: PET 成本变化趋势	30
图 43: 预测公司 2021 年毛利率见顶后小幅回落	30
图 44: 销售及分销开支变化趋势	30
图 45: 行政开支变化趋势	30
图 46: 业绩变化趋势 (2019-2024)	31
图 47: 业绩变化幅度 (2019-2024)	31
图 48: 绝对估值法敏感性分析	31
图 49: 农夫山泉与参照公司估值情况 (2020 年 8 月 26 日收盘价格)	32
表 1: 农夫山泉大事记	5
表 2: 农夫山泉主要产品	5
表 3: 「东方树叶」、「植物酸奶」的产品创意与技术创新	7
表 4: 养生堂药业、万泰医药简介	8
表 5: 2019 年包装水零售市场份额排名	13
表 6: 包装饮用水分类	14
表 7: 农夫山泉软饮料定价较高	19
表 8: 主要包装饮用水企业生产设施梳理	23
表 9: 农夫山泉产品差异化明显	24
表 10: 农夫山泉经典广告语	25
表 11: 农夫山泉系列微电影	25
表 12: 大经销商体系	27
表 13: 分部营收预测	29

一、公司概况：

（一）公司经营历史

农夫山泉股份有限公司是中国市场上同时具备规模性、成长性和盈利能力的饮料龙头企业。根据第三方咨询公司弗若斯特沙利文，2012年至2019年间，农夫山泉连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一。

农夫山泉的经营历史最早可以追溯至1996年，创始人钟睺睺先生成立了新安江养生堂饮用水公司并在浙江建德千岛湖畔建设了第一个生产基地，次年第一款农夫山泉包装饮用水上市，“农夫山泉有点甜”的经典广告语深入人心。2000年4月，公司“以长期饮用纯净水无益人体健康”为由宣布退出纯净水市场，并加速在全国布局天然水水源地。

自2003年推出果汁饮料产品“农夫果园”开始，农夫山泉逐步确立了“饮用水+饮料”双轮驱动的战略，以2019年零售额计，公司在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居中国市场前三位。

表 1：农夫山泉大事记

年份	重要事件
1996	公司前身新安江养生堂饮用水成立，第一个生产基地在浙江建德千岛湖畔动工
1997	以浙江千岛湖为水源的第一款「农夫山泉」包装饮用水产品上市
1999	正式宣布停产纯净水，并在全国范围内加速天然水水源地的布局
2001	改制为股份有限公司，名称变更为「农夫山泉股份有限公司」
2003	第一款果汁饮料产品「农夫果园」上市，进入果汁饮料行业
2004	第一款功能饮料产品「尖叫」上市，迅速获得青少年消费者认可
2011	第一款茶饮料产品「东方树叶」上市 引进第一条无菌生产线，实现从物理过滤、吹瓶、灌装、包装的全自动化无人生产
2014	第一款鲜果产品「17.5°橙」上市
2015	以吉林长白山莫涯泉为水源的「农夫山泉」天然矿泉水产品上市，三款新品融合了优质的水源、先进的工艺、美丽的包装和动人的创新开发故事
2016	改革经销商体系，重新回到增长快车道 推出爆款茶饮料「茶π」，当年实现超16亿元收益
2019	第一款咖啡产品「炭仸」、第一款植物酸奶产品上市

资料来源：公司资料，华金证券研究所

表 2：农夫山泉主要产品

产品类别	品牌标志	产品图片	市场份额	市场份额排名
包装饮用水产品			20.9%	第一
茶饮料产品	 	 	7.9%	第三

功能饮料产品

尖叫



7.3%

第三

果汁饮料产品

维他命水



农夫果园



3.8%

第三

水溶 C100



NFC
NOT FROM CONCENTRATE



17.5°



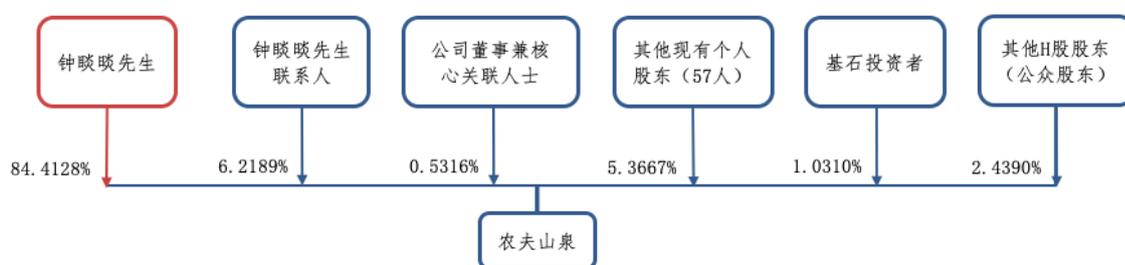
资料来源：公司资料，华金证券研究所

（二）公司股权架构

钟睺眈先生作为控股股东,将在上市后持有公司 **84.41%**的股权(假设超额配售权未获行使,下同)。5 位钟先生的联系人合计将持股 **6.22%**, 57 位个人股东(以农夫山泉、养生堂的员工为主)合计持股 **5.37%**, 此外公司董事兼核心关联人士将持股 **0.53%**。

本次 IPO, 公司引入 5 组基石投资者, 分别为富达基金、Coatue、GIC、国调基金及诚通中信农业基金、欧力士, 将在上市后合计持有 **1.03%**的股权。

图 1：农夫山泉上市后股权架构（假设超额配售未行使）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

（三）追求“真善美”的创始人

创始人钟睺眈先生在战略上高瞻远瞩、战术上亲力亲为，是农夫山泉的灵魂人物。我们认为，正是钟先生长期以来对于“真、善、美”无尽追求才使得如今的农夫山泉得以成为中国首屈一指的食品饮料企业。

1、求真：

（1）敢说“真”话：

1999年4月，农夫山泉召开新闻发布会正式宣布退出纯净水市场并全力投入天然水的生产销售，钟先生在会上提出“纯净水对人体健康无益”的观点，一时间成为“行业公敌”。

我们认为，钟先生的判断并非没有科学依据支撑。根据世界卫生组织（WHO）的长期研究，纯净水没有或大量缺乏人体必需的矿物质，长期摄入这类水会导致有益元素供应不足，不是理想的饮用水类型。而从后视镜中看，敢于“冒天下之大不韪”正是农夫山泉实现产品差异化的起点。

（2）追求“真”理：

根据公开采访和调研信息，我们认为钟先生在产品研发层面更加重视“知识产生率”而非短期商业利益，对于基础工艺、原料创新等方面持续加大投入，并通过研发技术难度、研发创意性、产品销量等综合评价项目贡献程度，并以此为基础给予相关研发人员激励。

表 3：「东方树叶」、「植物酸奶」的产品创意与技术创新

	「东方树叶」	「植物酸奶」
推出年份	2011 年	2019 年
产品创意	0 糖、0 卡、0 脂、0 香精、0 防腐剂	植物酸奶，0 胆固醇、0 乳糖和低饱和脂肪
技术创新	原叶萃取技术、抗氧化工艺	3 年尝试约 1000 个配方和超过 4000 人的口味测试及产品功能实验，采取创新的发酵工艺

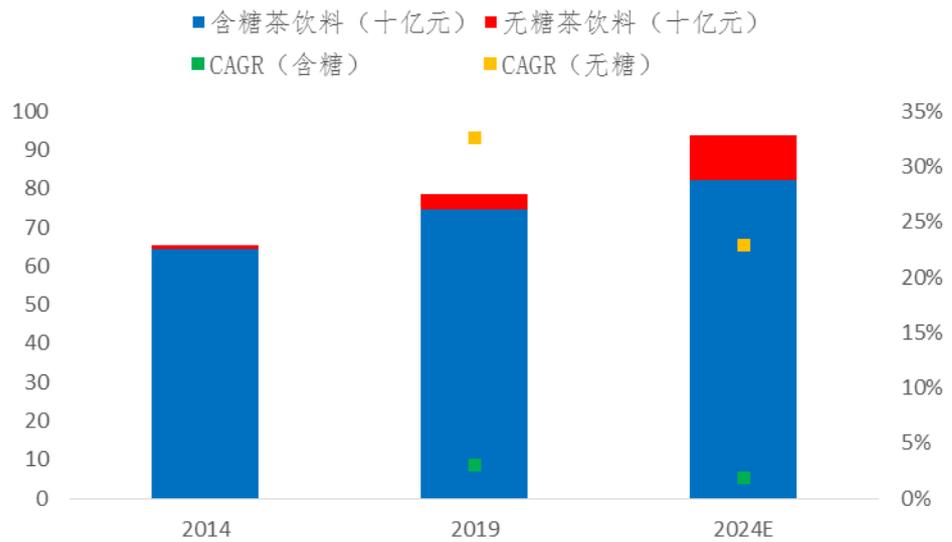
资料来源：公司资料，华金证券研究所

（3）保持“真”实：

钟先生在商界享有“独狼”之称。一方面，钟先生商业思维超前、独来独往不喜跟风，另一方面，钟先生一旦认定目标或趋势之后不会轻易放弃。

以 2011 年推出的、主打“天然零添加”的「东方树叶」为例，在上市之初终端销售表现平平，甚至一度被自媒体评为“中国十大最难喝饮料”，但是钟先生并未下架这款产品。随着国人对于健康意识的不断提升，“无糖”饮料站上“风口”，具备先发优势的「东方树叶」于 2019 年录得接近翻倍增长。

图 2: 2014-2024 年，无糖茶饮料迎来快速增长



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

2、求善：

(1) 对于生命健康的持续关注深入企业价值观：

农夫山泉的核心价值观是“为生命健康提供产品与服务”。从钟先生的相关产业布局来看，“健康”二字贯穿始终，其中养生堂药业是一家集科研、生产、销售为一体的大型药品保健品企业，而万泰医药（603992.SH）是国内从事体外诊断试剂、体外诊断仪器的龙头企业，且于今年上市了国内首个 2 价 HPV 疫苗。

表 4: 养生堂药业、万泰医药简介

	主要产品	产品亮点
养生堂药业	天然维生素 E 成长快乐复合维生素软片	抗氧化，去除黄褐斑、延缓衰老 富含每日所需的十多种维生素和锌、胆碱等矿物元素
万泰生物	ELISA 酶免系列 全自动核酸检测系统 WanTag HPV 疫苗	肝炎、呼吸道疾病、小儿消化道疾病等试剂及试剂盒 快速高效的获得肝炎等疾病的检测结果 预防宫颈癌，国内首个上市的二价 HPV

资料来源：官网，华金证券研究所

(2) 持续关注环境保护与社会公益，积累正面品牌形象：

在钟先生的带领之下，农夫山泉在水源地的发展过程中以环保第一为准则，自 2009 年起公司持续组织“寻源”活动，带领消费深入了解农夫山泉的水源地与生产基地，逐步积累消费者口碑与品牌形象。另一方面，公司积极投身社会公益，2018-2019 年连续两年捐款超过 3.6 亿元。

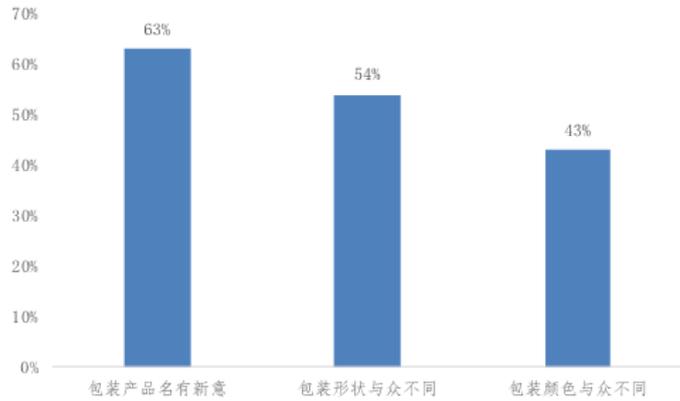
3、求美：

我们认为，消费品企业领导人对于“美”的认知能力很大程度上将作用于产品与营销上。

以产品包装为例，随着生活节奏的加快，消费者的思考时间被压缩，好的产品包装能够准确传达商品特色并第一时间抓住消费者的眼球。而在实际决策流程中，消费品企业作为甲方向乙方设计公司提出要求，最终乙方呈交的设计方案通常由企业领导人亲自拍板。

根据钟先生于“2016年中国化妆品大会”的公开演讲，2015年公司推出了玻璃瓶装天然矿泉水，该产品的瓶身设计历时3年以上，期间辗转了多家全球顶尖设计公司、比较了58稿超300多个设计方案之后才最终定稿。此后，这款天然矿泉水产品斩获了被誉为包装设计界奥斯卡的Pentawards铂金奖，并于2017年杭州G20峰会时作为大会用水风靡于互联网。

图 3：益普索对于中国食品饮料行业产品包装要素的研究



资料来源：益普索，华金证券研究所

图 4：农夫山泉玻璃瓶装天然矿泉水



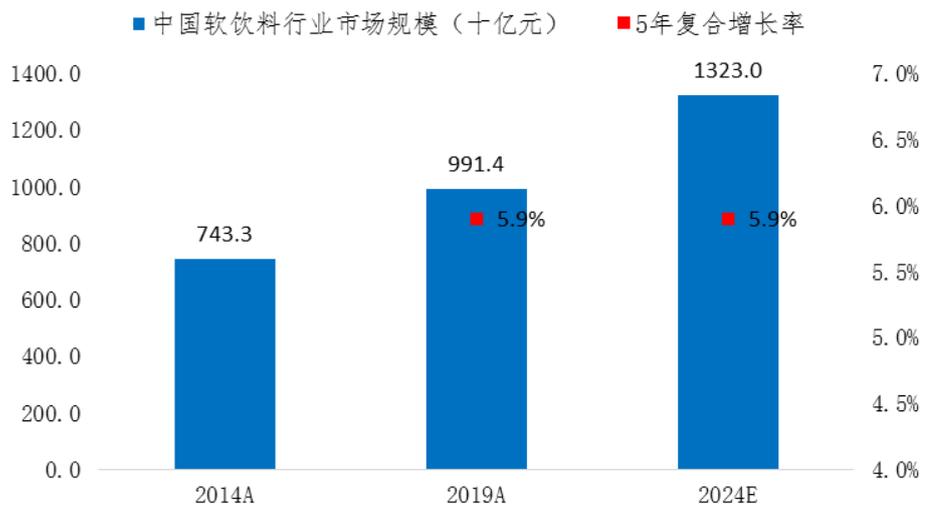
资料来源：公司官网，华金证券研究所

二、行业概况：

（一）中国软饮料行业市场规模近万亿元：

中国软饮料行业兴起于上世纪80年代，如今已形成庞大且成熟的市场。根据弗若斯特沙利文，按零售额计算，2019年中国软饮料市场规模为人民币9,914亿元，已成为全球最大的软饮料市场之一。目前，中国软饮料行业已进入成熟期，2014-2019年行业市场规模复合增长率为5.9%。弗若斯特沙利文预计，2019-2024年中国软饮料行业仍将保持5.9%的复合增长率，至2024年行业市场规模超过1.3万亿元。

图 5: 2014-2024 年, 中国软饮料行业预计将维持 5.9%的复合增长率



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华金证券研究所

(二) 包装饮用水为最佳子赛道:

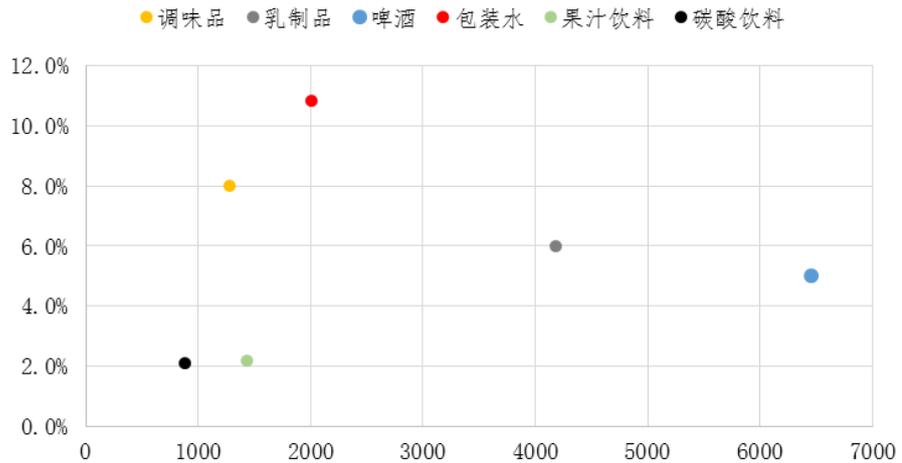
1、包装饮用水市场规模最大且保持快速增长

弗若斯特沙利文将软饮料分为 10 个主要类别, 按照 2019 年中国市场规模排序, 从大到小依次是包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮料、植物饮料、风味饮料和其他饮料。

2019 年, 中国包装饮用水市场规模已到达 2017 亿元, 对比 2014 年 1196 亿元, 期间复合增长率为 11.0%。从结构上看, 包装饮用水市场规模占软饮料整体的比例已由 2014 年的 16.1% 增长至 2019 年的 20.3%, 是期间份额提升最为明显的子赛道。从子赛道复合增速来看, 包装饮用水仅略低于功能饮料的 14% 以及咖啡饮料的 29% (注: 咖啡市场规模较小)。

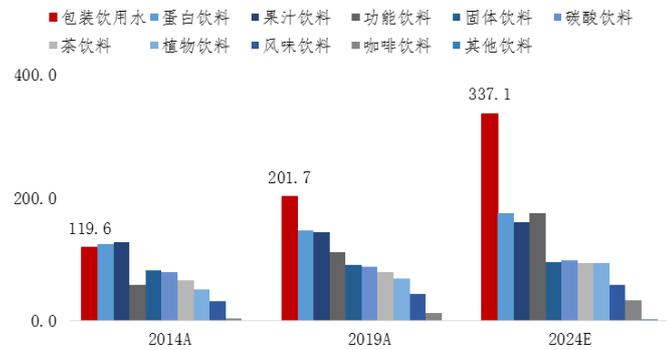
根据弗若斯特沙利文的判断, 2019-2024 年中国包装饮用水行业仍将保持 10.8% 的复合增长, 并于 2024 年市场规模达到 3371 亿元。而从未来 5 年的预期复合增长率看, 包装饮用水行业的增速将仅次于咖啡饮料, 但后者 2024 年的预期市场规模仅为前者约十分之一。

图 6：部分食品饮料赛道行业规模与预期增速比较



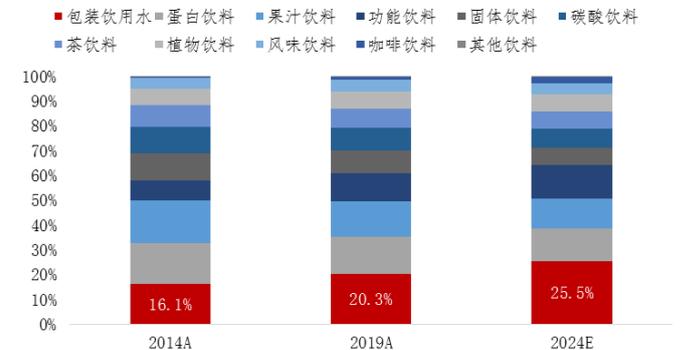
资料来源：弗若斯特沙利文、Euromonitor，华金证券研究所（横轴为 2019 年零售端市场规模，纵轴为预期增速）

图 7：包装饮用水是中国软饮料行业规模最大、增速最快的子赛道



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 8：包装饮用水在中国软饮料行业的市场份额预计持续提升



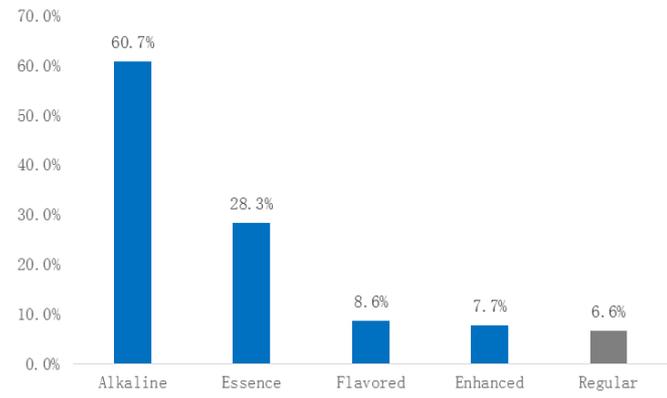
资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

2014-2019 年，中国包装水行业零售额复合增长率为 11.0%，其中消费量、ASP 的复合增长率分别为 6.2%、4.6%。我们认为，未来 5 年中国包装水行业仍有望实现量、价齐升。

消费量：消费量的主要驱动力来自于消费场景的拓宽，尤其是家庭渠道。目前，中国包装水消费场景以即饮场景为主，占比达到 73%，家庭消费场景尚处于起步阶段。2019 年农夫山泉定位家庭消费场景的中大型（1.5L 及以上）包装水的营业收入同比增速分别为 31.1%，营收占整体包装饮用水的比例已达到 25%。

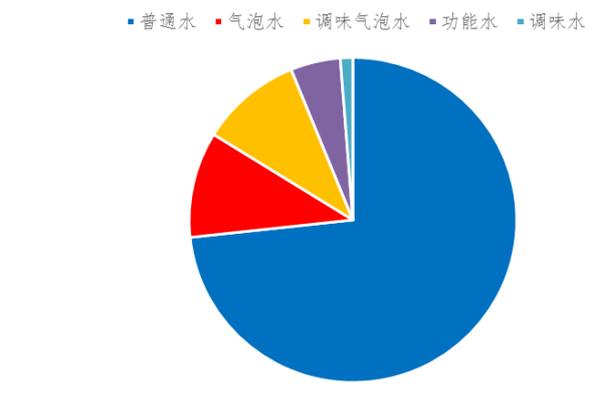
ASP：一方面，天然水、天然矿泉水的销量占比提升会驱动行业 ASP 的增长，另一方面，主流厂商正在推出功能水、气泡水、特定人群水等高 ASP 新品。根据 Statista，2012-2017 年美国包装水市场增速最快的品类是碱性水，期间复合增长率高达 60.7%；2018 年加拿大包装水市场规模为 38.3 亿美元，其中非普通包装水市场份额达到 26.7%，产品以气泡水、调味气泡水为主。

图 9: 美国市场碱性包装水增速最快



资料来源: Statista, 华金证券研究所

图 10: 加拿大市场非普通包装水市场份额达到 26.7%

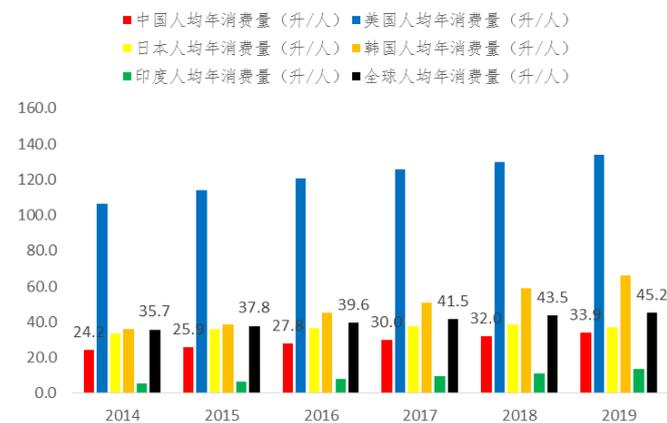


资料来源: Statista, 华金证券研究所

2、包装饮用水人均消费量仍有提升空间

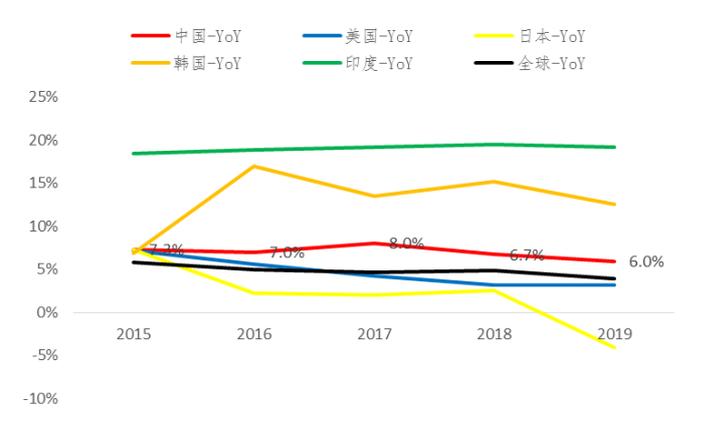
根据 Euromonitor, 2019 年中国包装饮用水行业总消费量达到 472 亿升, 占到全球总消费量的 13.6%, 按消费量计算中国已超越美国成为全球最大包装饮用水的单一市场。从人均指标看, 2014-2019 年中国人均包装饮用水年消费量由 24.1 升上升至 33.8 升, 复合增长率为 7.0%, 但仍低于 2019 年世界平均水平的 45.2 升。

图 11: 中国包装水人均年消费量不及全球平均水平



资料来源: Euromonitor, 世界银行, 华金证券研究所

图 12: 2014-2019 年中国包装水人均年消费量复合增长率为 7%



资料来源: Euromonitor, 世界银行, 华金证券研究所

我们认为, 人均包装水年消费量有着较为显著的国别差异, 且并非完全由经济水平来决定。根据 Beverage Marketing Corporation 的测算, 墨西哥是全球人均包装水年消费量最高的国家, 2017 年人均年消费量已超过 250 升, 主要原因在于该国水污染问题十分严重。

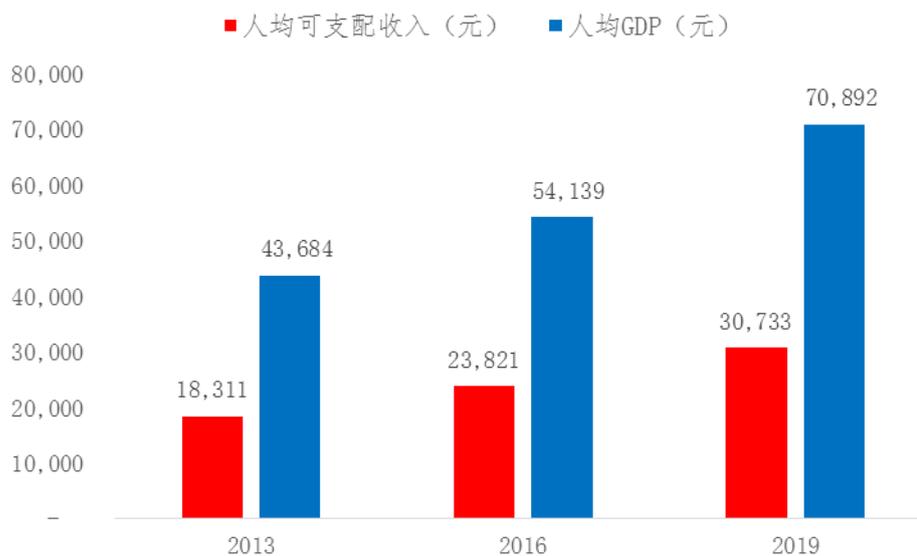
2019 年, 同为东亚国家的日本、韩国人均包装水年消费量分别为 36.9 升、58.1 升, 分别高出中国 8.8%、95.0%。

我们判断, 日本人均指标偏低的重要原因在于当地严格的自来水标准, 从水源、净水技术、储运、立法等各个环节均处于世界领先水平, 使得“自来水可以直接饮用”被日本民众广泛认知。而在韩国市场, 尽管韩国净水技术的发展已使得韩国自来水达到了直接饮用标准, 但韩国民众对于早年的水污染问题仍心存芥蒂, 出于追求高品质的生活, 韩国饮用水包装化率快速提升, 其中

主打济州岛火山岩矿泉水的三多水（Samdosoo）是当地市场占有率最高的包装水厂商，销量市场份额超过 20%。

我们判断，中国人均包装水年消费量仍有长足的增长空间，主要原因包括：1）中国水污染情况较为严重，自来水普遍被认为不可直接饮用；2）中国人均可支配收入水平的不断提升；3）对于健康意识的不断增强激发了对于高品质饮用水的需求。

图 13：中国人均 GDP、人均可支配收入与保持上涨趋势



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

3、渠道利润推动，“2 元水”正在实现对于“1 元水”的替代

中国消费品行业已进入“买方市场”时代，消费者的品牌意识正在觉醒。在丰厚的渠道利润助推之下，近年以来以农夫山泉为首的“2 元水”品牌正在逐步实现对于以康师傅为首的“1 元水”品牌的替代。

根据弗若斯特沙利文的数据，2019 年主打“2 元水”市场的农夫山泉、华润怡宝的零售端市场份额分别为 20.9%、12.6%，明显超过主打“1 元水”市场的康师傅、冰露。

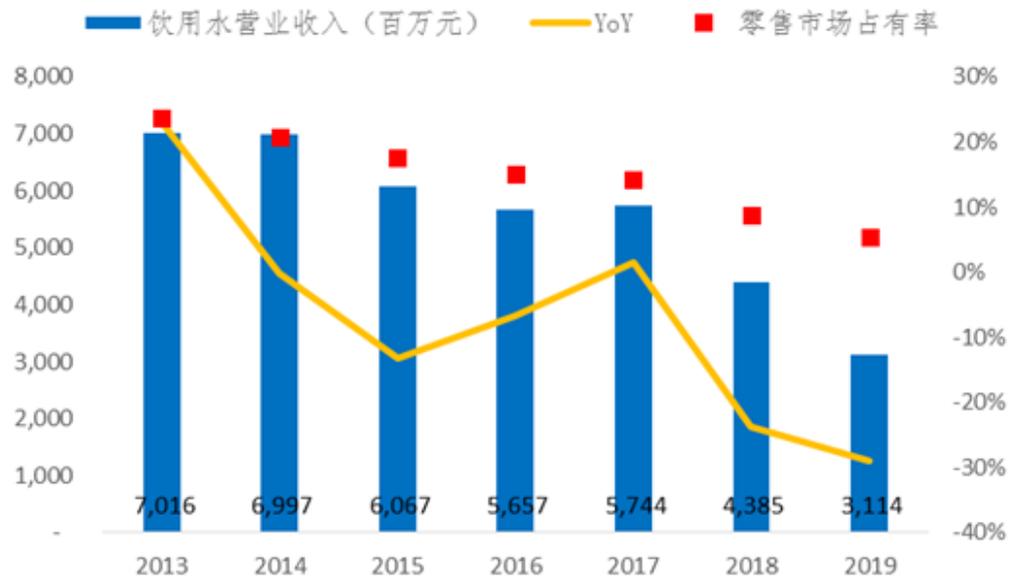
表 5：2019 年包装水零售市场份额排名

排名	品牌/厂商	2019 年零售市场份额	主力产品
第一名	农夫山泉	20.9%	饮用天然水，2 元
第二名	华润怡宝	12.6%	纯净水，2 元
第三名	百岁山	7.8%	天然矿泉水，3 元
第四名	康师傅	7.5%	矿物质水，1 元
第五名	冰露(可口可乐)	7.3%	矿物质水，1 元

资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

2013 年，康师傅饮用水业务达到巅峰，当年实现营业收入 70.2 亿元，同比增长 23.0%，零售市场份额(AC 尼尔森)超过 23%为全行业第一。其后，康师傅饮用水业务营业收入持续下降，至 2019 年营业收入已降至 31.1 亿元，零售市场份额减少至 5.4%。

图 14：2014 年以来，康师傅饮用水业务营收、市占率持续下滑



资料来源：康师傅控股、AC 尼尔森，华金证券研究所

推动“2 元水”市场份额一路提升的核心原因在于“2 元水”更为丰厚的渠道利润。以农夫山泉 550 毫升的核心产品为例，零售终端的进货价格约为一箱 24 元，合每瓶 1 元，若以每瓶 2-2.5 元的售价售出，那么零售终端的毛利润空间为每瓶 1-1.5 元。而对于康师傅、冰露等品牌而言，零售终端的进货价格约为一箱 17 元，合每瓶 0.7 元，若以每瓶 1-1.5 元的售价售出，那么零售中厅毛利润空间仅为 0.3-0.8 元。因此对于零售终端而言，每卖出 1 瓶 2 元水的毛利润空间是 1 元水的 3 倍以上。

4、天然水市场份额逐步提升

中国包装水行业的另一个结构性变化是天然水（包括天然矿泉水）的市场份额不断提升，背后折射的是消费者对于健康的诉求及饮用水的认知不断提升。

根据农夫山泉官方网站，公司将饮用水分为四个主要类别，分别是天然水、天然矿泉水、饮用纯净水和其他饮用水。

表 6：包装饮用水分类

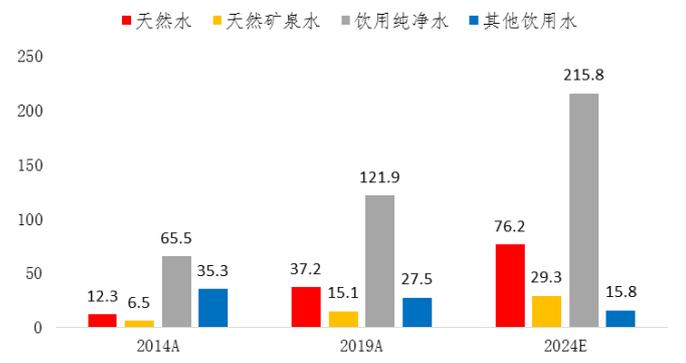
类别	定义	代表品牌/产品
天然水	源自于水井、山泉、湖泊、高山冰川或地下（泉）水	农夫山泉（红瓶）
天然矿泉水	地下深处自然涌出或经矿井采集，含有特定含量的矿物质或微量元素的水	百岁山
饮用纯净水	来源于地表、地下或公共供水系统，其不含矿物质或微量元素	怡宝
其他饮用水	除以上三类，可以人工添加一定含量的矿物质饮用水	康师傅

资料来源：农夫山泉，华金证券研究所

根据弗若斯特沙利文，2019 年饮用纯净水的零售额为 1219 亿元，占比为 60.4%，而天然水、天然矿泉水的零售额占比分别为 18.4%、7.5%。2014-2019 年，天然水、天然矿泉水的合计零售额占比由 15.7% 增长至 25.9%，与之对应的是其他饮用水（以矿物质水为主）的零售额占比累计下跌 15.9%。

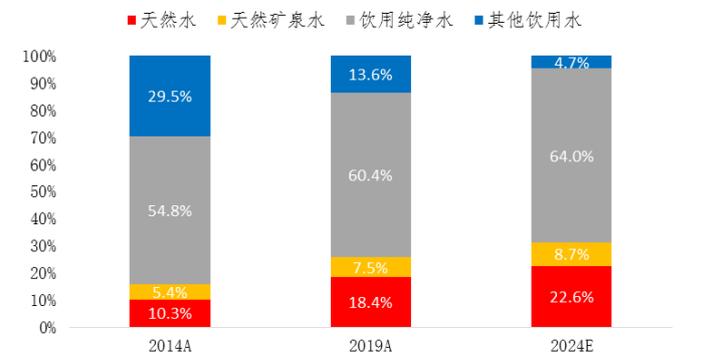
从中长期判断，我们认为随着中国消费者对于健康诉求及饮用水认知的不断提升，天然水、天然矿泉水的市场份额预计将持续提升。而根据弗若斯特沙利文，未来5年（2019-2024年）天然水、天然矿泉水的零售额复合年增长率将分别达到15.4%、14.2%，超过饮用纯净水、其他饮用水的12.1%、-10.5%。

图 15：饮用纯净水仍然占据主导



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

图 16：天然水、天然矿泉水预计市场份额快速增长



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

（三）高速迭代中的饮料行业：

1、网红饮料常有，常胜将军少有：

与产品形态稳定、竞争格局清晰的包装饮用水子行业相比，软饮料行业的非水子行业面临着复杂的经营环境。对于消费者而言，消费包装饮用水的需求通常仅在于解渴，但消费者对于饮料消费的需求正变得更加多元化，解渴已非唯一的目的。

尤其对于Z世代消费者而言，一款饮料不仅需要满足解渴、提神等功能型需求，也要满足猎奇、好玩等精神型需求。近年以来，饮料厂商不仅在口味类型、产品命名、包装瓶型等产品要素上下足功夫，且在渠道布局上也正在迎合年轻消费群体的场景。

图 17：通过口味创新满足Z世代“猎奇”心理



资料来源：凯度消费者指数，华金证券研究所

图 18：Z世代偏好新兴渠道



资料来源：凯度消费者指数，华金证券研究所

从「小茗同学」、「茶π」再到「元气森林」，网红饮料常有，但网红饮料的“潮流”属性使其注定难以持久火爆，通常而言从产品引入期到衰落期不超过5年。我们认为，一款网红产品的

诞生具有一定偶然性、可遇不可求，一家成熟的饮料企业更应考虑的是如何预见并把握消费趋势并做好产品线的布局，另外尽可能地延长产品生命周期以提升 LTV（生命周期总价值）。

2、追求健康是软饮料行业的中长期趋势：

回顾过去 20 余年，中国软饮料行业主要经历了三个不同发展阶段。

图 19：健康饮品是中国软饮料行业的大势所趋



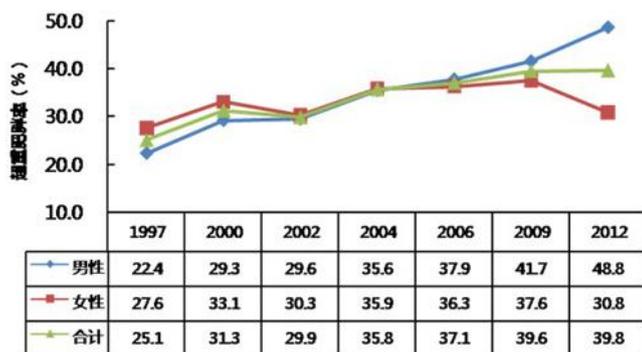
资料来源：华金证券研究所

第一个阶段（1978-2000 年）：1978 年，可口可乐与中粮集团达成协议重返中国市场。90 年代，以可口可乐、百事可乐为首的碳酸饮料成为了中国软饮料行业的主宰者，高辨识度的产品特性、国际品牌成熟的营销体系使得可口可乐、百事可乐共同成为了中国软饮料行业的主宰者。

第二个阶段（2001-2013 年）：进入 2000 年后茶饮料异军突起，康师傅控股凭借「冰红茶」奠定行业龙头地位，而传统饮料「王老吉」在加多宝的操盘下成为百亿大单品。

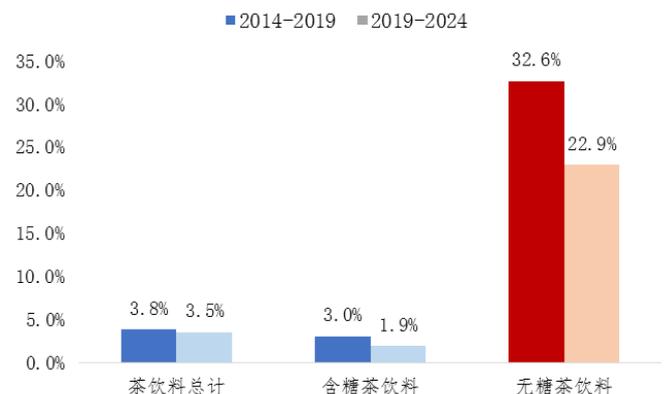
第三个阶段（2013-至今）：2013 年是中国食品饮料行业的分水岭，软饮料行业龙头康师傅控股营收增速见顶，而中国啤酒行业亦首现销售量同比负增长。中国食饮消费者的需求正在发生变化，更加注重消费质量而非数量，而健康逐渐成为中国软饮料行业第三个阶段的发展主旋律。首当其冲的是“无糖化”——不仅包装水行业成为了规模大、增速高的最强赛道，近年以来无糖饮料正越来越获得消费者的认可，无糖/纤维系列驱动了可口可乐碳酸饮料业务的增长，“0 糖、0 脂、0 卡”的「元气森林」成为新一代网红饮料。

图 20：中国超重肥胖率呈上升趋势



资料来源：《汤臣倍健国民健康报告·肥胖专题》，华金证券研究所

图 21：无糖饮料站上“风口”



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

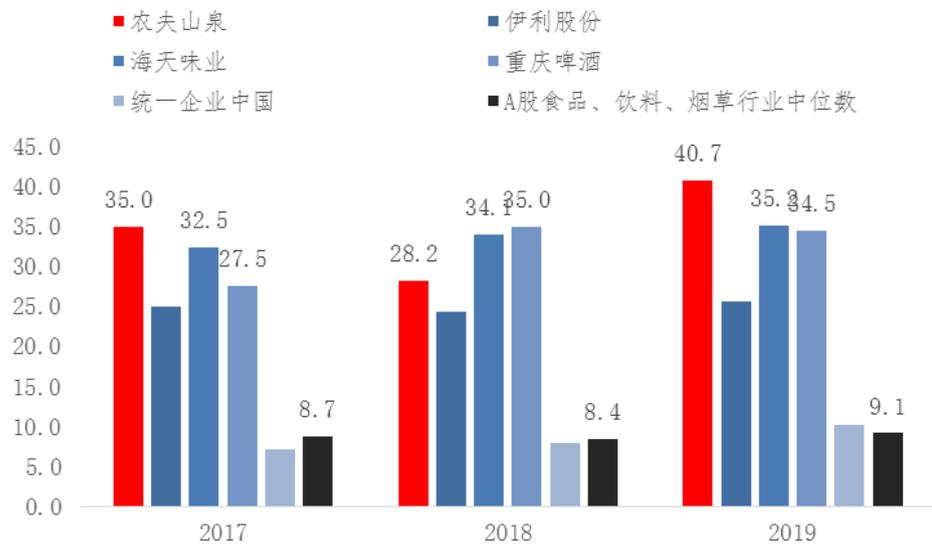
三、财务视角看公司：高利润率源于深厚经营壁垒

（一）盈利能力显著高于行业平均水平

2017-2019年，农夫山泉的净资产收益率（ROE）分别为35.0%、28.2%、40.7%，远高于同期A股食品、饮料、烟草行业的中位数8.7%、8.4%、9.1%。

我们选取了伊利股份、海天味业、重庆啤酒、统一企业中国等优秀快速消费品企业作为参照公司，在可比报告期内，农夫山泉的ROE与海天味业、重庆啤酒相当，并明显好于伊利股份、统一企业中国。

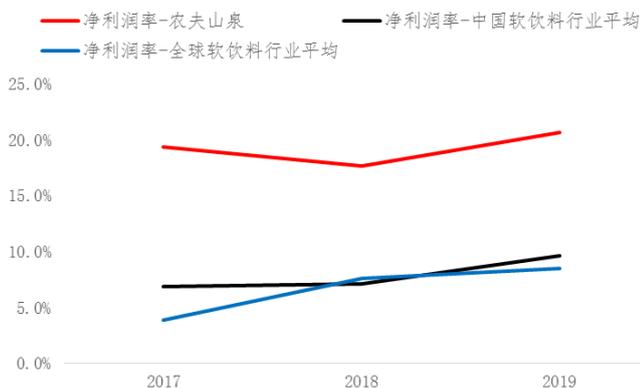
图 22：农夫山泉 ROE 水平位居行业领先水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

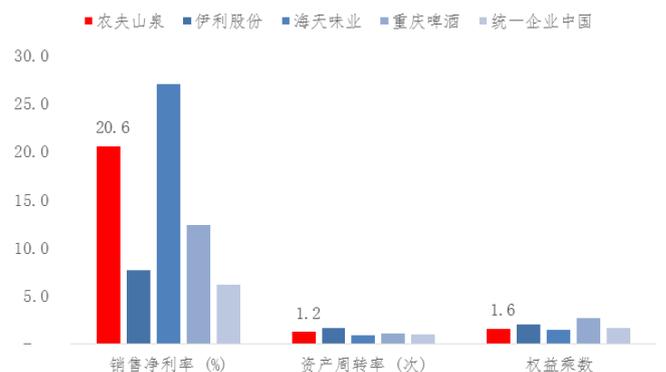
经过杜邦分析，在资产周转率和权益乘数差异较小的情况下，农夫山泉的高ROE主要由其高净利润率导致。2017-2019年，公司净利润率分别为19.4%、17.6%、20.6%，显著高于同期全国及全球软饮料行业的平均水平。需要注意的是，2019年公司实施了金额达到96亿元的现金分红，总资产与股东权益的相应减少被动推升ROE的增长。

图 23：农夫山泉净利润率水平高于中国、全球同业



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 24：农夫山泉与可比同业 ROE 杜邦分析



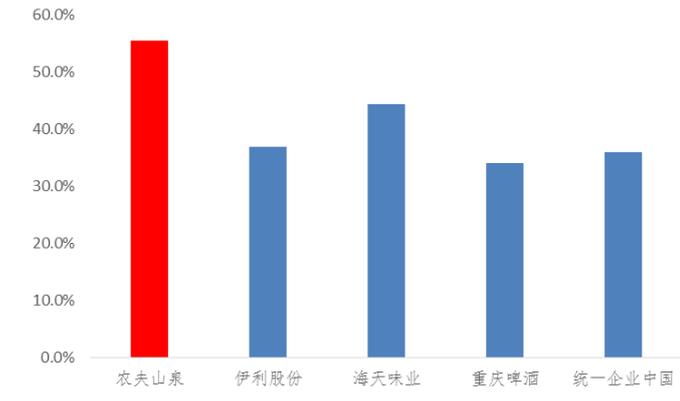
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）高利润率解析

1、高毛利率是公司实现高利润率的主要原因：

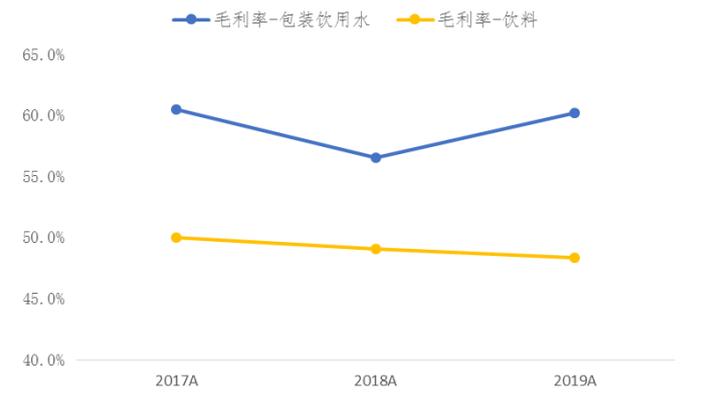
2019年，农夫山泉毛利率为55.4%，明显高于上述参照公司。拆分来看，2019年公司包装饮用水业务的毛利率为60.2%，饮料业务毛利率为48.3%。

图 25：农夫山泉毛利率 55.4% 高于同业参照公司



资料来源：Wind，华金证券研究所

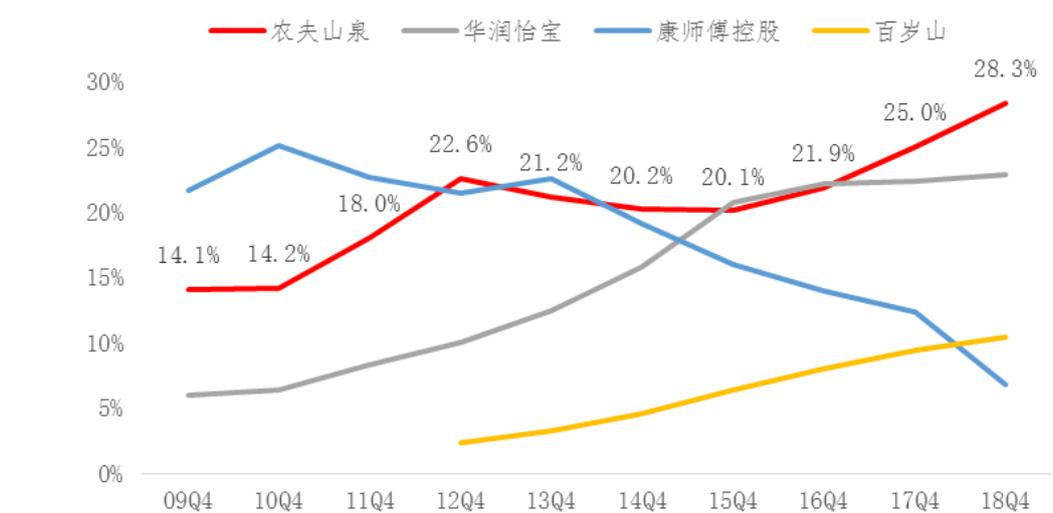
图 26：农夫山泉分业务毛利率变化趋势



资料来源：公司资料，华金证券研究所

我们认为，公司包装饮用水业务约 60% 的毛利率水平是行业良好竞争格局的体现。如上文所述，在渠道利润的助推之下，近年以来以农夫山泉、华润怡宝为首的“2 元水”正在持续抢夺以康师傅为首的“1 元水”市场份额，而市占率位居行业第三的景田百岁山凭借天然矿泉水产品主攻“3 元水”市场，开展错位竞争。

图 27：AC 尼尔森包装饮用水零售终端市场份额变化（按销售量）



资料来源：AC 尼尔森，华金证券研究所

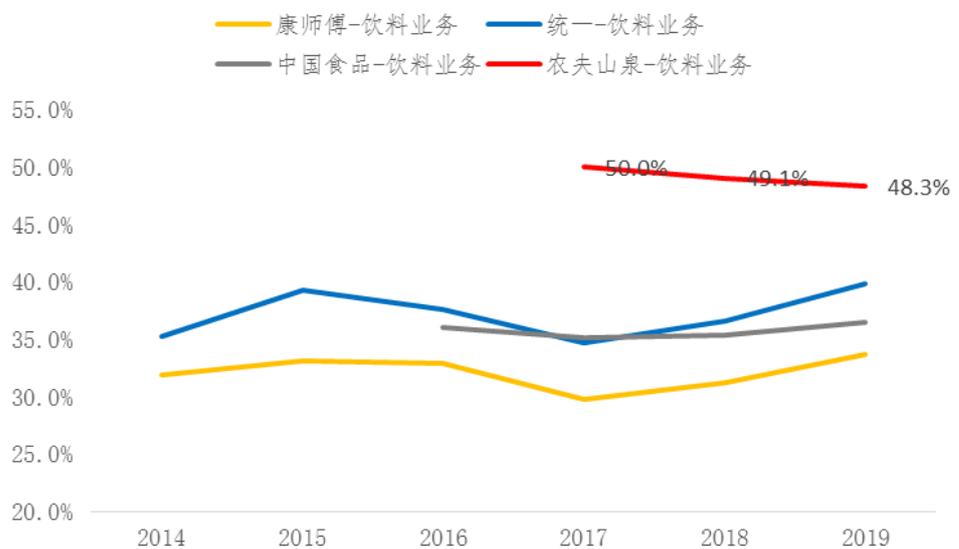
另一方面，依托于良好的品牌形象与强大的产品实力，农夫山泉主要饮料产品的终端零售价格通常略高于同类产品，因此在健康的价盘体系之下公司饮料业务的毛利率水平亦好于多数同业。

表 7: 农夫山泉软饮料定价较高

类别	农夫山泉	康师傅	统一	娃哈哈
茶饮料	东方树叶 5 元/500ml	绿茶/冰红茶 3 元/500ml	绿茶 3 元/500ml	冰红茶 2.5 元/500ml
功能饮料	尖叫 4 元/550ml 力量帝维他命水 4.5 元/500ml	/	够燃 6 元/300ml	激活 4 元/600ml
果汁饮料	农夫果园 30% 4 元/500ml	康师傅果汁 3 元/500ml	统一鲜橙多 3 元/450ml	娃哈哈果汁 3 元/500ml

资料来源: 草根调研, 华金证券研究所

图 28: 农夫山泉饮料业务毛利率高于竞争对手

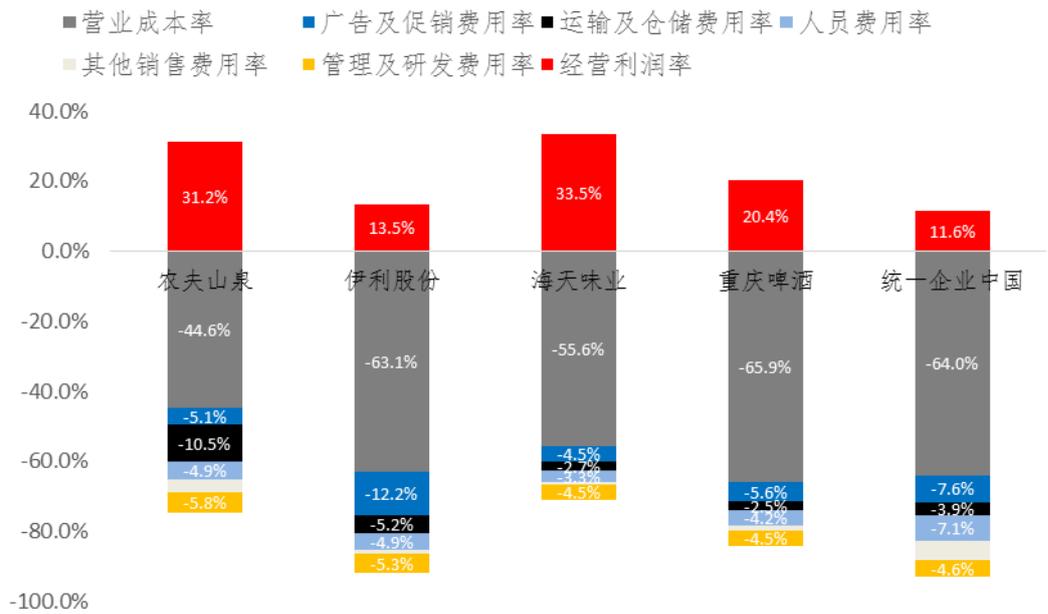


资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

2、差异化费用率主要反应行业特性:

我们进一步结合参照公司对于农夫山泉的经营费用率进行分析。

图 29: 农夫山泉及同业公司经营费用率对比

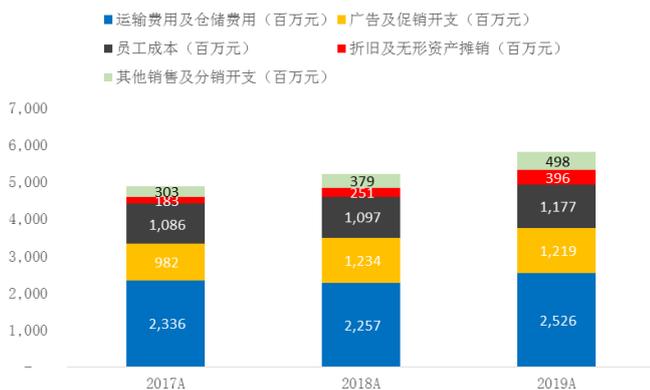


资料来源: 公司资料、Wind, 华金证券研究所

2019 年, 农夫山泉的管理及研发费用占营业收入的比例为 5.8%, 略高于上述参照公司, 主要由于当年确认了 1.6 亿元购股权开支, 占营业收入的比例为 0.7%。

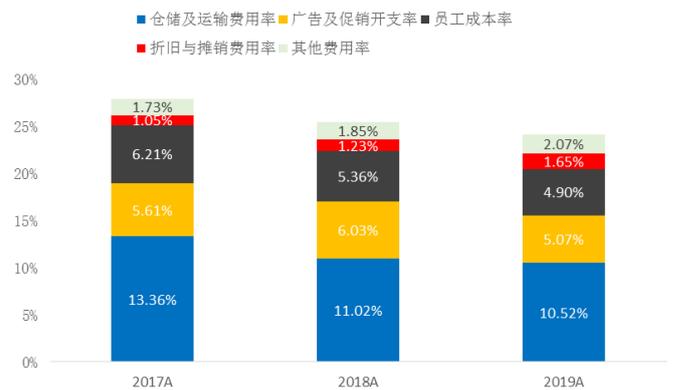
同期, 农夫山泉的销售及分销费用占营业收入的比例高达 24.2%, 与伊利股份、统一企业中国较为接近, 但远高于海天味业、重庆啤酒的 10.9%、13.7%。其中, 农夫山泉在广告及促销费用、运输及仓储费用、其他销售及分销开支上与同业企业存在一定差异。

图 30: 农夫山泉销售及分销开支拆分



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

图 31: 农夫山泉销售及分销开支费用率拆分



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

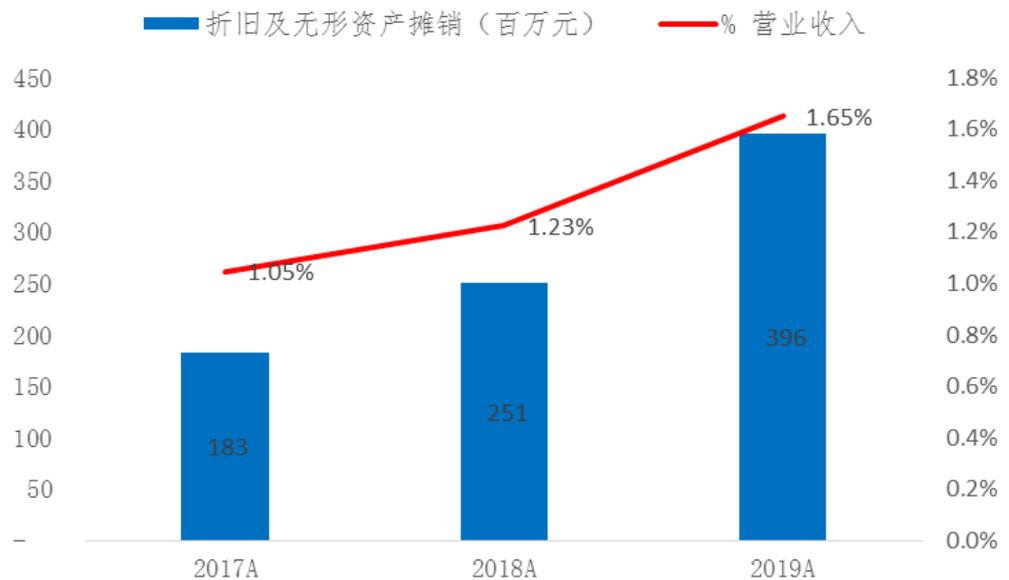
农夫山泉的广告及促销费用率在行业中处于较低水平。2019 年, 农夫山泉的广告及促销费用为 12.2 亿元, 占营业收入的比例为 5.1%, 仅略高于海天味业的 4.5%。我们认为, 在包装饮用水市场农夫山泉凭借产品的先发优势与高辨识度牢牢地占据了消费者心智, 已无需大量投入营销资源; 在饮料领域, 公司打造的产品往往能在口味、包装、健康等环节展现出独特性, 符合“好产品会自己说话”的特征, 而长于行业平均的产品生命周期也将摊薄全生命周期的营销投入。

农夫山泉的运输及仓储费用率显著高于其他企业。2019 年, 农夫山泉的运输及仓储费用为 25.3 亿元, 占营业收入的比例为 10.5%, 高于其他参照公司。区别于主流包装水、软饮料企业

贴近终端消费者建立生产设施，农夫山泉的包装水产品为天然水或天然矿泉水，因此需要在全国少数优质水源地建造工厂，其中个别工厂（比如长白山工厂）还需要修建铁路以实现交通串联。另一方面，包装饮用水产品单位重量的价值量低，因此客观上导致运输及仓储费用率高企。我们认为，高于行业的运输及仓储费用率并非农夫山泉的负担，而是公司选择成为“大自然搬运工”以实现差异化竞争战略的必经之路。

农夫山泉的折旧与摊销费用率高于其他企业。2019年，农夫山泉的其他销售费用率为3.7%，在参照公司中排位第二。招股材料显示，2018-2019年公司折旧与无形资产摊销费用（归类于销售及分销开支的部分）快速增长，2019年已达到近4亿元，主要是过去两年公司加强零售终端的控制力度而大量铺设了冰柜、自动贩卖机所致。2020年前5个月，公司在终端零售网点新增了约12万台冰柜、约2900台自动贩卖机的投放，有利于进一步扩大公司的零售市场份额。

图 32：农夫山泉加大冰柜、自动贩卖机投放力度，折旧及无形资产摊销快速增长



资料来源：公司资料、华金证券研究所

四、经营壁垒解析：产品、营销、渠道共筑长城

我们认为，农夫山泉的24年发展历程中积累了全方位的竞争优势与经营壁垒，是中国消费品行业中极为罕见的超一流公司。

（一）经营壁垒之战略性地实现全国十大水源地布局

饮用天然水的生产壁垒通常较高，对于农夫山泉而言，水资源的获取途径分为两种，主要途径是公司持有《取水许可证》或《采矿许可证》（仅适用于天然矿泉水）直接从水源地获取水资源，另一种则为与持有《取水许可证》或《采矿许可证》（仅适用于天然矿泉水）的第三方国有供水公司签订供水协议。

根据国务院法制办于 1998 年发布的《国务院法制局关于勘查、开采矿泉水、地下热水行政管理适用法律有关问题的覆函》，矿泉水具有矿产资源和水资源的双重属性，矿泉水的勘查、开发、利用、保护和管理须适用《中华人民共和国矿产资源法》。根据上述法律，国家对于矿产资源的开采实行许可证制度，企业开采天然矿泉水需持有《采矿许可证》并缴纳矿产资源税。

在办理流程上，矿泉水生厂商须先通过招标、拍卖、挂牌获得矿泉水探矿权，历经 3 个水文年（注：按总体蓄量变化最小的原则所选的连续十二个月）的动态观测、水质分析、专家评审、储量评估、开发利用方案、地质环评及恢复治理、建厂环评、水资源认证、取水许可等，还要经国土、水务、环保等多部门多项审核、审批，整个流程通常历经 4-5 年，耗资千万元以上。（资料来源：中国桶装水行业协会）

除了资质上的要求，目前单家天然饮用水工厂的投资额通常为数亿元，具有一定资金壁垒。根据公开资料，2018 年 12 月伊利股份公告于吉林省长白山新建天然矿泉水饮品项目，投资金额为 7.4 亿元，而在建中的景田百岁山蒲江工厂总投资额也达到了 6.5 亿元。

另一方面，包装饮用水的单位重量价值低，即便对于已完成全国天然水源布局的农夫山泉，其包装水分部的仓储运输费用率仍然超过了 13%。如果生产厂商无法将产品出厂价、零售价维持在较高的水平，那么难以仿效「Evian」、「Fiji」等国际一线品牌“一处水源供全球”。

综上，战略性地实现全国十大水源地布局是农夫山泉的重要经营壁垒，既是实现产品差异化的保证，也是实现规模经济效应的前提。

与市场份额排名第二的华润怡宝相比，农夫山泉的工厂数量处于明显劣势，主要区别在于公司围绕优质天然水源地建造工厂，而华润怡宝主打纯净水产品（经城市自来水处理厂净化、消毒），因此工厂选址贴近终端消费者且工厂数量更多。

图 33: 农夫山泉十大水源地



资料来源：公司资料，华金证券研究所

市场份额第三的景田百岁山采取了双品牌的运作模式，其中「百岁山」主攻天然矿泉水市场，而「景田」则定位于纯净水市场。公开资料显示，百岁山的主要天然矿泉水水源地位于广东省惠州市罗浮山自然保护区。此外，公司亦在浙江省余姚市、福建省莆田市、河北省唐山市、四川省成都市等地进行了产能布局。景田百岁山在矿泉水水源地的布局上不落下风，但水源地数量、产能尚无法匹敌农夫山泉。

表 8: 主要包装饮用水企业生产设施梳理

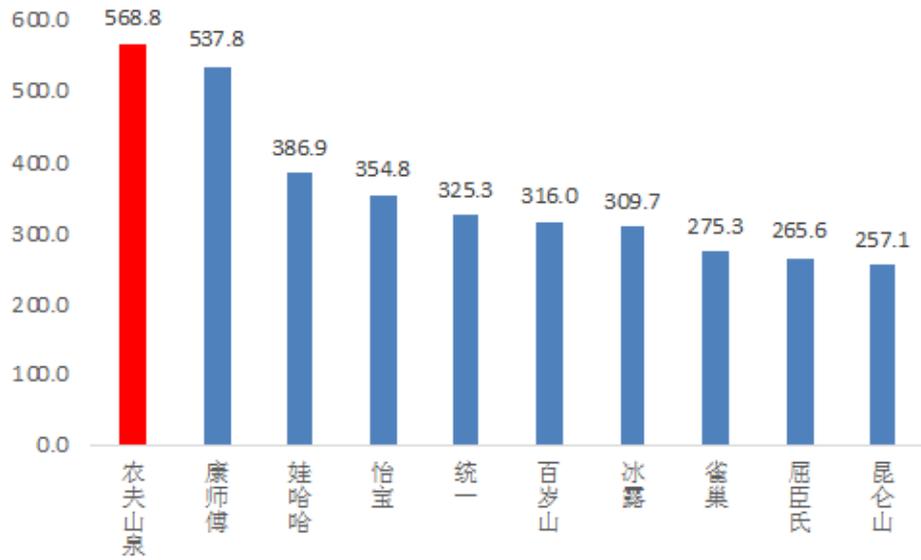
类别	农夫山泉	华润怡宝	景田百岁山
零售额市场份额 (2019, 弗若斯特沙利文)	20.9%	12.6%	7.8%
包装水工厂数量	10 家	41 家 (9 家自有工厂, 32 家 OEM 工厂)	5 家
水源地	千岛湖、丹江口等 8 处天然水水源地, 2 处矿泉水水源地 (长白山、大兴安岭)	不适用	广东省惠州市罗浮山为主要矿泉水水源地
主要包装水产品	以天然水为主, 少量矿泉水	纯净水	矿泉水、纯净水并重

资料来源：相关公司官方网站，华金证券研究所

(二) 经营壁垒之品牌形象的长期积累与沉淀

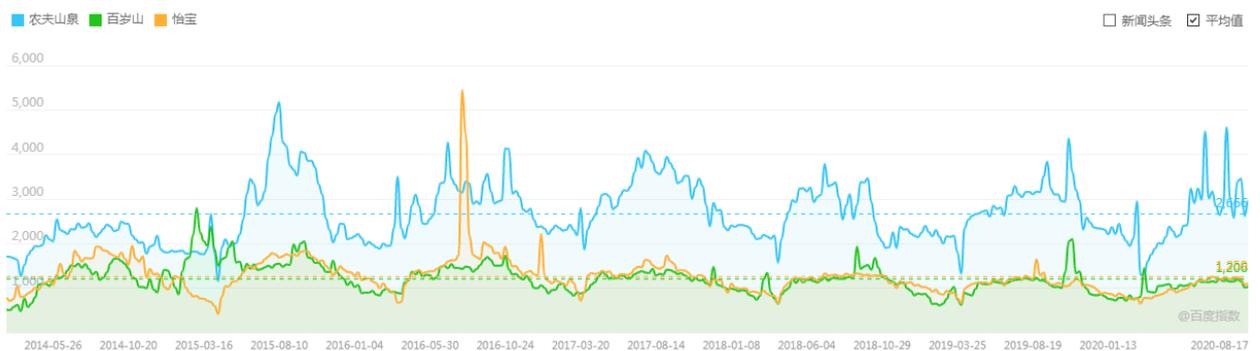
品牌建设能力是消费品企业的核心竞争能力，是最终能否实现超额利润的主要来源。农夫山泉具备长远的品牌规划和强大的品牌传播能力，经过多年的积累与沉淀，「农夫山泉」已成为了中国消费者认知度最高的软饮料品牌之一，且拥有“天然、健康、安全”的品牌形象。根据第三方品牌评级公司 Chnbrand，农夫山泉以 568.8 的指数位居 2019 年中国瓶装水品牌力榜首。百度搜索指数显示，2014 年至今“农夫山泉”作为关键词的搜索平均次数是“怡宝”、“百岁山”的 2 倍以上。

图 34：农夫山泉以 568.8 的指数位居 2019 年中国瓶装水品牌力榜首



资料来源：Chnbrand, 华金证券研究所

图 35：百度指数热度对比（农夫山泉 vs 百岁山 vs 怡宝）



资料来源：百度指数, 华金证券研究所

1、回归产品本质是营销的根基：

钟睺睺先生在商界被誉为“一代营销大师”，而在多个公开场合被问及农夫山泉的营销策略时，钟先生表达的核心观点是“任何行销活动的成功，必须以产品作为背书”。

我们认为，多年以来农夫山泉持续保持着对于产品质量与产品创新的高关注度，而产品的差异化点正是营销上最佳的着力点。

表 9：农夫山泉产品差异化明显

年份	农夫山泉产品	差异点
1999	天然水	包含人体所需矿物元素
2003	农夫果园	30%果汁浓度；混合果蔬口味
2004	尖叫	专利运动盖包装
2008	水溶 C100	酸甜柠檬口味；高维生素 C 含量
2011	东方树叶	0 糖、0 脂、0 卡路里
2016	茶 π	茶味与果味融合；提倡个性化需求
2016	17.5° 果汁	非浓缩还原果汁

资料来源：公司官网, 华金证券研究所

2、多元化的营销战术：

在战略上，农夫山泉以产品差异化作为营销着力点，而在战术上，除了拥有持续产出朗朗上口、直击人心的经典广告语的能力，公司常有将创意融入营销的经典案例，运筹帷幄。

表 10：农夫山泉经典广告语

农夫山泉产品	差异点
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
茶π	茶π，自成一派
东方树叶	传统的中国茶，神奇的东方树叶
尖叫	与其心跳，不如尖叫
力量帝维他命水	随时随地补充维他命
水溶 C100	五个半柠檬 C，满足每日所需维生素 C
农夫果园	农夫果园，喝前摇一摇

资料来源：公司官网，华金证券研究所

微电影：进入互联网时代，钟先生意识到互联网广告的单价远低于电视广告，有利于广告内容形式的创新。与一般的商业广告不同的是，农夫山泉的微电影广告片采用了纪实的拍摄手法，制作精良、时长饱满，将品牌理念或品牌故事完整地呈现给观众。

表 11：农夫山泉系列微电影

微电影系列	微电影名称	内容
	《一个你从来不知道的故事》	记录了资深水源勘探师方强在零下 30 度的寒冬第 78 次徒步上百公里深入吉林省长白山腹地勘探优质地下涌泉莫涯泉的过程
	《一百二十里》	展现了贵州省武陵山生产基地水源检测员肖帅每週两次单程就要攀登 35 到 40 公里山路到武陵山七股水取源头水样、监控源头水质的过程
	《一个人的岛》	讲述了浙江省千岛湖水源监测员徐忠文，为确保工厂供水正常，一个人常驻在一座宽度不足三十米的小岛上看护水源保护区的故事
搬运工篇	《一天的假期》	讲述了从浙江省千岛湖调任吉林省长白山抚松工厂的厂长饶明红，为了新厂能抓紧投产，春节只与家人团聚了一天，第二天就赶回工厂上班的故事
	《长白山生命线》	讲述了一名在陕西省太白山的背水人孙文林每天身背 165 斤水，徒步 6 小时，往返于海拔 3,700 米的山脊上，为的是将我们的产品送到山顶上的小卖部，使山顶游客能有水喝
大自然篇	《长白山生态篇-春夏》等	展现了水源地吉林省长白山春、夏、秋、冬生机勃勃的生态环境

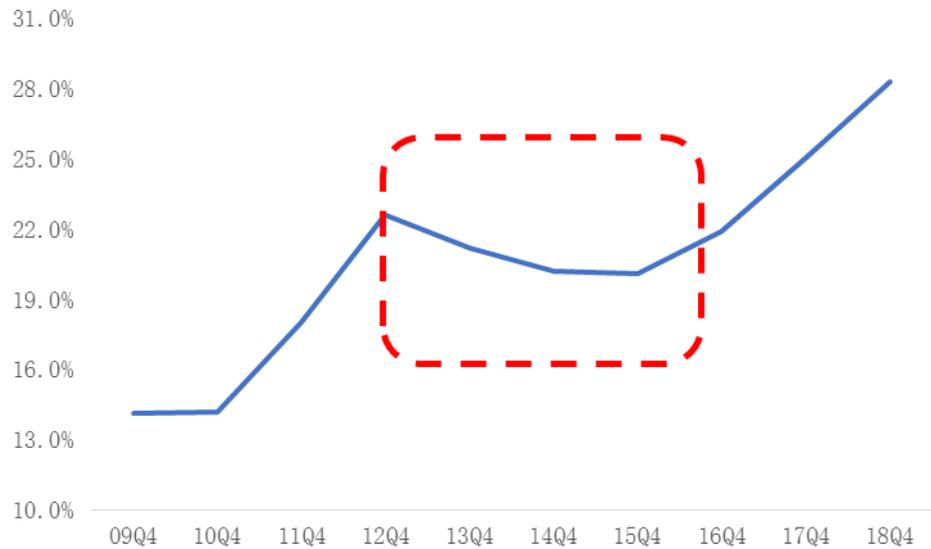
资料来源：公司资料，华金证券研究所

事件营销：农夫山泉擅于策划营销事件，通过引发消费者讨论，以实现传播最大化。比如，2007 年公司聚焦于水的酸碱性引发了新一轮关于饮用水品质的讨论——配合着“水测试”广告宣传，农夫山泉组织促销人员免费向消费者派发 PH 试纸，向消费者传递试纸呈绿色的弱碱性水更加有利于人体健康的信息。

（三）经营壁垒之高效的经销商体系

农夫山泉主要依靠经销商进行渠道覆盖。在经历一段时间的增长瓶颈期之后，2016 年农夫山泉启动了经销商体系的改革。

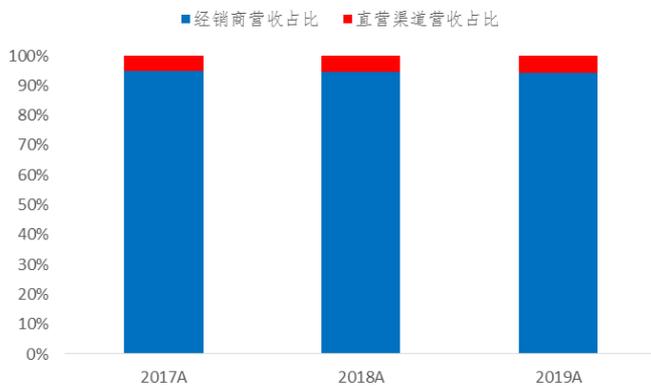
图 36: 受“标准门”等因素影响，农夫山泉销量市场份额曾遇瓶颈



资料来源: AC 尼尔森, 华金证券研究所

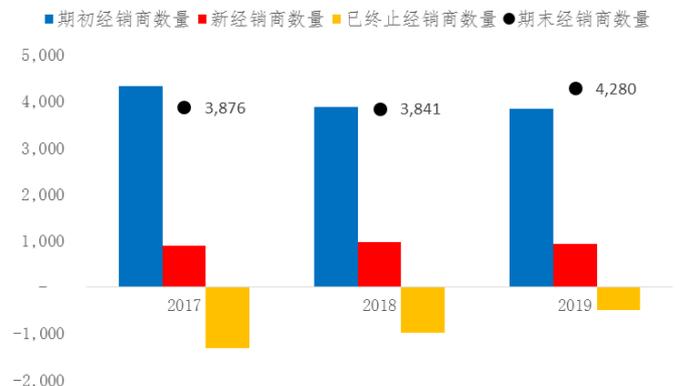
新的经销商体系较先前有着极大的转变，其核心在于挑选出具备独立操盘能力的经销商，设立机制以激发经销商及前线业务员的主观能动性。从 2017-2019 年的经营结果上看，经销商体系改革是推动公司经营业绩快速增长的核心因素之一。

图 37: 农夫山泉以经销模式为主



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

图 38: 农夫山泉经销商数量变化 (2017-2019 年)



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

在改革之前，农夫山泉对于经销商管理较为粗放，经销商准入门槛低，同一片区经销商数量众多、单体经销规模较小，经销商的经营积极性与盈利能力一般。

在新的经销商体系下，农夫山泉通过竞标的方式优选出一批具备独立操盘能力的经销商，由经销商全权负责业务拓展、终端服务。公司对于经营区域做出了重新划分，并为新经销商设定经营目标，原则上经销商销售额须达到 1000-3000 万元（欠发达地区不低于 500 万元）。同时，公司在价格体系上给予经销商更高的毛利空间，并鼓励经销商成为农夫山泉的专属经销商，无保留地为公司投入人、财、库、网。

另一方面，公司对于业务员体系进行了大刀阔斧的改革。在改革之后，业务员由经销商统一管理，负责渠道管理的一线工作，业务员的薪酬由公司与经销商共同承担，且较先前设定了更为清晰、合理的提成奖金规则。与之前相比，业务员的主观能动性显著加强，平均薪酬水平由 5-6 万元/年提升至 8-12 万元/年。

表 12: 大经销商体系

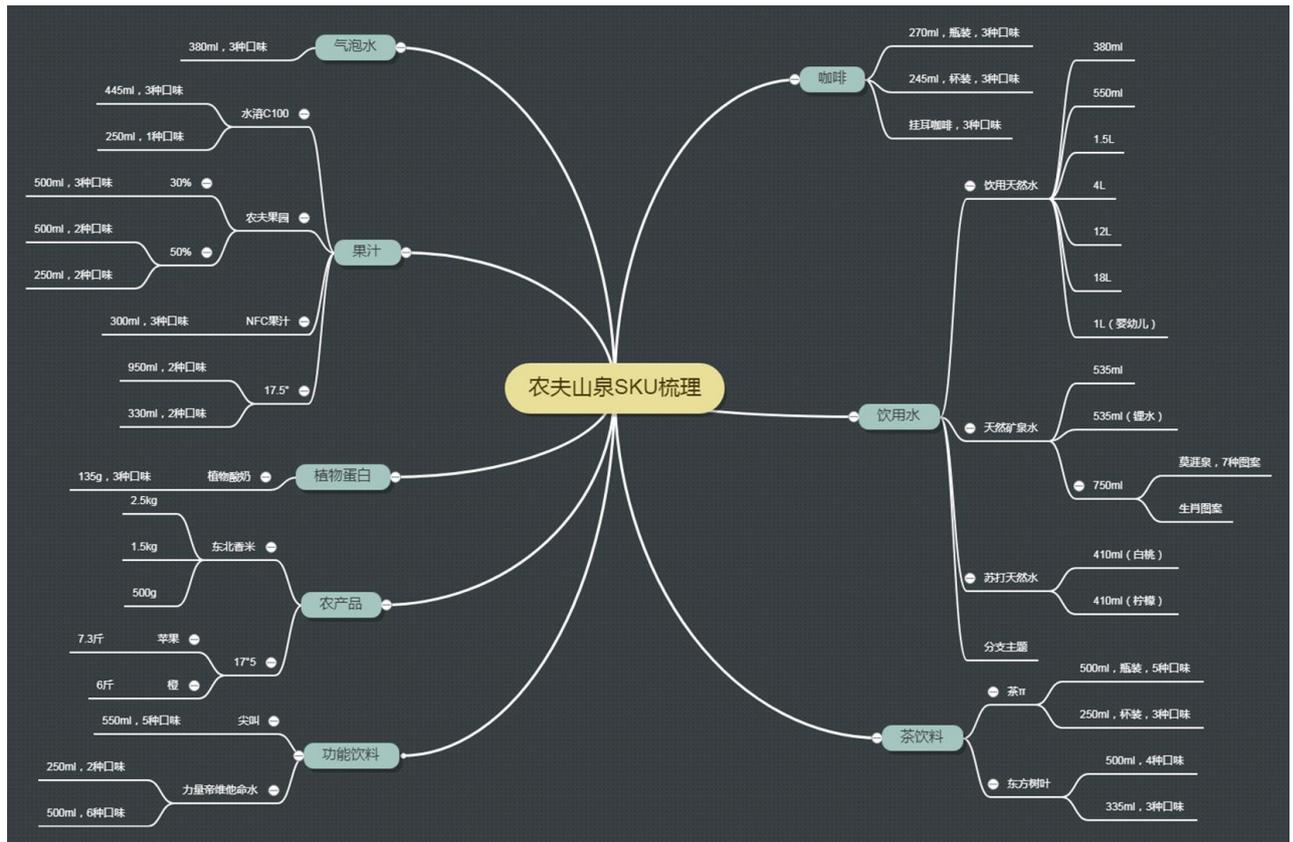
	传统经销商体系	大经销商体系
经销商数量	多，粗放式竞争	较传统模式经销商数量显著减少，每年进行优胜劣汰，2017-2019 年累计终止经销商 2809 个，原则上单个经销商年销售额达到 1000-3000 万元
经销商准入	缺乏硬性指标要求	考核经销商的资金、人员、仓储、经营理念
经营区域划分	不清晰，竞争高	设置区域保护
经销商投入程度	杭州市有 50 个经销商 一般	杭州市经销商数量减少至 17 个 高，经销商优胜劣汰使得单个经销商经营规模扩大，已有部分经销商专做农夫山泉，无保留地投入人、财、库、网，公司予以其更多费用和人员
业务员管理	由农夫山泉进行管理，业务员不对经销商负责，业务员工作投入度一般、薪酬一般	由经销商直接管理，农夫山泉与经销商分担业务员的薪酬，业务员管理更加市场导向，薪酬显著提高
经销商盈利能力	一般	平均净利润率约 5%，高于行业平均水平

资料来源：渠道调研信息，华金证券研究所

区别于怡宝、景田百岁山等包装饮用水企业，农夫山泉采取了“饮用水+饮料”双轮驱动的经营模式，除了在饮用水上给到了与主要竞品相似的利润空间，高毛利的饮料产品（比如茶 π 毛利额约 13 元/15 瓶）充分调动了经销商的积极性，并从整体上支撑起了经销商的利润空间。此外，由于产品体系已足够丰富，2018 年以来农夫山泉仿效可口可乐在终端零售网点大量铺设冰柜以加强对于渠道的控制。截止至 2020 年 5 月，全国已有超过 48 万家终端零售网点配有“农夫山泉”品牌形象冰柜。

最终，近年以来公司以经销商为运营中心的渠道模式得以健康运转，且难以被直接竞争对手简单复制，渠道壁垒显著增强。

图 39: 农夫山泉 SKU 梳理



资料来源: 公司官网、天猫旗舰店, 华金证券研究所

五、估值与投资建议

(一) 盈利预测

1、营业收入:

受到 Covid-19 的影响, 2020 年 1-5 月农夫山泉营业收入同比下滑 12.6%, 此外严重的洪涝灾害预计也将对软饮料行业的旺季动销产生一定负面影响。我们预计 2020 年公司营业收入为 233.2 亿元, 同比下降 2.7%, 其中饮料分部同比下跌 8.6%, 但受到中大包装饮用水销量增长的拉动, 包装饮用水分部同比增长 1.3%。2021 年, 在国内 Covid-19 得到有效控制的前提下, 我们认为农夫山泉的经营将趋于正常, 当年实现营业收入 275.9 亿元, 同比增长 18.1%。

我们预测, 2024 年农夫山泉的营业收入将达到 413.6 亿元, 2019-2024 年的复合增长率为 11.5%。其中, 包装饮用水分部的营业收入 CAGR 为 13.3%, 快于弗若斯特沙利文预测的行业复合增长率 10.8%。同期, 公司饮料分部的营业收入 CAGR 为 8.5%, 快于弗若斯特沙利文预测的行业复合增长率 4.5%。

表 13: 分部营收预测

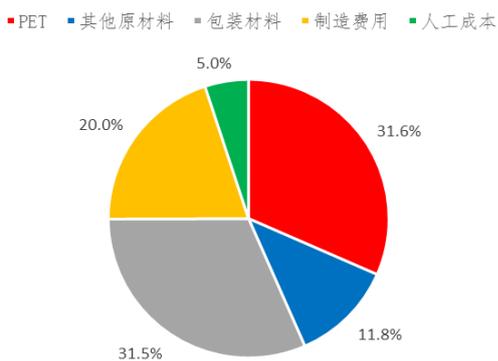
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
包装饮用水(百万元)	14,346	14,525	17,202	20,107	23,322	26,831
YoY	21.8%	1.3%	18.4%	16.9%	16.0%	15.0%
1) 中大包装	3,587	4,411	5,470	6,674	8,008	9,450
YoY	31.1%	23.0%	24.0%	22.0%	20.0%	18.0%
2) 其他包装	10,760	10,114	11,732	13,433	15,314	17,381
YoY	19.0%	-6.0%	16.0%	14.5%	14.0%	13.5%
饮料(百万元)	9,675	8,842	10,390	11,823	13,203	14,528
YoY	11.3%	-8.6%	17.5%	13.8%	11.7%	10.0%
1) 茶饮料	3,138	2,918	3,414	3,927	4,457	4,992
YoY	3.4%	-7.0%	17.0%	15.0%	13.5%	12.0%
2) 功能饮料	3,779	2,834	3,401	3,809	4,190	4,525
YoY	13.8%	-25.0%	20.0%	12.0%	10.0%	8.0%
3) 果汁饮料	2,311	2,195	2,591	3,005	3,366	3,702
YoY	24.6%	-5.0%	18.0%	16.0%	12.0%	10.0%
4) 其他产品	447	894	983	1,082	1,190	1,309
YoY	-7.3%	100.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

2、毛利率与费用率:

2017-2019 年, 农夫山泉的毛利率分别为 56.1%、53.3%、55.4%, 呈现一定波动。公司的销售成本由 1) PET (聚对苯二甲酸乙二醇酯)、2) 其他原材料、3) 包装材料、4) 制造费用、5) 人工成本共同组成。其中, PET 作为大宗商品历年以来采购价格波动较大, 且占销售成本的比例较高。

图 40: PET 通常占到农夫山泉销售成本 3 成左右 (2019:31.6%)



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

图 41: 中国年平均 PET 采购价格变化趋势



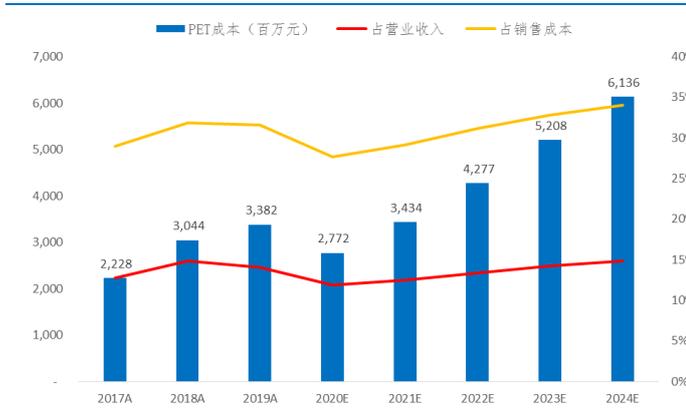
资料来源: 弗若斯特沙利文, 华金证券研究所

由于上游国际原油价格大幅下跌以及下游纺织服装行业需求不振, 2020 年 3 月 PET 价格快速走低, 目前仍然位于历史低位水平, 2020 年 8 月中旬 5450 元/吨的 PET 瓶片现货价格 (浙江万凯) 较今年年初下跌约 19%, 较去年同期下跌约 24%。

我们预计, 2020 年 PET 单价 (PET 成本/软饮料总销量) 将同比下降 19.6% 至 175 元/吨软饮料。此后, PET 单价将逐年回升, 2024 年为 207 元/吨软饮料。

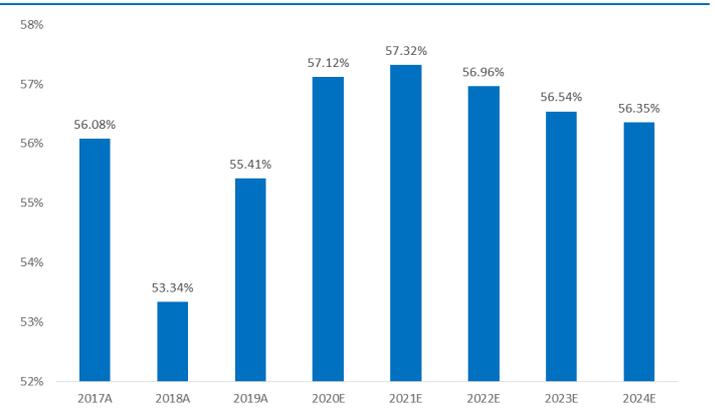
主要受到 PET 价格波动和产能利用率的变化，我们预计公司 2020-2021 年的毛利率分别为 57.1%、57.3%，此后将逐步回落至 2024 年的 56.4%。

图 42: PET 成本变化趋势



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

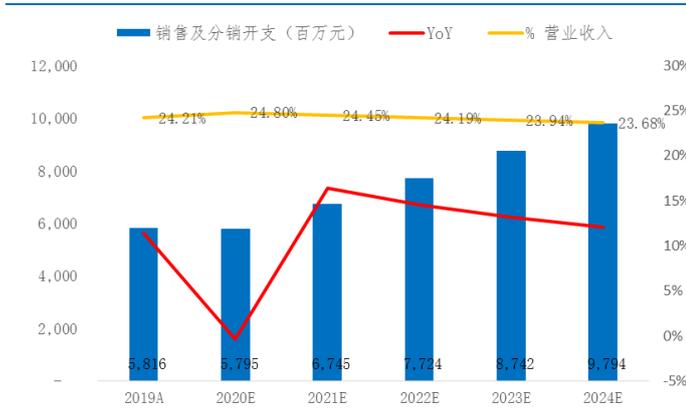
图 43: 预测公司 2021 年毛利率见顶后小幅回落



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

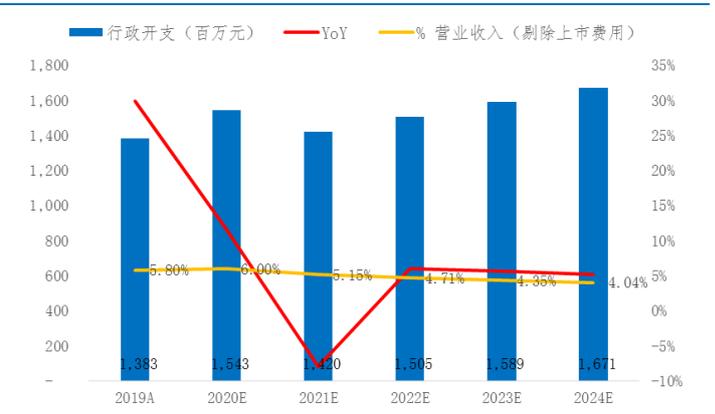
经营费用率方面，公司经营费用以员工薪酬、折旧与摊销等刚性费用为主，因此潜在营业收入的下滑或将导致经营费用率的提升。我们预测，2020 年公司销售及分销开支率、行政开支率（剔除上市费用）将分别上升 0.6、0.2 个百分点，此后随着营业收入重回增长通道，规模效应推动之下经营费用率也将逐年回落。

图 44: 销售及分销开支变化趋势



资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

图 45: 行政开支变化趋势



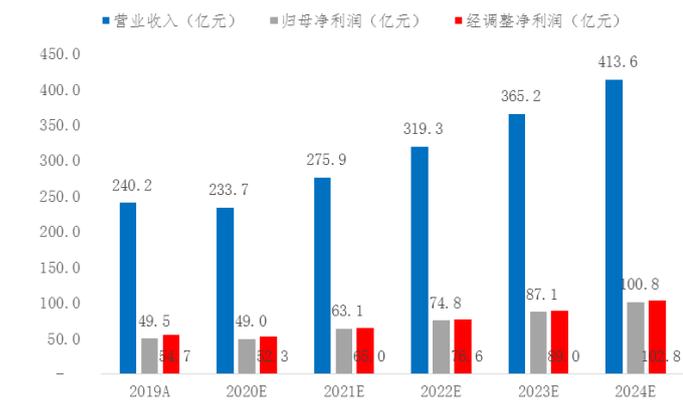
资料来源: 公司资料, 华金证券研究所

3、盈利预测:

我们预测，2020 年公司归母净利润为 49.0 亿元，同比下降 0.9%，经调整净利润（剔除上市费用、捐款、以权益结算的股份奖励开支等）为 52.3 亿元，同比减少 4.5%。

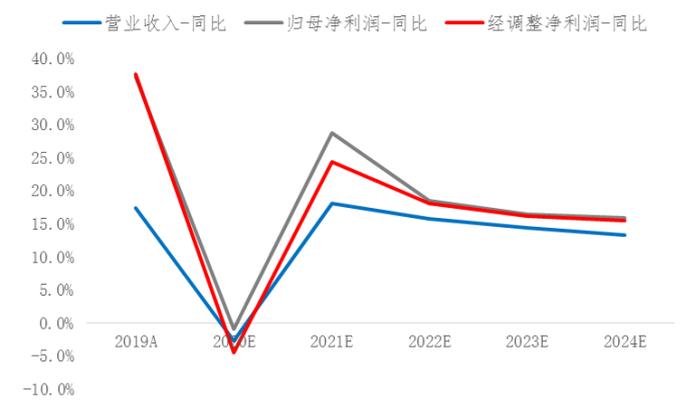
2021 年，预计公司归母净利润、经调整净利润分别为 63.1、65.0 亿元，同比增长 28.7%、24.3%。至 2025，公司归母净利润、经调整归母净利润将分别逐步增长至 100.1、102.8 亿元。

图 46：业绩变化趋势（2019-2024）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

图 47：业绩变化幅度（2019-2024）



资料来源：公司资料，华金证券研究所

（二）估值

1、绝对估值：

我们采取现金流折现法（DCF）为公司进行估值。假设超额配股权获悉数行使，且在加权平均资本成本（WACC）为 8.0%、永续增长率（g）为 3.0%的参数设定下，农夫山泉的合理市值为 2661.5 亿元（2980.4 亿港元），合每股 26.50 港元。

图 48：绝对估值法敏感性分析

WACC/g	农夫山泉 DCF 估值结果				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
26.50					
7.00%	28.68	30.90	33.67	37.23	41.98
7.50%	25.82	27.55	29.67	32.31	35.71
8.00%	23.46	24.84	26.50	28.53	31.06
8.50%	21.45	22.56	23.88	25.45	27.38
9.00%	19.74	20.65	21.72	22.97	24.48

资料来源：华金证券研究所

2、相对估值：

港股、A 股市场上缺乏以包装水为主业的可比公司，因此相对估值时我们选取了饮料、啤酒、乳制品、调味品等食品饮料子行业的优质公司作为参照公司。

调味品行业是市场公认的最佳赛道，3 家核心公司的平均市盈率（21E）为 75.8 倍，其中龙头海天味业的市盈率（21E）为 74.8 倍并对应未来 3 年 17.8% 的复合盈利增速。

啤酒行业尽管销量增速趋近于零，但吨酒价格提升趋势明确，行业竞争格局日益清晰，4 家参照公司的平均市盈率（21E）为 47.3 倍，其中龙头百威亚太的市盈率（21E）为 41.9 倍，对应未来 3 年 13.6% 的复合增速。

乳制品行业已进入成熟阶段，但双寡头伊利、蒙牛之间的市场竞争仍然激烈，终端动销依赖于广告及促销（销售费用率高企），估值较食品饮料板块有一定折价。

饮料行业不同企业之间的估值水平有较大差异，其中港股市场的康师傅、统一、旺旺作为“渠道为王”时代的胜出者，近年以来营收增长较为较慢、估值承压，而产品力强劲的百润股份、维他奶国际的成长潜力较好、享有估值溢价。

综合来看，我们认为包装饮用水行业是仅次于调味品行业的优秀赛道，而农夫山泉作为行业龙头极具竞争力，同时在饮料业务的布局上亦优于行业。若按 21 年预测市盈率的 40-44 倍定价，那么合理估值为每股 25.1-27.6 港元。

图 49：农夫山泉与参照公司估值情况（2020 年 8 月 26 日收盘价格）

公司名称	股票代码	股票价格 RMB, 元	市值 RMB, 亿元	盈利预测				CAGR 19-22E	市盈率			
				2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
农夫山泉	9633.HK	19.20	2,159	49.5	49.0	63.1	74.8	14.7%	43.6	44.1	34.2	28.9
饮料							平均					
康师傅控股	0322.HK	13.68	769	33.3	31.9	34.7	37.4	3.9%	23.1	24.1	22.2	20.6
统一企业中国	0220.HK	6.68	289	13.7	14.6	15.7	17.1	7.7%	21.1	19.8	18.3	16.9
中国旺旺	0151.HK	4.86	603	36.5	39.9	42.0	44.6	6.9%	16.5	15.1	14.4	13.5
维他奶国际	0345.HK	24.11	257	4.8	5.0	6.5	7.7	17.1%	53.7	51.1	39.4	33.4
百润股份	002568.SZ	60.36	314	3.0	4.2	5.4	6.7	30.4%	104.6	75.2	58.1	47.2
啤酒							平均					
华润啤酒	0291.HK	45.99	1,492	13.1	25.3	37.2	47.1	53.2%	113.7	58.9	40.1	31.7
百威亚太	1876.HK	24.07	3,187	62.1	47.0	76.0	91.0	13.6%	51.4	67.8	41.9	35.0
重庆啤酒	600132.SH	88.58	429	6.6	5.6	6.6	7.4	4.1%	65.3	76.7	65.4	57.8
青岛啤酒	600600.SH	82.59	995	18.5	19.6	23.9	28.1	15.0%	53.7	50.8	41.6	35.4
乳制品							平均					
蒙牛乳业	2319.HK	32.55	1,284	41.1	32.0	49.0	77.0	23.3%	31.3	40.1	26.2	16.7
伊利股份	600887.SH	35.82	2,179	69.3	63.4	80.9	91.1	9.5%	31.4	34.4	26.9	23.9
调味品							平均					
颐海国际	1579.HK	103.50	1,213	7.2	9.6	12.9	16.6	32.2%	168.8	126.8	94.0	73.0
海天味业	603288.SH	172.00	5,574	53.5	63.0	74.5	87.5	17.8%	104.1	88.5	74.8	63.7
中炬高新	600872.SH	78.83	628	7.2	8.6	10.7	13.1	22.2%	87.5	73.0	58.7	47.9

资料来源：Wind、Thomson One，华金证券研究所

（三）投资建议

综合考虑行业竞争格局、公司经营优势与估值情况，我们给予农夫山泉“买入-A”评级。

六、风险提示

产品质量或食品安全问题：产品的质量和安全性是所有食品饮料企业的立身之本，倘若未来出现任何重大产品质量或食品安全问题，那么公司品牌、声誉、经营业绩可能遭受重大不利影响。

职业经理人接班问题：钟睺眔先生是农夫山泉过往发展历程之中的“灵魂人物”，倘若钟先生退休且未能选择合适的职业经理人接班，那么公司的经营持续性或面临一定挑战。

公共卫生事件的持续性影响：倘若 Covid-19 或其他公共卫生事件在中国再次流行，那么公司所在的软饮料行业或因为民众出行受限而需求下行，进而对公司经营业绩产生不利影响。

新品推出不成功的影响：区别于包装饮用水行业，饮料行业更依赖于产品创新能力，若公司持续未能满足日益复杂化的消费者需求，那么新品推出不成功或将对公司业绩增长带来负面影响。

市场竞争的风险：软饮料行业市场竞争激烈，如果公司未来遭遇不正当市场竞争（比如不合理或掠夺式的定价行为），那么可能对于公司业绩带来不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8841	4372	7068	11128	16057	营业收入	20475	24021	23367	27592	31930
现金	1764	1083	3833	7495	11985	营业成本	9554	10710	10021	11775	13742
应收票据及应收账款	223	306	292	345	399	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付账款	1165	1021	1072	1126	1182	营业费用	5218	5816	5795	6745	7724
存货	1906	1762	1670	1963	2290	管理费用	1065	1383	1543	1420	1505
其他流动资产	3783	200	200	200	200	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	12109	13424	14012	14521	14963	财务费用	4	16	39	27	13
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	11089	12314	12867	13345	13758	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	64	60	58	57	56	投资净收益	534	774	571	763	971
其他非流动资产	957	1050	1086	1120	1150	营业利润	5168	6870	6540	8387	9918
资产总计	20950	17796	21079	25650	31020	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	6163	7441	7517	7665	7796	营业外支出	404	371	100	100	100
短期借款	0	1000	749	455	112	利润总额	4763	6499	6440	8287	9818
应付票据及应付账款	4139	4358	4580	4913	5274	所得税	1152	1545	1533	1972	2337
其他流动负债	2025	2083	2187	2296	2411	税后利润	3612	4954	4908	6315	7481
非流动负债	371	473	473	473	473	少数股东损益	6	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	3606	4949	4902	6309	7475
其他非流动负债	371	473	473	473	473	EBITDA	6089	8168	8230	10128	11695
负债合计	6534	7915	7990	8138	8269						
少数股东权益	44	0	6	12	18	主要财务比率					
股本	360	360	360	360	360	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	0	0	0	0	0	成长能力					
留存收益	14012	9522	12724	17140	22373	营业收入(%)	17.1	17.3	-2.7	18.1	15.7
归属母公司股东权益	14372	9882	13084	17500	22733	营业利润(%)	25.2	28.6	28.0	30.4	31.1
负债和股东权益	20950	17796	21079	25650	31020	归属于母公司净利润(%)	17.6	20.6	21.0	22.9	23.4
						获利能力					
						毛利率(%)	53.3	55.4	57.1	57.3	57.0
						净利率(%)	17.6	20.6	21.0	22.9	23.4
						ROE(%)	28.2	40.7	42.7	41.2	37.1
						ROIC(%)	25.5	44.3	38.5	35.7	32.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.2	44.5	37.9	31.7	26.7
						流动比率	1.4	0.6	0.9	1.5	2.1
						速动比率	0.9	0.2	0.6	1.0	1.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	2.1
						应收账款周转率	77.5	80.3	73.4	74.2	160.0
						应付账款周转率	2.2	2.4	2.1	2.3	5.2
						估值比率					
						P/E	59.9	43.6	44.1	34.2	28.9
						P/B	15.0	21.9	16.5	12.3	9.5
						EV/EBITDA	36.0	26.8	26.6	21.6	18.7

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

高猷嘉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com