

品牌力、规模效应、水源壁垒共筑农夫山泉护城河

——软饮料行业深度报告（一）

分析师：邱冠华 执业证书编号：S1230520010003
 联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn

细分行业评级

软饮料 看好

报告导读

我们认为软饮料行业市场空间大、周转快、盈利能力强，龙头公司平台优势初显，未来发展可期。

投资要点

□ 行业情况：包装水量价提升空间大，行业格局较为稳定

据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国包装水市场规模超 2000 亿元，14-19 年 CAGR 达 13.2%，其中销量为发展主要驱动力，未来家庭消费场景将成为需求量提升的新驱动力。具体来看，量方面：我国饮用水包装化率至少仍有 2 倍提升空间推动饮用水市场不断扩容，同时相较于主要发达国家，我国人均消费量亦有 3-5 倍提升空间；价方面：高端化趋势推动包装水单价不断提升，对标全球来看，我国包装水单价略高于世界平均水平，但距日本等发达国家仍有 2 倍增长空间。竞争格局方面，包装水具有优质水源地、规模效应、品牌等壁垒，竞争格局较为集中，其中农夫山泉市占率超 20%，未来包装水将进入存量品牌竞争阶段，平台化趋势显著，集中度将不断提升。

□ 生意本源：强盈利能力、高周转率、大市场空间造就好生意

我们认为包装水成本结构稳定、盈利能力强、周转率高、市场空间大，是门不可多得的好生意。成本方面，构成包装水主要成本的 PET、瓦楞纸目前处于历史相对低位，同时广泛布局水源+直运经销模式将有效降低运输、销售等费用。周转率方面，较高的渠道利润赋予经销商积极性，产品周转率得以提升。

□ 龙头企业核心竞争优势：品牌力+规模效应+水源壁垒共筑护城河

农夫山泉作为行业龙头，其较强的品牌力、产品力及规模效应为企业护城河：1、品牌力壁垒：农夫山泉优秀的产品力及营销力塑造强品牌壁垒，从而使得其拥有获得超额利润率的能力；2、规模效应壁垒：较强的规模效应有效降低成本：1) 农夫山泉拥有稳定而庞大的销售网络保证终端不断增长的需求，从而使得产品单位成本下降；2) 工厂布局水源地附近使得运输成本下降；3、水源壁垒：在优质水源地较为稀缺、水源鉴定程序繁琐、开采许可证稀缺的三重因素下，农夫山泉拥有的十大水源地弥足珍贵。总结来看，产品结构不断升级、规模效应推低成本赋予极强盈利能力，2019 年农夫山泉综合毛利率超 55%，其中瓶装水毛利率高达 60%，净利率超 20%，远超行业平均水平。

□ 龙头企业未来展望：推新迭代能力强的泛软饮料业务发展或超预期

对行业龙头农夫山泉而言，饮用水业务为其贡献稳定收入，而软饮料业务则为其未来重要发展引擎。由于泛软饮料具有可替代性强、粘性较低等特点，对消费趋势的把握程度为重要竞争力，农夫山泉顺应健康化、年轻化、高端化、需求多元化趋势，通过较强的推新能力在提前卡位优质的赛道的同时，通过优秀的产品力及营销力不断推出新品以实现品类周期的迭代延续，平台化特征显现，在优秀管理团队的带领下，预计农夫山泉茶饮料、功能饮料、果汁产品 19-24 年 CAGR 分别将超 10%、10%、6%，泛软饮料业务发展或超预期。

□ 风险提示：饮料行业监管政策出现变化；健康类饮品需求提升不及预期。

相关报告

- 《8 月酒水行业线上数据点评：白酒高端化趋势延续，啤酒旺季需求高增》（20200908）
- 《洋河股份深度报告：梦之蓝 M6+或超预期，深度调整拐点可期》（20200830）
- 《今世缘深度报告：省外扩张或超预期，品牌势能持续释放》（20200810）
- 《7 月酒水行业线上数据点评：贵州茅台线上销售额高增，啤酒均价持续上移》（20200807）
- 《五粮液：计划量调整政策出台，量价有望持续上行》（20200630）
- 《五粮液：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》（20200512）
- 《白酒业：疫情消退后还有暖春吗？》（20200203）

报告撰写人：邱冠华

联系人：杨骥、张潇倩

正文目录

1. 行业情况：可延展空间大，集中度仍有提升空间	5
1.1. 包装水行业：空间广阔，量价提升空间大	5
1.1.1. 发展历程：包装水行业逐步走向高端细分化	5
1.1.2. 市场空间：包装水市场规模超 2000 亿元，量价均有提升空间	6
1.1.3. 竞争格局：进入壁垒较高，竞争格局较为集中	10
1.1.4. 生意本源：强盈利能力、高周转率、大市场空间造就好生意	11
1.2. 茶饮料行业：无糖饮料为未来趋势，行业集中度高	13
1.3. 果汁行业：高浓度果汁增速较快，行业集中度较低	14
1.4. 功能饮料行业：运动能量饮料表现优秀，市场相对集中	14
2. 龙头崛起：多品类发展，龙头地位稳固	15
2.1. 历史回顾：两大战役奠定行业龙头地位	16
2.2. 产品结构：双引擎带动业绩增长，高毛利瓶装水占比大	18
2.3. 渠道结构：激励机制完善，经销网络布局全国	19
2.4. 财务分析：成长性、营利性与稳定性兼备	22
3. 核心竞争力：品牌+规模效应+水源壁垒共筑护城河	24
3.1. 品牌壁垒：优异的产品力及营销力塑造品牌壁垒	24
3.1.1. 产品力：前瞻性布局蓝海领域，通过强研发打造差异化产品	25
3.1.2. 营销力：精准定位核心人群，通过故事赋能品牌	26
3.2. 规模效应壁垒：强渠道力推升销售规模，工厂近水源降低生产成本	27
3.2.1. 强渠道推力+高周转率+高毛利，推动产业发展正循环	27
3.2.2. 工厂近水源地有效控制运输成本，凭借丰富水源地实现全市场覆盖	28
3.3. 水源壁垒：前瞻性布局全国十大水源地，形成长期进入壁垒	30
4. 未来展望：拥有较强推新迭代能力的软饮料为发展引擎	30
4.1. 茶饮料：前瞻性布局高毛利健康化茶饮料，先发优势明显	31
4.2. 果汁饮料：顺应消费升级趋势，发力中高浓度果汁	31
4.3. 功能饮料：处于快速成长通道，高毛利品类迭新能力强	33
4.4. 其他饮料：差异化新品有望成为未来业绩突破口	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1: 包装饮用水发展阶段情况一览	6
图 2: 我国包装水销售量持续提升	7
图 3: 我国包装水销售额持续提升	7
图 4: 2019 年包装水零售额占软饮料行业的 20.3%	7
图 5: 包装水中, 农夫山泉市占率第一	7
图 6: 包装饮用水的人均消费量仍有较大提升空间	8
图 7: 现代杂货零售商和其他类(电商)零售量占比持续提升	9
图 8: 电商、自动贩卖机、便利店等渠道零售量占比提升较快	9
图 9: 中大规格包装水增速较行业平均增速高	10
图 10: 包装饮用水单价持续提升	10
图 11: 对比海外, 中国包装饮用水单价仍有提升空间	10
图 12: 包装饮用水行业集中度较高	11
图 13: 近年来农夫山泉市占率最高	11
图 14: 农夫山泉价格/成本结构拆解(单位: 0.1 元)	12
图 15: PET、包装材料成本占比最高	12
图 16: PET 同原油价格变动正相关	12
图 17: 瓦楞纸价格处于历史相对低位	12
图 18: 2019 年茶饮料行业 CR5 为 86.5%	14
图 19: 2019 年果汁行业 CR5 为 74.9%	14
图 20: 2019 年功能饮料行业 CR5 为 56.7%	15
图 21: 农夫山泉主要发展历程	15
图 22: 农夫山泉产品及市占率情况	16
图 23: 农夫山泉单挑全国纯净水联盟	17
图 24: 农夫山泉投放天然水与纯净水的水仙花对比实验广告	17
图 25: 农夫山泉买水送 PH 试纸	17
图 26: 1998-2008 各品牌竞争态势示意图	17
图 27: 2019 年农夫山泉分产品收入贡献	18
图 28: 农夫山泉分产品收入情况	18
图 29: 农夫山泉品类不断创新	18
图 30: 农夫山泉分产品销量(千吨)	19
图 31: 农夫山泉分产品吨价(元/吨)	19
图 32: 农夫山泉分产品毛利率情况	19
图 33: 农夫山泉与同行毛利率对比	19
图 34: 渠道发展历程	21
图 35: 农夫山泉渠道结构图	21
图 36: 农夫山泉经销商、直营客户占比情况	21
图 37: 农夫山泉渠道结构图	22
图 38: 农夫山泉分渠道销售情况	22
图 39: 农夫山泉及可比公司净利率(%) 情况	23
图 40: 农夫山泉营业收入及净利润情况	23
图 41: 农夫山泉及可比公司 ROE(%) 情况	23
图 42: 农夫山泉现金流量情况	24

图 43: 农夫山泉现金分红情况	24
图 44: 农夫山泉资本投入的现金支出	24
图 45: 农夫山泉物业、厂房及设备账面净值	24
图 46: 2019 年中国包装水品牌力指数	25
图 47: 农夫山泉面对不同需求推出有针对性的产品	25
图 48: 农夫山泉经典广告	26
图 49: 农夫山泉应收账款周转天数更低	28
图 50: 农夫山泉水源地情况	29
图 51: 怡宝产地分布情况	29
图 52: 康师傅产地分布情况	29
图 53: 包装饮用水产品产能及产量情况	30
图 54: 饮料产品产能及产量情况	30
图 55: 2019 年农夫山泉产品销量增速与销售均价增速	31
图 56: 2020 年中国功能饮料品牌力指数	33
表 1: 包装饮用水提价情况	6
表 2: 我国饮用水包装化率仍有较大提升空间	8
表 3: 包装饮用水的渠道分类	9
表 4: 包装饮用水行业的进入壁垒较高	11
表 5: 中国包装饮用水零售额 CR3 品牌变迁情况	13
表 6: 包装饮用水头部企业成败原因总结	13
表 7: 茶饮料行业 19-20 年 CAGR 为 3.5%	14
表 8: 果汁行业 19-20 年 CAGR 为 2.2%	14
表 9: 功能饮料行业 19-20 年 CAGR 为 9.4%	15
表 10: 三类经销商特点	20
表 11: 农夫山泉广告语	26
表 12: 1998-1999 年饮用水品牌电视投放费用	27
表 13: 农夫山泉面对舆论临危不乱	27
表 14: 农夫山泉与竞品利润空间情况	28
表 15: 不同品牌饮用水工厂分布情况	29
表 16: 农夫山泉果汁产品情况	32

1. 行业情况：可延展空间大，集中度仍有提升空间

1.1. 包装水行业：空间广阔，量价提升空间大

1.1.1. 发展历程：包装水行业逐步走向高端细分化

我国包装饮用水行业自 1930 年第一家矿泉水生产商创建以来，经历了萌芽、品牌崛起、提价潮、高端细分化阶段：

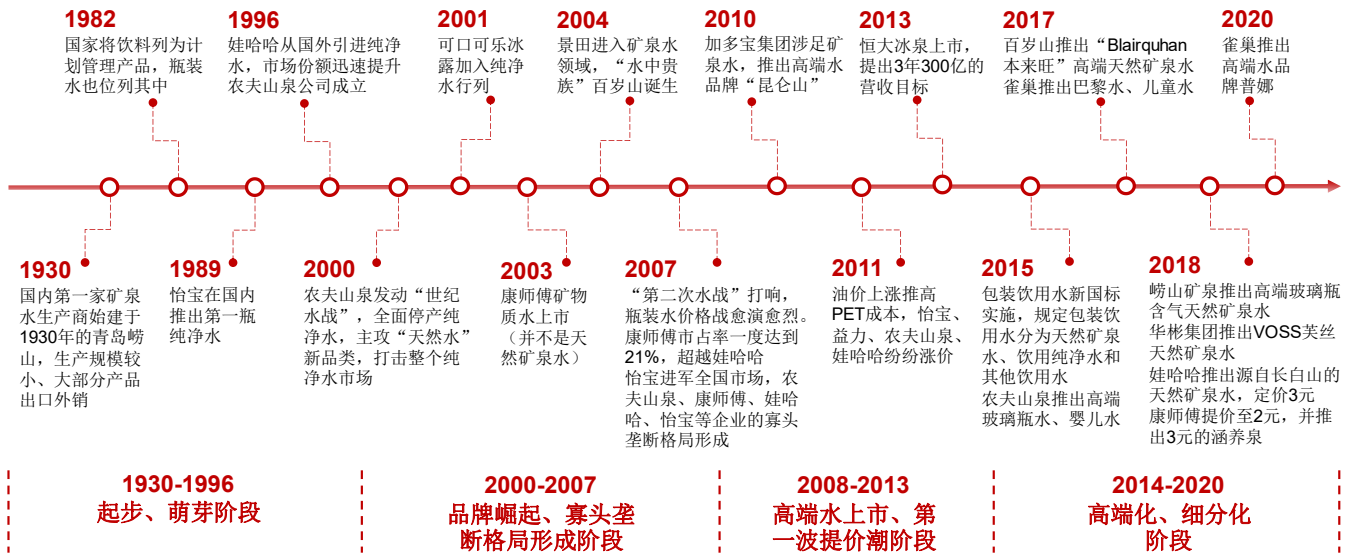
1930-1999 年：起步、萌芽阶段。我国第一家矿泉水生产商成立于 1930 年的青岛崂山。改革开放后，1982 年国家将包括包装水在内的饮料列为计划管理产品，我国包装水行业正式进入工业化生产的起步阶段；1987 年国标 GB8537-87《饮用天然矿泉水》出台后，包装水扩产达到高峰，1990 年代中期包装水销量已达 195 万吨，同时怡宝、娃哈哈、乐百氏、农夫山泉等品牌包装饮用水依次上市，呈现群雄逐鹿态势。

2000-2007 年：品牌崛起、寡头垄断格局逐步形成阶段。2000 年农夫山泉发动“世纪水战”，宣布全面停产纯净水，转而生产天然水新品类，挑起了天然水与纯净水的概念之争；2001 年可口可乐公司推出冰露品牌纯净水、2003 年康师傅推出矿物质水概念、2004 年景田推出百岁山矿泉水，包装水市场再迎数名重磅玩家；2007 年，康师傅打响“第二次水战”，掀起了包装饮用水行业的价格和渠道比拼，农夫山泉天然水促销价 0.65 元，康师傅矿物质水标价 0.9 元，依托价格战，康师傅市占率超越娃哈哈，成为业内第一龙头；同年，怡宝进军全国市场，农夫山泉、康师傅、娃哈哈、怡宝等企业的寡头垄断格局逐步形成。

2008-2013 年：行业门槛开始提高，迎来第一波提价潮阶段。2006、2010、2013 年西藏 5100、昆仑山、恒大冰泉依次上市，高端水尝试切分低价水市场；2011 年，受国际经济、政治事件以及自然灾害等因素影响，国际油价上涨，推高了包装水的包装 PET 成本，怡宝、农夫山泉、益力、娃哈哈纷纷涨价，品牌企业开始差异化布局主流价位带。另外，头部企业相继发力水源地布局及产能投入，行业集中度从 2008 年的不足 60% 提升至 2013 年的 75%。

2014-2020 年：高端化、细分化阶段。2015 年后，农夫山泉、百岁山、崂山矿泉水、娃哈哈等国内品牌分别推出高端玻璃瓶水，雀巢、达能等国际品牌也分别推出巴黎水、圣培露、普娜、依云、极境之兰等高端系列，包装饮用水高端化趋势明显，低端水市占率不断下降，农夫山泉及怡宝占据 2 元价位带，而百岁山占据 3 元价位带。2015 年，农夫山泉率先推出了针对化、细分化的婴儿水，此后雀巢、达能、恒大也分别推出“雀巢优活儿童装”、“达能依云小萌瓶水”、“恒大儿童矿泉水”等。

图 1：包装饮用水发展阶段情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：包装饮用水提价情况

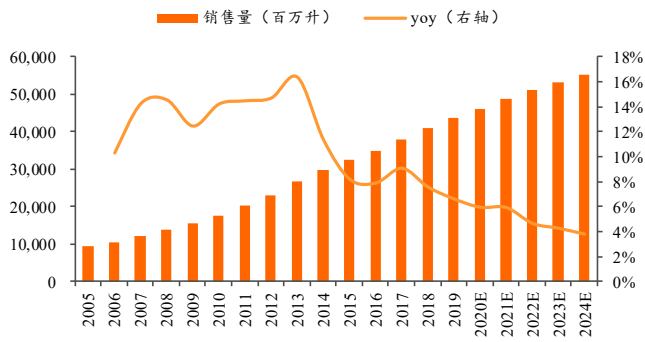
年份	品牌	提价内容
2010	农夫山泉	从2010年1月28日起，农夫山泉天然水、农夫果园和尖叫系列的出厂价将上调约5%
2011	怡宝	怡宝桶装水提价2元/桶到18元/桶，瓶装水不同规格普遍提价3元/箱
2011	益力	益力桶装水提价2元/桶到20元/桶，瓶装水不同规格普遍提价3元/箱
2011	农夫山泉	农夫山泉550ml瓶装水终端零售价由1.5元涨至2元
2012	娃哈哈	娃哈哈纯净水建议零售价由1.5元/瓶涨至2元/瓶，提价30%，但市场零售价却仍然保持每瓶1元~1.5元
2018	康师傅	康师傅宣布旗下康师傅包装饮用水产品正式升级，升级后的产品零售价由1元/瓶涨至2元/瓶

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1.2. 市场空间：包装水市场规模超 2000 亿元，量价均有提升空间

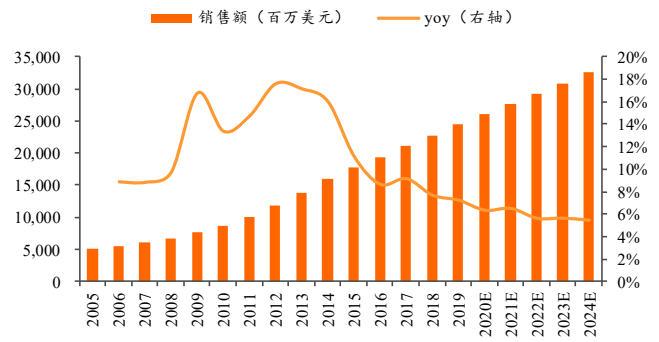
2019 年包装水市场规模超 2000 亿元，饮用纯净水占比较高，销量为主要驱动力。据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国包装水市场规模超 2000 亿元，其中饮用纯净水占比最大（60%），14-19 年 CAGR 达 13.2%，饮用纯净水凭借对水源地无特殊要求叠加易达卫生标准特点，在行业发展之初占据主要市场份额，预计 2024 年饮用纯净水零售额较目前高 2 倍左右；而自二十一世纪开始盛行的天然水及天然矿泉水占比分别为 18.4%、13.6%，14-19 年 CAGR 分别为 24.8%、18.4%，预计零售额将从 19 年的 372、151 亿元提升至 2024 年的 762、293 亿元。另外，据欧睿数据显示，2019 年包装水市场规模为 1999 亿元，14-19 年 CAGR 为 10.1%，与 Frost&Sullivan 数据基本相符，我们通过分拆欧睿数据发现，2005-2019 年间，我国包装水销售量年复合增长率达 11.0%，零售额年复合增长率达 13.7%，销量为发展主要驱动力。

图 2：我国包装水销售量持续提升



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

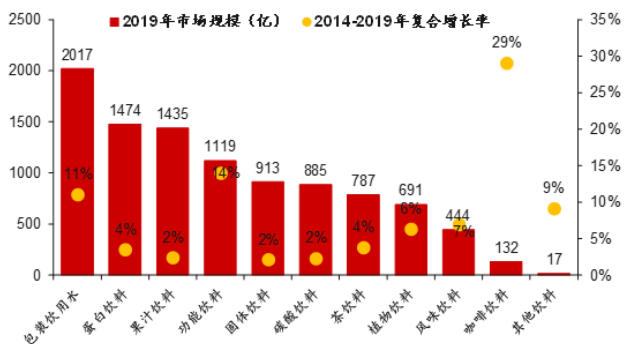
图 3：我国包装水销售额持续提升



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

包装水占软饮料行业比最高，同时增速位居前三。据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国包装水零售额占软饮料行业的 20.3%，14-19 年 CAGR 为 11%，预计 2024 年包装饮用水市占率将从 2019 年的 39% 提升至 2024 年的 35.9%。增速方面，预计 19-24 年包装水增速将仅次于咖啡饮料，具有较强成长性。

图 4：2019 年包装水零售额占软饮料行业的 20.3%



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 5：包装水中，农夫山泉市占率第一



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

量：消费量仍有 3-5 倍发展空间

我国饮用水包装化率处于较低水平，至少有 2 倍提升空间。据《中国居民膳食指南》数据显示，健康成年人每天需饮水 2500 毫升，我们通过结合欧睿数据中的包装水交易量来推算各国目前的饮用水包装化率，结果显示我国饮用水包装化率仅为 3.3%，日本、英国、美国、德国、法国分别较我国的 1.2、1.5、3.6、4.3、4.7 倍，未来随着我国包装水需求不断增加，包装化率的不断提升有望推动饮用水市场不断扩容。

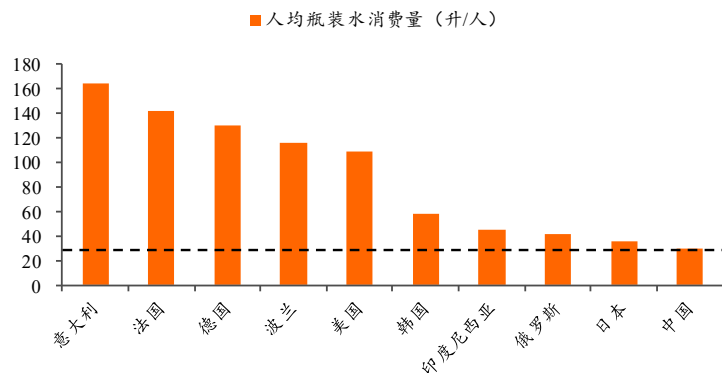
表 2：我国饮用水包装化率仍有较大提升空间

	人口数量 (万人)	瓶装水交易量 (万升)	人均消费量 (天, 升)	每人饮水量 (L)	饮用水包 装化率	倍数
中国	143378	4358708	0.08	2.5	3.3%	<u>1</u>
日本	12617	449269	0.10	2.5	3.9%	<u>1.17</u>
英国	6779	305505	0.12	2.5	4.9%	<u>1.48</u>
美国	32853	3577063	0.30	2.5	11.9%	<u>3.58</u>
德国	8352	1080016	0.35	2.5	14.2%	<u>4.25</u>
法国	6739	955511	0.39	2.5	15.5%	<u>4.66</u>

资料来源：欧睿，Wind，《中国居民膳食指南》，浙商证券研究所

对比海外，我国包装水的人均消费量仍有较大提升空间。据欧睿数据显示，2019 年，我国包装水人均消费量略高于 30L/人，显著低于主要发达国家，美国、波兰、德国、法国、意大利的人均包装水消费量是我国的 3-5 倍。包装水市场的规模受经济情况、人均可支配支出、消费习惯等因素影响，考虑到水依然为我国主要软饮料消费品类，随着城市化进程加快、企业不断加大渠道下沉力度、消费升级持续，我国包装水增速或高于全球平均水平。

图 6：包装饮用水的人均消费量仍有较大提升空间



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

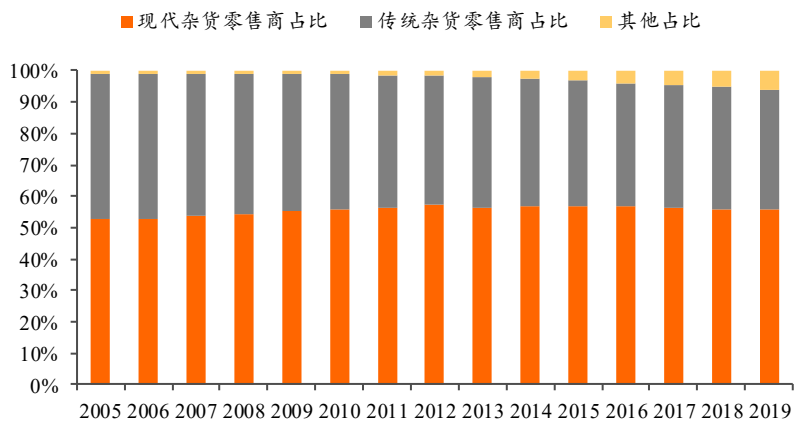
渠道端看，电商和便利店渠道发展速度亮眼。包装饮用水主要的零售渠道包括传统渠道（小型杂货店）；现代渠道（便利店和商超）、电商渠道及其他新兴渠道。近年来，电商渠道零售量占比由 2010 年 0.1% 提升至 2019 年 5%；便利店渠道零售量占比由 2014 年 3.8% 提升至 2019 年 5.3%。

表 3：包装饮用水的渠道分类

类别	详细内容
传统渠道	主要包括小型杂货店及非连锁便利店。这些商店通常由个体商户或家庭拥有及经营
现代渠道	主要包括购物商场、超市及连锁便利店
餐饮渠道	主要指餐饮服务提供者
电商渠道	指线上销售平台
其他渠道	主要包括特通渠道及以自动贩卖机为代表的新零售渠道。特通渠道主要包括航空运输、车站、加油站及高速公路服务区

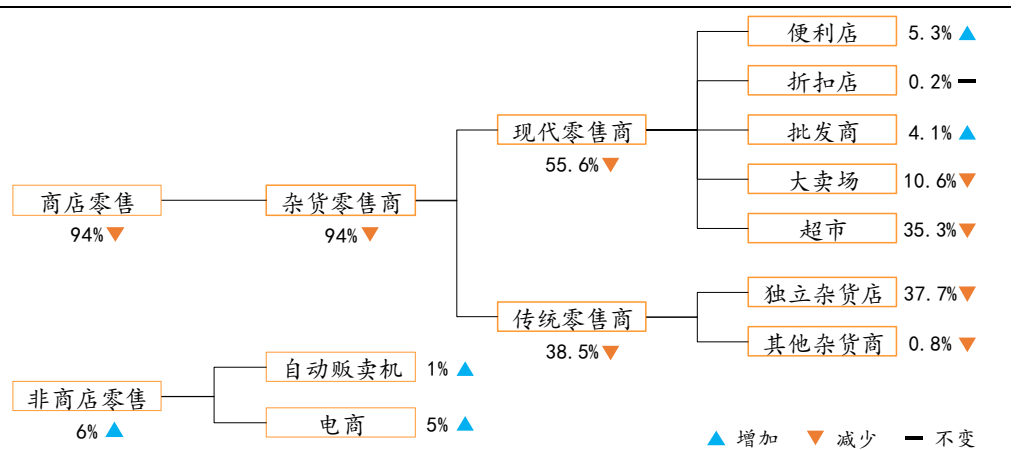
资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 7：现代杂货零售商和其他类（电商）零售量占比持续提升



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图 8：电商、自动贩卖机、便利店等渠道零售量占比提升较快

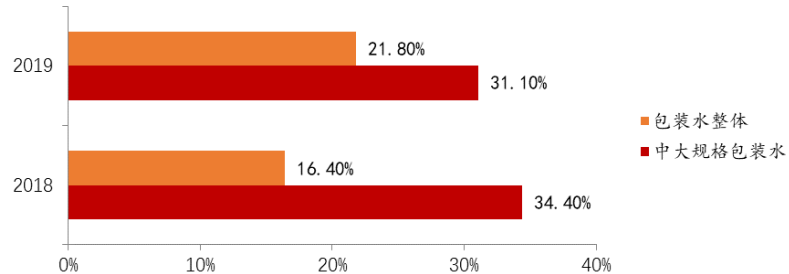


资料来源：欧睿，浙商证券研究所

消费场景来看，家庭消费场景成为新增需求点。在消费升级、城市化进程加速、家庭规模变小、独居青年增加的背景下，部分消费者将包装水作为生活用水，包装水头部企业顺应消费趋势，于 2015 年起相继推出各类家庭装饮用水，2016 年农夫山泉推出 5L 装家庭用水以满足消费者 1-2 天的日常需求。据欧睿数据显示，农夫山泉 18-19 年中大规格包

装水增速高于包装水平均增速，其中 4/5L 超大包装增速超 60%，未来家庭消费场景将成为需求量提升的新驱动力。

图 9：中大规格包装水增速较行业平均增速高

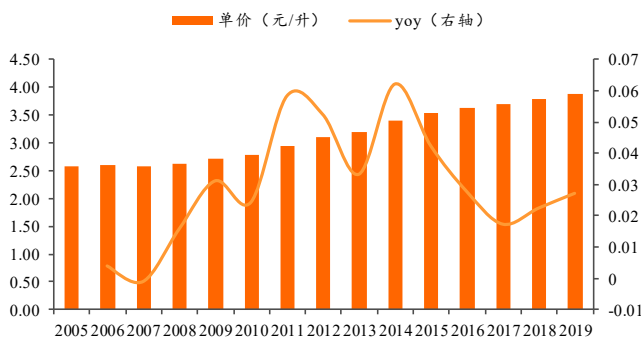


资料来源：欧睿，浙商证券研究所

价：消费升级推动均价稳步提升

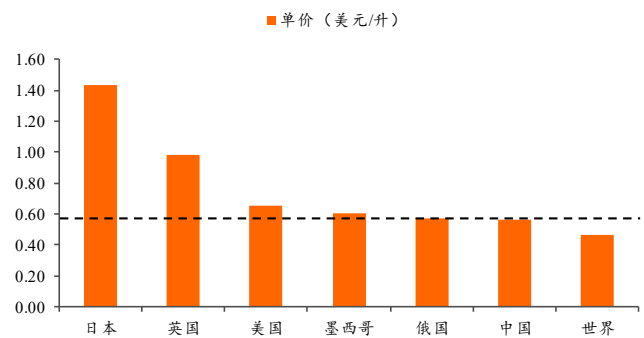
消费升级驱动包装水单价提升，高端化趋势延续。包装水在经历了 05-08 年的价格战后，又经历了 2011-2012 年和 2018 年提价潮，价格开始稳步提升，我国主流品牌农夫山泉、怡宝、娃哈哈、康师傅等的价格带已从 1 元提升至 2 元，百岁山已提前卡位 3 元价格带，进行了长期的消费者培育工作，农夫山泉也推出了四季套装的 3 元水、康师傅推出 3 元的涵养泉，在消费升级趋势延续下，包装水高端化明显，19 年均价已提升至 3.9 元/升。对标全球来看，当前我国包装水的单价接近 0.6 美元/升，略高于世界平均水平，但距离日本、英国、美国仍有提升空间（日本均价为我国均价的 2 倍多）。

图 10：包装饮用水单价持续提升



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图 11：对比海外，中国包装饮用水单价仍有提升空间



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

1.1.3. 竞争格局：进入壁垒较高，竞争格局较为集中

包装饮用水行业进入壁垒较高，竞争格局较为集中。包装饮用水实质上具备一定功能属性，其中矿泉水及天然水具有优质水源地壁垒（布局耗时长）、生产端壁垒（生产环节需获审批）等，而市占率较高的纯净水由于工艺差异化低，营销成为其实现差异化的途径之一，但由于目前国家对饮用水名称规定需符合实际，因此具有一定营销壁垒，总体看，

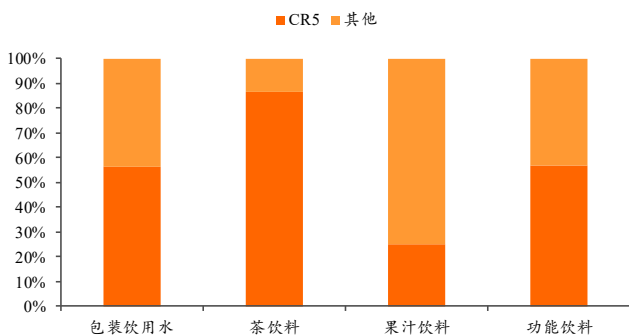
未来包装饮用水将进入存量品牌竞争阶段。竞争格局方面，我国包装饮用水行业集中度较高，CR5 达到 56.2%，其中农夫山泉市占率最高，超越 20%。对标海外，据欧睿统计，日本 2019 年 CR5 达到 61.8%，头部企业三得利市占率为 28.2%，因此包装水龙头企业市占率有望长期维持高位。

表 4：包装饮用水行业的进入壁垒较高

类别	详细内容
水源稀缺性	在中国适用于饮用水业务的优质天然水源甚为有限，且部分已被包装饮用水公司发现并加以利用，增加了水源获得的难度
充裕资金	软饮料业务需要大量资金用于生产设备设施的投入、销售渠道建设和品牌建设，若资金受限，则无法形成规模优势
品牌知名度	中国消费者倾向于选择知名品牌产品。随着消费者个性化程度的提高，品牌传播渠道日益分散，新软饮料公司建立品牌知名度的难度加大
销售及分销网络	产品分销很大程度上依赖于销售及分销网络的覆盖能力及执行效率。新软饮料公司在建立广泛的经销商网络，以及与经销商高效协同合作方面可能处于劣势
生产技术及产品配方	生产技术对软饮料公司的生产效率、成本管理及产品质量至为关键。新软饮料公司未必具备此等研发能力及生产技术积累。产品配方在很大程度上决定产品口感，以至关乎消费者对产品的认可

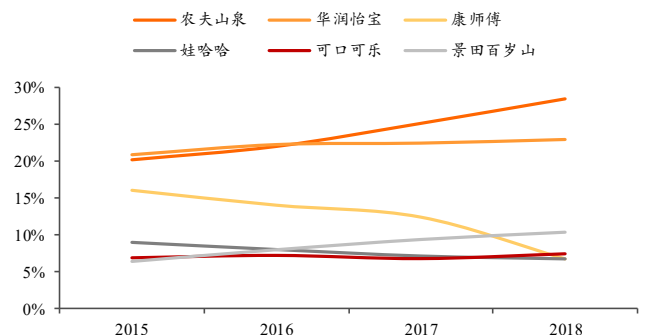
资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 12：包装饮用水行业集中度较高



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 13：近年来农夫山泉市占率最高



资料来源：尼尔森，浙商证券研究所

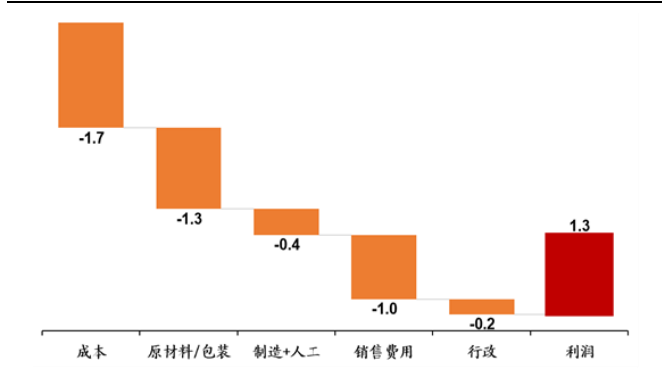
1.1.4. 生意本源：强盈利能力、高周转率、大市场空间造就好生意

我们认为包装水行业具有成本结构稳定、盈利能力强、市场空间大等特征，因此为一门好生意：

1) 成本结构稳定。成本短期主要变化来自 PET 及包装材料的价格波动，PET 同原油价格呈正相关，目前 PET、瓦楞纸处于历史相对低位。短期看，饮用水业务成本端压力较小，主要材料 PET 预计缺乏反弹动力。由于全球经济复苏进程，多国复产受挫，OPEC 将 2020 年全球原油需求增速预期从-895 万桶/日调整至-906 万桶/日。预计原油供应过剩在 2021 年前将持续，PET 价格反弹缺乏需求支撑。包装耗材方面，瓦楞纸库存压力增加，截止 8 月 13 日当周，瓦楞原纸库存增加幅度近 60%。瓦楞纸周度库存较 6 月 18 日当周的年内低点增加了 128%。经济生产端复苏领先于消费端，导致整体库存增加；中长期来看，头部企业凭借自身规模优势及多年深耕渠道，供应网络，对成本把控能力强。

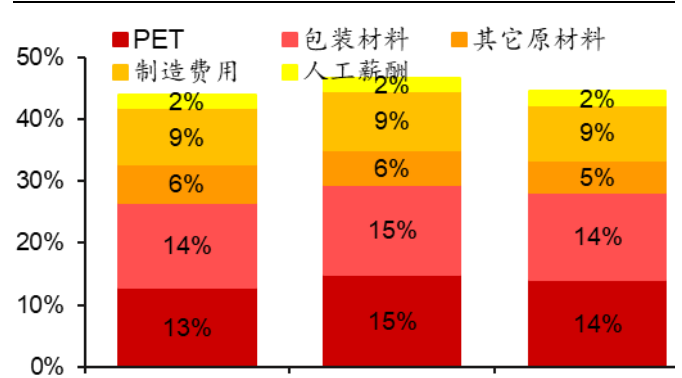
2) 毛利率较高。按营收/销量核算的价格/成本结构中，主要支出在于成本、原材料及销售(渠道)，通过广泛布局水源+直运经销模式能够降低运输、销售等费用，在不提价的情况下能够实现毛利率稳定在60%；

图 14：农夫山泉价格/成本结构拆解（单位：0.1 元）



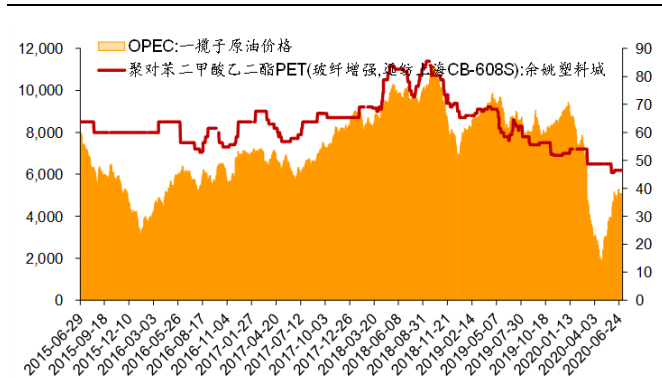
资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 15：PET、包装材料成本占比最高



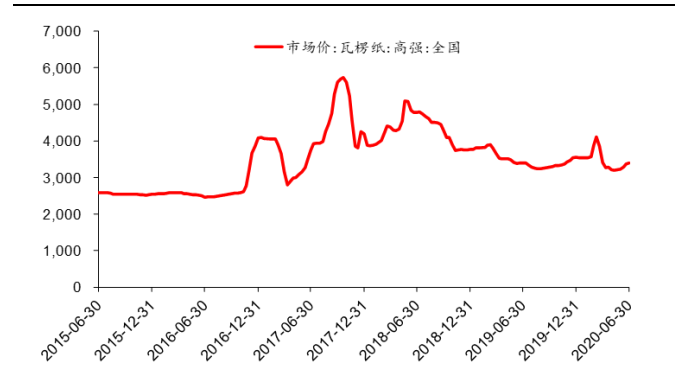
资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 16：PET 同原油价格变动正相关



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 17：瓦楞纸价格处于历史相对低位



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

我们通过梳理包装饮用水龙头变迁史，总结各个阶段头部企业成败原因：在行业发展初期，娃哈哈凭借较强的营销能力、合理的渠道利润、跑马圈地的扩张速度迅速扩张，形成一定规模效应，但后期在渠道利润变薄、消费观念改变、集团战略重心转移、给予矿泉水品牌投放的支持力度下降的背景下，品牌力逐步下降；康师傅通过推出差异化产品“矿物质水”来实现品牌差异化，采用收缩膜包装替代纸箱、在全国开 89 家水厂降低运输费用等方式降低成本但后期受“水源门”事件、品牌形象老化等问题影响，业绩下降明显；农夫山泉凭借优秀的品牌力、较强的规模效应脱颖而出，总结来看：

我们认为由于包装水具有较强进入壁垒，未来将是存量品牌的竞争，而较强的品牌力、规模效应及优质水源地为护城河。品牌力：较强的品牌力背后需要由较强的营销能力及优异的产品力进行支撑，同时品牌力可有效支撑产品结构升级成功率，较强的品牌溢价将带来超额利润；规模效应：将有效降低成本：1) 稳定而庞大的销售网络（拥有合理的渠道利润分配机制，同时拥有正确的渠道运作模式）保证终端不断增长的需求，从而使得产品单位成本下降；2) 工厂布局水源地附近使得运输成本下降等；优质水源地：由于优质水源地为稀缺资源，同时取水证获取手续繁杂，饮用水具有一定水源地壁垒。

表 5：中国包装饮用水零售额 CR3 品牌变迁情况

年份	市占率第一	市占率第二	市占率第三
1996-2003	娃哈哈	乐百氏	农夫山泉
2005	娃哈哈	康师傅	农夫山泉
2007	康师傅	娃哈哈	农夫山泉
2010	娃哈哈	康师傅	农夫山泉
2011	康师傅	娃哈哈	农夫山泉
2012	农夫山泉	娃哈哈	康师傅
2013	康师傅	娃哈哈	农夫山泉
2014	康师傅	农夫山泉	娃哈哈
2015	怡宝	农夫山泉	康师傅
2016	怡宝	农夫山泉	康师傅
2017	农夫山泉	怡宝	康师傅
2018	农夫山泉	怡宝	百岁山
2019	农夫山泉	怡宝	百岁山

资料来源：尼尔森，欧睿，Wind，浙商证券研究所

表 6：包装饮用水头部企业成败原因总结

品牌	情况综述
娃哈哈	<p>成功原因：</p> <p>率先发力纯净水赛道，依托品牌优势成为第一代龙头</p> <p>1) 品牌：大规模投放电视广告，开启了中国本土品牌邀请明星代言的先河，邀请王力宏代言；</p> <p>2) 渠道：深耕三四线城市，娃哈哈于90年代建立信用管理体系和联销体模式，保证渠道利润、维系市场秩序、分散开发市场压力、快速开拓市场。</p> <p>衰落原因：渠道利润变薄、人口由农村向城市转移、消费观念改变、集团战略重心转移、给予矿泉水品牌投放的支持力度下降。</p>
康师傅	<p>成功原因：</p> <p>提出矿物质水概念，依托价格战成为第二代龙头</p> <p>1) 产品：首提矿物质水概念，在纯净水中人工添加钾镁矿物质，与纯净水差异化竞争；2) 低成本带来价格优势：康师傅瓶胚大约轻3g/瓶、采用收缩膜包装替代纸箱、在全国开89家水厂降低运输费用，康师傅2007年售价0.78元/瓶，低于娃哈哈纯净水0.90元/瓶、农夫山泉0.99元/瓶，依托价格战成为行业龙头；</p> <p>衰落原因：</p> <p>“水源门”事件、品牌形象老化、2018年提价1元后2019H1销量下滑35%。</p>
农夫山泉	<p>成功原因：</p> <p>首提天然水概念，依托产品品质、品牌和渠道成为第三代龙头</p> <p>1) 产品：差异化定位“天然水”，卡位10大优质水源地，供应链覆盖全国；2) 品牌：围绕“天然水”特殊品类进行营销，提出“农夫山泉有点甜”、“大自然搬运工”等深入人心的广告语；3) 渠道：建立全国性的深度分销网络，保证合理的渠道利润分配，目前有4280名经销商覆盖全国237万个以上的终端零售网点。</p>
怡宝	<p>成功原因：</p> <p>制定全国化战略，依托渠道和品牌迅速崛起</p> <p>1) 战略：立足广东，拓展全国，制定“西进、东扩、北伐”战略；2) 渠道：旗下有9家自有工厂、31家OEM工厂，工厂布局全国；注重渠道深度分销，全员铺市，持续巷战；3) 品牌：以各大体育赛事作为切入点，成为CBA、国家乒乓球队的官方指定用水，提高品质形象。</p>
百岁山	<p>成功原因：</p> <p>卡位3元价格带，依托品牌营销和渠道迅速崛起</p> <p>1) 价格：占位3元价格带，略高于主流1-2元；2) 品牌营销与定价相符：定位“水中贵族”，产品营销弱化水源和品质，差异化强调“贵族气质”，此外积极赞助国际高端体育赛事，凸显高端定位；3) 产品品质与定价相符：定位天然矿泉水，品质优于纯净水和天然水，支撑高定价；4) 渠道利润高：百岁山定价3元，成本约0.4元，运营和广告费约0.4元，经销商运营费约0.8元，厂家利润约0.4元，零售店利润约1元。</p>
恒大冰泉	<p>失败原因：</p> <p>定价5元价格带，喊出3年300亿口号，但品质与高价位不符，亏损离场</p> <p>1) 价格策略失误：定价5元，高于主流1-3元价格带，但高端市场规模仅百亿元，空间较小，与300亿目标不符；2) 品质与定价不符：恒大冰泉水源地与冰露相近，并无品质优势；3) 渠道策略与定价不符：高端矿泉水对应的主流消费场景为大型商超、进口商店，恒大冰泉刚上市在各区域、全渠道、焦点全面铺货，造成动销缓慢；4) 产品与品牌定位模糊：投入60亿广告费，邀请成龙、范冰冰、里皮同时代言，分别定位健康长寿、美丽年轻、自然健康，产品定位不清晰。</p>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 茶饮料行业：无糖饮料为未来趋势，行业集中度高

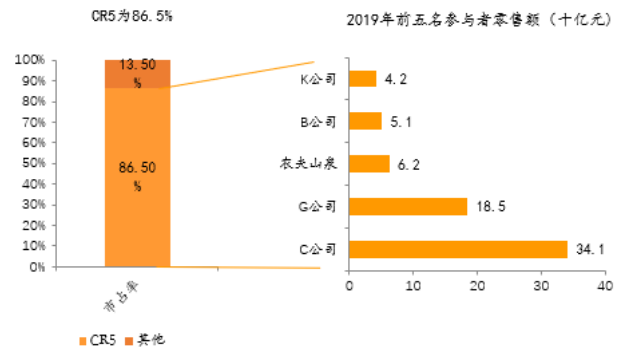
无糖饮料为未来趋势，行业集中度高。据 Frost&Sullivan 数据显示，我国茶饮料市场 2019 年规模为 787 亿元，其中含糖茶饮料收入占比较高，达 94.8%，目前东方树叶为中国无糖茶的第一品牌。在消费者健康意识不断提升的背景下，无糖茶饮料保持较高增长，预计 19-24 年 CAGR 为 22.9%。集中度方面，2019 年行业 CR5 为 86.5%，其中农夫山泉市占率约为 6.3%。

表 7：茶饮料行业 19-20 年 CAGR 为 3.5%

	零售额 (十亿元)			年均复合增速	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024
茶饮料总计	65.3	78.7	93.6	3.80%	3.50%
含糖茶饮料	64.3	74.6	82.1	3.00%	1.90%
无糖茶饮料	1	4.1	11.5	32.60%	22.90%

资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 18：2019 年茶饮料行业 CR5 为 86.5%



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

1.3. 果汁行业：高浓度果汁增速较快，行业集中度较低

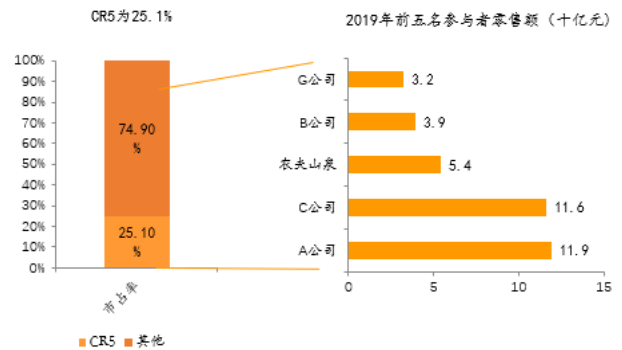
行业集中度较低，进入稳健增长期。据 *Frost&Sullivan* 数据显示，我国果汁行业市场 2019 年规模为 1435 亿元，具体细分为果汁含量为 100% 的纯果汁、果汁含量为 30%-99% 的中浓度果汁及低浓度果汁，其中中浓度果汁规模最大，零售额占行业 75.3%，14-19 年低浓度果汁规模提升幅度较低，在消费者健康意识提升叠加购买力增强的背景下，24-19 年纯果汁及中浓度果汁零售额 CAGR 远高于低浓度果汁。集中度方面，果汁行业 CR5 为 25.1%，集中度偏低，其中农夫山泉市占率约为 3.8%。

表 8：果汁行业 19-20 年 CAGR 为 2.2%

	零售额 (十亿元)			年均复合增速	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024
果汁饮料总计	127.5	143.5	160.3	2.40%	2.20%
纯果汁	5.4	9.9	15.8	12.90%	9.80%
中浓度果汁	16.3	25.5	35.1	9.40%	6.60%
低浓度果汁	105.8	108.1	109.4	0.40%	0.20%

资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 19：2019 年果汁行业 CR5 为 74.9%



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

1.4. 功能饮料行业：运动能量饮料表现优秀，市场相对集中

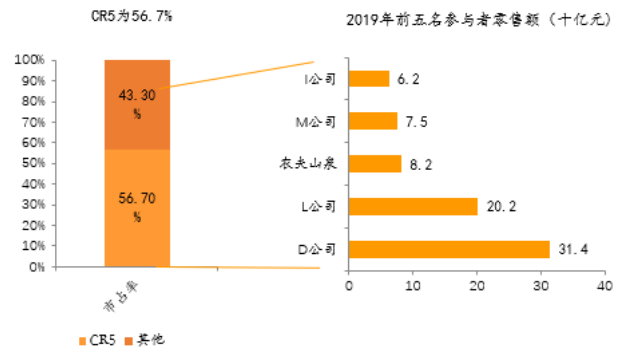
运动能量饮料表现优秀，市场相对集中。据 *Frost&Sullivan* 数据显示，我国功能饮料行业市场 2019 年规模为 1119 亿元，具体细分为能量饮料、运动饮料及营养素饮料，其中能量饮料零售额规模占比达 70.2%，14-19 年运动饮料及能量饮料规模年均复合增速较高，运动饮料及能量饮料预计未来增速较行业平均高。集中度方面，功能饮料行业 CR5 为 56.7%，市场相对集中，其中农夫山泉市占率约为 6.3%。

表 9：功能饮料行业 19-20 年 CAGR 为 9.4%

	零售额 (十亿元)			年均复合增速	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024
功能饮料总计	58.1	111.9	175.6	14.00%	9.40%
运动饮料	6.2	12.5	19.8	15.10%	9.60%
营养饮料	9.4	15.9	22.9	11.10%	7.60%
能量饮料	40.1	78.6	124.6	14.40%	9.70%
其他功能饮料	2.4	4.9	8.3	15.30%	11.10%

资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 20：2019 年功能饮料行业 CR5 为 56.7%

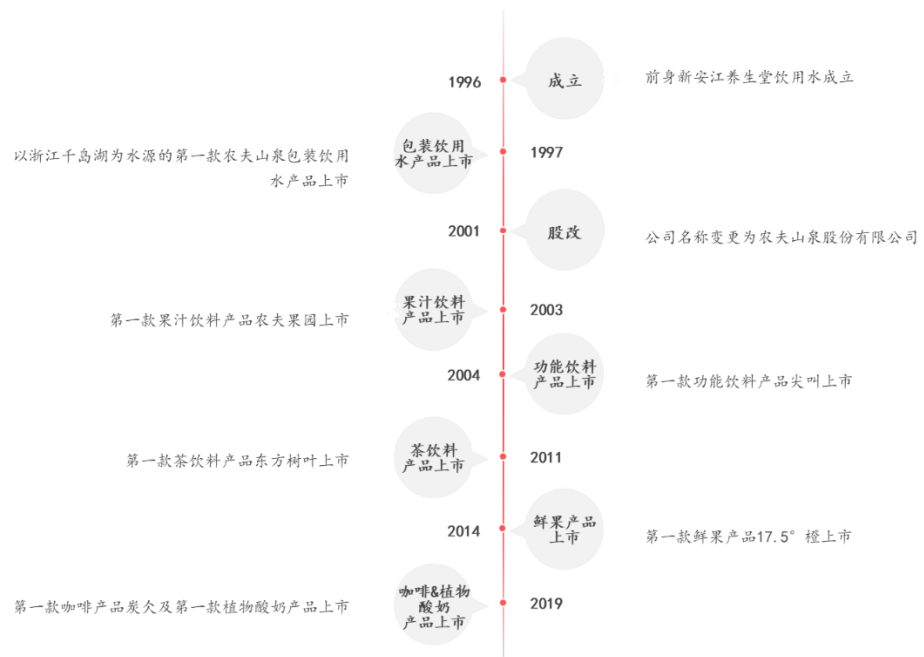


资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

2. 龙头崛起：多品类发展，龙头地位稳固

1996 年 9 月，钟睺眊创建农夫山泉的前身——新安江养生堂饮用水有限公司，并于 1997 年推出以千岛湖为水源的农夫山泉包装饮用水。1998 年，“农夫山泉有点甜”的广告语在全国迅速铺开。此后 20 年，农夫山泉实行多品牌战略，陆续推出农夫果园、尖叫、水溶 C100、力量帝维他命水、东方树叶、17.5° 橙、茶 π、炭仸咖啡以及植物酸奶等多品类系列产品。

图 21：农夫山泉主要发展历程



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

市占率方面，农夫山泉包装饮用水市占率第一。2012-2019 年，农夫山泉连续八年保持国内包装饮用水产品市占率第一的领导地位，且旗下其他饮料产品的市占率处于行业领先水平。2019 年，农夫山泉旗下茶饮料、功能饮料及果汁饮料产品市占率均处国内前三。

图 22：农夫山泉产品及市占率情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

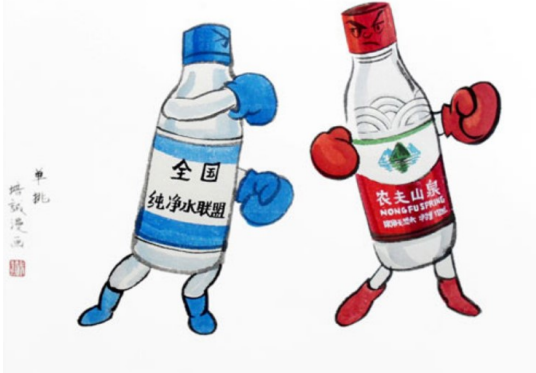
2.1. 历史回顾：两大战役奠定行业龙头地位

由于产品同质性强、可替代性强，包装水行业竞争激烈，品牌之间经历了数次冲突，农夫山泉在激烈的品牌竞争战役中磨砺而出。回顾行业龙头农夫山泉的发展历史，主要打赢了两场关键性战役，扭转了市场格局并借机取得发展。第一场战役在 1998-2003 年期间，农夫山泉通过与娃哈哈进行竞争而崭露头角、跻身行业前列；第二场战役在 2007-2008 年期间，农夫山泉战胜康师傅，确立了行业龙头地位。

第一回合：农夫山泉 VS 娃哈哈。1998 年前，纯净水销量占饮用水行业的 90%以上，其中乐百氏和娃哈哈为行业第一梯队，乐百氏通过宣传“每一滴水都经过二十七层净化”，市占率达到 30%以上。1999 年，农夫山泉宣布不再生产纯净水，转而生产天然水，并提出“长期饮用纯净水对健康无益”，并向中小学生发放水仙花球茎，鼓励学生做对比实验以证明养在天然水中的植物比在纯净水中健康。此举遭到纯净水公司一致反对并引发业内“水战”，由娃哈哈带领的全国 69 家主要纯净水生产企业及行业协会发表声明指责农夫山泉不当竞争。但经此一役，农夫山泉矿泉水的天然、健康之名深入人心，成功跻身包装

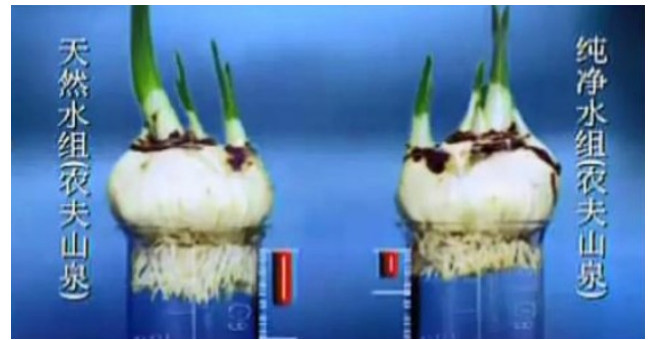
水行业前列，与娃哈哈、康师傅共列行业三甲。而昔日龙头乐百氏则自身战略出现失误，深陷高成本的茶饮料以及经销搭建不合理的泥潭中，2000 年被达能收购，退出饮用水行业的历史舞台。

图 23：农夫山泉单挑全国纯净水联盟



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：农夫山泉投放天然水与纯净水的水仙花对比实验广告



资料来源：Wind，浙商证券研究所

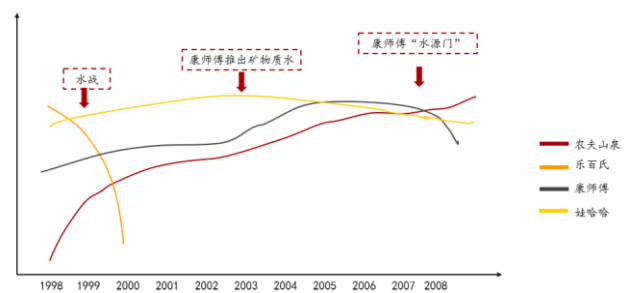
第二回合：农夫山泉 VS 康师傅。2003 年，为规避纯净水的弊端，康师傅推出“矿物质水”，即在纯净水基础上添加了矿物质，通过宣传“多一点健康”，成功打下饮用水市场的领先优势。2007 年，娃哈哈深陷与达能的纷争中，未将主要精力放在饮用水市场的竞争上，农夫山泉借机通过价格战和舆论攻势进行“登顶之战”。农夫山泉向消费者派发 PH 试纸，直指市面上矿物质水添加了强酸弱碱盐硫酸镁对人体有害，而农夫山泉是天然弱碱性水。同时农夫山泉 550ml 矿泉水的促销价格达到历史低位 0.65 元/瓶，与康师傅竞争。2008 年康师傅被曝广告所称的“选取优质水源”是来自自来水厂，深陷“水源门”，受此影响市场份额大幅下降。

图 25：农夫山泉买水送 PH 试纸



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：1998-2008 各品牌竞争态势示意图



资料来源：浙商证券研究所

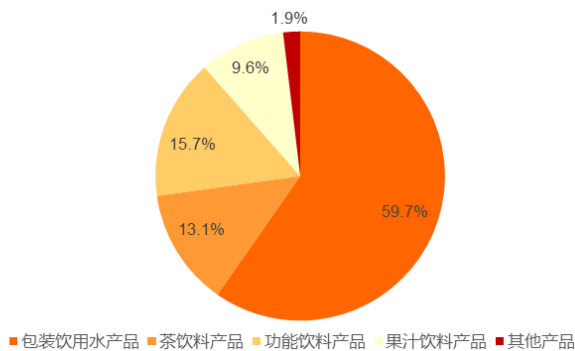
第三回合：农夫山泉 VS 怡宝、百岁山。2010 年后，怡宝通过全员铺市、全面巷战、上门帮客户盘货理货等手段实现业绩爆发式增长；百岁山“水中贵族”的定位得到消费者认可，两者与农夫山泉的摩擦与矛盾加剧。目前农夫山泉在包装饮用水行业市占率第一，怡宝、百岁山紧随其后，在高端化、年轻化等方向进行激烈竞争。农夫山泉抢先进行上市，通过资本运作提升资金实力，通过募投项目的实施更好的进行市场竞争。

2.2. 产品结构：双引擎带动业绩增长，高毛利瓶装水占比大

行业龙头农夫山泉董事长钟睺眔先生曾说：“任何营销活动的成功，必须以产品作为背书”。农夫山泉的产品实力是营销的有力保障与支撑，近年来包装水产品和饮料销量提升明显，带动农夫山泉整体营收提升。

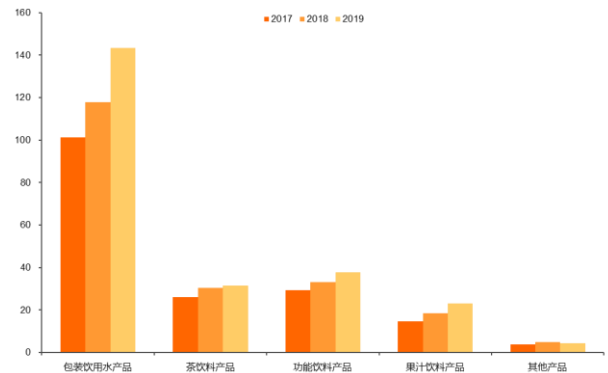
农夫山泉采取双引擎+多品牌战略，品类不断创新。农夫山泉由包装饮用水和饮料作为双引擎，实行多品牌战略，品类不断创新。农夫山泉主要收入来源为包装饮用水，品牌为农夫山泉，2019年其收入占比为59.7%；功能饮料、茶饮料、果汁饮料分别占总收入的15.7%、13.1%、9.6%，饮料板块下不同产品线使用不同品牌。

图 27：2019 年农夫山泉分产品收入贡献



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：农夫山泉分产品收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

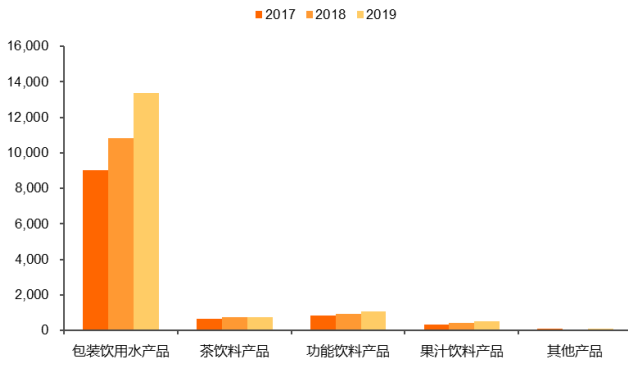
图 29：农夫山泉品类不断创新



资料来源：农夫山泉招股说明书，Wind，浙商证券研究所

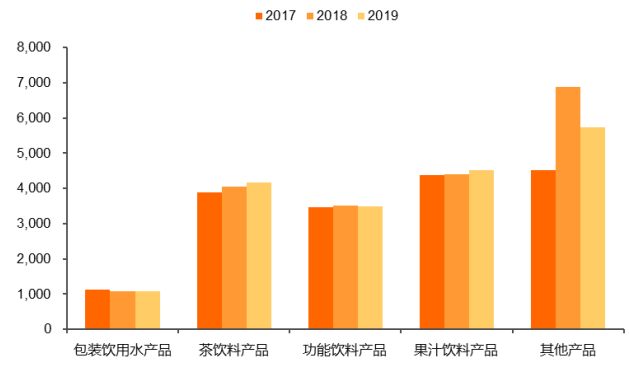
销售额主要由销量贡献。在包装水板块，由于包装水饮品消费场景的提升，2018/2019年销量分别上升 20.03%/23.60%；由于中大规格包装水的占比增加，吨价分别下降 3.03%/1.47%；在量价的共同作用下，2018/2019 年销售额分别上升 16.40%/21.78%。在饮料板块，2019 年茶饮料/功能饮料/果汁的销量分别上升 0.53%/14.62%/21.62%，而吨价同比变化 2.82%/-0.74%/2.45%。

图 30：农夫山泉分产品销量（千吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

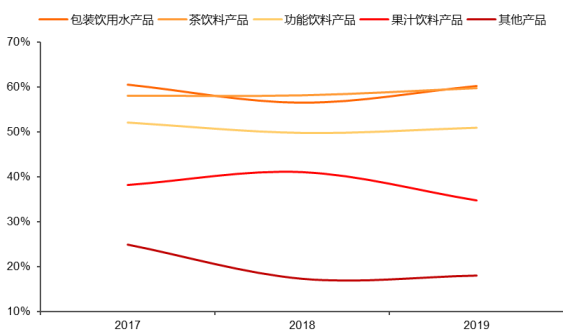
图 31：农夫山泉分产品吨价（元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

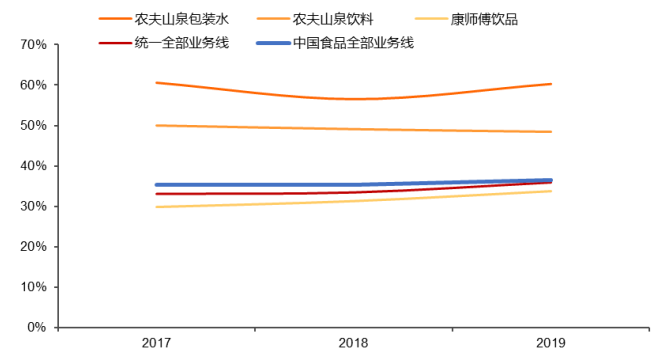
毛利率高，包装饮用水毛利贡献大。过去三年农夫山泉包装饮用水产品的毛利率稳定在 55%以上，为农夫山泉毛利率最高的细分产品，为其贡献了超 60%的毛利。近三年农夫山泉旗下饮料产品的毛利率分别为 50.01%/49.05%/48.35%，下降系推出酸奶等新产品所导致。细分产品来看，2019 年茶饮料与功能饮料的毛利率分别为 59.7%/50.9%。对比康师傅、统一和中国食品 30%左右的毛利率，农夫山泉产品毛利率在行业内处于高位。

图 32：农夫山泉分产品毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：农夫山泉与同行毛利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 渠道结构：激励机制完善，经销网络布局全国

农夫山泉渠道发展历程共历经 4 个阶段，积极利用信息化技术赋能、调整员工 KPI 标准提高积极性、实施大经销商制、推动场景多元化和市场下沉，渠道体系的不断完善、优化助力持续发展，成为行业龙头。

1996-2007年，起步阶段：2001-2003年刘颖任总经理阶段，农夫山泉销售管理系统得到完善，以绩效为导向的销售系统激发了员工战斗力。2004-2007年农夫山泉的销售额一直维持在20亿元，增长极度缓慢，主要原因为：销售的系统观念再度被淡化，以销售指标为导向的考核方式导致了渠道压货、库存高企。

2008-2013年，信息化赋能启动阶段：自2008年起，农夫山泉开始启用线上移动信息化系统，2010、2011年依次引入供应网络规划工具LLAMASOFT、供应链计划系统JDA，全面优化产能规划、仓储布点规划、发货路径，实现需求预测、协同计划、主生产计划、补货计划等业务信息化。信息化赋能后，农夫山泉DC(配送中心)由20多个缩减为5个，仓配效率进一步提升，传统的靠全国各地办事处提报1+3月销售预测模式，改由生产管理部门按历史数据做统计预测、办事处进行调整，使用调整之后的12个月的共识预测驱动供应链计划。为此，农夫山泉专门设立供应链市场统筹部，评估全国订单供需平衡，将“DC和经销商自下而上看库存上单”改为“盲上单制+自上而下系统主动推动补货建议”，提升了铺货效率和均衡性，避免了供应导向下的抢货、囤货等博弈行为，充分提升了供应链对通路的支持和控制。

2014-2016年，员工考核、经销商体系变革阶段：1) **经销商体系：**农夫山泉提出“红动中国”口号，针对“完全实现通路精耕的区域、城区实现通路精耕但郊区乡镇还没实现通路精耕的区域、完全没有有效控制的三线区域”三种形态市场，将全国经销商分为特约经销商、传统经销商、包干经销商，突破了传统依靠“渠道下沉、精耕市场、拓展销售团队”的运作模式，让经销商的能力最大程度的发挥出来。2016年进一步实施“大经销商制”，抓大放小，精简客户，降低点对点物流成本。2) **员工考核：**2014年业代KPI考核标准变动，分销达成率基础由50%提高至80%；主任KPI变动，销售及分销达成率基础提高，销售达成率权重提升。2016年农夫山泉仅为办事处下属业务员承担底薪，提成与终端销售情况挂钩，由经销商负责业务员的绩效考核。通过员工考核、经销商体系变革，充分激发了渠道积极性，助力农夫山泉坐稳龙头地位。

表 10：三类经销商特点

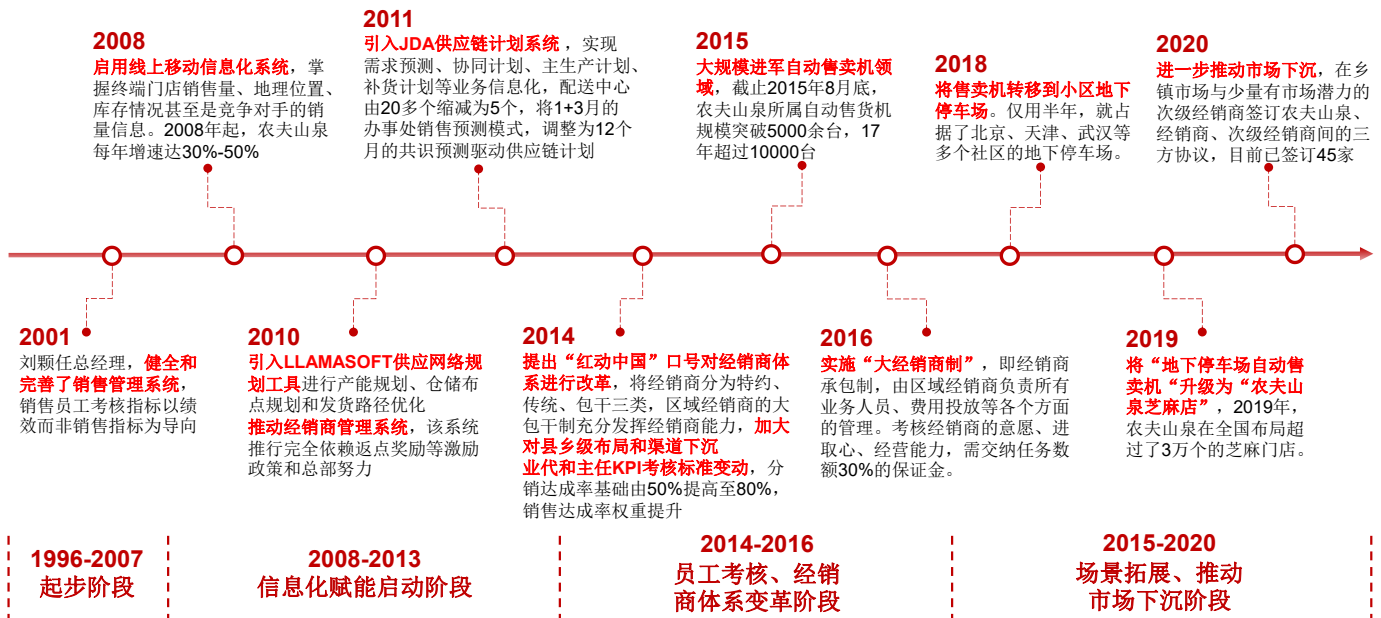
	特约经销商	传统经销商	包干经销商
服务区域	精耕市场	县乡市场	县乡的非精耕市场
区域销售任务分配	公司业代所接订单占特约经销商销售的50%以上，业代线路完全为精耕线路	精耕线路由业代负责，非精耕区域由经销商车销覆盖	公司无业代帮助销售，但配备客户主任指导、管理，由经销商车销覆盖
业态	以传统零售店为主，可以混合少量KA门店、批发商及特通网点	传统零售店、KA门店、批发、特通网点	传统零售店、KA门店、批发、特通网点
签约要求	业代分销占比≥50%，必须签订特约经销商	覆盖区域内人均饮用量增长50%以上。	所覆盖区域内人均饮用量≥5元/第一年、8元/第二年、12元/第三年；且覆盖区域人均饮用量增长率≥40%。经销商为当地前三位的经销商，规模大于1000万

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2015-2020年，场景拓展、推动市场下沉阶段：1) **场景拓展：**2015年农夫山泉大规模进军自动售卖机领域，2018年将自动售卖机转移到小区地下停车场，2019年将“地下停车场自动售卖机”升级为“农夫山泉芝麻店”，目前已在全国布局超过了3万个的芝麻门店，采用“自家产品+终端渠道”的模式，在售价低于商超情况下，仍有利润，新零售布局延展了消费场景，加强了终端渗透率。2) **渠道下沉：**农夫山泉加大对县乡级布局，

采用区域经销商包干制推动渠道下沉，2020 年为进一步推动市场下沉，农夫山泉在乡镇市场与少量有市场潜力的次级经销商签订农夫山泉、经销商、次级经销商间的三方协议，目前已签订协议的经销商约 45 家。

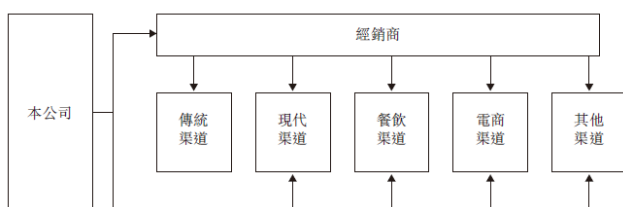
图 34：渠道发展历程



资料来源：农夫山泉招股说明书，Wind，浙商证券研究所

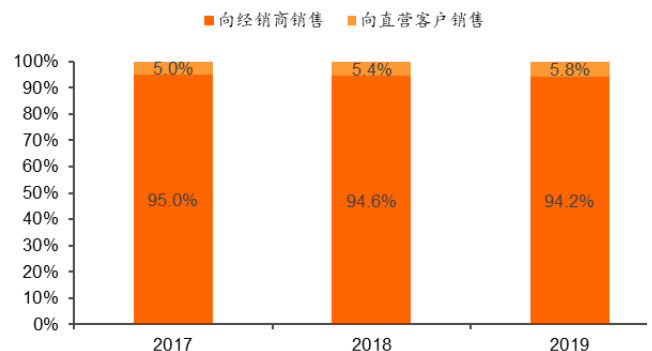
经销体系为主，客户较为分散。目前，行业龙头农夫山泉已建成全国性销售网络，截止 2020 年 5 月底，全国拥有 4454 家经销商覆盖了 243 万个零售终端网点。目前农夫山泉采用一级经销商模式，通过经销商的销售收入占比逾九成。此外，农夫山泉与 200 个全国性或区域性的超市、连锁便利店、电商平台、餐厅、航空集团和集团客户建立了直营关系。农夫山泉客户较为分散，2019 年最大客户贡献率为 1.8%，直营客户占据了前五大客户的三席。

图 35：农夫山泉渠道结构图



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

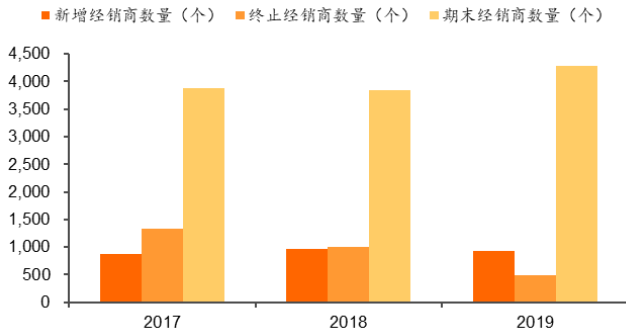
图 36：农夫山泉经销商、直营客户占比情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

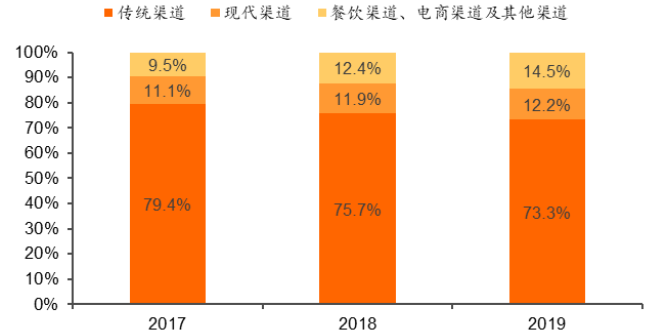
主要销售渠道为传统渠道。农夫山泉 70%销售依赖以小型杂货店及非连锁便利店为主的传统渠道，以购物商场、超市及连锁便利店为代表的现代渠道对销售的贡献率在 10%左右。随着城镇率进程加快、销售渠道日益多元化及电子商务的铺开，现代、餐饮、电商渠道的占比逐年提升。

图 37：农夫山泉渠道结构图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：农夫山泉分渠道销售情况



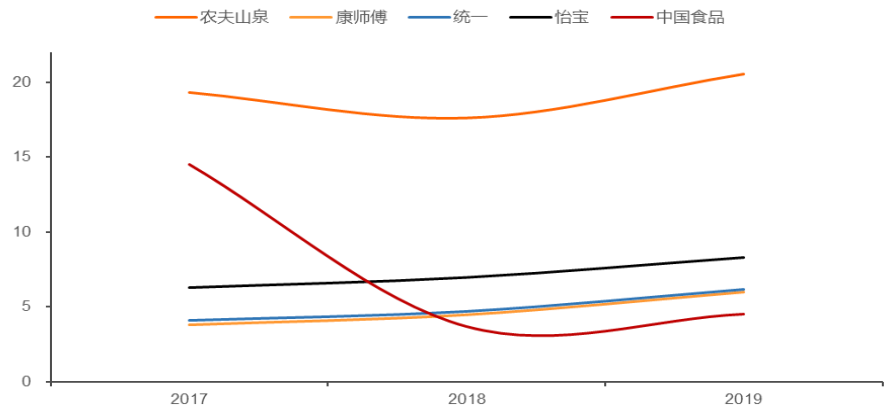
资料来源：Wind，浙商证券研究所

农夫山泉积极布局新零售领域。2015 年，农夫山泉进军自动售卖机领域；2019 年，农夫山泉进行新零售布局，将“地下停车场自动售卖机”升级为“农夫山泉芝麻店”。此举有利于降低租金成本，并对社区居民进行有效的消费流量拦截。截至 2020 年 5 月 31 日，农夫山泉已在全国近 300 个城市投放了 62900 台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备。

2.4. 财务分析：成长性、营利性与稳定性兼备

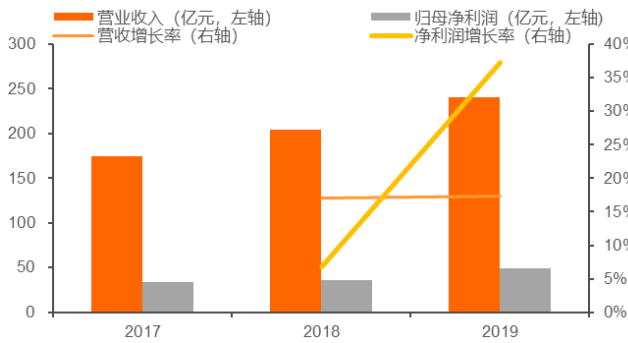
盈利能力：农夫山泉营收稳健，盈利能力强。2019 年，农夫山泉营业收入、净利润达 240.2、49.5 亿元，分别增长 17.3%、37.3%；综合毛利率超 55%，其中瓶装水毛利率高达 60%（远超伊利股份及海天味业产品毛利率）；净利率超 20%。剔除股份支付的影响后，2019 年农夫山泉净利润为 51.1 亿元，同比增长 41.6%。2019 年农夫山泉 ROE 为 40.8%，显著高于同行，在资产周转率相差不大、权益乘数略低于行业水平的情况下，农夫山泉 ROE 高的主要原因系净利率水平高。2017、2018、2019 年农夫山泉净利率为 19.1%、17.6%、20.6%，为竞争对手怡宝净利率的 3.1、2.5、2.5 倍。

图 39：农夫山泉及可比公司净利率（%）情况



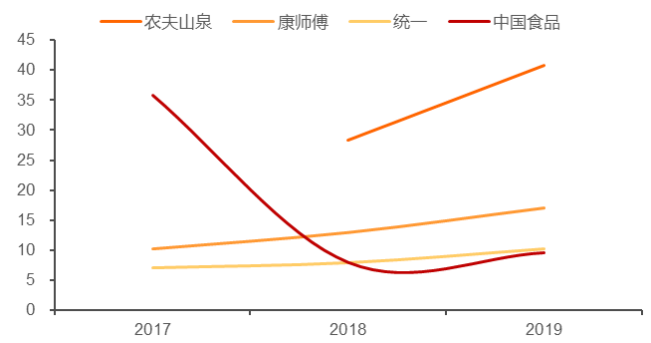
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：农夫山泉营业收入及净利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

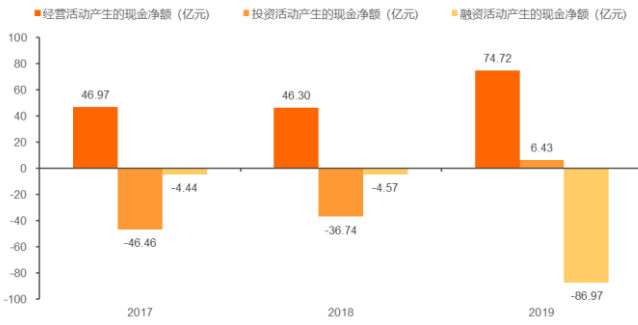
图 41：农夫山泉及可比公司 ROE（%）情况



资料来源：Wind，华润怡宝社会责任报告，浙商证券研究所

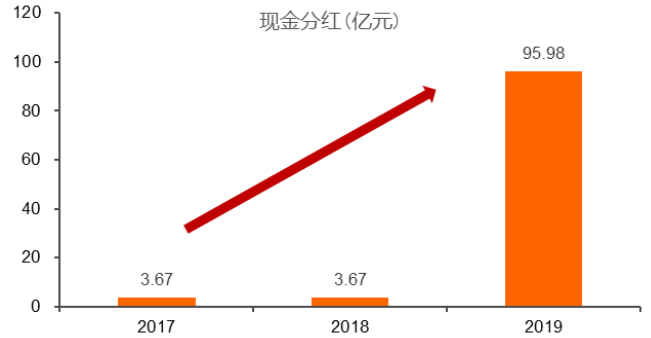
成长性与稳定性：农夫山泉目前处于向上发展期，现金流强劲、资本开支高。从现金流角度来看，农夫山泉有能力产生足够现金流量为营运提供支持，2019 年其经营性现金流净额为 74.7 亿元，同比提升 61.4%，该净额提升的主要原因系调整营运资金变动前的经营溢利提升。农夫山泉购买物业、厂房及设备投资逐年增加，2017、2018、2019 年该现金支出分别达 22.7、33.4、32.3 亿元，占当年营业收入的 13.0%、16.3%、13.5%。农夫山泉 2017、2018 年该投资行为的现金流主要由经营活动产生的现金净额支撑，剩余部分在支付每年 3.7 亿元现金分红后新增定期存款；而 2019 年该部分投资现金流主要由提取定期存款和 10 亿元新增贷款支撑，而经营性现金流支撑了当年派发的 95.98 亿元的现金分红。

图 42：农夫山泉现金流量情况



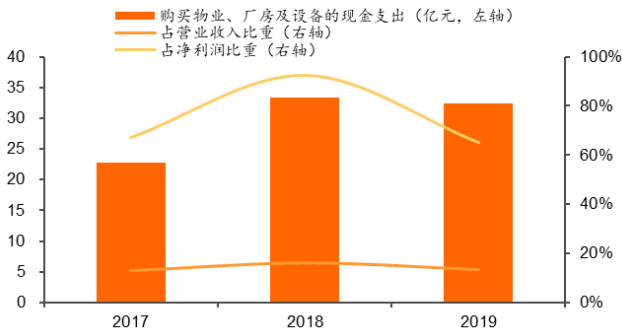
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：农夫山泉现金分红情况



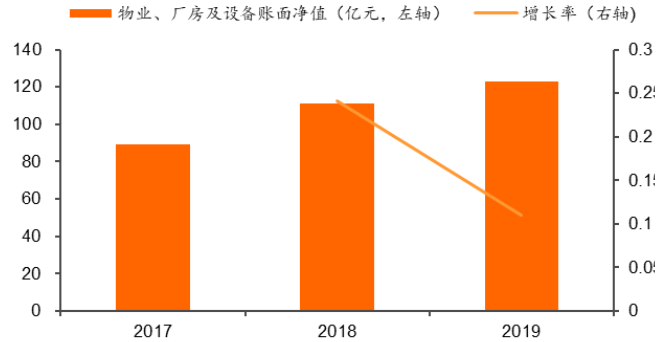
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：农夫山泉资本投入的现金支出



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：农夫山泉物业、厂房及设备账面净值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 核心竞争力：品牌+规模效应+水源壁垒共筑护城河

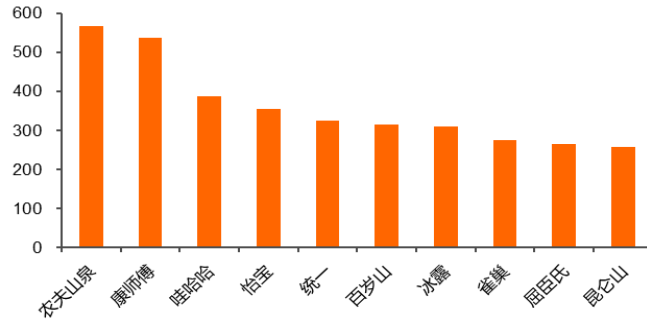
我们认为由于包装水具有较强进入壁垒，未来将是存量品牌的竞争，行业龙头农夫山泉较强的品牌力、规模效应及水源壁垒为企业护城河：1) **品牌力**：农夫山泉较强的品牌力背后需要较强的营销能力及优异的产品力进行支撑，同时较强的品牌力进一步支撑了产品结构提升步伐，从而拥有获得超额利润率的能力；2) **规模效应**：农夫山泉较强的规模效应有效降低成本：1) 稳定而庞大的销售网络（拥有合理的渠道利润分配机制，同时拥有正确的渠道运作模式）保证终端不断增长的需求，从而使得产品单位成本下降；2) 工厂布局水源地附近使得运输成本下降等；3) **水源壁垒**：在优质水源地数量少，需考察时间久，开采水源许可证稀缺的背景下，农夫山泉拥有的十大水源地成为壁垒之一。

3.1. 品牌壁垒：优异的产品力及营销力塑造品牌壁垒

品牌力为行业龙头农夫山泉核心竞争力之一。较强的品牌力背后需要由较强的营销能力及优异的产品力进行支撑，同时较强的品牌力可有效支撑产品结构升级成功率，从而获得超额利润率，农夫山泉依靠优异的产品力及营销力塑造了品牌壁垒，依靠较强的深入

人心的广告词、优秀的营销能力、出色的品牌维护能力，精准的品牌定位能力、优异的产品力，2020年的中国品牌力指数排名榜上，农夫山泉蝉联包装水品牌力第一名。

图 46：2019 年中国包装水品牌力指数



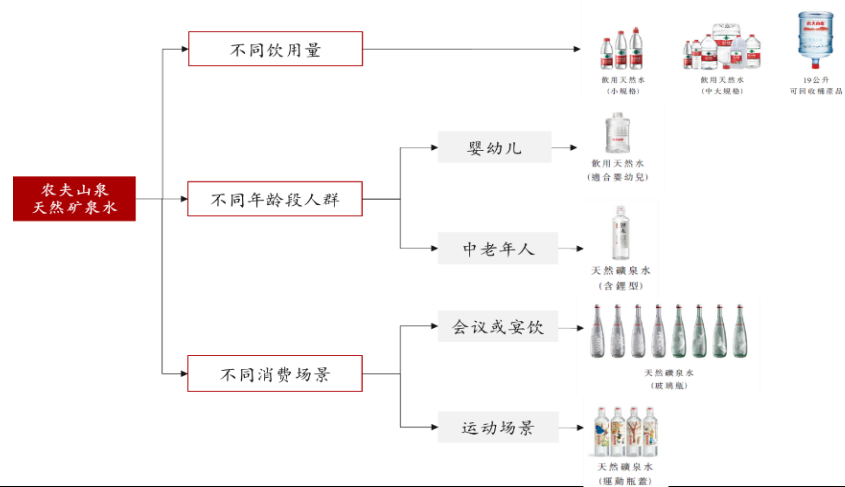
资料来源：《2019 年中国品牌力指数》，浙商证券研究所

3.1.1. 产品力：前瞻性布局蓝海领域，通过强研发打造差异化产品

由于饮用水与饮料行业是传统行业，竞争较为激烈，企业需要树立差异化品牌形象与竞争对手进行区分。农夫山泉致力于开拓蓝海，通过差异化实现市场的明确定位。对同质产品进行差异化细分，树立产品独特形象。

产品矩阵：依据不同需求丰富产品线。为满足消费者的差异化需求，农夫山泉推出了有针对性的产品。以包装水为例，针对不同饮用量需求，农夫山泉推出 380ml-12L 的各规格饮用水；针对不同年龄段，推出面向婴幼儿的饮用天然水、面向中老年人补充与神经系统相关锂元素的天然矿泉水（含锂型）；针对不同消费场景，推出了定位为会议或宴饮用的高端产品天然矿泉水（玻璃瓶），以及面向运动场景所设计的可单手开瓶盖的天然矿泉水（运动瓶盖）。

图 47：农夫山泉面对不同需求推出有针对性的产品



资料来源：浙商证券研究所

产品形象：顺应消费升级趋势，主打“健康”牌。农夫山泉创始人钟睺眈先生创建养生堂并取得不俗成绩，2020年4月钟睺眈持股75%的养生堂旗下子公司万泰生物在上交所上市，多年在养生堂的工作使得健康概念深入农夫山泉的品牌意识中。在包装饮用水板块，由于饮用水无色无味，客户的转移成本较低。农夫山泉将生理学、医学、营养学概念引入饮用水范畴，利用“营养物质、天然活性”等概念，树立了品牌独有的健康、自然形象。随着居民健康意识的觉醒，消费者更青睐于来自于优质水源地的天然水，在一定程度上降低了替代品的威胁。饮料板块方面，农夫山泉于2011年和2016年率先推出了“无糖、0卡路里茶饮料”和“0添加果汁”，符合时下流行的概念。

3.1.2. 营销力：精准定位核心人群，通过故事赋能品牌

农夫山泉拥有较强的营销能力，精准定位核心人群。农夫山泉市场部对年轻化的潮流进行把握，并能够紧抓消费者心理，对未来流行趋势进行精准预判，并通过产品换新包装、合作推广、明星代言、冠名植入等多种方式参与潮流。2017年，农夫山泉牵手故宫文化服务中心，推出了9款限量款故宫瓶，以清代帝王人物形象配上“朕打下的一瓶江山”等文案，主动出击年轻文化。2015年，农夫山泉首发可跳过的视频广告，广告页面上显示“农夫山泉提示您，此广告可无条件免费关闭”，抓住观众痛点，得到一致好评。2016年，农夫山泉邀请人气组合Bigbang代言旗下新品茶π并取得了不菲的成绩，该款产品打破2010-2019年上市首12个月零售额最高的中国饮料记录并维持至今。2017-2018年，农夫山泉眼光独到的冠名了当年爆款节目《中国有嘻哈》和《偶像练习生》节目，并开创买旗下功能饮料为选手投票的规则，带动销量提升。

农夫山泉通过深入人心的广告语，在消费者心中留下品牌烙印。农夫山泉抓住家用电视机普及的风口，在全国性和地方性电视台大力投放广告，该广告语至今仍全国流行。根据1999年关于北京市民的一项调查，60.7%的人根据广告宣传决定自己的饮用水品牌。1997年，农夫山泉通过大范围、高密度的广告语“农夫山泉有点甜”进行广泛轰炸，使“有点甜”的印象家喻户晓；1999年，为配合转向全面生产天然水的战略，农夫山泉提出“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”广告语。

表 11：农夫山泉广告语

品牌	主要广告语
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
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	满足每日所需维生素C
农夫果园	喝前摇一摇

资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

图 48：农夫山泉经典广告



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 12：1998-1999 年饮用水品牌电视投放费用

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
品牌	娃哈哈	乐百氏	农夫山泉	纯中纯	获特满	屈臣氏	天与地	小黑子	来利	雀巢
1998年电视投放费用（百万元）	96.6	46.5	56.1	13.5	12.3	8.6	6.8	6.2	6.0	5.4
品牌	农夫山泉	娃哈哈	乐百氏	天与地	屈臣氏	纯中纯	康师傅	景田	稀世宝	怡宝
1999年电视投放费用（百万元）	163.0	150.0	97.2	13.2	9.1	9.0	8.7	7.2	7.0	6.5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

农夫山泉拥有较好的讲故事能力来赋能品牌。农夫山泉跳出了行业内仅靠代言、赞助、广告轰炸等进行营销的传统模式，致力于讲好品牌故事，从故事中传递品牌的精神与价值主张，升华品牌内涵。推出了系列微电影，展现员工、合作伙伴的日常工作，以小见大的反映坚守、责任与信仰，以及在平凡中成就不平凡的价值追求。这些故事更加贴近消费者的日常生活，能够引起共鸣，收获了广泛的美誉度与认可度。

农夫山泉拥有较强的舆论公关能力以保护品牌。2009-2013年，农夫山泉共经历三次品牌危机事件，面临品牌道德、产品质量、行业口碑的三重考验。纵观三次公关处理，农夫山泉均高调且态度强硬的公开回应质疑、自证清白，将事件定性为精心策划、蓄意加害的阴谋，通过激烈的反击措辞成为热点话题，并凭借严谨的证据与过硬的产品品质在口碑方面打赢翻身仗，成功打消消费者的疑虑、重新赢得消费者的信赖。

表 13：农夫山泉面对舆论临危不乱

事件	起因	经过及结果
“假捐门”事件	2009年8月，《公益时报》、《华夏时报》发文指责农夫山泉“一分钱公益活动”为假捐。	农夫山泉回应称该事件是经过周密策划、刻意捏造和歪曲事实、旨在诋毁农夫山泉名誉的蓄意事件，并将 报社告上法庭 。
“砒霜门”事件	2009年11月，海口市工商局向消费者发布农夫山泉生产的30%混合果蔬和水溶C100两款饮料总砷含量超标的消息，并被多家媒体转载报道。	农夫山泉 召开新闻发布会并作出严正声明 ，称国家质检总局再次检测结果显示农夫山泉所有产品均符合标准，并认为事件有人“幕后操纵”。次年1月，海南海南出入境检验检疫局发函表明由于检测技术问题初检结果有误，并向企业致歉。 农夫山泉对此进行回应，提出五大质疑，并不接受道歉，认为检测失误是一个精心策划的局，存在有意加害之嫌。
“标准门”事件	2013年4月，《京华时报》的67个版面、78个报道连续对农夫山泉进行批评，直指农夫山泉标准不如自来水，部分地区未采用国家标准。	农夫山泉 公开检测结果 ，称在国家标准正在修订中的情况下公司执行了要求更高的地方标准。在声明中，农夫山泉言辞激烈，使用“你跑不掉，也别想跑！”、“有碍新闻道德良知”等措辞，称该事件系受竞争对手的利益驱使，并向法院对该媒体进行起诉并索赔名誉权损失6000万元。受事件波及，怡宝发布声明称未以任何方式对农夫山泉声明中所提到的做法予以任何方式的参与。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 规模效应壁垒：强渠道力推升销售规模，工厂近水源降低生产成本

3.2.1. 强渠道推力+高周转率+高毛利，推动产业发展正循环

高毛利产品配合搭售，渠道推力足。由于水的边际成本低，与冰露、康师傅等1元水相比，零售价2元的农夫山泉终端毛利更高，更受终端青睐。据调研，农夫山泉550ml出厂价格0.8元，经销商有六成利润空间，全部产品的利润空间在55%左右。此外，农夫山泉积极布局饮料行业、实行多品牌战略，在不同市场对产品进行不同组合的搭售。由于康师傅、娃哈哈和统一旗下饮料产品价格偏低，而百岁山、怡宝旗下饮料产品较为单一，农夫山泉的利润空间更足，终端的分销效率更高。

表 14：农夫山泉与竞品利润空间情况

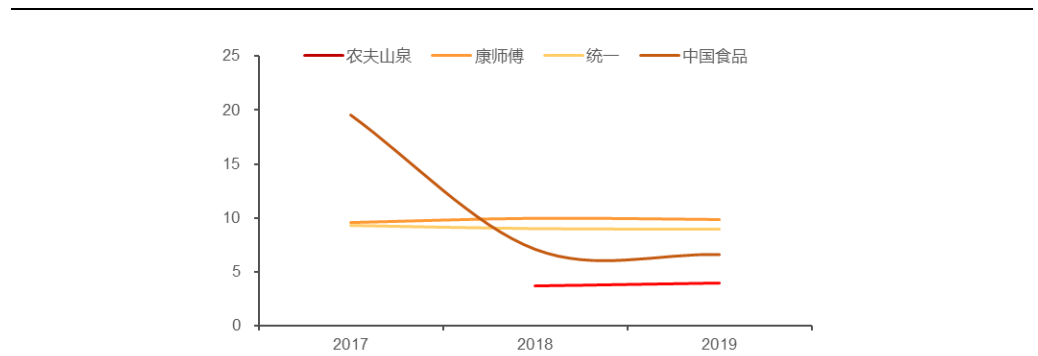
品牌	规格	出厂价 (元/瓶)	终端零售价 (元/瓶)	经销商利润空间 (元/瓶)
农夫山泉	550ml	0.8元	2元	1.2元
百岁山	570ml	1.1元	3元	1.9元
怡宝	555ml	0.8元	2元	1.2元
娃哈哈	596ml	0.5元	1.5元	1.1元
冰露	550ml	0.4元	1元	0.6元
康师傅	550ml	0.6元	1.5元	0.9元

资料来源：Wind，浙商证券研究所

先款后货，资金周转率高。目前农夫山泉对经销商采用先款后货的方式，并由经销商直接管控费用，有利于在产销平衡的基础上提升效率，同时充裕现金流。由于农夫山泉产品高利润空间带动经销商销售热情提升，产品周转率更高。2019年，农夫山泉应收账款周转天数3.96天，低于竞争对手康师傅、统一与中国食品。

高毛利叠加高周转率，加速产业正循环。量增的情况下规模效应显现，边际成本更低，拉动产品总成本降低，渠道利润进一步增厚，形成高效的产业正循环。

图 49：农夫山泉应收账款周转天数更低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.2. 工厂近水源地有效控制运输成本，凭借丰富水源地实现全市场覆盖

距水源地较近的工厂有效降低成本，农夫山泉凭借而丰富水源地资源实现全国市场覆盖。饮用水行业存在“500公里半径”的说法，即运输半径超过500公里则运输成本会影响利润。农夫山泉10大水源地分布在陕西、四川、湖北、吉林等人口稠密地区，降低了产品运输半径从而降低了物流运输成本，并建立了农夫山泉的规模优势。反观恒大及怡宝：恒大方面，2013年恒大收购农夫山泉长白山水源地附近水厂，并以恒大冰泉产品正式加入包装饮用水市场，主要面向高端市场。但恒大冰泉主打“一处水源供全球”，仅有长白山一处水源，运输半径过长且难以迅速供应，导致渠道管理方面存在问题。怡宝采用OEM+自有工厂模式，9家自有工厂集中在华东地区，借助32家OEM代工厂填充了除西部地区以外的市场空白区域并降低了运输半径，但怡宝采用OEM模式也压低了毛利率水平。

图 50：农夫山泉水源地情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 15：不同品牌饮用水工厂分布情况

生产模式	工厂情况	分布地区
自有工厂	全国范围内共有十大水源地，水源地周边共有12个生产基地	全国
OEM+自有工厂	安徽、湖南、广西、广东、四川、贵州共9家自有工厂，除西部地区外全国共有32家OEM工厂	集中在华南地区
自有工厂	浙江、广东和江西共4个生产基地	集中在东南地区
自有工厂	全国共65个饮品生产基地	全国
自有工厂	1个生产基地	西部

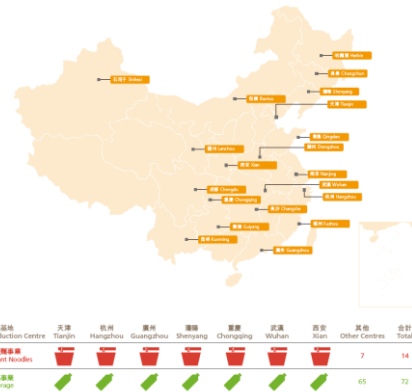
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 51：怡宝产地分布情况



资料来源：华润怡宝社会责任报告，浙商证券研究所

图 52：康师傅产地分布情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

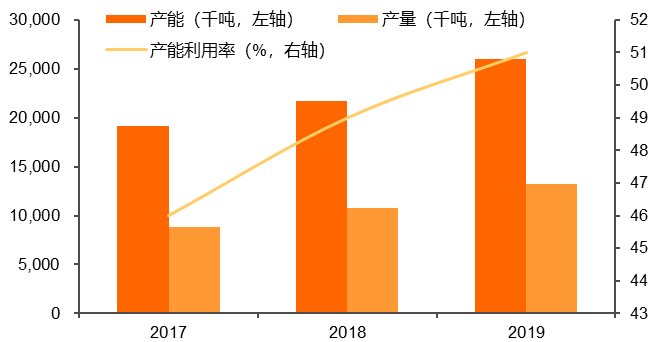
3.3. 水源壁垒：前瞻性布局全国十大水源地，形成长期进入壁垒

优质水源具备稀缺性，农夫山泉坚持水源地建厂、水源地罐装以确保天然品质。目前共有 12 个生产基地，137 条包装饮用水及饮料生产线、7 条鲜果榨汁线以及 3 条鲜果生产线。

农夫山泉提前进行水源地布局，形成长期稳定的行业进入壁垒。1) 数量少。由于水资源污染日益严重，目前符合开采标准的优质天然水源日渐稀少。2) 考察久。水源的鉴定程序十分严格，需要聘用专业资格机构对水源地进行一年以上的监测和报告，企业的考核和立项需要更久的时间。3) 管控严。由于矿泉水具有矿产资源和水资源的双重属性，国家对矿泉水的勘察、开发、利用、保护和管理均进行严格管控，开采水资源需要领取取水许可证、采矿许可证等资格手续，且获批难度上升。在三重因素的作用下，未来水源地资源更加稀缺、获取成本更高。2014 年，长白山拍卖白浆泉的矿泉水探矿权的中标价格为 1.67 亿元，充分反映了水源地的价值性。

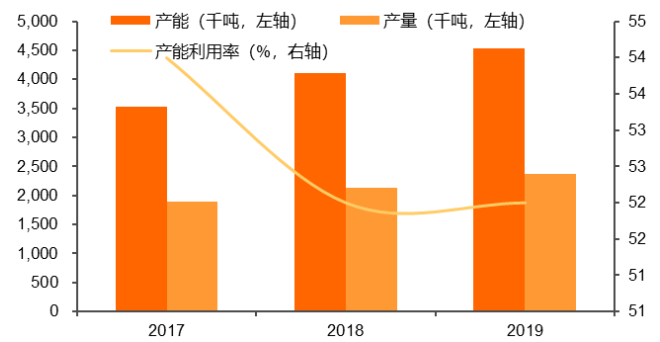
农夫山泉扩产扩建目的为增加战略储备，产能壁垒有望增强。产能越大的的生产基地产能利用率越高，而包装饮用水产量仅为 1 千吨的黑龙江大兴安岭产能利用率不足 1%。相比于怡宝 80% 以上的新增产能利用率，农夫山泉目前 50% 的产能利用率仍有较大提升空间。根据农夫山泉招股说明书计划，未来农夫山泉还将对目前产量最大的浙江千岛湖、吉林长白山以及广东万绿湖生产基地进行扩产。我们认为，结合农夫山泉稳定的现金流与未来更加严格的水源地管理，当前的扩产扩建是在为未来量增作战略储备，通过前瞻性布局加强产业壁垒。

图 53：包装饮用水产品产能及产量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 54：饮料产品产能及产量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 未来展望：拥有较强推新迭代能力的软饮料为发展引擎

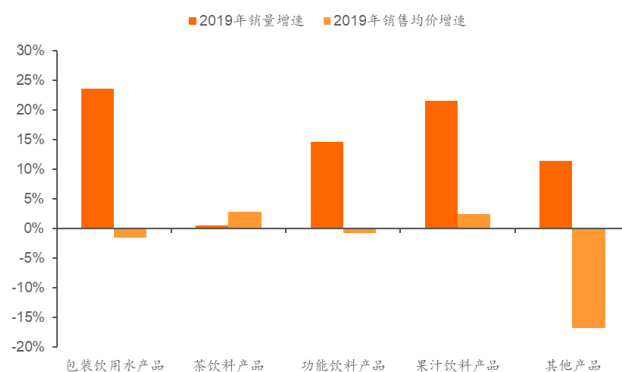
泛软饮料具有可替代性强、粘性较低等特点，对消费趋势的把握程度及对终端门店陈列掌控度为行业龙头重要竞争力，多领域综合运营的公司可以在市场可在软饮料行业中取得主导地位。行业格局来看，泛饮料行业整体为大行业小公司格局，市场空间大，集中度仍有较大提升空间。行业情况来看，由于泛饮料行业进入壁垒较低，且需不断推陈出新，对消费趋势的把握程度及对终端门店陈列掌控度为行业龙头重要竞争力。发展趋势来看，目前欧美地区主要软饮料企业均为大集团，未来具备较强管理能力及规模优势的集团将成为主要玩家，软饮料公司集团化为大势所趋。

对行业龙头农夫山泉而言，其饮用水业务为其贡献稳定收入，软饮料业务则为其未来重要发展引擎。农夫山泉顺应健康化、年轻化、高端化、需求多元化趋势，通过较强的推新能力在提前卡位优质的赛道的同时，通过优秀的产品力及营销力不断推出新品以实现品类周期的迭代延续，覆盖各细分场景的多元产品矩阵、稳定的产品迭代能力、较强的洞察力及准确定位目标人群的营销能力使得软饮料逐步成为发展引擎，平台化特征显现，在优秀管理团队的带领下，农夫山泉发展空间巨大。

4.1. 茶饮料：前瞻性布局高毛利健康化茶饮料，先发优势明显

农夫山泉拥有较强的洞察力，在茶饮料年轻化、健康化趋势下，较早的布局茶饮料赛道。随着健康意识的提升，无糖饮料成为饮料发展风口，农夫山泉在无糖茶饮料的战略布局方面领先于竞争对手，于2011年有预见性的推出主打“0糖、0脂、0卡路里”的东方树叶，目前已成为市占率第一的无糖茶饮料品牌。2016年，农夫山泉将果味融入茶饮中，推出目标定位90后消费群体的新型茶饮料茶π，并以一系列包装换新紧抓核心消费人群的审美偏好。2019年，农夫山泉的茶饮料销售额占比13.1%，为收入的主要贡献部分。

图 55：2019 年农夫山泉产品销量增速与销售均价增速



资料来源：农夫山泉招股说明书，浙商证券研究所

未来茶饮料有望通过紧抓核心消费人群提高市占率，成为发展引擎之一。虽然近年来农夫山泉茶饮料增速逐步放缓（2019年茶饮料销量增长率仅为0.53%，但茶饮料均价仍保持较快增长，仅次于包装水的毛利率使得其2019年贡献总利润的14.07%。目前茶饮市场上康师傅/统一的市占率分别为43.3%/23.5%，农夫山泉的市占率为7.9%，排名第三，仍与康师傅与统一存在一定差距。但康师傅冰红茶、茉莉花茶和统一冰红茶、绿茶等主流老牌产品线逐渐老化，未来农夫山泉有望依靠年轻化、潮流化的产品与精准营销来把握核心消费人群，从而实现市占率的不断提升。

品类增速方面：Frost&Sullivan 预计茶饮料 19-24 年 CAGR 为 3.5%，无糖茶饮料 CAGR 为 22.9%，考虑到农夫山泉紧握无糖健康趋势，预计农夫山泉 19-24 年茶饮料 CAGR 将超 10%。

4.2. 果汁饮料：顺应消费升级趋势，发力中高浓度果汁

目前中国果汁市场为发展市场，市场集中度低，农夫山泉以差异化布局低浓度、中浓度与纯果汁饮料，成为农夫山泉 2017-2019 增长最快的产品线，三年销售额 CAGR 达 25.47%。

2003 年农夫山泉推出中浓度果汁产品农夫果园混合果蔬汁，当时康师傅每日 C、汇源真鲜橙等果汁产品主要为以橙汁为主的纯果汁，而农夫果园以混合果味另辟蹊径，很快铺开市场；2008 年农夫山泉推出水溶 C100，主打高维生素 C 含量概念，符合流行的健康理念；2014 年推出了 17.5° 冷藏型果汁产品系列，将“黄金糖酸比、自然熟、高标准”的原材料水果与果汁产品相联系；2016 年推出的 NFC100%果汁产品突破了行业内鲜榨果汁的储存难题，成为行业领先常温储运的非浓缩果汁产品。

表 16：农夫山泉果汁产品情况

浓度	品牌	口味	推出时间	特色
低浓度果汁	水溶C100	柠檬	2008	每瓶水溶C100中所含的维生素C含量相当于五个半新鲜柠檬
		青橘	2008	
		西柚	2009	
中浓度果汁	农夫果园30%	胡萝卜橙	2003	混合果味、喝前摇一摇
		番茄草莓	2003	
		菠萝芒果	2003	
	农夫果园50%	葡萄	2019	营养满满
		桃子	2019	
		橙子	2014	
纯果汁	17.5°	苹果	2018	原材料黄金糖酸比、自然熟、高标准
		橙子	2016	
		苹果	2020	
	NFC	苹果香蕉	2016	常温储运、鲜果冷压榨、无菌冷灌装、0添加
		芒果混合	2017	
		番石榴混合	2020	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

果汁生产线产能利用率仍有较大提升空间。生产基地方面，为保障原材料稳定，农夫山泉在新疆建立了苹果加工和榨汁基地，并在江西建立了鲜橙加工和榨汁基地，由于鲜果成熟具有季节性因素，2019 年农夫山泉的鲜果榨汁与生产线的产能利用率不足 5%，果汁生产线产能利用率仍有较大提升空间。销量方面，果汁饮料产品尚在规模培育中，2019 年农夫山泉果汁饮料的销量为 51.2 万吨，占总销量的 3.24%；价格方面，果汁饮料的吨价相对其他产品线更高，2019 年销售均价为 4,514 元/吨；盈利能力方面，由于果汁饮料尚处于培育期，毛利率不及其他产品，2019 年包装水、功能饮料与茶饮料毛利率均高于 50%，而果汁饮料的毛利率为 34.7%，未来随着规模效应显现，果汁毛利率有望进一步提升。

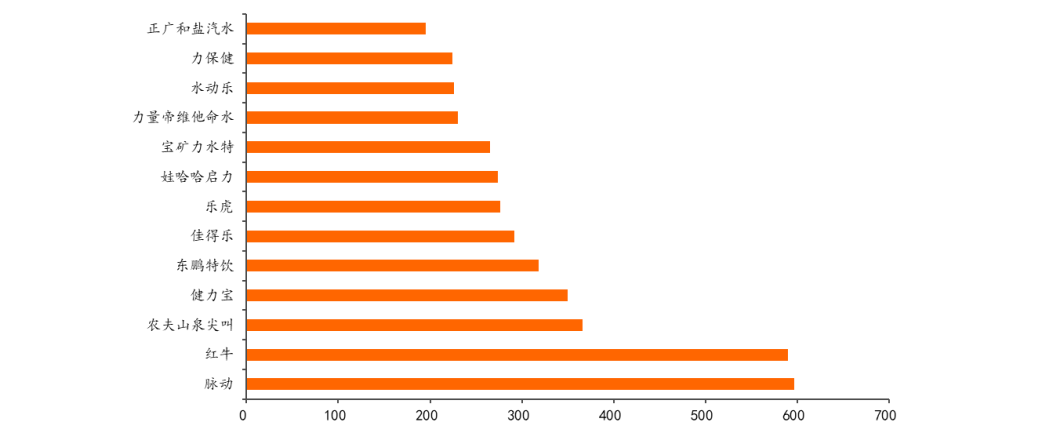
总体来看，目前农夫山泉差异化果汁饮料产品策略符合市场健康、营养、零添加的发展趋势，受季节性等因素限制，短期突破存难度，但长期提升趋势明显。未来果汁饮料的突破点在于：1) 产品结构升级：向中高浓度果汁饮料发力，以高产品品质和高技术工艺水平向上打开价格空间，低浓度果汁饮料通过推陈出新、横向升级以焕新活力；2) 渠道下沉：借助包装水产品渠道，在终端铺货等方面继续发力，在渠道布局中打开市场空间；3) 提升费效：未来依靠强研发实力降低季节性对果汁产品的影响，通过提升产能利用率、提升仓储物流效率等多手段提升费效、降低成本，提升盈利水平。

品类增速方面：Frost&Sullivan 预计果汁产品 19-24 年 CAGR 为 2.2%，其中纯果汁、中浓度果汁 CAGR 分别为 9.8%、6.6%，考虑到农夫山泉将向中高浓度果汁持续发力，**预计农夫山泉 19-24 年果汁业务 CAGR 将超 6%。**

4.3. 功能饮料：处于快速成长通道，高毛利品类迭新能力强

农夫山泉自 2004 年起推出了品牌力较强的尖叫及维他命水来满足不同需求，2019 年功能饮料占农夫山泉总销售收入的 13.45%，并以 50.9% 的高毛利率对农夫山泉总毛利贡献了 14.44%。目前功能饮料处于快速成长期，农夫山泉有望借势行业增长实现量价齐升，以高盈利水平增厚毛利。

图 56：2020 年中国功能饮料品牌力指数



资料来源：Chnbrand，浙商证券研究所

品类增速方面：Frost&Sullivan 预计功能饮料 19-24 年 CAGR 为 9.4%，其中运动饮料及能量饮料 CAGR 分别为 9.4%、9.7%，考虑到农夫山泉拥有较强的品类推新迭代能力，预计农夫山泉 19-24 年功能饮料 CAGR 将超 10%。

4.4. 其他饮料：差异化新品有望成为未来业绩突破口

农夫山泉以超前市场思维对其他领域进行前瞻性布局，2019 年农夫山泉推出植物酸奶、碳酸咖啡与苏打水产品。2019 年农夫山泉其他产品的体量较小，对总销售额的贡献仅为 1.9%，且新产品的开发成本投入较高压盈利水平，2019 年农夫山泉其他产品毛利率仅为 18.1%。但农夫山泉推出的新品均为差异化产品，有望成为未来业绩突破口。农夫山泉推出的碳酸咖啡主打“厚重咖啡+轻盈气泡”概念，创新性的将咖啡与可乐相结合，有望以新产品理念打开新型咖啡销售市场；而新品植物酸奶区别于用牛奶发酵的传统酸奶，主打“零胆固醇、低饱和脂肪”的健康概念，有望引领酸奶发展的新趋势。此外，农夫山泉的新品苏打水迎合了目前无糖苏打水的发展趋势，优质矿泉水水源使农夫山泉苏打水产品有别于市面其他苏打水产品，未来农夫山泉有望借助苏打水细分赛道快速发展的红利实现苏打水的快速增长。

5. 风险提示

- 1、 饮料行业监管政策出现变化；
- 2、 健康类饮品需求提升不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>