

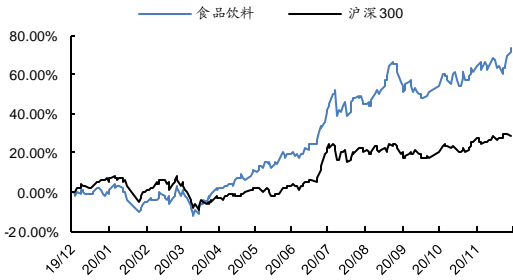
研究所

证券分析师: 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人: 赵宁宁 S0350120070040
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

包装饮用水行业成长性高，量价空间可观

——包装饮用水行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料	7.4	12.2	72.3
沪深300	2.5	6.7	28.4

相关报告

- 《食品饮料行业周报: 关注受益生猪后周期的屠宰肉制品板块》——2020-12-07
- 《食品饮料淘数据 10 月份点评: 多品类量价齐升, 行业龙头受益显著》——2020-11-30
- 《食品饮料行业周报: 建议关注屠宰肉制品板块》——2020-11-30
- 《食品饮料行业周报: 重点推荐屠宰肉制品板块》——2020-11-22
- 《宠物食品行业深度报告: 市场保持高速增长, 国产品牌蓄势待发》——2020-11-16

投资要点:

- **全球软饮料市场中碳酸与功能性饮料占比较高，功能性饮料增速领先。**受健康因素和需求多元化的影响，全球细分饮品的增长出现分化，根据 Foodaily 每日食品网，2012-2017 年全球碳酸饮料、果汁销量的复合增速为 -0.1%、-1.29%；茶饮、咖啡等含咖啡因饮料、瓶装泉水的销量分别保持着 2.5%、4.31%和 6.12%的复合增长率。而以能量饮料为代表的功能性饮料，因具有一定的调节机体功能的作用，呈现了高消费需求，2012-2017 年销量复合增长率为 8.28%。
- **中国软饮料市场瓶装水占比最高，且维持着双位数增速。**根据欧睿数据，2019 年我国软饮行业规模已到达 5785 亿元，瓶装泉水市场占比为 34.55%。根据农夫山泉招股说明书，2019 年中国包装饮用水零售额规模为人民币 2017 亿元，从增速上看，2014-2019 年中国包装饮用水整体复合年增长率为 11%，其中天然水增速最高，复合年增长率达到 24.80%；天然矿泉水、饮用纯净水、其他饮用水的复合年增长率分别为 18.40%、13.20%、-4.90%。
- **包装饮用水需求场景广泛，且具有一定程度的社交价值，具有较大的量价空间。**包装饮用水使用场景较多，从日常便捷喝水到高端会议场合都需要包装饮用水，无论是低收入还是高收入人群都形成了对瓶装水的需求。随着生活水平的提高和健康意识的增强，包装水消费场景从便捷性的“解渴”功能逐渐被扩大到做饭、煲汤、煮茶、煮咖啡……同时对于依云、昆仑山、西藏 5100 等高端水品牌，也推出了各自的矿泉水喷雾产品。包装水可以逐渐渗透进日常生活的更多环节，具有量增的空间。
- **水源地属性、使用人群细分化、使用场景的特殊化使得包装饮用水具有高附加值空间。**从饮用需求的角度来说，随着消费者对于更高品质的饮用水的需求增长，包装饮用水的结构优化将促进整体价格增长。此外，对于招待使用的饮用水具有一定的社交价值，且在电商平台的购买页面，高端饮用水出现送礼等宣传用途，高端水的溢价空间较高。而水源地是包装饮用水溢价的主要因素，能够开发和工业化的矿泉水资源相对稀缺，饮用水品牌也在通过对水源地资源的获取及宣传提高自身的品质和高端定位，使得部分矿泉水的价格可以远高于普通包装饮用水。

- **行业评级及投资策略** 包装饮用水行业盈利能力较强，且具有潜在的较大的量价空间，看好包装饮用水行业的长期成长性和盈利性，给予推荐评级。农夫山泉包装饮用水在我国包装饮用水行业零售额市占率第一，且具有水源产能优势，品牌营销上多条经典的广告语深入人心，奠定广泛的消费者基础，重点推荐农夫山泉。
- **风险提示：** 食品安全问题；饮用水管理政策风险；环境污染问题；经济发展不及预期；重点关注公司业绩不达预期

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
9633.HK	农夫山泉	43.3	0.46	0.46	0.57	81.63	79.26	64.51	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：农夫山泉盈利预测取自万得一致预期）

注：本文货币单位为人民币

内容目录

1、 我国软饮料市场中包装饮用水占比最大，增速较高	5
1.1、 全球软饮料细分增长分化，健康个性化引领增长	5
1.2、 我国软饮料市场瓶装水占比最高，市场复合增速远高于全球平均水平	6
1.3、 包装饮用水标准出台规范行业行业可持续发展，矿泉水水源具有一定程度的稀缺性	8
2、 包装饮用水具有增量和溢价空间，兼具成长性和盈利性	12
2.1、 产品细分化、使用场景多元化促进包装饮水量增	12
2.2、 消费升级和一定程度的社交属性赋予包装饮用水价增空间	13
3、 行业评级及投资策略	15
4、 重点推荐个股	17
4.1、 农夫山泉	17
5、 风险提示	22

图表目录

图 1: 2019 年全球软饮料各品类零售额市场占比	5
图 2: 2012-2017 年全球软饮料细分品类销量复合增速	5
图 3: 未来全球软饮料消费的三大趋势	5
图 4: 2019 年各品类在中国软饮料细分市场占比 (单位: %)	6
图 5: 2005-2019 年全球以及中国软饮料市场复合增长速 (CAGR) 对比分析 (单位: %)	6
图 6: 中国包装饮用水零售额 (十亿元)	7
图 7: 2014 年至 2024 年中国包装饮用水零售额复合年增长率	7
图 8: 中国包装饮用水结构占比 (2014-2024E)	7
图 9: 2019 年中国包装饮用水市场前五名参与者的零售额 (亿元)	8
图 10: 2019 年中国包装饮用水市场集中度	8
图 11: 农夫山泉水源地分布情况	10
图 12: 包装饮用水的分类	11
图 13: PET 价格	12
图 14: 农夫山泉母婴矿泉水	15
图 15: 农夫山泉营业收入及同比 (2017-2019)	17
图 16: 农夫山泉归母净利润及同比 (2017-2019)	17
图 17: 农夫山泉各业务板块营收占比	17
图 18: 农夫山泉毛利率和净利率	18
图 19: 农夫山泉期间费用率 (销售费用率、管理费用率)	18
图 20: 农夫山泉包装饮用水	20
表 1: 2014 年-2024 年中国软饮料市场销售渠道分析	8
表 2: 农夫山泉 10 大水源地	9
表 3: 中国部分高端瓶装水价格及图片	14
表 4: 农夫山泉产品类别的市场份额 (单位: %) 和收益 (单位: 百万元)	19
表 5: 农夫山泉及其广告语	20
表 6: 公司产能和产量	21

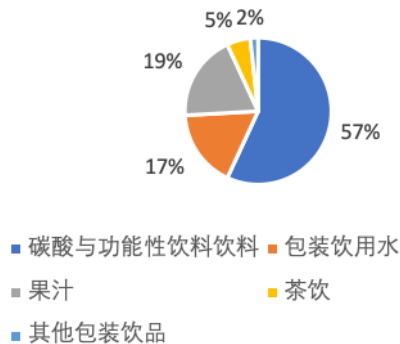
1、我国软饮料市场中包装饮用水占比最大，增速较高

1.1、全球软饮料细分增长分化，健康个性化引领增长

全球软饮料市场中碳酸与功能性饮料占比较高。目前全球软饮料市场以碳酸和功能性饮料、果汁、包装水（包括瓶装泉水、过滤水、自来水和许多含有添加甜味剂、维生素或矿物质的调味水）为主，2019年分别占据了56.9%，19%、17.2%的市场销量。

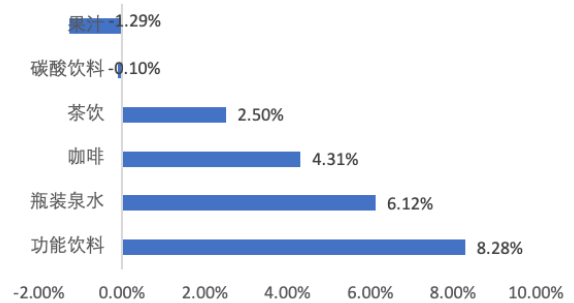
受健康因素的影响细分饮品的增长出现分化。随着消费者对健康饮食的关注以及多样化的消费需求，导致不同的细分饮品差异化发展。根据 Foodaily 每日食品网，2012-2017年全球碳酸饮料、果汁销量的复合增速为-0.1%，-1.29%。茶饮、咖啡等含咖啡因饮料、瓶装泉水的销量分别保持着2.5%、4.31%和6.12%的复合增长率。而以能量饮料为代表的功能性饮料，因具有一定的调节机体功能的作用，呈现了高消费需求，2012-2017年销量复合增长率为8.28%。

图 1：2019 年全球软饮料各品类零售额市场占比



资料来源：IBISWorld，国海证券研究所

图 2：2012-2017 年全球软饮料细分品类销量复合增速



资料来源：Foodaily 每日食品网，国海证券研究所

根据 Foodaily 每日食品网，对于多数消费者来说，出于对健康的关注，对功能性饮料、提升健康的饮品会更加依赖。针对成人饮品，GlobalData 把成人饮品分成两个部分，一个是传统混合饮，用来跟酒精混合的软饮，比如奎宁水、苏打水等等。另一个是其他成人软饮，有四个典型特征：高端定位、更加丰富的口味、具有天然和健康成分，最后是强调产品来源或产地。而对于儿童饮品来说，高质量、药物替代、安全可靠的儿童饮品成为新的发展机会。

图 3：未来全球软饮料消费的三大趋势



资料来源：Foodaily每日食品网，国海证券研究所

1.2、我国软饮料市场瓶装水占比最高，市场复合增速远高于全球平均水平

中国软饮料市场瓶装水占比最高。在消费升级和健康意识的社会环境下，中国软饮行业销售额在 2005-2009、2009-2014 和 2014-2019 年三个阶段的复合增速分别为 14.1%、12.4%和 4.5%，高于全球平均水平 5.7%、3.7%和 0.7%的复合增速。根据欧睿数据，2019 年我国软饮行业规模已到达 5785 亿元。瓶装泉水市场占比为 34.55%，碳酸饮料，果汁，茶饮，能量饮料等分别占比 14.95%，15.59%，21.12%，7.92%。

图 4：2019 年各品类在中国软饮料细分市场占比(单位：%)

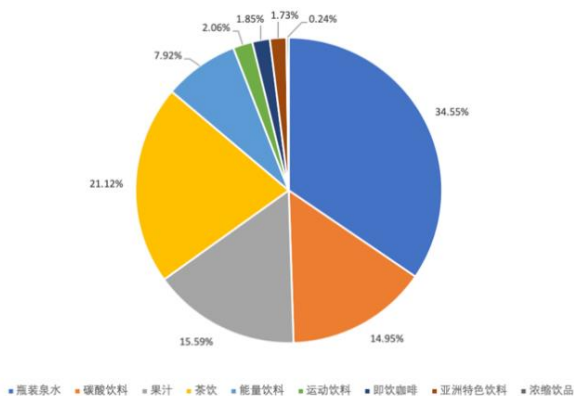
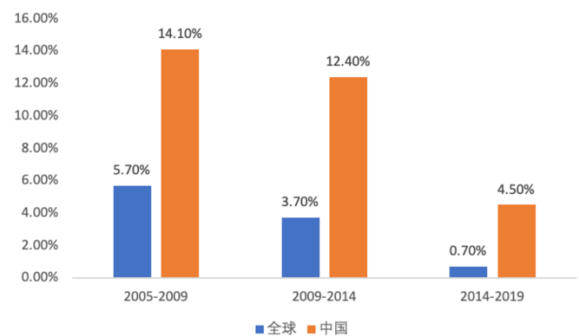


图 5：2005-2019 年全球以及中国软饮料市场复合增长速 (CAGR) 对比分析 (单位：%)



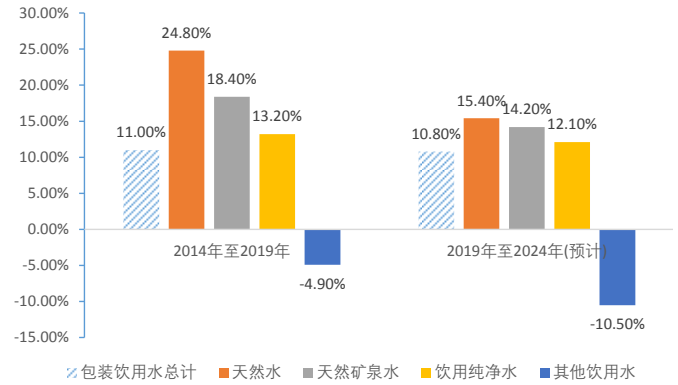
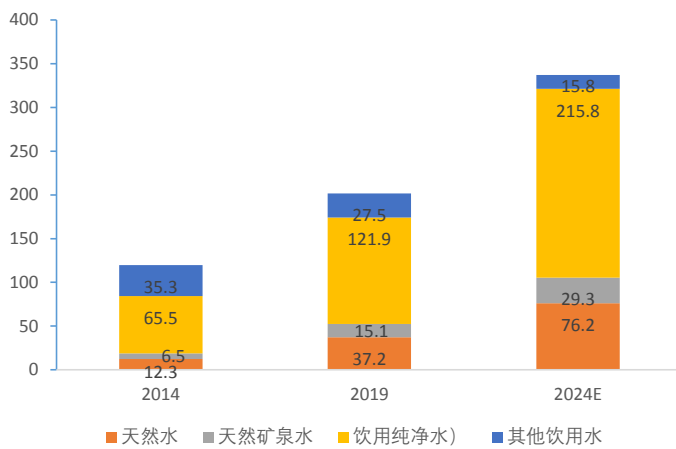
资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，国海证券研究所

资料来源：欧睿，前瞻产业研究院，国海证券研究所

中国包装饮用水增速高，且升级空间较大。根据农夫山泉招股说明书，2019年中国包装饮用水零售额规模为人民币2017亿元，其中饮用纯净水零售额规模为1219亿元，占比60.44%；天然水、天然矿泉水和其他饮用水零售额规模分别为372亿元，151亿元，275亿元，分别占比18.44%，7.49%，13.63%。而随着消费升级，2014-2019年，我国包装饮用水市场中天然水和天然矿泉水的增速高于纯净水和其他饮用水。从增速上看，2014-2019年中国包装饮用水整体复合年增长率为11%，其中天然水增速最高，复合年增长率达到24.80%；天然矿泉水、饮用纯净水、其他饮用水的复合年增长率分别为18.40%、13.20%、-4.90%。

图 6：中国包装饮用水零售额（十亿元）

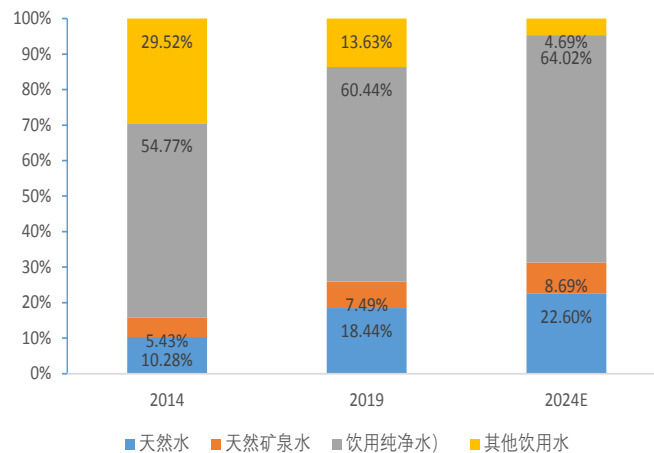
图 7：2014 年至 2024 年中国包装饮用水零售额复合年增长率



资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

图 8：中国包装饮用水结构占比（2014-2024E）

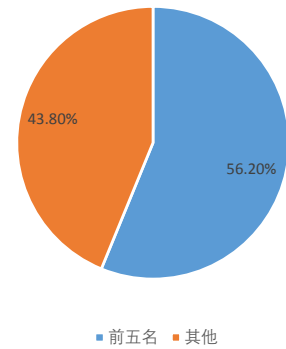
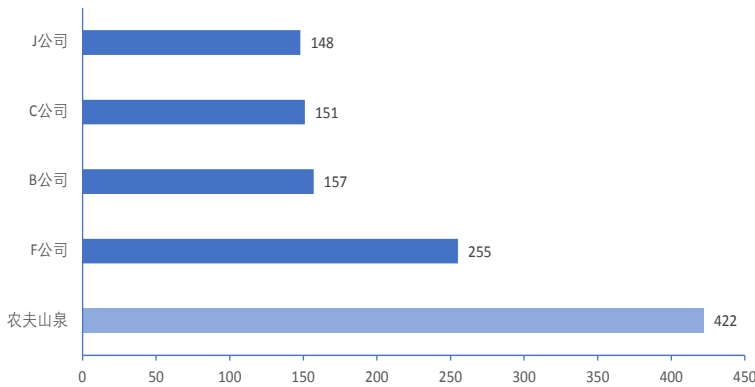


资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

中国包装饮用水市场相对集中。根据农夫山泉招股说明书，按2019年包装饮用水零售额计算，前五名参与者合计共占56.2%的市场份额。其中，排名第一的农夫山泉领先优势较为明显，其2019年零售额包装饮用水零售额为422亿元，领先排名第二参与者达1.5倍多。

图 9：2019 年中国包装饮用水市场前五名参与者的零售额（亿元）

图 10：2019 年中国包装饮用水市场市场集中度



资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

表 1：2014 年-2024 年中国软饮料市场销售渠道分析

销售渠道	2014 年	2019 年	2024 年 (预计)	2013 年至 2019 年	2019 年至 2024 年 (预计)
	(人民币十亿元)	(人民币十亿元)	(人民币十亿元)	(%)	(%)
软饮料总计	743.3	991.3	1323	5.90%	5.90%
传统渠道	367.2	436.7	498.5	3.50%	2.70%
现代渠道	151.5	221.4	325.9	7.90%	8.00%
餐饮渠道	101.7	141.9	197.6	6.90%	6.80%
电商渠道	33.2	60.9	109.7	12.90%	12.50%
其他渠道	89.7	130.5	191.3	7.80%	7.90%

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

1.3、包装饮用水标准出台规范行业行业可持续发展，

矿泉水水源具有一定程度的稀缺性

《食品安全国家标准包装饮用水》(gb 19298-2014)由国家卫生计生委于 2014 年 12 月 24 日批准发布,自 2015 年 5 月 24 日起实施,该标准适用于直接饮用的包装饮用水,即:密封于符合食品安全标准和相关规定的包装容器中,可供直接饮用的水,不适用于饮用天然矿泉水。(gb 19298-2014)对包装饮用水的名称、水源卫生标准等方面进行了规定,其中包装饮用水的产品名称不得标注“活化水”、“小分子团水”、“功能水”、“能量水”以及其他不科学的内容,使得包装饮用水产品在名称上进行了规范,避免了行业的鱼龙混杂,利于行业的良性发展,也有利于保障消费者权益。

关于饮用天然矿泉水的监管,《食品安全国家标准饮用天然矿泉水》(GB 8537-2018)规定饮用天然矿泉水的水源为:从地下深处自然涌出或经钻井采集。水源的卫生防护和水源水水质监测按照 GB19304 执行。且规定饮用天然矿泉水需要在水源点附近进行包装,不应用容器将水源水运至异地灌装,并且预包装产品标签还需要标示天然矿泉水水源点。

能否获取优质和充足的矿泉水水源是饮用天然矿泉水市场的资源壁垒,根据规定,从自然资源(如江河、湖泊和地下水)取的天然水的单位和个人需取得取水许可证并交纳水资源费。而天然矿泉水具有水资源和矿产资源的双重属性,矿泉水水源要获得国家颁发的《矿产资源采矿许可证》等法律文件,从招标采购挂牌获得矿泉水探矿权开始,必须历经三个水文年的动态观测、水质分析、专家评审、储量评估、开发利用方案、自然灾害评估、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,整个流程历时四至五年,经费在几千万元,所需要的时间成本、财务成本和机会成本都是很高的。

农夫山泉,作为行业引领者,共有 10 个水源地。主要生产基地仍为 2005 年以前获得的浙江千岛湖、吉林长白山等。此外还有广东万绿湖,湖北丹江口,贵州武陵山、陕西太白山、四川峨眉山、新疆玛纳斯、黑龙江大兴安岭、河北雾灵山。而在这些水源地当中,既有深层湖水、也有矿泉水及自然涌出泉水,深层库水、深层地下水、山泉水;其中矿泉水水源地为吉林长白山和黑龙江大兴安岭。

表 2: 农夫山泉 10 大水源地

序号	天然水源	地点	取水点	投资年份	类型	每批最大允许取水量(千立方米/年)	特征
1	浙江千岛湖	华东	千岛湖湖区	1997 年	深层湖水	21,660	水源源自万绿湖。万绿湖是华南地区第一大湖,水域面积 370 平方公里,储水量 139 亿立方米,被誉为(天下第一秀水)
2	吉林长白山	东北	莫涯泉、九龙泉、神龙泉、菩提峰、九龙二号泉	2001 年	矿泉水及自然涌出泉水	19,823	水源源自长白山。长白山森林生态系统是亚洲东部保存最为完好的典型森林生态系统。长白山区域总面积 1,964 平方公里,森林覆盖率达 88%,年降水量在 700-1,400 毫米之间。

3	湖北丹江口	华中	丹江口水库	2004年	深层库水	9,869	水源源自丹江口水库。丹江口水库是国家南水北调中线工程水源地,水域面积 745 平方公里, 储水量 290.5 亿立方米。
4	广东万绿湖	华南	万绿湖湖区	2005年	深层湖水	9,260	水源源自万绿湖。万绿湖是华南地区第一大湖, 水域面积 370 平方公里, 储水量 139 亿立方米。
5	新疆天山玛纳斯	西北	早卡子滩地下水	2006年	深层地下水	10,560	水源源自北天山中段冰川雪融水, 取自玛纳斯地下河床 170 米。玛纳斯, 年径流量达 15 亿立方米, 是新疆水资源最丰富的地区之一。
6	四川峨眉山	西南	大沟、林沟	2009年	山泉水	4,392	水源源自峨眉山。峨眉山森林覆盖率达 87%, 年平均降水量为 1,922 毫米, 是公认的优质天然水源地。
7	陕西太白山	西北	汤峪河、霸王河	2013年	山泉水	6,613	水源源自太白山。太白山是青藏高原以东第一高峰, 终年积雪, 森林覆盖率达 94.3%, 每年可蓄降水 2.47 亿立方米。
8	贵州武陵山	西南	七股水、黄腊洞、乌坡岭	2014年	山泉水	2,485	水源源自贵州武陵山。武陵山主位峰于贵州铜仁, 武陵山是中国亚热带森林系统核心区及长江流域重要的水源涵养区。
9	河北雾灵山	华北	塔西沟地下水	2017年	山泉水	1,320	水源源自雾灵山。雾灵山是燕山山脉主峰, 森林覆盖率达 93%, 涵养了大量优质水源, 是京津地区重要的水源地。
10	黑龙江大兴安岭	东北	西林吉镇地下裂隙水	2019年	矿泉水	540	水源源自大兴安岭漠河。漠河地处中国最北端, 大兴安岭山脉北麓, 森林覆盖率达 92%, 地下水资源总量 5.78 亿立方米。

资料来源: 农夫山泉招股说明书, 国海证券研究所

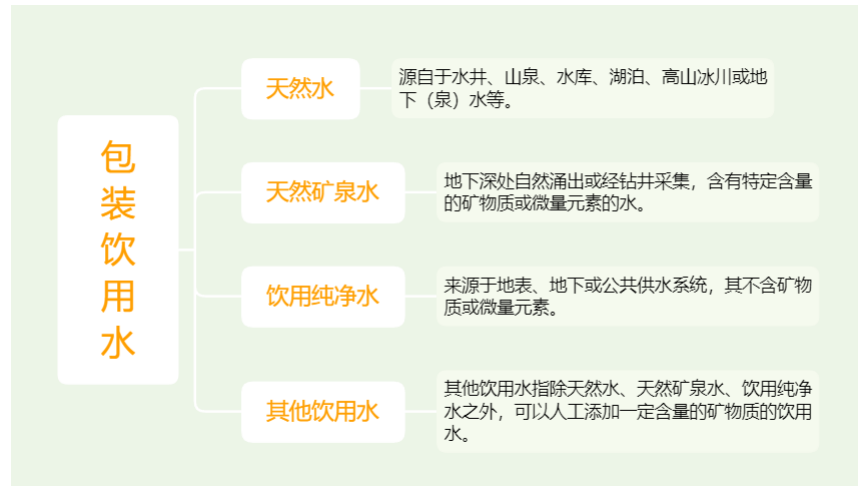
图 11: 农夫山泉水源地分布情况



资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

从水源地布局来看，各饮用水品牌几乎都有相应的矿泉水水源布局。娃哈哈集团公司 1999 年在长白山建立了年产量 10 万吨瓶装矿泉水生产线。康师傅在全国各地精选了长白山青龙泉、黄山碧山泉、乐山千佛泉三大珍稀优质水源地。百岁山在全球范围内寻找优质水源，在我国由景田（深圳）食品饮料集团生产，其水源位于罗浮山。昆仑山水源来自海拔 6000 米的昆仑山玉珠峰，是雪山矿泉水。而从目前市场上的包装饮用水类型来看，农夫山泉自 2000 年 4 月开始宣布不再生产纯净水，转而生产天然水。怡宝、娃哈哈、康师傅目前销售的包装饮用水主要为饮用纯净水，百岁山主要销售的是天然矿泉水。

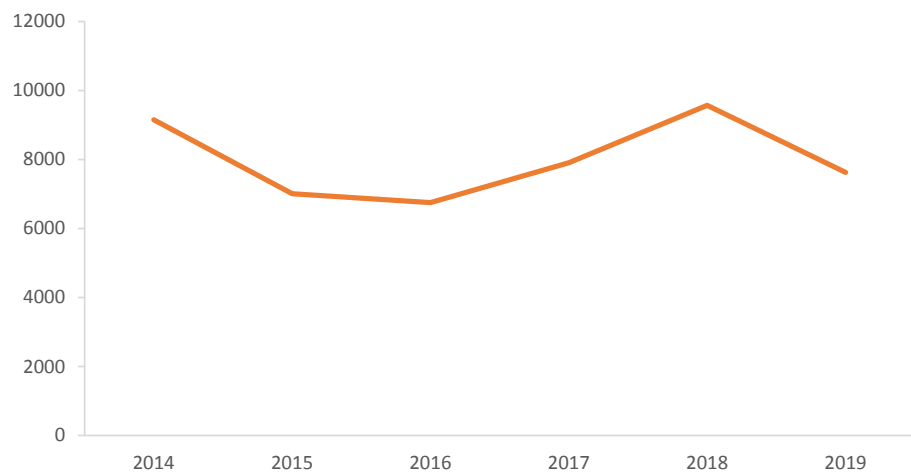
图 12：包装饮用水的分类



资料来源: 农夫山泉招股说明书, 国海证券研究所

根据农夫山泉招股说明书, 公司生产产品所用的主要原材料为 PET, 用于生产产品瓶身, 2017-2019 年 PET 的成本分别占比总成本为 29.0%、31.9%及 31.6%。而除了原材料外, 公司生产产品所需要的纸箱、标签及收缩膜等包装材料 2017-2019 分别占比总成本 31.4%、31.1%及 31.5%。

图 13: PET 价格



资料来源: 农夫山泉招股说明书, 国海证券研究所

2、包装饮用水具有增量和溢价空间, 兼具成长性和盈利性

2.1、产品细分化、使用场景多元化促进包装饮用水量

增

包装饮用水的使用场景广泛，无论是低收入还是高收入人群都形成了对瓶装水的需求，部分出于便捷性的解渴需求，而部分用于招待贵宾的饮用水也具有了一定的社交价值。因为我们每天需要摄入大量的水，所以对水的质量也比较关注，随着生活水平的提高和健康意识的增强，包装水消费场景被扩大到家庭用水，瓶装向桶装进阶，大包装水增长迅速。除了日常饮用，大包装水也逐渐被用于做饭、煲汤、煮茶、煮咖啡……包装水逐渐渗透进家庭生活的更多环节。并且在淘宝等电商平台的饮用水搜索页面上，也可以看到其关于泡茶等用途的宣传，消费者教育的渗透也将使得包装饮用水的需求增加。

同时在使用人群上，饮用水品牌也针对母婴、学生等特定人群推出适用的饮用水，深化消费者教育，增强消费者对饮用水质量的关注。2015年2月，农夫山泉在长白山抚松工厂内召开了新品发布会，以长白山莫涯泉为水源的三款天然矿泉水产品上市，分别是农夫山泉天然矿泉水（玻璃瓶装）、农夫山泉天然矿泉水（运动盖装）和农夫山泉饮用天然水（适合婴幼儿）。其他饮用水品牌也推出了针对母婴、学生等特定人群的饮用水产品。

而在包装上，出于容量的不同以及运输、环保、产品定位等方面的考虑，饮用水有瓶装、桶装、袋装、玻璃瓶四种包装类型。在容量上主要是根据消费场景进行区别，在办公室、医院、家庭等场景一般是桶装水，而如果是会议室、以及零售终端场景中则以瓶装水为主。随着包装饮用水的渗透，对于1L、1.5L大包装水的需求也呈现增长，可用于外出游玩、运动等场景。

2.2、消费升级和一定程度的社交属性赋予包装饮用水价增空间

水源地属性、人群细分化、使用场景的特殊化使得包装饮用水具有高附加值空间。水源地是溢价的主要因素，首先，能够开发的矿泉水资源相对稀缺，使得矿泉水的价格高于普通饮用纯净水和天然水。饮用水品牌也在通过水源地资源的获取及宣传，在高端场合的宣传推广等方式提高自身的高端定位。在包装方面，通过更精致华美的包装增强产品的附加价值。且在电商平台的购买页面，对于高端饮用水出现送礼等宣传用途，说明高端饮用水具有送礼需求，同时对于依云、昆仑山、西藏5100等高端水品牌，同时也推出了各自的矿泉水喷雾产品，且价格相比矿泉水高出很多倍。

对于品牌企业来说，也在通过多种类型的高端场合或者体育赛事等活动增强自身品牌影响力。譬如农夫山泉，2017年农夫山泉成为G20杭州峰会指定用水、2017“一带一路”国际合作高峰论坛官方指定用品、金砖国家领导人厦门会晤指定用水。

表 3: 中国部分高端瓶装水价格及图片

品牌及产品名称	价格	产品图片
意大利普娜天然弱碱性进口矿泉水	5.33 元/250ml	
西藏 5100	11 元/500ml	
斐济原装进口斐泉	7.44 元/330ml	
昆仑山	6 元/510ml	
依云矿泉水玻璃瓶	14.83 元/750ml	

<p>巴马百岁源</p>	<p>36 元/380ml</p>	
<p>农夫山泉玻璃瓶矿泉水</p>	<p>45 元/750ml</p>	

资料来源：淘宝网，京东，国海证券研究所

在高端水的细分下，饮用水品牌企业也关注着细分人群的需求，比如母婴和学生等群体。目前，中国婴幼儿饮用水领域的消费观念与发达国家还有差距，欧美地区 75% 以上的家庭选择婴幼儿专用水。随着中国家庭对婴幼儿产品的消费升级，未来婴幼儿饮用水或将爆发。农夫山泉婴幼儿专用矿泉水包装上写着取自长白山自涌泉，8 瓶（1L 装）约 60 元，价格高于普通的矿泉水。

图 14：农夫山泉母婴矿泉水



资料来源：淘宝网，国海证券研究所

3、行业评级及投资策略

包装饮用水行业盈利能力较强，且具有潜在的较大的量价空间，看好包装饮用水行业的长期成长性和盈利性，给予推荐评级。农夫山泉包装饮用水在我国包装饮用水行业零售额市占率第一，且具有水源产能优势，品牌营销上多条经典的广告语深入人心，奠定广泛的消费者基础，重点推荐农夫山泉。

4、重点推荐个股

4.1、农夫山泉

农夫山泉业绩稳健增长。2017-2019年，农夫山泉的营业收入从175.31亿元增长至241.05亿元，复合年增速为17.39%。归母净利润从2017年的33.80亿元增长至2019年的49.48亿元，复合年增速为20.99%。包装饮用水为农夫山泉的主要业务，2019年农夫山泉包装饮用水、功能饮料和茶饮料、果汁饮料占比营业收入分别为59.72%、15.73%、13.06%、9.62%。根据2020年中期报告，受新冠疫情的影响，农夫山泉2020上半年的营业收入为118.56亿元，同比下降了6.22%。然而包装饮用水因为其“刚需性”其销量依旧维持稳定，用于家庭消费的中大规格包装饮用水的增长速度也因此超过去年同期的26.2%。

图 15：农夫山泉营业收入及同比（2017-2019）

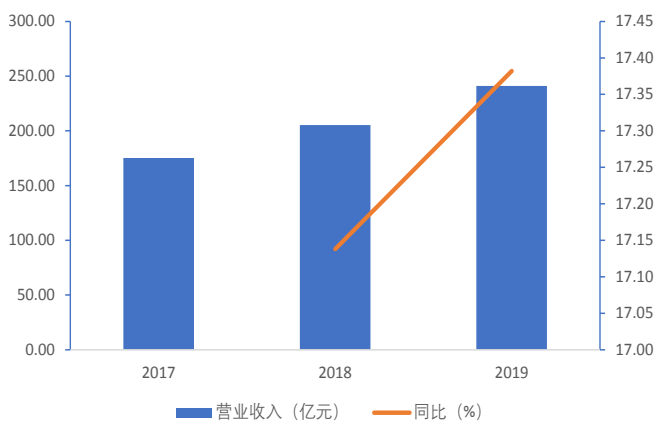
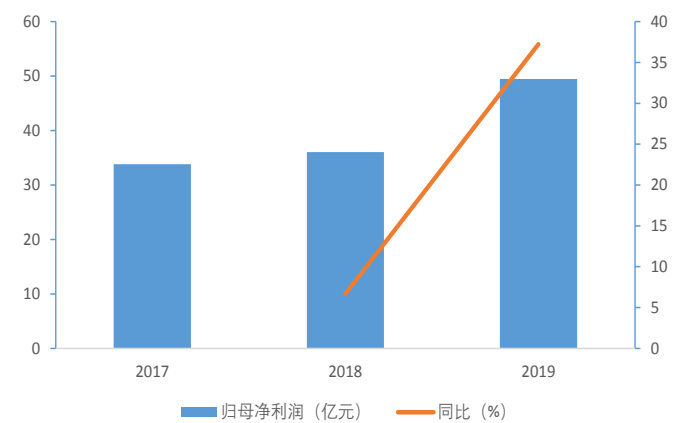


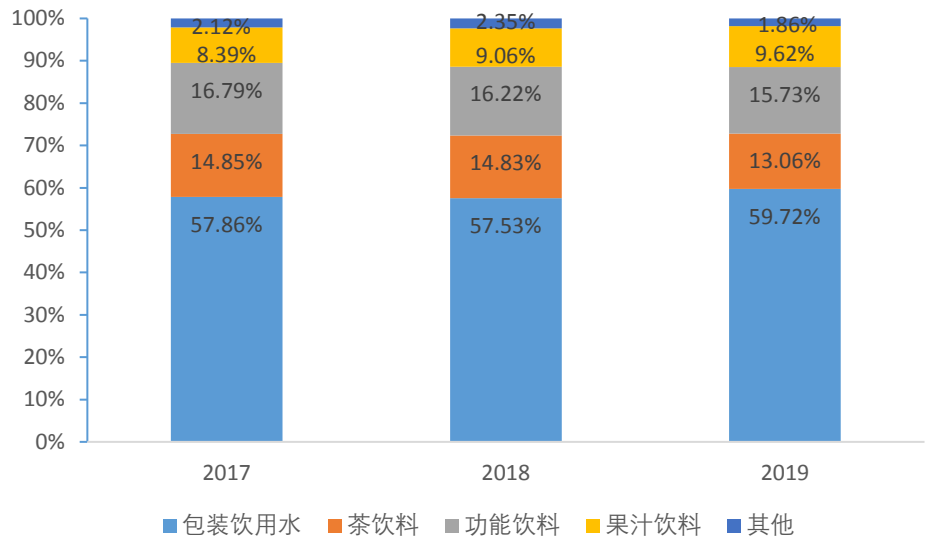
图 16：农夫山泉归母净利润及同比（2017-2019）



资料来源：wind，国海证券研究所

资料来源：wind，国海证券研究所

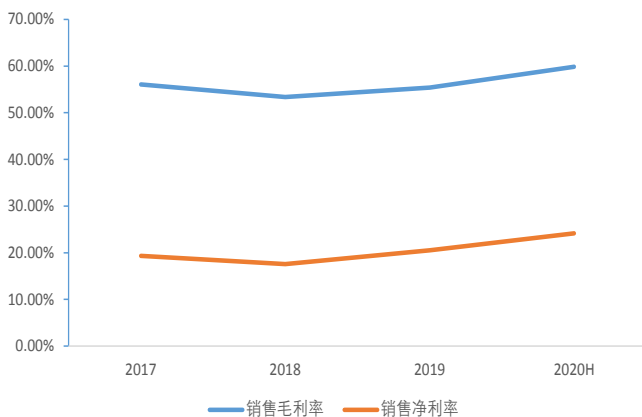
图 17：农夫山泉各业务板块营收占比



资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

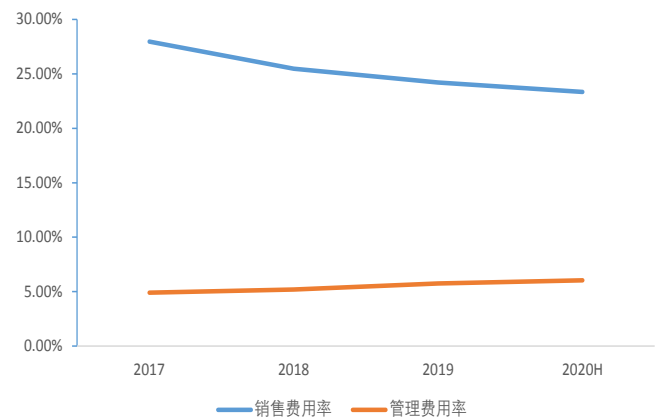
农夫山泉的毛利率维持在 60%左右，净利率位于 20%-30%。公司的十大水源分布全国，可以有效的降低仓储物流成本。与水源集中的百岁山等品牌相比，农夫山泉因为水源分布广，运输路径短，成本相对较低。农夫山泉较早进入饮用水市场，优质的品牌形象和多样的饮品选择也使得农夫山泉具有较强的消费者粘性，同时随着销售规模的增大，对于成本和费用的摊销也将越来越显著，促使公司毛利率和净利率不断提高。

图 18: 农夫山泉毛利率和净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

图 19: 农夫山泉期间费用率 (销售费用率、管理费用率)



资料来源：wind，国海证券研究所

经销为主的渠道销售，NCP 系统下单实现终端门店高效管理。经销模式是通过传统渠道，现代渠道，餐饮渠道，电商渠道以及以自动贩卖机为代表的其他渠道销售其产品建立可以覆盖全国各地的下沉销售网络。2017 年至 2019 年，农夫山泉经销商贡献了 95.0%、94.6% 及 94.2% 的营业收入。同时农夫山泉要求经销商均通过 NCP 系统下单，借助电子系统来沉淀经销商进销存与价格信息，同时使一线业务人员通过使用 NCP 系统实现终端门店高效管理，更好地维护终端地位。对于采购额度大且信用额度好的顾客，农夫山泉采取直营模式。截止 2019 年 12 月 31 号，约有 200 名集团客户、全国或地区性超市、便利连锁店、电商等成为农夫山泉直营客户。

农夫山泉包装饮用水长期占据市场份额第一，其余茶饮，功能性饮料并行发展也在其细分市场占据较大份额。根据农夫山泉招股说明书，2012-2019 年，公司连续八年保持这包装饮用水市场占有率第一的位置，以东方树叶，尖叫，农夫果园为代表的茶饮料，功能性饮料和果汁饮料也保持在前三的位置。

表 4：农夫山泉产品类别的市场份额（单位：%）和收益（单位：百万元）

产品类别	品牌标识	产品图片	产品市场份额排名	2019 年市场份额	2019 年年度收益 (人民币百万元)
包装饮用水产品			第一	20.90%	14,346
茶饮料产品			第二	7.90%	3,138
功能饮料产品			第三	7.30%	3,779
果汁饮料产品			-	-	-

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

农夫山泉的包装饮用水具有六大品类：（1）饮用天然水，农夫山泉饮用天然水选取天然的优质水源，仅对原水作必要的处理，水中含有钾、钠、钙、镁、偏硅酸等人体所需矿物元素。（2）天然矿泉水（运动盖装），选自长白山莫涯泉优质水源，口感清冽。采用单手即能打开的运动瓶盖，为饮用者提供便利。标签设计四种图案分别代表长白山春夏秋冬四季，由英国著名插画师 Brett Ryder 创作而成。（3）饮用天然水（适合婴幼儿），取自长白山天然矿泉水抚松水资源保护区莫涯泉 2 号泉，属低钠淡矿泉，符合国外法规和专业机构对婴幼儿饮用水的特别要求，用无菌生产线，保障婴幼儿的饮水安全。（4）天然矿泉水（含锂型），源自大兴安岭，帮助摄入人体所需锂微量元素。水中存在锂、锶、镁、钙、偏硅酸等多种天然矿物元素和微量元素，适合日常饮用。（5）苏打水饮料，农夫山泉苏打矿泉水饮品，水源取自长白山天然自涌泉，PH>7.5，水源含有钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种天然矿物元素。使用木糖醇与赤藓糖醇，无糖，无气，零能量。（6）

天然矿泉水（玻璃瓶装），农夫山泉天然矿泉水&充气天然矿泉水，源自长白山原始森林珍稀的低钠淡矿泉，瓶身设计模仿下落中的水滴，以4种长白山典型的动物、3种植物和1种典型的气候特征作为瓶身图案，折射出对大自然的敬意，并在国际上屡屡斩获大奖。每年会推出限量生肖瓶，以当年生肖作为瓶身图案，极具收藏价值。

图 20: 农夫山泉包装饮用水



资料来源：农夫山泉官网，国海证券研究所

大自然的搬运工，品牌内涵与品质深入人心。“农夫山泉有点甜”“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”等深入人心的广告语奠定了广大的消费者基础。根据不同地区、不同岗位员工的真实故事而拍摄的微电影“搬运工篇”系列进一步拉近了与消费者之间的距离。“大自然篇”系列微电影和获得国际包装设计大奖的玻璃瓶装设计使“天然健康”的农夫山泉，走向高端市场。

表 5: 农夫山泉及其广告语

主要品牌	品牌广告语
农夫山泉	农夫山泉有点甜；我们不生产水，我们只是大自然的搬运工；什么样的水源，孕育什么样的生命
「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」	农夫果园，喝前摇一摇

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

农夫山泉拥有世界先进的饮用水生产线，和达到 Log6 无菌标准的高速无菌灌装设备，在主要的三大水源地均具备低能耗、高效率的铁路直运能力，已经建立起涵盖原料、研发、制造、销售通路的闭环产品质量保障体系。公司产能丰富，由于近些年的产能扩张较大，目前产能利用率较低，随着产能利用率的提高，对成本的摊销增加，公司有望进一步提高盈利能力。

表 6: 公司产能和产量

生产基地	生产线类别	生产线数目(截至 2019 年 12 月 31 日)	产能(千吨)			产量(千吨)			使用率(%)		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
陕西太白山	包装饮用水产品	9	2,058	2,235	2,507	676	731	894	33	33	36
	饮料产品	1	169	169	169	65	76	55	39	45	32
贵州武陵山	包装饮用水产品	7	635	901	1,523	343	501	685	54	56	45
	饮料产品	1	126	126	126	28	32	21	22	26	17
河北雾灵山	包装饮用水产品	2	271	457	583	45	104	181	17	23	31
	饮料产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
黑龙江大兴安岭	包装饮用水产品	1	-	-	74	-	-	1	-	-	1
	饮料产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
江西	包装饮用水产品	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	饮料产品	1	-	-	159	-	-	32	-	-	20
合计	包装饮用水产品	106	19,184	21,745	26,038	8813	10733	13176	46	49	51
	饮料产品	31	3,521	4,112	4,528	1,890	2,128	2,374	54	52	52

资料来源：农夫山泉招股说明书，国海证券研究所

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-12-08 股价	EPS			PE			投资 评级
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
9633.HK	农夫山泉	43.3	0.46	0.46	0.57	81.63	79.26	64.51	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：农夫山泉盈利预测取自万得一致预期）

注：本文货币单位为人民币

5、风险提示

- 1) 食品安全问题;
- 2) 饮用水管理政策风险;
- 3) 环境污染问题;
- 4) 经济发展不及预期;
- 5) 重点关注公司业绩不达预期

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。