研究报告 Research Report

28 Feb 2024

农夫山泉 Nongfu Spring (9633 HK)

首次覆盖：品牌为王、渠道致胜，高周转成就大规模

The Dual Advantages of Brand and Channel, High Turnover Achieves Large-scale : Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK$44.75
目标价	HK$50.00
市值	HK$225.30bn / US$28.80bn
日交易额 (3 个月均值)	US$24.10mn
发行股票数目	5,035mn
自由流通股 (%)	35%
1 年股价最高最低值	HK$46.30-HK$38.50

注：现价 HK$44.75 为 2024 年 2 月 27 日收盘价



资料来源： Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	6.8%	-1.0%	4.2%
绝对值（美元）	6.7%	-1.4%	4.5%
相对 MSCI China	1.1%	4.2%	19.9%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	33239	41808	49006	56062
(+/-)	11.9%	25.8%	17.2%	14.4%
净利润	8,495	10,978	12,933	14,846
(+/-)	18.6%	29.2%	17.8%	14.8%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.76	0.98	1.15	1.32
毛利率	57.4%	59.0%	60.2%	60.1%
净资产收益率	35%	41%	43%	43%
市盈率	59	46	39	34

资料来源： 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

软饮料为壁垒低、高度竞争的行业，同时单瓶利润薄、需要高周转，比拼企业的综合能力。包装水龙头经过多次变迁，“1 元水”时代娃哈哈领跑，“1.5 元水时代”康师傅凭借深度分销与价格优势领先，“2 元水”时代怡宝凭借轻资产与渠道组合拳短暂领先后，最终农夫山泉王者归来。目前包装水已进入中低速增长阶段，行业未来增长中枢维持在 3%-4%之间，行业 β 已有所弱化，但农夫能力强于行业，持续获取市场份额，将获得较行业更快成长。软饮终端加价倍率高，但厂商单瓶利润薄，厂商形成盈利规模必须做到高周转，要求在产品/营销/渠道各方面均不掉队。

为什么农夫能够胜出？品牌为王：好产品+好营销，带来好品牌。（1）好产品：SKU 矩阵完整且优秀，实现“包装水+饮料”双轮驱动。各赛道布局具有前瞻性，如近期快速增长的东方树叶 2011 年即已推向市场，耐心培育至无糖茶赛道爆发。同时公司也布局果汁、功能饮料、咖啡等赛道，各产品的包装设计与口味也都经过极致打磨，大单品长青不衰。（2）好营销：公司拥有多个经典营销案例。农夫的包装水精准定位“天然水”概念，通过多次“水战”、“水种营销”与纯净水对比，不断教育消费者。其广告语“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”均为营销经典案例。

为什么农夫能够胜出？渠道致胜：渠道高投入、强管控、高周转、高激励。农夫的经销模式高度扁平，主要采用一级经销模式，与大客户深度绑定。且用 NCP 系统进行信息化监控，通过该系统对经销商进行分销指导以及费用核销，也对一线销售人员进行监控，从而对终端情况实时掌握，渠道掌控力极强。同时农夫给渠道预留利润较为充足，渠道推力较强。终端零售价 2 元 500ml 农夫山泉，我们推算其出厂价约为 0.54 元，终端加价率为 3-4 倍。

农夫的打法带来了什么？高周转成就大规模，规模效应持续体现。好产品、好营销与好渠道带来了快速动销，使得全链条高周转，生意产生规模效应。（1）原材料采购的规模效应：公司历来因规模化采购享有较行业更低的采购价，PET 采购单价约为全国均价的 80-90%，且锁价操作精准。同时我们判断今年公司成本也在下行通道。（2）运输费用的规模效应：运输规模增长也使得公司运费议价能力增强，甚至可以实现铁路专线运输。同时公司也在主动优化区域布局，软饮体积大、重量重、货值低，运输距离增加则经济性减弱，公司近年持续大规模布局黄山、都江堰等新水源地，补充空白省份，产地更靠近消费市场使得运输距离缩短，有利于公司运输费用率持续下降。

投资建议与盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 418.1/490.1/560.6 亿元，同比增长 25.8%/17.2%/14.4%；预计 2023-2025 年归母净利润为 109.8/129.3/148.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.15/1.32 元，同比增长 29.2%/17.8%/14.8%。公司为稀缺的超高 ROE 成长性标的，享有估值溢价。公司历史 ROE 为 35%左右，在港股消费市场属于绝对一梯队，主要得益于其较高的销售净利率、较高的资产周转率；同时公司的成长性好，2018 年至 2022 年归母净利润 CAGR 23.9%，因此历史上估值均享有一定溢价。我们给予农夫山泉 2024 年 40x PE，对应目标价为 50.0 港元，有 12%上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，食品安全风险。

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

陈子叶 Susie Chen
susie.zy.chen@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 股权集中治理稳定，激励计划绑定利益

农夫山泉为中国包装水第一大公司，实现水、饮料双轮驱动。农夫山泉历经二十余年发展，目前为中国包装水行业第一大公司。公司以包装饮用水业务为起点，陆续布局果汁饮料、功能饮料、茶饮料以及咖啡饮品等，形成“包装水+饮料”的双格局发展路径，在多品类市场份额占据领先优势。

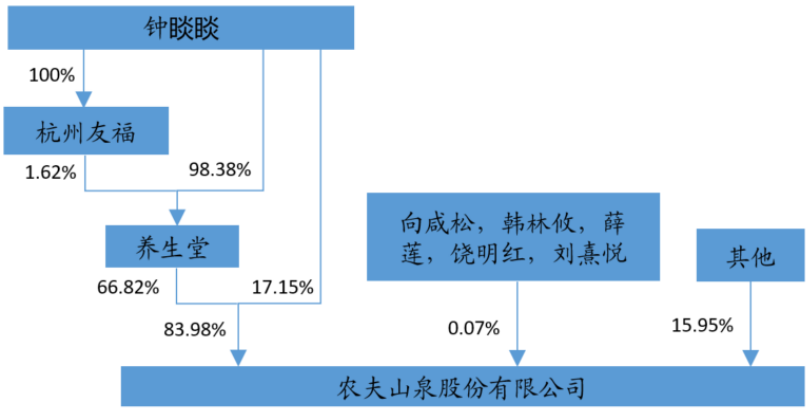
表1 公司发展历程

时间	时期	事件
1996-2002	初创期，寻求差异化定位	·**成立：**公司前身为新安江养生堂饮用水有限公司，1997 年以浙江千岛湖为水源的第一款包装饮用水面市，以“农夫山泉有点甜”的宣传，暗示水源的优质。 ·**差异化：**2000 年公司宣布不再生产纯净水，营销“天然水”水种，与以娃哈哈、乐百氏等为代表的纯水企业展开“水战”。 ·**改制：**2001 年公司改制为农夫山泉股份有限公司。
2002-2007	瓶装水单轮驱动	·**包装水仍在 1 元水时代：**渠道&性价比为王，2007 年农夫倡导消费者饮用“弱碱性水”，以此来与当时行业龙头康师傅竞争。 ·**农夫开始拓展饮料板块：**2003 年公司推出农夫果园。2004 年公司推出功能饮料“尖叫”。
2008-2015	水、饮料双轮驱动	·**包装水开始升级：**2007-2012 年为 1/1.5 元水时代，康师傅与农夫山泉借助价格战和渠道优势领跑。2013-2016 年为 2 元水时代，成本上涨，1/1.5 元让位 2 元，怡宝轻资产快速扩张顺应结构升级。 ·**农夫饮料板块已成型：**我们估计饮料营收已占比 30%+，且仍在持续完善产品矩阵。2011 年公司推出第一款茶饮料“东方树叶”。2014 年公司推出第一款咖啡产品“炭仌”和第一款植物酸奶。
2016 至今	持续发展	·**渠道变革：**2016 年渠道变革：业务人员划给经销商管理，在费用投放上也给予更大的自由度，充分调动经销商积极性；2019 年起引入二批触达一批能力以外终端；厂商和经销商深度绑定，经销商主导做市场，厂家协助，为比较扁平化的两层渠道。 ·**份额领先：**近年农夫山泉稳居包装水市场份额第一。

资料来源：公司年报，HTI

股权结构集中，内部治理稳定。截至 23H1，公司创始人、董事长及实际控制人钟睒睒先生持有股份 83.98%，其中直接持股 17.15%，通过养生堂间接持股 66.82%，主要负责整体发展战略、业务计划和重大经营决策以及直接管理品牌、销售和人力资源工作。钟睒睒先生对公司各阶段的战略方向和经营决策都有决定性作用。

表2 公司股权结构



资料来源：公司年报，HTI

表3 公司董事会及高级管理人员构成

持股人姓名	职务	年龄	加入时间	持股比例(%)
钟睒睒	总经理，提名委员会成员，董事长，提名委员会主席，薪酬委员会成员，执行董事	69	1996	83.98
吴莉敏	执行董事，财务总监	50	2022	0
向成松	执行董事，行销中心总经理	41	2009	0.0003
韩林攸	执行董事，董事会秘书，联席公司秘书	43	2019	0.0002
薛莲	非执行董事	50	2023	0.06
杨磊	审核委员会成员，薪酬委员会成员，独立非执行董事	56	2019	0
吕源	审核委员会成员，提名委员会成员，薪酬委员会成员，薪酬委员会主席，独立非执行董事	68	2019	0
Zhong Shu Zi	非执行董事	35	2014	0
Stanley Yi Chang	提名委员会成员，审核委员会主席，审核委员会成员，独立非执行董事	65	2020	0

资料来源：公司年报， HTI

推出股权激励计划，深度绑定核心团队。2021 年 12 月 13 日，公司公告拟定将向不超过 120 名人员授予股权激励，主要激励对象主要为公司重要高管、核心技术专家，以及对公司做出重大贡献的部分养生堂集团员工，授予上限不超过公司激励计划采纳日已发行股本总额的 5%，分三期授予。

2022 年 3 月公司发布第一期员工股权激励计划，按照每激励份额 13.22 港元授予 108 名激励对象 663.6 万股，占已发行股份总数 0.059%及占公司已发行 H 股 0.13%。授予日的股价为 39.8 港元，108 名自然人中包括 2 名集团的董事（向成松先生与韩林攸女士）、2 名集团的监事，1 名养生堂员工（已于 2023 年调入集团），103 名集团员工。于 2022 年 4 月，授予的激励股份中有 261 万股达成第一期归属条件而归属相应对象。于 2023 年 4 月，授予的激励股份中有 170.8 万股达成第二期归属条件。

表4 公司股权激励计划

项目	内容
授予股份数	663 万股
占公司股份比例	0.059%
占已发行 H 股比例	0.1318%
授予价格	13.22 港元
授予当日股价	39.8 港元
归属时间	2022/2023/2024
归属比例	40%/30%/30%
已达成比例	39%/26%

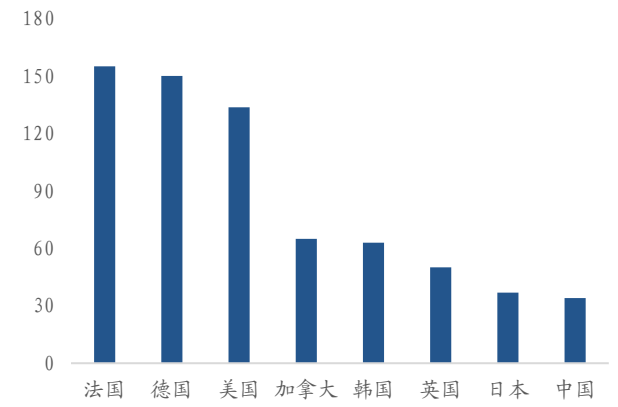
资料来源：公司年报，HTI

2. 软饮料行业：规模扩张趋于平稳，细分赛道迎来高增

中国包装水渗透率低，均价有待提升，具有长期增长潜力。从人均消费量来看，中国、日本、韩国、美国包装水人均消费量分别约为 34/37/63/134 升，我国人均消费量接近日本，但仅为韩国一半，更远低于美国。中国短期应对标韩国而非日本，日本包装水人均消费量较低有其特殊原因，主因日本自来水为软水、可直饮，因而包装水消费较低，但包装茶消费较高。随着人均收入与消费力提高，预计中国包装水渗透率有进一步提升空间。

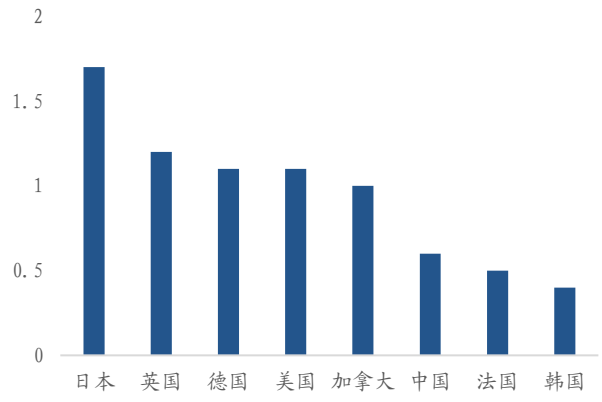
从产品形态来看，日本矿泉水资源较丰富，天然矿泉水占比超 80%，风味水、气泡水较多，人均消费价格约 1.7 美元/升，约为中国 3 倍。中国市场正经历从纯净水到天然水和天然矿泉水的过渡期，人均消费价格仅为 0.6 美元/升。中国作为发展中国家，软饮市场商业化程度低，具有潜在增长空间。从行业增速看，中国软饮市场逐步扩容增速提升，农夫山泉作为行业带头者增速高于行业均值，具有更好的成长性。

图 1 2020 年各国包装水人均消费量（升/人）



资料来源：wind，HTI

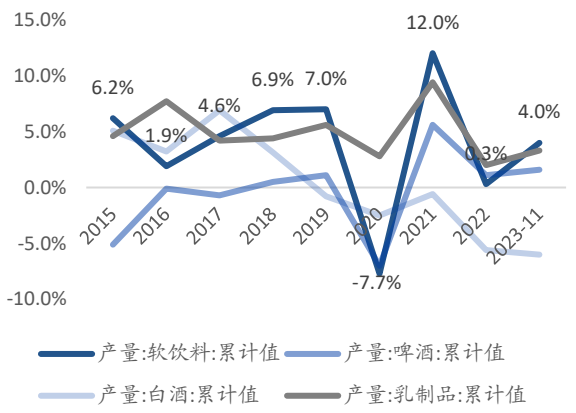
图 2 2020 年各国包装水人均消费价格（美元/升）



资料来源：wind，HTI

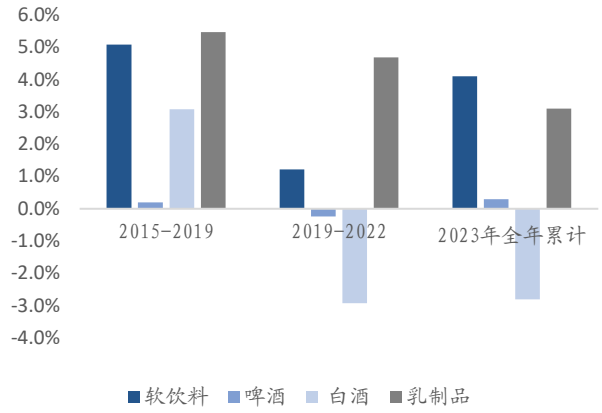
刚需属性稳健增长，持续多年保持量增。（1）2015 年至 2019 年疫情前，软饮料行业增速较高，需求增长较好。软饮料产量四年复合增速为 5.1%，表现好于同期啤酒/白酒的 0.2%/3.1%，仅次于乳制品 5.5%。**（2）2020 年至 2022 年疫情期间**，疫情冲击需求受损，但受益于刚需属性，行业产量平稳温和增长，软饮料行业产量三年 CAGR 达 1.2%（仅次于乳制品行业增速 4.7%），而同期啤酒产量复合增速微跌，白酒产量出现明显降幅。**（3）2023 年疫情后**，随着户外场景恢复、消费需求复苏，软饮料 2023 年全年产量累计增速为 4.1%，领跑食品饮料子版块，高于乳制品 3.1%的增速；而同期啤酒产量实现 0.3%的增长，白酒产量同比下降 2.8%。

图3　2015 至 2023 年食品饮料细分板块产量增速(%)



资料来源：国家统计局，HTI

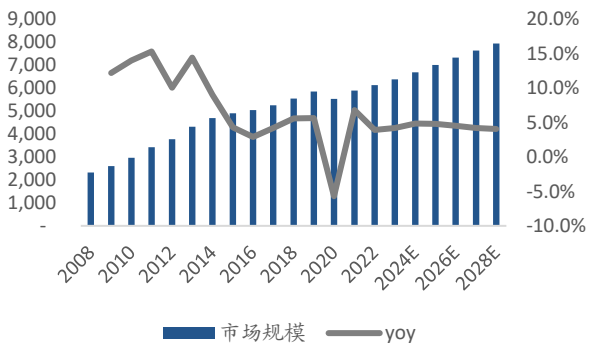
图4　分时期食品饮料细分板块产量复合增速



资料来源：国家统计局，HTI
注：复合增速为使用国家统计局年度累计增速复合计算

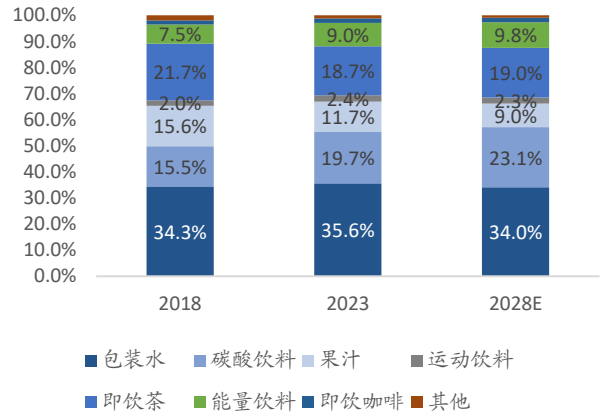
场景恢复需求回暖，未来量增向价增迁移。2023 年中国软饮料行业规模已达 6372 亿元，销量达 938 亿升。2018 年至 2023 年零售额和销售量 CAGR 为 2.9%/2.2%，量增驱动规模增长。目前疫情扰动趋于结束，场景恢复刺激需求复苏，行业有望全面回暖，预计 2023 至 2028 年，行业规模与销量将继续以 4.5%/1.8%的年均复合增速稳定增长至 7927 亿元/1025 亿升，量增驱动向价增驱动迁移。

图5　2008 年至 2028 年软饮料市场规模



资料来源：wind，HTI

图6　2018 年至 2028 年软饮料市场结构占比

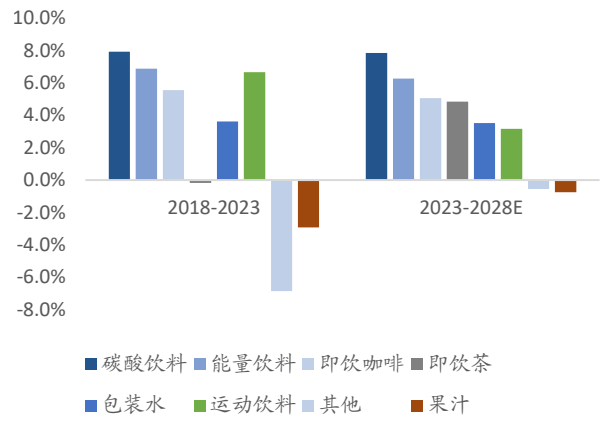


资料来源：wind，HTI

包装水规模最大，碳酸受益于无糖化增速最快。从软饮料市场结构来看，2023 年包装水市场规模占比最大，达 35.6%，其次是碳酸饮料和即饮茶，占比为 19.7%和 18.7%，前五大品类占据软饮料市场 94.7%的份额。在无糖经济与居民健康意识觉醒背景下，企业加速布局无糖碳酸饮料市场，碳酸饮料撕下“不健康”的标签迎来新的转机，“口味多样+零糖健康”的新标签拉动销售额大幅增长。2018 至 2023 年销售额 CAGR 位居前三的是碳酸饮料、能量饮料和运动饮料，分别为 7.9%/6.9%/6.7%，预计未来五年规模的复合增速位居前列的是碳酸饮料/能量饮料/即饮咖啡，CAGR 为 7.8%/6.3%/5.1%。

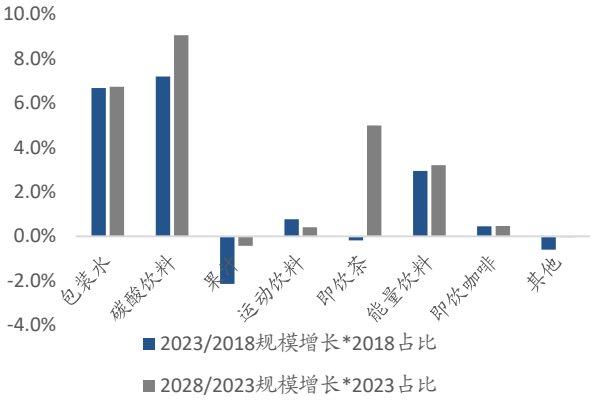
预计碳酸与包装水景气度将延续，即饮茶受益于无糖化改善最大。若以期间规模增速与规模占比的乘积值代表细分赛道对总体行业的增长贡献，2023 年软饮料行业规模较 2018 年增长 15.1%，其中碳酸饮料/包装水/能量饮料的规模贡献度分别为 7.2%/6.7%/2.9%。预计这一趋势将持续到 2028 年，整体行业规模 2028 年较 2023 年提升 24.4%，碳酸饮料/包装水赛道景气度延续，即饮茶受益于无糖化趋势，预计改善最大（前值为-0.2%），三者贡献度位居前三，分别为 9.0%/6.7%/5.0%。

图7　2018 年至 2028 年软饮料细分品类规模复合增速



资料来源：wind，HTI

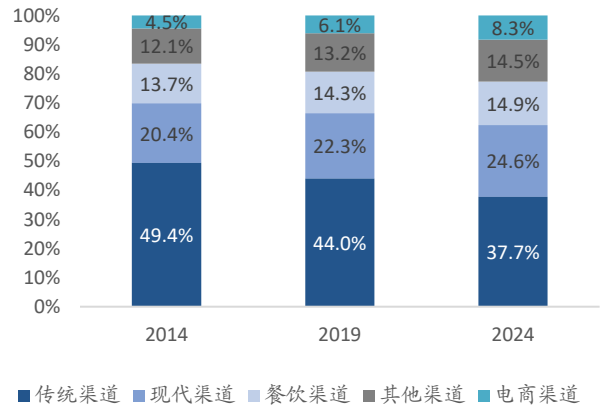
图8　2018 年至 2028 年软饮料细分赛道的规模增长贡献



资料来源：wind，HTI

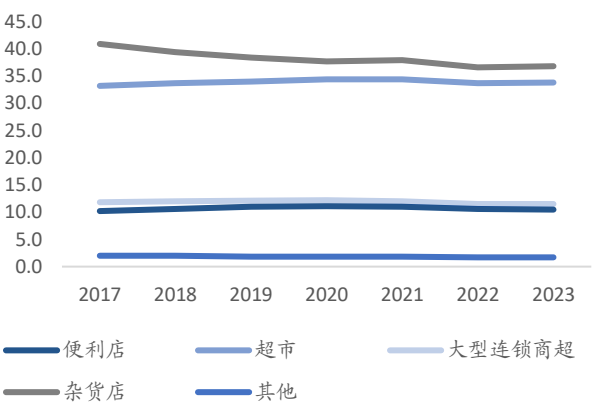
传统渠道受到一定挤占，渠道分散化与多元化趋势明显。从消费场景来看，随着城市化发展的推进和社媒营销的兴起，近几年来软饮料渠道扩张较快的分别是电商渠道和以购物商超、超市、连锁便利店为主的现代渠道，其中餐饮渠道的销量占比维持在 15%附近，由小型杂货店、非连锁便利店构成的传统渠道规模份额受到一定挤占。以非现饮渠道总规模为样本总体，2023 年杂货店、超市、大型连锁商超、便利店、电商的占比分别为 37%/34%/12%/11%/6%。

图9　软饮料销售渠道结构



资料来源：弗若斯特沙利文，HTI

图10 2017-2023 年软饮料在非现饮渠道零售额占比



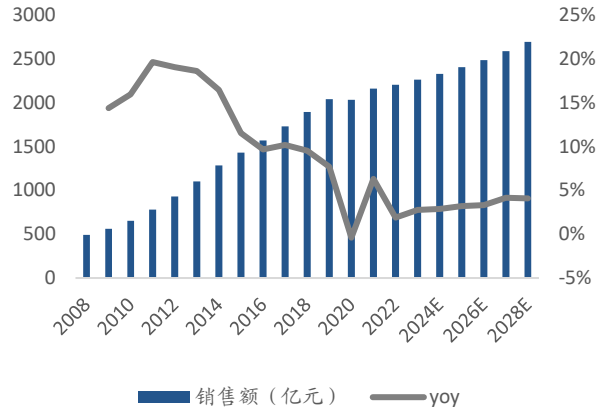
资料来源：wind，HTI

2.1 包装水：品类进入稳健增长阶段，量增价升驱动行业成长

包装水已进入中低速稳健增长阶段，未来增长中枢维持在 3%-4%之间。包装水曾经历行业快速增长期，2012 至 2019 年 CAGR 达 11.9%，2020 至 2023 年受疫情影响 CAGR 降低至 2.6%。2023 年包装水市场规模为 2266 亿元，预计未来五年，行业进入低速增长，增长中枢维持在 3%-4%之间，处于稳健扩容阶段。

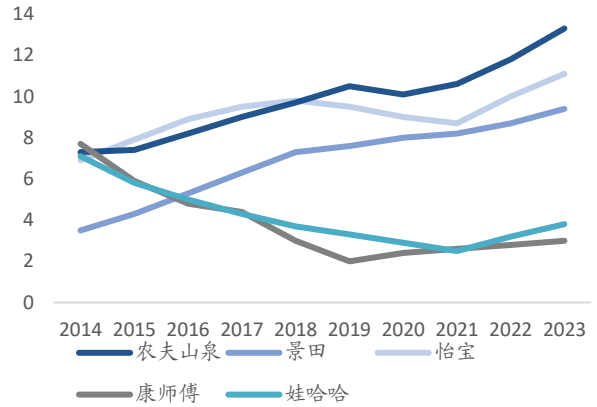
农夫山泉成长快于行业，持续获取包装水市场份额。目前包装水 CR3 的市场份额为 33.8%，市场整体集中度仍在提升中，农夫山泉、怡宝和景田的行业座次稳居前三，2023 年三者的市占率较 2014 年提升 6.0pct/4.2pct/5.9pct，康师傅和娃哈哈的市场份额受到大幅侵蚀，分别减少 4.7pct/3.3pct。

图11 2008 年至 2028 年包装水市场规模及预测



资料来源：wind，HTI

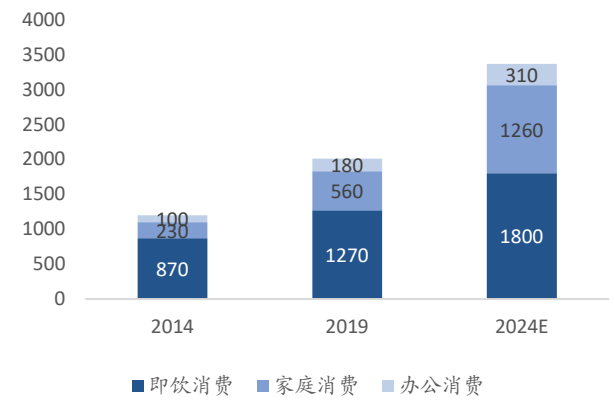
图12 零售额口径：包装水龙头企业市场份额（%）



资料来源：wind，HTI
不同口径市占率存在较大差异，wind 数据或有较大低估，仅做趋势参考

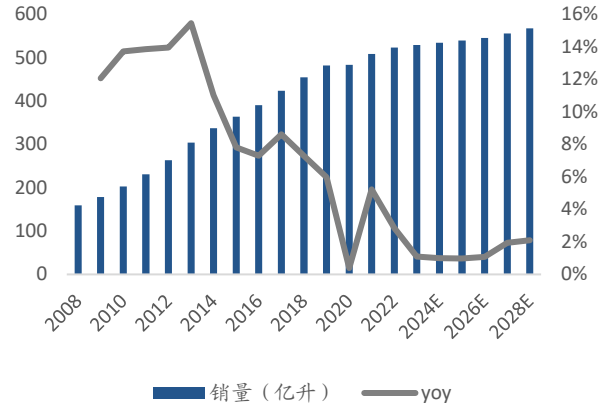
量增空间：未来五年包装水的增长中枢将在 1%-2%之间，大包装家庭消费成为主要拉动力。2023 年包装水零售量为 529 亿升，预计未来随着户外场景增加、家庭用水包装化率提升，有 1-2%的量增中枢。1）包装水的消费核心来自于健康安全、即饮便利的刚性需求，近年来旅游、娱乐等消费场景的扩容为瓶装水的消费带来了市场增量。2015 年至 2019 年疫情前，国内旅游人数与收入 CAGR 达 10.7%/7.6%，疫情后时代，出行、旅游的逐渐回暖补齐了户外消费场景，带动包装水消费增长；2）受益于居民健康意识的增强，包装饮用水在一定程度上替代了烧白开水，逐步成为日常饮用、厨房用水的首选。据弗若斯特沙利文数据显示，2019 年至 2024 年家庭消费、办公消费和即饮消费中包装水 CAGR 为 17.5%/11.5%/7.2%。

图13 包装水在不同场景下的消费规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，HTI

图14 2008 年至 2028 年包装水销售量及预测



资料来源：wind，HTI

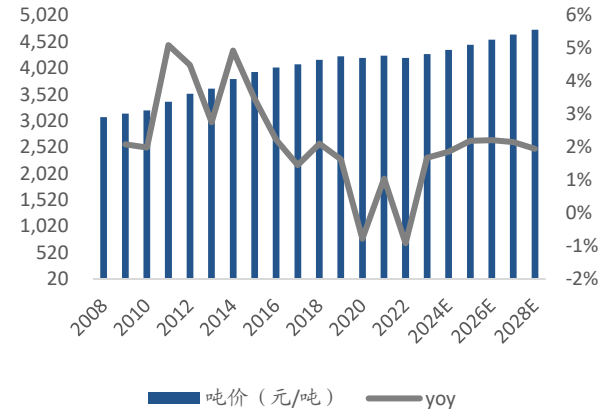
价增空间：未来五年包装水的增长中枢将在 2%左右。2023 年包装水零售吨价为 4285 元/吨，预计包装水价格未来五年有 2%的增长中枢。在消费升级的趋势下，消费者对包装水的需求由单一解渴逐步向安全健康转变，同时在多元化的消费场景驱动下，瓶装水的附加值和个性化特色日益凸显。1）按水源地划分，近几年来在国内纯净水消费依然占据主流。随着人们对水源地以及水质重视度的提升，消费结构有望继续上移，由纯净水向天然水和天然矿泉水过渡。2）国内外高端产品逐步聚焦细分场景和细分人群，挖掘潜在市场并拉动均价提升。目前瓶装水的消费场景逐步由出游、运动、会议逐步延伸至泡茶、烹饪、泡茶、冲奶、护肤补水等。针对不同细分人群的特殊需求，各大品牌也分别推出了为婴幼儿准备的低钠淡矿泉水，针对女性市场富含矿物质来缓解肠道不适的瘦身之水，以及面向中老年健康的含锂水。

图15 各大品牌加码布局高端瓶装水

产品	产品特色	终端售价（元/500ml）
昆仑山矿泉水	水源来自青藏高原海拔6000米昆仑山玉珠峰，人烟罕至，原产地罐装	5
普娜意大利原装进口天然泉水	源自意大利佛罗伦萨的托斯卡山脉，拥有均衡的微量元素和顺滑的口感	6
依云玻璃瓶纯净水	源自阿尔卑斯山，历经逾15年的冰川砂层天然净化，使其蕴含矿物质	11
Voss天然矿泉水	水源位于湖北神农架西麓的半山天然自涌泉，轻奢瓶身，时尚出行	7
Fiji天然矿泉水	水源地位于维提岛亚魁拉地下水，距最近的大陆 1600公里。	12
Perrier巴黎水	源自法国的天然矿泉水，天生含气，真正无糖	8
5100西藏冰川矿泉水钻石版	5100西藏冰川矿泉水，天然活性小分子团水，零下八度不结冰	15

资料来源：京东，HTI

图16 2008 年至 2028 年包装水吨价及预测（元/吨）



资料来源：wind，HTI

2.2 茶饮料：市场格局高度集中，产品升级引领新风潮

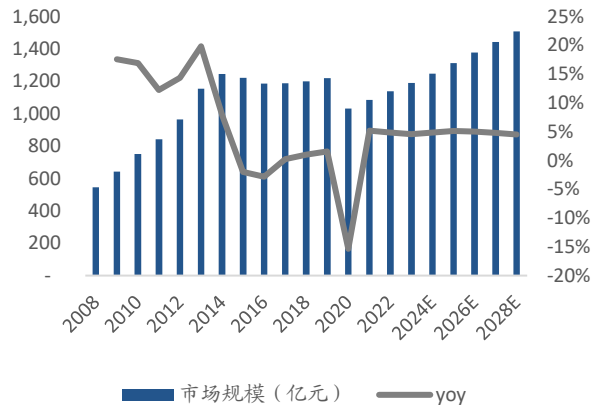
茶饮料更为依赖人流恢复，在低基数下未来增长有望达到 5%左右。

（1）2014 年之前：行业为快速成长期。以康师傅、统一为代表两大饮料巨头将冰红茶、绿茶和柠檬茶等大单品实现了全国覆盖，2008 年至 2014 年行业销量、规模 CAGR 达 11.0%/14.7%。

（2）2015 年至 2019 年：行业进入调整期。行业销量出现下滑，市场份额的稳固主要靠价格支撑，期间吨价 CAGR 为 2.5%，主因行业在消费者健康意识觉醒的同时，出现结构性调整，消费需求逐步由果茶、调味茶向无糖茶、乳茶、纯茶转变，推动茶饮行业产品向健康化、品质化升级。期间，统一推出了市场上首个冷泡茶小茗同学，农夫山泉推出果味即饮茶茶 π，东方树叶的销量也顺势走高，元气森林也推出保留甜味但不增加热量负担的燃茶。

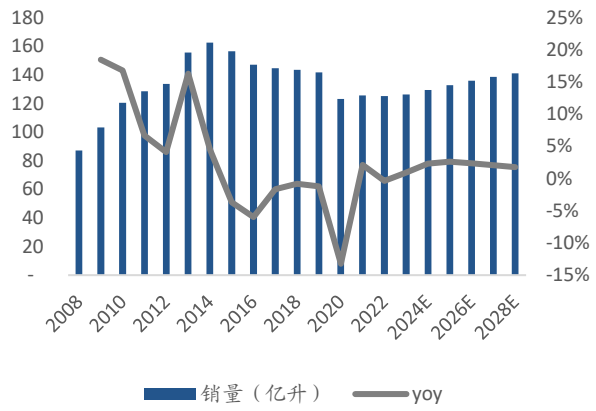
（3）疫情后恢复性增长：2020 年因疫情影响，户外场景受限，茶饮料市场规模同比迅速下降 15.4%。但 2021-2023 年均呈现恢复性增长，均有 4-5%的增长。2023 年销量增速实现转负为正，市场规模已达到 1190 亿元，恢复到 2019 年的 97.6%。预计未来五年随着人流恢复、无糖茶兴起，茶饮消费量将迎来反弹，行业增长将继续由量价共同驱动，销量、吨价和市场规模 CAGR 分别为 2.2%/2.6%/4.9%。

图17 2008 年至 2028 年茶饮料市场规模及预测



资料来源：wind，HTI

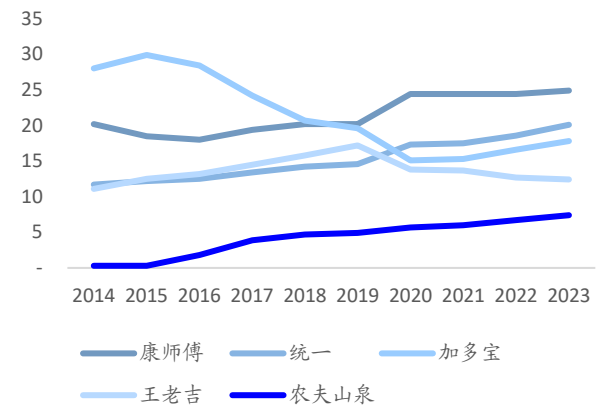
图18 2008 年至 2028 年茶饮料销售量及预测



资料来源：wind，HTI

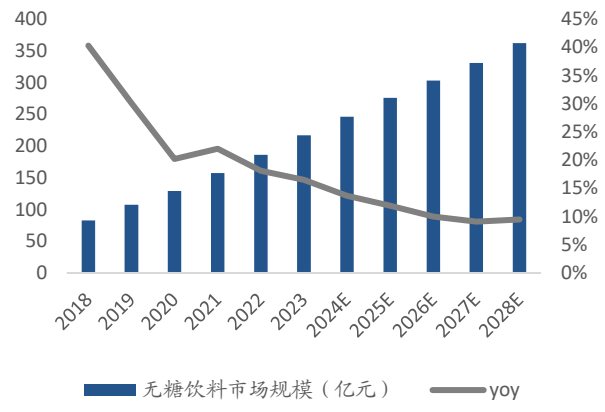
茶饮料市场高度集中，无糖茶带来格局变化。2023 年茶饮料行业 CR5 为 82.6%，市场格局高度集中，其中康师傅和统一领先优势凸显，两者市占率合计占比为 45.0%，较 2014 年提升 13.1pct，双寡头格局较为稳定。但农夫山泉通过东方树叶破局，近年份额快速上升。随着消费者健康意识的逐步普及和渗透，无糖浪潮引导茶饮料在含糖量、原料和生产工艺等方面不断升级，需求也逐渐向低糖、低脂、健康等方向转变。2018 年至 2023 年无糖饮料市场规模实现高增，期间 CAGR 为 21.7%，预计未来五年的增长中枢将维持在 10%至 12%之间。根据小食代数据，农夫山泉、三得利和元气森林竞夺无糖茶市场 86.0%份额，CR3 近九成（2022 年 12 月至 2023 年 11 月数据）。

图19 零售额口径：茶饮料龙头企业市场份额（%）



资料来源：wind，HTI

图20 2017 年至 2027 年无糖饮料市场规模及增速



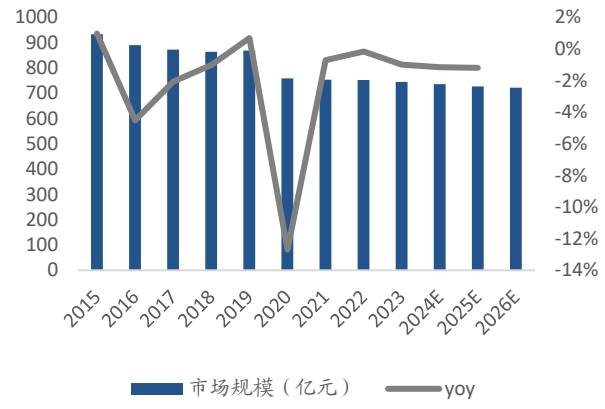
资料来源：QY Research

2.3 果汁：品类经历阵痛期，高端化转型提升产品单价

果汁品类持续下滑，产品亟待创新。中国的果汁行业在近十年呈现下滑趋势，从 2015 年至 2023 年市场规模累计下滑 20%，主要由于果汁饮料中低浓度果汁饮品因产品老化、不符合健康趋势出现下滑，而高浓度果汁及纯果汁饮品由于单价高、保质期短、运输要求高等因素难以向低线城市渗透。

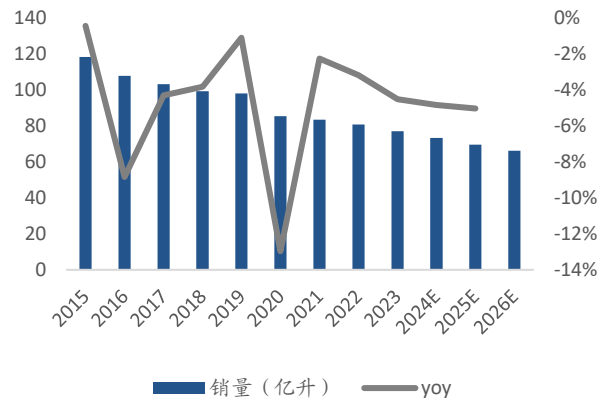
果汁品类疫情后未见恢复，销量持续下降。疫情期间果汁饮料行业亦受到严重打击，2020 年市场规模下降 12.7%，而疫情后果汁饮料同样仍为负增长，主因品类较为老化，消费者逐渐倾向饮用无糖饮品以及其他饮料品类。2023 年果汁饮料市场规模为 743.7 亿元，较 2019 年下降 13.8%。2023 年果汁销量为 77 亿升，较 2019 年下降 21.4%。预计 2026 年市场规模为 721 亿，未来三年 CAGR 为-1.0%；2026 年销量为 66 亿升，未来三年 CAGR 为-5.0%，市场由高单价的纯果汁拉动。

图21 2015 年至 2026 年果汁市场规模及预测



资料来源：wind，HTI

图22 2015 年至 2026 年果汁销售量及预测

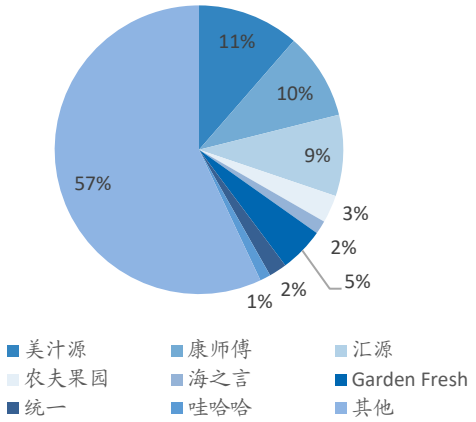


资料来源：wind，HTI

果汁市场集中度低，龙头份额持续增长。从市场格局来看，果汁饮料市场集中度低，2023 年 CR3 为 30.2%，CR10 为 37%。康师傅、可口可乐及汇源作为头部企业近年市场份额有所提升，其中可口可乐旗下的美汁源品牌在 2023 年的市场占有率为 11.4%。农夫山泉目前在果汁市场份额占比为个位数。

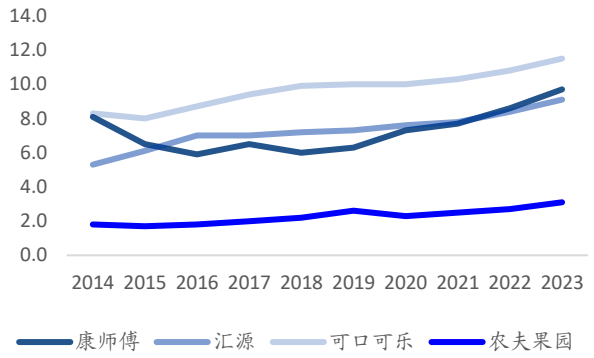
健康化产品仍有细分品类机会，品类进行高端化转型。传统的低浓度果汁因含糖量高、配方添加剂较多不再受到消费者喜爱，而高浓度果汁因健康、天然受到消费者追捧。近年公司顺应这一趋势，于 2019 年推出 100%NFC 纯果汁，以及升级了农夫果园，推出了两款 50%果汁浓度的新品，目前公司市场份额稳步提升。

图23 果汁企业市场份额（%）



资料来源：wind，HTI

图24 零售额口径：果汁龙头企业市场份额（%）



资料来源：wind，HTI

3. 包装水+软饮料双引擎发展，规模效应护航业绩成长

3.1 包装水行业引领者，软饮料多品类布局

包装水逐步实现多场景、高品质的纵向延伸。包装水作为公司稳定盈利的基础业务，近五年来营收占比接近六成。同价格带的竞品以饮用纯净水居多，而公司包装水均来自于天然水源，产品差异化凸显，品牌认知具备先发优势。近几年来公司陆续推出运动盖的天然矿泉水，适用于婴幼儿的饮用天然水、针对中老年人群的含锂水以及来自原始森林的长白雪和泡茶专用的山泉水，持续享受包装水品质升级和场景裂变下的扩容红利。此外，随着家庭和餐饮用水的场景扩充，在公司强品牌力的支撑下，受益于水源辐射范围广，公司运输成本较中小品牌更具优势，未来中大规格包装水有望获取更高的市场份额。

软饮料横向布局高景气赛道，品类创新延长生命周期。公司通过精准洞察消费需求变化趋势，在低浓度果汁以及含糖茶盛行的时期中，前瞻性布局 30%混合果汁的农夫果园和无糖茶饮东方树叶、低糖茶茶 π，率先抢占消费者心智。为了解决软饮料产品生命周期较短，爆款起量后存在较大的不确定性，长年以来公司通过洞察消费者需求变化，积极预判行业趋势，抓住品类切换和更迭机会，进行配方优化和包装更新，稳固差异化优势，保障品牌活力和市场占有率。

图21 公司产品矩阵及发展历程

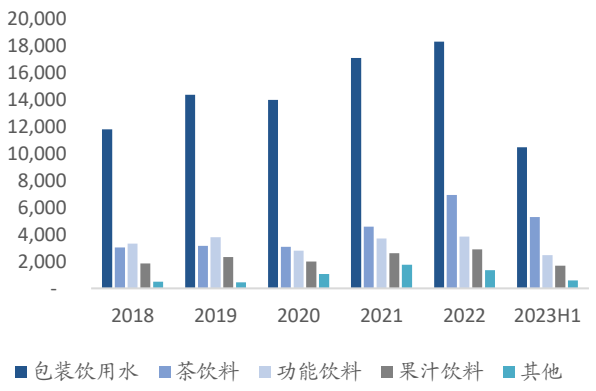


资料来源：公司官网， HTI

包装水占比过半增长稳健，茶饮料增速持续快于大盘。2022 年公司实现营收 332.4 亿元，其中包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料收入占比分别为 54.9%/20.8%/11.5%/8.7%。2018 年至 2022 年公司营收 CAGR 为 12.9%，其中包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料营收 CAGR 分别为 11.6%/22.8%/3.7%/11.6%。

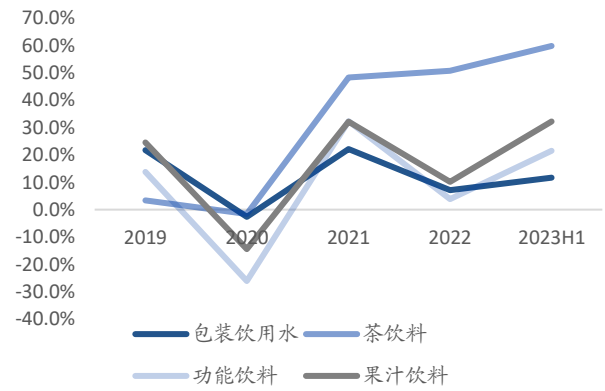
茶饮料受益于东方树叶高增，表现持续强势。2023H1 包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料收入同比增长为 11.7%/59.9%/21.5%/32.2%。包装水在高基数下，增长依旧稳健。果汁饮料在品质升级和差异化营销的带动下，营收维持高增速。茶饮料近两年维持 50%左右的高增速，受益于东方树叶持续放量，无糖茶逐渐抢占有糖茶份额。

图27 2018 至 2023H1 公司分产品收入拆分（百万）



资料来源：公司年报，HTI

图28 2019 至 2023H1 公司分产品收入增速（%）



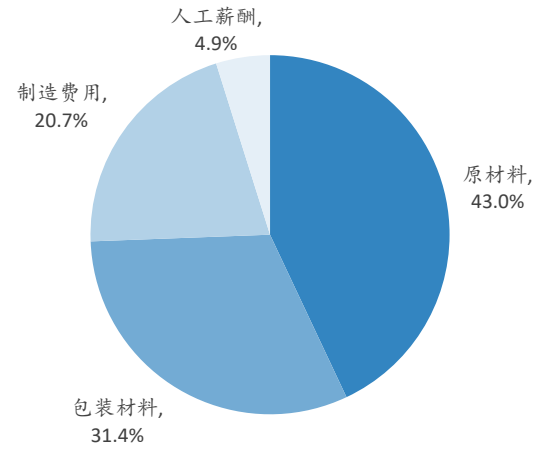
资料来源：公司年报，HTI

3.2 成本下行可期，毛利率持续提升

水的边际成本几乎为零，PET 及其他包材为主要成本。从生产成本构成来看，原材料主要包括 PET 和糖及果汁，其中 PET 成本占约 32%，糖及果汁占比约 12%，包装材料由纸箱、标签和收缩膜等材料组成，合计占约 31%。

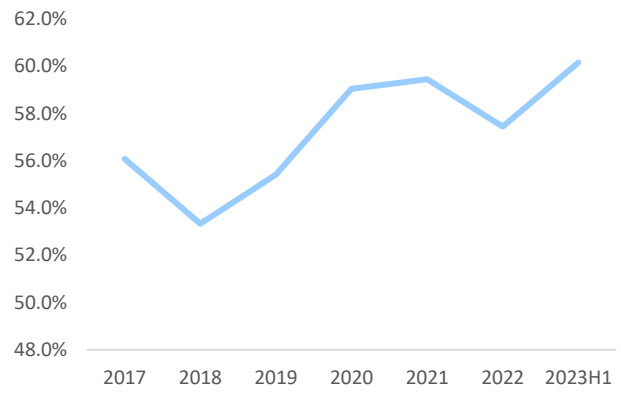
毛利率持续稳步提升，包装水为利润支柱。2017 年至 2023H1 公司整体毛利率稳步上行，由最低点 53.3%提升至 60.2%，一方面来自于口味裂变、包装迭代以及营销推广下产品结构的不断上移，另一方面来自于规模效应，在规模化采购以及提前锁价等措施下，公司的原材料成本相较于行业有折价。2017 至 2019 年，公司 PET 采购单价为全国均价的 81.2%/84.6%/92.7%。分品类来看，包装水作为公司的利润支柱，2019 年毛利率高达 60.2%，茶饮料、功能饮料和果汁饮料毛利率为 59.7%/50.9%/34.7%，除果汁毛利率较低，茶饮料和功能饮料毛利率都较高。

图29 公司生产成本构成



资料来源：2019 年年报，HTI

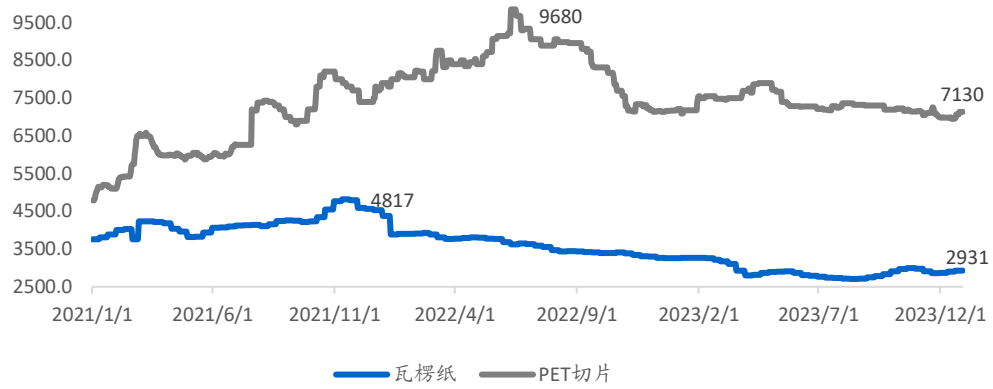
图30 公司产品毛利率变化



资料来源：公司年报，HTI

成本下行增厚毛利，今年成本压力持续缓解。2023H1 公司毛利率为 60.2%，较去年同期上升 0.9pct，主因纸箱、标签及部分饮料内容物的原料采购成本有所下降。我们最新成本周报显示，瓦楞纸价格自 2021 年底高点后进入持续下行通道，目前已达 2931 元/吨，较去年同期下降 10.1%。白糖价格有所走高，但因公司含糖量产品不多而影响有限。PET 价格在 2022 年中见顶 9680 元/吨，2022 下半年大幅回落，2023 年全年震荡微跌，目前达到 7130 元/吨，如后续价格持续回落可有效降低采购成本，公司毛利率有望得以进一步抬升。

图31 瓦楞纸与 PET 塑料市场价走势（元/吨）



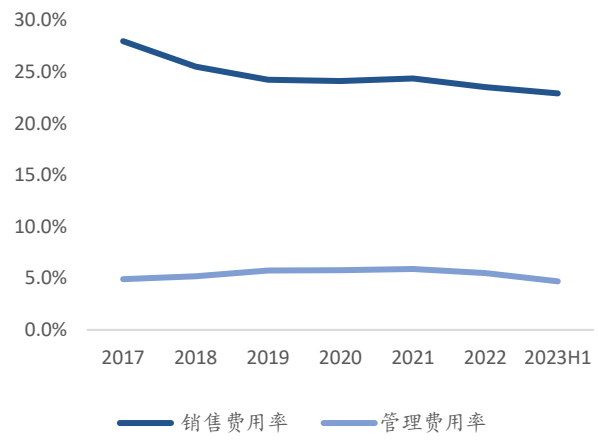
资料来源：wind

3.3 运输费用持续摊薄，完善水源地布局

物流仓储费为主要销售费用，广告及销售人员占比较低。拆分销售费用结构来看，物流及仓储开支/广告及促销费/员工成本分别占公司销售费用的 44.5%/21.7%/21.3%（取 2017-2019 年均值）。与其他消费品行业不同，软饮料体积大、重量重、货值低，因此物流及仓储费用率较高；而公司品牌力强，广告及促销费控制较好；与经销商共建渠道，销售员工成本亦控制较好。

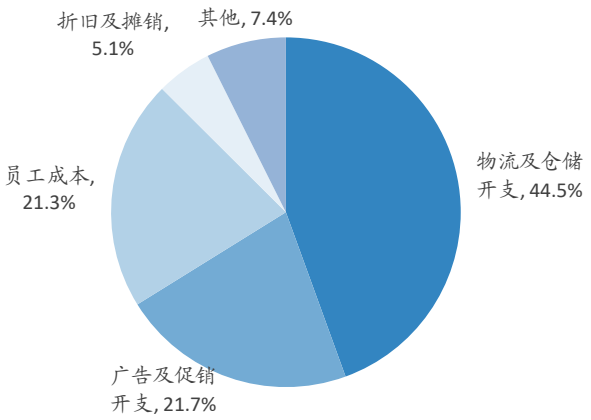
规模效应持续体现，费率长期处于下行通道。公司在浙江千岛湖、吉林长白山和湖北丹江口的生产货物都能实现铁路专线运输，同时长白山铁路物流公司还为其开发了相关“铁汽联运”方案，增加“站到门”的后端配送服务。我们预计公司在全国性的战略布局下，将进一步减少仓库和中转运输成本，完善物流服务提供商的选择，同时规模效应将摊薄运输费用。2019 年公司物流及仓储费用的比例为 43.3%，较 2017 年减少 3.2pct。公司管理费用率基本持平，销售费用率呈逐年下降趋势，由 2017 年的 28%下降至 2023H1 的 22.9%，规模效应凸显。

图32 公司期间费用变化



资料来源：公司年报，HTI

图33 销售费用结构拆分（2017-2019 均值）



资料来源：2019 年年报，HTI

老水源地较集中，运输费用仍有优化空间。截止 2019 年，公司优质包装水水源地仅 12 个，且千岛湖/长白山/万绿湖/丹江口等地集中度较高，分别占当年产量的 32%/16%/15%/13%。按照水源地 500 公里半径范围原则，500 公里以上运输包装水效率较低、经济性显著变差，因此公司持续加强其他新水源地的布局。

图34 历史产地布局（老产区）



资料来源：招股书

图35 历史产能分布（老产区）

生产基地	区域	投产年份	水源类型	2019年产能（万吨）	2019年产量（万吨）	2019年产能利用率	2019年产量占比	获批最大允许提取量（万立方米/年）
浙江千岛湖	华东	1997	深层湖水	683	417	61.0%	32%	2166
吉林长白山	东北	2001	矿泉水及自然涌出泉水	475	210	44.3%	16%	1982
湖北丹江口	华中	2004	深层库水	367	165	45.0%	13%	987
广东万绿湖	华南	2005	深层湖水	310	202	65.2%	15%	926
新疆天山玛纳斯	西北	2006	深层地下水	92	32	34.8%	2%	1056
四川峨眉山	西南	2009	山泉水	209	115	55.1%	9%	439
陕西太白山	西北	2013	山泉水	251	89	35.7%	7%	661
贵州武陵山	西南	2014	山泉水	152	69	45.0%	5%	249
河北雾灵山	华北	2017	山泉水	58	18	31.0%	1%	132
黑龙江大兴安岭	东北	2019	矿泉水	7	0	1.4%	0%	50
上述总计				2604	1318	50.6%	100%	

资料来源：招股书

近三年加速新水源地布局，将继续减少运输费用。近三年农夫山泉开工的生产项目覆盖多个不同省份，基本都与当地水源密切挂钩，包括西藏林芝、云南昆明、安徽黄山、四川都江堰。这些基地恰好都位于农夫山泉的水源空白区，不仅能补齐其水资源版图，也有望通过直接供应产地的邻近。

具体举例，如（1）2022 年黄山项目是公司第 13 个水源地，项目全面投产后，预计可年产饮用水 160 万吨。（2）2024 年 1 月 16 日，农夫山泉将在成都市都江堰新建饮料生产基地，投资规模为 13.5 亿元，年产 45 万吨饮料、129 万吨包装饮用水、61 万吨桶装水。假设目前公司包装水产量在 1700-1800 万吨左右，新开发的水源地如黄山、都江堰全面投产后可以占据产量的 10%左右，已变为重要产地。不断缩短运输半径，节省运输费用，更近距离覆盖消费者市场，压缩运输成本以保障利润。

同时公司也在继续扩大优势产地产能，饮料未来可期。2024 年 1 月 1 日，农夫山泉公告了其近年最大的投资计划，计划在浙江省建德市通过招拍挂形式取得约 1000 亩工业用地的使用权，并承诺对该项目的总投资额将达到人民币 50 亿元，涵盖饮用水、饮料产品。

表3　公司近期水源地投资（标灰数字为估算）

生产基地	项目签约年份	投产年份	水源类型	投资额（亿）	用地面积（亩）	产品	年产值（亿元）	年产能（万吨）
福建武夷山	2019	2021	山泉水	5.3	101	饮用水	3	28
广东坪山	2021	2023		10	142	饮用水、饮料	15	57
吉林临江市	2021	2023	矿泉水	20	385	饮用水	6	119
广东万绿湖	2021	2023	深层湖水	30	420	饮用水、饮料	32	122
广西大明山	2021	2023	山泉水	6	160	饮用水	6	103
安徽黄山	2022	2024	山泉水	12.5	367	饮用水	15	50
西藏尼西村	2023	2025		2	39	饮用水	2	41
浙江千岛湖	2024	2026	深层湖水	50	1000	饮用水、饮料	55	211
四川都江堰	2024	2026		13.5	260	饮用水、饮料	15	57

资料来源：各省发展和改革委员会官网
注：标灰数字为我们根据农夫山泉包装水吨价、饮料吨价、历史产能利用率等综合推算，或有一定误差；非标灰数字为官网公告

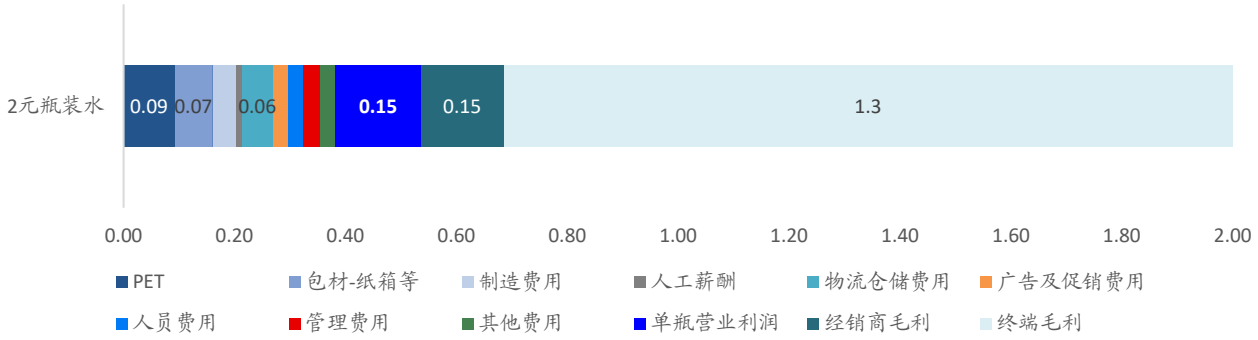
3.4 渠道力优于同业，全链条高周转

经销模式高度扁平，公司与经销商深度绑定。目前公司主要采用一级经销模式，先款后货。通过经销商直接向超市、零售店和电商平台等终端渠道出货。相较于 2016 年前的深度分销模式，大客户制度有利于促进品牌的良性成长，利用经销商的优势资源快速推进产品在市场的渗透率，通过与大客户形成长期合作关系来保障销售的稳定性，稳固竞争地位。对于部分偏远地区，公司、一级经销商与在当地具备实力的次级经销商签订三方协议，由一级经销商向次级经销商供货以及提供费用支持，从而实现对下沉市场的渠道覆盖。截至 2020 年 5 月，公司经销商数量 4454 家，覆盖全国 243 万余个零售网点，300 个城市投放 6 万台自动贩卖机，超过 48 万家终端零售网点配有农夫山泉品牌形象冰柜，经销体系逐步趋于稳定。

NCP 系统信息化监控，渠道掌控力极强。NCP 作为公司信息化赋能进行渠道管理的方式，在经销商管理系统中，经销商自助下单、进销存管理和对账工作；在终端零售门店管理系统中，一线销售人员进行陈列活动、陈列费用的反馈汇报，公司也可以通过该系统对经销商进行分销活动指导以及费用核销，从而对终端实施实时监控。

农夫山泉渠道利润较为丰厚，叠加高周转成就渠道推力。软饮料行业进入壁垒低，没有生产和技术壁垒，为烈性竞争赛道，生意特点为高毛利率低毛利额，需要高周转，因此需要重视渠道。终端零售价 2 元 500ml 农夫山泉，根据招股书瓶装水吨价推算，其出厂价为 0.54 元（对应终端加价率为 3 倍多），农夫山泉分走的单瓶营业利润为 0.15 元，经销商毛利估算为 0.15 元，终端毛利超过 1 元。农夫山泉给渠道预留利润较为充足，渠道推力较强。

图36 瓶装水价值链分解（终端零售价 2 元 500ml 农夫山泉）



资料来源：根据招股书 2019 年成本拆分费用拆分，渠道利润为渠道调研

拓展多元化的私域布局，实现消费者的深度触达。公司目前以包装水为例，多数传统水站是根据产品的活动优惠以及终端利润对消费者进行推介，为了摆脱这一依赖，公司全面打通与消费者的实时触达，包装水套餐、水卡等产品均由电商平台、O2O 平台以及农夫山泉小程序出售，水站由推销商转变为配送商，从而有助于终端销售数据并作出反应，同时提升品牌的话语权以及拓展市场的通畅性。

公司私域平台包括送水到府小程序、芝麻到家小程序等，面向消费人群主要是长期高频复购的社区消费者。与传统电商相比，平台上不同产品的价格略有浮动，但是配送时间更加灵活。相较于送水到府更偏向承接水站的角色，芝麻到家的点位选在了中高档小区的地下停车场，主打家庭计划性消费，迎合了家庭消费场景的迅速拓展，迎合大包装水的发展机遇。

图37 农夫山泉全国水站分布图（共 997 家）



资料来源：截至 2022 年 5 月，高德地图，百度地图，U88 加盟网，HTI

表3　不同平台主打产品的销售情况

电商平台	主打产品（饮用天然水）	价格	营销策略	配送时长
京东	12L*2	44	京东秒杀满减	当日/次日达
	5L*4	36.9		
	1.5L*12	34.9		
	550ml*12	15.9		
淘宝	12L*2	44	聚划算、限时促销	1-3日
	5L*4	36.9		
	1.5L*12	34.9		
	550ml*24	33.9		
送水到府	19L桶装水	28	会员价、邀请有礼、兑换卡享受9折左右等	6小时到家
	12L*2	44		
	5L*4	36.9		
	1.5L*12	34.9		
	550ml*24	33.9		
芝麻店	12*1	20	满减券	自动售卖自取
	5L*2	19.8		
	550ml*12	15.8		

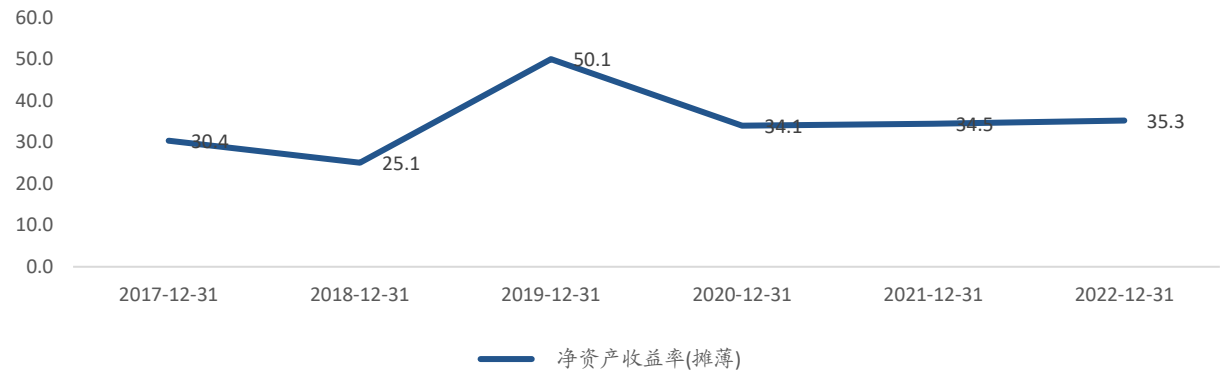
资料来源：创新社区，HTI

公司营销能力极强，拥有多个营销经典案例。钟睒睒董事长善于事件营销，他拥有保健品（养生堂）、医药生物（万泰生物）及饮用水（农夫山泉）的广泛销售经验，对于渠道、产品和品牌都有一套自己独特的理解，其“水种营销”起到了重要作用。在品牌运营上，公司运用深入人心的广告语以及温情的微电影将品牌文化植入用户内心，引导用户把消费理念带回家乡，实现县镇级别渠道下沉覆盖。其广告语“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”均为营销经典案例。2024 年推出龙年典藏版玻璃瓶，借助抽奖与做任务相结合的方式，为获取攻略攒足话题，大幅提高活动在消费者之间的裂变效果。

3.5 稀少超高 ROE 标的，业绩持续稳健增长

公司为稀少的超高 ROE 标的，引领港股市场消费股。公司历史 ROE 在 35%左右，在全球消费品市场也属于第一梯队，主要得益于其较高的销售净利率（25%左右水平）、较高的资产周转率（历史接近 1），因此在港股市场受到投资者青睐，同时流通盘较小，投资者给予了较高的估值溢价。

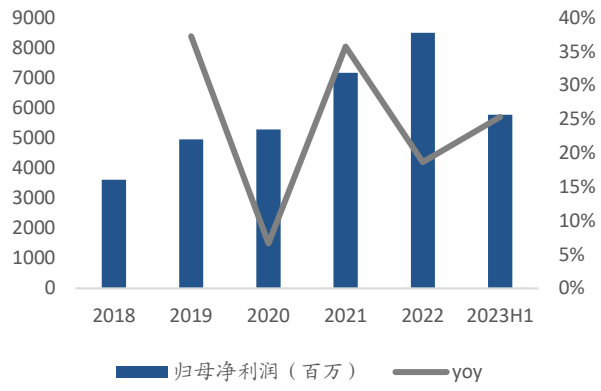
图38 2017-2022 年净资产收益率(摊薄)



资料来源：wind

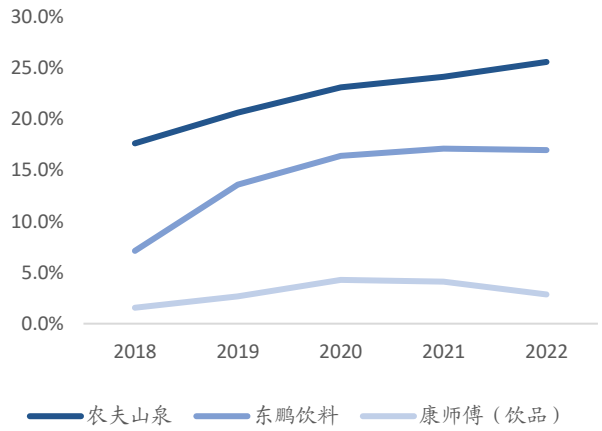
净利率持续提升，利润端成长快于收入端。2023H1 公司实现归母净利润 57.8 亿元，同比增长 25.3%，2018 年至 2022 年归母净利润 CAGR 23.9%，利润端增长大幅高于收入端，盈利能力持续提升。在产品结构的优化升级叠加规模效应费率下降的持续改善下，公司的净利润率长期高于同业可比公司，驱动公司实现高质量成长。

图39 2018-2023H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报，HTI

图40 2018 年至 2022 年可比公司净利率变化



资料来源：公司年报，HTI

4. 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 418.1/490.1/560.6 亿元，同比增长 25.8%/17.2%/14.4%；预计 2023-2025 年归母净利润为 109.8/129.3/148.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.09/1.25，同比增长 29.2%/17.8%/14.8%。公司 ROE 高、成长性好，历史均享有一定溢价，我们给予农夫山泉 2024 年 40x PE，对应目标价为 50.0 港元，有 12%上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

分项收入分析（百万）

分业务分析（百万元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
包装饮用水	10,120	11,780	14,346	13,966	17,058	18,263	20,092	22,243	24,954
增速		16.40%	21.78%	-2.65%	22.14%	7.06%	10.02%	10.70%	12.19%
毛利率	60.50%	56.50%	60.18%	63.80%	64.30%	61.70%	63.00%	64.20%	64.00%
茶饮料	2,597	3,036	3,138	3,088	4,579	6,906	12,431	16,334	19,698
增速		16.93%	3.33%	-1.59%	48.30%	50.82%	80.00%	31.40%	20.60%
毛利率	57.96%	58.10%	59.70%	63.20%	64.00%	61.30%	63.00%	64.00%	63.90%
功能饮料	2,936	3,322	3,779	2,792	3,695	3,838	4,605	5,189	5,564
增速		13.16%	13.77%	-26.13%	32.35%	3.86%	20.00%	12.69%	7.21%
毛利率	52.05%	49.82%	50.86%	53.90%	55.00%	52.50%	54.00%	54.50%	54.00%
果汁饮料	1,468	1,854	2,311	1,977	2,614	2,879	3,472	3,998	4,441
增速		26.31%	24.63%	-14.44%	32.18%	10.15%	20.60%	15.14%	11.10%
毛利率	38.21%	41.09%	34.70%	37.70%	38.50%	36.00%	35.00%	35.50%	35.20%
其他产品	371	482	447	1,054	1,750	1,354	1,208	1,243	1,404
增速		30.11%	-7.33%	135.98%	66.00%	-22.64%	-10.82%	2.90%	13.02%
毛利率	24.90%	17.39%	18.04%	37.59%	41.05%	40.09%	40.00%	40.50%	42.00%

资料来源：wind， HTI

可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价（原始币种）	EPS（元）			PE（倍）		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
KO.US	可口可乐	60.3	2.20	2.48	2.81	25.7	22.2	21.5
PEP.US	百事	168.2	6.45	6.59	8.15	26.6	22.3	20.6
MNST.US	怪物饮料	56.1	1.13	1.56	1.81	45.5	35.9	30.9
605499.SH	东鹏饮料	177.37	3.60	5.07	6.53	49.4	34.7	26.9
平均值							28.8	25.0

资料来源：wind， HTI
注：收盘价为 2024 年 2 月 27 日数据，盈利预测来源于 Wind 一致预期
其中可口可乐、百事均已公布 2023 年财报，其 EPS 为 2023 年实际值，其余为一致预期

5. 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格波动，食品安全风险。

财务报表分析和预测

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33239	41808	49006	56062
营业成本	14144	17133	19522	22346
毛利	19095	24675	29484	33716
销售费用	7821	10213	11972	13583
管理费用	1835	2090	2426	2719
其他费用	22	42	49	56
营业利润	9417	12329	15038	17357
营业外收入	1709	1974	1783	1945
利息费用	1633	1928	1759	1923
税前利润	11050	14257	16796	19280
所得税	2555	3279	3863	4434
税后利润	8495	10978	12933	14846
归母净利润	8495	10978	12933	14846

财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力				
ROE	35.3%	40.8%	42.5%	42.6%
毛利率	57.4%	59.0%	60.2%	60.1%
营业利润率	28.3%	29.5%	30.7%	31.0%
销售净利率	25.6%	26.3%	26.4%	26.5%
成长能力				
营业收入增长率	11.9%	25.8%	17.2%	14.4%
营业利润增长率	10.4%	30.9%	22.0%	15.4%
净利润增长率	18.6%	29.2%	17.8%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	38.6%	36.4%	35.8%	35.1%
流动比	1.26	1.39	1.46	1.56
速动比	1.07	1.17	1.23	1.32
每股指标与估值				
EPS	0.76	0.98	1.15	1.32
P/E	54.49	42.17	35.79	31.18
P/B	19.22	17.20	15.22	13.27
P/S	13.93	11.07	9.45	8.26

资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	15214	16700	19369	23208
应收账款	479	601	704	805
存货	2108	2361	2677	3064
预付费用	560	916	1074	1229
流动资产合计	18361	20578	23824	28306
PPE	15398	15949	17326	18582
使用权资产	853	902	945	1054
商誉	58	52	46	40
其他非流动资产	4151	4359	4795	5274
递延所得税	433	455	477	501
非流动资产合计	20893	21716	23589	25451
资产总计	39255	42294	47413	53757
应付款项	7931	9289	10584	12116
应计负债	2677	3079	3387	3725
短期借款	2425	800	720	648
应交所得税	1500	1530	1560	1591
其他流动负债	69	76	83	91
流动负债合计	14601	14773	16334	18172
其他长期负债	278	293	310	327
递延收入	291	321	353	388
长期负债合计	569	614	662	715
负债合计	15171	15387	16997	18887
股东权益	24084	26907	30417	34870
负债和股东权益总计	39255	42294	47413	53757

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8495	10978	12933	14846
折旧摊销	2503	2824	3013	3204
营运资金变动	1409	1059	1057	1258
其他	-366	779	883	957
经营活动现金流	12042	15640	17887	20265
资本支出	-4,350	-3,527	-4,551	-4,701
购买无形资产	-2	-3	-3	-3
出售资产	287	113	125	142
其他	-5361	7182	-436	-479
投资活动现金流	-9426	3765	-4864	-5042
债务净融资	-157	-2374	-930	-992
权益净融资	-5213	-8156	-9423	-10392
筹资活动现金流	-5370	-10530	-10353	-11384
现金净增加额	-2755	8876	2669	3839

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 27 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），HTI

APPENDIX 1

Summary

Soft drinks are an industry with low barriers and high competition, and at the same time, the profit margin of a single bottle is thin and requires high turnover, so it competes with the comprehensive ability of enterprises. The number one place in packaged water has changed several times, Wahaha led in the "1 yuan water" era, Master Kong led in the "1.5 yuan water era" with in-depth distribution and price advantages, and Cestbon in the "2 yuan water" era led briefly with a combination of light assets and channels, then Nongfu Spring became number one. At present, packaged water has entered the stage of medium and low-speed growth, and the future growth center of the industry is maintained between 3% and 4%, and the β of the industry has weakened, but the Nongfu Spring 's ability is stronger than the industry, and Nongfu Spring will continue to gain market share and grow faster than the industry. The price increase rate of the soft drink terminal is high, but the manufacturer's profit per bottle is thin, and the manufacturer must achieve high turnover to form a profit scale, requiring that no one is left behind in all aspects of product/marketing/channel.

Why does the Nongfu Spring win? Brand is king: good product + good marketing, bring a good brand.
(1) Good products: The SKU matrix is complete and excellent, and the two-wheel drive of "packaged water + beverage" is realized. The layout of each track is forward-looking, such as the recent rapid growth of Oriental Leaves has been introduced to the market in 2011, and it has been patiently cultivated to the outbreak of sugar-free tea tracks. At the same time, the company also lays out juices, functional drinks, coffee and other tracks, and the packaging design and taste of each product have also been polished to the extreme, and the large single products are everlasting. (2) Good marketing: The company has a number of classic marketing cases. Nongfu Spring 's packaged water accurately locates the concept of "natural water", and continuously educates consumers through multiple "water wars" and "water marketing" compared with pure water. Its advertising slogans "Nongfu Spring is a little sweet" and "We don't produce water, we are just nature's porters" are classic marketing cases.

Why does the Nongfu Spring win? Channel wins: high channel investment, strong control, high turnover, and high incentives. Nongfu Spring 's distribution model is highly flat, mainly using the first-level distribution model, and is deeply bound to large customers. And the NCP system is used for information monitoring, through which the dealers are provided with distribution guidance and expense write-off, and the front-line sales personnel are also monitored, so as to grasp the terminal situation in real time and have strong channel control. At the same time, Nongfu Spring reserve more profits for the channel, and the channel thrust is stronger. The terminal retail price is 2 yuan 500ml Nongfu Spring, and we estimate that its ex-factory price is about 0.54 yuan, and the terminal price increase rate is 3-4 times.

What does the Nongfu Spring's style of play bring? High turnover achieves large-scale, and the scale effect continues to be reflected. Good products, good marketing and good channels have brought rapid sales, which makes the whole chain have a high turnover and the business has a scale effect. (1) The scale effect of raw material procurement: The company has always enjoyed a lower purchase price than the industry due to large-scale procurement, and the unit price of PET procurement is about 80-90% of the national average price, and the price lock operation is accurate. At the same time, we judge that the company's costs are also in a downward channel this year. (2) The scale effect of transportation costs: the growth of transportation scale also enhances the company's freight bargaining power, and can even realize railway special line transportation. At the same time, the company is also taking the initiative to optimize the regional layout, soft drinks are large in size, heavy in weight, low in value, and the economy is weakened when the transportation distance increases.

Investment advice and earnings forecasts. We expect the company's revenue from 2023 to 2025 to be 41.81/49.01/56.06 billion yuan, a year-on-year increase of 25.8%/17.2%/14.4%, and the net profit attributable to the parent company from 2023 to 2025 is expected to be 10.98/12.93/14.85 billion yuan, and the corresponding EPS is 0.98/1.15/1.32, a year-on-year increase of 29.2%/17.8%/14.8%. The company is a scarce ultra-high ROE growth target and enjoys a valuation premium. The company's historical ROE is about 35%, which is an absolute tier one in the Hong Kong stock consumer market, mainly due to its high sales net profit margin and high asset turnover rate, and the company's growth is good, with a profit growth CAGR of 23.9% from 2018 to 2022, so the historical valuation enjoys a certain premium. We give Nongfu Spring a valuation of 40x 2024e PE, and the corresponding target price is HK$50.0, with 12% upside. We initiate coverage with a OUTPERFORM rating.

Risk warning: intensified competition in the industry, fluctuating raw material prices, and food safety risks.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我， 肖韦俐，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Weili Xiao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， 闻宏伟，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， 陈子叶，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Susie Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司 及农夫山泉浙江千岛湖有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司 and 农夫山泉浙江千岛湖有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称"HTI"）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美

评级分布 Rating Distribution

国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

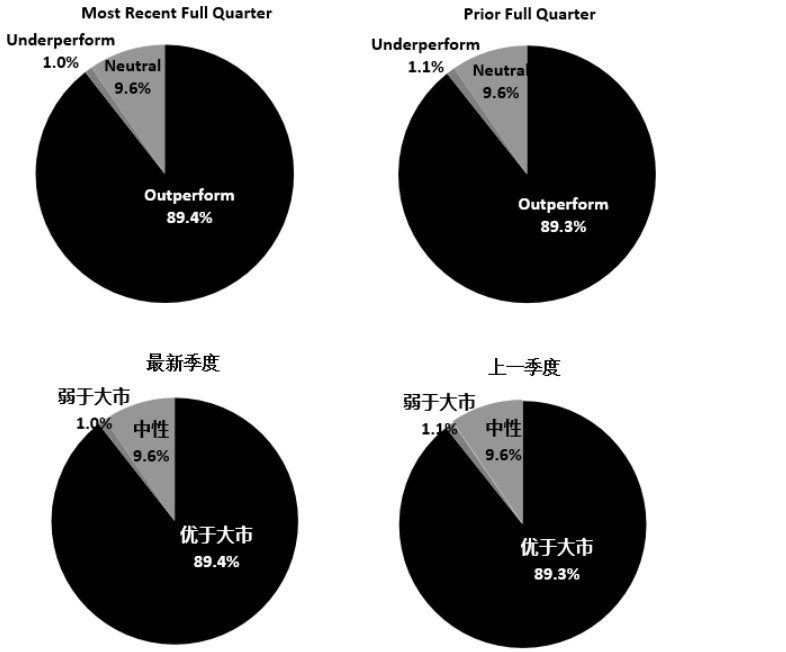
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称"本公司"）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（"HTISGL"）的全资附属公司海通国际研究有限公司（"HTIRL"）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（"HTIJKK"）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（"SEBI"）监管的 Haitong Securities India Private Limited（"HTSIPL"）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（"BSE"）和 National Stock Exchange of India Limited（"NSE"）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购

并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI’s website www.equities.htisec.com for further information on HTI’s organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司(“HTISCL”)负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投

资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（"SEC"）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（"FINRA"）的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称"中国"，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成"在中国从事生产、经营活动"。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（"NI 31-103"）的规定得到「国际交易商豁免」（"International Dealer Exemption"）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」（"Accredited Investor"），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（"Permitted Investor"）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（"HTISSPL"）[公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》（第 110 章）（"FAA"）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和

场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》（第 289 章）第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5％。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真:+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人： Prasanna Chandwaskar； 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

http://equities.htisec.com/x/legal.html