

# 农夫山泉 (09633.HK)



## 如何看待农夫中长期成长空间?

公司是包装水和无糖茶行业龙头,受益于消费端健康意识提升,旗下天然水、东方树叶带动报表提速,20-23年公司收入/利润CAGR分别为23%/32%。今年3月以来公司受舆论压力影响,基本盘水业务动销受损,4月推出绿水有效缓解下滑压力。目前市场主要关心:1)绿水上市对报表端影响如何?如何看待水业务中长期成长机会?2)东方树叶突破百亿后空间怎么看?3)其他品类是否有望冲击第三曲线?本文针对以上重点问题进行解答。

### 投资逻辑:

1) 绿水短期对毛利率产生冲击,中长期预计随着人均饮用量增长、天然水+纯净水组合拳将稳步提升市场份额。我们粗略估算绿水毛利率较红水低10pct,预计占比提升至50%对毛利率影响约为5pct。展望后续,我们认为红水具备天然水占位优势,且公司在水源地、渠道、品牌等方面形成较强壁垒,低基数下有望企稳修复。绿水促销活动仍将持续一段时间,竞争对手出于对利润率的诉求,大概率不会掀起恶性价格战,公司仍将在需求疲软背景下获取相对优势。长期来看,我国包装水人均饮用量对标美国/韩国仍有翻倍空间,包装水行业仍将稳健扩容,公司有望持续提升市占率。

2) 无糖茶中长期渗透率有望提升至50%-60%,持续看好东方树叶翻倍增长。随着消费者健康意识提升、代糖饮料前期铺垫和培育,近年来我国无糖茶渗透率快速提升。据我们测算2023年达到20%,但相较于韩国、日本等饮茶习惯相近市场,仍有4倍以上扩容空间。东方树叶有望凭借较早的品牌宣导和消费者教育,同时借助现有的渠道网络资源快速铺市。结合现存竞品在产品、渠道方面的掣肘因素显著,我们预计东方树叶将持续享受行业扩容红利。

3) 抓住细分赛道差异化机会,有望借助平台优势继续跑出第三个大单品。目前公司在运动、果汁饮料两大品类具备规模性产品,这两个赛道存在集中度较低、品类空间有待打开的特征。我们认为,随着公司在新品洞察、供应链建设、渠道扩张和下沉等经验积累,其他品类如运动饮料、即饮咖啡有望把握下一个风口。

### 盈利预测、估值和评级

预计24-26年公司归母净利润分别为119/140/165亿元,分别同比-2%/+18%/+18%,对应PE为27x/23x/20x。考虑到公司具备较强的品牌、渠道先发优势,基本面有望触底回升,我们给予公司一定的估值溢价,即25年PE为30x,对应目标价40.53港元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧、大单品扩张不及预期、市场舆论事件、食品安全问题等风险。

### 食品饮料组

分析师: 陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (港币): 31.050 元

目标价 (港币): 40.53 元



### 主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,239	42,667	44,981	52,662	60,528
营业收入增长率	11.93%	28.36%	5.42%	17.08%	14.94%
归母净利润(百万元)	8,495	12,079	11,882	14,033	16,539
归母净利润增长率	18.62%	42.19%	-1.63%	18.10%	17.86%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.07	1.06	1.25	1.47
每股经营性现金流净额	1.07	1.54	1.32	1.56	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.27%	42.28%	36.67%	37.84%	38.80%
P/E	53.91	38.82	27.14	22.98	19.50
P/B	19.02	16.41	9.95	8.69	7.56

来源: 公司年报、国金证券研究所 (汇率采用, 1HKD=0.92CNY)



## 内容目录

一、包装水业务：穿越周期，渠道为王.....	4
1.1 行业特征：健康升级+场景扩充，长期仍具备增长潜力 .....	4
1.2 公司核心竞争力：稀缺资源+渠道强势+品牌营销 .....	7
1.3 如何看待公司推出绿水？ .....	9
二、茶饮料业务：无糖风潮，大有可为.....	11
2.1 行业量价同步增长，无糖茶渗透率有望翻倍 .....	11
2.2 公司核心竞争力：品牌先发+产业链延申+渠道协同 .....	13
三、其他业务：精简品相，差异突围.....	14
3.1 公司选择的赛道有什么共性？ .....	14
3.2 精简其他品相，聚焦资源实现高效竞争 .....	15
四、盈利预测及投资建议.....	16
4.1 收入及毛利率预测 .....	16
4.2 费率预测 .....	17
4.3 可比公司估值表 .....	18
五、风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1： 19-23 年我国包装水行业持续增长.....	4
图表 2： 我国包装水市场主要由量增驱动 .....	4
图表 3： 海外市场包装水人均饮用量显著高于我国（单位：人/升） .....	4
图表 4： 19-23 年海外市场包装单价仍具备低个位数增长.....	4
图表 5： 海外市场 19-23 年包装水市场规模增速加快（单位：人/升） .....	5
图表 6： 日本、美国包装水销售额占比持续提升 .....	5
图表 7： 纯净水和天然水的具备明显的健康概念差异 .....	5
图表 8： 14-19 年天然水增速表现更为强劲.....	6
图表 9： 纯净水市场规模约占比包装水的一半 .....	6
图表 10： 公司销量市占率持续提升，18 年晋升第一.....	6
图表 11： 2023 年公司销售额市占率位居行业第一.....	6
图表 12： 18-23 年中大规格水增速最快.....	7
图表 13： 18-23 年中大规格水年复合增速超 10% .....	7
图表 14： 大包装化、功能化趋势延续 .....	7
图表 15： 天然水开采周期长、投资额大、有政策壁垒 .....	7
图表 16： 公司水源地数量居于行业首位 .....	7



图表 17:	17-19 年公司销售费用中物流及仓储开支占比 9-11%	8
图表 18:	华润饮料 21-23 年物流及服务开支占比 7-9%	8
图表 19:	公司 17-19 年进行经销商体制改革	8
图表 20:	17-19 年公司单吨运费显著优化	8
图表 21:	公司合同负债/营业收入逐年增加	9
图表 22:	公司应付销售折扣+押金/营业收入逐年增加	9
图表 23:	公司广告语定位天然、简单	9
图表 24:	包装水业务毛利率敏感性测算	10
图表 25:	公司包装水业务毛利率处于行业领先水平	10
图表 26:	公司整体净利率显著高于同行	10
图表 27:	华润怡宝合作生产伙伴服务支出占比收入约 15%	11
图表 28:	2023 年华润怡宝自有产能占比约 32%	11
图表 29:	2020 年后我国即饮茶重启增长	11
图表 30:	我国即饮茶基本依靠价增驱动	11
图表 31:	2015 年-2019 年现制茶饮市场快速发展	12
图表 32:	日本 1990-2010 无糖饮料渗透率快速提升	12
图表 33:	世界范围内低糖碳酸饮料占比持续提升	12
图表 34:	2022 年我国无糖茶/即饮茶不足 10%	12
图表 35:	中性假设下预计无糖茶未来 3 年市场规模可达到 556~700 亿元	13
图表 36:	公司茶饮料收入超过统一 (单位: 亿元)	13
图表 37:	公司茶饮料业务毛利率处于同行业较高水平	13
图表 38:	2021 年起公司茶饮料收入规模快速扩张	14
图表 39:	公司茶饮料业务毛利率和分部利润率均较高	14
图表 40:	东方树叶在便利店促销活动后单价具备显著性价比	14
图表 41:	公司功能饮料和果汁 17-23 年 CAGR 为 9%/16%	15
图表 42:	运动饮料和果汁行业 17-23 年复合增速 7%/-2%	15
图表 43:	公司核心布局的赛道集中度偏低	15
图表 44:	NFC 果汁、椰子水新品具备结构性机会	15
图表 45:	其他饮料业务逐步精简聚焦	16
图表 46:	其他饮料利润率逐步改善	16
图表 47:	我国即饮咖啡人均饮用量较低(单位: 人/L)	16
图表 48:	我国即饮咖啡赛道具备垄断格局	16
图表 49:	24-26 年公司分产品收入预测	17
图表 50:	24-26E 公司三项费率预测	17
图表 51:	24-26 年可比公司估值表	18



## 一、包装水业务：穿越周期，渠道为王

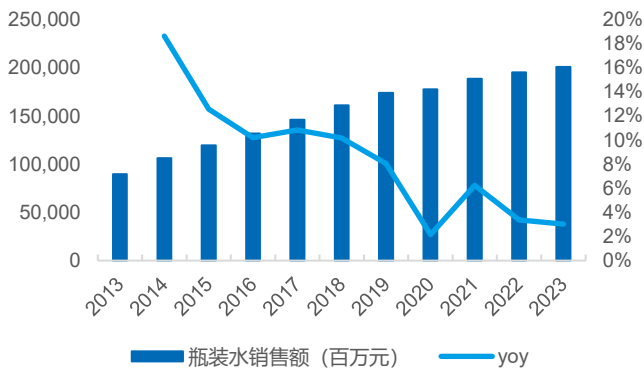
### 1.1 行业特征：健康升级+场景扩充，长期仍具备增长潜力

受益于健康观念提升+消费场景扩充，我国包装水行业持续增长。据欧睿，我国包装饮用水市场 2023 年零售额为 2010 亿元，19-23 年 CAGR 为 3.7%，近 5 年增速有所放缓（13-23 年 CAGR 为 8.4%）。从量价拆分表现来看，13-23 年期间实现量价齐升，量/价分别 CAGR 为 6.2%/2.1%。其中量和价层面驱动因素拆解如下：

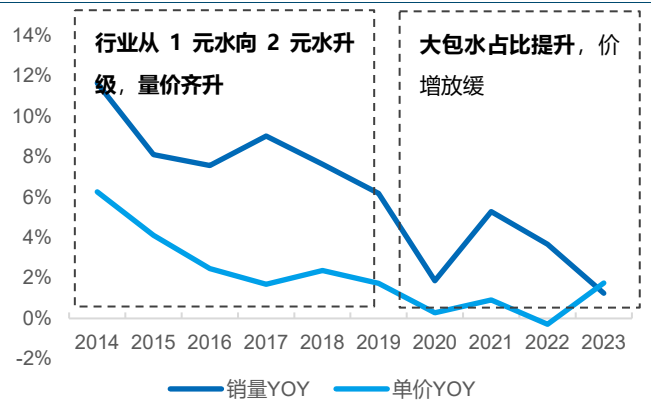
1) 价的维度，居民消费水平提升，同时健康意识强化。消费者更注重天然健康概念，天然水占比逐年提升，并驱动行业从 1 元水向 2 元水升级，甚至在 17 年开始百岁山、恒大冰泉的培育下逐步走向 3 元水升级。

2) 量的维度，消费场景逐步向家庭、餐饮端渗透。受益于城镇化率及家庭小型化趋势提升，泡茶、煮饭、佐餐等家庭消费大包装水消费场景得到扩充。另外随着消费者对于食品安全更加重视，部分餐饮企业强化创新，以矿泉水煮汤作为营销卖点。

图表1：19-23 年我国包装水行业持续增长



图表2：我国包装水市场主要由量增驱动



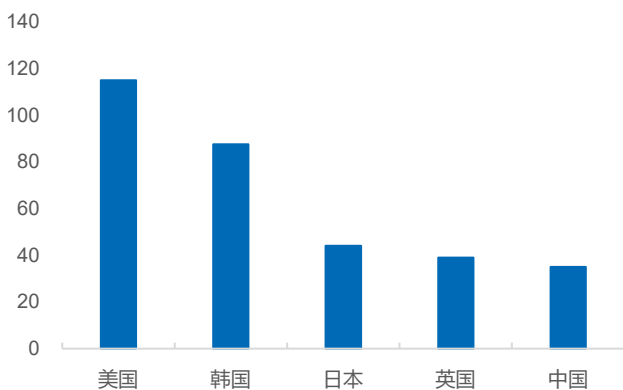
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

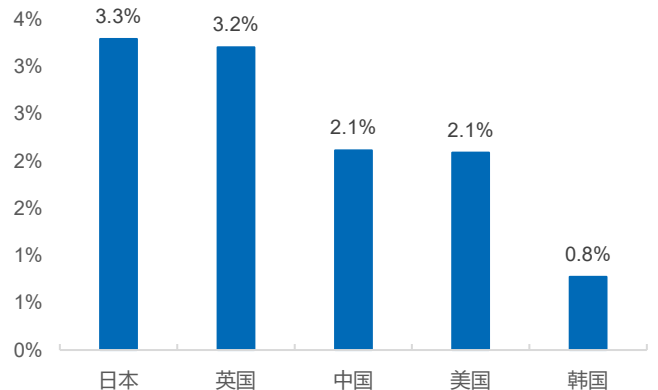
**短期产品升级趋势放缓，长期量价均有提升空间。**我国包装饮用水市场规模在 19 年后增速有所放缓，主要系消费场景受限叠加消费升级受阻，基本依靠量增驱动。但参考国际市场来看量价均有望持续增长，尤其是量的维度看仍较成熟市场国家具备 2~3 倍提升空间。

一方面是包装水代替自来水的饮用习惯有待持续培育，另一方面是健康视角下包装水对碳酸饮料、果汁等饮料具备替代机会。从海外市场人均消费量来看，因英国/日本自来水界定标准为可直接饮用，因此 2023 年人均饮用量较美国、韩国偏低，但仍高于中国（35L/人），而美国、韩国人均饮用量分别达到 115/88L/人，预计我国人均饮用量对标韩国和美国仍有较大提升空间。

图表3：海外市场包装水人均饮用量显著高于我国（单位：人/升）



图表4：19-23 年海外市场包装单价仍具备低个位数增长



来源：欧睿，中经数据，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

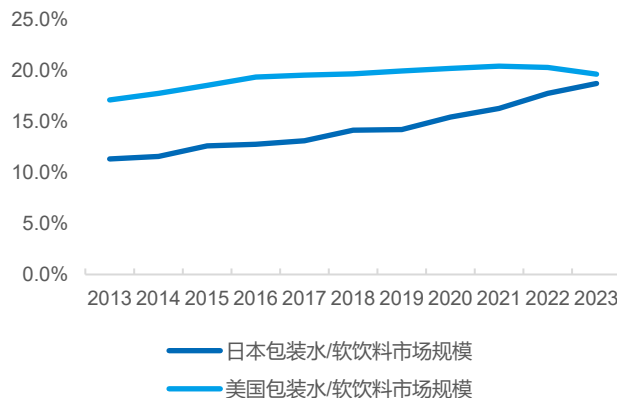
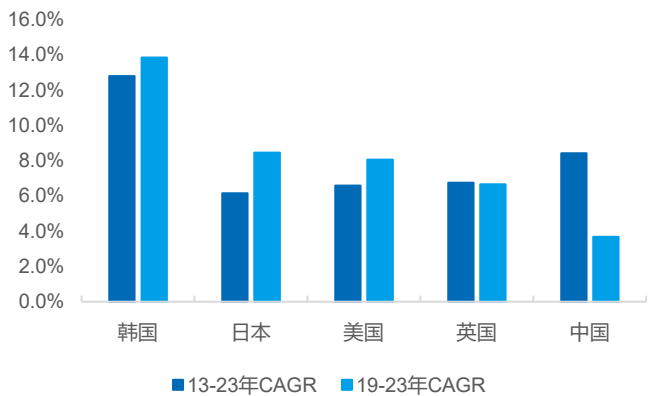




海外市场包装水行业近年来仍具备韧性增长，甚至呈现 19-23 年加速增长趋势，如韩国/日本/美国分别达到 13.9%/8.5%/8.1% 的年复合增速，较此前的 12.8%/6.2%/6.6% 明显提速。我们认为主要系海外市场户外场景放开较早、健康意识提升所致，如美国、日本过去 10 年包装水占比持续提升，而碳酸饮料、果汁占比持续收缩，2013-2023 年日本/美国包装水占比分别提升 2.6/7.4pct。

图表5: 海外市场 19-23 年包装水市场规模增速加快 (单位: 人/升)

图表6: 日本、美国包装水销售额占比持续提升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

根据行业标准划定, 我国包装饮用水被界定为 4 类。其中包括: 1) 饮用纯净水, 以直接来源于地表、地或公共供水系统的水为水源, 并通过蒸馏、电渗析、离子交换和反渗透等技术进行适当净化; 2) 天然水或者天然泉水, 源自于水井、山泉、冰川等, 保留了水中有益的矿物质和为微量元素; 3) 天然矿泉水, 从地深处自然涌出或钻探采集, 含有一定量的矿物质和微量元素; 4) 其他饮用水, 可添人为加一定含量的矿物质。

**特征一: 目前纯净水仍占据主流地位, 但天然水销售占比持续提升。**从性质划分来看, 由于纯净水不受水源地限制、运输成本较低、具备快速批量生产的能力, 因此一直占据行业一半以上份额。据华润饮料招股说明书数据显示, 2023 年纯净水市场零售额约为 1206 亿元, 约占比包装水市场规模 56%, 主流的玩家有华润怡宝、哇哈哈等。

天然水富含有益矿物元素, 有区别于纯净水的健康基因, 因此增速表现更为强劲。公司坚持对消费者进行天然水更健康的相关教育, 加大对水源地的宣传, 走出了差异化发展路线。结合公司招股说明书可得, 2014-2019 年天然水赛道快速扩张, 期间年复合增速为 25%, 远超纯净水赛道 (CAGR 为 13%), 公司作为龙头在此期间持续受益, 据招股说明书数据显示 17-19 年公司水业务收入从 101 亿元增长至 143 亿元, 年复合增速为 19%。

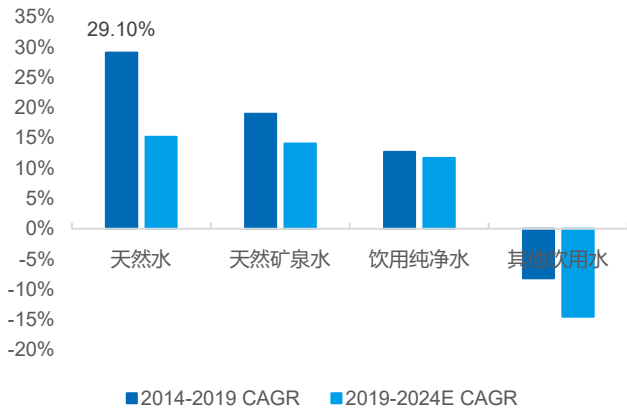
图表7: 纯净水和天然水的具备明显的健康概念差异

名称	定义	优点	代表品牌	价格带
饮用纯净水	来源于地表、地下或公共供水系统, 采用水净化工艺加工制成, 其不含矿物质或微量元素。	硬度较低、口感较好, 不易形成水垢。	娃哈哈, Cestbon, 华润怡宝	2元
天然水或者天然泉水	源自于水井、山泉、水库、湖泊、地下泉水或高山冰川等。	保留了水中原有的对人类有益的矿物质和微量元素 (钾、钙、锌等)	昆仑山, 农夫山泉	昆仑山和农夫普通水分别5元/2元
天然矿泉水	地下深处自然涌出或经钻井采集, 含有特定含量的矿物质或微量元素的水。	矿泉水水质稳定, 并且含有一定量的矿物质和微量元素, 如锌、硒、锶等	百岁山, 农夫山泉	农夫长白雪定价3元
其他饮用水	指除以上分类外的包装饮用水, 可以人工添加一定含量的矿物质。	兼具纯净水和矿泉水的优点	康师傅, 冰露, 纯悦	1元

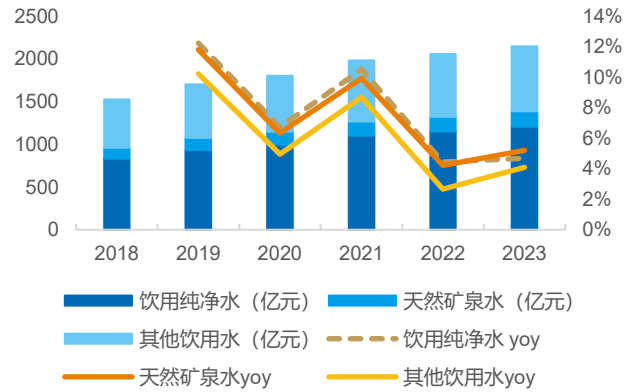
来源: 《食品生产许可分类目录》, 各公司官网, 国金证券研究所



图表8: 14-19年天然水增速表现更为强劲



图表9: 纯净水市场规模约占比包装水的一半



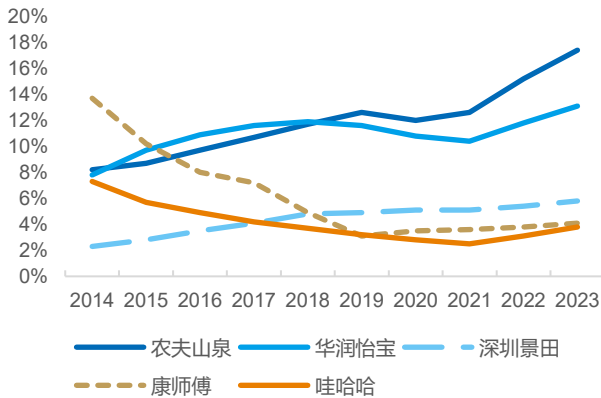
来源: 公司招股说明书 (2020)、国金证券研究所

来源: 灼识咨询, 华润饮料招股说明书 (2024), 国金证券研究所

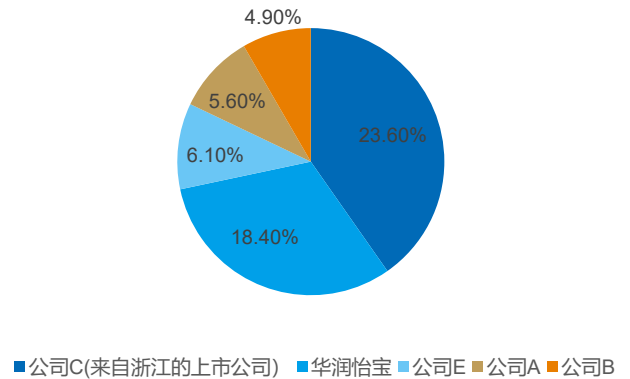
公司自 2000 年起坚持定位“天然、健康”，包装水均取自天然优质水源地，不使用城市自来水、坚持水源地建厂罐装。在消费升级及健康化驱动下，配合公司较强的营销能力和渠道优势，公司市占率持续提升。

据欧睿数据显示，公司以销量计算的市占率自 2018 年超越怡宝，晋升为包装水赛道龙头，随后龙头优势日渐巩固，尤其在 2020 年后拉开较大差距。截至 23 年公司销量市占率为 17.4%；第二名怡宝为 13.1%。据华润饮料招股说明书数据显示，2023 年以销售额计算，公司 C（浙江省上市企业-涉及包装水行业）市占率 23.6%，位居行业第一。

图表10: 公司销量市占率持续提升，18年晋升第一



图表11: 2023年公司销售额市占率位居行业第一



来源: 欧睿, 国金证券研究所

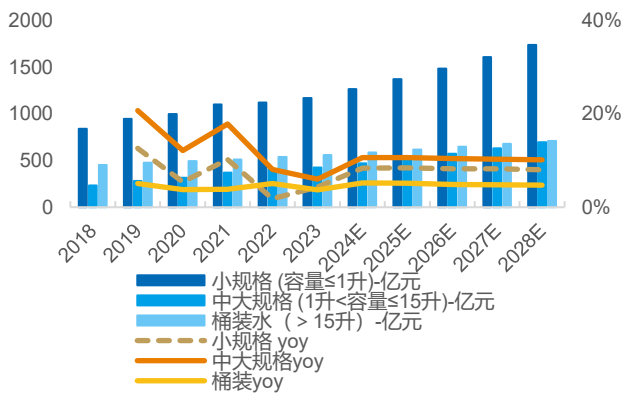
来源: 灼识咨询, 华润怡宝招股说明书 (2024), 国金证券研究所

**特征二: 随着消费场景不断丰富细化, 中大规格水占比逐渐提升。**受益于健康意识提升、家庭小型化趋势延续, 除了外出饮用需求, 包装水亦丰富了在家泡茶、做饭等场景, 显著提升了使用频次及单次用量。近年来中大规格包装水引领行业增长, 据华润饮料招股说明书数据显示, 中大规格(1L~15L)包装水零售额在 2018-2023 年间增速最快, CAGR 为 12.8%, 显著超过行业平均水平 (7.1%), 及小规格包装水 (6.8%)。

除此之外, 包装水功能化、场景化、细分化的趋势仍在延续, 同时也带动了包装水结构升级。公司自 2015 年起陆续推出针对高端会议、泡茶、婴幼儿食用、运动使用场景的包装水, 满足细分人群的功能化需求。如婴幼儿饮用水钠含量小于等于 20mg/L; 含锂型矿泉水帮助人体补充更多微量元素, 锂与人脑神经活动息息相关; 泡茶用天然山泉水电导率在 10-100  $\mu$ s/cm, 适合多类茶叶冲泡; 运动型天然矿泉水则从瓶盖设计上突出单手可开的差异化特征。

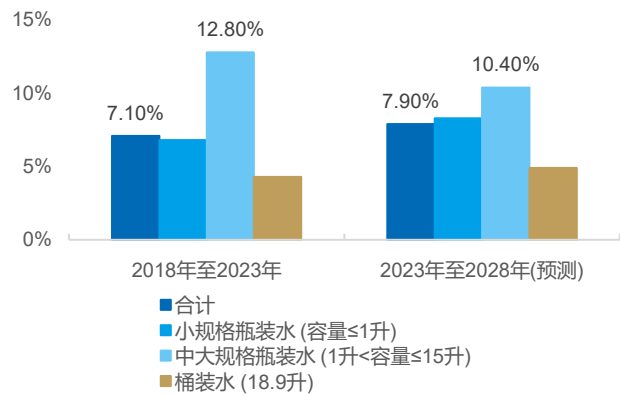


图表12: 18-23年中大规格水增速最快



来源: 灼识咨询, 华润饮料招股说明书, 国金证券研究所

图表13: 18-23年中大规格水年复合增速超10%



来源: 灼识咨询, 华润饮料招股说明书, 国金证券研究所

图表14: 大包装化、功能化趋势延续



来源: 农夫山泉官网、华润饮料招股说明书, 国金证券研究所

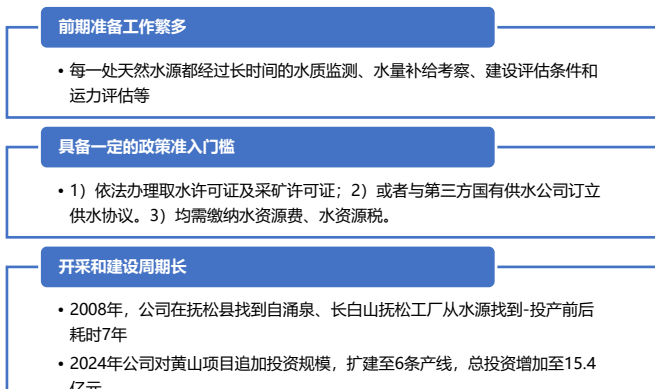
## 1.2 公司核心竞争力: 稀缺资源+渠道强势+品牌营销

### ■ 优势一: 稀缺资源优势

天然水开采需要长周期储备、前期重资金投入, 以及政策准入许可(取水许可证及采矿许可证)。合适的水源地本身较为稀缺, 前期勘探、检测等工序较为复杂, 以2008年为例, 公司在抚松县找到自涌泉, 长白山抚松工厂从水源找到-投产前后耗时7年。公司目前在全国各地具备12处水源地, 相较其他生产天然水的企业具备更为丰厚的水源储备。

自有水源地有以下两点好处: 1) 维持供应链稳定, 有助于树立“优质、天然”的品牌形象。2) 相较于纯净水, 天然水运输距离较长, 因此增强水源地基础建设有利于平衡运营成本、强化全国化布局。一般饮料企业生产-销售辐射半径为500km, 超过这个阈值则可能产生亏损。据公司招股说明书披露17-19年物流及仓储成本占比收入10-13%, 随着收入体量增长逐年下降。华润亦显示20-23年物流及仓储费用约公司营业收入的8-9%。

图表15: 天然水开采周期长、投资额大、有政策壁垒



来源: 公司招股说明书(2020), 公司公告, 国金证券研究所

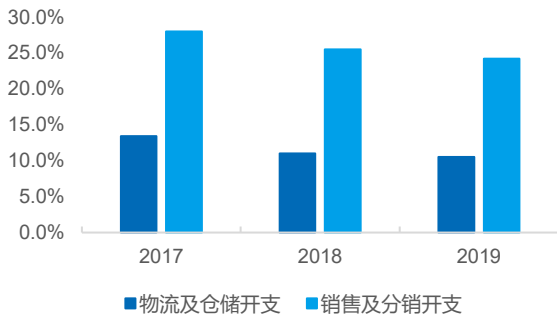
图表16: 公司水源地数量居于行业首位

企业	生产基地
农夫山泉	12个: 浙江千岛湖、湖北丹江口、广东万绿湖、新疆天山玛纳斯、四川峨眉山、吉林长白山、陕西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山、黑龙江大兴安岭、广西大明山、安徽黄山
景田百岁山	6个: 广东罗浮山脉(一、二、三期)、江西益丰清水桥、广东从化鳌峰、成都浦江、意大利加尔达湖、斐济生产基地(建设中)
恒大冰泉	1个: 长白山水源工厂
昆仑山	1个: 青海省昆仑山西大滩矿泉
康师傅	1个: 吉林长白山青龙泉

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

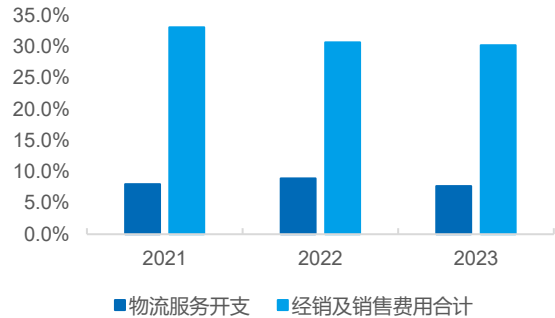


图表17: 17-19年公司销售费用中物流及仓储开支占比 9-11%



来源: 公司招股说明书 (2020), 国金证券研究所

图表18: 华润饮料 21-23 年物流及服务开支占比 7-9%



来源: 华润饮料招股说明书 (2024), 国金证券研究所

■ 优势二: 渠道资源优势

公司经销网络发达,且单位网点产出较高。据招股说明书公告,2019年公司覆盖网点数量总数约为237万,近年来随着产品矩阵补齐和渠道主动下沉,终端网点数量仍在持续增长。复盘来看,公司历史上经历2轮调整,较好地平衡了直营和经销之间的优劣势,有效提升了经销商积极性同时实现对高效把控终端,单位经销商产出处于行业领先水平。

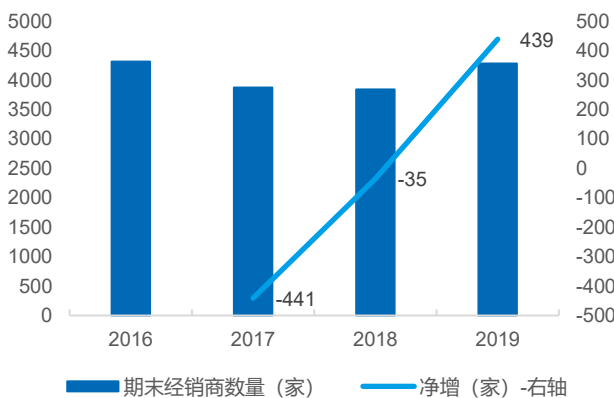
1) 14-15年:公司依照可口可乐搭建直营体系,公司招聘近万名业务员直面市场经营,经销商实际充当了配送员角色,此举有助于精准把控终端。但随之而来的是用工成本高企,组织架构臃肿、业务人员流失率高等问题。

2) 17-19年:公司调整为“大经销商制战略”。在此期间经销商数量得到优化调整,公司17/18年经销商数量分别-441/-35家,直到19年开始恢复正增长。公司以大区为单位,将市场划归至地级经销商旗下。并安排业务员到经销商团队中,帮助经销商更好的精耕细作,同期也给经销商特定的费用支持。

3) 20-至今:公司在潜力市场增加与次级经销商联系。为进一步推动市场下沉,2020年来时公司在乡镇市场同少量有市场潜力的次级经销商签订三方协议,以便公司深入了解下沉市场信息。但次级经销商仍从经销商端进货,公司通过在NCP系统中提报的销售数据了解次级经销商的销售情况。

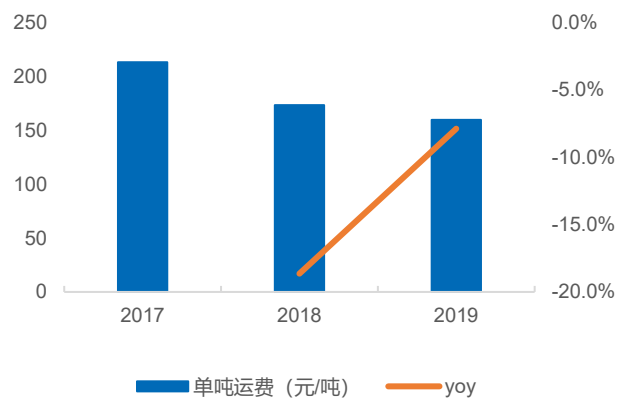
经历此番调整后,公司人员工资支出方面得到明显优化,同时调动了经销商的积极性。因县级以下市场根据自身能力向下拓展,公司不设县级经销商,保证了大商的利益。同时大商可根据当地需求和偏好因地制宜销售产品,配备的业务员给予其经验支持。

图表19: 公司 17-19 年进行经销商体制改革



来源: 公司招股说明书 (2020), 国金证券研究所

图表20: 17-19 年公司单吨运费显著优化



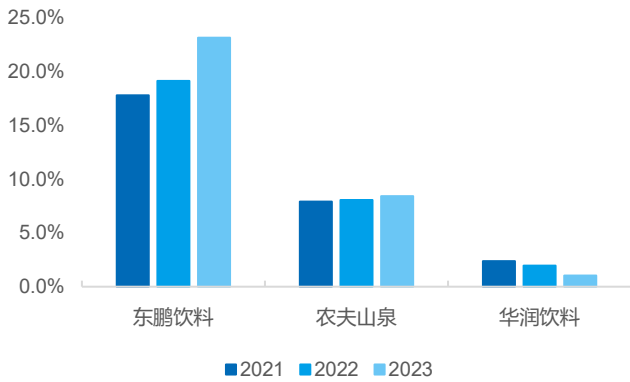
来源: 公司招股说明书 (2020), 国金证券研究所



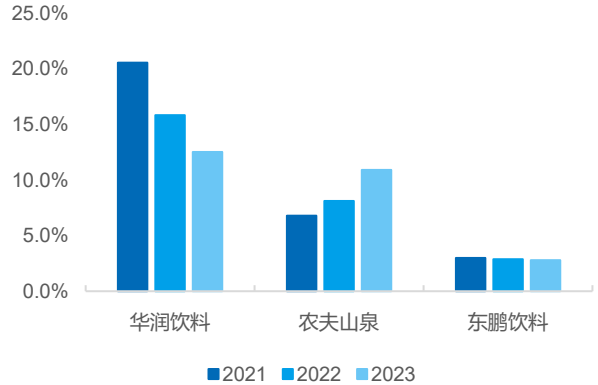


从合同负债及其他应付款拆解细项对比来看，公司对下游经销商的议价能力处于行业中等水平，合同负债/营业收入显著高于华润饮料但低于东鹏饮料。从应付销售折扣+押金等短期对经销商的占款项目占营业收入的比重来看，华润饮料和公司显著高于东鹏，且公司两项指标在 2021-2023 呈现提升趋势，对渠道的议价能力不断增强。

图表21：公司合同负债/营业收入逐年增加



图表22：公司应付销售折扣+押金/营业收入逐年增加



来源：公司招股说明书（2020），国金证券研究所

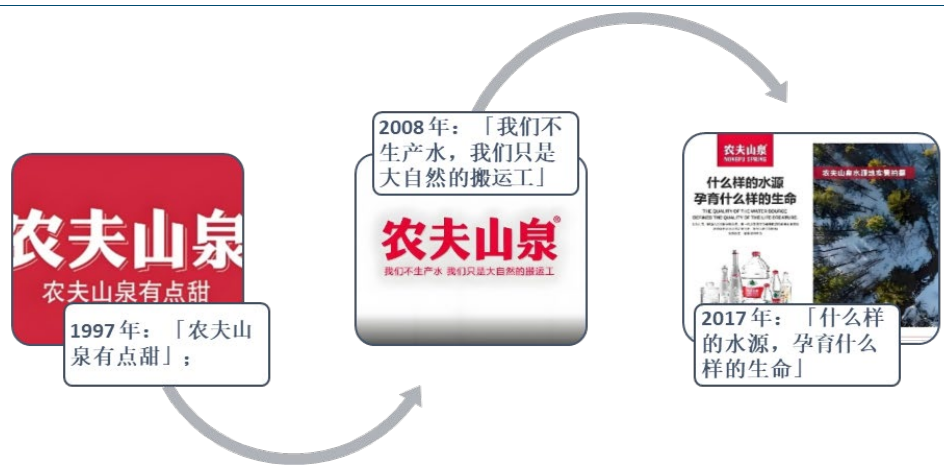
来源：华润饮料招股说明书（2024），国金证券研究所

■ 优势三：品牌强营销

品牌塑造能力强，精准营销卖点。公司借助“农夫山泉有点甜”、“大自然的搬运工”等强化品牌天然、健康调性。2021 年系列微电影「搬运工篇」讲述员工或合作伙伴真实而平凡的日常工作；2023 年推出了「水管篇」广告《越源头，越天然》，展示管道环境和为修建管道克服的艰难险阻，树立「不走捷径、踏实做事」的品牌形象。

由于水本身无色无味，消费者很难对产品感知到差异化，公司在 2000 年、2007 年先后策划了央视广告、“弱碱性水比弱酸性水好”两场“水仗”，突出天然水健康的定位、教育消费者辨别不同类型的水，有效提升了品牌影响力。

图表23：公司广告语定位天然、简单



来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

1.3 如何看待公司推出绿水？

今年 1-2 月公司包装饮用水动销较好，同比增长 19.0%。自 2 月底开始网络上出现大量公司对创始人的舆论攻击和恶意诋毁，导致旺季铺市节点终端动销停滞，而友商业务员借机抢占堆头并进行促销活动，今年上半年公司包装水销售额比-18%，水业务经营利润率同比下滑 4.3pct。我们认为绿水上市有效应对一系列负面报道冲击，同时跨入纯净水赛道对友商施加压力，但对水业务利润率的冲击或将持续 1~2 年。



■ 绿水对报表端影响有多大？

具体假设和测算过程如下：

1、不考虑成本变化假定 2024 年红水毛利率仍为 64%；参考华润怡宝小瓶吨价为 1247 元/吨，则预估红水出厂价约为 16.6 元/箱（24 瓶），成本为 5.98 元/箱。

2、目前绿水在售最低零售价折算为 19.8 元/箱（24 瓶），1）中性条件下，假定加价倍率为 1.5，则估计出厂价为 13.2 元/箱，若成本与红水一致，则绿水毛利率约为 55%。2）极端假设下，绿水加价倍率为 2，则出厂价约为 9.9 元/箱，其毛利率约为 40%。

3、2024H1 公司包装水经营利润率下滑 4.2pct，假定毛利率亦下降 4.3pct。1）结合上述中性条件假设及敏感性测算，我们推测绿水毛利率低于红水 10pct，24H1 销售占比约为 40%。2）极端假设下，绿水毛利率低于红水约 20pct，24H1 销售占比约 20%。

因短期绿水促销活动对价格敏感人群来看，势必对红水造成部分替代，且拉低终端价盘。假定绿水销售额占比达到 50%（出于公司战略考量，仍需维持天然水品牌定位和差异化竞争优势，我们认为绿水销售额占比不会超过 50%），中性假设下测算我们认为其对于水业务全年毛利率的影响约为 5pct。

图表24：包装水业务毛利率敏感性测算

绿水占比对包装水毛利率的影响测算		绿水销售额占比				
		20%	30%	40%	50%	60%
绿水毛利率	59%	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%
	54%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%
	49%	-3%	-5%	-6%	-8%	-9%
	44%	-4%	-6%	-8%	-10%	-12%
	39%	-5%	-8%	-10%	-13%	-15%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

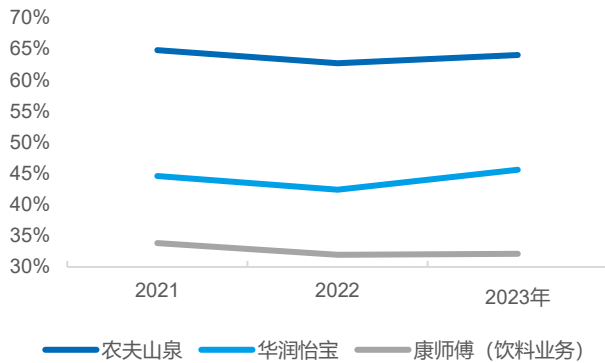
■ 友商是否会全力应对价格战？

通过华润饮料招股说明书可知，其生产模式为“自有工厂+合作伙伴”，因此毛利率/净利率较公司偏低。而参照康师傅公告，旗下主要销售 1 元矿泉水，因此毛利率明显低于怡宝和农夫山泉等 2 元水，净利率层面则差异更大。结合上述测算，我们估计公司绿水毛利率基本与怡宝毛利率接近，且公司净利率处于行业领先水平，21-23 年逐年提升至 28.3%。

另外从《浙商杂志》、《2022 浙商制造业百强榜》等渠道公布的数据可知，哇哈哈 2021 年净利率约 12%。华润饮料招股说明书显示 21-23 年公司净利率逐年提升，但仍处于 10% 以下。在净利率差距悬殊背景下，今年旺季怡宝和哇哈哈并未全力跟进公司的促销策略。

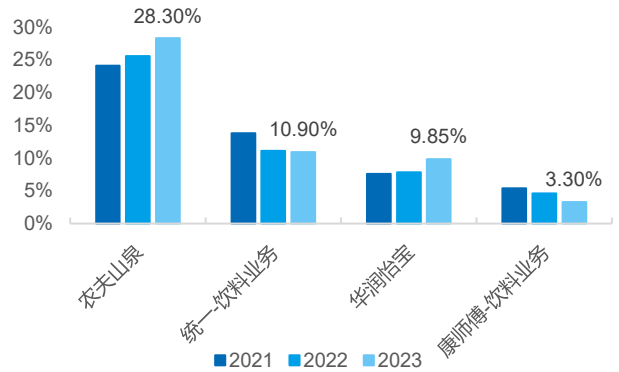
展望后续，我们认为竞对出于净利率提升的诉求和考量（康师傅目前主推 2 元水-喝开水；并在今年对旗下方便面和饮料产品提价），并不会贸然激进推进价格战，公司亦有望稳住此折扣率，中长期大概率不会面临竞争恶化的风险。

图表25：公司包装水业务毛利率处于行业领先水平



来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

图表26：公司整体净利率显著高于同行



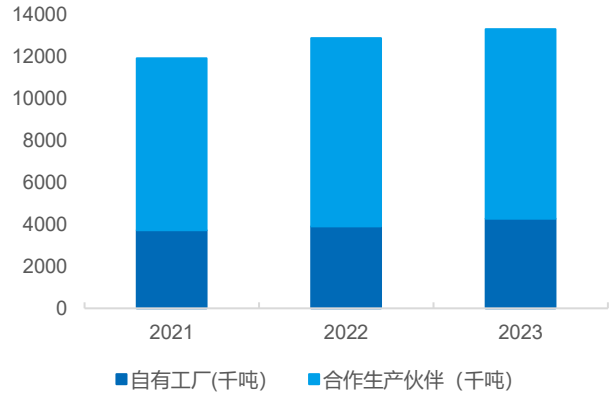
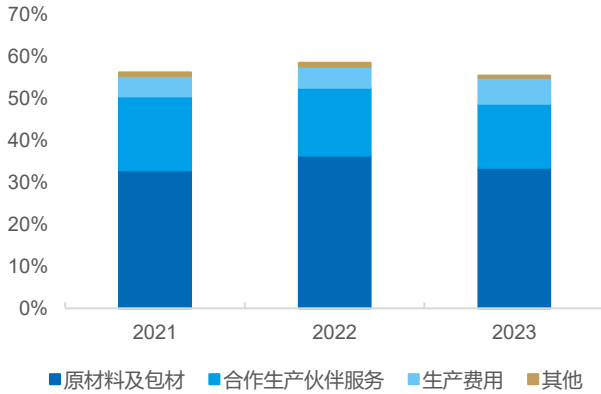
来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所



基于此以上两个问题的回应，我们认为随着市场舆论逐步平息，公司凭借较强的品牌和渠道辐射能力，实现红水市占率修复。而绿水促销力度有望随着市占率修复逐步削弱，但短期可能会通过促销支持等方式保持渠道积极性及绿水的相对价格优势。中长期视角来看，公司有望通过绿水促销打开价格敏感人群的市场，快速进入到纯净水赛道分得一杯羹。

图表27：华润怡宝合作生产伙伴服务支出占比收入约 15%

图表28：2023 年华润怡宝自有产能占比约 32%



来源：华润饮料招股说明书（2024），国金证券研究所

来源：华润饮料招股说明书（2024），国金证券研究所

## 二、茶饮料业务：无糖风潮，大有可为

### 2.1 行业量价同步增长，无糖茶渗透率有望翻倍

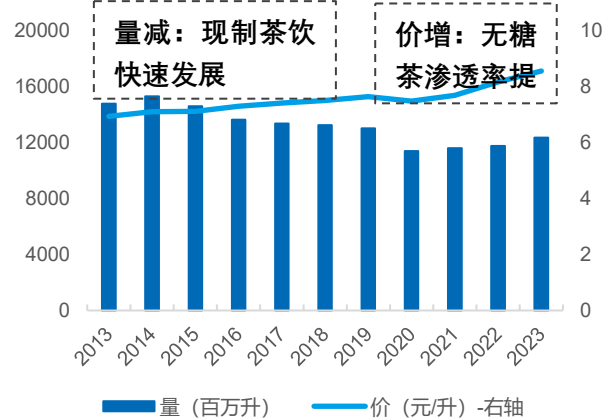
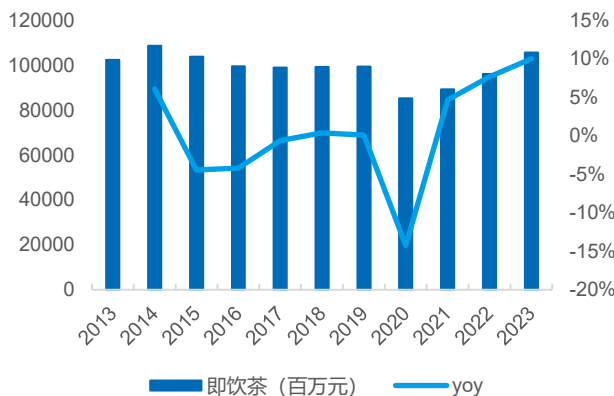
消费者健康认知不断强化，无糖茶驱动即饮茶市场回暖。我国即饮茶市场规模在近 10 年大体保持平稳，零售额在 1000 亿元附近波动，期间经历了量减价增-量稳价增两阶段。

1) 量减价增（2014-2019 年）：伴随着居民消费水平提升及对茶饮新鲜度的追求，现制茶饮品牌不断兴起，消费者对原料、口感、创新更为重视。此阶段现制茶饮市场规模以每年 20%+ 增速快速扩张，而即饮茶受替代产品影响，量的维度 2014-2019 年 CAGR 为 -3.2%。

2) 量稳价增（2020 年-至今）：消费者开始注重健康及品价比。以蜜雪冰城/无糖茶为代表的低价/健康品类快速渗透，有效驱动即饮茶行业重启增长，2020-2023 年我国即饮茶市场量/价分别+2.8%/+4.6%。

图表29：2020 年后我国即饮茶重启增长

图表30：我国即饮茶基本依靠价增驱动



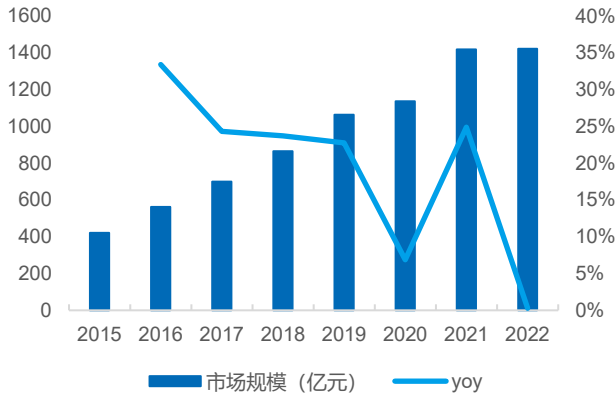
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

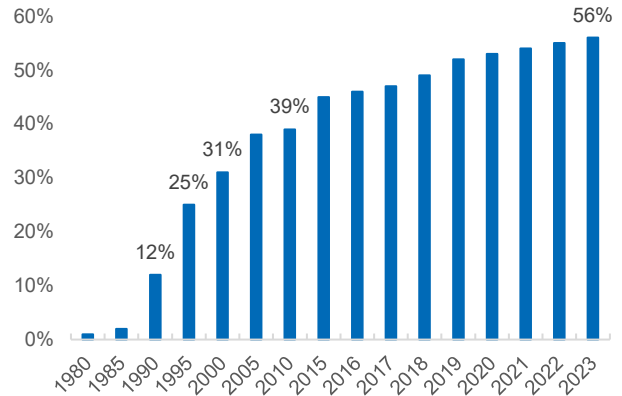


参照海外市场经验，随着肥胖率提升、老龄化加剧等影响，无糖饮料渗透率同步提升。据日本清凉饮料协会数据显示，随着经济总量趋于饱和、人口老龄化趋势加重，1990年起无糖饮料渗透率加速提升，截至2010年无糖饮料渗透率约40%，此后仍保持逐年提升趋势，2023年达到56%。

图表31：2015年-2019年现制茶饮市场快速发展



图表32：日本1990-2010无糖饮料渗透率快速提升



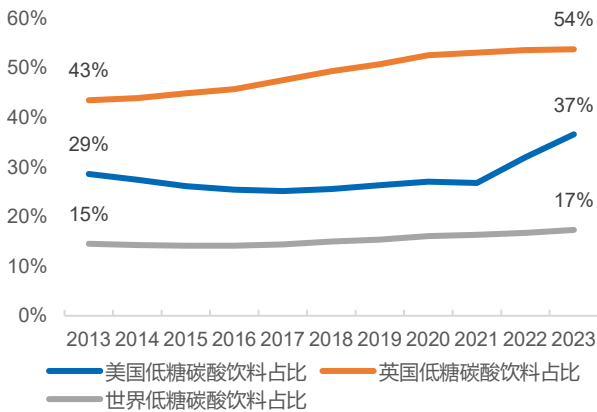
来源：红餐大数据，国金证券研究所

来源：伊藤园年报，日本清凉饮料协会，国金证券研究所

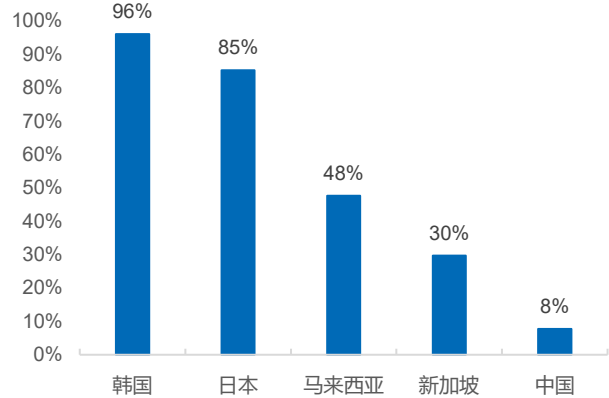
考虑到欧美国家碳酸饮料饮用历史更为悠久，碳酸饮料往往为软饮料第二大消费类目，我们亦观察到发达国家碳酸饮料市场近10年来亦呈现低糖化趋势。据欧睿数据，世界低糖碳酸饮料占比自43%提升至54%，而美国提升更为显著，低糖碳酸饮料渗透率自29%提升至37%，并且在21年开始加速提升。

在无糖茶类目下，对应相似饮茶习惯的东南亚国家，我国无糖化率仍偏低。据亿欧智库数据显示，2022年韩国、日本无糖茶渗透率均处于80%以上，马来西亚、新加坡为30%+，而2022年我国无糖茶渗透率不到10%。

图表33：世界范围内低糖碳酸饮料占比持续提升



图表34：2022年我国无糖茶/即饮茶不足10%



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：亿欧智库，国金证券研究所

现有渗透率测算：马上赢数据显示，2023年东方树叶市占率约65%，23年公司报表销售额约80亿元，则无糖茶出厂规模约120亿元，假定加价倍率为1.5-2，则零售额约180-240亿元，渗透率（占比即饮茶消费市场-23年零售额约1057亿元）约17%-23%。

中长期空间：假定2023-2026年行业增速保持低个位数增速，主要驱动力为人均饮用量提升&产品单价提升（19-23年cagr约1.6%），看好无糖茶在未来3年渗透率持续提升至50%~60%之间，则中性假设下无糖茶市场规模预计达到620亿元，较23年底仍有2~3倍成长空间。公司作为行业龙头，有望凭借品牌、渠道、品价比优势，持续领先行业。





图表35: 中性假设下预计无糖茶未来3年市场规模可达到556~700亿元

无糖茶市场渗透率		茶饮市场未来3年复合增速			
		0%	1%	2%	3%
无糖茶饮渗透率	30%	317	333	350	368
	40%	423	444	467	490
	50%	529	556	584	613
	60%	634	667	700	735
	70%	740	778	817	858
	80%	846	889	934	981
	90%	952	1000	1051	1103

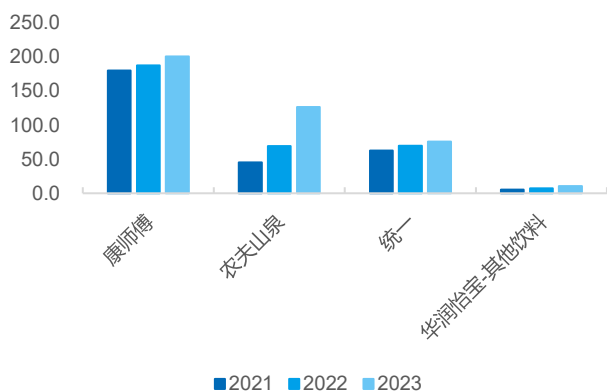
来源: 国金证券研究所

### 2.2 公司核心竞争力: 品牌先发+产业链延申+渠道协同

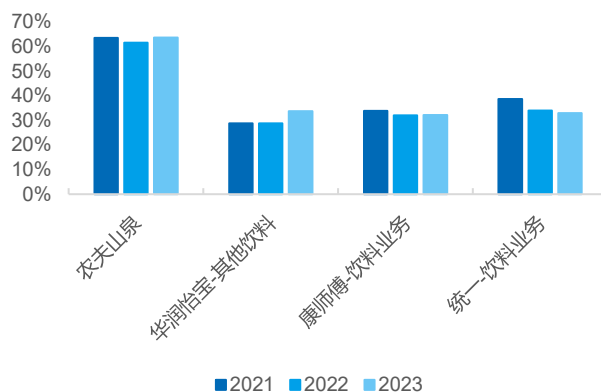
通过与友商对比分析, 公司茶饮料板块毛利率亦处于领先水平。我们认为主要系公司具备以下核心优势:

- 1、品牌先发: 1) 茶π打下较好的基础, 具备一定程度的盈利支撑。2017-2019年茶π销售体量约30个亿(东方树叶尚未走红, 基本依靠茶π贡献), 经营利润率甚至超过包装水。2) 东方树叶早在2011年开始布局, 并以广告资源倾斜投入, 强调品牌中高端调性, 期间持续进行品牌投入和消费者教育长达10年+。
- 2、产业链布局: 茶叶种植、水资源协同, 单品毛利率优秀。1) 2022年公司茶叶加工现代化研发中心落户黄山, 就地取材产、上新具有安徽地域特色、融入徽州茶文化的茶饮料产品。2) 2024年公司先后成立杭州、广西、安徽成立雅叶农业发展有限公司, 经营范围包括茶叶制品生产、初级农产品收购以及发酵过程优化技术研发等。
- 3、渠道协同: 随着公司饮料矩阵日渐丰富, 冰柜、独立货架、宣传物料等资源投放效率提升, 单点产出更高。东方树叶作为引流品, 消费端拉力也使得渠道积极性提升, 原有的水业务渠道优势可以得到复用。

图表36: 公司茶饮料收入超过统一 (单位: 亿元)



图表37: 公司茶饮料业务毛利率处于同行业较高水平



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 我们看好东方树叶市占率持续增长, 主要系以下几大原因:

- 1、竞争对手具备明显短板或者掣肘: 考虑到现有竞争对手布局无糖茶赛道较晚, 三得利为外资品牌 (仅在便利店渠道具备优势、品牌影响力及渠道覆盖度仍偏低)。统一和康师傅等竞争对手渠道能力较强, 但出于其茶饮料大盘更多为有糖茶/奶茶等品类的顾及, 预计不会大规模推广无糖茶品类。因此我们预计未来2~3年维度公司市占率有望维持稳定, 长期视角仍需观察老牌零售商如康师傅、统一等转型动作和销售策略。
- 2、公司产品设计与口味创新处于行业前列: 公司定位中高端茶叶用东方美学广告, 呈现传统中国茶的起源、发展、与西方文明的交融, 赋予产品可琢磨的故事性与场景感。工艺技术上首创透明茶饮包装、研发独有抗氧化技术, 使瓶身透明、茶汤澄透, 兼具稳定性。东

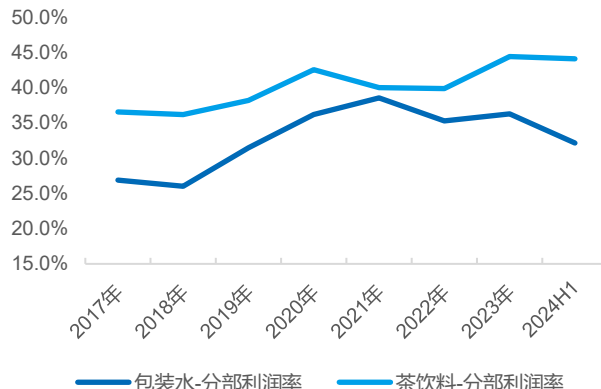
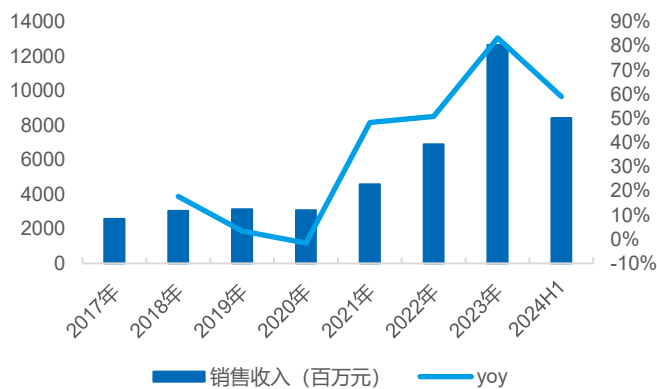


方树叶以中国最经典的几大茶系列为突破口，红茶、乌龙茶、茉莉花茶、绿茶作为基础产品。后续对口味进行融合、推陈出新，如 21 年推出青柑普洱、玄米茶新口味；22 年上线桂花乌龙、龙清明龙井等限定口味。

3、大包装推出后具备显著性价比优势：今年以来为应对外资品牌三得利、部分新兴品牌的市场竞争，公司亦推出大包装产品加大促销力度。据马上赢线下零售数据显示，23H1-24H1 公司市场份额稳中有升。对比市面上产品来看，在旺季便利店活动加持下公司产品具备明显价格优势。与此同时公司茶饮板块利润率并未受到冲击，24H1 茶饮料板块经营利润率同比+1.0pct。我们推测促销费用可能由经销商或者终端进行分摊，主要系其对周转率重视程度大于单品利润。

图表38：2021年起公司茶饮料收入规模快速扩张

图表39：公司茶饮料业务毛利率和分部利润率均较高



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表40：东方树叶在便利店促销活动后单价具备显著性价比

品牌名称	东方树叶	三得利乌龙茶	茉莉花茶	果子熟了	元气森林	茶里王	鹏友饮茶
公司名称	农夫山泉	三得利	康师傅	果子熟了	燃茶	统一	东鹏饮料
零售价 (元)	5 元 500ml	5.5 元 500ml	4 元 500ml	5 元 500ml	5 元 500ml	6.5 元 420ml	4 元 550ml
折合 500ml (元)	5	5.5	4	5	5	7.7	3.6
促销活动力度	3 件 9.9 元	加 1 元得 1 瓶	3 瓶 10.2	任意消费+3.5 元	无	无	开盖赢 1 元换购
折算单价 (元)	3.3	3.3	3.4	3.5	5	7.7	2.3

来源：各品牌官方旗舰店，全家便利店小程序，国金证券研究所

### 三、其他业务：精简品相，差异突围

#### 3.1 公司选择的赛道有什么共性？

复盘公司所布局赛道的特征，1) 千亿大赛道分得一杯羹，如包装水和即饮茶均是千亿元以上规模的细分市场；2) 市场竞争格局较为分散，存在差异化突围机会，如果汁、运动饮料行业赛道规模较小，CR3/CR5 占比在软饮料细分板块偏低。

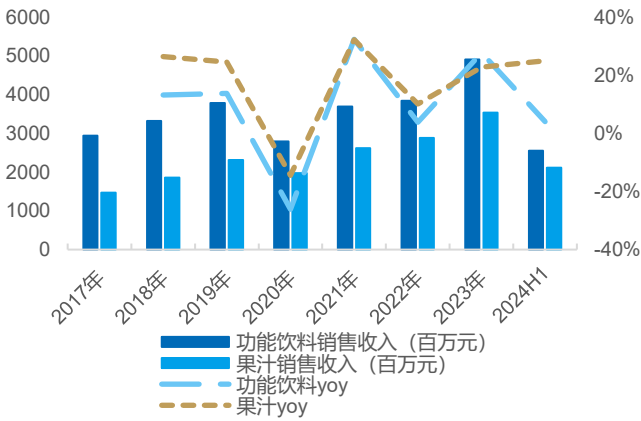
2023 年公司功能饮料/果汁销售额分别为 49/35 亿元，占比收入约 10%。17-23 年收入年复合增速分别为 9%/16%；相较于细分行业具备超额增速。

功能饮料：随着健康概念提升、运动人次增长，过去 10 年行业规模具备高个位数增长。市场竞争格局来看，23 年行业仍以老牌企业健力宝为龙头，元气森林新晋升位居第二，其次是百事佳得乐，CR3 销量及市占率合计约 44%。

果汁饮料：受消费习惯变更影响，过去 10 年我国果汁饮料市场规模持续收缩。市场竞争格局来看，行业 CR3 集中度偏低，可口可乐为行业龙头，23 年市占率仅 11.6%，其次是康师傅和汇源，CR3 销量计市占率仅 36%。

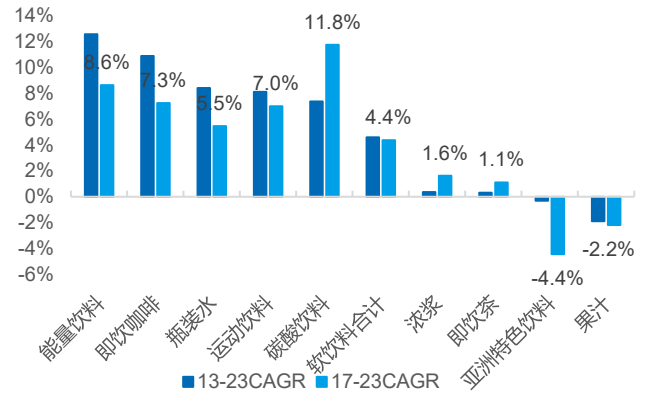


图表41：公司功能饮料和果汁 17-23 年 CAGR 为 9%/16%



来源：公司公告，国金证券研究所

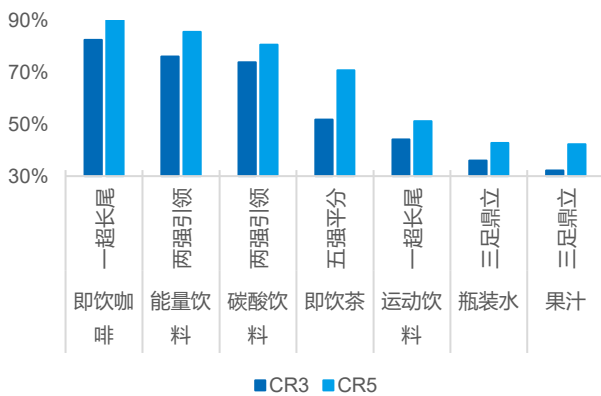
图表42：运动饮料和果汁行业 17-23 年复合增速 7%/-2%



来源：欧睿，国金证券研究所

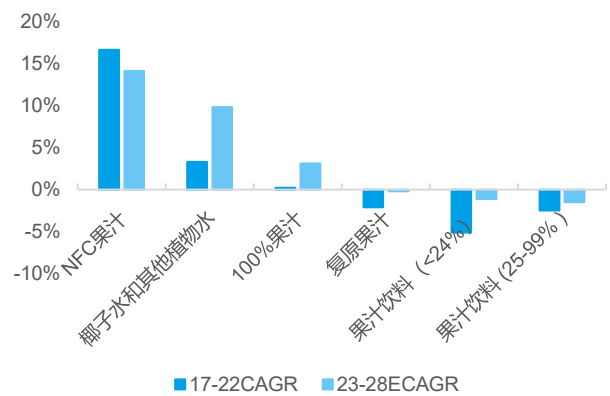
公司擅长抓住行业变化和潜在机会，前瞻性布局新品类、擅借助原有的渠道和品牌优势快速铺市。1) 尽管果汁行业规模近年来持续收缩，但细分 NFC 果汁、椰子水具备结构性增长机会，欧睿预计 23-28 年 NFC、椰子水和其他植物水年复合增速分别为 14%/10%。公司在技术上实现突破，2016 年解决了 NFC 风味和常温无法存储的世界难题，推出了常温 100%NFC 果汁系列。2) 运动饮料方面，公司则抓住电解质饮料红利（受益于突发卫生事件影响迅速独立成一个新品类，21-23 年电解质水行业几乎实现翻倍增长），对尖叫进行创新，2021 年推出“尖叫-专业等渗电解质饮料系列”。

图表43：公司核心布局的赛道集中度偏低



来源：欧睿，国金证券研究所

图表44：NFC 果汁、椰子水新品具备结构性机会



来源：欧睿，国金证券研究所

### 3.2 精简其他品相，聚焦资源实现高效竞争

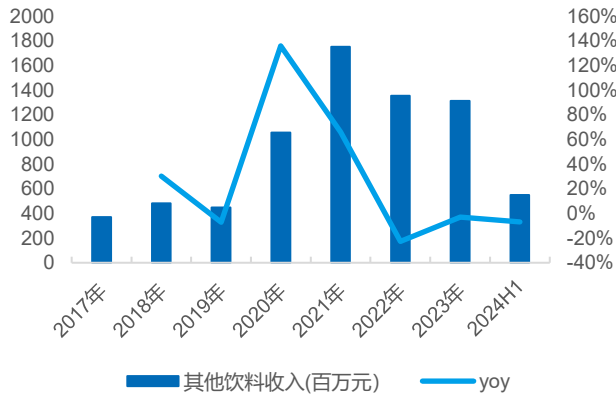
自 2022 年开始，公司其他饮料收入规模持续收缩，截至 2023 年收入合计仅 13 亿元，保留 5 个细分品类，均围绕零糖低糖、零添加天然等方向布局。从利润的角度看，随着公司逐步精简 SKU，减少资源无效投放，其他饮料板块经营利润率不断改善，接近公司整体平均水平，2023 年达到 30%。

我们认为随着健康意识催化、新品类层出不穷，市场竞争日益加剧，持续的产品创新（如元气森林培育的零糖风潮）、或是极致品价比（东鹏补水啦持续超预期）为赶超对手的高效途径。结合行业发展趋势，我们看好即饮咖啡赛道诞生下一个大爆品。

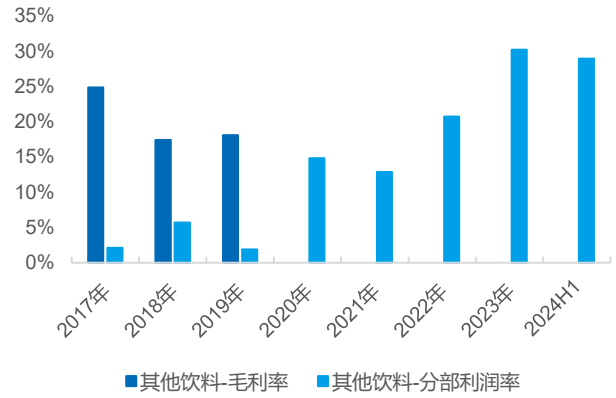
- 1) 美式黑咖具备 0 脂低卡等健康属性，符合当下消费者健康减脂诉求。赛道竞争格局来看，目前仅雀巢一家独大，呈现长尾分部趋势，公司后续有望进行差异化突围。
- 2) 随着现磨咖啡持续培育消费习惯，后续消费者或将转而选择更具性价比的即饮咖啡产品（目前公司黑咖啡定价 9.9 元/900ml），公司作为龙头率先布局&定价优势，有望迎来下一个即饮咖啡风口。



图表45：其他饮料业务逐步精简聚焦



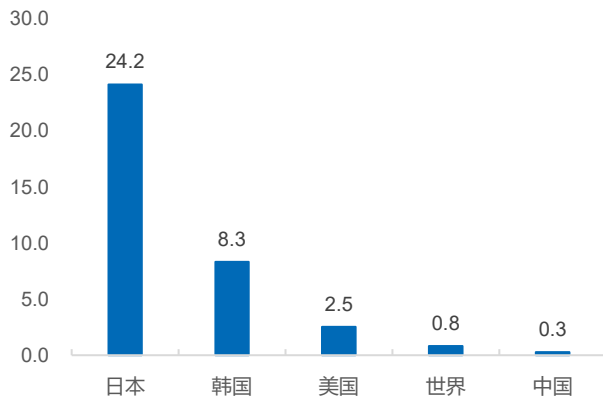
图表46：其他饮料利润率逐步改善



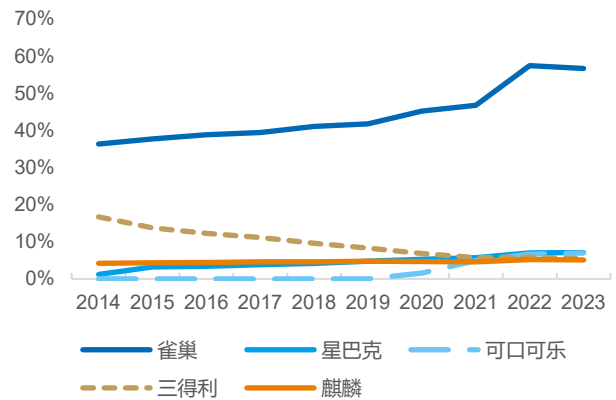
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表47：我国即饮咖啡人均饮用量较低(单位：人/L)



图表48：我国即饮咖啡赛道具备垄断格局



来源：欧睿，中经数据，联合国，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

### 4.1 收入及毛利率预测

整体来看，预计 24-26 年公司收入分别为 449.81/526.62/605.28 亿元，分别同比 +5.4%/17.1%/14.9%。预计 24-26 年公司毛利率分别为 57.8%/58.5%/59.4%。分品类来看：

包装水：24H1 受舆论冲击影响较大，收入下滑 18%。但随着绿水推出+公司天然水定位优势，25-26 年收入端有望逐步修复，保守预计 24-26 年收入端分别-17%/+10%/+9%。毛利率层面，因 24 年具备成本下行红利（PET、纸箱等价格同比下降），但绿水上市促销力度加大，根据前文测算，预计 24 年毛利率下降约 5pct。展望后续预计随着红水动销修复及绿水促销活动收缩，公司整体价盘有望企稳，25-26 年毛利率逐步修复。

茶饮料：随着无糖茶渗透率提升，东方树叶仍有翻倍增长空间，叠加茶口不断出新口味，预计 24-26 年 CAGR 约 30% 增长，预计 24-26 年收入端分别+38%/+28%/+21%。毛利率层面，受益于东方树叶大单品规模效应体现，但同时考虑到大包装产品占比提升，我们预计毛利率持续改善，但改善幅度放缓。

功能饮料：电解质水行业竞争加剧，24H1 仅增长 4%，步入 H2 淡季预计增速放缓。25-26 年预计公司在新品补齐和费用资源倾斜下，保持与行业同步增长，预计 24-26 年收入端分别+3%/+10%/+10%。毛利率层面，24 年主要受益于成本下行毛利率改善，预计 25-26 年受益于产品升级&规模效应持续改善。





果汁饮料：公司具备不同浓度和风味的产品站位，水溶 C、农夫果园、NFC 果汁产品矩阵搭建成型、叠加口味不断上新，我们预计公司持续受益于健康意识提升，提升行业内市占率，预计 24-26 年收入端分别+25%/+20%/+18%。毛利率层面，24 年主要受成本涨价影响，上半年果汁饮料经营利润率 -5.9pct，我们预计上游成本压力缓解，25-26 年逐步修复。

其他饮料：预计公司持续聚焦主业，精简费用投放，其他业务收入小幅收缩。预计 24-26 年收入端分别-6%/-5%/-5%。毛利率层面，受益于成本下行+SKU 精简，24H1 其他饮料经营利润率 +2.1pct 预计毛利率持续提升，有望向公司平均毛利率看齐。

图表49：24-26 年公司分产品收入预测

分产品收入预测	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	29696	33239	42667	44,981	52,662	60,528
yoy	29.8%	11.9%	28.4%	5.4%	17.1%	14.9%
毛利率	59.5%	57.5%	59.6%	57.8%	58.5%	59.4%
Δ毛利率	0.4%	-2.0%	2.1%	-1.8%	0.8%	0.8%
包装水 收入 (百万元)	17058	18263	20262	16,813	18,428	20,166
yoy	22%	7%	11%	-17%	10%	9%
茶饮料产品 收入 (百万元)	4579	6906	12659	17,471	22,412	27,217
yoy	48%	51%	83%	38%	28%	21%
功能饮料产品 收入 (百万元)	3695	3838	4902	5049	5554	6109
yoy	32%	4%	28%	3%	10%	10%
果汁饮料产品 收入 (百万元)	2614	2879	3534	4,416	5,300	6,253
yoy	32%	10%	23%	25%	20%	18%
其他产品 收入 (百万元)	1750	1354	1311	1,232	1,171	1,112
yoy	66%	-23%	-3%	-6%	-5%	-5%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 费率预测

1) 销售费率：考虑到当下行业竞争加剧，且公司潜在培育品类较多。为收复包装水市场份额，且持续加大果汁、功能饮料等品类领先优势。24-26 年需要加大市场促销活动、冰柜及网点陈列等投放力度，预计销售费率提升，分别为 22.0%/22.3%/22.2%。

2) 管理费率：预计延续此前下降趋势，随收入增长被逐年摊薄，24 年管理费率下降主要系包装水业务受损，奖金兑现较少。预计 24-26 年分别为 4.6%/4.5%/4.2%。

3) 研发费率：公司具备前瞻性产品储备，且面临着老品不断迭代更新需求。因此研发费率相对固定，预计稳定在 0.8%左右。

图表50：24-26E 公司三项费率预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	7233	7821	9284	9896	11744	13437
%销售收入	24.4%	23.5%	21.8%	22.0%	22.3%	22.2%
管理费用	1751	1835	2162	2069	2370	2542
%销售收入	5.9%	5.5%	5.1%	4.6%	4.5%	4.2%
研发费用	125	277	349	373	437	502
%销售收入	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

来源：Wind，国金证券研究所



### 4.3 可比公司估值表

预计 24-26 年公司归母净利润分别为 119/140/165 亿元，分别同比-2%/+18%/+18%。对应 EPS 分别为 1.06/1.25/1.47 元/股，对应 PE 为 27x/23x/20x。

由于公司股权结构较为集中、且基本面表现优秀，上市以来公司 PE 估值在 H 股食品饮料板块处于领先水平，且 H 股不存在直接可比的软饮料公司，因此我们选取 A 股及 H 股 5 家软饮料、啤酒龙头作为可比公司。

考虑到公司具备较强的品牌和渠道优势，包装水基本面有望触底回升，茶饮料业务有望维持高速增长。我们给予公司一定的估值溢价，即 25 年 PE 为 30x，对应目标价 40.53 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表51：24-26 年可比公司估值表

所属市场	股票代码	公司	收盘价 (港币/人民币)	EPS (元)					PE (倍)				
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
港股	0322.HK	康师傅控股	11.1	0.47	0.55	0.64	0.70	0.76	22	18	16	15	13
	0220.HK	统一企业中国	7.2	0.28	0.39	0.44	0.48	0.51	24	17	15	14	13
	1876.HK	百威亚太	8.0	0.49	0.46	0.48	0.54	0.58	15	16	15	14	13
	0291.HK	华润啤酒	27.9	1.34	1.59	1.67	1.85	2.03	19	16	15	14	13
A股	605499.SH	东鹏饮料	220.3	3.60	5.10	6.05	7.77	9.70	61	43	36	28	23
	002568.SZ	百润股份	26.2	0.50	0.77	0.76	0.94	1.12	52	34	34	28	23
行业均值									32	24	22	19	16
港股	9633.HK	农夫山泉	31.1	0.76	1.07	1.06	1.25	1.47	38	27	27	23	19

来源：Wind，国金证券研究所（注：康师傅、统一企业中国、百威亚太、华润啤酒盈利预测均采用 wind 一致预期，股价截至 11 月 12 日，汇率采用 1HKD=0.92CNY）

## 五、风险提示

- 市场竞争加剧风险：**假定行业内其他企业为抢占市场份额，以较为激进的方式跟进绿水价格竞争策略，将显著影响公司市占率修复的恢复速度，同时公司可能被迫参与价格竞争，则会对公司利润端造成显著挤压。
- 大单品扩张不及预期风险：**公司旗下具备 2 个百亿级别大单品，同时具备多个超过 30 亿元的大单品，未来公司的增长点仍需依赖其他品类持续扩张、第三曲线蓄力。倘若大单品在全国化的过程中，因竞争加剧或者消费习惯变化导致扩张不及预期，将显著影响公司收入规模增长的速度。
- 市场舆论事件风险：**公司今年上半年受到恶性舆论事件影响，包装水业务收入明显下滑。考虑到公司产品矩阵更加多元化，倘若后续此类声誉风险事件重现，将会对公司收入和利润造成明显冲击。
- 食品安全问题风险：**公司定位“天然、健康”，倘若后续供应链环节出现任何食品安全问题，将会对公司信誉、品牌造成负面冲击，进而影响销售额。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>29,696</b>	<b>33,239</b>	<b>42,667</b>	<b>44,981</b>	<b>52,662</b>	<b>60,528</b>	货币资金	9,066	7,821	3,876	4,129	5,541	8,063	
增长率	29.8%	11.9%	28.4%	5.4%	17.1%	14.9%	应收款项	1,034	1,039	1,242	1,231	1,528	1,628	
<b>主营业务成本</b>	<b>12,040</b>	<b>14,144</b>	<b>17,260</b>	<b>18,996</b>	<b>21,839</b>	<b>24,593</b>	存货	1,809	2,108	3,092	3,240	3,693	3,875	
%销售收入	40.5%	42.6%	40.5%	42.2%	41.5%	40.6%	其他流动资产	5,926	7,393	20,252	22,954	26,155	29,856	
<b>毛利</b>	<b>17,656</b>	<b>19,095</b>	<b>25,407</b>	<b>25,985</b>	<b>30,823</b>	<b>35,935</b>	<b>流动资产</b>	<b>17,836</b>	<b>18,361</b>	<b>28,461</b>	<b>31,554</b>	<b>36,916</b>	<b>43,421</b>	
%销售收入	59.5%	57.4%	59.5%	57.8%	58.5%	59.4%	%总资产	54.2%	46.8%	57.9%	58.2%	60.0%	62.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定投资	12,800	15,398	17,180	19,167	21,050	22,555	
<b>销售费用</b>	<b>7,233</b>	<b>7,821</b>	<b>9,284</b>	<b>9,896</b>	<b>11,744</b>	<b>13,437</b>	%总资产	38.9%	39.2%	35.0%	35.4%	34.2%	32.4%	
%销售收入	24.4%	23.5%	21.8%	22.0%	22.3%	22.2%	无形资产	173	154	162	158	155	152	
<b>管理费用</b>	<b>1,751</b>	<b>1,835</b>	<b>2,162</b>	<b>2,069</b>	<b>2,370</b>	<b>2,542</b>	<b>非流动资产</b>	<b>15,060</b>	<b>20,893</b>	<b>20,676</b>	<b>22,659</b>	<b>24,640</b>	<b>26,242</b>	
%销售收入	5.9%	5.5%	5.1%	4.6%	4.5%	4.2%	%总资产	45.8%	53.2%	42.1%	41.8%	40.0%	37.7%	
<b>研发费用</b>	<b>125</b>	<b>277</b>	<b>349</b>	<b>373</b>	<b>437</b>	<b>502</b>	<b>资产总计</b>	<b>32,896</b>	<b>39,255</b>	<b>49,137</b>	<b>54,213</b>	<b>61,556</b>	<b>69,663</b>	
%销售收入	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	短期借款	2,500	2,425	3,121	2,721	2,521	2,421	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>8,709</b>	<b>9,417</b>	<b>13,860</b>	<b>13,847</b>	<b>16,473</b>	<b>19,653</b>	应付款项	1,153	1,425	1,770	1,622	2,143	1,956	
%销售收入	29.3%	28.3%	32.5%	30.8%	31.3%	32.5%	其他流动负债	7,936	10,751	14,986	16,778	19,116	21,972	
<b>财务费用</b>	<b>-278</b>	<b>-547</b>	<b>-892</b>	<b>-961</b>	<b>-978</b>	<b>-1,012</b>	流动负债	11,589	14,601	19,877	21,121	23,780	26,348	
%销售收入	-0.9%	-1.6%	-2.1%	-2.1%	-1.9%	-1.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	566	569	690	690	690	690	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	12,154	15,171	20,566	21,810	24,470	27,038	
<b>营业利润</b>	<b>8,976</b>	<b>9,958</b>	<b>14,747</b>	<b>14,801</b>	<b>17,445</b>	<b>20,659</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>20,742</b>	<b>24,084</b>	<b>28,571</b>	<b>32,403</b>	<b>37,086</b>	<b>42,625</b>	
营业利润率	30.2%	30.0%	34.6%	32.9%	33.1%	34.1%	其中：股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	未分配利润	19,617	22,957	27,444	31,277	35,959	41,498	
<b>税前利润</b>	<b>9,354</b>	<b>11,050</b>	<b>15,688</b>	<b>15,431</b>	<b>18,225</b>	<b>21,479</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
利润率	31.5%	33.2%	36.8%	34.3%	34.6%	35.5%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>32,896</b>	<b>39,255</b>	<b>49,137</b>	<b>54,213</b>	<b>61,556</b>	<b>69,663</b>	
<b>所得税</b>	<b>2,193</b>	<b>2,555</b>	<b>3,609</b>	<b>3,549</b>	<b>4,192</b>	<b>4,940</b>	<b>比率分析</b>		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税率	23.4%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	<b>每股指标</b>							
<b>净利润</b>	<b>7,162</b>	<b>8,495</b>	<b>12,079</b>	<b>11,882</b>	<b>14,033</b>	<b>16,539</b>	每股收益	0.64	0.76	1.07	1.06	1.25	1.47	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	1.84	2.14	2.54	2.88	3.30	3.79	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>7,162</b>	<b>8,495</b>	<b>12,079</b>	<b>11,882</b>	<b>14,033</b>	<b>16,539</b>	每股经营现金净流	1.01	1.07	1.54	1.32	1.56	1.82	
净利率	24.1%	25.6%	28.3%	26.4%	26.6%	27.3%	每股股利	0.45	0.68	0.75	0.80	0.80	0.80	
<b>现金流量表(人民币 百万)</b>							<b>回报率</b>							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	34.53%	35.27%	42.28%	36.67%	37.84%	38.80%	
<b>净利润</b>	<b>7,162</b>	<b>8,495</b>	<b>12,079</b>	<b>11,882</b>	<b>14,033</b>	<b>16,539</b>	总资产收益率	21.77%	21.64%	24.58%	21.92%	22.80%	23.74%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	28.69%	27.31%	33.67%	30.36%	32.03%	33.59%	
<b>非现金支出</b>	<b>178</b>	<b>-350</b>	<b>-605</b>	<b>-513</b>	<b>-675</b>	<b>-721</b>	<b>增长率</b>							
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	29.81%	11.93%	28.36%	5.42%	17.08%	14.94%	
<b>营运资金变动</b>	<b>1,682</b>	<b>1,409</b>	<b>3,199</b>	<b>1,504</b>	<b>2,109</b>	<b>2,385</b>	EBIT 增长率	31.70%	8.13%	47.18%	-0.09%	18.97%	19.31%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11,400</b>	<b>12,042</b>	<b>17,305</b>	<b>14,800</b>	<b>17,597</b>	<b>20,511</b>	净利润增长率	35.71%	18.62%	42.19%	-1.63%	18.10%	17.86%	
<b>资本开支</b>	<b>-2,488</b>	<b>-4,352</b>	<b>-4,863</b>	<b>-3,910</b>	<b>-4,010</b>	<b>-3,810</b>	总资产增长率	27.21%	19.33%	25.17%	10.33%	13.54%	13.17%	
<b>投资</b>	<b>-2,861</b>	<b>-5,207</b>	<b>-9,480</b>	<b>-2,700</b>	<b>-3,300</b>	<b>-3,800</b>	<b>资产管理能力</b>							
其他	33	133	59	630	780	820	应收账款周转天数	5.1	5.2	4.3	4.2	4.1	4.0	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,316</b>	<b>-9,426</b>	<b>-14,284</b>	<b>-5,980</b>	<b>-6,530</b>	<b>-6,790</b>	存货周转天数	54.0	49.9	54.2	60.0	57.1	55.4	
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>-154</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	30.4	32.8	33.3	32.1	31.0	30.0	
<b>债权募资</b>	<b>18</b>	<b>-157</b>	<b>615</b>	<b>-400</b>	<b>-200</b>	<b>-100</b>	固定资产周转天数	153.9	152.7	137.4	145.4	137.5	129.7	
其他	-1,912	-5,059	-7,637	-8,117	-9,405	-11,099	<b>偿债能力</b>							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,893</b>	<b>-5,370</b>	<b>-7,022</b>	<b>-8,517</b>	<b>-9,605</b>	<b>-11,199</b>	净负债/股东权益	-29.92%	-20.04%	-0.23%	-9.93%	-21.11%	-32.73%	
<b>现金净流量</b>	<b>4,132</b>	<b>-2,367</b>	<b>-3,945</b>	<b>253</b>	<b>1,412</b>	<b>2,522</b>	EBIT 利息保障倍数	-31.4	-17.2	-15.5	-14.4	-16.8	-19.4	
							资产负债率	36.95%	38.65%	41.85%	40.23%	39.75%	38.81%	

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究