

农夫山泉 (09633.HK)

秉承长期主义，龙头底色不改

买入 (首次)

2025年04月10日

证券分析师 苏毓

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

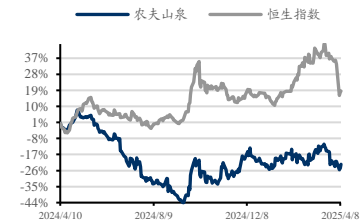
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 42916 | 42896 | 49488 | 55217 | 60807 |
| 同比(%) | 28.13 | (0.05) | 15.37 | 11.58 | 10.12 |
| 归母净利润 (百万元) | 12079 | 12123 | 14148 | 15976 | 17849 |
| 同比(%) | 42.19 | 0.36 | 16.70 | 12.92 | 11.72 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.07 | 1.08 | 1.26 | 1.42 | 1.59 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 29.20 | 29.09 | 24.93 | 22.08 | 19.76 |

股价走势



投资要点

- **引言:** 本轮价格竞争是龙头基于份额增长的诉求主导, 回溯来看, 过往价格战结果多为龙头在价格竞争和份额提升中获得动态博弈平衡, 我们认可公司在低景气度时推出绿水收割份额, 中长期视角下, 包装水渗透率仍有提升空间、饮料细分赛道景气延续, 产品推新培育、渠道网络布局、品牌心智占领仍是竞争胜负手, 看好公司作为优质龙头中长期价值。
- **中国软饮龙头, 包装水+饮料双引擎发展。** 农夫山泉于1996年成立, 为中国软饮龙头之一、全球第二大包装饮用水企业, 目前已布局包装水、茶饮料、功能饮料、果汁等多个品类, 实现双轮驱动发展。2018~2023年营收CAGR约为16%, 净利润CAGR约27%。
- **护城河稳固, 经营底气足。** 1) **供应链: 水源地先发布局, 产能技术领先。** 截至24年末有12个优质水源地, 产能就近区域供应, 截至2020年5月, 拥有12个生产基地, 总计144条包装水及饮料生产线、7条鲜果榨汁线和7条鲜果生产线。2) **产品端: 差异化布局, 构建多品类立体矩阵。** 2024年包装水/饮料业务收入占比37%/63%; ①**包装饮用水为基本盘:** 坚持“天然、健康”品牌核心理念, 针对多元化需求, 持续丰富产品矩阵(包装/内容物升级、规格裂变等), 巩固市场地位。②**饮料业务打造第二发展引擎:** 多元品牌布局景气赛道, 含糖、无糖两手抓, 东方树叶24年零售额已突破百亿元, 市占率50%+, 并积极布局NFC果汁/即饮咖啡/运动饮料等高景气赛道。3) **品牌端: 差异化营销理念, 有效占领消费者心智。** 持续迭代品牌广告语、传播主题, 巩固“绿色、天然、健康”品牌定位, 并通过明星代言、体育营销、合作联名等吸引年轻人, 提升品牌力。4) **渠道端: 因时而进, 纵深布局。** 截至2020年5月通过4454名经销商覆盖243余万家终端, 我们预计24年终端数量300余万家, 80万终端配有品牌形象冰柜, 提升品牌展示和货架份额。
- **行业天空海阔, 龙头稳步向前。** 1) **基本盘: 包装水刚需高频, 渗透率仍处提升通道。** 2018年~2023年中国包装水市场规模CAGR约7%, 横向对比看, 23年我国人均饮用量显著低于美日韩, 伴随场景扩容及人均消费量提升, 市场规模仍有增长空间。2) **饮料市场稳定扩张, 细分赛道景气延续。** 根据灼识咨询, 2018-2023年中国饮料市场规模CAGR为4.0%, 受消费者健康观念影响, 无糖茶实现快速增长, 2018~2023年市场规模CAGR近30%, 横向对比看, 24年无糖茶渗透率从7.7%提升至15.2%, 但仍远低于日韩, 伴随需求转变(无糖茶已从“解渴替代品”升级为“健康生活方式标配”)、消费群体扩容, 渗透率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计2025~2027年营收495、552、608亿元, 同比+15.4%、11.6%、10.1%, 归母净利润141.5、159.8、178.5亿元, 同比+16.7%、12.9%、11.7%, 对应PE为25/22/20倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险、行业竞争加剧风险、舆情持续发酵风险。

市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 33.80 |
| 一年最低/最高价 | 23.55/48.80 |
| 市净率(倍) | 11.77 |
| 港股流通市值(百万港元) | 170,171.72 |

基础数据

| | |
|-----------|-----------|
| 每股净资产(元) | 2.87 |
| 资产负债率(%) | 39.26 |
| 总股本(百万股) | 11,246.47 |
| 流通股本(百万股) | 5,034.67 |

相关研究

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 引言 | 5 |
| 2. 中国软饮龙头，包装水+饮料双引擎发展..... | 6 |
| 2.1. 秉承长期主义，极致品质主义打造饮料王国..... | 6 |
| 2.2. 业绩稳健增长，双擎驱动彰显韧性..... | 8 |
| 3. 天然水护城河稳固，经营底气足 | 11 |
| 3.1. 供应链：布局超前，产业深耕..... | 11 |
| 3.2. 产品端：以水为基，茶饮崛起..... | 17 |
| 3.3. 品牌端：天然水更健康，心智强占有..... | 21 |
| 3.4. 渠道端：因时而进，纵深布局..... | 23 |
| 4. 行业天空海阔，龙头稳步向前 | 28 |
| 4.1. 基本盘：包装水刚需高频，市场规模稳步扩张..... | 28 |
| 4.1.1. 市场概况：量价齐升，市场规模突破 2000 亿元..... | 28 |
| 4.1.2. 格局演绎：龙头韧性足，份额渐修复..... | 32 |
| 4.2. 第二引擎：茶饮先行，果汁待放..... | 35 |
| 5. 盈利预测及估值 | 40 |
| 6. 风险提示 | 42 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2: 股权结构图..... | 6 |
| 图 3: 营业收入、归母净利润及 yoy..... | 8 |
| 图 4: 公司各项盈利指标..... | 8 |
| 图 5: 公司近年分业务收入（百万元）及总营收 yoy..... | 9 |
| 图 6: 公司近年各业务收入占比情况..... | 9 |
| 图 7: 公司各业务复合增速..... | 9 |
| 图 8: 公司近年来分业务收入同比增速..... | 9 |
| 图 9: 农夫山泉信丰工厂..... | 12 |
| 图 10: 2024 年春节 17.5° 鲜榨橙汁在山姆热销..... | 12 |
| 图 11: 水源地及工厂分布..... | 13 |
| 图 12: 销售费用拆分..... | 13 |
| 图 13: 研发模式..... | 16 |
| 图 14: 质控体系..... | 16 |
| 图 15: 研发费用率对比..... | 16 |
| 图 16: 公司各规格产品情况..... | 18 |
| 图 17: 公司针对细分需求推出产品..... | 18 |
| 图 18: 东方树叶产品创新逻辑..... | 19 |
| 图 19: 早期推出的尖叫口味..... | 20 |
| 图 20: 2021 年推出等渗系列..... | 20 |
| 图 21: “农夫山泉有点甜”..... | 22 |
| 图 22: 公司广告语变化..... | 22 |
| 图 23: 24 年公司赞助《喜人奇妙夜》..... | 22 |
| 图 24: Chnbrand 中国品牌力指数得分（分）..... | 22 |
| 图 25: 公司销售费用及费用率（亿元，%）..... | 23 |
| 图 26: 饮料企业 2024 年销售费率对比..... | 23 |
| 图 27: 农夫山泉渠道变迁历程..... | 24 |
| 图 28: 农夫山泉自助售货机等智能零售终端..... | 25 |
| 图 29: 农夫山泉芝麻店..... | 25 |
| 图 30: 2024 年主要包装水渠道利润链拆分..... | 25 |
| 图 31: 农夫山泉近年经销商数量（个）、单商均收情况..... | 26 |
| 图 32: 同行业公司经销商近年单商均收对比（万元）..... | 26 |
| 图 33: 农夫山泉渠道管理模式..... | 27 |
| 图 34: 包装水分品类市场规模及增速..... | 28 |
| 图 35: 包装水分规格市场规模（十亿元）及增速..... | 29 |
| 图 36: 中国包装水市场量价增速拆分..... | 30 |
| 图 37: 包装水品牌提价情况梳理..... | 30 |
| 图 38: 美国包装水和碳酸饮料年人均消费量（L）..... | 30 |
| 图 39: 各国/地区瓶装水年人均饮用量变化（L）..... | 30 |
| 图 40: 独居人口数量增加有望推动家庭大包装用水..... | 32 |
| 图 41: 2020 年中国包装水各消费场景分布..... | 32 |
| 图 42: 包装水各品类市场格局..... | 33 |

| | | |
|-------|--|----|
| 图 43: | 公司推出绿瓶纯净水切入纯净水赛道..... | 34 |
| 图 44: | 绿瓶水对毛利率影响敏感性测算..... | 34 |
| 图 45: | 公司纯净水与天然水卖点差异..... | 34 |
| 图 46: | 2023 年纯净水市场竞争格局..... | 34 |
| 图 47: | 即饮软饮市场规模..... | 35 |
| 图 48: | 即饮软饮各子板块规模复合增速及预期..... | 35 |
| 图 49: | 茶饮料市场规模及增速（十亿元，%）..... | 36 |
| 图 50: | 茶饮料市场格局（销量口径，%）..... | 36 |
| 图 51: | 2024 年末公司主要茶饮料产品..... | 36 |
| 图 52: | 无糖茶行业规模及增速..... | 37 |
| 图 53: | 2022 年各国无糖茶市场渗透率对比..... | 37 |
| 图 54: | 茶饮各品牌近年市占率（销量口径，%）变动..... | 37 |
| 图 55: | 无糖茶 2023 年市场格局..... | 37 |
| 图 56: | 我国健身爱好者人数变化..... | 37 |
| 图 57: | 我国健身人群数量及渗透率..... | 37 |
| 图 58: | 公司主要功能饮料产品..... | 38 |
| 图 59: | 我国果汁饮料市场规模情况（十亿元，%）..... | 38 |
| 图 60: | 公司近年果汁饮料营收业务情况..... | 38 |
| 图 61: | 公司主要果汁饮料产品..... | 39 |
| 表 1: | 公司管理层情况..... | 7 |
| 表 2: | 2021 年股权激励计划及实施情况..... | 8 |
| 表 3: | 主要公司 ROE 杜邦分析（单位：%，倍）..... | 10 |
| 表 4: | 主要品牌水源地对比..... | 11 |
| 表 5: | 2024 年公司加码云南茶叶投资..... | 12 |
| 表 6: | 农夫山泉与华润饮料产能对比..... | 13 |
| 表 7: | 产能情况..... | 14 |
| 表 8: | 公司在建工程梳理..... | 15 |
| 表 9: | 公司研发人员数量及学历分布对比..... | 16 |
| 表 10: | 研发模式对比..... | 16 |
| 表 11: | 产品矩阵..... | 17 |
| 表 12: | 核心饮料产品卖点..... | 21 |
| 表 13: | 专属经销制下各主体任务划分..... | 24 |
| 表 14: | 农夫山泉经销商总数及其变动（截至 12 月 31 日止年度，单位：名）..... | 24 |
| 表 15: | 主要包装水企业渠道情况对比..... | 26 |
| 表 16: | 包装水分类..... | 28 |
| 表 17: | 包装水市场规模分场景增量测算..... | 31 |
| 表 18: | 瓶装水与饮料行业对比..... | 35 |
| 表 19: | 农夫山泉盈利预测..... | 40 |
| 表 20: | 可比公司估值表..... | 41 |

1. 引言

“以质取胜”长期主义践行者。2018年~2023年农夫山泉营收CAGR约16%，净利润CAGR约27%，快速增长是公司战略定力（坚守天然水赛道）、技术创新（水源与工艺壁垒）与用户洞察（健康化、场景化）的共振，从千岛湖到长白山的水源卡位战，到渗透全国280万家终端零售点的“毛细血管”渠道，再到东方树叶、茶π等爆品矩阵对用户心智的持续占领，农夫山泉凭借其二十余年构筑的深厚护城河体系，在包装水、茶饮料等核心业务领域取得显著的竞争优势，逐渐成长为饮料龙头。

2024年公司业绩增速因舆情事件等因素受到负面冲击，压力之下，公司积极澄清回应公众，维护品牌形象，同时调整竞争策略，推出绿瓶纯净水作为红瓶水的补充，凭借扎实的渠道基础铺货后逐步助推市场份额修复。站在当前时点，市场对公司盈利能力及中长期成长空间存在分歧，我们认为：

- 1) 本轮价格竞争是龙头基于份额增长的诉求主导，过往行业价格战收尾一般为中小厂商/地方品牌出清、龙头在价格竞争和份额提升中获得动态博弈平衡（龙头利润率优势明显，降价可以带来明显的洗牌效应），公司秉承长期主义，产品打造、渠道建设、消费者培育一以贯之，竞争优势依旧，份额有望逐步修复企稳，且饮料业务收入占比持续提升下，绿水对利润率影响有望边际削弱。
- 2) 短期波动不影响行业长期增长逻辑，中长期看，包装水渗透率仍有提升空间，饮料细分赛道景气延续，产品推新及培育、渠道网络布局、品牌心智占领仍是行业竞争胜负手，看好公司作为优质龙头的中长期价值。

2. 中国软饮龙头，包装水+饮料双引擎发展

2.1. 秉承长期主义，极致品质主义打造饮料王国

包装水业务起家，产品版图日臻完善，成功打造饮料龙头。1996年钟睺睺创立新安江养生堂饮用水有限公司，1997年第一款4L装农夫山泉包装饮用水上市，公司开始深耕包装水赛道，打造包装水品牌，2001年正式更名为“农夫山泉股份有限公司”，2003年公司推出果汁饮料产品“农夫果园”、2004年推出运动饮料尖叫、2011年推出无糖茶产品东方树叶，逐步拓展饮料产品矩阵，目前公司已经布局包装水、茶饮料、功能饮料、果汁等多个品类，实现包装水+饮料双轮驱动发展。

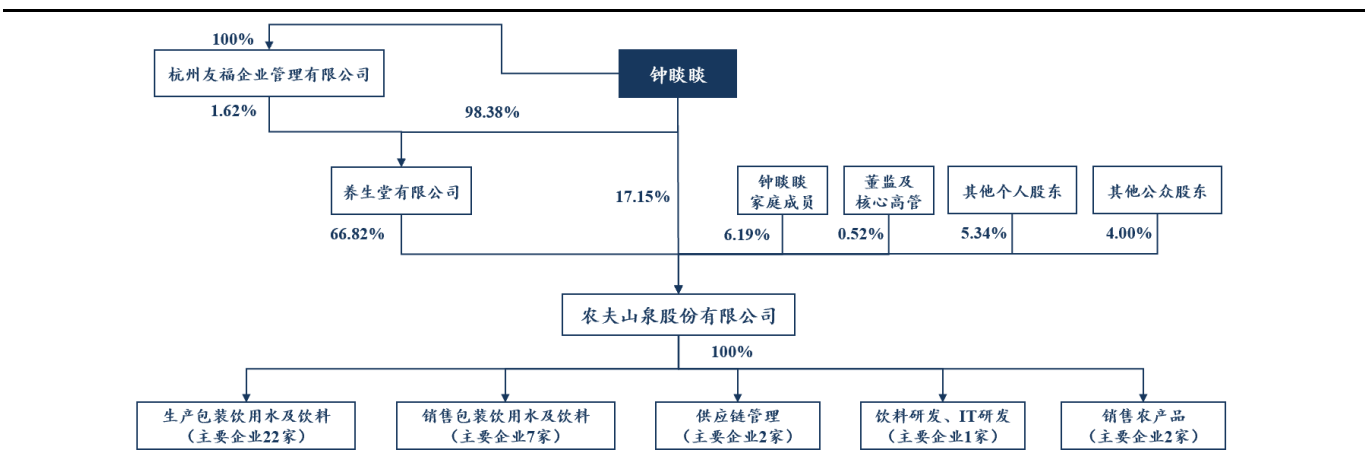
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

股权结构集中且稳定，创始人钟睺睺为实控人。截至2024年末，创始人及董事长钟睺睺直接持有公司17.15%的股份，通过控股公司养生堂持有公司66.82%的股份，合计持股83.97%，股权结构保持稳定，子公司和工厂均为100%持股，从生产的各个环节实现全方位把控，有利于保证产品质量。

图2：股权结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（截至2024年年报）

创始人勇于创新、善于营销，管理团队经验丰富。相对集中的股权结构下，钟总对公司的发展战略、经营决策等方面拥有较高话语权，钟总本人高效务实、又富有实业报国情怀，且具有敏锐的消费者洞察力，作为长期主义践行者，提前布局水源、长期致力于品牌和健康理念的推广，率先在行业中推出优质天然水产品，使消费者接受其产品的“差异性”和“高定位”，形成高收入、高毛利、高费用、高投入的良性循环，并逐步实现品类多元化拓展；其他核心高管团队平均拥有多年行业经验，而且经验丰富，忠诚度高，对企业经营理念深度认同，为公司持续发展提供了坚实保障。

表1: 公司管理层情况

| 姓名 | 职位 | 主要履历 |
|-----|----------------|--|
| 钟睺赜 | 董事长、总经理 | 1996年9月创立农夫山泉，于2001年6月担任董事长及执行董事，2005年5月担任总经理。负责集团的整体发展战略，业务计划、重大经营决策并直接管理品牌和人力资源工作等。 |
| 吴莉敏 | 执行董事、财务负责人 | 于2023年5月获委任为农夫山泉股份有限公司执行董事及财务负责人，于2022年1月加入集团，任公司财务中心总经理，负责公司的财务管理工作。曾任永辉超市股份有限公司副总裁、首席财务官；历任联合利华中国有限公司东南亚区域马来西亚及新加坡财务总监、越南财务副总裁、北亚区域财务副总裁等职务。 |
| 向咸松 | 执行董事、营销中心总经理 | 于2009年6月加入本集团，历任本公司销售业务代表、主管、营运总监，区域总经理，并曾负责本公司餐饮渠道的建立及拓展工作。于2023年5月起获委任公司执行董事，于2022年8月起担任本公司营销中心总经理，负责本公司的行销管理工作。 |
| 饶明红 | 执行董事、生产营运中心总经理 | 于1999年6月加入本集团，历任机械工程师、制造科长、厂长、基地总经理等职务。于2019年12月至今任农夫山泉股份有限公司职工代表监事，负责监督公司的营运及财务活动，2022年8月起任本公司生产营运中心总经理，负责本公司的生产运营管理工作，于2024年5月获委任为农夫山泉股份有限公司执行董事。 |
| 韩林攸 | 执行董事、董事会秘书 | 于2002年7月获得北京大学法学学士学位并于2008年2月获得中国法律职业资格证书，2019年11月加入集团，任农夫山泉饮用水香港有限公司副总经理。于2020年2月至今任农夫山泉股份有限公司董事会秘书，负责集团的企业管治、信息披露、投资者关系以及公共政策及可持续发展办公室的管理工作。 |
| 刘熹悦 | 首席信息官 | 于2019年12月至今任农夫山泉股份有限公司股东代表监事，负责监督公司的营运及财务活动。于2017年11月至今任农夫山泉股份有限公司首席信息官。曾先后任职于中华人民共和国邮电部（中华人民共和国工业和信息化部前身）软件中心、UT斯达康通讯有限公司、埃森哲（中国）有限公司，以及华为软件技术有限公司。 |

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

推出股权激励，提振核心人才积极性。2021年公司推出股权激励计划，覆盖公司董事、高管、中层以及核心技术人员，以适当的公司业绩目标和员工绩效目标进行考核。截至2023年末已归属431.82万股，占公司已发行股份的0.038%，激励计划有利于调动公司核心人才积极性，提振发展信心。

表2: 2021年股权激励计划及实施情况

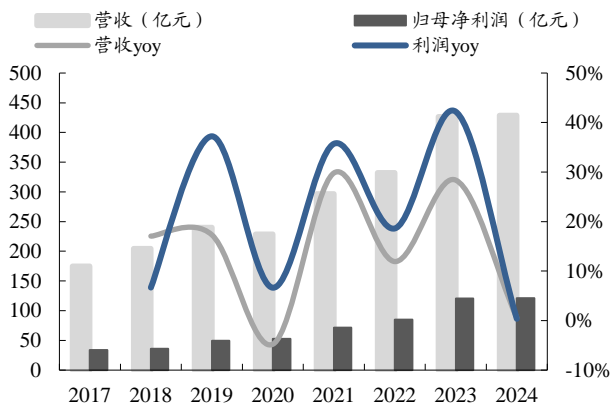
| 具体内容 | |
|-------------|---|
| 参与对象 | 对本集团经营业绩和未来发展发挥重要作用的管理人员和核心技术专家, 包括 (i) 本集团的董事、监事和员工; 以及 (ii) 在双方的项目和合作中对本集团做出重大贡献的养生堂集团一定数量的员工 |
| 规模 | 受托人可获得和持有的 H 股最高数量不得超过股本总额的 5% |
| 回购价 | 根据授予日前一百二十个香港交易日本公司 H 股平均收盘价的百分之三十确定授予价格 |
| 锁定期 | 2022 年 4 月 30 日后分三期解锁, 解锁比例分别为 40%、30%、30% |
| 考核标准 | 在 满足授予条件、经营业绩和员工绩效目标 后, 董事会将向相关激励对象授予适当数量的激励份额 |
| 实施情况 | |
| 归属安排 | 归属时间 归属比例 已归属股数 (万股) 占流通 H 股比例 占已发行股份比例 |
| 第一个归属期 | 2022.4.30 40% 261 0.05% 0.02% |
| 第二个归属期 | 2023.4.30 30% 170.82 0.03% 0.02% |
| 第三个归属期 | 2024.4.30 30% 183.72 0.03% 0.02% |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2. 业绩稳健增长, 双擎驱动彰显韧性

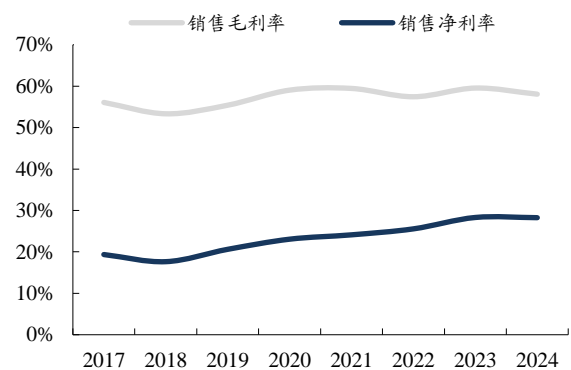
业绩稳健增长, 24 年外部扰动增速放缓。2023 年公司主营收入达 426.67 亿元, 同比+28.36%; 对应净利润达 120.79 亿, 同比+42.19%, 2018~2023 年收入 CAGR 达 16%, 保持稳健增长。24 年全年实现主营收入 428.96 亿元, 同增 0.5%; 归母净利润 121.23 亿元, 同增 0.4%。舆论事件导致包装水业务表现承压, 业绩增速有所放缓。

图3: 营业收入、归母净利润及 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司各项盈利指标



数据来源: Wind、东吴证券研究所

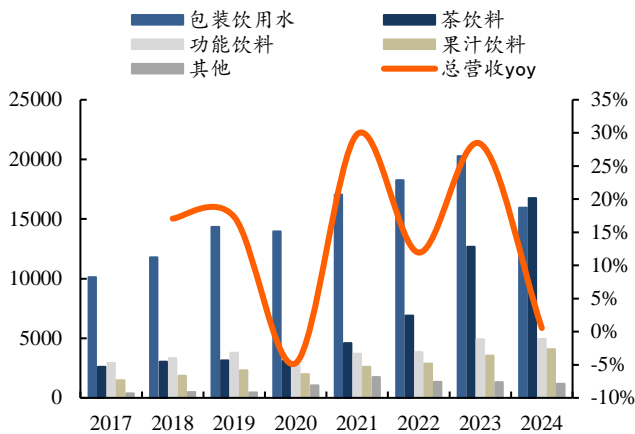
分产品看, 包装饮用水发展稳健, 饮料业务增速亮眼。

- 1) **包装饮用水业务:** 包装水作为必需消费品的需求刚性仍明显, 公司包装水 2018-2023 年收入 CAGR 达 11.5%, 保持较快增长。24 年收入同比-21.3%至 159.5 亿

元，主系 2 月底起舆论事件扰动影响销量表现，当前舆论影响逐渐缓和，公司包装水份额有所回升。

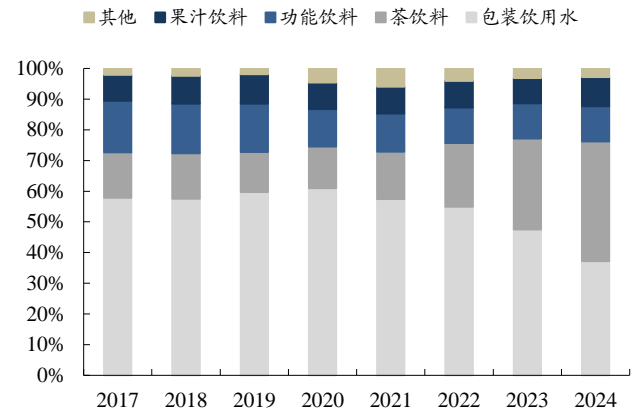
2) **饮料业务**: 24 年收入同比+20.3%至 269.4 亿，其中即饮茶/功能饮料/果汁/其他产品收入 167.5/49.3/40.9/11.8 亿元，同比+32.3%/+0.6%/+15.6%/-9.8%，茶饮料业务受到国风文化崛起、健康观念风行的助推，旗下东方树叶/茶π等产品销售表现优异，业绩增势迅猛，增速位列五大业务板块第一。

图5: 公司近年分业务收入 (百万元) 及总营收 yoy



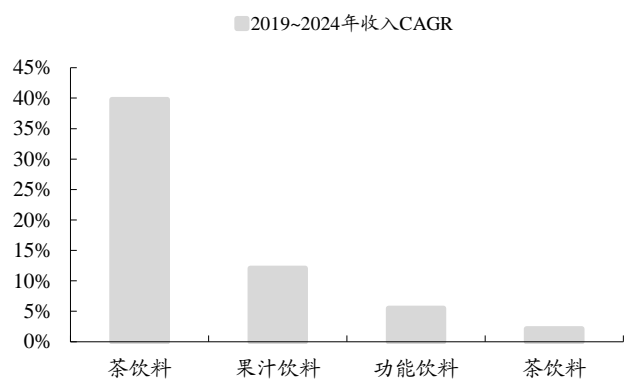
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图6: 公司近年各业务收入占比情况



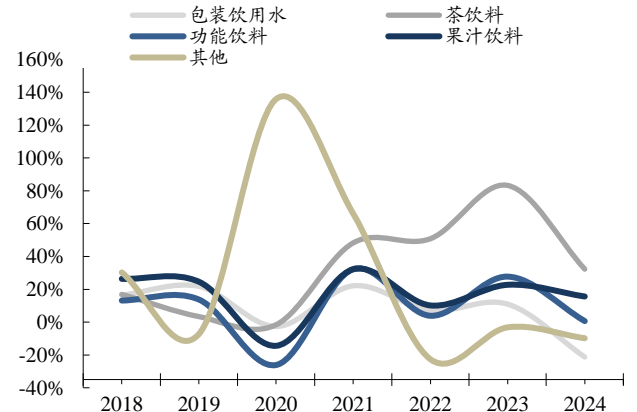
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图7: 公司各业务复合增速



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图8: 公司近年来分业务收入同比增速



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

高利润率贡献高 ROE。公司 2022~2024 年平均 ROE 约为 41%，明显高于同行业水平，高净利率为核心驱动因素：

- **高毛利率：2022~2024 年毛利率均值约为 58%，主系品牌溢价+规模效应+结构优化。**①**品牌溢价：**公司通过“天然水”营销策略（如广告语“大自然的搬运工”）建立品牌溢价，终端零售价高于纯净水竞品（如农夫山泉 2 元/550ml

vs 康师傅 1 元/550ml); ②**规模效应**: 公司拥有八大优质水源基地, 通过“天然水”定位形成差异化竞争, 水源获取成本低且具备规模效应; ③**高毛利产品占比提升**: 近年来饮料业务收入占比不断提升, 其中 2024 年茶饮料 (毛利率超 60%) 收入增长 32.3%, 占主营业务收入的 39%。

- **费率优化: 2022~2024 年销售费率均值约为 22%**, 且呈现下降趋势, 主系品牌护城河效应及渠道效率提升: ①**品牌护城河效应**: 长期积累的品牌认知降低对促销的依赖; ②**渠道效率提升**: 通过 4000 家+经销商覆盖 300 万家以上终端网点, 规模化摊薄费用; ③**精准营销策略**: 如高端化包装设计 (如玻璃瓶装获国际设计奖) 提升品牌形象, 减少低价促销投入。

表3: 主要公司 ROE 杜邦分析 (单位: %, 倍)

| | 农夫山泉 | 东鹏饮料 | 统一企业中国 | 华润饮料 | 康师傅控股 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROE | 41.2 | 38.1 | 11.8 | 19.6 | 22.0 |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 1.3 | 1.1 | 1.4 |
| 权益乘数 | 1.7 | 2.4 | 1.7 | 1.9 | 3.9 |
| 销售净利率 | 27.3 | 18.9 | 5.4 | 10.0 | 4.5 |
| 其中: | | | | | |
| 毛利率 | 58.4 | 43.4 | 30.7 | 44.5 | 30.9 |
| 销售费用率 | 22.1 | 17.1 | 21.6 | 30.3 | 21.9 |
| 管理费用率 | 5.5 | 3.8 | 3.8 | 2.2 | 3.2 |

数据来源: wind、东吴证券研究所 (注: 数据取 2022~2024 年均值计算)

3. 天然水护城河稳固，经营底气足

3.1. 供应链：布局超前，产业深耕

先发布局抢占优质水源，水源地建设领先。由于瓶装水属于低货值的重货，对于物流成本较为敏感，长途运输并不经济。为了避免其高昂的物流成本和产能的不足，开辟新的水源地一直是公司战略发展的重要一环。自 1996 年成立起公司就前瞻性地在中国布局稀缺的优质天然水源，包括深层湖水、山泉水和矿泉水。截至 2024 年末公司已有 12 个优质水源地，在地理位置上临近珠三角、长三角、成渝、湖北、京津冀五大消费腹地，实现分布式产能就近区域供应，布局优势明显。

表4：主要品牌水源地对比

| | 浙江 | 福建 | 安徽 | 广东 | 广西 | 贵州 | 四川 | 云南 |
|-------|-------|---------|-------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 农夫山泉 | (千岛湖) | (武夷山) | (黄山) | (万绿湖) | (大明山) | (武陵山) | (峨眉山) | |
| 娃哈哈 | | | | | | (太平河) | | (泸沽湖) |
| 康师傅 | | | (黄山) | | | | (乐山) | |
| 景甜百岁山 | (余姚) | | | (罗浮山) | | | (蒲江) | |
| | | | | (从化鳌峰) | | | | |
| 华润怡宝 | | (武夷山) | | (加林山) | | | | |
| | | | | (万绿湖) | | | | |
| 统一 | | | | | (巴马) | | | |
| | 陕西 | 新疆 | 吉林 | 黑龙江 | 湖北 | 江西 | 甘肃 | 境外 |
| 农夫山泉 | (太白山) | (天山玛纳斯) | (长白山) | (大兴安岭) | (丹江口水库) | | | |
| 娃哈哈 | | | (长白山) | | (神农架) | | (祁连山) | |
| 康师傅 | | | (长白山) | | | | | |
| 景甜百岁山 | | | | | | (宜丰) | | (意大利) |
| 华润怡宝 | | | | | (丹江口) | | | |
| 统一 | | | (长白山) | | | | | |

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所（截至 2024 年末）

战略定力充足，全方位、深层次产业布局深耕。 饮料业务方面，公司同样坚持做瓶装水时对产品质量的把握，从源头就开始布局：

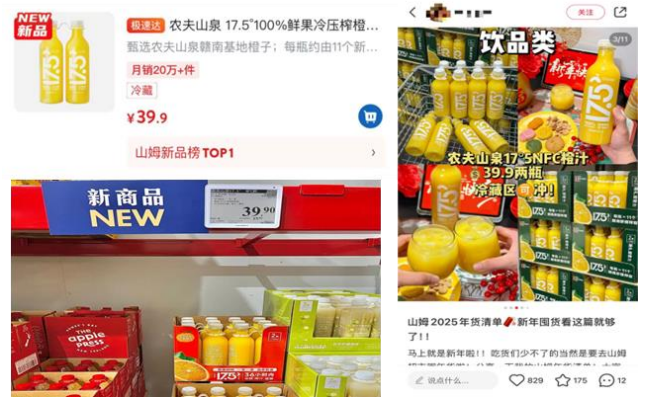
- **果汁业务：**2003 年，农夫山泉开启多元化布局，创造性地推出农夫果园混合果汁饮料和农夫果园 100%果蔬汁。其中，果汁产品的生产原料，由农夫山泉在新疆维吾尔自治区建立的新鲜苹果加工和榨汁生产基地以及江西省建立的鲜橙加工和榨汁生产基地提供，公司从橙子育种开始，经过种植、采收、生产、运输等全部环节进行现代化、科技化、标准化管理，并为种植期间的鲜果制定了四大标准体系、34 道作业流程、79 类管控内容和 148 项监控细项，保证符合要求的脐橙才能被采摘收购，确保对果汁产品供应链的全程管控。

图9：农夫山泉信丰工厂



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图10：2024年春节17.5°鲜榨橙汁在山姆热销



数据来源：食品板、东吴证券研究所

- 无糖茶：**2022年公司启动黄山基地项目、2023年3000平方米茶叶加工现代化研发中心落户黄山，就地取材产自安徽的太平猴魁、黄山毛峰、祁门红茶，上新具有安徽地域特色、融入徽州茶文化的茶饮料产品，2024年春茶季节，公司茶产业团队分为云南、四川、贵州、安徽、福建、湖北、浙江、湖南茶叶产区，与茶农沟通新鲜叶收获标准，确保新鲜叶质量，同时关注茶叶加工生产过程，与茶叶生产商协商改进工艺，确保加工茶符合东方树叶原料标准，先后成立杭州、广西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，进一步保障产品品质。

表5：2024年公司加码云南茶叶投资

| 措施 | 具体举措 |
|----|--|
| 1 | 从鲜叶开始、全程把控茶叶生产过程，此前公司每年在云南自采毛茶7000多吨。经过一个产季技术支持，云南产区合作初制厂的干茶日产能从40吨增加到120吨，风味合格率从52%提升到90%以上且日趋稳定。 |
| 2 | 农夫山泉在云南的临沧和普洱等主产区共捐赠建立5家茶叶初制厂，安装目前国内最高标准生产线（日处理鲜叶100吨），预估共投入约1亿元，预计2025年将陆续投产。 |

数据来源：公司年报、微信公众号、东吴证券研究所

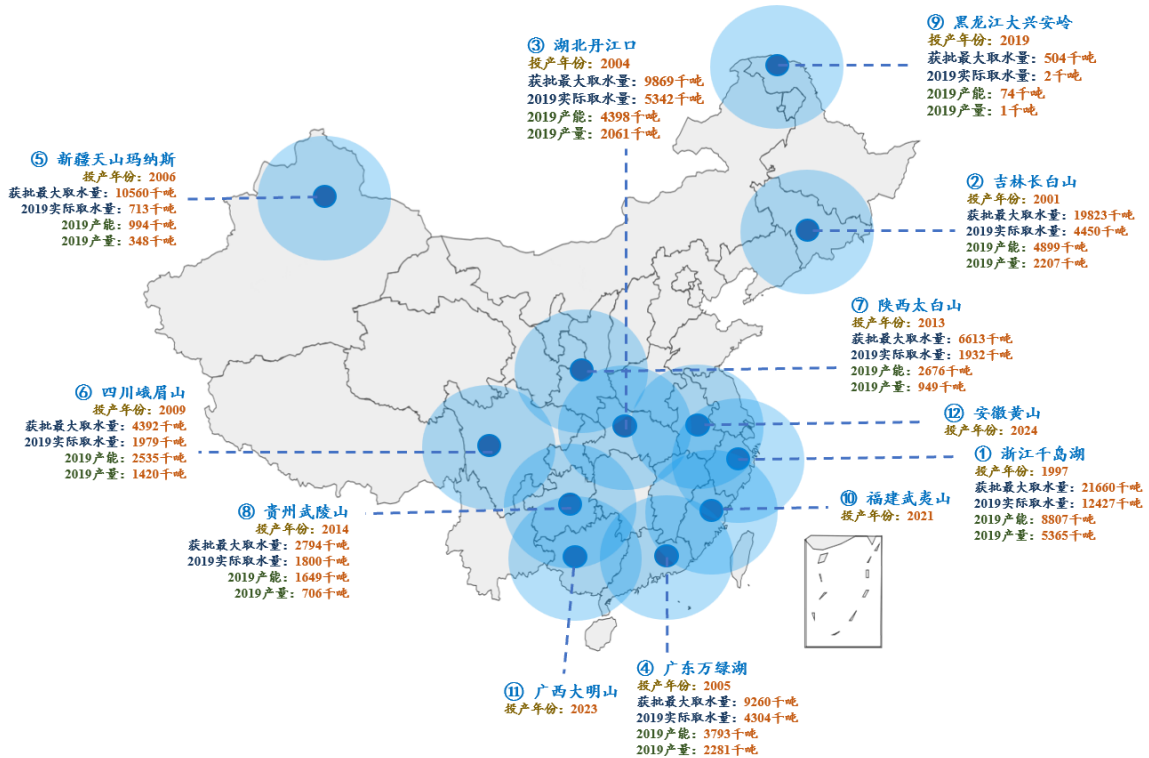
纵向一体化，多措并举控制成本。

①**上游生产：**瓶装水行业存在“500公里运输半径”理论，即包装水销售、运输半径需控制在水源地500公里内，否则运输成本会压缩利润空间。因此，公司围绕水源地建厂，实现水处理、灌装、包装的全自动化生产，节省外包加工成本。

②**下游运输：**公司在浙江千岛湖、吉林长白山和湖北丹江口的生产货物均可实现铁路专线运输，满足大重量货物运输需求，长白山铁路物流公司还为公司开发相关“铁汽联运”方案，增加“站到门”的后端配送服务，形成一张覆盖全中国的“低

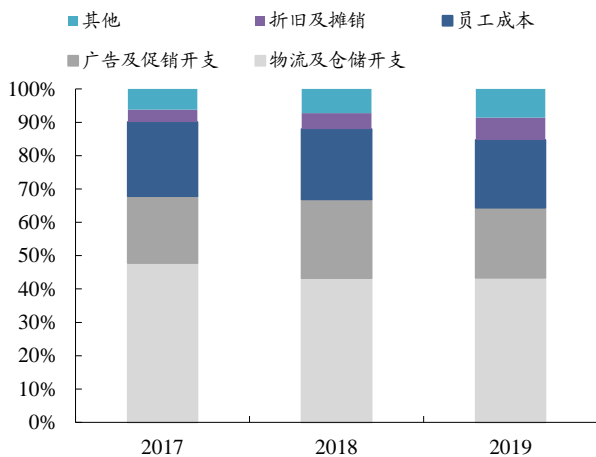
成本物流网”。得益于水源地布局及运输能力提升，物流及仓储开支占比稳中有降，2017-2019年分别占销售费用的47.8%、43.3%和43.4%。

图11: 水源地及工厂分布



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所 (截至 2024 年末)

图12: 销售费用拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表6: 农夫山泉与华润饮料产能对比

| | 农夫山泉 (截至 2020. 5. 31) | 华润饮料 (截至 2024. 4. 30) |
|-------------|--|------------------------------|
| 生产基地/工厂数量 | 12 个生产基地 | 13 个 (自有) + 31 个 (合作生产伙伴) 工厂 |
| 产线数量 | 144 条 (自有) | 61 条 (自有) + 70 条 (合作生产伙伴) |
| 产能情况 (百万吨) | 26 (包装饮用水) + 4.5 (饮料产品) | 18.8 (包装饮用水) + 6.4 (饮料产品) |
| 辐射区域 | 均在全国范围内布局, 农夫山泉在华东地区更 显优势, 华润饮料在华南地区辐射能力更强。 | |
| 获批每年最大取水水量 | 86795 千吨 | 173 千吨 |
| 实际取水水量 (千吨) | 32307 (2019 年) | 134.6 (2023 年) |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

聚力产能建设, 激活增长引擎。依托水源地优势, 公司不断扩大产能, 截至 2020 年 5 月, 公司拥有 12 个生产基地, 总计 144 条包装水及饮料生产线、7 条鲜果榨汁线和 7

条鲜果生产线,其中浙江千岛湖、吉林长白山和湖北丹江口生产基地产能超4000千吨,饮用水生产线中有17条能达到每小时81000瓶的灌装速度,横向对比来看,截至2024年4月30日,华润饮料拥有131条生产线,其中仅60条为自有产线,2023年获批取水量和实际取水量分别为173千吨和134.6千吨,产能低于农夫山泉。目前公司在建工程共5个项目,包括饮用水及饮料生产基地建设、产线铺设及技术改造等方面,重点辐射南方和西藏地区,我们预计伴随新产线建成投产,公司发展将再添新动力。

表7: 产能情况

| 生产基地 | 生产线类别 | 2020年1-5月产能利用率 | 投产年份 | 官网简介 | 照片 |
|---------|-------|----------------|------|---|---|
| 浙江千岛湖 | 包装饮用水 | 52% | 1997 | 千岛湖,国家森林公园,饮用水源一级保护区,森林覆盖率达97%。农夫山泉以千岛湖深层水为水源,天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 46% | | - | |
| 吉林长白山 | 包装饮用水 | 41% | 2001 | 长白山,森林覆盖率达87.7%,泉水自岩层中自然涌出,天然清纯。长白山水源中存在钾、钙、钠、镁等多种人体所需的天然矿物元素,偏硅酸含量 $\geq 25\text{mg/L}$,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 40% | | - | |
| 湖北丹江口 | 包装饮用水 | 34% | 2004 | 南水北调中线工程水源地,饮用水源一级保护区。农夫山泉以丹江口水库深层水为水源,天然清纯。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 38% | | - | |
| 广东万绿湖 | 包装饮用水 | 57% | 2005 | 万绿湖,国家森林公园,饮用水源一级保护区,湖区绿化率达98%。农夫山泉以万绿湖深层水为水源,天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 29% | | - | |
| 新疆天山玛纳斯 | 包装饮用水 | 34% | 2006 | 新疆天山,2013年被列为世界自然遗产名录。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 25% | | - | |
| 四川峨眉山 | 包装饮用水 | 58% | 2009 | 峨眉山,森林覆盖率约87%,山脉峰峦起伏,重岩叠翠。峨眉山山泉水天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 53% | | - | |
| 陕西太白山 | 包装饮用水 | 35% | 2013 | 太白山,森林覆盖率约94.3%,有“太白积雪六月天”之称。太白山山泉水天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 29% | | - | |
| 贵州武陵山 | 包装饮用水 | 38% | 2014 | 武陵山,绵延贵州等4个省份。梵净山为武陵山脉主峰,森林覆盖率达95%。武陵山山泉水天然清纯,味道甘冽,水中存在 | |

| | | | | | |
|-----------|-------|-----|------|--|--|
| | | | | 钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | 13% | | - | |
| 河北雾灵山生产基地 | 包装饮用水 | 42% | 2017 | 现已退出包装饮用水水源地序列 | - |
| | 饮料产品 | - | | - | |
| 黑龙江大兴安岭 | 包装饮用水 | - | 2019 | 大兴安岭,森林覆盖率达 86%,森林茂密,水系发达,水质天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| | 饮料产品 | - | | - | |
| 福建武夷山 | - | - | 2021 | 武夷山,森林覆盖率超 80.5%,有“碧水丹山”之美誉。武夷山山泉水天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| 广西大明山 | - | - | 2023 | 大明山,森林覆盖率约 98.9%,大明山山泉水自峡谷悬崖流出,天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |
| 安徽黄山 | - | - | 2024 | 黄山,景区森林覆盖率超 98%,黄山山泉水自高山奇石间流出,经花岗岩溶滤,天然清纯,味道甘冽。水中存在钾、钙、钠、镁、偏硅酸等多种人体所需的天然矿物元素,适合长期饮用。 |  |

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

表8：公司在建工程梳理

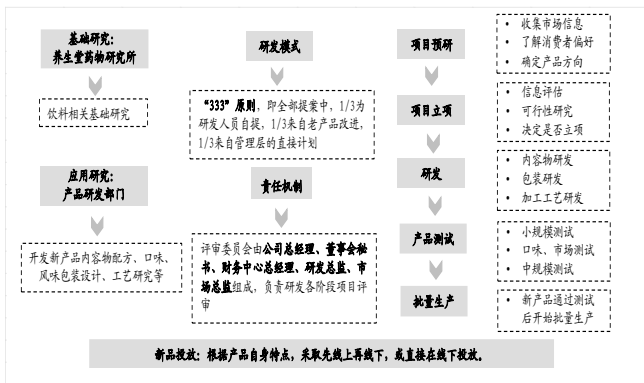
| 部分在建工程 | 签约时间 | 预计投产时间 | 投资金额 | 建设内容 |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--|
| 浙江建德饮用水及饮料综合产业基地项目 | 2023.12 | - | 50 亿元 | 占地 1000 余亩,分两期多阶段建设,涵盖饮用水、饮料及相关品的生产加工制造等,打造饮用水及饮料综合生产基地。 |
| 农夫山泉四川青城山饮料生产基地项目 | 2023.1 | 2026.5 | 13.5 亿元 | 5 条饮用天然水生产线、2 条无菌线饮料生产线,配套建设瓶坯、瓶盖注塑系统,年产 45.12 万吨饮料、129.47 万吨包装饮用水、60.8 万吨桶装水。 |
| 农夫山泉梵净山年产 26 万吨饮用天然水生产线技改项目 | 2024.5 | 2026.7 | 1 亿元 | 年产 26 万吨饮用天然水的生产能力。 |
| 农夫山泉林芝生产基地项目 | 2023.11 | - | 2 亿元 | 包装饮用水年产能 50 万吨。 |
| 海南海口农夫山泉引用天然水及饮料生产基地 | - | - | 15 亿元 | - |

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

研发流程规范，产品标准严格。在研发方面，公司基础研究扎实，打造了基础与应用研究并重、自主研发和产学研协同的科研体系，与集团旗下科研能力雄厚的养生堂天然药物研究所签订合作协议进行基础研究，应用研发由公司内部研发部门承担。产品历经多环节研发与测试，精准契合市场需求。**在质控方面**，公司拥有世界先进的饮用水生产线和达到 Log6 无菌标准的高速无菌灌装设备，在主要的三大水源地均具备低能耗、

高效率的铁路直运能力，已经建立起涵盖原料、研发、制造、销售通路的闭环产品质量保障体系，有力保障产品品质。

图13: 研发模式



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图14: 质控体系

| 阶段 | 具体策略 |
|----------|---|
| 原料质量控制 | <ul style="list-style-type: none"> 供应商认可和评估制度：定期对供应商价格、交付周期、售后服务、产品质量及现场考核等各方面进行评估，对不符合要求者剔除供应商清单。 多元合作伙伴：对关键原材料及包装材料至少与两家供应商合作，减少供应链风险。 进货验收制度：对到货的每批原材料进行检验，符合要求者接收。 |
| 生产过程质量控制 | <ul style="list-style-type: none"> 执行生产标准相关要求：公司遵循所有国家强制性标准及企业内部生产相关准则要求。 严格的卫生标准：进入生产区域前，员工必须更换清洁工作服、帽子、鞋靴等；对于加工过程中使用的器具，必须进行清洗消毒以确保产品安全。 自监监督制度：公司在生产过程中进行全面监督检查，确保生产人员、器具、操作均符合国家及公司要求。 |
| 成品质量控制 | <ul style="list-style-type: none"> 专业质量团队负责质量管理：该团队负责产品管理、监察储存、运输及销售阶段产品质量，避免产品在流通过程中出现质量问题。 销售人员随机抽查：销售团队每月对市场上市出售的产品进行随机抽样检查，确保产品质量稳定。 完善消费者服务机制：公司承诺对于消费者投诉及时沟通联络，必要时启动质量调查程序。 定期产品召回演练：公司每年至少进行一次产品召回演练，以确保出现险情后第一时间应对处理。 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

科研功底扎实，助力农夫山泉突破新高度。在东方树叶的研发过程中，同行在面对龙井茶工业化生产难题时，往往选择放弃或采用替代茶叶，公司团队凭借深厚的基础研究实力，花十年时间精准控制萃取关键要素，并通过产学研合作，赴日本调研学习后结合国内科研力量，建成国内首条 log6 级无菌生产线，同时独家研发透明瓶身抗氧化技术，开创无糖茶饮的全新标准，成功树立行业品质标杆。

表9: 公司研发人员数量及学历分布对比

| | 研发人员数量 (人) | 硕士及以上学位人数占比 | 学历/职称情况 |
|------------------|------------|-------------|------------------------------|
| 农夫山泉 (截至 2020.5) | 106 | 58.49% | 62 名硕士及以上学位 |
| 华润饮料 (截至 2024.4) | 77 | 28.57% | 22 名持有硕士学位，32 名拥有工程师职称 |
| 东鹏饮料 (截至 2024.4) | 91 | 17.58% | 16 名硕士研究生以上，36 名本科，39 名大专及以下 |

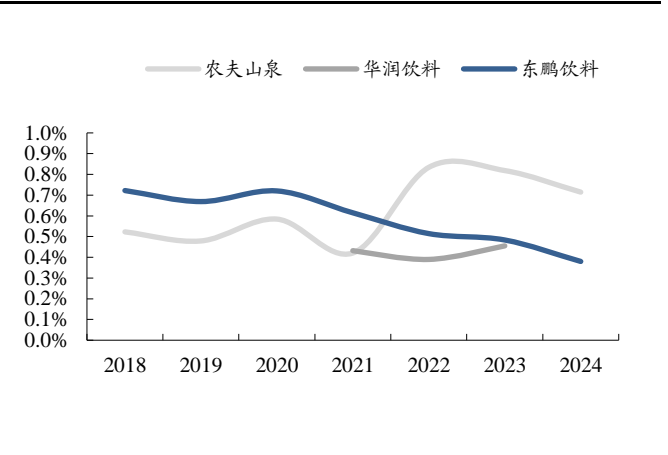
数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

表10: 研发模式对比

| 品牌 | 研发模式 |
|------|---|
| 农夫山泉 | 市场调研驱动，以 自主研发 为主，结合 产学研合作 ， 基础研究 与应用研发并重 |
| 娃哈哈 | 高层把控方向， 决策集中 ，内部科研与外部合作结合，在传统与新兴领域探索 |
| 华润饮料 | 依托集团 整合资源，与 国际合作 获取技术，依区域需求研发 |
| 东鹏饮料 | 以市场为导向，通过 股权激励 激发内部动力，借助 科研合作 加速研发 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图15: 研发费用率对比




数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 产品端：以水为基，茶饮崛起

双引擎驱动增长，洞察需求、打造差异化产品。公司的主要业务涵盖包装饮用水和饮料两大板块。其中，包装饮用水业务为公司基本盘，饮料业务为第二发展引擎，2024年两大业务占总营收分别约为37%/63%，饮料业务收入已经超过包装饮用水业务。公司通过精准洞察市场需求，在满足饮用水刚需的基础上，大力发展饮料业务，打造差异化产品，形成了强大的产品矩阵，为企业的持续增长提供了有力支撑。

表11：产品矩阵

| 品类 | 产品 | 推出时间 | 价格 | 产品展示 |
|-------|------------------|------|-------------|---|
| 水类 | 饮用天然水 | 2000 | 2元/550ml |  |
| | 饮用纯净水 | 1997 | 2元/550ml | |
| | 长白山·天然雪山矿泉水 | 2021 | 2.5元/535ml | |
| | 饮用天然水（适合婴幼儿） | 2015 | 11.8元/1L | |
| | 天然矿泉水（含锂型） | 2019 | 16.5元/535ml | |
| | 饮用天然山泉水（泡茶用） | 2021 | 12.5元/4L | |
| | 天然矿泉水（运动盖装） | 2015 | 5元/535ml | |
| | 天然矿泉水（玻璃瓶装） | 2015 | 45元/750ml | |
| | 天然矿泉水（生肖瓶） | 2016 | 45元/750ml | |
| 茶类 | 东方树叶茶饮料 | 2011 | 6元/500ml |  |
| | 茶π | 2016 | 6元/500ml | |
| 功能饮料类 | 尖叫 | 2004 | 6元/550ml |  |
| | 力量帝维他命水 | 2010 | 6元/500ml | |
| 果汁类 | 农夫果园 30%混合果汁饮料 | 2003 | 5.2元/450ml |  |
| | 水溶 C100 果汁饮料 | 2008 | 6元/445ml | |
| | 100%NFC 果汁 | 2016 | 10元/300ml | |
| | 100%NFC 果汁（冷藏型） | 2019 | 10元/300ml | |
| | 17.5°100%鲜果冷压榨果汁 | 2016 | 11元/330ml | |
| 其他类 | 苏打天然水饮品 | 2019 | 4.5元/410ml |  |
| | 苏打气泡水饮品 | 2021 | 4.5元/410ml | |
| | 汽茶 | 2022 | - | |
| | 炭久即饮咖啡 | 2019 | 9元/270ml | |
| | 炭久挂耳咖啡 | 2019 | 45元/10g*10包 | |
| | 打奶茶 | 2014 | 4元/300ml | |
| | 大柠柠檬汁 | 2023 | 8.5元/380ml | |
| | 17.5°牌橙 | 2014 | 71元/1.5kg | |

| | | | | |
|--|----------|------|--------------|---|
| | 17.5°牌苹果 | 2015 | 61 元/5.8 斤 |  |
| | 东北香米 | 2018 | 17.5 元/1.5 斤 | |

数据来源：公司公告、公司官网、京东、东吴证券研究所（价格截至 2024 年末，下同）

深耕包装饮用水，产品迭代升级拓展场景和人群。公司始终坚守“天然、健康”的品牌核心理念，聚焦天然水领域，以专业与执着不断深耕，拓展版图。随着市场的发展，公司根据不同消费场景和不同人群的多元化需求，持续丰富产品矩阵：

- **包装创新：**如推出运动装，突出“单手可开”的瓶盖设计、高端玻璃瓶装，尽显高端质感与审美品味。
- **产品升级：**如推出婴儿专用水，钠含量小于等于 20mg/L，更益于婴儿健康；泡茶用水，电导率在 10-100 $\mu\text{s}/\text{cm}$ ，适合多类茶叶冲泡；含锂型矿泉水，帮助人体补充更多微量元素，强调锂与人脑神经活动息息相关，为消费者带来更多元化的选择。

图16：公司各规格产品情况

| 规格 | 收入占比 | 消费场景 |
|---------|--------|--------------------------|
| 380ml | 5~10% | 个人饮用，便于携带，满足日常饮水需求 |
| 550ml | 20~30% | 经典规格，平衡了便捷性和容量，适合个人和家庭使用 |
| 750ml | | 家庭或多人分享，满足大饮用量需求 |
| 1.5L~2L | | 家庭/办公场所使用，满足多人饮水需求 |
| 4~6L | ~50%+ | 家庭聚会或大型活动，提供充足的饮用水 |
| 12~19L | | 商业场所或大型活动，满足大量人群饮水 |

数据来源：公司官网、东吴证券研究所(注：销售收入占比为 24 年预测数据)

图17：公司针对细分需求推出产品

| 产品图片 | 产品名 | 上市时间 | 单瓶容量 | 单价(元/500ml) | 卖点 |
|---|--------------|------|-------|-------------|---|
|  | 天然矿泉水(含锂型) | 2011 | 535ml | 4.67 | 含锂型天然矿泉水，源自大兴安岭。超过 0.2mg/L 锂含量，帮助摄入人体所需锂微量元素。水中存在锂、锶、镁、钙、偏硅酸等多种天然矿物元素和微量元素，适合日常饮用。研究表明，锂元素与神经系统息息相关。 |
|  | 饮用天然山泉水(泡茶用) | 2016 | 4L | 1.56 | 选取武夷山天然优质山泉水，电导率在 10-100 $\mu\text{s}/\text{cm}$ ，符合中国茶叶学会推荐泡茶标准，适合多类茶叶的冲泡。 |
|  | 饮用天然水(适合婴幼儿) | 2016 | 1L | 4 | 取自长白山天然矿泉水抚松水资源保护区英潭泉2号泉，属低钠淡矿泉水，钠含量小于等于 20mg/L。符合国外法规和专机机构对婴幼儿饮用水的特别要求，用无菌生产线，保障婴幼儿的饮水安全，人性化的瓶身设计方便爸爸妈妈使用。 |

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

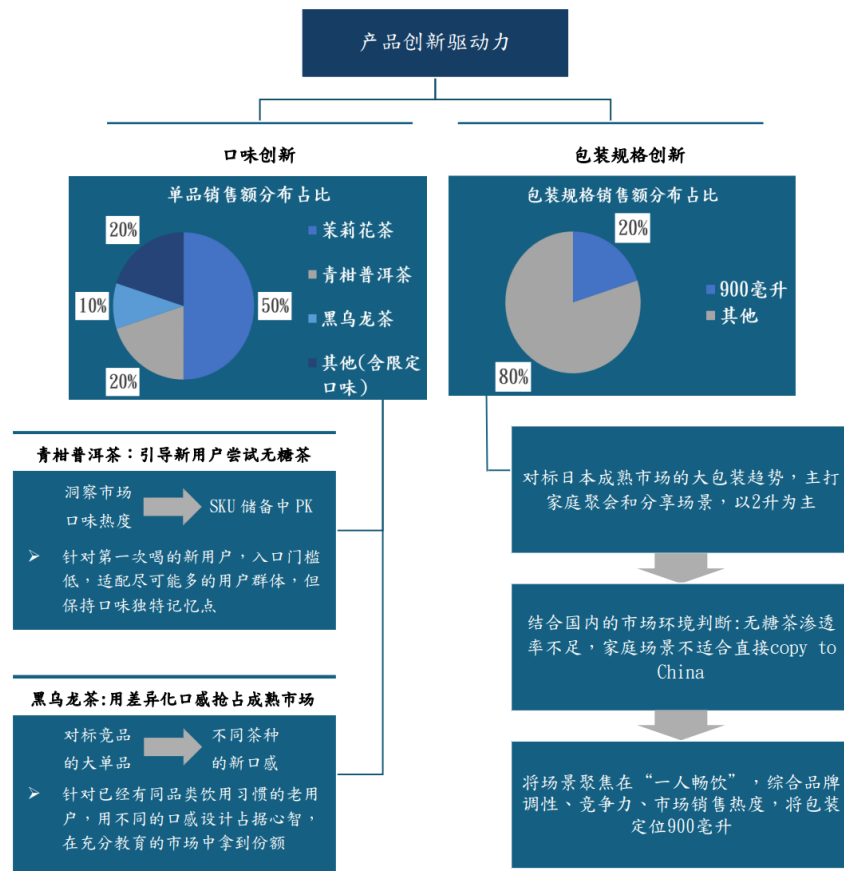
饮料业务打造第二增长引擎，品类矩阵持续丰富。2024 年茶饮料、功能饮料、果汁饮料分别实现营收 167.45 亿元、49.32 亿元、40.85 亿元，占比为 39.04%、11.5%、9.5%，具体来看：

• 茶饮料：

- 1) **东方树叶：**公司 2011 年推出东方树叶，主打卖点为无糖、无添加剂，仅使用茶原叶、维生素 C 和碳酸氢钠，通过创新工艺在不添加防腐剂、稳定剂的前提下，

实现了茶汤的长期保鲜。早期品牌主打经典绿茶、红茶，但因口感与传统泡茶差异较大，难以打开市场，2019年后公司判断消费者对于“0糖”的认知趋向成熟，抓住机会果断出击，一方面通过配方优化、口味拓展、季节限定、规格裂变等方式完善产品矩阵，335ml 口袋装便携轻巧，适合外出、旅行或办公室饮用、500ml 常规装适合日常饮用和家庭聚会、900ml 大瓶装适合家庭消费、聚会或需要大量饮用的场合；另一方面，加大品牌营销投入、通过“倍增计划”激励经销商，逐步从“小众异类”蜕变为覆盖全年龄段的国民饮品，我们预计24年零售额突破百亿元，市占率超过50%，已成为无糖茶赛道引领者。

图18: 东方树叶产品创新逻辑



数据来源: Brand Club、东吴证券研究所整理

2) 茶π: 公司于2016年推出茶π, 以低糖零防腐剂、原茶萃取、添加果汁为卖点, 茶π基于东方树叶成熟原茶萃取制作工艺及log6 无菌生产技术, 保留原茶风味的同时创新性的添加天然果汁成分, 以5元价格带确立中高端定位, 通过校园等年轻消费者聚集渠道进行重点推广, 迅速建立市场认知。新品上市7个月销售额即突破10亿元, 上市第二年销售达到25亿元, 4年累计销售额破百亿元,同时公司持续洞察流行新口味, 如25年4月份推出“青提乌龙茶”和“柑普柠檬茶”, 两款新品仅用20天销售额即破亿, 助推单品生命周期进一步延长。

- 功能饮料:

- 1) **尖叫:** 2004 年公司推出尖叫系列产品, 定位“情绪饮料”, 以独特的包装和“与其心跳, 不如尖叫”的诉求获得青少年消费者认可。2019 年, 尖叫首次焕新升级, 在推出新口味新包装的同时, 首次提出“休闲运动补给”的概念, 并将品牌 Slogan 升级为“运动, 就要尖叫”“运动不断电”, 强化运动属性, 2021 年公司推出第三代新品——尖叫等渗饮料, 主打等渗概念, 并提出“运动补水、专业等渗”的场景化 Slogan, 将尖叫从运动饮料大类中定位成更专业、更细分的高度。通过对尖叫品牌持续塑造以及消费场景的细分, 公司逐步全面建立起多样化运动产品矩阵, 进一步夯实行业地位。
- 2) **力量帝维他命:** 推出于 2010 年, 由于大多数维生素不能由身体自身合成, 因此希望通过维他命水帮助消费者随时随地摄取维生素; 在当时健康观念并不深入人心, 以“维他命”命名的饮料自带高级感, 迅速树立起品牌专业、健康的形象, 并通过冠名播出《偶像练习生》、《中国有嘻哈》等大热门综艺, 高效触达年轻消费人群, 品牌知名度不断提升。

图19: 早期推出的尖叫口味



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图20: 2021 年推出等渗系列



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

- 果汁饮料:

- 1) **农夫果园:** 推出于 2003 年, 作为国内首款混合果蔬汁饮料, 含 30%混合果蔬(如番茄、胡萝卜、苹果等), 凭借“喝前摇一摇”、营养均衡的差异化定位迅速占领市场, 但近年增长放缓, 逐渐转向三四线城市及乡镇市场。
- 2) **水溶 C100:** 推出于 2008 年, 每瓶维生素 C 含量 $\geq 100\text{mg}$, 果汁含量达 12%, 凭借“补充维生素”的卖点, 在年轻女性及健康意识较强的消费者中保持稳定需求, 2019 年公司推出升级版“水溶 C100 西柚汁”, 强化健康标签。
- 3) **100%NFC 果汁:** 推出于 2016 年, 无添加糖和防腐剂, 主打 100%鲜果冷

压榨，零售价定位 10~15 元/瓶，得到一二线城市中产消费者青睐，2021 年公司推出常温 NFC 果汁（如芒果混合汁），进一步拓展消费场景。

表12: 核心饮料产品卖点

| 产品 | 推出时间 | 主要卖点 |
|----------------|------|---|
| 农夫果园 30%混合果汁饮料 | 2003 | 精选多种优质水果，富含 30%真实果汁，融合出丰富醇厚的口感，为消费者带来天然、健康、营养且口味多样的饮用体验。 |
| 尖叫 | 2004 | 拥有独特防泄漏运动盖与醒目包装，富含电解质、维生素等营养成分，具备等渗配方能快速补充水分和电解质，不同颜色款型还有如助眠、补充钙质、补充膳食纤维等特定功能。 |
| 水溶 C100 果汁饮料 | 2008 | 富含高含量维生素 C，每瓶 ≥100mg，果汁含量达 12%，口感酸甜清爽，包装便携且购买方便，能为消费者快捷补充维 C 和水分。 |
| 力量帝维他命 | 2010 | 以天然矿泉水为基底，富含多种维生素、矿物质及牛磺酸等营养成分，有乳酸菌、柠檬等多种清新口味，250ml 或 500ml 包装便携，可快速补充能量与营养，适合运动、工作等多种场景。 |
| 东方树叶茶饮料 | 2011 | 秉持“0 糖、0 卡、0 脂、0 香精、0 防腐剂”的健康理念，采用原叶萃取工艺，有绿茶、红茶等多种纯正口味，具有独特的半透明瓶身设计，富含茶多酚，能满足多场景饮用需求，还传递着中国茶文化。 |
| 茶π | 2016 | 采用原茶萃取与天然果汁融合的独特工艺，果香与茶香完美搭配，包装设计时尚独特、色彩鲜艳，富含茶多酚等营养成分，价格亲民且适用于多种饮用场景。 |
| 100%NFC 果汁 | 2016 | 采用新鲜水果直接榨汁并瞬间杀菌灌装，不加水、无添加剂，完整保留水果原汁原味和丰富营养，有多种纯净水果口味可供选择，能为消费者提供天然、健康、纯正的鲜榨果汁体验。 |
| 炭久即饮咖啡 | 2019 | 精选巴西、埃塞俄比亚等优质产地的阿拉比卡咖啡豆等原料，坚持自烘自萃工艺，有 0 糖 0 卡 0 脂 0 香精 0 咖啡速溶粉的健康配方，包装便携且容量多样，性价比高，口感醇厚顺滑、香气浓郁 |

数据来源：公司公告、公司官网、东吴证券研究所

3.3. 品牌端：天然水更健康，心智强占有

强调天然属性，另辟蹊径塑造“天然水，健康水”概念。2000 年，中国包装水市场以纯净水为主，彼时瓶装水市场以纯净水为主，且基本被雀巢、娃哈哈、乐百氏三分天下：雀巢“优活”蓝瓶，乐百氏绿瓶以及娃哈哈的粉红瓶。在此背景下，农夫山泉作为后入场者另辟蹊径，公布“长期饮用纯净水有害健康”的实验报告并宣布全面停产纯净水，而只生产天然水，并以广告的形式展示了纯净水与天然水的对比实验，宣扬天然水才是“健康水”，并借助供应链、产品以及活动传播，反复强调“天然水”的概念，成功在“天然水赛道”占据消费者心智。

广告语设定独具匠心，差异化占领消费者心智。与传统广告轰炸式做法不同，公司根据目标市场定位，策划优美画面和差异化广告语，让产品成为品牌文化理念载体，并通过持续迭代广告语和主题，从产品功能、感性体验、理性认知、品牌理念、社会公益、人文价值观等不同维度去演绎、展示水的天然，巩固“绿色、天然、健康”、品牌定位：

- **“农夫山泉有点甜”**：1998 年公司在中央电视台投放纯净水广告，配合农夫山泉“有点甜”的广告语，有点甜是味觉感官，是消费者对好水的自然认知，借用固有认识，突出产品卖点，让消费者第一次对农夫山泉有了深刻而清晰的认知，助推品牌知名度迅速提升。

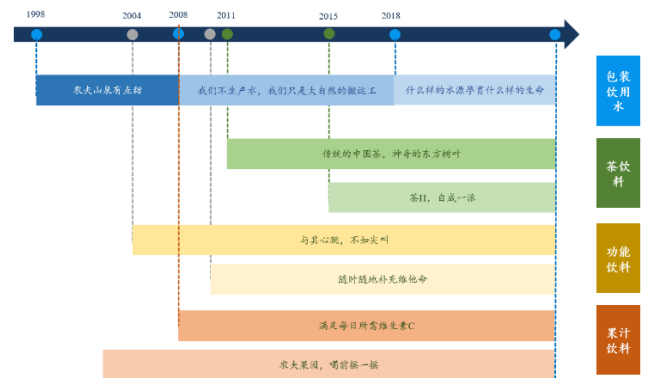
- “我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”：为了稳固天然水的营销概念，公司提出“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”广告语，并宣布停止生产纯净水，全面生产天然水，精准将品牌与优质水源紧密相连，在消费者心中树立起对农夫山泉水源品质的高度信赖。
- “什么样的水源，孕育什么样的生命”：2018年，农夫山泉推出《长白山水源地冬》的水源地实景纪录片，提出“什么样的水，孕育什么样的生命”的主题广告语，以探秘形式介绍水源地、种植基地和工厂，从源头有效获取消费者的品质信赖，从人文情怀和价值观层面来渲染水的天然，增强“天然、健康”的品牌印象，实现高质营销效果。

图21：“农夫山泉有点甜”



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图22：公司广告语变化



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

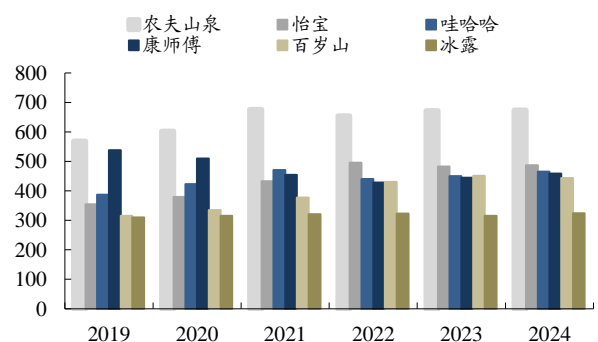
积极顺应潮流，开展年轻化营销。公司顺应潮流，持续加强品牌在年轻消费群体中的传播：2024年奥运会后火速聘请潘展乐为品牌代言人，借助其强大的粉丝效应和影响力，迅速拉近与年轻消费者的距离；通过综艺节目植入让品牌在轻松娱乐的氛围中频繁曝光，增强品牌的亲和力与知名度；举办跨界营销和联名活动打破行业边界，为品牌注入新鲜活力，拓展了品牌的内涵与外延，使农夫山泉在新时代的市场竞争中始终保持领先地位，展现出蓬勃的发展生机。

图23：24年公司赞助《喜人奇妙夜》



数据来源：腾讯、东吴证券研究所

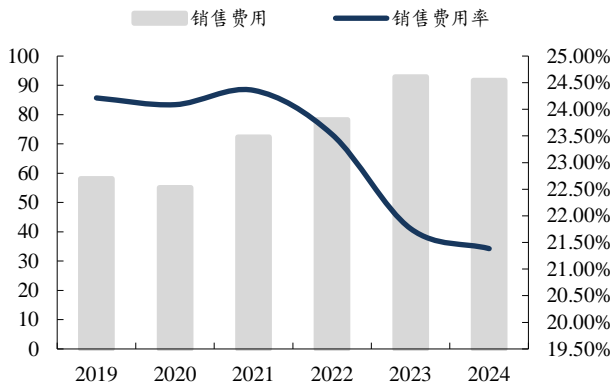
图24：Chnbrand 中国品牌力指数得分（分）



数据来源：wind、东吴证券研究所

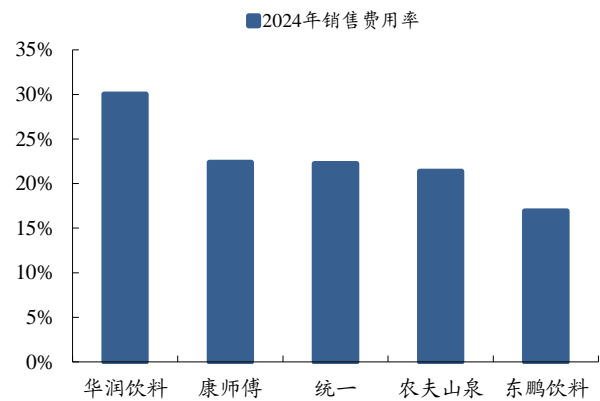
品牌力稳步提升，规模效应推动费用率优化。在多样化的营销打法下，公司品牌影响力稳步提升，已连续 10 年位居 Chnbrand 中国品牌力指数瓶装水排行榜第一名。近年来公司费用率整体保持在 25% 以下，并呈现小幅回落，2023 年销售费用率 21.4%，横向对比来看低于竞品，预计主系优异费用管控能力、产品结构调整。

图25：公司销售费用及费用率（亿元，%）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图26：饮料企业 2024 年销售费率对比



数据来源：wind、东吴证券研究所

3.4. 渠道端：因时而进，纵深布局

渠道模式不断优化，专属经销商模式独具优势。1996 年农夫山泉成立之初，采用类似娃哈哈联销体的模式；2008 年开始学习康师傅的渠道精耕模式；2014 年开始强化经销商优胜劣汰机制，并于 2016 年开展了经销商专项改革；2020 年开始，公司与部分乡镇市场次级经销商签署协议，促进渠道下沉，进一步提升渠道运营效率。

- **联销体模式：**1996 年公司学习娃哈哈联销体模式，即产品从生产到最终售出，需经过总部——各省区分公司——特约一级商——二级批发商——三级批发商——零售终端，该模式下公司和每一层经销商利益深度绑定，覆盖面广、渠道下沉深，但同时公司对终端控制难度较大，导致市场反应不够迅速，且当利润不足以支撑渠道时，可能出现渠道塌陷、终端价格紊乱的风险。
- **通路精耕模式：**2008 年开始，公司借鉴可口可乐的深度分销模式，搭建办公系统 NCP、财务核算系统 IMS、业代终端机系统 MMS 以及内部即时通讯系统，从市场开拓、业务接洽到活动策划均由厂商负责，经销商主要负责仓储、配送。该模式提高了厂商对终端的控制力，渠道管理可视化、透明化，但也存在经销商水平不足、缺乏专业大商、终端销售工作变形等问题。
- **专属经销商模式：**过去深度分销模式积累了庞大的经销商团队，由于经销商规模较小且质量参差不齐，导致渠道管理效率偏低。2016 年起，公司重新界定厂商权责，将市场还给经销商，即经销商由之前辅助地位的配送商变为主导地位

的经营者，精简经销商数量、提高质量，对经销商授权，以经销商为主体，并及时提供协助和服务，董事长钟总亲自考察选拔一批优秀经销商进行重点扶持，2017~2019年共削减近3000名经销商，经销商平均创收从2017年的427万元提升到2019年的592万元。2020年起公司关注到下沉市场的发展潜力，在一级经销商的基础上增设二批商，签订三方协议，二批商经由一级经销商进货，保证原有经销商的利益的前提下充分拓展下线市场，提升市场份额。

表13: 专属经销制下各主体任务划分

| 主体 | 权利 | 义务 |
|-----|---|---|
| 经销商 | 经销权、市场主导权、建议权 | 达成目标、价格维护、品牌建设、市场拓展。 |
| 公司 | 每年派出由企划、行政、专属业代、主任和经理组成的评审团，严格评估渠道，违反协议或业绩不好便会终止合作，保持团队战斗力。 | 传达政策和信息、提供市场和执行数据、提供经销商培训、对业代进行代教、帮扶潜力经销商等。 |

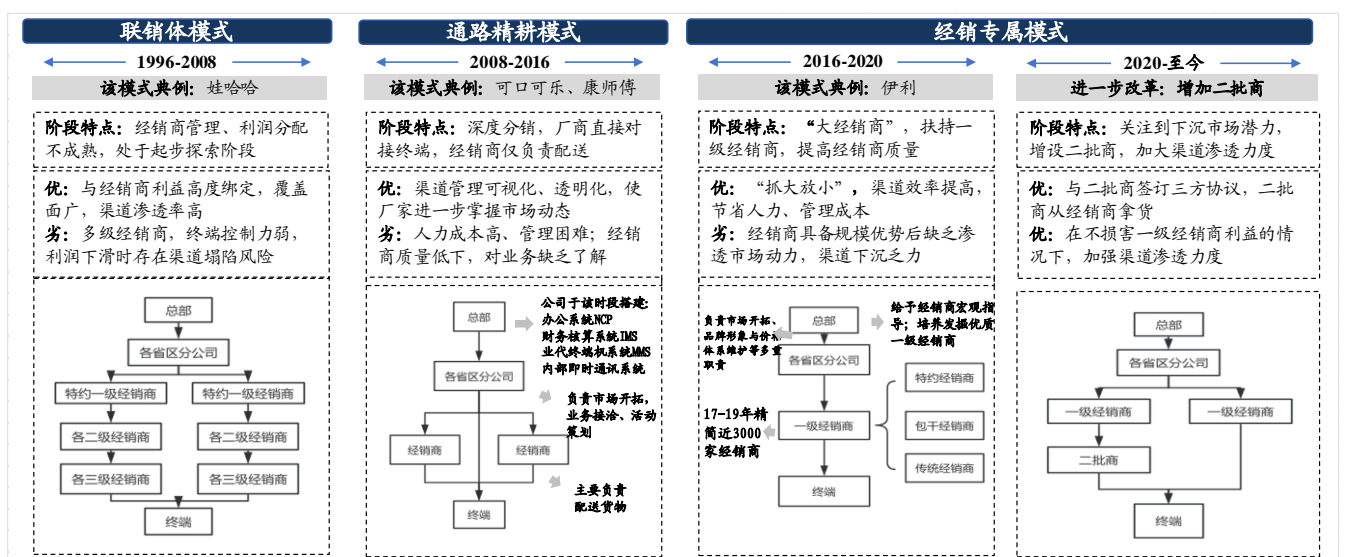
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表14: 农夫山泉经销商总数及其变动（截至12月31日止年度，单位：名）

| 项目 | 2017年度 | 2018年度 | 2019年度 | 2020年1月-5月 |
|----------|--------|--------|--------|------------|
| 期初经销商数目 | 4,317 | 3,876 | 3,841 | 4,280 |
| 新经销商数目 | 884 | 960 | 928 | 196 |
| 已终止经销商数目 | 1,325 | 995 | 489 | 22 |
| 期末经销商数目 | 3,876 | 3,841 | 4,280 | 4,454 |

数据来源：招股书、东吴证券研究所

图27: 农夫山泉渠道变迁历程



数据来源：京东旗舰店、头豹产业研究院、东吴证券研究所

积极拓展销售渠道多样性，稳步推进全渠道建设。

- **直营渠道：**公司对采购额较大、信用较好的客户采取直营模式。直营客户主要包括全国或区域性的超市、连锁便利店、电商平台、航空公司以及集团客户。截至2020年5月31日，公司拥有约247名直营客户，公司为其定制销售计划和市场活动方案的同时，也能直接从这些终端零售网点获得消费者对产品的反馈，有助于及时调整市场营销策略和把控产品开发方向。
- **新零售渠道：**截至2020年5月31日，公司已在全国近300个城市投放近62900台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备，并逐步建立相应信息系统和配送服务模式。同时将“地下停车场自动售卖机”升级为“农夫山泉芝麻店”，2020年全国布局超6万个，更好满足消费者即时性、便捷性需求，增强市场渗透率。

图28：农夫山泉自助售货机等智能零售终端



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

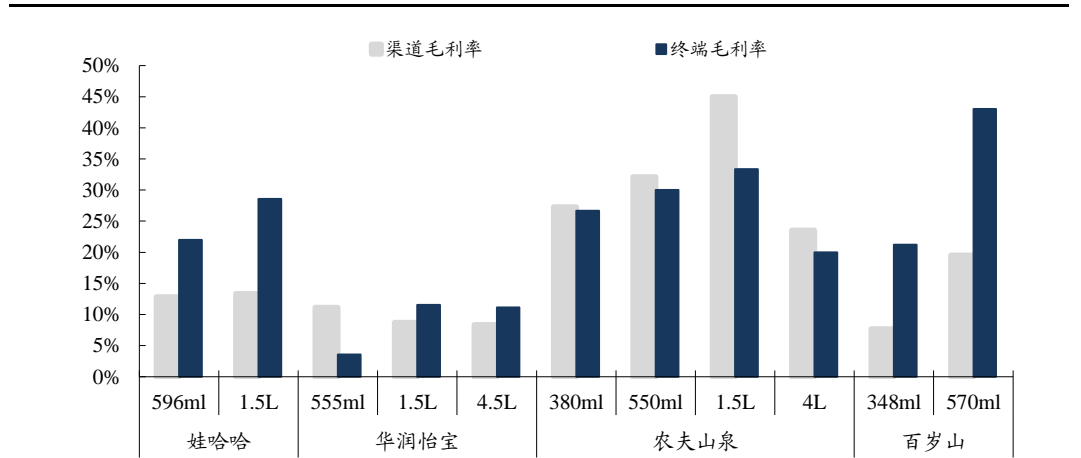
图29：农夫山泉芝麻店



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

渠道利润更丰厚，渠道推力充足。横向对比来看，农夫渠道毛利率高于娃哈哈、怡宝，略低于百岁山，但公司核心单品零售价定位两元，周转率高于三元水百岁山，因此绝对利润更高。同时，公司饮料业务产品布局完善、渠道利润更高，搭配饮料销售增厚经销商利润水平，进一步增强渠道推力。

图30：2024年主要包装水渠道利润链拆分



数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

渠道基础日益夯实，兼具深度与广度。农夫山泉近 30 年深耕渠道建设，已形成高度下沉全国市场的成熟销售渠道：

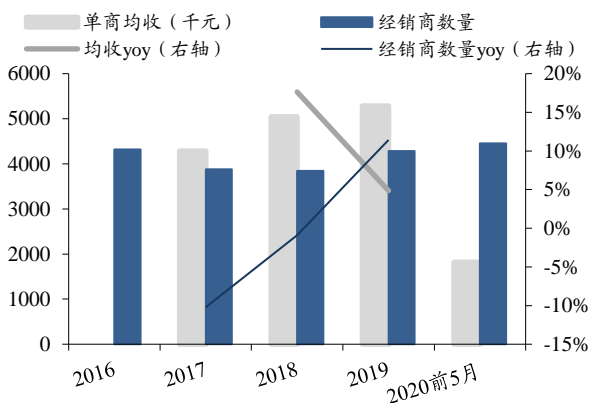
- **渠道覆盖全面：**截至 2020 年 5 月公司覆盖 243 万余家终端网点，其中约 188 万家布局三线及以下城市，下沉市场基础不断夯实。我们预计 24 年超过 300 万家，终端数量在行业内位居前列。
- **厂商协作高效：**截至 2020 年 5 月，公司经销商数量 4454 个、销售人员 11294 名，经销商、销售人员数量均高于同行业华润饮料、东鹏饮料等，公司 2019 年经销商/销售人员平均创收分别达 529/213 万元，处于行业内较高水平。2019 年公司终端投放冰柜数量超过 36 万台，2022 年增加至 65 万台，我们预计 2024 年已超过 80 万台，冰冻化建设稳步加强。

表15：主要包装水企业渠道情况对比

| | 农夫山泉 | 华润饮料 | 娃哈哈 | 景田百岁山 |
|--------|-------------------------|--------------------------------|----------|------------|
| 渠道体系 | 大经销商制（部分偏远、乡镇地区设立二级经销商） | ①经销商→分销商→批发商→终端 ②经销商→分销商→终端 | 联销体模式 | 经销商→批发商→终端 |
| 经销商数量 | 4000 家+ | 1000 家+ | 7000 家+ | 2000 家+ |
| 终端网点数量 | 300 万家+ | 200 万家+ | 300 万家+ | 180~200 万家 |
| 冰柜数量 | 80 万台+ | 30 万台+ | 10~15 万台 | 约 19 万台+ |

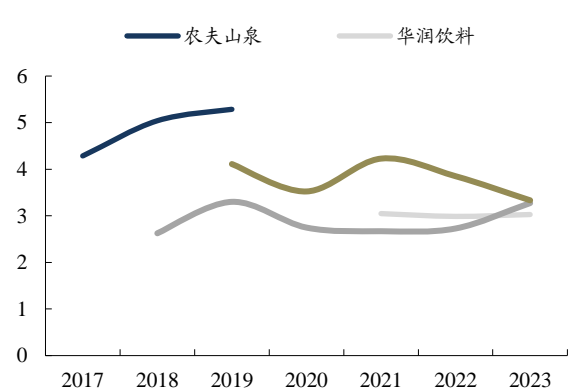
数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：均为 24 年预测数据）

图31：农夫山泉近年经销商数量（个）、单商均收情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图32：同行业公司经销商近年单商均收对比（万元）

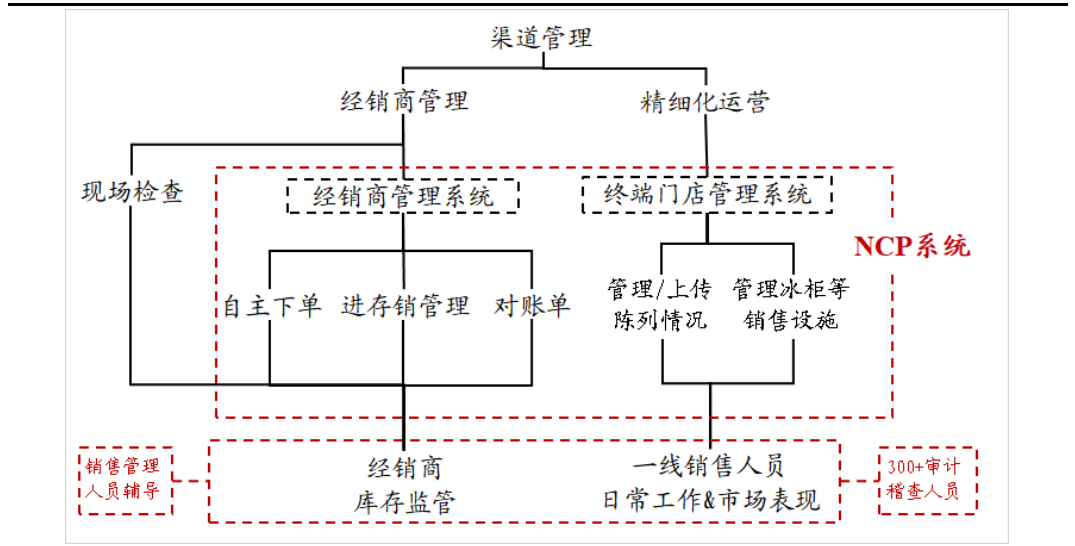


数据来源：Wind、东吴证券研究所

渠道管理严格，采用信息化系统 NCP 进行管理。公司每年度与经销商签订经销协议，涵盖价格、冲货、营销费用等多项协议；对违反协议或业绩较差经销商解约，于 2017 年至 2019 年期间与 2809 家经销商解约，新增 2772 家经销商，经销商均收由 429 万元上涨至 529 万元，经销商质量持续优化。同时，公司采用 NCP 系统进行渠道管理：

- **经销商方面**，公司所有经销商必须使用 NCP 系统进行进货、存货管理以及生成对账单，公司以此实现对经销商库存、动销状况的监管。
- **终端门店方面**，公司要求门店人员通过 NCP 系统手机端上传门店陈列情况，基于此监管终端商品陈列及一线销售人员工作表现，并定期给予相应指导。此外，公司设置了专门的审计团队，对经销商、终端销售情况进行盘点核查，严防舞弊现象出现。

图33: 农夫山泉渠道管理模式



数据来源：招股说明书、东吴证券研究所







4. 行业天空海阔，龙头稳步向前

4.1. 基本盘：包装水刚需高频，市场规模稳步扩张

4.1.1. 市场概况：量价齐升，市场规模突破 2000 亿元

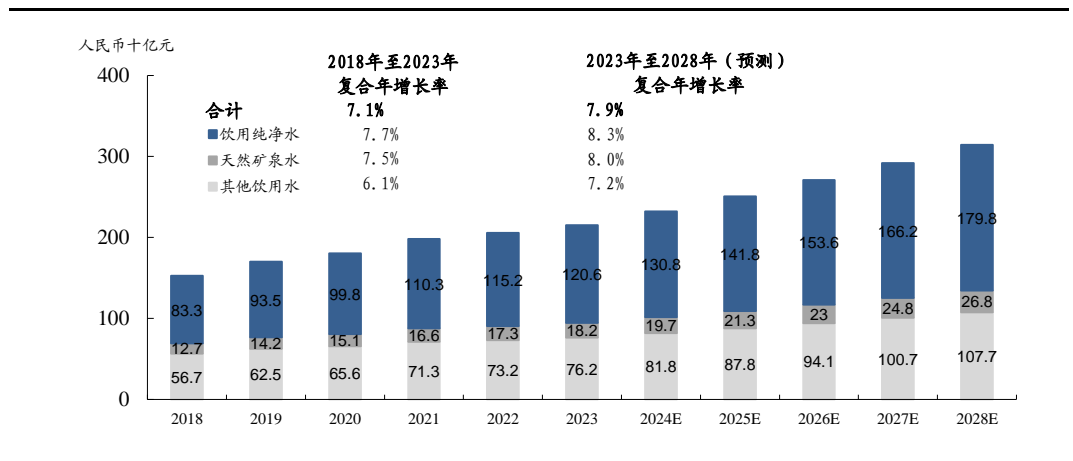
包装水刚需属性明显，健康意识提升下，市场规模稳步扩张。对于消费者而言，饮用水满足的是马斯洛需求层次中人类最底层的生理需求，具备刚需属性、长生命周期和渠道场景复用优势。受益于我国居民健康饮食的需求提升以及消费能力提高带来的应用场景扩展，市场规模近年来稳步增长。根据灼识咨询，2018年至2023年，中国包装水市场由1527亿元成长至2150亿元，CAGR达+7.1%。其中饮用纯净水、天然矿泉水及其他饮用水市场规模分别1206亿元/182亿元/762亿元。

表16：包装水分类

| 细分品类 | 定义 | 特点 | 23年市场规模 | 代表产品 |
|-------|---|----------------------|---------|---|
| 天然矿泉水 | 从地底深处自然涌出或人工钻井采集；含有一定量天然矿物质、微量元素；水源地未受污染或采取预防措施避免污染的水 | 矿物质含量高，一定程度满足人体矿物质需要 | 182亿元 | 依云 农夫山泉长白雪 百岁山   |
| 饮用纯净水 | 以来自公共供水系统的水为生产用水；通过蒸馏法、电渗析法、离子交换法、反渗透法以及其他适当的水净化工艺制成 | 硬度低 口感好 | 1206亿元 | 农夫山泉纯净水 华润怡宝 娃哈哈   |
| 其他饮用水 | 主要有山泉水（天然水）、矿物质水两类； 天然水：以水质符合生活饮用水要求的地表水或地下水为水源，仅允许通过脱气、曝气、倾析、过滤、臭氧化作用或紫外线消毒杀菌过程等有限的处理方式，不改变水的基本物理化学特征的自然来源饮用水 矿物质水：以自来水为生产用水，经适当加工处理，添加了适量镁、钾元素，但不添加糖、甜味剂、香精的水 | 硬度适中，兼具口感及含有矿物质元素特点 | 762亿元 | 农夫山泉天然水 康师傅   |

数据来源：灼识咨询、《食品安全国家标准 饮用天然矿泉水》（GB 8537-2018）、东吴证券研究所

图34：包装水分品类市场规模及增速

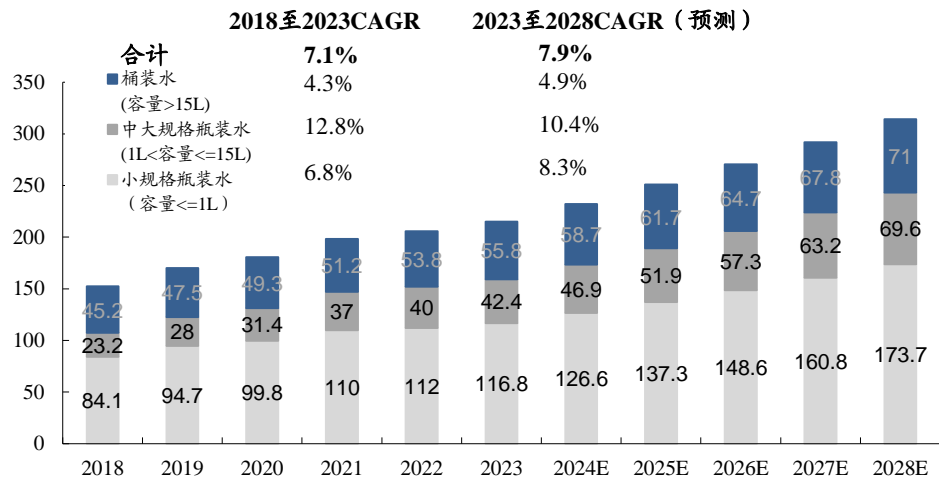


数据来源：灼识咨询、东吴证券研究所

分规格看，小规格水为主流，大包装发展迅速。根据灼识咨询数据，2023年我国

小规格/中大规格/桶装水零售规模分别 1168/424/558 亿元，预计 2023-2028 年 CAGR 分别 8.3%/10.4%/4.9%，其中小规格水覆盖场景灵活性强，销售占比最高；中大规格水增速最快：一方面，露营、短途旅游等场景对大容量集体用水有增量需求；另一方面，居民健康意识增强，年轻人在厨房、日常饮用时更多采用大包装饮用水（如煮饭、泡茶等），此外，无水源小容量（5L 及以下）的即热水电器也对大容量包装水形成增量刚需。

图35：包装水分规格市场规模（十亿元）及增速

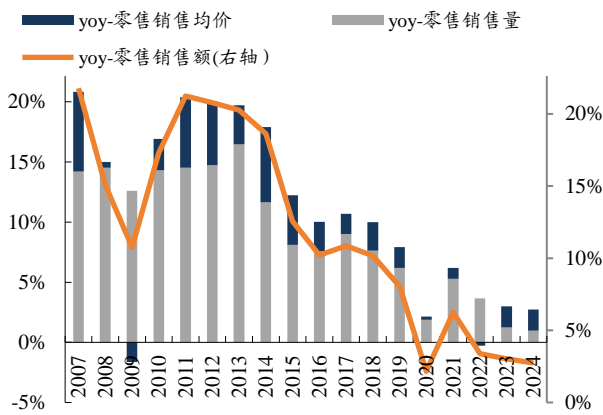


数据来源：灼识咨询、东吴证券研究所

量增为主、价增为辅。量价拆分来看，2019 年~2024 年包装水销量/均价 CAGR 分别为 2.6%、0.9%。

- **量增：主系渗透率提升及场景扩容贡献：**
 - ①**渗透率提升：**健康化需求推动下，居民对水安全的重视程度攀升，包装水替代自来水和桶装水，推动包装水渗透率提升。
 - ②**场景扩容：**便利店、自动贩卖机等即时消费场景持续扩容，同时受益于家庭用水习惯改变，场景拓展至煮饭、泡茶、佐餐等，大包装水占比提升。
- **价增：主系高端化及直接提价贡献：**
 - ①**产品高端化：**通过水源差异化（如长白山、昆仑山等稀缺水源成为高端化背书）、功能性延展（如农夫山泉“运动水”pH 值调节）、设计溢价（如玻璃瓶高端水农夫山泉生肖瓶）拓展高价细分市场。
 - ②**直接提价：**PET 价格波动影响毛利率（根据招股书，2019 年 PET 占销售成本比例约 30%），PET 涨价周期中，企业通过直接提价或缩减促销力度实现价格传导。

图36: 中国包装水市场量价增速拆分



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

图37: 包装水品牌提价情况梳理

| 时间 | 品牌 | 提价情况 |
|------|------|---------------------------|
| 2010 | 农夫山泉 | 2010年1月28日起天然水出厂价上调约5% |
| 2011 | 怡宝 | 桶装水从16元/桶提高至18元/桶 |
| | 农夫山泉 | 550ml 建议零售价从1.5元/瓶提升至2元/瓶 |
| 2012 | 娃哈哈 | 纯净水建议零售价从1.5元/瓶提高至2元/瓶 |
| 2018 | 康师傅 | 包装饮用水零售价从1元/瓶提高至2元/瓶 |

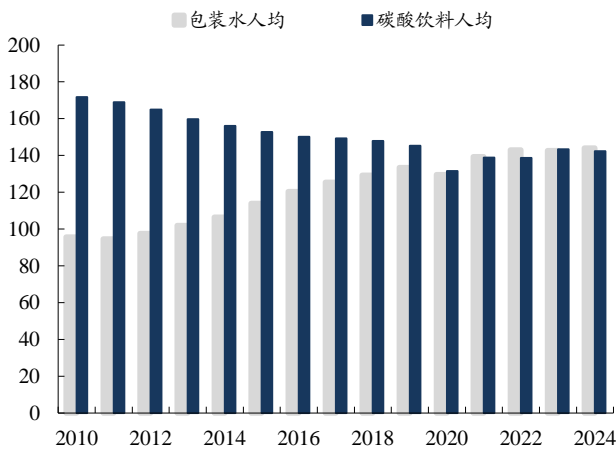
数据来源: 各公司官网、东吴证券研究所

从海外发展路径来看, 消费升级、健康意识提升、渠道下沉为包装水渗透率增长的核心动力:

美国: 健康化趋势推动碳酸饮料消费转至包装水消费。根据 Euromonitor, 2024 年美国瓶装水人均消费量达 144L, 超过碳酸饮料, 一方面, 健康意识提升下, 低糖、无糖饮料受到推崇; 另一方面, 城市自来水受金属污染, 瓶装水安全性更有保障; 此外, 雀巢、可口可乐等品牌多年来成功的市场营销和网点拓展也提升了产品即时可得性、持续占有消费者心智。

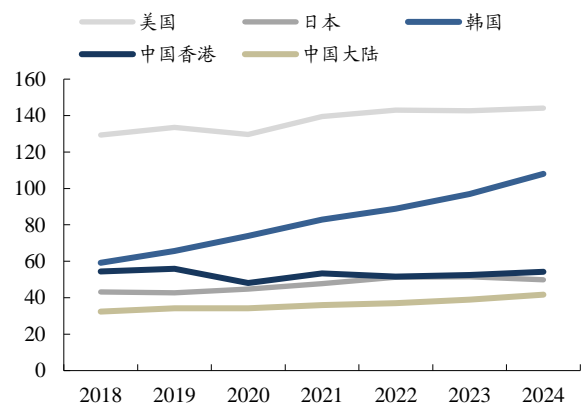
日本: 饮水安全意识提升、家庭场景消费需求增加。根据 Euromonitor, 2024 年日本人均消费量已达 49.8L, 一方面, 消费者对健康、饮水安全关注度持续提升; 另一方面, 伴随人口老龄化, 单个家庭人口变少, 催化小包装饮用水在家庭场景的消费; 同时小容量 PET 瓶的生产限制开放, 也有利于进一步满足家庭场景用水需求。

图38: 美国包装水和碳酸饮料年人均消费量 (L)



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

图39: 各国/地区瓶装水年人均饮用量变化 (L)



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

以海外为鉴, 饮水安全意识、健康补水、多元化消费场景拓展下, 我国包装饮用水

市场未来有望稳步扩容。

人均消费量看：根据欧睿，2024 年美韩日人均包装水饮用量分别达 144.1 升/108 升/49.8 升，我国 2024 年人均饮用量约 41.7 升，伴随消费者对自来水水质关注提升、用水安全意识增强，以及家庭规模小型化、配送服务发展对中大规格瓶装水消费拉动，包装水销量仍有提升空间。

价格角度看：过往消费升级已推动瓶装水（550ml）主流价格带从 1 元提升至 2 元，20 年后受外部因素扰动，2 元→3 元价位带升级阶段性被打断，但横向对比海外，我国饮用水人均消费价格仍处于较低水平，后续伴随宏观经济恢复、价格战趋缓、产品升级，价升逻辑有望进一步兑现。

包装水空间测算：

1) 测算方式一：对标海外人均消费量

核心假设：人口长期稳定在 14 亿左右、人均消费量参考韩国提升至 100 升/年¹、单价假设 2.5 元/升。

包装水市场规模=人口数量*人均消费量*单价=14 亿人×100L/人*2.5 元/L=3500 亿元

2) 测算方式二：分场景渗透率提升

核心假设：分场景拆分增量，单价假设 2.5 元/升。

包装水市场规模=(已有销量+销售增量)*单价=(2150/2+200)亿升*2.5 元/L≈3188 亿元

表17：包装水市场规模分场景增量测算

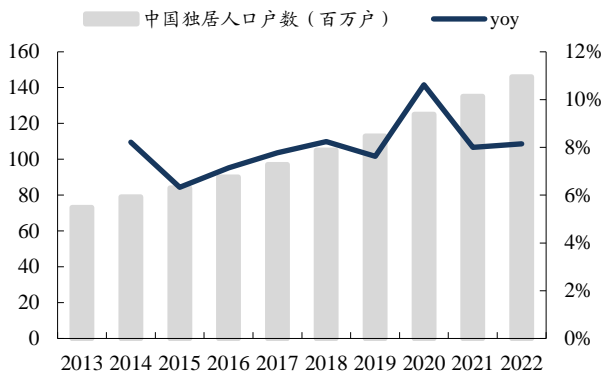
| 消费场景 | 关键假设参数 | 增量计算逻辑 | 潜在增量（亿升） |
|--------|--|---------------------------------|---------------------|
| 家庭场景 | 户数：5 亿户 户均需求：150 升 渗透率：30%→50% | (50%-30%)×5 亿户×150 升= 150 亿升 | 考虑净水器替代效应下调至 120 亿升 |
| 即饮场景 | 城镇人口：9 亿 人均消费增量：3 升 城镇人口：5 亿 人均消费增量：1 升 | 城镇 9 亿×3 升+农村 5 亿×1= 32 亿升 | 考虑渠道扩张上调至 50 亿升 |
| 高端/功能水 | 目标人群：3 亿→5 亿 人均消费：10 升→15 升 | (5 亿×15 升) - (3 亿×10 升) = 45 亿升 | 考虑价格弹性下调至 30 亿升 |
| 合计 | — | — | 200 亿升 |

数据来源：东吴证券研究所测算

综上，预计我国包装饮用水市场未来有望突破 3000 亿元，由于上述测算方法仅统计瓶装水，未计入大包装水，且对高端水占比提升拉动整体客单价的预测相对偏于保守，对后续行业天花板上限可更乐观。

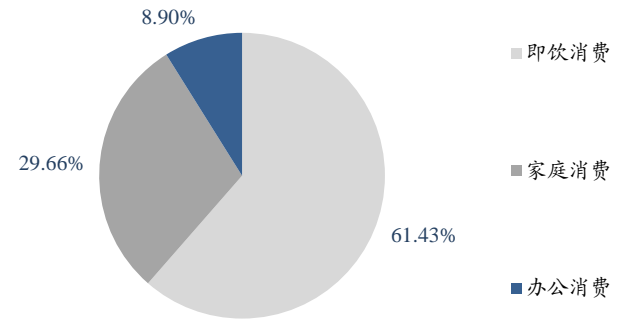
¹ 此处选择与韩国对标，主要考虑：1) 亚洲地区与欧美地区主要在于膳食结构不同，西式餐饮以油炸烘焙为主，含水量较低，因此对瓶装水需求量更大。2) 对比韩国，日本直接饮用自来水习惯更为成熟，我国直饮推进仍需漫长标准制定和习惯培育。

图40：独居人口数量增加有望推动家庭大包装用水



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图41：2020年中国包装水各消费场景分布



数据来源：华经产业研究院、东吴证券研究所

4.1.2. 格局演绎：龙头韧性足，份额渐修复

根据欧睿数据，2023年中国包装水市场前五分别为农夫山泉（23.6%）、华润饮料、景田百岁山、娃哈哈和康师傅，复盘包装水行业竞争格局来看：

- **挑战权威打破巨头天下。**公司早期以纯净水为主业，面对娃哈哈、乐百氏等同样主打纯净水的巨头，公司破釜沉舟，于2000年4月宣布不再生产纯净水，转而生产天然水。并首次提出“长期饮用纯净水对身体无益”的观点，大力投放“水仙花生长速度实验”广告，力证天然水优于纯净水，将“天然水较纯净水更健康”的观念传递给了大量消费者，也借此跻身包装水市场第一梯队。
- **弱碱性优质水源制胜竞对。**进入21世纪后，康师傅创新包装水品类，打造了“矿物质水”概念，凭借成熟渠道网络快速成为行业第一。农夫山泉在彼时借力“人体酸碱论”（该理论后被证实谬论，但在当时受众颇多），指出弱碱性饮用水有益于身体保持碱性体质（碱性体质的人在当时被认为更健康），并在所售产品外附PH试纸供消费者检测，获得市场关注。
- **格局稳定成为行业标杆。**2014年后，包装水新国标出台，旨在整治包装水行业宣传乱象，康师傅、冰露等品牌依据新国标更新产品，农夫山泉、怡宝等品牌在此背景下高歌猛进，抢占大量市场份额：怡宝背靠集团渠道优势，2015年实现零售额突破100亿元，首次在市占率中超过农夫山泉，拿下行业第一的宝座；农夫山泉凭借十二大优质天然水基及多年市场口碑积淀与品质认可，2016年市占率超越怡宝，至今居行业第一。

图42: 包装水各品类市场格局



数据来源：欧睿、灼识咨询、东吴证券研究所

舆论影响逐步消散，市场份额有望逐步修复。公司瓶装水业务 2018 年~2023 年销售额 CAGR 达 11.46%，行业同期仅 7.1%，24 年 1~2 月公司包装水业务收入同比+19%，保持良好销售，但伴随 2 月底网络舆论攻击，包装水业务受到较大负面影响，24 年包装水收入 159.5 亿元/同减 21.3%，舆情事件在短期内对包装水负面冲击，但公司第一时间出台系列组合拳应对，包装水业务持续发力，期待后续包装水业务重回良好增长通道。

• 短期：绿瓶性价比优势凸显，包装水份额稳步回升

2024 年 3 月以来，公司积极澄清回应公众，维护品牌形象，同时于 2024 年 4 月推出绿瓶纯净水，主打“绿瓶有点甜、红瓶更健康”，我们认为，此举是公司结合行业环境、自身的品牌发展阶段，对竞争策略的合理调整，既触达了价格敏感性较高的纯净水消费者，也更好配合下沉战略，公司终端基础扎实，复用终端零售网点、依托点位和货架的优势，纯净水快速铺货。结合公司和渠道反馈，公司小瓶水市场份额 24H2 开始环比回升，但仍低于 23 年同期，当前市占率修复在途，年内力争恢复至舆情前正常水平。

绿瓶水毛利率扰动相对可控，盈利有望同步修复。纯净水铺货后抢占更多陈列资源，公司匹配较大力度促销（市场终端售价低至 9.9 元/12 瓶），提升终端进货积极性，短期对报表利润率造成一定影响（24 年分部利润率同比-5.1pct 至 31.2%），但 25 年绿水占比已逐步企稳，且费用投放或趋理性，预计绿水对整体毛利率影响相对有限，包装水盈利有望逐步回升。

图43: 公司推出绿瓶纯净水切入纯净水赛道



数据来源: 抖音商城、东吴证券研究所

图44: 绿瓶水对毛利率影响敏感性测算

| 对包装水毛利率影响 | | 绿瓶水占包装水业务比例 | | | | |
|-----------|-----|-------------|-------|-------|-------|--------|
| | | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% |
| 绿水毛利率 | 20% | -3.5% | -5.3% | -7.0% | -8.8% | -10.5% |
| | 25% | -3.0% | -4.5% | -6.0% | -7.5% | -9.0% |
| | 30% | -2.5% | -3.8% | -5.0% | -6.3% | -7.5% |
| | 35% | -2.0% | -3.0% | -4.0% | -5.0% | -6.0% |
| | 40% | -1.5% | -2.3% | -3.0% | -3.8% | -4.5% |
| | 45% | -1.0% | -1.5% | -2.0% | -2.5% | -3.0% |

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所 (注: 占比为收入占比)

- 中长期: 落子纯净水市场, 消费人群逐步延展

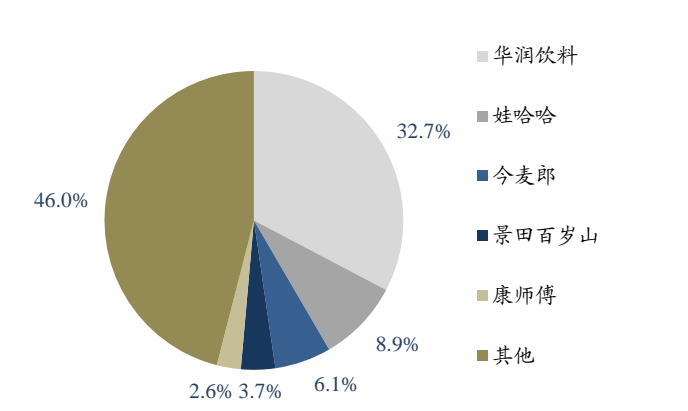
纯净水市场规模占比过半, 绿水布局长远有望贡献切割份额、带来稳定收入贡献。2023年饮用纯净水市场规模 1206 亿元, 占包装水整体约 56%, 2018~2023 年复合年增长率为 7.7%, 根据灼识咨询, 预计 2023~2028 年市场规模增速将高于天然矿泉水。公司过往通过长白雪系列和红瓶水分别占据矿泉水和天然水赛道, 纯净水赛道相对空白, 绿瓶水推出并非短期测试, 而是考虑价格敏感度较高/追求性价比的消费群体需求 (60%的消费者购买包装水主要原因是解渴), 对纯净水板块进行补足, 以切割更多市场份额。

图45: 公司纯净水与天然水卖点差异



数据来源: 抖音商城、东吴证券研究所

图46: 2023 年纯净水市场竞争格局



数据来源: 华润饮料招股书、东吴证券研究所

4.2. 第二引擎：茶饮先行，果汁待放

饮料本质是“解渴和愉悦”，满足消费者多样化情感与功能诉求。饮料是一种与消费体验、场景高度相关的快消品，随着其品类的不断丰富，消费者的可选项也逐渐增加，最终成为其丰富生活的一部分。区分与包装水，饮料的本质是解渴基础上，叠加口感愉悦（如碳酸饮料）、功能补充（如能量饮料）、文化认同（如茶饮）等需求，饮料企业通过产品创新与营销，将“解渴”升级为“多维体验”，创造高附加值。

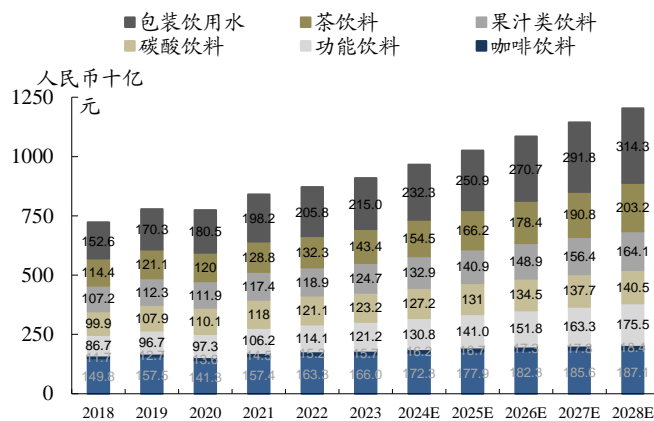
表18: 瓶装水与饮料行业对比

| 维度 | 瓶装水 | 饮料 | 核心差异 |
|------|---------------|-----------|--|
| 产品属性 | 基础刚需品，同质化程度高 | 非标品，差异化显著 | 瓶装水强调安全、性价比，饮料强调创新、情感共鸣 |
| 消费决策 | 解渴、习惯性购买 | 口味、功能、健康 | 瓶装水复购率高但品牌粘性弱，生命周期久；饮料内部分化，功能性/上瘾型饮料复购率高、品牌粘性强，生命周期更长，普通饮料口味多变，生命周期较短。 |
| 定价 | 成本驱动 | 品牌溢价驱动 | 包装水普遍低于饮料(如农夫水毛利率60%vs茶饮70%) |
| 创新方向 | 水源地、包装、规格、内容物 | 成分、口味、联名 | 饮料需高频迭代，包装水相对比较稳定 |

数据来源：东吴证券研究所整理

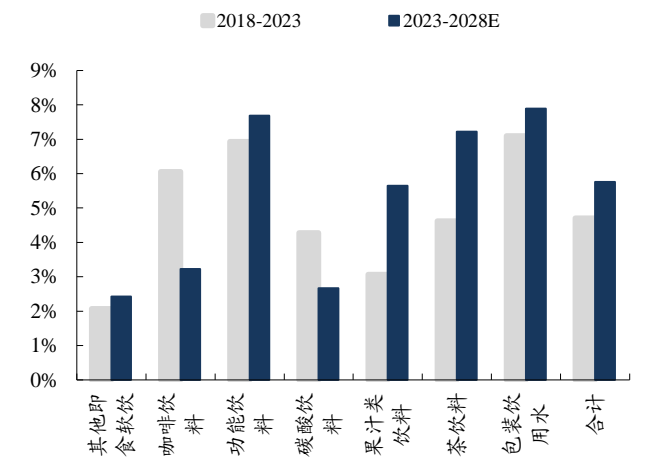
饮料市场成长稳健，功能饮料、茶饮料增速亮眼。根据灼识咨询，2023年中国饮料市场规模达6942亿元，2018-2023年CAGR为4%。其中茶饮料/果汁类饮料/碳酸饮料/功能饮料/咖啡饮料分别为1434亿/1247亿/1232亿/1212亿/157亿，近五年CAGR分别为4.6%/3.1%/4.3%/6.9%/6.0%。受消费者健康观念升级影响，茶饮料及功能饮料保持快速增长，预计2023~2028年市场规模CAGR分别达+7.2%/+7.7%，高于饮料市场整体。

图47: 即饮软饮市场规模



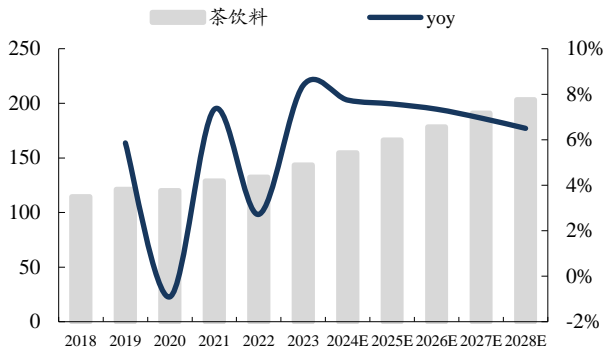
数据来源：华润饮料招股书、东吴证券研究所

图48: 即饮软饮各子板块规模复合增速及预期



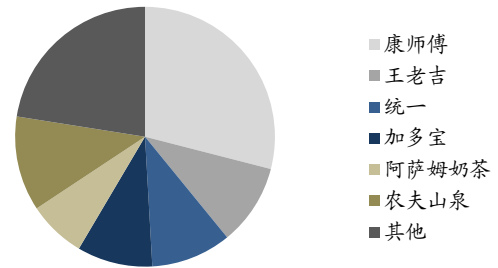
数据来源：欧睿、东吴证券研究所

图49: 茶饮料市场规模及增速 (十亿元, %)



数据来源: 华润饮料招股书、东吴证券研究所

图50: 茶饮料市场格局 (销量口径, %)



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

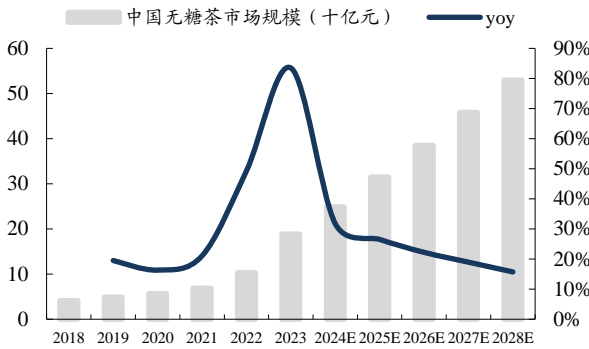
无糖茶市场规模快速增长，十年磨剑做好“中国茶”。在各大厂商教育以及消费者自身健康化诉求的推动下，2018年起无糖茶行业进入到高速发展阶段：根据CIC灼识咨询统计，2023年中国无糖茶市场的规模已达到189亿元，预计到2028年达530亿元。根据尼尔森，2024年至少有159个新SKU进入市场（含无糖/代糖），无糖茶渗透率从7.7%提升至15.2%，但仍远低于日韩等国家，伴随需求转变（无糖茶已从“解渴替代品”升级为“健康生活方式标配”）、消费群体扩容，渗透率有望进一步提升。2024年，东方树叶持续引领无糖茶在整个即饮茶领域份额不断扩张。

图51: 2024年末公司主要茶饮料产品

| 产品 | 品牌 | 品类 | 上市时间 | 单瓶容量 | 单价 (元/500ml) | 卖点 |
|---|------|-------|------|-------------------------|--------------|---------------------------------|
|  | 东方树叶 | 无糖茶饮料 | 2011 | 250ml 500ml 900ml | 4.2 | 使用茶叶, 不使用茶粉, 不添加香精, 无糖0卡, 解渴0负担 |
|  | 茶π | 茶饮料 | 2016 | 335ml 500ml 900ml | 4.2 | 采用原茶萃取, 配合天然果汁, 口感清爽自然。 |

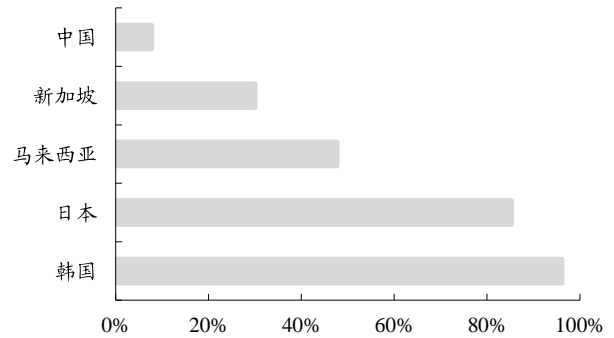
数据来源: 淘宝、公司官网、东吴证券研究所

图52: 无糖茶行业规模及增速



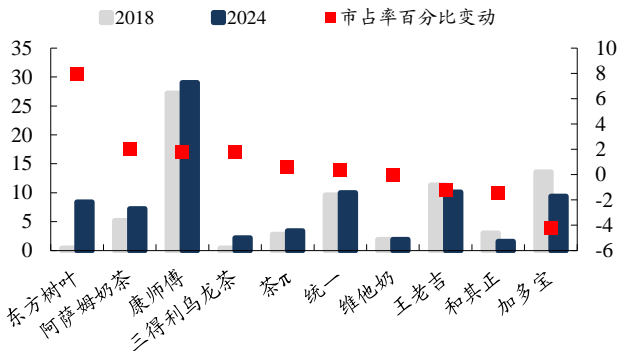
数据来源: 灼识咨询、东吴证券研究所

图53: 2022年各国无糖茶市场渗透率对比



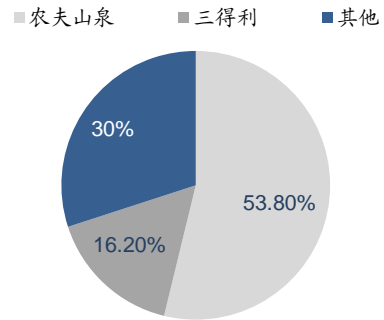
数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

图54: 茶饮各品牌近年市占率 (销量口径, %) 变动



数据来源: 欧睿、东吴证券研究所

图55: 无糖茶 2023 年市场格局



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

健身人群规模不断攀升, 功能饮料空间广阔。2023 年中国功能饮料市场规模达 1212 亿元, 2018-2023 年 CAGR 达+6.9%; 2023 年我国健身爱好者及健身人群分别达 7.32 亿 /3.9 亿, 2016 年至 2023 年 CAGR 分别达+6.21%/+8.59%, 健身人群渗透率仅 27.6%, 有望推动功能饮料市场增长, 预计 2023-2028 年功能饮料市场以年均+7.7%快速增长, 2028 年市场规模达 1755 亿元。

图56: 我国健身爱好者人数变化

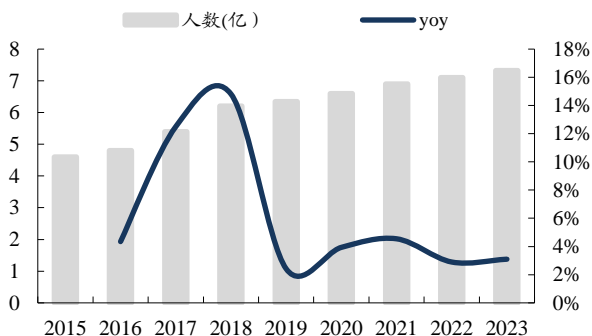
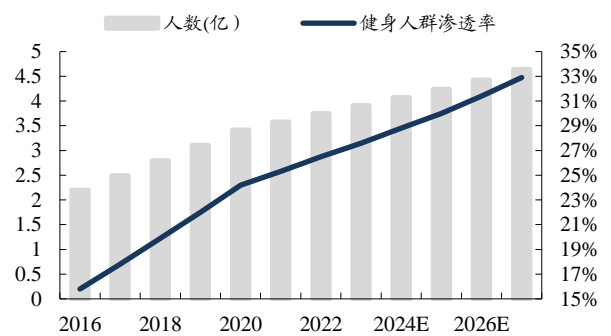


图57: 我国健身人群数量及渗透率



数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

数据来源：KEEP 招股书、东吴证券研究所

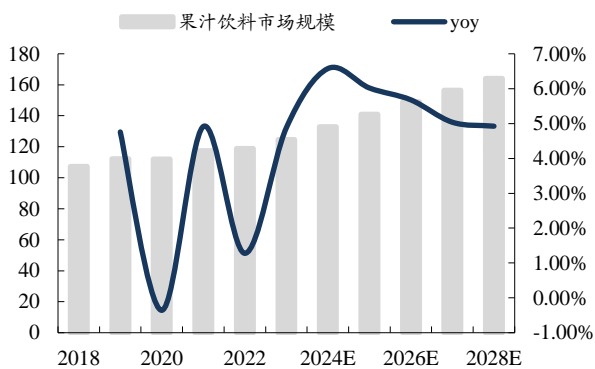
图58：公司主要功能饮料产品

| 产品 | 品牌 | 品类 | 上市时间 | 单瓶容量 | 单价(元/500ml) | 卖点 |
|---|--------|------|------|----------------|-------------|---------------------------------------|
|  | 尖叫 | 运动饮料 | 2004 | 550ml | 3.8 | 专为运动场景设计，快速补充水分、电解质；独特防泄漏运动盖时尚吸睛、便携实用 |
|  | 力量帝维他命 | 营养饮料 | 2010 | 250ml 500ml | 4.2 | 包装时尚新潮；含多种维生素，营养丰富 |

数据来源：淘宝、公司官网、东吴证券研究所（截至 2024 年末）

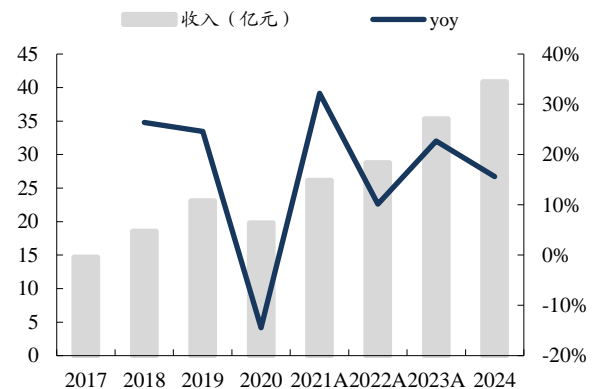
果汁赛道稳健增长，公司前瞻布局具备先发优势。随着我国居民健康意识不断提升，蔬果制品在日常食谱中比例逐步上涨；根据贝恩咨询《2024 中国购物者报告》，NFC 果汁、百分百果汁等概念正替代传统低浓度果汁推动消费者升级，高端纯果汁品类 2023 年销售额增长 40%，推动果汁品类的平均价格上涨 8.9%，健康性成为消费者购买果汁主要驱动力，补充维生素、提升免疫力已成为消费者重要消费考量。根据灼识咨询，2023 年中国果汁饮料市场规模达 1247 亿元，2018-2023 年 CAGR 为+3%，预计 2023-2028 年 CAGR 将达+5.6%。公司果汁品牌丰富，并自建生产基地实现产品质量源头把控，2018~2023 年果汁业务收入 CAGR 达 13.75%，高于市场增速。

图59：我国果汁饮料市场规模情况（十亿元，%）



数据来源：华润饮料招股书、东吴证券研究所

图60：公司近年果汁饮料营收业务情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图61：公司主要果汁饮料产品

| 产品 | 品牌 | 品类 | 上市时间 | 单瓶容量 | 单价 (元/500ml) | 卖点 |
|---|------|-------|------|-------------------------|--------------|---------------------------------|
|  | 东方树叶 | 无糖茶饮料 | 2011 | 250ml 500ml 900ml | 4.2 | 使用茶叶, 不使用茶粉, 不添加香精, 无糖0卡, 解渴0负担 |
|  | 茶X | 茶饮料 | 2016 | 335ml 500ml 900ml | 4.2 | 采用原茶萃取, 配合天然果汁, 口感清爽自然。 |

数据来源：淘宝、公司官网、东吴证券研究所（截至 2024 年末）

5. 盈利预测及估值

收入端：

- 1) **包装水：**2021~2023 年收入 CAGR 约 9%，24 年受舆论影响收入下滑 21%，预计市占率逐步恢复，预计 2025~2027 年收入 CAGR 接近 10%。
- 2) **茶饮料：**有糖茶收入增速放缓，保守预计未来中高个位数增长；无糖茶成为未来茶饮料主要的增长点，预计收入保持双位数的增速。综合测算，预计茶饮料产品未来 2~3 年收入保持双位数以上增速。
- 3) **功能饮料：**行业增速高，农夫山泉在尖叫和维他命水两类产品上持续发力，保持稳定增长，预计未来收入保持中高个位数增速。
- 4) **果汁饮料：**高浓度果汁高增长，低浓度果汁增速低。预计未来农夫果园新品浓度会有所提高；NFC 果汁作为行业内首款常温果汁，继续保持高增长。综合预计未来 2~3 年收入保持双位数增速。

利润端：

- 1) **毛利率：**预计外部舆论逐步消散下，公司红水销量有望逐步修复，绿水对整体毛利率影响削弱，且饮料类业务收入稳步增长下，预计毛利率未来有望重回增长通道，我们预计 2025~2027 年公司毛利率为 59.0%/59.4%/59.8%
- 2) **费用率：**公司稳步推进费效比提升，我们预计 2025~2027 年销售费用率为 21.2%/21.1%/21.0%，管理费用率 4.5%/4.4%/4.3%。

综上，我们预计 2025~2027 年营收 495、552、608 亿元，同比+15.4%、11.6%、10.1%，归母净利润 141.5、159.8、178.5 亿元，同比+16.7%、12.9%、11.7%，对应 PE 为 25/22/20 倍。

表19：农夫山泉盈利预测

| 单位：百万元 | 2023A | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | 42,667.0 | 42,896.0 | 49,488.1 | 55,216.8 | 60,807.4 |
| yoy (%) | 28.4% | 0.5% | 15.4% | 11.6% | 10.1% |
| 包装饮用水产品 | | | | | |
| 收入 | 20,262.0 | 15,952.0 | 17,400.4 | 18,966.5 | 20,673.5 |
| yoy | 10.9% | -21.3% | 9.1% | 9.0% | 9.0% |
| 业务收入比例(%) | 47.5% | 37.2% | 35.2% | 34.3% | 34.0% |
| 茶饮料产品 | | | | | |
| 收入 | 12,659.0 | 16,745.0 | 20,931.3 | 24,280.3 | 27,436.7 |
| yoy | 83.3% | 32.3% | 25.0% | 16.0% | 13.0% |
| 业务收入比例(%) | 29.7% | 39.0% | 42.3% | 44.0% | 45.1% |

| 功能饮料产品 | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 4,902.0 | 4,932.0 | 5,301.5 | 5,566.6 | 5,844.9 |
| yoy | 27.7% | 0.6% | 7.5% | 5.0% | 5.0% |
| 业务收入比例(%) | 11.5% | 11.5% | 10.7% | 10.1% | 9.6% |
| 果汁饮料产品 | | | | | |
| 收入 | 3,533.0 | 4,085.0 | 4,708.4 | 5,256.9 | 5,705.8 |
| yoy | 22.7% | 15.6% | 15.3% | 11.7% | 8.5% |
| 业务收入比例(%) | 8.3% | 9.5% | 9.5% | 9.5% | 9.4% |
| 其他产品 | | | | | |
| 收入 | 1,311.0 | 1,182.0 | 1,146.5 | 1,146.5 | 1,146.5 |
| yoy | -3.1% | -9.8% | -3.0% | 0.0% | 0.0% |
| 业务收入比例(%) | 3.1% | 2.8% | 2.3% | 2.1% | 1.9% |

数据来源：wind、东吴证券研究所预测

我们采用可比公司估值法，选取港股饮料公司康师傅控股、统一企业中国作为可比公司，考虑公司高 ROE、历史估值水平以及核心竞争力，我们认为公司享有一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表20：可比公司估值表

| 证券代码 | 公司 | 股价(港元) | 市值(亿港元) | EPS | | | P/E | | |
|---------|--------|--------|---------|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | | | 24A | 25E | 26E | 24A | 25E | 26E |
| 0220.HK | 统一企业中国 | 9.2 | 395.7 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 19.9 | 17.7 | 16.0 |
| 0322.HK | 康师傅控股 | 13.0 | 730.4 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 18.1 | 16.3 | 14.8 |
| | 均值 | | | | | | 19.0 | 17.0 | 15.4 |
| 9633.HK | 农夫山泉 | 33.8 | 3801.3 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 29.1 | 24.9 | 22.1 |

数据来源：wind、东吴证券研究所（注：可比公司 EPS 为 Wind 一致预测，收盘价截至 2025 年 4 月 9 日，港币兑人民币汇率 0.92791）

6. 风险提示

食品安全风险。软饮行业对水质卫生标准有严格要求，随着公司业务扩张，对水质进行监控的难度加大，一旦出现食品安全问题，不仅将对公司的声誉和经营业绩产生重大不利影响，也将影响消费者对该行业的信心。

行业竞争加剧风险。国内软饮行业整体集中度不高，行业竞争激烈，存在新玩家进入市场以新的产品形态和理念加剧行业竞争，导致公司整体盈利水平下滑。

舆情持续发酵风险。公司 24 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。

农夫山泉三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 19,071.87 | 26,769.92 | 35,169.18 | 44,204.97 | 营业总收入 | 42,895.99 | 49,488.12 | 55,216.76 | 60,807.44 |
| 现金及现金等价物 | 10,722.05 | 20,177.71 | 28,035.91 | 36,540.24 | 营业成本 | 17,980.28 | 20,314.06 | 22,395.57 | 24,447.54 |
| 应收账款及票据 | 581.37 | 687.33 | 766.90 | 844.55 | 销售费用 | 9,173.30 | 10,491.48 | 11,650.74 | 12,769.56 |
| 存货 | 5,013.05 | 3,385.68 | 3,732.60 | 4,074.59 | 管理费用 | 1,962.47 | 2,226.97 | 2,429.54 | 2,614.72 |
| 其他流动资产 | 2,755.41 | 2,519.20 | 2,633.77 | 2,745.59 | 研发费用 | 0.00 | 29.69 | 33.13 | 36.48 |
| 非流动资产 | 34,088.44 | 33,655.79 | 33,231.69 | 32,815.96 | 其他费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 21,083.24 | 20,661.57 | 20,248.34 | 19,843.38 | 经营利润 | 13,779.95 | 16,425.92 | 18,707.78 | 20,939.14 |
| 商誉及无形资产 | 1,098.21 | 1,087.22 | 1,076.35 | 1,065.59 | 利息收入 | 0.00 | 536.10 | 1,008.89 | 1,401.80 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利息支出 | 91.47 | 72.51 | 72.51 | 72.51 |
| 其他长期投资 | 10,630.88 | 10,630.88 | 10,630.88 | 10,630.88 | 其他收益 | 2,099.38 | 1,484.64 | 1,104.34 | 912.11 |
| 其他非流动资产 | 1,276.11 | 1,276.11 | 1,276.11 | 1,276.11 | 利润总额 | 15,787.86 | 18,374.16 | 20,748.49 | 23,180.53 |
| 资产总计 | 53,160.31 | 60,425.71 | 68,400.87 | 77,020.92 | 所得税 | 3,664.55 | 4,226.06 | 4,772.15 | 5,331.52 |
| 流动负债 | 19,984.74 | 21,649.35 | 23,713.26 | 25,729.18 | 净利润 | 12,123.30 | 14,148.10 | 15,976.34 | 17,849.01 |
| 短期借款 | 3,625.43 | 3,625.43 | 3,625.43 | 3,625.43 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 1,499.40 | 1,692.84 | 1,866.30 | 2,037.29 | 归属母公司净利润 | 12,123.30 | 14,148.10 | 15,976.34 | 17,849.01 |
| 其他 | 14,859.91 | 16,331.08 | 18,221.53 | 20,066.46 | EBIT | 15,879.33 | 17,910.56 | 19,812.11 | 21,851.25 |
| 非流动负债 | 888.41 | 888.41 | 888.41 | 888.41 | EBITDA | 15,879.33 | 18,343.21 | 20,236.22 | 22,266.98 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 其他 | 888.41 | 888.41 | 888.41 | 888.41 | | | | | |
| 负债合计 | 20,873.15 | 22,537.76 | 24,601.67 | 26,617.59 | | | | | |
| 股本 | 1,124.65 | 1,124.65 | 1,124.65 | 1,124.65 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 1.08 | 1.26 | 1.42 | 1.59 |
| 归属母公司股东权益 | 32,287.16 | 37,887.95 | 43,799.19 | 50,403.33 | 每股净资产(元) | 2.87 | 3.37 | 3.89 | 4.48 |
| 负债和股东权益 | 53,160.31 | 60,425.71 | 68,400.87 | 77,020.92 | 发行在外股份(百万股) | 11,246.47 | 11,246.47 | 11,246.47 | 11,246.47 |
| | | | | | ROIC(%) | 36.07 | 35.62 | 34.31 | 33.17 |
| | | | | | ROE(%) | 37.55 | 37.34 | 36.48 | 35.41 |
| | | | | | 毛利率(%) | 58.08 | 58.95 | 59.44 | 59.80 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 28.26 | 28.59 | 28.93 | 29.35 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 39.26 | 37.30 | 35.97 | 34.56 |
| | | | | | 收入增长率(%) | (0.05) | 15.37 | 11.58 | 10.12 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 0.36 | 16.70 | 12.92 | 11.72 |
| | | | | | P/E | 29.09 | 24.93 | 22.08 | 19.76 |
| | | | | | P/B | 10.92 | 9.31 | 8.05 | 7.00 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.86 | 18.33 | 16.22 | 14.36 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年4月9日的0.92791,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>