



港股研究 | 公司深度 | 农夫山泉 (9633.HK)

农夫山泉深度报告：山泉为上，农夫饮茶

报告要点

农夫山泉作为中国软饮料行业领军企业，其在产品、品牌、营销、渠道上均颇有建树。农夫山泉的本质是推动饮料行业价格链“通胀”，通过推出高品质、高价格产品，为上游供应链和经销商创造丰厚利润，实现上下游利益绑定。本文从公司产业布局、营销能力、渠道模式三大维度进行拆解，解读农夫山泉的常青之道。同时，我们认为公司已逐步走出舆论影响且有望顺势提高市占率，增强公司影响力。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016

SFC: BQK487



冯莹

SAC: S0490524060001

农夫山泉 (9633.HK)

2025-08-26

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

农夫山泉深度报告：山泉为上，农夫饮茶

农夫山泉：始于微末，发于华枝

在创始人钟睺眙带领下，成立于 1996 年的农夫山泉后来者居上，成为包装水行业的领头羊。公司建立了包装饮用水和饮料的双引擎发展战略，引领饮料行业发展，目前已经形成包装水、茶饮料、果汁、功能饮料等丰富产品矩阵，旗下“农夫山泉”、“东方树叶”、“茶π”等均为畅销单品。公司收入、利润均保持快速增长，2017-2023 年公司收入从 175 亿元增长至 427 亿元，CAGR 为 16%；归母净利润从 34 亿元增长至 121 亿元，CAGR 为 24%。2024 年受负面舆论影响，公司包装水业务受损，收入利润降速，公司实现收入 429 亿元，同比+0.54%，实现归母净利润 121 亿元，同比+0.36%。

产业布局：水饮为基，定位健康

饮料赛道广阔但竞争激烈，公司巧妙进行差异化产业布局，在纯净水时代下推出天然水，在有糖茶当道时推出无糖茶，前瞻性进行布局。公司积极延伸产业链，上游全国化布局水源地，目前已拥有 15 个水源地，有效降低公司运输费用；同时，公司积极扶持农户，在云南投资茶叶产业、在江西投资脐橙产业，绑定农户利益，提升原材料品质，稳固公司供应链。

产品营销：品质为先，培养心智

饮料产品，消费者以便捷性、好喝为导向，口感变化较快，且对价格敏感，缺乏品牌忠诚度，这对公司营销能力提出了较大考验。农夫山泉眼光独到，精准选择产品定位，避开价格战红海，定位品质路线，抓住时机将中国包装水行业带入“2 元时代”；前瞻性布局的无糖茶“东方树叶”在 10 年后迎来爆发式增长。同时，公司积极运用广告营销、事件营销、IP 营销为公司产品赋能，“农夫山泉有点甜”等宣传标语深入人心，有效增强品牌力。

渠道梳理：适时变革，保持活力

公司经历联营体模式、通路精耕模式，并于 2014 年转型为专属经销商模式。公司通过大商为主、二批商为辅的模式进行渠道耕耘，在保证经销商自主性的同时公司通过相应制度和 NCP 系统加强对经销商和终端管理。公司不断推出高利润畅销产品，保障经销商盈利能力，提升了经销商对公司的忠诚度。

未来展望：走出阴霾，王者归来

2024 年公司受舆论冲击，包装水收入有所下滑，公司积极进行市场公关并于同年 4 月推出绿瓶纯净水抢夺市场份额，2025 年舆论影响渐退，公司包装水份额逐步恢复。我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 498/557/612 亿元，归母净利润为 145/166/186 亿元，对应 EPS 为 1.29/1.47/1.65 元，对应 PE 为 33X/29X/26X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、包装水渗透率提升不及预期；
- 2、市场舆论影响；
- 3、包装水行业竞争加剧；
- 4、新品销售不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 47.00

注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|----------------------|----|
| 农夫山泉：始于微末，发于华枝 | 6 |
| 产业布局：水饮为基，定位健康 | 10 |
| 包装水：市场广阔，历久长青 | 11 |
| 软饮料：避开红海，长期培育 | 15 |
| 产品营销：品质为先，培养心智 | 18 |
| 渠道梳理：适时变革，保持活力 | 21 |
| 未来展望：走出阴霾，业务修复 | 24 |
| 风险提示 | 28 |

图表目录

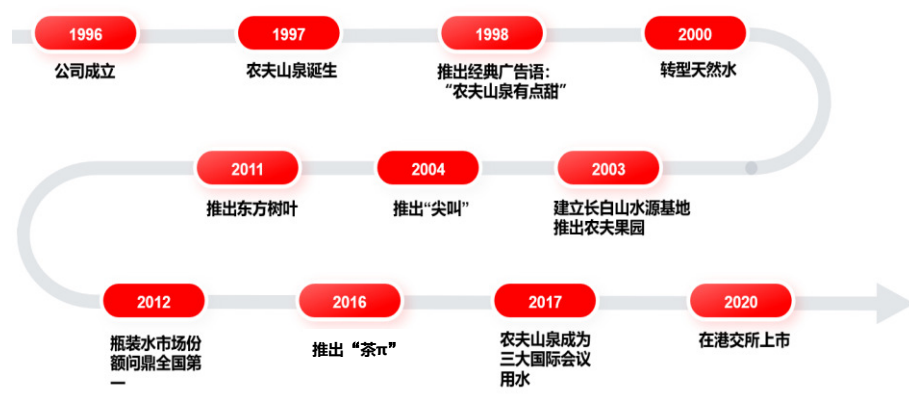
| | |
|--|----|
| 图 1：公司发展历程 | 6 |
| 图 2：公司产品矩阵（2024 年） | 7 |
| 图 3：公司股权结构（截至 2024 年年报） | 8 |
| 图 4：公司收入情况 | 9 |
| 图 5：公司归母净利润情况 | 9 |
| 图 6：公司毛利率与净利率情况 | 9 |
| 图 7：各饮料公司销售费用率情况 | 9 |
| 图 8：行业细分龙头归母净利率（2024 年） | 10 |
| 图 9：行业细分龙头 ROE（2024 年） | 10 |
| 图 10：公司分产品收入情况（百万元） | 10 |
| 图 11：公司分产品收入占比 | 10 |
| 图 12：不同类型饮用水零售规模表现（单位：十亿元） | 11 |
| 图 13：饮用水市场零售规模（单位：亿元） | 11 |
| 图 14：包装水零售额在软饮料零售额中的占比 | 12 |
| 图 15：包装水消费量在中国居民整体饮用水摄入量中的占比（2023） | 12 |
| 图 16：不同规格瓶装水收入增速（单位：十亿元） | 12 |
| 图 17：包装水不同消费场景占比 | 12 |
| 图 18：公司单吨仓储物流成本得到优化（元/吨） | 14 |
| 图 19：公司成本拆解（2019） | 14 |
| 图 20：PET 价格对比 | 14 |
| 图 21：2023 年包装水市场格局（按零售额） | 15 |
| 图 22：各产品销售额变化情况（百万元） | 15 |
| 图 23：饮料格局 | 15 |
| 图 24：各公司推出无糖茶 | 16 |
| 图 25：中国无糖茶市场规模（百万元） | 16 |
| 图 26：东方树叶零售额（百万元） | 17 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 27: 东方树叶在无糖茶市场中的市占率..... | 17 |
| 图 28: 赣州市信丰县安西镇脐橙产业园..... | 17 |
| 图 29: 公司捐赠的制茶厂..... | 17 |
| 图 30: 中国不同消费模式下, 农夫山泉营销主题变迁..... | 19 |
| 图 31: 消费者对水要求..... | 20 |
| 图 32: 水仙花在天然水和纯净水对比..... | 20 |
| 图 33: 公司冠名“偶像练习生”..... | 20 |
| 图 34: 公司经销商数量..... | 22 |
| 图 35: 新经销商次年收益显著高于已终止经销商的当年收益..... | 22 |
| 图 36: 公司渠道管理体系..... | 22 |
| 图 37: 公司直营客户收入占比持续提升..... | 23 |
| 图 38: 公司加强自动贩卖机投放..... | 23 |
| 图 39: 渠道利润对比..... | 24 |
| 图 40: 公司推出绿瓶纯净水..... | 24 |
| 图 41: 部分渠道售价 9.9 元/12 瓶..... | 24 |
| 图 42: 包装水渠道利润率 (2024)..... | 25 |
| 图 43: 公司包装水位列 618 品类第一 (2024)..... | 25 |
| 图 44: 各公司 2024 年包装水收入表现..... | 25 |
| 图 45: 公司市占率逐步恢复..... | 25 |
| 图 46: 东方树叶开启“一元换购”..... | 26 |
| 图 47: 农夫山泉进入香港..... | 26 |
| | |
| 表 1: 公司高管履历..... | 8 |
| 表 2: 各国包装水人均消费量及单价..... | 11 |
| 表 3: 包装水分类情况..... | 13 |
| 表 4: 农夫山泉水源地..... | 13 |
| 表 5: 中国饮料分品类情况..... | 16 |
| 表 6: 农夫研发机制..... | 18 |
| 表 7: 农夫山泉主要产品与竞品对比..... | 18 |
| 表 8: 农夫山泉广告语..... | 19 |
| 表 9: 农夫山泉渠道变革..... | 21 |
| 表 10: 公司与次级经销商三方协议内容..... | 22 |

农夫山泉：始于微末，发于华枝

农夫山泉是中国包装水及饮料龙头企业，其于 1996 年在浙江成立，近 30 年间致力于向消费者提供高品质的产品，已成为中国饮料 20 强之一。公司建立了包装饮用水和饮料的双引擎发展战略，竞争力得到显著提升，引领饮品行业发展，目前已经形成包装水、茶饮料、果汁、功能饮料的丰富产品矩阵。以 2019 年零售额计，农夫山泉在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居中国市场前三位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司发展历程可分为以下阶段：

1996-1999 年：探索时期，差异化切入市场。

20 世纪 90 年代后期，中国包装水市场中娃哈哈、乐百氏两大龙头竞争激烈，密集投放电视广告，营销纯净水概念。初创企业农夫山泉却另辟蹊径，先从 4L 的大包装水切入市场，避开 550ml 主流规格，主要面向家庭用户，以上海、杭州两地为主要市场。随后推出 350ml 小规格的运动装，结合体育赛事营销推广。

2000 年~2009 年：转型天然水，拓展饮料业务。

2000 年 4 月，农夫山泉不再生产纯净水，转型生产天然水，并通过大量公关活动影响消费者心智，造成行业震动。在此期间，公司逐渐建立长白山、丹江口、万绿湖、新疆玛纳斯、四川峨眉山等优质水源基地，提升供应效率。此外，饮料业务逐渐壮大，陆续推出“农夫果园”、“尖叫”、“水溶 C100”、“力量帝维他命水”等各具特色的产品。

2010 年~2023 年：瓶装水龙头地位确立，东方树叶书写新篇。

公司在天然水品类不断创新，除了经典的红瓶饮用天然水系列，2015 年还推出了玻璃瓶装、运动盖装、适合婴幼儿的三款天然矿泉水，2021 年推出了天然矿泉水“长白雪”品牌。根据弗若斯沙利文数据，2012 年农夫山泉饮用天然水市场份额跃升全国第一，公司瓶装水龙头地位确立。东方树叶自 2011 年推出以来，公司坚持市场投入，当前零售规模已超百亿元，成为公司第二大单品。

2024 年至今：走出阴霾，业务恢复。

2024 年公司深陷舆论事件，包装水业务受损严重。随后公司积极采取行动，推出绿瓶水抢夺市场份额，同时钟睺睺参与央视《对话》专访，直面舆论。2025 年，我们预计公司包装水份额已逐步进入修复通道。

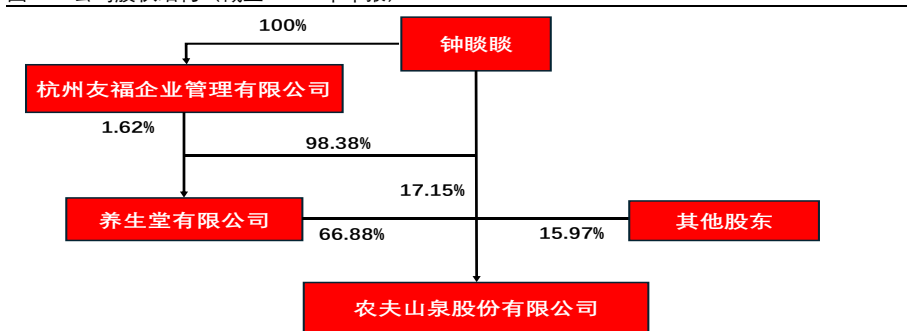
图 2：公司产品矩阵（2024 年）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司股权结构集中，钟睺睺拥有较强话语权。截至 2024 年 12 月 31 日，农夫山泉股权架构呈现高度集中化特征，公司控股主体养生堂有限公司持股比例达 66.88%，构成绝对控制地位。实际控制人钟睺睺通过控股平台与个人直接持有方式合计掌控 84.04% 表决权，形成“控股股东 + 创始人”双重控制架构。钟睺睺于 2001 年任公司董事长及执行董事，2005 年出任总经理，负责公司整体发展战略、业务计划，对公司重大经营决策具有绝对的话语权，直接管理品牌和人力资源工作。

图 3: 公司股权结构 (截至 2024 年年报)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

农夫山泉管理团队展现出突出的稳定性与行业经验沉淀, 形成 "创始人引领 + 专业团队互补" 的治理特色。创始人钟睺睺深耕行业近 30 年, 从品牌战略到渠道布局全程主导, 其长期担任核心子公司董事的履历保障了战略连贯性, 新生代管理层呈现多元背景融合且具有丰富快消公司任职经历。

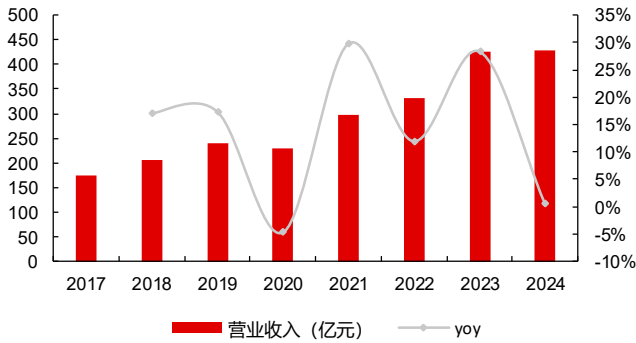
表 1: 公司高管履历

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|----------------|--|
| 钟睺睺 | 创始人、董事长、总经理 | 70 岁, 1996 年 9 月创立本公司前身浙江千岛湖养生堂饮用水有限公司, 于 2001 年 6 月获委任为董事长及执行董事, 于 2005 年 5 月获委任为本公司总经理, 并于 2020 年 3 月获委任为本公司董事会提名委员会主席, 薪酬委员会委员。在本公司成立前, 钟睺睺先生于 1993 年 3 月创办养生堂, 并自 1993 年 3 月历任养生堂董事、总经理及董事长, 并于 2001 年 11 月至 2021 年 1 月担任北京万泰生物药业股份有限公司的董事长。 |
| 吴莉敏 | 公司执行董事、财务负责人 | 52 岁, 于 2022 年 1 月加入本集团, 任本公司财务中心总经理, 负责本公司的财务管理工作。在加入本集团前, 吴莉敏女士于 2019 年 4 月至 2021 年 12 月任永辉超市股份有限公司的副总裁、首席财务官; 于 1996 年加入联合利华中国有限公司, 于 2010 年至 2019 年间历任该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 | 42 岁, 于 2023 年 5 月起获委任本公司执行董事, 于 2022 年 8 月起担任本公司营销中心总经理, 负责本公司的营销管理工作。向咸松先生于 2009 年 6 月加入本集团, 历任本公司销售业务代表、主管、运营总监, 区域总经理, 并曾负责本公司餐饮渠道的建立及拓展工作。 |
| 饶明红 | 执行董事、生产运营中心总经理 | 50 岁, 于 2024 年 5 月起获委任本公司执行董事, 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 2024 年 5 月担任本公司职工代表监事, 2020 年 4 月获选为本公司工会主席, 2022 年 8 月起任本公司生产运营中心总经理, 负责本公司的生产运营管理工作。饶明红先生目前亦兼任本集团若干下属公司经理及法定代表人。 |
| 韩林攸 | 执行董事、董事会秘书 | 44 岁, 于 2023 年 5 月起获委任本公司执行董事, 于 2020 年 2 月至今任本公司董事会秘书, 于 2020 年 1 月至 2024 年 2 月兼任联席公司秘书, 并在 2024 年 2 月成为本公司公司秘书, 负责本集团的企业管治、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。韩林攸女士于 2019 年 11 月加入本集团, 任农夫山泉饮用水香港有限公司副总经理。 |

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

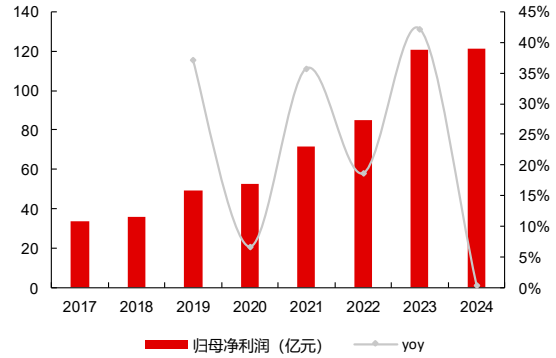
公司运营稳健, 收入利润呈较快增长。公司包装水、东方树叶等单品具有较强市场竞争力, 公司收入、利润均保持较快增长, 2017-2023 年公司收入从 175 亿元增长至 427 亿元, CAGR 约为 16%; 归母净利润从 34 亿元增长至 121 亿元, CAGR 约为 24%。2024 年受负面舆论影响, 公司包装水业务受损, 收入利润降速, 公司实现收入 429 亿元, 同比+0.54%, 实现归母净利润 121 亿元, 同比+0.36%。

图 4：公司收入情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

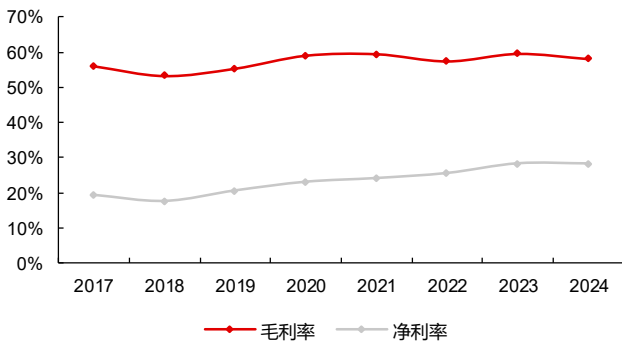
图 5：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

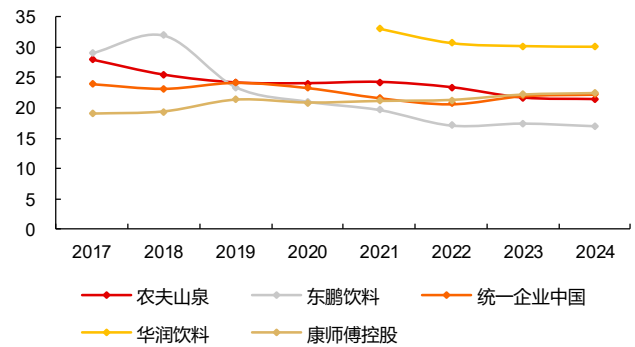
公司费用率逐年下降，盈利能力保持高位。上市以来，随着公司收入不断增长，公司规模效应不断增强，费用不断摊薄，其中 2017-2024 年销售费用率从 27.9% 下降至 21.4%，管理费用率从 4.9% 下降至 4.6%，但公司仍保持着领先行业的高费用投放，公司通过强品牌力和规模化效应实现高盈利水平，2017-2024 年公司毛利率从 56.1% 提升至 58.1%，归母净利率从 19.3% 提升至 28.3%。与食品饮料行业各龙头对比，虽然农夫山泉毛利率远低于贵州茅台、五粮液，但凭借高资产周转率，农夫山泉实现 ROE 领先。

图 6：公司毛利率与净利率情况



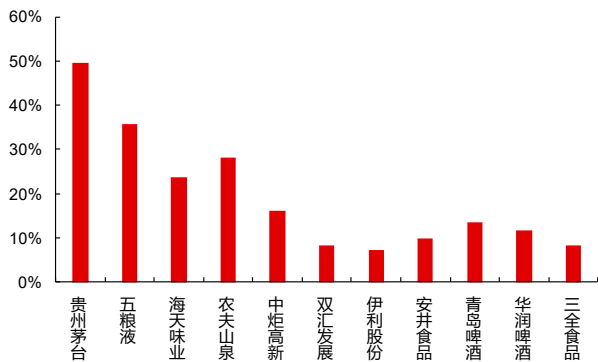
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：各饮料公司销售费用率情况



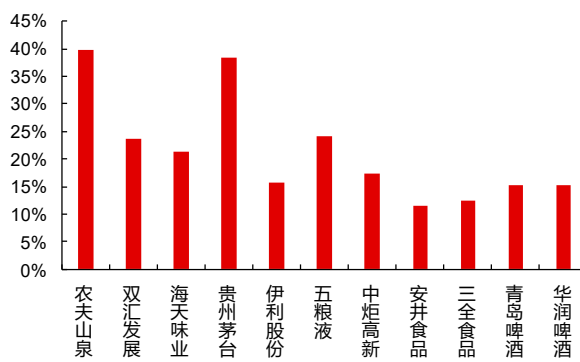
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：行业细分龙头归母净利率（2024 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：行业细分龙头 ROE（2024 年）

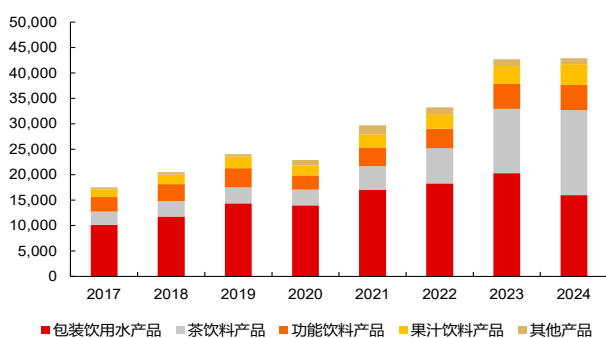


资料来源：Wind，长江证券研究所

公司已形成两超多强的产品格局，包装水、茶饮料均处于行业领先，功能饮料、果汁饮料等均具有一定市场影响力。2024 年公司包装饮用水产品/茶饮料产品/功能饮料产品/果汁饮料产品/其他收入分别为 159.52/167.45/49.32/40.85/11.82 亿元，占比分别为 37.2%/39%/11.5%/9.5%/2.8%，茶饮料收入占比首次超越包装水。

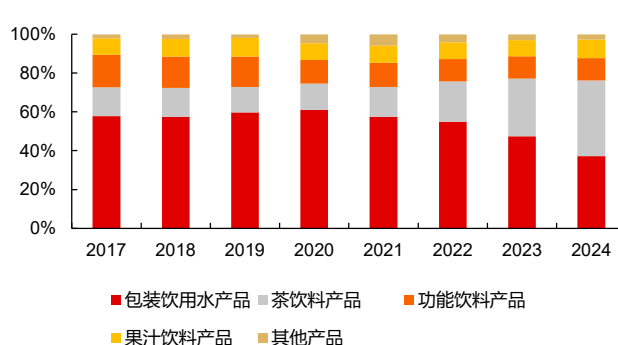
- ✓ **包装饮用水产品：**2024 包装饮用水产品收入为人民币 159.52 亿元，较去年同期下降 21.3%，受舆论影响较大，但通过 2024 年 8 月、12 月中央电视台《对话》专访节目中农夫山泉创始人钟睺眈的交流澄清，公司口碑有望修复，预计 2025 年包装水收入将有明显恢复性增长。
- ✓ **茶饮料产品：**2024 年茶饮料产品收入为 167.45 亿元，较去年同期增长 32.3%，占总收入的 39.0%，较 2023 年提升 9pct。消费者健康意识增强，无糖茶广受欢迎，公司“东方树叶”作为无糖茶领头羊近年来保持着高速增长。

图 10：公司分产品收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

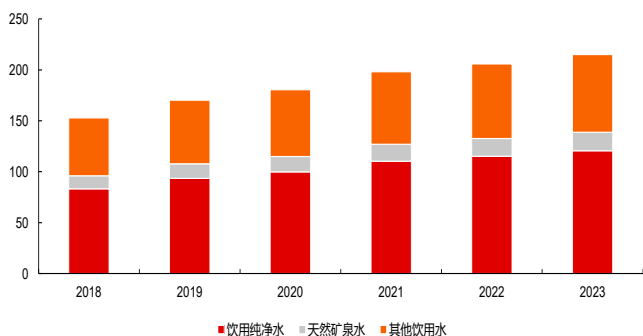
产业布局：水饮为基，定位健康

在创立农夫山泉之前，钟睺眈于 1993 创立了养生堂，也是农夫山泉的控股公司，以保健品为主业，承此基因，农夫山泉从天然水、到无糖茶、NFC 果汁，均以大健康产业为方向。

包装水：市场广阔，历久长青

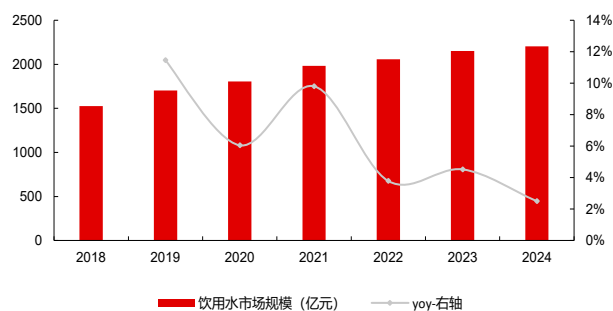
包装水市场广阔，其中纯净水占比较高。包装水作为最基础的饮品，主要满足消费者“解渴”的需求，包装水接近自然口感、口味偏淡，这使其具备更长的生命周期。根据华润饮料招股说明书，2023 年中国包装水零售规模达到 2150 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 7.1%，预计 2028 年市场规模将达到 3143 亿元。分品类来看，2018-2023 年饮用纯净水/天然矿泉水/其他饮用水零售额 CAGR 分别为 7.7%/7.5%/6.1%，纯净水增速领先。2023 年，饮用纯净水市场规模达到 1206 亿元，占比 56.1%。

图 12：不同类型饮用水零售规模表现（单位：十亿元）



资料来源：华润饮料招股说明书，长江证券研究所

图 13：饮用水市场零售规模（单位：亿元）



资料来源：华润饮料招股说明书，长江证券研究所

与发达国家相比，我国包装水人均消费量、单价均有提升空间。随着居民消费能力提升，包装水被更多消费者接受，我国人均消费量逐步提升，2023 年我国人均包装水消费量达 39 升/人，较 2019 年提升 14%，但对比发达国家，我国包装水的人均消费量仍有较大提升空间。同时，我国包装水单价相对偏低，亦有提升空间。从长期角度来看，我国包装行业而具备量、价提升的潜力，市场规模有望持续增长。

表 2：各国包装水人均消费量及单价

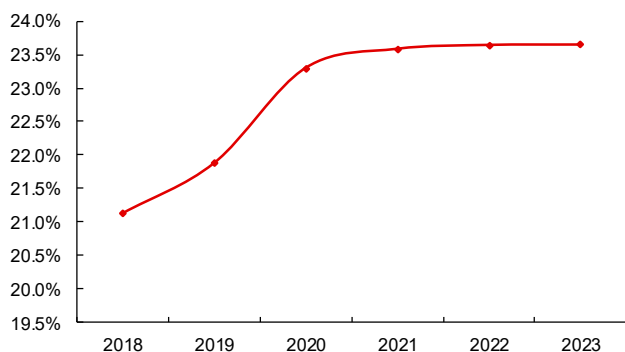
| | 人均饮用量 (L/年) | | 水单价 (元/L) | |
|----|-------------|------|-----------|------|
| | 2019 | 2023 | 2019 | 2023 |
| 中国 | 34 | 39 | 4.24 | 4.24 |
| 印度 | 13 | 13 | 1.53 | 2.05 |
| 日本 | 43 | 51 | 9.05 | 9.95 |
| 韩国 | 66 | 97 | 2.85 | 3.08 |
| 美国 | 133 | 143 | 4.79 | 3.82 |

资料来源：欧睿，长江证券研究所

居民饮水安全意识+健康化消费需求提升是包装水渗透率提升的重要驱动力。随着居民消费能力提升，消费者更加注重产品品质，对自来水水质的关注度提升也是重要体现。在健康化成为消费新趋势的背景下，相较于高糖分、高卡路里的饮料来说，包装水卡路里更低且能提供矿物质元素，符合健康化需求。2023 年，包装水零售额在软饮料中占比达到约 24%，较 2018 年提升 3pct，显示出居民健康化的消费趋势。从包装水渗透率

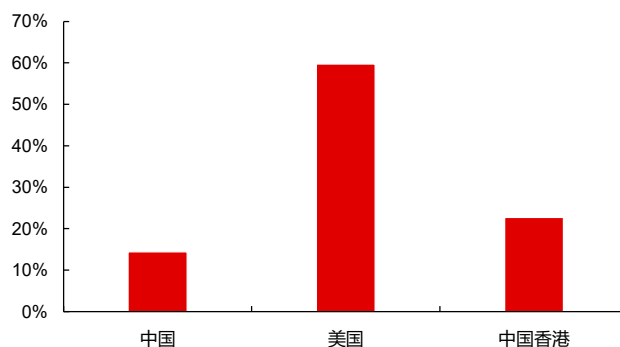
来讲，2023 年中国包装水渗透率仅为 14.4%，远低于美国（59.7%）等发达市场，我们认为居民消费健康化需求日益增长，包装水渗透率仍有较大提升空间。

图 14：包装水零售额在软饮料零售额中的占比



资料来源：华润饮料招股说明书，长江证券研究所

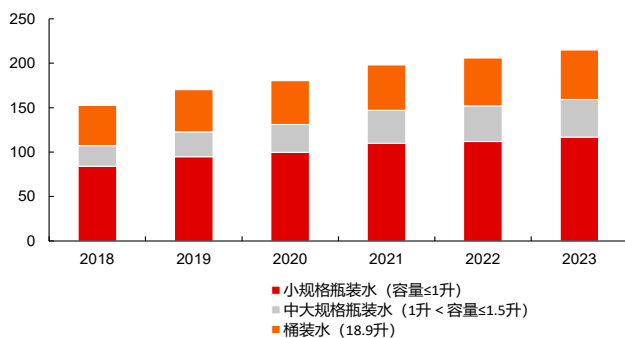
图 15：包装水消费量在中国居民整体饮用水摄入量中的占比（2023）



资料来源：华润饮料招股说明书，长江证券研究所

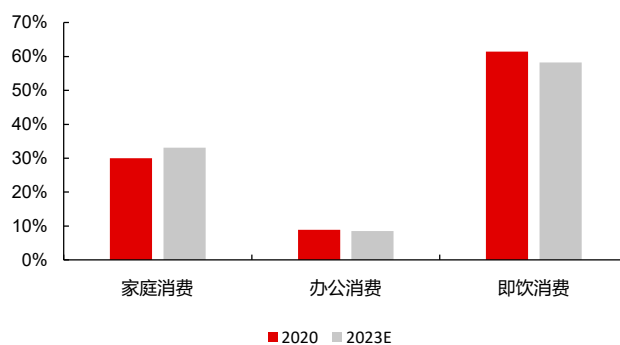
包装水消费场景扩充，中大规格包装水迎来快速增长。分规格来看，2018-2023 年小规格/中大规格/桶装水市场规模 CAGR 为 6.8%/12.8%/4.3%，中大规格增速较快。随着消费者消费习惯的养成，包装水消费场景逐步从户外即时消费拓展到家庭、餐饮等多类型场景，中大规格包装水更具性价比且满足家庭消费需求，实现了较快增长。2023 年，中大规格包装水规模占比达到 19.7%，较 2018 年提升 4.5pct。我们认为，随着居民健康化意识增长，包装水将会有更广泛的使用场景，如餐饮后厨用水等，这将成为包装水长期增长的驱动力。

图 16：不同规格瓶装水收入增速（单位：十亿元）



资料来源：华润饮料招股说明书，长江证券研究所

图 17：包装水不同消费场景占比



资料来源：华经情报网，长江证券研究所

当农夫山泉开始迈入包装水行业时，中国包装水市场仍以纯净水为主导，娃哈哈、乐百氏等公司竞争激烈。回溯看，从新入局者到行业龙头，农夫山泉做了哪些事？

✓ **差异化定位，引入全新天然水概念**

包装水产品同质化较高，公司差异化引入天然水。包装水需求的本质是消费者即时性解渴的需求，产品口感单一、同质化程度较高，但对购买的便捷性要求较高，这边对包装水公司的渠道能力（触达更多消费者）和营销能（抢占消费者心智）提出了较高要求。2023 年，饮用纯净水市场规模达到 1206 亿元，占比 56.1%，仍占据着主要市场，而在

2000 年初，纯净水更是一家独大。1996 年进入水行业后，农夫就一直强调“天然水”概念，在水源地建厂，在水源地灌装。2000 年，公司停止生产纯净水，开始只生产天然水，在过程中，农夫山泉通过一系列宣传活动使天然水概念深入人心。

表 3：包装水分类情况

| 产品品类 | 定义 | 产品标准号 | 代表企业 | 零售额占比 (2019) |
|-------|-----------------------------------|-------------|--------|--------------|
| 纯净水 | 来源于地表、地下或公共供水系统，不含有矿物质或微量元素。 | GB17323 | 怡宝，娃哈哈 | 60.44% |
| 天然水 | 来源于水井、山泉、水库、湖泊、高山冰泉或地下（泉）水等。 | Q/NFS 0001S | 农夫山泉 | 18.44% |
| 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。 | GB8537 | 百岁山 | 7.49% |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

注：国家包装水生产标准仅有包装饮用水、饮用天然矿泉水，农夫山泉产品标准号使用企业标。

✓ 高瞻远瞩，提前布局水源地

包装水因货值低、运输费贵，具有一定运输半径限制。纯净水来源于地表、地下或公共供水系统，建厂灵活性较高，较易实现全国化，而天然水、天然矿泉水对水源地要求较高，基本临水源地而建。为降低运输成本、实现全国化，公司从 1996 年至今共布局 15 个水源地，涵盖水源丰富。虽然水源地不具备排他性（如恒大冰川、农夫长白山的水源地均为长白山），但是取水证、矿泉水采矿证审批严格、耗时长，提前布局使公司具备先发优势。

表 4：农夫山泉水源地

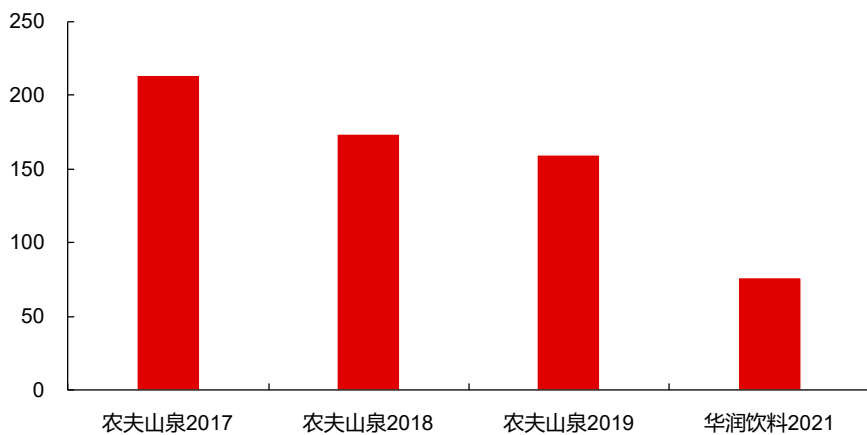
| 基地-2025 | 水源类型 | 产能（千吨）-2019 | | 产量（千吨）-2019 | | 生产线数量（个）-2019 | | 产能利用率-2019 | |
|---------|------------|-------------|------|-------------|------|---------------|----|------------|-----|
| | | 包装水 | 饮料 | 包装水 | 饮料 | 包装水 | 饮料 | 包装水 | 饮料 |
| 浙江千岛湖 | 深层湖水 | 6828 | 1979 | 4168 | 1197 | 26 | 14 | 61% | 60% |
| 吉林长白山 | 矿泉水及自然涌出泉水 | 4746 | 153 | 2104 | 103 | 21 | 1 | 44% | 67% |
| 湖北丹江口 | 深层库水 | 3670 | 728 | 1653 | 408 | 15 | 5 | 45% | 56% |
| 广东万绿湖 | 深层湖水 | 3096 | 697 | 2018 | 263 | 13 | 4 | 65% | 38% |
| 新疆天山玛纳斯 | 深层地下水 | 919 | 75 | 320 | 28 | 5 | 1 | 35% | 37% |
| 四川峨眉山 | 山泉水 | 2092 | 443 | 1152 | 268 | 7 | 3 | 55% | 60% |
| 陕西太白山 | 山泉水 | 2057 | 169 | 894 | 55 | 9 | 1 | 43% | 33% |
| 贵州武陵山 | 山泉水 | 1523 | 126 | 685 | 21 | 7 | 1 | 45% | 17% |
| 黑龙江大兴安岭 | 矿泉水 | 74 | | 1 | | 1 | | 1% | |
| 福建武夷山 | 山泉水 | | | | | | | | |
| 广西大明山 | 山泉水 | | | | | | | | |
| 安徽黄山 | 山泉水 | | | | | | | | |
| 湖南八大公山 | 山泉水 | | | | | | | | |

| | |
|--------|-----|
| 四川龙门山 | 山泉水 |
| 西藏唐古拉山 | 山泉水 |

资料来源：公司招股说明书，公司官网，长江证券研究所

全国化水源地布局日益完善，农夫的仓储物流成本随之下降。通过供应链信息管理系统持续优化与全国范围的低重合水源地范围覆盖，公司持续释放规模效应。华润饮料以纯净水为主，无水源地要求的特别要求，全国工厂布局范围广，运输及仓储成本低于农夫山泉，2025 年农夫已拥有 15 个水源地，覆盖多个区域需求，致其单吨仓储运输费用日益下降。

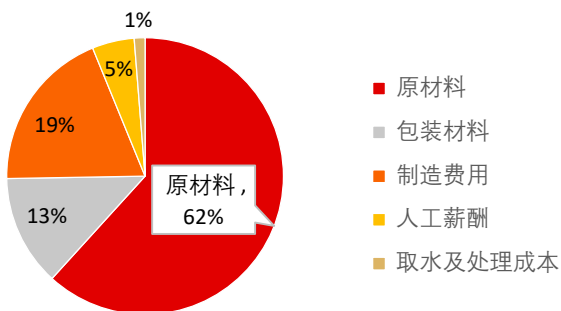
图 18：公司单吨仓储物流成本得到优化（元/吨）



资料来源：公司招股说明书，华润饮料招股说明书，长江证券研究所

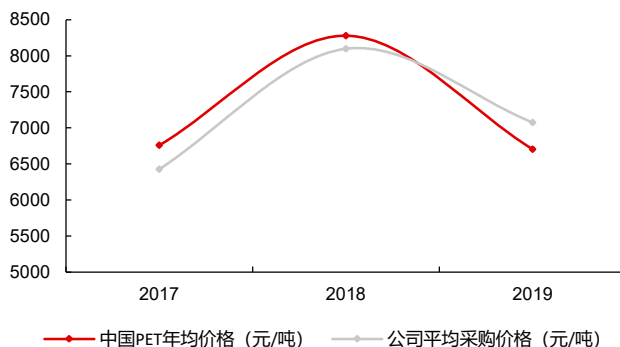
公司原材料采购具有规模化优势。农夫高度规模化以及其体量的采购优势，有效压缩产品成本端。瓶装水最大的成本不在于水资源，而在于包材。以公司招股书中 2019 年数据为例，取水成本在成本中仅占约 1%，而原材料成本占比高达约 62%，其中 PET 占比高达约 32%。农夫通过在 PET 材料低价位时进行采购，公司整体 PET 低于当年 PET 年均价格。

图 19：公司成本拆解（2019）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

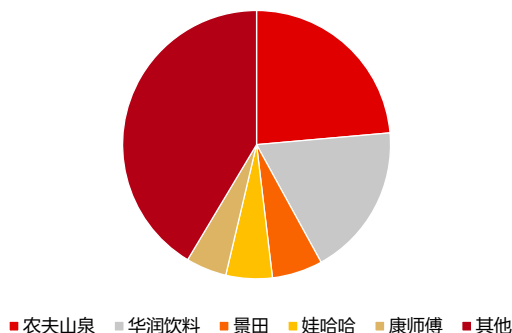
图 20：PET 价格对比



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

历经风波,农夫山泉成功登顶。按照零售额口径,2023年中国包装水市场CR5达58.6%,其中农夫山泉/华润饮料/景田占比分别为23.6%/18.4%/6.1%。中国包装水行业经过多年发展,各品牌产品定位稳固、优势市场明晰,竞争格局趋于稳定。

图 21: 2023 年包装水市场格局 (按零售额)

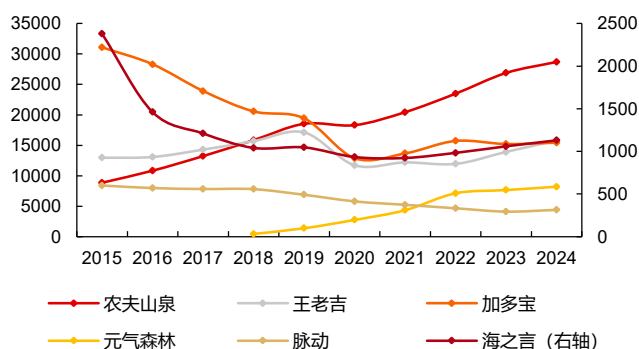


资料来源: 灼识咨询, 华润饮料招股说明书, 长江证券研究所

软饮料: 避开红海, 长期培育

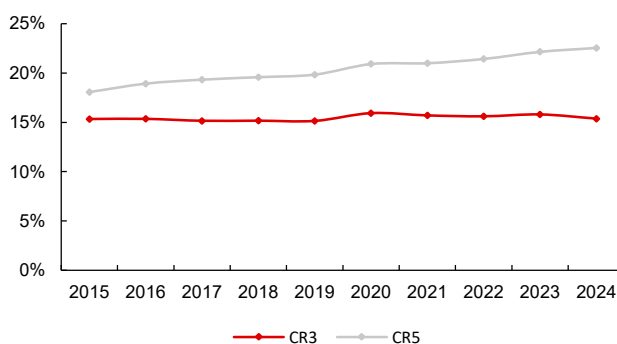
饮料口感多变, 产品生命周期较短, 迭代速度较快。相比包装水满足了消费者最基础的解渴需求, 饮料则是提供给消费者不同口感的体验。因为消费者口感多变, 容易对单一产品审美疲劳, 产品生命周期较短(如海之言 2014 年推出, 2016 年销售额下滑)。现代渠道、线上渠道的发展降低了行业进入壁垒, 小品牌的进入使供给端更加拥挤, 进一步缩短了产品生命周期。因消费者水分摄入量有限, 故除了有特定的功效的功能饮料以外, 其他品类间替代性较强, 虽然细分品类上龙头具备一定影响力, 但从整体行业来看, 行业格局仍旧较为分散、竞争激烈。

图 22: 各产品销售额变化情况 (百万元)



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 23: 饮料格局



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

饮料行业市场广阔, 能量饮料、运动饮料细分品类保持高增。根据欧睿数据, 2024 年中国软饮料零售规模达到 6914 亿元, 2017-2024CAGR 达 4%, 保持平稳增长。分细分品类来看, 包装水/茶饮料/碳酸饮料销售额位列前三。从增速来看, 2017-2024 年运动饮料/能量饮料保持较高增速, 果汁有所下滑。

表 5: 中国饮料分品类情况

| | 零售额 (亿元) | | | 结构 | | 复合增速 | |
|-------|----------|------|-------|--------|--------|---------|--------|
| | 2017 | 2024 | 2027E | 2024 | 2027E | 17-24 年 | 24-27E |
| 软饮料整体 | 5244 | 6914 | 8162 | | | 4.03% | 5.69% |
| 咖啡 | 70 | 104 | 117 | 1.50% | 1.43% | 5.82% | 4.00% |
| 能量饮料 | 365 | 621 | 749 | 8.98% | 9.18% | 7.89% | 6.45% |
| 包装水 | 1732 | 2470 | 2937 | 35.72% | 35.98% | 5.20% | 5.94% |
| 运动饮料 | 106 | 211 | 271 | 3.05% | 3.32% | 10.33% | 8.70% |
| 碳酸饮料 | 805 | 1288 | 1486 | 18.63% | 18.21% | 6.94% | 4.88% |
| 茶饮料 | 1189 | 1364 | 1721 | 19.73% | 21.09% | 1.98% | 8.06% |
| 果汁 | 889 | 791 | 808 | 11.44% | 9.90% | -1.65% | 0.72% |

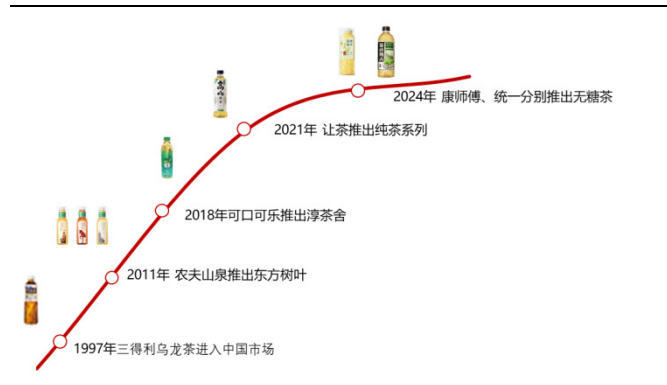
资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

总的来说, 软饮料行业市场广阔, 若产品+渠道能力较强, 公司推新较容易获得一定基础销量, 但因为进入门槛低, 消费者品牌忠诚度较低, 产品生命周期较短, 优势地位难守易攻。这需要公司长期保持对消费者需求的洞察力, 不断进行产品迭代来满足消费者的新需求, 加上相应的营销打造爆款能力和渠道能力, 才能保持行业领先, 而农夫山泉在具备以上能力的同时, 还具备提前布局的前瞻能力, 使其多个单品在行业中脱颖而出。

✓ 十年磨一剑, 东方树叶迎来爆发

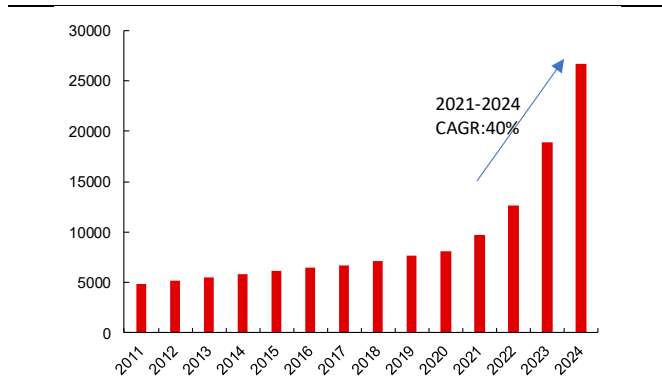
消费健康化意识觉醒, 无糖茶迎来爆发。1997 年三得利乌龙茶进入中国, 为中国消费者带来了高品质的无糖茶饮料的选择。2011 年日本无糖茶终端销售额在茶饮中占比已经高达 81%, 而中国不足 6%。观察到无糖茶的市场空白, 公司于 2011 年推出“东方树叶”系列产品, 功夫不负有心人, 随着国内消费健康化意识觉醒, 无糖茶符合健康化消费趋势, 市场规模迎来爆发式增长, 根据欧睿数据, 2021-2024 年中国无糖茶销售额 CAGR 高达 40%。2024 年日本无糖茶零售额占茶饮零售总额的比例高达 84%, 中国茶饮市场规模约 1364 亿元, 当前无糖茶渗透率仅不到 20%, 无糖茶市场空间发展潜力巨大。

图 24: 各公司推出无糖茶



资料来源: 新华网, 农夫山泉官网, 凤凰网, 每日食品网, 长江证券研究所

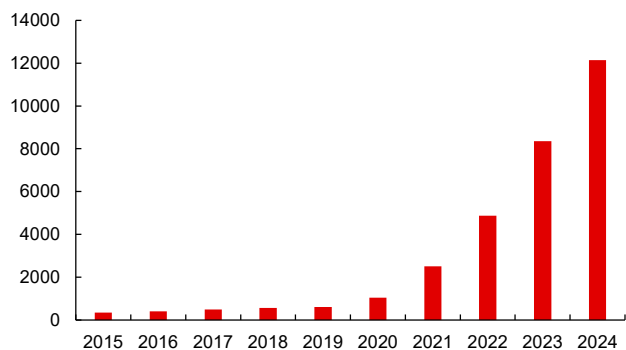
图 25: 中国无糖茶市场规模 (百万元)



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

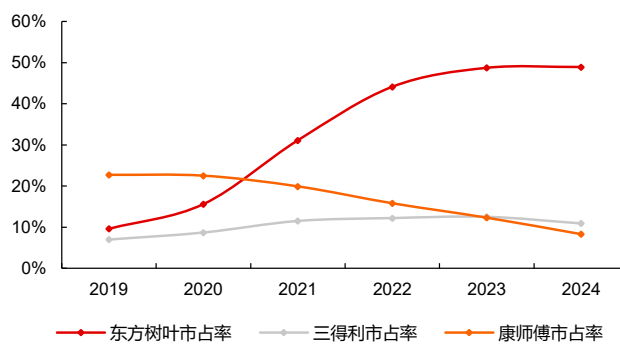
东方树叶位于细分赛道市占率第一，享受行业扩容红利。根据欧睿数据预计东方树叶零售规模 2024 年已经超过百亿，2024 年东方树叶仍保持高速增长带动公司 2024 年茶饮收入增长 32%至 167.5 亿元，首次超过包装水业务收入。从市占率来看，2022-2024 年无糖茶市占率前三的品牌仅东方树叶实现市占率提升。

图 26：东方树叶零售额（百万元）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 27：东方树叶在无糖茶市场中的市占率



资料来源：欧睿，长江证券研究所

深耕产业上游，实现与农户的利益绑定，构建稳固供应链。2007 年钟睺睺来到江西赣州建厂生产果汁，从开始的生产设施欠缺、工厂亏损，到使 17.5° 橙汁上架销售反哺当地果农。在两个柑橘加工基地，农夫山泉目前已与 4000 多家农户达成合作关系，合作果园面积高达 17 余万亩，农夫山泉通过建造工厂和技术研发，让研发、生产、销售形成了一个完整的生态闭环，实现了农夫山泉与农户的共赢。在云南，农夫山泉复制了赣州脐橙模式，通过捐赠工厂来实现农商共赢，工厂产权归地方，企业通过订单绑定品质，加强对农户管理，推动了云南茶叶产业的工业升级，提升了茶叶品质，目前东方树叶茉莉花茶茶胚约 70%使用云南茶叶。通过深耕上游产业链，农夫山泉搭建了稳定的原材料供应链，为产品品质提供保障。

图 28：赣州市信丰县安西镇脐橙产业园



资料来源：新华网，长江证券研究所

图 29：公司捐赠的制茶厂



资料来源：证券日报，长江证券研究所

综上，我们看到农夫山泉通过精巧的产业布局创造了优势：1) 避开红海，差异化布局，如差异化生产天然水，前瞻性布局无糖茶；2) 长期主义，坚持培育；3) 深耕上游，实现长期供应链的稳定，保证产品品质。

产品营销：品质为先，培养心智

前面一章产业布局，我们解决了产业选择问题，接下来需要解决销售端的问题。对于销售端来讲，最终的客户是消费者，最直接的客户是经销商，即渠道。消费者以便捷性、好喝为导向，口感变化较快，且对价格敏感，缺乏品牌忠诚度；经销商以利润为核心，重点是产品好卖，易缺乏品牌忠诚度。这对公司营销能力和渠道利润分配管理能力提出了较大考验。

产品创新能力领先：研发机制系统化，与高校合作强化研发能力。农夫山泉应用研发由公司内部研发部门承担，基础研发与养生堂天然药物研究所签订合作协议。农夫研发机制分为五个步骤，分别为项目预研，项目立项，研发，产品测试，批量生产。同时，农夫通过与大学及研究所合作巩固其研发实力。

表 6：农夫研发机制

| 研发流程 | 内容 |
|------|--------------------------------|
| 项目预研 | 搜索包括消费者洗好在内的市场信息，确定产品开发的主要方向 |
| 项目立项 | 根据预研阶段的信息评估，进行可行性分析，决定项目是否立项开发 |
| 研发 | 主要包括内容物研发、包装研发及工艺研究 |
| 产品测试 | 分为小规模测试、口味测试、市场测试、中规模测试等几个部分 |
| 批量生产 | 待新产品通过产品测试后，开始批量生产该产品 |

资料来源：招股说明书，长江证券研究所

品质站位：拒绝低价竞争，公司坚持品质培育。产品定位来看，无论是顺势提价带领消费者进入“2元水时代”，还是在低价有糖茶盛行的时代推出定位5元无糖茶“东方树叶”，农夫山泉放弃了低端价格竞争，转而成为饮料价格的引导者。此举一方面通过培养消费者对农夫山泉高品质的品牌印象，同时能够给予渠道更高利润，调动渠道销售的积极性，也使公司具备更高的盈利能力。如何将高价格产品卖给消费者，才是农夫营销能力真正的体现。

表 7：农夫山泉主要产品与竞品对比

| 品类 | 公司产品 | 推出时间 | 价格带 | 主要竞品 | 推出时间 | 价格带 |
|------|--------|-------|----------|------|-------|------|
| 包装水 | 天然水 | 1997年 | 2元 | 娃哈哈 | 1996年 | 1.5元 |
| | | | | 怡宝 | 1990年 | 2元 |
| 茶饮料 | 东方树叶 | 2011年 | 5元 | 冰红茶 | 1997年 | 3元 |
| | 茶π | 2016年 | 5元 | | | |
| 功能饮料 | 尖叫 | 2004 | 4元 | 脉动 | 2003年 | 3元 |
| | 维他命水 | 2010 | 4.5元 | | | |
| 果汁饮料 | 农夫果园 | 2003年 | 4元 | 鲜橙多 | 2001年 | 3元 |
| | 水溶C100 | 2008年 | 5元 | | | |
| | NFC | 2016 | 8元/300ml | | | |

资料来源：公司招股说明书，央广网，FBIF，每日食品网，中国食品报，长江证券研究所

因时而变，品牌追求从突出性走向共鸣。随着消费环境和社会热点发生变化，农夫山泉每几年会设计一套营销方案。虽然宣传模式在更新迭代，但以健康营销主题却始终如一。90年代，农夫以“天然水”健康作为突出点。从农夫转向与消费者建立共鸣，如“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”，以及微电影《一百二十里》和《一天的假期》等。

广告营销：从功能到社交、情感、个性的生活方式，品牌力逐步深厚。农夫发展之初，中国处于大众消费初步发展，其广告强调“天然水”健康水以及农夫山泉有点甜，加速消费者教育。2003-2012年，中国消费文化逐渐成熟，社会环境呈现高速发展，品牌推广更强调价值观和文化。农夫期间以碱性生态水，补充营养维生素，“喝前摇一摇”，拓展其品类并附带品牌的健康属性。2013年，农夫推出微电影，偶像的联动，以及设计感包装，成功在品牌与消费者建立感情上联系，责任感与潮流并行。1990年以来，中国消费者逐渐追求健康品质，农夫山泉更强调以感情/个性/社交传递品牌文化。农夫山泉在广告主题变迁展示品牌建立过程，也展示中国社会与消费环境演变过程，在不同时代背景下，品牌文化内涵更形象，饱满。

图 30：中国不同消费模式下，农夫山泉营销主题变迁



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

差异化广告语突显产品特性。简约并带有情怀的广告词直击消费者内心，获取消费者信任。当纯净水在市场主流时，“大自然搬运工”和“有点甜”直接打出差异化。这些广告词能被消费者轻易接受，并且容易被相信。对于茶饮料，功能类饮料和果汁，农夫针对细分目标人群打出差异化的广告标语。

表 8：农夫山泉广告语

| 农夫山泉产品 | 广告语 |
|--------|--------------------|
| | 农夫山泉有点甜 |
| 农夫山泉 | 我们不生产水，我们只是大自然的搬运工 |
| | 什么样的水源，孕育什么样的生命 |
| 东方树叶 | 传统的中国茶，神奇的东方树叶 |
| 茶π | 茶π，自成一派 |
| 尖叫 | 与其心跳，不如尖叫 |
| 维他命水 | 随时随地补充维他命 |
| 农夫果园 | 农夫果园，喝前摇一摇 |

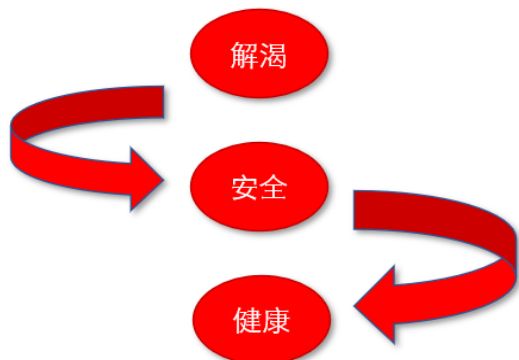
水溶 C100

五个半柠檬 C，满足每日所需维生素 C

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

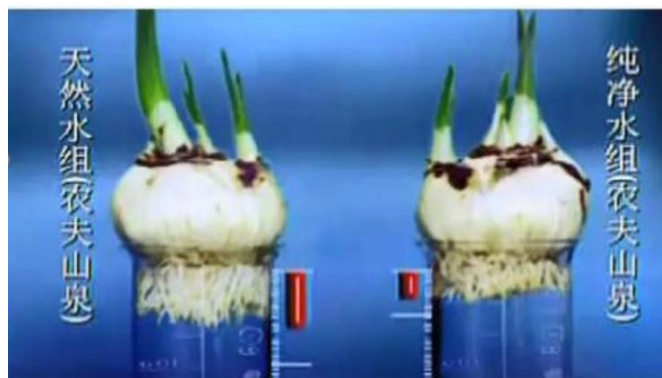
事件营销：转型天然水，开启品类之争。21 世纪初农夫山泉因纯净水对健康无益而停止生产纯净水，并用两个水仙花实验，将天然水优于纯净水结果投放电视广告上让消费者熟知。同期组织中小學生参与实验，扩展其传播广度。公司广告效益明显，农夫山泉逐步成为消费者心目中天然水的代名词。

图 31：消费者对水要求



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 32：水仙花在天然水和纯净水对比



资料来源：公司广告，长江证券研究所

IP 营销：冠名综艺和设计联名款，打入年轻消费群体。茶π先后邀请 BIGBANG 等明星代言，通过粉丝提高产品在市场的认知度。2018 年功能饮料维他命水冠名《中国有嘻哈》《偶像练习生》，以为喜爱的选手设计拟人瓶，购买周边产品以获得投票券等模式，建立消费者，明星，产品的三点互动，增加客户粘性。对于软饮料不容易创造话题的品牌，农夫与大流量的 IP 结合可以迅速拉拢目标消费人群。

图 33：公司冠名“偶像练习生”



资料来源：校果，长江证券研究所

公关营销：坚固的公关管理团队，维护品牌形象。2013 年农夫山泉产品被曝水质标准不达标，开启“标准门”事件，但公关部刻不容缓，积极应对媒体质疑，维护其品牌形象。2024 年公司在陷入负面舆论时积极发声，钟睺睺亲自走上央视节目回应网络舆论，挽回了消费者口碑。

渠道梳理：适时变革，保持活力

农夫山泉对渠道的调整灵活且及时，其渠道变革大体历经三个阶段：

联营体模式 (2008 年之前)：公司效仿娃哈哈的联营体模式，借助经销商力量跑马圈地。但由于当时公司产品矩阵单一，经销商管理体系还不完善，同时天然水对水源地依赖度较高，运输成本较高，联营体模式效果不佳。

通路精耕模式 (2008-2014 年)：这种模式下业务员直接对接终端，经销商仅承担配送商角色，公司对终端进行全面掌控，包括费用投放、业务员终端拜访都由公司承担。但随着销售规模扩大和终端下沉，公司全面管理乡镇村县地区终端的难度加大，直接的人力与费用投入也大幅增加。

经销商专属化改革 (2014 至今)：公司于 2014 年启动“红动中国”改革，精简传统经销商为“特约”、“区域包干”和“传统经销商”三大体系；2016 年启动经销商专项改革；2020 年增加次级经销商，促进渠道下沉。

表 9：农夫山泉渠道变革

| 模式 | 娃哈哈联营体模式 | 康师傅通路精耕模式 | 经销商专属化改革 |
|-----|---|---|--|
| 时间 | 2008 年之前 | 2008-2014 年 | 2014 年至今 |
| 特征 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 设立省分公司，派销售人员协助经销商； ✓ 特约一级经销承担销货指标，完成者享受年终返利，不能完成任务的自动淘汰； ✓ 批发商只能在特定区域内供货，不得以低于公司规定的最低价出货； ✓ 实行保证金制度。 | 生产商搭建强大的信息化系统，实现对终端的全面掌控及产品在全通路的全覆盖，相关的费用投放、客户拜访也均由公司直属的业务员负责，经销商承担配货角色。 | 扶持一批有实力的大经销商，市场销售主体由厂家回到经销商，但大幅精简小型经销商，经销商承担市场开拓、品牌形象与价格体系维护等多重职责，包括营销费用投放和业务员管理，给予渠道充分自主权以激发积极性；2020 年与部分二批商签订三方协议。 |
| 优劣势 | 优势： 1) 精简团队；2) 资金回笼及时；3) 利用经销商快速铺货，渗透下沉市场，通过利益共享加强了与经销商的合作关系。 劣势： 1) 渠道层级较多，终端控制力弱；2) 厂家留存利润较少；3) 新品推广、现代渠道推广难度均较大。 | 优势： 业务员直接对接终端，厂商对终端的掌控力较高。 劣势： 对厂商的管理能力要求较高，直接的人力与费用投入也大幅增加。 | 优势： 渠道自主权较高，管理简便，节省费用，效率较高；同时促进渠道下沉 劣势： 1) 经销商筛选和管理较难；2) 经销商做大后深挖渠道和区域市场潜力的意愿弱化，渠道下沉乏力 |
| 示意图 | | | |

资料来源：企业管理杂志，长江证券研究所

签订次级经销商，公司积极推动市场下沉。2020 年起，公司在乡镇市场同少量次级经销商签订三方协议，加强次级经销商沟通，推动市场下沉。截至 2020 年 5 月，公司已与 45 家次级经销商签订协议。数据显示，截至 2020 年 5 月，公司覆盖 243 万个以上的终端零售网点，其中约 188 个零售网点位于三线及三线以下城市，占比达 77%。

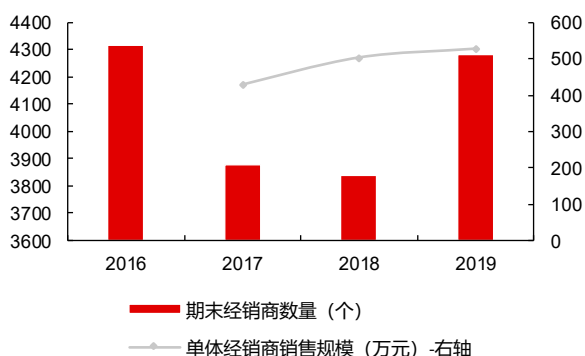
表 10: 公司与次级经销商三方协议内容

| | |
|--------|--|
| 期限 | 三方协议一般为期不超过一年。 |
| 预定经销区域 | 各方设定有关次级经销商的预定经销区域。次级经销商将于该预定区域销售产品。 |
| 经销商安排 | 经销安排由我们的经销商和次级经销商另外协定。公司一般不负责次级经销商进行经销活动所产生的任何成本或费用。 |
| 营运支持 | 经销商对次级经销商的营销、培训及设备提供支持。 |
| 营运要求 | 次级经销商应遵守防止串货的管理政策。 |

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

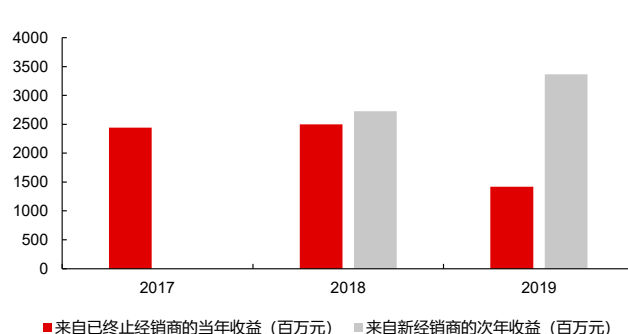
公司定期对经销商进行汰换，保证经销商活力。公司与经销商的经销商协议一般为一年，协议内会对销售区域、销售目标、市场目标、配置要求等作出规定，公司定期对经销商进行考核和汰换。2016 年公司开启经销商专项改革，分区域推进“大经销商”制度改革，2019 年公司经过汰换后公司经销商数量由 2016 年的 4317 家减少至 4280 家，单体经销商销售规模较 2017 年提升约 23%至 529 万元/年。

图 34: 公司经销商数量



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

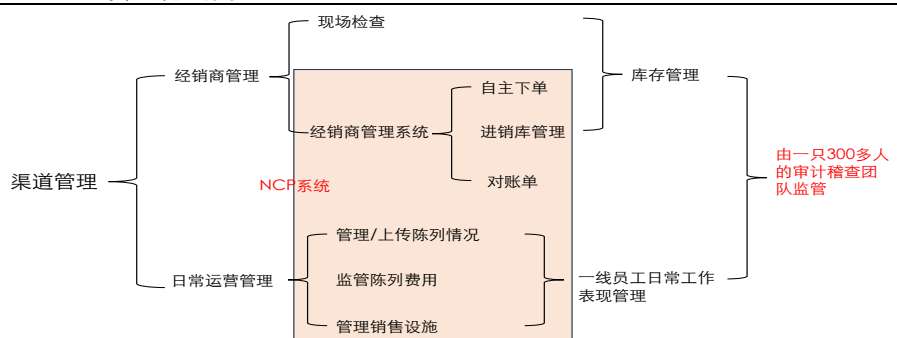
图 35: 新经销商次年收益显著高于已终止经销商的当年收益



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

制度、技术加持下，公司对终端、经销商管理效率提升。农夫经历过渠道深耕模式后积累了丰富的直控终端的经验，目前在给予经销商充分自主权的同时，农夫通过制度（价格管理、窜货管理、营销费用管理）、NCP 信息系统等多种手段来实现对终端的把控。公司收入高速增长，渠道变革让公司费用比提升，销售费用中的员工成本占比由 2017 年的 6.2% 下降至 2019 年的 4.9%。

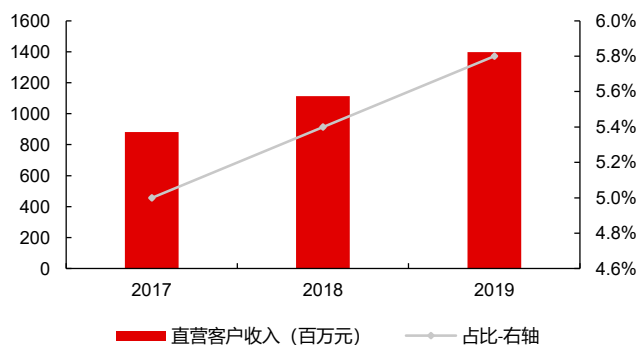
图 36: 公司渠道管理体系



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

为提升终端客户服务质量，公司加强直营客户对接和新零售渠道建设。公司的直营客户包括区域性超市、连锁便利店、电商、餐厅、航空公司及集团客户等。公司为直营客户提供定制化销售计划、市场活动方案，提升终端零售网点销售。2019 年直营客户收入占比提升至 5.8%。此外公司加强新零售渠道建设，2018 年收购自动贩卖机业务开始加强终端自动贩卖机投放，截至 2020 年 5 月公司在 300 个城市投放了近 6.3 万台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备，并逐步建立起团队和信息系统、配送服务模式。

图 37：公司直营客户收入占比持续提升



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

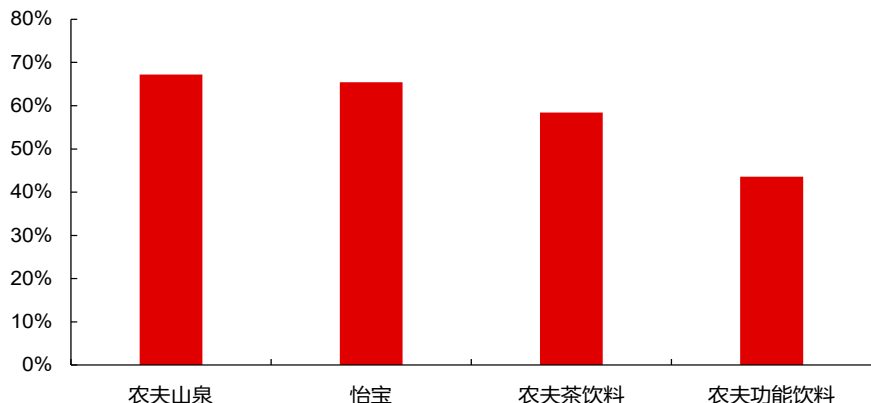
图 38：公司加强自动贩卖机投放



资料来源：北京商报，长江证券研究所

综上，公司通过协议、信息系统、奖惩机制等多种方式在保证经销商自主权和经营灵活度的情况下，加强了对经销商、终端网点的管理，维持渠道终端日常的运作。公司充分调动各个环节的资源，公司成熟产品、信息技术、价格管控能力+经销商仓储配送、市场信息优势+终端货架资源，实现最终的消费者触达。同时，公司为终端提供冰箱等设备来增加产品的陈列展示，截至 2020 年 5 月公司在 48 万个终端投放冰箱，增加品牌宣传。但要实现经销商的利益绑定，提升经销商忠诚度则需要长期的渠道利润支撑。通过报表推测，公司包装水渠道利润略高于竞品，且农夫茶饮料、功能饮料保持较高利润，以高利润、高周转包装水产品确保渠道有钱可赚，再叠加新品补充产品矩阵实现公司利润增厚。

图 39：渠道利润对比



资料来源：公司招股说明书，华润饮料招股说明书，长江证券研究所

注：渠道利润=（终端价格-出厂价）/终端价格，终端价格为建议零售价，出厂价为公司报表吨价换算单瓶价。农夫山泉为 2019 年报表吨价，怡宝为 2024 年报表吨价。

目前行业渠道发展趋势已走向下沉细分市场为王，农夫山泉通过较高利润率驱动大经销商，使其不断往终端下沉细分市场。农夫对市场实行两头抓，将渠道转化高效率的大经销商模式，对终端采用数字化 NCP 系统以获取最新数据。农夫现有渠道管理模式在降低农夫自身管理费用的同时，让经销商获更多的利，加上严格的考核制度及 NCP 系统，农夫的渠道模式已成为整个行业的领头羊。

未来展望：走出阴霾，业务修复

2024 年身陷舆论，农夫山泉推出绿瓶纯净水。2024 年 3 月，公司创始人钟睺眙陷入负面舆论，包装水销售受到较大冲击，根据尼尔森数据，公司包装水市占率从 2024 年 2 月的 34% 下降至 4 月的 27.5%，而竞对娃哈哈份额从 2 月的 8.7% 提升至 4 月的 14.7%。为扭转包装水下滑的趋势，公司于同年 4 月推出绿瓶纯净水，部分渠道售价低至 9.9 元/12 瓶，打响了新一轮价格战。

图 40：公司推出绿瓶纯净水



资料来源：海峡都市报，长江证券研究所

图 41：部分渠道售价 9.9 元/12 瓶

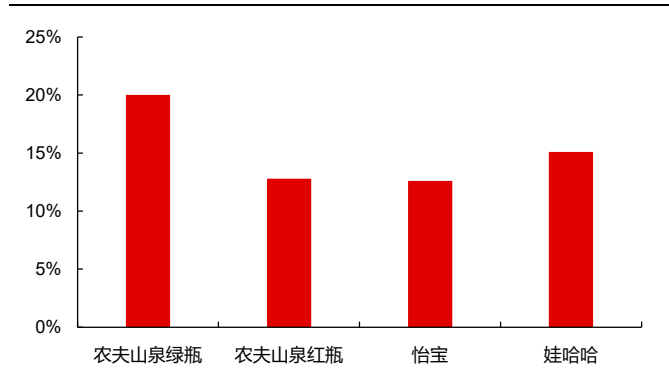


资料来源：齐鲁晚报，长江证券研究所

价格战见效，绿瓶水畅销。根据搜狐财经报道，在绿瓶水上市之初一些商超甚至给出 12 瓶 8.9 元的低价，平均单瓶低至 0.8 元，进货价也仅 0.66 元，渠道利润丰厚，动销反馈

较好。2024 年 618 期间，不久前新上市的“绿瓶”农夫山泉纯净水也成为了爆款，在 618 电商购物节开门红期间（2024 年 5 月 31 日-6 月 3 日），该款新品累计销售突破 100 万件，农夫山泉天猫销售数据重回品类第一。

图 42：包装水渠道利润率（2024）



资料来源：Dolphin Research，长江证券研究所

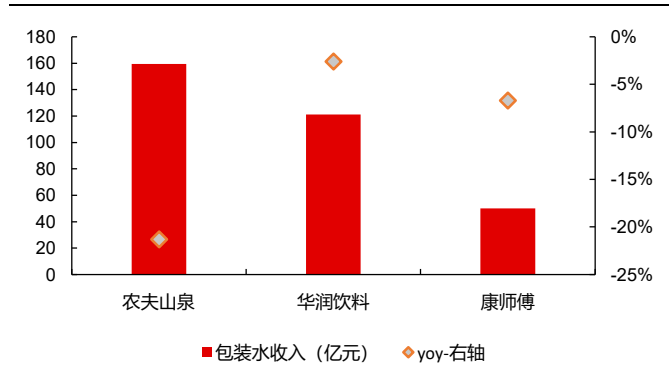
图 43：公司包装水位列 618 品类第一（2024）



资料来源：京东，天猫，长江证券研究所

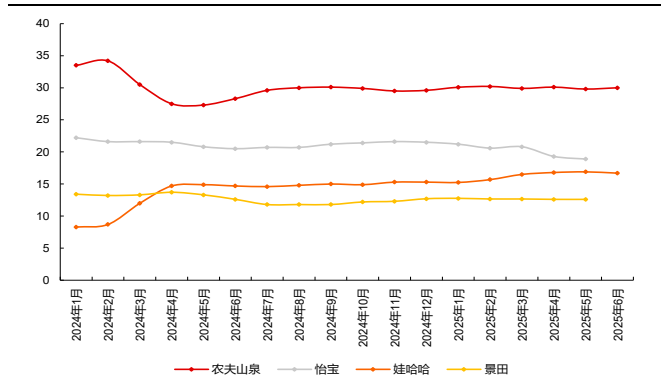
走出舆论泥潭，王者归来。2024 年因舆论与价格战，包装水公司普遍收入有所下滑，但根据尼尔森数据，公司市占率逐步从低点企稳恢复，2025 年 6 月市占率已恢复至 30% 左右，舆论影响已渐渐消除。

图 44：各公司 2024 年包装水收入表现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：公司市占率逐步恢复



资料来源：尼尔森，长江证券研究所

展望未来，包装饮用水和饮料的双引擎驱动公司收入利润增长，海外市场开拓来日可期

- ✓ **包装水业务：**公司已逐步走出舆论负面影响，包装水市占率得到恢复，2024 年 7 月竞品负面新闻广泛传播，公司有望借助影响获得更多市场份额。从长期来看，公司水源地优势领先，天然水品类深入人心，随着国内包装水渗透率提升，公司作为龙头将优先受益。
- ✓ **饮料业务：**2025 年公司东方树叶开启“一元换购”活动，终端动销显著提升；公司产品创新能力强，前瞻布局眼光好，渠道冰冻化率高，未来有望持续打造新品。
- ✓ **区域扩张：**2025 年 6 月 23 日，公司产品正式登陆香港，由建华集团担任香港独家代理，今年引入「农夫山泉」饮用天然水、「东方树叶」无糖茶饮、「茶π」果味

茶系列、「尖叫」运动饮品、及「NFC」、「17.5°」和「水溶 C100」果汁类饮品等产品。公司逐步走出内地市场，尝试更多区域，海外市场开拓来日可期。

图 46：东方树叶开启“一元换购”



资料来源：公司小程序，长江证券研究所

图 47：农夫山泉进入香港



资料来源：搜狐网，长江证券研究所

盈利预测及投资建议

收入端，1) 公司包装水业务市占率逐步恢复，随着舆论影响解除，公司或通过强品牌力获得更多市场份额，预计今年公司包装水收入有望实现快速增长；长期来看，家庭、餐饮消费场景将会成为包装水行业的增长点，随着包装水渗透率提升，公司收入有望稳健增长；2) 饮料层面，短期来看，公司通过“一元乐享”促销活动提升了东方树叶终端动销，饮料收入有望增厚；长期来看，公司曾推出“东方树叶”、“尖叫”、“水溶 c100”等多款爆品，产品创新能力较强，未来有望不断通过产品迭代与创新保持市场竞争力。

利润端，公司产品定位品质路线，有望保持较高盈利能力。我们预计 2025/2026/2027 年公司收入为 498/557/612 亿元，归母净利润为 145/166/186 亿元，对应 EPS 为 1.29/1.47/1.65 元，对应 PE 为 33X/29X/26X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 1、包装水渗透率提升不及预期。包装水在家庭、餐饮渠道的渗透是相对潜移默化的过程，有渗透率不及预期，影响包装水行业收入发展的风险。
- 2、市场舆论影响。公司受舆论冲击市占率下降，若舆论影响长期存在，将会影响公司产品动销，进而影响公司收入。
- 3、包装水行业竞争加剧。目前整体行业增速放缓，去年头部企业会抢夺市占率加大费用投入，公司被动跟投费用，对当年收入、利润产生负面影响公司饮料单品市场反馈不及预期。
- 4、新品销售不及预期。公司饮料不断进行新品迭代，若市场反馈较差，饮料业务未来前景不确定性提升。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无 投 资 评 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期
36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。