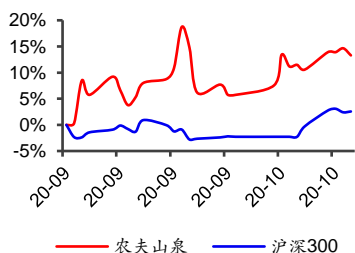


## 洞察行业定位准，精细运营成龙头

### 投资评级：增持（首次）

报告日期：	2020-10-19
收盘价（元）	36.30
近 12 个月最高/最低（元）	39.85/31.00
总股本（亿股）	112
流通股本（亿股）	50.35
流通股比例（%）	44.96
总市值（亿元）	4,082
流通市值（亿元）	1,828

公司与沪深 300 走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

### 联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### 包装水蝉联第一，各类饮料居市场前三

公司成立于 1996 年，是中国包装饮用水及饮料的龙头企业。公司以包装饮用水起家，2012-2019 连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一的地位，旗下茶饮料、功能饮料及果汁饮料市场份额均位居于中国市场第三位。2017-2019 年公司总营收 CAGR 为 17.2%，归母净利 CAGR 为 20.95%。2020 年受疫情抑制短期消费需求影响，H1 收入、业绩同比下降 6.21%、0.43%，但 PET 包材价格下行提振利润率。

#### 包装水行业：增长稳健份额集中，量价提升空间广阔

目前我国包装水市场规模达 2017 亿元并增长稳健，预计未来 5 年 CAGR 达 10.8%，其中天然水和天然矿泉水增速最高，未来 5 年 CAGR 可达 15.2% 和 14.1%。未来的增长空间主要来源于包装水的量价提升，从量上看，我国（大陆口径）人均包装水消费量约为 34 升每人，低于类似生活习惯的日本和中国香港，也低于美国、德国等西方国家。从价上看，我国包装水的零售单价约为 0.5 美元/升，低于美国 0.7 美元/升的价格，消费升级和厂商长期对消费者健康水理念培育背景下，市场空间广阔。

#### 公司：洞察行业定位准，精细运营成龙头

产品方面，公司洞察行业消费升级趋势，抓住了饮用水从纯净水向天然水升级、从 1 元水向 2 元水升级的机遇，超越康师傅和娃哈哈成为龙头。品牌方面，公司定位天然健康产品，通过广告以及舆论宣传深化品牌内涵，强化消费者认知，与对手形成差异化竞争。运营方面，对内高效的管理模式使得公司利润率、人均创收均远高于竞争对手，并通过布局水源地降低运输成本；对外，公司线下渠道稳扎稳打，经销商数量和质量稳步提升，给予渠道和经销商红利支持以提高销售积极性，派遣业务员于经销商处协助业务，与经销商开展深度合作、共同成长。

#### 投资建议

我们认为公司作为包装水龙头公司，抓住饮用水价格和水质升级机遇，在 2 元水主流价格带树立起品牌形象，享受高于竞争对手的溢价能力，强大的成本控制和精细化运营使得公司具有高盈利能力，并通过水源地、品牌和全国化的渠道形成竞争壁垒。公司也布局软饮料行业的其他细分行业，茶/果汁/功能饮料均取得市场前三的地位，体现了公司对软饮料行业的深刻洞察和优秀的产品运作实力。包装水需求稳定增长，尤其公司领先布局的中大规格包装水增速较快，饮料业务端的新品逐步铺货，为公司业绩贡献增量。预计 2020-2022 年，营收分别为 237/290/346 亿元，同比增长-1.5%/22.5%/19.3%，净利润分别为 50/62/74 亿元，同比增长 0.6%/25.3%/19.4%，EPS 分别为 0.44/0.55/0.66，对应 PE 分别为 86/68/57。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示**

疫情扩散风险，原材料价格波动风险，市场需求变化风险。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24,105	23,665	29,002	34,604
(+/-)(%)	17.0%	-1.5%	22.5%	19.3%
净利润	4,949	4,976	6,233	7,443
(+/-)(%)	37.2%	0.6%	25.3%	19.4%
EPS	—	0.44	0.55	0.66
P/E	—	86	68	57
毛利率(%)	55.4%	58.0%	57.4%	56.7%
ROE(%)	50.1%	21.9%	21.5%	20.4%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

一、包装水蝉联第一，各类饮料百花齐放 .....	6
1.1 软饮料龙头盈利能力优异 .....	6
1.2 股权结构集中，创始人绝对控股 .....	8
二、包装水：增长稳健份额集中，量价提升空间广阔 .....	9
三、软饮料：品类众多，增长空间大 .....	11
3.1 茶饮料：市场规模稳步上升，竞争格局较为稳定 .....	11
3.2 果汁饮料：市场规模保持增长，集中度较低 .....	11
3.3 功能饮料：增长潜力大，市场相对集中 .....	12
四、公司：洞察行业定位准，精细运营成龙头 .....	13
4.1 产品：洞察行业消费升级趋势，紧抓机遇超越对手 .....	13
4.1.1 水质升级：纯净水向天然水/矿泉水升级 .....	13
4.1.2 价格升级：1 元水向 2 元水升级 .....	14
4.1.3 率先布局中大规格水，提供增长新动力 .....	14
4.2 品牌：定位天然健康产品，差异化竞争打破格局 .....	16
4.3 运营：强大的创收和控制成本能力，渠道经销商深耕细作 .....	17
4.3.1 营运能力高于对手，水源地布局降低物流成本 .....	17
4.3.2 线下渠道稳扎稳打，与经销商深度互利合作 .....	19
五、盈利预测与投资建议 .....	21
风险提示： .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

## 图表目录

图表 1 公司发展里程碑.....	6
图表 2 2017-2019 公司营收/归母净利润及增速.....	6
图表 3 2017-2019 包装饮用水业务增速突出 (亿元).....	6
图表 4 包装饮用水贡献营收 60%.....	7
图表 5 包装饮用水贡献毛利 65%.....	7
图表 6 公司盈利能力.....	7
图表 7 分产品毛利率.....	7
图表 8 公司股权结构图.....	8
图表 9 农夫山泉股东.....	8
图表 10 14-24 年包装水市场规模.....	9
图表 11 包装水市场竞争格局.....	9
图表 12 中国瓶装水行业的主要品牌的定位.....	9
图表 13 中国包装水人均饮用量增长.....	10
图表 14 包装水人均饮用量存在提升空间.....	10
图表 15 中国包装水零售单价增长.....	10
图表 16 包装水零售单价存在提升空间.....	10
图表 17 14-24 年茶饮料市场规模.....	11
图表 18 茶饮料市场竞争格局.....	11
图表 19 14-24 年果汁饮料市场规模.....	12
图表 20 果汁饮料市场竞争格局.....	12
图表 21 14-24 年功能饮料市场规模.....	12
图表 22 功能饮料市场竞争格局.....	12
图表 23 14-19 年不同类别包装饮用水市场份额变化.....	13
图表 24 天然水市场份额存在提升空间.....	13
图表 25 不同品牌包装饮用水销量市占率.....	14
图表 26 14-19 年中国中大规格包装水销量及增速.....	14
图表 27 中大规格包装水增速超过包装水整体增速.....	14
图表 28 多家公司陆续推出中大规格包装水.....	15
图表 29 17-19 年公司中大规格包装饮用水销量及增速.....	15
图表 30 17-19 年公司中大规格桶装水收益增速超小规格水.....	15
图表 31 中国前十大矿泉水品牌广告语.....	16
图表 32 农夫山泉冠名《中国有嘻哈》.....	16
图表 33 农夫山泉签约 THE9.....	16
图表 34 与其他软饮料公司人均创收对比 (2019 年).....	17
图表 35 毛利率高于其他软饮料公司.....	17
图表 36 净利率高于其他软饮料公司.....	17
图表 37 应收账款周转率高于其他软饮料公司.....	17
图表 38 总资产周转率高于其他软饮料公司.....	17
图表 39 物流及仓储开支占收入比重持续下降.....	18
图表 40 水源地全国布局.....	18

图表 41 中国软饮料流通渠道分布占比 .....	19
图表 42 17-19 年公司分销售渠道收益占总收益比重 .....	19
图表 43 17-19 年公司分销售渠道收益及增速 (百万元) .....	19
图表 44 农夫山泉销售渠道结构 .....	20
图表 45 17-19 年农夫山泉客户收益贡献情况 .....	20
图表 46 17-19 年农夫山泉经销商数量变化情况 .....	20
图表 47 主要品类营业收入及预测 (百万元) .....	22
图表 48 盈利数据及预测 (百万元) .....	23

## 一、包装水蝉联第一，各类饮料百花齐放

### 1.1 软饮料龙头盈利能力优异

公司成立于 1996 年，是中国包装饮用水及饮料的龙头企业。公司以包装饮用水起家，2012-2019 连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一的地位。多年间公司不断拓展至其他软饮料分类，茶饮料、功能饮料及果汁饮料领域，分别成功推出了“东方树叶”、“尖叫”、“水溶 C100”“农夫果园”等品牌，市场份额均位居于中国市场第三位。

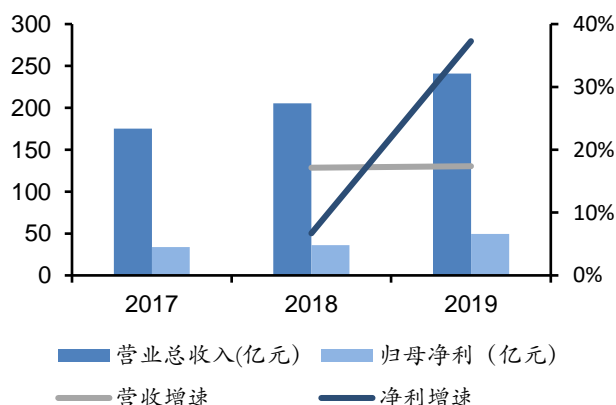
图表 1 公司发展里程碑



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

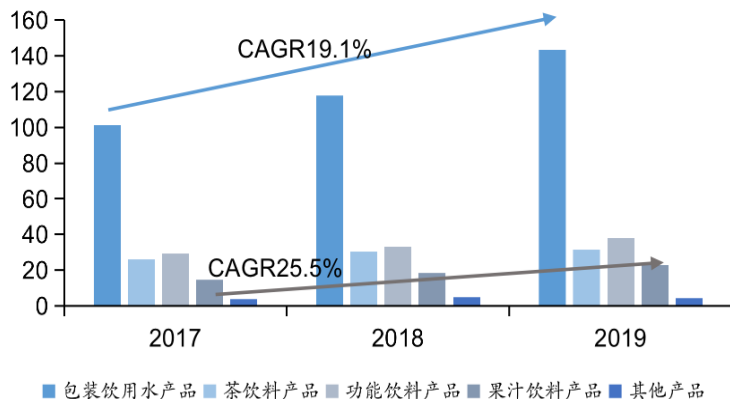
2017-2019 公司营收及归母净利润实现较快增长，包装饮用水和果汁业务营收增速快于其他。营收从 2017 年的 174.91 亿元增长至 2019 年的 240.21 亿元，3 年 CAGR 为 17.2%；归母净利润从 33.8 亿元增长至 49.49 亿元，3 年 CAGR 为 20.95%。从产品类别来看，包装饮用水营收从 2017 年 101.2 亿元增至 2019 年的 143.46 亿元，CAGR 为 19.1%；茶饮料从 25.97 亿元增至 31.38 亿元，CAGR 为 9.9%；功能饮料从 29.36 亿元增至 37.79 亿元，CAGR 为 13.5%；果汁饮料从 14.68 亿元增至 23.11 亿元，CAGR 为 25.5%。

图表 2 2017-2019 公司营收/归母净利润及增速



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

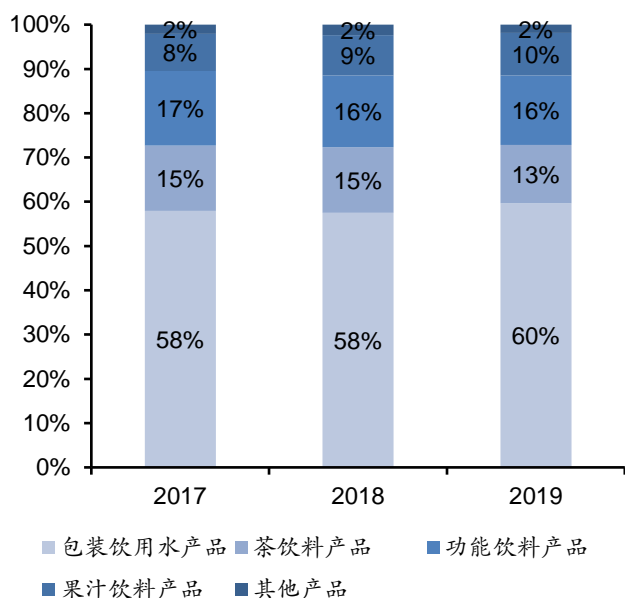
图表 3 2017-2019 包装饮用水业务增速突出 (亿元)



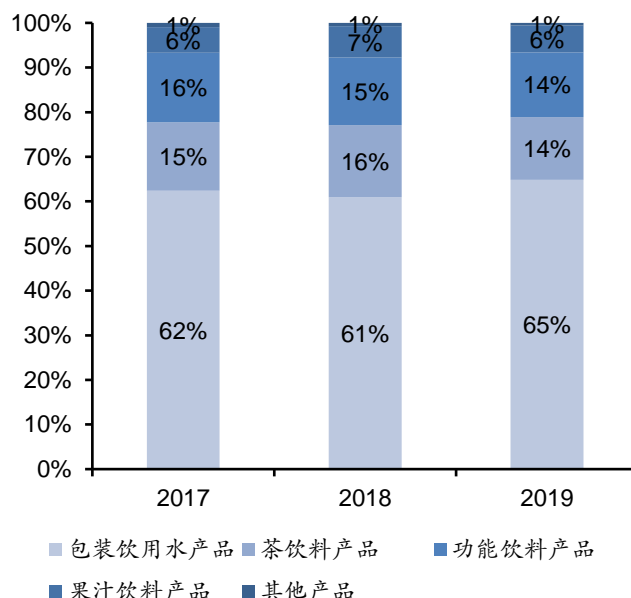
资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

公司包装水业务对营收和毛利贡献突出，其他品类均衡发展。2017-2019，公司各个品类业务占比营收毛利较为稳定，其中包装饮用水业务贡献了约60%的营收和65%的毛利，茶饮料产品贡献了13%的营业收入和14%的毛利，功能饮料贡献了16%的营收和14%的毛利，果汁饮料贡献10%的营收和6%的毛利。

图表 4 包装饮用水贡献营收 60%



图表 5 包装饮用水贡献毛利 65%

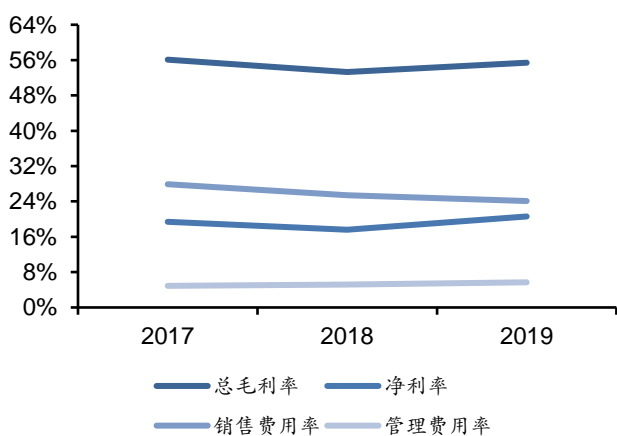


资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

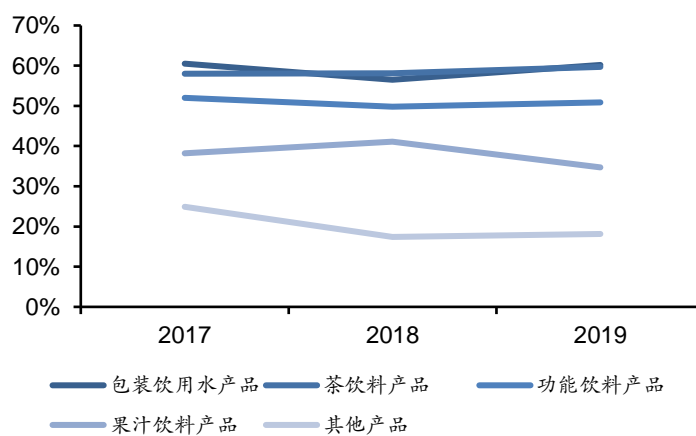
资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

公司历年总体及分产品盈利能力稳定，PET 采购价格的波动和产品结构的变化是毛利率变化的主要因素。2017-2018 年，PET 价格同比变化 21%，毛利率低的中大规格包装饮用水销量占比增加，茶饮料产品上调了产品价格，受此影响，公司毛利率由 2017 年的 56.1% 减少至 2018 年的 53.3%。2018-2019 年，PET 价格同比变化 -20%，包装饮用水的成本降低，茶饮料随着新包装的推出小幅增加了售价，公司毛利率增长 2.1% 至 2019 年的 55.4%。

图表 6 公司盈利能力



图表 7 分产品毛利率



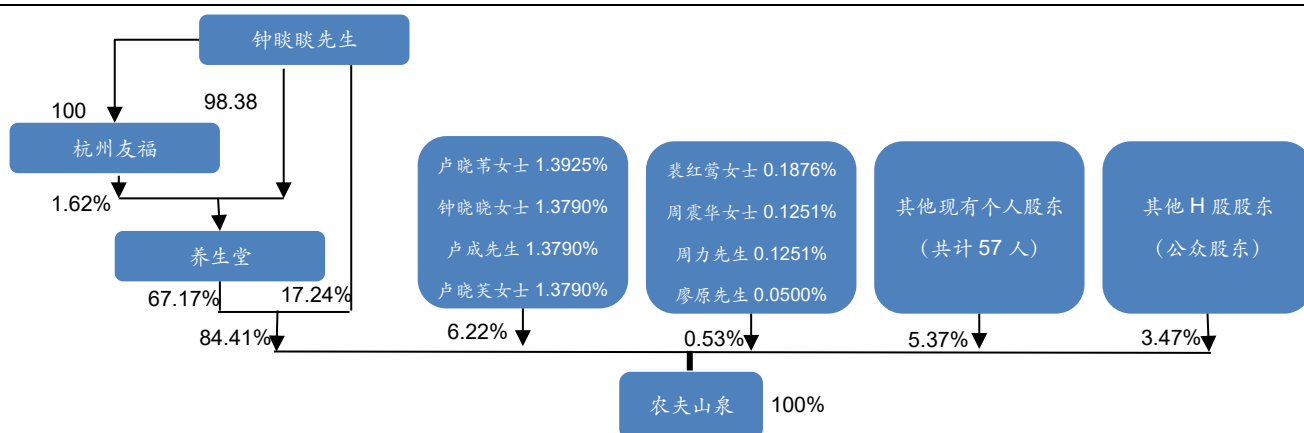
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.2 股权结构集中，创始人绝对控股

董事长钟睺眈作为公司控股股东，通过直接控股 17.24%及间接控股 67.17%等方式共持有 84.41%的股权，对公司经营产生重大影响。董事长毕业后先在《浙江日报》做记者，五年时间采访了几百个企业家。随后下海经商，曾担任娃哈哈口服液在海南和广西两省的总经销商，之后创立养生堂药业有限公司，推出的“养生堂龟鳖丸”赚得第一桶金。随后的 20 年里，养生堂陆续推出了“农夫山泉”、“朵而”、“清嘴”、“母亲牛肉棒”、“成长快乐”等十多个品牌和产品，董事长凭借对企业的多数股权和对营销的深刻理解，决定公司的战略方向。钟睺眈先生的家族关联人士包括钟睺眈先生的妻子卢晓苇等 5 人，共持有公司 6.2%的股权。公司其他董事/监事兼核心关联人士共持有公司 0.53%股权。其他现有个人股东持有 5.37%股权。

图表 8 公司股权结构图



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

图表 9 农夫山泉股东

姓名	年龄	职位	职责
钟睺眈	65	创始人，董事长，执行董事，总经理	负责公司整体发展战略，业务计划及重大经营决策以及直接管理品牌
郭振	62	中心副总经理	负责公司整体生产运营工作
周力	48	执行董事，副总经理	负责公司的产品研发、质量管理、技术法规及法务工作
周震华	43	执行董事，财务负责人	负责公司的财务及对外投资工作，并作为总经理助理协助总经理管理公司的整体运营
廖原	49	执行董事	负责公司的工程装备工作
Zhong Shu			
Zi	32	执行董事	对公司的业务计划、重大决策及投资活动提供意见
Stanley Yi			
Chang	61	独立非执行董事	监督董事会并为其提供独立判断
杨磊	52	独立非执行董事	监督董事会并为其提供独立判断
吕源	64	独立非执行董事	监督董事会并为其提供独立判断

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所



## 二、包装水：增长稳健份额集中，量价提升空间广阔

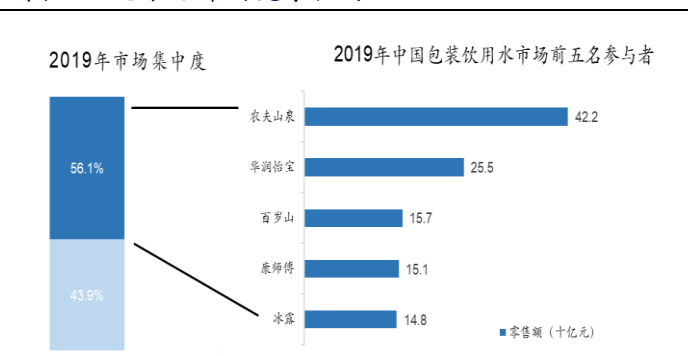
包装水中纯净水占比最大，天然水和天然矿泉水增速最高。按照水的来源、有无矿物质，包装水分为天然水（源自水井、山泉、高山冰川等）、天然矿泉水（源自地下深处，含有特定含量的矿物质/微量元素）、纯净水（来源不限，不含矿物质/微量元素）和其他饮用水（其他三种以外的水）。根据弗若斯特沙利文数据，2019年包装饮用水规模为人民币2,017亿元，其中饮用纯净水为目前包装水中占比最大的类别，按零售额计算占据60.4%，预计2019-2024年仍保持平稳增长，年复合增长率达11.7%。2014-2019年随着消费升级和消费者健康意识提升，天然水和天然矿泉水增速最快，年复合增长率分别达到了29.1%和19.0%，预计2019-2024年增长势头不减，可达15.2%和14.1%。

中国包装水市场份额相对集中，品牌竞争格局较为稳定。按照2019年零售额计算，前五厂商合计共占56.2%的市场份额。其中排名第一的农夫山泉领先优势明显，2019年零售额42.2亿元，是华润怡宝零售额的1.65倍，按照零售额计算的市占率约为21%，领先华润怡宝13%的市占率。各品牌根据自身定位分别占据了不同价位市场，2元是目前主流也是种类最多的价位带，分布有天然饮用水、纯净水和其他饮用水，对应主要品牌有农夫山泉、怡宝、娃哈哈、康师傅、纯悦等。3元价格以上的基本都为矿泉水，其中3元水分布有百岁山、恒大冰泉，4元水主要是爱夸（统一），5-10元为国产高端水价格带，10元以上的高端水被国外品牌占据，是个小众但增长迅速的市场，目前主要由依云、圣培露和巴黎水等组成。

图表 10 14-24 年包装水市场规模

	零售额 (人民币十亿元)			复合年增长率	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
包装饮用水总计	119.6	201.7	337.1	11.0%	10.8%
天然水	12.3	44.1	89.3	29.1%	15.2%
天然矿泉水	6.5	15.5	30	19.0%	14.1%
饮用纯净水	65.5	119.1	207.3	12.7%	11.7%
其他饮用水	35.3	23	10.5	-8.20%	-14.50%

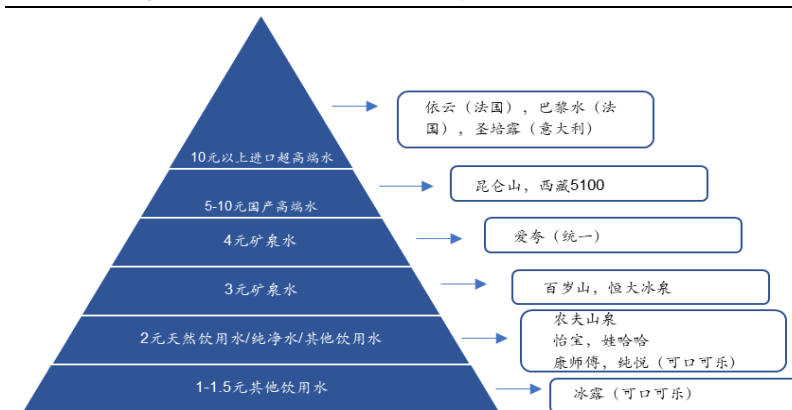
图表 11 包装水市场竞争格局



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

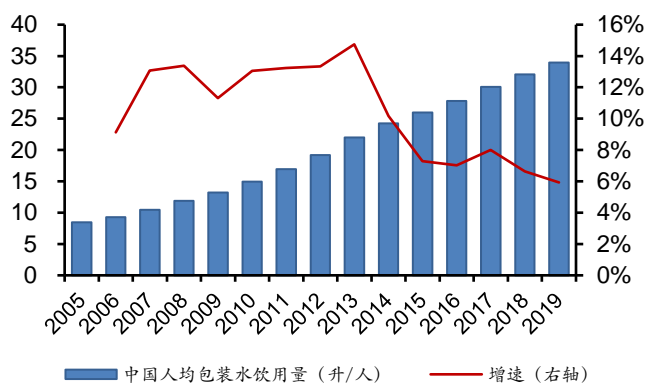
图表 12 中国瓶装水行业的主要品牌的定位



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

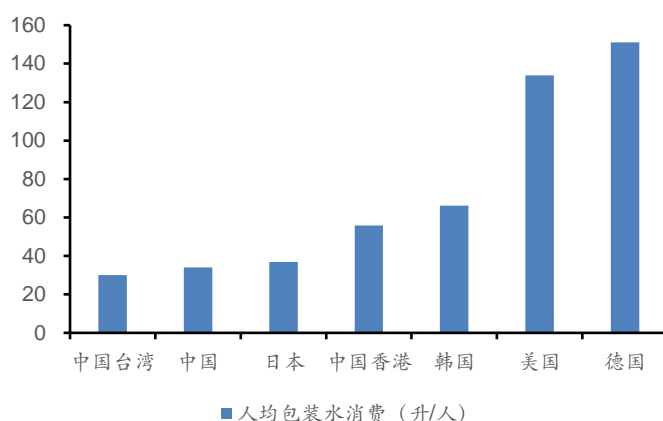
随着消费场景增加和消费习惯培育，我国包装水消费量增长空间较大。2005-2019年中国包装水人均消费量年复合增长率为10%，近几年保持在6%以上的增速水平。经过多年发展，我国包装水从外出解渴用水发展到会议、家庭和后厨用水，消费场景逐渐多元化，消费者也因包装水的便捷性和安全性培养了使用习惯。与其他国家/地区对比，我国（大陆口径）人均包装水消费量约为34升每人，低于类似生活习惯的日本和中国香港，也低于美国、德国等西方国家，我国包装水消费量增长空间较大。

图表 13 中国包装水人均饮用量增长



资料来源：欧睿，华安证券研究所

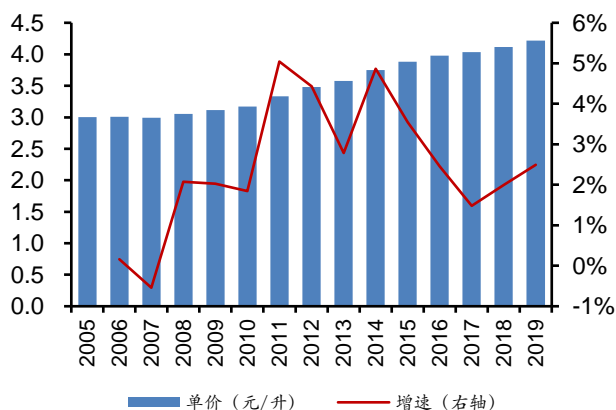
图表 14 包装水人均饮用量存在提升空间



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

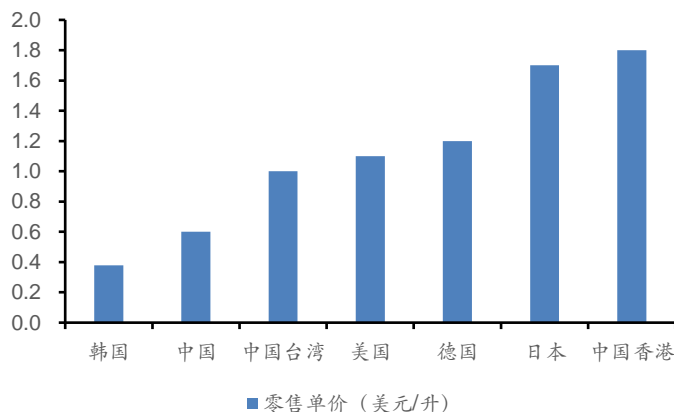
2005-2019年中国包装水零售单价年复合增长率为2%，未来随着消费者健康意识提升单价仍有上涨空间。自2007年以来，国内包装水零售单价持续上涨，2005-2019年中国包装水零售单价年复合增长率为2%，其中2008-2014年国际油价上涨带动包装水PET材料价格上涨，农夫山泉、怡宝、娃哈哈纷纷在此期间内涨价。2018年康师傅矿泉水的提价标志着国内十大包装饮用水集体告别1元进入到2元水时代，百岁山已经提前布局3元水市场，诸多高端水产品品牌增长迅速，反映了消费者对价格提升的接受度较高。与其他国家/地区对比，我国包装水的零售单价约为0.5美元/升，低于美国、日本和中国香港，未来伴随消费升级和厂商长期对消费者健康水理念培育，预计包装水单价仍有提升空间。

图表 15 中国包装水零售单价增长



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 16 包装水零售单价存在提升空间



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

### 三、软饮料：品类众多，增长空间大

#### 3.1 茶饮料：市场规模稳步上升，竞争格局较为稳定

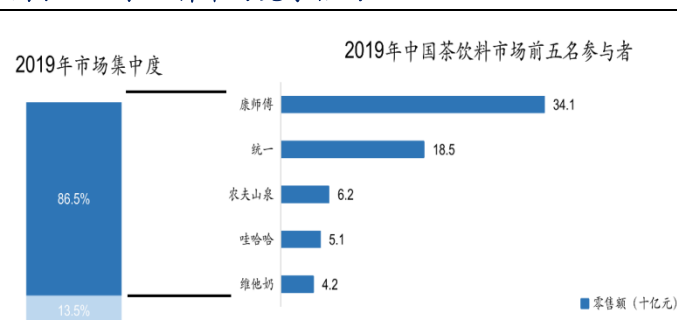
中国茶饮料市场规模稳步提升，无糖茶饮料增长潜力巨大。据弗若斯特沙利文报告，2019年中国茶饮料市场零售额达787亿元，2014-2019年的CAGR为3.8%。茶饮料分为含糖茶饮料（市场主流产品）和无糖茶饮料，份额依次为94.8%和5.2%。随着消费者健康意识的提升，无糖茶饮料零售额快速上升，近5年CAGR达到32.6%，未来5年依然保持CAGR22.9%的高增速预期，远超整体茶饮料市场增速。

中国茶饮料市场集中度较高，市场竞争格局较稳定。据弗若斯特沙利文报告，2019年前五大品牌的茶饮料零售额占据86.5%的市场份额。且前两大品牌康师傅和统一的零售额远超其他品牌，合计市场份额达到66.3%，行业集中度高，竞争格局稳定。

图表 17 14-24 年茶饮料市场规模

	零售额(人民币十亿元)			复合年增长率	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
茶饮料总计	65.3	78.7	93.6	3.8%	3.5%
含糖茶饮料	64.3	74.6	82.1	3.0%	1.9%
无糖茶饮料	1.0	4.1	11.5	32.6%	22.9%

图表 18 茶饮料市场竞争格局



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

#### 3.2 果汁饮料：市场规模保持增长，集中度较低

中国果汁饮料市场总体低速增长，中高浓度果汁增速远超低浓度果汁。据弗若斯特沙利文报告，2019年中国果汁饮料市场零售额达1,435亿元，2014-2019年的CAGR为2.4%。果汁饮料分为纯果汁、中浓度果汁和低浓度果汁，份额依次为6.9%、17.8%和75.3%。随着消费者生活水平的提升，纯果汁和中浓度果汁的零售额快速上升，近5年CAGR分别为12.9%和9.4%，预计未来5年CAGR分别为9.8%和6.6%，而低浓度果汁近5年CAGR仅为0.4%，且未来依旧保持CAGR0.2%的低增速预期。

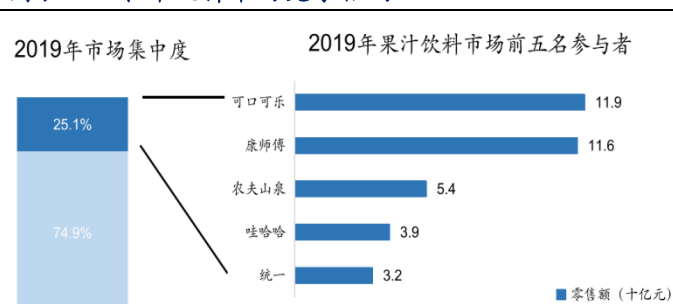
中国果汁饮料市场集中度较低，竞争发掘市场机会。据弗若斯特沙利文报告，2019年前五大品牌的果汁饮料零售额仅占据25.1%的市场份额。前两大品牌可口可乐和康师傅的零售额比较接近，是第三大品牌零售额的2倍左右。行业集中度较低，竞争激烈，存在较大发展空间。

图表 19 14-24 年果汁饮料市场规模

	零售额(人民币十亿元)			复合年增长率	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
果汁饮料总计	127.5	143.5	160.3	2.4%	2.2%
纯果汁	5.4	9.9	15.8	12.9%	9.8%
中浓度果汁	16.3	25.5	35.1	9.4%	6.6%
低浓度果汁	105.8	108.1	109.4	0.4%	0.2%

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

图表 20 果汁饮料市场竞争格局



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

### 3.3 功能饮料：增长潜力大，市场相对集中

中国功能饮料市场产品丰富，发展空间大。据弗若斯特沙利文报告，2019年中国功能饮料市场零售额达1,119亿元，2014-2019年的CAGR为14%。功能饮料包括运动饮料、营养素饮料、能量饮料及其他，其中能量饮料占整体功能饮料市场份额最大，达70.2%。各款功能饮料的近5年CAGR均保持在10%以上，且未来延续高增速预期，预计运动饮料、营养素饮料、能量饮料未来5年的CAGR分别为9.6%、7.6%和9.7%。

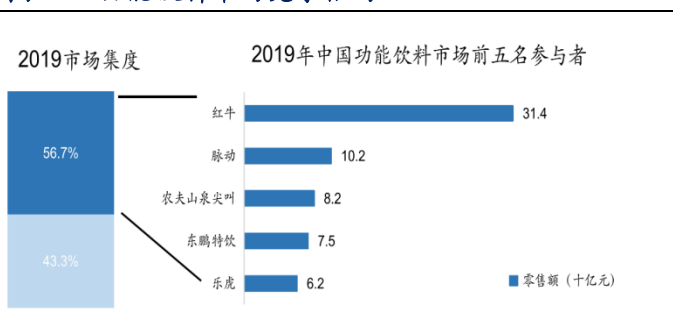
中国功能饮料市场相对集中，品牌蓄力争夺市场份额。据弗若斯特沙利文报告，2019年前五大产品的零售额占据整体功能饮料市场的56.7%。除去第一大产品零售额是第二大产品的3倍左右，余下的产品零售额差距较小，不同品牌产品均存在较大的发展空间。

图表 21 14-24 年功能饮料市场规模

	零售额(人民币十亿元)			复合年增长率	
	2014	2019	2024E	2014-2019	2019-2024E
功能饮料总计	58.1	111.9	175.6	14.0%	9.4%
运动饮料	6.2	12.5	19.8	15.1%	9.6%
营养素饮料	9.4	15.9	22.9	11.1%	7.6%
能量饮料	40.1	78.6	124.6	14.4%	9.7%
其他功能饮料	2.4	4.9	8.3	15.3%	11.1%

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

图表 22 功能饮料市场竞争格局



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

## 四、公司：洞察行业定位准，精细运营成龙头

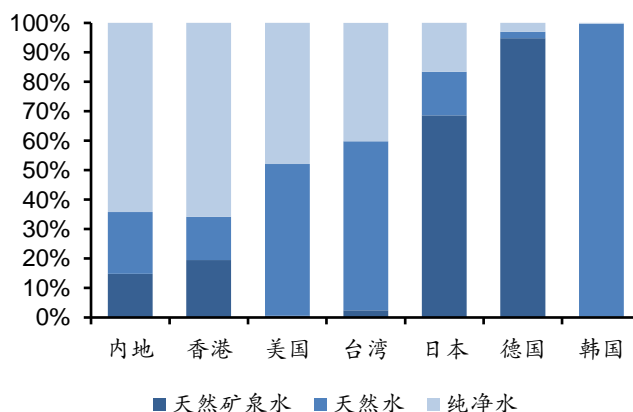
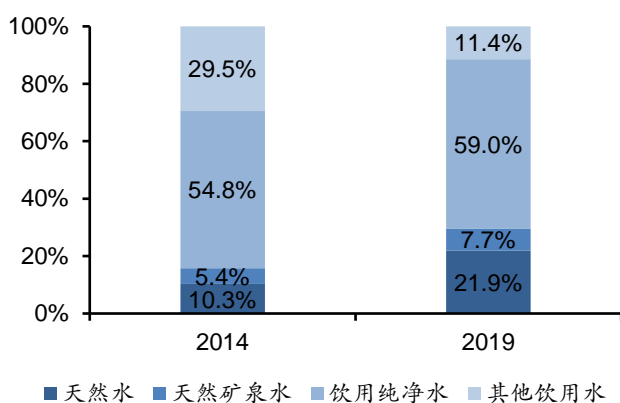
### 4.1 产品：洞察行业消费升级趋势，紧抓机遇超越对手

#### 4.1.1 水质升级：纯净水向天然水/矿泉水升级

农夫山泉抓住了2010年纯净水向天然水/矿泉水升级的机遇。上世纪九十年代末，包装饮用水开始在中国流行，娃哈哈迅速出击占领纯净水市场，到2000年纯净水占饮用水市场份额超过95%，天然水则不足5%。近十多年以来，大众对由地表水或城镇公共供水系统加工生成的1元水产生了安全方面的担忧，且天然水/矿泉水含微量元素的宣传逐渐增多，随着大众健康意识与生活水平的提升，消费者对包装饮用水的需求从纯净水转向天然水。农夫山泉牢牢抓住了消费升级趋势，2000年公司做出前瞻性战略，全面停售纯净水，转向生产天然水。事实证明农夫山泉的战略顺应了行业发展方向，2014到2019年天然水和矿泉水的合计占比上升13.9%，2019年合计份额已上升至29.6%。与其他国家对比，美、德、日、韩的天然水及矿泉水市场份额均超过50%，中国天然水及矿泉水市场份额确实存在较大的提升空间。

图表 23 14-19 年不同类别包装饮用水市场份额变化

图表 24 天然水市场份额存在提升空间



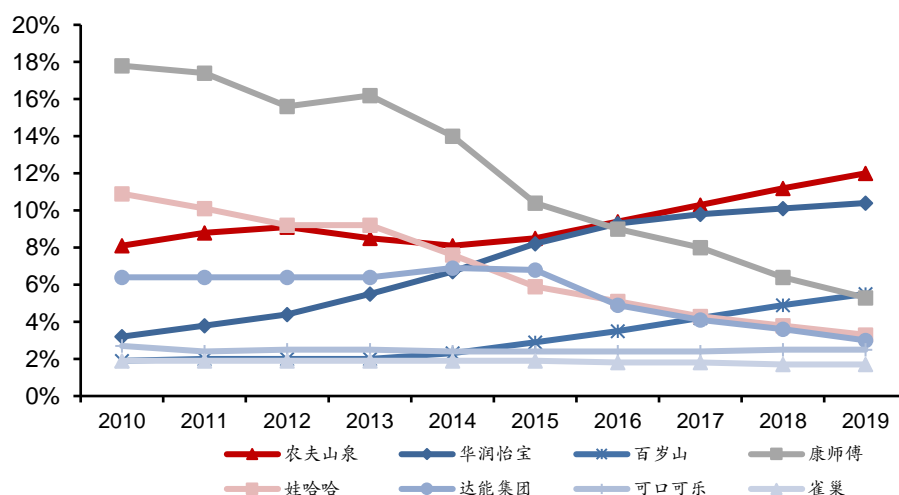
资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

资料来源：欧睿，华安证券研究所

### 4.1.2 价格升级：1元水向2元水升级

公司产品定位准确，抓住了1元水向2元水升级的机遇。人均可支配收入的提高使消费者具备了价格承受能力，消费者对产品档次、包装、品牌形象有了要求，包装水市场出现定位的分化。2012年夏天农夫山泉从1.5元涨价至2元，逐渐建立了2元水在一二线城市的主流地位。提价一方面使得农夫山泉可以更多让利渠道经销商，巩固渠道体系，另一方面和原有包装水老大娃哈哈、康师傅错开了价位带竞争，树立了农夫山泉的品牌形象。而康师傅、娃哈哈饮用水通过做薄瓶身来降低成本，成了低端水的代名词，主要销售在低线城市，市占率下滑进而丧失龙头地位。

图表 25 不同品牌包装饮用水销量市占率



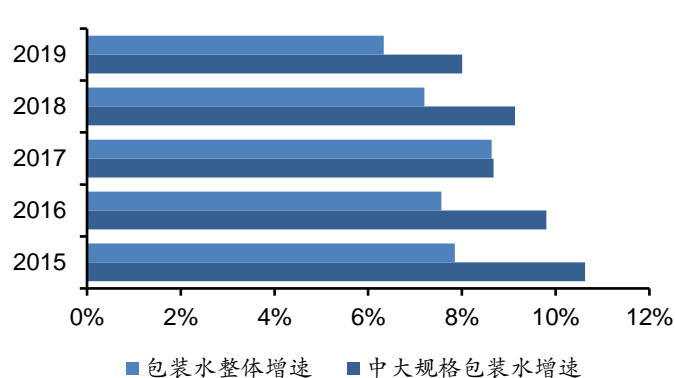
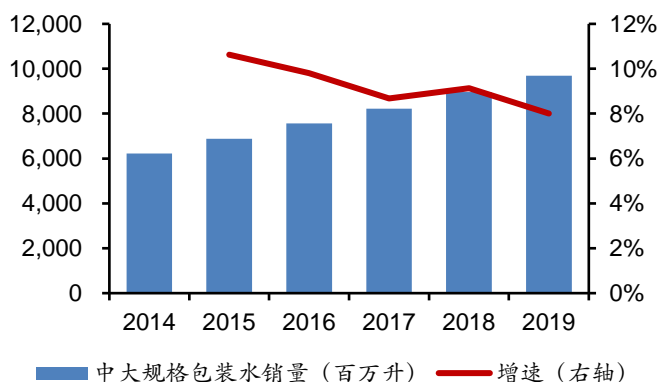
资料来源：欧睿，华安证券研究所

### 4.1.3 率先布局中大规格水，提供增长新动力

中大规格包装水销量稳步上升，增速超包装水整体增速。不同容量的包装水产品可满足消费者不同的场景需求，中大规格包装水针对企业、社区家庭和餐饮后厨用水市场，近年发展迅速。根据欧睿数据库，2014年我国中大规格包装水（1000ml及以上）销量为6,223百万升，2019年已增长至9,683百万升，年复合增长率为9.2%。近五年中大规格包装水增速均超过包装水整体增速，景气度高。

图表 26 14-19 年中国中大规格包装水销量及增速

图表 27 中大规格包装水增速超过包装水整体增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

资料来源：欧睿，华安证券研究所

农夫山泉最早开始布局中大规格包装水，存在先发优势。公司作为最早进入中大规格包装水市场的企业，于2016年5月首先推出5L新装水，2017年，华润怡宝，娃哈哈，景田百岁山也纷纷推出4.5L、4.5L和4.6L桶装水进军中大规格包装水市场。相比其他企业，公司抓住先机，宣发积极并多次推出新容量、新包装产品，从会议用水过渡到家庭和后厨用水，布局明确。2016年，公司借助G20峰会热点，7种规格包装水均成为会议指定用水，9月推出4L桶装水并成为G20峰会后厨指定用水。2017年，公司继续以“好水煮好饭、好水做好菜、好水泡好茶”的宣传语巩固本品牌在家庭和后厨用水市场的地位，且农夫山泉15L桶装水于同年年初回归北京市场。2018年公司推出12L一次性桶装水新包装，持续开拓中大规格包装水。

图表 28 多家公司陆续推出中大规格包装水

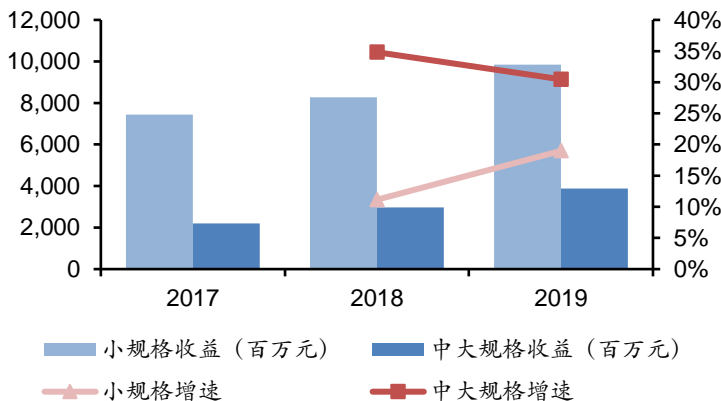
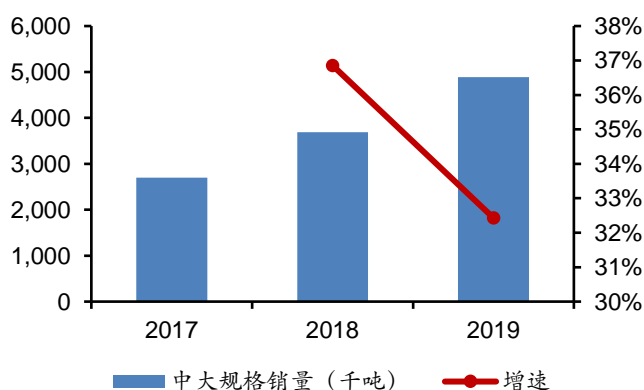
日期	公司	产品
2016.05	农夫山泉	推出 5L 新装水
2016.09	农夫山泉	推出 4L、5L 桶装水
2017.01	华润怡宝	推出 4.5L 一次性桶装纯净水
2017.05	娃哈哈	推出 4.5L 新装纯净水
2017.09	景田百岁山	推出 4.6L 水进军一次性桶装水市场
2018.06	农夫山泉	推出 12L 一次性桶装水新包装
2019.03	景田百岁山	推出 14.8L 一次性桶装水包装

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

公司中大规格包装水发展迅速，疫情催化消费习惯培育过程，预计未来仍有较高增速。农夫山泉生产的饮用水产品分380ml至750ml的小规格包装和1.5公升至19公升的中大规格包装。2018，2019两年，中大规格包装饮用水销量增速达36.9%和32.4%，收益同比增加34.8%和30.5%，远超小规格包装饮用水11.1%和19.0%的收益增速。今年受疫情影响，家庭囤积包装水需求增加，中大规格包装水销量截至5月31日的营收较2019年5月31日增长超过20%。随着大众生活水平的提高，以及疫情反复下催生的家庭包装水需求，中大规格包装饮用水消费习惯得到培育，从而提高公司营收。

图表 29 17-19 年公司中大规格包装饮用水销量及增速

图表 30 17-19 年公司中大规格桶装水收益增速超小规格水



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

## 4.2 品牌：定位天然健康产品，差异化竞争打破格局

公司定位天然健康产品，善于通过广告等营销宣传深化品牌内涵。公司的品牌定位是天然，“农夫山泉”此名字易使消费者产生对应的联想。在其它软饮料产品取名上，如茶饮料中的“东方树叶”和果汁饮料中的“17.5°C”都有异曲同工之妙，赋予了产品自然的价值内涵，增强品牌浓度，培养消费者差异化认知。广告语上，从“农夫山泉有点甜”到“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”，也符合天然饮用水**图表31 中国前十大瓶装水品牌广告语**追求天然健康的消费群体上。

品牌	广告语
昆仑山	“天然的，才是健康的”
农夫山泉	“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”
百岁山	“水中贵族”
恒大冰泉	“天天饮用，自然健康”
华润怡宝	“你我的怡宝”
雀巢优活	“好水好味道”
5100 西藏冰川	“西藏好水，世界好水”
屈臣氏	“105°C超越热爱”
娃哈哈	“我的眼中只有你”
康师傅	“多一点，生活更健康”

资料来源：中国品牌网，华安证券研究所

两次关于健康水的大讨论凸显公司产品的区别，与康师傅、娃哈哈实现差异化竞争。2000年包装饮用水市场纯净水占比超95%，而天然水不足5%，娃哈哈、乐百氏在纯净水领域的两强垄断形势初显。农夫山泉宣传天然水比纯净水更健康，打响“大自然的搬运工”口号，推出的来自千岛湖的天然水成为健康水的代表。2007年康师傅凭借矿物质水一举击败娃哈哈成为包装水龙头，农夫山泉另辟蹊径，派大量促销人员在超市和街头巷尾发放PH试纸，引发了舆论关于酸碱水的讨论。矿物质水由于添加了矿物质元素多呈酸性，而农夫山泉的水呈现碱性，公司通过营销塑造“天然弱碱性水”有益身体的理念，将健康概念和公司产品深度捆绑。

公司持续保持品牌的年轻化，签约潮流明星，增加流量效应，培育并维护新一代消费者。2017、2018年公司冠名《中国有嘻哈》和《偶像练习生》，开创赞助新方式，与前者联合推出说唱广告歌，与后者投票联动，增加公司产品的曝光度，拉拢目标用户，培养新一代消费者习惯。2020年以来公司或与新人气偶像团体签约代言，持续增加年轻一代消费者的粘性，并将品牌价值向青春、活力延展。

图表 32 农夫山泉冠名《中国有嘻哈》



资料来源：《中国有嘻哈》宣发，华安证券研究所

图表 33 农夫山泉签约 THE9



资料来源：淘宝网，华安证券研究所



### 4.3 运营：强大的创收和控制成本能力，渠道经销商深耕细作

#### 4.3.1 营运能力高于对手，水源地布局降低物流成本

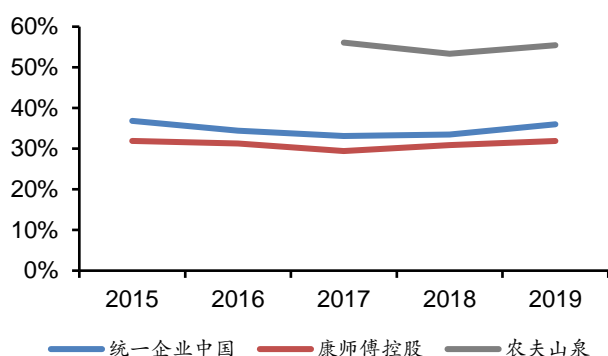
相比竞争对手拥有更强的创收能力和营运能力。相比华润怡宝、统一和康师傅，农夫山泉具有更高的员工人均创收，达 129 万元。公司的员工数为怡宝的 1.5 倍，但营收可达怡宝的 2.3 倍，反映了公司内部机构精简和人员高效。从盈利指标上看，公司毛利率和净利率均高于统一和康师傅，净利率高于怡宝，反映了公司成本和费用管控能力强。从营运能力指标上看，同为先款后货的主要经销模式，农夫山泉应收帐款周转率远高于统一和康师傅，公司坏账少，回款能力强，资金使用效率更高，2019 年总资产周转率上升显著。

图表 34 与其他软饮料公司人均创收对比 (2019 年)

	营收 (亿元)	员工人数	人均创收 (亿元)
农夫山泉	240	18,590	129
华润怡宝	104	12,275	85
康师傅	623	58,182	107
统一	220	29,494	75

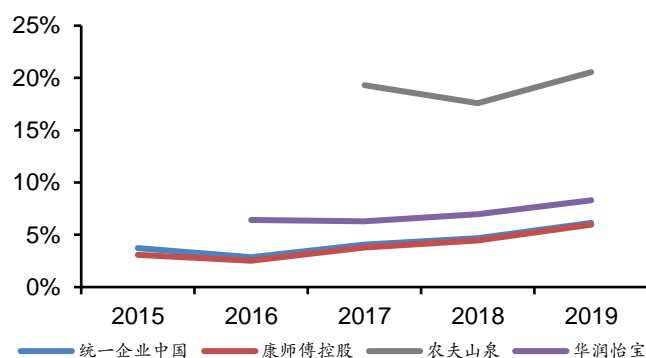
资料来源：wind，企查查，华润怡宝社会责任书，华安证券研究所

图表 35 毛利率高于其他软饮料公司



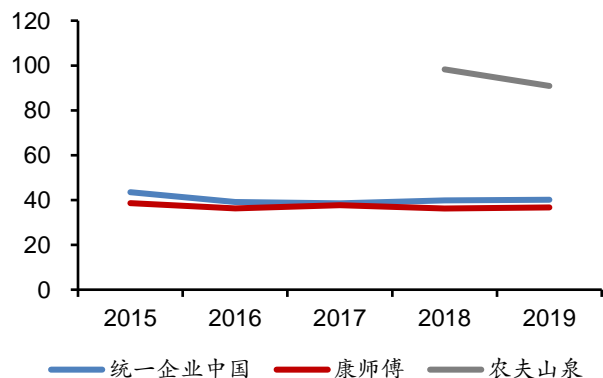
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 36 净利率高于其他软饮料公司



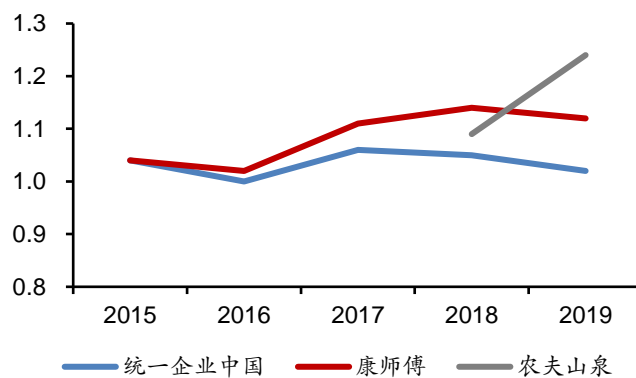
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 37 应收账款周转率高于其他软饮料公司



资料来源：wind，华安证券研究所

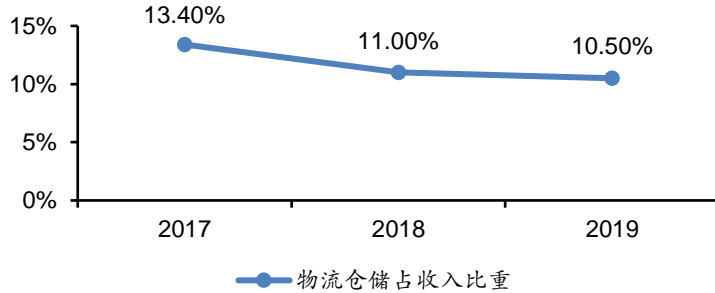
图表 38 总资产周转率高于其他软饮料公司



资料来源：wind，华安证券研究所

全国布局的水源地形成竞争壁垒，降低了公司物流成本。天然水/天然矿泉水的进入壁垒首先体现在水源开采是否能取得许可证资格。法律规定水源的勘查、开发和利用则必须取得国家的“采矿许可证”，近年来环保政策趋严，能够开发优势矿泉水的水源愈发稀缺，从而使得“采矿许可证”拍卖价格变得昂贵。另一方面，开发水源地前期资本投入大，布局耗时较长，对资金周转有较大的压力。公司前瞻性布局全国十大水源地，天然水生产地靠近主要消费市场以便降低公司物流成本：浙江千岛湖覆盖长三角地区；广东万绿湖覆盖珠三角需求；吉林长白山覆盖东北和华北地区；湖北丹江口可以覆盖中西部市场。2017-2019 年农夫山泉物流及仓储开支占收入比重从 13.4% 下降至 10.5%。

图表 39 物流及仓储开支占收入比重持续下降



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

图表 40 水源地全国布局

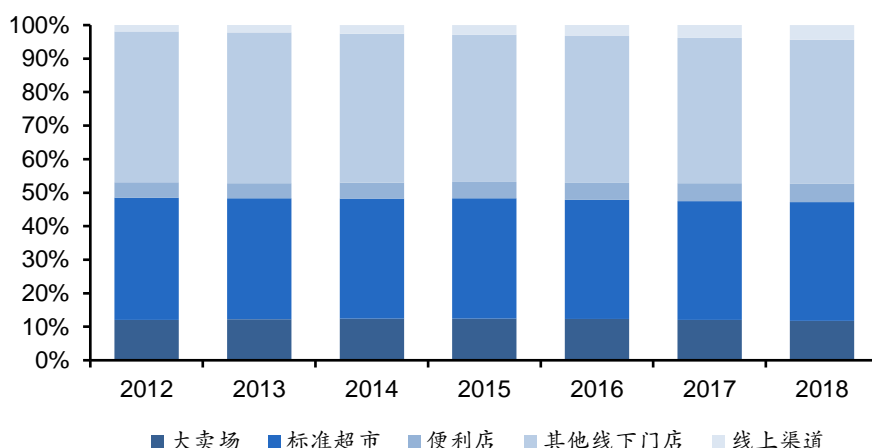


资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

### 4.3.2 线下渠道稳扎稳打，与经销商深度互利合作

线下渠道占据软饮料流通渠道的主要份额。随着互联网和物流产业的迅速发展，网购的普及率提升，软饮料的线上销售渠道一定程度上挤占线下渠道份额。根据前瞻产业研究院整理，我国软饮料线上渠道份额 2012-2018 年从 2.0% 提升至 4.4%，但线下渠道依旧是软饮料流通的主流模式，线下渠道份额则始终占据总流通渠道的 90% 以上，线下销售渠道主要以传统的标准超市、其他线下门店及大卖场的软饮料销售为主。

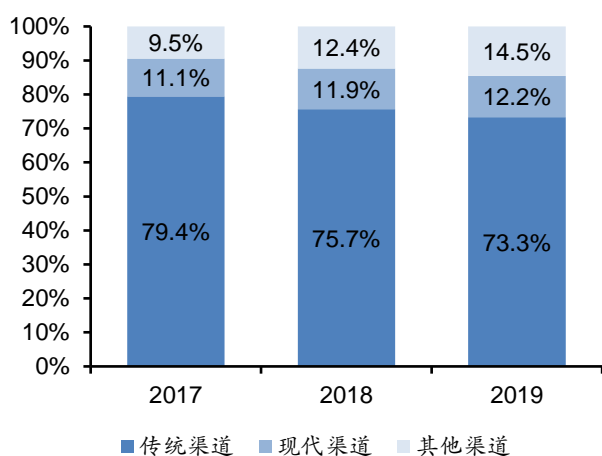
图表 41 中国软饮料流通渠道分布占比



资料来源：前瞻产业研究院整理，华安证券研究所

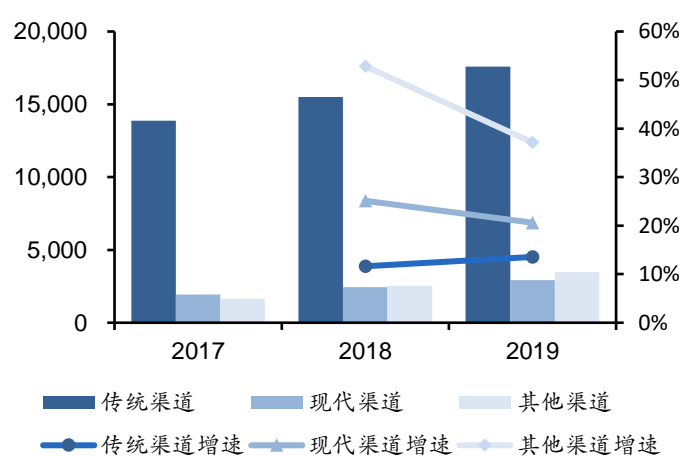
公司持续布局线下渠道，传统渠道贡献主要收益并增长稳定。经销商通过传统渠道（小型杂货店和非连锁便利店）、现代渠道（商场、超市和连锁便利店）及其他渠道（餐饮、电商和其他）销售公司产品，直营客户则通过现代渠道和其他渠道获取公司产品。其中，传统渠道收益连续 3 年占公司总收益的 70% 以上，且在 18, 19 两年，现代渠道和其他渠道收益增速均有下滑，而传统渠道收益增速依旧稳定，分别达 11.6% 和 13.6%。

图表 42 17-19 年公司分销售渠道收益占总收益比重



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

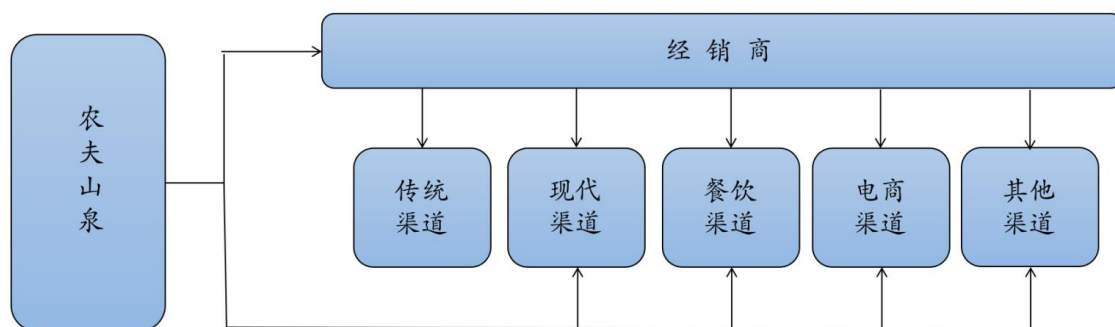
图表 43 17-19 年公司分销售渠道收益及增速（百万元）



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

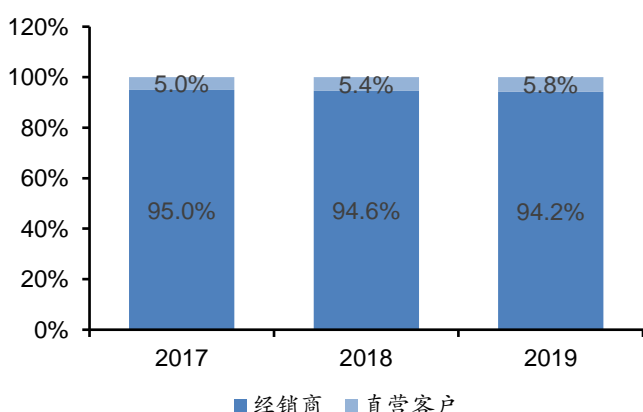
公司主要采取一级经销商模式，兼顾直销，经销商数量与质量均稳步提升。2017年至2019年连续3年，经销商收益贡献稳定地保持在总收益的95%左右，剩下的约5%为直营客户收益贡献。公司重视经销商合作，开发NCP管理系统，每年重新签订协议，培养业务能力强的稳定的经销合作方。3年间，年新增经销商数量稳步上升，终止经销商数量稳步下降，经销商质量逐渐提高。截至2020年5月份，与公司合作的经销商数量达4,454家，平均合作时长为4年，其中，有300多家经销商与公司的合作年限超过十年。

图表 44 农夫山泉销售渠道结构

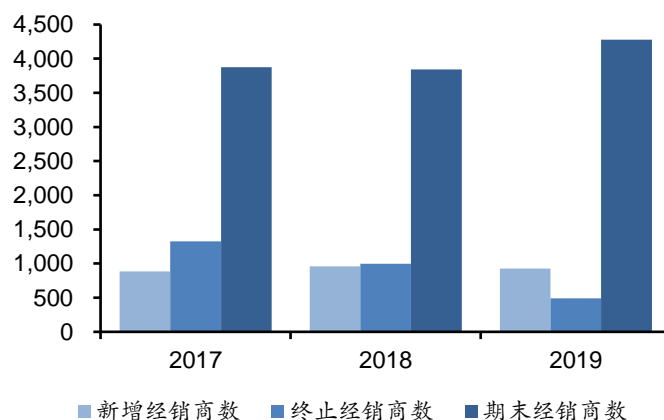


资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

图表 45 17-19 年农夫山泉客户收益贡献情况



图表 46 17-19 年农夫山泉经销商数量变化情况



资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

资料来源：农夫山泉招股书，华安证券研究所

**加强和经销商、终端的合作，互惠互利增强销售积极性。**从经销商端看，农夫山泉包装水和饮料搭配销售能够形成更好的产品组合，发挥包装水走量动销快、饮料毛利高的综合优势，而怡宝依赖包装水业务无法提供组合销售；2元水中农夫山泉的周转快于怡宝，能给经销商带来更高的投资回报率。从终端来看，几年前农夫山泉为抢占市场份额，一箱24支变成28支，主动让利终端约20%，驱动终端增加农夫山泉铺货率的积极性，更愿意将其产品陈列在醒目位置。

**渠道改革后下放业务人员至经销商处，建立深层合作关系。**公司下放业务人员至经销商处，业务人员名义上属于公司员工，但考核激励由经销商完成，即农夫山泉支付基本底薪，经销商负责绩效考核并支付业绩提成。业务员协助经销商开展日常工作，开发娱乐场所和餐饮渠道等等，将经销商和公司深度捆绑。相比较怡宝以前派驻业务员仅仅负责管理怡宝相关事务的做法，农夫山泉的合作力度更深，对经销商帮助更大。

## 五、盈利预测与投资建议

我们预计 2020-2022 年,公司营收稳健增长,继续占领市场份额,具体分析如下:

### 品类预测:

- 1. 包装水:** 销量方面, 2020 年受疫情影响, 包装水消费总体受到抑制, 且 7-8 月南方暴雨对大包装水和中小包装水的消费需求都有负面影响, 预计 2020-2022 年销量增速分别为 2%/26%/24%。单价方面, 中大规格包装水占比提升导致单价略有降低, 2020-2022 年单价增速分别为 -1%/-1%/-1%。预计包装水营收增速分别为 5%/25%/23%。
- 2. 茶饮料:** 销量方面, 大单品“茶π”启用权志龙作代言人吸引年轻消费群体, 并下沉渠道向低线城市拓展市场, 预计 2020-2022 年销量增速 -8%/14%/6%。单价方面, 17-18 年公司上调了“东方树叶”系列产品价格, 18-19 年“茶π”系列产品在更换包装的同时小幅增加了销售价格, 未来 2-3 年内提价可能性较低, 预计 2020-2022 年单价增速 -1%/0%/0%。预计茶饮料 2020-2022 年营收增速分别为 -9%/14%/6%。
- 3. 功能饮料:** 因学校、运动场馆等消费场所关闭, 疫情对功能饮料的消费需求造成了较大影响, 预计 2020 年下滑超过其他品类。功能饮料类收益增长主要来源于销量增加, 品牌力提升带动“力量帝维他命水”系列产品销量持续增加, 2019 年“尖叫”产品系列成功推出白桃及青芒口味, 预计 2020-2022 年销量增长 -20%/18%/12%。预计单价保持稳定, 增速分别为 1%/1%/1%。
- 4. 果汁饮料:** 销量方面, 消费者健康意识提升带来对非浓缩还原纯果汁市场需求提升, 以及果汁销售渠道进一步渗透, 这两个原因助推果汁饮料产品销量在过去几年内高速增长, 预计 2020-2022 年销量增速 -10%/22%/20%。售价较高的高浓度果汁产品占比增加也提升了果汁饮料的单价, NFC 果汁还在持续推广过程中, 且 2019 年农夫果园推出了高于原有产品价格的新品, 预计可以促进 2020-2022 年单价提升 1%/3%/2%。

图表 47 主要品类营业收入及预测 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>包装水</b>						
收入	10,120	11,780	14,346	15,027	18,745	23,011
yoy		16%	22%	5%	25%	23%
销量 (千吨)	9020	10827	13882	14160	17841	22123
yoy		20%	24%	2%	26%	24%
单价 (元/吨)	1122	1088	1072	1061	1051	1040
yoy		-3%	-1.50%	-1%	-1%	-1%
<b>茶饮料</b>						
收入	2,597	3,036	3,138	2,858	3,258	3,454
yoy		17%	3%	-9%	14%	6%
销量 (千吨)	670	750	754	694	791	838
yoy		12%	1%	-8%	14%	6%
单价 (元/吨)	3876.1	4048	4161.8	4120	4120	4120
yoy		4%	2.80%	-1%	0%	0%
<b>功能饮料</b>						
收入	2,936	3,322	3,779	3,053	3,639	4,117
yoy		13%	14%	-19%	19%	13%
销量 (千吨)	849	944	1082	866	1021	1144
yoy		11%	15%	-20%	18%	12%
单价 (元/吨)	3458.2	3519.1	3492.6	3528	3563	3598
yoy		2%	-0.80%	1%	1%	1%
<b>果汁饮料</b>						
收入	1,468	1,855	2,311	2,101	2,640	3,231
yoy		26%	25%	-9%	26%	22%
销量 (千吨)	336	421	512	461	562	675
yoy		25%	22%	-10%	22%	20%
单价 (元/吨)	4369	4406.2	4513.7	4559	4696	4790
yoy		1%	2%	1%	3%	2%
<b>其他产品</b>						
收入	371	482	447	626	720	792
yoy		30%	-7%	40%	15%	10%

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**费用率预测:** 疫情影响导致公司帮助经销商开展促销活动, 预计 2020 年销售费用上升, 之后随规模效应和精细运营会逐步下降, 2020-2022 年销售费用率分别为 24.5%, 24.2%, 24.0%。预计管理费用受 2020 年上市费用影响小幅上涨, 之后随规模效应呈下降趋势, 2020-2022 年管理费用率分别为 6.0%, 5.7%, 5.2%。

**盈利能力:** 2020 年原油价格下跌造成 PET 价格随之下跌, 原材料成本下降, 公司整体毛利率因此得到改善, 2020-2022 毛利率分别为 58%/57%/57%。因费用率上升抵消了毛利率改善带来的提振作用, 预计净利率 2020 年与 2019 年持平, 2021-2022 年随着费用率下降, 净利率上升至 22%。

图表 48 盈利数据及预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,475	24,021	23,665	29,002	34,604
yoy	17.1%	17.3%	-1.5%	22.5%	19.3%
净利润	3,606	4,949	4,981	6,240	7,451
yoy	6.7%	37.2%	0.6%	25.3%	19.4%
毛利率	53%	55%	58%	57%	57%
净利率	18%	21%	21%	22%	22%
EPS			0.44	0.55	0.66
P/E			85.77	68.47	57.35

资料来源：公司年报，华安证券研究所

我们认为公司作为包装水龙头公司，抓住饮用水价格和水质升级机遇，在 2 元水主流价格带树立起品牌形象，享受高于竞争对手的溢价能力，强大的成本控制和精细化运营使得公司具有高盈利能力，并通过水源地、品牌和全国化的渠道形成竞争壁垒。公司也布局软饮料行业的其他细分行业，茶/果汁/功能饮料均取得市场前三的地位，体现了公司对软饮料行业的深刻洞察和优秀的产品运作实力。包装水需求稳定增长，尤其公司领先布局的中大规格包装水增速较快，饮料业务端的新品逐步铺货，为公司业绩贡献增量。预计 2020-2022 年，营收分别为 237/290/346 亿元，同比增长-1.5%/22.5%/19.3%，净利润分别为 50/62/74 亿元，同比增长 0.6%/25.3%/19.4%，EPS 分别为 0.44/0.55/0.66，对应 PE 分别为 86/68/57。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示：

**疫情扩散风险。**新冠疫情在全球仍在蔓延，对未来经济和生产活动产生不确定影响，若疫情加剧，则会对软饮料行业产生巨大压力。

**原材料价格波动的风险。**PET 材料占公司主营业务成本比重较大，PET 材料价格和世界原油价格波动相联系，原材料价格波动可能会对公司的经营业绩产生影响。

**市场需求变化的风险。**如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

**财务报表与盈利预测**

附录：公司财务预测表					单位：百万元				
资产负债表					利润表				
	2019	2020	2021	2022		2019	2020	2021	2022
<b>流动资产</b>	4,372	16,404	23,091	31,088	<b>营业总收入</b>	24,021	23,665	29,002	34,604
现金	1,083	12,996	18,784	25,891	营业成本	10,710	9,944	12,362	14,982
应收账款	306	279	345	415	销售费用	5,816	5,798	7,018	8,305
存货	1,762	1,777	2,184	2,624	管理费用	1,383	1,420	1,653	1,799
其他	1,221	1,353	1,777	2,157	财务费用	-201	-51	-242	-286
<b>非流动资产</b>	13,424	14,451	15,456	16,442					
固定资产	12,314	13,256	14,179	15,083	营业利润	6,193	6,504	7,969	9,518
无形资产	716	801	884	965	利润总额	6,499	6,555	8,211	9,804
租金按金					所得税	1,545	1,573	1,971	2,353
使用权资产									
其他	394	394	394	394	<b>净利润</b>	4,954	4,981	6,240	7,451
<b>资产总计</b>	17,796	30,855	38,547	47,530	少数股东损益	6	5	7	8
<b>流动负债</b>	7,441	7,630	9,082	10,615					
短期借款	1,000	1,000	1,000	1,000	<b>归属母公司净利润</b>	4,949	4,976	6,233	7,443
应付账款	791	820	991	1,195	EBITDA	7,927	6,777	8,263	9,832
其他	5,650	5,811	7,092	8,419	EPS (元)	—	0.44	0.55	0.66
<b>非流动负债</b>	473	473	473	473					
长期借款	0	0	0	0					
租赁负债									
其他	473	473	473	473	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>负债合计</b>	7,915	8,104	9,556	11,088	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	0	5	12	21	营业收入	17.32%	-1.48%	22.55%	19.32%
股本	360	1,125	1,125	1,125	营业利润	32.00%	5.01%	22.52%	19.44%
留存收益和资本公	9,522	21,621	27,855	35,297	归属母公司净利润	37.23%	0.55%	25.27%	19.40%
归属母公司股东权	9,882	22,746	28,979	36,422	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	17,796	30,855	38,547	47,530	毛利率	55.41%	57.98%	57.38%	56.70%
					净利率	20.62%	21.05%	21.52%	21.53%
<b>现金流量表</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	ROE	50.08%	21.88%	21.51%	20.43%
<b>经营活动现金流</b>	7,472	5,440	7,303	8,612	ROIC	0.43	0.21	0.20	0.19
净利润	4,949	4,976	6,233	7,443	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	1,734	274	294	314	资产负债率	44.47%	26.26%	24.79%	23.33%
少数股东权益	6	5	7	8	净负债比率	-0.01	-0.53	-0.61	-0.68
营运资金变动及其	784	184	769	847	流动比率	0.59	2.15	2.54	2.93
					速动比率	0.35	1.92	2.30	2.68
<b>投资活动现金流</b>	643	-1,060	-1,460	-1,450	<b>营运能力</b>				
资本支出	-3,313	-1,300	-1,300	-1,300	总资产周转率	1.35	0.77	0.75	0.73
其他投资	3,956	240	-160	-150	应收账款周转率	78.50	84.92	83.96	83.37
					应付账款周转率	13.53	12.13	12.48	12.54
<b>筹资活动现金流</b>	-8,697	7,833	-55	-55	<b>每股指标 (元)</b>				
借款增加	1,000	0	0	0	每股收益	—	0.44	0.55	0.66
普通股增加	0	7,888	0	0	每股经营现金	0.66	0.48	0.65	0.77
已付股利	-9,598	-55	-55	-55	每股净资产	0.88	2.02	2.58	3.24
其他	-99	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	-581	12,213	5,789	7,107	P/E	—	85.77	68.47	57.35
					P/B	—	18.76	14.72	11.71
					EV/EBITDA	-0.01	61.21	49.50	40.88

资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数涨跌幅为基准；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。