

## 匠心做好水，潜心布局健康化

### ——农夫山泉（9633.HK）投资价值分析报告

海外公司深度

#### ◆包装水领域：紧抓2元水趋势的基本盘+桶水消费升级趋势带来的增量盘

农夫山泉是中国包装饮用水及饮料的龙头企业，也是目前中国包装饮用水市占率第一的品牌。从1996年至今，在包装水领域，农夫山泉专注于天然水/天然矿泉水；在饮料领域，农夫山泉致力于健康化饮料品类的打造。始终如一的理念成功塑造出农夫山泉有品质、健康化的企业形象。

包装水是农夫山泉的传统强势领域。在瓶装水市场，农夫山泉紧紧抓住了1元向2元、纯净水向天然水/天然矿泉水消费升级的趋势，市占率持续提升。此外，农夫山泉在自建工厂模式下更具成本优势，这也帮助其成功打造出了一个经销商/终端均受益的利益分享机制。我们相信未来随着市场集中度的提升，农夫有望持续提高自己的市场份额。在桶装水市场，消费升级趋势下，1) 替代性产品一次性中/大包装水出现：农夫山泉较其他企业更早涉足该领域，并通过自建的“芝麻店”渠道更深入触达终端家庭消费者，2017-2019年中/大包装水的销售额CAGR达30%，远高于公司整体包装水业务。2) 由价格较低的区域型品牌转向更具安全保障的全国性品牌：桶装水的市场空间巨大但存在终端配送过于零散的问题，农夫山泉当前开放“标准水站”招募，有助于解决配送半径问题。未来在生产效率提升/配送问题解决后，这将会是公司潜在的一个增长点。

#### ◆饮料领域：公司具备打造爆品的能力，长期坚持健康化布局等风来

在饮料领域，农夫山泉提前布局了健康化的方向，旗下很多产品已经历了市场考验。另一方面，新兴便利店渠道的崛起有望加速健康化饮料的成长。我们认为农夫山泉有能力抓住这一消费升级的机遇：1) 公司“健康化”的品牌形象提供良好背书，产品更容易获得消费者认可；2) 渠道端，饮料可以共享包装水打下的良好渠道基础。随着农夫山泉包装水向低线级市场下沉，饮料亦有望进一步提升覆盖范围；3) [茶π]成功的营销推广案例证明了农夫山泉在饮料领域同样具有培育爆品的能力。未来随着健康化升级趋势的延续，我们相信农夫山泉当前已储备的产品也有机会实现跨越式增长。

◆盈利预测、估值与评级：我们预测农夫山泉2020-2022年的归母净利润分别为51.1/62.6/73.2亿元，EPS分别为0.47/0.57/0.67元。2020-2022年归母净利润CAGR为19.7%。对应2020-2022年PE分别为66x/54x/46x。包装水是食品饮料赛道中的优质赛道，农夫作为行业龙头，具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：包装饮用水市场增速低于预期，行业竞争高于预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,475	24,021	24,458	29,623	35,076
营业收入增长率	17.06%	17.32%	1.82%	21.12%	18.41%
净利润（百万元）	3,606	4,949	5,109	6,263	7,324
净利润增长率	7%	37%	3%	23%	17%
EPS（元）	0.33	0.46	0.47	0.57	0.67
P/E	93	67	66	54	46
P/B	11.1	16.2	7.4	5.8	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年9月16日；汇率：HKD=0.9CNY

## 增持（首次）

当前价：35.75 港元

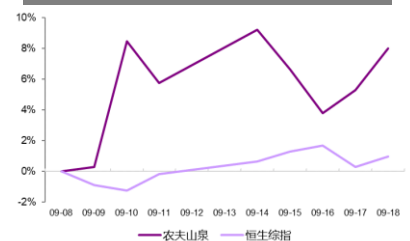
### 分析师

陈彦彤（执业证书编号：  
S0930518070002）  
021-52523689  
[chenyt@ebscn.com](mailto:chenyt@ebscn.com)

张喆（执业证书编号：S0930519050003）  
021-52523805  
[zhangzhe@ebscn.com](mailto:zhangzhe@ebscn.com)

叶倩瑜（执业证书编号：  
S0930517100003）  
021-52523657  
[yeqianyu@ebscn.com](mailto:yeqianyu@ebscn.com)

农夫山泉 v.s. 恒指对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

我们预测农夫山泉 2020-2022 年包装水业务收入增速分别为 8%/25%/22%；饮料业务中茶饮料收入增速分别为-7%/4%/3%；功能性饮料收入增速分别为-11%/17%/12%；果汁饮料收入增速分别为-4%/22%/19%。基于以上预测，我们预计公司 2020-2022 年公司收入同比增速分别为 2%/21%/18%。

从成本端看，整体成本受 PET 价格波动影响最大，今年由于原油价格下跌，PET 价格随之大幅下降，有利于整体毛利率的改善。我们预计 2020 年毛利率提升至 58%，预计 2021-2022 年毛利率略降至 56%/56%。

### 我们区别于市场的观点

过去十年时间，农夫山泉在包装水行业的市占率持续提升，在这一过程中，**农夫山泉把握住了瓶装水消费升级的趋势：**

- 1 元向 2 元水消费升级的趋势。自建工厂下农夫山泉的成本较低，利于保障厂商/终端利润水平。打通的经销商/终端利益分享机制成功激发了合作方的动力，打造出共赢局面，使其在 2 元水升级的浪潮中能占据更有利的地位。
- 纯净水向天然水/天然矿泉水升级的趋势。农夫山泉通过三个阶段深入人心的广告语，成功塑造出“农夫山泉=优质水源地=良好品质保证”的品牌形象。此外公司提前布局了十大水源地，形成了自身的强壁垒。

我们认为未来，农夫山泉有望持续受益于行业市场集中度的提升，同时跑赢其他品牌，这也是带动农夫山泉包装水业务稳定增长的“基本盘”。

**在桶装水市场，消费升级趋势亦带来了新的机遇：**

- 替代性产品一次性中/大规格包装水出现：农夫山泉较其他企业更早涉足该领域，并通过自建的“芝麻店”渠道更深入触达终端家庭消费者，2017-2019 年中/大包装水的销售额 CAGR 达 30%，远高于农夫山泉的整体包装水业务。
- 消费者由价格较低的区域型品牌转向更具安全保障的全国性品牌：桶装水的市场空间巨大但存在终端配送过于零散的问题，农夫山泉当前开放“标准水站”招募，有助于解决配送半径问题。未来在生产效率提升/配送问题解决后，这将会是公司潜在的一个新的增长点。

### 包装水市场空间测算：

以招股说明书披露的 Frost&Sullivan 的口径为基准，2019 年农夫山泉的市占率是 21%。

- 测算主要考虑农夫山泉的包装水 2 元瓶水及一次性中/大规格包装水；
- 假设中包装水（1L 以上）以及 3 元及以上瓶水占包装水的市场份额为 30%，剩下的 70%为主流价格带水；
- 假设 70%的主流价格带水中 85%为 2 元水，农夫山泉+怡宝可以占据其中 90%的份额，则农夫山泉+怡宝的市占率有望达到 54%；假设农夫山

泉可以占到其中 65% 的份额，则农夫山泉的市占率有望达到  **$35%=54%*65%$** 。

- 此外假设 30% 的中包装水+3 元以上瓶水市场中，有三分之一为中包装水，其中农夫山泉有望占到 50% 的份额，则中包装市场带来的市占率为  **$5%=30%*1/3*50%$** 。

**农夫山泉瓶水+中包装水的远期市占率有望达到  $35%+5%=40%$ ，市占率较当前（2019 年市占率为 20.93%）有近一倍提升空间。**

饮料赛道，农夫山泉提前布局了一系列“健康化”趋势性产品：如东方树叶无糖茶、高浓度 NFC/17.5° 果汁、苏打水等。便利店这一新兴渠道的崛起有望加速健康化饮料产品的成长，我们认为农夫山泉有脱颖而出、扶植大单品的能力，源于农夫山泉强大的品牌力、渠道力和营销推广能力：

- 品牌力：长期以来公司“健康化”的品牌形象提供了良好的品牌背书，更容易获得消费者认可；
- 渠道力：饮料可以共享包装水打下的良好渠道基础；
- 营销推广能力：[茶π]成功的营销推广案例证明了农夫山泉在饮料领域同样具有培育爆品的能力。

在饮料领域，公司当前的大单品如[茶π]、[农夫果园]、[尖叫]可以随着农夫山泉包装水向低线级市场下沉、持续提升覆盖范围，保证了饮料“基本盘”的稳定。另一方面，公司已培育的健康化饮料产品，随着行业“风口”来临，公司当前已储备的产品也有机会实现跨越式增长

### 股价上涨的催化因素

我们认为拉长时间看，农夫山泉超预期的部分可能来自于：1) 切入桶水市场，包装水业务获得额外增量；2) 提前布局的健康向饮料品类中，伴随着便利店渠道的繁荣，“大单品”有望实现跨越式增长。

### 估值与目标价

我们预测农夫山泉 2020-2022 年的归母净利分别为 51.1/62.6/73.2 亿元，EPS 分别为 0.47/0.57/0.67 元。2020-2022 年归母净利润 CAGR 为 19.7%。对应 2020-2022 年 PE 分别为 66x/54x/46x。包装水是食品饮料赛道中的优质赛道，农夫作为行业龙头，具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 目 录

1、 始终秉持健康化企业形象的农夫山泉 .....	9
2、 包装饮用水市场：体量巨大，且市场空间有望持续被打开 .....	11
2.1、 全球包装饮用水市场：发达市场健康化需求 v.s. 发展中国家消费升级趋势 .....	11
2.2、 我国包装水市场：市场容量持续被打开，消费升级风口已来临 .....	13
2.3、 竞争格局：行业集中度将进一步提升，农夫山泉优势有望持续扩大 .....	21
2.4、 农夫山泉：抓住行业升级趋势+打通利益链条，强者愈强 .....	27
3、 桶装水市场：消费升级提供新机遇 .....	31
3.1、 竞争格局：由区域品牌主导的桶装水市场 .....	31
3.2、 行业消费升级趋势：一次性中/大包装水的出现&全国性品牌在桶水市场渗透提升 .....	33
4、 饮料市场：提前布局“健康化”方向等风来 .....	37
4.1、 饮料行业特点：细分赛道众多、产品迭代快速的饮料行业 .....	38
4.2、 行业消费升级趋势一：饮品健康化风向 .....	43
4.3、 行业趋势二：新兴便利店渠道的崛起有望加速健康化饮料的成长 .....	50
4.4、 等风来：农夫山泉有能力抓住饮料健康化的机遇 .....	53
5、 公司情况 .....	55
5.1、 股权结构 .....	55
5.2、 销售渠道：全面布局、深度下沉 .....	56
6、 盈利预测 .....	59
6.1、 包装水业务 .....	59
6.2、 饮料业务 .....	62
7、 估值水平与投资评级 .....	66
7.1、 相对估值——PE 法 .....	66
7.2、 相对估值——PB 法 .....	67
7.3、 估值结论与投资评级 .....	67
8、 风险提示 .....	68
9、 附录：包装水市场的主要参与者 .....	69
9.1、 站稳 2 元水市场的农夫山泉/怡宝 .....	69
9.2、 打开 3 元水价格带的百岁山 .....	71
9.3、 折戟瓶装水赛道康师傅/娃哈哈 .....	72
9.4、 淡出主流水价格带竞争的雀巢/达能 .....	75

## 图目录

图 1：农夫山泉的主要发展历程 .....	9
图 2：农夫山泉包装水品牌三个阶段的主打广告语 .....	9
图 3：农夫山泉各环节加价情况，以一瓶 2 元的情况为例（单位：元） .....	10
图 4：2019 年全球软饮料市场各品类占比（按销售额） .....	11
图 5：2014-2019 年全球软饮料市场各品类复合增速 .....	11
图 6：2019 年全球各地区包装水的零售额占软饮料市场比例及 2014-2019 年均复合增速 .....	11
图 7：2010-2019 年美国瓶装水销量占比提升 .....	12
图 8：2010-2019 年中国瓶装水销量占比提升 .....	12
图 9：2019 年中国软饮料市场各品类占比 .....	13
图 10：2014-2019 年中国软饮料市场各品类销售额复合增速 .....	13
图 11：2019 年各国包装水人均消耗量（升） .....	13
图 12：2014-2019 年中国包装水人均消耗量变化（升） .....	13
图 13：中国包装水市场消费升级历程 .....	14
图 14：中国包装饮用水行业主要品牌及定位 .....	15
图 15：2004-2023 中国软饮料（含水）价格变化（单位：元/L） .....	16
图 16：2004-2023 中国啤酒价格变化（元/L） .....	16
图 17：欧睿关于瓶装水的分类 .....	17
图 18：2019 年各国包装水市场矿泉水/泉水/纯净水的销量占比（%） .....	17
图 19：2019 年各国天然矿泉水/天然水/纯净水的销量同比增速 .....	17
图 20：高端水品牌对水源地的宣传 .....	18
图 21：农夫山泉品牌发展 .....	19
图 22：农夫山泉提前布局了十大优质水源地（2019） .....	19
图 23：2019 年农夫山泉各生产基地获批最大允许提取量及产量占比 .....	20
图 24：尼尔森口径下各个公司包装水市占率变化（销量口径） .....	21
图 25：Euromonitor 口径下巨头各个公司包装水市占率变化（%，销量口径） .....	21
图 26：农夫山泉+怡宝 v.s. 康师傅+娃哈哈销量市占率变化（%） .....	22
图 27：康师傅、统一、娃哈哈和可口可乐的各业务营收占比（2019） .....	23
图 28：怡宝 v.s. 农夫山泉的市占率变化情况（销量口径） .....	24
图 29：怡宝的工厂布局情况（截止 2019 年） .....	25
图 31：农夫山泉各环节加价情况，以一瓶 2 元的情况为例（单位：元） .....	26
图 30：农夫山泉针对不同场景、消费群体研发了不同的包装水 .....	26
图 32：桶装水的价格对比 .....	31
图 33：2018 年中国桶装水家用和商用规模 .....	32
图 34：主要品牌推出一次性中/大包装水的情况 .....	33
图 35：农夫山泉芝麻店 .....	34
图 36：2020H1 达能旗下家庭用中包装水增长明显 .....	34

图 37 : 2018-2019 农夫天猫旗舰店 4L+5L 水销售额 (万元) .....	34
图 38 : 带板运输在装卸过程中的使用 .....	36
图 39 : 2005-2024E 中国软饮料 (不含包装水) 销量 .....	37
图 40 : 2005-2024E 中国软饮料 (不含包装水) 销售额 .....	37
图 41 : 2019 年中国/韩国/日本/美国饮料人均消费量 (升) .....	37
图 42 : 2019 年中国/韩国/日本/美国饮料人均消费额 (元) .....	37
图 43 : 中国饮料市场曾经的爆品 .....	41
图 44 : 农夫山泉产品推出时间 .....	42
图 45 : 2014 与 2019 年中国茶饮料市场规模及增速 (单位:亿元) .....	43
图 46 : 2019 年中国茶饮料中有糖茶和无糖茶占比 .....	43
图 47 : 2014-2019 年日本各品类茶饮料比例及变化 (单位:%) .....	44
图 48 : 2014-2019 年日本无糖和含糖茶饮料比例及变化 (单位:%) .....	44
图 49 : 2005-2019 美国茶饮料总市场规模及占比 (单位:百万升) .....	45
图 50 : 美国茶饮料市场 TOP5 近十年的市占变化 (%) .....	45
图 51 : 各公司在中国上市的无糖茶产品 .....	45
图 52 : 中国果汁市场各品类份额 (2019) .....	46
图 53 : 中国果汁市场各品类增长情况 .....	46
图 54 : 2019 美国果汁市场各品类份额 (按销量) .....	46
图 55 : 2019 日本果汁市场各品类份额 (按销量) .....	46
图 56 : 国内主要苏打水/气泡水情况 .....	48
图 57 : 国内主要功能饮料情况 .....	49
图 58 : 2019 年中国不同类型软饮在便利店渠道销售的占比 (%) .....	50
图 59 : 某全家便利店软饮料陈列 .....	51
图 60 : 2018 年全家便利店会员年龄层分布 .....	51
图 61 : 2018 全家便利店客群性别占比 .....	51
图 62 : 中国软饮料市场中消费者的主要购买渠道 (%) .....	52
图 63 : 2019 年日本软饮料市场中消费者购买渠道 (%) .....	52
图 64 : 2019 年韩国软饮料市场中消费者购买渠道 (%) .....	52
图 65 : 2015-2019 年中国便利店行业销售额及门店数量 .....	53
图 66 : 不同国家便利店的渗透率 (人/家) .....	53
图 67 : 2020 年 4 月权志龙回归成为[茶π]代言人 .....	54
图 68 : 250ml 小包装饮料/杯装[茶π]产品图 .....	54
图 69 : 农夫山泉完成发售后股权结构 .....	55
图 70 : 2014/2019 中国软饮料市场各销售渠道销售额占比 .....	56
图 71 : 2017-2019 年农夫山泉主要渠道收益占比 .....	56
图 72 : 2017-2019 年年末经销商数量 .....	57
图 73 : 2017-2019 前五大客户销售额占比 .....	57
图 74 : 公司销售渠道结构 .....	58

图 75 : 2017-2019 公司直营客户收入及增速.....	58
图 76 : 2017-2019 公司直营客户收入占比.....	58
图 77 : 主要饮料/乳业品牌渗透率, 触及消费者情况.....	59
图 78 : 中国包装饮用水规模和复合年增长率 (单位: 十亿元).....	60
图 79 : 2009 年以来石油 PPI 当月同比 (单位: %).....	70
图 80 : 2008 年以来余姚塑料城 PET 市场价格 (元/吨).....	70
图 81 : 2005-2012 农夫山泉和怡宝的销售量占比.....	71
图 82 : 2012-2018 年每年 Q4 农夫山泉和怡宝的销售量占比.....	71
图 83 : 百岁山的生产基地.....	71
图 84 : 百岁山主打贵族概念的广告.....	72
图 85 : 百岁山赞助体育赛事.....	72
图 86 : 康师傅瓶装水 2012-2019 年销售额及 yoy.....	73
图 87 : 康师傅包装水市场占有率变化.....	74
图 88 : 娃哈哈 2010-2019 年瓶装水市场份额 (%).....	75
图 89 : 农夫山泉、怡宝、康师傅饮用水涨价情况.....	75
图 90 : 达能和雀巢在中国地区饮用水业务的收购情况.....	76
图 91 : 2019 年雀巢中国区营收和中国区水业务营收.....	76
图 92 : 2019 年达能中国区营收和中国区水业务营收.....	76
图 93 : 2019 年中国瓶装水零售渠道分布 (按销量).....	77
图 94 : 雀巢和达能在中国高端水的布局产品.....	77
表 1 : 农夫山泉 v.s.可比公司毛利率情况.....	10
表 2 : 农夫山泉 v.s.可比公司净利率情况.....	10
表 3 : 2019 各国包装水人均消耗量 (公升) &果汁/包装水单价比 (元/L).....	12
表 4 : 1 元水 v.s. 2 元水经销商/终端利润情况 (单位: 元).....	15
表 5 : 农夫山泉旗下饮料价格.....	16
表 6 : 中国包装水市场各品类 2019 年占比及增速.....	17
表 7 : 主流包装水的分类.....	18
表 8 : 不同统计口径下中国包装水市场集中度情况.....	21
表 9 : 电视广告投放频次.....	23
表 10 : 终端实际售价情况.....	25
表 11 : 国内主要包装水公司情况.....	27
表 12 : 进入国内市场的其他主要外资包装水公司.....	29
表 13 : 区域型桶装水品牌.....	31
表 14 : 农夫山泉芝麻店概况 (截至 2019 年底).....	34
表 15 : 三种饮水方式的成本对比.....	35
表 16 : 适中饮水量下不同桶装水年均成本占家庭可支配收入比例.....	35
表 17 : 雀巢惠氏中国托盘化带来效率提高.....	36
表 18 : 农夫山泉标准水站“申请条件”及展示图.....	36

表 19：中国软饮料市场赛道细分（2019 年） .....	38
表 20：各品牌饮料细分的市场占有率排名（2019） .....	39
表 21：主要软饮料品牌 .....	40
表 22：农夫山泉的饮料布局情况 .....	40
表 23：各公司推出的新品（部分），以及推出后情况 .....	42
表 24：美国、日本和中国无/有糖茶和中高/低浓度果汁份额情况 .....	43
表 25：各国茶饮料情况（2019） .....	44
表 26：各国纯果汁和低浓度果汁价格比较 .....	46
表 27：主流果汁品牌和农夫山泉果汁产品情况 .....	47
表 28：苏打水分类 .....	48
表 29：2014-2024 中国功能饮料市场规模及复合增长率 .....	49
表 30：软饮料各渠道特点 .....	50
表 31：IPO 募集资金用途 .....	55
表 32：2017-2019 公司经销商总数及其变动 .....	57
表 33：包装水板块盈利预测 .....	61
表 34：2014-2024 年中国茶饮料市场规模明细（单位：亿元） .....	62
表 35：茶饮料产品 .....	62
表 36：2014-2024 年中国果汁市场规模明细（单位：亿元） .....	63
表 37：果汁饮料产品 .....	63
表 38：功能饮料产品 .....	64
表 39：饮料板块主要盈利预测情况 .....	65
表 40：农夫山泉核心盈利数据 .....	65
表 41：可比公司 PE 估值 .....	66
表 42：可比公司 PB 估值 .....	67
表 43：华润怡宝旗下产品 .....	69
表 44：目前 3 元包装水价格带的主流品牌 .....	72
表 45：康师傅产品结构 .....	74



## 1、始终秉持健康化企业形象的农夫山泉

农夫山泉是中国包装饮用水及饮料的龙头企业，也是目前中国包装饮用水市占率第一的品牌。从1996年至今，在包装水领域，农夫山泉专注于天然水/天然矿泉水；在饮料领域，农夫山泉致力于健康化饮料品类的打造。**始终如一的理念成功塑造出农夫山泉有品质、健康化的企业形象。**

包装水领域，农夫山泉在不同阶段推出过三款深入人心的广告语，分别从感性、品牌和人文价值观三个层面表达了包装水“天然”的属性，强化了在消费者心中“农夫山泉=优质水源地=良好品质保证”的品牌力。

图 1：农夫山泉的主要发展历程



资料来源：公司官网

图 2：农夫山泉包装水品牌三个阶段的主打广告语



第一阶段（1998）：从感性层面表达“天然”  
“农夫山泉有点甜！”



第二阶段（2008）：从品牌理念表达“天然”  
“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”



第三阶段（2017）：从人文价值观层面表达“天然”  
“什么样的水源，孕育什么样的生命”

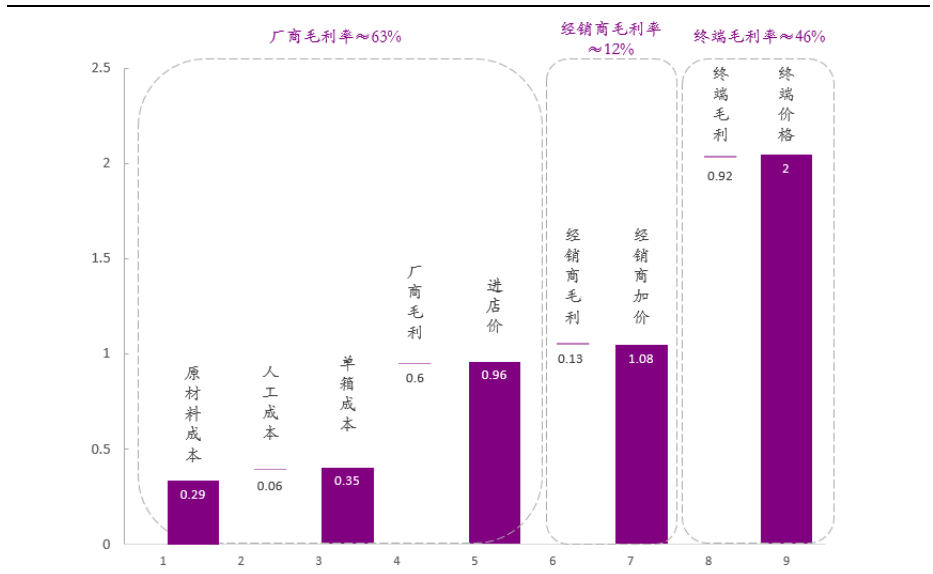
资料来源：公司官网

包装水赛道是软饮里的“黄金赛道”，不断扩容的市场空间为农夫山泉提供了稳定增长的“基本盘”。另一方面，饮料加持下饮料+包装水业务的协同效应显著：

- 对经销商而言，农夫山泉的水+饮料可以同时铺货，包装水走量动销快+饮料毛利高，这样的组合可以给经销商带来更好的回报，有助于产品的销售；

➤ 饮料可以共享包装水打下的良好渠道基础。随着农夫山泉包装水向低线城市市场下沉，饮料亦有望进一步提升覆盖范围。

图 3：农夫山泉各环节加价情况，以一瓶 2 元的情况为例（单位：元）



资料来源：草根调研，光大证券研究所整理

好生意带来好回报。横向对比看，在食品饮料行业中，农夫山泉的毛利率/净利率水平均处于领先水平。

表 1：农夫山泉 v.s. 可比公司毛利率情况

销售毛利率	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
伊利	35.89%	37.94%	37.28%	37.82%	37.35%	38.17%
蒙牛	31.36%	32.79%	35.21%	37.38%	37.55%	39.04%
康师傅	31.86%	31.30%	29.41%	30.86%	31.88%	33.43%
统一	36.83%	34.44%	33.11%	33.48%	35.96%	35.76%
华润啤酒	31.07%	33.71%	33.73%	35.14%	36.84%	40.38%
达利食品	34.49%	38.34%	37.67%	38.59%	39.73%	40.04%
双汇	20.77%	18.11%	18.91%	21.42%	18.79%	16.96%
海天味业	41.94%	43.95%	45.69%	46.47%	45.44%	42.94%
中炬高新	35.07%	36.69%	39.27%	39.11%	39.55%	42.55%
农夫山泉			<b>56.08%</b>	<b>53.34%</b>	<b>55.41%</b>	

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

表 2：农夫山泉 v.s. 可比公司净利率情况

净利率	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
伊利	7.71%	9.35%	8.82%	8.11%	7.70%	7.90%
蒙牛	5.13%	-1.50%	3.37%	4.63%	5.43%	3.00%
康师傅	3.07%	2.52%	3.80%	4.47%	5.97%	7.90%
统一	3.73%	2.86%	4.07%	4.68%	6.14%	8.77%
华润啤酒	-10.87%	4.86%	3.92%	3.04%	3.88%	11.63%
达利食品	17.22%	17.54%	17.30%	17.76%	17.91%	18.43%
双汇	9.88%	8.80%	8.92%	10.37%	9.39%	8.55%
海天味业	22.22%	22.82%	24.21%	25.63%	27.06%	28.08%
中炬高新	9.93%	12.99%	14.17%	16.35%	16.93%	19.45%
农夫山泉			<b>19.31%</b>	<b>17.59%</b>	<b>20.55%</b>	

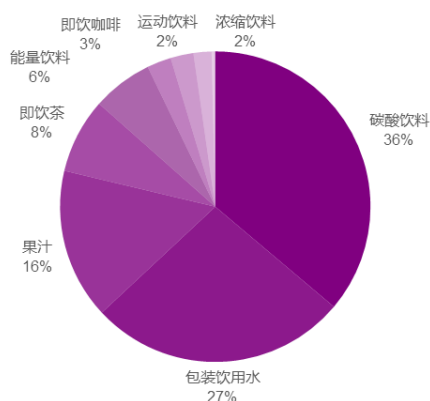
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 2、包装饮用水市场：体量巨大，且市场空间有望持续被打开

### 2.1、全球包装饮用水市场：发达市场健康化需求 v.s. 发展中市场消费升级趋势

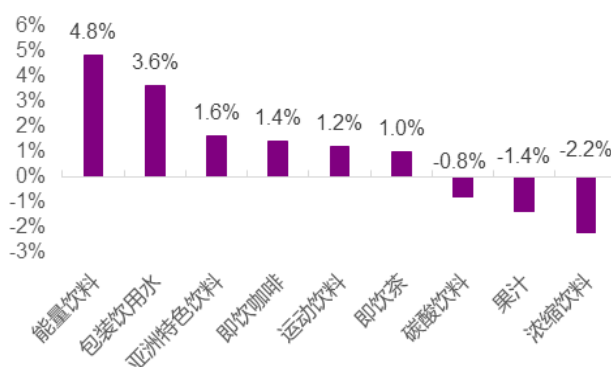
从全球角度看，包装水是软饮料里面的重要细分赛道，按零售额计，2019年包装水在全球软饮料中的占比为 26.89%，2014-2019 年全球包装水零售额的复合增速为 3.6%，高于整体软饮料行业的 0.7% 的增速水平。

图 4：2019 年全球软饮料市场各品类占比（按销售额）



资料来源：Euromonitor

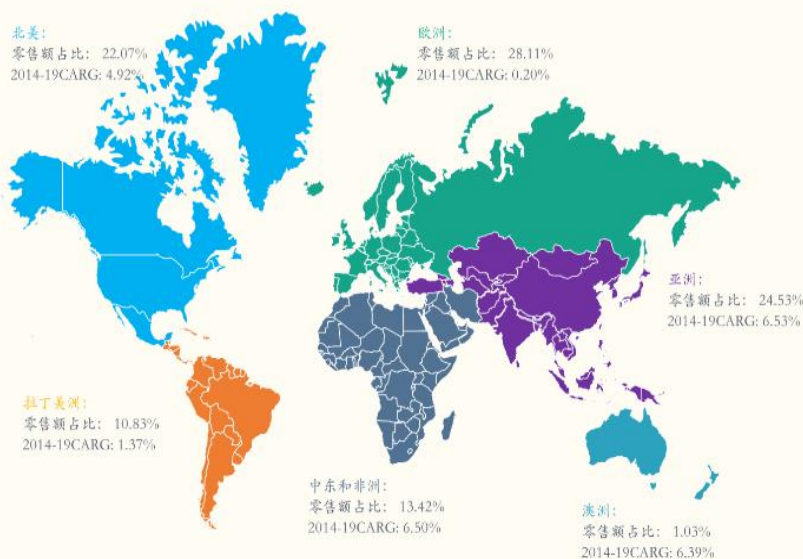
图 5：2014-2019 年全球软饮料市场各品类复合增速



资料来源：Euromonitor

无论是发达国家市场还是发展中国家市场，瓶装水都呈现出持续增长的趋势：在发达国家市场，瓶装水是相对饮料更加健康的替代选择；而在发展中国家市场对于瓶装水的需求源自于对健康饮水（替代龙头水）的需求。

图 6：2019 年全球各地区包装水的零售额占软饮料市场比例及 2014-2019 年均复合增速

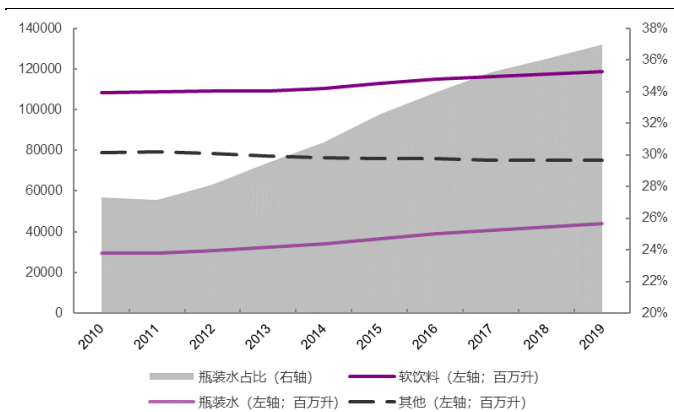


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

**发达市场：包装水替代饮料成为更健康的选择**

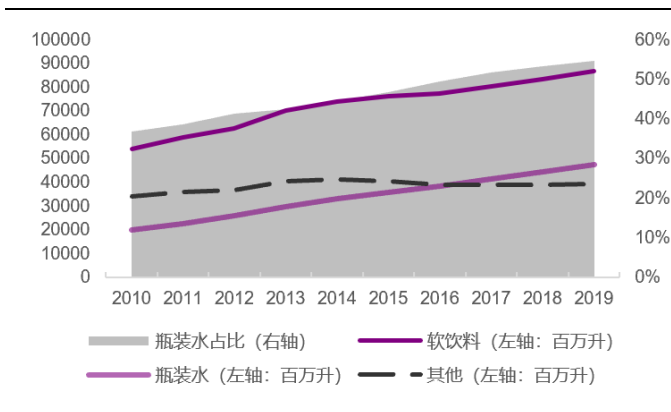
- 对较为发达的国家而言，消费者的健康意识日益增强，瓶装水是相对饮料更加健康的替代选择。例如在美国，包装水销量的占比由 2010 年的 27% 增至 2019 年的 37%，碳酸饮料和果汁饮料缩水的市场份额大部分都由包装水抢占。

图 7：2010-2019 年美国瓶装水销量占比提升



资料来源：Euromonitor

图 8：2010-2019 年中国瓶装水销量占比提升



资料来源：Euromonitor

**发展中国家：人均消耗量偏低，单价偏低受制于饮料（非水）价格**

- 发展中国家市场对于瓶装水的需求源自于对健康饮水（替代龙头水）的需求：目前发展中国家的人均消耗包装水量远低于发达国家，随着制水工艺的发展和人们健康饮水意识的提高，我们认为发展中国家的包装水市场仍能保持一个较高的增速。
- 发展中国家的包装水单价较低，但与发达国家相比，包装水价格与饮料（以果汁为例）之间的价格倍数较小。未来随着饮料价格的提升，包装水的价格天花板有望被打开。

表 3：2019 各国包装水人均消耗量（公升）& 果汁/包装水单价比（元/L）

	人均消耗水量	包装水单价	果汁单价	果汁/水
印度	12.83	1.44	8.03	1.38
中国	33.84	4.22	9.01	1.08
日本	37.44	11.95	26.46	1.03
韩国	65.74	2.49	15.07	1.55
美国	134.52	7.76	18.38	1.63
德国	152.45	8.42	16.38	1.28

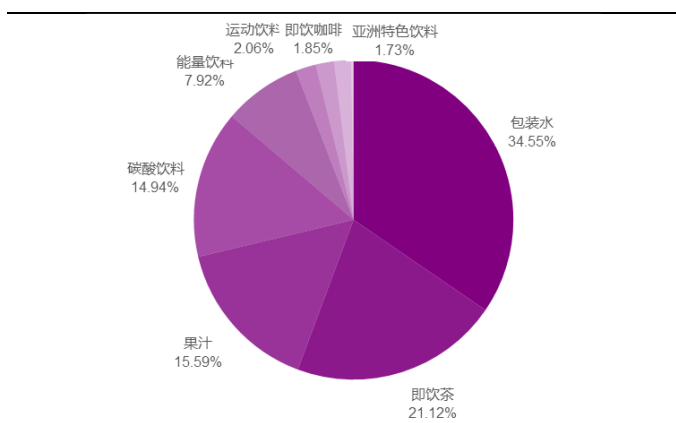
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理，注：1 人民币=170.88 韩元=15.34 日元=0.144 美元=0.12 欧元

## 2.2、我国包装水市场：市场容量持续被打开，消费升级风口已来临

根据 Euromonitor 的数据，2019 年我国包装水市场规模达到 1999 亿元人民币，占整体软饮料市场的 34.55%。我国包装水行业持续保持着较高增速：2014-2019 年 CAGR 为 10.1%，高于行业平均水平。

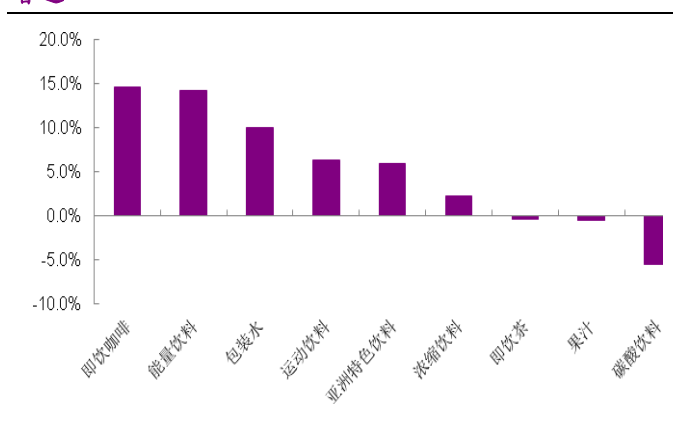
与发达国家相比，我国包装水的人均消耗量较低，2019 年仅为 34 公升/人，随着人们健康饮水意识的提升和渠道的进一步下沉，包装水市场仍有较大的增长空间。

图 9：2019 年中国软饮料市场各品类占比



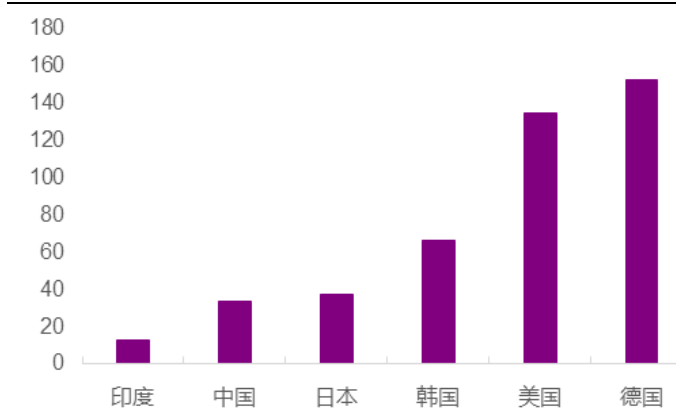
资料来源：Euromonitor

图 10：2014-2019 年中国软饮料市场各品类销售额复合增速



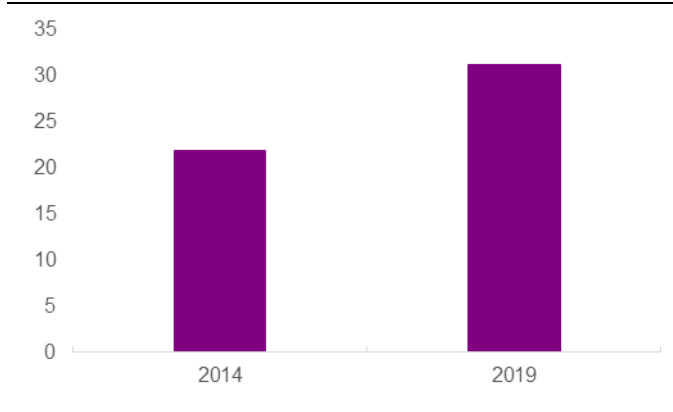
资料来源：Euromonitor

图 11：2019 年各国包装水人均消耗量（升）



资料来源：Euromonitor, Wind, 光大证券研究所整理

图 12：2014-2019 年中国包装水人均消耗量变化（升）



资料来源：Euromonitor, Wind, 光大证券研究所整理

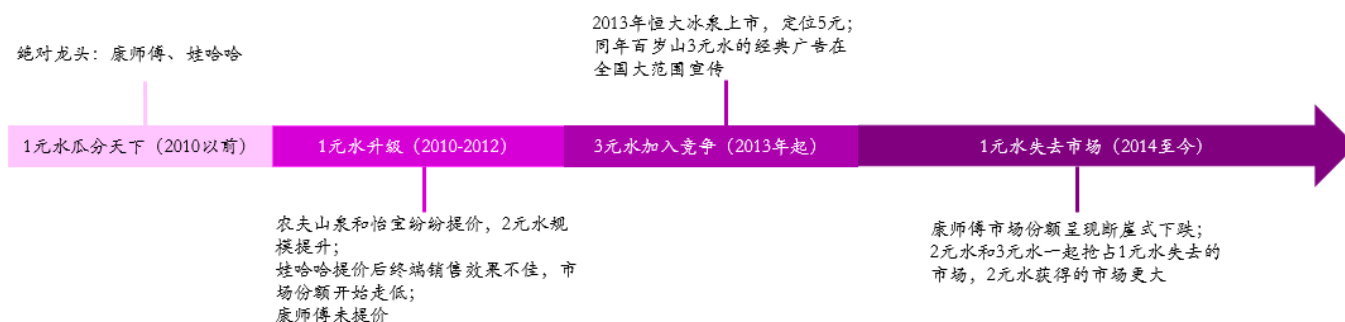
### 行业消费升级趋势之一：2元水替代1元水成为主流

过去的十年时间里，我国的包装水市场正经历着持续的消费升级过程，1元水的市场份额不断被2元水抢占，这背后的原因有：1) 消费者购买力提升；2) 整体饮品类价格带上移，以及贵价水（3元及以上）被接受打开了2元水的市场空间；3) 对经销商/终端而言，2元水较1元水毛利更厚，经销商/终端更有动力售卖1元水。

在这一过程中，农夫山泉把握住了1元向2元升级的关键机遇，自2014年起持续为行业市占率第一的品牌。

- 2010年之前，1元水瓜分天下：以康师傅和娃哈哈为代表的一元水是中国包装水市场的绝对龙头。
- 2011-2012年，1元水开启涨价通道：借由PET成本的上涨，农夫山泉和怡宝纷纷提价，农夫山泉的市场份额开始提升；娃哈哈提价后零售终端表现不佳，同时市场份额开始走低；康师傅未提价。
- 2013年起，3-5元水加入竞争：2013年恒大冰泉横空出世，定位于5元价格带，同年3元水百岁山开始大范围进行推广宣传。
- 2014年起，1元水阵地失守：康师傅的市场份额呈现大幅下跌，2元水开始迅速抢占1元水的市场份额，农夫山泉的市占率自2014年起一直第一。

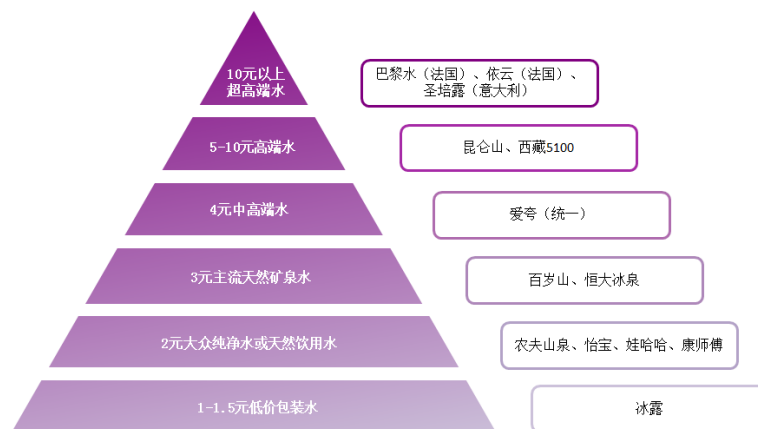
图 13：中国包装水市场消费升级历程



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

目前包装饮用水市场已经形成了泾渭分明的价格带，每个价格带中都存在多个品牌。超高端水以国外品牌为主：巴黎水、依云、圣培露，大众价格带则以国内品牌为主。

图 14：中国包装饮用水行业主要品牌及定位



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理，价格为建议零售价

未来我们认为 1 元向 2 元升级的趋势将持续，以农夫山泉为代表的 2 元水主要品牌将持续受益于这一趋势。售卖 2 元水给终端带来的利润显著高于 1 元水，终端愿意售卖 2 元水，2 元水动销良好时经销商亦有动力运作 2 元水。消费者有升级化需求+ 经销商/终端受益，供需双方相互作用下，2 元水终将取代 1 元水成为大众价格带的主流。

表 4：1 元水 v.s. 2 元水经销商/终端利润情况（单位：元）

零售指导价	品牌	出厂价/进店价	经销商加价 (利润)	经销商出货价	零售端加价 (利润)	零售价
1 元	冰露	0.57	0.13	0.7	0.3	1
2 元	农夫山泉	0.96	0.13	1.08	0.92	2

资料来源：草根调研，光大证券研究所整理

另一方面，虽然我们正在经历 2 元水替代 1 元水的升级过程，但小包装水的主流价格带仍维持在 1-3 元，短期进一步提价的空间有限。

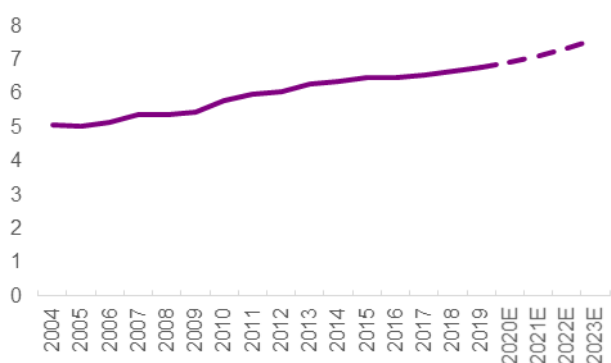
- 由于包装水具有大众消费品属性，消费者愿意为包装水支付的价格有限；
- 饮料价格限制。消费者普遍认为水的价格应该比饮料便宜，当前主要饮料价格集中在 4-5 元，康师傅冰红茶多年维持在 3 元的价格带，均限制了水的价格上涨。
- 从之前的提价历史看（康师傅、娃哈哈的提价策略并未成功，以下会进行详细分析），小包装水的提价有一定风险，需要公司对消费趋势准确判断、以及对终端强把控能力。

表 5：农夫山泉旗下饮料价格

类别	名称	规格 (ml)	售价 (元)
茶饮料	茶π	250/900	3/7
	东方树叶	335/500	4/5
功能饮料	尖叫	550	4
	力量帝维他命水	500	4
果汁饮料	农夫果园 (30%)	500	4
	水溶 C100	445	5

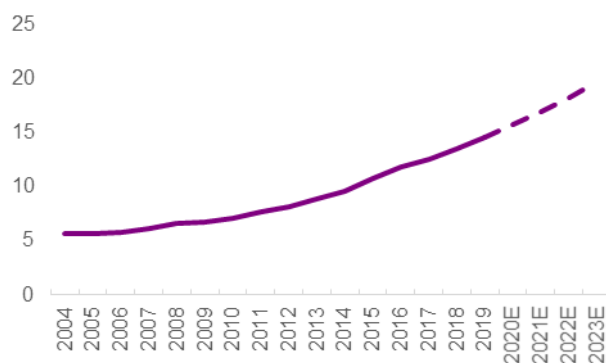
资料来源：农夫山泉招股说明书

图 15：2004-2023 中国软饮料 (含水) 价格变化 (单位：元/L)



资料来源：Euromonitor 预测

图 16：2004-2023 中国啤酒价格变化 (元/L)



资料来源：Euromonitor 预测

### 行业消费升级趋势之二：天然水/天然矿泉水占比将持续提升

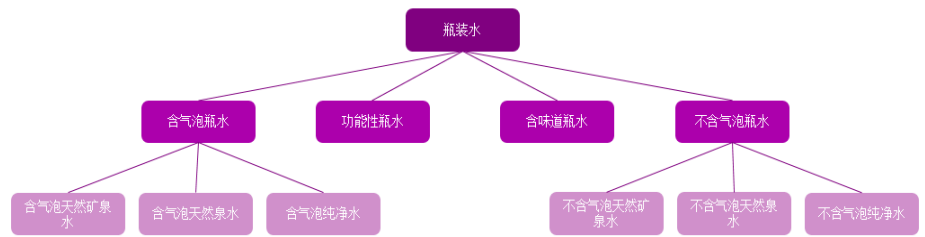
随着人们健康意识的不断加强，消费者对天然水/天然矿泉水的需求不断提升。根据弗若斯特沙利文，在我国 2014-2019 年的 5 年时间里，天然水+矿泉水在整体包装水的占比从 16% 迅速提升至 26%。

农夫山泉通过提前布局了十大水源地占据了先发优势，并且公司通过一系列深入人心的广告语，在消费者心中成功塑造出“农夫山泉=优质水源地=良好品质保证”的品牌形象。

根据 Euromonitor，发达国家的包装水多以天然矿泉水和天然水为主，美国市场天然矿泉水的占比为 45.77%，远高于中国的 14.35%。

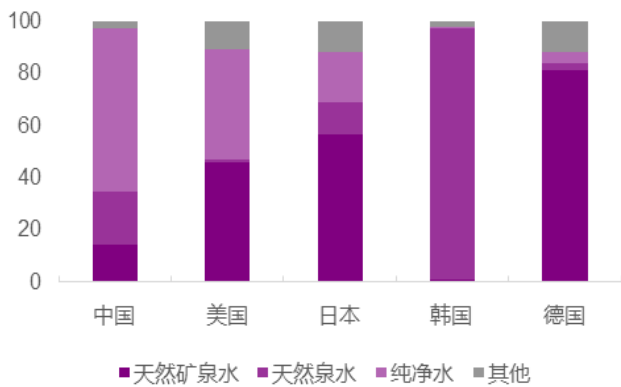


图 17：欧睿关于瓶装水的分类



资料来源：Euromonitor

图 18：2019 年各国包装水市场矿泉水/泉水/纯净水的销量占比 (%)



资料来源：Euromonitor

图 19：2019 年各国天然矿泉水/天然水/纯净水的销量同比增速



资料来源：Euromonitor

我国瓶装水市场目前仍以纯净水为主，根据 Euromonitor，2019 年纯净水占全国瓶装饮用水市场份额的 62.36%。然而随着消费升级，包装水市场的高端化趋势明显，2019 年天然矿泉水/天然水（不含气泡）的销量同比增速分别为 9.7%/9.4%，显著高于纯净水（不含气泡）5.5%的增速。

表 6：中国包装水市场各品类 2019 年占比及增速

	销量 (百万升)	占比	2019 增速 (%)	2014-2019 CAGR (%)	2019-2024 CAGR (%)
含气泡瓶水	77.9	0.18%	4	3.4	3.4
含气泡天然矿泉水	4.3	0.01%	48.3	52	28.2
含气泡天然水	-	-	-	-	-
含气泡纯净水	73.6	0.17%	2.2	2.4	0.9
含味道瓶水	-	-	-	-	-
功能性瓶水	1276	2.93%	-3	-1.6	-3.3
不含气泡瓶水	42233.2	96.89%	6.9	8.2	5.1
不含气泡天然矿泉水	6249.4	14.34%	9.7	13.6	5.5
不含气泡天然水	8875	20.36%	9.4	11.3	7.3
不含气泡纯净水	27108.8	62.19%	5.5	6.3	4.2

资料来源：Euromonitor

近年来，越来越多的高端水品牌（以天然矿泉水/天然水为主）加入到包装水市场的竞争中，并将水源与品质联系起来作为自己的优势之一进行宣传。在这一过程中，消费者被不断教育，逐渐强化出对“水源地=品质保证”的认知。

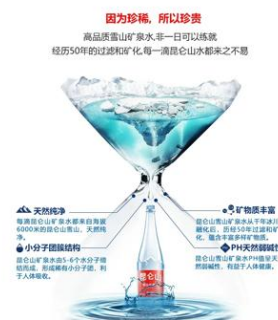
图 20：高端水品牌对水源地的宣传



品牌：依云  
水源地：法国阿尔卑斯山



品牌：恒大冰泉  
水源地：长白山深层火山岩冷泉



品牌：昆仑山  
水源地：昆仑山玉珠峰

资料来源：各公司淘宝旗舰店宣传界面，光大证券研究所整理

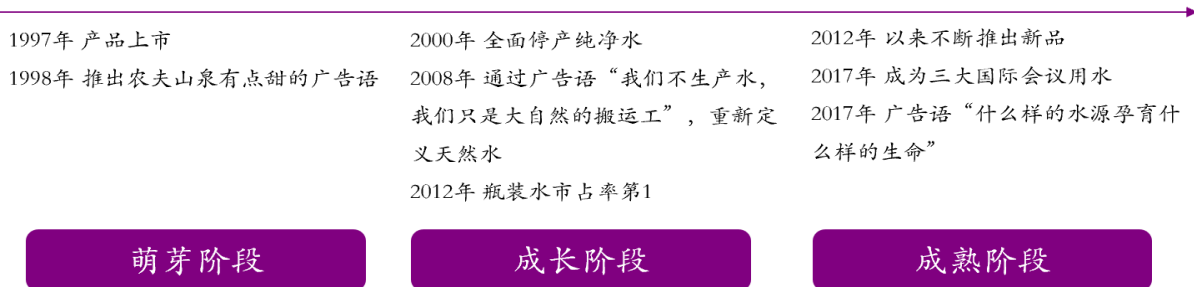
表 7：主流包装水的分类

品类	天然矿泉水	天然水	纯净水	其他饮用水
品牌	农夫山泉(运动盖、锂水)、百岁山	农夫山泉(红盖、婴儿水)	怡宝、娃哈哈、纯悦	康师傅、冰露
	含有特定含量的锂、锶、锌、偏硅酸、硒等天然矿物质或微量元素	含有天然矿物质/微量元素	不含矿物质或微量元素	人工添加矿物质
来源	天然矿泉水是指从地下深处自然涌出的或钻井采集的，含有一定量的矿物质、微量元素或其他成分、且国内和国际均对天然矿泉水中所含成分有相关的标准和要求，对水源要求高	天然饮用水通常是地下水或者淡水湖水，只需小限度的处理（例如过滤、臭氧等），既除去了少数杂质和有害物质，又保留原水中营养成分和对人体有益的矿物质和微量元素	纯净水水源多来自公共供水系统，通过电渗析器法、离子交换器法、反渗透法、蒸馏法等加工方法制成不含杂质或细菌的水	除天然水、天然矿泉水、饮用纯净水之外，可以人工添加一定含量的矿物质的饮用水。

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

在大众价格带的 2 元水市场，和定位纯净水的怡宝、娃哈哈、纯悦（可口可乐）不同，农夫山泉以同样的价格提供了差异化的天然水产品，并通过一系列深入人心的广告宣传，不断在消费者心中树立起了“农夫山泉=优质水源地=良好品质保证”的形象。

图 21：农夫山泉品牌发展



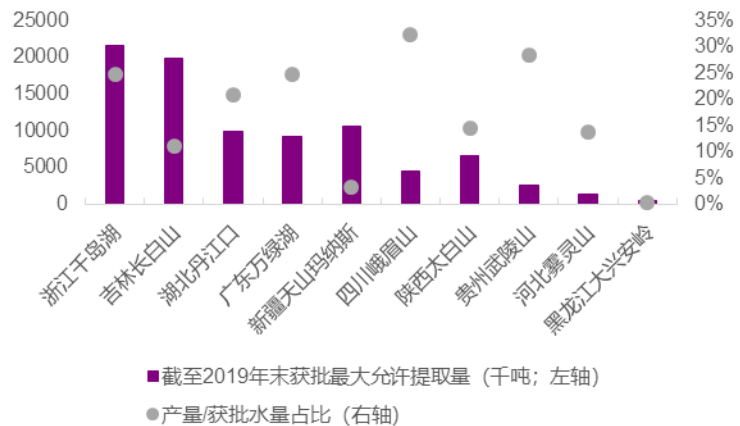
资料来源：农夫山泉官网，光大证券研究所整理

农夫山泉差异化产品的背后是公司前瞻性地对水源地进行了提前布局，**天然水源地是稀缺资源，也是农夫山泉区别于其他公司的强壁垒**。农夫山泉提前布局的十大优质水源地分散在中国不同区域，不仅可以覆盖全球市场，同时也可以有效地缩短运输半径，控制物流送达时间以及运输成本，2017、2018、2019年农夫山泉物流及仓储费用占比分别为13.4%、11.0%、10.5%。

图 22：农夫山泉提前布局了十大优质水源地（2019）



资料来源：农夫山泉招股说明书

**图 23：2019 年农夫山泉各生产基地获批最大允许提取量及产量占比**


资料来源：农夫山泉招股说明书

根据我国天然水取水相关管理规定，取用水资源应当申请《取水许可证》，并按照审批的年度取水计划取水，超定额取水的将对超额部分收取水资源费。水资源费缴纳数额根据取水口所在地征收标准和实际取水量确定。

根据我国矿泉水采矿管理相关规定，矿泉水具有矿产资源和水资源的双重属性，企业开采天然矿泉水需申请《采矿许可证》并缴纳矿产资源税。采矿许可证限制特定地域范围及时间，可于到期时申请续期。

- 在办理流程上，矿泉水生厂商须先通过招标、拍卖、挂牌获得矿泉水探矿权，历经 3 个水文年（注：按总体蓄量变化最小的原则所选的连续十二个月）的动态观测、水质分析、专家评审、储量评估、开发利用方案、地质环评及恢复治理、建厂环评、水资源认证、取水许可等，还要经国土、水务、环保等多部门多项审核、审批，整个流程通常历经 4-5 年，耗资千万元以上。

除了资质上的要求，目前单家天然饮用水工厂的投资额通常为数亿元，具有一定资金壁垒。2018 年伊利股份公告于吉林省长白山新建天然矿泉水饮品项目，投资金额为 7.4 亿元；景田百岁山蒲江工厂总投资额为 6.5 亿元。

### 2.3、竞争格局：行业集中度将进一步提升，农夫山泉优势有望持续扩大

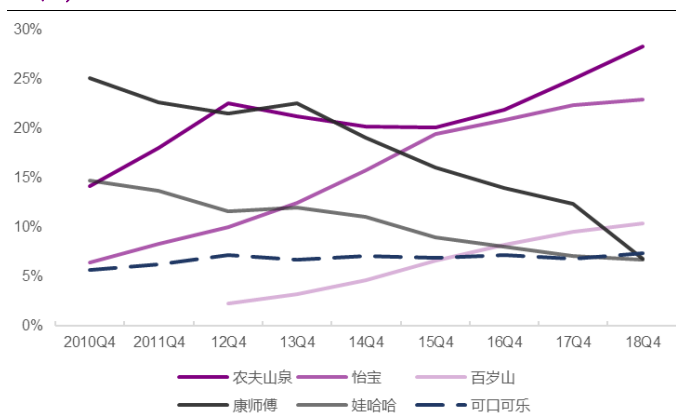
在计算中国市场集中度时，不同统计口径下的数据有一定差异。Euromonitor 的统计中将含味道瓶水/功能性瓶水（脉动）亦纳入统计，导致这一口径下 CR5 的市占率偏低。

表 8：不同统计口径下中国包装水市场集中度情况

	Euromonitor (2019)	市占率 (销量)	Nielsen (2018)	市占率 (按销量)	Frost & Sullivan	市占率 (按零售额)
农夫山泉	农夫山泉	11.2%	农夫山泉	26.5%	农夫山泉	20.93%
怡宝	怡宝	9.5%	怡宝	21.3%	A 公司	12.65%
百岁山	百岁山	5.1%	百岁山	10.1%	B 公司	7.79%
康师傅	康师傅	5.1%	康师傅	9.9%	C 公司	7.49%
娃哈哈	娃哈哈	3.2%	冰露	7.4%	D 公司	7.34%
脉动 (达能)	脉动 (达能)	2.3%	娃哈哈	5.3%		
冰露 (可口可乐)	冰露 (可口可乐)	2.3%				
<b>CR5</b>		<b>34.1%</b>		<b>75.2%</b>		<b>56.2%</b>

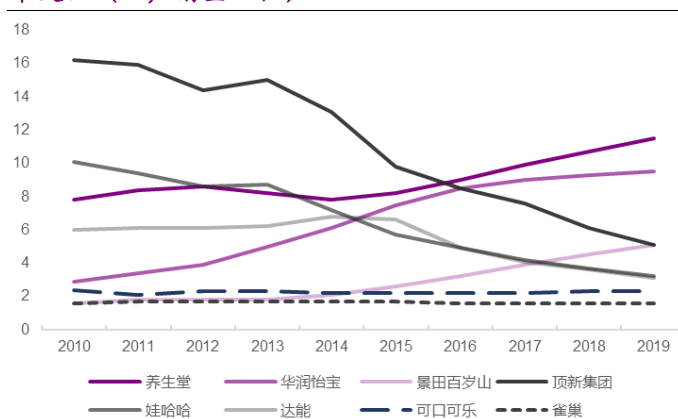
资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，农夫山泉招股说明书

图 24：尼尔森口径下各个公司包装水市占率变化 (销量口径)



资料来源：尼尔森

图 25：Euromonitor 口径下巨头各个公司包装水市占率变化 (%，销量口径)



资料来源：Euromonitor

注：农夫山泉为养生堂控股公司

虽然不同统计口径下的市占率数据有所差异，但排名居前的公司基本一致，我们将瓶装水市场的主要厂商分成几大类：

- 以包装水为主，包装水贡献整体营收规模超 50% 的品牌：农夫山泉、怡宝、百岁山；
- 以饮料为主，辅做包装水的国内品牌巨头：康师傅、娃哈哈、统一；
- 进入中国市场的海外包装水巨头：雀巢、达能、可口可乐。

通过对市场主要竞争者进行分析，我们认为包装水领域未来的市场集中度将进一步提升，其中农夫山泉有望获得更大的市场份额。

**发现 1：专注于包装水的农夫山泉、怡宝更好地把握住了 1 元水向 2 元水升级的趋势**

**结论 1：包装水行业的集中度有望进一步提升，专注于包装水品牌的市场份额则有望进一步扩大**

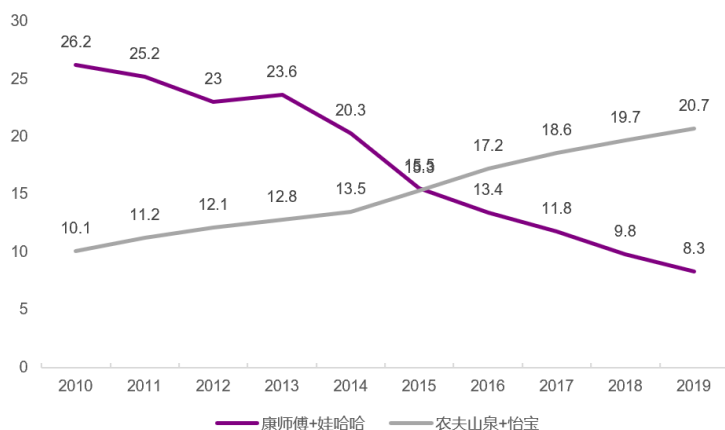
根据尼尔森，从销量上看，2010 年康师傅+娃哈哈的市占率高达 26.2%，彼时农夫山泉+怡宝的市占率仅有 10.1%。而之后由于康师傅+娃哈哈未能准确把握 1 元水向 2 元水转变的机遇，市占率不断萎缩，被农夫山泉/怡宝这样的专业包装水公司赶超。

➤ 康师傅在 2012 年前后是市占率第一的品牌，当时 1 元水是主流产品，瓶装水市场杂乱，康师傅通过降低包装成本（将瓶身做薄、整件用膜装），采用将低价做到底的策略成功在包装水市场站稳脚跟。然而当农夫山泉和怡宝等竞争对手将瓶装水价格推升至 2 元时，康师傅并没有及时进行产品的革新，依然维持 1 元的售价。

2018Q2 康师傅提价至 2 元，但已丧失先机，此外康师傅给经销商的利润空间偏低，经销商缺少动力；虽然康师傅较农夫/怡宝拥有更下沉的网络，但消费水平偏低的低线城市并不接受其突然的涨价策略。

➤ 娃哈哈于 2012 年 4 月将终端建议零售价提升到 2 元，和康师傅不同，虽然娃哈哈及时进行了产品调整，但由于产品定位模糊、家族式管理下业务分散且影响效率，以及渠道和产品升级不匹配（“乡镇之王”的高线城市渠道萎缩，产品和渠道出现错位）的多重影响，娃哈哈瓶装水的市场份额不断下滑。

图 26：农夫山泉+怡宝 v.s. 康师傅+娃哈哈销量市占率变化（%）



资料来源：尼尔森，光大证券研究所整理

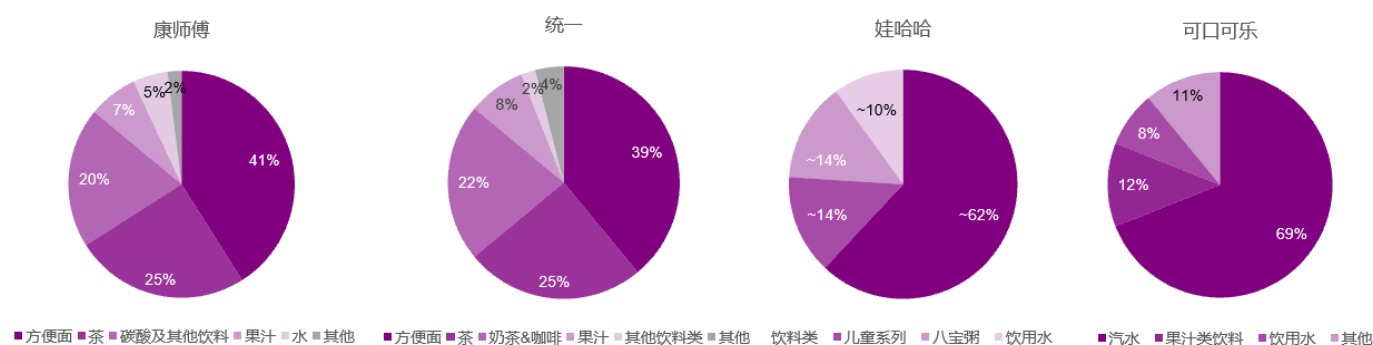
相对而言，企业会将更多资源倾斜给高投资回报的品类，对于康师傅、统一、可口可乐这样非水饮料占比更大的品牌而言，饮料大单品往往可以带给公司更高的投资回报，因而亦会获得更多的资源倾斜，而专业水企则更重视自身的包装水业务。

- 康师傅、统一的营收结构中，除了饮品外，方便面亦是重要品类，饮品中康师傅和统一均以茶为主，2019年茶饮料收益均占饮品类总收益的44%；而娃哈哈大单品营养快线在表现最好的时候有超过200亿的年销售额；

康师傅2019年包装水收入仅占饮品类总体收入的9%；统一将包装水业务划在了其他这一类中，收入占比不超过饮品类的3.3%，娃哈哈的包装水业务收入约占整个饮品类收入的13.9%；

- 可口可乐的饮品业务中汽水类产品对整体营业收入的贡献近70%，其中主要由大单品可口可乐+雪碧贡献（2019年）；瓶装水仅为第三大品类，收入占比为8%。

图 27：康师傅、统一、娃哈哈和可口可乐的各业务营收占比（2019）



资料来源：康师傅、统一、可口可乐公司公告，光大证券研究所整理

另一个角度，广告投放侧面也能反映出各家对于旗下品牌的倾斜情况。一般来说，厂家会倾向性地将宣传资源投放给回报率更高的品类：广告曝光增加——品牌知名度提升——促进产品销量增加/产品动销快——商家愿意投放更多广告。

通过观察东方卫视和江苏卫视两家卫视黄金档时段（19:30-22:30）广告的投放情况，我们发现**农夫山泉和百岁山**将广告倾斜在包装水上，而**可口可乐和康师傅**的广告重心在饮料上。

表 9：电视广告投放频次

品牌	产品	产品广告在东方、江苏卫视黄金档出现次数	广告重点投放
农夫山泉	包装水	2	瓶装水
	锂水	1	
	NFC	1	
百岁山	包装水	3	瓶装水
	冰红茶	3	
康师傅	冰糖雪梨	4	茶、果汁饮料
	酸梅汤	1	
	绿茶	2	
	喝开水	1	

	蜂蜜柚子茶	1	
	雪碧	2	
可口可乐	可乐	3	碳酸饮料
	芬达	3	
	纯悦	1	

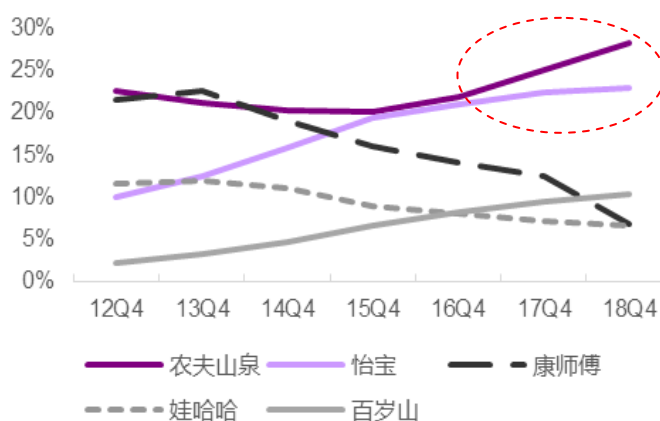
资料来源：东方卫视、江苏卫视，光大证券研究所整理

**发现 2：1 元水向 2 元水升级的过程中，农夫山泉市占率提升的速度更快**

**结论 2：农夫山泉的终端价盘更稳、经销商&终端更受益、自建工厂有利于控制成本、品宣能力更强，未来市占率的提升速度有望持续快于怡宝。**

怡宝和农夫山泉共同享受了 1 元向 2 元包装水升级带来的红利，并成功抢占了康师傅和娃哈哈的市场份额，但在这一过程中，怡宝近几年包装水的增长明显落后于农夫山泉。

**图 28：怡宝 v.s. 农夫山泉的市占率变化情况（销量口径）**



资料来源：尼尔森，光大证券研究所整理

我们认为这背后的原因是：1) 农夫山泉通过打造差异化产品，成功塑造出自身的强品牌力；2) 农夫终端价盘更稳、自建工厂模式下成本更低，厂商端毛利率更高；3) 成功打造出一个和经销商/终端共享利益的链条，使合作方可以长期获益。农夫山泉已形成了自己的强壁垒，我们相信在未来公司可以继续保持自己的优势。

➤ **强品牌力下终端价盘更稳，自建工厂模式下成本更低：**

在差异化产品（天然水 v.s. 纯净水）+ 强品牌力下，农夫山泉的包装水产品不仅周转率更高，并且终端价盘更稳。同样是卡位建议零售价为 2 元的价格带，农夫山泉的实际销售价格带在 1.6 元-2 元之间，略高于怡宝/纯悦，显著好于实际售价在 1.2-1.5 元间的娃哈哈。



表 10: 终端实际售价情况

品牌	终端建议售价	容量	单瓶价格带
农夫山泉	2 元	550ml	1.6 元-2 元
怡宝	2 元	555ml	1.5 元-2 元
百岁山矿泉水	3 元	570ml	2.5 元-3 元
康师傅矿物质水	2 元	550ml	1 元-1.5 元
娃哈哈	2 元	596ml	1.2 元-2 元
纯悦 (可口可乐)	2 元	550ml	1.5-2 元

资料来源: 各公司官网, 光大证券研究所整理

另一方面, OEM 代工下的成本显著高于自建工厂: 农夫山泉生产包装水全部使用自建工厂, 怡宝则采取自建工厂+OEM 代工并行的模式——9 家工厂+32 家 OEM 代工厂。

和怡宝相比, 我们预计农夫山泉的整体厂商端毛利率更高, 主要由于: 1) 自建工厂模式下可以有效控制成本; 2) 农夫山泉的终端价盘更稳、周转率更高, 厂家有能力给渠道较低的利润空间。

- 可口可乐旗下纯悦通过 OEM 生产, 厂商端毛利率仅为农夫山泉的约一半左右 (30%)。

图 29: 怡宝的工厂布局情况 (截止 2019 年)



资料来源: 怡宝社会责任报告 2019 年

- 加强和经销商以及终端的合作, 共享利益链条:

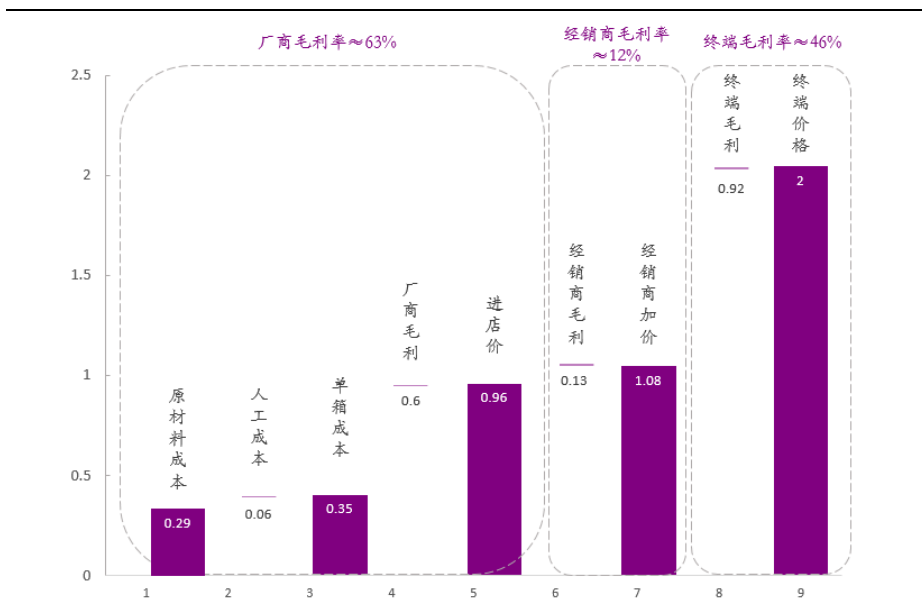
对于经销商, 一方面, 农夫山泉的水+饮料可以同时铺货, 包装水走量动销快+饮料毛利高。这样的组合可以给经销商带来更好的回报, 相较而言, 怡宝则主要靠包装水, 饮料表现较弱。另一方面, 由于农夫山泉 2 元水的周转率高于怡宝 (农夫山泉周转天数为 3 个月左右 v.s.怡宝 5-6 个月), 经销商的 ROI 更高。

此外, 农夫山泉在渠道改革后将业务员划给经销商管理 (农夫山泉提供基本底薪, 经销商提供一定补贴, 并有业绩提成)。业务员会协助经销商的日常

工作，这一措施加强了经销商和公司的联系。此前怡宝虽也有派驻业务员的措施，但业务员仅负责管理怡宝相关事务，对经销商的帮助有限。

**对于终端**，农夫山泉此前采用 24 搭 28 瓶的方式让利终端，更高的利润驱使下，终端更愿意售卖农夫山泉的产品，通过这一方式，农夫山泉成功打开了当前的局面；此外在冰柜陈列上，农夫山泉的冰柜数量远超怡宝和景田，冰柜陈列对终端而言是较好的福利，也利于品牌产品的展示（通常厂家会要求有一定比例的自有品牌陈列）。

图 30：农夫山泉各环节加价情况，以一瓶 2 元的情况为例（单位：元）

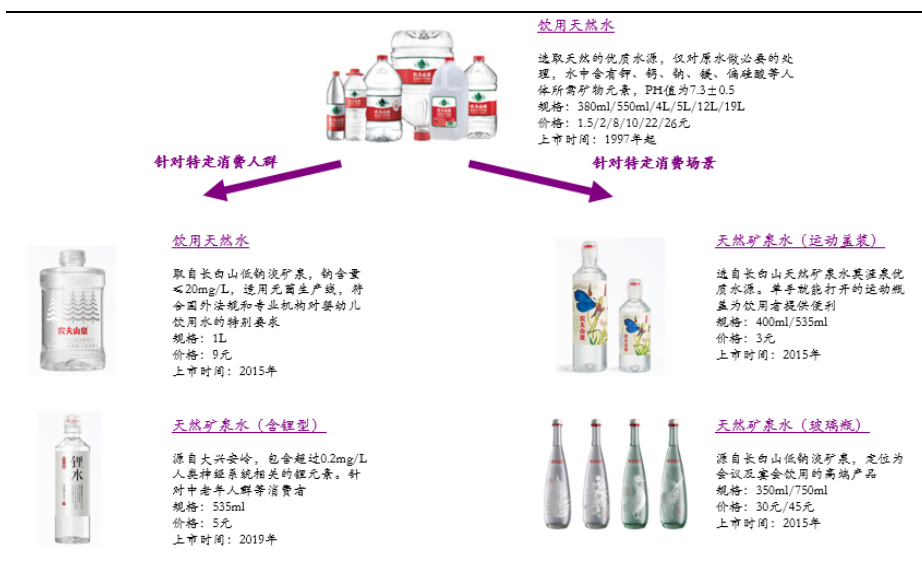


资料来源：草根调研，光大证券研究所整理

► 打造多样化产品

与怡宝相比，农夫山泉的包装水产品组合更丰富：针对运动场景农夫山泉推出了“运动盖装”，针对老年人群体农夫山泉有含锂水，针对高端场景有对应的玻璃瓶装。

图 31：农夫山泉针对不同场景、消费群体研发了不同的包装水



资料来源：农夫山泉官网，光大研究所整理

## 2.4、农夫山泉：抓住行业升级趋势+打通利益链条，强者愈强

农夫山泉和怡宝抓住了行业主流价格带从1元水向2元水升级的机遇，两家企业的加总市占率在过去十年间提升了近一倍。另一方面，和同样卡位“2元水”的怡宝不同，农夫山泉的天然水/天然矿泉水定位更符合当下消费升级的方向。此外和怡宝相比，农夫山泉自建工厂模式下更具成本优势，这也帮助其成功打造出了一个经销商/终端均受益的利益分享机制。

综上所述，在小包装水领域农夫山泉抓住了消费升级的趋势、形成了自己的水源地壁垒，并成功为合作伙伴持续提供着良好的投资回报。我们相信未来随着市场集中度的提升，农夫有望持续提升自己的市场份额。

表 11：国内主要包装水公司情况

公司	农夫山泉	华润怡宝	景田	康师傅	娃哈哈
<b>基本信息</b>					
股票代码	9633.HK	n.a.	n.a.	0322.HK	-
市值 (20年9月13日)	3916 亿港元	n.a.	n.a.	812 亿港元	-
成立时间	1996	1990	1992	1996.2	1987
主要股东结构	钟睺眙持股 87.4472%，其余 68 人共计持股 12.5528%	洪杰持股 0.03%，陈朗持股 0.02%，阎飏持股 0.02%，李家祥持股 0.01%，王彦持股 0.01%	n.a.	魏宏名持股 0.09%，魏宏丞持股 0.09%，林清棠持股 0.01%	杭州上城区投资控股集团有限公司持股 46%，宗庆后持股 29.40%，娃哈哈公司基层工会联合委员会持股 24.60%
公司总部	浙江省杭州市	广东省深圳市	广东省深圳市	天津市	浙江省杭州市
包装水市占率 (欧睿 2019)	11.2%	9.5%	5.10%	5.10%	3.2%
包装水市占率 (尼尔森 2018 年数据)	26.5%	21.30%	10.1%	9.90%	5.30%
整体营收	240.21 亿人民币	103.96 亿人民币		619.78 亿人民币	468.9 亿元(2018)
2019 年营收 (仅包含饮料类)	240.21 亿人民币	~103.96 亿人民币		356 亿人民币	~337.6 亿元 (2018)
分产品营收或营收占比	包装饮用水 143.5 亿元、茶饮料 31.4 亿元、功能饮料 37.8 亿元、果汁饮料 23.1 亿元、其他产品 4.5 亿元	新品销售额 2.7 亿人民币		茶饮料 155.79 亿元、水 31.14 亿元、果汁 46.70 亿元、碳酸饮料及其他 122.37 亿元	饮料品类~62% (营养快线、功能饮料、苏打水、格瓦斯)、八宝粥~14%、饮用水~10%、营养快线是超 100 亿的大单品
2019 年毛利率 (总)	55.41%	-		31.88%	
2019 年毛利率 (仅包含饮料类)	~55.41%	-		33.69%	
2019 年分产品毛利率	包装饮用水 60.2%、茶饮料 59.7%、功能饮料 50.9%、果汁饮料 34.7%	-		-	
2019 年销售费用率	24.21%	-		21.40%	
2019 年管理费用率	5.80%	-		3.83%	
2019 年研发费用率	0.48%	0.17%		0.05% (2018)	

2019年净利率(总)	20.60%	8.30%		5.37%	
2019年产能利用率		新增产能利用率 80%以上 饮用水生产效率 93%			
商业模式					
品牌	农夫山泉	怡宝	景田、百岁山、本来旺	康师傅、涵养泉、喝开水	娃哈哈
公司其他饮料品牌	[茶π]、[东方树叶]、[尖叫]、[力量帝 维他命水]、[农夫果园](30%果汁)、[农夫果园](50%果汁)、[水溶C100]、[农夫山泉]NFC果汁系列、[17.5]果汁系列、[炭灸]咖啡饮料、苏打水饮料、植物酸奶	午后奶茶、FIRE 咖啡、魔力、加林山、蜜水柠檬、佐味茶事、小主菌、葡萄假日	无	康师傅冰红茶、绿茶、冰糖雪梨、茉莉蜜茶、茉莉清茶、传世新饮、天然水、乌龙茗茶、优健美、铁观音茶、每日C、康师傅果汁、	PH9.0 苏打水、AD钙奶、营养快线、苏打水饮品、乳酸菌饮料、爽歪歪、格瓦斯、冰糖雪梨、锡兰奶茶、启力、卡曼橘绿茶、激活、金银花凉茶
品牌定位			中高端	低中端	乡镇之王
广告宣传	我们不生产水，我们只是大自然的搬运工	你我的怡宝	水中贵族百岁山	多一点，生活更健康!	让水回归纯粹
水类型(纯净水/矿泉水 etc)	矿泉水	纯净水	矿泉水	纯净水、矿泉水	纯净水
工厂数量	12个生产基地	31(包括OEM)		72	近80家
生产线	106包装水生产线+31饮料产品生产线		50余条	425(全部产品)	360余条(全部产品)
水源地	10大水源地(千岛湖、长白山 etc)	珠海(加林山水源地)	罗浮山	长白山	无
产品情况					
主流小瓶水价格带(550ml/555ml)	2元/550ml	2元/555ml	2元/560ml	1元/550ml	2元/596ml
其他小瓶水	3元运动盖/535ml	无	10元本来旺/348ml、3元百岁山/570ml	3元涵养泉/550ml、2元喝开水/550ml	无
大包装水布局(毫升数)	1L 婴儿水、1.5L、2L、4L、5L、12L	1.555L、4.5L、2.08L、18.9L	1.5L、4.6L、15L	1.5L、4.5L	1.5L、4.5L
渠道拆分	营收拆分,73.3%传统渠道贡献+12.2%现代渠道贡献	* 华润旗下拥有华润万家(包括华润万家、苏果、Ole等品牌),对于怡宝的进入有直接帮助		核心城市完成直营二阶覆盖,强化终端服务;低线城市吸引优质经销商;同时新成立电商、自贩机事业部	
经销商数量	4280	49家主要供应商	200余家	36186	7000余家
网点数量	237w以上,其中约187w在三线及以下城市 有36w终端配有[农夫山泉]形象冰柜 300个城市投放约60,000台自动贩卖机	华润2014年报称经营店铺超过4800间		约400w	

资料来源:各公司公告,光大证券研究所整理

注:截止到2020年8月

表 12: 进入国内市场的其他主要外资包装水公司

公司	可口可乐 (中国)	雀巢	达能
<b>基本信息</b>			
股票代码	中国食品: 0506.HK; 太古: 0019.HK	NESN.SIX	GPDFN.OO
市值 (20 年 9 月 13 日)	中国食品: 76.4 亿港元; 太古: 363 亿港元	3816 亿美元	465 亿美元
成立时间		1866.1.1	1966.1.1
主要股东结构	中国食品: [中国食品 (控股) 有限公司] 拥有 65% 股权; 太古: Elham Limited 持股 35.64%, 香港太古集团有限公司持股 4.37%, Waltham Limited 持股 3.06%		
公司总部	中国食品: 香港; 太古: 伦敦	瑞士	法国
2019 年包装水市占率 (欧睿)	2.3%	5.4% (欧睿全球); 1.7% (中国)	4.1% (欧睿全球); 3.0% (中国)
2019 年整体营收	368.9 亿元 (中国食品: 171.7 亿元; 太古: 197.2 亿元)	69.13 亿瑞士法郎, 折合人民币 520 亿元 (中国)	193 亿元 (中国)
2019 年营收 (仅包含饮料类)	368.9 亿元 (中国食品: 171.7 亿元; 太古: 197.2 亿元)	36.1 亿 (中国)	64.3 亿元 (中国)
2019 年分产品营收	中国食品: 包装饮用水 15.1 亿元, 汽水 126.2 亿元, 果汁 22.7 亿元, 其他 7.7 亿元 太古 (中国内地, 中国香港, 中国台湾, 美国): 包装饮用水 27 亿元, 汽水 252 亿元, 果汁 43 亿元, 能量饮料 27 亿元, 茶饮料 12 亿元, 其他 27 亿元	净水 568.38 亿元 饮料 1785.72 亿元 (全球)	中国区全部营收为 193 亿元, 包括饮料及包装水 64.3 亿人民币, 奶粉 128.7 亿人民币
2019 年毛利率 (总)	中国食品: 36.5% 太古 (总体市场): 37.15%	49.61% (全球)	48.8% (全球)
2019 年毛利率 (仅包含饮料类)	中国食品: 36.5%		
2019 年分产品毛利率	冰露约 25%, 纯悦约 30%	水的经营利润率 9%, 饮料经营利润率 20.2% (全球)	基础乳制品和植物基业务 10.22%; 特殊营养品 25.26%; 水 12.98%
2019 年销售费用率	中国食品: 28.85% 太古: 16.97%	9.18% (全球)	22.8% (全球)
2019 年管理费用率	中国食品: 2.71% 太古: 7.65%	21.38% (全球)	9.43% (全球)
2019 年研发费用率	-	1.81% (全球)	1.39% (全球)
2019 年净利率 (总)		12.86% (全球)	8.35% (全球)
<b>商业模式</b>			
品牌	冰露、纯悦	优活、云南山泉、圣培露、普娜	益力、依云
公司其他饮料品牌	可口可乐、健怡可口可乐、怡泉、美汁源、乔雅、爆锐、雪碧、醒目、果粒奶优、酷乐仕、淳茶舍、芬达、酷儿、水动乐、粗粮王	雀巢咖啡	脉动、波多、
广告宣传	补水追求高品质	云南山泉: 一方水土养一方人	来自阿尔卑斯山底
水类型 (纯净水/矿泉水)	纯净水	纯净水、矿泉水	矿泉水
工厂数量	39 (中国食品: 19; 太古: 20)		8 (7 个水工厂, 1 个营养品工厂)
水源地	无	云南山泉: 地下玄武岩深层、普娜: 托斯卡纳	依云: 法国阿尔卑斯山, 益力: 惠州龙门嘉泉

产品情况			
主流小瓶水价格带 (550ml/555ml)	1元/550ml (冰露) 2元纯悦/550ml	2元/550ml	3元/550ml
其他小瓶水		4.5元圣培露/500ml、6元普娜/500ml	依云 12元/500ml
大包装水布局 (毫升数)	1.5L、5L	1.5L、5L	1L、1.5L、5L
渠道拆分	现代渠道 1.7 万余家，餐饮渠道 6.3 万余家		
网点数量	1.7 万以上		

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理。注：截止到 2020 年 8 月

### 3、桶装水市场：消费升级提供新机遇








#### 3.1、竞争格局：由区域品牌主导的桶装水市场

除了全国性品牌外，一部分区域性包装水品牌在当地拥有很高的市占率，是“隐形的巨头”：如福建标致、贵州北极熊、重庆宜简等，这些区域型巨头多为桶装水起家。

对比小包装水，桶装水的 1) 终端售点多；2) 运输+人工成本较高；导致全国性品牌在桶装水市场并不具备显著优势，反而给了区域型水企机会。

- 区域型品牌的桶装水的水厂临近水源地，销售市场为地方省市，距离近、运输成本低，价格与全国性品牌相比存在优势；如福建标致、贵州北极熊等区域品牌桶水单价约为农夫山泉、怡宝等全国性品牌桶水单价一半。

图 32：桶装水的价格对比

品牌 (桶装18.9L)	品牌	价格 (元)	价格 /L (元)	桶是否可重复使用
	农夫山泉 (19L)	25	1.32	可重复
	怡宝	22	1.16	可重复
	广东鼎湖山飘雪	20	1.06	可重复
	福建标致	12	0.63	可重复
	贵州北极熊	10.7	0.57	可重复
	山东普利思 (18.5L)	16 (天然矿泉水) 12 (纯净水)	0.86 (天然矿泉水) 0.65 (纯净水)	可重复
	蓝剑桶装水	15	0.79	可重复

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

注：数据截止到 2020 年 8 月

表 13：区域型桶装水品牌

公司	福建标致矿泉水有限公司	贵州北极熊实业有限公司	江西润田	广东鼎湖山泉有限公司
成立时间	1991	1997	1994	2000
品牌	标致	贵州北极熊	润田/润田翠	鼎湖山泉/飘雪/天然大氧吧
区域/总部	福建省龙岩新罗区东肖工贸开发区	贵州省贵阳市	江西南昌	广东省肇庆市鼎湖区
强势区域	福建	贵州	江西	广东
工厂数量	1	1	矿泉水生产基地 4 个、 纯净水生产基地 5 个、 瓶装水 OEM 工厂 8 个	1
水源地	福建省龙岩市国家森林公园睡美人风景区	贵阳花溪区尖山村长寿泉	宜春明月山；江西吉安东固；神农架；井冈山麓九峰山；	鼎湖山
纯净水/矿泉水 etc	天然水	矿泉水/纯净水	矿泉水	山泉水/纯净水
广告宣传	好水自然甜	天然弱碱性水，少数民族自己的水	润田，滴滴润心田/水以砾为贵，就喝润田翠	你喝过山泉水吗？广东人冲茶，更多用鼎湖山泉水
主流小瓶水价格带	标致饮用天然水 550ml [1 元] (12 瓶 9 块)	[西派府 360ml、黔惠纯净水 360ml] 1 元	润田 550ml/520ml、[润田翠 500ml] 2.5 元	[飘雪瓶装水 550ml]、[鼎湖山泉瓶装水 600ml]、[鼎湖

其他小瓶水	[雪云山饮用天然水 365ml]2 元 (24 瓶 42 元)	[薄荷水 550ml]2 元	润田 360ml	山泉瓶装水 510ml]
大瓶包装水 (毫升数)	标致 18.9L 桶装水[12 元]	[18.9L]14 元; [7.6L]12 元;	[润田纯净水桶装 17L]、 [润田矿泉水桶装 15L]	[飘雪瓶装水 350ml]、[鼎湖山泉瓶装水 350ml]
				[飘雪 18.9L]20 元; [天然大氧吧 18.9L]18 元; [鼎湖山泉 18.9L]25 元; [鼎湖山泉小桶 4.5L、8L、11.3L]15/28/22 元

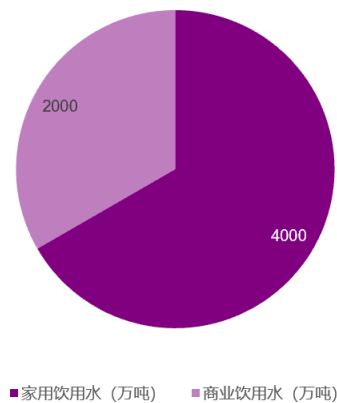
资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理。注：数据截止到 2020 年 8 月

**桶装水市场规模：**

和瓶装水外出消费的使用场景不同，桶水更符合需水量大的商用和家用饮用水市场需求：桶装水容量大（多为 18.9L）且桶可以重复使用，其每升单位水价低于瓶装水。

根据浩泽净水财报披露，2018 年中国桶装水产量达到 6000 万吨以上（空间大于小包装水市场），其中商用饮用水市场（企业、医院、学校、机场等）约占 1/3 份额，其他 2/3 为家用饮用水市场，家用饮用水规模约 4000 万吨。

**图 33：2018 年中国桶装水家用和商用规模**



资料来源：浩泽净水财报



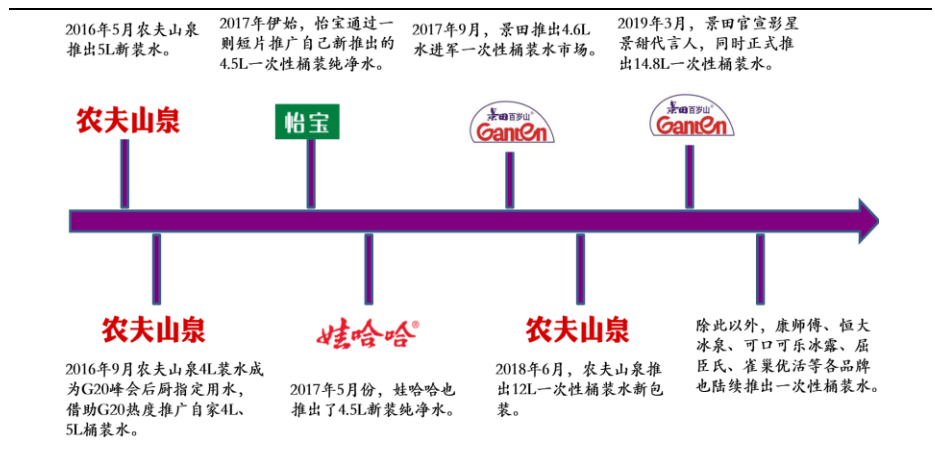
### 3.2、行业消费升级趋势：一次性中/大包装水的出现&全国性品牌在桶水市场渗透提升

桶装水由于需要反复使用，存在一定的安全隐患。当桶装水的问题不断被曝光后，一些有消费力且对安全性要求高的消费者开始放弃使用价格偏低的桶水，转而选择 1) 一次性中/大包装水以及 2) 品质更有保障的全国性品牌。

#### 行业消费升级趋势一：一次性中/大包装水的出现

一次性中/大包装水解决了桶水需要重复使用的问题，更为安全。自 2016 年农夫山泉推出 4L 装水后，包括怡宝在内的全国性品牌推出了不同规格的适合家庭的一次性包装水产品以替代传统桶装水，满足了部分有消费力家庭的用水需求。

图 34：主要品牌推出一一次性中/大包装水的情况



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

不同品牌中，农夫山泉不仅占据了产品推出的先发优势、依靠 G20 峰会打响了品牌，还通过“农夫山泉芝麻店”创造了一次性包装水的新型销售渠道，

- 2016 年农夫山泉的 4L 装水成为 G20 峰会后厨指定用水，借助 G20 峰会的宣传，农夫山泉提出了一次性包装水的家庭用水市场布局：煮饭、泡茶、煲汤、冲奶等四大场景消费；
- 农夫山泉于 2016 年 5 月上新 5L 包装，并通过 5L 新装水+高端饮水机的组合开始进入高端住宅小区；
- 2018 年 6 月，农夫山泉 12L 一次性桶装水新包装上市。这一年，农夫山泉开拓出自贩机业务，名为“便民服务点”。2019 年 1 月，便民服务点正式更名为“农夫山泉芝麻店”。

图 35：农夫山泉芝麻店



资料来源：光大证券研究所拍摄

表 14：农夫山泉芝麻店概况（截至 2019 年底）

农夫山泉芝麻店概况（截至 2019 年底）	
投放数量	超过 3 万台
布局地区/位置	已经进驻 33 个一、二线城市；多布局于高档社区的地下停车场，一楼大堂，电梯旁等
运营模式	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 精准投放，区别传统自动贩卖机，依托停车场等，以家庭计划性消费需求为导向</li> <li>● 销售自家产品，节约成本</li> <li>● 会员制建立自身用户体系--实现消费者的深度连接；直接获取用户和交易数据，研究消费者行为</li> </ul>
费用	每台机器由农夫山泉支付 3000 元/年的费用（包含场地租金及电费），农夫山泉自身进行自动售货机的运营和维护工作。
销售商品	农夫山泉饮用天然水、农夫山泉 17.59 脐橙、农夫山泉 100%NFC 果汁、农夫山泉东北香米、农夫山泉面膜、即热式热水机等

资料来源：农夫山泉官网，光大证券研究所整理

### 催化剂：新冠疫情进一步推动了中包装水的增长

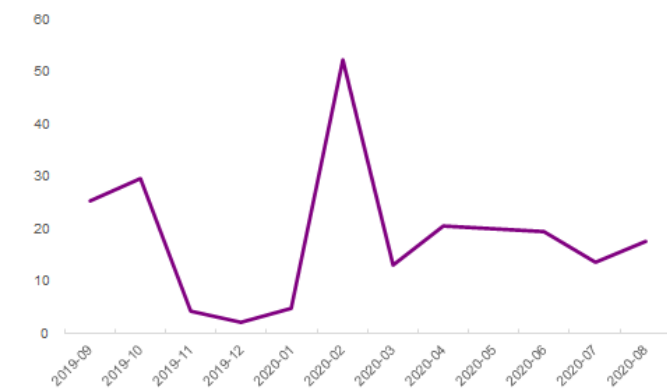
2020 年上半年，由于受到新冠肺炎疫情的影响，消费者减少外出、居家时间更长，一定程度上刺激了对家庭使用一次性中/大型包装水的需求，培养了消费者对家庭用水的使用习惯。

图 36：2020H1 达能旗下家庭用中包装水增长明显



资料来源：达能业绩宣传材料

图 37：2018-2019 农夫天猫旗舰店 4L+5L 水销售额(万元)



资料来源：淘数据

2017-2019 年中/大包装水的销售额 CAGR 达 30%，高于其整体包装水业务增速，疫情进一步催化了消费者对一次性包装水的认识。我们认为未来一次性包装水替代桶水的趋势将持续，而占据先发优势且积极布局的农夫山泉有望持续获得较好表现。

### 行业消费升级趋势二：全国性水企渗透率的提升

我们以饮水量适中情况为例，计算出桶水/一次性桶水/净水器三种饮水方式的使用成本。从测算情况看，一次性包装水的成本偏高，预计当前仅高收入的家庭有能力消费。对于大部分家庭而言，更可能实现的消费升级是从价格较低的区域型品牌转向价格较高但安全性更有保障的全国性品牌。

表 15：三种饮水方式的成本对比

		家庭饮水量情况		
		较少	适中	较多
饮水量		10 天喝完一桶 18.9L 水	7 天喝完一桶 18.9L 水	4 天喝完一桶 18.9L 水
消费场景		日常饮用	日常饮用	日常饮用+做饭
饮水策略	区域型品牌桶装水 (16 元/18.9L)	一年需要 36.50 桶 年均用水量 689.85L 该桶装水平均 0.85 元/L 年均成本 586.37 元 日均成本 1.61 元	一年需要 52.14 桶 年均用水量 985.45L 该桶装水平均 0.85 元/L 年均成本 837.63 元 日均成本 2.29 元	一年需要 91.25 桶 年均用水量 1724.63L 该桶装水平均 0.85 元/L 年均成本 1465.94 元 日均成本 4.02 元
	全国型品牌桶装水 (22 元/18.9L)	一年需要 36.50 桶 年均用水量 689.85L 品牌桶装水平均 1.16 元/L 年均成本 800.23 元 日均成本 2.19 元	一年需要 52.14 桶 年均用水量 985.45L 品牌桶装水平均 1.16 元/L 年均成本 1143.12 元 日均成本 3.13 元	一年需要 91.25 桶 年均用水量 1724.63L 品牌桶装水平均 1.16 元/L 年均成本 2000.57 元 日均成本 5.48 元
	一次性桶装水 (9.25 元/5L)	年均用水量 689.85L 一次性桶装水平均 1.85 元/L 年均成本 1276.22 元 日均成本 3.50 元	年均用水量 985.45L 一次性桶装水平均 1.85 元/L 年均成本 1823.08 元 日均成本 4.99 元	年均用水量 1724.63L 一次性桶装水平均 1.85 元/L 年均成本 3190.57 元 日均成本 8.74 元
	净水器	2019 年净水器单机均价 2719 元 使用寿命 5 年 一年更换滤芯费用约 600 元 5 年内成本 5119 元 年均成本 1023.8 元 日均成本 2.80 元	2019 年净水器单机均价 2719 元 使用寿命 5 年 一年更换滤芯费用约 600 元 5 年内成本 5119 元 年均成本 1023.8 元 日均成本 2.80 元	2019 年净水器单机均价 2719 元 使用寿命 5 年 一年更换滤芯费用约 600 元 5 年内成本 5119 元 年均成本 1023.8 元 日均成本 2.80 元

资料来源：奥维云网，光大证券研究所测算

表 16：适中饮水量下不同桶装水年均成本占家庭可支配收入比例

组别	2018 家庭平均可支配收入 (元)	区域型品牌桶装水年均成本占收入比	全国型品牌桶装水年均成本占收入比	一次性桶装水年均成本占收入比
低收入户 (20%)	19321.5	4.34%	5.92%	9.44%
中间偏下户 (20%)	43081.5	1.94%	2.65%	4.23%
中间收入户 (20%)	69566.7	1.20%	1.64%	2.62%
中间偏上户 (20%)	109414.2	0.77%	1.04%	1.67%
高收入户 (20%)	211918.5	0.40%	0.54%	0.86%

资料来源：国家统计局，光大证券研究所测算。注：假设每户 3 口人

此前由于桶装水配送终端分散且多，全国性水企并没有过多涉足这一赛道。然而人们支付能力和对用水安全性要求的提升，以及物流配送的进步，未来全国性水企在桶水这一细分赛道的渗透率有望持续提升。

- 带板运输：根据雀巢惠氏的数据测算，带板运输下，平均搬运货物从9次减少到4次，装卸车时间从2.5小时减少到30分钟，卡车周转率提高25%-27%。

表 17：雀巢惠氏中国托盘化带来效率提高

<b>雀巢惠氏中国托盘化带来效率提高</b>
减少多次搬运次数， 减少货损（从平均9次减少到4次）
装、卸车时间各减少75% （从2.5小时减少到30分钟）
惠氏和经销商的DC吞吐量提高了4倍
卡车周转率提高25%-27%

资料来源：雀巢惠氏，光大证券研究所整理

图 38：带板运输在装卸过程中的使用



资料来源：雀巢惠氏，光大证券研究所整理

农夫山泉在过去几年中不断着力发展送水到家业务，力图满足消费者多场景、全方位的需求。当前农夫山泉已开放了标准水站的招募，标准水站可以承接线上订单配送，帮助公司解决自己配送时配送半径有限的问题。我们相信未来随着标准水站的加密、生产效率提升带来成本端的节约，农夫山泉将有可能大幅提升自己在桶水市场的渗透率、颠覆桶装水行业。这也是公司潜在的一个新的增长点。

表 18：农夫山泉标准水站“申请条件”及展示图

<b>农夫山泉标准水站招募“申请条件”</b>	
理念认同	认同农夫山泉价值观、企业文化
证照齐全	营业执照、工商执照、食品流通许可证、配送人员具备健康证
经营条件	经营场所面积 220 平方米，干净、整洁、明亮，符合食品存放标准；门店具备标准化形象改造条件，且接受形象改造，自行承担装修费用。
设备支持	具备接收“送水到府”订单的电脑和智能手机
人员及车辆	专职配送员至少 1 名、车辆至少 1 台（符合当地交通规则可以上路的面包车/电动三轮车/二轮车 1 等），并根据生意规模及时增添人员及车辆
服务规范	遵守农夫山泉配送服务规范、愿意签订服务协议、缴纳服务保证金

资料来源：农夫山泉官网，光大证券研究所整理

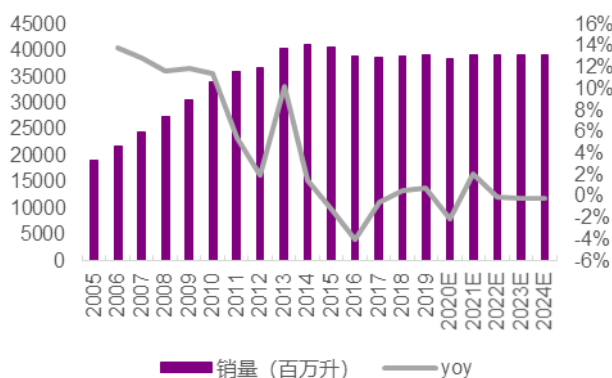


## 4、饮料市场：提前布局“健康化”方向等风来

根据 Euromonitor 的数据，2019 年我国软饮料（不含包装水）市场总销量为 392.83 亿升，总销售额为 3786.39 亿元。2013 年之后软饮料行业增速有所减缓。

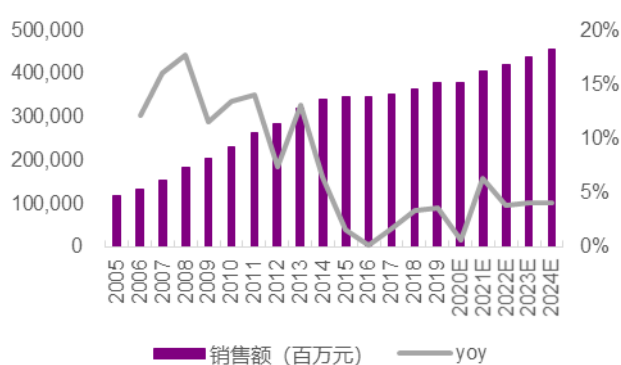
与发达国家相比，中国的饮料消费量和消费金额还有较大的增长空间：2019 年中国人均年饮料消费量为 28.06 升，人均年饮料消费金额为 270.46 元，远低于美国、日本、韩国。

图 39：2005-2024E 中国软饮料（不含包装水）销量



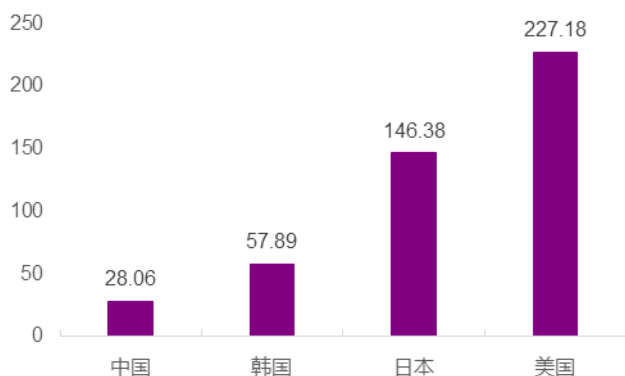
资料来源：Euromonitor 预测

图 40：2005-2024E 中国软饮料（不含包装水）销售额



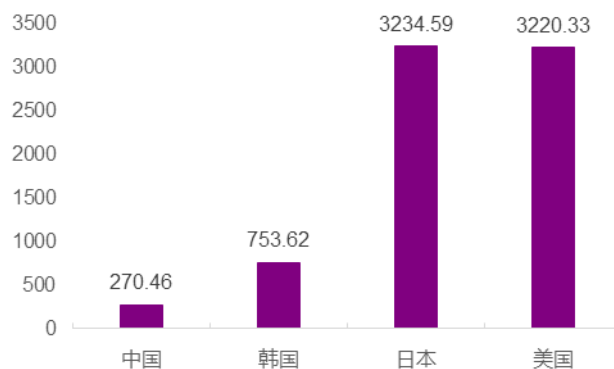
资料来源：Euromonitor 预测

图 41：2019 年中国/韩国/日本/美国饮料人均消费量(升)



资料来源：Euromonitor

图 42：2019 年中国/韩国/日本/美国饮料人均消费额(元)



资料来源：Euromonitor

## 4.1、饮料行业特点：细分赛道众多、产品迭代快速的饮料行业

饮料行业（非包装水）具有两个显著的特点。一是细分赛道众多，格局也各不相同；二是产品迭代速度快。对此，农夫山泉的做法是：一，提前布局未来趋势化的产品；二，精耕细作自己旗下的产品；

### 饮料行业的特点一：细分赛道众多，格局各不相同

从细分赛道来看，软饮料市场主要分为茶饮料、碳酸饮料、果汁、即饮咖啡和能量饮料五个赛道。

- 根据 Euromonitor 的数据,从市场规模看,2019 年前三名分别为茶饮料、碳酸饮料和果汁,细分赛道规模均超过百亿升,占中国软饮料市场(不含包装水)的 88.22%,而能量饮料和即饮咖啡的市场规模较小。
- 从 2017-19 年的增长情况看,即饮咖啡和能量饮料销售额增速 CAGR 超过 10%,碳酸饮料、茶饮料和果汁则维持低单位数增速。
- 从竞争格局看,碳酸饮料最为集中,可口可乐和百事可乐占整个市场的九成以上,地位难以撼动;即饮咖啡中雀巢占有绝对优势;能量饮料里红牛有绝对优势;茶饮料和果汁两个市场竞争较为分散,没有出现强势的龙头企业。

表 19：中国软饮料市场赛道细分（2019 年）

种类	茶饮料	碳酸饮料	果汁	能量饮料	即饮咖啡
市场规模（量：百万升）	14,308	10,339	10,010	2,244	435
市场占比	36.4%	26.3%	25.5%	5.7%	1.1%
2017-19 年销量 CAGR	-0.36%	1.25%	-1.19%	6.91%	4.03%
市场规模（销售额：百万元）	122,194	86,404	90,226	45,842	10,661
占比	32.3%	22.8%	23.8%	12.1%	2.8%
2017-19 年销售额 CAGR	1.00%	3.47%	0.39%	10.13%	13.44%
竞争格局 CR3	康师傅 25.5%、王老吉 15.1%、统一 14.7%	可口可乐 57.7%、百事 34.9%、娃哈哈 1.3%	可口可乐 10.7%、康师傅 8.5%、汇源 8.4%	红牛 42.5%、中沃 16.0%、东鹏特饮 15.5%	雀巢 64.8%、三得利（汇源）7.0%、麒麟（华润）4.0%
CR3 总占比	55.30%	93.90%	27.60%	74.00%	75.80%
前五大品牌	康师傅、王老吉、加多宝、统一、统一奶茶	雪碧、百事可乐、可口可乐、美年达、七喜	美汁源（可口可乐）、康师傅、汇源、鲜绿园、娃哈哈	红牛、中沃、东鹏特饮、乐虎、战马	雀巢咖啡、三得利利趣、火咖咖啡（麒麟）、雅哈咖啡（统一）、星巴克
CR5 总占比	68.50%	83.20%	35.50%	94.20%	81.80%
行业格局	广州加多宝集团销售继续下滑 香飘飘凭借 meco 果茶实现增长 农夫山泉依赖茶π实现高增长	可口可乐中国继续引领市场 中国品牌正在崛起 百事继续在可乐中处于领先	可口可乐中国继续领先 汇源在高含量果汁领域复苏 维他可可（Vita Coco）在椰子水领域保持领先地位	红牛恢复领先 国内品牌加强竞争 红牛推出新品进行反击	雀巢中国继续主导市场中高端品牌推出经济型产品 味全食品因贝纳颂咖啡实现最高增长率

传统大单品					
趋势性单品（按销量计算的 CAGR）	无糖茶 2014-2019CAGR 为 32.6%	低热量、无糖碳酸饮料	高浓度果汁 100%非浓缩果汁 2014-2019CAGR 为 27.5%		
渠道	1) 商店零售渠道占九成以上，处于绝对主导地位，此外还有自动贩卖机和电商渠道，只占一小部分。 2) 商店零售渠道中的便利店渠道有望成为饮料行业的下一个增长驱动因素。				
农夫山泉产品	茶π、东方树叶	无	水溶 C100、农夫果园、100%NFC 果汁（常温型）、100%NFC 果汁（冷藏型）、17.5°	尖叫	炭仞
行业前景	RTD 茶面临来自街头摊位的挑战 低糖和无糖驱动 RTD 茶生长 消费升级明显	低热量可乐重新获得关注 交叉销售策略成为热门 口味创新利于增长	果汁含量上升 健康生活方式驱动的混合口味 便利店驱动冰镇果汁产品增长	补充能量和抗疲劳仍是卖点 便利店和前庭零售商正在崛起 消费者健康意识是下一个增长驱动因素	创新产品推动增长 RTD 咖啡消费升级 便利店成为下一个增长动力

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

农夫山泉在不同细分赛道上都有传统意义上的“强势对手”，根据 Euromonitor，2019 年，茶饮料方面康师傅市占率稳居第一，碳酸饮料方面可口可乐和百事可乐稳居前两位，果汁方面可口可乐旗下品牌美汁源市占率第一，而即饮咖啡市场则是雀巢咖啡稳居第一，能量饮料市场红牛（功能饮料领导者）占据龙头位置。

表 20：各品牌饮料细分的市场占有率排名（2019）

品牌	茶饮料	碳酸饮料	果汁	即饮咖啡	能量饮料
农夫山泉	5	-	7	-	-
康师傅	1	2(百事)	2	-	-
可口可乐	11	1	1	6	-
雀巢	-	-	-	1	-
红牛	-	-	-	-	1

资料来源：Euromonitor

表 21: 主要软饮料品牌

类别	农夫山泉	康师傅	雀巢	可口可乐
成立时间	1996.9.26	1996.2	1866.1.1	1886
公司 2019 年主要饮料业务营业收入的拆分	茶饮料 31.4 亿元、功能饮料 37.8 亿元、果汁饮料 23.1 亿元、其他产品 4.5 亿元	茶饮料 155.79 亿元、水 31.14 亿元、果汁 46.70 亿元、碳酸饮料及其他 122.37 亿元	饮料 1785.72 亿元 (全球)	中国食品: 汽水 126.2 亿元, 果汁 22.7 亿元, 其他 7.7 亿元 太古 (中国内地, 中国香港, 中国台湾, 美国): 汽水 252 亿元, 果汁 43 亿元, 能量饮料 27 亿元, 茶饮料 12 亿元, 其他 27 亿元
饮料 SKU 数量	41			
核心大单品	茶π	冰红茶	雀巢咖啡	可乐、雪碧、芬达
市场地位	茶饮料市占第五 果汁市占第七	茶类市占第一 果汁类市占第二	咖啡类市占第一	果汁类市占第一 碳酸饮料类市占第一
新品情况	TOT 含气茶、炭仞、苏打水、植物酸奶	茉莉花茶、冷泡绿茶	雀巢茶萃	美汁源果汁桃桃、淳茶舍



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所整理

面对这些强势对手, 农夫山泉采取了一条不同的“健康化”布局方向。对比农夫山泉和其竞品, 农夫山泉旗下饮料“健康化”的布局更为全面。在茶饮料领域, 农夫山泉于 2011 年就推出了无糖 0 卡的[东方树叶], 在果汁领域于 2016 年就布局了 100%浓度的果汁产品, 咖啡领域 2019 年推出[炭仞], 2019 年农夫山泉还推出了苏打水饮料和植物酸奶, 2020 年农夫山泉推出 TOT 含气茶饮料。

表 22: 农夫山泉的饮料布局情况

产品类别	品牌标志	推出年份	产品图片	产品特点
茶饮料		2011		无糖 0 卡, 全部使用茶叶, 不添加香料
		2016		茶香混合果香, 口味清新自然
功能饮料		2004 (三款) 2019 (两款)		营养各异、风味独特、防泄漏运动盖
		2010		随时随地提供维他命, 平衡每日身体力
果汁饮料		2003 (30%浓度) 2019 (50%浓度)		30%及 50%混合果蔬汁饮料
		2008 (柠檬汁) 2009 (西柚汁) 2014 (青皮桔)		12%果汁含量
		2016 (常温型) 2019 (冷藏型)		100%NFC 果汁系列



		2016		100%鲜果冷压榨果汁
即饮咖啡		2019		低温萃取工艺，萃取液存留不超 24 小时
酸奶	植物酸奶	2019		0 胆固醇，0 乳糖
苏打水饮料		2019		无糖、无气、零能量
含气风味饮料		2020		茶+果汁+碳酸组合，天然，纯净，无添加

资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

### 饮料行业的特点二：产品迭代速度快

作为快消品中的重要细分，饮料具有快消品行业产品推陈出新速度快、产品生命周期偏短的问题。特别是随着愿意尝鲜的新生代消费者的崛起，他们挑剔的品味更是“加剧了”这一特点。

图 43：中国饮料市场曾经的爆品



资料来源：光大证券研究所整理

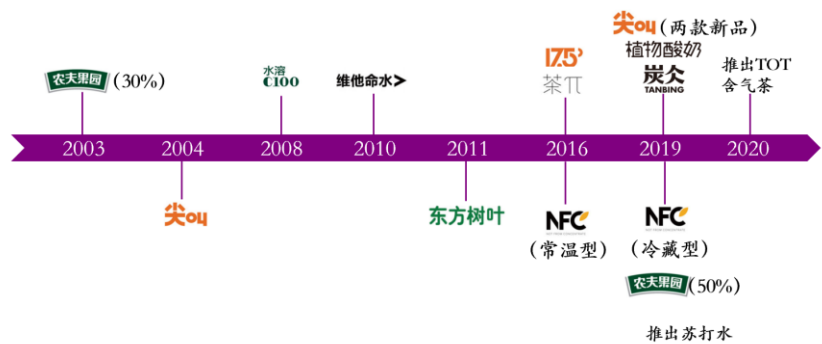
在这样的行业特性下，每家的策略有所不同，以可口可乐为代表的传统饮料巨头采取的是提供足够多的产品让市场进行检验，而农夫山泉则采取了精耕细作后推出产品的方式。农夫山泉的饮料产品均是在实验室中进行了充分的“打磨”后，方才推向市场。

表 23: 各公司推出的新品 (部分), 以及推出后情况

品牌	部分推出新品	推出后情况
可口可乐	2017 年以来推出纯悦神纤水	纯悦神纤水和“雪菲力果然·桃花开”已经退出市场。
	2018 年推出“雪菲力果然·桃花开”	
达能	2017 年推出果味汽水“柠檬来的”、“椰子来的”	达能的四款饮料都已经退出市场。
	2018 年推出天方叶谈、脉动炽能量。	
统一	2014 年推出海之言	海之言和小茗同学成功存活, 但产品上市两年后销量出现下滑。
	2015 年陆续推出中式饮料“如饮”系列、果蔬汁“微食刻”系列、果汁饮料“怡赏”系列、冷泡茶“小茗同学”等十余款新品	
康师傅	2012 年推出无糖茶“本味茶庄”	2014 年已退出市场。
	2017 年推出“果茶物语”	2018 年初已退出市场。
	2019 年推出高端茶“茶参厅”, 无糖茶“茉莉花茶”和“冷泡绿茶”	目前便利店均在售。

资料来源: 各公司官网, 光大证券研究所整理

图 44: 农夫山泉产品推出时间



资料来源: 农夫山泉官网, 光大证券研究所整理

## 4.2、行业消费升级趋势一：饮品健康化风向

农夫山泉的“健康化”饮品布局方向，代表着未来饮料的行业趋势。随着人均收入的增长和消费水平的提高，消费者愈加看重饮料的健康程度。美国日本等发达国家目前已逐渐步入饮料健康化阶段，具体表现为无糖茶有望取代含糖茶、纯果汁和中高浓度果汁逐步替代低浓度果汁和苏打水、气泡水的崛起。

表 24：美国、日本和中国无/有糖茶和中高/低浓度果汁份额情况

	2019 年茶饮料和果汁细分市场市场份额				2014-19 年茶饮料和果汁细分市场变化			
	无糖茶	有糖茶	中高浓度果汁 (果汁含量 25%-100%)	低浓度果汁 (果汁含量 ≤ 24%)	无糖茶	有糖茶	中高浓度果汁 (果汁含量 25%-100%)	低浓度果汁 (果汁含量 ≤ 24%)
美国	-	-	54%	46%	-	含糖红茶下降 0.6%	+2.5%	-2.5%
日本	超过 80%	低于 20%	75%	25%	增长	下降	+3.1%	-3.1%
中国	5.20%	94.80%	24%	76%	销售额增长 32.5%	销售额增长 3.0%	+5.3%	-5.3%

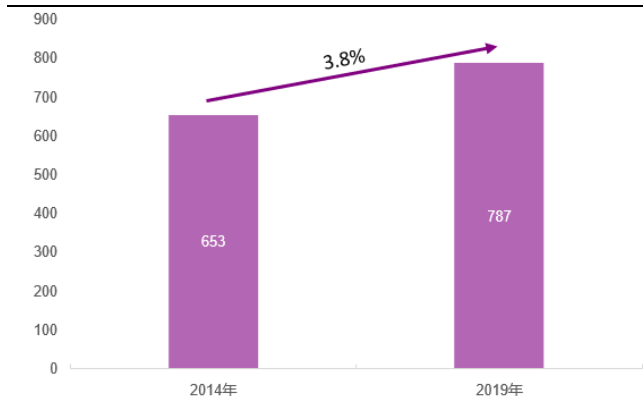
资料来源：Euromonitor、光大证券研究所整理

### 茶饮料：无糖茶市场体量大但增速快，尚处于培育过程中

根据弗若斯特沙利文，2019 年中国茶饮料的市场规模为 787 亿元，2019-2024 年复合增长率约为 3.5%。

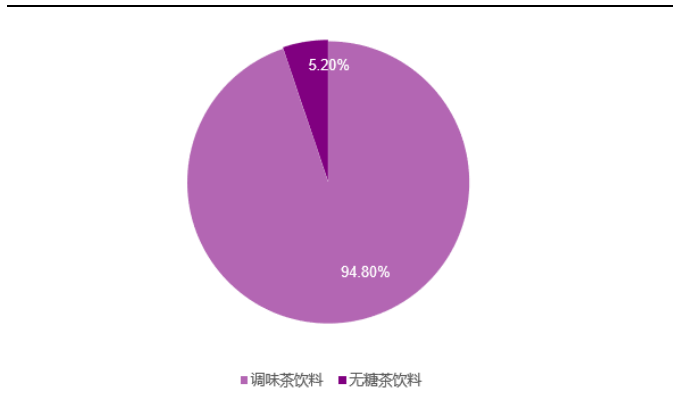
- **2019 年含糖茶饮料占比 94.8%**，中国茶饮料市场长期被康师傅冰红茶、统一绿茶等有糖茶饮料占据，便宜的价格和长期不涨价策略使康师傅冰红茶的销量长期处于领先地位。
- **2019 年无糖茶饮料占比 5.2%**，近年来由于人均可支配收入的提高以及消费者对健康重视度的增加，无糖茶饮料开始崛起，增速显著快于含糖茶：2014-2019 年 CAGR 为 32.6%，预计 2019-2024 年 CAGR 为 22.9%，显著快于有糖茶，2024 年市场份额有望提升至占 12.4%。无糖茶的主要品牌有三得利和农夫山泉旗下的[东方树叶]。

图 45：2014 与 2019 年中国茶饮料市场规模及增速 (单位:亿元)



资料来源：Frost Sullivan、光大证券研究所整理





图 46：2019 年中国茶饮料中有糖茶和无糖茶占比



资料来源：Frost Sullivan、光大证券研究所整理

和日韩以及中国台湾地区相比，中国内地的无糖茶占比显著偏低，从美国、日本的样子看，随着健康观念的持续提升，无糖茶的占比有望持续提升。另一方面，饮料厂商们不断推新无糖茶、改良包装，不仅为消费者提供了更加多元化的选择，亦有助于推动无糖茶的发展。

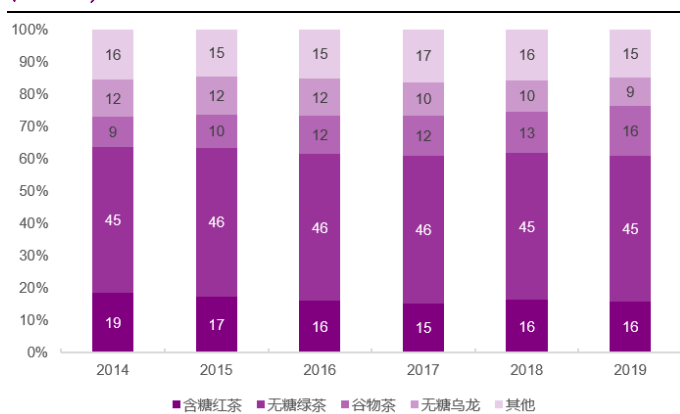
表 25：各国茶饮料情况（2019）

茶类	规模 (百万公升)	竞争格局	主要产品	无糖茶在茶饮料内 占比	主要品类	有糖茶和无糖茶价格 比(相同渠道)
日本	6,641.90	伊藤园 28.1% 可口可乐(日本) 21.9% 三得利 21%		超过 80%	无糖绿茶(45%) 无糖谷物 茶(16%) 含糖红茶(16%) 无糖乌龙(9%)	1: 1
美国	3,512.10	百事立顿 32.6% 可口可乐: 12.7% 亚利桑那: 16.3%		-	红茶(50.4%)、绿茶(38%)、	1: 1.5
中国内地	13172.3	康师傅: 27.2% 统一: 15.6% 王老吉: 12.4%		5.2%	调味红茶、绿茶、凉茶等	1: 2
中国台湾	1,070.80	统一: 25.4% 御茶园: 14.5% 雀巢(台湾) 10.2%		超过 80%	原味绿茶(49.6%)，无糖乌 龙茶(20.8%)和原味红茶 (11.1%)	1: 1
韩国	219.6	广东制药: 21.1% 希杰制糖: 13.1% 熊津食品: 7%		2017 年为 65.3%	枳根茶(25.7%) 玉米茶 (25.7%) 大麦茶(13.9%)	1: 1.5

资料来源：Euromonitor、Amazon、光大证券研究所整理、日本价格对比品牌选用立顿有糖柠檬茶和三得利无糖乌龙茶

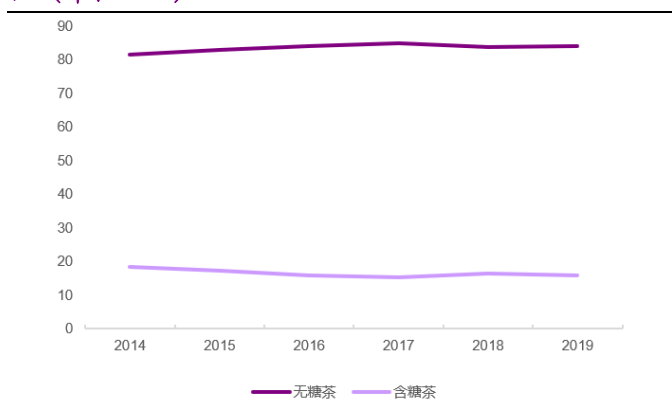
➤ 日本：在 1970 年，日本茶饮料中含糖产品占比 65%，2010 年仅 7%，在此期间日本人均收入大幅提高，无糖茶饮料随健康理念大规模普及，Euromonitor 数据显示，2019 年日本无糖茶饮料市场份额超过 80%。

图 47：2014-2019 年日本各品类茶饮料比例及变化(单位：%)



资料来源：Euromonitor

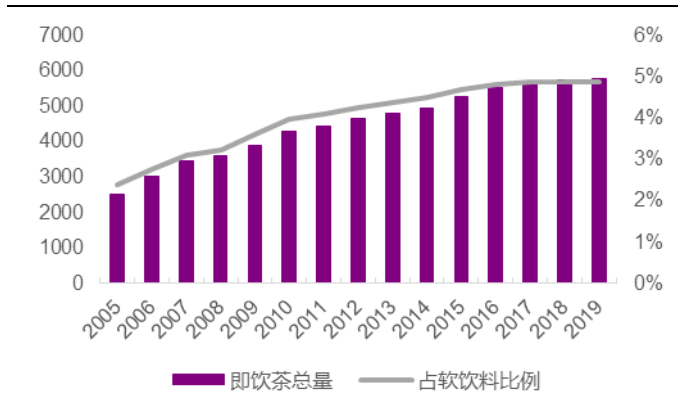
图 48：2014-2019 年日本无糖和含糖茶饮料比例及变化(单位：%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

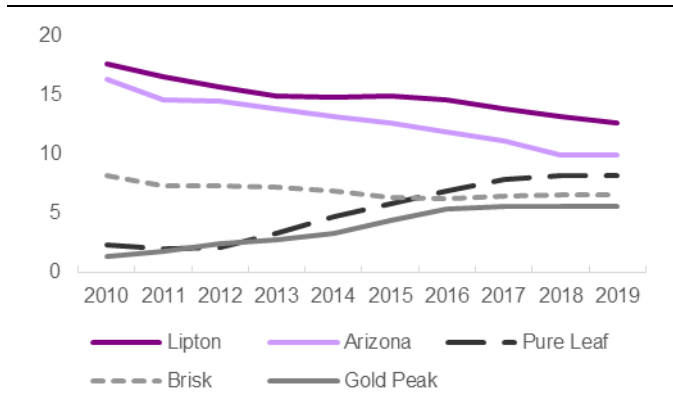
- **美国：**茶饮料的市场份额扩大，无糖茶品牌增长势头良好。根据欧睿的数据，2005-2019 年期间美国茶饮料市场规模由 2505 百万升增至 5796 百万升，在软饮料中的占比由 2.38% 增至 4.87%。低端有糖茶品牌 Arizona 的份额持续下降，而无糖茶品牌 Pure Leaf 的份额则持续提升。

图 49: 2005-2019 美国茶饮料总市场规模及占比(单位: 百万升)



资料来源: Euromonitor

图 50: 美国茶饮料市场 TOP5 近十年的市占变化 (%)

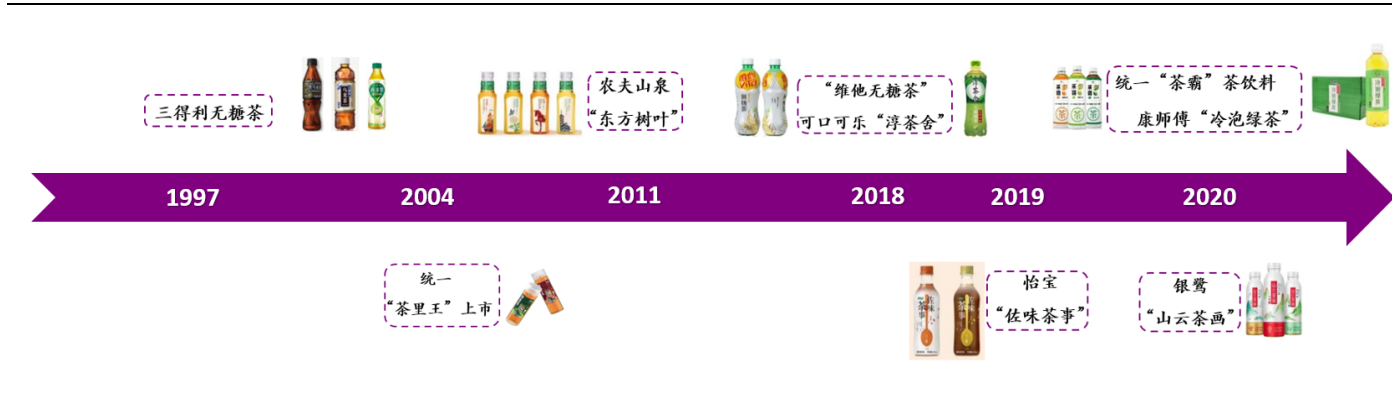


资料来源: Euromonitor

在茶饮料细分，农夫山泉拥有定位“新一代茶饮”的含糖茶[茶π]、无糖茶[东方树叶]两款产品。根据弗若斯特沙利文，2011 年推出的[东方树叶]系列无糖茶产品，在经历 10 年的培育后，已成为了无糖茶品类市占率第一的品牌。

无糖茶增速快，但体量较含糖茶仍有较大差距。我国素有饮茶的传统，未来随着代际更迭、冷泡茶风潮的延续，年轻人对于软饮式无糖茶的需求有望持续提升。我们相信无糖茶市场空间将持续被打开，而经历时间考验的[东方树叶]有望持续获得增长。

图 51: 各公司在中国上市的无糖茶产品



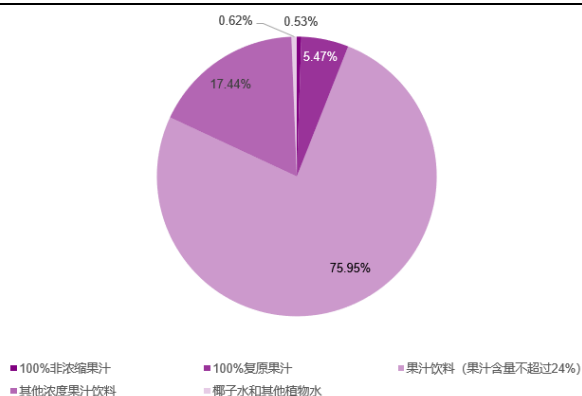
资料来源: 光大证券研究所整理

**果汁饮料：高浓度升级是方向**

根据 Euromonitor, 2019 年中国果饮市场主流仍是低浓度果饮（果汁含量 < 24%），占比为 75.95%；中浓度（果汁含量在 25%~99%之间）占比为 17.44%，高浓度果饮目前的市场份额为 6.47%（浓缩复原 100%果汁 5.47%+NFC100%果汁 1%）。

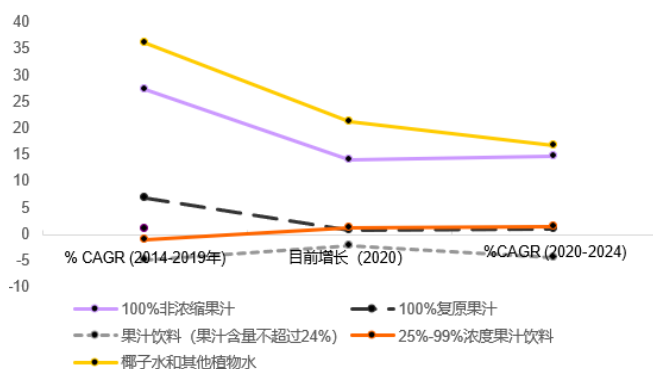
虽然中高浓度果汁的占比较低，但增长势头良好，尤其是 100%NFC 果汁饮料，2014-19 年复合增长速度高达 15% 以上。

**图 52：中国果汁市场各品类份额（2019）**



资料来源：Euromonitor

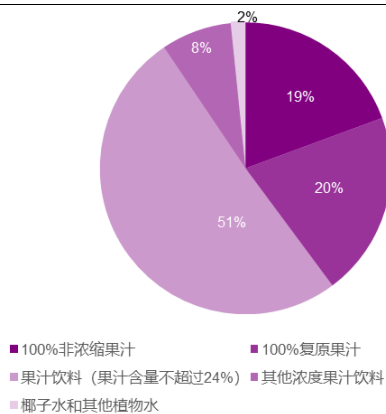
**图 53：中国果汁市场各品类增长情况**



资料来源：Euromonitor 预测

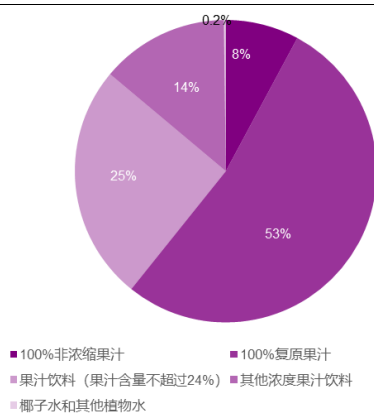
对比低浓度果汁，中高浓度果汁更迎合消费者对营养、健康、美味的需求。在美国日本等发达国家，高浓度果汁在市场已经占据较高份额。2019 年美国的 100%果汁饮料品类达到 39%，日本则高达 61%。

**图 54：2019 美国果汁市场各品类份额（按销量）**



资料来源：Euromonitor

**图 55：2019 日本果汁市场各品类份额（按销量）**



资料来源：Euromonitor

**表 26：各国纯果汁和低浓度果汁价格比较**

国家	品牌	果汁浓度	价格 (元/L)
美国	Simply	100%	15.9
	Tropicana	100%	22.0
	Minute Maid	5%	5.8
中国	汇源橙汁	100%	20.8

	美汁源果粒橙	≥10%	8.3
	康师傅冰糖雪梨	≥10%	4.9
日本	野菜生活	100%	40.1
	Minute Maid	2%	24.4

资料来源：Amazon、光大证券研究所整理，美国纯果汁价格约为低浓度果汁价格 3-4 倍，日本为 1.6 倍，中国为 2-4 倍  
注：数据截止到 2020 年 8 月

中国目前主流果汁产品果汁含量大多约为 10%，农夫山泉旗下果汁产品相对较高，在果汁饮料这一细分，公司通过布局了不同产品以满足不同消费人群的需求：

- **水溶 C100**：12%果汁浓度，类水的果汁饮料，产品定位有较强健康意识的年轻群体/都市白领；
- **农夫果园**：30%/50%中浓度混合果汁，主要定位低线级市场消费人群。2019 年农夫果园推出了 50%浓度包装，更加贴合健康意识提升带来的升级消费需求。未来农夫果园有望受益于农夫包装水业务不断下沉而提供的渠道优势；
- **NFC/17.5°果汁**：非浓缩还原 100%纯果汁，农夫山泉在 2007 年投建了首家脐橙生产加工基地，经过 10 年时间，摸索出标准化种植方式。在鲜橙取得成功之后，农夫开启了对脐橙榨汁可行性的研究，并成功推出了果汁含量 100%的 17.5°橙汁。在这一细分市场，农夫前瞻性地和优质果园进行了合作，建立起了自己的壁垒。

表 27：主流果汁品牌和农夫山泉果汁产品情况

品牌	产品	果汁含量	产品图
主流果汁品牌	可口可乐美汁源果粒橙；康师傅冰糖雪梨；统一鲜橙多；	≥10%	
农夫山泉	「水溶 C100」	12%	
	农夫果园	30%/50%	
	NFC 果汁常温系列	100%非压缩还原	
	「17.5°」果汁系列	100%非压缩还原	

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

**苏打水/气泡水：0糖0脂的明星赛道**

随着大健康概念成为饮料消费主流趋势，消费者对于高含糖量、高热量碳酸饮料的偏好程度走低，但最健康的包装水口感欠佳，于是部分消费者转而选择可同时满足口感和健康的需求的类水型健康饮料：苏打水/气泡水。

➢ 根据前瞻研究院的数据，2019年中国苏打水市场规模约150亿元，其增速显著高于软饮料行业，预计2025年市场规模有望达到320亿元。

**表 28：苏打水分类**

品类	概念	成分	定位	代表品牌	农夫山泉的产品
天然苏打水	天然苏打水是指含有碳酸氢钠的水，此外还含多种微量元素，纯天然，人工无法复制	纯净天然含有碳酸氢钠不含糖	能够形成对水的替代	树大源	-
有气苏打水	含气苏打水是碳酸氢钠的水溶液，市面上出售的有气苏打水大部分是在饮用水中压入二氧化碳，并添加甜味剂人工合成碳酸饮料	纯净水+二氧化碳+碳酸氢钠部分含糖	能够形成对碳酸饮料的替代	元气森林	「TOT」含气风味饮品
无气苏打水	无气苏打水不含二氧化碳，市场上大多添加AK糖等不含热量的甜味添加剂	纯净水+碳酸氢钠不含糖	有多种口味的近水饮料	名仁	无气苏打水

资料来源：前瞻产业研究院

**苏打水在国内拥有稳定的消费群体：**2006年成立的[名仁]主攻无气苏打水，根据官网披露，2018年即实现7亿瓶的销量。后起之秀含气苏打水[元气森林]，2020H1销售额达到6.6亿元；2020年天猫618线上卖出226万瓶，在水饮类销量中排名第一。旗下主打的苏打气泡水今年销售额有望突破10亿元。

农夫山泉于2019年推出了无气苏打水，和其他产品不同的是，农夫山泉的无气苏打水是以天然水为基底，内含天然矿物元素。虽然产品推出时间不长，然而考虑到苏打水良好的消费群体基础+农夫差异化的产品定位，其表现仍值得期待。此外，公司于2010年推出TOT苏打红茶，并在今年又推出了三种新口味。

**图 56：国内主要苏打水/气泡水情况**



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理



### 功能饮料：细分行业增速持续表现亮眼

广义的功能饮料包括运动饮料、能量饮料、电解质饮料等其他有保健作用的饮料。目前，功能饮料整体的市场份额还较小，随着我国消费者健康意识的不断提升，更多人参与到了体育锻炼当中，功能饮料市场将持续显示出巨大的潜能。根据 Frost&Sullivan 的数据，2019 年功能饮料市场规模达到 1119 亿元，2014-2019 年均复合增长率为 14%。

表 29：2014-2024 中国功能饮料市场规模及复合增长率

	零售额（人民币十亿元）			复合增长率	
	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：Frost&Sullivan

在这一赛道，农夫山泉布局有[尖叫]和[力量帝维他命水]两款产品。

- 2004 年农夫山泉推出经典运动型功能饮料[尖叫]，2019 年推出白桃、青芒口味两款新品，新口味上市后成功地进一步推动了[尖叫]品牌的成长；
- 2010 年推出了[力量帝维他命水]，产品通过与中国有嘻哈、偶像练习生合作，建立起了其在一、二线潮流消费群体中的口碑，2017-2019 年复合增长率超过 47%。

图 57：国内主要功能饮料情况



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

### 4.3、行业趋势二：新兴便利店渠道的崛起有望加速健康化饮料的成长

购买软饮料的渠道有多种，不同渠道有各自的特点，和其他渠道相比，便利店面对的客群愿意尝鲜且有购买力，正适合代表健康趋势的新型饮料产品（如 NFC 果汁、RTD 咖啡、无糖茶）的售卖。

表 30：软饮料各渠道特点

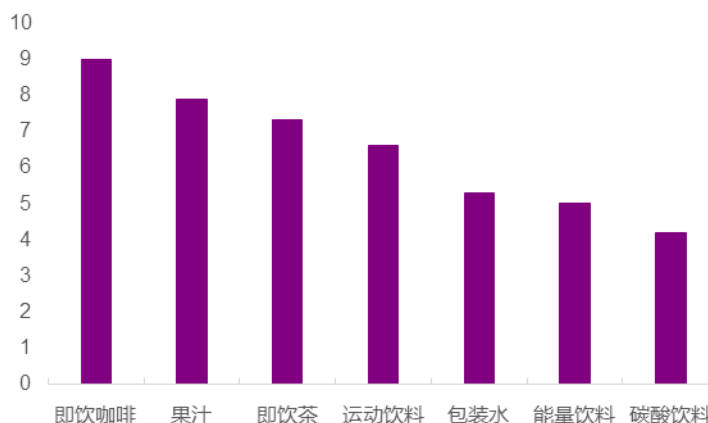
渠道	渠道特点		
	即时性	品类数量	价格敏感度
便利店	强	较少	低
网上购物	弱	多	高
大型卖场/超市	弱	多	高
独立杂货店	强	较少	高

资料来源：Euromonitor

从具体品类来看，2019 年在中国即饮咖啡和果汁通过便利店销售的占比最高，分别为 9% 和 7.9%。

- 以果汁为例，便利店的日益渗透使其成为冷冻果汁产品的理想销售渠道。大多数 NFC 100% 果汁需冷藏且价格较高。便利店提供冷藏货架且其客群对价格敏感度较低，促进了高浓度果汁的增长。近十年间在中国和韩国，随着消费者健康意识的提高和便利店数量的增加，高浓度果汁占比持续提升。

图 58：2019 年中国不同类型软饮在便利店渠道销售的占比 (%)



资料来源：Euromonitor

根据我们对渠道的走访，某上海全家便利店中陈列饮料有茶饮料、即饮咖啡、果汁和能量饮料等，其中健康化饮品（包括元气森林 0 糖 0 卡 0 脂产品，无糖茶东方树叶、伊藤园、康师傅新品，苏打水，功能饮料脉动、尖叫等）的占比达到 40% 以上。

图 59：某全家便利店软饮料陈列



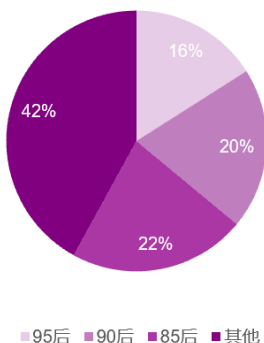
资料来源：光大证券研究所食品饮料团队拍摄，红框里为农夫山泉产品。调研时农夫山泉旗下TOT 含气饮品、康师傅旗下的无糖茶饮料新品以及元气森林的外星人能量饮料正在进行第二瓶 1 元的促销活动。

**案例：元气森林——依托便利店渠道崛起的健康饮品**

元气森林的崛起和其他“网红品牌”依托线上渠道不同，元气森林是通过线下便利店渠道铺货，依托便利店渠道崛起的。产品主打“0 糖、0 脂、0 卡”的健康概念，2017 年推出燃茶，2018 年推出苏打气泡水，定价在 5-6 元。元气森林的目标客群和便利店主要消费客群间有很重的重合度，找准渠道的元气森林实现了迅速的扩张。

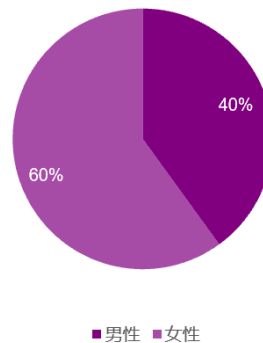
- 元气森林的营收有 60-70%来自线下渠道，主要消费人群是关注健康、受过良好教育的年轻群体，特别是女性。对照 KPMG 统计的全家便利店客群数据可以发现，85 后消费者客群占比达到 58%，90 后消费者占比达到 36%；女性占比为 60%。

图 60：2018 年全家便利店会员年龄层分布



资料来源：KPMG 《2019 年中国便利店发展报告》

图 61：2018 全家便利店客群性别占比

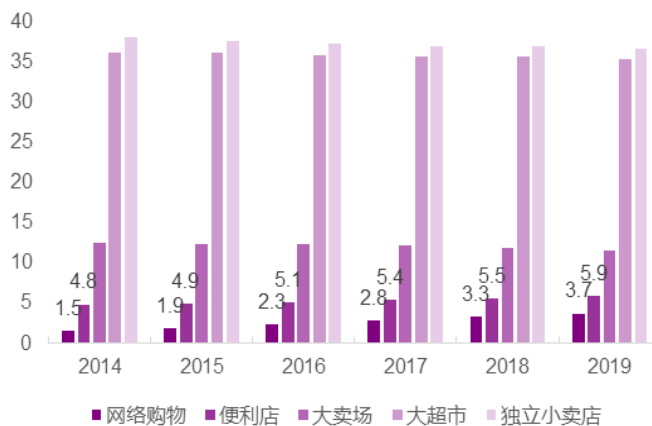


资料来源：KPMG 《2019 年中国便利店发展报告》

我国软饮料中便利店渠道占比有所提升，但对比日韩仍处于较低水平。

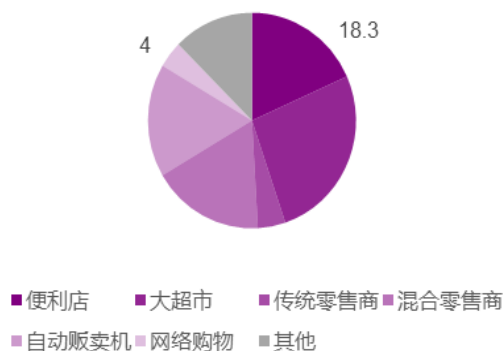
- 根据欧睿的数据，2014-2019年在中国软饮料市场中，便利店渠道占比从4.8%上升至5.9%。与此同时，大卖场/大超市/小卖店的占比都出现了不同程度的下降。
- 日本和韩国饮食消费习惯与我国相近，且同样面临老龄化加速/单人家庭/二人家庭增多等社会问题。2019年日本和韩国消费者购买软饮料的便利店渠道占比均远高于中国，分别为18.3%和40.2%。

图 62：中国软饮料市场中消费者的主要购买渠道（%）



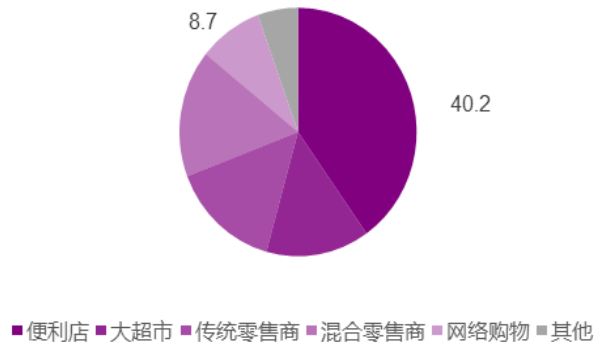
资料来源：Euromonitor

图 63：2019 年日本软饮料市场中消费者购买渠道（%）



资料来源：Euromonitor

图 64：2019 年韩国软饮料市场中消费者购买渠道（%）



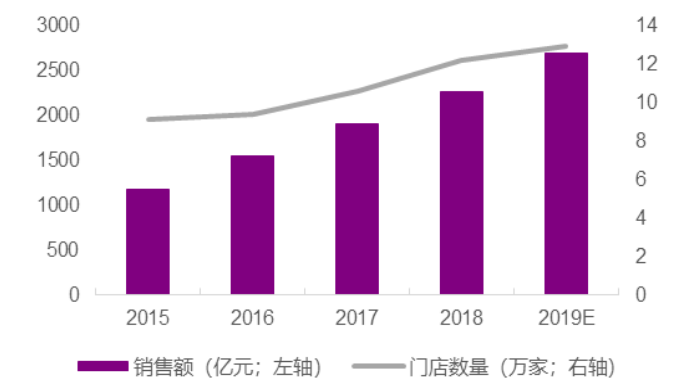
资料来源：Euromonitor

我们认为未来便利店仍有望保持较高的增长速度，“健康化”饮料品类也有望依托便利店的成长得到进一步的发展。

- 当前，我国便利店单店销售额和门店数量同时保持高速增长。根据前瞻研究院数据,2015年至2018年,便利店总销售额从1181亿元增至2264亿元,复合年均增速达24.23%;单店销售额由13万元增至18.6万元;便利店数量从9.1万家增加到12.2万家。
- 目前便利店渗透率仍然很低。到2018年中国平均11438人才有一家便利店,远低于美国、日本和韩国。

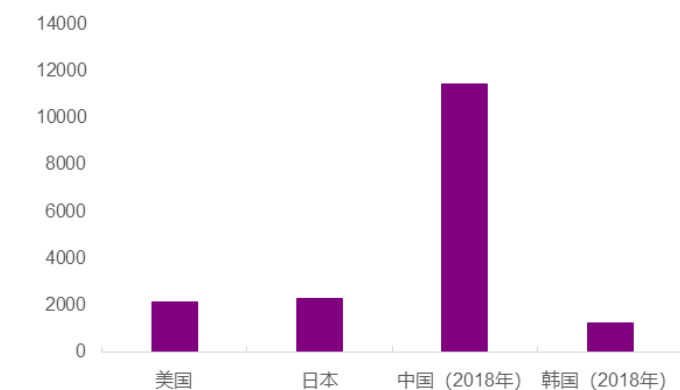
- 饮料是便利店中贡献营收的重要品类，根据麦肯锡的数据，2020 年上半年饮料（非水）在便利店的营收占比约为 7%。由于便利店面积有限，店家需要考虑在有限空间内可以展示的 SKU，“健康化”饮料不仅贴合便利店消费人群的需求，相对更高的价格也可以贡献更高的单瓶毛利，便利店亦有动力去推广高单价的“健康化”饮料。

图 65: 2015-2019 年中国便利店行业销售额及门店数量



资料来源：前瞻产业研究院

图 66: 不同国家便利店的渗透率 (人/家)



资料来源：前瞻产业研究院

#### 4.4、等风来：农夫山泉有能力抓住饮料健康化的机遇

农夫山泉在饮料领域贯彻了其一贯的“健康化”企业理念。公司提前布局了一系列健康化产品，其中很多产品已经经历了市场的考验。渠道端，饮料可以共享包装水打下的良好渠道基础，此外随着农夫山泉包装水向低线级市场下沉，饮料亦有望进一步提升覆盖范围。同时，[茶π]成功的营销案例证明了农夫山泉在饮料领域同样具有培育爆品的能力。我们相信，未来当便利店这一新兴渠道加速“健康化”饮料市场的发展时，农夫山泉有机会抓住这一机遇，这将是公司未来的潜在增长点。

##### 在健康化趋势下，农夫山泉提前进行了产品布局：

- 2011 年超前布局推出了国内第一款无糖茶饮料[东方树叶]。根据弗若斯特沙利文数据,2019 年[东方树叶]已成为无糖茶市场占有率第一的品牌。
- 完成高浓度果汁的布局,包括 50%浓度的[农夫果园],100%浓度的[NFC]果汁系列及[17.5°]果汁系列;
- 2019 年农夫山泉进军苏打水饮料市场,同时推出了植物酸奶。

##### 营销宣传：以[茶π]为案例，农夫山泉具备制造“爆款”的能力：

在饮料业务上，农夫山泉同样体现出自己优秀的营销能力。以茶π为例，2016 年农夫山泉推出低糖茶饮料[茶π]，上市半年销量突破 10 亿元，获得了巨大成功。

- 广告词上，[茶π]洞察到 90 后的个性化需求，将自己定位为“自成一派”的新式茶饮。

- 包装上，[茶π]在外形设计上将瓶型创新为圆柱方形，画面主体采用了涂鸦式的动物加水果的设计，即活泼又时尚，符合 90 后的审美风格。
- 代言人上，[茶π]一上市就签约韩国人气组合 BIGBANG 作为其形象代言人，该组合与[茶π]潮流、青春的产品形象有共通之处，凸显了自成一派的产品定位，当前重启权志龙作为代言人。节目冠名上，2020 年[茶π]冠名爱奇艺音乐网综《我是唱作人》。
- 线上+线下活动并行，2016 年[茶π]上市后，线上在京东进行联名推广，首发 10 万瓶采取了免费尝新的方式打开了品牌认知；9 月开学季[茶π]深入校园进行活动推广，直接触及了目标客群：年轻消费者。

图 67：2020 年 4 月权志龙回归成为[茶π]代言人



资料来源：公司官网

近期农夫山泉还推出了 250ml 小包装的维他命水/水溶 C100/茶π/农夫果园（50%浓度）以及杯装的[茶π]，有望进一步激活现有大单品的生命力

图 68：250ml 小包装饮料/杯装[茶π]产品图



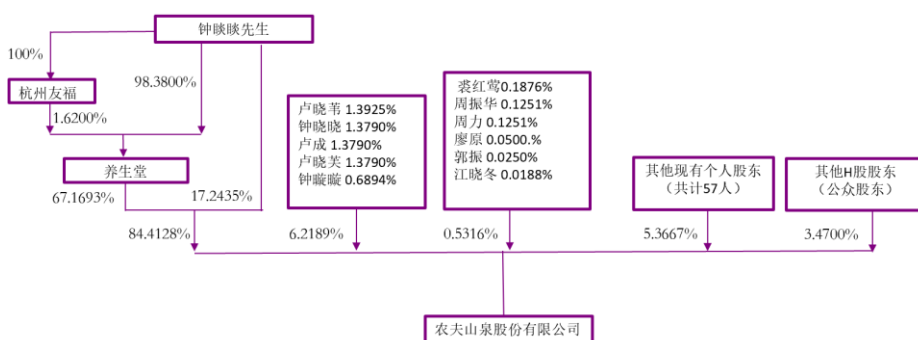
资料来源：公司官网

## 5、公司情况

### 5.1、股权结构

钟睒睒为农夫山泉实际控制人。钟睒睒通过养生堂持有农夫山泉 67.17% 的股份，钟睒睒个人持有农夫山泉 17.24% 的股份，合计后共持有农夫山泉 84.41% 的股份，此外钟睒睒家族其他成员共持有 6.22% 的股份，公司董事、监事兼核心关联人员共持有 0.53% 的股份，其他现有个人股东持有（合计 57 人）5.37% 的股份，其他 H 股股东（公众股东）持有 3.47% 的股份。

图 69：农夫山泉完成发售后股权结构



资料来源：农夫山泉招股说明书

钟睒睒先生作为农夫山泉的董事长，拥有独特营销风格，在产品的宣传上能够让消费者耳目一新，往往具有独具特色的切入点。此外，钟总领导下的公司始终贯彻着“健康化”的品牌理念，在消费者心中塑造出了良好的形象。

钟睒睒先生不仅懂得营销，更有在做重大决策时的果敢。1999 年，钟睒睒先生认为“纯净水”对健康无益，便决定全面停止纯净水业务，全身心投入“天然水”。

表 31：IPO 募集资金用途

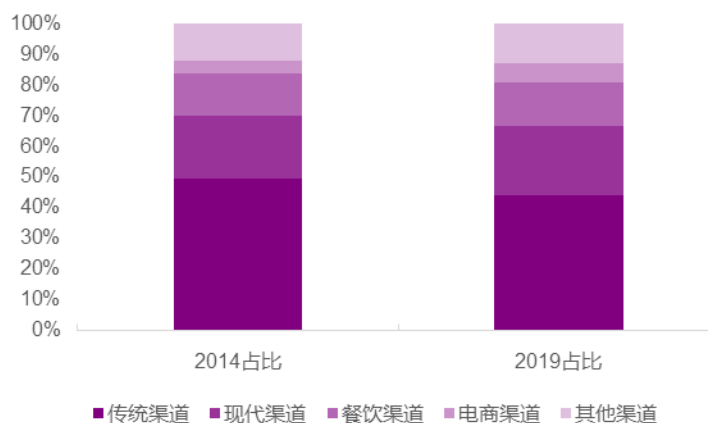
资金	用途
25%	品牌建设
25%	购买冰箱、暖柜及智能终端零售设备
20%	增加现有生产设施的产能及兴建新生产设施
10%	加强业务运营基础能力建设
10%	偿还人民币 2,113 百万元无担保无质押的贷款
10%	补充流动资金和其他一般企业用途

资料来源：农夫山泉招股说明书

## 5.2、销售渠道：全面布局、深度下沉

整体来看，软饮料的渠道包括传统渠道（指批发市场、农贸市场等渠道）、现代渠道（指大卖场、综合超市、连锁便利等渠道）、餐饮渠道、电商渠道以及其他渠道。2014-2019年，中国软饮料市场中传统渠道占比由49.4%降至44%，其他的渠道占比都有所增加，其中现代渠道从20.4%增加至22.3%，电商渠道从4.5%增加至6.1%。

图 70：2014/2019 中国软饮料市场各销售渠道销售额占比



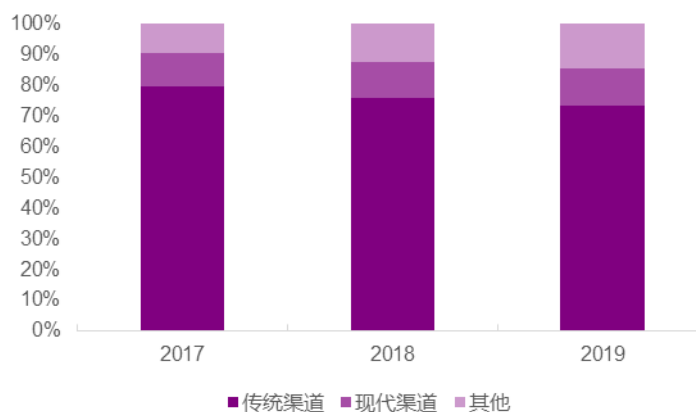
资料来源：农夫山泉招股说明书

- 2020年疫情期间，各渠道受到不同程度的影响，餐饮渠道受影响最大，传统渠道亦受重大影响，现代渠道受影响较小。电商渠道成为人们购物的第一选择，但由于物流及配送困难，该渠道的销售增长有限。

未来销售渠道将会进一步多元化。如便利店、电商平台、自动贩卖机等，增加消费者购买产品的便利性，从而增加产品的消费频率。

农夫山泉的收益主要来自于传统渠道及现代渠道，2019年在总收益中占比分别为73.3%和12.2%，其余为电商和餐饮渠道。

图 71：2017-2019 年农夫山泉主要渠道收益占比



资料来源：农夫山泉招股说明书



### 5.2.1、经销商

农夫山泉通过完善的经销商网络来完成对不同渠道的深度覆盖，2017、2018、2019 年公司分别有 3876、3841、4280 名经销商，通过经销商分销的收益占比分别为 95%、94.6%和 94.2%。2017 年至今，随着经销商的质量与业务能力的稳定及成熟，已终止经销商数目逐年减少。经销商均采用先付款再提货的模式，经销商会配合公司推出新品的计划。

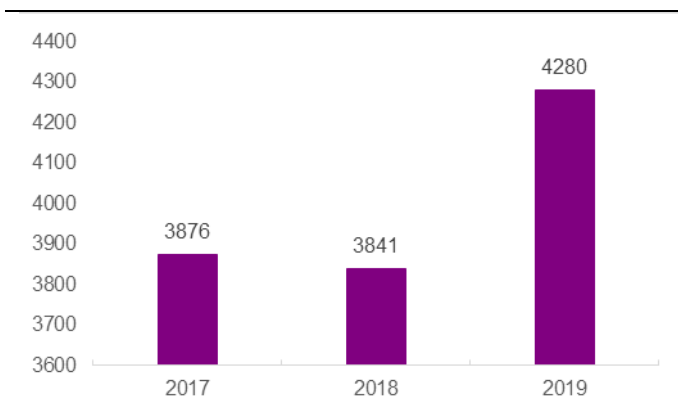
表 32：2017-2019 公司经销商总数及其变动

	2017	2018	2019
期初经销商数目	4317	3876	3841
新经销商数目	884	960	928
已终止经销商数目	1325	995	489
期末经销商数目	3876	3841	4280

资料来源：农夫山泉招股说明书

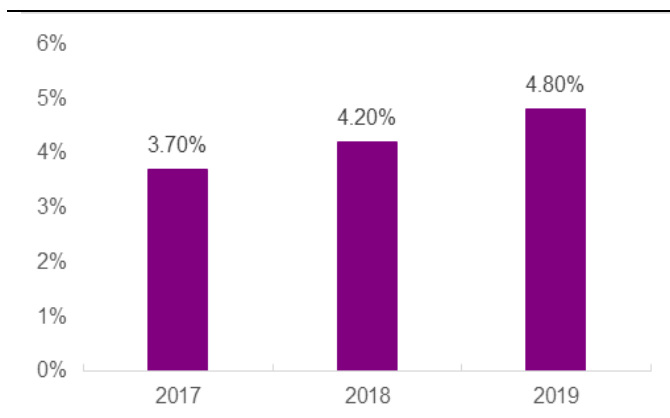
农夫山泉已建立了深度下沉的全国性销售网络。截至 2019 年底，公司通过 4280 名经销商覆盖了全国 237 万个以上的终端零售网点，其中有约 78.9% 终端零售点位于三线及以下城市。根据弗若斯特沙利文，农夫山泉覆盖的终端网点数占中国所有终端零售网点数量约 11%。

图 72：2017-2019 年年末经销商数量



资料来源：农夫山泉招股说明书

图 73：2017-2019 前五大客户销售额占比



资料来源：农夫山泉招股说明书

农夫山泉采取的是一级经销模式，部分偏远地区通过次级经销商进行再次分销：经销商直接向超市、连锁便利店、小型零售店、电商平台、餐厅等出售产品。经销商非独家经营农夫山泉产品，且通常同一经销商会同时分销包装饮用水和饮料品类。经销商以先款后货的方式直接购买产品，当其无法直接覆盖偏远市场时，其会向次级经销商出售产品。2020 年起，为了进一步推进市场下沉，农夫山泉和约 64 家次级经销商签订协议，次级经销商仍需通过经销商进货。

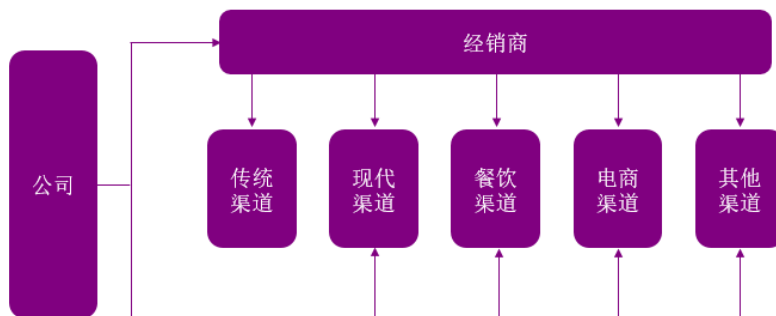
公司并不依赖单一经销商，前五大客户中只有两名为经销商，且任何单一经销商创造的收入均不超过整体营业额的 1%。

公司在超过 36 万家终端零售网点配有[农夫山泉]品牌形象冰柜，这可以有效地提升产品在终端的品牌展示以及货架份额，在销售旺季夏季对于销量的提升格外显著。

公司借助 NCP 系统可以通过手机和个人电脑管理经销商和一线销售人员。有利于追踪分析经销商的分销活动，提升终端网点的铺货、陈列、促销等方面的经营水平和销售团队效率。

新零售方面，截至 2019 年底，农夫山泉已在全国近 300 个城市投放了近 60000 台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备。自动贩卖机可以帮助农夫山泉更好地触及终端客户，进一步拓展销售网点，同时满足多场景下消费者的需求。

图 74：公司销售渠道结构



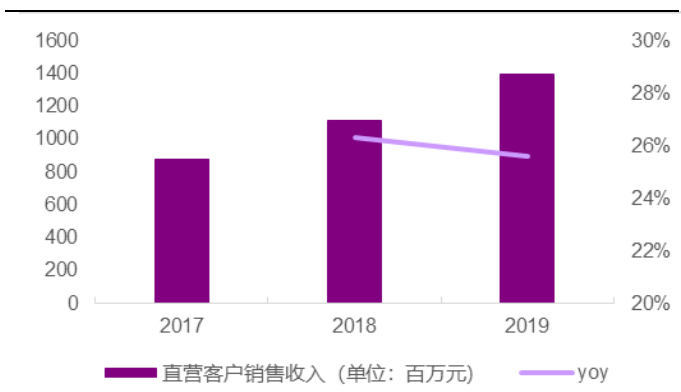
资料来源：农夫山泉招股说明书

### 5.2.2、直营客户

农夫山泉对采购量较大、信用较好的客户采取直营模式，主要包括全国/区域性超市、连锁便利店、电商平台、餐厅、航空公司以及集团客户等。截止 2019 年底，农夫山泉拥有约 200 名直营客户，2019 年的前五大客户中有 3 名为直营客户。

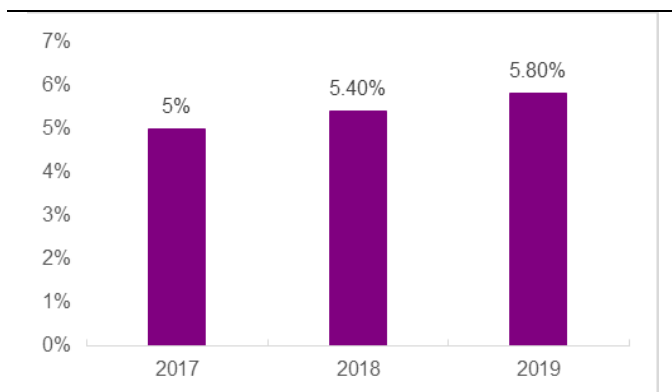
- 公司为各直营客户提供定制化的销售计划、市场活动方案，使得产品能够更有效地出现在直营客户的终端零售网点中。
- 基于与电商平台客户的业务关系，公司可以更好地进行品牌宣传和产品展示，提升品牌形象。

图 75：2017-2019 公司直营客户收入及增速



资料来源：农夫山泉招股说明书

图 76：2017-2019 公司直营客户收入占比



资料来源：农夫山泉招股说明书

## 6、盈利预测

### 6.1、包装水业务

以农夫山泉、怡宝为代表的 2 元水在短时间内迅速占领市场，我们认为该趋势还能持续：

1) 饮料/啤酒价格抬升提升了消费者对于 2 元水的接受度；此外随着全国性品牌的下沉和消费升级，农夫山泉、怡宝有望进一步切割区域品牌小包装水的市场份额。

➢ 根据凯度咨询，2018 年农夫山泉的渗透率为 59.3%，为饮料类中渗透率最高的品牌，但对比乳制品巨头伊利/蒙牛的渗透率，仍有~30%的渗透率提升空间。

图 77：主要饮料/乳业品牌渗透率，触及消费者情况

2018 渗透率排名	品牌	制造商	消费者触及数 (百万)	消费者触及数增长率%	渗透率%	购买频次
1		伊利实业集团	1267	5.0	90.8	7.5
2		蒙牛集团	1053	1.4	88.1	6.5
3		农夫山泉股份有限公司	368	9.0	59.3	3.5
4		康师傅控股有限公司	335	-15.0	52.2	3.5
5		娃哈哈集团	244	-3.3	44.4	3.0
6		可口可乐公司	233	10.0	44.0	2.9
7		可口可乐公司	192	2.0	42.6	2.6
8		光明乳业	386	-9.1	38.3	5.4
9		统一	180	-15.8	34.9	2.8
10		华润集团	175	4.3	34.3	2.9

资料来源：凯度咨询，消费者触及数=国内家庭数\*渗透率%\*购买频次  
渗透率=购买此品牌家庭数量/所有家庭数量；购买频次时间段为 2018 年内

2) 对于经销商/终端而言，2 元水比 1 元水的利润更厚，经销商/终端更有动力去售卖 2 元水；

另一方面，农夫山泉有望继续跑赢怡宝，市占率的提升空间有望高于怡宝：相较怡宝，农夫山泉的终端价盘更稳、经销商&终端更受益、自建工厂有利于控制成本、品宣能力更强。

基于以上逻辑，我们对农夫山泉小包装水的市场空间做出测算：

以招股说明书披露的 Frost&Sullivan 的口径为基准，2019 年农夫山泉的市占率是 21%。

- 测算主要考虑农夫山泉的包装水 2 元瓶水及一次性中/大规格包装水；
- 假设中包装水（1L 以上）以及 3 元及以上瓶水占包装水的市场份额为 30%，剩下的 70% 为主流价格带水；
- 假设 70% 的主流价格带水中 85% 为 2 元水，农夫山泉+怡宝可以占据其中 90% 的份额，则农夫山泉+怡宝的市占率有望达到 54%；假设农夫山

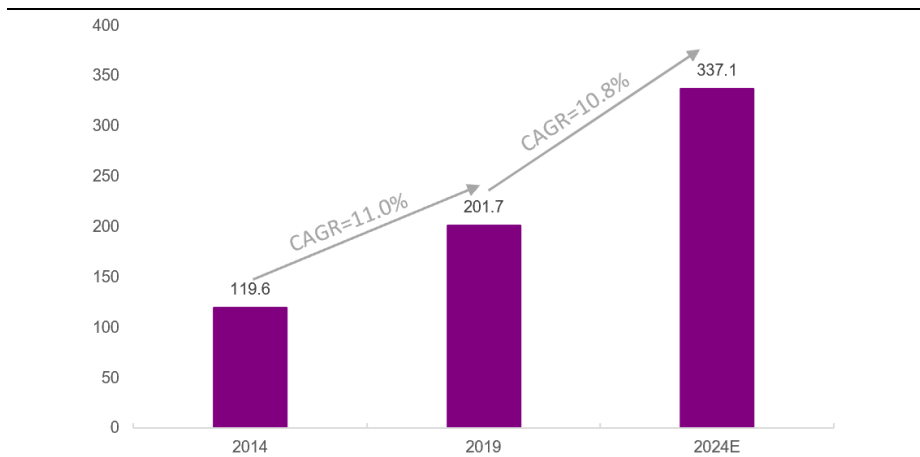
泉可以占到其中 65% 的份额，则农夫山泉的市占率有望达到  **$35%=70%\times 85%\times 90%\times 65%$** 。

- 此外假设 30% 的中包装水+3 元以上瓶水市场中，有三分之一为中包装水，其中农夫山泉有望占到 50% 的份额，则中包装市场带来的市占率为  **$5%=30%\times 1/3\times 50%$** 。

**农夫山泉瓶水+中包装水的远期市占率有望达到  $35\%+5\%=40\%$ ，市占率较当前（2019 年市占率为 20.93%）有近一倍提升空间。**

根据 Frost&Sullivan 数据，持续增长的包装水市场在 2024 年规模有望达到 3371 亿元，以 2024 年预测市场空间作为基准进行推测，则在假设农夫山泉包装水的渗透率进一步提升，市占率达到 25% 的情景下，对应零售额约为 843 亿元。假设出厂价折扣为 35%（按照 2019 年对应农夫山泉 20.93% 市占率估算，包装水营收/（市占率\*规模）），则对应厂商端收入规模体量约为 295 亿元。

**图 78：中国包装饮用水规模和复合年增长率（单位：十亿元）**



资料来源：弗若斯特沙利文

### **可能超预期部分 1：站住 3 元水市场带来的增量**

目前 3 元水市场的主要品牌为[百岁山]，农夫山泉在 3 元水市场布局的产品为运动盖矿泉水。当前 3 元水市场的主要消费人群仍集中在高级城市，未来随着 3 元水市场的扩大，农夫山泉可能会推出新的产品来抢占市场。借助强大的品牌力和渠道力，农夫有机会站稳 3 元水市场，从而为包装水业务带来新的增量。

### **可能超预期部分 2：颠覆桶装水市场带来的额外增量**

随着物流配送的进步以及整体生产能力的提升，以及人们支付能力和对用水安全性要求的提升，我们认为全国性水企终有望颠覆桶装水行业。

**当前的市场空间估算：**

- 根据浩泽净水财报披露,2018年中国桶装水产量达到6000万吨以上(见前文3.2节)。假设全国性水企品牌可以获取40%的桶装水市场,则预计市场空间为**2400万吨=6000万吨\*40%**
- 假设全国性桶装水的售价为1.2元/L,即1200元/吨,则市场规模为**288亿元**

桶水市场散乱且品牌众多,相较于区域性品牌,全国性品牌是更为安全的选择,通过提升在桶装水市场的渗透率,农夫山泉的包装水业务的空间有望在未来被进一步打开。

#### 盈利预测:

我们预计2020-2022年包装水部分的收入分别为154.6/192.9/234.9亿元,同比增速分别为8%/25%/22%。

我们预计,2020年受疫情影响,包装水销量同比增速将下滑至10%,然而随着疫情影响消失,2021-2022年包装水销量的增速分别提升至26%/23%。

单价方面(出厂口径),由于中/大规格包装水占比的提升,整体单价呈下滑态势,其中2020年疫情期间中包装(4L/5L)需求显著增加预计单价同比-2%,2021-2022年单价分别同比-1%/-1%。

毛利率方面,包装水的原材料主要包括PET(瓶身)、包材(纸箱、标签、收缩膜)今年由于原材料成本中占比较大的PET价格大幅下降,预计毛利率将提升3pct至63%,2021-2022年毛利率分别为60%/60%。

**表 33: 包装水板块盈利预测**

单位:百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,120	11,780	14,346	15,464	19,290	23,490
yoy		16%	22%	8%	25%	22%
销量(万吨)	902	1082.7	1338.2	1,472.0	1,854.7	2,281.3
yoy		20%	24%	10%	26%	23%
单价(元/吨)	1,122.0	1,088.0	1,072.0	1,050.6	1,040.1	1,029.7
yoy		-3.0%	-1.5%	-2%	-1%	-1%
毛利率	61%	57%	60%	63%	60%	60%

资料来源:Wind,光大证券研究所预测

## 6.2、饮料业务

### ➤ 茶饮料：短期主要依靠大单品“茶π”，“东方树叶”继续培育中

根据弗若斯特沙利文，2019年无糖茶在整体茶饮料中的占比仅为5.2%。虽然[东方树叶]是无糖茶市占第一品牌，但由于无糖v.s.有糖市场规模的显著差异，我们判断短期有糖茶大单品[茶π]仍将为公司茶饮料收入的主要贡献者。

表 34：2014-2024 年中国茶饮料市场规模明细（单位：亿元）

	2014	占比	2019	占比	2024E	占比	CAGR 2014-2019	CAGR 2019-2024
含糖茶	643	98.47%	746	94.79%	821	87.71%	3.0%	1.9%
无糖茶	10	1.53%	41	5.21%	115	12.29%	32.6%	22.9%
茶饮料 总计	653	100%	787	100%	936	100%	3.8%	3.5%

资料来源：弗若斯特沙利文

我们预计 2020-2022 年茶饮料部分的收入分别为 29.2/30.4/31.3 亿元，同比增速分别为-7%/4%/3%。

从销量看，大单品[茶π]的销量变化主导整体细分的销量情况。2019年由于茶π换新包装影响了消费者认知度，对销量产生了一定影响，导致2019年销量增速出现了大幅缩窄。2020年公司重新启用权志龙作为代言人（2017年BigBang为代言人），并配合有一系列推广活动，未来茶π有望1)进一步吸引年轻群体；2)随着农夫山泉向低线级市场渗透进一步扩大销售市场。我们预计2020-2022年茶饮料销量增速分别为-7%/3%/2%。

从吨单价看，[东方树叶]在2018年上调了价格（终端零售价上涨1元，从4元/瓶—5元/瓶），当时恰逢饮料行业出现提价潮：康师傅、统一、可口可乐均上调了部分饮品的终端零售价格。受产品提价影响，2018-2019年出厂口径单价同比上涨4.4%/2.8%。我们预计[东方树叶]涨价效应减弱后，单价将趋于稳态，预计2020-2022年单价同比增速分别为0%/1%/1%。

毛利率方面，预计2020-2022年茶饮料的毛利率分别为60%/60%/60%。

表 35：茶饮料产品

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
茶饮料产品						
营业收入	2,597	3,036	3,138	2,918	3,036	3,128
yoy		17%	3%	-7%	4%	3%
销量（万吨）	67	75	75.4	70.1	72.2	73.7
yoy		11.9%	0.5%	-7%	3%	2%
单价（元/吨）	3,876.1	4,048.0	4,161.8	4,161.8	4,203.4	4,245.5
yoy		4.4%	2.8%	0%	1%	1%
毛利率	58%	58%	60%	60%	60%	60%

资料来源：农夫山泉招股说明书，光大证券研究所预测

➤ **果汁饮料：明星单品“农夫果园”仍然具备下沉市场空间**

2003 年推出的[农夫果园]是公司果汁饮料赛道的明星单品，根据 Euromonitor 数据,[农夫果园]在整体果汁品类的销量占比远高于[NFC]/[水溶 C]品牌。属于中浓度果汁的[农夫山泉] 已推出了近 20 年，产品经历了市场检验，仍有向下沉市场渗透的空间。

从行业看，根据弗若斯特沙利文，2019-2024 年低浓度果汁的市场规模基本持平，而中浓度果汁在 2019-2024 年 CAGR9.4%的增速下 2024 年在整个果汁饮料行业的占比有望提升至 22%。伴随着消费升级，中浓度果汁切割低浓度果汁市场的趋势在下线市场持续，拥有公司强渠道支持的[农夫果园]有望受益于这一行业趋势，继续取得良好表现。

**表 36：2014-2024 年中国果汁市场规模明细（单位：亿元）**

	2014	占比	2019	占比	2024E	占比	CAGR 2014-2019	CAGR 2019-2024
纯果汁	54	4.2%	99	6.9%	158	9.9%	12.9%	9.8%
中浓度果汁	163	12.8%	255	17.8%	351	21.9%	9.4%	6.6%
低浓度果汁	1058	83%	1081	75.3%	1094	68.2%	0.4%	0.2%
果汁饮料总计	1275		1435		1603		2.4%	2.2%

资料来源：弗若斯特沙利文

注：此口径下中浓度果汁的果汁含量为 30%-99%

我们预计 2020-2022 年果汁饮料部分的收入分别为 22.1/27.1/32.3 亿元，同比增速分别为-4%/22%/19%。

**从销量看**，主要贡献销量的大单品[农夫果园]有望进一步向低线城市渗透，从而继续保持较好的增长水平，进而带动整体果汁饮料产品的增长。我们预计 2020-2022 年销量增速分别为-7%/20%/18%。

**从吨单价看**：2019 年农夫果园推出了两款新品，新品终端零售价高于老品，产品组合的变化对于整体果汁饮料的吨单价有帮助，2019 年 yoy+2.4%，我们认为未来随着[农夫果园]新品，以及售价更高的 NFC 果汁的推广，这一趋势有望持续，预计 2020-2022 年吨单价分别提升 3%/2%/1%。

**毛利率方面**，预计 2020-2022 年果汁饮料的毛利率分别为 37%/35%/33%。

**表 37：果汁饮料产品**

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>果汁饮料产品</b>						
营业收入	1,468	1,855	2,311	2,214	2,710	3,229
yoy		26%	25%	-4%	22%	19%
销量(万吨)	33.6	42.1	51.2	47.6	57.1	67.4
yoy		25.3%	21.6%	-7%	20%	18%
单价(元/吨)	4,369.0	4,406.2	4,513.7	4,649.1	4,742.1	4,789.5
yoy		0.8%	2.4%	3%	2%	1%
毛利率	38%	41%	35%	37%	35%	33%

资料来源：农夫山泉招股说明书，光大证券研究所预测

### ► 功能饮料：

我们预计 2020-2022 年功能饮料部分的收入分别为 33.6/39.4/44.2 亿元，同比增速分别为-11%/17%/12%。

**从销量看**，受益于行业较高的景气度：根据弗若斯特沙利文，[尖叫]定位的运动饮料市场规模 2019-2024 年的 CAGR 为 9.6%，[维他命水]定位的营养素饮料 2019-2024 年的 CAGR 为 7.6%，远高于整体软饮行业增速。此外 2019 年尖叫上新口味后，单品活力得到了进一步加强，2019 年[尖叫]收入同比增长 10.2%。今年受疫情影响，“运动场景”显著减少，预计功能饮料量的下滑高于其他品类，同比增长-12%，恢复正常后，2021-2022 年销量同比增长分别为 15%/11%。

**从吨单价看**：预计整体单价将保持相对稳定，分别为 1%/2%/1%。

**毛利率方面**，预计 2020-2022 年果汁饮料的毛利率分别为 52%/52%/52%。

表 38：功能饮料产品

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>能量饮料产品</b>						
营业收入	2,936	3,322	3,779	3,359	3,940	4,417
yoy		13%	14%	-11%	17%	12%
销量 (万吨)	84.9	94.4	108.2	95.2	109.5	121.5
yoy		11.2%	14.6%	-12%	15%	11%
单价 (元/吨)	3,458.2	3,519.1	3,492.6	3,527.5	3,598.1	3,634.1
yoy		1.8%	-0.8%	1%	2%	1%
毛利率	52%	50%	51%	52%	52%	52%

资料来源：农夫山泉招股说明书，光大证券研究所预测

### 盈利预测：

饮料行业受到疫情影响较大，我们预计 2020 年茶饮料/功能性饮料/果汁饮料的收入增速分别为-7%/-11%/-4%，疫情影响消除后，饮料行业将显著改善，预计 2021 年三大品类的收入增速分别回升至 4%/17%/22%，2022 年分别为 3%/12%/19%。毛利率方面，我们预计饮料品类的毛利率可以维持当前较稳定状态，假设 2020 年三大品类的毛利率分别为 60%/52%/37%；2021 年分别为 60%/52%/35%；2022 年分别为 60%/52%/33%。

**其他产品**，从公司披露的 2020 年 1-5 月数据看，销量大幅增长而单价有所下跌：销量 yoy+244%，单价 yoy-32%，我们预计是公司 2019 年公司推出的部分单价较低新品如[苏打水]获得了较好表现，我们预计其他产品 2020-2022 年营收增速分别为 13%/29%/25%，毛利率分别为 29%/40%/49%，毛利率受益于高毛利新品占比的提升。



表 39：饮料板块主要盈利预测情况

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>茶饮料产品</b>						
营业收入	2,597	3,036	3,138	2,918	3,036	3,128
yoy		17%	3%	-7%	4%	3%
毛利率	58%	58%	60%	60%	60%	60%
<b>功能饮料产品</b>						
营业收入	2,936	3,322	3,779	3,359	3,940	4,417
yoy		13%	14%	-11%	17%	12%
毛利率	52%	50%	51%	52%	52%	52%
<b>果汁饮料产品</b>						
营业收入	1,468	1,855	2,311	2,214	2,710	3,229
yoy		26%	25%	-4%	22%	19%
毛利率	38%	41%	35%	37%	35%	33%
<b>其他产品</b>						
营业收入	370	482	447	503	648	812
yoy		30%	-7%	13%	29%	25%
毛利率	25%	17%	18%	29%	40%	49%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

我们预计公司 2020-2022 年公司收入分别为 245/296/351 亿元，同比增速分别为 2%/21%/18%。从成本端看，整体成本受 PET 价格波动影响最大，今年由于原油价格下跌，PET 价格随之大幅下降，有利于整体毛利率的改善。我们预计 2020 年毛利率提升至 58%，2021-2022 年毛利率分别为 56%/56%。2020-2022 年公司净利分别为 51.1/62.6/73.2 亿元。

表 40：农夫山泉核心盈利数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,475	24,021	24,458	29,623	35,076
营业收入增长率	17.06%	17.32%	1.82%	21.12%	18.41%
毛利率	53%	55%	58%	56%	56%
净利润（百万元）	3,606	4,949	5,109	6,263	7,324
净利润增长率	7%	37%	3%	23%	17%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 7、估值水平与投资评级

### 7.1、相对估值——PE 法

从可比公司估值情况看，港股可比饮料（包括含饮料业务）公司 2021 年的平均 forward PE 为 15.9x，美股可比公司 2021 年的平均 forward PE 为 26.4x，日本可比饮料公司 2021 年的平均 forwardPE 为 38.7x。根据我们的盈利预测，农夫山泉 2021 年的 PE 为 56 倍，高于行业水平，考虑到农夫山泉相较同业更强的盈利能力（领先的毛利率/净利率水平），其偏高的估值水平具有一定合理性。

表 41：可比公司 PE 估值

代码	公司名称	货币	市值 (亿港元)	2019	2020E	2021E
<b>港股饮料公司</b>						
506 HK Equity	中国食品	HKD	76	14.4	14.1	11.9
220 HK Equity	统一企业中国	HKD	320	19.5	19.0	17.6
322 HK Equity	康师傅控股	HKD	800	16.6	18.6	18.2
<b>Average</b>				<b>16.9</b>	<b>17.2</b>	<b>15.9</b>
<b>美股饮料公司</b>						
MNST US Equity	怪兽饮料公司	USD	3,346	38.3	36.3	32.1
KO US Equity	可口可乐	USD	16,908	26.1	27.8	24.5
PEP US Equity	百事可乐	USD	14,485	25.0	25.2	22.7
<b>Average</b>				<b>29.8</b>	<b>29.8</b>	<b>26.4</b>
<b>日本饮料公司</b>						
2593 JP Equity	伊藤园	JPY	474	150.5	61.2	72.7
2587 JP Equity	三得利食品饮料有限公司	JPY	900	21.0	20.6	18.0
2267 JP Equity	株式会社养乐多本社	JPY	724	21.6	24.3	25.5
<b>Average</b>				<b>64.4</b>	<b>35.4</b>	<b>38.7</b>
<b>A/港股酒类公司</b>						
1876 HK Equity	百威亚太	HKD	3,258	42.3	42.9	26.9
291 HK Equity	华润啤酒	HKD	1,630	94.0	53.3	37.8
<b>Average</b>				<b>68.1</b>	<b>48.1</b>	<b>32.3</b>
<b>整体均值</b>				<b>41.9</b>	<b>33.4</b>	<b>28.8</b>
9633 HK Equity	农夫山泉	HKD	3,927	70	69	56

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，注：可比公司估值预测源于 Bloomberg 一致预期，农夫山泉估值为光大证券研究所预测，预测时间为 2020.09.20, 1HKD=0.9CNY

## 7.2、相对估值——PB 法

从可比公司估值情况看，港股可比饮料（包括含饮料业务）公司 2021 年的平均 forward PB 为 0.9x，美股可比公司 2021 年的平均 forward PB 为 5.8x，日本可比饮料公司 2021 年的平均 forward PB 为 1.5x。根据我们的盈利预测，农夫山泉 2021 年的 forward PB 为 4.7 倍，高于行业水平。相较于饮料，包装水的行业增长持续性更好、格局更明朗，作为行业龙头的农夫山泉估值偏高具有合理性。

表 42：可比公司 PB 估值

代码	公司名称	货币	市值 (亿港元)	2019	2020E	2021E
<b>港股饮料公司</b>						
506 HK Equity	中国食品	HKD	74	0.4	0.4	0.3
220 HK Equity	统一企业中国	HKD	312	1.4	1.2	1.2
322 HK Equity	康师傅控股	HKD	786	1.1	1.1	1.1
<b>Average</b>				<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>
<b>美股饮料公司</b>						
MNST US Equity	怪兽饮料公司	USD	25,828	8.2	9.7	8.7
KO US Equity	可口可乐	USD	16,794	6.4	6.7	6.1
PEP US Equity	百事可乐	USD	14,108	2.9	2.8	2.7
<b>Average</b>				<b>5.8</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>
<b>日本饮料公司</b>						
2593 JP Equity	伊藤园	JPY	653	1.0	1.2	1.2
2587 JP Equity	三得利食品饮料有限公司	JPY	912	1.1	1.0	0.9
2267 JP Equity	株式会社养乐多本社	JPY	694	3.0	2.4	2.4
<b>Average</b>				<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>
<b>A/港股酒类公司</b>						
1876 HK Equity	百威亚太	HKD	3,245	6.2	7.4	6.4
291 HK Equity	华润啤酒	HKD	1,620	3.8	4.3	3.9
<b>Average</b>				<b>8.9</b>	<b>11.2</b>	<b>9.5</b>
<b>整体均值</b>				<b>4.3</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>
9633 HK Equity	农夫山泉	HKD	4,000	7.4	5.8	4.7

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，注：可比公司估值预测源于 Bloomberg 一致预期，农夫山泉估值为光大预测，预测时间为 2020.09.20, 1HKD=0.9CNY

## 7.3、估值结论与投资评级

我们预测农夫山泉 2020-2022 年的归母净利润分别为 51.1/62.6/73.2 亿元，EPS 分别为 0.47/0.57/0.67 元。2020-2022 年归母净利润 CAGR 为 19.7%。对应 2020-2022 年 PE 分别为 66x/54x/46x。包装水是食品饮料赛道中的优质赛道，农夫山泉作为行业龙头，具备长期增长潜力。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 8、风险提示

- 1、PET 价格上涨超出预期：PET 是包装水/饮料成本项中的重要构成部分，如果 PET 价格短期出现快速上涨，则会对公司成本端造成较大压力。
- 2、食品安全问题：对于食品饮料公司，食品安全是底线，也是潜在风险点。

## 9、附录：包装水市场的主要参与者

### 9.1、站稳 2 元水市场的农夫山泉/怡宝

1990 年，华润怡宝推出怡宝牌纯净水，成为当时中国最早生产、销售包装饮用水的企业之一。怡宝前期采用“小市场、大占有”的营销战略，成功成为华南地区排名首位的品牌。2007 年开始怡宝向全国扩张，2010 年提出“十二五”战略规划，进一步加快全国化进程。

表 43：华润怡宝旗下产品

产品	类型	口味/规格	上市时间	是否通过麒麟引入	产品图
怡宝	纯净水	小包装：350ml/400ml/555ml	-	否	
		中包装：1.555L/4.5L/2.08L	-		
		大包装：18.9L 等	-		
午后奶茶	奶茶	经典原味：500ml	2011	是	
		巧克力味：500ml	2011	是	
		愿事之茗：430ml	2019	否	
火咖	咖啡	意式香浓拿铁 180ml、 意式倍醇拿铁 280ml	2011	是	
		意式拿铁咖啡 440ml、 美式冰咖啡 440ml	2011	是	
		冷萃黑咖啡 280ml	2018	否	
双倍咖啡拿铁 280ml	2019				
加林山	天然矿泉水	550ml	2010	否	
魔力	运动饮料	魔力维他命 500ml	-	否	
		魔力氨基酸 500ml	2017		
		魔力电解质 500ml	2018		
蜜水柠檬	果味近水 饮料	蜜水柠檬 480ml、蜜水柠檬 350ml	2018	否	
		蜜水白柚 480ml、蜜水百香 480ml	2019		

佐味茶事	无糖茶	红茶原味 430ml、乌龙茶原味 430ml	2019	否	
小主菌	乳酸菌轻饮	包装：蓝、红、绿、紫四种颜色 规格：280ml、500ml	2018	否	
葡萄假日	果汁	440ml	2019	是	

资料来源：怡宝官网，光大证券研究所整理

注：数据截止到 2020 年 8 月

怡宝与农夫山泉一起取得 2 元包装水的强者地位，推动大众主流水价格带上移：1) 第一阶段，PET 价格涨价触发调价：2010 年-2012 年间，受石油价格影响 PET 瓶成本上涨，农夫山泉、怡宝等包装水品牌的出厂价纷纷提升，终端零售价跟随上涨。

- 凭借强大品牌力站稳了 2 元水的农夫山泉：自 2008 年提出新的广告词“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”之后，农夫山泉的市场份额进一步提升，体现了品牌强大的营销实力。2010 年农夫山泉更换新包装，并标注建议零售价 2 元，为终端的正式涨价做了准备。
- 伴随渠道拓展落实成功涨价的怡宝：2010 年后怡宝根据“十二五”战略规划，通过“全员辅市”、“持续巷战”等方式实现快速增长，并在 2011 年开始逐渐提价。

图 79：2009 年以来石油 PPI 当月同比（单位：%）



资料来源：WIND

注：数据截止到 2020 年 8 月

图 80：2008 年以来余姚塑料城 PET 市场价格（元/吨）



资料来源：WIND

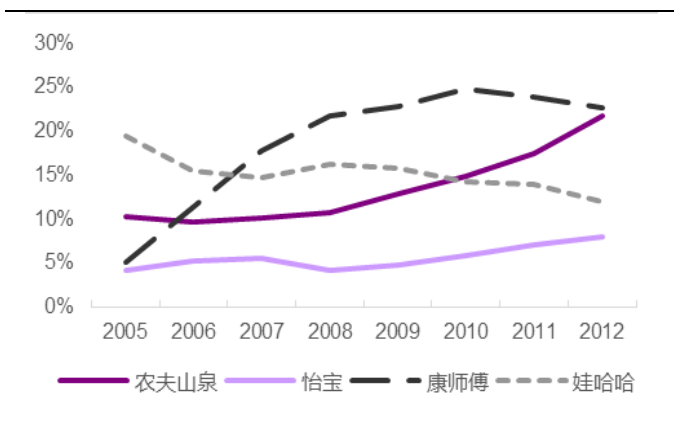
注：数据截至到 2020 年 8 月

2) 第二阶段，贵价水打开 2 元水空间：伴随消费升级，更高价格带的包装水开始流行。2013 年恒大冰泉推出售价 5 元的高端水，牵头对消费者进行教育，同年百岁山推广“水中贵族”的经典广告推广旗下的 3 元水。虽然恒

大冰泉成功捕捉到消费升级的风口，但其过高的定价与消费者对产品的认知不匹配，反而增强了消费者对 2-3 元价格带包装水的认同。

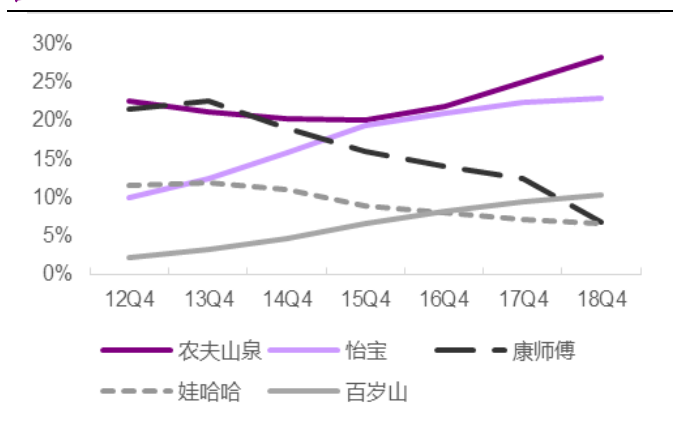
3) 第三阶段，2 元水赶超娃哈哈康师傅：2014 年，农夫山泉成为行业第一，2016 年怡宝超越康师傅成为行业第二，农夫山泉和怡宝卡位的 2 元水开始替代 1 元水成为主流；2019 年，康师傅的市占率仅为 5.4%，退出行业前四。

图 81：2005-2012 农夫山泉和怡宝的销售量占比



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

图 82：2012-2018 年每年 Q4 农夫山泉和怡宝的销售量占比



资料来源：尼尔森，光大证券研究所

## 9.2、打开 3 元水价格带的百岁山

景田百岁山旗下产品有定位 3 元的[百岁山]和 2 元的[景田](2016 年)。2004 年，景田进入矿泉水领域，推出天然矿泉水[百岁山]，借由高品质打造“水中贵族”的形象，定位在 3 元的价格带。差异化的包装、品牌的宣传以及精准的价格卡位，使百岁山异军突起，站住了 3 元水价格带。

图 83：百岁山的生产基地



资料来源：百岁山官网

百岁山从 3 元价格带切入并获得了成功，根据尼尔森数据，2018 年百岁山在整体包装水市场占比达到 10.1%，超过康师傅，仅次于农夫山泉和怡宝。

同时，百岁山相对国内其他天然矿泉水：大山、蓝剑、恒大冰泉、昆仑山的优势亦愈加明显。

百岁山的成功源自于它精准的定价以及差异化的营销。

- 百岁山是天然矿泉水，2010 年左右定价就在 2.5-3 元，低于恒大冰泉、昆仑山、西藏 5100 等品牌，略高于农夫山泉、怡宝，同价格带内没有对手，避开了激烈的竞争。

表 44：目前 3 元包装水价格带的主流品牌

品牌	规格	上市时间
恒大冰泉	500ml	2013 (2015 年下调价格)
百岁山	570ml	2004
农夫山泉 (学生水)	535ml	2015
康师傅涵养泉	550ml	2018

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

- 2013 年百岁山大力推广经典的“水中贵族”的广告，在当时引发热议，极大的加深了消费者对其的印象，广告并没有强调水源，而聚焦于打造品牌的“贵族精神”。
- 百岁山采用精心设计的包装，给消费者带来美学上的享受，与附加的地位属性一起满足消费者的尊重需求，彻底将“水中贵族”这一概念与百岁山捆绑在一起。
- 为强化其“贵族精神”的定位，百岁山经常出现在世界互联网大会、高端论坛以及体育赛事上，进一步强化了消费者对其高品质的品牌印象。

图 84：百岁山主打贵族概念的广告



资料来源：百岁山官网

图 85：百岁山赞助体育赛事



资料来源：百岁山官网

### 9.3、折戟瓶装水赛道康师傅/娃哈哈

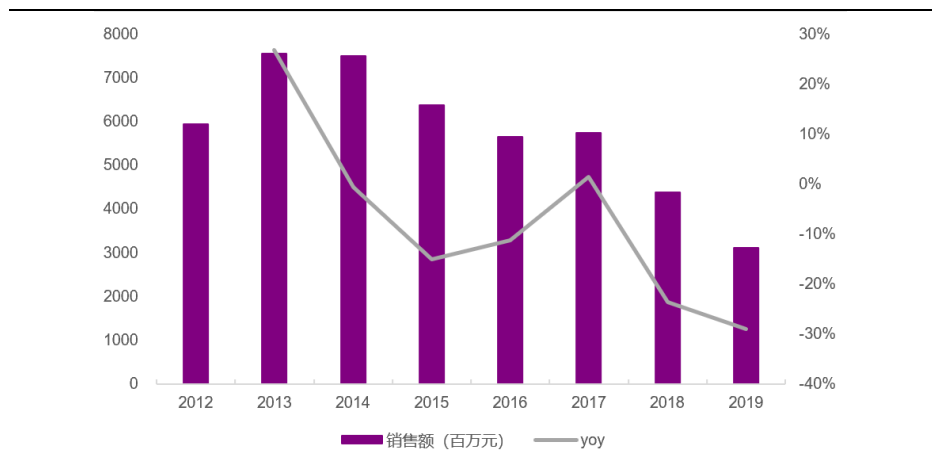
康师傅：从龙头位置跌落，瓶装水业务市占率不断下滑



康师傅在 2012 年前后是市占率第一的品牌，当时 1 元水是主流产品，瓶装水市场杂乱，康师傅通过降低包装成本（将瓶身做薄、整件用膜装），采用将低价做到底的策略成功在包装水市场站稳脚跟。

然而当农夫山泉和怡宝等竞争对手将瓶装水价格推升至 2 元时，康师傅并没有及时进行产品的革新，依然维持 1 元的售价。而随着 1 元水市场的逐渐萎缩，康师傅的包装水销售额从 2013 年 77.53 亿元（折合人民币）下降至 2019 年的 31.14 亿元。

图 86：康师傅瓶装水 2012-2019 年销售额及 yoy

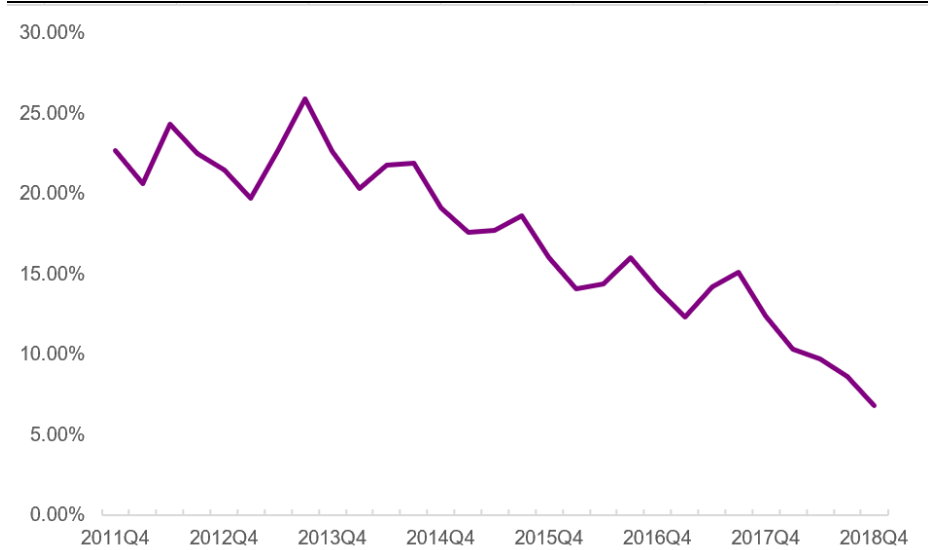


资料来源：康师傅公告

**应对市场变化做出调整，但是包装水涨价策略仍然失败。**康师傅在 2018 年第二季度开始推出“升级康师傅包装饮用水并提升价格”的策略，瓶身更换为硬包装，采用椰壳活性炭过滤，将 1 元水价格提升至 2 元。

- 涨价后的康师傅在一二线城市要面对先行进行升级的农夫山泉和怡宝的竞争；并且从单箱利润看，康师傅给经销商的利润空间要低于农夫山泉和怡宝，导致经销商对于销售康师傅瓶水的意愿偏低，同一经销商通常会代理多个品牌，资金会倾斜向回报高的品牌；
- 另一方面，虽然康师傅相较农夫山泉和怡宝拥有更下沉的销售网络，已布局到低线城市以及乡镇市场，但消费水平偏低的低线城市和乡镇并不接受突如其来的涨价策略。升级策略并未成功实施的康师傅，市场份额进一步下滑至 2018Q4 的 6.8%。

图 87：康师傅包装水市场占有率变化



资料来源：尼尔森，康师傅业绩演示材料

表 45：康师傅产品结构

公司	品类	收入占比	品牌	产品
康师傅	茶	44%	冰红茶 ICE TEA, 绿茶, 康师傅茉莉清茶	
	碳酸饮料及其他	34%	七喜, 美年达, pepsi	
	果汁	13%	康师傅果汁, 好喝的水果!	
	水	9%	康师傅矿物质水	

资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

注：截止到 2020 年 8 月；2011 年康师傅获得百事可乐在中国的罐装、瓶装业务，康师傅负责披露百事可乐的相关业务数据

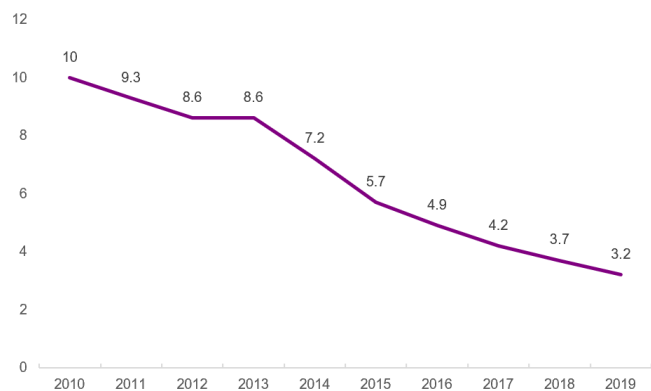
**娃哈哈：及时进行产品调整，但产品定位模糊+高线城市渠道萎缩+家族式企业管理存在弊端，市占率不断下滑**

娃哈哈于 2012 年 4 月将终端建议零售价提升到 2 元，和康师傅不同，虽然娃哈哈及时进行了产品调整，但由于产品定位模糊、家族式管理下业务分散且影响效率，以及渠道和产品升级不匹配的多重影响，娃哈哈瓶装水的市场

份额不断下滑：2013 年市占率尚排第二位的娃哈哈，市占率从 2015 年 9% 下滑至 2019 年 6.7%。

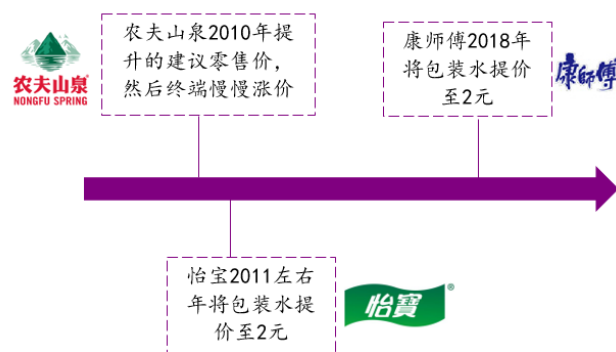
- 家族式企业管理下，业务分散且影响效率：例如娃哈哈的灌装线由中正智能科技有限公司负责。
- 产品定位模糊：596ml 红色包装水在上调价格时并没有进行产品调整，此后升级的晶钻装瓶水，未能明确和传统 596ml 的区别。
- 高线城市渠道萎缩，“乡镇之王”遇产品和渠道错位的窘境：娃哈哈未能及时推出新品，固守包括营养快线在内的老“大单品”，导致其不断丢失在高线城市的市场份额，退而成为“乡镇之王”。然而包装水从 1 元到 2 元的升级是从高线城市开始，进而向下沉市场渗透，由于升级化产品&渠道的错位，导致娃哈哈虽然较早进行了 2 元水升级，但仍在持续丢失市场份额。

图 88：娃哈哈 2010-2019 年瓶装水市场份额 (%)



资料来源：Euromonitor

图 89：农夫山泉、怡宝、康师傅饮用水涨价情况



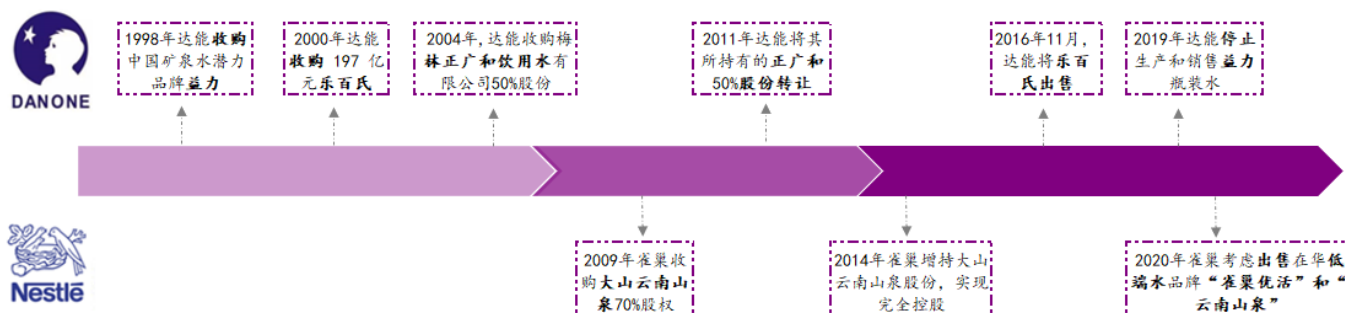
资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

## 9.4、淡出主流水价格带竞争的雀巢/达能

海外包装水巨头雀巢/达能，均采用了收购本土品牌的方式切入主流价格带包装水领域：

- **雀巢**：从 1997 年开始在华从事瓶装水业务，根据 Euromonitor, 2019 年市占率约为 1.7%。雀巢在国内拥有雀巢优活、获特满和大山云南山泉三个品牌，优活和纯悦定位 1-2 元的主流水价格带，云南山泉定位于 3 元价格带，获特满为桶装水产品，其中云南山泉为收购品牌。2020 年公司将在华低端水品牌“雀巢优活”和“云南山泉”出售给青岛啤酒集团。
- **达能**：1987 年进入中国市场的达能，先后通过收购获得了益力、乐百氏和正广和饮用水品牌，由于主流价格带瓶装水表现欠佳，达能 2011 年和 2016 年分别出售正广和与乐百氏，于 2019 年停止生产和销售益力。

图 90：达能和雀巢在中国地区饮用水业务的收购情况

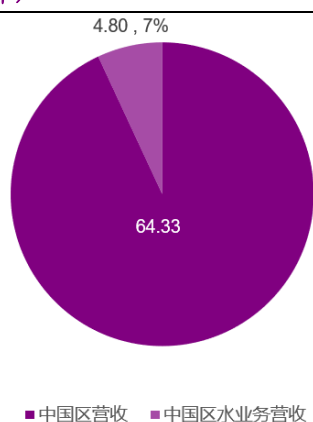


资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

通过收购本地水企进入大众价格带瓶装水的雀巢和达能先后放弃了低端水业务。对低端水重视度偏弱，对终端的操作和把控能力不足、渠道的布局局限造成了两家巨头的折戟：

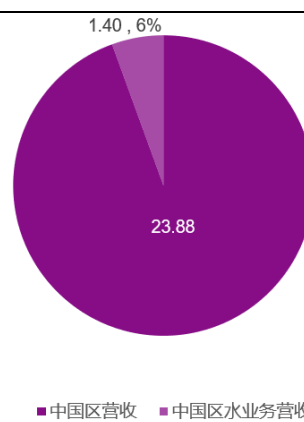
- **市场竞争的加剧，对本地市场变化把握度偏弱。**本土企业入局瓶装水道加剧了行业的竞争激烈程度。和以包装水业务为主营的农夫山泉、怡宝不同，2019年在雀巢和达能的营收中占比仅为7%和6%水业务并不是两家公司在华的重点业务。
- **渠道把控存在偏差，对流通渠道重视度偏弱。**以雀巢为例，雀巢在对瓶装水渠道的判断上存在一定偏差，费用投放更倾斜在大型商超、超市，过度依赖现代商超渠道（根据 Euromonitor，2019年占全部包装水渠道比约55.6%），而忽略了以夫妻老婆店为代表的流通渠道（2019年占比约38.5%）。相比而言，农夫山泉、怡宝在内的本土企业对各个渠道都很重视，对于终端的操控和把控力更强。

图 91：2019 年雀巢中国区营收和中国区水业务营收（亿 瑞士法郎）



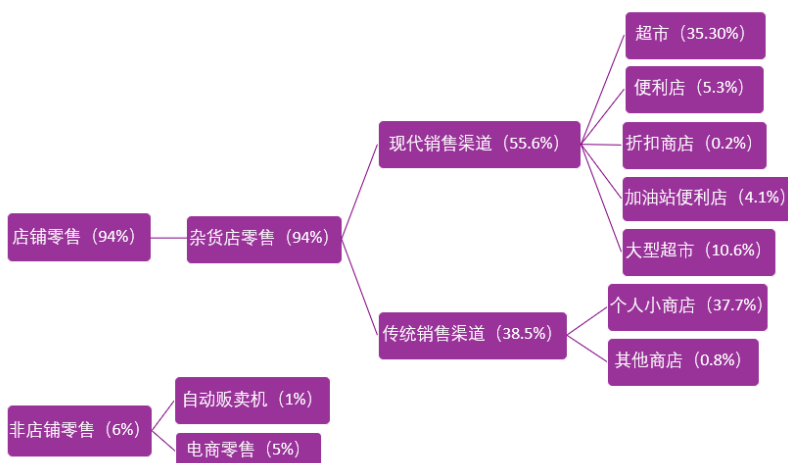
资料来源：雀巢财报，光大证券研究所整理

图 92：2019 年达能中国区营收和中国区水业务营收（亿 欧元）



资料来源：达能财报，光大证券研究所整理

图 93：2019 年中国瓶装水零售渠道分布（按销量）



资料来源：Euromonitor

雀巢、达能均在逐步退出低端水，将重心放回毛利率更高的高端水业务。

和低端水的平淡表现不同，雀巢高端气泡水和高端纯水的有机增长率分别为 8%和 10%（根据 2018 年财报披露），显著高于整体水业务的 2.1%。

因而雀巢开始进行内部调整，将重点放在高端品牌巴黎水和圣培露上。雀巢 2020 年 6 月 16 日董事会表示，整体策略上“公司将更加聚焦于标志性的国际品牌和知名高端矿泉水品牌”，并于 2020 年 6 月在中国市场引进另一高端水品牌“普娜”。达能在高端水领域有依云、波多和富维克等产品的布局。

图 94：雀巢和达能在中国高端水的布局产品



资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

利润表 (百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	17,491	20,475	24,021	24,458	29,623	35,076
销售成本	(7,682)	(9,554)	(10,710)	(10,310)	(12,893)	(15,330)
毛利	9,809	10,921	13,311	14,148	16,731	19,746
其他收入及收益,净额	402	534	774	774	774	774
销售及分销开支	(4,890)	(5,218)	(5,816)	(6,436)	(7,410)	(8,949)
行政开支	(859)	(1,065)	(1,383)	(1,383)	(1,383)	(1,383)
其他开支	(19)	(404)	(371)	(378)	(458)	(542)
财务费用	(8)	(4)	(16)	(16)	(31)	(31)
除税前溢利	4,435	4,763	6,499	6,710	8,223	9,615
所得税开支	(1,049)	(1,152)	(1,545)	(1,595)	(1,954)	(2,285)
年内溢利	3,386	3,612	4,954	5,115	6,269	7,330
非控股权益	6	6	6	6	6	6
归母净利润	3,380	3,606	4,949	5,109	6,263	7,324

资产负债表 (百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6,857	8,841	4,372	14,879	19,949	26,732
存货	1,442	1,906	1,762	1,800	1,987	2,417
贸易应收款项	194	223	306	267	298	356
预付款项及其它应收款项	569	1,165	1,021	1,103	1,231	1,472
现金及现金等价物	2,563	1,764	1,083	11,509	16,234	22,287
其他流动资产	2,088	3,783	200	200	200	200
<b>非流动资产</b>	9,766	12,109	13,424	14,639	15,562	16,193
物业、厂房及设备	8,931	11,089	12,314	13,482	14,364	14,959
其他非流动资产	835	1,020	1,110	1,157	1,198	1,233
<b>资产总计</b>	16,623	20,950	17,796	29,518	35,510	42,925
<b>流动负债</b>	5,197	6,163	7,441	7,273	7,634	8,464
货物应付款项及应付票据	821	837	791	799	882	1,073
其他应付款项及应计费用	1,992	2,604	2,855	2,679	2,957	3,596
其他流动负债	2,384	2,722	3,795	3,795	3,795	3,795
<b>非流动负债</b>	260	371	473	473	473	473
借款	229	209	248	248	248	248
其他非流动负债	31	162	225	225	225	225
<b>总负债</b>	5,457	6,534	7,915	7,746	8,107	8,938
股本	360	360	360	360	360	360
储备	10,767	14,012	9,522	21,407	27,032	33,610
非控股权益	38	44		6	11	17
<b>权益总额</b>	11,165	14,416	9,882	21,772	27,403	33,987

现金流量表 (百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,697	4,630	7,472	7,011	8,722	10,160
除所得税前溢利	4,435	4,763	6,499	6,710	8,223	9,615
折旧摊销	1,160	1,395	1,734	2,146	2,438	2,729
减: 净营运资金增加	(541)	(1,084)	186	(249)	16	101
其他	(356)	(444)	(946)	(1,595)	(1,954)	(2,285)

投资活动现金流	(4,646)	(3,674)	643	(3,360)	(3,360)	(3,360)
购买物业,厂房及设备项目	(2,273)	(3,337)	(3,231)	(3,237)	(3,237)	(3,237)
其他	(2,373)	(337)	3,874	(123)	(123)	(123)
融资活动现金流	(444)	(457)	(8,697)	6,776	(638)	(746)
已付股息	(367)	(367)	(9,598)	(520)	(638)	(746)
其他	(77)	(90)	901	7,296	0	0
净现金流	(393)	499	(582)	10,426	4,724	6,054

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼