

包装水长坡厚雪，软饮翘楚欣欣向荣


东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **包装水高举高打，软饮先驱独占鳌头。**农夫山泉从包装水业务起家，经过 20 余年的发展，已发展成为国内软饮料市场的龙头企业。公司创始人持股集中，核心管理层共同持股实现有效激励。公司业务上以包装水为核心、深耕产品渠道，推出茶饮料、果汁饮料、功能饮料等协同发展，持续打开成长空间。
- **包装水赛道长坡厚雪，健康意识推升需求。**包装水已成为国内软饮行业中最大细分市场，2020 年零售规模达 2134 亿元，结构上呈现“天然化”升级趋势。参照海外，消费健康化、饮水安全意识强化、家庭消费增长等是推动美国和日本包装水长足发展的核心原因。国内市场，消费升级趋势下包装水向家庭消费和办公消费拓展，无糖化消费趋势下包装水持续受益。中长期看，国内包装水销量有望持续增长、吨价提升空间大，有望呈现量价齐升局面。
- **包装水业务行稳致远，优势明显护城河深厚。**公司包装水品牌力突出，持续完善产品布局，价格定位处于中游；布局优质水源地形成先发优势，全国化分布控制运输成本，规模效应持续发挥，渠道网络扩张仍具潜力。在国内包装水产品上行周期内，对比海外市场产品周期经验，我们认为公司有望复制可口可乐等公司的成长路径，有望经历 10 年、20 年乃至更长的成长周期。
- **软饮行业结构升级，公司业务百花齐放。**软饮行业产品结构加速升级：茶饮料行业无糖品类结构性增长，果汁饮料向高浓度发展，功能饮料行业整体增速较高。公司软饮料产品定位领先、知名度高，创新推动业务增长：茶饮业务顺应无糖化趋势，果汁饮料加码 NFC 领域，功能饮料继续享受行业红利。
- **盈利能力卓然超群，未来仍有提升空间。**受益于品牌溢价、自主生产等模式，公司盈利能力领跑行业；展望未来，吨价提升与成本控制有望推动毛利率上行，销售与管理费用率仍有下降空间，中长期内盈利能力有望进一步提升。

财务预测与投资建议：我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.55、0.65 和 0.76 元。公司业务正处于国内软饮品类发展长周期中，现金流量充沛，在更长的预测周期下，采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 5,031 亿元，以港元兑人民币汇率 0.82 计算，对应目标价 54.56 港元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：消费升级不及预期风险、原材料成本大幅上升风险、水源地污染风险、市场份额下降或新品推广不及预期风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,021	22,877	27,351	32,188	37,458
同比增长	17.3%	-4.8%	19.6%	17.7%	16.4%
营业利润（百万元）	6,499	6,986	8,116	9,613	11,324
同比增长	36.4%	7.5%	16.2%	18.4%	17.8%
归属母公司净利润（百万元）	4,949	5,277	6,131	7,262	8,554
同比增长	37.2%	6.6%	16.2%	18.4%	17.8%
每股收益（元）	0.46	0.47	0.55	0.65	0.76
毛利率	55.4%	59.0%	58.5%	58.9%	59.4%
净利率	20.6%	23.1%	22.4%	22.6%	22.8%
净资产收益率	50.1%	34.1%	31.1%	29.6%	28.7%
市盈率（倍）	81.6	79.7	68.6	57.9	49.2
市净率（倍）	40.9	27.2	21.3	17.2	14.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年05月27日)	45.35 元
目标价格	54.56 元
52 周最高价/最低价	68.75/31 元
总股本/流通 H 股 (万股)	1,124,647/503,467
H 股市值 (百万元港币)	510,027
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 05 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	16.58	6.33	-11.94	
相对表现	14.25	5.74	-12.4	
恒生指数	2.33	0.59	0.46	24.94



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

证券分析师 赵越峰

021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

联系人

周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

一、包装水高举高打，软饮先驱独占鳌头.....	6
1.1 秉持天然健康理念，打造包装水龙头.....	6
1.2 创始人绝对控股，核心管理层共同持股	6
1.3 以包装水为核心，多品类协同发展	7
二、包装水赛道长坡厚雪，健康意识推升需求	9
2.1 市场规模位居软饮第一，品类结构天然化升级	9
2.2 饮水安全意识强化+家庭消费崛起，支撑海外市场发展.....	10
2.3 健康消费持续升温，国内包装水量价齐升.....	13
2.3.1 迎消费升级场景扩容，乘健康风潮顺势而上	13
2.3.2 量价齐升有望延续，包装水行业持续扩容	15
三、包装水业务行稳致远，优势明显护城河深厚	18
3.1 布局完善品牌深入人心，成本控制发挥规模效应	18
3.2 水源布局构筑壁垒，经销体系稳步扩张	21
3.3 包装水顺应消费周期，龙头尽享赛道红利.....	24
四、软饮行业结构升级，公司业务百花齐放	26
4.1 软饮品类表现分化，产品结构加速升级	26
4.2 软饮产品齐头并进，持续创新驱动成长	29
五、盈利能力卓然超群，未来仍有提升空间	34
六、盈利预测与投资建议	37
6.1 盈利预测.....	37
6.2 投资建议.....	37
七、风险提示.....	39

图表目录

图 1：公司主要发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 8 日上市时）.....	7
图 3：公司分产品收入拆分（亿元）.....	8
图 4：公司分产品收入增速.....	8
图 5：公司分产品毛利（亿元）.....	9
图 6：公司分产品营业利润（亿元）.....	9
图 7：2016-2020 年中国包装水零售市场规模（亿元）.....	9
图 8：2016-2020 年中国软饮料各品类零售市场份额.....	9
图 9：2016-2020 年中国包装水行业各品类市场份额.....	10
图 10：2019 年中国包装水零售市场各公司市占率.....	10
图 11：2015-2019 年美国包装水销量占饮料市场份额.....	10
图 12：美国碳酸饮料和包装水人均销量变化（加仑/人）.....	10
图 13：美国人均每日软饮消费摄入能量变化（卡路里）.....	11
图 14：美国自来水销量增速.....	11
图 15：1985-2019 年日本包装水人均饮用量（升/人）.....	12
图 16：日本不同类别包装水产量占比.....	12
图 17：日本消费者对“饮水与身体健康”的认知情况.....	12
图 18：日本家庭不同饮料年支出（日元）及占比.....	12
图 19：日本自来水年供给量与人均年供给量.....	13
图 20：2014 年日本消费者宅配与瓶装饮用水用途.....	13
图 21：中国城乡居民人均消费支出（元）.....	13
图 22：16-20 年中国包装水各消费场景增速对比.....	13
图 23：中国包装饮用水按消费场景分市场规模（亿元）.....	14
图 24：农夫山泉水类产品分规格营收（亿元）及增速.....	14
图 25：中国消费者对健康的关注度持续提升.....	14
图 26：大部分中国消费者愿意考虑无糖饮料产品.....	14
图 27：饮料消费无糖化趋势.....	15
图 28：无糖/减糖包装饮料消费者渗透率.....	15
图 29：茶饮料和碳酸饮料市场中无糖、低糖品类份额.....	15
图 30：中国包装水人均销量（升/人）.....	16
图 31：美国包装水人均销量（升/人）.....	16
图 32：美国人均包装水销量和人均 GDP 对比.....	16
图 33：中美人均包装水销量(升/人)和 GDP(万国际元)对比.....	16

图 34：中国包装水零售单价（元/升）	17
图 35：2020 年国内外外包装水零售单价对比	17
图 36：中国包装水市场规模（亿元）	18
图 37：农夫山泉产品推出历程与布局矩阵	18
图 38：农夫山泉广告语	20
图 39：2020 年中国包装水品牌力排行	20
图 40：公司包装水与其他软饮公司毛利率对比	21
图 41：公司包装水业务与华润怡宝营业利润率对比	21
图 42：农夫山泉水源地分布情况	21
图 43：2019 年公司水源地实际取水量及利用率	22
图 44：农夫山泉各省市市占率分布（深色表示市占率高）	22
图 45：公司经销商数量（个）和平均收入（万元）	22
图 46：2019 年快消品公司经销商数量和平均收入对比	22
图 47：公司 NCP 经销商与终端门店管理系统	23
图 48：公司已终止经销商和新经销的年度收益（百万元）	23
图 49：农夫山泉智能零售终端布局	23
图 50：公司包装水收入及预测（亿元）	24
图 51：美国碳酸饮料总销量历史周期变化	25
图 52：可口可乐历史营收和利润（百万美元）	25
图 53：1980 年来日本软饮料产品销售额变化（亿日元）	25
图 54：伊藤园历史营收和净利润（亿日元）	25
图 55：2003 年来美国能量饮料零售规模（百万美元）	26
图 56：怪物饮料历史营收和净利润（百万美元）	26
图 57：2016-2020 年国内茶饮料(不含凉茶)零售规模	26
图 58：2019 年国内茶饮零售市场份额	26
图 59：近年来国内主要品牌茶饮零售销量（万千升）	27
图 60：2016-2020 年不同茶饮零售规模增速及占比	27
图 61：2019 年日本软饮市场和伊藤园的不同饮料占比	27
图 62：2016-2020 年国内果汁饮料零售市场规模	28
图 63：2016-2020 年不同果汁饮料零售规模增速及占比	28
图 64：2020 年各国纯果汁销量占果汁饮料比重	28
图 65：2019 年国内果汁饮料零售市场份额	28
图 66：2016-2020 年国内功能饮料零售市场规模（亿元）	29
图 67：2016-2020 年不同功能饮料零售规模增速及占比	29
图 68：2016-2020 年各类别饮料零售规模增速	29
图 69：2019 年国内功能饮料零售市场份额	29

图 70：公司软饮料产品推出与布局情况	30
图 71：2011-2021 国内茶饮料品牌指数变化	30
图 72：公司茶饮料 logo 升级以及与竞品包装对比	31
图 73：公司茶饮料产品以及竞品热量含量对比	31
图 74：2011-2021 国内果汁饮料品牌指数变化	32
图 75：公司果汁饮料零售市场占有率	32
图 76：公司在持续推出 NFC 果汁新品	32
图 77：2011-2021 国内功能饮料品牌指数变化	33
图 78：公司尖叫新品更新频次提升	33
图 79：公司主要软饮料收入及预测（亿元）	34
图 80：公司分产品毛利率	35
图 81：公司产品吨价变化（元/吨）	35
图 82：公司毛利及营业成本占营收比重拆分	35
图 83：PET 切片现货价长期价格走势	35
图 84：公司销售费用率及拆分	36
图 85：公司管理费用率及其他港股公司对比	36
图 86：公司营业利润率及其他饮品港股公司对比	36
图 87：公司销售净利率率及其他饮品港股公司对比	36
表 1：公司主要产品布局	7
表 2：国内包装水厂商直接提价情况	17
表 3：国内外品牌部分高端产品	17
表 4：国内主要品牌包装水产品对比	19
表 5：2019 年中国快消品品牌消费者触及数排行	20
表 6：国内主要品牌茶饮料产品对比	31
表 7：国内主要品牌果汁饮料产品对比	33
表 8：国内主要品牌功能饮料产品对比	34
表 9：公司 FCFF 预测（百万元）	38
表 10：公司 WACC 计算主要参数设定	38
表 11：股权价值计算结果	39
表 12：公司 FCFF 股价估值结果与 WACC 和永续增长率敏感性分析	39

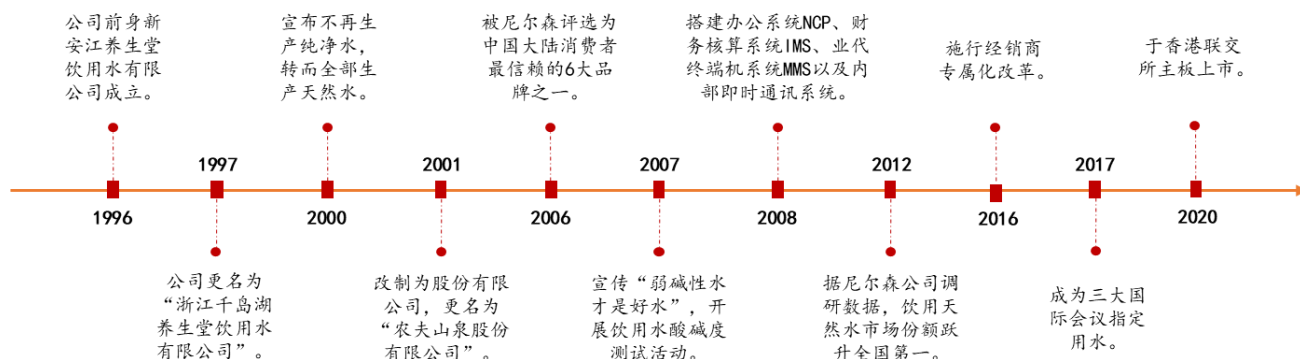
一、包装水高举高打，软饮先驱独占鳌头

1.1 秉持天然健康理念，打造包装水龙头

历经 20 余年发展，成就中国包装水和软饮料龙头。农夫山泉前身新安江养生堂饮用水有限公司于 1996 年成立，随后推出“农夫山泉”饮用水产品，初步开拓包装水市场。2000 年，公司提出“只做对人体健康有益的天然水”，宣布不再生产纯净水，塑造品类差异化优势。此后，公司开展饮用水酸碱度测试活动，营销“弱碱性水”概念，并搭建办公系统 NCP、财务核算系统 IMS 等，提升公司运营效率，至 2012 年，公司饮用天然水市场份额已跃升国内第一。15 年以来，公司推出“天然矿泉水”高端产品巩固品牌形象，实施经销商专属化改革，稳固包装水和饮料龙头地位。

包装水起家，与饮料业务双引擎发展。公司以包装水业务起家，同时不断拓展软饮市场，形成多元化产品矩阵，扩大公司增长空间。2003 年推出“农夫果园”果汁饮料产品以来，公司陆续布局茶饮料、功能饮料、果汁饮料、咖啡、植物酸奶等品类。根据 Frost & Sullivan 报告，2019 年公司保持中国包装水市场份额第一，茶饮料、功能饮料及果汁饮料零售额的市场份额均居前三位。

图 1：公司主要发展历程



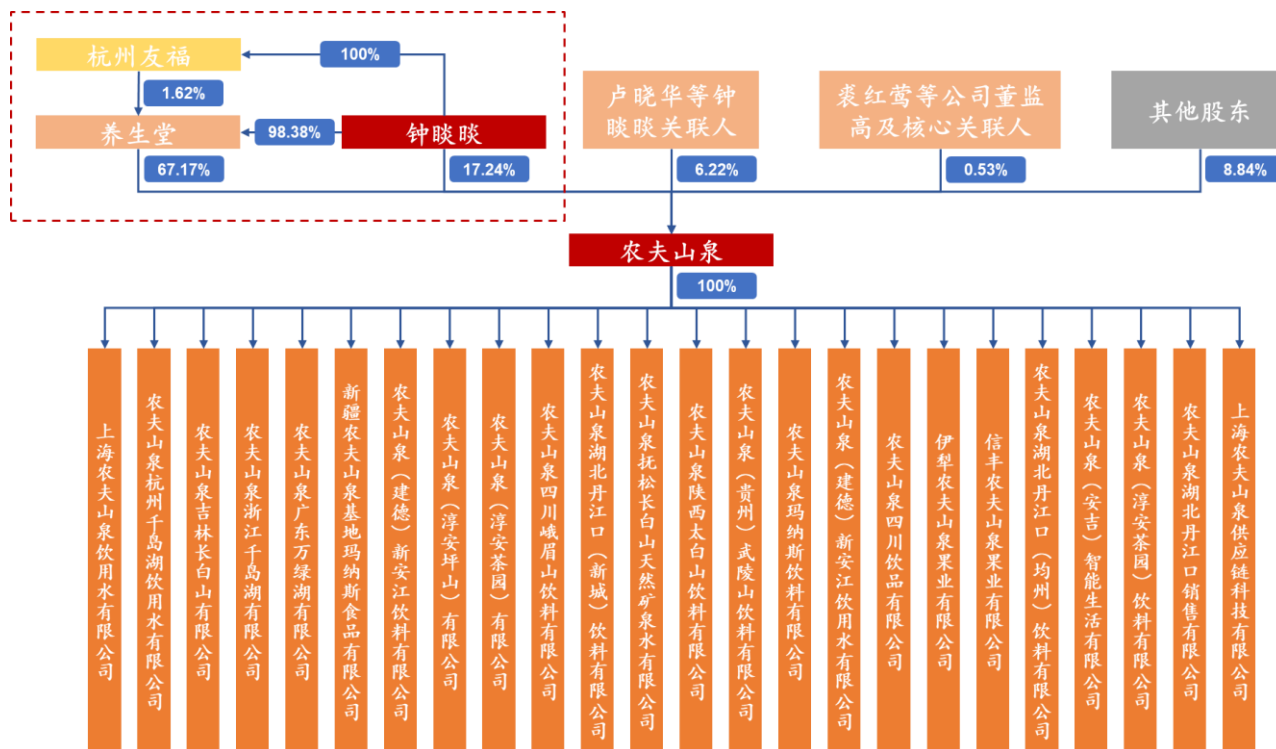
资料来源：公司公告、公司官网、东方证券研究所

1.2 创始人绝对控股，核心管理层共同持股

公司股权结构集中，创始人钟睒睒拥有绝对控制权。上市后，公司创始人兼董事长钟睒睒直接持有公司 17.24% 的股权，通过养生堂间接持有 67.17% 的股份，合计持股比例 84.41%。除钟睒睒之外，钟氏家族及其妻子的卢氏家族共持有公司股份的 6.22%。创始人钟睒睒负责公司整体发展战略、业务计划，并直接管理品牌、销售和人力资源工作，与公司利益深度绑定。

核心管理层直接持股，实现有效激励。2019 年 8 月及 2019 年 12 月，钟睒睒及其控股公司养生堂将共计约 285 万股（约占公司当时股本的 0.79%）转让给 33 名对养生堂和公司有重要贡献的员工，其中约 112 万股转予公司当时的 2 名董事及其他员工。截至 20 年 9 月 8 日，公司董监高及核心关联人士裘红莺、周震华、周力、廖原、郭振和江晓东等 6 人，共持有公司 0.53% 的股份。通过核心管理层直接持股，公司与管理层利益共创、共享、共赢，实现有效激励。

图 2：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 8 日上市时）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 以包装水为核心，多品类协同发展

● 广泛布局软饮业务，产品矩阵丰富多元

公司凭借突出的品牌规划与传播能力，实行多品牌战略，精准定位不同消费人群与场景，推动多品类协同发展。核心业务包装水以“农夫山泉”为主品牌，陆续推出饮用天然水、天然矿泉水等。功能饮料产品包括“尖叫”运动饮料和“力量帝维他命水”营养素果味饮料。茶饮料产品包括“东方树叶”与“茶π”两大品牌，由原味茶、果味茶、果汁茶构成。果汁饮料产品包括“水溶 C100”复合果汁饮料、“农夫果园”混合果蔬汁饮料、“NFC”果汁、以及 17.5° 100% 鲜果冷压榨果汁等。公司紧跟消费热点，近两年先后推出苏打水饮料、“炭仸”咖啡、“植物酸奶”、“TOT”含气风味饮品等。

表 1：公司主要产品布局

品类	产品及图示
包装水	<div> 饮用天然水  天然矿泉水（运动盖装）  天然矿泉水（玻璃瓶装）  </div>
	<div> 饮用天然水（婴幼儿）  天然矿泉水（含锂型）  </div>

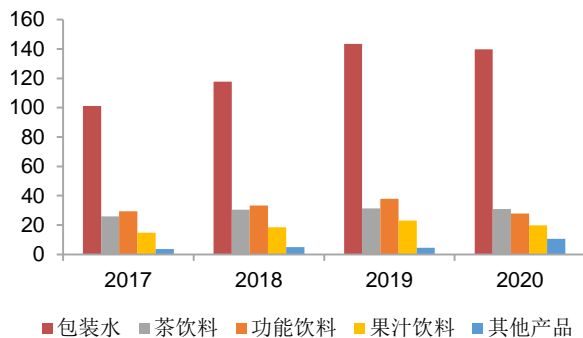
功能饮料	尖叫·运动饮料		力量帝维他命水			
茶饮料	东方树叶·原味茶		茶π·果味茶饮料		茶π·杯装果汁茶	
果汁饮料	水溶 C100		农夫果园		NFC 果汁	
咖啡、植物酸奶和含气风味饮品	炭灸·浓咖啡饮料		苏打水饮料		植物酸奶	
农产品	17.5° 橙		17.5° 苹果		东北香米	

资料来源：公司官网、东方证券研究所

● 包装水是营收核心，贡献度持续提升

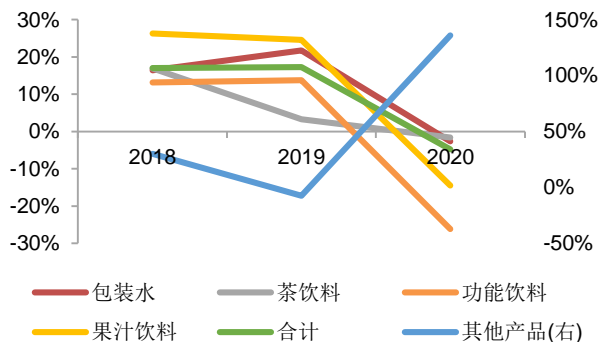
公司成立 20 余年，仍然保持较强的增长动力，2017 年至 2019 年，公司收入规模 CAGR 达 17.2%。2020 年受疫情影响，营业收入同比下滑 4.8% 至 228.8 亿元。分产品看，**包装水**是营收主力，其营收占比从 2017 年的 58% 提升至 2020 年的 61%，2020 年营收规模为 139.7 亿元（-2.7%）。2020 年**功能饮料**、**茶饮料**、**果汁饮料**及其他产品分别实现收入 27.9 亿元（-26.1%）、30.9 亿元（-1.6%）、19.8 亿元（-14.4%）和 10.5 亿元（+136.0%），新品频出、表现亮眼。

图 3：公司分产品收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

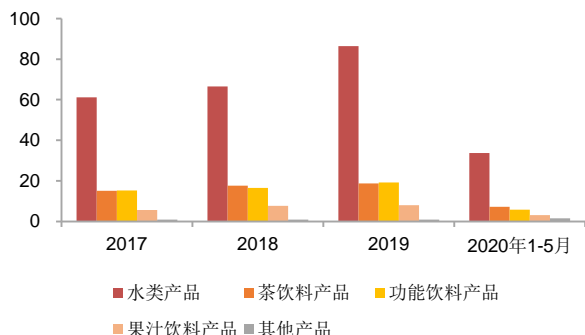
图 4：公司分产品收入增速



资料来源：公司公告、东方证券研究所

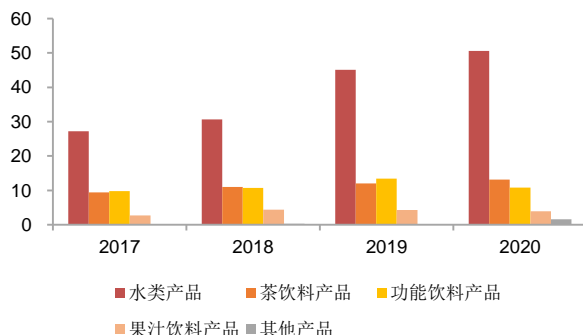
包装水是公司的利润支柱，**茶饮料**、**功能饮料**、**果汁饮料**等也是重要利润来源。2019 年公司水类产品毛利为 86.3 亿元，占总毛利的 64.9%，相比 17 年占比上升 2.4pct。茶饮料、功能饮料、果汁饮料各实现毛利 18.7 亿元、19.2 亿元、8.0 亿元，占总毛利的 14.1%、14.4%、6.0%。从营业利润来看，20 年公司饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料分别达到 50.5 亿元、13.1 亿元、10.8 亿元、4.3 亿元，占总营业利润的 63.2%、16.4%、13.5%、5.7%。

图 5：公司分产品毛利（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：公司分产品营业利润（亿元）



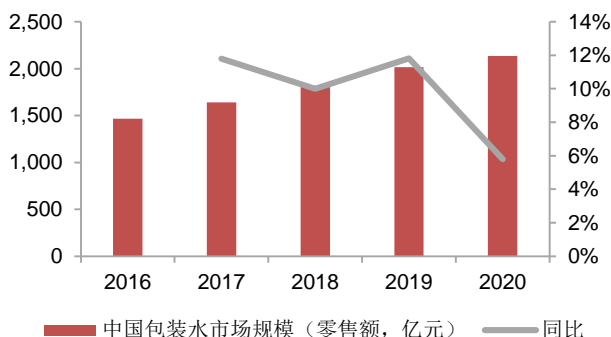
资料来源：公司公告、东方证券研究所

二、包装水赛道长坡厚雪，健康意识推升需求

2.1 市场规模位居软饮第一，品类结构天然化升级

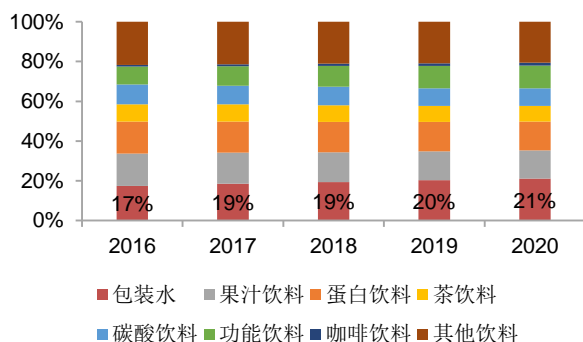
包装水已稳步成长为软饮行业最大的细分市场。2016 年至 2020 年，中国包装水市场规模（以零售额计）从 1467 亿元逐年增长至 2134 亿元，年均复合增速 10%。包装水在软饮行业中的市场份额由 2016 年的 17% 提升至 2020 年的 21%，成为国内软饮市场中规模最大的细分赛道。

图 7：2016-2020 年中国包装水零售市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 8：2016-2020 年中国软饮料各品类零售市场份额



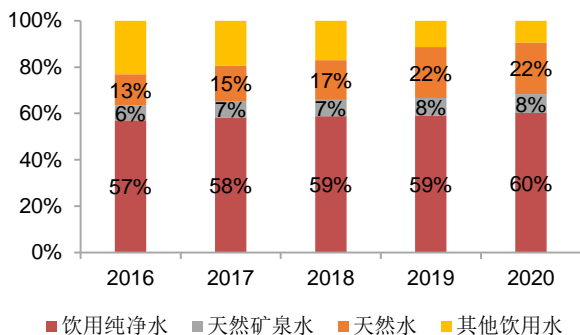
资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

“天然”品类顺应消费需求，市场份额显著提升。细分包装水行业各品类来看，源自自然水源的天然水、天然矿泉水增速较高，2016 年至 2020 年零售额 CAGR 分别为 16.3%、24.8%，同期饮用纯净水和其他饮用水（矿化饮用水等）CAGR 为 11.3% 和 -12.4%。2020 年天然水和天然矿泉水合计零售额占包装水的 30%，较 2016 年提升 10pct，行业呈现高端化、健康化、天然化趋势。

包装水龙头割据，天然矿泉水市场高度集中。据 Frost & Sullivan 统计，以零售额计，19 年包装水行业 CR5 达 56.2%，行业格局较为集中，龙头企业割据大众市场。细分品类来看，天然品类包装

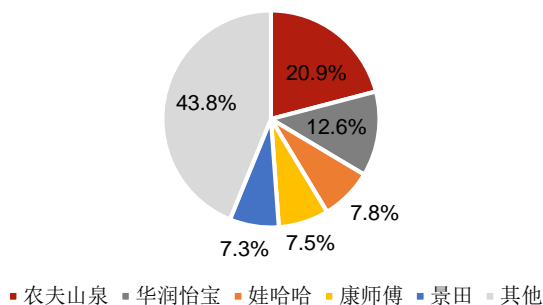
水市场集中度较高，2019 年农夫山泉在包装水行业的市占率达到 20.9%，对比天然水+天然矿泉水整体 30%的渗透率，农夫山泉占据其中近 70%的市场份额，成为包装水结构升级的重要受益者。

图 9：2016-2020 年中国包装水行业各品类市场份额



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 10：2019 年中国包装水零售市场各公司市占率



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

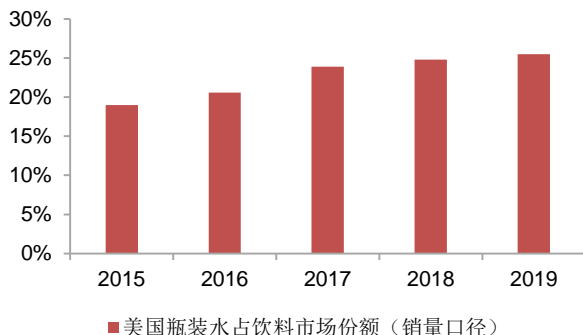
2.2 饮水安全意识强化+家庭消费崛起，支撑海外市场发展

海外发达市场消费品行业发展成熟，品类演变具有较高的参考价值，我们对比美国和日本市场，寻求包装水行业演变发展的趋势。

● 美国包装水销量增长：健康化消费与家庭自来水替代消费

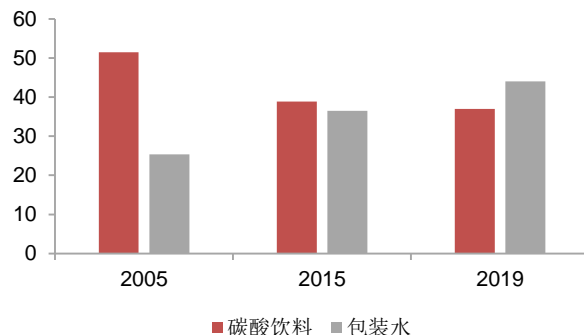
软饮行业格局变迁，包装水持续攀升。美国包装水销量占饮料总销量的份额不断提升，2019 年占比 26%，相比 15 年增加 7pct，现已成为美国饮料市场中销量领先的细分品类，碳酸饮料则退居第二。就人均销量而言，美国碳酸饮料从 05 年 52 加仑/人下滑至 19 年 37 加仑/人，而同时期包装水由 25 加仑/人上升至 44 加仑/人。

图 11：2015-2019 年美国包装水销量占饮料市场份额



资料来源：IBWA、东方证券研究所

图 12：美国碳酸饮料和包装水人均销量变化（加仑/人）



资料来源：IBWA、东方证券研究所

软饮摄入能量不断下降，健康化消费趋势明确。IBWA 数据显示，自 2000 年以来美国人均软饮每日摄入热量持续下降，到 2019 年已下滑至 192 卡路里，年均下降 1.65%，预计 2025 年将继续降低至 162 卡路里。软饮消费低卡低糖的健康化趋势是包装水行业的长期驱动力之一。

公共供水系统存在水污染担忧，家庭饮用以包装水替代自来水。美国公共供水系统受工业废弃物排放、农业污染和水管老化等影响，存在水污染问题，因此消费者选择包装水来替代部分自来水消费。据 BMC，2001 年至 2018 年，除受经济危机影响的 2008-2009 年外，美国自来水各年销量同比多数为负。对比来看，中国水污染偶发性事件也可能引起居民对于自来水水质的担忧，如 2014 年兰州局部地区自来水苯含量超标、2020 年黑龙江尾矿库泄水可能污染水源等，带动家庭对于包装水的需求增长。

图 13：美国人均每日软饮消费摄入能量变化（卡路里）

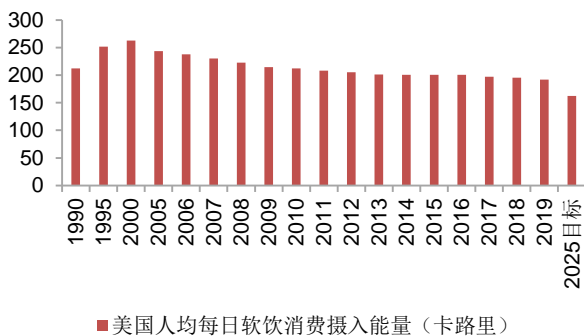


图 14：美国自来水销量增速



资料来源：IBWA、东方证券研究所

资料来源：BMC、东方证券研究所

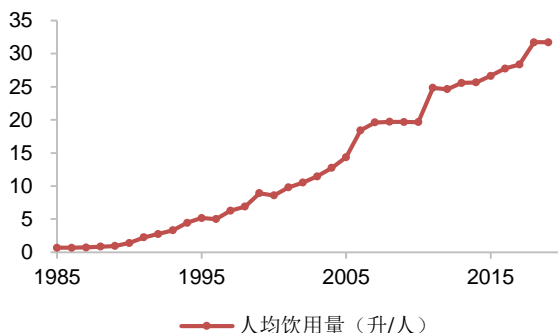
● 日本包装水销量增长：饮用健康与安全意识提升，灾害推动家庭消费

上世纪 70 年代前期，日本包装水开始于商用市场铺开。进入 1980 年代后期，消费者健康和安全意识提升，同时海外旅行兴起，增加了包装水触达消费者的机会，使其逐渐从商用市场扩展到家庭市场；到 1989 年，人均饮用量提升至 1 升/人，相比 85 年年均增长 8.2%。

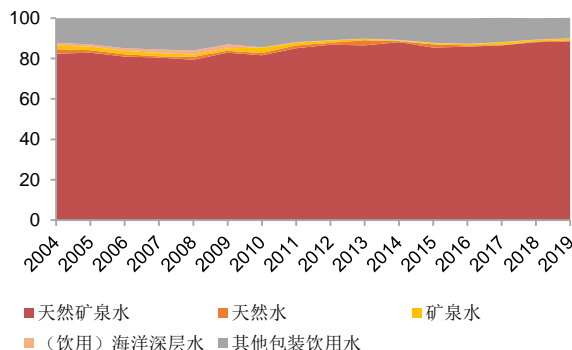
1990 年代，日本住宅储水罐污染、异物混入等事件强化了人们的饮水安全与品质意识；1994 年酷暑干旱以及“千年虫”可能引发停电的传闻，推动家庭消费增长；96 年小容量瓶装产品销售解禁，扩大了包装水消费机会。这一时期，人均饮用量从 1.4 升/人上升至 8.9 升/人，CAGR 高达 22.7%。

2000 年以来，人均饮用量随消费者健康、安全意识强化持续抬升；受 10 年日本大地震影响，包装水消费进一步扩大，2011 年人均饮用量同比增长 26.2%。2019 年，日本包装水人均饮用量已达 31.7 升/人，接近 1985 年的 46 倍，且从趋势上看仍在增长。

饮用水高端品类沉淀，天然矿泉水市场份额领先。据日本包装饮用水协会的数据，2004 年至今，天然矿泉水在包装水市场中的份额稳居第一，且仍在提升，19 年天然矿泉水产量占比较 04 年提升 6.1pct，达到 88.4%。日本包装水的品类结构趋于稳定，高端饮用水处于优势地位。

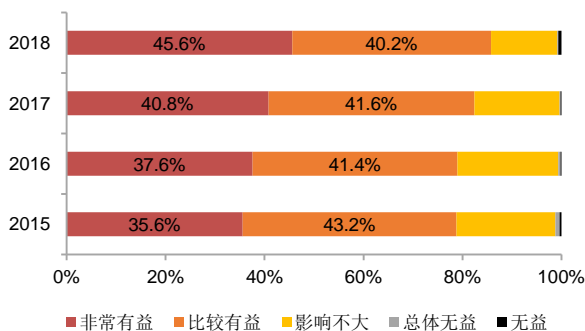
图 15：1985-2019 年日本包装水人均饮用量（升/人）


资料来源：日本包装饮用水协会、东方证券研究所

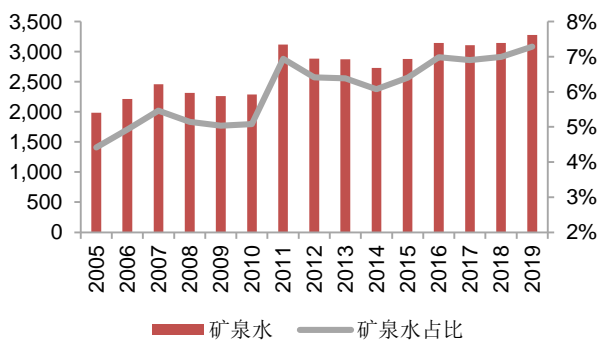
图 16：日本不同类别包装水产量占比


资料来源：日本包装饮用水协会、东方证券研究所

饮水健康认知度提升，家庭饮料消费向矿泉水倾斜。三得利的市场调研结果显示，2015 年认为“饮水非常有益于健康”和“饮水比较有益于健康”的受访日本消费者占比 78.8%，到 2018 年这一比例提升至 85.8%。2005 年至 2019 年日本家庭矿泉水年支出从 1985 日元上升至 3279 日元，占饮料总支出比重由 4.4%提升至 7.3%。消费者对饮水的健康促进功能认可提升，家庭更加偏好消费无糖且有益健康的矿泉水。

图 17：日本消费者对“饮水与身体健康”的认知情况


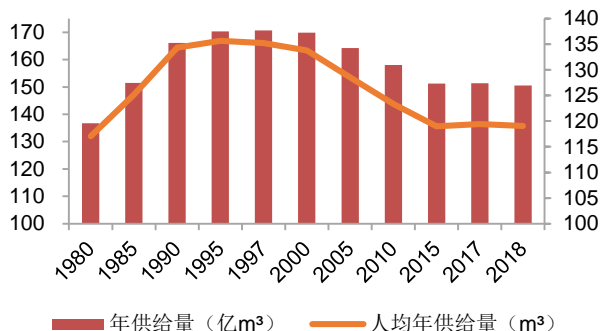
资料来源：三得利水报告、东方证券研究所

图 18：日本家庭不同饮料年支出（日元）及占比


资料来源：日本家计收支调查、东方证券研究所

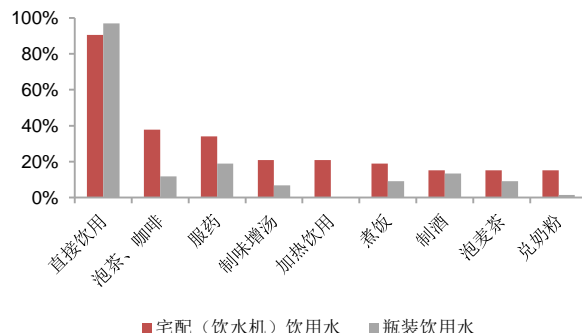
高水质受消费者认可，包装水应用场景多元化。根据日本自来水协会的统计，日本自来水人均年供给量从 1997 年的 135m³ 左右下滑至 2018 年的 120m³ 以下，包装水形成对自来水的替代。三得利水报告显示，除直接饮用外，宅配与包装水也被消费者用于泡茶和咖啡、制作味噌汤、煮饭、制酒等多元化场景，增加了包装水家庭市场的增长点。

图 19：日本自来水年供给量与人均年供给量



资料来源：日本自来水协会、东方证券研究所

图 20：2014 年日本消费者宅配与瓶装饮用水用途



资料来源：三得利水报告、东方证券研究所

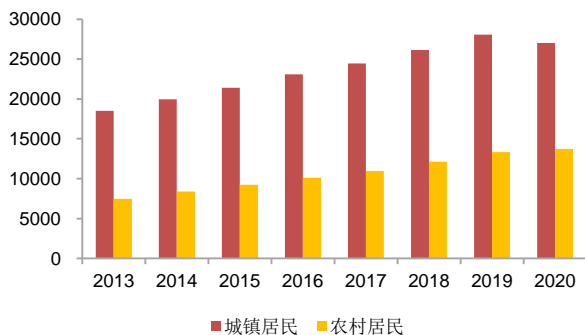
2.3 健康消费持续升温，国内包装水量价齐升

2.3.1 迎消费升级场景扩容，乘健康风潮顺势而上

● 消费升级释放需求，多元消费场景持续扩容

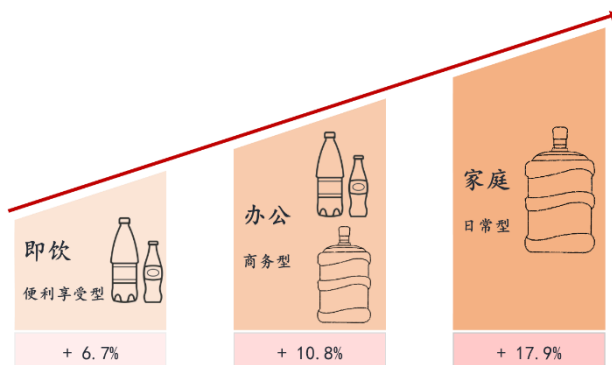
居民消费支出稳定增长，包装水势能形成。近年来，中国城镇、农村居民人均消费支出稳定增长，推动消费升级，拉动包装水需求上行。从包装水的不同消费场景来看：即饮消费属于便利型，以小规格包装为主；办公场景包含会议、员工用品等消费，小规格与中大规格包装兼有；家庭日常消费中，直接饮用逐渐扩展至烹饪、泡茶等场景，以中大规格包装为主。据 Frost & Sullivan 统计，2016 年至 2020 年，家庭消费受益于场景多元化，市场规模 CAGR 高达 17.9%，即饮、办公消费市场 CAGR 各为 6.7%、10.8%。

图 21：中国城乡居民人均消费支出（元）



资料来源：国家统计局、东方证券研究所

图 22：16-20 年中国包装水各消费场景增速对比

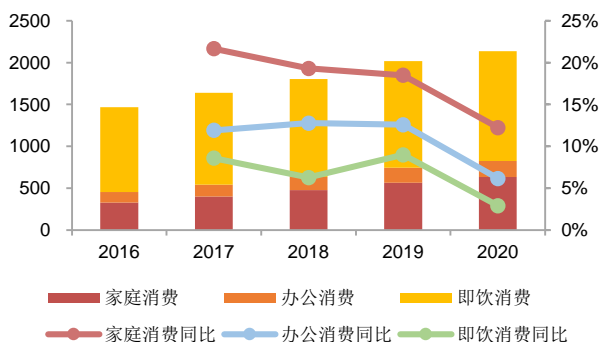


资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

家庭消费场景崛起，中大规格包装水增长喜人。2016 年至 2020 年，家庭消费容量近乎翻倍，市场规模由 328 亿元增长至 633 亿元，份额提升 7.3pct 至 29.7%；办公市场规模由 126 亿元增长至 190 亿元，份额小幅提升 0.3pct 至 8.9%；即饮市场规模由 1013 亿元增长至 1311 亿元，份额相

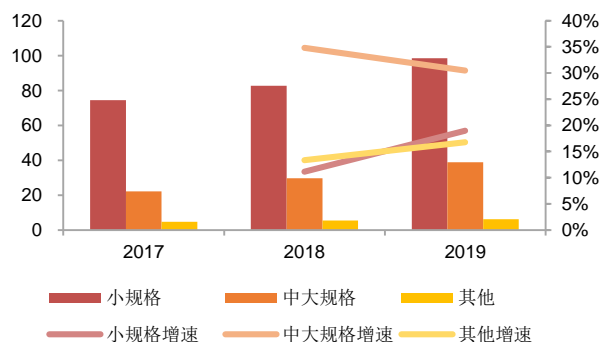
应下降 7.6pct 至 61.4%。随着家庭场景份额抬升，中大规格包装水增速明显高于小规格。2017 年至 2019 年，农夫山泉水类产品中，中大规格营收 CAGR 为 32.6%，远超小规格 15.0% 的年均复合增速，营收规模从 22.1 亿元上升至 38.8 亿元，增长动力较强。

图 23：中国包装饮用水按消费场景分市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 24：农夫山泉水类产品分规格营收（亿元）及增速

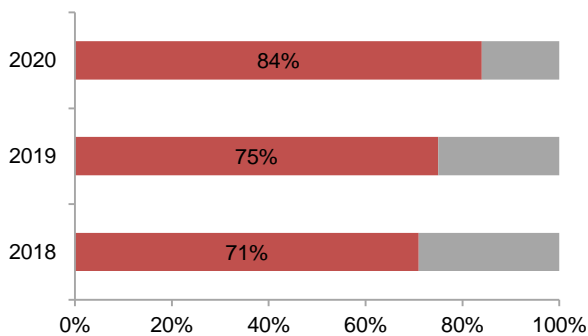


资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

● 健康化、无糖化成软饮消费热点

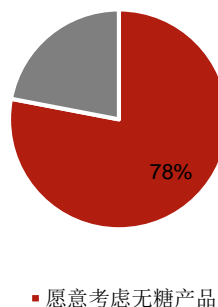
健康意识日益增强，无糖饮料备受瞩目。益普索消费者调研结果显示，2020 年 84% 的受访者比过去更加关注健康，相比 2018 年上升 13pct。随着中国消费者对健康的关注度不断提升，饮料消费意愿向无糖品类倾斜，2020 年表示更愿意购买无糖产品的受访消费者已高达 78%。

图 25：中国消费者对健康的关注度持续提升



资料来源：益普索、东方证券研究所

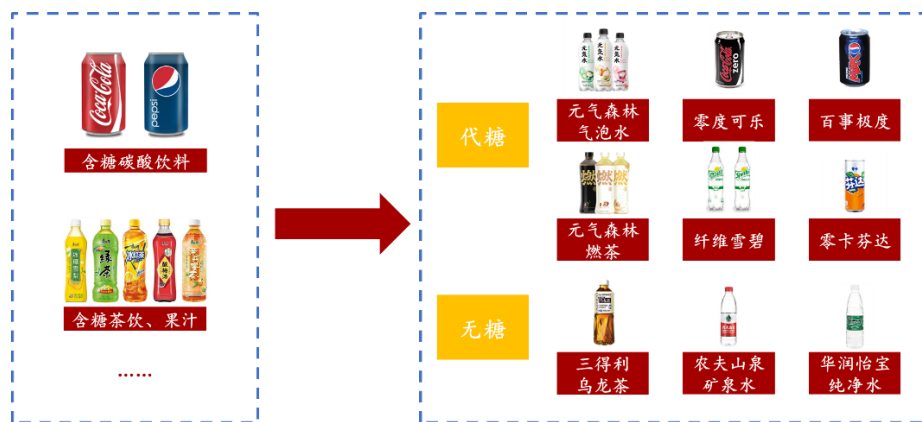
图 26：大部分中国消费者愿意考虑无糖饮料产品



资料来源：益普索、东方证券研究所

饮料消费无糖化概念热度高涨。随着消费者健康诉求提升，对糖分摄入愈发谨慎，饮料消费正由传统的含糖碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料转向“无糖化”饮料。“无糖化”饮料中，代糖饮料以低热量的阿斯巴甜、赤糖醇等替代白糖、砂糖等传统添加糖，例如零度可乐、元气森林等产品；无糖饮料不含任何糖，口味清淡，例如无糖乌龙茶、包装水等产品。

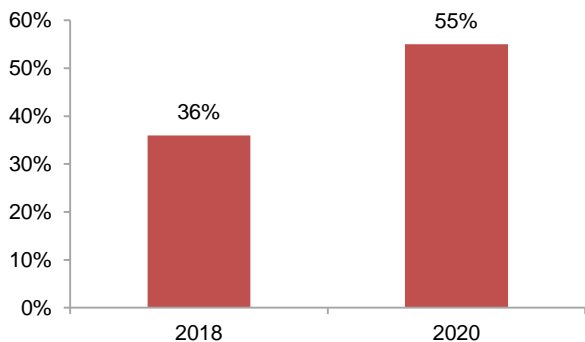
图 27：饮料消费无糖化趋势



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

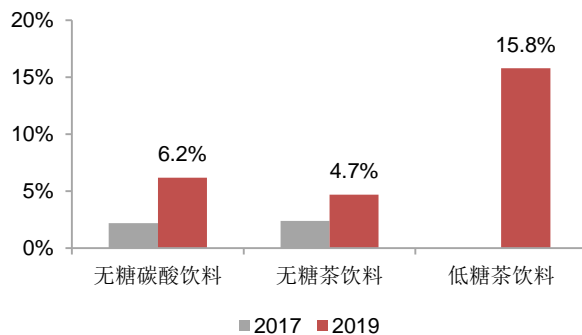
持续渗透饮料消费，无糖产品份额提升。从渗透率来看，2020 年有 55%的消费者购买过无糖或减糖包装饮料，相比 2018 年大幅提升 19pct。同时，含糖饮料也发生结构性变化，无糖品类份额逐渐提升。据《糖烟酒周刊》数据，2017 年至 2019 年，碳酸饮料中，无糖品类份额由 2.2%增加至 6.2%；茶饮料中，无糖品类份额由 2.4%提升至 4.7%，且 2019 年低糖品类份额已达到 15.8%。

图 28：无糖/减糖包装饮料消费者渗透率



资料来源：益普索、东方证券研究所

图 29：茶饮料和碳酸饮料市场中无糖、低糖品类份额



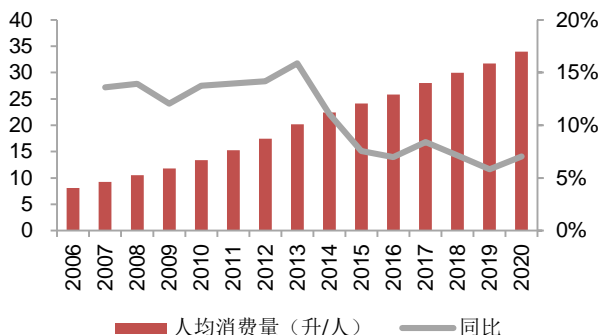
资料来源：《糖烟酒周刊》、东方证券研究所

2.3.2 量价齐升有望延续，包装水行业持续扩容

● 经济发展驱动销量，对标美国赛道长坡厚雪

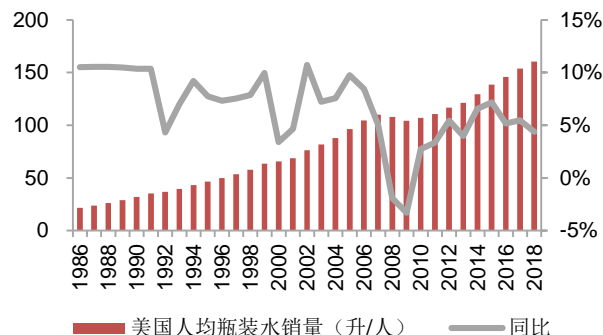
人均销量未见天花板，具备长期增长潜力。据欧睿国际，中国人均包装水销量 2014 年至 2020 年 CAGR 达 7.2%，2020 年达到 34 升/人。长期来看，以美国为例，IBWA 的统计数据表明，包装水人均销量自 1992 年换挡至个位数增长后，除 2008~2009 年受经济危机冲击同比下滑外，其余各年均实现正向变动，1991 年至 2019 年 CAGR 达到 5.7%，19 年人均销量达 165 升/人，且仍在增长。就人均销量而言，包装水行业具有较长的增长周期，中国市场仍处于早期阶段，潜力巨大。

图 30：中国包装水人均销量（升/人）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

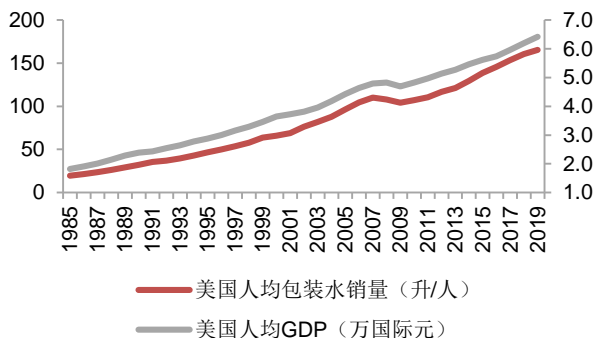
图 31：美国包装水人均销量（升/人）



资料来源：IBWA、东方证券研究所

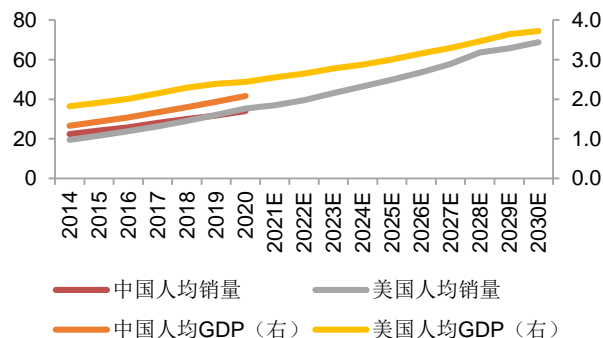
对比美国 1985 年至 2019 年、中国 2014 年至 2020 年的数据，人均包装水销量随人均 GDP（按购买力平价计算，当年价格，下同）增长而提升，发展趋势高度一致，且两国发展速率接近，这说明经济发展与包装水消费量的关联度具有一定的普适性。2014 年至 2020 年，中国人均包装水销量由 22 升/人提升至 34 升/人，CAGR 为 7.2%，人均 GDP 自 1.3 万国际元上涨至 2.1 万国际元，CAGR+7.7%，与美国 1985 年至 1991 年的阶段相当。对标美国市场，假设未来 10 年中国人均包装水销量 CAGR 与美国 1991 年到 2001 年接近，约为 6.9%，则 2030 年有望提升至 66 升/人；展望未来 30 年，参照美国 1991 年至 2019 年人均包装水销量增长情况，则中国人均包装水销量仍有很大的提升空间。

图 32：美国人均包装水销量和人均 GDP 对比



资料来源：IBWA、iFind、东方证券研究所

图 33：中美人均包装水销量(升/人)和 GDP(万国际元)对比



资料来源：IBWA、iFind、东方证券研究所（注：美国为 29 年前的数据）

● 高端化趋势明确，提价空间充足

需求升级、厂商提价，驱动单价上升。在结构上，包装水消费的天然化趋势较为明显，天然矿泉水、天然水单价较高，其占比提升推动包装水单价上行。同时，2012 年至 2018 年间，受包材、人工等成本上升影响，主要包装水厂商基础款产品均有价格调整动作，亦拉动单价提升。

表 2：国内包装水厂直接提价情况

时间	产品	提价内容
2012 年-2015 年	农夫山泉 550ml 装瓶装水	由 1.2 元陆续提到 2 元
2018 年 3 月	娃哈哈 596ml 红飘水	由 1.5 元提到 2 元
2018 年	康师傅 550ml 装饮用水	由 1 元提到 1.5 元
2018 年	康师傅 560ml 装优悦水	由 1.5 元提到 2 元

资料来源：北京商报、东方证券研究所

国内外高端产品进场，带动均价提升。国外部分厂商向国内市场导入高端包装水，如 FIJI、Evian、VOSS 等；国内厂商也通过包装、水质升级等推出高端产品，合力拉升行业均价。

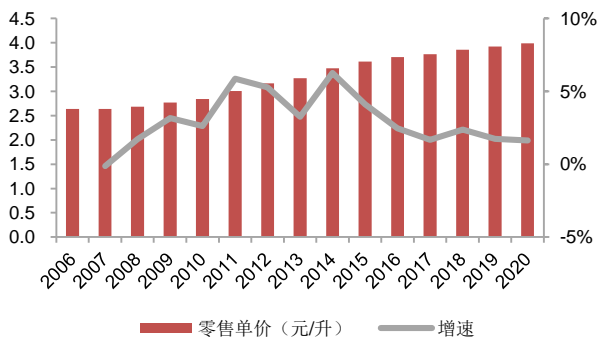
表 3：国内外品牌部分高端产品

产品	单价（元/升）	图例	产品	单价（元/升）	图例
斐泉（FIJI）天然矿泉水	23.2		百岁山本来旺天然矿泉水（玻璃装）	51.5	
依云（Evian）天然矿泉水	13.3		农夫山泉含锂型饮用天然矿泉水	13.1	
芙丝（VOSS）天然矿泉水	13.3		农夫山泉饮用天然水（适合婴幼儿）	9.0	

资料来源：京东、东方证券研究所

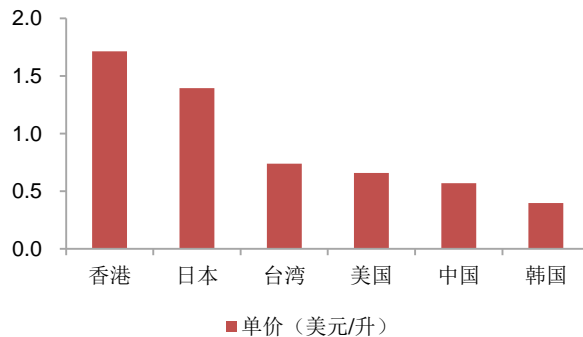
单价处于上升通道，横向对比空间充足。据欧睿国际，2015 年-2020 年间我国包装水单价 CAGR 为 2.0%，2020 年零售均价为 4.0 元/升，与海外市场相比较低。以饮食消费相近的东亚国家和地区为价升标杆，国内包装水单价存在 80%左右的提价空间。

图 34：中国包装水零售单价（元/升）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 35：2020 年国内外包装水零售单价对比



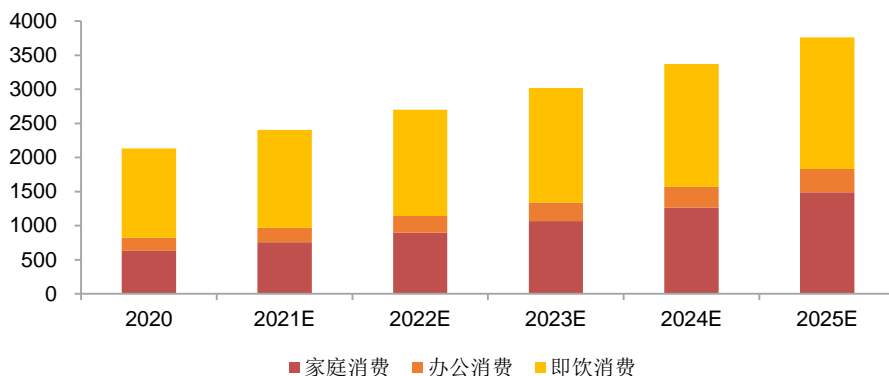
资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

● 多元场景并进，预计 2025 年规模超 3700 亿元

据 Frost & Sullivan 的预测，未来 5 年，按消费场景划分：预计家庭消费保持高双位数增长，2020 年至 2025 年 CAGR 为 18.7%，由 633 亿元扩张至 1489 亿元，渗透率提升近 10pct，达到 39.7%。

办公消费 CAGR 12.5%，同比增速维持中低双位数，市场规模由 190 亿元增长至 343 亿元。即饮消费以年均复合增速 8.0%稳步成长，市场规模由 1311 亿元上升至 1930 亿元。各消费场景市场加总，到 2025 年，包装水市场整体规模将达到 3762 亿元，20-25CAGR 达到 12.0%。

图 36：中国包装水市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

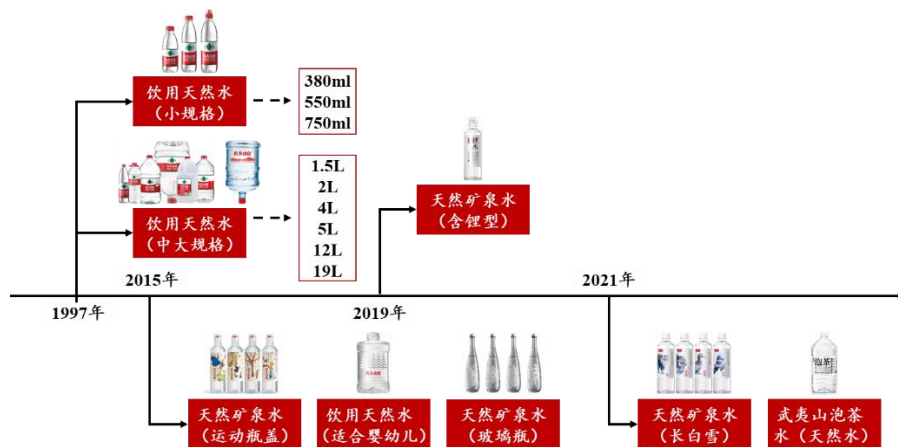
三、包装水业务行稳致远，优势明显护城河深厚

3.1 布局完善品牌深入人心，成本控制发挥规模效应

● 包装水产品布局持续完善

公司自 1997 年开始推出不同规格的包装水产品，2000 年起全部生产天然水。2015 年以来，公司从包装设计、水质升级和品类细分等维度创新，先后推出天然矿泉水（运动盖装）、天然矿泉水（玻璃瓶装）、“低钠”饮用天然水（适合婴幼儿）、天然矿泉水（含锂型）、“适宜泡茶”的武夷山泉水、以及天然雪山矿泉水（长白雪），持续通过产品创新以完善布局。

图 37：农夫山泉产品推出历程与布局矩阵



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司包装水定位天然优质，价格处于主流品牌中游。从价格看，在小规格包装水产品中，农夫山泉因天然的产品属性，定价处于主流品牌中游位置。从品类定位上来看，主要竞品中，康师傅、娃哈哈、怡宝、景田等品牌主要定位于饮用纯净水类别；百岁山、恒大冰泉等定位于矿泉水；公司核心产品定位天然水和天然矿泉水，在包装水“天然化”的升级趋势中，相对于定位在饮用纯净水的竞品具有一定的竞争优势。

表 4：国内主要品牌包装水产品对比

类别	包装规格	产品	品牌	整箱价格 (元/箱)	瓶数 (瓶)	单瓶容量 (ml)	单价 (元/瓶)	单价 (元/500ml)	吨价 (元/吨)
380ml 左右									
天然水	小瓶装	饮用天然水 380ml	农夫山泉	32.9	24	380	1.37	1.80	3607
天然矿泉水	小瓶装	饮用天然矿泉水 400ml	农夫山泉	69.9	24	400	2.91	3.64	7281
纯净水	小瓶装	饮用纯净水 350ml	怡宝	29.9	24	350	1.25	1.78	3560
纯净水	小瓶装	饮用纯净水 360ml	景田	33.8	24	360	1.41	1.96	3912
天然矿泉水	小瓶装	天然矿泉水 348ml	百岁山	48.9	24	348	2.04	2.93	5855
天然矿泉水	小瓶装	气泡矿泉水 330ml	Perrier	132.0	24	330	5.50	8.33	16667
550ml 左右 (主流品牌)									
天然水	小瓶装	饮用天然水 550ml	农夫山泉	33.9	24	550	1.41	1.28	2568
天然矿泉水	小瓶装	天然雪山矿泉水 535ml	农夫山泉	71.9	24	535	3.00	2.80	5600
纯净水	小瓶装	饮用纯净水 555ml	怡宝	32.9	24	555	1.37	1.23	2470
纯净水	小瓶装	饮用纯净水 560ml	景田	34.8	24	560	1.45	1.29	2589
天然矿泉水	小瓶装	天然矿泉水 348ml	百岁山	59.9	24	570	2.50	2.19	4379
纯净水	小瓶装	纯净水饮用水 596ml	娃哈哈	33.6	24	596	1.40	1.17	2349
纯净水	小瓶装	包装饮用水 550ml	康师傅	12.9	12	550	1.08	0.98	1955
550ml 左右 (其他品牌)									
天然矿泉水	小瓶装	天然弱碱性矿泉水 500ml	恒大冰泉	39.9	24	500	1.66	1.66	3325
天然矿泉水	小瓶装	天然矿泉水 570ml	爱夸	45.5	15	570	3.03	2.66	5324
天然矿泉水	小瓶装	矿泉水 500ml	依云	89.0	24	500	3.71	3.71	7417
天然矿泉水	小瓶装	天然矿泉水 500ml	VOSS	119.0	24	500	4.96	4.96	9917
天然矿泉水	小瓶装	天然矿泉水 510ml	昆仑山	122.0	24	510	5.08	4.98	9967
桶装水									
天然水	桶装	饮用天然水 桶装	农夫山泉	36.9	4	5000	9.23	0.92	1845
纯净水	桶装	饮用纯净水 桶装	怡宝	33.9	4	4500	8.48	0.94	1883
天然水	桶装	饮用天然泉水 大瓶装	景田	43.8	4	4600	10.95	1.19	2380
纯净水	桶装	纯净水饮用水 桶装	娃哈哈	33.8	4	4500	8.45	0.94	1878

资料来源：京东、天猫、东方证券研究所

● 品牌塑造深入人心，消费者触达具备增长潜力

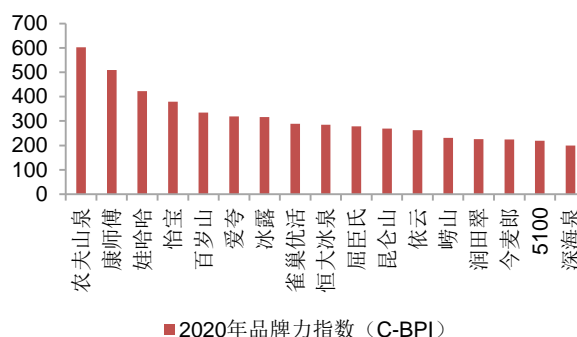
营销深入人心，品牌力领先。公司善用广告营销与消费者建立联系，通过“农夫山泉有点甜”、“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”、“什么样的水源，孕育什么样的生命”等广告语强化“天然健康”的品牌形象，深入人心。根据 Chnbrand（中国品牌力指数），2020 年公司品牌力指数在中国包装水品牌中排名第一，具备较高的品牌知名度，品牌力领先。

图 38：农夫山泉广告语



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 39：2020 年中国包装水品牌力排行



资料来源：Chnbrand、东方证券研究所

消费者覆盖面位居前列，已具备较强影响力。凯度消费者指数显示，2019 年公司消费者触及数在中国快消品品牌中位列第 7，可与消费巨头伊利、蒙牛、康师傅、海天等媲美。公司的消费者触及数增幅较快，品牌力有望持续提升。

表 5：2019 年中国快消品品牌消费者触及数排行

排名	品牌	消费者触及数（亿）	渗透率	消费者购买次数	消费者触及数增长
1	伊利	13.0	92%	7.9	1%
2	蒙牛	10.8	89%	6.7	2%
3	康师傅	8.3	81%	5.7	-4%
4	海天	5.7	76%	4.2	8%
5	双汇	4.3	61%	3.9	-3%
6	旺旺	4.3	64%	3.7	-7%
7	农夫山泉	4.1	63%	3.6	10%
8	立白	3.8	66%	3.2	-1%
9	光明	3.7	37%	5.4	-6%
10	心相印	3.6	60%	3.4	-2%

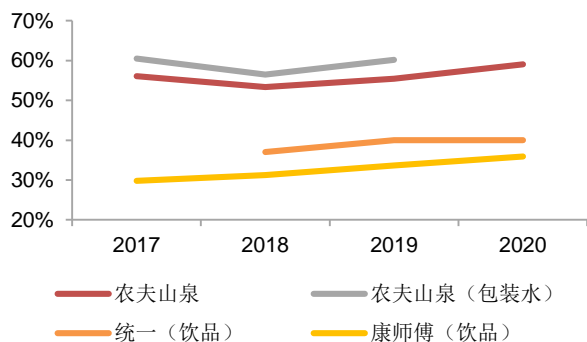
资料来源：凯度消费者指数、东方证券研究所

● 品牌溢价形成价格优势，成本控制发挥规模效应

公司的品牌力与自有工厂的模式为包装水业务形成毛利率优势。横向对比，公司毛利率水平处于领先地位，2019 年农夫山泉、农夫山泉（包装水）、统一（饮品）、康师傅（饮品）的毛利率分别为 55%、60%、40%和 34%左右。相较于统一（饮品）、康师傅（饮品）等，公司包装水毛利率相对较高主要受益于较高的产品定位与品牌力溢价形成的价格领先优势等。

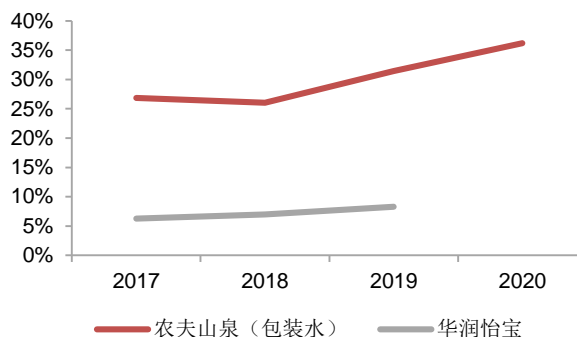
公司的自产自销模式则形成较强的成本控制优势，具备规模效应。作为对比，华润怡宝采取“自有工厂+OEM 工厂”模式，其 2019 年底拥有 9 家自有工厂和 32 家 OEM 工厂。OEM 公司普遍要获取 10%~15%左右的毛利率，因此自有工厂模式的毛利率更高，且随着产销的扩大，成本有望进一步降低。2019 年，公司包装水业务营业利润率达到 31%，而华润怡宝为 8%，公司包装水领先明显。较高的毛利率水平使得公司包装水在市场竞争中的费用投放等空间弹性更大，形成竞争优势制。

图 40：公司包装水与其他软饮公司毛利率对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 41：公司包装水业务与华润怡宝营业利润率对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 水源布局构筑壁垒，经销体系稳步扩张

● 水源布局形成先发优势，构筑深厚护城河

自 2000 年起，公司完成 10 处水源地布局，覆盖全国供应，包括 2 处深层湖水（浙江千岛湖、广东万绿湖）、4 处山泉水（四川峨眉山、陕西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山），2 处矿泉水（吉林长白山、黑龙江漠河），1 处深层地下水（新疆天山玛纳斯）和 1 处深层库水（湖北丹江口）。目前公司在福建武夷山新建 100 万吨饮用水生产基地，辐射东南等市场。由于获取优质水源、相关取水许可证以及矿泉水采矿许可证的难度较大，公司已布局的优质水源地已形成先发优势。

包装水由于吨价较低，终端零售价多定位于 1 元~3 元/500mL，运输成本对利润空间影响重大。在面向全国市场供应时，农夫山泉的水源布局能更有效地控制运输半径，降低运输成本。同时，公司饮用水产品全部由自有工厂生产，在品质保证、成本控制等方面更有主动权，享有规模效益。

图 42：农夫山泉水源地分布情况

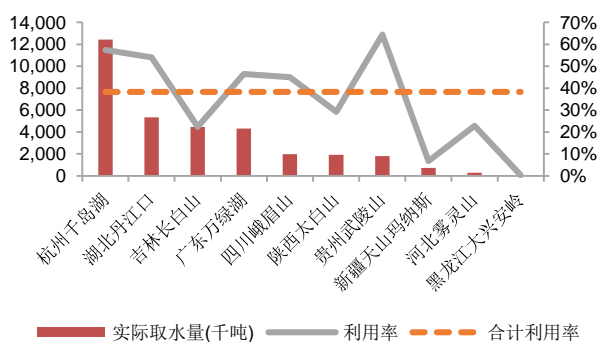


资料来源：公司公告、东方证券研究所

产能储备充足，为业务扩张提供保障。公司现有十大水源合计最大允许取水量为 8,679.5 万吨，19 年合计实际取水量为 3,325.1 万吨，产能利用率约 38%，单个水源地产能利用率最高为 64%，产能供应较为充足，支撑公司包装水业务不断开拓。

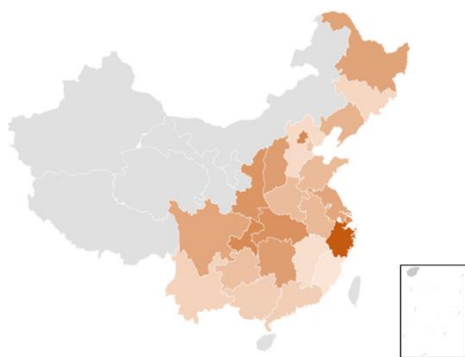
逐渐完善较弱势区域布局，进一步夯实领先优势。公司包装水业务渗透全国，但各区域市占率不均，尤其在怡宝根基深厚的东南、华南等市场较为薄弱。农夫山泉对福建武夷山水源地的布局，或将提升公司在较弱势市场的市占率，进一步巩固在全国市场的领先地位。

图 43：2019 年公司水源地实际取水量及利用率



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 44：农夫山泉各省市市占率分布（深色表示市占率高）

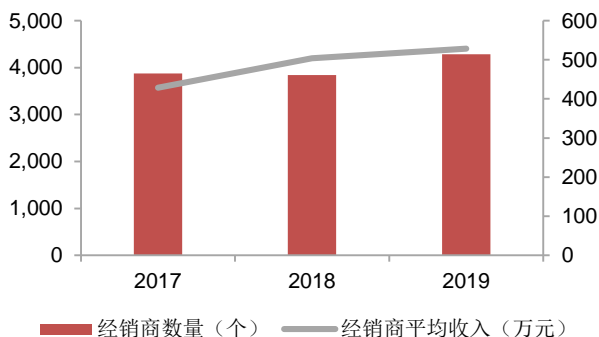


资料来源：尼尔森、东方证券研究所

● 经销体系持续升级，未来仍具扩张潜力

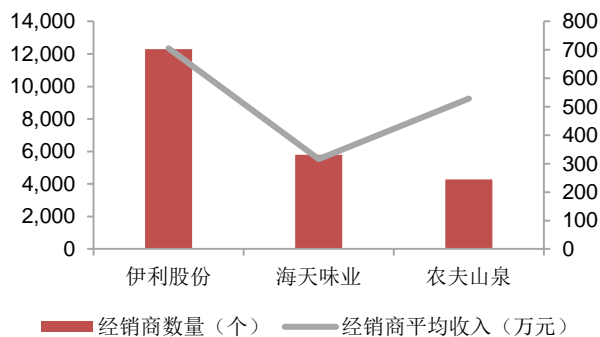
单经销商收入增长，经销网络具备扩张空间。2017 年至 2019 年，公司单经销商平均收入由 429 万元提升至 529 万元，经销商人均营收体量逐渐增大。横向对比，消费品巨头伊利股份、海天味业 2019 年经销商数量分别达到 12,304、5,806 个，公司为 4,280 个，经销网络扩张仍存在空间。

图 45：公司经销商数量（个）和平均收入（万元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 46：2019 年快消品公司经销商数量和平均收入对比



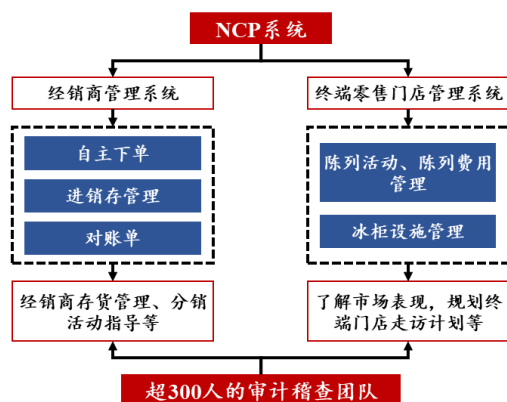
资料来源：公司公告、东方证券研究所

渠道管控体系完备，经销商队伍更迭提效。公司采用自研的 NCP 系统，以信息化方式有效管控和灵活调整渠道体系：1）经销商管理系统包含经销商自主下单、进销货管理、对账单等功能，帮助经销商进行存货管理、提供分销活动指导等；2）终端零售门店管理系统供一线销售人员使用，可

实时管理陈列活动、陈列费用等，以便公司了解市场表现，并规划终端零售门店走访计划。公司建立超 300 人的审计稽查团队，对经销商库存、市场活动执行、产品销售等盘点抽检，加强管控。

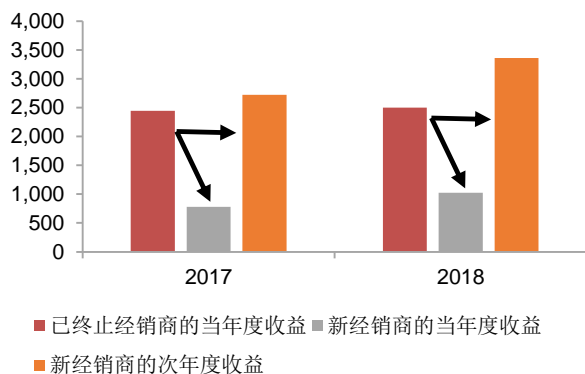
公司持续更迭经销商队伍。据招股说明书，公司 2017、2018 年新经销商次年度收益分别为 27.3 亿元、33.7 亿元，高于已终止经销商当年度收益 24.4 亿元、25.0 亿元，经销队伍持续优化。

图 47：公司 NCP 经销商与终端门店管理系统



资料来源：公司公告、东方证券研究所

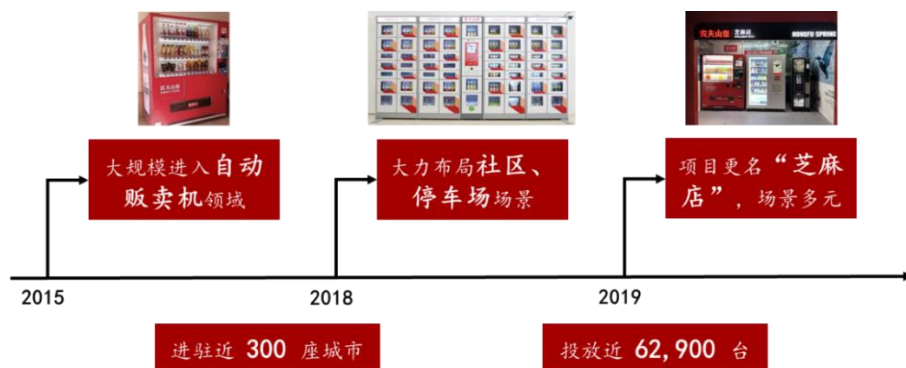
图 48：公司已终止经销商和新经销的年度收益（百万元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

创新销售渠道，增加消费者触点。农夫山泉自 2015 年起大举布局自动贩卖机，积极开拓新零售渠道；2018 年主攻社区、停车场等消费场景，以打通小区居民、有车一族的计划性或随机性购买需求；2019 年项目更名为农夫山泉“芝麻店”，产品种类和覆盖场景更加多元。截至 2020 年 5 月，公司自动贩卖机等智能终端零售设备已进驻全国近 300 座城市，投放近 62,900 台。借助数量多、体量轻的新兴零售网点，公司品牌力和产品渗透力持续提升。

图 49：农夫山泉智能零售终端布局



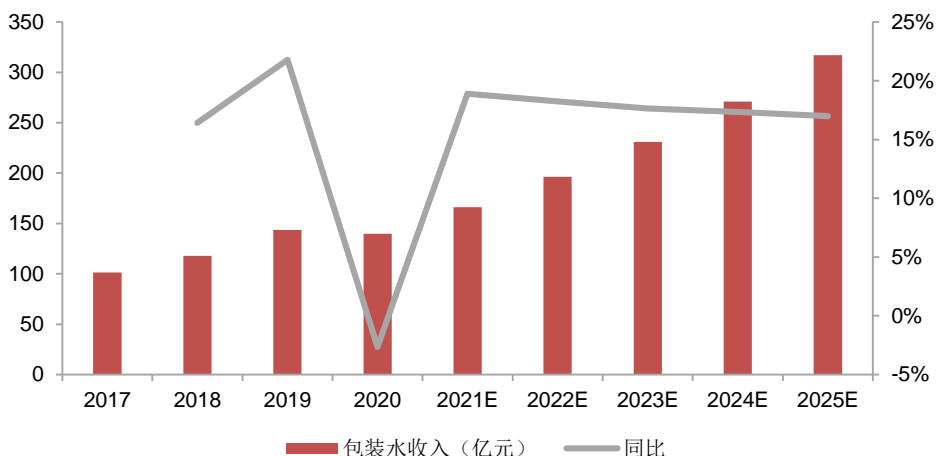
资料来源：公司公告、公司官微、北京商报、东方证券研究所

● 包装水营收预测

展望未来 5 年，我们认为公司包装水业务在终端不断上行的需求拉动下将保持稳步增长。其中，中大规格包装水受益于家庭消费上行，增速较高，预计 20-25CAGR 达到 25%；小规格包装水保

持稳定增长，预计 20-25CAGR 达到 13%；其他规格产品受益于结构升级与新品推出等，预计 20-25CAGR 达到 18%。综合以上，我们预测公司包装水业务 21 年至 25 收入增速逐步从 18.9%放缓到 17.0%左右，CAGR 达到 17.8%。**拆分量价来看**，由于吨价较低的中大规格产品收入占比提升，预计包装水吨价整体呈下行趋势，但下滑幅度逐步收窄。结合 Frost & Sullivan 的预测，我们预计公司包装水业务在 2025 年市占率达到 24%左右。

图 50：公司包装水收入及预测（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

3.3 包装水顺应消费周期，龙头尽享赛道红利

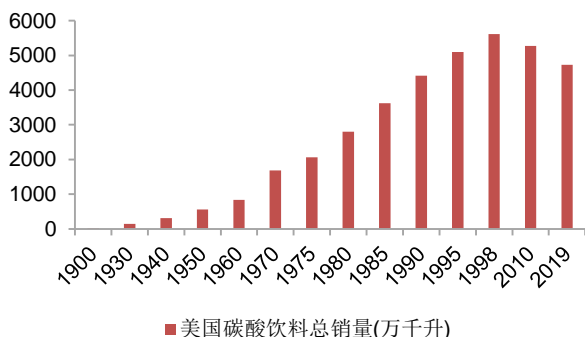
● 产品周期概述

在物质生活水平持续改善的今天，消费者对于软饮料的需求呈现多元化，产品变革加快，顺应产品周期的重要性更加凸显。回顾美国和日本的软饮料发展历史，我们发现在一代超级产品崛起的历史进程中，把握住产品周期上行机遇的公司往往取得了巨大的成功。这样的超级产品周期崛起的例子包括：1）1900 年代起至本世纪初的从美国向全世界拓展的碳酸饮料崛起周期，对应龙头公司可口可乐的超长成长周期；2）1980 年起至 2000 年代初期的日本茶饮料崛起周期，对应日本茶饮料龙头伊藤园的成长周期；3）本世纪初至今，能量饮料的崛起周期，对应龙头公司怪物饮料（MNST）的快速发展期。对应当下中国市场，对比美国和日本包装水市场，我们认为包装水是正在逐步崛起的新一轮超级产品周期，其中的龙头公司农夫山泉有望成为最大受益者，这一轮产品周期为农夫山泉所带来的可能是 10 年、20 年乃至更长时间的成长周期。

● 可口可乐、伊藤园与怪物饮料的崛起周期

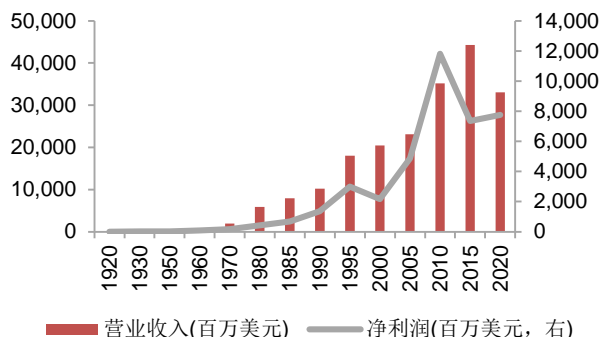
碳酸饮料百年周期，可口可乐顺势崛起。1900 年代至本世纪初，美国碳酸饮料市场一直处于稳定的上升周期。作为碳酸饮料鼻祖和龙头，可口可乐公司与行业共享百年成长期。从收入上看，1920 年可口可乐营收仅为 0.32 亿美元，2010 年规模扩张至 352 亿美元，年均增长 8.1%；从利润上看，1920 年至 2010 年，可口可乐净利润从 0.02 亿美元增长至 118 亿美元，CAGR 达 10.1%。

图 51：美国碳酸饮料总销量历史周期变化



资料来源：欧睿国际、公开资料整理、东方证券研究所

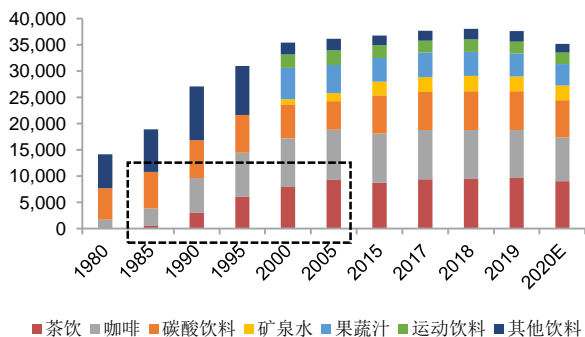
图 52：可口可乐历史营收和利润（百万美元）



资料来源：穆迪手册、Thomson One、东方证券研究所

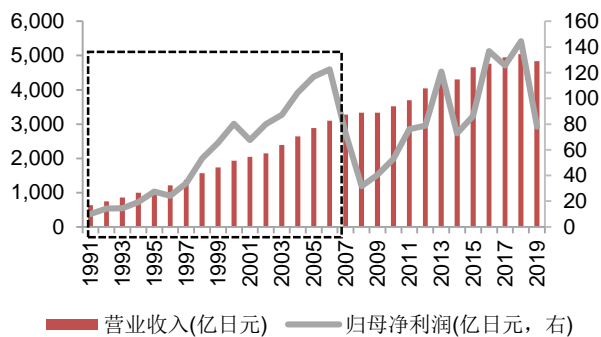
日本茶饮料行业 20 年发展期，伊藤园成为饮料龙头。1985 年至 2005 年，日本茶饮料市场销售额由 510 亿日元攀升至 9,313 亿元，年均增速达 10%，处于扩张周期。同时期以茶叶铺起家的伊藤园创新业务，进入即饮茶领域，搭乘行业东风，实现业绩的持续向好。1991 年至 2006 年，伊藤园营业收入年均增长 11.2%，由 630 亿日元上升至 3,102 亿日元；归母净利润年均增长 18.1%，自 10 亿日元上升至 123 亿日元，成为日本最大的茶饮料公司之一。

图 53：1980 年来日本软饮料产品销售额变化（亿日元）



资料来源：ITO EN、东方证券研究所

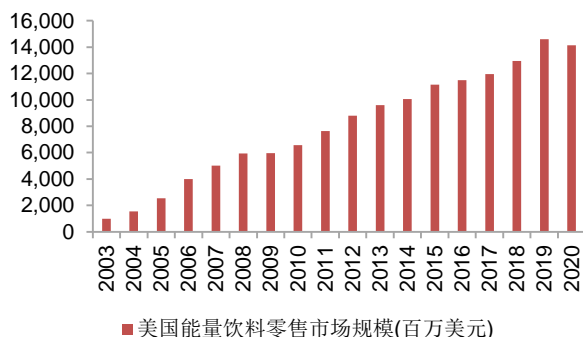
图 54：伊藤园历史营收和净利润（亿日元）



资料来源：ITO EN、Thomson One、东方证券研究所

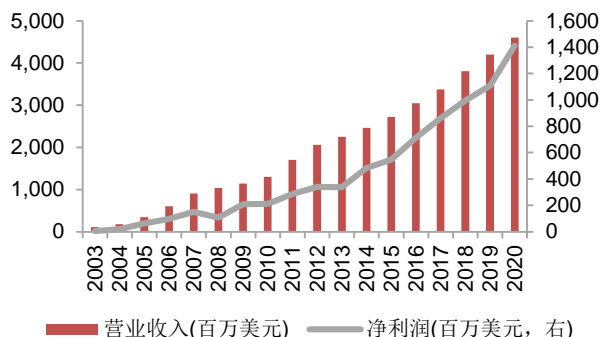
迎美国能量饮料风口，怪物饮料高速扩张。本世纪初至今，美国能量饮料行业持续扩容，2003 年零售市场规模 9.89 亿美元，到 2019 年已增长近 14 倍，年均增长 18.3%，零售额达到 145.96 亿美元。龙头公司怪物饮料在这一时期高速扩张，营业收入逐年增长，CAGR 达 24.5%，由 1.1 亿美元上升至 45.99 亿美元；净利润年均复合增速达 38.0%，由 0.06 亿美元成长至 14.10 亿美元；同时，净利率也持续向好，由 5.4%提升至 30.7%。

图 55：2003 年来美国能量饮料零售规模（百万美元）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 56：怪物饮料历史营收和净利润（百万美元）



资料来源：Thomson One、东方证券研究所

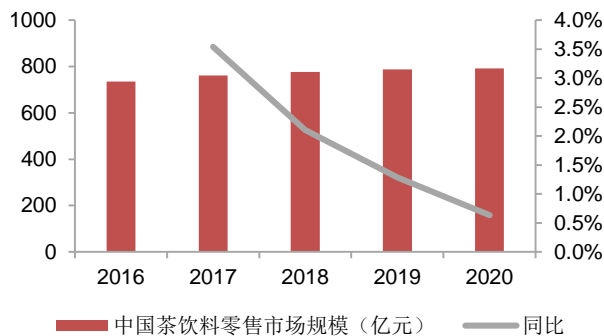
四、软饮行业结构升级，公司业务百花齐放

4.1 软饮品类表现分化，产品结构加速升级

● 茶饮行业渐入成熟期，无糖化趋势明显

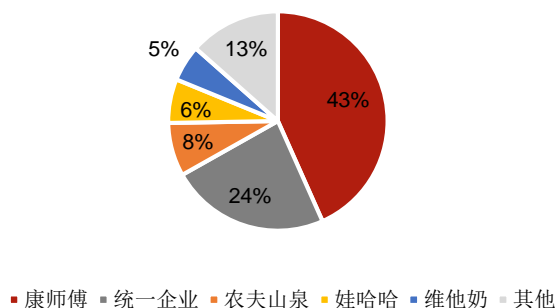
茶饮行业规模趋于稳定，市场份额较为集中。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年国内茶饮料（不含凉茶）零售市场规模为 792 亿元，同比低速增长 0.6%，茶饮行业逐步进入稳定成熟期。同时，国内茶饮行业市场集中度高，CR5 高达 87%，呈现寡头竞争的格局。

图 57：2016-2020 年国内茶饮料(不含凉茶)零售规模



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

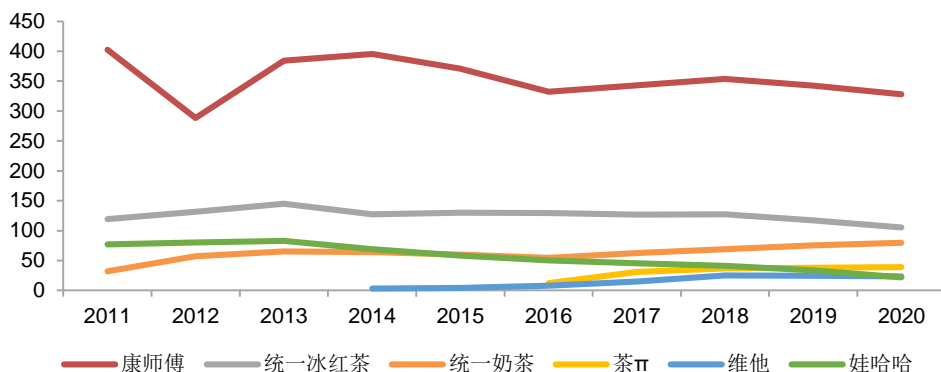
图 58：2019 年国内茶饮零售市场份额



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

竞争格局松动，新旧品牌趋势分化。据欧睿国际，近年来康师傅和统一冰红茶零售销量呈现下降趋势，茶π零售销量自 2016 年推出以来则持续上升。从销量来看，国内茶饮行业竞争格局出现变化，传统品牌面临品牌老化、销量下滑，新品牌则凭借精准的市场定位、营销曝光等获得消费者青睐。

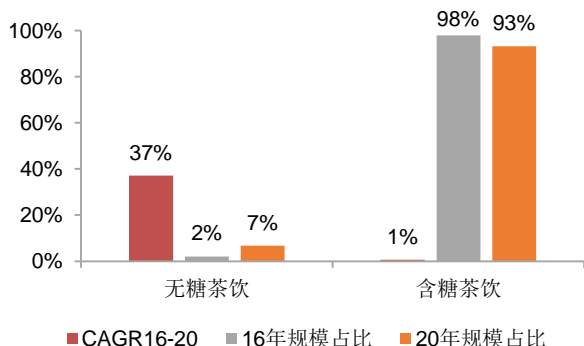
图 59：近年来国内主要品牌茶饮零售销量（万千升）



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

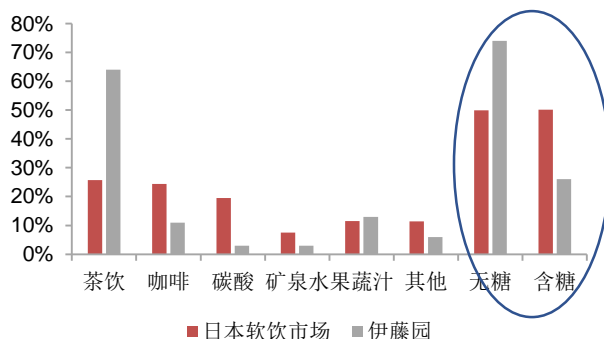
无糖茶饮高速增长，提升空间充裕。据 Frost & Sullivan，2016 年至 2020 年，无糖茶饮零售规模 CAGR 高达 37%，市场份额由 2% 提升至 7%，而含糖茶饮 CAGR 仅为 1%，茶饮行业无糖化趋势明显。日本市场 2019 年无糖品类在软饮市场中的渗透率达到 49.9%，而以茶饮为主的饮料企业伊藤园的这一比率高达 74%，对比而言国内无糖茶饮仍有充裕的提升空间。

图 60：2016-2020 年不同茶饮零售规模增速及占比



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 61：2019 年日本软饮市场和伊藤园的不同饮料占比

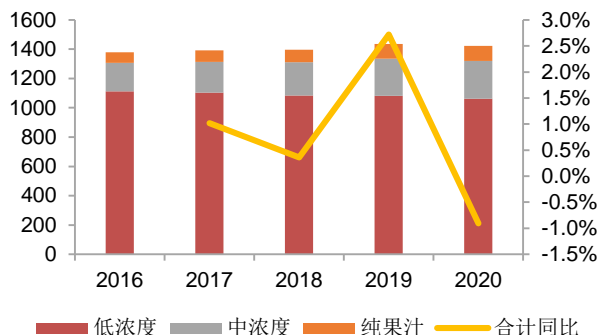


资料来源：ITO EN、东方证券研究所

● 果汁饮料向纯果汁升级，竞争格局较为分散

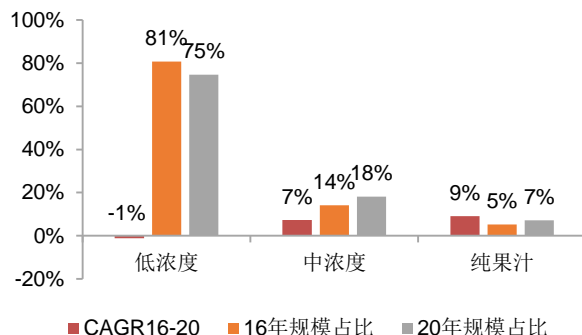
果汁饮料步入成熟期，产品结构向高浓度迁移。整体来看，国内果汁饮料零售市场规模已趋于稳定，16 年至 20 年 CAGR 为 0.8%，20 年零售额为 1422 亿元。分品类来看，2016 年至 2020 年，中浓度果汁（果汁含量为 30%~99%）、纯果汁（果汁含量为 100%）CAGR 各达 7%、9%，市场份额分别由 14%、5% 提升至 18%，7%，而低浓度果汁（果汁含量为 5%~29%）年均下滑 1%，行业向更高浓度品类结构升级。

图 62：2016-2020 年国内果汁饮料零售市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

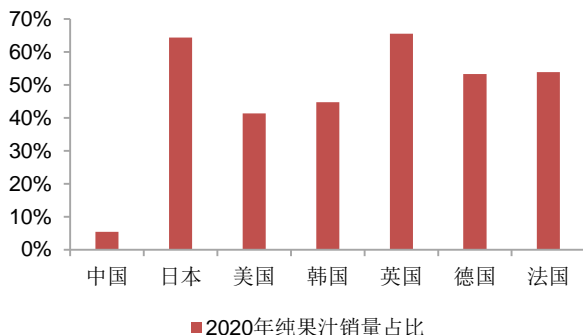
图 63：2016-2020 年不同果汁饮料零售规模增速及占比



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

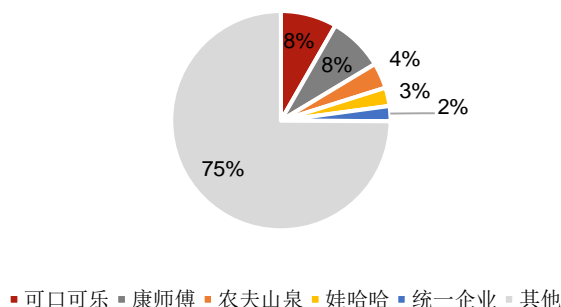
纯果汁渗透率较低，格局分散集中度有待提升。2020 年我国纯果汁销量占果汁饮料全部销量比重仅为 5%，而英美日韩德法等海外果汁饮料市场中，纯果汁占比均超过 40%，最高可达 60% 以上。长期来看，国内纯果汁具备很大的升级空间。2019 年国内果汁饮料 CR5 为 25%，龙头企业市占率不超过 10%，竞争格局较为分散，各厂商把握行业向高浓度果汁升级的机会，抢夺市场份额。

图 64：2020 年各国纯果汁销量占果汁饮料比重



资料来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 65：2019 年国内果汁饮料零售市场份额

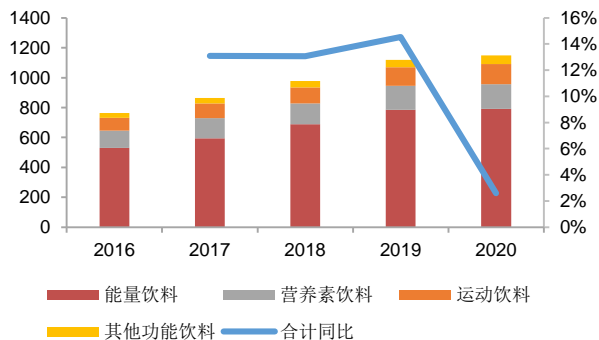


资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

● 功能饮料增速亮眼，消费势能有望延续

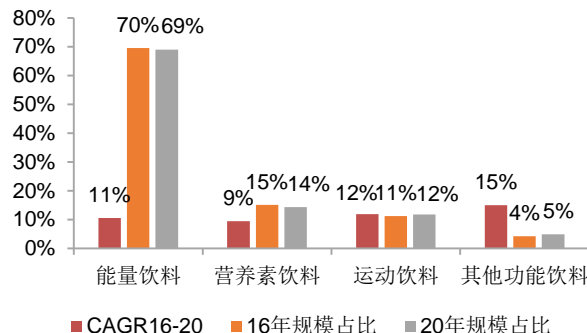
消费人群与场景拓宽，驱动功能饮料高速增长。近年来，国内功能饮料行业保持较高增速，2016-2020 年 CAGR 达到 10.7%。行业品类结构较为稳定，2020 年能量饮料占比 69%，营养素饮料、运动饮料和其他功能饮料各占 14%、12%、5%。**功能饮料高增趋势主要来源于：**1) 随着社会工作和生活节奏加快，主力消费人群从工作时间较长的司机、蓝领等拓宽至白领、学生等群体；2) 消费场景由加班、熬夜、运动后等“疲劳”场景延展至聚会、电竞、音乐节等休闲娱乐场景；3) 东鹏特饮、乐虎等国产品牌凭借差异化产品和营销策略打开市场需求。

图 66：2016-2020 年国内功能饮料零售市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 67：2016-2020 年不同功能饮料零售规模增速及占比

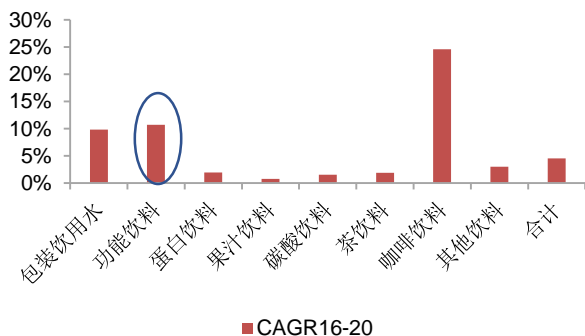


资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

功能饮料表现亮眼，高增态势有望延续。根据 Frost & Sullivan，2016 年至 2020 年国内功能饮料零售额年均增速在软饮细分品类中排名第二，仅次于咖啡饮料。随着消费需求持续释放，功能饮料高增态势有望维持。

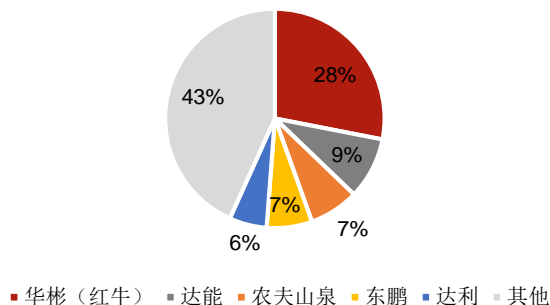
知名品牌领先优势确立，红牛领跑行业。2019 年国内功能饮料零售市场 CR5 为 57%，行业集中度较高，知名厂商在品牌粘性、渠道网络、产品研发等方面具备较深厚的行业壁垒。龙头华彬（红牛）市场份额高达 28%，与第二梯队拉开较大差距。行业第二梯队达能、农夫山泉、东鹏、达利（乐虎）等市占率较为接近，机会较大。

图 68：2016-2020 年各类别饮料零售规模增速



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 69：2019 年国内功能饮料零售市场份额



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

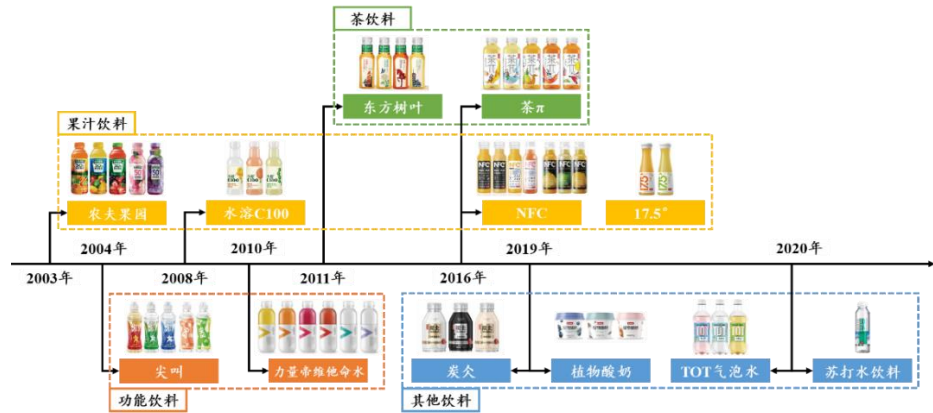
4.2 软饮产品齐头并进，持续创新驱动成长

● 饮料业务品类延伸，多元布局应对市场变局

饮料市场格局变迁，品类多元顺应趋势，软饮产品持续推新。随着经济发展模式切换，个性化消费需求崛起，饮料市场逐步迈入多元化时代。在单品生命周期缩短、天花板压低的大趋势下，产品创新逐步成为企业成长曲线接续的关键。公司于 03 年、04 年先后推出“农夫果园”30%混合果蔬汁

饮料、“尖叫”运动饮料；11 年打造“东方树叶”原味茶饮料；近两年公司品类创新步伐加快，“炭仸”咖啡饮料、植物酸奶、“TOT”气泡水等概念新颖的产品先后上市。公司具备较强的创新能力，通过多元化的产品布局顺应消费潮流、应对市场格局变迁。

图 70：公司软饮料产品推出与布局情况

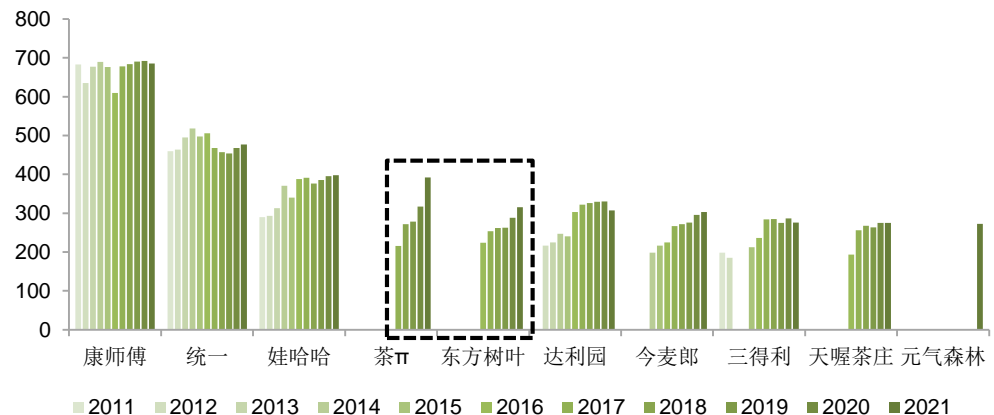


资料来源：公司官网、东方证券研究所

● 茶饮料产品顺潮流而上，品牌营销加持助力

公司茶饮料包含“茶π”果味茶/果汁茶和“东方树叶”原味茶。2020 年茶饮料实现营业收入 30.88 亿元；其中“茶π”系列占比约 70%，“东方树叶”系列占比约 30%。根据 Chnbrand，自上市以来，“茶π”和“东方树叶”的品牌指数均逐年上升，2021 年分别位列国内茶饮料品牌第 4、5 名。

图 71：2011-2021 国内茶饮料品牌指数变化



资料来源：Chnbrand、东方证券研究所

包装设计彰显品牌特性，营销宣传年轻化。公司用包装设计协力营销，产品包装较为简约，插画风格鲜明，符合年轻人的审美趋势。2019 年公司升级“茶π”logo，字体转变为扁平化的细黑体，强化时尚年轻的品牌形象。“茶π”选取 BIGBANG、吴亦凡等流量明星作为代言人，加速在年轻群体中的推广传播。

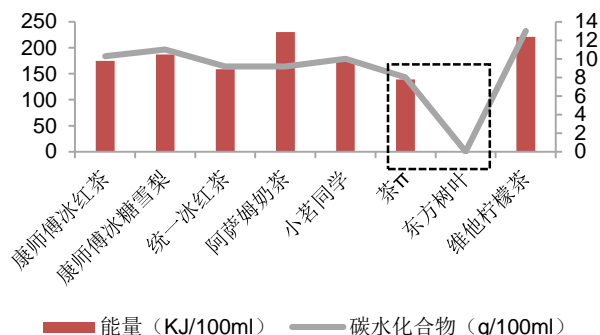
主打低糖品类，契合行业趋势。公司产品“东方树叶”以无糖天然为标签，“茶π”为定位“健康+时尚”的低糖茶饮，与竞品相比，碳水化合物和能量含量均处于较低水平，与低糖化的趋势吻合。

图 72：公司茶饮料 logo 升级以及竞品包装对比



资料来源：搜狐、京东、东方证券研究所

图 73：公司茶饮料产品以及竞品热量含量对比



资料来源：京东、东方证券研究所

在国内主要茶饮料产品中，“茶π”和“东方树叶”零售价较高，每 500ml 价格分别达到 4.46 元、4.26 元，约为传统茶饮料产品价格的 1.5 至 2 倍。公司茶饮料产品的较高定价反映了其较高的产品定位和对消费者的议价能力。

表 6：国内主要品牌茶饮料产品对比

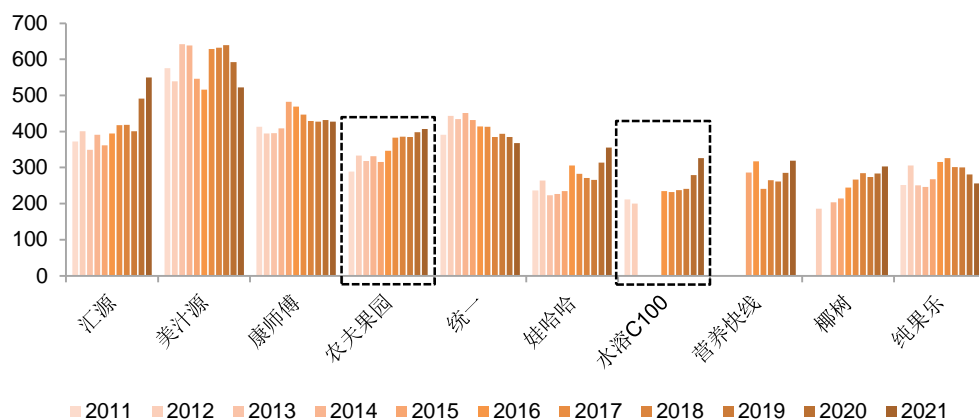
产品	品牌	整箱价格 (元/箱)	瓶数 (瓶/个)	单瓶容量 (ml)	单价 (元/瓶)	单价 (元/500ml)	吨价 (元/吨)
冰红茶 柠檬红茶饮料	康师傅	36.9	15	500	2.46	2.46	4920
茉莉清茶	康师傅	36.1	15	500	2.41	2.41	4813
奶茶饮料 炼乳味	康师傅	53.9	15	500	3.59	3.59	7187
茶参厅柠檬茶	康师傅	65.8	24	250	2.74	5.48	10967
冰红茶 柠檬味红茶饮料	统一	35.9	15	500	2.39	2.39	4787
阿萨姆奶茶	统一	51.9	15	500	3.46	3.46	6920
小茗同学 冷泡茶	统一	65.0	15	480	4.33	4.51	9028
茶里王 台式乌龙茶 无糖茶	统一	53.9	12	420	4.49	5.35	10694
茶π 茶饮料	农夫山泉	66.9	15	500	4.46	4.46	8920
东方树叶 茉莉花茶	农夫山泉	63.9	15	500	4.26	4.26	8520
冰红茶 柠檬果味茶	娃哈哈	44.8	15	500	2.99	2.99	5973
龙井绿茶	娃哈哈	41.0	15	500	2.73	2.73	5467
维他经典柠檬茶	维他奶	56.9	24	250	2.37	4.74	9483

资料来源：京东、天猫、东方证券研究所

● 果汁饮料业务高增，加码 NFC 果汁细分市场

2020 年公司果汁饮料业务营业收入为 19.77 亿元；其中，中低浓度果汁水溶 C100、农夫果园、NFC 营收分别占比分别约为 30%、40%和 30%。据 Chnbrand 品牌指数，近两年农夫果园略有提升，水溶 C100 则明显增强，在国内果汁饮料品牌中均进入前十。

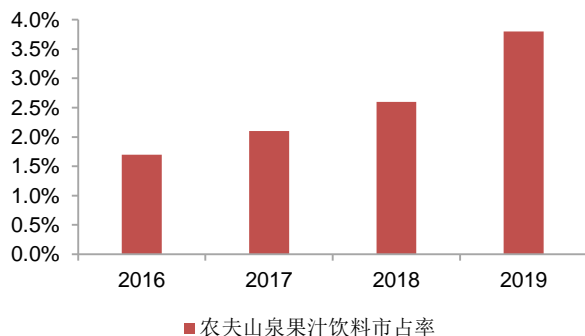
图 74：2011-2021 国内果汁饮料品牌指数变化



资料来源：Chnbrand、东方证券研究所

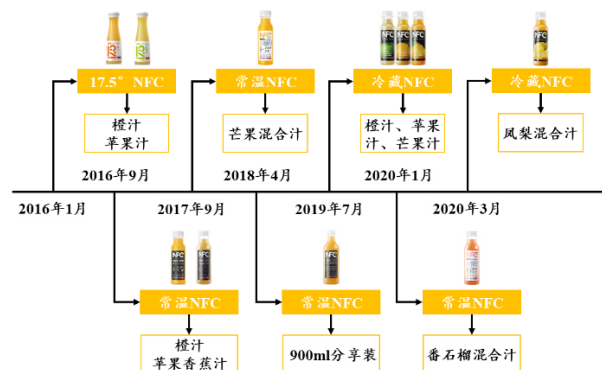
市场份额逐步提升，NFC 果汁多维布局。据 Frost & Sullivan 统计，2016 年至 2019 年，公司果汁饮料市占率逐年提升，由 1.7% 上升至 3.8%，2019 年排名第三。在 NFC 果汁高端细分领域，公司布局力度较大，2016 年以来持续推出新品，包含常温型、冷藏型和 17.5° 高品质鲜果冷压榨型，产品条线丰富，在市场竞争中处于领先地位。吨价水平较高的 NFC 果汁高增长有利于提升公司果汁饮料的吨价和盈利能力。

图 75：公司果汁饮料零售市场市占率



资料来源：Frost & Sullivan、东方证券研究所

图 76：公司在持续推出 NFC 果汁新品



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

覆盖多价格带，整体处于上游位置。公司果汁饮料品类丰富，“农夫果园” 30% 混合果蔬汁产品定位较低，价格处于行业较高水平；“农夫果园” 50% 混合果蔬汁、水溶 C100 和 NFC 果汁等产品价格则相对较高。整体来看，公司果汁饮料品质突出，零售价在行业内领先，产品力较强。

表 7：国内主要品牌果汁饮料产品对比

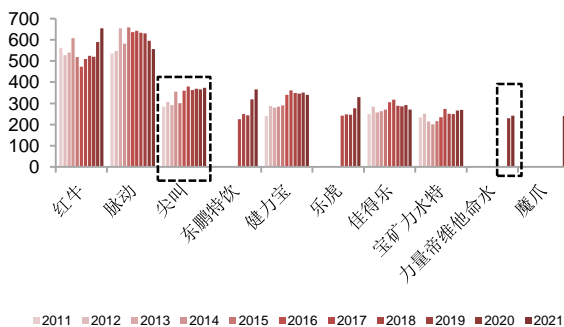
产品	品牌	整箱价格 (元/箱)	瓶数 (瓶/个)	单瓶容量 (ml)	单价 (元/瓶)	单价 (元/500ml)	吨价 (元/吨)
美汁源 果粒橙	可口可乐	43.9	12	420	3.66	4.36	8710
美汁源 酷儿	可口可乐	39.9	12	450	3.33	3.69	7389
冰糖雪梨	康师傅	36.1	15	500	2.41	2.41	4813
传世清饮 酸梅汤	康师傅	43.9	15	500	2.93	2.93	5853
水溶 C100	农夫山泉	61.9	15	445	4.13	4.64	9273
农夫果园 50%混合果蔬汁	农夫山泉	33.9	12	250	2.83	5.65	11300
农夫果园 30%混合果蔬汁	农夫山泉	59.0	15	500	3.93	3.93	7867
NFC 果汁饮料	农夫山泉	64.8	10	300	6.48	10.80	21600
17.5°NFC 鲜橙汁	农夫山泉	31.8	1	950	31.80	16.74	33474
橙汁饮品	娃哈哈	59.8	15	500	3.99	3.99	7973
鲜橙多	统一	44.9	15	450	2.99	3.33	6652
海之言 海盐柠檬果味饮料	统一	51.9	15	500	3.46	3.46	6920
100%果汁饮料	汇源	62.9	5	1000	12.58	6.29	12580
沁柠水 柠檬味饮料	三得利	61.5	15	550	4.10	3.73	7455

资料来源：京东、天猫、东方证券研究所

● 功能饮料稳定增长，推新品激发品牌活力

以“尖叫”为营收核心，产品推新注入动能。2020 年公司功能饮料产品营收达到 27.92 亿元，其中“尖叫”运动饮料和“力量帝”维他命水占比分别约为 70%和 30%。近两年公司“尖叫”产品更新频次提升，2019 年 1 月推出尖叫休闲型，2021 年 3 月推出第三代“等渗”尖叫，定位专业运动补水，同时丰富产品风味、升级包装设计，为“尖叫”品牌注入新动能。

图 77：2011-2021 国内功能饮料品牌指数变化



资料来源：Chnbrand、东方证券研究所

图 78：公司尖叫新品更新频次提升



资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

公司功能饮料产品价格定位在细分领域领先。公司“尖叫”运动功能饮料定位运动饮料细分类，每 500ml 售价 4.21 元，高于主要竞品佳得乐；“力量帝”维他命水定位维生素饮料细分类，每 500ml 售价 4.13 元，高于主要竞品脉动。

表 8：国内主要品牌功能饮料产品对比

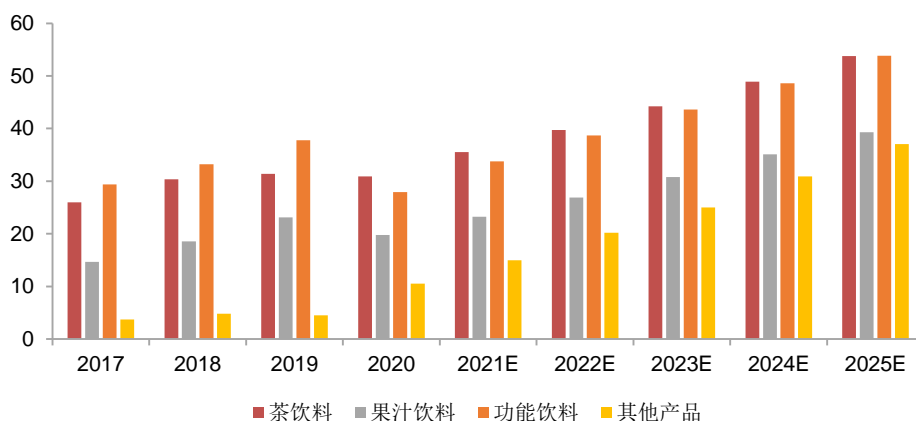
产品	细分类	公司/品牌	整箱价格 (元/箱)	瓶数(瓶/ 个)	单瓶容量 (ml)	单价(元/ 瓶)	单价(元/ /500ml)	吨价(元/ 吨)
红牛维生素功能饮料	能量饮料	红牛(华彬)	129.0	24	250	5.38	10.75	21500
东鹏特饮 维生素功能饮料	能量饮料	东鹏	62.5	24	250	2.60	5.21	10418
乐虎 维生素功能饮料	能量饮料	达利	53.9	15	380	3.59	4.73	9456
尖叫 运动功能饮料	运动饮料	农夫山泉	69.5	15	550	4.63	4.21	8424
佳得乐 功能运动饮料	运动饮料	佳得乐	59.9	15	600	3.99	3.33	6656
脉动 低糖维生素运动功能饮料	维生素饮料	脉动(达能)	57.9	15	600	3.86	3.22	6433
力量帝 维他命水	维生素饮料	农夫山泉	61.9	15	500	4.13	4.13	8253

资料来源：京东、天猫、东方证券研究所

● 软饮料业务营收预测

展望未来 5 年，**茶饮料产品**中，茶π 预计保持稳定增长，20-25CAGR 达到 10%；东方树叶受益于茶饮无糖化趋势，增速略高于茶π，20-25CAGR 达到 13%；合计茶饮料产品 20-25 年收入 CAGR 达到 13%。**果汁饮料产品**中，农夫果园整体保持个位数增长，20-25 年收入 CAGR 为 9%；水溶 C100 增速略高于农夫果园，20-25 年收入 CAGR 为 10%；NFC 受益于行业结构升级趋势，保持较高增长，20-25 年收入 CAGR 达到 25%；合计果汁产品增速逐步从 18% 下降到 12%，20-25 年收入 CAGR 达到 15%。**功能饮料产品**中，尖叫和力量帝维他命水受益于功能饮料行业的整体较高增长驱动，预计增速从 21% 放缓至 11%，整体 20-25 年收入 CAGR 达到 14%。**其他产品**则受益于新品的持续推出，有望持续保持较快增长，20-25 年收入 CAGR 为 28%。结合 Frost & Sullivan 的预测，预计 2025 年公司茶饮料、果汁饮料和功能饮料的市占率分别达到 11%、6% 和 6%。

图 79：公司主要软饮料收入及预测（亿元）



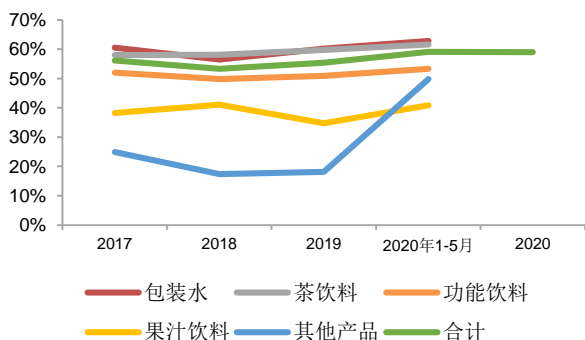
资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

五、盈利能力卓然超群，未来仍有提升空间

● 整体毛利率稳定上行，长期具备改善空间

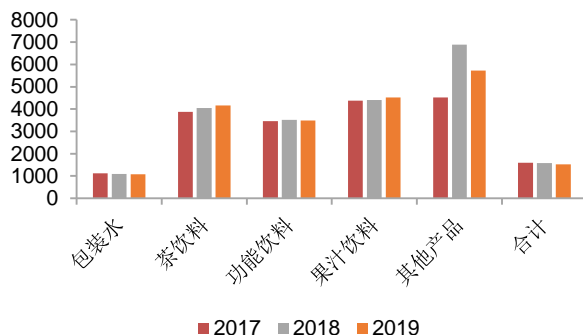
近年来公司毛利率稳定上行，2018 年至 2020 年从 53.3% 提升到 59.0%。拆分类别，包装水与茶饮料毛利率在 60% 左右，功能饮料在 50% 左右，果汁饮料毛利率 40% 左右，其他产品毛利率 2020 年上升至 50% 左右。短期内公司包装水吨价呈下降趋势，但自主生产模式下规模效应发挥仍有望推动毛利率上行；其余产品中，茶饮料、果汁饮料、其他产品吨价整体上行，功能饮料产品保持稳定，推动毛利率稳中有升。

图 80：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 81：公司产品吨价变化（元/吨）

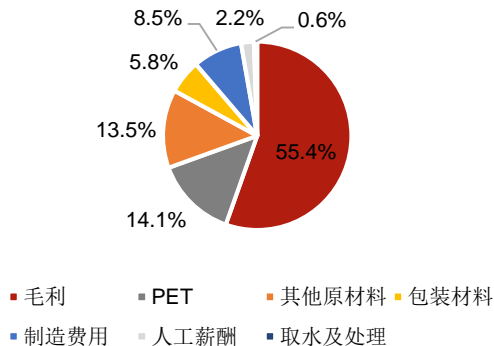


资料来源：公司公告、东方证券研究所

自主生产模式下，原材料成本对毛利率影响较大。拆分营业成本，PET、其他原材料（瓶盖、标签、糖、果汁等）、包装材料、制造费用是主要成本项，2019 年占营收比重分别达到 14.1%、13.5%、5.8% 和 8.5%，原材料成本上行可能对公司毛利率产生不利影响。

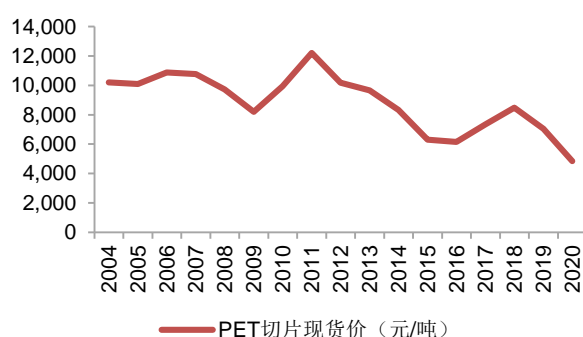
展望未来，公司毛利率提升主要有两条路径：1）产品吨价上行，具体措施包括产品结构升级与直接提价等；2）单位成本下降，公司的“全自有工厂”模式在产销量扩大的情况下规模效应将更加明显，推动单位成本下行；此外，从原材料价格来看，以 PET 为代表的化工产品在长周期中价格呈下降趋势。因此在中长周期内，我们看好公司毛利率进一步提升。

图 82：公司毛利及营业成本占营收比重拆分



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 83：PET 切片现货价长期价格走势



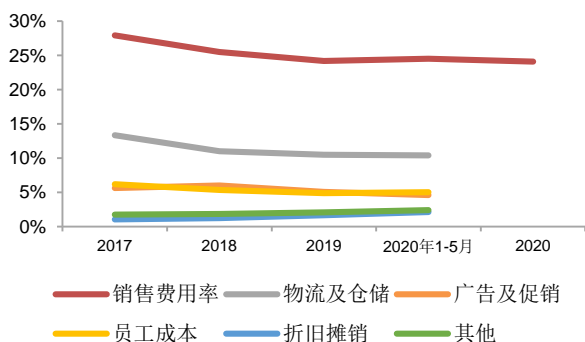
资料来源：Wind、东方证券研究所

● 销售费用与管理费用均有降低空间

近年来，公司销售费用率整体呈下降趋势，由 2017 年的 28.0% 下降至 2020 年的 24.1%。拆分来看，物流及仓储费用占比下降贡献较大，由 2017 年的 13.4% 下降至 2020 年的 10.5%。公司坚持水源地建厂、水源地灌装的理念，配送运输费用占比较高，但通过全国化的水源地布局、以及合理规划物流配送及仓储等进一步降低费用。公司在福建武夷山的水源投产后，有望进一步缩短东南地区的配送距离，降低相关费用。公司广告及促销以及员工成本等占比近年来小幅下降，为促进营收和销量增长，预计中短期内维持该水平。**综合而言，中长期内公司销售费用率有望继续下降。**

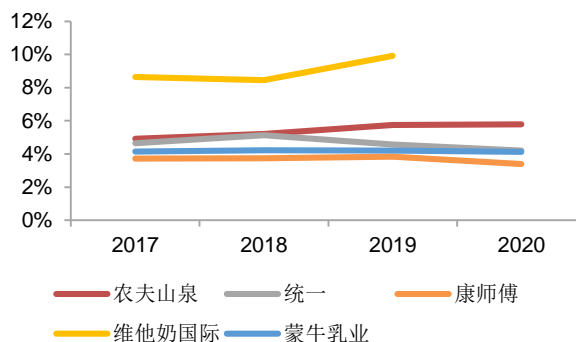
公司管理费用率近年上行，主要因为折旧摊销、以权益结算的股份奖励开支等占比提升。对比统一、康师傅等港股公司，其 20 年管理费用率平均在 4% 左右，公司未来管理费用率仍有改善空间。

图 84：公司销售费用率及拆分



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 85：公司管理费用率及其他港股公司对比

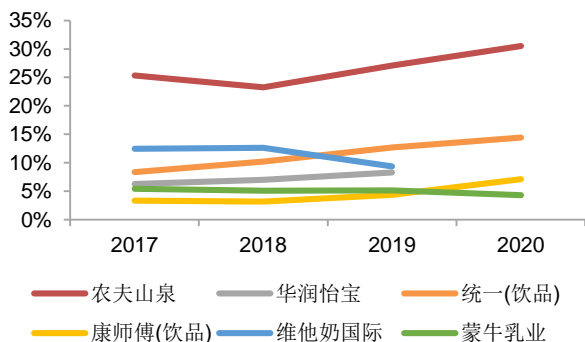


资料来源：Wind、东方证券研究所

● 盈利能力行业领先，未来仍有提升空间

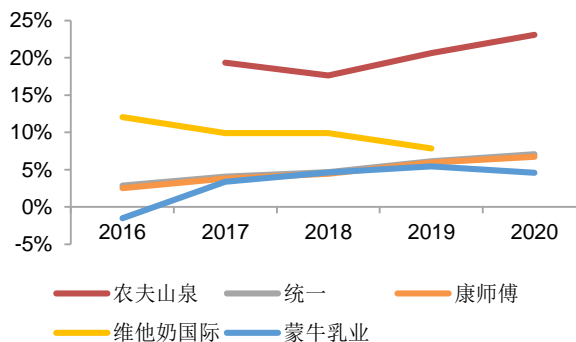
综合在毛利率、费用控制等多方面的优势，公司的营业利润率和销售净利率在饮品公司中处于显著领先的位置。2020 年，公司销售净利率达到 23.1%，远高于统一企业中国、康师傅以及蒙牛乳业等港股公司。**展望未来，中长期内公司销售净利率仍有进一步提升的空间。**

图 86：公司营业利润率及其他饮品港股公司对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 87：公司销售净利率率及其他饮品港股公司对比



资料来源：Wind、东方证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 21-23 年收入增速：包装水增速分别为 18.9%、18.2%和 17.6%，茶饮料增速分别为 15.1%、11.8%和 11.3%，果汁饮料增速分别为 17.5%、15.7%和 14.6%，功能饮料增速分别为 20.8%、14.7%和 12.7%，其他产品增速分别 41.8%、35.2%和 23.6%。主要逻辑参考正文详细论述。
- 毛利率方面：(1)受 PET、包材等原材料价格上行影响，毛利率 21 年下滑至 58.5%；(2)受益于产品结构升级以及提价等，毛利率在 22 年、23 年稳定提升，达到 58.9%、59.4%。
- 21-23 年销售费用率为 24.9%、24.9%和 24.8%，21 年销售费用率提升主要因为 20 年受疫情影响部分费用投放受限，21 年预计加大费用投放；21-23 年管理费用率为 5.7%、5.7%和 5.6%，所得税率维持 24.5%。

收入分类预测表

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
包装饮用水					
营业收入	14,346	13,966	16,606	19,636	23,099
yoy	21.8%	-2.7%	18.9%	18.2%	17.6%
茶饮料					
营业收入	3,138	3,088	3,553	3,973	4,421
yoy	3.3%	-1.6%	15.1%	11.8%	11.3%
果汁饮料					
营业收入	2,311	1,977	2,324	2,687	3,079
yoy	24.6%	-14.4%	17.5%	15.7%	14.6%
功能饮料					
营业收入	3,779	2,792	3,374	3,870	4,362
yoy	13.8%	-26.1%	20.8%	14.7%	12.7%
其他产品					
营业收入	447	1,054	1,495	2,021	2,498
yoy	-7.3%	136.0%	41.8%	35.2%	23.6%
合计					
营业收入	24,021	22,877	27,351	32,188	37,458
yoy	17.3%	-4.8%	19.6%	17.7%	16.4%
营业成本	10,710	9,369	11,359	13,242	15,221
毛利率	55.4%	59.0%	58.5%	58.9%	59.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6.2 投资建议

公司包装水及软饮业务正处于国内包装水及软饮品类发展的长周期中，现金流量充沛；因此在更长的预测周期下，我们采用 **FCFF 估值法**。根据 FCFF 估值模型计算得到公司权益价值为 5,031 亿元，以港元兑人民币汇率 0.82 计算，对应目标价 54.56 港元，首次覆盖给予买入评级。

未来增速假设：我们预测 21 年至 35 年：1) 包装水收入增速从 19% 下降至 7%；2) 茶饮料收入增速从 15% 下降至 1%；3) 果汁饮料收入增速从 18% 下降至 5%；4) 功能饮料收入从 21% 下降至 3%；5) 其他产品收入增速从 42% 下降至 7%。

表 9：公司 FCFF 预测（百万元）

科目	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	7,065	8,062	9,476	11,134	13,235	15,607	18,257	21,270
yoy		14.1%	17.5%	17.5%	18.9%	17.9%	17.0%	16.5%
息前税后利润	5,337	6,090	7,158	8,411	9,998	11,790	13,791	16,068
折旧和摊销	1,810	1,876	1,975	2,084	2,199	2,312	2,428	2,550
营运资金投入	-744	-885	-890	-980	-1,168	-1,339	-1,529	-1,739
资本投资投入	2,279	2,520	2,724	2,889	3,026	3,113	3,290	3,438
FCFF	5,611	6,331	7,299	8,586	10,339	12,328	14,458	16,919
yoy		12.8%	15.3%	17.6%	20.4%	19.2%	17.3%	17.0%
FCFF 折现		3,700	6,739	7,372	8,255	9,154	9,983	10,863
科目	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	24,579	28,266	32,127	36,041	39,936	43,936	47,707	51,382
yoy	15.6%	15.0%	13.7%	12.2%	10.8%	10.0%	8.6%	7.7%
息前税后利润	18,567	21,352	24,269	27,225	30,168	33,190	36,038	38,814
折旧和摊销	2,680	2,823	2,974	3,124	3,265	3,390	3,492	3,563
营运资金投入	-1,913	-2,126	-2,245	-2,376	-2,399	-2,476	-2,369	-2,319
资本投资投入	3,680	3,905	4,080	4,206	4,260	4,254	4,162	4,000
FCFF	19,480	22,397	25,407	28,518	31,572	34,801	37,737	40,696
yoy	15.1%	15.0%	13.4%	12.2%	10.7%	10.2%	8.4%	7.8%
FCFF 折现	11,631	12,436	13,118	13,693	14,097	14,449	14,570	14,612

资料来源：东方证券研究所预测

WACC 计算：由于目前农夫山泉上市时间未满 52 周，我们选取统一企业中国、康师傅控股、养元饮品、伊利股份、百润股份、维他奶国际和承德露露等可比公司平均无杠杆 Beta 值作为公司的无杠杆 Beta 值，计算得到为 0.64。以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 7.54%。

表 10：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	0%
无杠杆 Beta	0.64
无风险收益率 Rf	3.1%
市场风险溢价 Rm-Rf	6.9%
市场回报率 Rm	10.0%

债务成本 Kd	4.9%
WACC	7.54%

资料来源：iFind、东方证券研究所

股权价值计算结果:我们假设公司永续增长率为 3.0%, 计算得出公司每股权益价值为 54.56 港币。

表 11: 股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.0%
预测期自由现金流现值 (百万元)	164,674
永续自由现金流现值 (百万元)	331,745
企业价值 (百万元)	496,419
权益价值 (百万元)	503,124
每股权益价值 (人民币)	44.74
每股权益价值 (港币)	54.56

资料来源：iFind、东方证券研究所

敏感性分析。

表 12: 公司 FCFF 股价估值结果与 WACC 和永续增长率敏感性分析

股价 (港元)	永续增长率				
	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
5.54%	81.21	91.35	105.50	126.58	161.40
6.04%	69.64	76.81	86.35	99.64	119.46
6.54%	60.68	65.94	72.68	81.65	94.15
7.04%	53.56	57.52	62.47	68.81	77.24
WACC 7.54%	47.77	50.83	54.56	59.21	65.18
8.04%	42.99	45.38	48.26	51.77	56.15
8.54%	38.97	40.88	43.14	45.84	49.15
9.04%	35.55	37.10	38.90	41.02	43.57
9.54%	32.62	33.88	35.34	37.03	39.03

资料来源：东方证券研究所预测

七、风险提示

- **消费升级不及预期风险。**公司包装水、软饮料业务的核心增长逻辑基于国内居民的消费升级趋势，若消费升级不及预期，可能会对公司营收增长以及产品结构升级造成不利影响。
- **原材料成本大幅上升风险。**公司产品生产主要采取自主生产的方式，因此原材料成本变动对公司毛利影响较大，若原材料成本大幅上升可能对公司盈利和现金流造成不利影响。

- **水源地水质污染风险。**公司包装水业务高度依赖水源地的水源品质，若水源地发生水质污染事件，可能对公司生产销售产生不利影响。
- **市场份额下降或新品推广不及预期风险。**若公司在包装水或软饮料市场份额下降导致营收增长不及预期，或新品推广不及预期，可能影响公司业绩以及现金流增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,083	9,119	11,210	16,210	21,725	营业收入	24,021	22,877	27,351	32,188	37,458
应收账款	306	358	415	473	535	销售成本	(10,710)	(9,369)	(11,359)	(13,242)	(15,221)
存货	1,762	1,805	2,137	2,434	2,736	其他收入及收益	774	641	739	732	702
预付账款	1,021	910	1,125	1,338	1,569	销售费用	(5,816)	(5,511)	(6,814)	(8,019)	(9,294)
流动资产合计	4,372	12,192	14,887	20,455	26,565	行政开支	(1,383)	(1,324)	(1,557)	(1,833)	(2,102)
固定资产	12,314	12,592	13,239	13,983	14,774	其他支出	(371)	(249)	(298)	(350)	(408)
有使用权资产	656	695	689	691	699	营业利润	6,514	7,065	8,062	9,476	11,134
无形资产	60	58	59	63	68	财务费用	(16)	(79)	53	137	190
递延所得税资产	373	315	315	315	315	税前利润	6,499	6,986	8,116	9,613	11,324
其他非流动资产	21	9	9	9	9	所得税	(1,545)	(1,709)	(1,985)	(2,351)	(2,770)
非流动资产合计	13,424	13,668	14,311	15,061	15,865	净利润	4,954	5,277	6,131	7,262	8,554
资产总计	17,796	25,859	29,198	35,516	42,431	少数股东损益	6	0	0	0	0
短期借款	1,000	2,414	0	0	0	归属于母公司净利润	4,949	5,277	6,131	7,262	8,554
合同负债	2,078	2,247	2,758	3,254	3,787	每股基本收益 (元)	0.46	0.47	0.55	0.65	0.76
应付账款	791	882	1,082	1,276	1,485	每股稀释收益 (元)	0.46	0.47	0.55	0.65	0.76
应付账款及其他应付款	2,855	3,322	4,100	4,868	5,700	主要财务比率					
流动负债合计	7,441	9,825	8,899	10,358	11,932		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
递延收入	248	267	267	267	267	成长能力	17.3%	-4.8%	19.6%	17.7%	16.4%
非流动负债合计	473	542	588	638	692	营业收入	36.4%	7.5%	16.2%	18.4%	17.8%
负债合计	7,915	10,367	9,488	10,996	12,624	营业利润	37.2%	6.6%	16.2%	18.4%	17.8%
少数股东权益	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	55.4%	59.0%	58.5%	58.9%	59.4%
股本	360	1,125	1,125	1,125	1,125	获利能力					
储备	9,522	14,368	18,586	23,396	28,682	毛利率	20.6%	23.1%	22.4%	22.6%	22.8%
权益合计	9,882	15,492	19,711	24,520	29,807	净利率	17.3%	-4.8%	19.6%	17.7%	16.4%
负债和权益总计	17,796	25,859	29,198	35,516	42,431	ROE	50.1%	34.1%	31.1%	29.6%	28.7%
现金流量表						ROA	27.8%	20.4%	21.0%	20.4%	20.2%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
税前利润	6,499	6,986	8,116	9,613	11,324	资产负债率	44.5%	40.1%	32.5%	31.0%	29.8%
折旧摊销	1,734	1,925	1,876	1,975	2,084	净负债率	-0.8%	-43.3%	-56.9%	-66.1%	-72.9%
融资成本	16	79	(53)	(137)	(190)	流动比率	0.59	1.24	1.67	1.97	2.23
营运资金变动	647	709	885	890	980	速动比率	0.35	1.06	1.43	1.74	2.00
支付所得税	(1,511)	(1,386)	(1,985)	(2,351)	(2,770)	营运能力					
财务收益	(217)	(148)	0	0	0	应收账款周转天数	4.6	5.7	5.5	5.4	5.2
经营活动现金流	7,472	8,360	8,838	9,989	11,428	存货周转天数	60.1	70.3	68.7	67.1	65.6
资本支出	(3,313)	(2,279)	(2,520)	(2,724)	(2,889)	总资产周转天数	270.4	412.6	389.7	402.7	413.5
其他	3,956	(2,377)	46	49	54	每股指标 (元)					
投资活动现金流	643	(4,657)	(2,474)	(2,674)	(2,835)	每股收益	0.46	0.47	0.55	0.65	0.76
债权融资	950	4,232	(2,414)	0	0	每股经营现金流	0.69	0.74	0.79	0.89	1.02
股权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	0.91	1.38	1.75	2.18	2.65
支付股息	(9,618)	(7,980)	(1,912)	(2,452)	(3,268)	估值比率					
其他	(672)	10,121	2,527	2,812	3,025	市盈率	81.6	79.7	68.6	57.9	49.2
筹资活动现金流	(8,697)	1,716	(4,273)	(2,315)	(3,078)	市净率	40.9	27.2	21.3	17.2	14.1
现金净增加额	(582)	5,419	2,091	4,999	5,515	EV/EBITDA	62.0	58.6	50.8	42.7	35.8
汇率变动影响	1	(215)	0	0	0	EV/EBIT	50.1	46.6	41.2	35.3	30.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn