

## 日常消费行业

## 农夫山泉初读：软饮料瓶装水龙头，盈利能力强

分析师：胡翔宇

分析师：刘翥



SAC 执证号：S0260517080001



SAC 执证号：S0260519010006

SFC CE.no: BNG229

SFC CE.no: BLO687



010-59136632



020-66335146



huxiangyu@gf.com.cn



liuqiao@gf.com.cn

## 核心观点：

- **软饮料行业规模继续扩大，部分品类集中度不高，龙头企业优势明显。**据佛若斯特沙利报告，按零售额计算，2019 年中国软饮料市场规模为 9,914 亿元人民币，从 2014 年至 2019 年复合增长率为 5.9%。预计随着我国居民收入增长，消费升级趋势和城镇化进程推动，中国软饮料市场将继续增长，根据佛若斯特沙利文报告预计从 2019 年到 2024 年，年复合增长率将维持在 5.9%，2024 年中国软饮料市场规模预计达到 12,230 亿元人民币。不同品类软饮料除了茶饮料外市场集中度不高，包装水、功能饮料、茶饮料和果汁饮料的 CR5 分别是 56.2%、56.7%、86.5%和 25.1%。与此同时，对比发达国家我国软饮料人均消费量和软饮料零售额还有较大提升空间。
- **农夫山泉为我国瓶装水龙头，拥有全国布局的水源地和全国化的销售网络。**据公司招股书披露，2019 年农夫山泉在包装水、茶饮料市场份额分别为 20.9%、7.9%，分别位列市场第一和第三位。公司已经在全国布局了十大优质水源地，并且建立了覆盖全国的供应链。截至 2019 年底，公司一共覆盖超过 237 万个零售终端，并且约有 187 万个零售终端位于三线及以下市场。农夫山泉营销能力强，其广告深入人心，为公司建立起良好的品牌形象。优化的上游资源布局，成熟的销售网络和良好的品牌形象为公司成为快消品巨头奠定了基础。
- **农夫山泉盈利能力强。**2019 年农夫山泉实现营业收入 240 亿元，同比增长 17.3%。合并净利润 49.5 亿元，同比增长 37.2%。农夫山泉的毛利率为 55.4%，其中瓶装水的毛利率为 60.2%，同期康师傅饮品的毛利率为 33.7%，统一饮品毛利率为 39.9%，农夫山泉的盈利能力显著高于同行；另外农夫山泉在研发投入上优于主要竞争对手怡宝。
- **风险提示。**终端消费大幅低于预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；食品安全问题。

## 目录索引

一、农夫山泉：国产水第一品牌.....	5
（一）农夫山泉经营概览：国产水企业第一品牌.....	5
（二）农夫山泉产品及经营概览.....	5
（三）农夫山泉股权架构.....	6
二、中国饮料市场：行业未来五年复合年增长约 6%.....	7
（一）饮料行业万亿规模级别，水品类最大.....	7
（二）竞争格局：除茶饮料和功能饮料外其他品类市场集中度低.....	9
三、竞争力与发展：营销能力强，渠道渗透率高.....	11
（一）营销能力强，产品知名度高.....	11
（二）行业壁垒：水源和销售网络.....	13
（三）经销商推力强，渠道管理稳健.....	14
（四）产品矩阵均衡，全品类饮料发展.....	15
四、财务分析.....	16
（一）毛利率、净利率显著高于同行.....	16
（二）广告营销收益明显，销售费用率逐年降低.....	18
（三）对经销商控制能力强，应收周转天数低.....	18
（四）现金分红导致流动、速动比率暂时降低.....	19
（五）杜邦分析.....	19
五、风险提示.....	20
（一）终端消费大幅低于预期.....	20
（二）行业竞争加剧.....	20
（三）原材料价格大幅波动.....	20
（四）食品安全问题.....	20

## 图表索引

图 1: 农夫山泉收入结构 (单位: 百万元)	5
图 2: 农夫山泉毛利率结构	5
图 3: 农夫山泉发展历史	5
图 4: 农夫山泉 IPO 前股权结构	7
图 5: 我国软饮料市场销售额 (单位: 十亿元)	7
图 6: 2019 年软饮料各品类市场份额	7
图 7: 各品类 2014-2019, 2019-2024 (预测) 年复合增长率	8
图 8: 2019 年人均软饮料消费量 (单位: 人/升)	8
图 9: 2019 年部分软饮料销售零售均价 (单位: 美元/升)	8
图 10: 中国主要饮料均价 (单位: 元/升)	8
图 11: 中国包装水均价复合增速 (单位: %)	8
图 12: 各软饮品类市场集中度	9
图 13: 茶饮料销售额 (单位: 十亿元)	9
图 14: 果汁市场增长稳定 (单位: 十亿元)	10
图 15: 传统、现代渠道为主要零售途径 (单位: 十亿元)	10
图 16: 各销售渠道年复合增长率 (单位: %)	10
图 17: 农夫山泉饮用水广告及包装设计	11
图 18: 百度指数关键词搜索统计	11
图 19: 东方树叶	12
图 20: 农夫果园“喝前摇一摇”	12
图 21: 茶π	12
图 22: 优酷投放可跳过贴片广告	12
图 23: 2019 中国瓶装水品牌力指数排行	12
图 24: 农夫山泉水源地分部图	14
图 25: 华润怡宝运营区域	14
图 26: 包装水市占率 (%)	15
图 27: 包装饮用水市场规模 (单位: 百万元)	15
图 28: 研发投入对比 (单位: 百万元)	16
图 29: 怡宝品类较为单一	16
图 30: 软饮料市占率 (单位: %)	16
图 31: 2019 年推出的新品	16
图 32: 销售毛利率 (%)	17
图 33: 销售净利率 (%)	17
图 34: 销售成本结构 (单位: 百万元)	17
图 35: PET 价格和油价呈现正向关系 (元/吨)	17
图 36: 销售费用率 (%)	18
图 37: 管理费用率 (%)	18
图 38: 农夫山泉销售费用结构 (单位: 百万元)	18
图 39: 农夫山泉管理费用结构 (单位: 百万元)	18

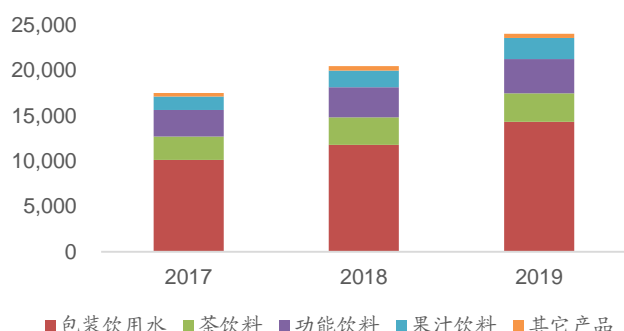
图 40: 存货周转天数 .....	19
图 41: 农夫山泉应收周转天数低 .....	19
图 42: 流动比率 (倍) .....	19
图 43: 速动比率 (倍) .....	19
图 44: 资产负债率 (单位: %) .....	19
图 45: ROE (单位: %) .....	20
图 46: 权益乘数 (单位: 倍) .....	20
图 47: 总资产周转率 (单位: 次) .....	20
表 1: 农夫山泉产品市占及销售情况 .....	6
表 2: 农夫山泉水源地 .....	13
表 3: 渠道划分 (单位: 百万元) .....	14
表 4: 经销商数目 .....	14
表 5: 主要饮用水产品 .....	15
表 6: PET 价格与毛利敏感性分析 (单位: 百万元) .....	17

## 一、农夫山泉：国产水第一品牌

### （一）农夫山泉经营概览：国产水企业第一品牌

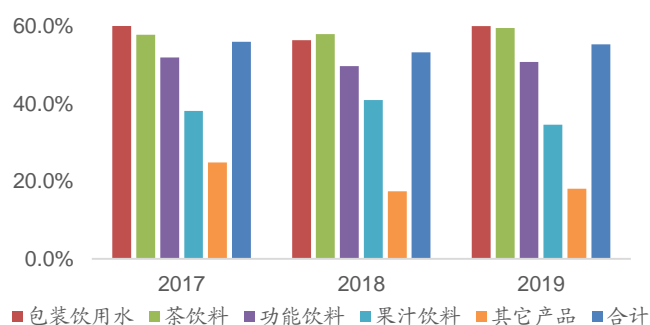
农夫山泉在2020年4月30日发布了招股说明书，根据招股书内容显示农夫山泉是国内包装饮用水市占排名第一的品牌，2019年总收入达到240.21亿元，2017-2019年复合增长率17.2%，总毛利率55.4%。其中饮用水收入143.46亿元，占比达到59.7%，毛利率60.2%。茶饮料、功能饮料及果汁收入分别为31.38亿、37.79亿和23.11亿，毛利率59.7%、50.9%、34.7%。

图1：农夫山泉收入结构（单位：百万元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图2：农夫山泉毛利率结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### （二）农夫山泉产品及经营概览

公司前身新安江养生堂饮用水于1996年成立，并于1997年推出第一款“农夫山泉”包装饮用水。2000年因宣传“天然水含有矿物质元素，比纯净水更有益于健康”引发“世纪水战”，虽然遭到纯净水公司集体反对，但“农夫山泉天然水更健康”的理念深入人心。公司自此退出纯净水市场，专门生产天然水，开发了2元水市场，并陆续推出“农夫果园”果汁饮品、“尖叫”功能饮料、“东方树叶”茶饮料，2015年进入更加高端的天然矿泉水领域。在以包装饮用水为公司产品重心的同时，不断创新，多品类发展。截至2019年底，农夫山泉旗下饮用水品牌市占率达20.9%，排名第一，茶饮料、功能饮料、果汁品牌市占率均进入前三，公司研发新品、开拓新市场的能力很强。

图3：农夫山泉发展历史



数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

表1：农夫山泉产品市占及销售情况

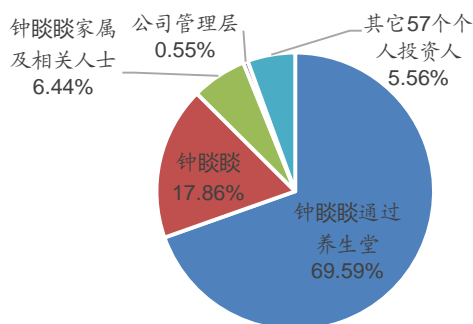
产品类别	品牌标识	产品图片	市占率排名	2019 年市 场份额	2019 年 度收益 (人民 币百万 元)	2024 年预测 市场规 模(人 民币十 亿元)	2019 年至 2024 年市场 规模预期年复 合增长率
包装饮用水产品			第一	20.90%	14,346	337,1	10.80%
茶饮料产品			第三	7.90%	3,138	93,6	3.50%
功能饮料			第三	7.30%	3,799	175,6	9.40%
果汁饮料产品			第三	3.80%	2,311	160,3	2.20%

数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

### （三）农夫山泉股权架构

农夫山泉创始人钟睺眀个人持股及通过养生堂有限公司持股共计87.44%，为公司实际控制人，有绝对控制权。其家属持股共计6.44%，公司管理层持股0.55%，剩余股权所有者为57个投资人。

图4：农夫山泉IPO前股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

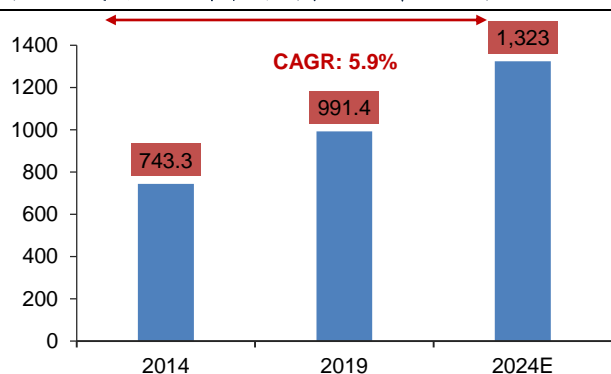
## 二、中国饮料市场：行业未来五年复合年增长约 6%

### （一）饮料行业万亿规模级别，水品类最大

中国是全球最大的软饮料市场之一，预计未来5年年复合增长率为5.9%，其中按品类分，包装饮用水份额最大。根据农夫山泉全球发售文件引用弗若斯特沙利文数据，按零售额计算，2019年中国软饮料市场规模为9,914亿元人民币，从2014年复合至2019年复合增长率为5.9%。预计随着我国居民收入增长，消费升级趋势和城镇化进程推动，中国软饮料市场将继续增长，根据弗若斯特沙利文报告预计从2019年到2024年，年复合增长率将维持在5.9%，2024年中国软饮料市场规模预计达到13,230亿元人民币。

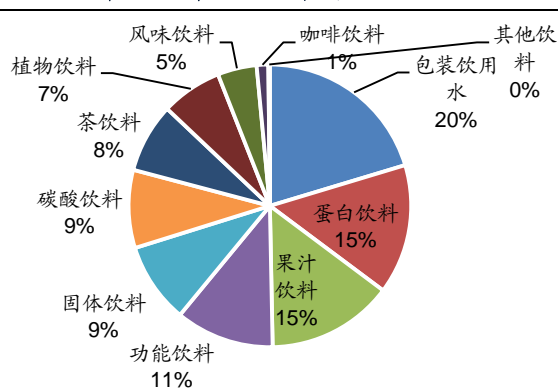
软饮料按品类分，主要可以分为包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、茶饮料、碳酸饮料、咖啡饮料等11个品类，根据弗若斯特沙利文数据显示按2019年按市场零售额规模算，包装饮用水市场规模为2,017亿元，占比约为20%。从2014年至2019年咖啡饮料、功能饮料和包装水饮料市场规模复合增长率分别为29%、14%和11%，为所有品类中增长最快的三个品类，预计2019到2024年三个品类的年复合增长率为20.8%、9.4%和10.8%。

图 5：我国软饮料市场销售额（单位：十亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书，广发证券发展研究中心

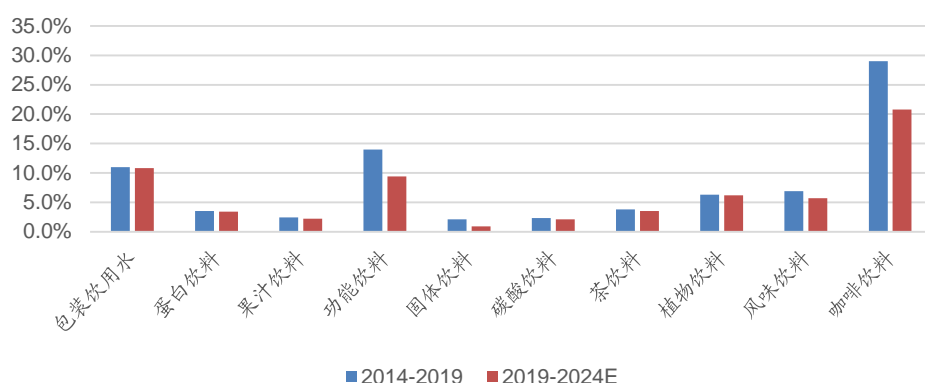
图 6：2019年软饮料各品类市场份额



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股书、广发证券发展研究中心



图7: 各品类2014-2019, 2019-2024 (预测) 年复合增长率

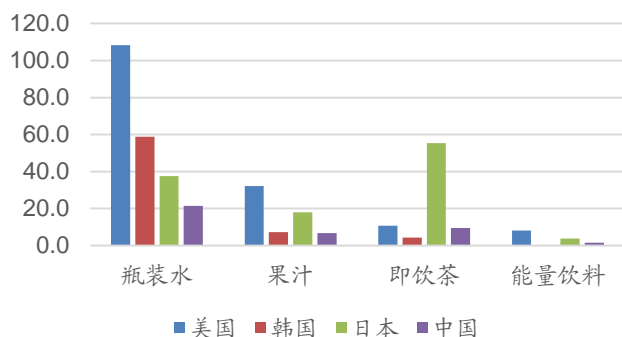


数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

根据彭博数据显示 2019 年按销售量计算, 我国人均软饮料的消费量为 56 升, 相比美国的 274.5 升, 以及韩国和日本的 107.3 升和 177.8 升还有很大提升空间; 其中 2019 年我国的瓶装水的人均消费量为 31.1 升, 远小于美国的 108.4 升, 也小于韩国和日本的 58.0 升和 37.4 升。

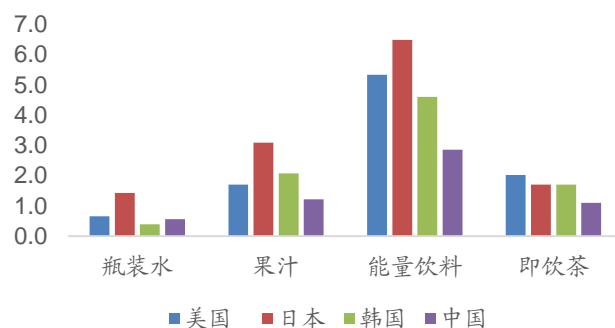
2019 年按零售额均价我国零售瓶装水的均价已经接近美国, 但是低于日本, 主要是因为我国瓶装水在价格在 3 元或者以下的销量占比最多; 果汁、能量饮料和即饮茶的零售均价也低于美国和日本、韩国, 预计随着我国居民收入的提高和软饮料产品结构升级, 未来软饮料平均价格将进一步提升。

图8: 2019年人均软饮料消费量 (单位: 升/人)



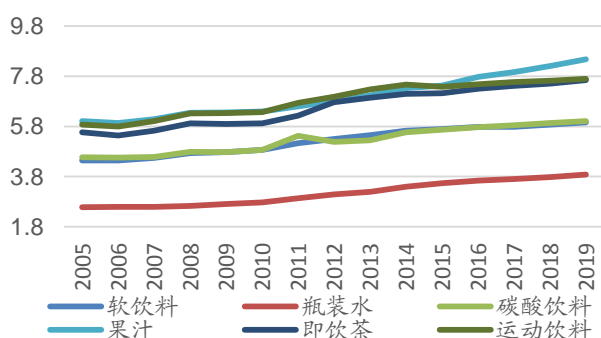
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图9: 2019年部分软饮料销售零售均价 (单位: 美元/升)



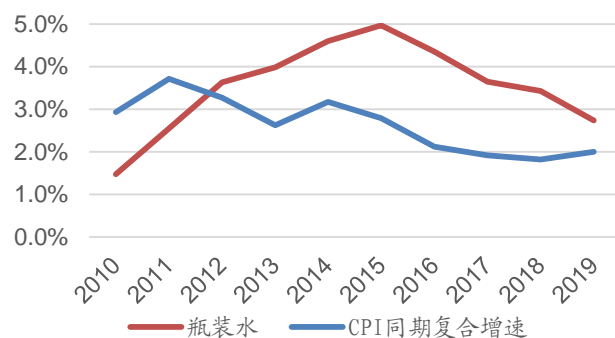
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图10: 中国主要饮料均价 (单位: 元/升)



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图11: 中国包装水均价复合增速 (单位: %)



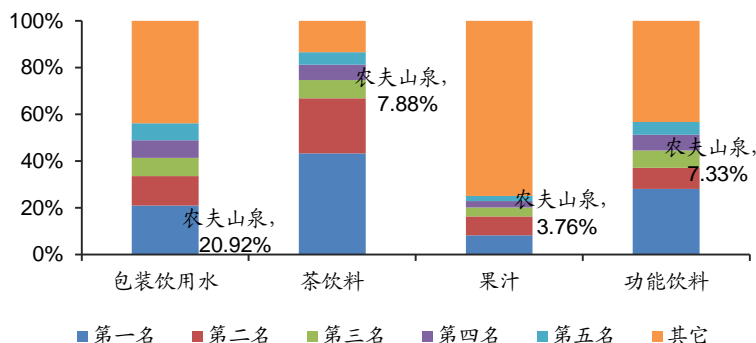
数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心



## （二）竞争格局：除茶饮料和功能饮料外其他品类市场集中度低

根据农夫山泉全球发售文件引用弗若斯特沙利文数据，我国软饮料市场集中度（除茶饮料和功能饮料）相对较低，按2019年零售额计算，前十名参与者市场占有率为42.5%；2019年在我国包装饮用水市场中农夫山泉市场占有率为20.9%，位列第一，而前五名市场参与者市场占有率为56.2%；果汁饮料CR5的市场占有率为25.1%；功能饮料和茶饮料的CR5分别为56.7%和86.5%，集中度高于包装饮用水和果汁饮料。

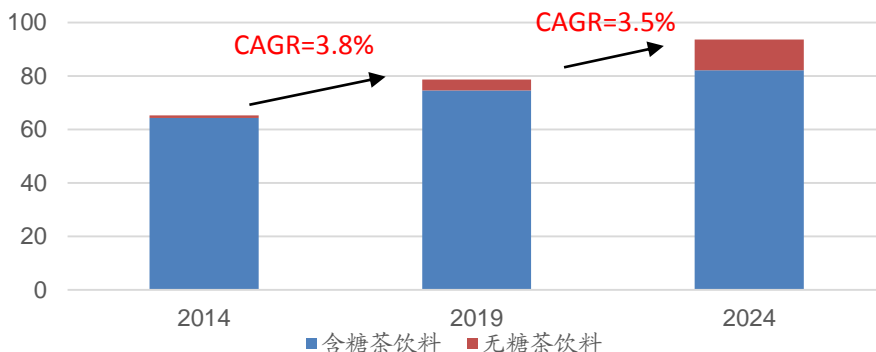
图12：各软饮品类市场集中度



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

中国茶饮料市场集中度高，无糖茶占比稳步提升。据弗若斯特沙利文数据显示2019年康师傅和统一企业中国茶饮料的零售额分别为341亿和185亿元，市场占有率分别为43.3%和23.5%；农夫山泉以62亿元的销售额排名第三，市场占有率为7.9%。近年来随着中国消费者健康意识增强，无糖茶饮料零售额快速增长，预计从2019年到2024年无糖茶饮料的CAGR为3.5%，总体营业收入将达115亿元。农夫山泉现在主要有“茶π”和“东方树叶”两款产品，预计随着品牌知名度继续上升和低线城市的渗透率提升，公司的市场份额将继续提升。

图13：茶饮料销售额（单位：十亿元）

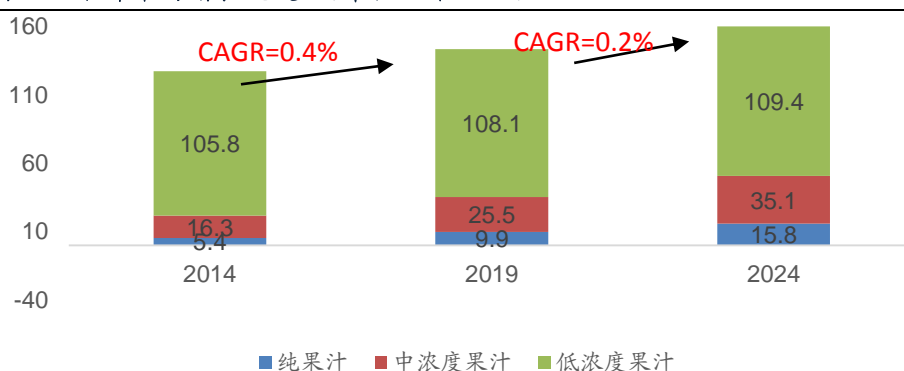


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

中国果汁饮料的集中度低，纯果汁和中浓度果汁增速高。果汁按浓度可以分为纯果汁（果汁含量100%）、中浓度果汁（果汁含量30-99%）和低浓度果汁

（果汁含量为 5-29%）。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年低浓度果汁的市场份额为 75.3%，过去五年（2014-2019 年）纯果汁的 CAGR 为 12.9%增速明显高于中浓度果汁的 9.4%和低浓度果汁的 0.4%，预计未来五年由于消费升级纯果汁和中浓度果汁的增速仍会处于较高水平，预计增速（2019-2024 年）分别为 9.8%和 6.6%。农夫山泉的果汁销量从 2018 年的 421 千吨增加至 2019 年的 512 千吨，公司在 2019 年推出了 50%果汁含量的“农夫果园”及非浓缩还原果汁新口味产品，预计公司将继续扩大高浓度果汁的品类以适应消费者对此类饮品的需求。

图14：果汁市场增长稳定（单位：十亿元）

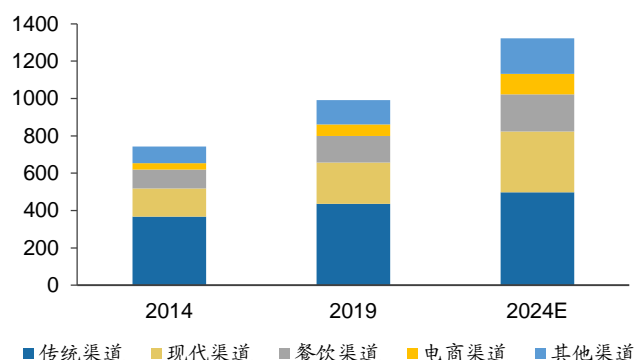


数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

### （三）销售渠道：传统渠道和现代渠道仍然为主，电商渠道增长迅速

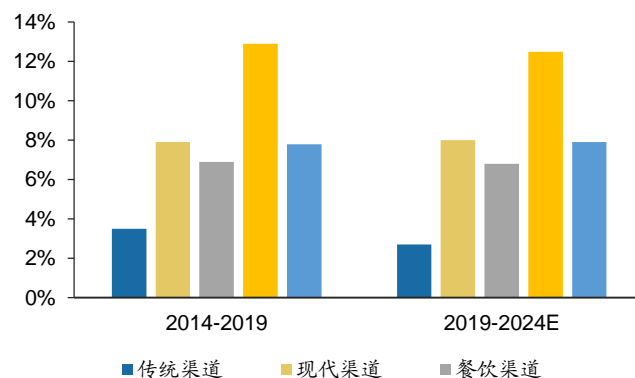
饮料公司主要通过经销商来销售产品，在我国软饮料的销售渠道主要分为传统渠道（主要为小型杂货店及非连锁便利店）、现代渠道（主要为购物商场、超市及连锁便利店）、餐饮渠道、电商渠道和其他渠道（包括特通渠道和新零售渠道）；根据公司招股书披露，2019 年按市场零售额计算，传统渠道和现代渠道占比为 44%和 22.3%，从 2014 年到 2019 年传统渠道和电商渠道的复合增长率分别为 3.5%和 7.9%，电商渠道的复合增长率为 12.9%，预计 2019 年到 2024 年全部渠道销售额复合增产率为 5.9%其中电商渠道的复合增长率为 12.5%。

图15：传统、现代渠道为主要零售途径（单位：十亿元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图16：各销售渠道年复合增长率（单位：%）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

### 三、竞争力与发展：营销能力强，渠道渗透率高

#### （一）营销能力强，产品知名度高

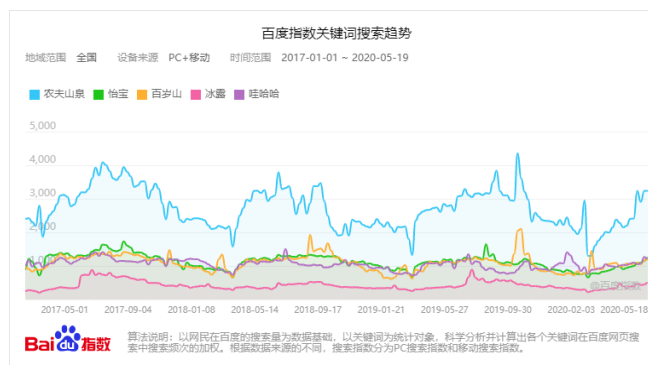
农夫山泉创始人钟睺眔曾做过记者，有独特的洞察力及话题制造能力，因而广告也成为了独特的品牌优势。1998年，借助法国世界杯的影响力，农夫山泉推出运动瓶盖造型，并以“农夫山泉有点甜”为爆点进入饮用水市场。2000年，通过著名的水仙花对照实验（水仙花在纯净水中枯萎，在天然水中茁壮成长）以及第二条经典广告“我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”打击纯净水产品，迅速让消费者建立“天然水更适合饮用，纯净水有害健康”的观念，并退出纯净水市场，专做天然水。此后，又相继推出故宫文创联名、长白山概念高端玻璃瓶装水等创新包装，不断加强用户记忆点，维持品牌热度。根据百度指数关键词搜索数据统计，自2017年以来“农夫山泉”始终为竞品中搜索频次最高的关键词。农夫山泉优秀的营销能力提高了品牌的知名度，据ChnBrand 发布2019年中国瓶装水品牌力指数排行榜显示，农夫山泉—568.8的品牌力排名首位。

图17：农夫山泉饮用水广告及包装设计



数据来源：公司广告宣传材料、广发证券发展研究中心

图18：百度指数关键词搜索统计



数据来源：百度指数、广发证券发展研究中心

此外，其他品类中的经典广告语还包括东方树叶“传统的中国茶，神奇的东方树叶”、农夫果园“喝前摇一摇”、茶π“自成一派”并邀请亚洲知名乐团代言。2015年，农夫山泉在优酷贴片广告中首次引入“可跳过式广告”，用户即便不是会员也可以在5秒后跳过片头广告，这种新型的广告投放方式为公司带来关注度。

图19: 东方树叶



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图20: 农夫果园“喝前摇一摇”



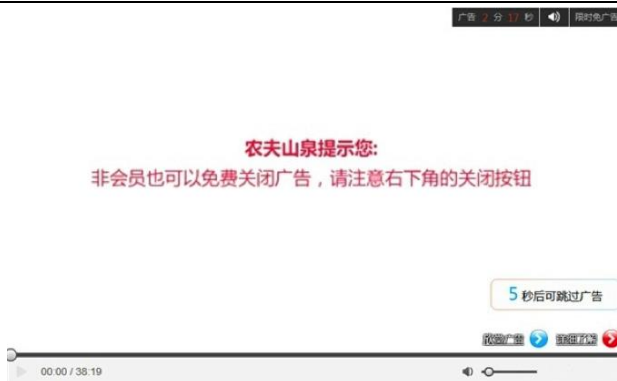
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图21: 茶π



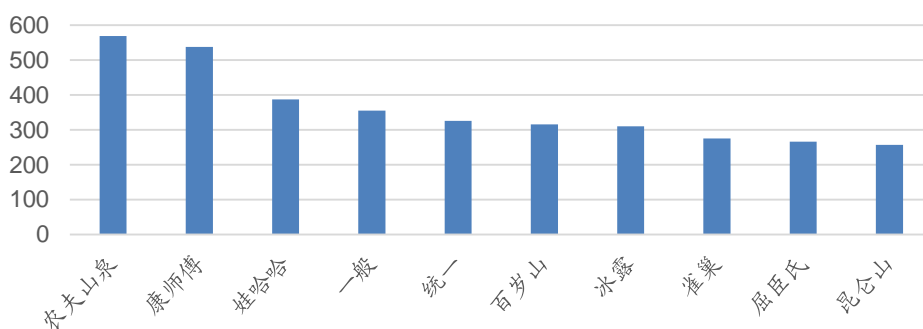
数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图22: 优酷投放可跳过贴片广告



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图23: 2019中国瓶装水品牌力指数排行



数据来源: ChnBrand 中国品牌力指数排名, 广发证券发展研究中心

## (二) 行业壁垒：水源和销售网络

农夫山泉已经在全国布局了十大水源地，为公司经营和发展的基石。由于公司工厂均为自己工厂，且分布于全国不同区域，保障了产品的供应的同时缩短了产品运输的半径，降低了物流成本，为公司可持续发错打下坚实基础。瓶装水尤其是天然水本质生产流程并不复杂，主要生产流程包括取水、过滤、杀菌、灌装，龙头企业在拥有水源地后，在品牌背书情况下通过拓展经营渠道网络迅速发展，在形成规模以后变形成了行业壁垒。我们对比华润怡宝（主要产品价格带相同），华润怡宝只有9个自家工厂和31家OEM工厂，农夫山泉在品牌知名度，工厂布局更具优势。另外相对于由于华润怡宝销售主要为纯净水，农夫山泉的天然水和矿泉水资源更具稀缺性。

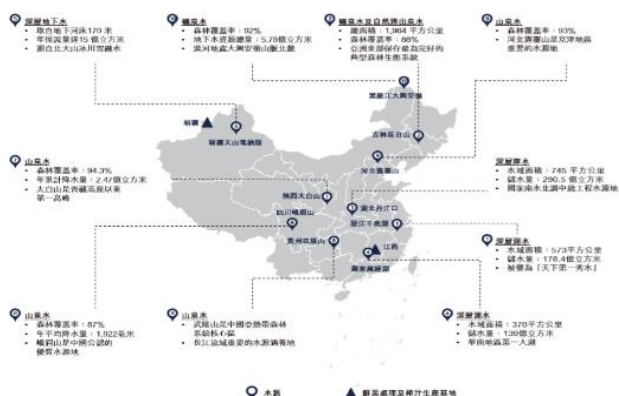
表2：农夫山泉水源地

序号	水源地	区域	投产年份	水源类型	获批最大允许提取量（千立方米/年）	水源地特点
1	浙江千岛湖	华东	1997	深层湖水	21660	水源源自千岛湖。千岛湖水域面积 573 平方公里， 储水量 178.4 亿立方米，被誉为「天下第一秀水」。
2	吉林长白山	东北	2001	矿泉水及 自然涌出泉水	19823	水源源自长白山。长白山森林生态系统是亚洲 东部保存最为完好的典型森林生态系统。长白 山区总面积 1,964 平方公里，森林覆盖率达 88%，年降水量在 700-1,400 毫米之间。
3	湖北丹江口	华中	2004	深层库水	9869	水源源自丹江口水库。丹江口水库是国家南水 北调中线工程水源地，水域面积 745 平方公里， 储水量 290.5 亿立方米。
4	广东万绿湖	华南	2005	深层湖水	9260	水源源自万绿湖。万绿湖是华南地区第一大湖， 水域面积 370 平方公里，储水量 139 亿立方米。
5	新疆天山玛纳斯	西北	2006	深层地下水	10560	水源源自北天山中段冰川雪融水，取自玛纳斯 地下河床 170 米。玛纳斯，年径流量达 15 亿立方 米，是新疆水资源最丰富的地区之一。
6	四川峨眉山	西南	2009	山泉水	4392	水源源自峨眉山。峨眉山森林覆盖率达 87%，年 平均降水量为 1,922 毫米，是公认的优质天然水 源地。
7	陕西太白山	西北	2013	山泉水	6613	水源源自太白山。太白山是青藏高原以东第一 高峰，终年积雪，森林覆盖率达 94.3%，每年可 蓄降水 2.47 亿立方 米。
8	贵州武陵山	西南	2014	山泉水	2485	水源源自贵州武陵山。武陵山主峰位于贵州铜 仁，武陵山 是中国亚热带森林系统核心区及长 江流域重要的水源涵养 区。
9	河北雾灵山	华北	2017	山泉水	1320	水源源自雾灵山。雾灵山是燕山山脉主峰，森林 覆盖率达 93%，涵养了大量优质水源，是京津地 区重要的水源地。
10	黑龙江大兴安岭	东北	2019	矿泉水	504	水源源自大兴安岭漠河。漠河地处中国最北端， 大兴安岭 山脉北麓，森林覆盖率达 92%，地下水 资源总量 5.78 亿立 方米。

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心



图24：农夫山泉水源地分部图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图25：华润怡宝运营区域



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

### （三）经销商推力强，渠道管理稳健

农夫山泉约 95% 的收入来源于旗下一级经销商。截至 2019 年末，农夫山泉有 4,280 名经销商覆盖了超过237万个零售终端，其中约有187万个经销商位于3线及三线以下市场。农夫山泉从2017年开始做县城的经销网点，2018年已经做到乡镇地区。自2020年起，农夫山泉打破只与一级经销商合作的传统，开始与优秀的次级经销商签订三方协议，以更好地发展下线城市市场。

表3：渠道划分（单位：百万元）

	2017		2018		2019	
	营业收入	占总收益百分比	营业收入	占总收益百分比	营业收入	占总收益百分比
向经销商销售	16,610	95.00%	19,362	94.60%	22,623	94.20%
向直营客户销售	881	5.00%	1,113	5.40%	1,398	5.80%
总计	17,491	100%	20,475	100%	24,021	100%
传统渠道	13881	79.40%	15,496	75.70%	17,596	73.30%
现代渠道	1943	11.10%	2,431	11.90%	2,932	12.20%
其它渠道	1667	9.50%	2548	12.40%	3493	14.50%

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

表4：经销商数目

	2017	2018	2019
期初经销商数目	4,317	3,876	3,841
新经销商数目	884	960	928
已终止经销商数目	1,325	995	489
期末经销商数目	3,876	3,841	4,280

数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心



#### (四) 产品矩阵均衡，全品类饮料发展

##### 1. 主要饮用水产品对比

从市场主要产品的零售价格看矿物质水的零售均价低于2元/升，天然水的零售均价约为2.5元/升，纯净水的零售均价从2.3元/升至4.3元/升，国产矿泉水的价格区间主要从3元/升到5元/升，进口矿泉水的零售均价高于10元/升。

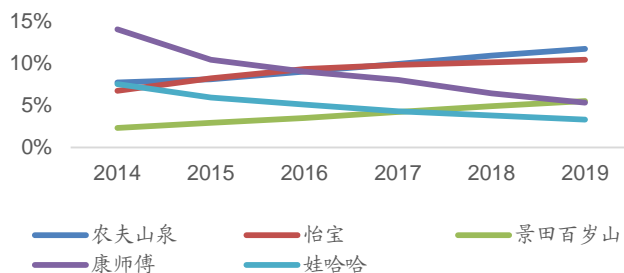
表5: 主要饮用水产品

名称	类别	规格 (ml)	价格 (元)	元/每升
农夫山泉	天然水	550	32.9	2.5
农夫山泉	天然矿泉水	535	79.9	6.2
康师傅涵养泉	天然矿泉水	550	58.0	4.4
统一爱夸	天然矿泉水	570	96.0	7.0
景田百岁山	天然矿泉水	570	49.9	3.6
恒大冰泉	天然矿泉水	500	39.9	3.3
崂山	天然矿泉水	600	49.9	3.5
依云	天然矿泉水	500	152.0	12.7
芙丝	天然矿泉水	500	159.0	13.3
5100 西藏冰川	天然矿泉水	500	169.0	14.1
斐济	天然矿泉水	500	258.0	21.5
怡宝	纯净水	555	39.9	3.0
娃哈哈	纯净水	596	32.9	2.3
景田	纯净水	560	35.8	2.7
冰露	矿物质水	550	19.0	1.4
康师傅	矿物质水	550	22.5	1.7
屈臣氏	纯净水	600	61.9	4.3

数据来源：京东、广发证券发展研究中心

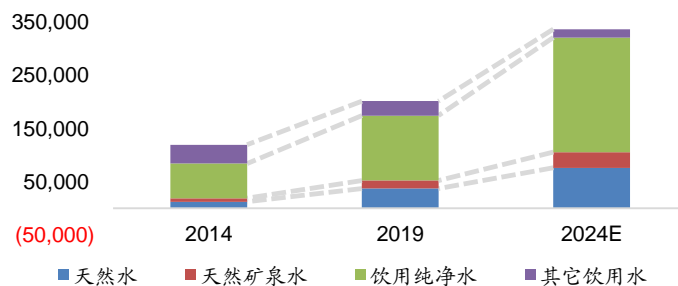
网络信息平台的推广，对下线城市影响力较大。消费者对健康的认知越来越高，知道纯净水、天然水、天然矿泉水的区别。产品以低端水为代表的康师傅矿物质水和单价较低的娃哈哈纯净水，市占率都在逐年下滑，而相对高端的天然矿泉水景田百岁山、纯净水龙头怡宝和天然水农夫山泉市占在不断上升，预计中高端水增长趋势有望继续保持增长。

图26: 包装水市占率 (%)



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

图27: 包装饮用水市场规模 (单位: 百万元)

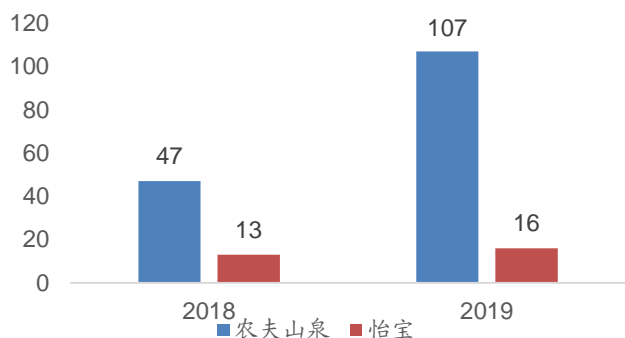


数据来源：公司招股书、广发证券发展研究中心

## 2. 产品研发能力强，产品矩阵不断丰富

我们对比同为瓶装水生产厂商的怡宝，农夫山泉研发费用投入远高于怡宝，且截至2019年拥有104人的研发团队，而怡宝的研发团队2018年仅22人。而怡宝品类较为单一，除饮用水外的软饮料产品销售情况及知名度较低。

图28：研发投入对比（单位：百万元）



数据来源：招股说明书，公司官网，广发证券发展研究中心

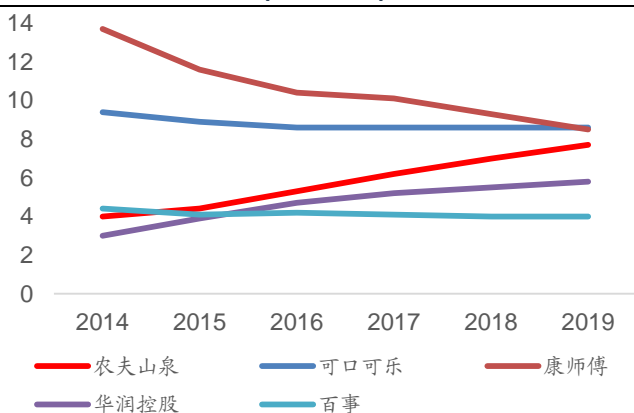
图29：怡宝品类较为单一



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2019年一年的时间，农夫山泉相继在高速发展且具备潜力的咖啡、苏打水、植物奶品类市场推出产品，公司具备持续开发新品和营销新品能力，且在软饮料市占方面取得较好的成绩。

图30：软饮料市占率（单位：%）



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图31：2019年推出的新品



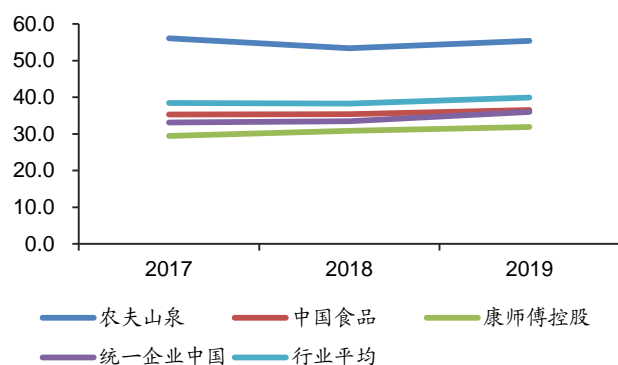
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 四、财务分析

### （一）毛利率、净利率显著高于同行

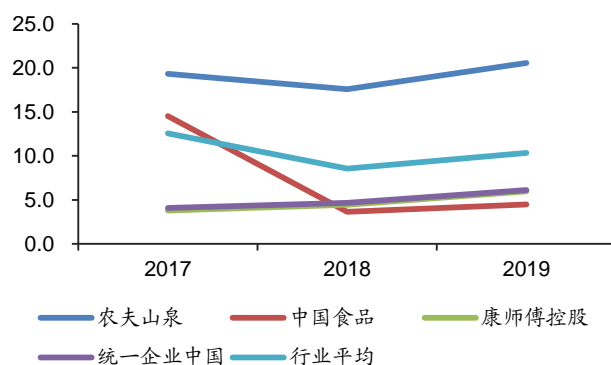
农夫山泉收入主要以高毛利的包装水为主。2019年包装水占收入的59.7%，毛利率达到60.2%，公司毛利率和净利率显著高于行业平均。

图32: 销售毛利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

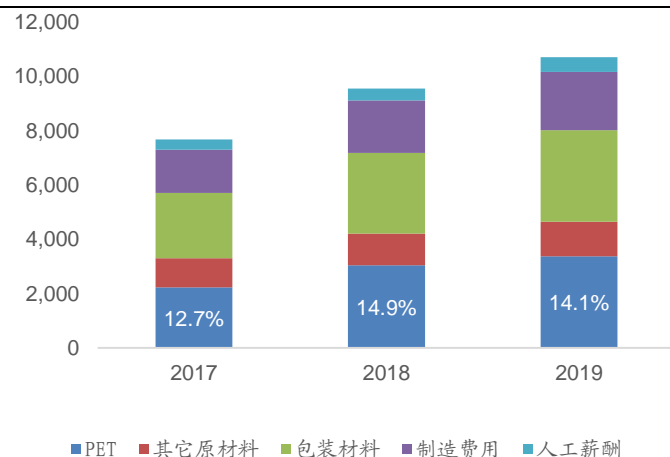
图33: 销售净利率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

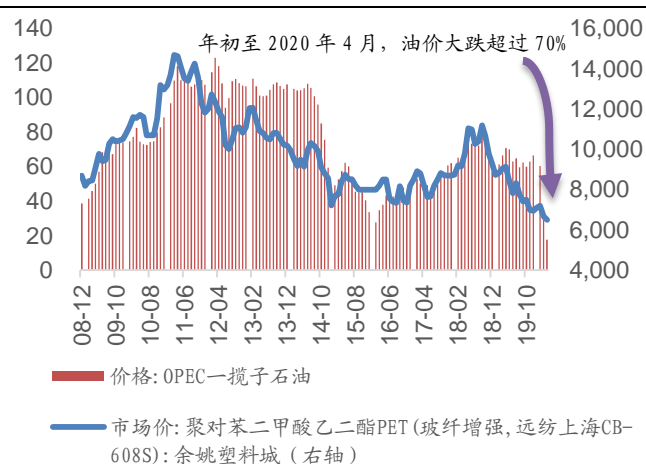
农夫山泉生产产品主要原料为 PET, 用于生产产品瓶身, 据公司招股书披露 2017、2018 及 2019 年, PET 产生成本分别占销售成本的 29%、31.9%和 31.6%。公司会在 PET 价格较低的时候增加 PET 存货。历史性低油价带来盈利机遇。2019 年 PET 价格为 7074 元/吨, 同比跌幅达 12.6%。PET 价格与油价是正相关, PET 价格的下跌将为公司带来毛利的提升。假设 2019 年的 PET 价格减少 10%, 公司 2019 年的毛利预计可提高 3.18 亿元, 占 2019 年公司毛利的 2.39%。随着 2020 年油价进一步下跌, 2020 年的 PET 价格预计将保持低位, 软饮料公司具有更大的盈利空间。

图34: 销售成本结构 (单位: 百万元)



数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

图35: PET价格和油价呈现正向关系 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: PET价格与毛利敏感性分析 (单位: 百万元)

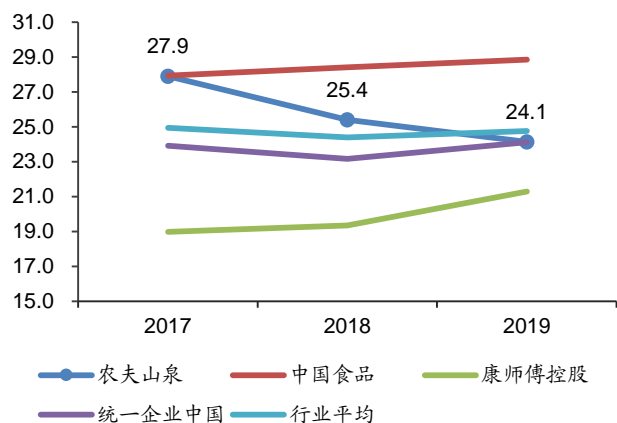
PET 价格	减少 15%	减少 10%	减少 5%	增加 5%	增加 10%	增加 15%
2017 年	334	223	111	-111	-223	-334
2018 年	457	304	145	-145	-304	-457
2019 年	507	318	169	-169	-338	-507

数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

## （二）广告营销收益明显，销售费用率逐年降低

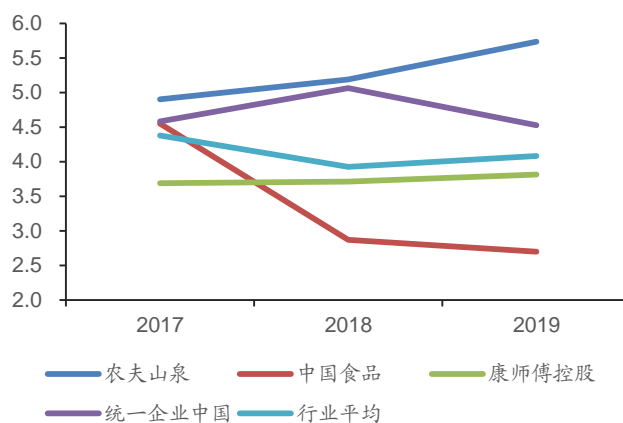
2017-2019年公司销售费用有效带来收入增加，随着公司规模扩大，规模效应显现，公司的销售费用率稳步下降至平均水平以下。

图36: 销售费用率 (%)



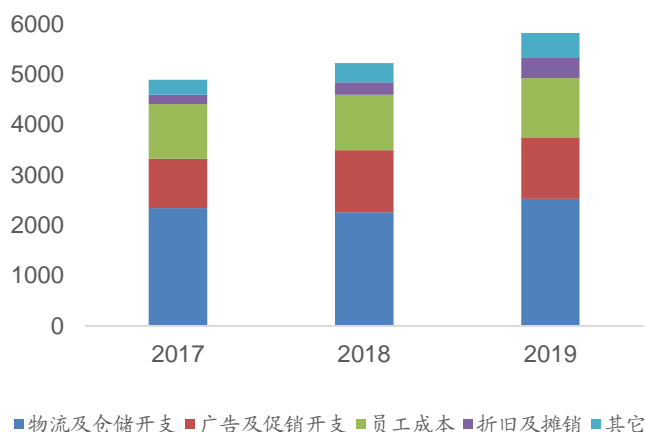
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 管理费用率 (%)



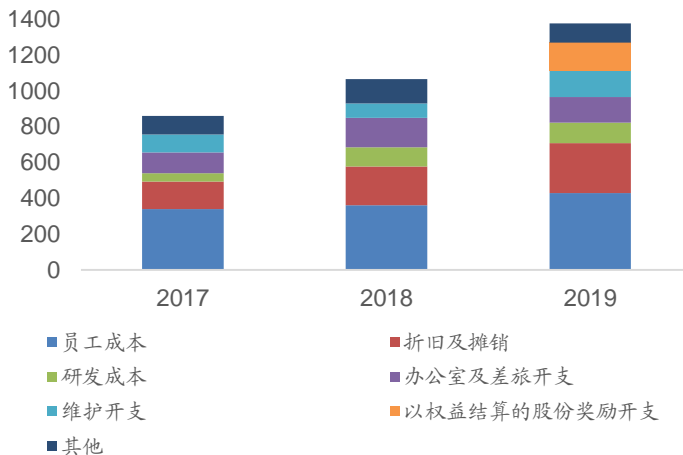
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 农夫山泉销售费用结构 (单位: 百万元)



数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

图39: 农夫山泉管理费用结构 (单位: 百万元)



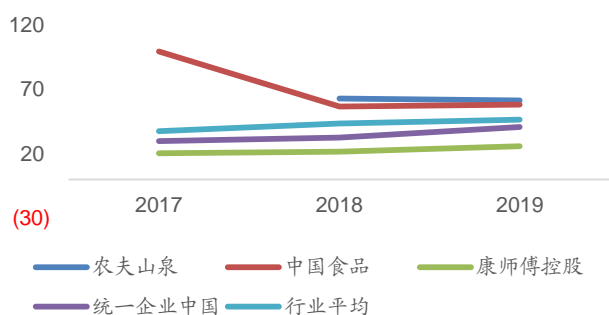
数据来源: 公司招股书、广发证券发展研究中心

## （三）对经销商控制能力强，应收周转天数低

公司应收账款周转天数不到4天，远低于行业平均7.4天，主要由于农夫山泉对经销商控制能力强，所有经销商均使用NCP系统，有超过300人的审计稽查队伍进行实地盘点；且公司不依赖任何单一经销商，自任何单一经销商产生的收益不超过总收益的1%。

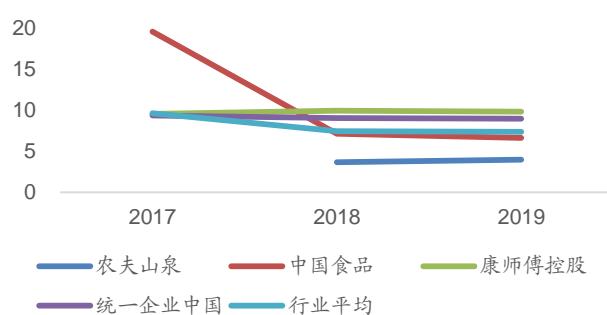
2019年农夫山泉的库存天数为63天，而康师傅和统一企业中国的库存天数为26天和41天；康师傅的库存低于同行主要是康师傅近年推行的渠道改革，增加了直营零售商和直营营业所的占比所以渠道的库存降低。农夫山泉的库存天数高主要是包装水的保质期相对其它饮料会长一些，在消费旺季经销商的出货量较大，所以经销商的库存会多一些以保障运营。

图 40: 存货周转天数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 41: 农夫山泉应收周转天数低

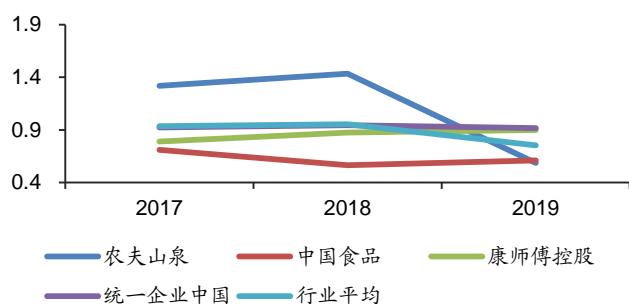


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

#### (四) 现金分红导致流动、速动比率暂时降低

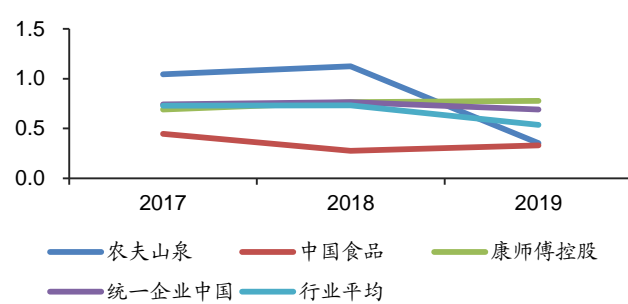
从短期偿债能力来看, 公司一直维持高于1倍的流动、速动比率, 2019年由于现金分红导致比率短暂下降。

图42: 流动比率 (倍)



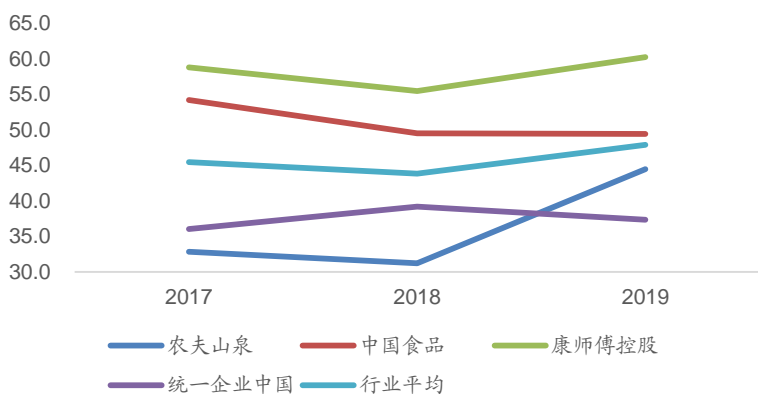
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图43: 速动比率 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图44: 资产负债率 (单位: %)

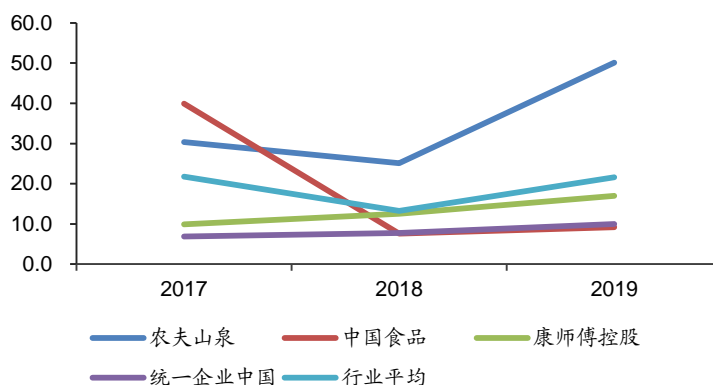


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

#### (五) 杜邦分析

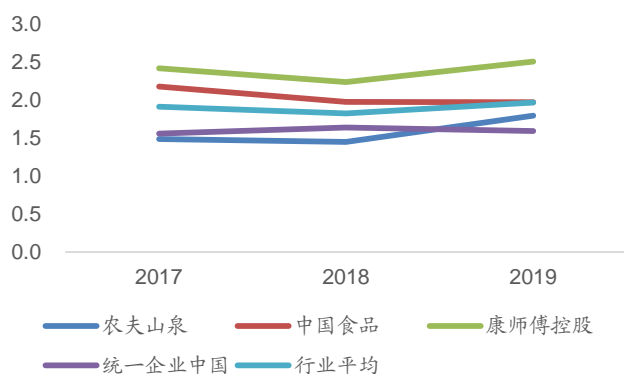
2019年ROE为50.08%, 2017、2018年也高于行业平均水平, 主要原因是公司的盈利能力强。

图45: ROE (单位: %)



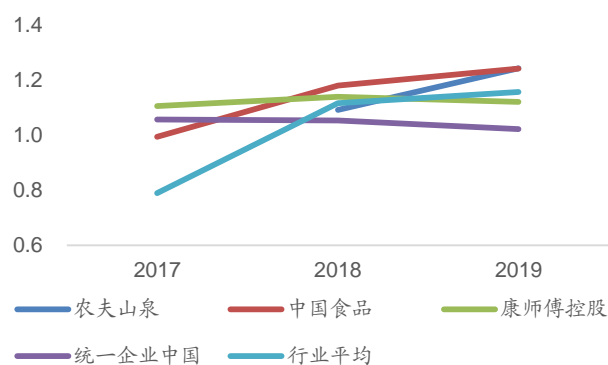
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图46: 权益乘数 (单位: 倍)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图47: 总资产周转率 (单位: 次)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

### (一) 终端消费大幅低于预期

销售大幅低于预期, 公司收入减少, 市场占有率下降。

### (二) 行业竞争加剧

行业竞争加剧, 公司和竞争对手价格战, 公司收入大幅降低。

### (三) 原材料价格大幅波动

原材料价格大幅波动, 公司毛利率大幅降低。

### (四) 食品安全问题



## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研

究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。