

食品饮料

农夫山泉：产品矩阵均衡分布，软饮巨头顺势腾飞

软饮料行业龙头，“包装水+饮料”双引擎驱动业绩稳健增长

公司是中国饮料 20 强之一，是同时具备规模性、成长性和盈利能力的饮料龙头企业。公司形成了“包装水+饮料”的产品矩阵，主要产品覆盖包装饮用水、茶饮料、功能饮料及果汁饮料等类别。2012 年-2019 年，农夫山泉连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一（2019 年为 20.9%）。2019 年农夫山泉在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居中国市场前三位，份额分别为 7.9%/7.3%/3.8%。**通过建立起包装饮用水+饮料双引擎发展格局，公司构建了独特的竞争优势。**通过全品类产品矩阵的建设，公司覆盖场景和消费人群不断扩大，依托公司强大的渠道优势，业绩实现稳健增长。

多品类战略下，消费场景数倍扩充，产品矩阵均衡分布

公司包装饮用水贡献毛利超 80%，营收占比为 59.7%，为公司第一大业务。包装饮用水品类作为必需消费品满足了消费者的基础饮用需求，公司通过营销和渠道建设，提高饮用水覆盖率，打造了公司的护城河。而饮料品类则满足了消费者多样化、个性化的饮用诉求。公司通过布局茶饮料、功能饮料和果汁饮料等行业，不断地拓宽产品线，丰富产品矩阵。产品的多样性使得公司根据不同市场及渠道特点进行灵活的产品组合，在渠道竞争中形成差异化优势；多产品布局为公司业务增长提供了更大空间，也有效降低了业绩波动风险。

营销网络建设的不断完善，销售管理效率持续提升

目前我国软饮料行业仍然以传统流通渠道为主，占比为 44.05%，未来新兴渠道例如电商、KA 等占比有望逐步提升。公司在渠道建设方面主要以经销渠道为主，直营渠道为辅。截至 2019 年，公司与 4280 名经销商合作，覆盖全国 237 万个以上的终端零售网点，终端零售网点数量占中国所有终端零售网点数量约 11%。公司强大的经营网络为公司构筑了经营壁垒，同时公司仍将致力于渠道的建设，提升铺市率，加强现代渠道建设。此外，公司通过数字化系统开展业务活动，能够实时监控终端存货、陈列、促销等方面的经营情况，对销售团队的管理效率有显著的提升。

“水源地图+推新能力+品牌建设+渠道网络”共同构筑公司竞争优势

根据招股书以及对公司和行业的分析，我们认为公司具备以下几个竞争优势：一是水源优势。水源是饮用水行业的稀缺资源，也是企业高端化、健康化的抓手。公司提前进行水源地图布局，水资源优势显著。二是公司具备强推新能力。软饮料行业用户粘性较低，消费需求呈现多元化，这就要求企业有较强的推新能力。公司具备较强的产品推新能力，一方面体现在品类的不断拓张，另一方面对于成熟品类持续耕耘，例如茶 II。三是公司品牌建设能力强，近年来出现多个品牌营销经典案例，充分证明公司深谙品牌营销之道，培育出了农夫山泉、茶 II、东方树叶等多个知名品牌。四是渠道建设，公司拥有业内领先的渠道网络，同时辅以高效的人员管理，渠道优势不断凸显，为新品的放量打下良好的基础。

公司上市有望开启发展新征程，看好公司未来发展

公司即将在香港进行 IPO，募集资金 10 亿美元，主要用于品牌建设、稳步推进经销商网络建设和优化、扩大产能、加大基础能力建设以及探索海外市场机会。我们认为公司上市之后，能够利用资金优势，加速市场的扩张，看好公司在包装水领域的护城河优势的不断夯实，以及通过不断丰富产品矩阵，扩大消费场景和人群的覆盖，公司未来业绩稳健发展可期。

风险提示：行业竞争恶化，市场拓展不及预期，原材料价格波动，食品安全问题等。

证券研究报告

2020 年 06 月 10 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

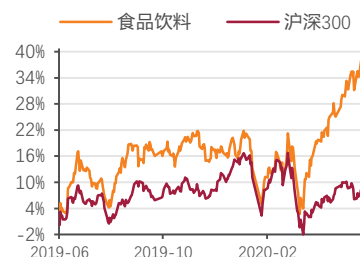
上次评级 强于大市

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德 联系人
wuwende@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:相对低估和持续提速的二维选股，食品饮料估值有韧度》2020-06-08
- 2 《食品饮料-行业深度研究:重生自我还是复刻巨头，探究乳企龙头的十字路口》2020-06-02
- 3 《食品饮料-行业研究周报:六月数据重要性凸显，看好可选消费持续回暖》2020-05-31

内容目录

1. “包装饮用水+饮料”双引擎驱动，公司业绩稳健增长	4
1.1. 我国饮料行业龙头，多元化布局奠定竞争优势	4
1.2. 包装饮用水稳健增长，饮料板块推陈出新	5
1.3. 费用把控良好，盈利能力强劲	6
2. 包装饮用水+饮料双引擎驱动业绩稳健增长	7
2.1. 饮用水业务护城河稳固，加码饮料业务扩充消费场景	7
2.1.1. 包装饮用水：行业高速增长，农夫山泉护城河不断拓宽	7
2.1.2. 饮料业务：消费需求呈现多元化，公司产品不断丰富产品矩阵把握消费趋势	9
2.2. 营销网络建设不断完善，销售管理效率持续提升	11
3. 竞争优势逐步夯实，上市有望开启公司新征程	12
3.1. “水源地布局+推新能力+品牌建设+渠道网络”构筑公司竞争优势	12
3.2. 公司上市有望开启发展新征程，看好公司未来发展	12
4. 风险提示:	13

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：农夫山泉股权结构	4
图 3：公司历年营收	6
图 4：公司各产品收入占比	6
图 5：公司历年归母净利润	7
图 6：公司历年盈利情况	7
图 7：2019 年各产品毛利占比	7
图 8：公司历年费用情况	7
图 9：公司历年成本占比	7
图 10：公司历年销售费用明细	7
图 11：2004-2018 年中国包装饮用水产量（万吨）	8
图 12：2013-2018 年中国包装饮用水零售额及增速	8
图 13：2018 年中国包装水行业竞争格局	8
图 14：公司包装饮用水营收及增速	8
图 15：公司十大天然水分布	9
图 16：公司包装饮用水产品矩阵	9
图 17：无糖、含糖茶饮料市场规模及年复合增速	10
图 18：公司茶饮料营收及增速	10
图 19：功能饮料市场规模及年复合增速	10
图 20：公司功能饮料营收及增速	10
图 21：2018 年中国果汁饮料市场格局	11

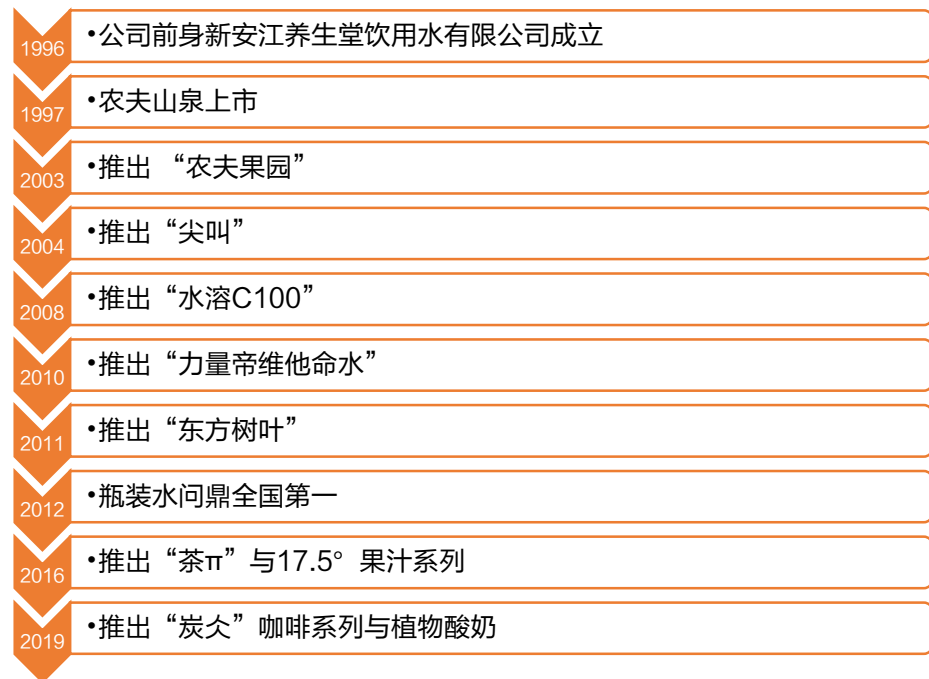
图 22：公司果汁饮料营收及增速	11
图 23：软饮料行业各渠道收入占比	11
图 24：2017-2019 年公司经销商数量	12
图 25：2017-2019 年公司经销、直营收入占比（%）	12
图 26：公司销售、管理费用率情况	12
表 1：农夫山泉产品矩阵	5
表 2：公司扩大产能计划	13

1. “包装饮用水+饮料”双引擎驱动，公司业绩稳健增长

1.1. 我国饮料行业龙头，多元化布局奠定竞争优势

农夫山泉股份有限公司成立于 1996 年，中国饮料 20 强之一，是在中国市场上同时具备规模性、成长性和盈利能力的饮料龙头企业。2012 年-2019 年，农夫山泉连续八年保持中国包装饮用水市场占有率第一，以 2019 年零售额计，农夫山泉在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居中国市场前三位。多年来，农夫山泉独具战略眼光，前瞻性地在中国布局了十大稀缺的优质天然水源，并不断推陈出新，形成多元化产品矩阵，除饮用水外，已经布局即饮茶、功能饮料、果汁、植物蛋白、咖啡类等品类，奠定了为消费者提供长期服务的基础和能力，形成了长期稳定的竞争优势。

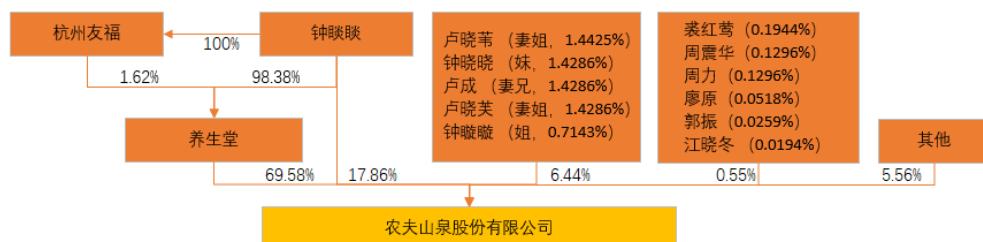
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构相对集中，股权激励提升员工积极性。公司实际控制人为钟睒睒，钟睒睒直接持有公司股份 17.86%，此外通过养生堂间接持有 69.58%的股份。其妻姐卢晓菁持股 1.4425%，其妹钟晓晓持股 1.4286%，其妻兄卢成持股 1.4286%，其妻姐卢晓芙持股 1.4286%，其姐钟璇璇持股 0.7143%。公司于 2019 年 8 月及 2019 年 12 月将合共 2,849,011 股股份（约占公司当时股本的 0.79%）分别转让予 33 名自然人，总代价约为人民币 4247.8 万元，授予每名个人的股份数目不超过公司当时已发行股份数目的 0.13%。通过股权激励充分带动员工工作积极性，推动公司长期发展。

图 2：农夫山泉股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 包装饮用水稳健增长，饮料板块推陈出新

“包装饮用水+饮料”双引擎发展格局增强市场竞争力。公司是中国包装饮用水及饮料的龙头企业，主要产品覆盖包装饮用水、茶饮料、功能饮料及果汁饮料等类别。通过建立起包装饮用水+饮料双引擎发展格局，公司构建了独特的竞争优势。包装饮用水品类作为必需消费品满足了消费者的基础饮用需求，饮料品类则满足了消费者多样化、个性化的饮用诉求。产品的多样性使得公司根据不同市场及渠道特点进行灵活的产品组合，在渠道竞争中形成差异化优势；多产品布局为公司业务增长提供了更大空间，也有效降低了业绩波动风险。

表 1：农夫山泉产品矩阵

产品类别	品牌标志	产品图片	市场份额排名	2019 年市场份额	价格
包装饮用水产品			第一	20.9%	1.5 元-45.0 元
茶饮料产品			第三	7.9%	4.0 元-5.0 元
					3.0 元-7.0 元
					4.0 元
功能饮料产品			第三	7.3%	3.0 元-4.5 元
果汁饮料产品			第三	3.8%	3.0 元-10.0 元
					3.0 元-5.0 元
					8.0 元-21.5 元
					13.9 元-29.9 元

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

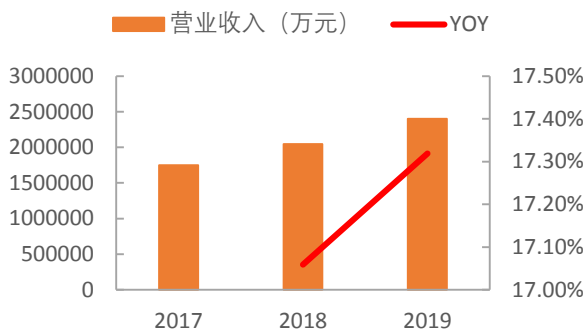
公司 2019 年实现营收 240.21 亿元，同比增长 17.32%。公司收入实现快速增长，一方面因为公司不断增加包装饮用水产品的使用场景，同时提高渠道覆盖率，实现包装水业务的稳健增长，另一方面则通过不断地推陈出新，助力饮料业务快速发展。

- ◆ **包装饮用水业务：**2017-2019 年公司包装饮用水产品营收为 101.20 亿元/117.80 亿元/143.46 亿元，同比增长 16.40%/21.78%，包装饮用水产品增长主要来源于销量增加，主

因消费者健康意识提升带来的对天然水和矿泉水的需求提升。公司推出 1.5 公升到 12 公升的中大规格饮用天然水产品，有效提升了如家庭饮水场景的渗透率，并成功开创了数个针对细分的消费人群或特殊饮用场景的包装饮用水产品，拓展了新客群、增加了销售粘性，创造了包装饮用水业务新的增长点。

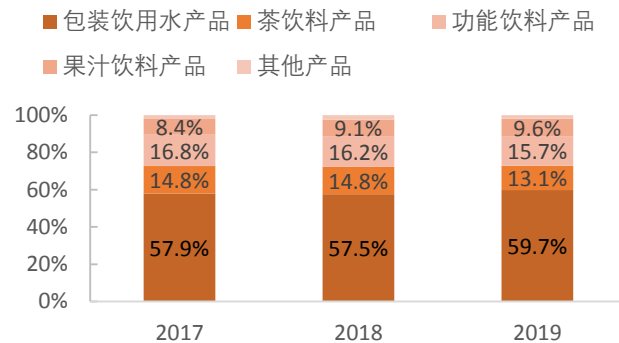
- ◆ **饮料业务：**2017-2019 年公司饮料产品营收为 70.01 亿元/82.13 亿元/92.28 亿元，同比增长 17.31%/12.36%。公司采用多品牌发展的策略，赋予饮料品牌独特定位。公司具备管理饮料产品生命周期的丰富经验，通过配方优化、包装更新、新 SKU 推出、推广品牌活动等方式保持品牌的年轻和活力。公司于 2004 年推出的“尖叫”2019 年营收仍同比增长 10.2%。2016 年推出的茶饮料“茶π”推出当年营收超过 16 亿元。通过更换产品包装形态，以及同中国有嘻哈、偶像练习生等节目的合作，“力量帝维他命水”焕发新活力，2017 年-2019 年 CAGR 超过 47%。

图 3：公司历年营收



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：公司各产品收入占比



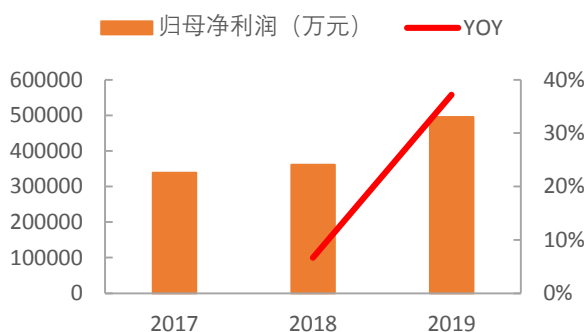
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 费用把控良好，盈利能力强劲

盈利水平维持高位，包装饮用水对毛利贡献大。2019 年公司归母净利润达到 49.54 亿元，同比增长 37.17%。从利润端来看，毛利率水平小幅波动，由 2017 年的 56.1%减少至 2018 年的 53.3%，随后增长 2.1%至 2019 年的 55.4%，毛利率波动主要系原材料 PET 平均采购价格不断波动所致。其中包装饮用水产品对毛利贡献最大，占比 64.86%，2019 年 82.7%的毛利上涨来自于包装饮用水产品。

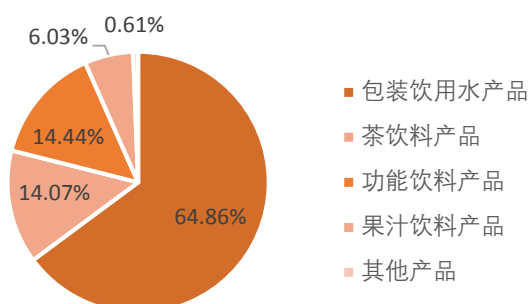
- ◆ 拆分生产成本来看，PET 是原材料成本中最大的组成部分，于 2017 年-2019 年分别占销售成本的 29.0%/31.9%/31.6%，而因为我国特有的水源制度，水的费用被算为税费收取（2018 年起，水资源费改为水资源税，成为营业税金及附加的一部分，不计入主营业务成本。同时，由于公司很多水源地位于西部大开发区域，当地往往会给予一定的税收优惠，公司实际支出的税务成本也比较低），没有被当作原材料成本。未来公司根据对 PET 采购价格的预期在价格较低时战略性储备较多的 PET 存货，将保障原材料供应价格的稳定，盈利水平将趋于平稳。
- ◆ 净利率水平受毛利率水平影响呈波动态势，2019 年净利率为 20.6%，同比增长 3.0%。一方面，2019 年公司授予员工股份激励 1.57 亿元影响公司管理费用，另一方面，公司物流仓储开支、员工成本与广告及促销费用相互抵消，总体运营效率提升，使得销售费用率逐年下降。未来随着管理效率进一步改善，盈利能力有望提升。

图 5：公司历年归母净利润



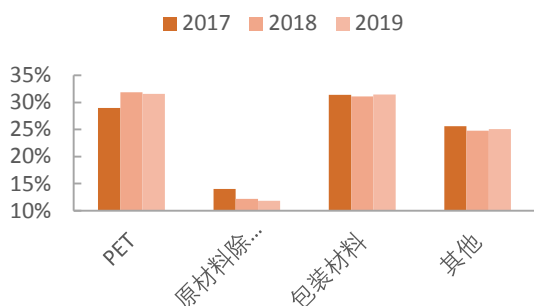
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：2019 年各产品毛利占比



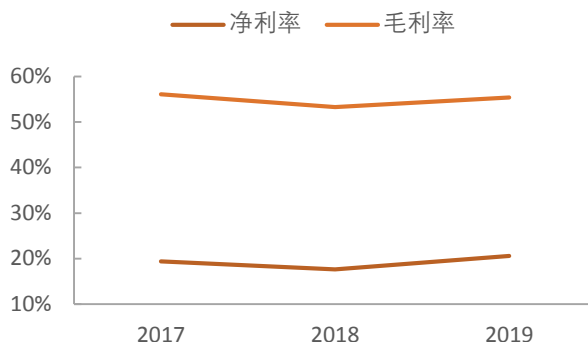
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司历年成本占比



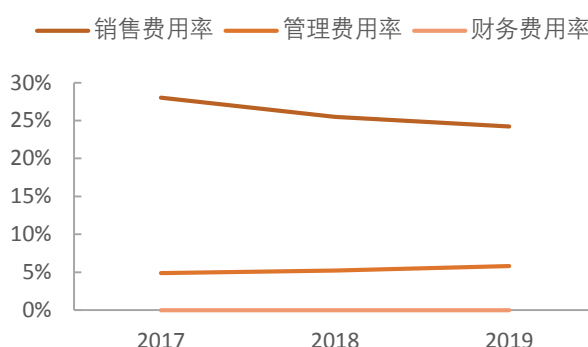
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：公司历年盈利情况



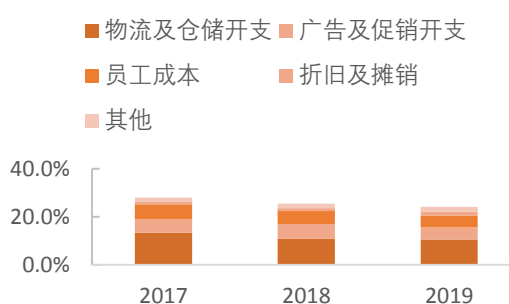
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 8：公司历年费用情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：公司历年销售费用明细



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

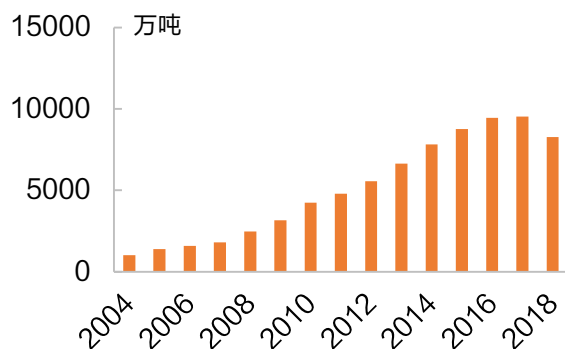
2. 包装饮用水+饮料双引擎驱动业绩稳健增长

2.1. 饮用水业务护城河稳固，加码饮料业务扩充消费场景

2.1.1. 包装饮用水：行业高速增长，农夫山泉护城河不断拓宽

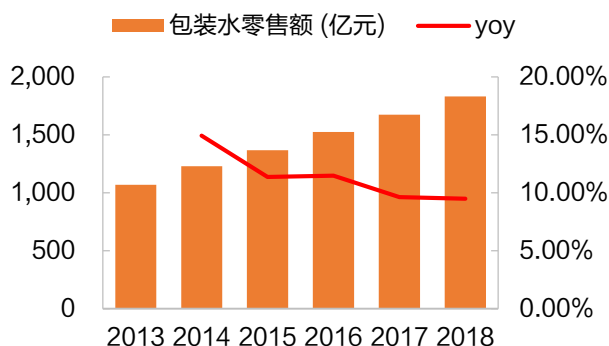
包装饮用水行业受益城镇化率提升等推动有望实现高速增长。近年来，随着我国城镇化率的提升，便捷场景的饮用水需求加大，包装饮用水行业呈现中高速发展态势，产量持续攀升的同时，市场规模也保持平稳增长，2013-2018 年 CAGR 达 11.36%。目前包装饮用水已经成为软饮料行业收入规模最大的子行业之一，2018 年占我国软饮料行业收入约 20%，未来随城镇化率进一步提升、消费群体不断扩大，包装饮用水市场有望持续扩容。根据弗若斯特沙利文报告，2019 年包装饮用水的市场规模为人民币 2,017 亿元，预计 2019-2024 年复合增长率将达 10.8%，维持高速增长态势。

图 11：2004-2018 年中国包装饮用水产量（万吨）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

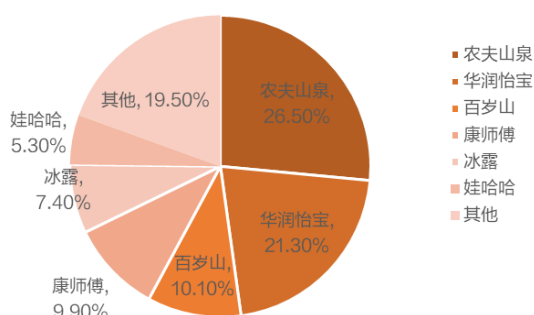
图 12：2013-2018 年中国包装饮用水零售额及增速



资料来源：前瞻产业研究院，欧睿国际，天风证券研究所

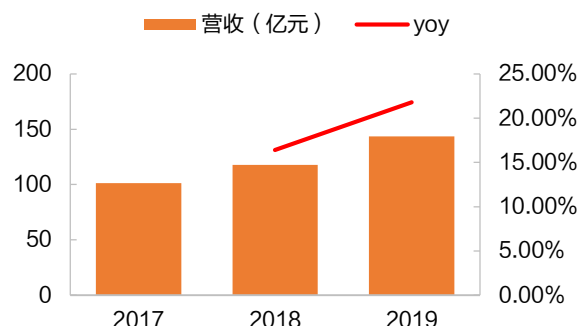
公司龙头地位巩固，护城河不断拓宽。中国包装饮用水市场相对集中，尼尔森数据显示，2018 年我国包装水行业 CR5 为 75.20%，农夫山泉以 26.50%市占率位居行业第一，其次为华润怡宝（市占率 21.30%），3-5 位依次为百岁山、康师傅和冰露，市占率 10.10%/9.90%/7.40%。公司 2017-2019 年饮用水营收由 101.20 亿元提升至 143.46 亿元，CAGR 为 19.06%，稳居行业龙头地位，一方面通过布局优质水源构筑强壁垒，保证产品质量；另一方面针对不同消费群体、消费场景打造差异化品类，增强用户粘性。

图 13：2018 年中国包装水行业竞争格局



资料来源：尼尔森，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 14：公司包装饮用水营收及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **水资源布局：**公司是国内前五大包装饮用水企业中唯一使用天然水源作为产品原料的企业。自 1996 年成立以来，公司便开始对水源地进行布局规划，现已在全国形成了十大优质水源地，全面覆盖全国市场供应，可便捷高效取用。公司水源选址地森林覆盖率多超过 85%，生态环境优越，高品质水体中富含钾、钠、钙等天然矿物元素，健康理念赢得消费者的青睐与信赖。公司天然水源保障了产品质量的稳定和长期充足供应，同时也是应对外来者的强行业壁垒。

图 15：公司十大天然水分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **差异化品类：**公司针对不同场景、不同人群研发出相应细分类型的包装水。针对不同消费人群，公司开创性地推出适合婴幼儿所需矿物质的无菌天然水、专门面向中老年群体的含锂矿泉水等。针对不同消费场景，公司推出适合运动场景的运动瓶盖矿泉水以及高端化会议、宴请使用的玻璃瓶装矿泉水等。我们认为公司差异化的产品策略有效满足了多样化的消费需求，扩大消费场景和人群覆盖，品牌粘性不断增强。

图 16：公司包装饮用水产品矩阵

产品	推出时间	单瓶容量/重量	价格（元/瓶）	产品图片
饮用天然水（小规格）	1997年	380ml、550ml、750ml	1.33、1.37、2.47	
饮用天然水（中大规格）		1.5L、4L、5L、12L	2.74、7.32、9.23、25	
19公升可回收桶产品		19L	28	
天然矿泉水（运动瓶盖）	2015年	400ml、535ml	2.91、3.33	
饮用天然水（适合婴幼儿）	2015年	1L	7.49	
天然矿泉水（玻璃瓶）	2015年	350ml、750ml	35、45	
天然矿泉水（含锂型）	2019年	535ml	5	

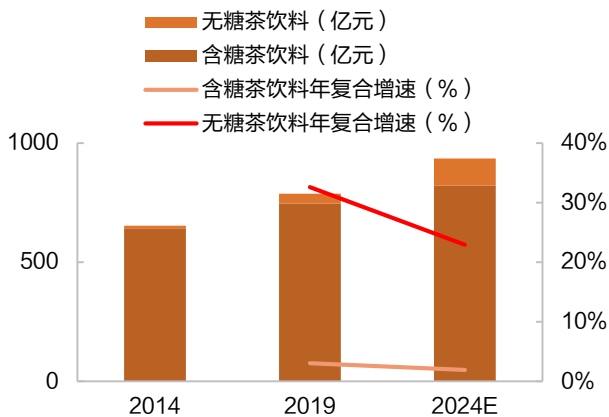
资料来源：招股说明书，京东商城，天风证券研究所

2.1.2. 饮料业务：消费需求呈现多元化，公司产品不断丰富产品矩阵把握消费趋势

农夫山泉旗下饮料产品覆盖茶饮料、功能饮料、果汁饮料等。公司在每个细分领域精耕细作，一方面通过关注消费需求变化、洞察消费趋势等及时研发新品，另一方面通过更新口味和包装、建立新 SKU 等方式维持现有品牌的竞争力，在饮料市场中品牌力稳固，消费群体和场景不断扩容。

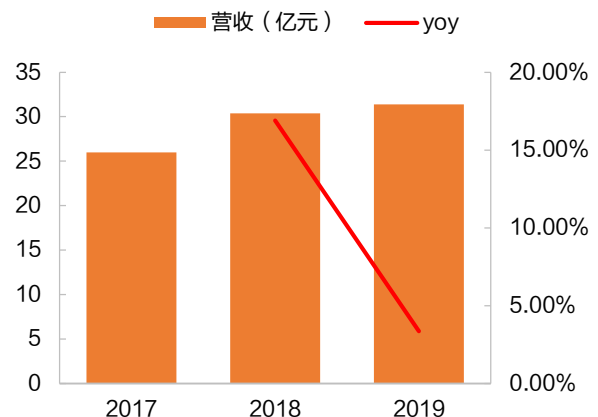
- ◆ **茶饮料：无糖茶饮快速增长，看好公司推新能力。**2019 年茶饮料市场规模为 787 亿元，CR5 达 86.5%，集中度较高，其中农夫山泉以 7.9% 市占率位列第三。受国内消费者健康意识增强驱动，无糖茶饮料零售额持续快速增长：2014-2019 年无糖茶饮料 CAGR 达 32.6%，远高于含糖茶饮料的 3.0%，预计 2024 年无糖茶饮料市场份额将上升至 12.3%。2019 年公司茶饮料业务实现营收 31.38 亿元，占比 13.1%，为公司第三大业务板块。公司在茶饮料领域注重持续推新，2011 年、2016 年先后推出“东方树叶”及“茶π”系列产品，其中“东方树叶”目前已成为市占率第一的无糖茶饮品牌。我们认为在茶饮料领域农夫山泉强推新能力得到了充分体现，一方面是品类的不断拓张，例如 2019 年全新推出的茶π 系列，另一方面对于成熟品类持续耕耘，如不断丰富东方树叶的产品口味和包装，预计茶饮料业务有望实现健康增长。

图 17：无糖、含糖茶饮料市场规模及年复合增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

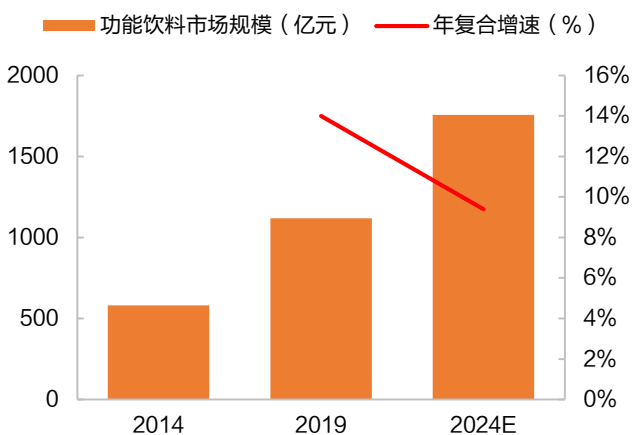
图 18：公司茶饮料营收及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

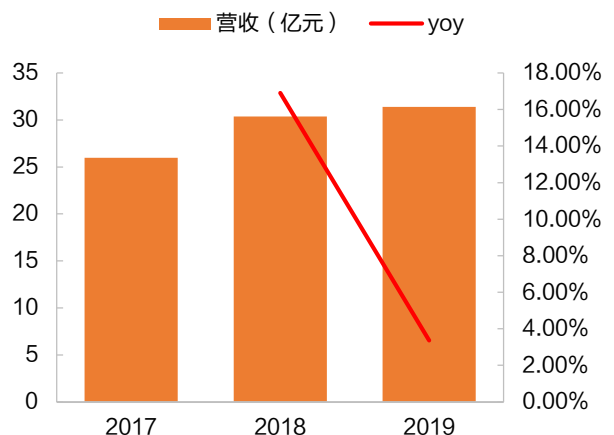
- ◆ **功能饮料：快速成长期，公司牢牢把握消费趋势。**近年来随年轻消费群体、个性化饮用需求增加，我国功能饮料市场增长较快，2019 年市场规模为 1119 亿元，2014-2019 年 CAGR 达 14%，预计 2024 年市场规模将达 1756 亿元。同时行业集中度较高，2019 年 CR5 为 56.7%，其中农夫山泉以 7.3% 市占率排名第三。2019 年公司功能饮料业务实现营收 37.79 亿元，占比 15.7%，仅次于包装饮用水业务位列第二大板块。公司功能饮料产品包括运动饮料“尖叫”及营养补充型“力量帝维他命水”两大系列，适用日常及休闲运动场景。公司还定期对功能饮料产品的口味、包装进行升级换代，牢牢把握目标群体消费趋势。

图 19：功能饮料市场规模及年复合增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：公司功能饮料营收及增速

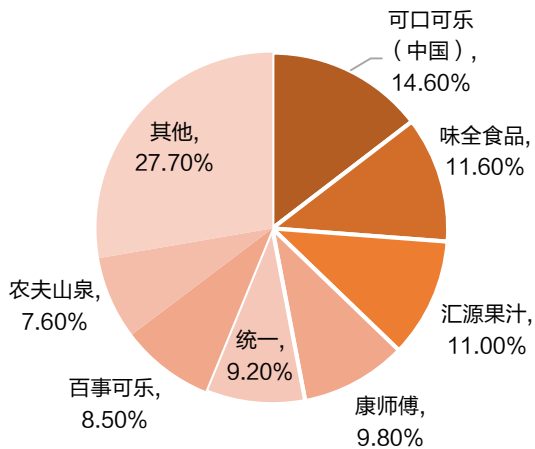


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **果汁饮料：行业集中度较低，公司有望持续发力。**2019 年果汁饮料市场规模为 1435 亿元，但行业集中度仍然较低，2019 年 CR5 仅为 25.1%，其中农夫山泉以 3.76% 的市占率排名第三。近年来公司果汁业务比重持续提升，2019 年实现 23.11 亿元，占比增至 9.6%，

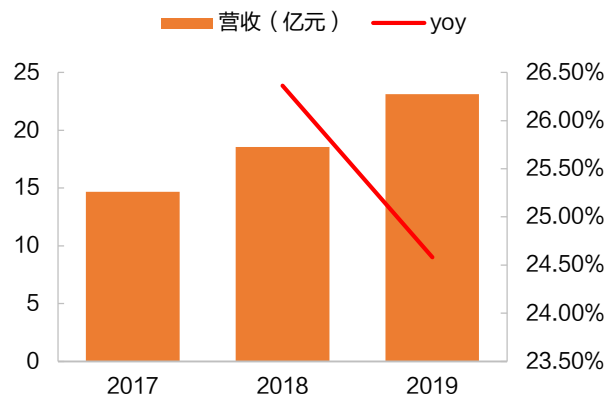
成为公司着力培育的业务板块之一。我们认为通过精选优质鲜果产地和对产品线精耕细作，公司果汁饮料业务有望逐步发力。

图 21：2018 年中国果汁饮料市场格局



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

图 22：公司果汁饮料营收及增速

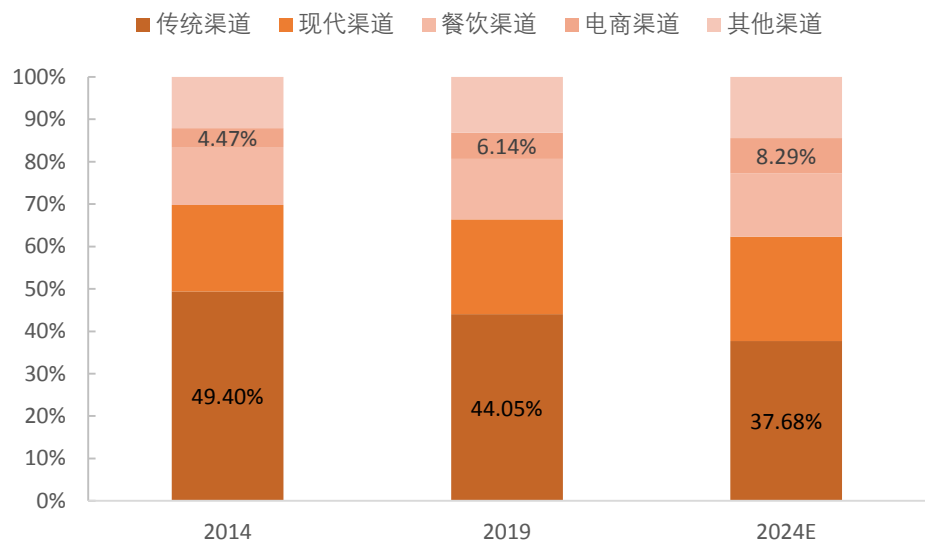


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 营销网络建设不断完善，销售管理效率持续提升

我国软饮料市场的销售渠道分为传统渠道、现代渠道、餐饮、电商及其他渠道。2019 年传统渠道占比为 44.05%，较 14 年有所下降，但仍是软饮料流通的主流模式；现代、餐饮渠道分别占比 22.3%和 14.3%；电商占比 6.14%，较 2014 年提升 1.67%，增长速度较快。

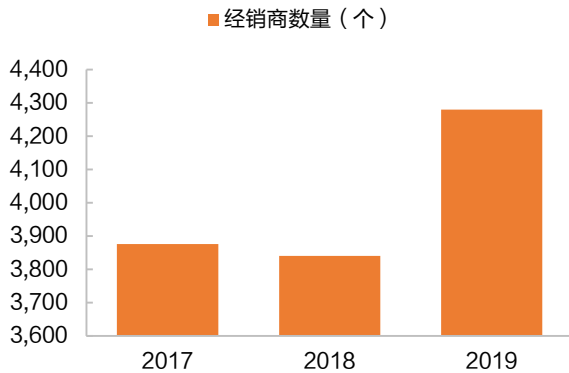
图 23：软饮料行业各渠道收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

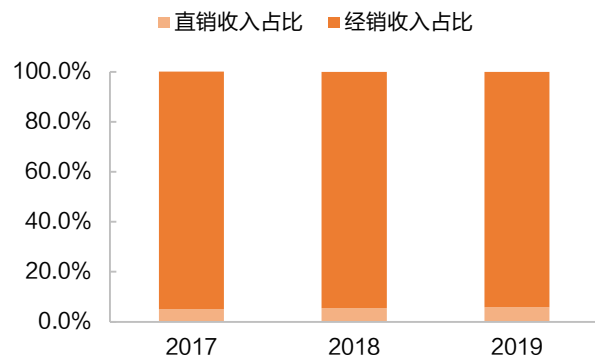
公司销售网络全面布局、深度下沉，渠道优势显现。公司已建立起深度下沉的全国化营销网络，经销、直营渠道建设日臻完善。公司目前仍以经销渠道为主，2019 年公司经销商渠道实现营收 226.23 亿元，同比增长 15.24%，营收占比 94.2%；2019 年公司经销商数量达 4280 家，已覆盖全国 237 万个以上的终端零售网点，终端零售网点数量占中国所有终端零售网点数量的约 11%；超过 36 万家终端零售网点配有“农夫山泉”品牌形象冰柜，有效提升了产品在终端零售网点的品牌展示和货架份额，对销量提升作用显著。直营客户方面，2019 年，公司拥有约 200 名直营客户，2017-2019 年直营渠道实现营收 8.81 亿元/11.13 亿元/13.98 亿元，营收占比 5.0%/5.4%/5.8%；同期前五大客户中均分别有三名为直营客户。此外，公司亦积极拓展以自动贩卖机为代表的新零售渠道、餐饮渠道、线上渠道等，在全国近 300 个城市投放了近 6 万台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备，并逐步建立起与之相匹配的团队和信息系统、配送服务模式。

图 24：2017-2019 年公司经销商数量



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

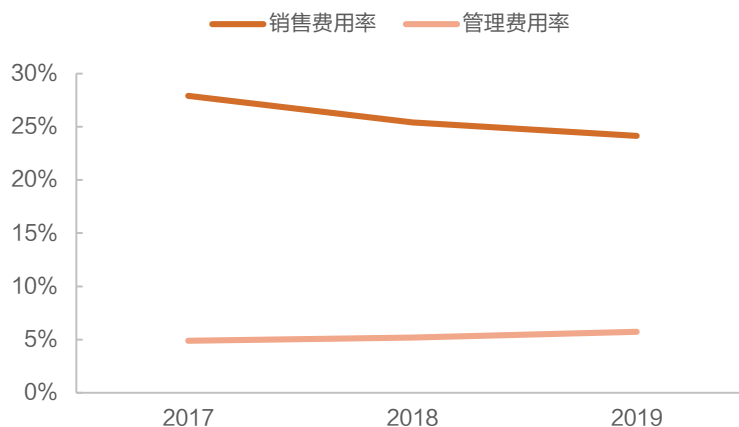
图 25：2017-2019 年公司经销、直营收入占比 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

数字化管理系统助力营销效率持续提升。公司销售管理团队、所有合作经销商均使用 NCP 系统开展业务活动，通过大数据分析一线销售人员服务表现及经销商动态库存情况，并根据历史数据及分销表现自动生成存货预警，对销售人员、经销商分销活动进行精细化、针对性指导，显著提升了公司销售管理效率。2019 年公司销售费用率 24.13%，同比下降 1.28pcts，延续了近三年来持续降低趋势。未来随公司信息化系统建设的日益完善和终端把控进一步加强，公司营销效率有望持续提升。

图 26：公司销售、管理费用率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 竞争优势逐步夯实，上市有望开启公司新征程

3.1. “水源地布局+推新能力+品牌建设+渠道网络”构筑公司竞争优势

根据招股书以及对公司和行业的分析，我们认为公司具备以下几个竞争优势：**一是水源地优势。**水源地是饮用水行业的稀缺资源，也是企业高端化、健康化的抓手。公司提前进行水源地布局，水资源优势显著。**二是公司具备强推新能力。**软饮料行业用户粘性较低，消费需求呈现多元化，这就要求企业有较强的推新能力。公司具备较强的产品推新能力，一方面体现在品类的不断拓张，另一方面对于成熟品类持续耕耘，例如茶 II。**三是公司品牌建设能力强，**近年来出现多个品牌营销经典案例，充分证明公司深谙品牌营销之道，培育出了农夫山泉、茶 II、东方树叶等多个知名品牌。**四是渠道建设，**公司拥有业内领先的渠道网络，同时辅以高效的人员管理，渠道优势不断凸显，为新品的放量打下良好的基础。

3.2. 公司上市有望开启发展新征程，看好公司未来发展

公司即将在香港进行 IPO，募集资金 10 亿美元，主要用于品牌建设、稳步推进经销商网络建设和优化、扩大产能、加大基础能力建设以及探索海外市场机会。我们认为公司上市之

后，能够利用资金优势，加速市场的扩张，看好公司在包装水领域的护城河优势的不断夯实，以及通过不断丰富产品矩阵，扩大消费场景和人群的覆盖，公司未来业绩稳健发展可期。

- ◆ **持续进行品牌建设。**公司已经推出了包括“农夫山泉”、“茶π”、“东方树叶”、“尖叫”等多个具有市场领先地位的饮用水及饮料品牌。同时，一些近年新推出的新品类、新品牌如“17.5°”、“炭仸”等也开始逐步被消费者认知。公司未来将加大以水果、茶、天然植物、咖啡、植物蛋白等天然原料为基础的产品开发，继续推进符合健康要求的功能性饮料的研究与开发。整合线上线下营销、策略性地组合和使用各种媒介工具、传播手段，进一步提升品牌影响力和美誉度。
- ◆ **稳步推进经销商网络建设和优化。**公司将不断支持经销商强化运营能力，提升对终端零售网点覆盖的精细化管理水平。继续布局高增长的销售渠道，包括以自动贩卖机为代表的新零售渠道、餐饮渠道等，通过覆盖不同的消费场景、提升消费者触达，从而扩大分销广度。继续加大对终端零售网点的投入，通过在终端零售网点投放冰柜、暖柜、优化货架陈列以及开展线下市场活动等方式，提升产品在终端零售网点的影响力，提高消费者的购买频次，从而带动终端零售网点销售额的增长。
- ◆ **进一步扩大产能。**公司计划进一步策略性的扩大产能，通过升级现有设备及兴建新的生产设施、购买新的生产设备、提升生产技术，把握市场增长机会，巩固公司在中国软饮料行业的领先地位。重点计划对位于浙江千岛湖、广东万绿湖、吉林长白山的生产基地进行产能扩大。

表 2：公司扩大产能计划

生产基地	估计投资总额（百万元）	设计年产能（千吨）	预计竣工日期	目前状况
浙江千岛湖	1800	2086	2022 年	厂房已建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试
广州万绿湖	1002	2263	2022 年	厂房已建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试
吉林长白山	728	2027	2023 年	厂房已部分建成，部分生产线已投入使用，部分生产线尚需采购及安装调试

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ◆ **加大对基础能力建设的投入。**公司将加大在基础能力建设方面的投入，有助于公司全面优化运营效率并提升长期发展的核心竞争力。公司计划持续投入信息系统建设，建立中台数据系统，将不同维度的销售数据打通，更好地进行大数据分析，提升公司对市场变化趋势的反应速度，促进运营效率的提升。不断强化在基础研究、应用型研究、产品创新等方面的能力，继续加强与国内外高校的项目合作。研发能力建设有助于公司持续开发满足消费需求、引领市场趋势的产品。
- ◆ **探索海外市场机会。**公司正努力探索海外市场，计划在海外设立生产基地，并寻找可以形成业务互补、具有战略意义的收购机会。公司希望借收购新西兰瓶装水品牌 Otakiri Springs，尝试将公司的生产制造能力、供应链管理能力和销售渠道拓展能力应用于海外市场。

4. 风险提示：

行业竞争恶化：行业竞争恶化将影响公司生产经营

市场拓展不及预期：市场拓展受限将对公司业绩增长造成困扰

原材料价格波动：上游 PET 价格上涨将影响公司盈利水平

食品安全问题：若出现食品安全事件将对行业产业链上下游及公司经营造成重大负面影响

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com