

# 农夫山泉 (09633.HK) 深度报告：多元化的软饮行业巨头



农夫山泉  
NONGFU SPRING

## 分析师

Franky Lau  
SFC CE Ref: BRQ 041  
[frankyliu@futu.hk](mailto:frankyliu@futu.hk)

## 团队成员/联系人

CHENGCHENG FENG  
[parisfeng@futunn.com](mailto:parisfeng@futunn.com)

2022年7月22日

# 目录

一、公司背景

二、行业情况

三、核心结论

四、盈利预测

五、风险提示

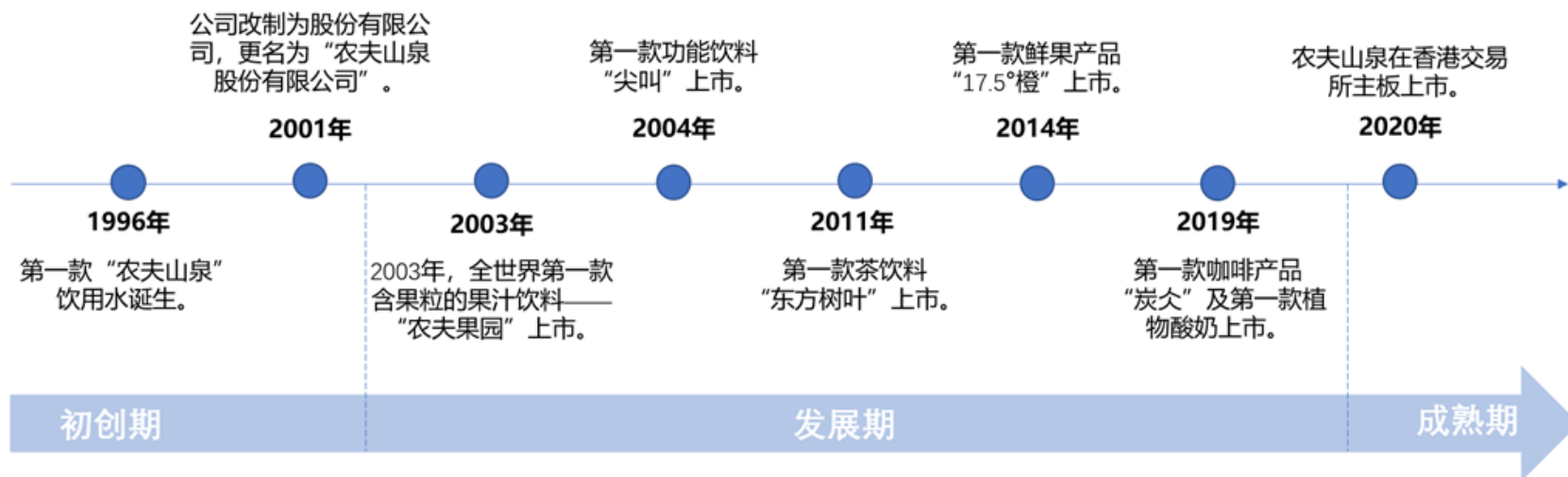
# 一、公司背景

## 公司背景：双格局发展持续深耕行业，多元化成长夯实行业巨头

### 1、双格局发展持续深耕行业，多元化成长夯实行业巨头

**中国软饮料行业巨头。**公司历时20余年，从包装饮用水起家，目前已成为中国软饮料行业巨头。作为国内最早的包装饮用水企业，1997年推出第一款“农夫山泉”饮用水后，陆续涉足果汁、功能饮料、茶饮料等其他软饮料业务，多元化扩展业务条线。2001年改制为股份有限公司，经过20余年发展，2020年9月8日，农夫山泉在香港交易所主板上市，迈入公司发展成熟期，成长为中国软饮料行业巨头。

图：公司发展历程一览

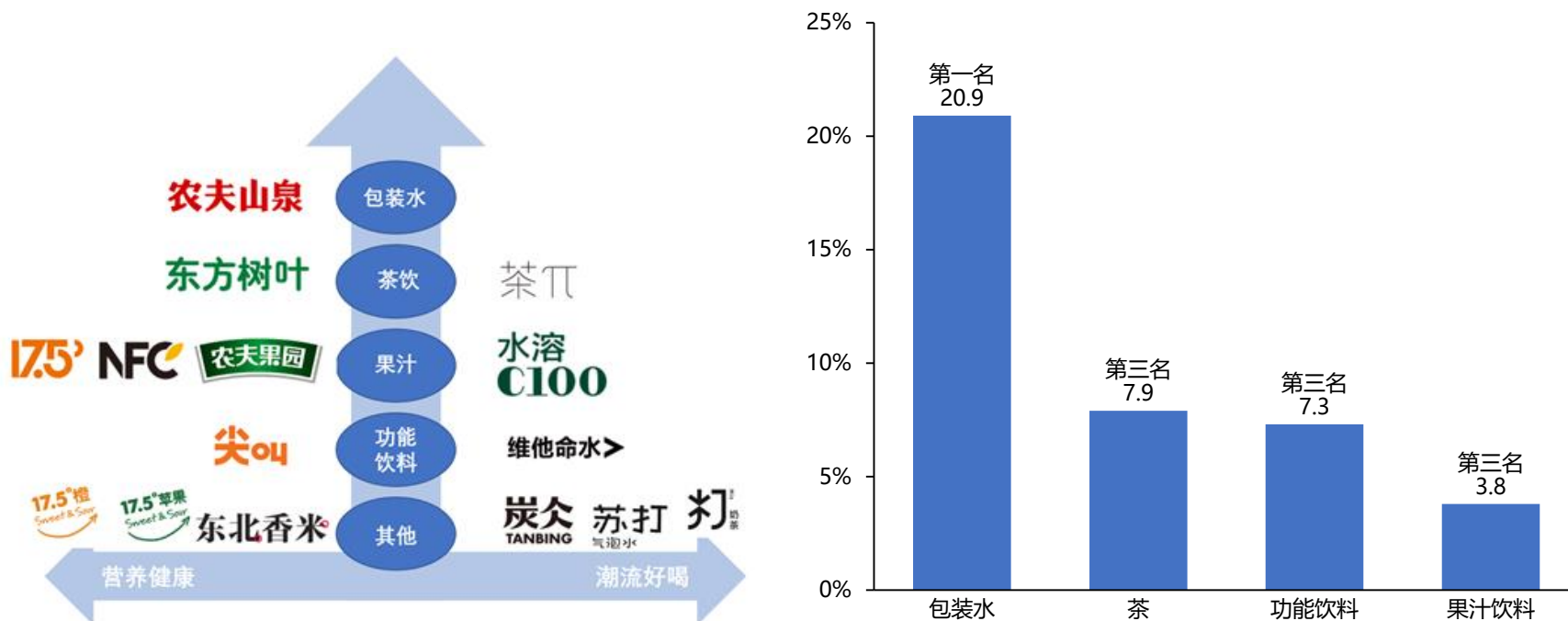


# 公司背景：形成“包装饮用水+饮料”的双格局发展路径，多品类市场份额领先

## 1、双格局发展持续深耕行业，多元化成长夯实行业巨头

形成“包装饮用水+饮料”的双格局发展路径，多品类市场份额领先。公司不断扩展新品类，目前有五大类别，并从营养健康和潮流好喝两维度着力开发和打造新产品。2016年以来，公司一直稳坐包装饮用水行业头把交椅，并在茶、果汁、功能饮料等细分赛道也逐步位居行业前列。根据弗若斯特沙利文报告，2012-2021年农夫山泉连续九年保持中国包装饮用水市场占有率第一；按2020年及2021年零售额计算，公司在茶饮料、功能饮料及果汁饮料的市场份额均居中国市场的前三位。

图表：公司产品矩阵；公司多品类市占率及排名（2019年）



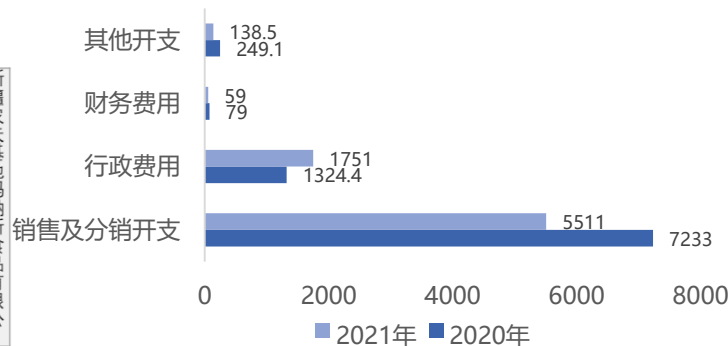
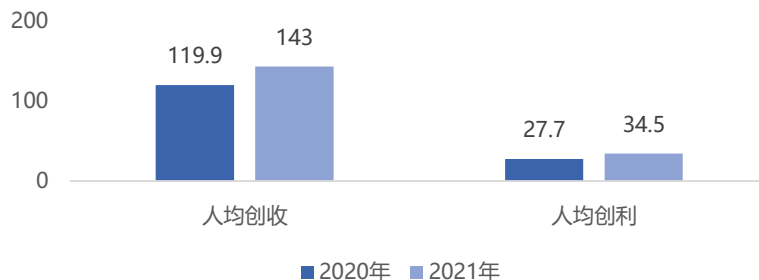
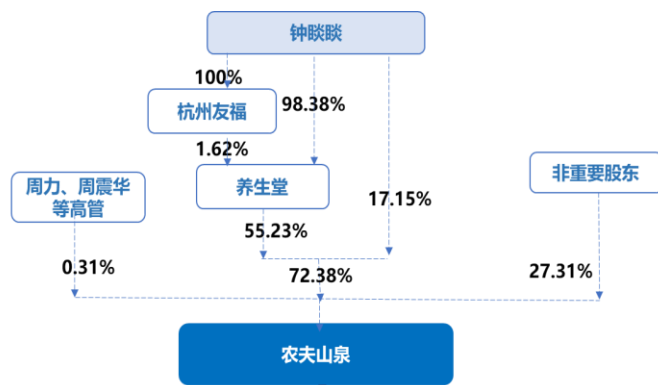
## 公司背景：股权结构稳定，管理基底稳固

### 2、股权结构稳定，管理基底稳固

- **股权较集中，实控人比例高达72.38%。**集团创始人及实际控制人钟睺睺先生通过直接持股和全资控股公司养生堂间接持股等方式共持有公司72.38%的股份，公司高管内部提拔居多，大多加入集团10年以上，历任多项职务，熟悉内部经营情况，有着丰富的经验积累。且多名高管持有公司股份，并且受益于公司的股权激励计划。管理团队平均拥有20年以上食品及软饮行业经验，可进一步夯实公司基业。
- **公司内部控制能力强。**人均创收和人均创利都在增长，人均创收从2020年的119.9万提升到2021年的143万和人均创利从2020年的27.7万提升到2021年的34.5万。整体费用得到良好的控制，公司销售以及分销开支由55.1亿元增长到72.33亿元，由于公司营收大于费用增速，导致整体销售费用率有所下降。

图：公司股权结构图（截至2022/02/18）

图： 农夫山泉费用支出情况（百万元）； 农夫山泉人均创收和人均创利（万元）



上海农夫山泉供应链科技有限公司	上海农夫山泉饮用水有限公司	伊犁农夫山泉果业有限公司	信丰农夫山泉果业有限公司	农夫山泉吉林长白山有限公司	农夫山泉四川峨眉山饮料有限公司	农夫山泉四川饮品有限公司	农夫山泉安吉智能生活有限公司	农夫山泉广东万绿湖有限公司	农夫山泉福建新安江饮料有限公司	农夫山泉抚松长白山天然矿泉水有限公司	农夫山泉浙江千岛湖饮用水有限公司	农夫山泉浙江千岛湖有限公司	农夫山泉淳安茶园有限公司	农夫山泉淳安茶园饮料有限公司	农夫山泉湖北丹江口(均州)饮料有限公司	农夫山泉湖北丹江口(新城)饮料有限公司	农夫山泉湖北丹江口销售有限公司	农夫山泉玛纳斯县饮料有限公司	农夫山泉陕西太白山饮料有限公司	农夫山泉贵州武陵山饮料有限公司	农夫山泉淳安坪山有限公司	新疆农夫山泉玛纳斯食品有限公司
-----------------	---------------	--------------	--------------	---------------	-----------------	--------------	----------------	---------------	-----------------	--------------------	------------------	---------------	--------------	----------------	---------------------	---------------------	-----------------	----------------	-----------------	-----------------	--------------	-----------------

## 公司背景：股权激励计划释放长期发展信心

### 2、股权结构稳定，管理基底稳固

- 股权激励计划释放长期发展信心。**2021年12月13日，公司按授予方案对合计108名员工授予股权激励计划，2022年3月28日该股权激励计划通过。主要激励对象为对公司经营业绩和未来发展发挥重要作用的管理人员和核心技术专家。有效期为股权激励计划采纳日期起10年内有效。授予上限不超过公司激励计划采纳日已发行股本总额的5%。同时，拟股权激励计划归属期分三期进行：第一期归属比例占比40%，归属时间为2022年4月最后一个交易日；第二期占比30%，归属时间为2023年4月最后一个交易日；第三期占比30%，归属时间为2024年4月最后一个交易日。根据授予方案授予员工激励份额详情预计将随公司2021年度报告于2022年4月底之前公布。
- 激励股份来源。**该等股份数量上限将参考（1）公司当年的业绩以及现金流情况；（2）激励对象年度绩效目标完成情况而确定

图：公司拟定股权激励计划具体安排

	拟定归属期及比例	归属时间
股权激励计划	第一期 40%	2022年4月最后一个交易日
	第二期 30%	2023年4月最后一个交易日
	第三期 30%	2024年4月最后一个交易日

## 公司背景：营收持续高增，业绩表现亮眼，利润端领先行业

### 2. 业绩高增，多元化品牌助力持续发展。

#### • 营收持续高增，业绩表现亮眼。

2021年实现营业收入296.96亿元，同比增长29.81%；实现归母净利润71.62亿元，同比增长35.71%。

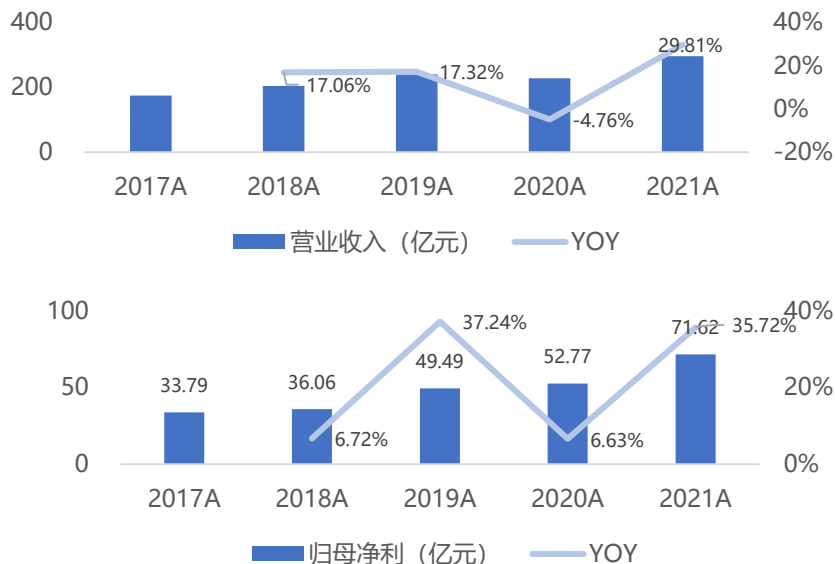
其中，2021H2实现营业收入145.22亿元，同比增长28.14%；归母净利润31.49亿元，同比增长30.50%。

#### • 利润端领先行业

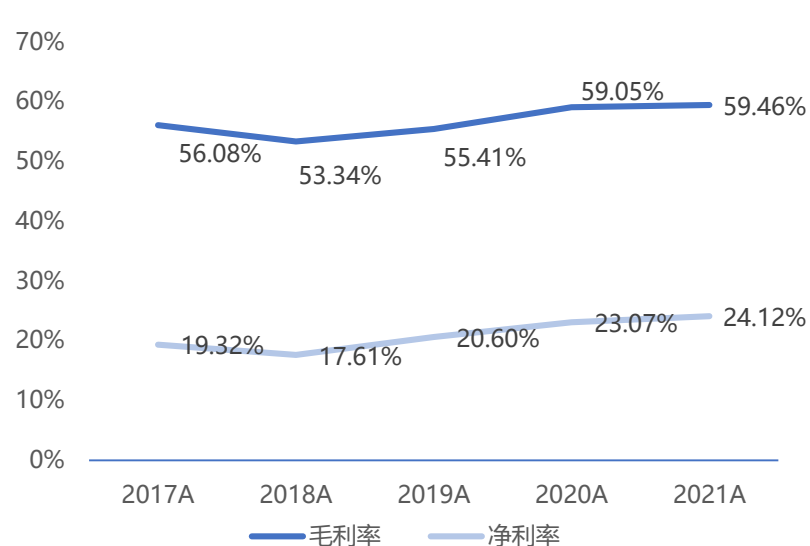
2021年毛/净利润率分别为59.46%和24.12%，实现从2018年以来的持续增长，达到历史新高。

受益于农夫山泉的丰富经验的管理团队和精益管理的理念。包装水和其他产品都享有溢价的红利，由于农夫山泉的产品零售价都显著高于软饮料行业的平均水平，在自主生产模式和规模化的优势下，成本管控会更加的精细化且会进一步摊薄成本的压力，毛利一直持续增长。

图：公司历年营收及增速；公司历年归母净利润及增速



图：公司历年毛/净利润率





## 公司背景：精益管理，销售费用率和管理费用率一直在稳定水平

### 2. 业绩高增，多元化品牌助力持续发展。

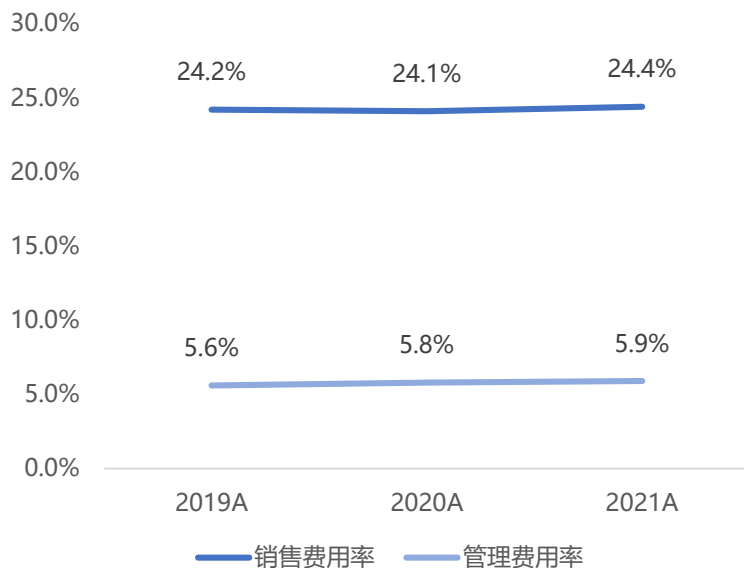
#### 精益管理，销售费用率和管理费用率一直在稳定水平

公司拥有经验丰富的软饮料行业管理团队，销售费用率和管理费用率一直保持稳定。

2021年销售费用率为24.4%，与2020年的24.1%和2019年的24.2%基本持平。主要由于物流仓储管理效率以及销售员工作效率的持续提高。受疫情的影响公司为了减少广告及促销开始，开始改变营销策略逐步增加自动贩卖机等终端销售设备的投放。

2021年管理费用率为5.9%，与2020年的5.8%和2019年的5.6%基本持平。公司拥有经验丰富的管理团队，平均拥有20年以上食品及软饮行业经验，熟悉内部经营情况，管理费用得到很好地控制。

图：2019-2021年公司销售和管理费用率；销售成本组成部门的明细及占总收益的百分比



	2017年		2018年		2019年	
	人民币 (百万元)	占总收益百分比	人民币 (百万元)	占总收益百分比	人民币 (百万元)	占总收益百分比
原材料	4,660.00	26.70%	5,819.00	28.40%	6,613.00	27.60%
<b>其中: PET</b>	<b>2,228.00</b>	<b>12.70%</b>	<b>3,044.00</b>	<b>14.90%</b>	<b>3,382.00</b>	<b>14.10%</b>
包装材料	1,037.00	5.90%	1,341.00	6.50%	1,390.00	5.80%
制造费用	1,505.00	8.50%	1,845.00	9.20%	2,045.00	8.50%
生产人员薪酬	364.00	2.10%	418.00	2.00%	527.00	2.10%
取水及处理成本	116.00	0.70%	131.00	0.60%	135.00	0.60%
<b>合计</b>	<b>7,682.00</b>	<b>43.9%</b>	<b>9,554.00</b>	<b>46.7%</b>	<b>10,710.00</b>	<b>44.6%</b>

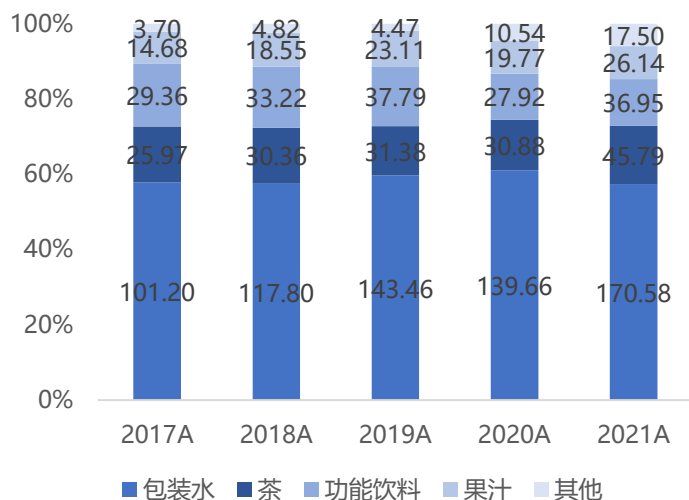
## 公司背景：新品表现亮眼，产品线持续丰富

### 2. 业绩高增，多元化品牌助力持续发展。

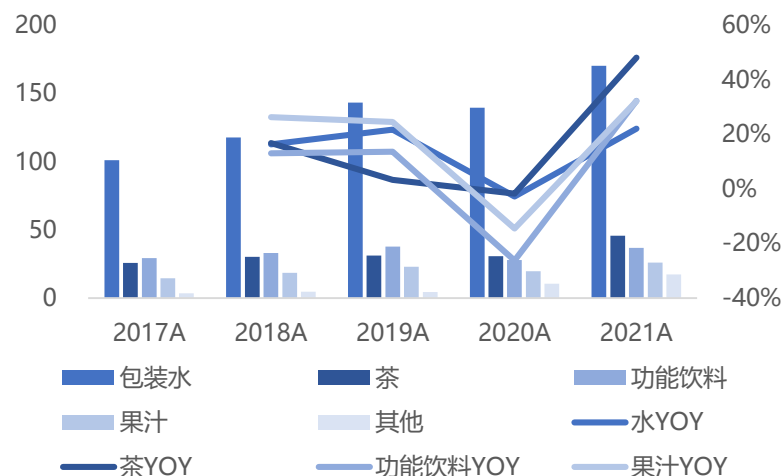
**新品表现亮眼，产品线持续丰富。**截止 2021 年 6 月，公司产品主要有：包装水类产品 8 种，咖啡类 2 种，茶饮料类 3 种，功能饮料类 2 种，果汁类 5 种，植物蛋白类 1 种，含气风味饮料 1 种，农产品 3 种。按照产品品类划分：

- 包装饮用水产品的收益为171亿元，同比增长22.1%， 占总收益的比例由2020年的61%下降至57.4%。
- 茶饮料产品收益为45.8亿元，同比增长48.3%，收益占比由2020年的13.5%增长至15.4%。功能饮料产品的收益为37亿元，同比增长32.3%，收益占比略微由2020年的12.2%增长至12.4%。
- 果汁饮料产品的收益为26.1亿元，同比增长32.2%，收益占比由2020年的8.7%增长至8.8%。
- 包括苏打水饮料、含气风味饮料、咖啡饮料、植物酸奶产品等其他饮料产品，及鲜果等农产品在内的其他产品收益为17.5亿元，增速在五大品类中最高，同比增长66%，收益占比由2020年的4.6%增长至6%。
- 包括苏打水饮料、含气风味饮料、咖啡饮料、植物酸奶产品等的其他饮料产品营收增长最快，除包装饮用水外其余品类营收占比均有不同程度增加，营收结构持续丰富和优化。

图：主要产品营收



图：公司历年各品类营收及增速



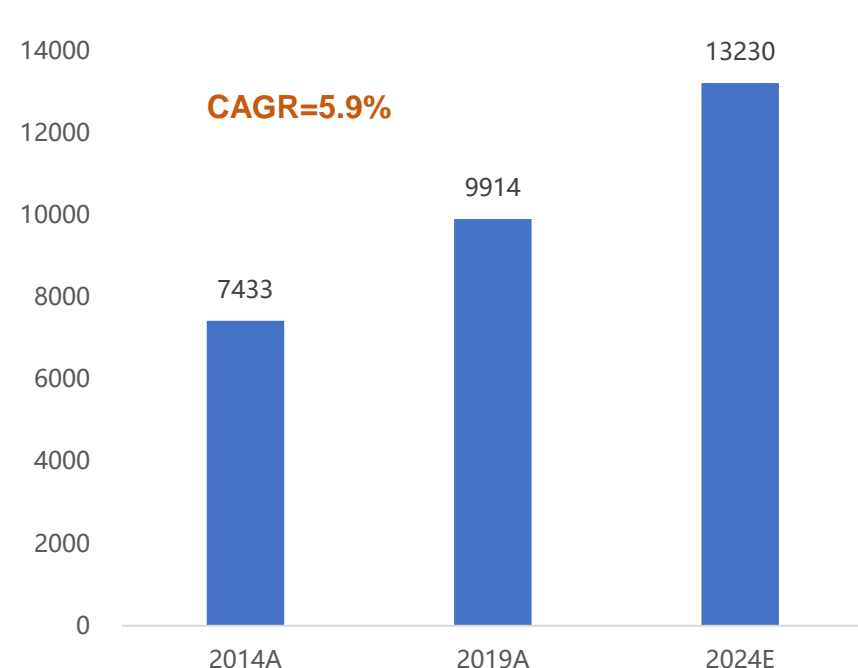
## 二、行业情况

# 行业情况：软饮料行业规模巨大，巨头壁垒明显，高端化、健康化为行业核心趋势，以Z世代逐步成为驱动消费的主力军，年轻化、时尚化成各细分行业高增长新逻辑

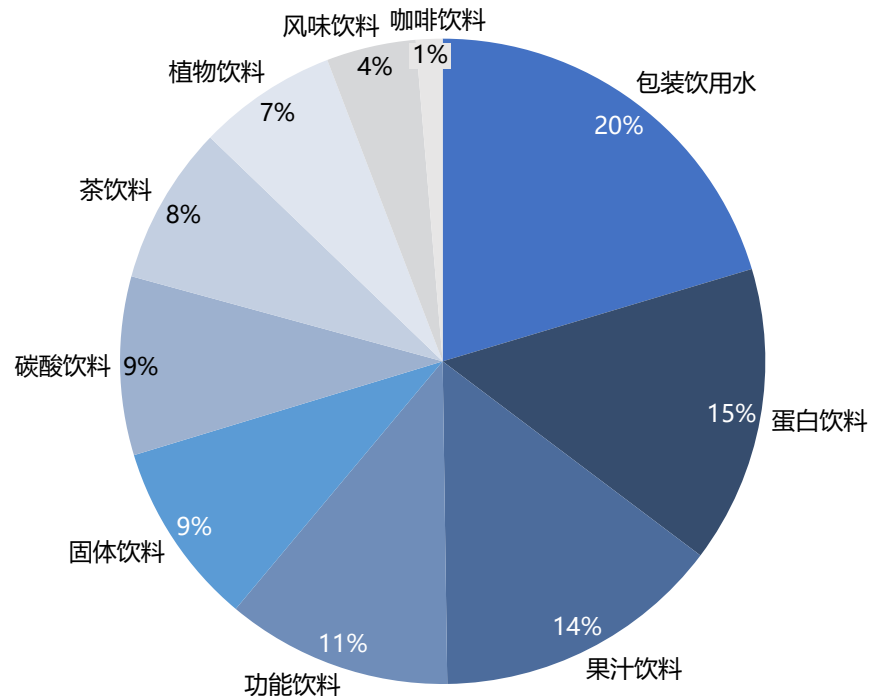
## 1、规模超万亿市场，细分赛道有望加速渗透

**中国是全球最大的软饮料市场之一。**软饮料是指酒精含量低于0.5%(质量比)的天然的或人工配制的饮料，行业分为十个主要类别，按2019年市场规模从大到小依次为：包装饮用水、蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料、固体饮料、碳酸饮料、茶饮饮料、植物饮料、风味饮料、咖啡饮料。根据弗若斯特沙利文报告，2019年中国软饮料市场规模为人民币9914亿元，2014-2019年CAGR为5.9%；中国软饮料市场将持续增长，预计2024年复合年增长率将维持在5.9%，2024年市场规模将达到13230亿元。

图：中国软饮料市场规模(单位:亿元)及增速



图：2019年中国软饮料市场细分领域占比

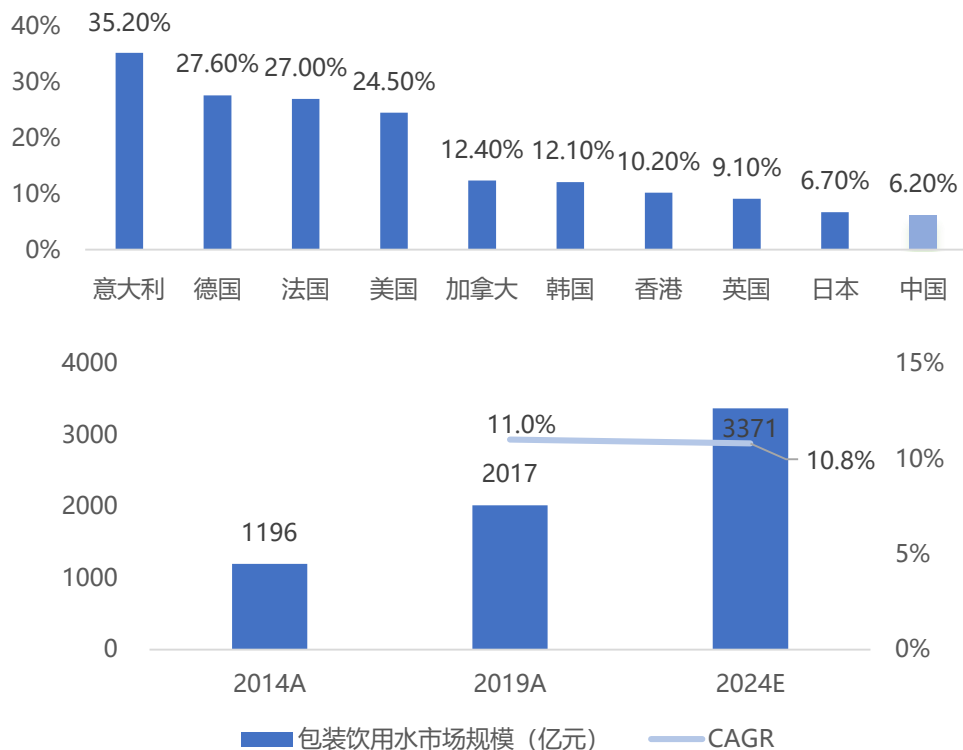


## 行业情况：包装饮用水渗透率和人均消费量较低，有较大的提升空间

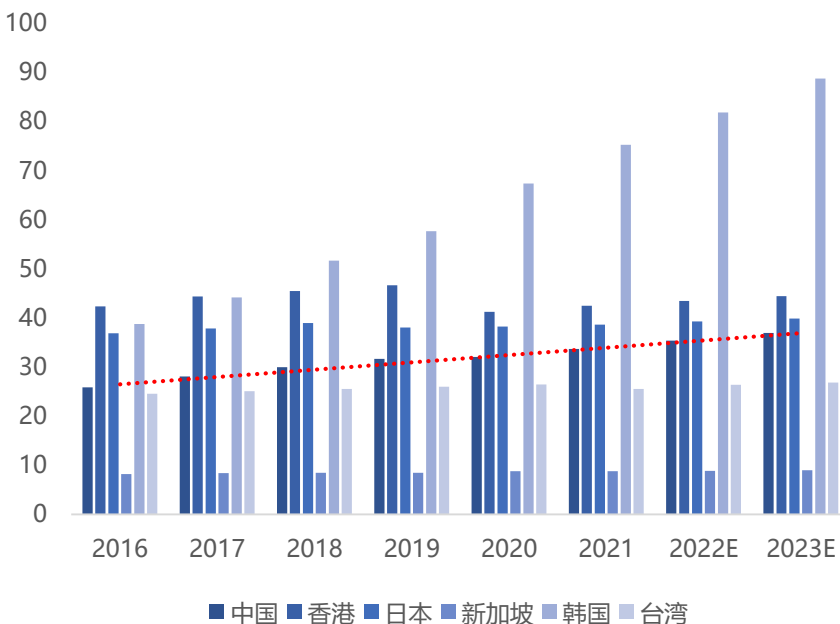
### 1、规模超万亿市场，细分赛道有望加速渗透

**包装饮用水渗透率和人均消费量较低，有较大的提升空间。** 2019年软饮细分领域中包装饮用水零售额规模最大，达到2017亿元，且2014-2019年市场规模CAGR位列第三，达到11%。简单以公式包装饮用水消费量/（人均水分摄入量\*人口）来计算包装饮用水的渗透率。考虑到目前我国自来水远未达到直饮标准，伴随国内人均收入的提升、健康观念的增强、旅游等消费场景增加、以及细分功能水的贡献，对标其他可比亚洲国家和地区，我国包装饮用水的渗透率和人均消费量仍有较大提升空间。

图：各国包装饮用水渗透率对比；2014-2024年包装饮用水行业规模及增速



图：亚洲各国包装水人均销量 (L)

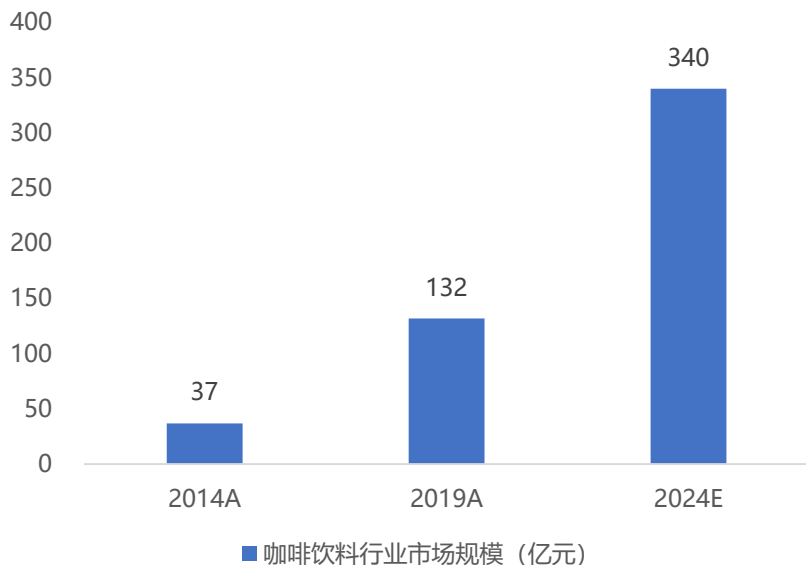


## 行业情况：咖啡饮料及功能饮料赛道增速强劲，有望加速渗透

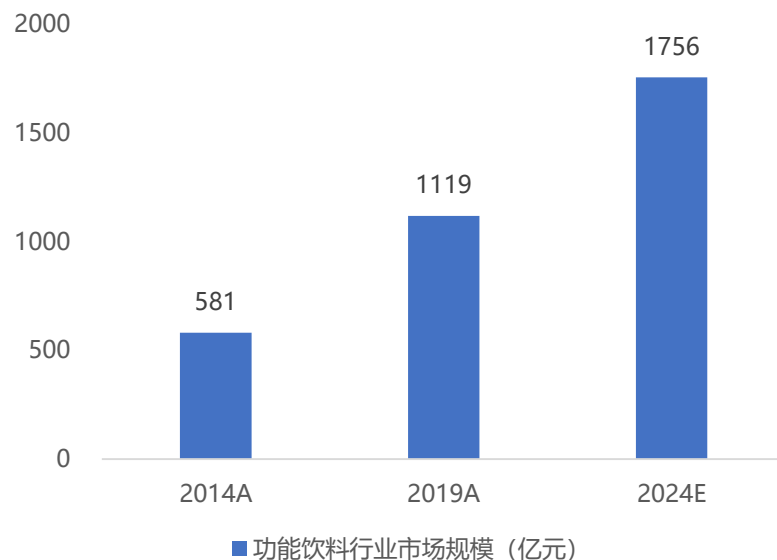
### 1、规模超万亿市场，细分赛道有望加速渗透

**咖啡饮料及功能饮料赛道增速强劲，有望加速渗透。**2014-2019年市场规模CAGR最高的两类是：咖啡饮料和功能饮料，分别为29.0%和14.0%。2019年两者市场规模分别为132亿元、1119亿元。根据弗若斯特沙利文报告，预期2019-2024年CAGR增速为20.8%、9.4%，依旧保持软饮行业细分赛道增速前三，有望加速渗透。

图：2014-2024年咖啡饮料行业规模及增速



图：2014-2024年功能饮料行业规模及增速

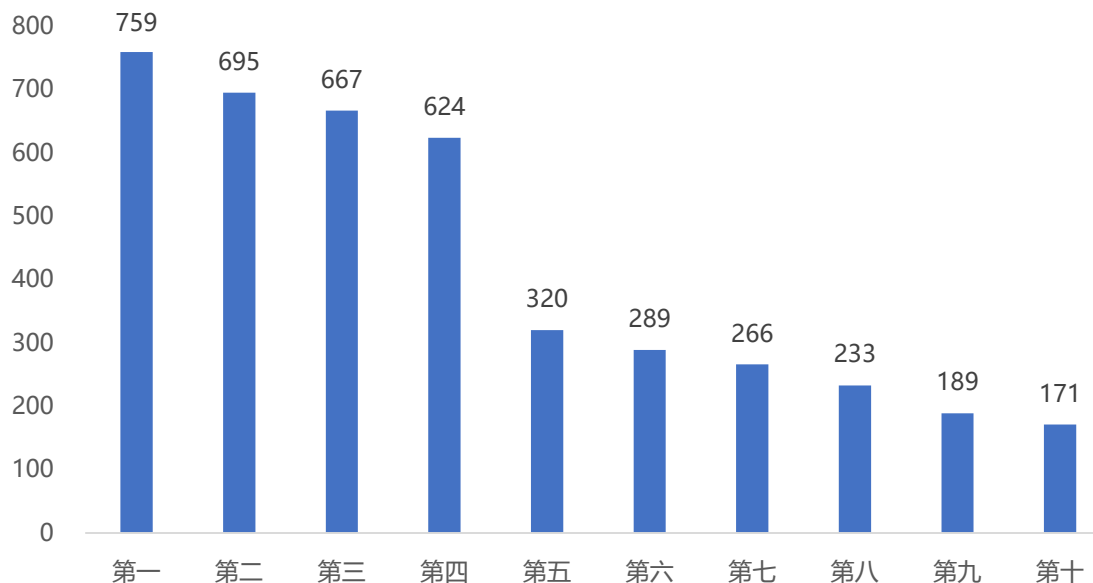


## 行业情况：头部格局高度集中，垄断优势显著，具有强壁垒属性

### 1、规模超万亿市场，细分赛道有望加速渗透

**头部格局高度集中，垄断优势显著，具有强壁垒属性。**2019年软饮料行业CR3占比达21.39%，CR5占比达30.92%，前四大参与者零售额显著高于其他参与者，头部格局高度集中。软饮料行业细分赛道已近乎满额运转，难以突出差异化、开拓更新细分市场或差异化销售渠道。由于渗透市场需要持续不断铺设渠道和品牌建设，抢占消费者的心智，慢慢的建立了强大的行业壁垒。

图：2019年中国软饮料市场前十名参与者零售额（单位：亿元）



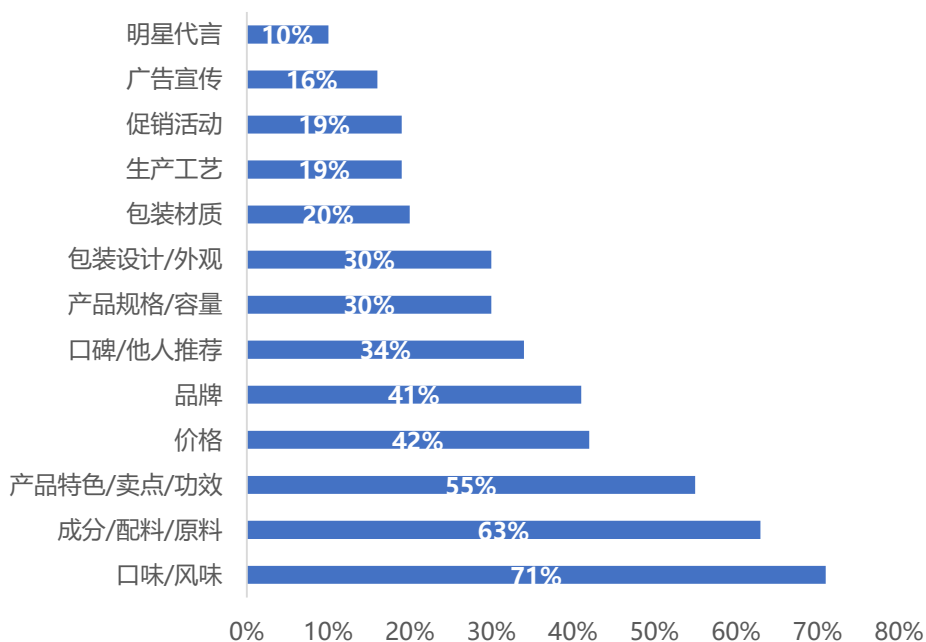
## 行业情况：高端化的品质消费是趋势，对高端品牌的追求，具有奢侈炫耀属性

### 2、高端为趋势，健康为核心

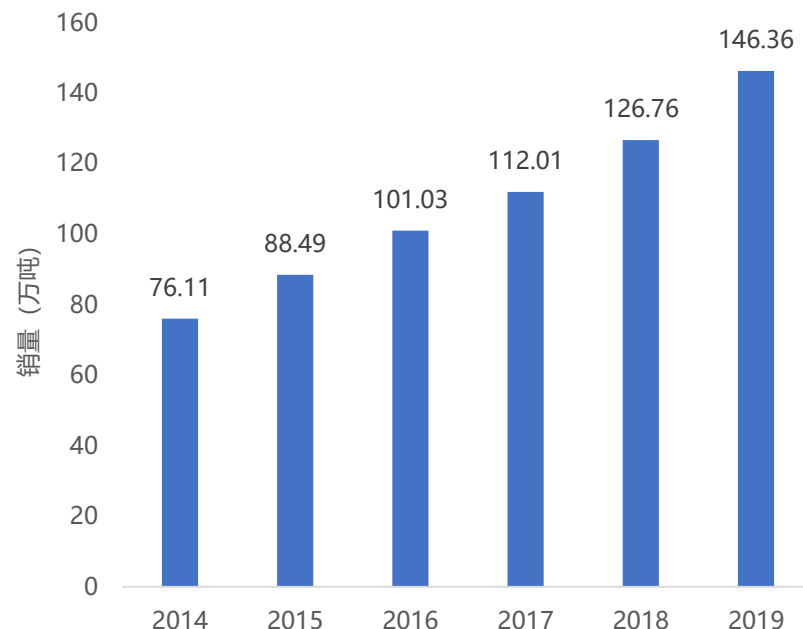
高端化的品质消费是趋势。

对高端品牌的追求，具有奢侈炫耀属性。依据Statista调研数据，我国消费者在购买软饮料时考虑的前三因素依次为：口味/风味、成分/配料/原料、产品特色/卖点/功效。而高端品牌强调口感和风味，且使用更为高档和有品质的原料，逐渐成为消费者品质生活的选择。国际饮料巨头在华“圈地”高端市场，以高端瓶装水市场为例，依云、巴黎水等高单价高端品牌成为选择，且销量逐年攀升，这更多源于心理因素，迎合消费者自我满足和社交满足。

图：消费者购买软饮时的考虑因素



图：我国高端瓶装水销量（单位：万吨）



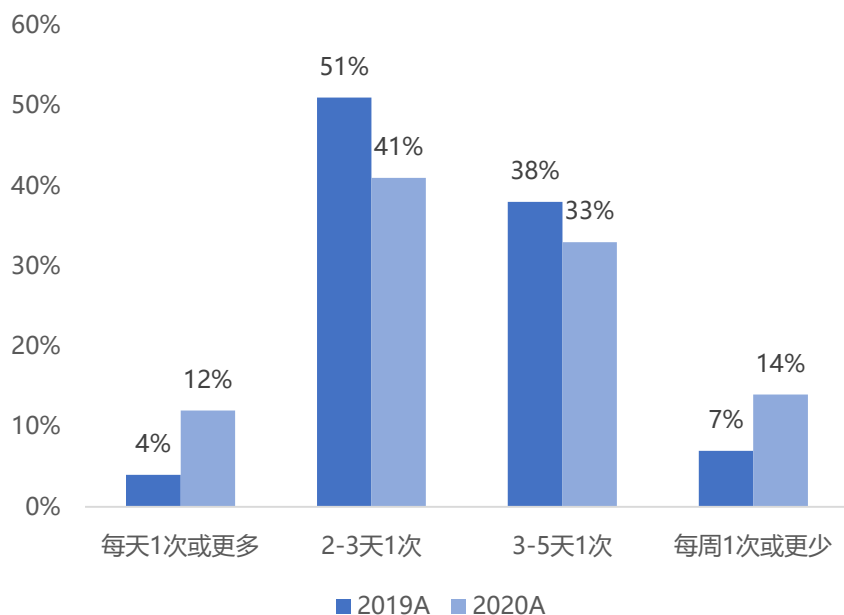


## 行业情况：负担得起成为选择的重要因素

### 2、高端为趋势，健康为核心

**负担得起成为选择的重要因素。**根据《2019新式茶饮消费白皮书》和《2020新式茶饮消费白皮书》，以喜茶和奈雪为代表的高单价高端现制茶饮，消费者购买频次中「每天一次或更多」的占比由2019年的4%提升至2020年的12%，是2019年的3倍。随着消费意识觉醒和消费升级，消费者愿意为品牌买单，我国高端饮品市场空间会进一步扩大，成为新的消费热点。

图：现制茶饮消费者购买频次



图：高单价高端现制茶饮品牌



# 行业情况：健康化需求重要性日益凸显，生活品质升级促使消费者的更深层次追求，健康+口感双重“幸福”得以实现

## 2、高端为趋势，健康为核心

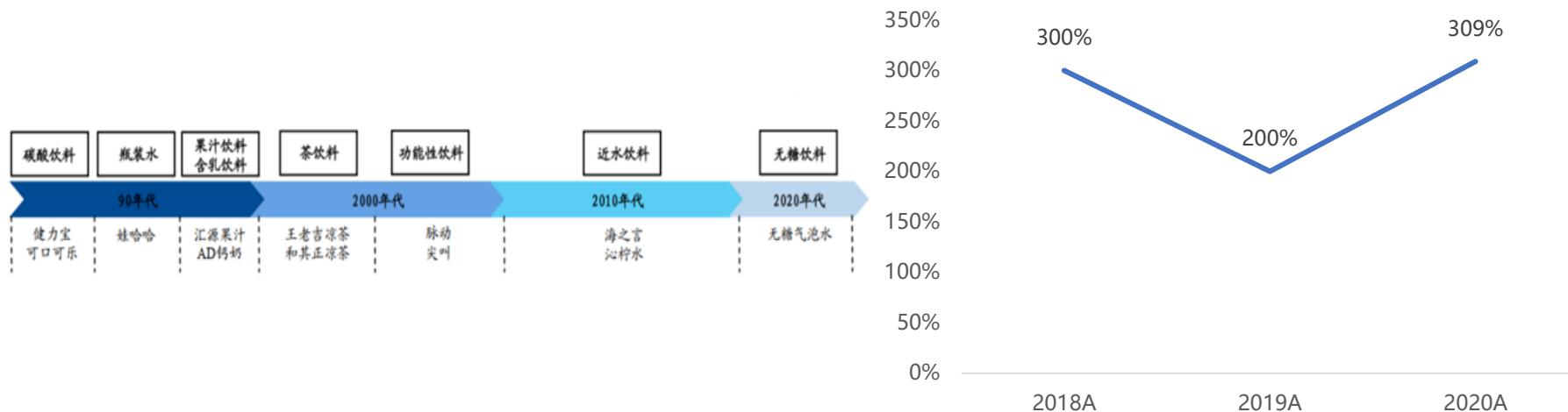
**健康化需求重要性日益凸显。**

**生活品质升级促使消费者的更深层次追求。**消费者对健康的日益重视使得健康化饮品的诉求高涨。我国消费者对健康饮品的偏好显现。上世纪 80 年代，碳酸饮料因口感甜美刺激而深受国人喜爱；90 年代末，国人对果汁及含乳饮料青睐有加；而近年来，消费者更偏好于购买口味清淡、天然健康、无添加剂的饮料。由于包装水自身具有“0 糖 0 卡 0 添加剂”的特点，逐渐成为消费者的重要选择之一。

**健康+口感双重“幸福”得以实现。**无糖类下的糖甜味剂可以在不影响口感的情况下，满足健康的要求，技术能力让健康和口感双重满足。例如使用赤藓糖醇的元气森林一经推出，销售额增长率就一路攀升，2018年、2019年、2020年其销售额增长率分别达到300%、200%、309%。使用阿斯巴甜的无糖可口可乐也保持强劲增长，可口可乐公司发布2021年第四季度财报显示，销量和2019年第四季度相比实现翻番。健康+口感双重“幸福”的实现也带来销量的激增和市场的繁荣。

图：中国软饮料口味变化汇总

图：2018-2020年元气森林销售额增长率



# 行业情况：Z 世代逐步成为驱动消费主力军，其对餐饮的花费意愿颇强且消费力不断提升

## 3、新群体下的新需求

**Z 世代逐步成为驱动消费主力军，其对餐饮的花费意愿颇强且消费力不断提升。**

根据尼尔森 IQ 调研数据，受访者中的 Z 世代是食品及饮料的中、重度消费者的占比均达到 90%及以上，且近半数的 Z 世代计划继续增加食品饮料的花费，具有高频高额高量购买食品饮料的特点。其饮品需求呈四大趋势：

- 消费更加场景化，不同场景下对细分饮品需求不同；
- 包装设计颜值出彩，迎合 Z 世代的自我满足及社交满足；
- 口感风味多元，能带给用户不同体验感；
- 具有提神醒脑、补充能量等作用的功能性饮料更具吸引力。

图：Z世代场景化消费对应选择



工作场景



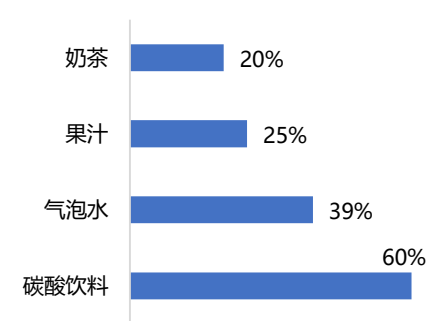
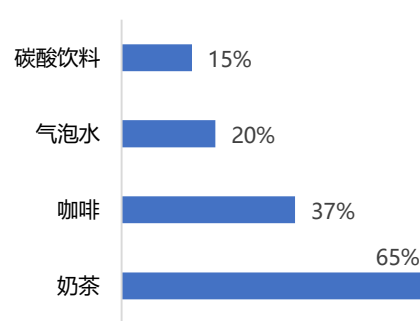
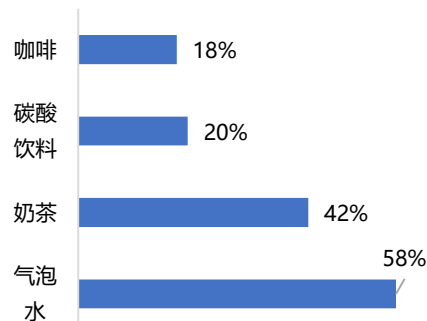
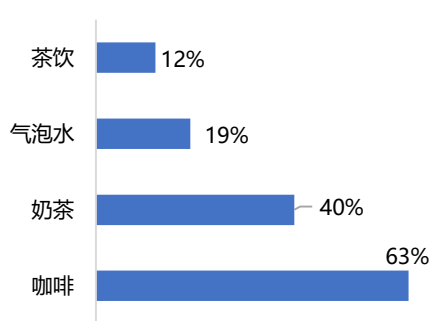
学习场景



社交场景



餐饮场景

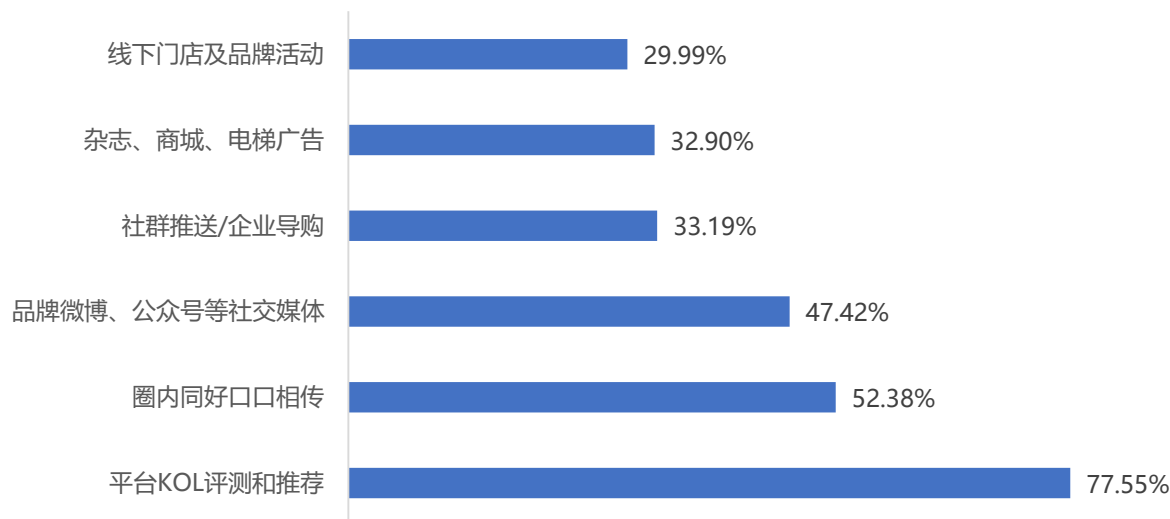


## 行业情况：年轻化、时尚化成各细分行业高增长新逻辑

### 3、新群体下的新需求

**年轻化、时尚化成各细分行业高增长新逻辑。**Z世代对新鲜事物的接受度高，乐于尝试新品、追赶潮流，根据21世纪经济研究院调研数据，77.55%的Z世代倾向于通过自媒体、B站和小红书等平台的KOL测评及推荐了解品牌信息，52.38%倾向于通过圈内同好口口相传。而年轻化、时尚化的产品定位极易引起社群传播和认同效应。例如：冷泡茶，咖啡冻干粉、咖啡原液及维咔瓶盖饮料等。保持产品与品牌的年轻化、时尚化成软饮料各细分行业实现并持续高增加的新逻辑。

图：Z世代了解品牌的渠道



## 三、核心结论

## 核心结论：“水源+品类+渠道”三重优势构筑公司护城河

### 1. 一瓶好水源自稀缺天然水源

- **对比同行，高端水的比拼正在进行中。**包装水市场的价值链正向天然矿泉水转移，升维竞争中，公司必须直面两大问题。首先，过往以天然水为主的公司能否顺利切换赛道？其次，面对主攻高端市场的百岁山、超高端市场的昆仑山、依云等的竞争，公司的壁垒优势是否足够厚实？
- **在高端水的比拼中，水源无疑是“核心武器”。**资料显示，我国经评定合格的矿泉水水源有4000多处，允许开采的资源量为18亿立方/年，目前开发利用的矿泉水资源量约5000万立方/年，占允许开采量的3%。所以从水源总量上看，矿泉水水源本身不算稀缺资源。百岁山、恒大冰泉在长白山也布局了水源地；超高端水中，达能依云源自阿尔卑斯山脚，雀巢的圣培露来自意大利圣培露小镇，华彬集团旗下Voss芙丝水源地为斯堪的那维亚半岛Iveland 小镇。所以，可见和竞争对手相比，公司的水源并非是稀缺也非独占。因此，水源壁垒的逻辑并不在资源层面，而在于政策审批。重点在于拿到采矿权和取水许可证比较困难，采矿权一般申请需要经历数十道复杂的审批流程，前后需要2-3年的时间。所以公司水源壁垒的底层逻辑是“政策壁垒”。
- **优先布局抢占消费者心智。**公司作为行业变革者，优势在于对水源的优先布局，在消费者心智中形成较深认知。而且农夫山泉在全国布局了11大水源地，相比百岁山较为集中的布局，可以有效缩短运输半径，规模优势还可以摊销成本。

图：各品牌包装水生产基地对比

企业	生产基地
农夫山泉	11大水源地，分别位于浙江千岛湖、吉林长白山、湖北丹江口、广东万绿湖、新疆天山玛纳斯、四川峨眉山、陕西太白山、贵州武陵山、河北雾灵山、黑龙江大兴安岭、福建武夷山。
景田百岁山	广东罗浮山脉(一、二、三期)、江西益丰清水桥、广东从化登峰、成都蒲江、意大利加尔达湖、斐济生产基地(建设中)、贵州武陵山、河北雾灵山、黑龙江大兴安岭
恒大冰泉	长白山水源工厂
昆仑山	青海省昆仑山西大滩矿泉
康师傅	吉林长白山青龙泉
娃哈哈	地下水
华润怡宝	地下水

图：农夫山泉取水/采矿许可证的使用年限及数量

农夫山泉取水/采矿许可证的使用年限及数量		
许可证	使用年限(年)	数量(个)
取水许可证	公司取水许可证	21
	第三方公司取水许可证	13
	取水许可证合计	34
	1年内到期	5
采矿许可证	3年内到期	12
	5年内到期	7
	5年后到期	10
	公司采矿许可证	3
取水许可证	3年内到期	1
	5年内到期	1
	5年后到期	1

# 核心结论：强劲的饮用水业务为饮料助力，公司各品类增速均高于行业平均增速

## 2、强劲的饮用水业务为饮料助力

- “一超多强”的水巨头。公司饮用水这个基本盘一年产生超过50亿的利润，可以持续给各个饮料的红海战场提供源源不断的军火支持，众所周知，饮料是一个烧钱的行业，有着大体量的资金就显得至关重要。公司积极布局细分赛道，以实现“一超多强”格局。
- 公司各品类增速均高于行业平均增速。根据中国饮料工业协会的数据，中国饮料制造业营业收入同比增长13.5%，其中，瓶装饮用水同比增长12%，茶饮料及其他软饮料同比增长12%，果汁饮料增长14%，碳酸饮料增长19%。包装饮用水产品的营收占农夫山泉总营收的比例为57.4%，饮料产品营收占总营收的比例为40.4%。包装饮用水产品的营收同比增长22.1%至170.58亿元；茶饮料产品的营收同比增长48.3%至45.79亿元；功能饮料产品的营收同比增长32.3%至36.95亿元；果汁饮料产品的营收同比增长32.2%至26.14亿元；其他产品（苏打水、含气饮料、咖啡饮料、植物酸奶等）的营收同比增长66%至17.5亿元。公司多元布局正在进行时，未来有望持续高成长。

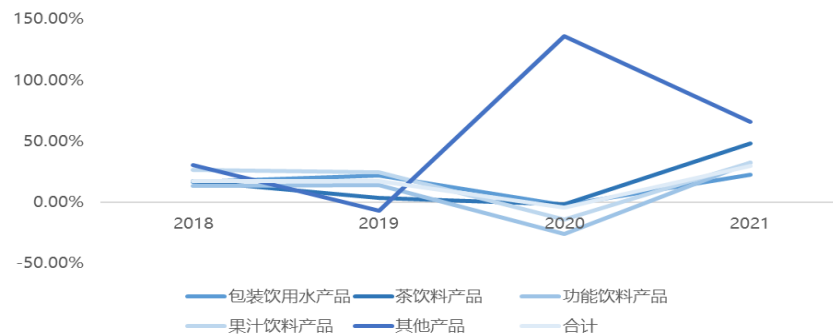
图：农夫山泉产品图



图：农夫山泉近五年各类产品收益及占比；农夫山泉近五年各类产品收益增长率

	2017年		2018年		年增长率yoy	2019年		年增长率yoy	2020年		年增长率yoy	2021年		年增长率yoy
	人民币 (百万 元)	占总收 益百分 比	人民币 (百万 元)	占总收 益百分 比		人民币 (百万 元)	占总收 益百分 比		人民币 (百万 元)	占总收 益百分 比		人民币 (百万 元)	占总收 益百分 比	
包装饮用水产品	10,120	57.90%	11,780	57.50%	16.40%	14,346	59.70%	21.78%	13,966	61.00%	-2.65%	17,058	57.40%	22.14%
茶饮料产品	2,597	14.80%	3,036	14.80%	16.90%	3,138	13.10%	3.36%	3,088	13.50%	-1.59%	4,579	15.40%	48.28%
功能饮料产品	2,936	16.80%	3,322	16.20%	13.15%	3,779	15.70%	13.76%	2,792	12.20%	-26.12%	3,695	12.40%	32.34%
果汁饮料产品	1,468	8.40%	1,855	9.10%	26.36%	2,311	9.60%	24.58%	1,977	8.70%	-14.45%	2,614	8.80%	32.22%
其他产品	370	2.10%	482	2.40%	30.27%	447	1.90%	-7.26%	1,054	4.60%	135.79%	1,750	6.00%	66.03%
合计	17,491	100%	20,475	100%	17%	24,021	100%	17%	22,877	100%	-5%	29,696	100%	30%

2018-2021年各类产品年增长率yoy



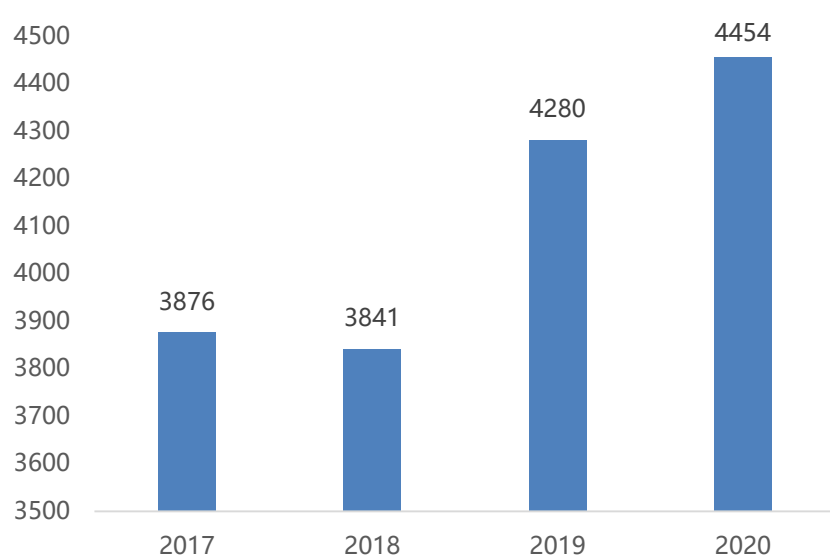
资料来源：招股说明书，公司公告，富途证券

## 核心结论：加紧渠道建设，将优势最大化

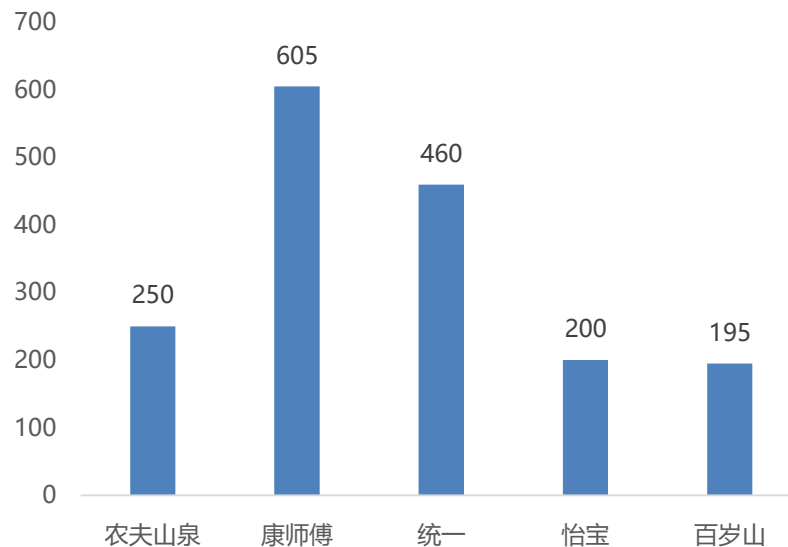
### 3、加紧渠道建设，将优势最大化

**经销商完全授权促渠道改革。**2016年，公司对经销商模式进行改革，企业对经销商完全授权，并及时提供协助和服务。具体操作上，通过费用包干、费用核销、业务模式转变、薪酬体系改革以及基层管理者深入渠道等策略，充分发挥经销商的地头优势和主观能动性。通过这一变革，公司经销商单品收入提升了2-10倍，单个经销商收入由2017年的429万元提升至2019年的529万元，增长23.3%。公司目前主要集中在县级经销商，零售网点规模上还有巨大下沉空间。

图：农夫山泉历年经销商数量（家）



图：终端销售网点行业对比（万家）





## 核心结论：让利给渠道并自建渠道布局

### 3、加紧渠道建设，将优势最大化

**让利给渠道并自建渠道布局。**横向对比来看，农夫山泉经销商毛利率约为25%，净利率约为6%，是行业平均水平的1.5-2倍，百岁山净利率为5%，怡宝为3%-4%。而且，由于农夫山泉产品线丰富，软饮利润更高，经销商可同时铺货包装水和饮料，对经销商吸引力更大。与此同时，农夫山泉还大力自建渠道，比如“芝麻店”（社区自动售货点）、电商自营店、便利店等自营渠道，触达消费者。对比康师傅和统一，农夫山泉目前主要集中在县级经销商，零售网点规模上还有巨大下沉空间。

公司凭借“水源+品牌+渠道”三重优势，有望夯实壁垒，甚至取得价格带的突破。包装水的边际成本低，农夫山泉通过渠道整合、智能仓建设，不断压缩生产成本，给经销商、中间流转环节提供丰厚的利润空间，有利于公司长期持续发展。

图：渠道利润空间对比

	出厂批发价 (元)	终端售价 (元)	渠道利润空间 (元)
农夫山泉380ml	0.38	1.8	1.42
农夫山泉550ml	0.46	2	1.54
农夫山泉1.5L	1.12	4	2.88
百岁山348ml	0.5	2.5	2
百岁山570ml	0.63	3	2.37
怡宝350ml	0.46	1.8	1.34
怡宝555ml	0.58	2	1.42
怡宝1.5L	1.25	4	2.75
娃哈哈350ml	0.33	1.5	1.17
娃哈哈596ml	0.42	2	1.58
康师傅550ml	0.4	1.5	1.1
康师傅1.5L	1	3	2

## 四、盈利预测

## 盈利预测：关键假设

---

- 农夫山泉包装所用的PET市场今年已经上涨了近70%，而且涨幅还在持续拉动中。农夫山泉执行董事、财务负责人周震华在农夫山泉2021业绩会上表示，当下塑料瓶原材料PET的价格比2021年增加了30%-40%。叠加包装物，能源价格也呈现上涨趋势，给包装饮用水和饮料产品带来成本上升压力，预计今年毛利率将回落到2019年水平甚至更低。
- 从整个市场规模上看，在消费人口既定且不存在突然加速增多的可能性，不管是包装饮用水还是软饮料市场都已经处于一个饱和状态。包装饮用水市场的增速正在放缓，根据Euromonitor数据显示预测未来5年包装饮用水市场年复合增长率在4%-5%，而包装饮用水以外的软饮料市场预测增速在2%-3%。
- 宏观经济步入低增速及居民消费逐步放缓，农夫山泉所在的软饮料行业也步入饱和阶段，未来的营业收入增速也将会回落甚至会跌到单位数增长。

## 盈利预测：营收预测——按产品划分

以百万元计	2021	2022E	2023E	2024E
12个月结束	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
<b>包装饮用水</b>				
营收	17058.48	18595.45	19994.57	21018.30
YOY	22.14%	9.01%	7.52%	5.12%
<b>茶饮料</b>				
营收	4578.95	4952.41	5309.72	5567.77
YOY	48.30%	8.16%	7.22%	4.86%
<b>果汁饮料</b>				
营收	2613.57	2829.63	3006.37	3141.66
YOY	32.19%	8.27%	6.25%	4.50%
<b>功能饮料</b>				
营收	3694.97	3999.66	4258.03	4447.94
YOY	32.35%	8.25%	6.46%	4.46%
<b>其他产品</b>				
营收	1750.44	2244.86	2497.97	2728.53
YOY	66.00%	28.25%	11.28%	9.23%

## 盈利预测：业绩预测

以百万元计	2021	2022E	2023E	2024E
12个月结束	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
营业收入	29696.41	32622.01	35066.67	36904.21
YOY	29.81%	9.85%	7.49%	5.24%
营业成本	12040.19	15571.09	20177.02	26122.18
YOY	28.51%	29.33%	29.58%	29.47%
毛利润	13508.33	15656.22	1707.59	19545.27
毛利率	59.46%	54.40%	55.82%	56.25%
销售/管理和一般费用	8984.00	10300.39	12009.49	14198.82
YOY	31.44%	14.56%	16.59%	18.23%
销售/管理和一般费用率	30.25%	31.57%	34.25%	38.47%
营业利润	8810.76	9624.94	11858.33	13699.85
营业利润率	29.67%	29.50%	33.82%	37.12%
净利润	7161.79	7573.09	8501.63	9797.79
YOY	35.71%	5.74%	12.26%	15.25%
净利率	24.12%	23.21%	24.24%	26.55%

## 盈利预测

预计公司2022-2024年营业收入326.22/350.66/369.04亿元，同比增长9.85%/7.49%/5.24%；预计归母净利润75.73/85.02/97.98亿元，同比增长5.74%/12.26%/15.25%，对应2022年5月30日收盘价的市盈率为54/48/42倍  
2022/5/30收盘价为43.65港元，总市值为4790.99亿元，对应4106.36亿元人民币

表：农夫山泉PE估值表；可比公司估值

以百万元计	2021	2022E	2023E	2024E
12个月结束	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31
营业收入	29696.41	32622.01	35066.67	36904.21
YOY	29.81%	9.85%	7.49%	5.24%
净利率	24.12%	23.21%	24.24%	26.55%
归母净利润	71.61	75.73	85.01	97.98
YOY	35.71%	5.74%	12.26%	15.25%
PE	57	54	48	42

	最新收盘价	总市值 (亿元)	PE		
			2021	2022E	2023E
东鹏饮料	133.94	535.77	45.91	35.57	27.78
山西汾酒	257.8	3145	57.59	41.36	31.22
海天味业	88.08	3710	66.38	24.45	40.11
华润啤酒	46.75	1235.65	32.95	26.02	21.41
可口可乐	61.53	2667	26.96	25.43	
百事可乐	165.24	2286	26.48	24.58	
均值			42.71	33.4	30.13

## 五、风险提示

## 风险提示

---

- 1) **边缘政治、新冠疫情反复等不确定性：**全球边缘政治风险及新冠疫情可能会对宏观经济造成不利影响，影响公司产品销售
- 2) **原材料大幅波动风险：**PET等原材料价格如持续上涨将使得公司利润承压
- 3) **新品投放不及预期：**如公司未能保证产品迭代或新品不被消费者所接受，将造成库存积压、收入增长放缓的风险



## 研究报告免责声明

### 一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的充分性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

### 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

### 可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。