

农夫山泉 (09633.HK)

包装水龙头，稀缺的饮料平台型企业

优于大市

核心观点

农夫估值溢价之源：经营长期主义和渠道深厚壁垒带来的可持续性增长。农夫自上市以来估值中枢维持在 40x，溢价明显。公司所在的包装水和无糖茶赛道生命周期长，且成长性好，市占领先行业，2020 年前公司“用水养饮料”，2020 年后“用水和无糖茶养其他饮料”，公司基本盘业务增速快于行业，新品催化是潜在的期权。公司是稀缺的可看长长期增长的平台型企业，2021 年至今 ROE 均值 41%，领先食品饮料板块。

农夫山泉：包装水龙头，也是稀缺的饮料平台型企业，股权结构集中，管理机制高效。公司是我国包装水龙头，自 2003 年相继推出农夫果园、尖叫、东方树叶、17.5 橙等产品，2024 年水/茶饮/果汁分别位列行业第 1/2/4 位。创始人钟睺睺先生践行长期主义，管理层经验丰富，激励领先行业。**包装水：长生命周期、仍在增长的千亿赛道，农夫已拉开差距。**国外经验看，包装水的强便利性、安全性以及健康化趋势，在全球都具备较好成长性，以美国、日本为例，1992 年至今包装水增长中枢 8% 左右，且份额向头部集中。2024 年我国包装水规模 2470 亿，在大包装&量贩装驱动下，预计未来仍有中单位数增长；而农夫已逐渐拉开身位，领先行业。

软饮料：品类多迭代快，农夫卡位好占先机，盈利能力逐年提升。饮料在各国的演进规律基本类似，早期碳酸/果汁占有市场，经济增速放缓后，健康化低糖化的水、无糖茶、运动饮料兴起。其中水的生命周期最长，功能性（红牛）、轻上瘾性、极致性价比（冰红茶/可乐）等近水型饮料同样有高复购，单品天花板高，且盈利提升是历史规律，口感型饮料则竞争激烈&天花板较低。整体而言，农夫在软饮料赛道卡位好占位优，各品类盈利能力逐年提升。

竞争壁垒：强渠道奠基、好产品背书构筑竞争壁垒。公司长期主义经营，包装水引领行业升级，潜心培育东方树叶做到品类即品牌，NFC 果汁和美式炭火均前瞻布局，水&饮料双引擎驱动，市场调节和费投规模效应更强。公司重资产投入渠道，精细化管理，当前铺货率、人均创利、人均薪酬均领先。

盈利预测与估值：我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 501/568/632 亿元，归属母公司净利润 147.9/169.7/189.9 亿元，利润年增速分别为 22.0%/14.7%/11.9%。每股收益 25-27 年分别为 1.32/1.51/1.69 元，对应当前股价 PE 分别为 33/29/26 倍。考虑到公司长期主义经营，商业模式领先，我们给予其 2025 年 40-42x PE，合理价格区间为 56.65-59.48 港币（52.8-55.4 元人民币），对应市值区间 6348-6665 亿港元，较当前股价有 20%-26% 溢价空间。公司作为稀缺的软饮料平台型企业，强渠道和好产品背书，中长期仍有增长空间。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：需求持续疲软、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损、原材料成本压力。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,910	43,125	50,132	56,829	63,195
(+/-%)	27.7%	0.5%	16.2%	13.4%	11.2%
归母净利润(百万元)	12080	12123	14790	16968	18994
(+/-%)	42.2%	0.4%	22.0%	14.7%	11.9%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.32	1.51	1.69
EBIT Margin	36.8%	36.8%	38.7%	39.1%	39.4%
净资产收益率 (ROE)	42.3%	37.5%	24.1%	19.6%	16.2%
市盈率 (PE)	40.3	40.1	32.9	28.7	25.6
EV/EBITDA	29.4	28.9	23.4	20.6	18.5
市净率 (PB)	17.02	15.06	7.93	5.60	4.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

港股·港股 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	57.00 - 59.00 港元
收盘价	46.40 港元
总市值/流通市值	521836/233609 百万港元
52 周最高价/最低价	47.40/23.05 港元
近 3 个月日均成交额	299.87 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

引言：农夫估值溢价之源	5
1 农夫山泉：包装水龙头，稀缺的软饮料平台型企业	5
1.1 天然水入局，无糖茶引领，秉承长期主义	5
1.2 股权结构集中，理念领先，机制高效	7
2 包装水：长生命周期、仍在增长的千亿赛道	8
2.1 海外经验看，是持续扩容&份额集中的好赛道	8
2.2 刚需消费，大包装&量贩装驱动，预计行业中单增长	11
2.3 格局清晰，包装水行业三易其主，农夫拉开差距	13
3 软饮料：品类多迭代快，农夫卡位好占先机	15
3.1 行业沉浮四十年，品类迭代机会不断	15
3.2 从口感到功能，天花板及盈利依次打开	16
3.3 农夫卡位好占先机，饮料各品类盈利逐年提升	19
4 竞争壁垒：强渠道奠基，好产品背书，商业模式领先	20
4.1 坚守长期主义的产品型公司，等风来而不是追风者	20
4.2 重资产投入，精细化管理，渠道壁垒夯实护城河	21
5 财务分析与盈利预测	23
5.1 财务分析	23
5.2 盈利预测	25
5.3 盈利预测的敏感性分析	27
6 估值与投资建议	28
绝对估值：49.58-59.00HKD	28
相对估值：56.65-59.48HKD	29
风险提示	31
估值的风险	31
附表：财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 农夫山泉估值复盘, 舆情水战致估值调整至 20x, 此后恢复到 30x	5
图 2: 农夫山泉发展历程	6
图 3: 农夫山泉历史收入及业绩增速	6
图 4: 农夫山泉上市至今盈利能力持续提升	6
图 5: 农夫山泉股权结构图	8
图 6: 新兴国家及地区软饮料市场, 瓶装水增速领先	8
图 7: 发达国家及地区软饮料市场, 瓶装水延续增长	8
图 8: 日本瓶装水一直保持较好的成长性	9
图 9: 1998 年-2009 年日本包装水份额龙头加速集中	9
图 10: 日本包装水龙头三得利天然水销量持续提升	9
图 11: 美国瓶装水逐步替代其他饮料, 1992 年至今消费额 cagr7.7%	10
图 12: 美国商超集中度较高, 头部商超话语权大	11
图 13: 中国渠道集中度极低, 以商超为例 CR10 远小于 10%	11
图 14: 我国包装水主要品类及对应价格带	12
图 15: 2024 年我国软饮料各品类销售额, 包装水占大头	12
图 16: 我国包装水零售额近十年 cagr7%, 2020 年至今价平量增	12
图 17: 我国不同规格包装水市场规模(亿元)	13
图 18: 我国不同包装水渠道占比(%)	13
图 19: 包装水行业三易其主, 娃哈哈→康师傅→农夫	14
图 20: 饮料行业渠道利润占大头, 给的利润厚, 渠道更愿推	14
图 21: 一元二元水渠道利润对比, 二元水利润更高	14
图 22: 怡宝 2010 年后加大品牌投放	15
图 23: 2020 年后主要包装水公司收入增长	15
图 24: 农夫山泉分季度包装水收入及红绿瓶结构	15
图 25: 本轮价格战外资、区域性品牌份额损失严重	15
图 26: 我国主要饮料品类增长曲线及规模	16
图 27: 近年来无糖茶行业维持高增, 农夫一家独大	16
图 28: 电解质水保持景气增长, 东鹏补水啦维持高增	16
图 29: 软饮料(即饮)主要大单品价格带分布图, 以水为下限, 以现制茶饮为上限	17
图 30: 我国主要饮料大单品规模, 近水型品类天花板更高	17
图 31: 食品饮料主要龙头的杜邦分析对比(2021-2024 年均值)	18
图 32: 饮料大单品的盈利能力随着单品规模提升	19
图 33: 以统一为例, 饮料 opm 随着收入不断提升	19
图 34: 以农夫东方树叶为例, 带动茶饮分部利润率不断提升	19
图 35: 农夫山泉分品类盈利能力逐年提升	20
图 36: 农夫茶业务拆分, 21 年后东方树叶贡献主要增量	21
图 37: 农夫山泉水的长期主义营销铸就超级品牌	21

图 38: 农夫山泉二十余年来持续推新引领行业升级	21
图 39: 2017 年农夫经销商数同比下滑 10%	22
图 40: 2018 年起新经销商年收益显著高于已终止的经销商	22
图 41: 农夫山泉人均创收逐年提升, 且领先行业	23
图 42: 农夫山泉人均创利逐年提升, 且领先行业	23
图 43: 可比公司的资产负债率, 农夫处于较低水平	23
图 44: 农夫的流动/速动比率、权益乘数	23
图 45: 农夫历年销售毛利率、净利率%	24
图 46: 可比公司 ROE%, 农夫处于领先水平	24
图 47: 可比公司 ROIC%, 农夫处于领先水平	24
图 48: 可比公司近年收入 yoy, 农夫处于较高水平	25
图 49: 可比公司近年利润 yoy, 农夫处于较高水平	25
图 50: 可比公司的总资产负债率, 农夫处于较高水平	25
图 51: 农夫的应收账款周转率较高, 处于行业领先	25
表 1: 农夫高管及重要人员持股情况	7
表 2: 美国包装水自有品牌集中度不断提升, 从 2015 年 25%到 2024 年 34%	10
表 3: 农夫网点数及单点产出在饮料公司中相对领先 (注: 康师傅娃哈哈还兼营方便面、八宝粥)	1
表 4: 农夫山泉业务拆分	26
表 5: 未来 3 年盈利预测表	27
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	27
表 7: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表 8: 资本成本假设	29
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	29
表 10: 可比公司估值表	29

引言：农夫估值溢价之源

24 年舆情影响公司估值短期回调，但公司积极应对，当前估值已修复至 30x 往上。农夫山泉上市初市场以“水中茅台”定价，叠加市场流动性充裕，pe-ttm 阶段性达到 100x；此后公司业绩持续消化估值，估值中枢维持在 40-50x，长期领先板块。直到 2024 年 3 月舆情影响带来的红绿水之争，2024H1 包装水收入下滑 20%，估值一度回调至 20x，24Q3 估值率先触底修复，叠加 2024 年底公司主动收窄价格竞争，经营聚焦红水，且饮料打法借鉴一元乐享等更接地气，2025 年目标积极，估值修复至 25x；此后随着港股整体市场回暖，叠加基本面改善，估值修复至 30x。

农夫自上市以来的估值溢价，主因其优秀的商业模式及可持续的成长性，根源是长期主义经营哲学。公司经营理念领先，一旦认准产业趋势前瞻布局、耐心培育，主营品类包装水和无糖茶生命周期长，且竞争优势明显领先。在长期主义的经营哲学带领先，2020 年前公司“用水养饮料”，2020 年后“用水和树叶养其他饮料”，基本盘业务增速快于行业，新品催化是潜在期权。公司是食品饮料板块稀缺的可看长久期增长的平台型企业，2021 年至今 ROE 均值 41%，领先食品饮料板块。

图1：农夫山泉估值复盘，舆情水战致估值调整至 20x，此后恢复到 30x



资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

1 农夫山泉：包装水龙头，稀缺的软饮料平台型企业

1.1 天然水入局，无糖茶引领，秉承长期主义

公司起家于包装水，全品类布局，是国内稀缺的软饮料平台型企业。公司前身新安江养生堂饮用水于 1996 年成立，由海南养生堂有限公司控股，2001 年更名为农夫山泉股份有限公司，1997 年首次推出农夫山泉包装饮用水，此后自 2003 年

第一款果汁饮料农夫果园上市后，相继推出尖叫、东方树叶、17.5 橙等。公司 2024 年收入 429 亿，归母净利润 121 亿，净利率 28%，收入体量和盈利能力均领先行业，是国内稀缺的软饮料平台型企业。

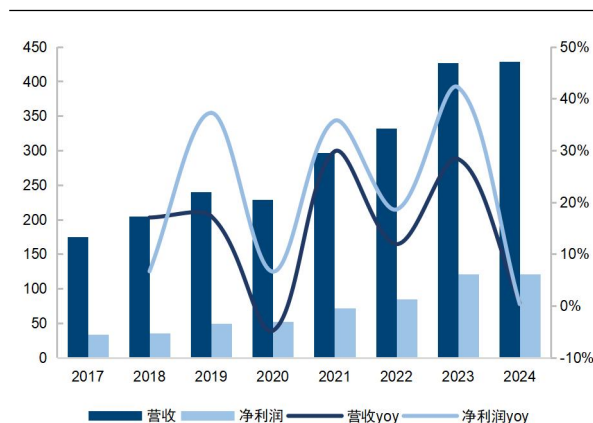
秉承长期主义，引领行业升级，各细分品类均处于领先地位。公司布局包装水的初衷是“做一百年的产品，而不是只做一百亿的生意”；2011 年推出东方树叶前瞻布局无糖茶赛道，此后相继推出 NFC、炭仸等，同样引领果汁、咖啡品类升级。公司 2024 年包装水/茶饮/果汁/其他饮料收入分别为 160/167/41/12 亿，各占收入比 37%/39%/10%/3%。结合欧睿及其他第三方数据，农夫山泉水/茶饮/果汁分别位列行业第 1/2/4 位。

图2：农夫山泉发展历程



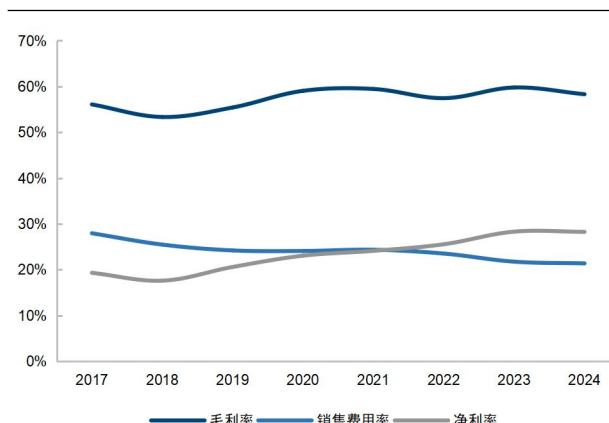
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图3：农夫山泉历史收入及业绩增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：农夫山泉上市至今盈利能力持续提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

1.2 股权结构集中，理念领先，机制高效

股权结构高度集中，创始人钟睺眈为实控人，经营理念领先。公司创始人兼董事长钟睺眈先生为公司实控人，直接持有公司 17% 的股权，并通过养生堂间接持股 67%，合计持股 84%，公司自成立以来股权结构稳定。**钟睺眈先生**经营理念领先，认准产业趋势后潜心培育，布局品类生命周期长。同时，农夫山泉全产业链纵深布局，深入参与上游茶叶、果园经营，定位农夫山泉是“有根”的垂直型企业。

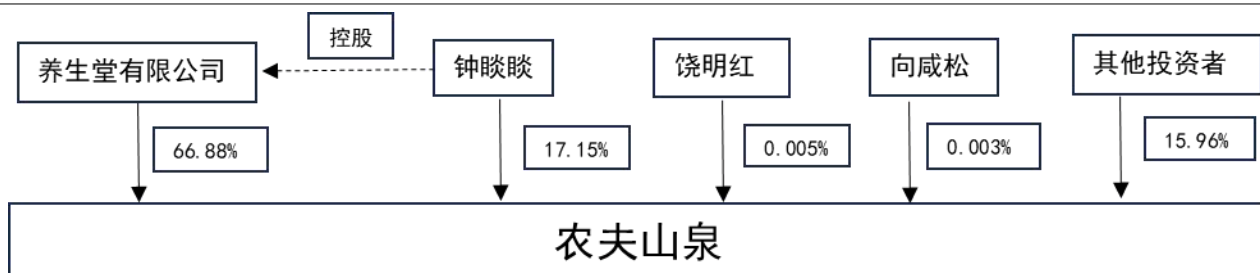
管理层经验丰富，管理机制高效，激励领先行业。公司核心管理层深耕饮品行业二十年，经营管理经验丰富，向咸松先生 2009 年加入农夫，从销售业代做起，深度参与农夫渠道改革，行销经验丰富，2022 年起担任行销中心总经理；饶明红先生 1999 年加入农夫山泉，历任机械工程师、制造科长，2022 年起担任生产运营中心总经理。其他现任高管同样从业经验丰富，各自负责领域专业性较强。

表1：农夫高管及重要人员持股情况

姓名	职务	入职时间	持有公司股份	薪酬万元	主要工作经历与职责
钟睺眈	董事长、执行董事、总经理	1996	84%	350.4	农夫山泉创始人、董事长、执行董事及总经理，于 1996 年创立农夫山泉前身浙江千岛湖养生堂饮用水有限公司，2001 年担任董事长及执行董事，2005 年成为总经理，并于 2020 年成为董事会提名委员会主席、薪酬委员会委员，负责整体发展战略，业务计划、重大经营决策并直接管理品牌和人力资源工作等。此前，其于 1993 年创办养生堂，历任养生堂董事、总经理及董事长。钟睺眈先生为非执行董事钟墅子先生的父亲。
向咸松	行销中心总经理、执行董事	2009	0.0003%	614.8	2009 年加入农夫山泉，历任销售业务代表、主管、营运总监，区域总经理，曾负责餐饮渠道的建立及拓展工作，于 2022 年起担任营销中心总经理，负责营销管理工作。
周震华	财务总监	2007	-	219.0	2007 年加入农夫山泉，负责财务及对外投资工作。自 2014 年 3 月起一直作为总经理助理协助钟睺眈先生管理公司整体运营，并于 2015 年 4 月至 2016 年 9 月同时主持本集团品牌与市场工作。加入本集团前，周震华女士于 2000 年 3 月至 2007 年 6 月期间先后于德勤担任顾问，及 HSBC Markets (Asia) Limited 担任投资银行部主任。周震华女士于 1998 年获得上海交通大学学士学位，2004 年获得复旦大学工商管理硕士，同年完成麻省理工工商管理硕士。
饶明红	生产营运中心总经理、执行董事	1999	0.0005%	441.5	1999 年加入农夫山泉，历任机械工程师、制造科长、厂长、基地总经理等职务，于 2019 年至 2024 年担任职工代表监事，2020 年获选为工会主席，2022 年起任生产营运中心总经理，负责生产运营管理工作，于 2024 年起获委任执行董事。
吴莉敏	财务负责人、执行董事	2022	-	896.5	2022 年加入农夫山泉，任财务中心总经理，2023 年起任执行董事及财务负责人，负责财务管理工作。此前，其于 1996 年加入联合利华中国有限公司，于 2010 年至 2019 年间历任东南亚区域马来西亚及新加坡财务总监、越南财务副总裁、北亚区域财务副总裁等职务。于 2019 年至 2021 年任永辉超市股份有限公司的副总裁、首席财务官；吴莉敏女士于 1996 年获得复旦大学生物化学专业学士学位，于 2007 年获得中欧国际工商学院工商管理硕士学位，并于 2004 年获得英国特许公认会计师公会会员资格。
韩林攸	董事会秘书、执行董事	2019	-	300.8	2019 年加入农夫山泉，任饮用水香港有限公司副总经理，2023 年起获委任执行董事，2020 年至今任董事会秘书，此前，其于 2013 年至 2019 年就职于西藏水资源有限公司，历任行政总裁助理、法务总监及高级副总裁，韩林攸女士于 2002 年获得北京大学法学学士学位并于 2008 年获得中国法律职业资格证书。
钟墅子	行销中心杭州大区总经理	2014	-	117.8	2014 年加入农夫山泉，2017 年获委任非执行董事，于 2020 年起任股东养生堂的品牌中心总经理，且其于 2020 年至 2023 年任董事会审计委员会委员，2023 年起出任行销中心杭州大区总经理，负责行销管理工作。钟墅子先生于 2011 年获得美国加州大学欧文分校英语专业文学学士学位，于 2021 年获得浙江大学国际商务硕士专业学位。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 农夫山泉股权结构图



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2 包装水: 长生命周期、仍在增长的千亿赛道

2.1 海外经验看, 是持续扩容&份额集中的好赛道

全球经验看, 软饮料的演化普遍经历从碳酸等含糖饮料, 到经济发展、健康化趋势下少糖、无糖品类兴起。而包装水受益于强便利性、安全性延续增长。1886 年可乐诞生, 碳酸饮料因其工艺简单成本低廉, 叠加二战后美国文化输出, 成为全球各地软饮料先驱品类。此后随着经济发展, 软饮料各品类百花齐放, 即饮茶、果汁、咖啡、功能饮料等崛起, 健康化、低糖化是行业演进共同趋势。在此过程中, 瓶装水由于其便利度、安全性延续增长, 这里我们以美国、日本为例。

图6: 新兴国家及地区软饮料市场, 瓶装水增速领先

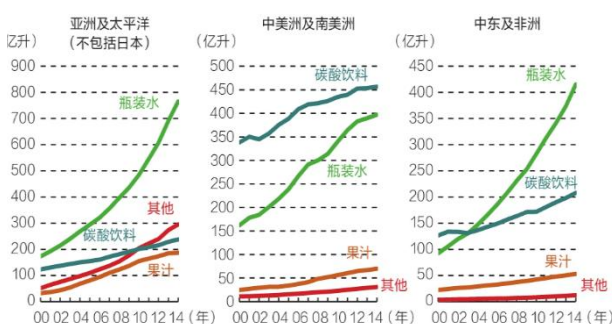
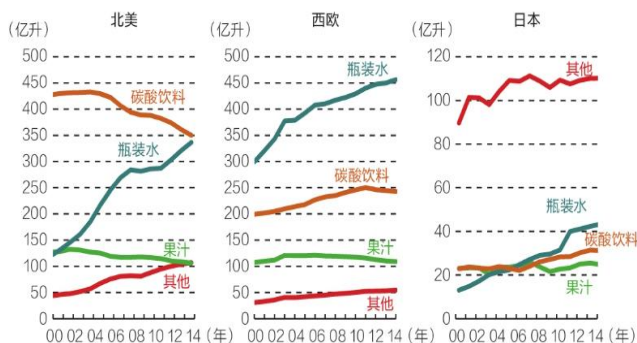


图7: 发达国家及地区软饮料市场, 瓶装水延续增长



资料来源: 大前研一《商业模式教科书》, 数据转引自欧睿, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 大前研一《商业模式教科书》, 数据转引自欧睿, 国信证券经济研究所整理

日本: 包装水在过去 20 年仍具有强成长性, 且龙头份额呈提升趋势。

➢ 从规模看, 受污染事件催化 (例如地震也会增加囤水需求)、人口老龄化及

健康化观念影响，日本包装水延续增长，根据日本软饮料协会统计，日本包装水以矿泉水为主，矿泉水人均消费量从 1996 年的 5L/人提升至 2019 年的 32L/人，cagr 为 8.4%。

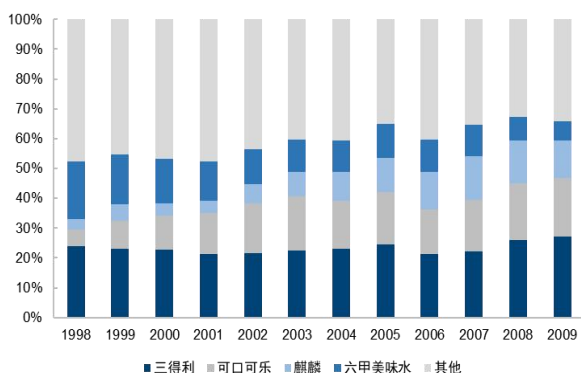
- 从格局看，日本包装水份额头部集中趋势明显，三得利/可口可乐分别从 1998 年的 23.8%/5.7% 提升至 2009 年的 27.2%/19.7%，CR4 亦从 52% 提升至 66%，中小品牌逐渐退出市场。

图8：日本瓶装水一直保持较好的成长性



资料来源：日本清凉饮料行业协会，日本矿泉水行业协会，国信证券经济研究所整理

图9：1998 年-2009 年日本包装水份额龙头加速集中



资料来源：日本饮料总研，国信证券经济研究所整理

图10：日本包装水龙头三得利天然水销量持续提升



资料来源：三得利官网，国信证券经济研究所整理

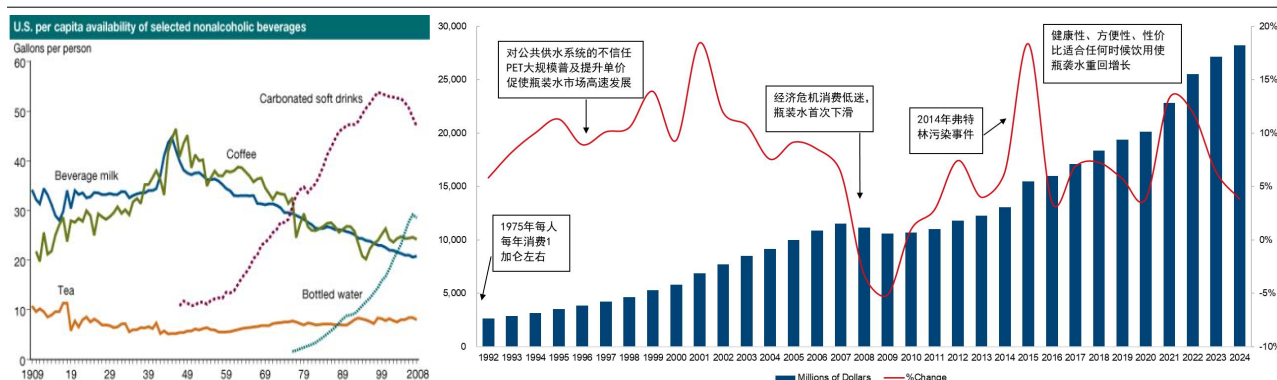
美国：包装水从自来水的替代品，到其他饮料的替代品。

- 从规模看，早期由于管道老化、自来水二次污染以及不信任公共供水系统等因素，推动美国大包装水发展，90年代后，随着美国软饮料总体销量见顶，低糖低热成为消费者诉求，推动美国小包装水发展。根据 BMC 数据，美国包装水自 1992 年至 2024 年 cagr 为 7.7%。

- 从格局看，在美国零售商强势、商超系统发达背景下，美国包装水整体较分散，山姆、Costa、沃尔玛等借助自有渠道和高性价比优势推出自有品牌，包装水份额同样向头部集中，CR4 从 2015 年的 33.6% 提升至 2024 年的 41.2%。

整体而言，受益于安全性及便利性，在消费替代及场景拓展支撑下，包装水体现出较优成长性。美国、日本包装水近三十年均是持续扩容、份额集中的好生意。尽管由于品牌-渠道在价值链的分布不同，美国更多表现为零售商自有品牌占比提升，但我国渠道细碎、网点下沉，遍布县乡镇的传统网点反而是厂商必争之地，品牌商的份额集中趋势或延续。

图11: 美国瓶装水逐步替代其他饮料，1992 年至今消费额 cagr7.7%



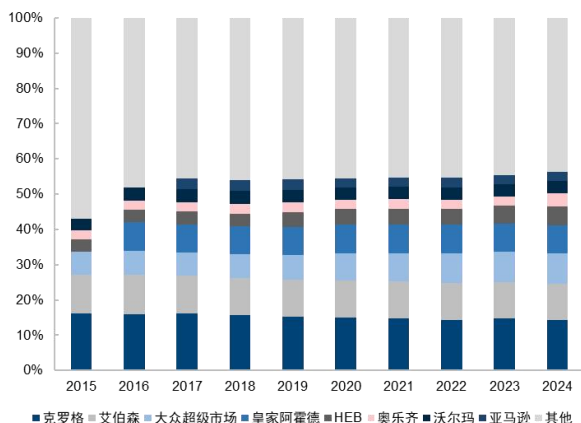
资料来源：Beverage Marketing Corporation, USDA, 欧睿，国信证券经济研究所整理

表2: 美国包装水自有品牌集中度不断提升，从 2015 年 25% 到 2024 年 34%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
可口可乐	18%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%
百事可乐	8%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%
雀巢	19%	19%	19%	19%	18%	17%	4%	4%	4%	3%
斐济	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
自有品牌	25%	25%	26%	27%	28%	30%	30%	30%	33%	34%

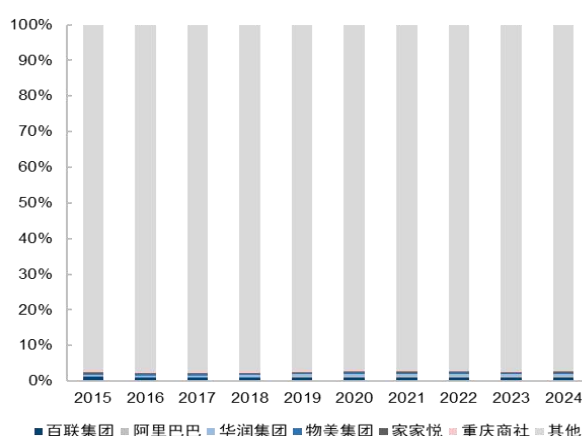
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图12: 美国商超集中度较高，头部商超话语权大



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图13: 中国渠道集中度极低，以商超为例 CR10 远小于 10%



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

2.2 刚需消费，大包装&量贩装驱动，预计行业中单增长

回到国内，2024 年我国包装水规模 2470 亿，未来有望维持中个位数增长。2019 年前随着城镇化，包装水经历了量价齐升的黄金增长阶段，2010-2019 年行业 cagr13.5%。2020 年至今，受疫情及消费力影响，行业增速降至 5%，其中价格基本持平，量则更多靠中大包装和小瓶量贩装驱动（居家、餐饮等场景）。水作为刚需消费，在我国仍处自然渗透率提升期，未来预计仍有中单位数增长。具体看：

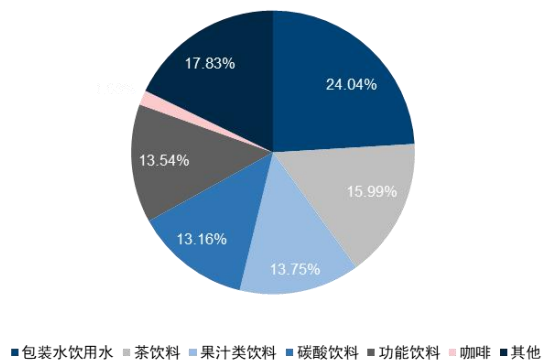
- 1) **预计短期价格平稳，中长期仍有升级潜力。**短期消费力承压，预计包装水主流价格带仍在 2 元，2024 年包装水混战，大量弱竞争力的 1 元水品牌接近出清，可乐、今麦郎、康师傅 1 元水普遍战略收缩。而中长期，天然水、矿泉水占比提升，风味水等延展，或有望带来包装水价格升级。
- 2) **中大包装水&量贩装驱动量增，预计行业仍有中单位数增长。**2018-2023 年，中大规格包装水市场规模从 232 亿元增长至 424 亿元，CAGR 高达 12.82%，远快于小规格水和桶装水（同期 CAGR 分别为 6.80%/4.30%）。预计未来随着家庭用水需求增长及健康观念提升，中大包装&量贩装水有望持续增长。

图14: 我国包装水主要品类及对应价格带

	主要品类	主要品牌	水源地	内容物	外包装
<20% 3元水及以上	天然矿泉水	依云天然矿泉水 8元/瓶 景田百岁山 3元/瓶 农夫山泉长白雪 3元/瓶	法国阿尔卑斯山 广东罗浮山脉 长白山露水河	矿物质及微量元素含量较高	瓶体及外包装设计风格精美
占比2/3以上 2元水	天然水	农夫山泉 天然水 2元/瓶	13大水源地	含有矿物质及微量元素	瓶身较厚、瓶盖较大
	纯净水	华润怡宝 纯净水 2元/瓶 娃哈哈 纯净水 2元/瓶		不含杂质、干净纯洁、水质稳定	
占比~20% 1元水	矿物质水	康师傅矿物质水 1.5元/瓶 冰露矿物质水 1元/瓶	不需要寻找水源地	人工添加矿物质及微量元素	瓶身较薄、瓶口较小
	纯净水	今麦郎软性纯净水1元/瓶 冰露饮用纯净水 1元/瓶		不含杂质不含矿物质等	

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

图15: 2024 年我国软饮料各品类销售额, 包装水占大头



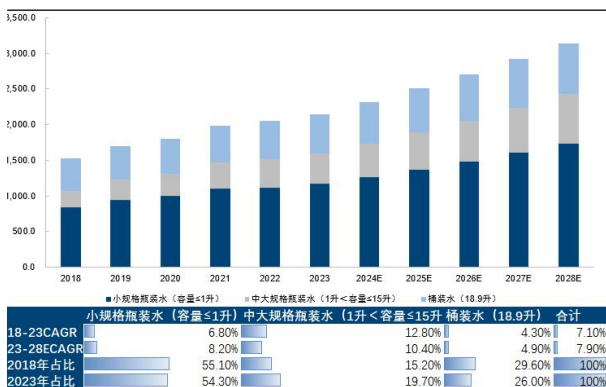
资料来源: 怡宝招股书, 国信证券经济研究所整理

图16: 我国包装水零售额近十年 cagr7%, 2020 年至今价平量增



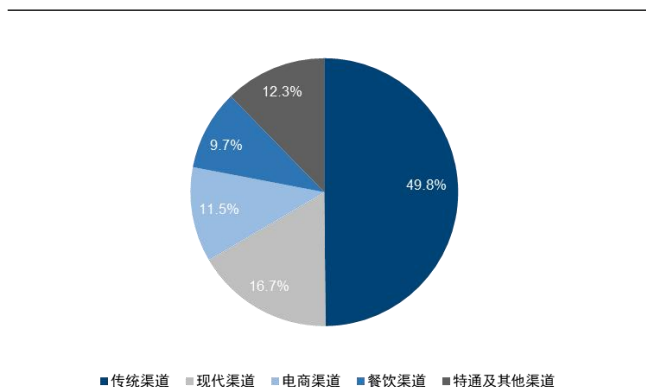
资料来源: 欧睿, 国信证券经济研究所整理

图17: 我国不同规格包装水市场规模(亿元)



资料来源: 怡宝招股书, 国信证券经济研究所整理

图18: 我国不同包装水渠道占比 (%)



资料来源: 怡宝招股书, 国信证券经济研究所整理

2.3 格局清晰，包装水行业三易其主，农夫拉开差距

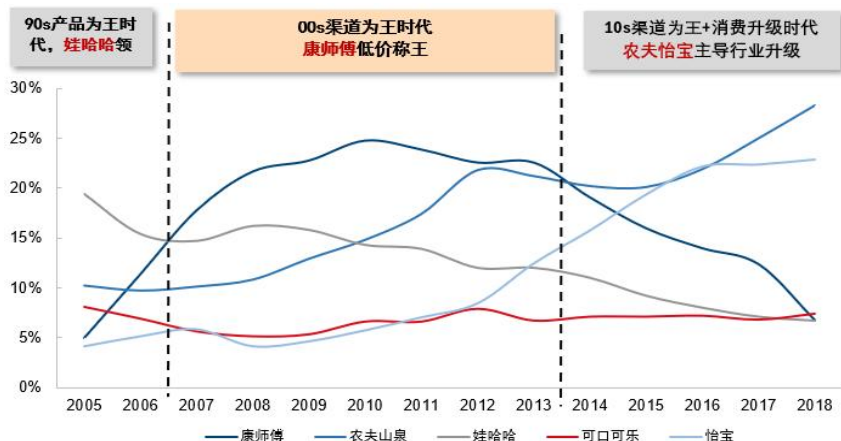
行业螺旋式发展的过程中，一元水向二元水升级，农夫拉开差距。对比其他软饮料，包装水本身产品同质化程度高，作为解渴和便利需求相对刚性，行业螺旋式发展之中，既经历了一元水向二元水的升级，也在激烈竞争中三易其主。

- **90s-2005年：产品为王时代，娃哈哈领先：**1989年首款瓶装纯净水怡宝推出，标志着行业起步。1996年娃哈哈纯净水销售额破1亿，1998年签约王力宏开启明星代言先河，同时借助乳饮料建立的全国化销售渠道快速放量，2000年左右包装水规模达20亿，阶段性领先行业。
- **2006-2013年：渠道为王时代，康师傅低价称王：**纯净水陷入一轮混战后，2003年康师傅率先推出矿物质水主打“多一点健康”，2007年发动低价策略，售价一度降至0.6元，把水做到极致的成本优势效率领先，铺向90年代起通路精耕的全国网点，迅速成为包装水市场龙头。
- **2014-2019年：消费升级背景下的品牌为王时代，农夫华润主导行业升级：**2008年四万亿刺激带动居民消费力提升，白酒、啤酒、乳制品等大部分食饮子品类开启结构升级，农夫和华润在2010年PET成本压力下顺势提价，一元水售价提至二元水，率先引领行业升级，百岁山（定位水中贵族）、依云巴黎水等三元及以上价格带产品亦高增。具体看一元水往二元水的成功升级：

①**高渠道利润解决了谁卖的问题：**软饮料行业“得渠道者得天下”，二元水对比一元水，在运费、陈列面等运营成本不变的情况下，多给经销商和终端店主50%以上的毛利额，渠道推力充足，终端能见度大幅提升。

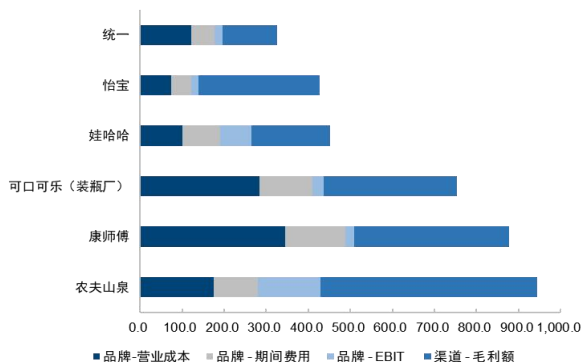
②**高品牌认知解决了谁买的问题：**2013年起连续报道十余起大型自来水异味事件，同时“概念水”风靡，行业竞争混乱。2014年包装水国标出台，规定包装饮用水名称应当真实、科学，不得以水以外的一种或若干种成分来命名。众多小厂被收割，同时可乐冰露/康师傅（康师傅矿泉水改为优悦饮用水）换标过程中被竞品分流。提价后厂商也有更多空间费投，典型是怡宝自2011年后加大体育营销和品牌声量，绑定国家队为其品质背书，而“农夫山泉有点甜、我们不生产水，我们只是大自然的搬运工”则延续营销上的稳定发挥。

图19: 包装水行业三易其主，娃哈哈→康师傅→农夫



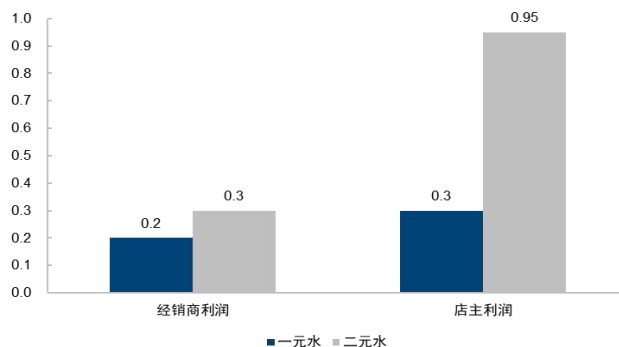
资料来源：尼尔森数据，国信证券经济研究所整理

图20: 饮料行业渠道利润占大头，给的利润厚，渠道更愿推



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21: 一元二元水渠道利润对比，二元水利润更高



资料来源：小食代、食品内参、FBIF 食品饮料创新，国信证券经济研究所整理

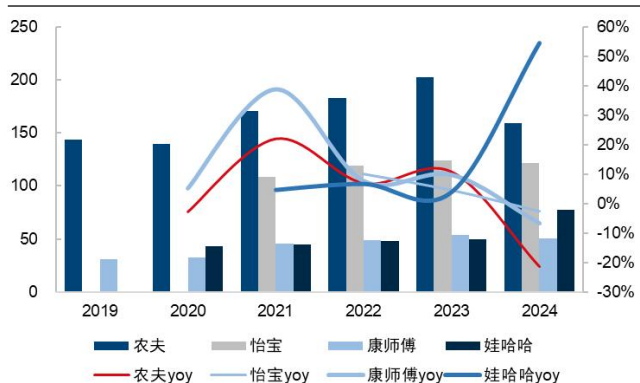
- **2020年至今：二元水成主流，农夫拉开身位：**行业演进过程中，一元水占比由2010年的45%降至2020年的24%，二元水占比则由24%提升至53%，整体趋势是农夫拉开身位，持续提升份额。2024年因舆情影响带来的红绿水之争，导致公司收入短期承压，但随着公司理性应对，定调“价格战是最低级的竞争方式”，自2024年底逐渐收回绿水费投加大红水费投，终端势能恢复，渠道状态也更健康，今年以来水的份额持续修复，结构亦在改善。

图22: 怡宝 2010 年后加大品牌投放



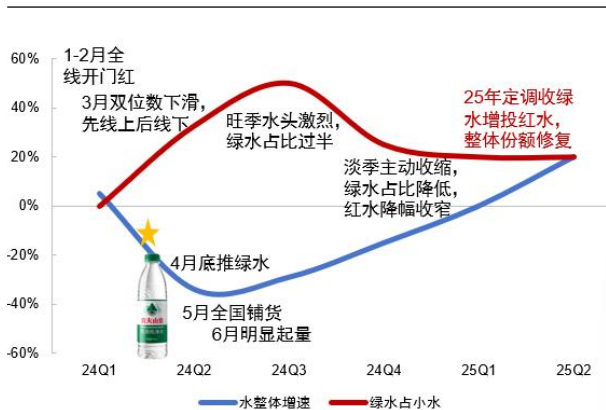
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 2020 年后主要包装水公司收入增长



资料来源: wind, 尼尔森数据, 国信证券经济研究所整理

图24: 农夫山泉分季度包装水收入及红绿瓶结构



资料来源: 小食代、食品内参、FBIF 食品饮料创新, 国信证券经济研究所整理 (注: 部分区域样本数据或存在偏差, 不代表全国整体情况)

图25: 本轮价格战外资、区域性品牌份额损失严重

瓶装水企业	23年体量 (亿元)	24H1	备注
农夫	203	-18.30%	小包装绿瓶 (0.8元): 红水 (1.8-2元) =1:3
怡宝	124	2.7%	1L以下: 1L-15L: 18. 9L=62:34:4
娃哈哈	43	预计+80% 奥情后3-6月翻倍 但H2起30%+增速	1.5元水占30% 2元水占70%
景田&百岁山	预计120	预计全年+10%出头	百岁山: 景田=5:5 百岁山70e, 景田60e+
康师傅	53.8	-5.6%	两元水40% (喝开水和百事纯水)
今麦郎	40	下滑	蓝标水20亿、凉白开15亿
可乐	中国整体450e, 碳酸大概300e, 水预计小几十亿	太古水下6%	减少了对利润较低的瓶装水的投资, 在中国优先考虑汽水和果汁等核心业务

资料来源: 公司公告, 小食代、食品内参、FBIF 食品饮料创新, 国信证券经济研究所整理

3 软饮料: 品类多迭代快, 农夫卡位好占先机

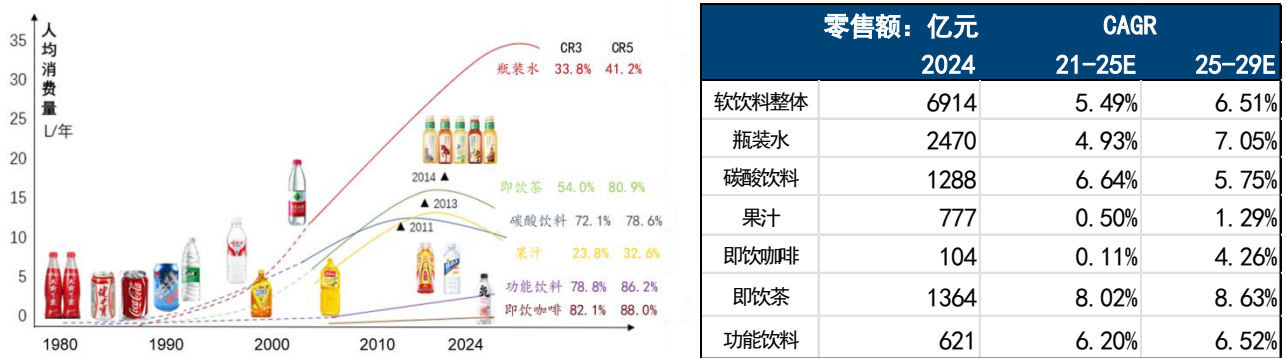
3.1 行业沉浮四十年, 品类迭代机会不断

饮料在各国演进规律基本类似, 经济快速发展期, 碳酸/果汁占有市场, 美国日本都是战后兴起; 经济增速放缓阶段, 水、无糖茶、运动饮料则开始增长。我国饮料行业演进同样类似, 其间品类迭代机会不断, 而强者恒强。

- 我国早期饮料产业计划经济特色, 90 年代市场化蓬勃发展。1982 年, 国家把饮料纳入“国家计划管理产品”, 90 年代市场化后, 外资竞相布局, 可乐等通过资本整合&渠道扩张, 绝对主导碳酸饮料市场, 开展了早期消费者教育, 饮料行业也进入了群雄逐鹿、潮起潮落的品类迭代、品牌厮杀时期。

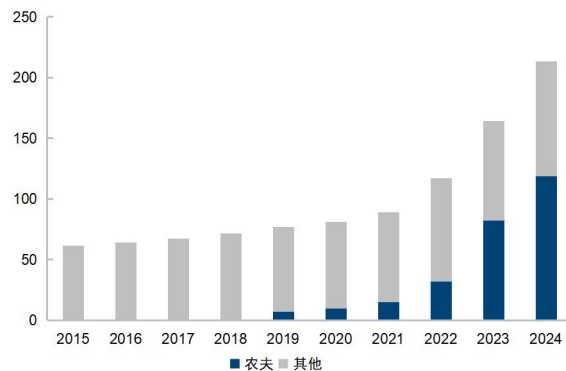
- 2000年后细分品类百花齐放，本土品牌逐渐壮大，推动饮料行业高速扩容期。康师傅统一引领即饮茶发展，红牛带动功能饮料的品类教育，此外，乳饮料（娃哈哈AD钙奶）、运动饮料（脉动）、无糖茶（农夫）等相继兴起。近年来，新兴玩家亦不断涌现，如东鹏借力数字化快速发展销量赶超红牛，元气森林则持续捕捉风口，跟进创新。整体而言饮料行业精细化，竞争更趋激烈。

图26：我国主要饮料品类增长曲线及规模



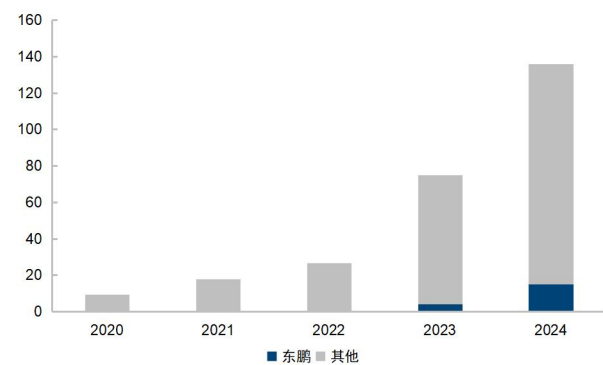
资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图27：近年来无糖茶行业维持高增，农夫一家独大



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图28：电解质水保持景气增长，东鹏补水啦维持高增



资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

3.2 从口感到功能，天花板及盈利依次打开

3.2.1 大单品生意经，需把可选做成必选属性

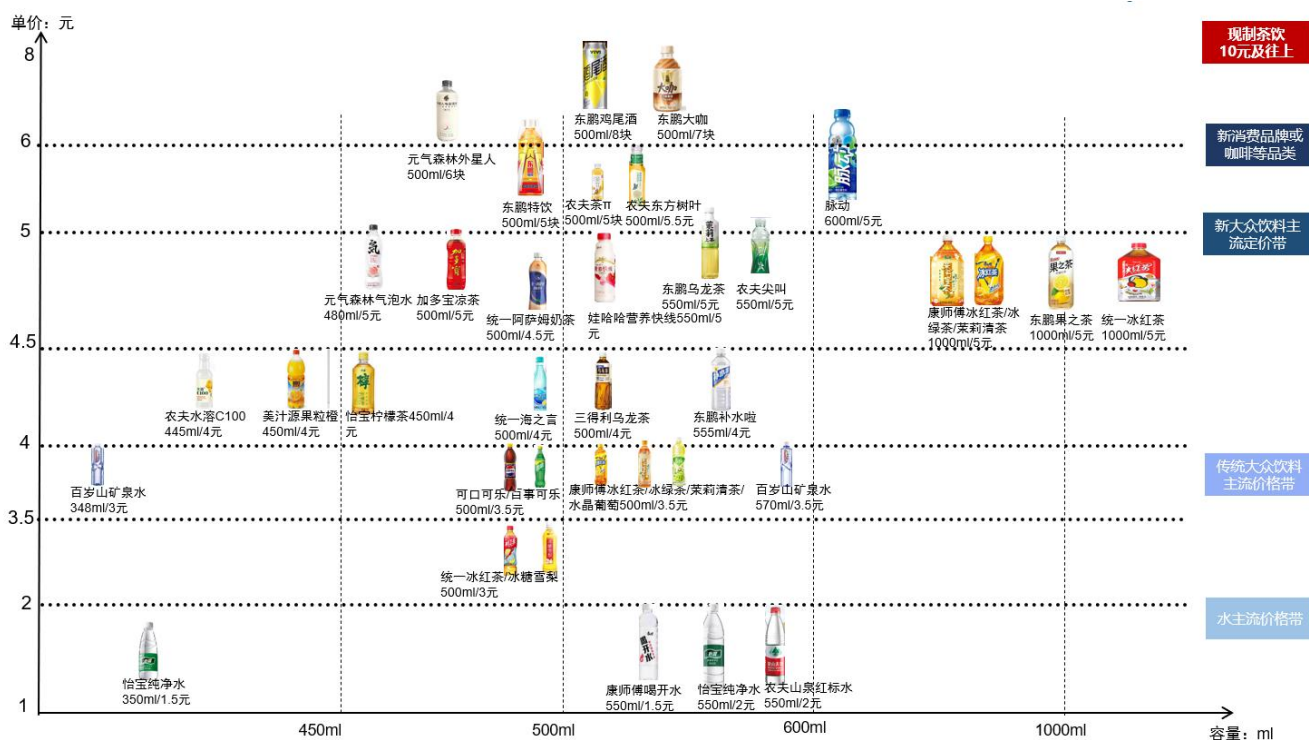
饮料（即饮）本身客单价低，老少咸宜，饱腹感弱带来高消费频次，天然是个大赛道，龙头公司大单品五十亿甚至百亿级别常见。但饮料细分品类众多，且特征各异。为了便于讨论，我们把饮料分为“近水型品类”和“口感型品类”。

- 近水型品类：解决功能性或水替需求，复购率高，天花板在百亿级别。一类

是功能性需求，比如能量饮料（红牛）、咖啡（瑞幸/雀巢）、凉茶（王老吉）；一类是把性价比与口感&快乐极致结合起来，比如碳酸饮料（可乐）、即饮茶（冰红茶）都可以理解为“快乐水”。近年来兴起的无糖茶作为水替，也是消费者的健康需求与口感&快乐结合的产物。

- **口感型品类：尝新的需求，复购率低，竞争激烈，天花板基本在 50 亿级别。** 口感型饮料的拉新到复购往往是小概率事件，需要品牌敏锐捕捉消费者需求，支付较高的货架陈列及推广费，一旦风口过去规模可能断崖式下跌，如小茗同学、元气森林气泡水、白桦树汁。

图29：软饮料（即饮）主要大单品价格带分布图，以水为下限，以现制茶饮为上限



资料来源：饿了么，7-11，国信证券研究所整理

图30：我国主要饮料大单品规模，近水型品类天花板更高

	产品名	细分品类	规模	当前趋势
近水型	中国红牛	能量饮料	200 亿	挑战严峻，老牌单品
	东鹏特饮	能量饮料	约 150 亿	增长强劲，2025 年有望晋级
	王老吉凉茶	植物饮料	87 亿	挑战严峻
	脉动	功能饮料	超 60 亿	增长平稳
	雀巢咖啡	咖啡	约 80 亿	整体平稳
	百事可乐	汽水	约 150 亿	整体平稳
	可口可乐	汽水	超 300 亿	整体平稳，霸主地位稳固
	AD 钙奶	含乳饮品	200 亿	增长强劲
	旺仔牛奶	含乳饮品	约 100 亿	整体平稳
	优酸乳	含乳饮品	约 100 亿	整体下滑

口 感 型	尝新需求	东方树叶	无糖茶	约 150 亿	增长强劲
		康师傅冰红茶	有糖茶	超 100 亿	整体平稳
		茶π	茶饮料	约 50 亿	平稳
		阿萨姆奶茶	即饮奶茶	约 50 亿	平稳
		元气森林气泡水	气泡水	20 亿左右	巅峰时期 40-50 亿，当前止跌企稳
		锐澳鸡尾酒	新酒饮	近 30 亿	整体平稳
		元气自在水	养生水	超 10 亿	增长强劲，新晋成员
		名仁苏打水	苏打水	超 20 亿	整体平稳
		香飘飘冲泡奶茶	奶茶	约 25 亿	平稳略降
		山楂树下	果汁饮料	近 20 亿	整体平稳
		欢乐家椰子汁	植物蛋白	约 10 亿	业绩微降

资料来源：食品板，国信证券研究所整理（注：含乳饮料分类相对模糊，我们认为可以理解成同时满足功能性+口感，时代红利性明显）

3.3.2 盈利提升之路，好品类奠基，强公司引领

软饮料商业模式较优，故饮料龙头盈利能力普遍较高。食品饮料细分品类看，除白酒因商业模式优异 ROE 领先外，软饮料龙头盈利能力、周转率、ROE 领先其他品类龙头。

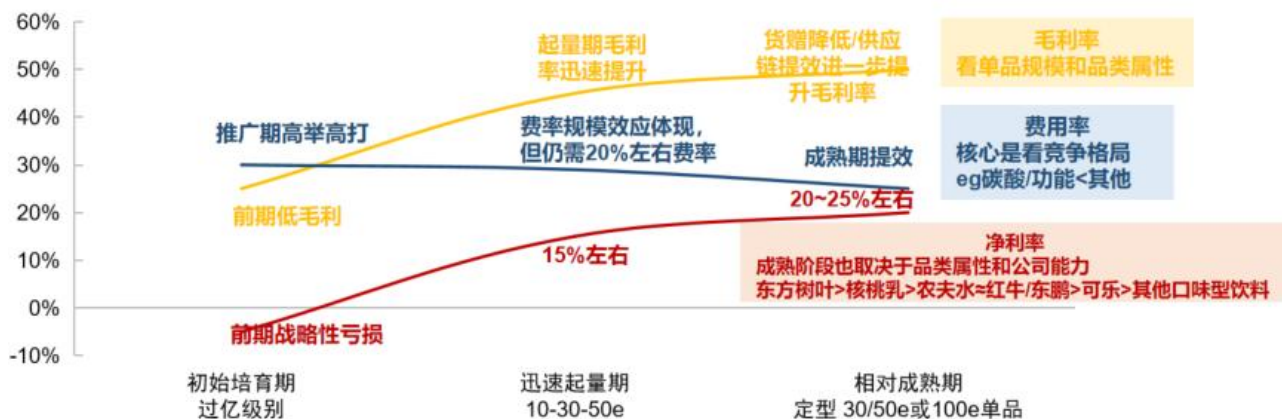
软饮料内部，盈利能力又因品类属性、公司能力有所分化；但整体大单品盈利随着规模效应扩大提升的规律明显。饮料新品推广前期，存在大量的前置性投入，如品牌推广、渠道投放，故前期战略性亏损常见；迅速起量阶段，毛利率随着规模效应迅速提升，费用率的摊薄则是另一方面，通常十亿量级往上可以做到盈亏平衡甚至更高盈利（如李子园甜牛奶、统一海之言电解质水等）。相对成熟阶段，用户心智垄断后（细分品类做到品类即品牌后），大部分的高空费投可以压缩，甚至格局改善时期终端费投亦可以收缩，因而盈利能力的提升非常迅速。以农夫山泉为例，东方树叶成为百亿大单品后，茶饮事业部的盈利提升明显。

图31：食品饮料主要龙头的杜邦分析对比（2021-2024 年均值）

		ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
白酒	贵州茅台	34.2	52.5	0.5	1.3
	五粮液	24.8	37.5	0.5	1.3
软饮料	养元饮品	14.8	26.9	0.4	1.3
	农夫山泉	40.8	26.4	0.9	1.6
	东鹏饮料	38.3	18.3	0.9	2.3
乳制品	伊利股份	19.4	7.8	1.0	2.5
	新乳业	15.5	4.1	1.1	3.5
	妙可蓝多	3.1	3.0	0.7	1.6
零食	洽洽食品	17.5	13.4	0.8	1.7
	盐津铺子	31.7	10.4	1.4	2.2
调味品	海天味业	24.4	24.4	0.7	1.4
	中炬高新	15.4	14.0	0.8	1.6

资料来源：Wind，国信证券研究所整理

图32：饮料大单品的盈利能力随着单品规模提升



资料来源：食品板，小食代，Wind，国信证券研究所整理（注：不同公司不同品类可能盈利爬坡需具体情况具体分析）

图33：以统一为例，饮料 opm 随着收入不断提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图34：以农夫东方树叶为例，带动茶饮分部利润率不断提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

3.3 农夫卡位好占先机，饮料各品类盈利逐年提升

农夫山泉软饮料布局前瞻，且持续引领品类升级，盈利逐年提升。前文提到，公司布局新品类的思路是“生命周期长”。最好是能做一百年的生意。

- **包装水**：引领行业从一元水升级到二元水，主导从纯净水到天然水的消费者教育。
- **茶饮料**：除了 50 亿体量的茶π、也持续培育孵化出 100 亿体量的东方树叶，带领行业完成无糖茶的品类升级。茶饮料的分部利润率提升至 45%。
- **果汁**：先于市场推出果汁含量 30%和 100%的农夫果园和 NFC，引领果汁向高浓度和非浓缩还原的健康饮品转型升级。果汁的分部利润率达 25%。
- **咖啡**：炭久精选咖啡豆并自烘自萃，不依赖速溶咖啡粉或香精，引领行业转向更高品质，分部利润率也有提升。

图35: 农夫山泉分品类盈利能力逐年提升

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2024H2
包装饮用水经营利润	2720	3064	4513	5055	6575	6443	7347	4971	2743	2227
分部利润率	26.9%	26.0%	31.5%	36.2%	38.5%	35.3%	36.3%	31.2%	32.2%	30.0%
分部利润率变化		-0.9%	5.5%	4.7%	2.4%	-3.3%	1.0%	-5.1%	-4.3%	-6.1%
茶饮料经营利润	943	1098	1198	1314	1832	2753	5622	7563	3717	3845
分部利润率	36.3%	36.2%	38.2%	42.5%	40.0%	39.9%	44.4%	45.2%	44.1%	46.2%
分部利润率变化		-0.1%	2.0%	4.4%	-2.5%	-0.2%	4.6%	0.8%	1.0%	0.9%
功能饮料经营利润	980	1072	1344	1079	1595	1534	2068	2082	1050	1032
分部利润率	33.4%	32.3%	35.6%	38.6%	43.2%	40.0%	42.2%	42.2%	41.2%	43.3%
分部利润率变化		-1.1%	3.3%	3.1%	4.5%	-3.2%	2.2%	0.0%	1.0%	-0.9%
果汁经营利润	269	441	430	395	503	580	946	1017	499	518
分部利润率	18.3%	23.8%	18.6%	20.0%	19.3%	20.1%	26.8%	24.9%	23.6%	26.3%
分部利润率变化		5.4%	-5.2%	1.3%	-0.7%	0.9%	6.6%	-1.9%	-5.9%	2.0%
其他饮料经营利润	8	28	9	156	226	280	396	392	159	234
分部利润率	2.1%	5.7%	1.9%	14.8%	12.9%	20.7%	30.2%	33.2%	28.9%	36.8%
分部利润率变化		3.6%	-3.8%	12.9%	-1.9%	7.8%	9.5%	3.0%	2.1%	3.8%
公司整体经营利润	7494	7494	7494	7998	10732	11591	16379	16024	8169	7856
分部利润率	42.8%	36.6%	31.2%	35.0%	36.1%	34.9%	38.4%	37.4%	36.8%	37.9%
分部利润率变化		-6.2%	-5.4%	12.9%	-1.9%	7.8%	9.5%	-1.0%	2.1%	-1.1%
分部经营利润YoY		0.0%	0.0%	6.7%	34.2%	8.0%	41.3%	-2.2%	5.8%	-9.2%

资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

4 竞争壁垒：强渠道奠基，好产品背书，商业模式领先

4.1 坚守长期主义的产品型公司，等风来而不是追风者

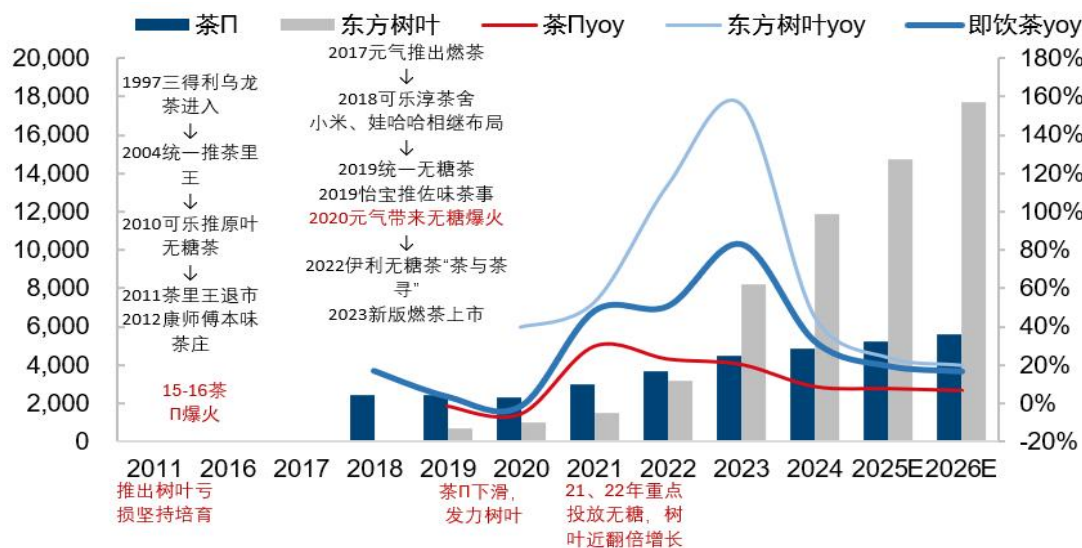
坚守长期主义，产品前瞻式布局，成就稀缺的软饮料平台型企业。前文提到，钟睺眈的长期主义经营哲学，最初卖水也是因为水是能做一百年的生意，扩其他品类往往也是前瞻性布局，坚持培育，引领行业升级，如无糖茶（东方树叶）、即饮美式（炭久）、NFC 果汁（17.5°）。

- **东方树叶十年磨一剑，无糖茶做到品类即品牌。**农夫在 2010 年前瞻性布局无糖茶，彼时含糖饮料仍在高速发展阶段，东方树叶因此常年被评为“最难喝饮料之一”，但农夫认准产业趋势，耐心培育品类，坚持消费者教育，直到疫情催化，健康化、无糖化成为消费者偏好，无糖茶才迎来爆发，东方树叶则受益于早年的持续教育、口感&品质一流，逐年提升份额。
- **果汁垂直化布局，积极助农，同时引领果汁升级。**国内中低浓度果汁占比大，近年来因含糖高等问题品类式微。农夫则持续推出 100%、NFC 果汁，且在垂直化布局中克服了一系列问题：1）遭遇榨汁橙子品种培育难关，最终解决了纽荷尔橙榨汁口味的问题。2）黄龙病的克服①在黄龙病最严重的时候，建造农业工厂（14.5 万平方米），全世界最大；②价格调剂，把橙子收购价从 0.5-1.5 元提升至 2.8 元，稳定农户久期经营的假设，从而稳定市场预期。

正是等风来的匠心精神，成就农夫极佳的商业模式：格局好、盈利高的现金流业

务养其他新品。引言提到，农夫估值溢价可以理解商业模式优秀，2020 年前是“水养饮料”，2020 年后“水和树叶养其他饮料”，在基本盘不断夯实的背景下，公司一是有更多精力和资源捕捉消费趋势，培育其他品类；二是水&饮料组合拳出击，市场调节手段也更丰富，费用投放更从容，从而源源不断的延续增长。

图36: 农夫茶业务拆分，21 年后东方树叶贡献主要增量



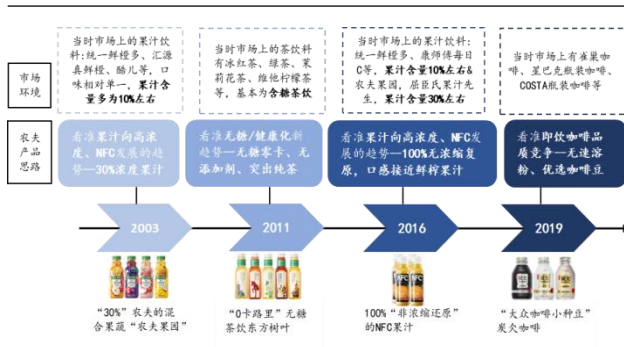
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 农夫山泉水的长期主义营销铸就超级品牌



资料来源: 农夫山泉官网, 食品板, 国信证券经济研究所整理

图38: 农夫山泉二十余年来持续推新引领行业升级



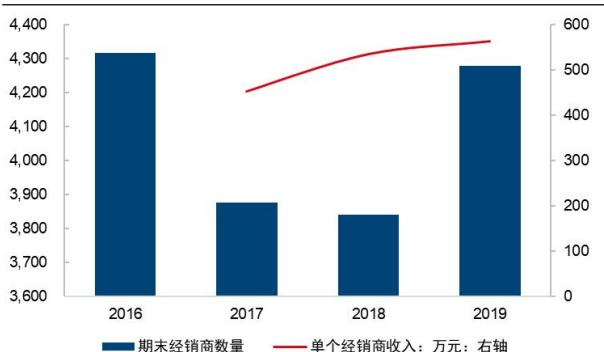
资料来源: 农夫山泉官网, Wind, 食品板, 国信证券经济研究所整理

4.2 重资产投入，精细化管理，渠道壁垒夯实护城河

饮料商业模式决定渠道是重资产，农夫网点数及冰柜领先。饮料由于单个 sku 重且客单价低，电商模式并不经济，线下渠道占比较高，尼尔森统计 2023 年饮料线上占比 7%，食杂店/便利店/小超市分别占比 67%/8%/10%，故饮料企业的网点覆盖率至关重要。农夫山泉全国网点数 400 万，铺货率及触达度领先饮料行业；同时，公司冰柜数 100 万台以上，丰富的产品矩阵支撑起公司冰柜的高投资回报率。整体来看，公司高举高打投放支撑品牌调性，配合高颗粒度的地面铺货和精细化管理，消费者触达领先。公司过去单点产出持续提升，且基本领先饮料行业。

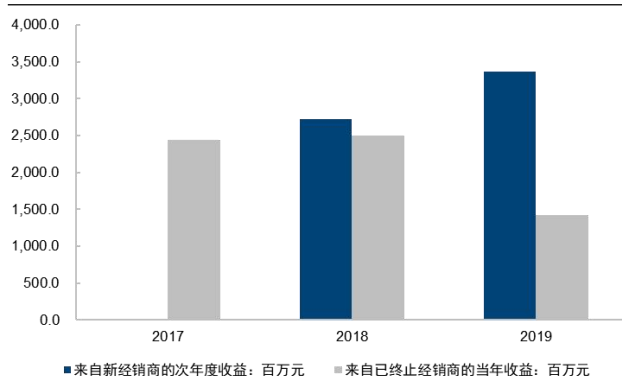
2016 年前瞻性渠道改革理顺利润，当前经销商及销售人 员利润/薪酬均处于行业领先水平。早期农夫山泉是深度分销模式，但当时经销商规模小且质量参差，庞大经销商队伍也推高了渠道管理费用。2016 年末开始新一轮渠道改革，农夫采取以下措施：①提升较大经销商比例（2017 年末经销商数量下降 10%，2019 年单商收入较 2017 年提升 20%+）；②优化渠道资源，经销商不再仅仅是配送商，还要承担开发市场、维护价格体系和品牌形象的工作，业务员也归经销商管；③激发渠道积极性（全国范围的让利分润），优秀销售薪资较过去实现翻倍增长。当前公司激励较高，渠道狼性程度、管理精细化水平亦领先行业。

图 39：2017 年农夫经销商数同比下滑 10%



资料来源：农夫招股书，国信证券经济研究所整理

图 40：2018 年起新经销商年收益显著高于已终止的经销商



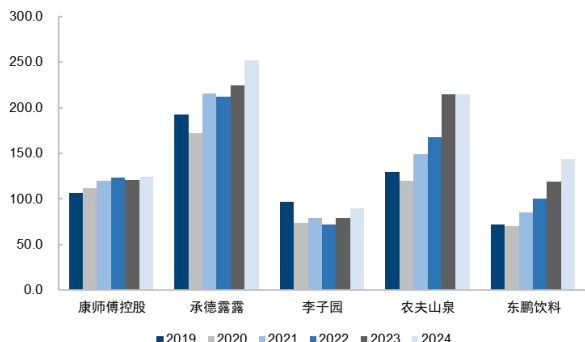
资料来源：农夫招股书，国信证券经济研究所整理

表 3：农夫网点数及单点产出在饮料公司中相对领先（注：康师傅娃哈哈还兼营方便面、八宝粥）

	网点数 (万)	24 年营业收入	单点产出 (万元/单点)	销售人员	经销商数	渠道模式	备注 (对应的渠道模式或变化)
康师傅	500	807	1.6	8900	80726	通路精耕 (深度分销)	90s 末放弃大商制转为通路精耕。将目标市场划分为不同区域，设定相应的通路经营模式，对其中的主要销售网点定人定线定期拜访与专业服务管理，从有效掌控终端巡查、铺货、库存、销售流动状况，精确实现费用的投放。
可口可乐	500	472	0.9	10000	30000	101 模式 (深度分销)	为计算单点产出，数据仅包含中国太古可口可乐；101 客户 (大批发商和区域配送中心)，按业务代表 (可口可乐正式员工) 带来的订单直接向零售终端客户配送
农夫山泉	400	429	1.1	10000	5000	深度协销	经销模式高度扁平，公司与经销商深度绑定；NCP 系统信息化监控、指导经销商
怡宝	300	135	0.5	8700	1000	多层级经销商体系 (兼具深度分销和深度协销的特点)	怡宝的经销商体系分为“一批商 (城市经销商)”、“二批商”和“零售店”三个层级。这种分层模式使得怡宝能够通过一批商直接掌控市场，减少中间环节，提升对终端的掌控力。
娃哈哈	300	700	2.3	4000	7000	联销体模式 (包产到户调动积极性) 在做改革 砍小商	经销商按年度缴纳一定的保证金，先款后货，但同时承诺经销商达标后保证金会有比银行还高的利息在年度一次归还。解决资金周转问题，但过于依赖企业领头人的个人力量。——今年保证金比例大幅提升
东鹏	400	158	0.4	7152	3193	邮差商体系	原加多宝渠道团队赋能 (卢义富)，经销商只负责配送当地的传统渠道，其他特通渠道 (监狱、学校) 等由邮差商配送

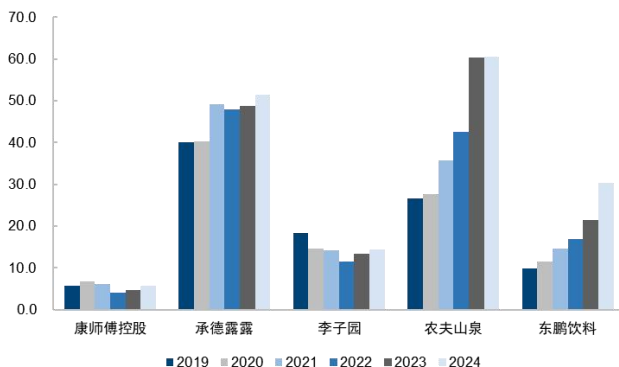
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图41: 农夫山泉人均创收逐年提升, 且领先行业



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图42: 农夫山泉人均创利逐年提升, 且领先行业



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

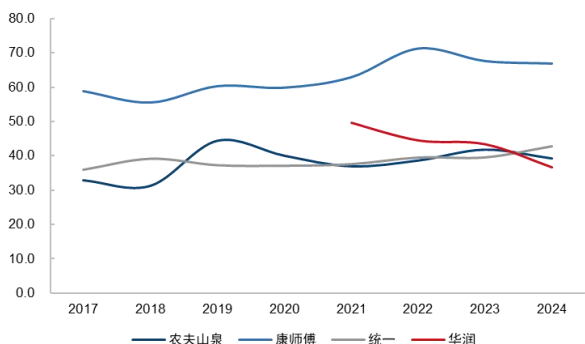
5 财务分析与盈利预测

5.1 财务分析

我们选取康师傅、统一、怡宝、承德露露与农夫山泉进行对比分析。

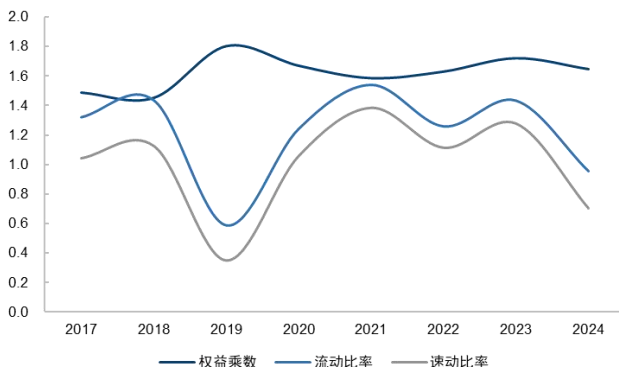
资本结构与偿债能力分析: 2024 年农夫的资产负债率 39%, 在同类公司中处于较低水平, 并且近两年处于下降趋势。2024 年农夫的流动比率 1.0、速动比率 0.7、权益乘数 1.6

图43: 可比公司的资产负债率, 农夫处于较低水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

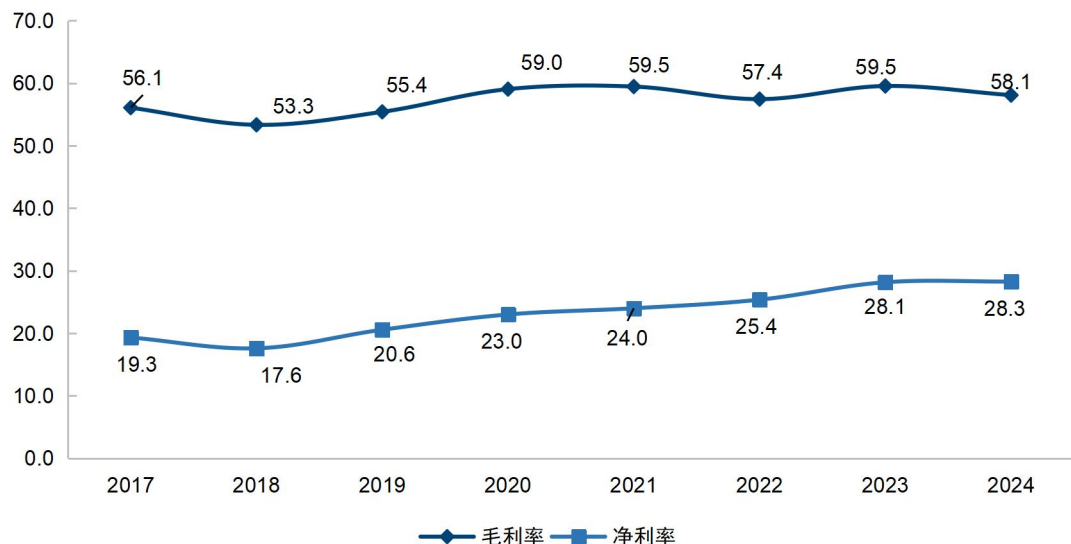
图44: 农夫的流动/速动比率、权益乘数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

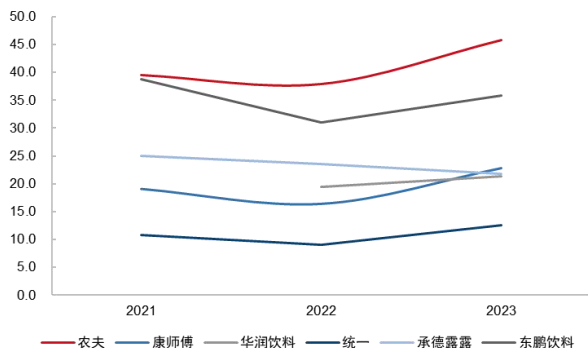
盈利能力分析: 公司的毛利率、净利润率 2024 年为 58.1%、28.3%, 近几年一直处于较好水平。2023 年净资产收益率为 46%, 近几年 ROE 一直不断提升, 盈利能力不断增强, 投入资本回报率 (ROIC) 42%, 在行业内处于较高水平。综合比较而言, 公司的盈利能力一直维持较好水平、在同行中领先。

图45: 农夫历年销售毛利率、净利率%



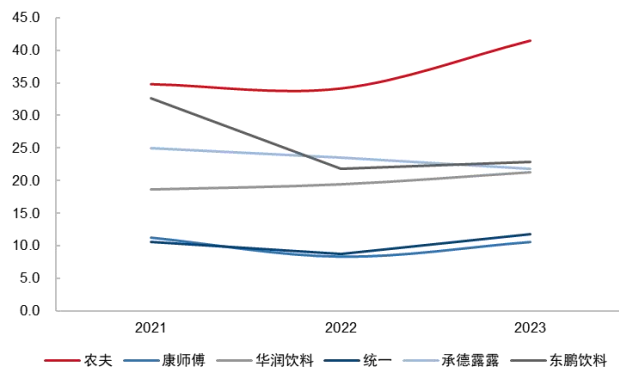
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 可比公司 ROE%, 农夫处于领先水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

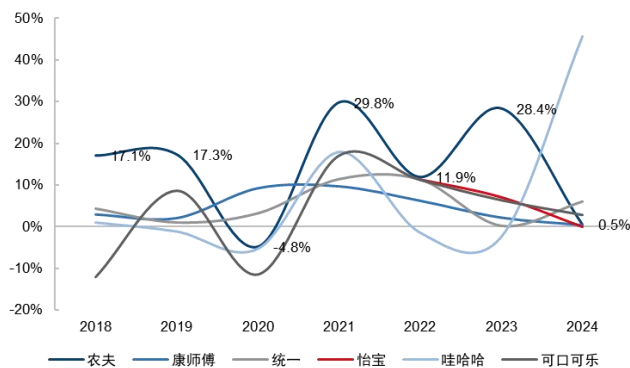
图47: 可比公司 ROIC%, 农夫处于领先水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

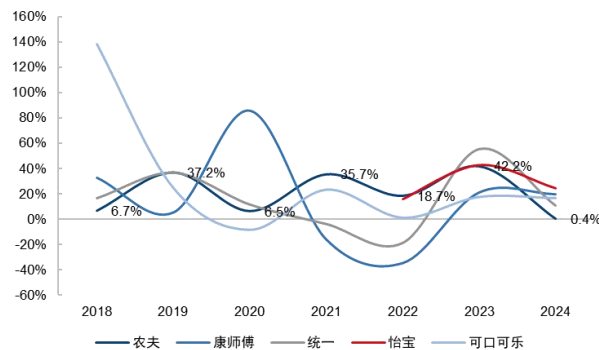
成长性分析: 公司的收入和利润规模增长表现突出, 明显好于行业内同类公司。其 2024 年营收达 429 亿, 净利润 121 亿, 2018-2023 年公司收入复合增速 16%, 归属母净利润复合增速 24%。

图48: 可比公司近年收入 yoy, 农夫处于较高水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理预测

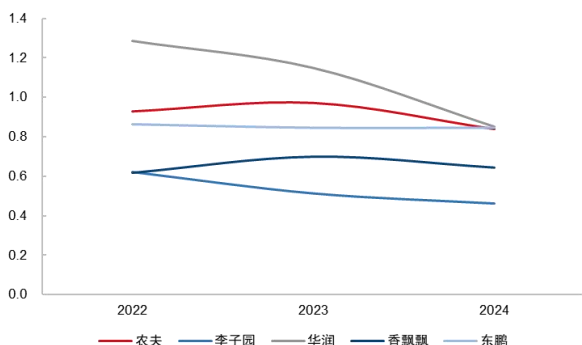
图49: 可比公司近年利润 yoy, 农夫处于较高水平



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理预测

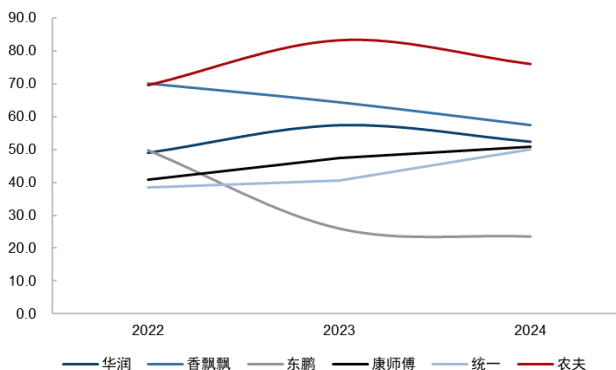
经营效率分析: 2024 年公司总资产周转率 0.8、存货周转率 4.4、应收账款周转率 76.0, 对应周转天数分别为 456/83/5 天, 其总资产周转率和应收账款周转率明显好于行业内同类公司。存货周转率较低可能是受到 24 年舆论影响。

图50: 可比公司的总资产负债率, 农夫处于较高水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图51: 农夫的应收账款周转率较高, 处于行业领先



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

包装水: 公司过去包装水保持快于行业增速, 2024 年舆情影响水下滑 21%, 今年以来恢复明显, 不仅份额同比提升, 结构上绿水进一步收缩, 预计中双位数左右增长。长期来看, 农夫以水源地与水质为核心强化消费者心智, 并通过推出新包装、新规格产品, 刺激消费者购买。预计未来包装水市场份额仍将逐步回升, 保持快于行业的增速, 我们 2025-2027 包装水营收预计为 187/209/227 亿元, 同比+17.0%/12.0%/8.5%; 考虑到今年成本红利及红绿水结构改善, 后续随着规模效

应，预计 2025-2027 年毛利率为 60.2%/60.3%/60.3%。

茶饮料：无糖茶 2024 年收入实现 120 亿，自 2010 年推出以来持续培育引领行业升级，近五年东方树叶 cagr50%+, 当前市场份额绝对领先；其他茶饮料如茶π 24 年营收约 50 亿。茶饮大单品东方树叶通过口味延展、专项冰柜、渠道下沉等，今年环比提速，有望助力无糖茶延续高增，我们给予茶饮料 25-27 年营收 +19.4%/17.3%/15.4%，对应收入 200/234/271 亿元，毛利率 67.4%/67.8%/68.0%。

功能饮料：细分赛道竞争逐渐激烈，预计功能饮料维持与行业接近的稳增，预计未来 3 年营收增速 +9.0%/6.5%/5.0%，对应营收 54/57/60 亿元，毛利率为 55.0%/55.0%/55.0%。

果汁饮料：20-24CAGR 为 8%，产品升级成为近年快速扩容主要驱动，NFC 有望成为下一个爆款大单品。预计公司果汁饮料稳定增长，预计未来 3 年营收增速 +12.0%/10.0%/9.0%，对应营收 46/50/55 亿元，毛利率 37.0%/37.5%/37.7%。

其他：公司的其他业务收入主要是咖啡饮料、苏打水饮料、植物酸奶等。农夫以水养饮料，以东方树叶养新品的商业模式有望助力炭久、冰茶等其他新品成为 50 亿甚至百亿级单品，我们预计其他业务未来 3 年营收为 13/14/16 亿元，毛利率为 44.8%/45.0%/46.0%，对应毛利 6/6/7 亿元。

销售费率：公司销售费用始终量入为出，随着整体收入增长，物流费及促销费均稳中优化；同时高空广告投放也可以随着大单品的成长有所节约。综上，销售费率的规模效应逐年体现，我们预计 2025-2027 年公司销售费率为 21.1%/20.8%/20.6%。

表4: 农夫山泉业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
包装饮用水						
营收（百万元）	18,263	20,262	15,952	18,664	20,904	22,681
YoY	7.10%	10.90%	-21.30%	17.00%	12.00%	8.50%
毛利润（百万元）	11,232	12,968	9,484	11,226	12,605	13,677
yoy	2.88%	15.46%	-26.87%	18.37%	12.28%	8.50%
毛利率	61.50%	64.00%	59.50%	60.15%	60.30%	60.30%
茶饮料						
营收（百万元）	6,906	12,659	16,745	19,986	23,449	27,053
YoY	50.80%	83.30%	32.30%	19.36%	17.33%	15.37%
毛利润（百万元）		8,080	11,135	13,471	15,899	18,396
yoy			37.80%	20.98%	18.02%	15.71%
毛利率		63.80%	66.50%	67.40%	67.80%	68.00%
功能饮料						
营收（百万元）	3,838	4,902	4,932	5,376	5,725	6,012
YoY	3.90%	27.70%	0.60%	9.00%	6.50%	5.00%
毛利润（百万元）		2,598	2,663	2,957	3,149	3,306
yoy			2.52%	11.03%	6.50%	5.00%
毛利率		53.00%	54.00%	55.00%	55.00%	55.00%
果汁饮料						
营收（百万元）	2,879	3,534	4,085	4,575	5,033	5,485
YoY	10.10%	22.70%	15.60%	12.00%	10.00%	9.00%
毛利润（百万元）		1,237	1,471	1,693	1,887	2,068
yoy			18.90%	15.08%	11.49%	9.58%
毛利率		35.00%	36.00%	37.00%	37.50%	37.70%
其他						
营收（百万元）	1,354	1,311	1,182	1,265	1,417	1,629

YoY	-22.60%	-3.20%	-9.80%	7.00%	12.00%	15.00%
毛利润(百万元)		524	508	567	638	749
yoy			-3.06%	11.48%	12.50%	17.56%
毛利率		40.00%	43.00%	44.80%	45.00%	46.00%
合计						
营收(百万元)	33,239	42,667	42,896	49,866	56,528	62,860
YoY	11.90%	28.40%	0.50%	16.25%	13.36%	11.20%
毛利润(百万元)	19,095	25,407	24,916	29,913	34,177	38,196
YoY	8.20%	33.10%	-1.90%	20.06%	14.25%	11.76%
毛利率	57.40%	59.50%	58.10%	59.99%	60.46%	60.76%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年主营业务收入499/565/629亿元, 同比+16.3%/13.4%/11.2%; 营业总收入501/568/632亿元, 同比+16.2%/13.4%/+11.2%, 毛利率60.0%/60.5%/60.8%, 毛利299/342/382亿元, 同比+20.1%/14.3%/11.8%。

表5: 未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	43125	50132	56829	63195
营业成本	17980	20059	22470	24795
销售费用	9173	10578	11820	13018
管理费用	1962	2306	2614	2907
财务费用	91	128	128	139
其他经营收入	2129	2400	2500	2600
其他收益	(258)	(200)	(200)	(200)
利润总额	15788	19261	22097	24736
归属于母公司净利润	12123	14790	16968	18994
EPS	1.08	1.32	1.51	1.69
ROE	38%	30%	30%	37%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司25/26/27年收入分别为501/568/632亿元, 归属母公司净利润147.9/169.7/189.9亿元, 利润年增速分别为20.0%/14.7%/11.9%。每股收益25-27年分别为1.32/1.51/1.69元。

5.3 盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动5%。

表6: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	42,910	43,125	50,482	57,564	64,334
(+/-%)	27.7%	0.5%	17.1%	14.0%	11.8%
净利润(百万元)	12,080	12,123	16,400	18,882	21,213
(+/-%)	42.2%	0.4%	35.3%	15.1%	12.3%
摊薄 EPS	1.07	1.08	1.46	1.68	1.89
中性预测					

营业收入(百万元)	42,910	43,125	50,132	56,829	63,195
(+/-%)	27.7%	0.5%	16.2%	13.4%	11.2%
净利润(百万元)	12,080	12,123	14,790	16,968	18,994
(+/-%)	42.2%	0.4%	22.0%	14.7%	11.9%
摊薄 EPS (元)	1.07	1.08	1.32	1.51	1.69
悲观的预测					
营业收入(百万元)	42,910	43,125	49,782	56,099	62,070
(+/-%)	27.7%	0.5%	15.4%	12.7%	10.6%
净利润(百万元)	12,080	12,123	13,239	15,141	16,892
(+/-%)	42.2%	0.4%	9.2%	14.4%	11.6%
摊薄 EPS	1.07	1.08	1.18	1.35	1.50

资料来源：国信证券经济研究所预测

6 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：49.58–59.00HKD

我们将公司分为可预测期（2025–2026 年）、过渡期（2027–2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2025–2027 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计公司 2025/26/27 年收入分别为 501.32/568.29/631.95 亿元，归属母公司净利润 147.90/169.68/189.94 亿元，每股收益分别为 1.32/1.51/1.69 元。

过渡期（2028–2033 年）：假设公司 2027–2033 年营收增速仍能保持在约 5.0–11.2% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：中长期看软饮料总有细分品类迭代机会，公司仍有一定的增长空间。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 3%。

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	0.0%	27.7%	0.5%	16.2%	13.4%	11.2%	9.5%	8.8%	8.5%	7.0%	6.0%	5.0%
营业成本/营业收入	42.1%	40.2%	41.7%	40.0%	39.5%	39.2%	39.1%	39.0%	39.2%	39.2%	39.1%	39.1%
管理费用/营业收入	5.5%	5.0%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%
销售费用/销售收入	23.3%	21.6%	21.3%	21.1%	20.8%	20.6%	20.5%	20.5%	20.5%	20.4%	20.3%	20.0%
营业税及附加/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	200.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	23.1%	23.0%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
股利分配比率	91.1%	69.5%	69.9%	71.0%	71.0%	71.0%	75.0%	75.0%	75.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.85	T	23.21%
无风险利率	1.70%	Ka	7.23%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.86
公司股价 (元)	42.17	Ke	7.27%
发行在外股数 (百万)	11246	E/(D+E)	99.05%
股票市值 (E, 百万元)	474297	D/(D+E)	0.95%
债务总额 (D, 百万元)	4545	WACC	7.23%
Kd	4.90%	永续增长率 (10 年后)	3.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

参考公司剔除舆情事件后的正常资产收益的波动率与行业波动率比较, 无杠杆 beta 系数根据我们给予 0.85x; 无风险利率选取 10 年期国债收益率 1.7%, 股票风险溢价率取 6.50%; 债务成本采用公司长期借款利率 5.3%; 由此计算出 WACC 为 7.23%。根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 46.21-54.99 元, 换算为港元约 49.6-59.0HKD。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.8%	7.0%	7.23%	7.4%	7.6%
永续 增长 率变 化	3.6%	63.89	59.96	56.46	53.33	50.51
	3.4%	60.89	57.34	54.15	51.28	48.69
	3.2%	58.23	54.99	52.07	49.43	47.03
	3.0%	55.84	52.87	50.19	47.75	45.52
	2.8%	53.69	50.96	48.47	46.21	44.13
	2.6%	51.74	49.21	46.91	44.80	42.85
	2.4%	49.97	47.62	45.47	43.50	41.67

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 56.65-59.48HKD

选取和公司较为相似的软饮料行业公司做比较, 采用 PE 法进行估值。看好公司长期主义经营, 渠道护城河坚固, 大单品天花板持续打开, 仍有望维持比行业更快增速。参考可比公司 2025 /2026 年平均 20.49x/17.7x PE (Wind 一致预期), 综合考虑农夫商业模式优秀 ROE 领先板块, 引领软饮料行业升级, 且品牌心智、渠道覆盖等竞争壁垒更高, 对比中小饮料企业成长性更高, 给予其 2025 年 40-42x PE, 合理价格区间为 56.65-59.48 港币 (52.8-55.4 元人民币), 对应市值区间为 6348-6665 亿港币, 较当前股价有 20%-26%溢价空间。

表10: 可比公司估值表

公司	公司	投资	股价	总市值	EPS		PE	
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2025E	2026E	2025E	2026E
9633. HK	农夫山泉	优于大市	43.34	4,874	1.32	1.51	32.83	28.70

605499. SH	东鹏饮料	优于大市	291.24	1,560	8.62	10.98	33.79	26.52
0322. HK	康师傅控股	不适用	11.07	624	0.75	0.83	14.76	13.34
0220. HK	统一企业中国	不适用	9.22	398	0.5	0.56	18.43	16.46
2460. HK	华润饮料	不适用	12.12	291	0.82	0.96	14.78	12.62
603156. SH	养元饮品	不适用	22.13	280	1.07	1.12	20.68	19.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：东鹏饮料、康师傅控股、统一企业中国、华润饮料、养元饮品为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 501/568/632 亿元，归属母公司净利润 147.9/169.7/189.9 亿元，利润年增速分别为 22.0%/14.7%/11.9%。每股收益 25-27 年分别为 1.32/1.51/1.69 元，对应当前股价 PE 分别为 33/29/26 倍。综合考虑农夫商业模式优秀 ROE 领先板块，引领软饮料行业升级，且品牌心智、渠道覆盖等竞争壁垒更高，对比中小饮料企业成长性更高，我们给予其 2025 年 40-42x PE，合理价格区间为 56.65-59.48 港币（52.8-55.4 元人民币），对应市值区间为 6348-6665 亿港元，较当前股价有 20%-26%溢价空间。公司作为稀缺的软饮料平台型企业，坚守长期主义经营，商业模式领先，强渠道和好产品背书，中长期仍有增长空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.7%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**宏观经济增长动力不足导致需求持续偏弱。**消费力偏弱背景下，软饮料行业价格带升级承压，农夫本身大多数饮料产品定价中高价格带，或在弱消费力下销售承压。
- 2、**行业竞争加剧导致企业盈利能力受损。**国内软饮料行业整体集中度不高，行业竞争激烈，新玩家不断涌现致竞争加剧，或致公司整体盈利水平下滑；尤其是包装水行业，假定行业内其他龙头企业为抢占市场份额，抢占渠道或价格竞争，可能影响公司市占率修复速度，进而对公司营收造成挤压。
- 3、**原料成本上涨带来毛利率承压。**公司核心原材料包括 PET、白糖、水果等，若原材料价格剧烈波动，公司毛利率或将受到一定影响。

经营风险

- 1、**大单品扩张不及预期风险。**公司旗下具备 2 个百亿级别大单品，同时具备多个超过 30 亿元的大单品，未来公司的增长点仍需依赖其他品类持续扩张。若无糖茶增速低预期，其他新品体量暂时不足以支撑整体增长。
- 2、**水源地被污染。**若公司水源地被污染，或直接导致公司产品生产受到限制，进而影响销售活动的正常进行。

市场风险

- 1、**市场舆论事件风险。**公司 2024 年上半年受到恶性舆论事件影响，包装水业务收入明显下滑。考虑到公司产品矩阵更加多元化，倘若后续此类声誉风险事件重

现，将会对公司收入和利润造成明显冲击。

2、**食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损**。公司定位“天然、健康”且软饮行业对水质卫生标准有严格要求，若后续水质或供应链环节出现任何安全问题，不仅将对公司的声誉和经营业绩产生重大不利影响，也将影响消费者对该行业的信心。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	24125	10722	36165	61609	91626	营业收入	42910	43125	50132	56829	63195
应收款项	547	581	687	810	883	营业成本	17260	17980	20059	22470	24795
存货净额	3092	5013	3957	4432	4891	毛利	25650	25144	30073	34360	38400
其他流动资产	697	2755	3203	3614	4000	销售费用	9284	9173	10578	11820	13018
流动资产合计	28461	19072	44011	70465	101400	管理费用	2162	1962	2306	2614	2907
固定资产	17180	21083	21403	20910	19646	财务费用	100	91	128	128	139
无形资产及商誉	74	72	66	61	56	其他经营收入	1841	2129	2400	2500	2600
长期股权投资	921	1088	1099	1110	1121	其他收益	(257)	(258)	(200)	(200)	(200)
其他非流动资产	1554	10819	11035	11256	11481	利润总额	15688	15788	19261	22097	24736
资产总计	49137	53160	78641	104829	134731	所得税费用	3609	3665	4471	5129	5741
短期借款	3121	3625	4225	4625	4825	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付款项	1770	1499	2418	2709	2989	归属于母公司净利润	12080	12123	14790	16968	18994
其他流动负债	14986	14860	10000	10000	9000						
流动负债合计	19877	19985	16644	17334	16814						
长期借款及应付债券	303	319	319	319	319						
递延所得税负债	355	503	300	300	300						
其他长期负债	31	66	76	86	96						
长期负债合计	690	888	695	705	715						
负债合计	20566	20873	17339	18039	17530						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	28571	32287	61303	86790	117201	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益总计	49137	53160	78641	104829	134731	净利润	12080	12123	14790	16968	18994
						折旧摊销	2631	2875	3686	3998	4269
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5991	(13641)	(3645)	(929)	(1853)
每股收益	1.07	1.08	1.32	1.51	1.69	其它	(3397)	9665	4399	1854	3811
每股红利	0.75	0.75	0.93	1.07	1.20	经营活动现金流	17305	11022	19230	21891	25222
每股净资产	2.54	2.87	5.45	7.72	10.42	资本开支	(4714)	(6406)	(4000)	(3500)	(3000)
ROIC	41%	35%	29%	22%	18%	其它投资现金流	(9570)	1904	(889)	(1168)	(1266)
ROE	42%	38%	24%	20%	16%	投资活动现金流	(14284)	(4502)	(4889)	(4668)	(4266)
毛利率	60%	58%	60%	60%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	37%	39%	39%	39%	长期借款	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	43%	46%	46%	46%	短期借款	615	370	600	400	200
收入增长	28%	1%	16%	13%	11%	支付股利	7646	8435	10501	12047	13486
净利润增长率	42%	0%	22%	15%	12%	融资活动现金流	(7022)	(8062)	(10042)	(12015)	(14352)
资产负债率	42%	39%	22%	17%	13%	现金净变动	(3945)	(1459)	4300	5208	6604
息率	1.6%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	货币资金的期初余额	7821	3876	2416	6716	11924
P/E	40.3	40.1	32.9	28.7	25.6	货币资金的期末余额	3876	2416	6716	11924	18528
P/B	17.0	15.1	7.9	5.6	4.1	企业自由现金流	16065	(4979)	10930	16635	18517

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032