正文目录

核心观点 **3**

软饮行业的价值龙头，ROE 水平处行业领先地位 **4**

产品布局完善，瓶装水主业及饮料业务共驱成长 4

持股集中，股权激励强化动能 5

规模性、盈利性筑基，高 ROE 有望延续 6

核心优势：综合实力造就高价值与高效率 **9**

品牌为核：打造差异化概念，多维度占领用户心智 9

产品筑基：践行工匠精神，享受高定价及长生命周期 10

渠道为翼：与时俱进，撬动杠杆 13

成长空间：站稳好赛道，以自身强 α 推动多轮增长极 **16**

瓶装水：市场增量及份额提升空间仍广 16

即饮茶：无糖茶风起，第二曲线有望持续夯实 17

其他软饮料：卡位高潜力赛道扩充品类，孕育多轮增长极 19

盈利预测与估值 **21**

风险提示 23

核心观点

本文深度探讨农夫山泉为何具备高 ROE、如何构建核心壁垒，并系统梳理其未来增长空间。我们认为较高且可持续的净利率是公司保持高 ROE 的核心，品牌/产品/渠道端多维实力保障的高价值与高效率进而构筑起稳固护城河。展望未来，公司包装水主业根基稳固、有望延续稳增，即饮茶经多年培育后品牌势能有望加速释放，运动饮料/NFC 果汁/咖啡等新品独具特色、潜力可期。看好公司主业的稳健增长及多元业务的成长空间，预计 24-26 年 EPS 1.27/1.49/1.73 元，目标价 52.50 港元（人民币 48.30 元），首次覆盖，给予“买入”评级。

高 ROE：高定价+高毛利+高费效的“三高商业模式”造就领先的净利率水平

1） **成因探寻：高 ROE 核心来自领先的净利率水平。**高净利率的核心支撑在于高定价（匠心产品/优质品牌塑造高价值感）、高毛利（成本管控能力突出）、高费效（规模优势摊薄费用）。23 年公司 ROE 达 45.9%，21-23 年均值达 41.1%，在食饮板块处领先位置。

2） **持续性：高定价/高毛利/高费效三大核心优势具备持续性，高 ROE 具备一定持续性。**我们看好公司依靠匠心产品及优质品牌持续收获溢价权，规模优势不断强化亦将支撑其成本控制能力不断升级，全国化水源地布局及信息化手段应用下、供应链效率有望进一步提升。

核心壁垒：综合实力塑造高价值感（支撑高溢价）与高效率（保障高毛利及高费效）

1） **品牌：打造差异化概念，多维度占领用户心智。**历经市场教育（造势）→概念打造（趁势）→壁垒强化（稳固）三阶段后，农夫山泉逐步于激烈的竞争中站稳份额。对比同业公司擅长以故事化营销占据消费者心智，并增强消费者互动为品牌注入活力。

2） **产品：更高的品价比、更长的生命周期。**高溢价来源于高品质，且高定价与高品价比（单位价格获得的产品品质）之间并不冲突。农夫背靠母公司养生堂集团的大健康基因，以扎实的底层研究及上游布局筑基，并通过敏锐的消费者洞察、以超前的认知水平打造出具备高价值感的产品；而后持续以匠心精神打磨产品，从而拉长产品生命周期。

3） **渠道：顺势而为、撬动杠杆、提升效率。**渠道作为软饮公司的“第二心脏”，需配合公司当前战略方向：农夫前期跑马圈地采用较粗放的联营体模式、后经渠道精耕模式收归掌控力、当前偏存量竞争的背景下则转向更高效的专属大商模式。广而深的渠道网络+多维度调动渠道积极性+信息化建设带动下，公司有望发挥更强的渠道推力。

成长空间：好赛道+自身强竞争力双轮驱动下，探寻多元增长极

1）瓶装水：市场增量与份额提升空间兼具，稳健增长有望延续。市场规模看，瓶装水需求稳定且量价均存提升空间，19 年我国饮用水包装化率仅 7%，对标美国/韩国的 37%/16%仍有数倍空间（据尼尔森）。欧睿预计 28 年我国瓶装水市场规模有望扩容至 2695 亿，对应 24-28 年 CAGR 达 3.5%。竞争格局看，受益疫情影响/环保趋严/规模效应，行业集中化仍为主线。

2）即饮茶：乘无糖之风，第二曲线有望持续夯实。健康化/低糖化趋势下，公司即饮茶业务迎来高速增长（23 年公司即饮茶营收同比+83.3%至 126.6 亿），东方树叶/茶π两大单品经多年培育已入放量期（据尼尔森，23 年东方树叶零售额规模约达百亿），看好两大单品增长势能的持续释放，叠加品类创新与新品推广，公司即饮茶业务有望延续高增趋势。

3）其他饮品：围绕天然、健康的主旋律，卡位多个高潜力赛道。农夫产品矩阵多元但品类主题统一，“天然、健康”的品牌基调充分贴合当下健康化趋势，且敏锐的消费者洞察叠加强大的渠道力后盾、可充分响应时下细分赛道热度、享受新需求/新趋势带来的发展红利。

区别于市场的观点：市场主要担忧瓶装水主业步入稳态后，公司未来的增长驱动力不足，我们认为可分三维度看：**首先，**瓶装水主业奠定增长基础，预计未来仍受益于行业扩容及格局优化、有望录得稳增。**其次，**即饮茶业务增势正足；无糖茶“东方树叶”经十年培育、终随健康化趋势步入成长快车道；低糖果茶“茶π”精准定位年轻群体，品牌势能有望持续释放；短期看，公司有望充分享受即饮茶业务的放量红利。**长远看，**打奶茶/炭仌咖啡/植物酸奶/大柠檬等导入期产品亮点各异，反映出公司的战略眼光，具备一定的放量潜能，公司中长期发展空间仍足。结合原物料价格企稳回落/规模效应释放/供应链提效，公司利润率中枢亦有望稳步提升。

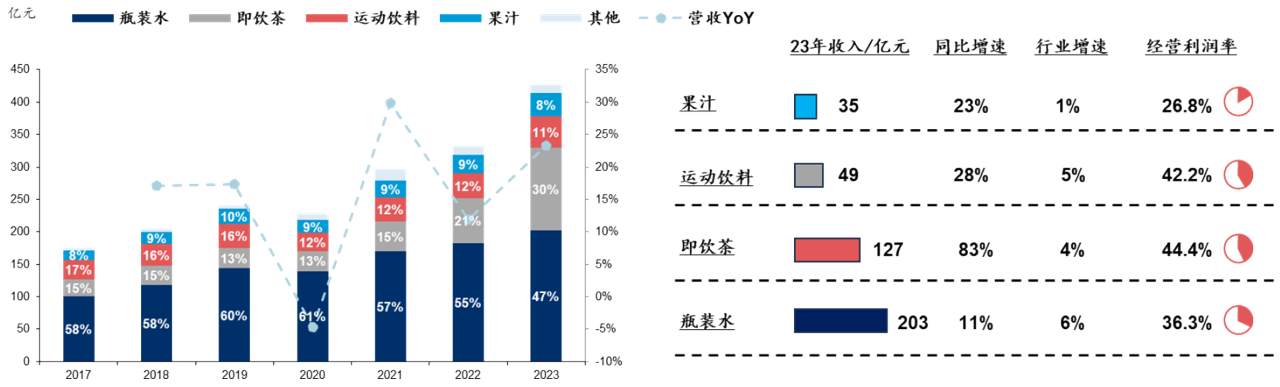
软饮行业的价值龙头，ROE 水平处行业领先地位

本章节旨在解码农夫山泉高 ROE 之谜，并剖析其高 ROE 水平的可持续性。我们认为，领先的净利率水平是铸就公司高 ROE 的核心原因，而其高净利率的核心支撑在于高定价、高毛利、高费效。展望未来，我们看好公司依靠匠心产品及优质品牌持续收获溢价权；规模优势的不断强化亦将支撑其提升成本控制能力；全国化水源地布局及信息化手段的应用下，公司供应链效率有望进一步提升。**因此，我们认为农夫山泉高定价、高毛利、高费效三大核心优势具备持续性，高 ROE 或可看长远。**

产品布局完善，瓶装水主业及饮料业务共驱成长

瓶装水起家，切入饮料赛道实现双轮驱动。公司前身新安江养生堂饮用水有限公司成立于 1996 年，并于 1997 年推出 4L 大包装农夫山泉饮用水，主打千岛湖优质水源。1998 年公司推出 550ml 小包装农夫山泉正式切入瓶装水市场，并凭借“农夫山泉有点甜”的广告语初露头角。2000 年公司宣布不再生产纯净水，转而全部生产天然水，凭借差异化定位顺利突围，并逐步成长为国内瓶装水行业龙头企业。2003 年公司推出瓶装果汁农夫山泉，并凭借“农夫果园，喝前摇一摇”的广告语迅速走红，饮料行业多元化布局初见成效。2004 年公司进一步推出运动饮料尖叫，2011 年无糖茶产品东方树叶问世。截至目前，公司已打造出涵盖瓶装水、茶饮料、功能饮料、果汁等的多元化产品线，实现瓶装水+饮料双轮驱动。

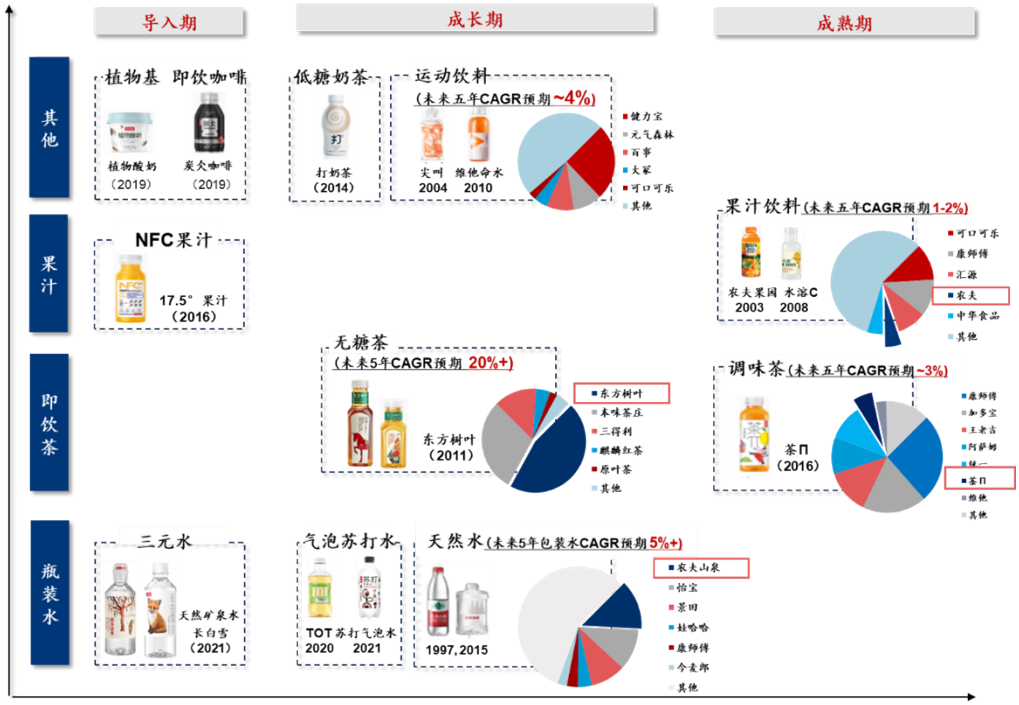
图表1： 农夫山泉营收情况及分业务表现



注：图表数据标签百分比为各业务收入占比； 资料来源： ，Euromonitor，

瓶装水主业稳健增长，积极布局多个成长赛道、构造完善的产品矩阵。23 年公司实现营收/净利润 426.7/120.8 亿，同比+28.4%/+42.2%，疫后业绩逐步回暖。分产品看，**1）瓶装水：**作为公司主力业务，23 年收入/经营利润分别为 202.6/73.5 亿，同比+10.9%/+14.0%，贡献总收入/总利润占比分别为 47.5%/44.9%；行业景气度较高、叠加公司自身渠道端的精耕下沉，21-23 年公司瓶装水收入 CAGR 达 13.2%，领先同期 5%的行业增速。**2）软饮料：**公司始终围绕满足消费者健康需求的核心主线，看准具备成长性的软饮子赛道、打造出相对完善的产品矩阵；23 年公司即饮茶/功能饮料/果汁营收占比分别达 30%/11%/8%，对应 23 年营收增速分别为 83%/28%/23%，东方树叶/茶π/尖叫/农夫果园等明星产品增长动力充足。公司积极通过包装焕新、配方优化、新口味 SKU 叠加等多种方式有效延续现有产品的生命周期，打奶茶/炭仌咖啡/植物酸奶/气泡苏打水等导入期产品空间亦较为可观。

图表2： 农夫山泉产品矩阵及其所处生命周期



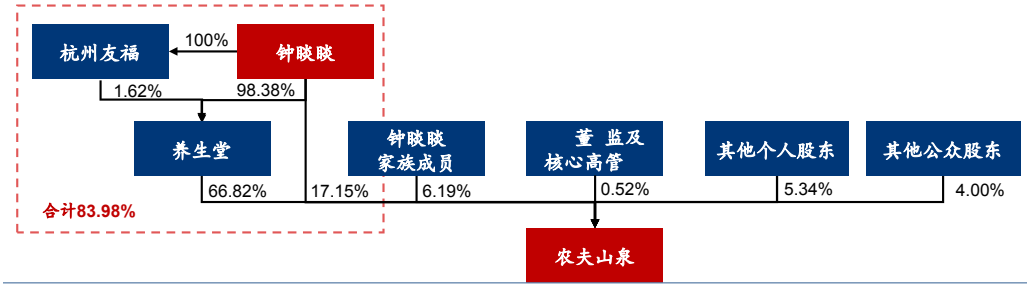
注：饼图为 23 年各子行业竞争格局；

资料来源： ，Euromonitor，

持股集中，股权激励强化动能

股权结构集中，管理团队稳定，股权激励绑定核心员工利益。公司股权结构相对集中，截至 23 年 12 月，创始人兼董事长钟睒睒直接持有公司 17.15%的股份，并通过养生堂间接持有 66.82%的股份，合计持股占比 83.98%，此外钟睒睒家族成员合计持有公司 6.2%的股份。相对集中的股权结构下钟睒睒对公司的控制力较强，除负责整体发展战略及业务计划外， 并直接负责品牌及销售相关工作决策，由此塑造出农夫山泉专注的独特企业文化。此外， 21 年 12 月公司推出股权激励计划，拟向不超过 120 名员工（包括公司重要高管、核心技术专家及部分对公司做出重大贡献的养生堂集团员工）授予股权激励。我们认为此举有望进一步绑定公司核心团队利益，强化内部凝聚力，强化发展动能。

图表3： 农夫山泉股权结构（截至 23 年 12 月）



资料来源： ，

管理团队长期合作且保持稳定，高度认同“天然、健康”的经营理念，赋予农夫山泉独特基因。公司核心管理团队拥有丰富的行业经验，且均在 10 多年前便已加入公司。钟睒睒先生参与一线管理，掌握决策权并直接参与品牌及销售相关工作。核心高管郭振、周力、周震华、廖原分别负责生产运营、产品研发、财务、工程装备相关工作。长期稳定的合作下， 创始人及高管团队形成了对“天然、健康”经营理念的高度认同，其对消费者/产业/产品等维度的深刻洞察给予了公司较大赋能。

图表4： 农夫山泉管理层架构

姓名	职务	入职时间	承担职责	持有股份（截至 23 年 12 月）
钟睒睒	创始人、董事长、执行董事、总经理	1996 年	负责**公司战略/业务计划/重大经营决策**，直接管理品牌/销售/人力工作	83.9757%
向成松	执行董事、销售总裁	2009 年	负责**行销管理**工作	0.0003%
刘熹悦	首席信息官	2017 年	负责**监督公司营运及财务活动**等	0.0003%
周振华	财务总监	2014 年	负责公司**财务及对外投资**工作	—
吴莉敏	执行董事、财务总经理	2022 年	负责公司**财务管理**工作	—
韩林攸	执行董事、公司秘书	2019 年	负责**企业管治/信息披露/投资者关系/公共政策**等工作	0.0002%
饶明红	营运总经理	1996 年	负责**生产运营工作**	0.0005%
薛莲	非执行董事	2019 年	负责**产品研发/产品质量**工作	0.0489%

资料来源：公司公告

规模性、盈利性筑基，高 ROE 有望延续

高净利率支撑下，农夫山泉 ROE 处行业领先位置。23 年公司 ROE 达 45.9%（21-23 年均值达 41.1%），在软饮料乃至食品饮料板块均处于领先位置。通过杜邦分解，我们发现领先的净利率水平是铸就公司高 ROE 的核心原因，23 年公司净利率为 28.1%，高于同业东鹏/ 华润饮料/康师傅的 18.1%/9.9%/4.4%。23 年净利率同比+2.3pct，提升较快主要系在高毛利的即饮茶收入高增带来的产品结构提升，及成本费用的进一步优化（23 年 PET/包材等核心原物料价格处于相对低位、公司销售费用率同比-1.7pct）。我们认为，产品溢价权带来的高定价、规模效应支撑的低成本、供应链优势下的低费用率是公司净利率领先行业的核心原因，具体看：

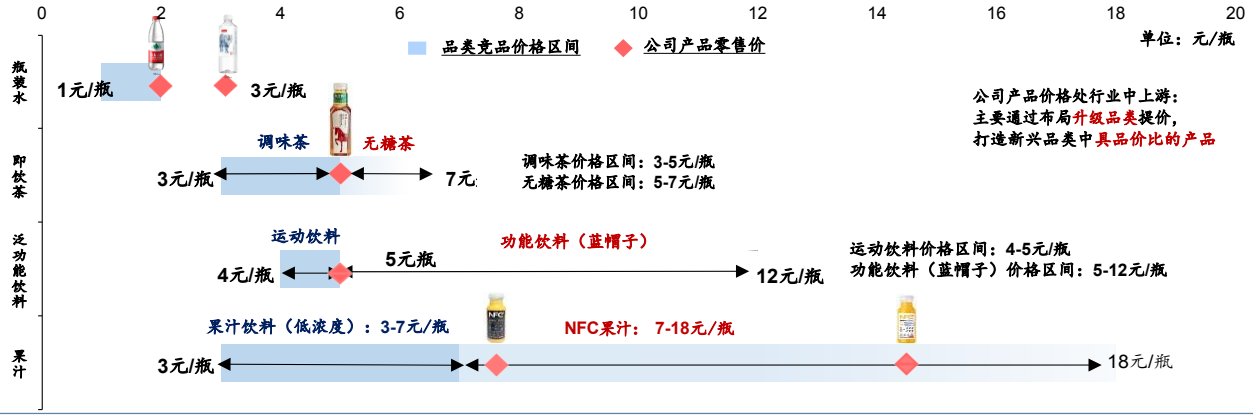
图表5： 农夫山泉及可比公司 ROE 及其拆解

	ROE				净利率				总资产周转率				权益乘数			
	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值	2021	2022	2023	均值
农夫山泉	39.5%	37.9%	45.9%	41.1%	24.0%	25.4%	28.1%	25.8%	1.0	0.9	1.0	1.0	1.6	1.6	1.7	1.6
东鹏饮料	38.8%	31.0%	35.8%	35.2%	17.1%	16.9%	18.1%	17.4%	1.1	0.9	0.8	1.0	2.0	2.1	2.3	2.0
伊利股份	22.3%	19.3%	-	20.8%	7.9%	7.6%	-	7.7%	1.3	1.1	-	1.2	2.2	2.4	-	2.3
华润饮料	20.7%	18.9%	20.1%	19.9%	7.6%	7.8%	9.9%	8.4%	0.8	0.8	1.0	0.9	2.0	1.8	1.8	1.9
康师傅控股	19.1%	16.4%	22.9%	19.5%	5.9%	3.9%	4.4%	4.7%	1.2	1.3	1.4	1.3	3.1	3.7	4.1	3.4
青岛啤酒	14.5%	15.3%	16.1%	15.3%	10.8%	11.8%	12.8%	11.8%	0.7	0.7	0.7	0.7	2.0	2.0	1.9	2.0
统一企业中国	10.9%	9.1%	12.6%	10.8%	5.9%	4.3%	5.7%	5.3%	1.2	1.3	1.3	1.3	1.6	1.6	1.7	1.6

注：1）农夫 23 年净利率同比+2.7pct，主要系毛利率同比+2.1pct，高毛利的即饮茶收入占比提升、PET/包材等原料价格处低位；2）净利率=归母净利润/营业总收入； 资料来源： ，公司公告，

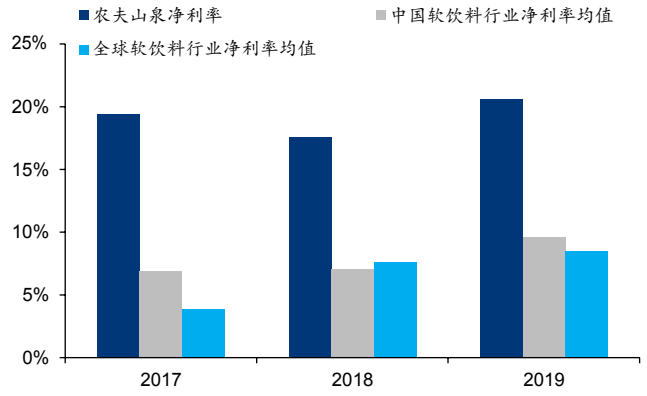
高定价：匠心产品及优质品牌赋予公司较高的溢价权。农夫山泉的产品多集中于行业内具备高景气度的新兴品类，因此处于行业内中高价位带，吨价领先平均水平。据 Frost & Sullivan，公司瓶装水、即饮茶、功能饮料、果汁产品平均吨价分别为 3200/8200/7600/10500元/吨，按照 500mL/瓶规格折算单瓶价格为 1.6、4.2、3.8、5.25 元；较国内行业平均 1.05、2.1、3.15、2.45 元的单瓶价格分别高出 52%/95%/17%/114%。我们认为农夫山泉更高的产品定价核心来自于其领先同行的品牌及产品力。**品牌维度，**公司围绕满足消费者长期健康需求的主线开发产品，塑造出天然、健康的国民品牌形象，因而享受一定的品牌溢价；**产品维度，**公司产品定位偏中高端，同时兼顾内容物品质及外包装，以工匠精神打磨产品。以瓶装水为例，截至 23 年公司已布局 13 大水源地，从源头保障产品品质，同时注重外包装设计，玻璃瓶外包装设计曾历经 58 稿，前后打磨三年最终定稿。

图表6： 农夫山泉产品零售价处于行业内的中高水平



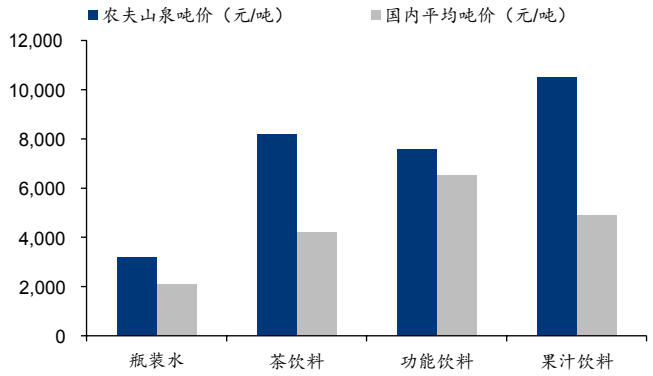
注：图中柱状颜色深浅表示该区间价格产品的密集度；零售价数据参考天猫平台（2024.4.26 日） 资料来源： ，公司公告，京东，

图表7： 农夫山泉净利率水平领先同业



资料来源：公司公告，

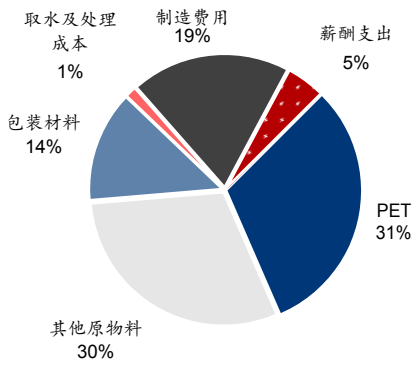
图表8： 农夫山泉分品类吨价高于同业（2019）



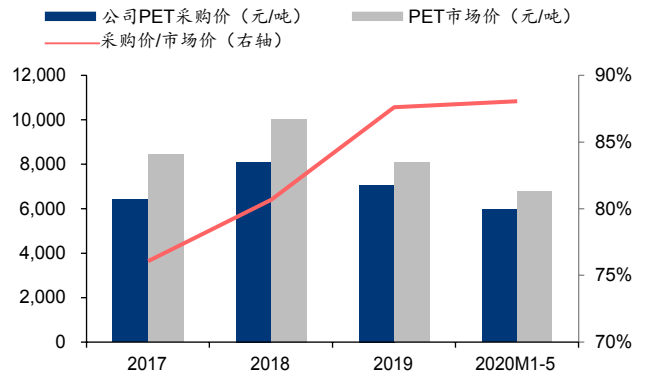
资料来源：Frost & Sullivan，

高毛利：规模优势赋予公司采购端的议价权，成本优势持续凸显。原材料及包装材料（含 PET）是公司产品生产成本的主要构成，在总成本中合计占比 70%+，其中 PET 成本占比 31%，为公司产品生产成本的核心构成（按 17-19 年数据均值）。由于公司行业地位靠前（据欧睿，2023 年公司核心业务瓶装水/无糖茶的市占率分别为 15.5%/50%+，稳居龙头），生产规模相对领先，规模效应下公司在原材料采购端更加具备议价权，同时通过与供应商建立长期稳定的合作关系实现对原材料成本的有效控制。据公司招股说明书，其历年的 PET 采购价格较市场价低约 10%-20%，规模效应支撑下的上游议价权对进一步提升整体毛利水平具有积极贡献。

图表9： 农夫山泉成本构成（按 17-19 年各项成本均值测算）



图表10： 农夫山泉 PET 采购价及市场价对比

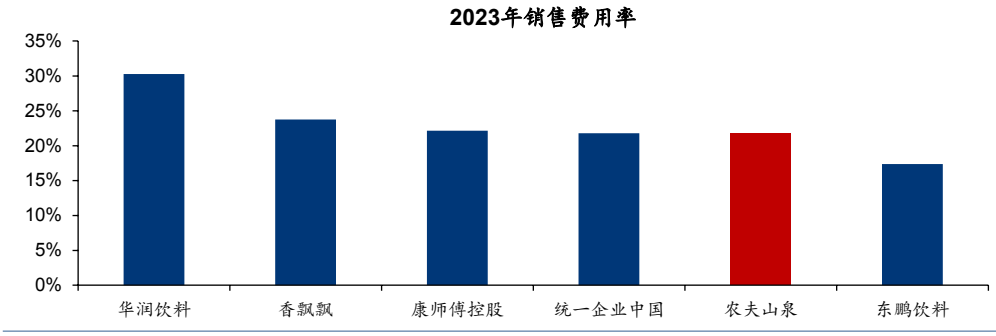


资料来源：公司公告，

资料来源：公司公告，

高费效：品牌/渠道端建设日益完备，步入收获期后费效比稳步提升。从费用投放的视角看： **1）广告投入红利持续释放：**前期高举高达的广告投入帮助公司成功占领消费者心智，树立全国化的品牌形象；近年来，随着前期投入红利的逐步释放，公司已形成稳定的费投模式， 可控制在预算内完成品牌的维护性投入、保持稳定的费用率水平。据招股书，公司广告及促销开支占比收入为 5.6%（17-19 年平均水平），低于怡宝营销及推广费用占比的 8.3%（21-23 年平均水平）。21-23 年公司销售费用率分别为 24.4%/23.5%/21.8%，呈逐年下降趋势；且较怡宝 21-23 年 33.1%/30.7%/30.2%的销售费率水平有明显优化。

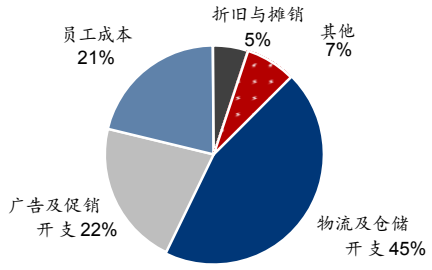
图表11： 农夫山泉销售费率管控能力处行业中较优水平



资料来源： ，

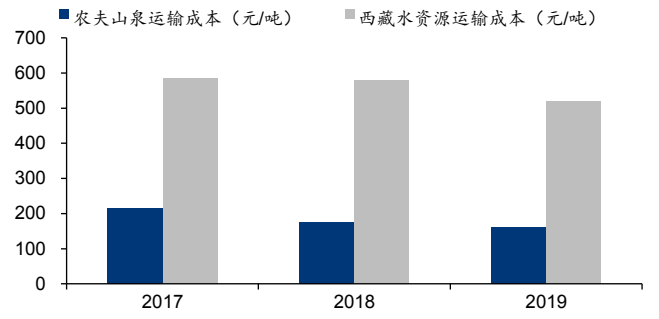
2）全国化水源地布局+渠道网络建成，仓储物流费用边际递减：据公司招股书，物流及仓储开支则占销售费用的 45%左右（17-19 年平均水平），为销售费用第一大构成。公司前瞻性建设全国化水源地，截至 23 年公司在全国已布局起 12 大水源地且有安徽黄山水源地在建，1996 年以来公司共计修建了总长 300 公里的 43 根饮水管道。截至 19 年公司总获批取水量为 86,795 千立方米，而实际取水量为 33,251 千立方米、占比仅 38.3%，为公司未来产能和经营发展提供了充足空间。随着水源地建设和产线布局的日益完善，公司资本开支已过高投入期，单位物流成本有望随规模效应发挥边际递减。横向对比来看，娃哈哈共有 2 个水源地（长白山五龙泉、丹凤泉），而怡宝共有 2 处（广东加林山、广东万绿湖），目前正积极加大水源地建设、于福建武夷山/湖北省丹江口等地签署饮用水项目。

图表12： 农夫山泉销售费用构成（按 17-19 年各项成本均值测算）



资料来源：公司公告，

图表13： 农夫山泉及西藏水资源运输成本对比



资料来源：公司公告，

展望未来，我们看好农夫山泉高定价、高毛利、高费效优势的持续性，支撑其高 ROE 水平或可看长远。市场担心公司的高 ROE 可能不具备持续性，但我们认为其高 ROE 的核心支撑在于净利率，拆解高净利率背后的核心支撑、其高定价、高毛利、高费效三大优势均具备持续性，有望支撑公司净利率长期处于优势水平。**具体看：1）高定价：**公司产品溢价的根本来源为其全国化品牌形象以及偏中高端的产品定位，使得公司产品拥有更高定价及更高品质，我们看好公司继续秉承工匠精神打磨产品，从品牌及产品两个维度挖掘溢价空间； **2）高毛利：**公司在国内瓶装水行业的领先地位已相对稳固，多元化软饮料产品矩阵的打造亦在稳步推进，我们看好公司规模优势不断强化，原料采购端的议价权亦有望延续；**3）高费效：**公司已形成全国化水源地布局的先发优势，未来随着销售渠道网络的进一步纵深布

局，网络规划工具、供应链计划系统等信息化手段的应用，公司供应链效率有望持续提升。

核心优势：综合实力造就高价值与高效率

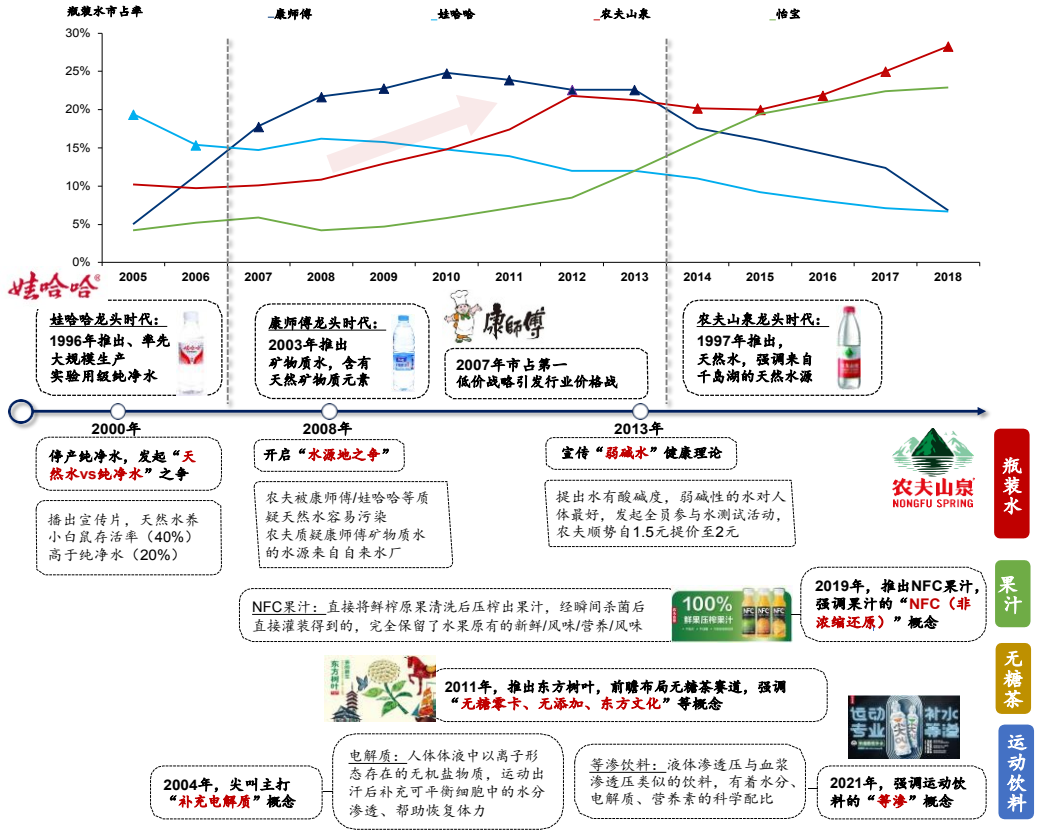
进一步追溯，我们认为农夫高定价、高毛利、高费效的背后，是公司于品牌/产品/渠道等方面合力筑造的高价值感与高效率。高价值感支撑品牌享有充分溢价（高定价），而高效率则有效保障了企业于生产、成本、渠道、营销等多个维度的管控收效（高毛利、高费效）。

品牌为核：打造差异化概念，多维度占领用户心智

品牌为核，农夫山泉是国内最具影响力的消费品牌之一。我们认为品牌对于软饮料尤其是瓶装水企业尤为重要。瓶装水的产品差异化较难感知，且只有品牌才能为消费者的安全性需求提供背书，因此品牌营销是占领市场的关键。农夫通过持续的品牌打造，现已成为国内消费品代表品牌，蝉联 2021 Chnbrand 国内瓶装水行业品牌力指数排行榜第一，位居 2020 凯度前十大中资日常消费品牌排行榜第七，也是上榜企业中唯一的纯软饮料企业。

打造差异化概念是公司突出重围的竞争利器。在百舸争流、竞争激烈的软饮赛道，企业想要突出重围、抢夺市占，内功修炼与对外宣传均需把握；不仅要提升自身产品/渠道端实力， 也要别出心裁形成差异化的品牌形象以把握消费者心智。**1）瓶装水（基本盘）：**00 年农夫发起“天然水 vs 纯净水”之争，宣传“天然水更健康”、“长期饮用纯净水对健康无益”；纷争之中娃哈哈（纯净水）07 年后跌落龙头，标志着 1 元水时代的结束；农夫虽也受反击影响，但随着营销事件的传播、“天然水”概念已植入消费者心中，为公司未来的市占提升做足铺垫。08 年起农夫强调“水源地”概念，13 年宣传“酸碱性”理论，以“天然水 vs 矿物质水”之争成功夺下康师傅的龙头地位，将瓶装水从 1.5 元拉入 2 元时代。
2）新曲线：即饮茶东方树叶强调“无糖更健康”的健康理念与“传统中国茶”的品牌形象， 运动饮料尖叫主打“补充电解质”概念，果汁产品中率先普及“NFC”概念，公司打造出各品类中的大单品。**总结来看，公司将自身产品与差异化概念相结合，在历经前期市场教育（造势）→产品概念打造（起势）→自身壁垒强化（稳固）三个阶段后，力求建立趋合自身发展的市场氛围与竞争规则，于相应赛道中占据较为稳固的市场份额。**

图表14： 农夫山泉善于以差异化概念教育市场，实现各个赛道的层层突围



资料来源：尼尔森、公司官网、

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/098117051032006075