

如何理解当前包装水行业竞争格局？

软饮料行业深度报告（系列三）

食品饮料行业 **推荐**（维持评级）

分析师：刘光意 分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

2024年8月12日

CHINA GALAXY
SECURITIES

金融报国·客户至上

股票代码: 601881.SH 06881.HK

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

研究缘起：2024年农夫山泉推出新品“绿瓶水”并在旺季快速铺货与开启促销活动，部分投资者担心行业竞争格局步入新一轮变动期。但我们认为不必过于担忧，从历史复盘来看包装水格局变化并不罕见，并且往往呈现周期性规律，头部品牌最终可以穿越周期实现长期增长。

复盘：寻找包装水竞争格局演变的底层逻辑。我们复盘包装水行业近20年4次竞争格局之变，分别为2005-2009年、2010-2011年、2012-2015年、2016-2021年，总结2点共性规律：1) 竞争格局呈现周期性变化，往往由宏观需求周期、品类周期、成本周期以及龙头策略共振引发；2) 无论竞争周期如何变动，最终结果均是行业集中度提升，其中农夫山泉与华润怡宝能够穿越多轮周期。**我们认为2012-2015年对当下具有明显的借鉴意义：**2012年伊始宏观需求增速放缓叠加成本宽松的背景下，华润怡宝加速全国化引发行业竞争趋紧，同时包装水国标出台加速格局变动，**虽然行业费用投放升温，但利润率具备一定支撑（约8%），并且CR5保持稳中有进，农夫与怡宝错位竞争：华润怡宝加大费用投放实现全国化推动市场份额提升，农夫山泉强产品力与品牌力支撑市占率稳定，后期重心向内调整渠道与研发新品，盈利能力改善，同时为下一轮增长蓄力。**

展望：如何看待本轮格局变化的本质与节奏。我们认为价格促销只是本轮竞争的表象之一，其本质是质价比消费趋势叠加包装水消费需求愈加多元化，在这一背景下农夫山泉积极布局下沉市场与其他品类的发展机遇，通过费用投放培育新品以实现扩张，进而引发新一轮竞争格局松动，而2024年初的舆论事件仅仅是催化剂。从趋势来看，我们认为本轮竞争周期最终仍将是市场份额向头部集中，而农夫与怡宝有望走向不同战略方向，将决定本轮竞争或相对可控，节奏上需持续观察农夫与怡宝的战略，以及跟踪需求复苏节奏与成本压力。

重点公司：关注竞争优势明显的头部企业农夫山泉、华润饮料。1) **农夫山泉**，新品绿瓶水有望补全产品矩阵、助力份额提升与渠道下沉，叠加舆论降温以及公司在渠道采取积极行动，目前公司包装水收入增速逐渐回升，未来趋势有望延续；此外，即饮茶生命周期较长，功能饮料与果汁具备增长空间，公司研发实力雄厚、品牌优势明显，长期有望稳健增长。2) **华润饮料**，作为体量第二大的瓶装水品牌，在南方市场与核心渠道的壁垒较为稳固，长期体育营销投入塑造品牌粘性，能有力应对包装水竞争格局之变；同时积极提升自有产能占比、实现精细化管理，有望推动盈利能力改善；此外公司持续积极布局饮料品类，菊花茶等第二增长曲线初具雏形。

风险提示：动销不及预期的风险；行业竞争进一步加剧的风险；食品安全风险。

目录

CONTENTS

一、研究缘起

二、复盘：寻找包装水竞争格局演变的底层规律

三、展望：如何看待本轮格局变化的本质与节奏

四、重点公司：关注头部企业农夫山泉与华润饮料

五、风险提示

01

研究缘起

研究缘起

2024年农夫山泉推出新品“绿瓶水”并在旺季快速铺货与开启促销活动，部分投资者担心行业竞争格局步入新一轮变动期。但我们认为不必过于担忧，从历史复盘来看包装水格局变化并不罕见，并且往往呈现周期性规律，头部品牌最终可以穿越周期实现长期增长。后文我们将从以下三个维度重点展开：

- 1) 从历史经验来看，包装水竞争格局变化的底层规律是什么？
- 2) 如何看待本轮竞争格局之变的本质，未来节奏又将如何演绎？
- 3) 本轮周期哪些公司更能抓住机遇，份额是否仍会向头部集中？

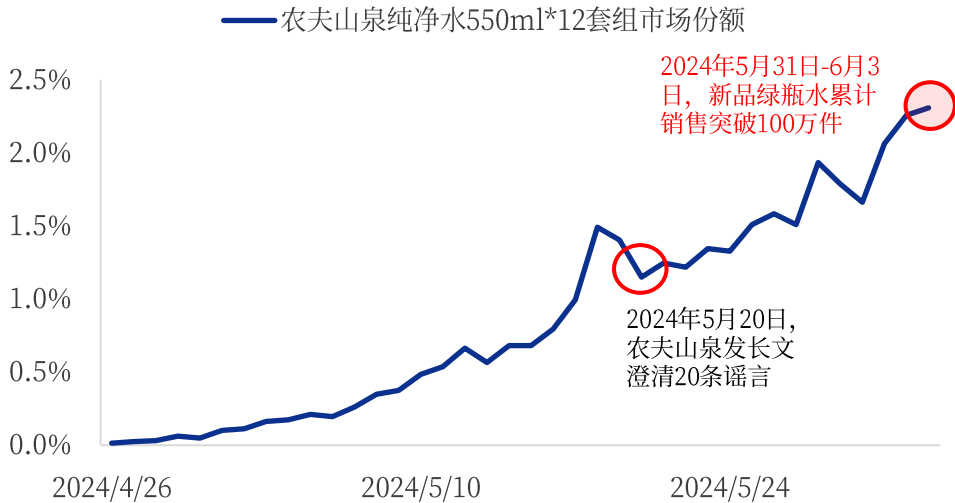
图：农夫山泉在2024年4月推出纯净水产品



农夫山泉饮用纯净水	
价格	终端零售定价2元/瓶；实际售价在1元左右
规格	550ml
品类	纯净水
特点	“多一种选择，多一个比较” 不添加矿物质，口感好

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图：农夫山泉通过促销实现新品快速渗透



资料来源：36氪，北京商报，马上赢，中国银河证券研究院

02

复盘：寻找包装水竞争格局演变的底层规律

(一) 二十年包装水行业竞争格局演绎之规律

中国包装水行业最早可追溯至1990年怡宝纯净水上市，我们重点复盘了行业近二十年发展历程，竞争格局共经历了4次明显的变化，主要取决于宏观需求、品类周期、成本周期以及龙头策略。但无论竞争周期如何变动，从最终结果来看往往是行业集中度提升，其中农夫山泉与华润怡宝能够穿越多轮周期。

图：二十年包装水行业竞争格局演绎之规律（2005-2021年）



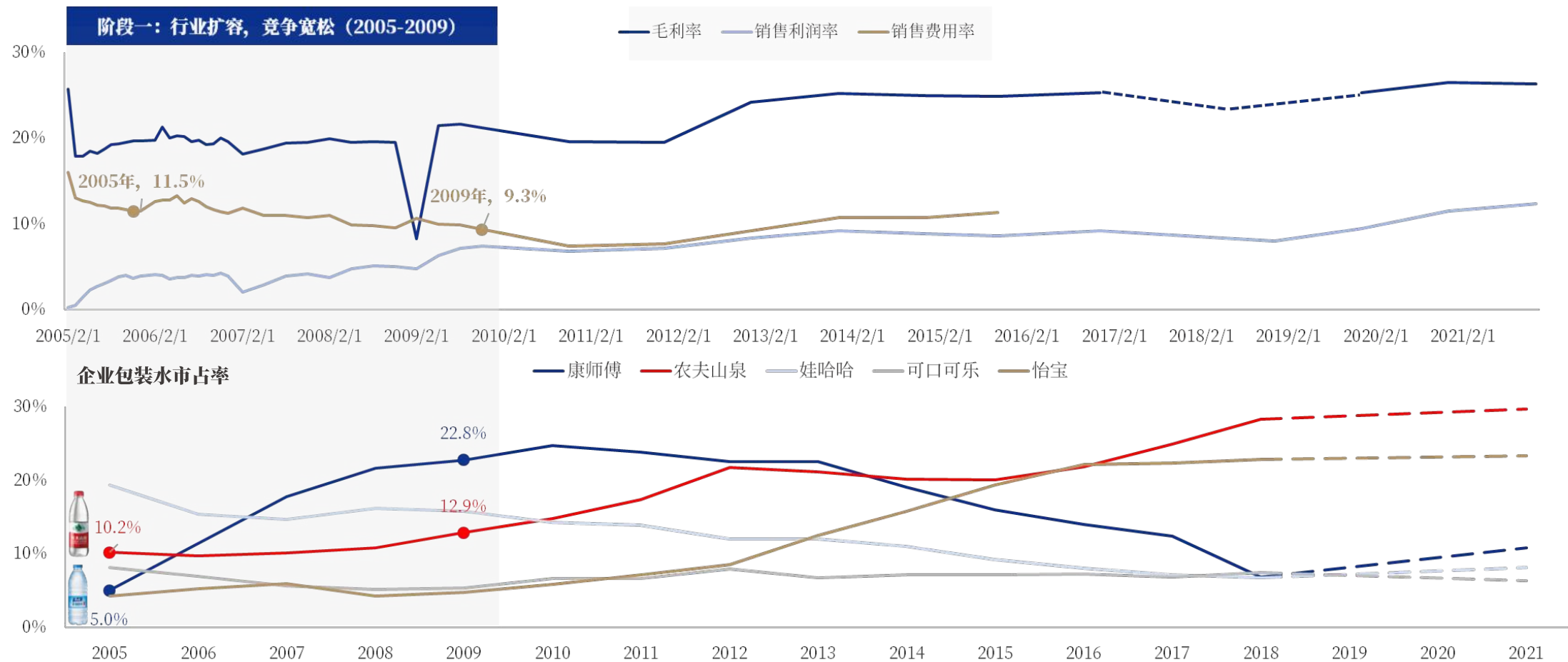
资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院
备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(一) 二十年包装水行业竞争格局演绎之规律

1、2005-2009年：品类快速扩容，竞争宽松，CR5提升至60%+

包装水渗透率提升推动行业迅速扩容，康师傅、农夫山泉在不同价格带进行错位竞争，实现份额快速提升，康师傅+17.8pcts，农夫+2.7pcts，推动CR5由2005年46.9%提升至2009年61.5%。同时宏观需求持续向好叠加成本端压力，竞争相对温和，行业销售费用率由11.5%下行至9.3%。

图：二十年包装水行业竞争格局演绎之规律（2005-2021年）



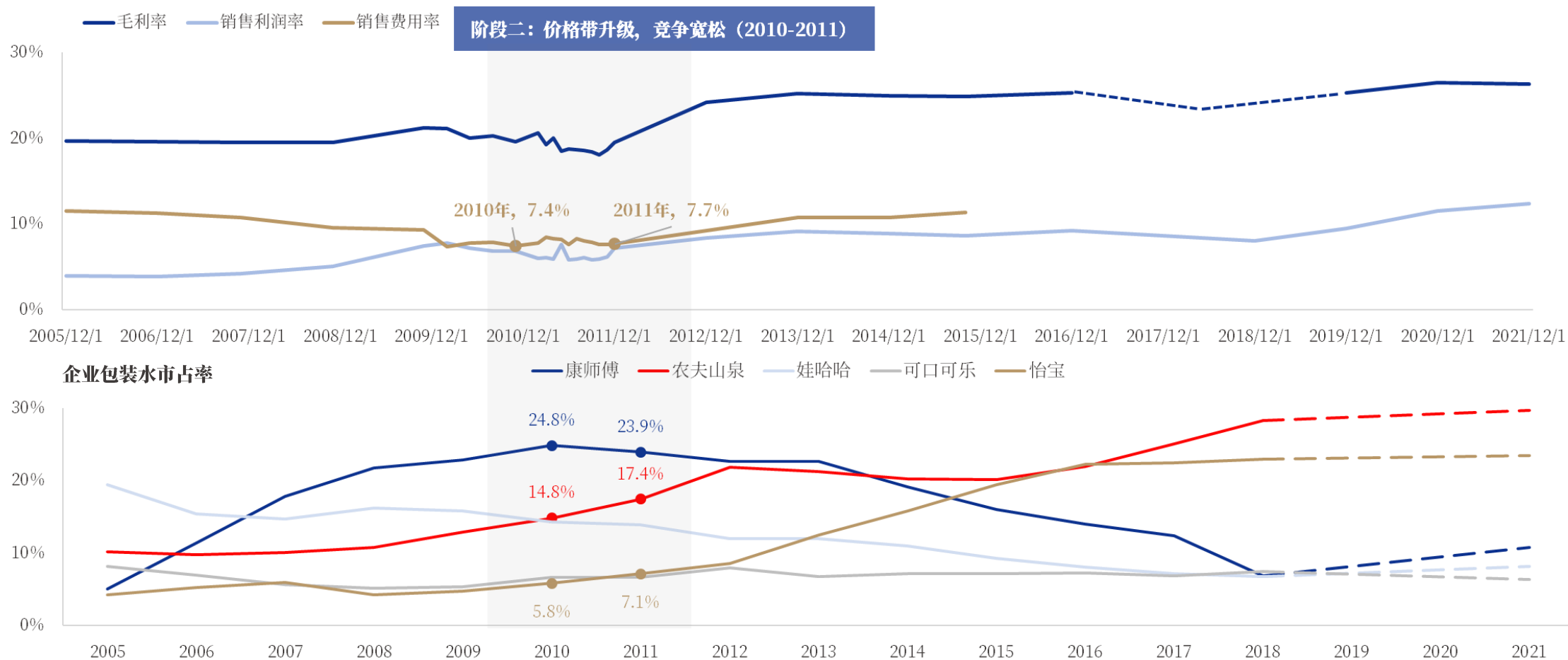
资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院
备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(一) 二十年包装水行业竞争格局演绎之规律

2、2010-2011年：2元水升级，竞争宽松，CR5提升至70%+

宏观政策刺激背景下经济快速反弹，1元水向2元水升级引发竞争格局松动，龙头走向开始分化，农夫、怡宝率先提价成功具备先发优势，2011年市占率较2010年分别提升2.6/1.3pcts，而康师傅、娃哈哈仍未突破1元价位带，总体看CR5进一步提升。同时，这一阶段竞争亦相对温和，而毛利率与净利率下降主要系成本压力明显。

图：二十年包装水行业竞争格局演绎之规律（2005-2021年）



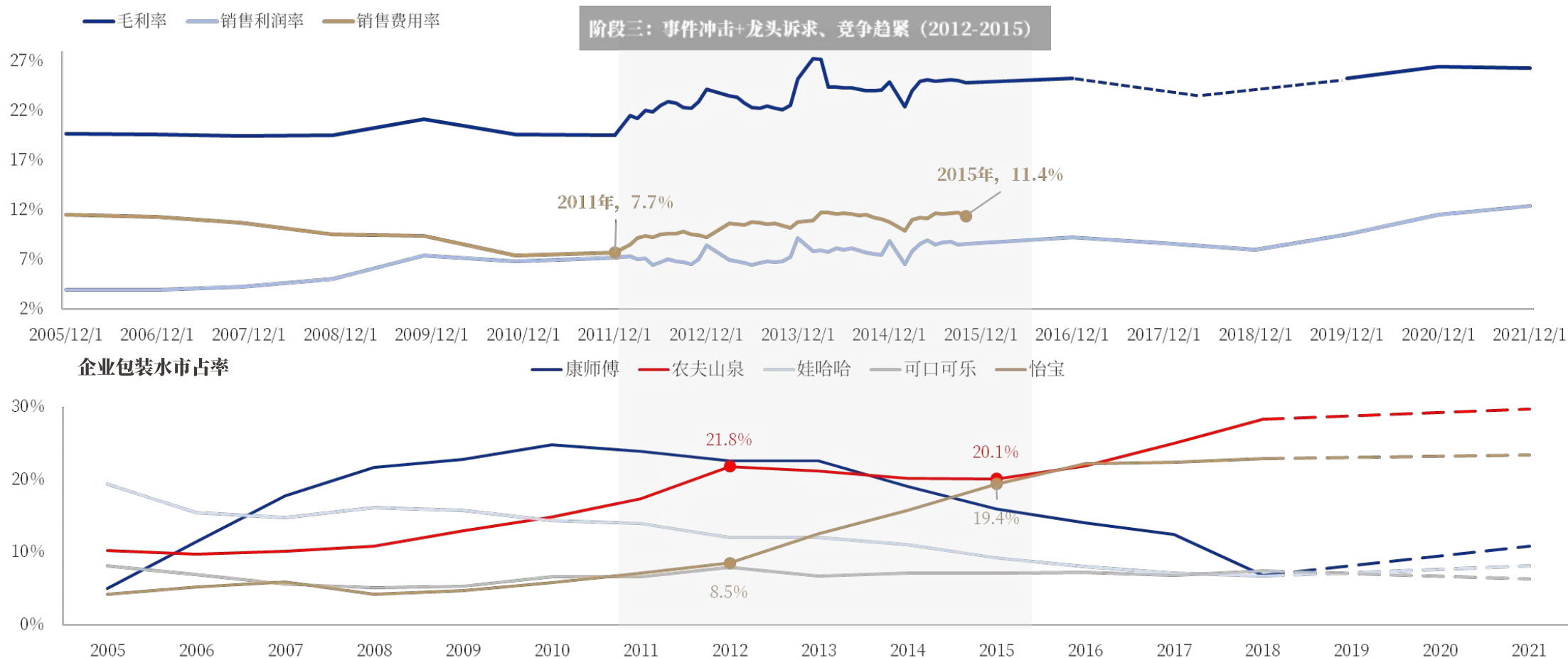
资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院
备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(一) 二十年包装水行业竞争格局演绎之规律

3、2012-2015年：行业竞争趋紧，但CR5稳定在70%

2012年伊始需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发行业竞争趋紧，而包装水国标出台加速竞争格局之变，最终费用高举高打的华润饮料份额快速提升（2012至2015年+10.9pcts），而农夫山泉凭借强大产品力与品牌力守住头部地位，前五大品牌共同收割其他尾部品牌份额。行业竞争升温，销售费用率由2012年9.2%上升至11.4%，但利润率具备支撑。

图：二十年包装水行业竞争格局演绎之规律（2005-2021年）



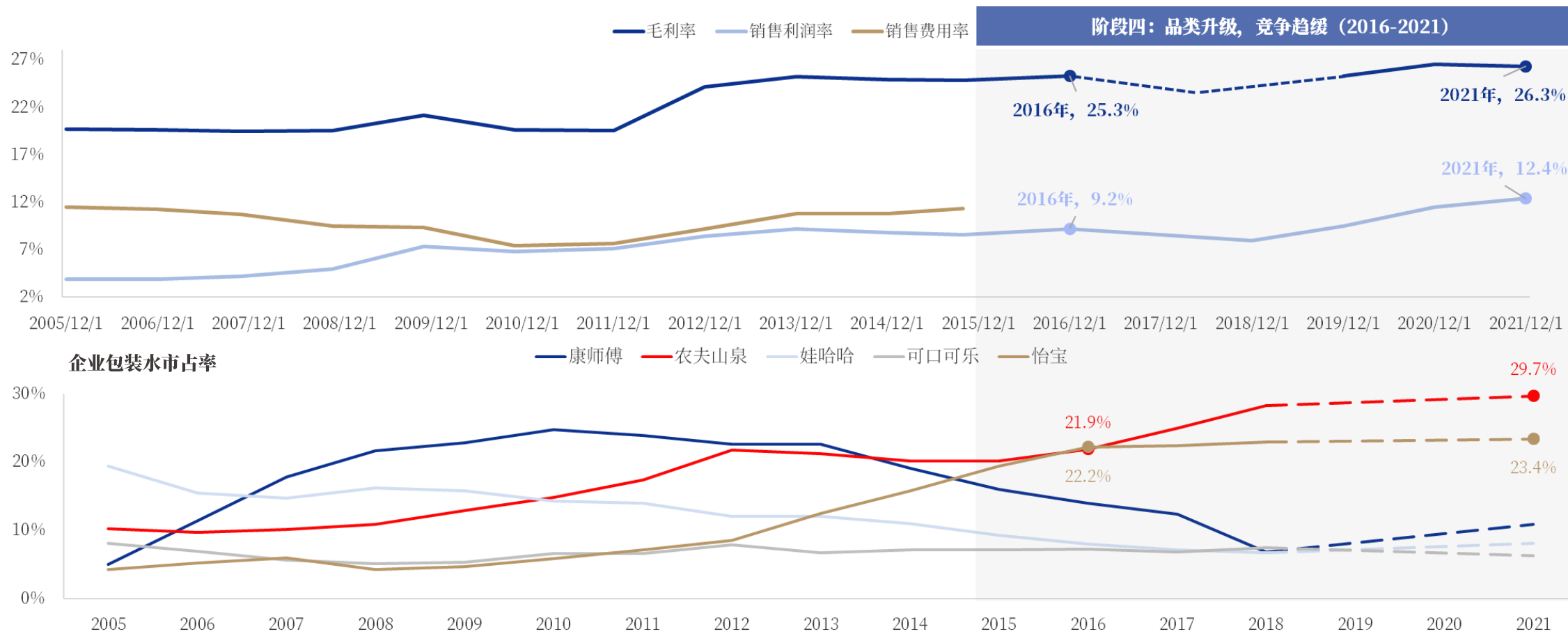
资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院
备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(一) 二十年包装水行业竞争格局演绎之规律

4、2016-2021年：品类升级下竞争趋缓，CR5提升至80%+

高端化叠加大包装化贡献行业增量，行业竞争趋缓，农夫、怡宝与百岁山市场份额在2016-2018年间快速提升，随后步入相对稳固阶段，整体看CR5亦持续提升；盈利能力持续改善，行业净利率亦由2016年9.2%提升至2021年12.4%。

图：二十年包装水行业竞争格局演绎之规律（2005-2021年）



资料来源：国家统计局，康师傅年报，中国银河证券研究院
备注：因数据可得性，虚线部分为线性连接

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

1、宏观需求：2012年开始宏观经济增速中枢逐渐下移

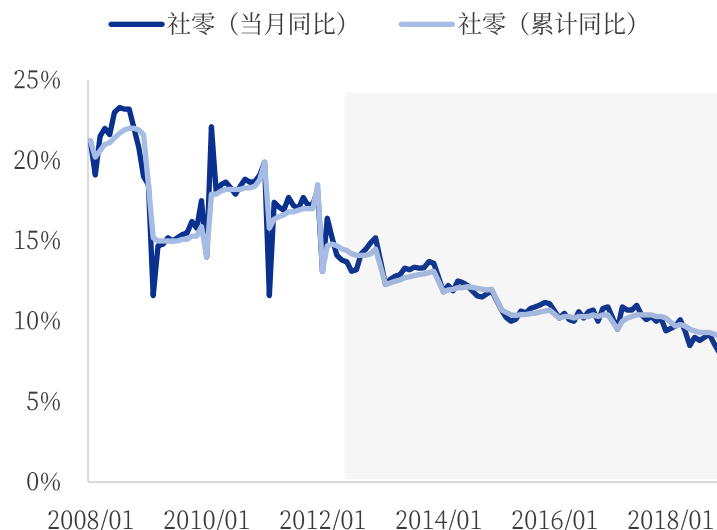
2008年四万亿刺激带动我国经济迅速从全球金融危机低谷中复苏，但由于后续增长结构调整，2012年起经济增速中枢整体换档回落，去除价格效应后2012-2015年GDP复合增速为7.4%，从双位数增长时代进入中高速区间。

图：2012年开始中国GDP增速中枢下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：社会消费品零售总额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：CPI食品同比 (当月)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

2、成本周期：包材与运费下降为费用投入提供宽松条件

包装水核心成本环节为包装材料+运输费用，以农夫山泉为例，PET材料占总成本比重30%；针对单瓶天然水，物流仓储费用占产品出厂价15%。2012-2015年包材与运费下降，成本红利释放，为费用投放提供空间。

PET：2012年起持续下行，2015年底较2012年初下降47.4%。

汽油：2012年企稳后逐渐回落，2015年底较2012年初下降28.8%。

图：PET瓶片价格在2012年开启下行周期（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：汽油价格/运费在2012年开启下行周期（元/吨）



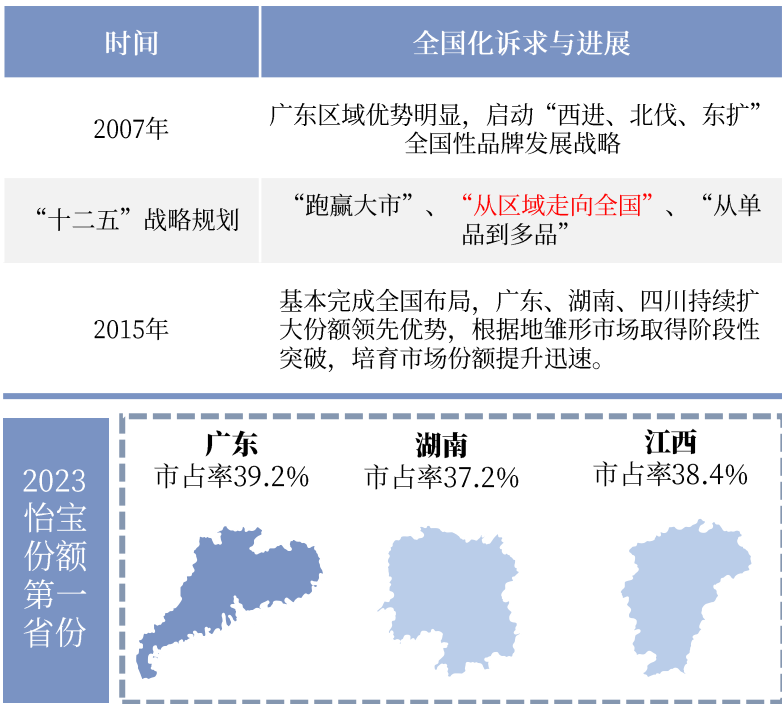
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

3、寡头策略：华润怡宝全国化诉求强烈，农夫山泉重心转向内部优化

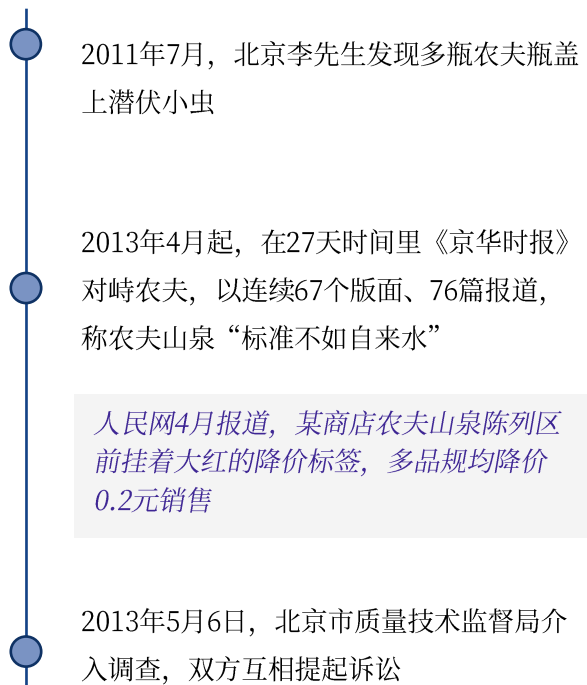
- **华润怡宝：全国化与渠道扩张诉求强烈。**2007年怡宝在广东市场取得优势后， 2011-2015年将“从区域走向全国”列为十二五规划之一，依靠华润集团在渠道端的协同效应与“巷战”打法，在湖南等样板市场取得突破。
- **农夫山泉：前期应对标准门事件投入费用，但后期重心逐渐转向内部优化。**农夫在2013年标准门等系列事件后，通过阶段性促销等方式改善动销；但自2015年开始，公司开展第二次渠道改革，尝试转渠道精耕为经销商专属制度，同时加大新品的研发储备与推广上市。

图：华润饮料全国化诉求强烈



资料来源：华润怡宝社会责任报告，华润杂志，中国银河证券研究院

图：农夫山泉2011-2013年面临标准门事件



资料来源：中国日报网，人民网，中国银河证券研究院

图：农夫山泉后期重心转向渠道变革、新品研发



资料来源：农夫山泉官网，中国银河证券研究院

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

4、品类周期：包装水国标出台加速竞争格局之变，自来水安全事件支撑竞争主要围绕费用端展开

●**包装水国标出台，加速竞争格局之变。**2014年包装水国标出台，出清长尾企业，此外康师傅矿物质水、可口可乐冰露矿物质水为应对新的国家标准，在更换产品的过程中被竞品抢占份额。

●**自来水安全事件支撑包装水终端价格韧性，行业竞争主要围绕费用端展开。** 2013-2014年3月多地发生自来水异味事件，且不乏“异味”与“水质达标”的矛盾检验结果。在1元水向2元水升级背景下，我们发现这一阶段出厂端均价稳定，并且终端价格亦有提升，行业的竞争主要围绕费用端展开。

图：2013-2014年自来水安全事件

2014年1-3月，各地被曝光的自来水异味事件达**10余起**，涉及**湖北、安徽、山西、甘肃、上海、浙江**等地。
3月14日，环保部发布结果显示，我国**2.8亿**居民使用不安全饮用水。



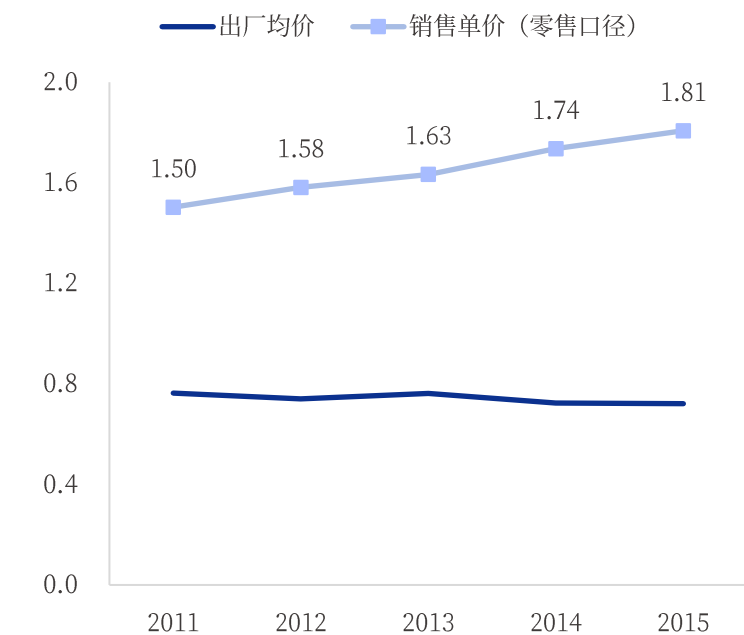
资料来源：人民网，中国银河证券研究院

图：包装水国标出台，有利于出清众多低质的瓶装水

《食品安全国家标准 包装饮用水》（GB19298-2014）		
影响对象	相关条例	直接效果
头部企业 (1元畅销水)	“关于包装饮用水的名称”：不得以水以外的一种或若干种成分来命名包装饮用水。	两大品牌水换标：康师傅矿物质水（1元/瓶） 冰露矿物质水（0.9元/瓶） 据Foodaily，康师傅、冰露矿物质水销量占总量1/5
长尾企业	“关于原料要求”、“关于微生物指标”	低质瓶装水出清，带动行业均价上涨

资料来源：中华人民共和国国家卫生健康委员会，Foodaily每日食品，中国银河证券研究院

图：行业出厂均价相对稳定，1元向2元升级趋势并未改变（2010-2015年，元/500ml）



资料来源：国家统计局，欧睿，中国银河证券研究院

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

5、格局演绎：尾部品牌被收割，怡宝份额快速提升，农夫头部地位稳固，竞争升温但相对可控

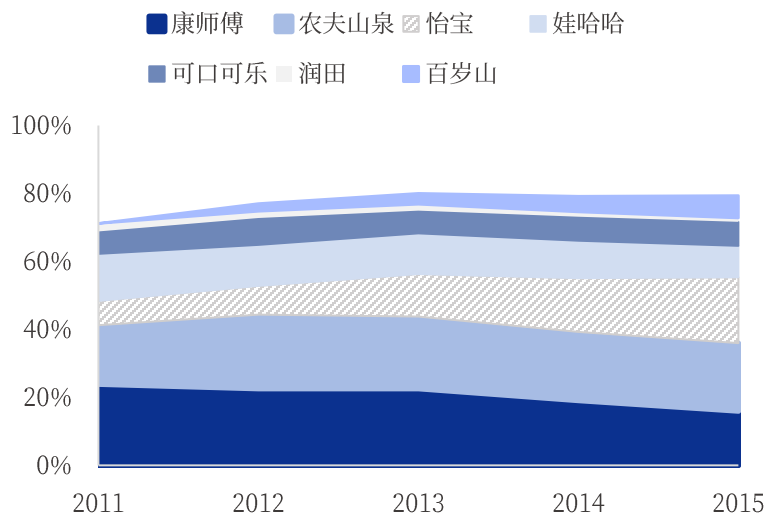
尾部品牌份额被收割，行业集中度小幅提升。本轮竞争最终推动众多尾部地方包装水品牌市场份额逐渐被收割，CR5从2011年约69%提升至2015年约72%。

华润怡宝：投入费用实现全国化，市场份额快速提升。利润总额/销售收入最高调整幅度为3pcts（从2011年6.5%下降至2013年3.5%），但市场份额从2011年7.1%提升至2015年19.4%。

农夫山泉：强产品力与品牌力支撑份额稳定，更重要的是错峰竞争为下一轮增长蓄力。本轮竞争中农夫山泉前期因标准门参与了价格竞争，净利率调整幅度最深为3pcts（从2011年13.9%下降至2013年11.0%），但更重要的是后期竞争克制，而是凭借较强的产品力与品牌力实现份额的相对稳定，市占率从2011年17.4%提升至2015年20%，同时重心向内调整渠道与研发新品，为下一轮增长蓄力。

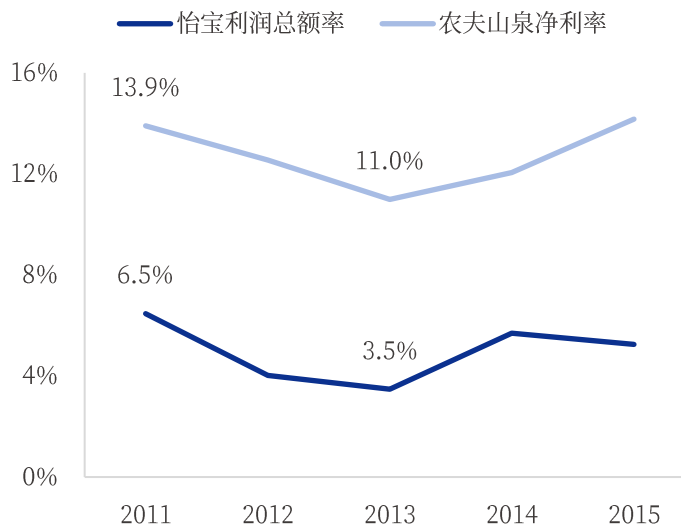
本轮竞争升温但相对可控，行业利润率仍然具备支撑。行业销售费用率从2011年约8%提升至2015年约11%，但原材料价格回落支撑销售净利率从2011年7.2%提升至2015年8.6%。

图：包装水市场份额变化（CR5逐渐提升）



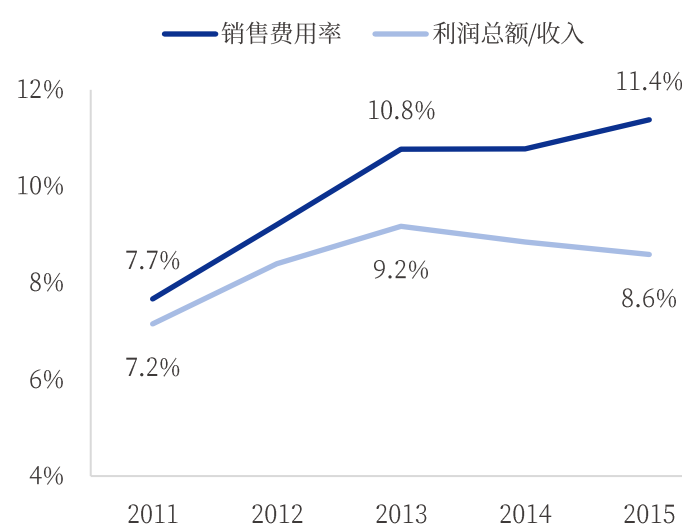
资料来源：尼尔森，中国银河证券研究院

图：怡宝利润总额率与农夫净利率



资料来源：华润怡宝社会责任报告，道尔生咨询，中国银河证券研究院

图：包装水行业净利率与销售费用率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

(二) 2012-2015年：需求增速放缓与成本宽松背景下怡宝加速全国化引发竞争趋紧

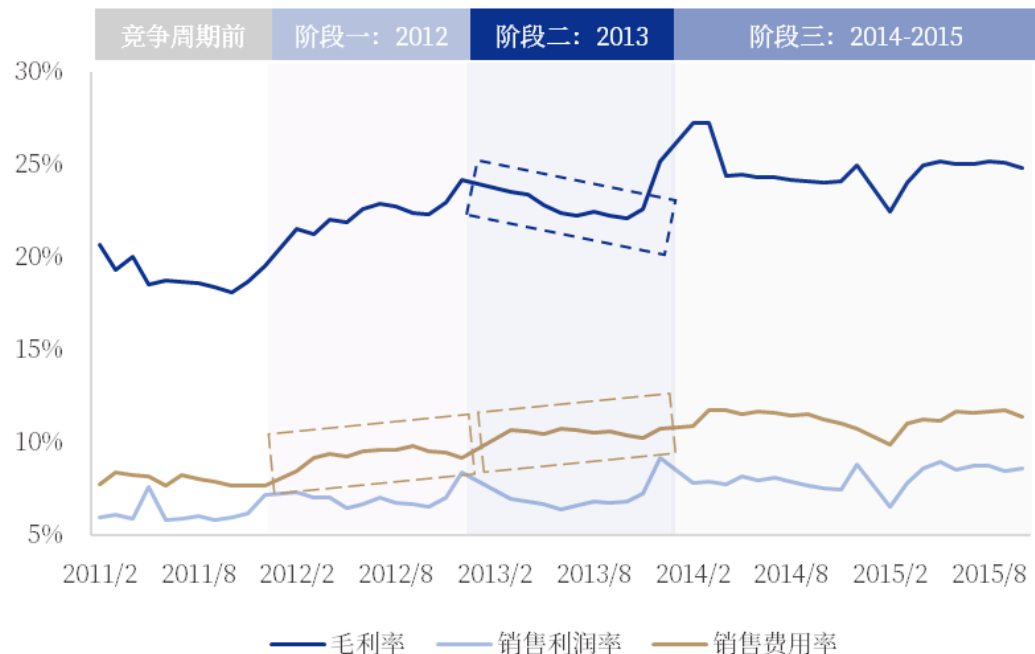
6、节奏：本轮竞争周期主要分为三个阶段

阶段一：2012年，宏观需求增速开始放缓，成本端逐渐宽松，怡宝与农夫提升市场份额的意愿较强，行业费用竞争开始升温。

阶段二：2013年，农夫标准门事件叠加宏观需求增速仍放缓，行业竞争进一步升温，费用投放力度进一步拉大。

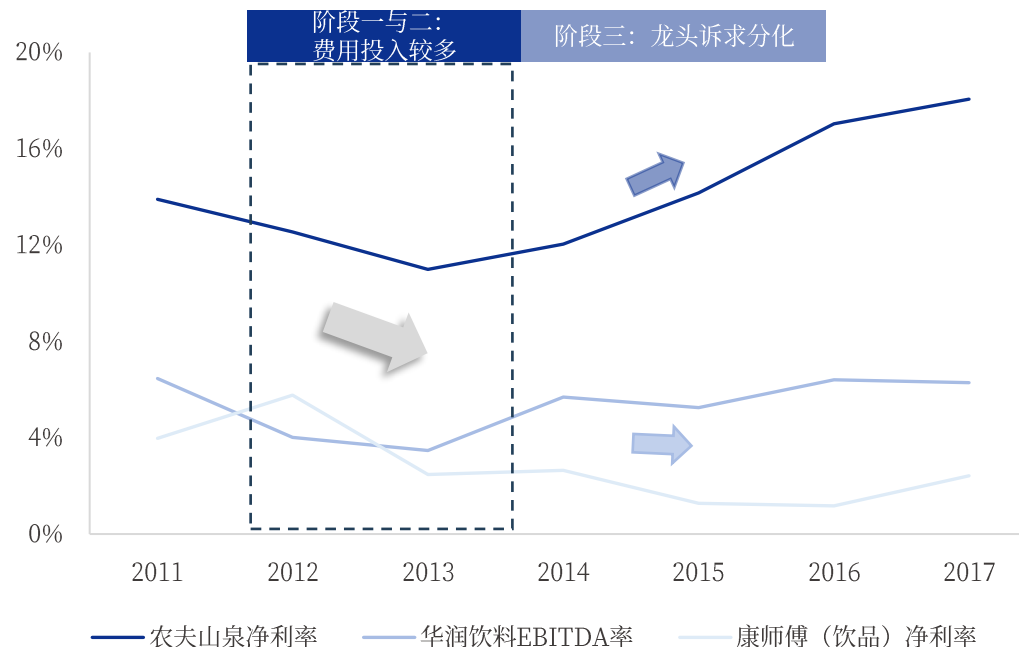
阶段三：2014-2015年，怡宝仍在持续投入费用以实现全国化目标，但农夫开始转向内部优化（渠道调整+新品研发），叠加宏观需求在2015年逐渐恢复，本轮行业竞争逐渐接近尾声，竞争格局基本定型（农夫与怡宝占据前二名）。

图：包装水行业毛利率、净利率与销售费用率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图：农夫山泉、康师傅净利率与华润饮料EBITDA率



资料来源：康师傅年报，怡宝招股说明书，道尔生咨询，中国银河证券研究院

(三) 经验小结

- 经验一：包装水行业竞争格局往往呈现周期性规律，主要取决于宏观需求、品类周期、成本周期与龙头策略。
- 经验二：无论竞争周期如何变动，从最终结果来看往往是行业集中度持续提升，其中农夫山泉与华润怡宝能够穿越多轮周期，得益于其差异化的品牌价值与强大的渠道网络。
- 经验三：2012-2015年虽然行业竞争趋紧，但净利率具备一定支撑，并且行业集中度（CR5）保持稳中有进，头部品牌走向不同发展路径：华润怡宝加大费用投放实现全国化推动份额提升，农夫山泉强产品力与品牌力支撑市占率稳定，后期重心向内调整渠道与研发新品，盈利能力改善，同时为下一轮增长蓄力。

03

展望：如何看待本轮格局变化的本质与节奏？

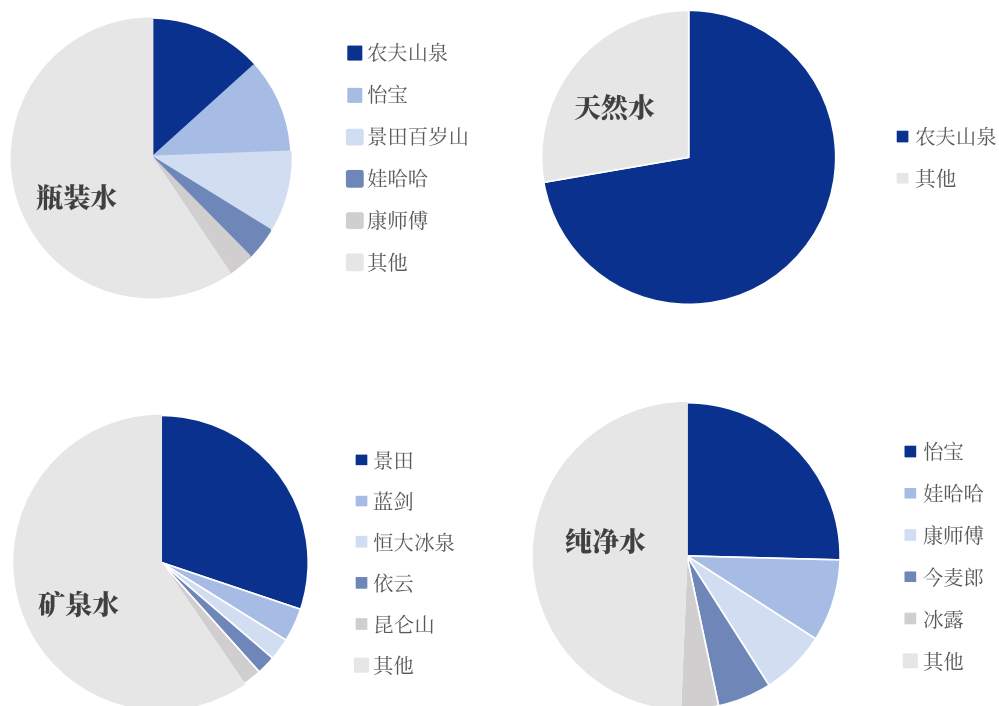
(一) 竞争本质：质价比趋势叠加消费多元化背景下农夫推新品助力渠道下沉

核心结论

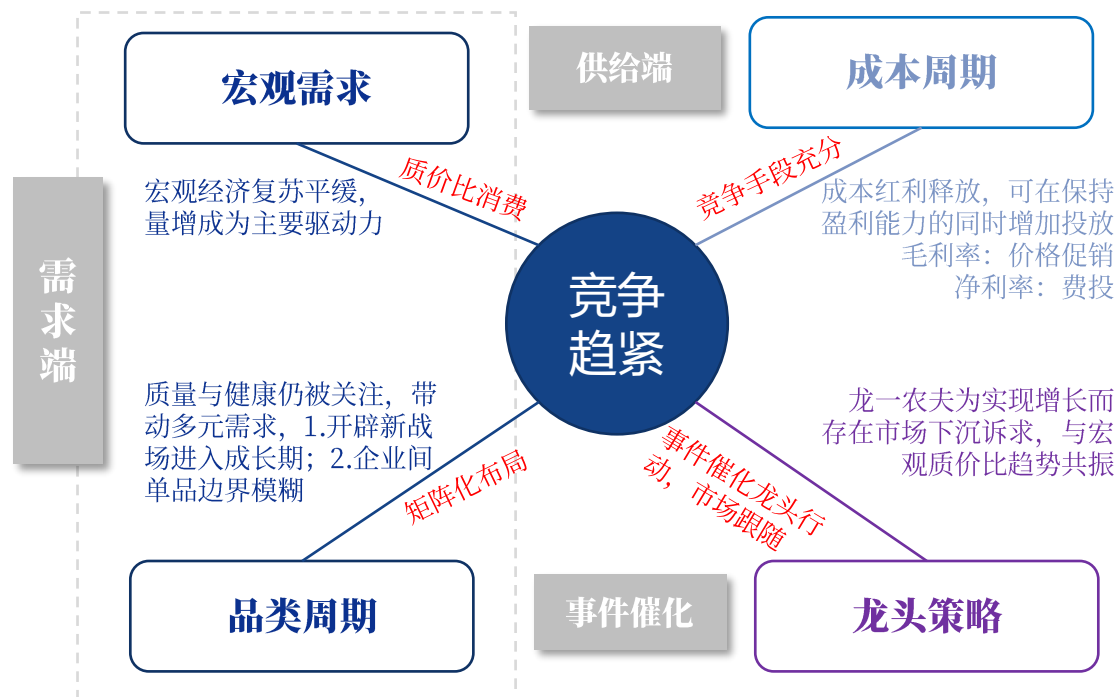
2024年农夫山泉推出“绿瓶水”并在旺季快速铺货与开启促销，我们认为价格促销只是本轮竞争的表象之一，其本质是质价比消费趋势叠加包装水消费需求愈加多元化，在这一背景下农夫山泉积极布局下沉市场与其他品类的发展机遇，通过费用投放培育新品以实现扩张，进而引发新一轮竞争格局松动，而2024年初的舆论事件仅仅是加速了这一过程。

图：2023年包装水竞争格局

图：本轮竞争本质：需求土壤已成、供给提供空间、龙头事件催化



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院



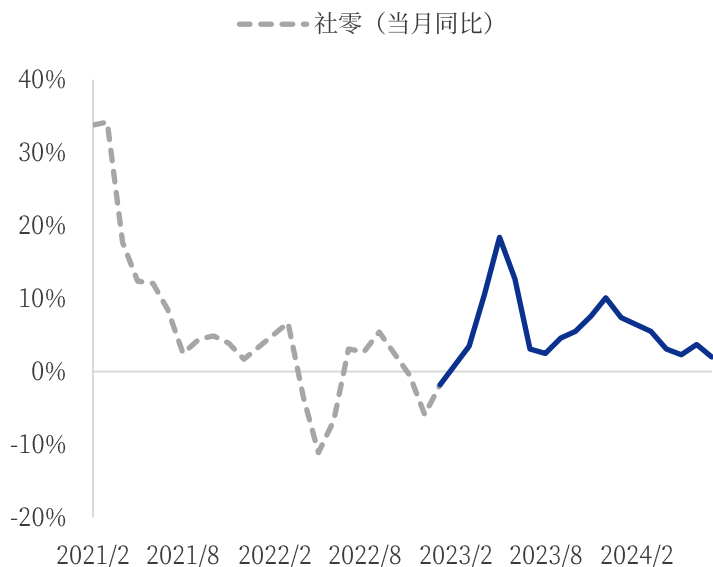
资料来源：中国银河证券研究院

(一) 竞争本质：质价比趋势叠加消费多元化背景下农夫推新品助力渠道下沉

1、宏观需求：经济复苏斜率平缓背景下质价比消费占优

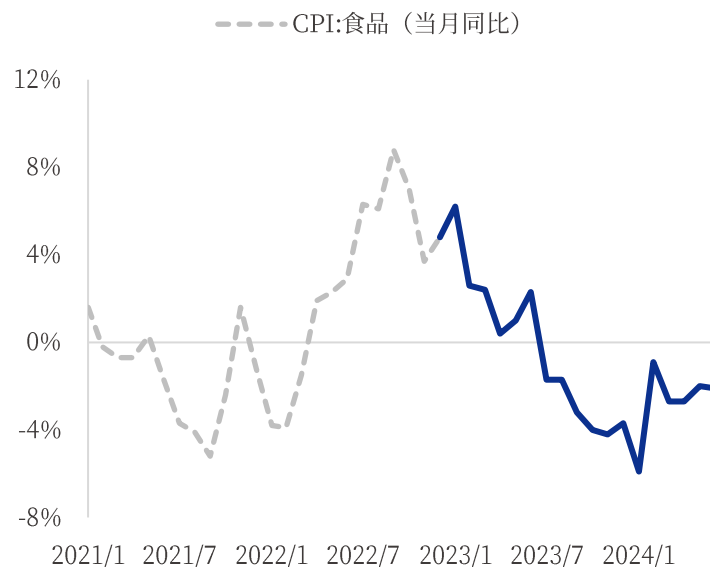
- **经济复苏斜率平缓**：2023年全年社会消费品零售总额47.15万亿，同比增长7.2%，消费整体从疫情中有所复苏，但斜率自23Q2以来呈现逐渐放缓趋势；CPI食品同比自23年初以来放缓，并自7月以来进入负增区间。
- **质价比消费占优**：支出态度向理性风格切换，“价格”与“质价比”成为食品饮料消费的重要考量因素。

图：社会消费品零售总额斜率平缓



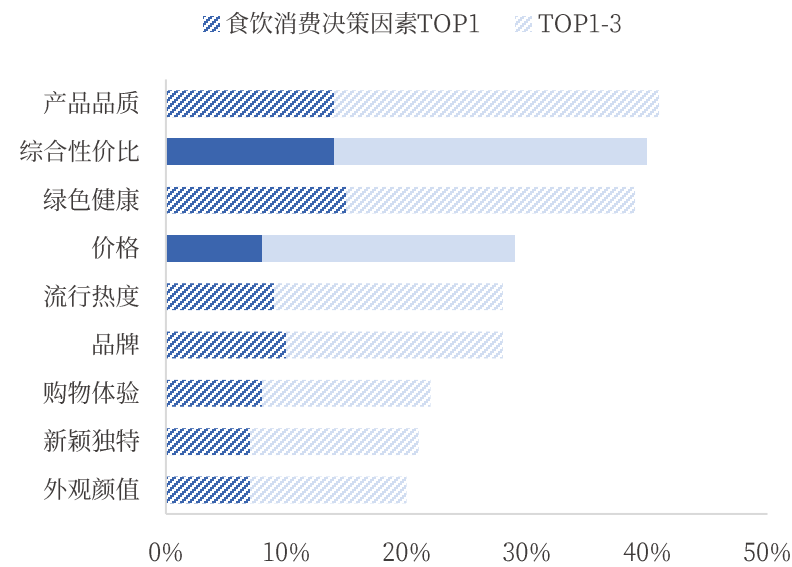
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：CPI食品同比（当月）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：质价比在食品饮料消费决策中占优（2023年）



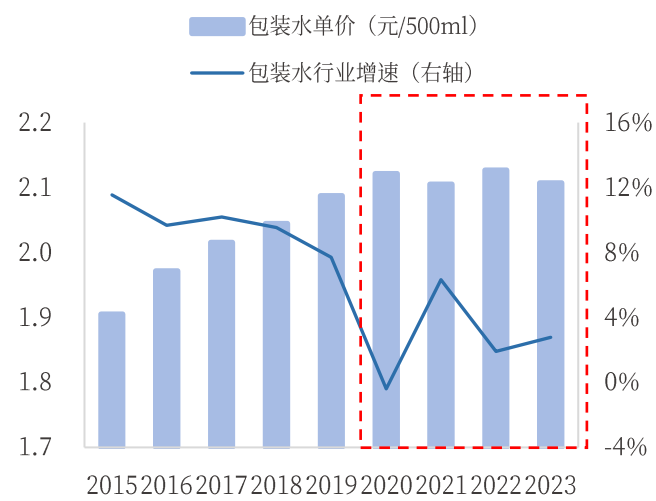
资料来源：德勤《2023年中国消费者洞察白皮书》，中国银河证券研究院

(一) 竞争本质：质价比趋势叠加消费多元化背景下农夫推新品助力渠道下沉

2、品类周期：包装水消费愈加多元化，从大单品竞争转为产品矩阵竞争

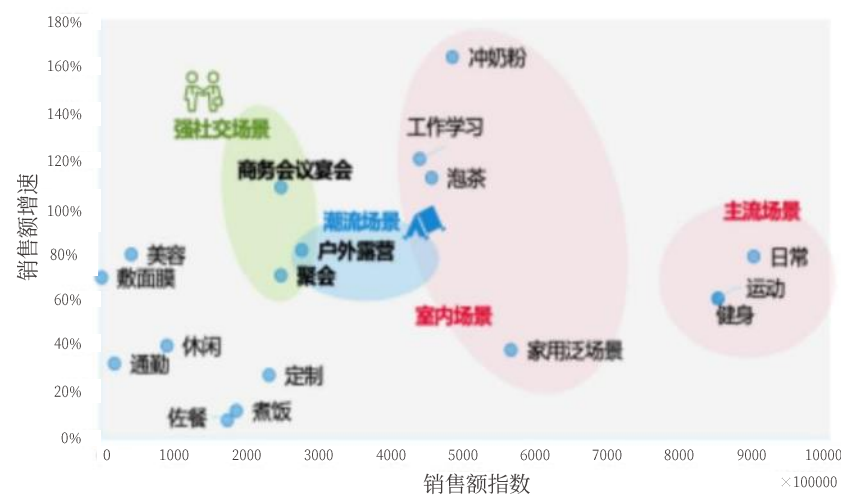
- **包装水步入稳健增长区间，量增成为主要驱动力。**2014-2019年包装水行业规模CAGR约10%，2020年至今步入个位数平稳增长区间，销量增长成为行业增长的主要驱动力，包装水每500ml单价自2014年1.91元持续上升至2020年2.11元后震荡企稳。
- **消费需求愈加多元化，从大单品竞争转为产品矩阵竞争。**伴随基础品类市场基本成熟，2015年后高端水、细分功能水、熟水景气轮动，头部企业均积极补充产品矩阵，拓展增长边界，基本完成大品类全覆盖布局。

图：包装水行业整体增速、单价



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图：包装水的消费场景与消费群体愈加多样化



资料来源：HCR×TMIC×伊利《阿里系线上包装水品类趋势洞察》，中国银河证券研究院

图：企业从大单品竞争转为产品矩阵竞争

	农夫	怡宝	今麦郎	康师傅	娃哈哈
纯净水					
天然水					
矿泉水					
熟水					

资料来源：各公司年报，今麦郎官网，中国银河证券研究院

(一) 竞争本质：质价比趋势叠加消费多元化背景下农夫推新品助力渠道下沉

3、成本周期：原材料价格下行提供费用宽松条件

2022年起原材料价格转向，2023-2024H1包材与运费均维持相对低位稳定运行，再次为费用投放留出空间。

PET：2024年7月底较高点回落26.1%；

瓦楞纸：2024年7月底较高点回落34.6%；

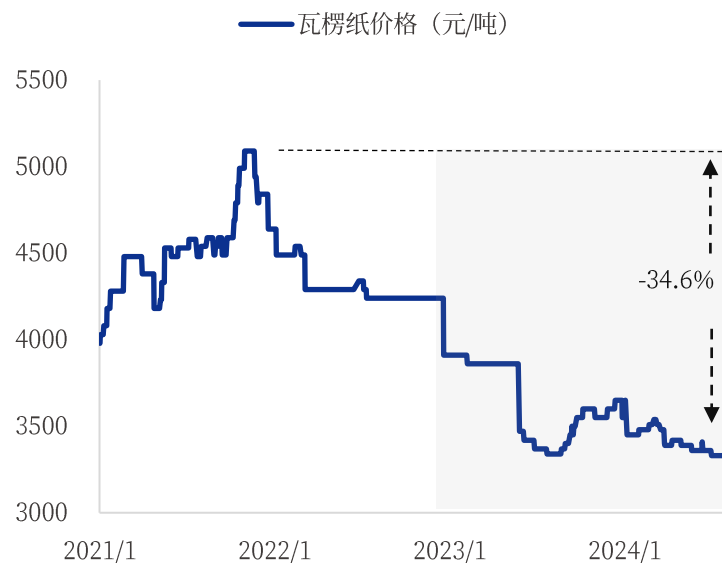
汽油：2024年7月底较高点回落15.3%。

图：PET瓶片价格在2023年低位运行



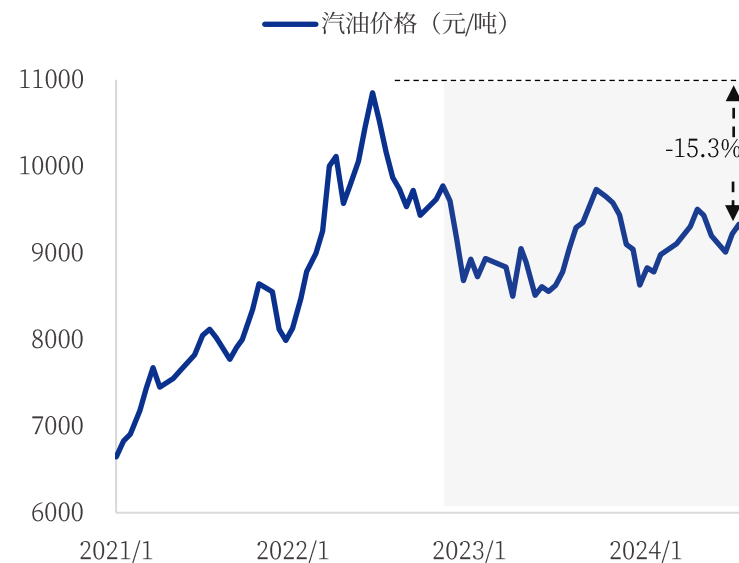
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：瓦楞纸价格2023年至今处于下行周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：汽油价格/运费在2023年有所回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

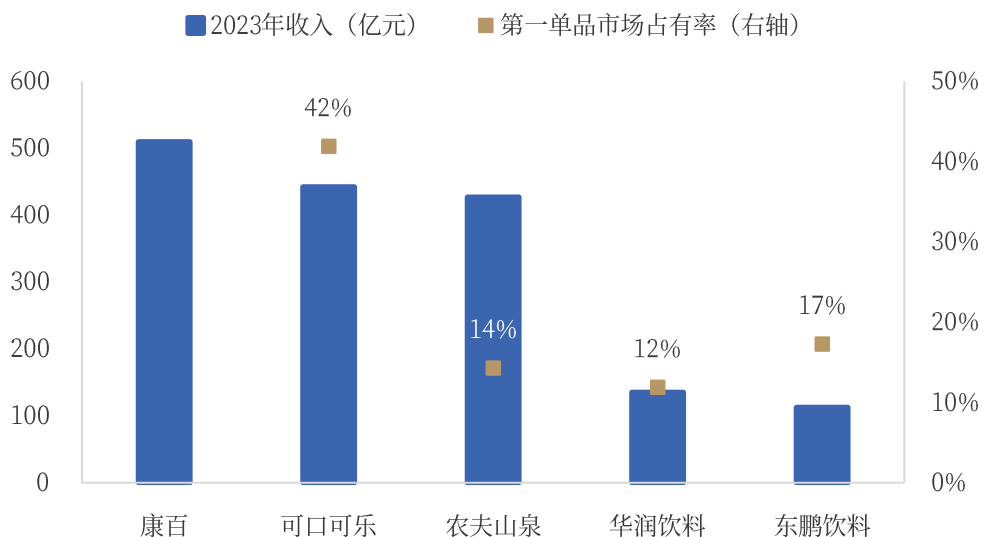
（一）竞争本质：质价比趋势叠加消费多元化背景下农夫推新品助力渠道下沉

4、龙头策略：农夫推新品助力渠道下沉，新品培育需要投放费用，舆论事件仅仅是催化剂

●**农夫山泉推出绿瓶水新品助力渠道下沉**：农夫山泉2023年收入400亿元+，已经是国内最大的饮料公司之一（可口可乐约500亿元、康师傅+百事约500亿元），因此为实现持续增长，推出绿瓶纯净水，加大布局下沉市场、完善包装水产品矩阵是有效途径之一。

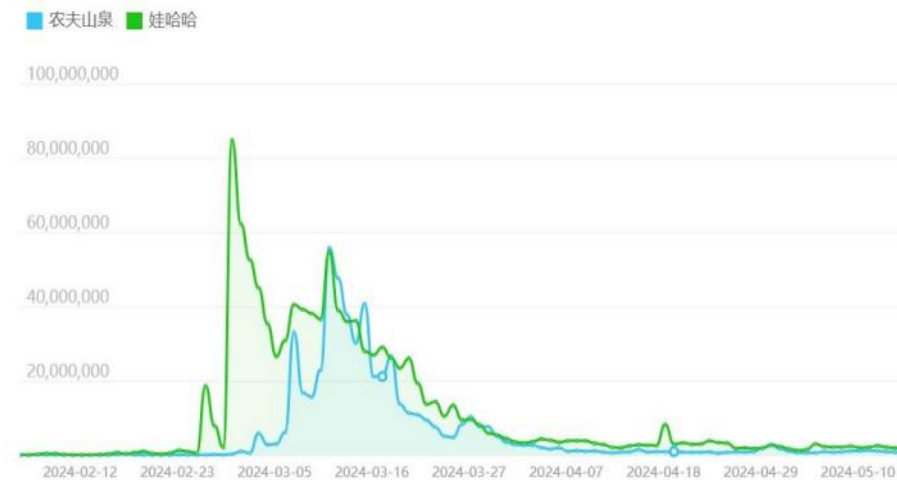
●**新品培育需要投放费用、舆论事件仅是催化剂**：2024年初以来网络爆发关于农夫与娃哈哈之间的舆论事件，加速了农夫在新品的费用投放，但我们认为其仅仅是催化剂，而并非决定性因素，目前来看冲击正在逐渐退散。

图：农夫山泉收入体量与市占率处于较高水平



资料来源：欧睿，各公司年报，中国银河证券研究院

图：2024年初的舆论事件仅仅是催化剂、冲击正在逐渐消除



资料来源：百度指数，中国银河证券研究院

(二) 趋势：份额或向头部集中，农夫与怡宝错位竞争，竞争激烈程度或可控

- **与此前几轮周期相同，我们认为在本轮竞争周期中，品牌份额仍有望向头部集中**，主要基于：1) 目前包装水行业集中度仍有提升空间；2) 头部企业竞争优势显著，包括品牌力与渠道力；3) 其余品牌受限于自身诉求或内部因素，将逐渐让出部分市场，例如可口可乐24Q2业绩交流会表明内部下降包装水的品类优先度，娃哈哈目前内部管理正在调整，元气森林亦在线上平台下架纯净水。
- **此外，农夫与怡宝有望错位竞争，竞争激烈程度或相对可控**：本轮竞争中农夫山泉的核心诉求是推新品实现渠道下沉，而华润怡宝的核心诉求是培育饮料第二增长曲线与内部提效。因此，二大头部企业战略大方向或有分化，将决定本轮竞争激烈程度相对可控。

图：娃哈哈目前内部管理正在调整

2024年2月25日

宗馥莉接班娃哈哈

2024年

娃哈哈多位高管陆续离职

2024年7月18日

宗馥莉辞职信在网络上大规模流传，信中提及宗馥莉决定辞去娃哈哈集团副董事长、总经理职务，不再参与经营管理。

2024年7月22日晚间

娃哈哈集团发布声明，经各股东友好协商，宗馥莉决定继续履行娃哈哈集团的相关管理职责。



资料来源：娃哈哈官网，新华网，中国银河证券研究院

图：可口可乐24Q2降低包装水内部优先度

“...And deprioritizing what is essentially case-packed water, where we don't make money in China. So the overall volumes were negative in China, but that's entirely driven by the de-prioritization of the water....”

“...并且降低包装水的优先级，因为在中国我们赚不到钱。”



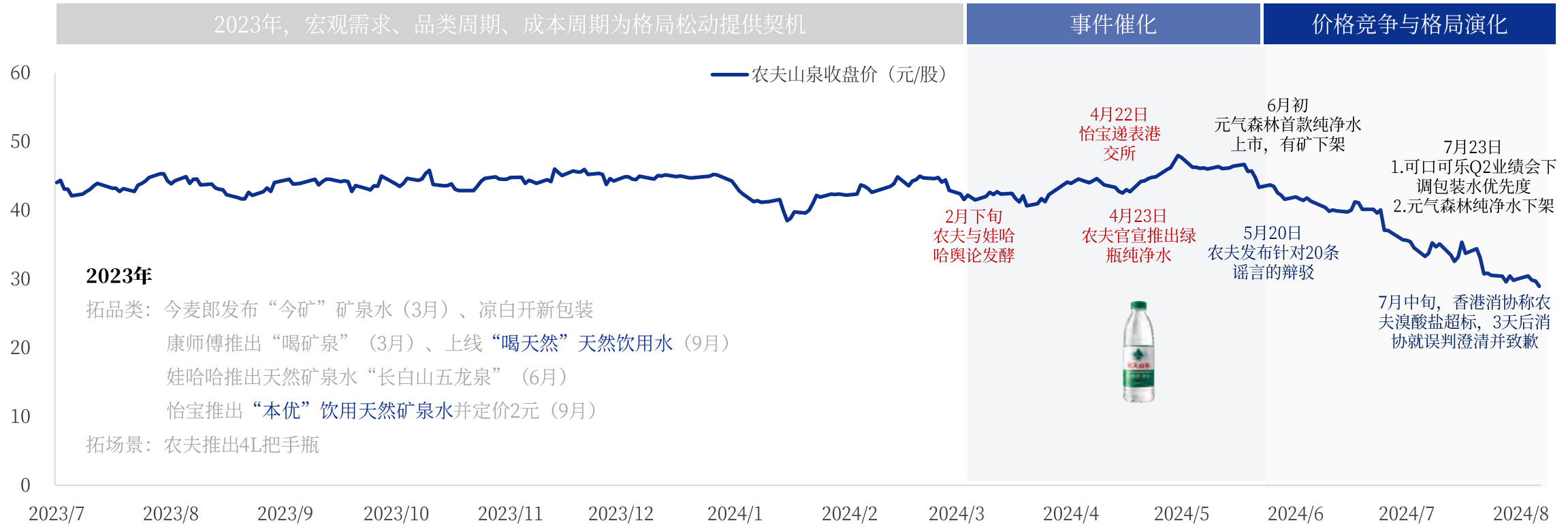
——可口可乐首席执行官James Quincey,
Q2 2024 Coca-Cola Co Earnings Call

资料来源：yahoo! finance，中国银河证券研究院

（三）节奏：需求复苏与龙头策略将影响本轮竞争周期节奏

我们预计24Q3短期农夫山泉提升市场份额的诉求较强、新品推广前期需要费用投入，但后续竞争或相对趋缓，需持续观察农夫与怡宝的战略，以及跟踪需求复苏节奏、行业成本压力。

图：本轮包装水行业竞争格局演变的节奏（农夫山泉股价变化）



资料来源: Wind, 拿声国际, 农夫山泉官网, Yahoo! finance, 中国银河证券研究院

04

重点公司：
关注头部企业农夫山泉、华润饮料

(一) 农夫山泉：投入费用培育绿瓶水，多维度助力长期增长

- **维度一：补全产品矩阵，覆盖更多场景，助力份额提升。**随着消费者关于包装水的口味偏好差异、具体用途愈加多样化，单一的天然水难以满足消费者的需求，因此农夫山泉推出绿瓶水有利于完善包装水产品矩阵，可覆盖之前未触及的消费者与场景，而非单纯替代红瓶水需求，有望推动短期市场份额的回升甚至进一步长期的提升。

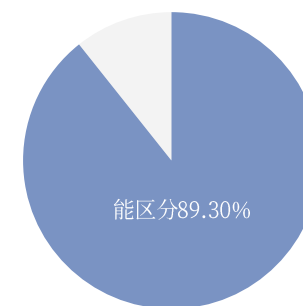
图：绿瓶水可满足此前未触及的消费者与场景、补全包装水产品矩阵



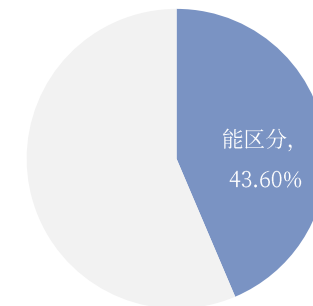
资料来源：农夫山泉官网，人民网，拿声国际，中国银河证券研究院

图：纯净水与天然水存在消费者心智区隔

能分辨矿泉水和纯净水的人群



能分辨矿泉水和天然水的人群

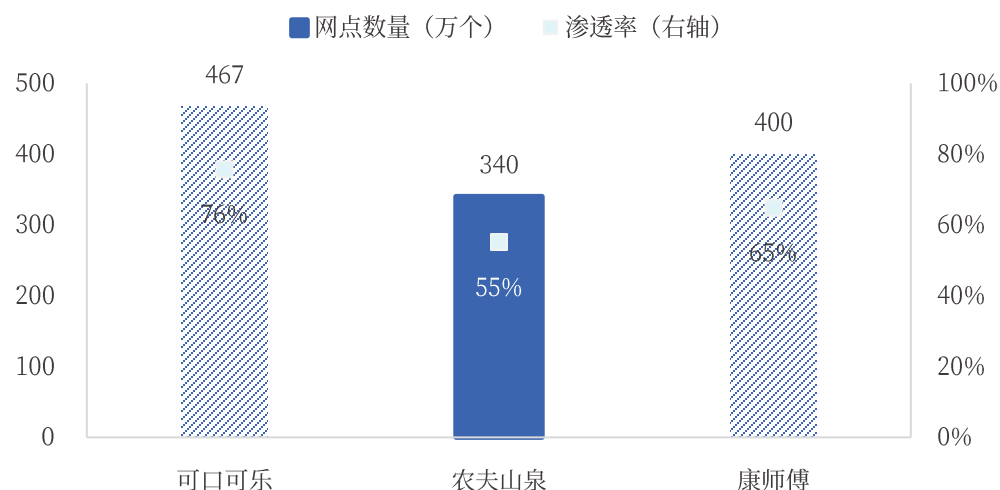


资料来源：消费质量报，中国银河证券研究院

（一）农夫山泉：投入费用培育绿瓶水，多维度助力长期增长

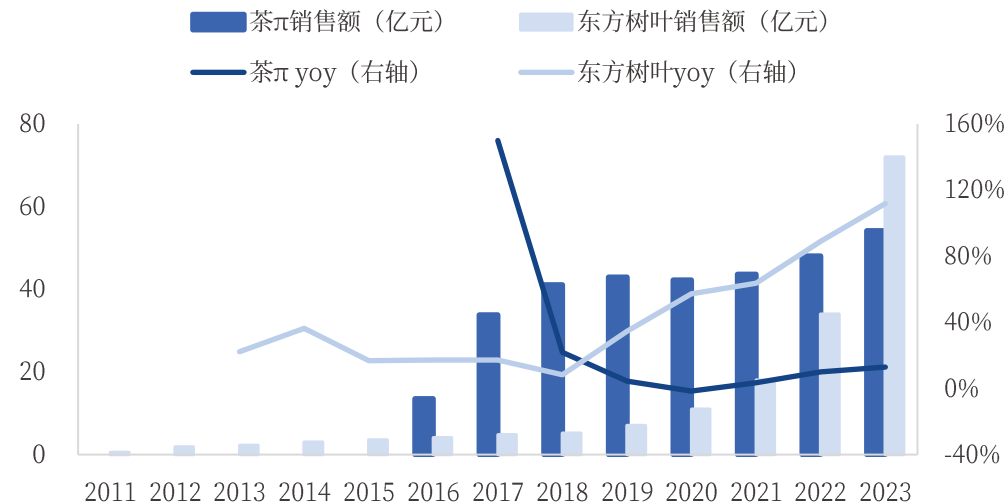
- **维度二：质价比产品助力渠道下沉，可带动其他饮料产品向下渗透。**类似于2016年农夫推出茶π，在无糖茶消费需求尚未成熟的背景下推出一款适合当前阶段消费者需求的产品以抢占品类扩容的红利，农夫在2024年推出绿瓶纯净水的另一核心诉求是在3元矿泉水升级尚未成熟的背景下，顺应宏观背景推出纯净水产品以渗透下沉市场，完善自身渠道结构，未来有望推动中高价格带产品向下渗透，助力收入进一步增长。

图：农夫山泉在下沉市场的渠道布局弱于康师傅、可口可乐



资料来源：企业管理杂志，中国银河证券研究院

图：【案例】2016年在无糖茶接受度不高的情况下推出茶π，带动茶饮料业务快速增长

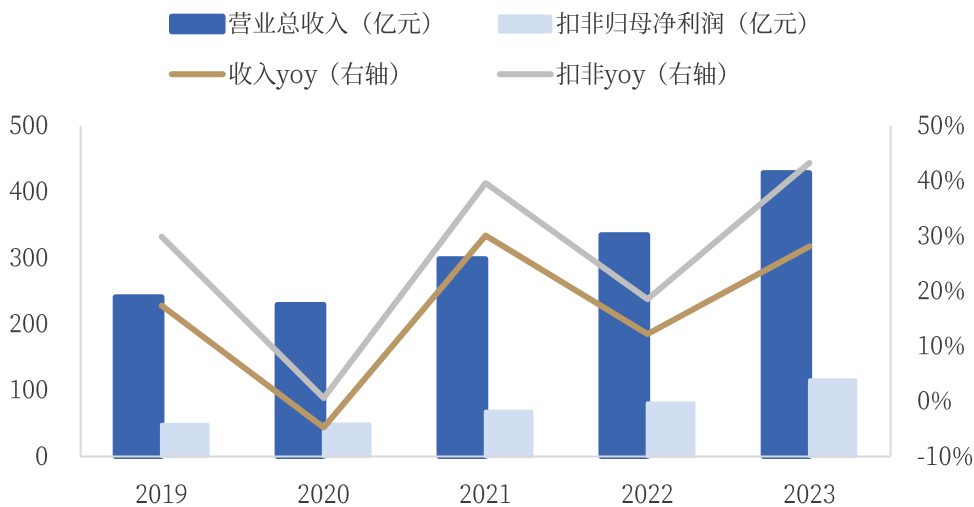


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

(一) 农夫山泉：投入费用培育绿瓶水，多维度助力长期增长

- 2021-2023年公司实现收入299/335/429亿元，同比+30.1%/12.2%/28.1%，实现扣非归母净利润68/81/115亿元，同比+39.6%/18.5%/43.3%。
- **包装水业务：**1) 短期看，绿瓶水有望补全产品矩阵、助力份额提升与渠道下沉，叠加舆论降温以及公司在渠道采取积极行动，目前公司包装水收入增速逐渐回升，未来趋势有望延续。2) 长期看，国内包装水渗透率低于欧美日本，未来大包装、细分方向产品的增长有望推动整体空间扩容。
- **饮料业务：**1) 即饮茶，东方树叶，无糖茶品类爆发背景下先发优势明显，铺市率与卖力提升有望推动产品迈向百亿元体量，后续可通过布局上游茶园、开发新品等延长产品生命周期；茶π，对碳酸等含糖饮料的替代与渠道下沉，未来亦有望迈向百亿元收入。2) 其他饮品，提前卡位布局功能饮料、RTD咖啡，参考海外经验，有望打造第三曲线。
- **利润端：**截至2024年8月1日，PET瓶片价格同比-0.9%，小幅下行，整体仍处平稳区间；白糖价格加速回落，与去年同期相比下降8.4%，利好盈利弹性释放。
- **估值分析：**根据Wind一致预期，公司2024年PE约22X，处于历史最低值，未来3年业绩CAGR有望维持在10%以上，并且ROE保持在35~40%，参考同为平台型饮料公司的可口可乐，上市至今PE均值约28X，2004-2014年PE均值20X（扣非利润CAGR约5%/ROE约30%）。

图：农夫山泉收入、归母净利润与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：农夫山泉历史估值

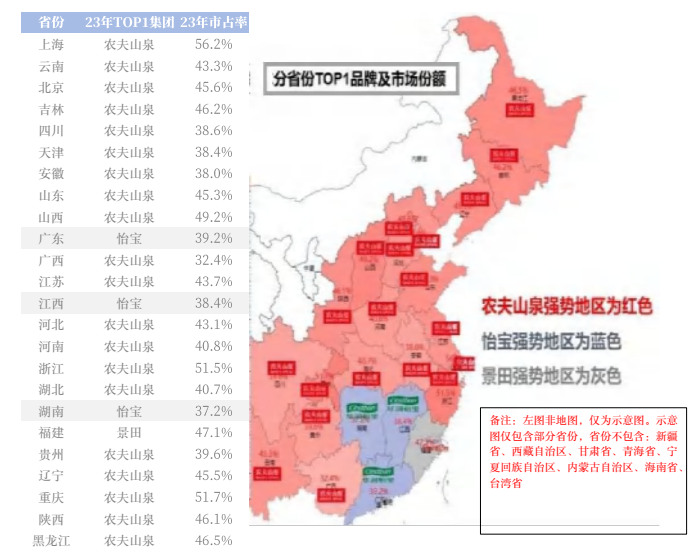


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 华润饮料：纯净水基本盘稳固，内部提效与培育饮料新品

- **纯净水基本盘稳固，能有力应对格局之变。**1) 南方市场与核心渠道的壁垒较为稳固，怡宝扎根华南市场，向外辐射拓张，广东、江西、湖南为优势省份，23年占据区域市场份额首位，广西/浙江/上海/安徽/河南省占率分别提升0.2/0.8/5.9/1.1pcts；2) 长期体育营销投入塑造强大品牌粘性，自2013年起怡宝在超过45个城市合作了超1000场跑步赛事，2019年正式成为中国国家队/TEAM CHINA的合作伙伴，再为品牌形成强大背书，体育赛事具有周期长、存在稳定、辨识度高的特点，有助于培育企业稳定忠实的消费客群。
- **内部提效与培育饮料新品，或推动盈利能力改善。**在守住纯净水基本盘的同时，公司积极提升自有产能占比、实现精细化管理，有望推动盈利能力改善；此外，公司持续积极布局饮料品类，菊花茶等第二增长曲线初具雏形。

图：怡宝在华南壁垒较为稳固



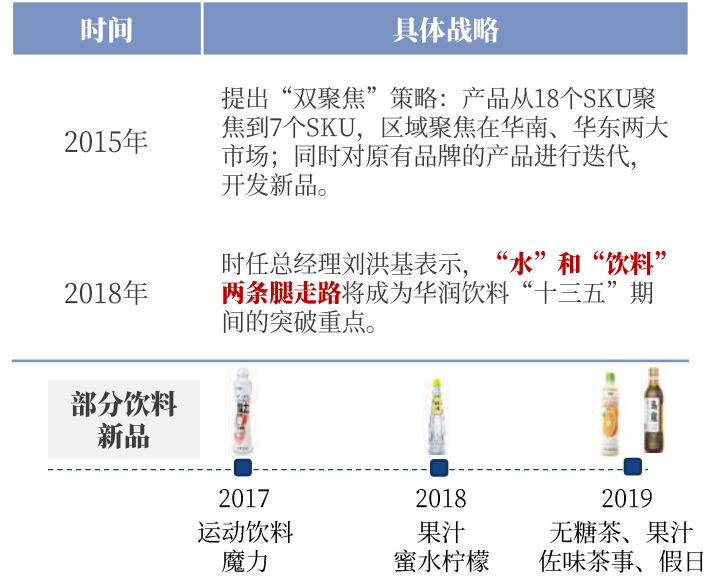
资料来源：马上赢情报站，中国银河证券研究院

图：华润饮料体育营销塑造品牌力



资料来源：华润饮料官网，中国银河证券研究院

图：华润饮料目前战略规划重点是内部提效与培育饮料



资料来源：中国新闻周刊，华润怡宝社会责任报告，中国银河证券研究院

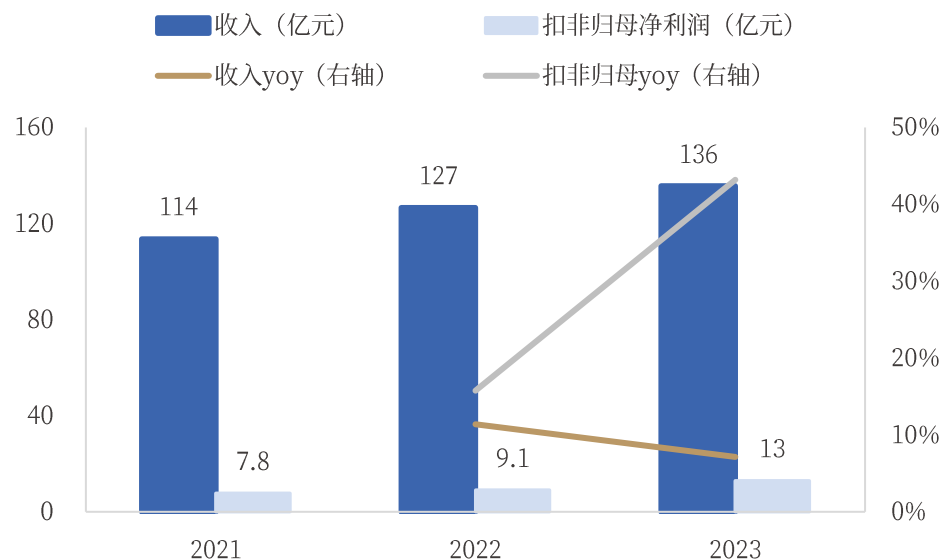
(二) 华润饮料：纯净水基本盘稳固，内部提效与培育饮料新品

2021-2023年公司实现收入114/127/136亿元，22/23年同比+11.4%/7.2%，实现扣非归母净利润7.8/9.1/13.0亿元，22/23年同比+15.8%/43.2%。

收入端：1) 预计公司包装水业务在本轮竞争周期中仍然相对稳固，有望凭借渠道精耕与强大品牌力实现稳健增长；2) 大力拓展饮料业务，例如菊花茶、无糖茶与功能饮料等，新品持续铺货亦有望贡献收入增量。

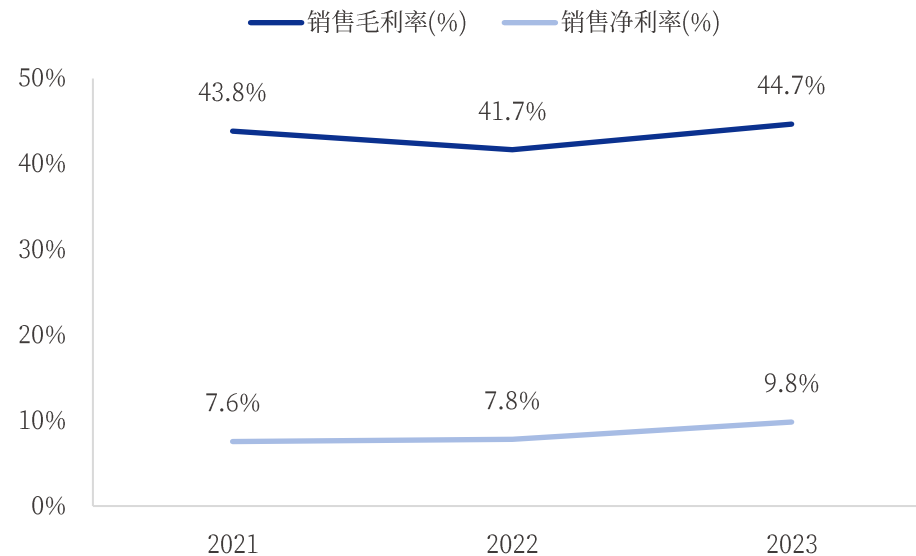
利润端：1) 截至2024年8月1日，PET瓶片价格同比-0.9%，小幅下行，整体仍处平稳区间；白糖价格加速回落，与去年同期相比下降8.4%，利好盈利弹性释放。2) 积极提升自有产能占比与精细化管理，有望推动盈利能力改善。3) 通过扩充饮料品类利用渠道杠杆效应，有利于盈利弹性释放。

图：华润饮料收入、净利润与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：华润饮料毛利率与净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

- 动销不及预期的风险
- 行业竞争进一步加剧的风险
- 食品安全风险

分析师承诺及简介



分析师：刘光意

分析师登记编码：S0130522070002

经济学硕士，2020年加入民生证券研究院，2022年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、饮料、乳品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

分析师承诺

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn