

持有

包装饮用水呈现消费刚性，茶饮下半年强势复苏

农夫山泉 (9633.HK)

2021-03-29 星期一

投资要点

目标价: **46.4 港元**
 现价: 40.0 港元
 预计升幅: 16.0%

➤ **净利润同比+6.5%，略超我们预期：**

2020 年公司收入 228.77 亿元人民币，同比-4.8%；其中，包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他产品业务收入同比分别变动 -2.6%/-1.6%/-26.1%/-14.5%/+135.8%。得益于较以往年度较低的 PET 采购价格及政府推行社保减免政策，毛利率同比提升 3.6 个百分点至 59%；实现净利润 52.77 亿元，同比+6.5%；如扣除捐赠、汇兑损失及上市等一次性开支，净利润为 55.81 亿，同比+1.7%。

重要数据

日期	2021/3/26
收盘价 (港元)	40.0
总股本 (百万股)	11,246
总市值 (百万港元)	449,840
净资产 (百万元)	19,285
总资产 (百万元)	30,741
52 周高低 (港元)	68.75/31.0
每股净资产 (元)	1.71

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **20H2 受策略调整及南方洪水影响，包装水业务出现下滑：**

2020 年包装饮用水收入 139.7 亿元，占比 61%，是公司收入的主要来源，同比-2.6%，好于其他主要品类，也呈现出必需消费品的消费刚性。从细分市场来看，即饮消费由于消费者外出受限出现较为显著的下滑，而中大规格包装水依然延续强劲的增长势头，同比仍然录得 10% 以上的增长。20H2 因公司对三季度疫情防控形势的不确定性，采取了稳健的经营方针，主动控库存行为叠加公司的销售优势区域遭遇洪水灾害，令下半年包装水业务同比-5.9%。

➤ **茶饮料 20H2 强劲复苏，新品推动其他产品业务大幅增长：**

2020 年茶饮料收入 30.9 亿，同比-1.6%，其中，20H2 收入实现+10.5% 的增长，呈现出强劲的复苏势头；功能饮料因学校、运动场馆等消费场所关闭，同比-26.1%至 27.9 亿，20H2 同比-10.5%，降幅有所收窄；果汁饮料收入 19.8 亿，同比-14.5%，20H2 同比-18.4%，主要是中高浓度果汁饮料受到餐饮聚会限制的影响较大；其他产品业务收入同比+135.8%至 10.54 亿元，其中新品录得 6 亿元的收入，为主要驱动力。

主要股东

钟睺睺 (84.41%)

相关报告

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20201222

➤ **维持“持有”评级，目标价 46.4 港元：**

考虑到我国目前疫情防控形势、疫苗接种进度、叠加奥运会预期，我们看好软饮行业的持续性回暖。预计公司 2021/2022 年 EPS 为 0.54/0.62 元，目标价 46.4 港元，对应 2021 年 70 倍 PE，较现价有 16.0% 的涨幅。

百万人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	24,021	22,877	27,060	31,196	35,766
同比增长	17.3%	-4.8%	18.3%	15.3%	14.6%
毛利率	55.4%	59.0%	57.1%	56.7%	56.3%
归母净利润	4,949	5,277	5,947	6,831	7,876
同比增长	37.2%	6.5%	12.7%	14.9%	15.3%
净利润率	20.6%	23.1%	22.0%	21.9%	22.0%
每股盈利	0.46	0.48	0.54	0.62	0.72
PE@40.0HKD	71.6	68.0	60.3	52.5	45.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

报告正文

净利润同比+6.5%，略超我们预期：

2020 年公司收入 228.77 亿元人民币，同比-4.8%；其中，包装饮用水/茶/功能/果汁/其他产品业务收入同比分别变动-2.6%/-1.6%/-26.1%/-14.5%/+135.8%。得益于较以往年度较低的 PET 采购价格及政府推行社保减免政策，毛利率同比提升 3.6 个百分点至 59%；实现净利润 52.77 亿元，同比+6.5%；如扣除捐赠、汇兑损失及上市等一次性开支，净利润为 55.81 亿，同比+1.7%。

图 1：公司收入及增速

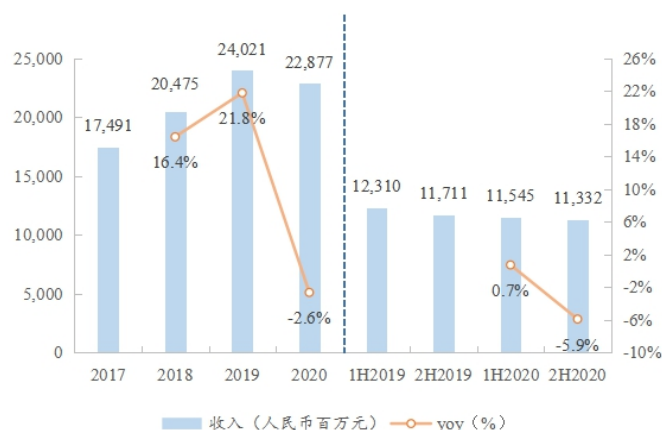
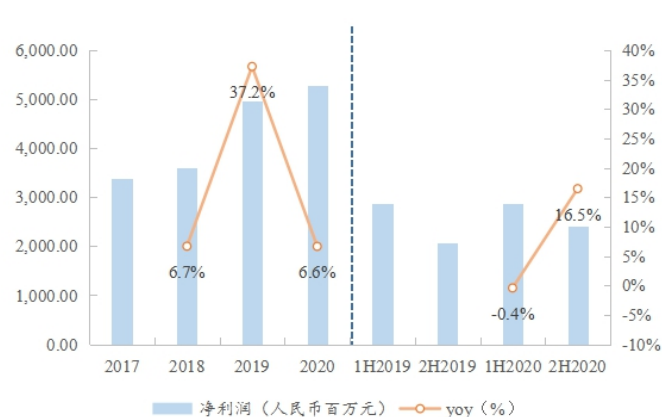


图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

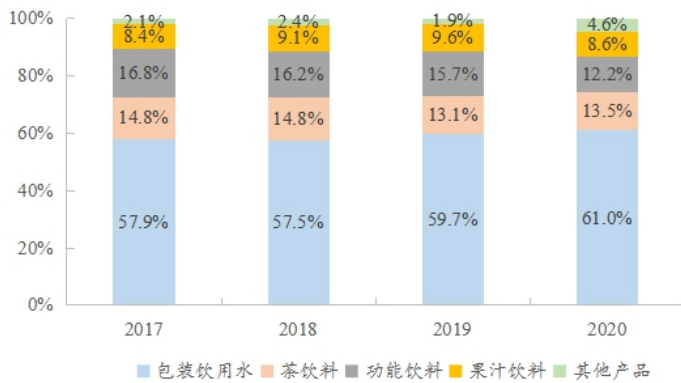
20H2 受策略调整及南方洪水影响，包装水业务出现下滑：

2020 年包装饮用水收入 139.7 亿元，占比 61%，是公司收入的主要来源，同比-2.6%，好于其他主要品类，也呈现出必需消费品的消费刚性。从细分市场来看，即饮消费由于消费者外出受限出现较为显著的下滑，而中大规格包装水依然延续强劲的增长势头，同比仍然录得 10% 以上的增长。20H2 因公司对三季度疫情防控形势的不确定性，采取了稳健的经营方针，主动控库存行为叠加公司的销售优势区域遭遇洪水灾害，令下半年包装水业务同比-5.9%。

茶饮料 20H2 强劲复苏，新品推动其他产品业务大幅增长：

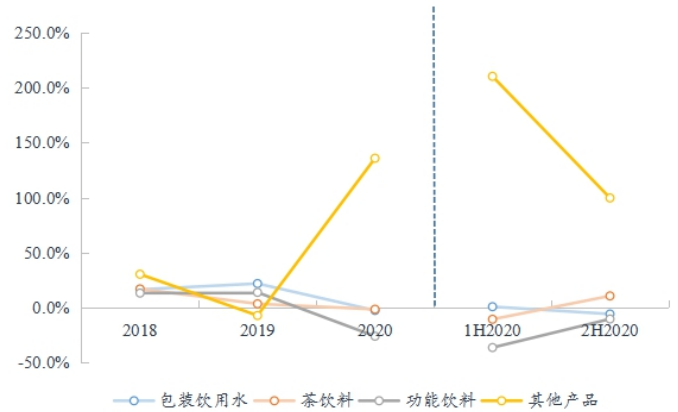
2020 年茶饮料收入 30.9 亿，同比-1.6%，其中，20H2 收入实现+10.5% 的增长，呈现出强劲的复苏势头；功能饮料因学校、运动场馆等消费场所关闭，同比-26.1% 至 27.9 亿，20H2 同比-10.5%，降幅有所收窄；果汁饮料收入 19.8 亿，同比-14.5%，20H2 同比-18.4%，主要是中高浓度果汁饮料受到餐饮聚会限制的影响较大；其他产品业务收入同比+135.8% 至 10.54 亿元，其中新品录得 6 亿元的收入，为主要驱动力。

图 3：公司收入结构



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：各业务收入增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

维持“持有”评级，目标价 46.4 港元：

考虑到我国目前疫情防控形势、疫苗接种进度、叠加奥运会预期，我们看好软饮行业的持续性回暖。预计公司 2021/2022 年 EPS 为 0.54/0.62 元，目标价 46.4 港元，对应 2021 年 70 倍 PE，较现价有 16.0% 的涨幅。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:人民币百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,021	22,877	27,060	31,196	35,766	盈利能力					
营业成本	(10,710)	(9,369)	(11,622)	(13,494)	(15,617)	毛利率	55.4%	59.0%	57.1%	56.7%	56.3%
毛利	13,311	13,508	15,438	17,702	20,149	净利率	20.6%	23.1%	22.0%	21.9%	22.0%
销售费用	(5,816)	(5,511)	(6,494)	(7,487)	(8,584)	ROE	40.8%	41.6%	34.2%	31.8%	30.1%
管理费用	(1,383)	(1,324)	(1,488)	(1,716)	(1,860)	ROA	25.5%	24.2%	21.0%	20.5%	20.3%
其他收益	774	641	758	936	1,145						
其他支出	(371)	(249)	(295)	(340)	(389)	营运表现					
财务费用	(16)	(79)	(93)	(108)	(123)	SG&A/收入	30.0%	29.9%	29.5%	29.5%	29.2%
除税前溢利	6,499	6,986	7,825	8,988	10,337	有效税率	23.8%	24.5%	24.0%	24.0%	23.8%
所得税	(1,545)	(1,709)	(1,878)	(2,157)	(2,460)	应收账款周转率	90.88	68.95	69.34	68.52	68.35
净利润	4,954	5,277	5,947	6,831	7,876	资产周转率	1.24	1.05	0.96	0.94	0.92
归母净利润	4,949	5,277	5,947	6,831	7,876	存货周转率	5.84	5.25	6.08	6.55	7.26
少数股东损益	6	0	0	0	0						
						偿债能力					
增长						资产负债率	44.5%	40.1%	37.3%	33.9%	31.6%
总收入 (%)	17.3%	-4.8%	18.3%	15.3%	14.6%	流动比率	0.59	1.24	1.47	1.77	2.05
净利润 (%)	37.2%	6.5%	12.7%	14.9%	15.3%	速动比率	0.35	1.06	1.29	1.58	1.88
资产负债表						现金流量表					
单位:人民币百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,372	12,192	16,134	20,528	26,058	除税前利润	6,499	6,986	7,825	8,988	10,337
存货	1,762	1,805	2,016	2,106	2,194	折旧和摊销	1,676	1,597	1,886	2,173	2,489
贸易应收账款	306	358	423	488	559	营运资金的变动	647	574	569	520	612
其他应收款	1,021	910	1,076	1,241	1,422	经营活动现金流	7,472	7,587	8,526	9,666	11,120
货币资金	1,083	9,119	12,619	16,694	21,883	资本性支出	(3,231)	(2,947)	(3,171)	(3,116)	(3,078)
其他流动资产	200	0	0	0	0	其他投资活动	3,874	0	0	0	0
非流动资产	13,424	13,668	14,608	15,237	15,818	投资活动现金流	643	(2,947)	(3,171)	(3,116)	(3,078)
固定资产	12,314	12,592	13,404	13,908	14,351	支付股利合计	(9,618)	(1,912)	(2,155)	(2,475)	(2,853)
无形资产	60	58	58	58	58	其他筹资活动	921	6,879	0	0	0
递延税项资产	373	315	315	315	315	融资活动现金流	(8,697)	4,967	(2,155)	(2,475)	(2,853)
其他非流动资产	677	704	831	956	1,095	汇率变动	1	0	0	0	0
资产总计	17,796	25,859	30,741	35,765	41,876	现金净变动	(582)	9,607	3,200	4,075	5,188
流动负债	7,441	9,825	10,982	11,623	12,707	现金的期初余额	1,364	783	9,119	12,319	16,394
贸易应付账款	791	882	1,094	1,270	1,470	现金的期末余额	783	10,390	12,319	16,394	21,582
其他应付款	2,855	3,322	4,121	4,785	5,538	每股资料(元)					
其他流动负债	3,795	5,621	5,767	5,569	5,699	每股收益	0.46	0.48	0.54	0.62	0.72
非流动负债	473	542	474	500	506	每股经营现金	0.69	0.69	0.78	0.88	1.02
递延税项负债	195	234	191	207	211	每股净资产	0.91	1.42	1.76	2.16	2.62
递延收入	248	267	241	252	254						
负债合计	7,915	10,367	11,456	12,124	13,212	估值比率(倍)					
股本	360	1,125	1,125	1,125	1,125	PE	71.6	68.0	60.3	52.5	45.5
储备	9,522	14,368	18,160	22,516	27,539	PB	35.8	23.2	18.6	15.2	12.5
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	9,882	15,492	19,285	23,641	28,664						
负债及权益合计	17,796	25,859	30,741	35,765	41,876						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，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。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313