

# 买入

# 消费需求复苏，业绩超出预期

**农夫山泉 (9633.HK)**

2021-08-30 星期一

## 投资要点

目标价：**48.0 港元**  
 现价：39.7 港元  
 预计升幅：21.0%

## 重要数据

日期	2021/8/27
收盘价 (港元)	39.7
总股本 (百万股)	11,246
总市值 (百万港元)	446,466
净资产 (百万元)	19,285
总资产 (百万元)	30,741
52 周高低 (港元)	68.546/30.796
每股净资产 (元)	1.71

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 主要股东

钟睺睺 (83.98%)

## 相关报告

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20201222

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20210330

## 研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

### 成本管控突出，净利润率达历史新高：

受益于疫情恢复，去年同期较低基数，公司上半年实现销售收入 151.75 亿元人民币，同比+31.4%；毛利率因对原材料 PET 价格有效的成本管控、产品销量增加及结构变化同比提升 1%至 60.9%；期内因不再发生 IPO 费用，行政费率同比-1.7%至 4.4%，销售及分销开支维持稳定，最终实现期内溢利 40.13 亿元，同比+40.1%；净利润率达 26.4%，创历史新高，业绩表现超出预期。

### 同期基数较低，各品类均实现快速恢复：

21H1 包装饮用水/茶饮/功能饮料/果汁/其他产品（苏打水和苏打气泡水）收入增速分别为 25.6%/36.4%/38.4%/29.9%/86.8%，主要因 20H1 是疫情相对严重的阶段，同期的基数较低；如果剔除低基数影响，对比 2019H1 除功能饮料收入有 12% 的下滑，包装饮用水/茶饮/果汁/其他产品分别实现 26.5%/21.8%/17.4%/479.5% 的快速增长。

### 下半年表现需视疫情防控程度，成本端压力不大：

下半年星散疫情爆发，对公司销售或有一定负面影响。公司目前终端渠道库存良性，因 20H2 公司控制渠道库存同期较低基数下，如果疫情可控稳定，全年预期依旧可保持较高增速。成本端，虽然今年原材料价格（PET/糖/纸箱）有较大幅度提升，公司通过提前锁定 PET 价格可以较好的抵消其他原材料价格的上涨，预期下半年毛利率水平维持稳定或略有承压，明年成本端或面临压力，公司将通过铺货效率的提升及规模化优势实现利润率的稳定。

### 给予“买入”评级，目标价 48.0 港元：

公司上半年业绩好于我们预期，上调盈利预测，预计公司 21/22 年 EPS 为 0.62/0.68 元，上调目标价至 48.0 港元，较现价有 21.0% 的涨幅空间，给予买入评级。

百万人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	24,021	22,877	28,418	33,344	38,537
同比增长	17.3%	-4.8%	24.2%	17.3%	15.6%
毛利率	55.4%	59.0%	59.0%	56.9%	57.5%
归母净利润	4,949	5,277	6,733	7,417	8,818
同比增长	37.2%	6.5%	27.6%	10.1%	18.9%
净利润率	20.6%	23.1%	23.7%	22.2%	22.9%
每股盈利	0.46	0.48	0.62	0.68	0.81
PE@39.7HKD	72.2	68.6	53.7	48.8	41.0

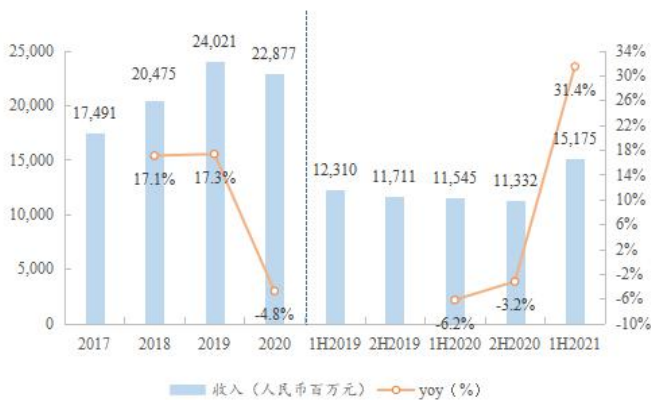
数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

## 报告正文

### 成本管控突出，净利润率达历史新高：

受益于疫情恢复，去年同期较低基数，公司上半年实现销售收入 151.75 亿元人民币，同比+31.4%；毛利率因对原材料 PET 价格有效的成本管控、产品销量增加及结构变化同比提升 1%至 60.9%；期内因不再发生 IPO 费用，行政费率同比-1.7%至 4.4%，销售及分销开支维持稳定，最终实现期内溢利 40.13 亿元，同比+40.1%；净利润率达 26.4%，创历史新高，业绩表现超出预期

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司归母净利润及增速

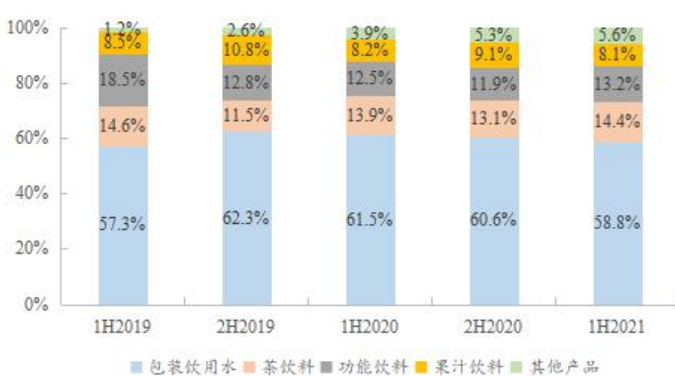


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 同期基数较低，各品类均实现快速恢复：

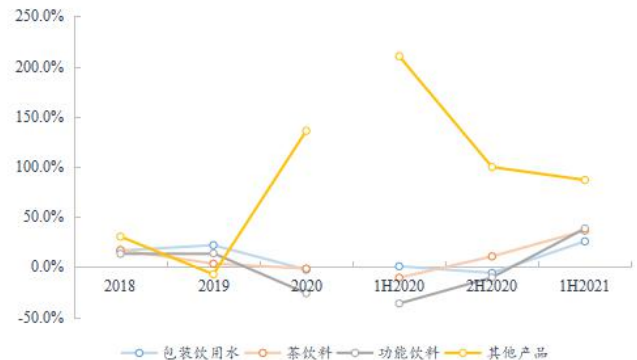
21H1 包装饮用水/茶饮/功能饮料/果汁/其他产品（苏打水和苏打气泡水）收入增速分别为 25.6%/36.4%/38.4%/29.9%/86.8%，主要因 20H1 是疫情相对严重的阶段，同期的基数较低；如果剔除低基数影响，对比 2019H1 除功能饮料收入有 12%的下滑，包装饮用水/茶饮/果汁/其他产品分别实现 26.5%/21.8%/17.4%/479.5%的快速增长。

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

**下半年表现需视疫情防控程度，成本端压力不大：**

下半年星散疫情爆发，对公司销售或有一定负面影响。公司目前终端渠道库存良性，因 20H2 公司控制渠道库存同期较低基数下，如果疫情可控稳定，全年预期依旧可保持较高增速。成本端，虽然今年原材料价格（PET/糖/纸箱）有较大幅度提升，公司通过提前锁定 PET 价格可以较好的抵消其他原材料价格的上涨，预期下半年毛利率水平维持稳定或略有承压，明年成本端或面临压力，公司将通过铺货效率的提升及规模化优势实现利润率的稳定。

**新品加速推出，市场反馈良好：**

包装饮用水方面，公司上半年推出长白山天然雪山矿泉水，瓶身设计和此前玻璃瓶装水一脉相承，取自长白山珍惜动物，持续向市场传达“什么样的水源，孕育什么样的生命”的品牌理念；在天然水的细分品类推出武夷山泡茶水，水源取自茶叶著名生产区武夷山的山泉水，标志着公司第十一个水源地正式投入生产。茶饮方面，东方树叶新推出青柑普洱及玄米茶两个口味，并围绕东方树叶上市 10 周年策划一系列庆祝活动。功能饮料方面，伴随中国运动人群的扩大，尖叫新推出的产品主打等渗概念，为高强度运动人士快速补充体内水电解质及能量的损失。另外，公司推出新品类苏打气泡水，主打 0 糖 0 卡 0 脂 0 山梨酸钾的健康理念，水源地来自各个基地的天然水源，口味丰富。

图 5：上半年新品



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

**给予“买入”评级，目标价 48.0 港元：**

公司上半年业绩好于我们预期，上调盈利预测，预计公司 21/22 年 EPS 为 0.62/0.68 元，上调目标价至 48.0 港元，较现价有 21.0% 的涨幅空间，给予买入评级。

## 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
<b>营业收入</b>	24,021	22,877	28,418	33,344	38,537	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(10,710)	(9,369)	(11,649)	(14,371)	(16,392)	毛利率	55.4%	59.0%	59.0%	56.9%	57.5%
<b>毛利</b>	<b>13,311</b>	<b>13,508</b>	<b>16,769</b>	<b>18,973</b>	<b>22,145</b>	净利率	20.6%	23.1%	23.7%	22.2%	22.9%
销售费用	(5,816)	(5,511)	(6,820)	(8,003)	(9,249)	ROE	40.8%	41.6%	38.2%	33.5%	32.3%
管理费用	(1,383)	(1,324)	(1,478)	(1,667)	(1,927)	ROA	25.5%	24.2%	23.2%	21.1%	21.1%
其他收益	774	641	796	934	1,156	<b>营运表现</b>					
其他支出	(371)	(249)	(309)	(363)	(420)	SG&A/收入	30.0%	29.9%	29.2%	29.0%	29.0%
财务费用	(16)	(79)	(98)	(115)	(133)	有效税率	23.8%	24.5%	24.0%	24.0%	23.8%
<b>除税前溢利</b>	<b>6,499</b>	<b>6,986</b>	<b>8,859</b>	<b>9,759</b>	<b>11,573</b>	应收账款周转率	90.88	68.95	70.89	69.08	68.60
所得税	(1,545)	(1,709)	(2,126)	(2,342)	(2,754)	资产周转率	1.24	1.05	0.98	0.95	0.92
净利润	4,954	5,277	6,733	7,417	8,818	存货周转率	5.84	5.25	6.09	6.74	7.21
<b>归母净利润</b>	<b>4,949</b>	<b>5,277</b>	<b>6,733</b>	<b>7,417</b>	<b>8,818</b>	<b>偿债能力</b>					
少数股东损益	6	0	0	0	0	资产负债率	44.5%	40.1%	38.3%	36.0%	33.6%
<b>增长</b>						流动比率	0.59	1.24	1.42	1.66	1.93
总收入 (%)	17.3%	-4.8%	24.2%	17.3%	15.6%	速动比率	0.35	1.06	1.25	1.49	1.77
净利润 (%)	37.2%	6.5%	27.6%	10.1%	18.9%	<b>现金流量表</b>					
资产负债表						单位:人民币百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,372</b>	<b>12,192</b>	<b>16,752</b>	<b>22,061</b>	<b>28,352</b>	<b>除税前利润</b>	<b>6,499</b>	<b>6,986</b>	<b>8,859</b>	<b>9,759</b>	<b>11,573</b>
存货	1,762	1,805	2,020	2,243	2,303	折旧和摊销	1,676	1,597	1,980	2,322	2,681
贸易应收账款	306	358	444	521	602	营运资金的变动	647	574	501	726	560
其他应收款	1,021	910	1,130	1,326	1,532	<b>经营活动现金流量</b>	<b>7,472</b>	<b>7,587</b>	<b>9,349</b>	<b>10,617</b>	<b>12,215</b>
货币资金	1,083	9,119	13,157	17,971	23,914	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
<b>非流动资产</b>	<b>13,424</b>	<b>13,668</b>	<b>15,321</b>	<b>16,259</b>	<b>17,014</b>	<b>投资活动现金流量</b>	<b>643</b>	<b>(2,947)</b>	<b>(3,171)</b>	<b>(3,116)</b>	<b>(3,078)</b>
固定资产	12,314	12,592	14,077	14,865	15,463	支付股利合计	(9,618)	(1,912)	(2,439)	(2,687)	(3,195)
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	<b>融资活动现金流量</b>	<b>(8,697)</b>	<b>4,967</b>	<b>(2,439)</b>	<b>(2,687)</b>	<b>(3,195)</b>
其他非流动资产	677	704	872	1,021	1,179	<b>汇率变动</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,796</b>	<b>25,859</b>	<b>32,073</b>	<b>38,321</b>	<b>45,366</b>	现金净变动	(582)	9,607	3,738	4,814	5,942
<b>流动负债</b>	<b>7,441</b>	<b>9,825</b>	<b>11,813</b>	<b>13,305</b>	<b>14,721</b>	现金的期初余额	1,364	783	9,119	12,857	17,671
贸易应付账款	791	882	1,096	1,353	1,543	<b>现金的期末余额</b>	<b>783</b>	<b>10,390</b>	<b>12,857</b>	<b>17,671</b>	<b>23,613</b>
其他应付款	2,855	3,322	4,130	5,096	5,812	<b>每股资料(元)</b>					
其他流动负债	3,795	5,621	6,586	6,856	7,366	每股收益	0.46	0.48	0.62	0.68	0.81
<b>非流动负债</b>	<b>473</b>	<b>542</b>	<b>474</b>	<b>500</b>	<b>506</b>	每股经营现金	0.69	0.69	0.85	0.97	1.12
递延税项负债	195	234	191	207	211	每股净资产	0.91	1.42	1.81	2.24	2.76
递延收入	248	267	241	252	254	<b>估值比率(倍)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7,915</b>	<b>10,367</b>	<b>12,287</b>	<b>13,805</b>	<b>15,226</b>	PE	72.2	68.6	53.7	48.8	41.0
股本	360	1,125	1,125	1,125	1,125	PB	36.2	23.4	18.3	14.8	12.0
储备	9,522	14,368	18,662	23,391	29,015						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>9,882</b>	<b>15,492</b>	<b>19,786</b>	<b>24,516</b>	<b>30,139</b>						
<b>负债及权益合计</b>	<b>17,796</b>	<b>25,859</b>	<b>32,073</b>	<b>38,321</b>	<b>45,366</b>						

# 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