

农夫山泉(9633.HK)

点评报告

行业公司研究—食品饮料—

证券研究报告

# 包装饮用水表现稳健，盈利能力稳步提升

## ——农夫山泉跟踪报告

分析师：朱芸 执业证书编号：S1230520070001  
 联系人：杨骥  
 zhuyun@stocke.com.cn;

### 事件

公司发布2020年中报，公司2020H1实现收入115.45亿元、归母净利润28.64亿元，同比增长-6.20%、-0.70%，其中2020Q2公司收入及归母净利润分别为40.8、15.1亿元，分别同比增长6.2%、22.5%。

### 点评

#### □ 2020H1 包装饮用水表现稳健推动公司盈利能力稳步提升

**收入利润端：**2020H1 公司营业收入较去年同期下降 6.2%至 115.5 亿元，主要原因为收入占比超 30%的功能饮料、果汁饮料、茶饮料业务受疫情影响较大，收入下降显著，二季度受益于消费逐步恢复，收入实现 6.2%的正增长；2020H1 公司净利润较去年微降，而二季度净利润实现 22.5%的高速增长，主要原因为虽然毛利率较高的茶饮料及功能饮料收入下降，但包装饮用水业务稳健增长保证了利润端的表现。

具体业务数据来看：包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料、其他产品上半年收入分别同比变动+0.7%、-10.7%、-36.4%、-9.7%、+210.3%至 71.0、16.0、14.5、9.4、4.5 亿元，收入占比分别为 57.3%、14.6%、18.5%、8.5%、1.1%。细分来看：1) 包装饮用水：包装水及小包装饮品外出属性较强，因此受疫情影响明显，但受益于家庭用水需求旺盛，大规格包装饮用水收入同比增长 26.20%推动包装饮用水板块业绩实现正增长；2) 茶饮料：疫情对茶饮料消费需求造成较大影响；3) 功能饮料：新冠疫情期间学校、运动场馆等场景关闭对需求造成较大影响；4) 果汁饮料：果汁业务降幅相对其他产品较小，主要由于春节提前，经销商提前备货；5) 其他产品：其他产品包括咖啡、苏打水、含汽风味饮料、植物酸奶等其他饮料产品，及鲜果等农产品，由于 2019 年上市的饮料产品受市场认可度较高，上半年其他产品实现高增。

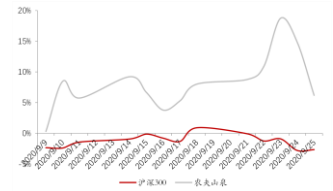
**盈利能力端：**2020H1 公司毛利率及净利率分别为 59.9%、24.2%，分别较去年同期提升 3.8、1.4 个百分点，毛利率提升显著主因：1) PET 采购价格降低推动成本下行；2) 高毛利率的饮用水业务占比稳步提升。净利率提升幅度较毛利率低，主因上半年公司期间费用率提升 1.59 个百分点，其中销售费用率提升 0.17 个百分点至 22.72%，管理费用率上升 1.18 个百分点至 5.89%，财务费用率提升 0.24 个百分点至 0.25%。

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	35.15 港元

全年业绩	元/股
2017	0.31
2018	0.33
2019	0.46



### 公司简介

公司是中国饮料工业“十强”中唯一的民族企业，公司的核心品牌“农夫山泉”为中国驰名商标。

### 相关报告

《软饮料行业深度报告：品牌力、规模效应、水源壁垒共筑农夫山泉护城河》(20200908)

《公司深度报告：包装水+饮料双引擎驱动，渠道+营销构筑竞争壁垒》(20200909)

报告撰写人：朱芸

联系人：杨骥

### □ 农夫山泉被调入港股通股票名单对公司未来股价或将有提振效应

2020年9月10日，恒生指数公司公布，农夫山泉符合快速纳入指数规则要求，9月21日收市后将纳入恒生综合指数，变动将于22日起生效。由于目前境内部分布局港股的机构无QDII额度，港股通为其主要渠道，因此个股纳入港股通后南下资金的配置对其未来股价或将有一定提振效应，考虑到农夫山泉为软饮料板块优质标的，基本面表现优秀，未来公司长期价值有望被进一步挖掘。

### □ 品牌力+规模效应+水源壁垒，共筑农夫山泉护城河

短期来看，随着消费逐步复苏，下半年公司业务表现预计向好。中长期来看，我们认为农夫山泉较强的品牌力、产品力及规模效应为企业护城河：1、品牌力壁垒：公司优异的产品力及营销力塑造强品牌壁垒，从而使得公司拥有获得超额利润率的能力；2、规模效应壁垒：公司较强的规模效应有效降低成本：1) 公司拥有稳定而庞大的销售网络保证终端不断增长的需求，从而使得产品单位成本下降；2) 工厂布局水源地附近使得运输成本下降；3、水源壁垒：在优质水源地较为稀缺、水源鉴定程序繁琐、开采许可证稀缺的三重因素下，公司拥有的十大水源地弥足珍贵。总结来看，在产品结构不断升级、规模效应推低成本赋予公司极强盈利能力，2020H1公司综合毛利率达60%，其中瓶装水毛利率预计高达60%，净利率超20%，远超行业平均水平。

### □ 盈利预测及估值

我们预计公司2020-2022年营收分别为235.25/279.35/320.57亿元，对应同比增速-2.07%/18.75%/14.76%，归母净利润分别为51.08/62.04/72.02亿元，对应同比增速3.23%/21.45%/16.08%，EPS分别为0.52/0.63/0.73港元。我们认为，随着疫情影响消退及公司产能扩张，2021年公司营收、净利润端将恢复至18%-21%的增速。考虑到公司优异的盈利能力、成长性及港股市场标的稀缺性，维持目标价40.50港元，给予“买入”评级。

□ **风险提示：** 饮料行业监管政策出现变化；健康类饮品需求提升不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	24021.0	23524.5	27934.6	32057.2
(+/-)	17.3%	-2.1%	18.7%	14.8%
净利润	4948.6	5108.3	6204.3	7201.8
(+/-)	37.2%	3.2%	21.5%	16.1%
每股收益(港元/股)	0.50	0.52	0.63	0.73
P/E	79.47	76.99	63.39	54.61

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4,372	6,584	11,728	18,131
现金	1,083	1,000	5,148	11,669
交易性金融资产	0	61	79	47
应收账款	306	272	328	385
其它应收款	1,221	3,415	3,995	3,623
预付账款	0	0	0	0
存货	1,762	1,836	2,178	2,408
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	13,424	16,536	18,001	19,385
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	12,314	15,521	16,926	18,292
无形资产	60	80	94	105
在建工程	0	0	0	0
其他	1,050	935	981	989
<b>资产总计</b>	17,796	23,120	29,729	37,516
<b>流动负债</b>	7,441	7,755	8,117	8,683
短期借款	1,000	1,423	1,000	1,000
应付款项	791	893	997	1,120
预收账款	0	0	0	0
其他	5,650	5,439	6,119	6,564
<b>非流动负债</b>	473	368	404	415
长期借款	0	0	0	0
其他	473	368	404	415
<b>负债合计</b>	7,914	8,123	8,521	9,098
少数股东权益	0	6	13	21
归属母公司股东权	9,882	14,990	21,194	28,396
<b>负债和股东权益</b>	17,796	23,119	29,728	37,516
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	7,472	3,733	7,125	9,127
净利润	4,954	5,114	6,211	7,210
折旧摊销	0	898	1,091	1,243
财务费用	16	54	24	19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3,833	(2,370)	187	890
其它	(1,331)	37	(389)	(236)
<b>投资活动现金流</b>	3,873	(4,185)	(2,529)	(2,586)
资本支出	(1,226)	(4,105)	(2,496)	(2,609)
长期投资	0	0	0	0
其他	5,099	(81)	(33)	22
<b>筹资活动现金流</b>	(8,697)	369	(447)	(19)
短期借款	1,000	423	(423)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(9,697)	(54)	(24)	(19)
<b>现金净增加额</b>	2,648	(83)	4,148	6,521

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	24,021	23,524	27,935	32,057
<b>营业成本</b>	10,710	9,979	11,922	13,601
<b>营业税金及附加</b>	0	0	0	0
<b>营业费用</b>	5,816	5,834	6,704	7,694
<b>管理费用</b>	1,383	1,245	1,397	1,603
<b>研发费用</b>	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	16	54	24	19
<b>资产减值损失</b>	0	0	0	0
<b>公允价值变动损益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>其他经营收益</b>	403	305	279	329
<b>营业利润</b>	6,499	6,717	8,166	9,469
<b>营业外收支</b>	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	6,499	6,717	8,166	9,469
<b>所得税</b>	1,545	1,603	1,955	2,259
<b>净利润</b>	4,954	5,114	6,211	7,210
<b>少数股东损益</b>	6	6	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	4,949	5,108	6,204	7,202
<b>EBITDA</b>	6,533	7,660	9,272	10,720
<b>EPS (最新摊薄港元)</b>	0.50	0.54	0.64	0.72
<b>主要财务比率</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.32%	-2.07%	18.75%	14.76%
营业利润增长率	36.44%	3.36%	21.57%	15.96%
归属于母公司净利润	37.23%	3.23%	21.45%	16.08%
<b>获利能力</b>				
毛利率	55.41%	57.58%	57.32%	57.57%
净利率	20.62%	21.74%	22.24%	22.49%
ROE	40.73%	41.07%	34.27%	29.03%
ROIC	45.64%	31.32%	28.00%	24.53%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.47%	35.14%	28.66%	24.25%
净负债比率	12.64%	17.52%	11.74%	10.99%
流动比率	0.59	0.85	1.44	2.09
速动比率	0.35	0.61	1.18	1.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.24	1.15	1.06	0.95
应收账款周转率	90.88	81.38	93.15	89.96
应付账款周转率	13.70	12.41	13.25	13.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄港元)	0.50	0.54	0.64	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.33	0.64	0.82
每股净资产(最新摊薄)	0.88	1.34	1.89	2.54
<b>估值比率</b>				
P/E	79.47	76.99	63.39	54.61
P/B	39.80	26.23	18.56	13.85
EV/EBITDA	-0.01	51.39	41.96	35.69

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>