

DCF 视角下，农夫山泉高估了吗？ 增持（维持）

2020 年 12 月 02 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,021	24,466	29,369	34,745
同比（%）	17.3%	1.9%	20.0%	18.3%
归母净利润（百万元）	4,949	5,178	6,223	7,373
同比（%）	37.2%	4.6%	20.2%	18.5%
每股收益（元/股）	0.46	0.46	0.55	0.66
P/E（倍）	78	78	65	55

投资要点

■ **DCF 视角看农夫山泉是否高估：**9 月 8 日，连续 8 年国内包装饮用水市占率第一的农夫山泉正式登陆港股。上市近 3 个月，12 月 2 日收盘市值达到 4,752 亿港元。而疫情下，公司 20H1 收入及净利增速均有所放缓的背景下，其高估值也成为市场关注的热点。因此，我们尝试转换视角，从现金流切入，通过 DCF 模型来看农夫山泉是否真的被高估？

■ **为什么从 DCF 视角来看农夫山泉的估值？**作为消费品行业翘楚的农夫山泉，在丰富的产品矩阵、深入人心的品牌力、成熟而全覆盖的渠道力和十大水源地的供应链布局构筑的全方位竞争优势下，发展稳健而长期潜力确定性高，因此农夫山泉也更适用于 DCF 模型。

■ **农夫山泉 DCF 模型的构建：**将未来预测区分为 3 个阶段，20-22 年的短期成长阶段、23-30 年的中期成熟阶段和 31 年以后的永续增长阶段。我们预计 **20-22 年**分别实现 244.66/ 293.69/ 347.45 亿元营收，对应增速为 1.9%/ 20.0%/ 18.3%；预计实现归母净利润 51.78/ 62.23/ 73.73 亿元，对应增速为 4.6%/ 20.2%/ 18.5%；**23-30 年**，假设农夫山泉逐步进入平稳发展期，各产品线的增速相应逐步放缓，整体收入增速逐年下降 1-2pct，2030 年时收入增速约 4.5%；**31 年后**，农夫山泉作为饮用水龙头在全方位竞争优势的保障下，可预期长期增长稳健，考虑到我国经济发展速度及农夫山泉的行业龙头地位，预测 FCFF 的永续增长率为 3.5%。

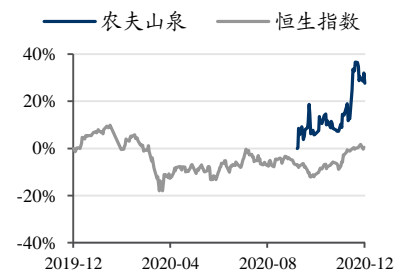
■ **DCF 视角下，稳健现金流凸显农夫山泉长期价值：**根据我们构建的 DCF 模型，农夫山泉的 FCFF 折现后的企业价值约人民币 562,789 百万元，股权价值为人民币 566,160 百万元，对应农夫山泉每股价值为 59.48 港元。同时以 WACC 和永续增长率为变量，进行敏感性测试，3.5%的永续增长率下，则在 5.16%和 7.16%的 WACC 假设下，每股价值分别约 91.45 港元和 44.79 港元。6.16%的 WACC 下，则在 2%和 5%的永续增长假设下，农夫山泉的每股价值分别约 40.08 港元和 128.99 港元。

■ **盈利预测与投资评级：**在相对估值视角下，根据盈利预测，以 12 月 2 日收盘价 42.25 港元，则对应动态 PE 78/ 65/ 55 倍，看似估值水平处于高位，存在高估的风险。但基于我们对农夫山泉 DCF 模型的测算，长期来看，在 DCF 视角下，测算农夫山泉长期价值为 59.48 港元。因此，我们认为农夫山泉未来远期成长空间仍然很大。

农夫山泉以多元化的品牌布局、强大的品牌营销能力、成熟的经销体系、优质的水源地加持等“源头活水”竞争优势下，兼具成长性和盈利能力，占据包装饮用水市场份额第一，茶饮料、功能饮料、果汁饮料市场份额第三，长期坚定看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧风险；市场扩张不确定性风险；宏观经济波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	42.25
一年最低/最高价	31.00/46.40
市净率(倍)	30.19
港股流通市值(百万港元)	212714.66

基础数据

每股净资产(元)	1.18
资产负债率(%)	44.68
总股本(百万股)	11246.47
流通股本(百万股)	5034.67

相关研究

- 1、《农夫山泉 (09633)：饮用水彰显需求韧性，饮料卡位健康化趋势》2020-09-30
- 2、《农夫山泉 (09633)：农夫何以汲山泉？为有源头活水来》2020-09-07

内容目录

1. 消费行业的现金流估值视角：DCF 模型	4
1.1. 绝对估值 vs 相对估值	4
1.1. 绝对估值的方法比较	4
1.1.1. DCF 模型原理	4
1.1.2. 不同绝对估值法的比较	5
1.2. DCF 模型更适用于现金流稳健的消费品行业	6
2. 为什么从 DCF 视角来看农夫山泉的估值?	7
2.1. 行业高成长+公司强竞争优势保证业绩长期增长	7
2.2. 强大渠道力保证稳健现金流	8
2.3. 营运资本压力小保证长期资本结构稳定	9
3. DCF 模型下，农夫山泉价值几何?	9
3.1. 核心假设	9
3.1.1. 三阶段盈利预测	9
3.1.2. 贴现率 WACC 的估计	12
3.2. DCF 模型计算结果：稳健现金流凸显农夫山泉长期价值	12
3.2.1. DCF 模型计算结果	12
3.2.2. DCF 模型敏感性分析	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1: DCF 模型的核心原理.....	5
图 2: DCF 模型的隐含假设和消费品行业的适用性.....	6
图 3: 消费品行业归母净利润增长更加稳健.....	7
图 4: 消费品行业的资产负债率波动显著低于其他行业.....	7
图 5: 2019 年中国软饮料市场达到 9,914 亿元.....	8
图 6: 农夫山泉全方位竞争优势驱动未来成长.....	8
图 7: 农夫山泉应收账款周转效率大幅领先“康统”.....	8
图 8: 农夫山泉经营现金流充沛, 收益质量高于“康统”.....	8
表 1: 绝对估值法 vs 相对估值法.....	4
表 2: 绝对估值的方法比较.....	5
表 3: 农夫山泉 2022-2023 年短期成长阶段盈利预测.....	10
表 4: CAPM 模型-股权资本成本的估计.....	12
表 5: WACC 的估计.....	12
表 6: 农夫山泉 FCFE 估值下, 稳健现金流凸显长期价值.....	13
表 7: 农夫山泉 DCF 模型敏感性测试 (港元/股, 基于 2020 年 12 月 2 日 CNY/HKD 汇率 0.84635).....	13

1. 消费行业的现金流估值视角：DCF 模型

9月8日，国内软饮料行业巨头、连续八年国内包装饮用水市占率第一的农夫山泉正式登陆港股。截至12月2日收盘，农夫山泉上市近3个月，市值达到4,752亿港元。而在疫情中，农夫山泉20H1收入及净利增速均有所放缓的背景下，农夫山泉的高估值也成为市场关注的热点问题。因此，我们尝试转换一下视角，从现金流的角度切入，通过DCF模型来看农夫山泉是否真的被高估？

1.1. 绝对估值 vs 相对估值

目前最常用的PE、PB、EV/EBITDA等估值方法均是相对估值法，即从市场指标与行业可比公司相比较的角度对企业进行估值。相对估值法的计算较直接、简便，也易于理解，通过行业比较也能揭示行业性的外部影响因素。而绝对估值法（包括DCF、DDM、NAV模型等）主要是从未来看现在，着重于分析企业未来的盈利水平。其模型的构建更复杂、所需数据更多，也因此其估值较少受到市场等外部因素的影响，更能反映对企业的前瞻性预测；但也因此绝对估值法通常对假设条件更为敏感，估值过程有大量的假设和估计，因而对使用条件更为严格。

由于绝对估值法是从未来现金流视角出发，因此对公司未来的经营稳定性要求较高。发展波动性大、盈利不稳定的公司，一方面现金流难以预测，另一方面其贴现率会受到其自身的风险水平影响从而有较大波动，会导致以绝对估值法对其进行估值可能会有大幅的偏差。相应的，资本结构稳定、盈利稳健的企业则更适用于绝对估值法。

表 1：绝对估值法 vs 相对估值法

估值方法	估值角度	优点	缺点	适用范围
绝对估值法	对企业未来现金流折现	对未来的预测基于历史数据，更加精准；具有前瞻性和长远性	所需数据多，操作复杂；受主观假设因素影响大	盈利稳定/波动较小的公司
相对估值法	与同行业可比公司相比较	计算简单，易于理解，通过可比公司可揭示行业外部影响因素	易受市场波动及可比公司影响	盈利不稳定/波动较大的公司

数据来源：东吴证券研究所

1.1. 绝对估值的方法比较

1.1.1. DCF 模型原理

绝对估值法中最常用的即 DCF 模型。DCF 模型是以公司的历史财务数据为基础，通过对企业未来现金流量及风险进行预测，再将未来的现金流量按合适的折现率折合成现值，所得现值之和即为企业目前价值。

图 1: DCF 模型的核心原理

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

企业价值

未来t期间的现金流

与未来现金流风险相匹配的折现率

数据来源：东吴证券研究所

应用 DCF 模型，首先要对企业存续期未来各年度的现金流量进行预测，然后预测与企业未来现金流相匹配的风险大小以确定合理的折现率，因此 DCF 模型要求企业处于稳定发展期，以避免现金流和对应的风险波动较大造成的重大估值偏差。

1.1.2. 不同绝对估值法的比较

DCF 模型有两种形式，包括 FCFF 模型和 FCFE 模型；除此之外，绝对估值法还包括 DDM、NAV 等模型。

不同估值模型适用的企业状况不同。其中，股利折现模型（DDM）的使用建立在企业股利分配政策明确且基本保持稳定的基础上，但现实中大部分企业股利分配政策变动较大，导致对股利现金流量预测很难进行，因此该模型实际应用较少。而净资产折现模型（NAV）主要针对房地产、石油、采矿等行业，通过对公司未来资源储备带来的现金流折现对企业估值。

而 DCF 模型下的 FCFF 模型、FCFE 模型二者的区别在于：（1）使用的现金流量不同。FCFF 使用公司股东和债权人共同可分配的现金流，而 FCFE 使用公司股东可分配的现金流。（2）对资产负债率的稳定性要求不同。FCFF 模型要求保持稳定的资产负债率水平，而 FCFE 模型会受到资产负债率变动的的影响，其可操控性更强。

表 2: 绝对估值的方法比较

估值模型	DCF		DDM	NAV
	FCFF	FCFE		
估值角度	企业自由现金流折现	股权自由现金流折现	股利折现	公司资源储备能带来的净现金流折现
特点	不考虑财务杠杆对现金流的影响,是所有出资人(债权人+股东)共同分配的利润指标	受财务杠杆变动及新增计划影响,是股权所有者可分配的利润指标	建立在企业股利分配政策明确且基本保持稳定的基础上	仅考虑现有资源在未来开发的价值,相对于可持续获得新资源的公司,其估值偏低

适用范围	盈利稳定, 未来现金流可预测, 杠杆水平及风险水平相对稳定的公司	盈利稳定, 未来现金流可预测, 但杠杆水平不稳定的公司	有稳定股利政策的公司	房地产、石油、采矿等行业
------	----------------------------------	-----------------------------	------------	--------------

数据来源: 东吴证券研究所

1.2. DCF 模型更适用于现金流稳健的消费品行业

DCF 模型原理看似简单, 但其中隐含了部分前提假设: (1) 永续经营, 即可长期持续的稳健运营; (2) 长期业绩确定性强; (3) 与预期现金流相匹配的风险波动较小; (4) 企业资本结构不变, 即直观反映在资产负债率保持稳定等。

图 2: DCF 模型的隐含假设和消费品行业的适用性

DCF模型隐含的前提假设	vs	消费品行业的适用性
1. 永续经营		1. 消费品需求稳定, 成熟企业长期经营可期
2. 长期业绩确定性强		2. 周期性弱, 业绩实现跨周期的稳健成长
3. 与预期现金流相匹配的风险波动较小		3. 行业发展成熟, 供需稳定, 经营风险相对小
4. 资本结构保持稳定		4. 短期大额负债较少, 资产负债率相对稳定

数据来源: 东吴证券研究所

而消费品行业在可以较好的满足 DCF 模型所需要的前提和假设, 具体表现在:

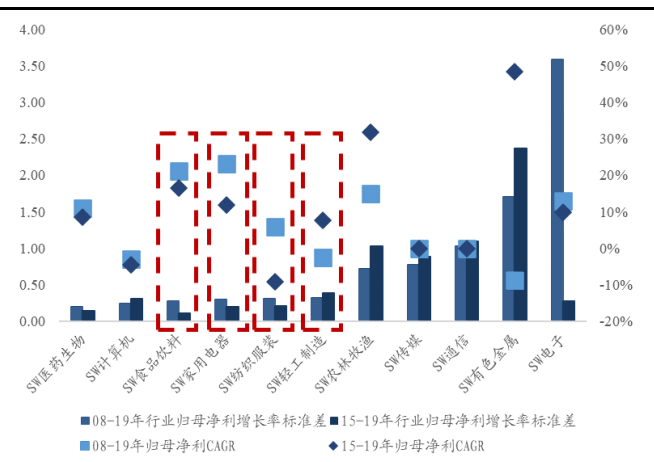
(1) 消费品, 特别是必需消费品, 其需求稳定, 成熟企业均已经建立起较为深厚的护城河, 长期经营可期;

(2) 消费品行业因需求较为稳定, 其价格弹性较小, 因此该行业周期性相对较弱, 优质企业的营收和净利可实现跨周期的稳健成长。从历史数据来看, 以轻工、餐饮、家电、纺服等为代表的消费品行业在 08-19 年和 15-19 年的归母净利润增长率和波动率都保持领先, 成长更为稳健;

(3) 消费品行业发展至今已较为成熟, 供需相对稳定, 因此该行业公司面临的经营风险相对较小, 也即其用作贴现率的 WACC 会相对稳定;

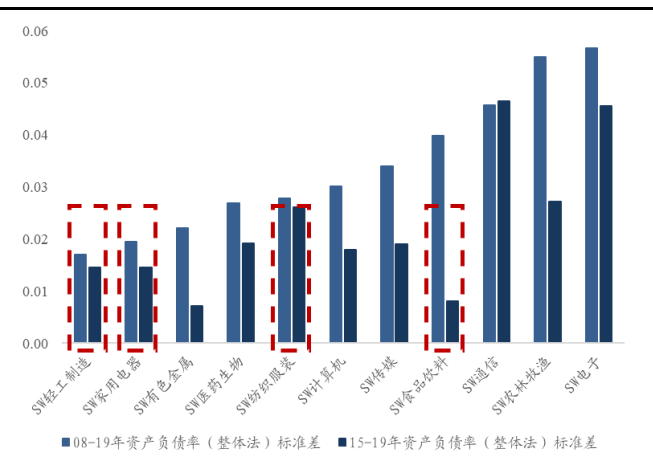
(4) 消费品行业整体处于稳定发展期, 且通常自身现金流较好, 短期大额负债改变资本结构的情况较少, 资产负债率相对更稳定。数据上来看, 08-19 年和 15-19 年两个周期内, 以轻工、餐饮、家电、纺服等为代表的消费品行业资产负债率的波动显著低于其他行业。

图 3: 消费品行业归母净利润增长更加稳健



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 消费品行业的资产负债率波动显著低于其他行业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 为什么从 DCF 视角来看农夫山泉的估值?

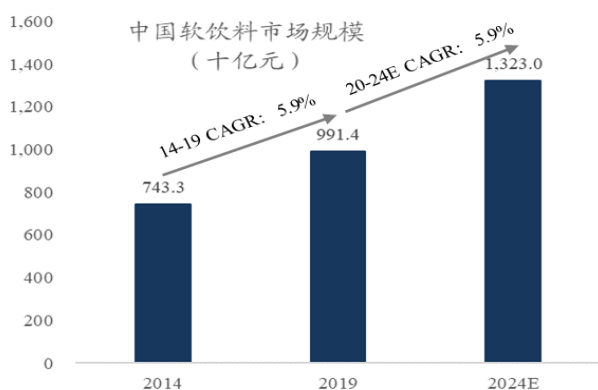
基于对估值方法的比较和消费品行业对 DCF 模型适用性探讨，具体到农夫山泉，作为消费品行业翘楚的农夫山泉，在丰富的产品矩阵、深入人心的品牌力、成熟而全覆盖的渠道力和十大水源地的供应链布局构筑的全方位竞争优势下，发展稳健而长期潜力确定性高，因此农夫山泉也更适用于 DCF 模型，而 DCF 视角下，也能更清晰的传递农夫山泉的长期价值。

2.1. 行业高成长+公司强竞争优势保证业绩长期增长

农夫山泉属于软饮料行业，从行业角度来看，经过 40 余年的发展，中国目前已经成为全球最大的软饮料市场之一。根据 Frost & Sullivan 统计，按零售额计，2019 年中国软饮料市场规模为 9,914 亿元，2014-2019 年 CAGR 为 5.9%。其中，农夫山泉的最核心业务，包装饮用水，也是软饮料行业中的最大的细分品类，占比约 20%，也是唯一市场规模超过 2,000 亿元的细分品类。作为规模最大的品类，饮用水也将持续保持高速增长，根据 Frost & Sullivan 预计，包装饮用水 2019-2024 年 CAGR 将保持在 10.8%，2024 年市场规模将超过 3,000 亿元，达到 3,371 亿元。

在行业空间广阔背景下，农夫山泉在二十余年的专注深耕下，构建起全方位的竞争优势。首先产品布局方面，在饮用水、功能饮料、茶饮料和果汁饮料上均有全面的布局，同时顺应行业发展趋势，在饮用水方面推广中大规格提高家庭消费场景的渗透；而在饮料业务端，通过无糖茶饮料、纯果汁等产品卡位健康化的需求趋势；并有咖啡、气泡水等潜力产品储备。在全面产品布局基础上，农夫山泉通过 4,454 名经销商覆盖全国超过 243 万个终端的渠道力、多样营销方式打造的强大品牌力和十大优质水源地保障的高品质低成本生产能力，构建起了农夫山泉的竞争优势，从而驱动未来长期的稳健增长。

图 5：2019 年中国软饮料市场达到 9,914 亿元



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图 6：农夫山泉全方位竞争优势驱动未来成长



数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

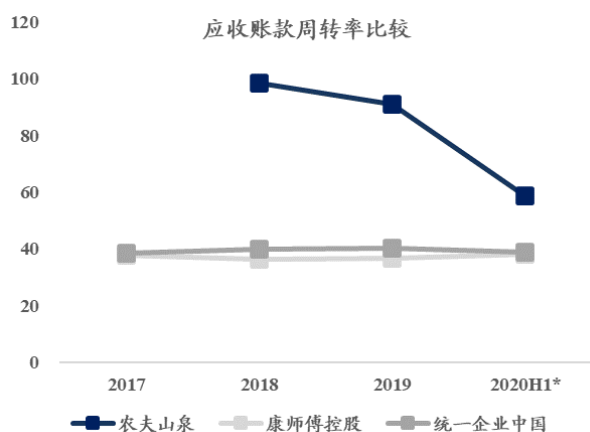
从历史数据来看，农夫山泉 17-19 年分别实现营收 174.9/204.8/240.2 亿元，CAGR 达 17.2%；归母净利为 33.8/36.1/49.5 亿元，CAGR 达 21%；净利率为 19.3%/17.6%/20.6%，也体现了农夫山泉竞争优势下带来的优秀的经营表现。

2.2. 强大渠道力保证稳健现金流

农夫山泉在饮用水行业的龙头地位稳固，规模优势带来了更强的议价能力，对大部分经销商均采用先款后货的方式，应收账款周转天数在 4 天左右，而横向对比，应收账款周转效率大幅领先康师傅和统一，从而保证了稳健的经营现金流。从收益质量比较来看，也体现出了农夫山泉的充沛现金流，横向比较，依然高于康师傅和统一。

因此，在强大的渠道力支撑下，可预期农夫山泉未来的现金流将保持持续的稳健成长。

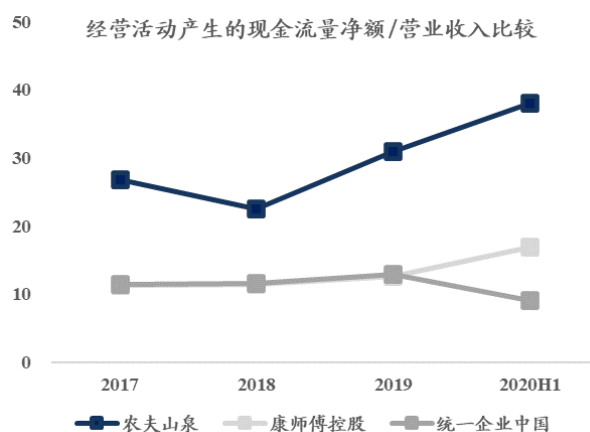
图 7：农夫山泉应收账款周转效率大幅领先“康统”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

*20H1 为年化数据

图 8：农夫山泉经营现金流充沛，收益质量高于“康统”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 营运资本压力小保证长期资本结构稳定

得益于充沛的经营现金流的持续输血，农夫山泉的营运资本压力相对较小，因而农夫山泉的账面上无长期借款、应付债券等大额的非流动负债。在成熟的经营模式和长期的竞争优势下，农夫山泉在长期能保持资本结构的稳定，从而也符合 DCF 模型的隐含前提假设。

3. DCF 模型下，农夫山泉价值几何？

综合上述分析来看，农夫山泉的经营状况也更适合于采用 DCF 模型进行长期价值的判断。我们通过深入的分析农夫山泉的财务报表，对农夫山泉的未来现金流进行预测，并通过 WACC 进行折现以判断农夫山泉的企业价值。

3.1. 核心假设

3.1.1. 三阶段盈利预测

基于对农夫山泉未来的发展战略和投资方向的判断，兼顾行业的发展趋势，我们对农夫山泉做出未来经营业绩的预测。我们将未来预测区分为 3 个阶段，2020-2022 年的短期成长阶段、2023-2030 年的中期成熟阶段和 2031 年以后的永续增长阶段。

(1) 2020-2022 年短期成长阶段

核心假设：

- 1) **包装水**：过去三年 CAGR 19%，今年受疫情影响，需求端略有下滑情况下，预计 20E 增长 5.8%；预期在疫情缓和后，在渠道持续向下沉市场渗透和家庭消费需求驱动下将保持 20%以上的年复合增速。
- 2) **茶饮料**：有糖茶增速放缓，预计未来在 5%左右；无糖茶成为未来茶饮料主要的增长点，预计未来保持 30%以上的增速。综合测算，茶饮料产品 20 年因疫情有小幅负增长，而在 21-22 年疫情缓和情况下，预计增速在 5%以上。
- 3) **功能饮料**：行业增速高，但农夫山泉的尖叫和维他命水两品牌产品周期均已较长，预期在维持基本投入情况下，将保持稳定增长，预计未来增速在 10%左右。
- 4) **果汁饮料**：高浓度果汁高增长，低浓度果汁增速低。预计未来农夫果园新品浓度会有所提高；NFC 果汁作为行业内首款常温，继续保持高增长。综合预计公司果汁饮料未来增速将超过 20%。
- 5) **其他产品**：公司逐步提前布局咖啡、植物酸奶等新产品，未来成长空间广阔，预计 20 年因新品炭灸、TOT 气泡水等陆续加大推广力度而实现 80%左右的增长，而在 21-22 年谨慎假设下，预计增速在 25%左右。

基于以上假设，公司 2020-2022 年预计实现 244.66、293.69、347.45 亿元营收，对应增速为 1.9%、20.0%、18.3%。同时，今年由于受疫情影响，预计公司今年净利润增速放缓；而在疫情稳定后，将回到高增长轨道，同时增速将更快于收入增速。我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 51.78、62.23、73.73 亿元，对应增速为 4.6%、20.2%、18.5%。

表 3: 农夫山泉 2022-2023 年短期成长阶段盈利预测

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	24,021.00	24,465.87	29,369.02	34,744.96
yoy	17.32%	1.85%	20.04%	18.30%
主营业务成本	10,704.99	10,466.14	12,815.30	15,297.67
毛利率	55.43%	57.22%	56.36%	55.97%
包装饮用水产品				
收入	14,346.00	15,183.28	18,694.42	22,579.11
yoy (%)	21.78%	5.84%	23.13%	20.78%
业务收入比例(%)	59.72%	62.06%	63.65%	64.99%
销量 (千吨)	13,382	14,452.56	18,065.70	22,040.15
yoy (%)	23.60%	8%	25%	22%
每吨平均售价 (元)	1,072	1,050.56	1,034.80	1,024.45
yoy (%)	-1.47%	-2.0%	-1.5%	-1.0%
毛利率(%)	60.20%	62%	61%	60%
成本	5,709.71	5,769.65	7,384.29	9,031.65
茶饮料产品				
收入	3,138.00	3,025.96	3,209.03	3,369.48
yoy (%)	3.36%	-3.57%	6.05%	5.00%
业务收入比例(%)	13.06%	12.37%	10.93%	9.70%
销量 (千吨)	754	716.30	752.12	789.72
yoy (%)	0.53%	-5%	5%	5%
每吨平均售价 (元)	4,162	4,224.43	4,266.67	4,266.67
yoy (%)	2.82%	1.5%	1.0%	0.0%
毛利率(%)	59.70%	62%	60%	60%
成本	1,264.61	1,149.86	1,283.61	1,347.79
功能饮料产品				
收入	3,779.00	3,212.51	3,604.44	4,044.18
yoy (%)	13.76%	-14.99%	12.20%	12.20%
业务收入比例(%)	15.73%	13.13%	12.27%	11.64%
销量 (千吨)	1,082	919.70	1,011.67	1,112.84
yoy (%)	14.62%	-15%	10%	10%

每吨平均售价 (元)	3,493	3,493.00	3,562.86	3,634.12
	-0.74%	0.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	50.90%	53%	52%	52%
成本	1,855.49	1,509.88	1,730.13	1,941.21
果汁饮料产品				
收入	2,311.00	2,239.52	2,855.39	3,495.00
yoy (%)	24.58%	-3.09%	27.50%	22.40%
业务收入比例(%)	9.62%	9.15%	9.72%	10.06%
销量 (千吨)	512	486.40	608.00	729.60
	21.62%	-5%	25%	20%
每吨平均售价 (元)	4,514	4,604.28	4,696.37	4,790.29
	2.45%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	34.70%	36%	40%	40%
成本	1,509.08	1,433.29	1,713.23	2,097.00
其他产品				
收入	447.00	804.60	1,005.75	1,257.19
yoy (%)	-7.26%	80%	25%	25%
业务收入比例(%)	1.86%	3.29%	3.42%	3.62%
毛利率(%)	18.10%	25%	30%	30%
成本	366.09	603.45	704.03	880.03

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 2023-2030 年中期成熟阶段

在这个阶段，考虑到整体公司规模扩大、经济整体增速的下移，假设农夫山泉逐步进入平稳发展期。各个产品线的增速相应逐步放缓，整体收入增速逐年下降 1-2pct，到 2030 年左右，年收入增速在 4.5% 左右。

(3) 2031 年以后的永续增长阶段

我们对 2031 年之后的 FCFE 永续增长率进行估计。首先从公司层面出发，农夫山泉作为饮用水龙头在全方位竞争优势的保障下，可预期长期增长稳健。其次，如果参考发达国家 GDP 名义增长率，例如美国 2010 年至今 GDP 平均增长率约为 2.5%，考虑到我国经济发展速度更快以及农夫山泉的行业龙头地位，我们预测 FCFE 的永续增长率为 3.5%。

3.1.2. 贴现率 WACC 的估计

FCFF 模型下，贴现率采用 WACC。首先我们通过 CAPM 模型对股权资本成本进行预测。

(1) Beta: 由于农夫山泉上市仅不到 3 个月，我们综合参考港、美、A 股三地市场上，软饮料行业龙头的 Beta 水平，我们假设农夫山泉的 beta 为 0.75。

(2) 无风险利率: 参考过去 10 年的平均国债收益率，为 3.5%左右。

(3) 市场预期收益率: 参考能反应资本市场整体表现的万得全 A 和中证 500 指数，过去 10 年均回报分别为 7.6%和 6.4%，因此谨慎估计，假设市场的预期收益率为 8%。

通过 CAPM 模型计算得到，农夫山泉的股权资本成本为 6.88%。

表 4: CAPM 模型-股权资本成本的估计

指标	Beta	无风险利率 (%)	市场预期收益率 (%)	股权资本成本 (%)
假设	0.75	3.5%	8%	6.88%

数据来源: 东吴证券研究所

根据农夫山泉披露的招股说明书及 20H1 中期报告,短期借款利率率在 2.05-3.95% 之间,平均而言约 3%左右。根据 20H1 中期报告披露,最新的债务资本比重为 15.42%。假设所得税率为 25%,则在股权资本成本 6.88%的预测下, WACC 为 6.16%。

表 5: WACC 的估计

指标	债务资本成本 (%)	债务资本比重 (%)	股权资本成本 (%)	所得税率 (%)	WACC (%)
假设	3%	15.42%	6.88%	25%	6.16%

数据来源: 东吴证券研究所

3.2. DCF 模型计算结果: 稳健现金流凸显农夫山泉长期价值

3.2.1. DCF 模型计算结果

根据上述核心假设,我们计算农夫山泉的 FCFF 折现后的企业价值,加回非核心资产、减去付息债务后,求得股权价值为人民币 566,160 百万元。2020 年 9 月 27 日,农夫山泉发布公告,行使超额配股权,超额分配 58.23 百万股 H 股,总股本达到 11,246 百万股。则若按外汇管理局公布的 12 月 2 日 CNY/HKD 汇率 0.84635,农夫山泉每股价值为 59.48 港元。

表 6: 农夫山泉 FCFF 估值下, 稳健现金流凸显长期价值

农夫山泉 (09633.HK)	FCFF 现值 (百万元)
一阶段 (2020-2022)	12,266
二阶段 (2023-2030)	50,882
三阶段 (永续增长)	499,641
公司价值	562,789
加: 非核心资产	5,662
减: 付息债务	2,291
减: 少数股东权益	-
股权价值	566,160
总股本 (9月27日行使超额配股权后)	11,246
每股价值 (元/股)	50.34
CNY/HKD (基于9月30日)	0.84635
每股价值 (港元/股)	59.48

数据来源: 东吴证券研究所

3.2.2. DCF 模型敏感性分析

如前文分析, FCFF 的核心逻辑是通过未来自由现金流贴现到当下, 从而计算得出相应价值。因此对贴现率 WACC 和对未来的现金流永续增长率的假设是影响模型计算结果的关键参数。因此我们以 WACC 和永续增长率为变量, 对农夫山泉的 DCF 模型进行敏感性测试。

表 7: 农夫山泉 DCF 模型敏感性测试 (港元/股, 基于 2020 年 12 月 2 日 CNY/HKD 汇率 0.84635)

		WACC				
		5.16%	5.66%	6.16%	6.66%	7.16%
永续增长率	2.0%	50.92	44.78	40.08	36.35	33.31
	2.5%	59.36	50.94	44.78	40.06	36.32
	3.0%	71.69	59.41	50.97	44.78	40.05
	3.5%	91.45	71.81	59.48	51.00	44.79
	4.0%	128.21	91.66	71.93	59.55	51.04
	4.5%	220.51	128.60	91.88	72.06	59.63
	5.0%	882.89	221.34	128.99	92.10	72.20

数据来源: 东吴证券研究所

若根据我们的模型假设, 即 WACC 为 6.16%、2030 年后永续增长率 3.5% 的中性假设下, 则根据现金流模型, 农夫山泉的长期每股价值约 59.48 港元。

若基于 3.5% 的永续增长率, 则在 5.16% 和 7.16% 的 WACC 假设下, 农夫山泉的每

股价值分别约 91.45 港元和 44.79 港元。

若基于 6.16% 的 WACC，则在 2% 和 5% 的永续增长假设下，农夫山泉的每股价值分别约 40.08 港元和 128.99 港元。

4. 投资建议

在相对估值视角下，根据盈利预测，20-22 年实现归母净利润 51.78、62.23、73.73 亿元，以 12 月 2 日收盘价 42.25 港元，则对应动态 PE 78/65/55 倍，看似估值水平处于高位。但基于我们对农夫山泉 DCF 模型的测算，长期来看，在 DCF 视角下，测算农夫山泉长期价值约 59.48 港元。因此，我们认为农夫山泉长期成长空间仍然很大。

农夫山泉以多元化的品牌布局、强大的品牌营销能力、成熟的经销体系、优质的水源地加持等“源头活水”竞争优势下，兼具成长性和盈利能力，占据包装饮用水市场份额第一，茶饮料、功能饮料、果汁饮料市场份额第三，长期坚定看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

5. 风险提示

食品安全风险。软饮行业对水质卫生标准有严格要求，随着公司业务扩张，对水质进行监控的难度加大，一旦出现食品安全问题，不仅将对公司的声誉和经营业绩产生重大不利影响，也将影响消费者对该行业的信心。

行业竞争加剧风险。国内软饮行业整体集中度不高，行业竞争激烈，存在新玩家进入市场以新的产品形态和理念加剧行业竞争，导致公司整体盈利水平下滑。

宏观经济波动风险。若经济下行，消费者对中高端软饮饮料的需求会相对下降，从而影响到公司的经营状况。

市场扩张不确定性风险。公司在中国和海外市场拓展新渠道的过程中面临诸如监管规定变更、消费者偏好变更等潜在风险，此外，市场拓展往往需要较高的成本，却又需要较长时间才能实现良好的经营和盈利水平，因而对公司的正常经营具有一定风险。

农夫山泉三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,372	11,670	16,775	23,406	营业收入	24,021	24,466	29,369	34,745
现金	1,083	8,240	12,821	18,630	减:营业成本	10,710	10,466	12,815	15,298
应收账款	306	379	297	465	毛利	13,311	14,000	16,554	19,447
存货	1,762	1,966	2,388	2,809	其他收入及收益	774	612	734	869
其他流动资产	1,221	1,085	1,269	1,502	销售及分销开支	5,816	5,823	6,931	8,130
非流动资产	13,424	14,206	16,058	18,114	行政开支	1,383	1,468	1,645	1,946
长期股权投资	0	0	0	0	其他开支	371	367	371	374
固定资产	12,314	12,982	14,747	16,690	财务费用	16	49	44	35
在建工程	0	0	0	0	除税前利润	6,499	6,905	8,297	9,831
无形资产	60	66	76	89	减:所得税费用	1,545	1,726	2,074	2,458
其他非流动资产	1,050	1,157	1,236	1,334	少数股东损益	6	0	0	0
资产总计	17,796	33,236	40,193	48,879	归属母公司净利润	4,949	5,178	6,223	7,373
流动负债	7,441	9,585	10,319	11,633	EBIT	6,510	6,954	8,342	9,866
短期借款	1,000	2,252	2,252	2,252	EBITDA	8,243	8,903	10,624	12,529
应付账款	791	929	1,037	1,310					
其他流动负债	4,939	6,403	7,029	8,070					
非流动负债	473	466	466	466	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	每股收益(稀释, 元)	0.46	0.46	0.55	0.66
其他非流动负债	473	466	466	466	每股净资产(稀释, 元)	0.92	1.41	1.96	2.62
负债合计	7,914	10,051	10,785	12,099	发行在外股份(百万股)	360	11,246	11,246	11,246
少数股东权益	0	0	0	0	ROIC(%)	27.07%	28.92%	25.79%	23.39%
归属母公司股东权益	9,882	23,184	29,408	36,781	ROE(%)	40.81%	40.29%	32.86%	28.65%
负债和股东权益	17,796	33,236	40,193	48,879	毛利率(%)	55.41%	57.22%	56.36%	55.97%
					销售净利率(%)	20.60%	21.17%	21.19%	21.22%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	44.47%	30.24%	26.83%	24.75%
经营活动现金流	7,472	7,669	8,716	10,527	收入增长率(%)	17.32%	1.85%	20.04%	18.30%
投资活动现金流	643	-2,231	-4,135	-4,718	净利润增长率(%)	37.23%	4.64%	20.17%	18.48%
筹资活动现金流	-8,697	2,019	0	0	P/E	78.03	77.66	64.62	54.54
现金净增加额	-581	7,457	4,581	5,809	P/B	39.08	25.41	18.24	13.67
折旧和摊销	1,734	1,949	2,283	2,663	EV/EBITDA	42.97	40.83	33.85	28.35
资本开支	-3,313	-2,731	-4,135	-4,718					
营运资本变动	565	519	63	330					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

