

投资评级 优于大市 维持

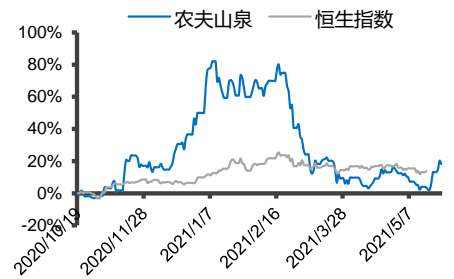
股票数据

06月04日收盘价	43.25
52周股价波动 (HKD)	31.00-68.75
总股本 (百万股)	11246.47
总市值/流通市值 (百万HKD)	486410/217749

相关研究

- 《利润略超预期彰显强大盈利能力，看好2021年恢复较好成长》2021.04.09
- 《中国包装饮用水&软饮料龙头，赛道长坡厚雪，品牌护城河深厚》2021.03.08

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	19.64	30.66	30.66
相对涨幅 (%)	1.27	14.85	16.19

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁
Email: yhj12866@htsec.com
证书: S0850520020001
分析师: 张宇轩
Tel: (021)23154172
Email: zyx11631@htsec.com
证书: S0850520050001

软饮料消费旺季将至，期待公司今年新品取得良好表现

投资要点:

- 事件:** 从5、6月开始到三季度，随着气温抬升，软饮料销售将进入到传统消费旺季。我们也基于公司官方微信公众号相关信息，对公司今年以来推出的新品进行了梳理，并对未来行业&产品的发展趋势进行展望。

今年截至目前公司推出的新品包括尖叫专业等渗饮料 (2月推出)、泡茶山泉水 (3月推出)、东方树叶青柑普洱茶和玄米茶 (3月推出)、苏打气泡水 (4月推出)、长白山天然雪山矿泉水 (4月推出)。此外公司亦将去年8月推出的3款茶π杯茶于今年5月正式在便利店首发。从新品品相分布来看，除了年初推出的尖叫系列新品外，后续的新品主要集中在水 (含近水) 以及茶饮领域，我们认为这也体现出公司对于水&茶饮两个领域发展布局的高度重视。

- 泡茶山泉水: 细分赛道不断卡位，好山好水煮好茶。**

我们认为，受益于消费者对健康&生活品质的追求不断提高，包装饮用水正逐步从即饮消费领域向居家消费领域渗透，且细分消费场景也在不断多元化。公司作为我国包装饮用水行业市占率第一的龙头企业，也不断地引导着行业发展趋势。公司一方面针对居家消费场景的中大规模包装水不断保持着较好景气度增长势头，另一方面也在不断通过推出婴儿水、锂水、运动水等产品去占领和教育细分市场。

公司泡茶山泉水选自于积累适量的矿物元素、清纯透彻、冷冽甘甜的武夷山山泉水，同时更独具匠心地突出符合电导率标准 10-100 μ S/cm。我们认为优质水源是公司产品不断做大做强的竞争优势及品牌背书，新的武夷山水源地产品推出进一步强化公司水源地竞争力，此外电导率标准则更具差异化，也彰显出公司对于产品品质的卓越追求。

据魔镜市场报告，近年来泡茶水市场规模呈现快速发展的趋势。我们认为公司的泡茶山泉水一方面快速卡位该高景气赛道，另一方面则继续横向拓宽居家消费场景矩阵布局，与已有包装水产品形成良好协同效应。看好产品未来有望快速增长。

- 长白山天然雪山矿泉水: 三元价格带产品不断丰富，更多选择更强竞争力。**

公司长白山新品的水源地来自长白山原始森林中的自涌冷泉，具有低钠偏硅酸，口感清冽轻盈的特点。此外产品的包装设计以东北虎、花栗鼠、松雀鹰、中华秋沙鸭为插画主角，我们认为此类包装设计极具个性化和高级审美，同时也与产品传达的天然理念调性相匹配。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	24105	22950	27009	31570	36523
(+/-) YoY (%)	17.38%	-4.79%	17.69%	16.89%	15.69%
净利润 (百万元)	4949	5277	5926	6799	7854
(+/-) YoY (%)	37.23%	6.63%	12.30%	14.73%	15.52%
全面摊薄 EPS	0.44	0.47	0.53	0.60	0.70
毛利率 (%)	55.41%	59.05%	57.90%	57.50%	57.00%
净资产收益率 (%)	50.08%	34.06%	27.94%	24.48%	22.22%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

与泡茶山泉水主打武夷山水源地类似，长白山新品主打长白山优质水源地，我们认为公司根据诸多水源地的不同特点，不断精心设计不同消费产品与场景。

此外我们认为公司在包装饮用水领域的一大优势在于更丰富的规格&场景覆盖。过去公司三元价格带水主要包括天然矿泉水（运动瓶盖）以及天然矿泉水（含锂型）等产品，随着长白山新品的推出，公司在三元价格带的布局进一步丰富。我们认为随着水的价格带由二元向三元提升，公司有着足够丰富的三元价格带产品去承接消费升级，同时在产品组合竞争中也更具优势。

苏打气泡水：健康好喝时尚，看好成为下一优质“近水”大单品。

近年来苏打水市场正实现着快速增长。据前瞻产业研究院，2018年全球天然苏打水市场约为262亿美元，2019年全球天然苏打水市场规模预测为307亿美元左右。此外国内苏打水整体市场规模2019年约为150亿元，并预测到2025年达到320亿元左右（对应期间CAGR=13.5%）。目前国内苏打水相关企业主要包括娃哈哈、农夫山泉、屈臣氏、明仁、元气森林等，但市场竞争格局依然呈现较为分散的趋势，而2019年美国苏打水市场中CR3市占率合计接近50%。我们认为未来我国苏打水市场一方面持续保持高景气度，另一方面行业集中度亦将不断集中。

2020年公司包括苏打水饮料、含气风味饮料、咖啡饮料、植物酸奶等其他饮料产品，及鲜果等农产品合计实现营收10.54亿元，同比大幅增长135.79%。2021年公司在已有的“SODA”系列苏打天然水饮品基础上进一步推出苏打气泡水新品。

与市面上常见的苏打水或者气泡水产品不同，公司苏打气泡水以优质千岛湖深层水为基底，同时主打“0糖0脂肪0卡0山梨酸钾”，我们认为这款产品兼具显著的差异化竞争优势和更加健康的特性。此外产品包含了拂晓白桃味、日向夏橘味、莫吉托味三个口味，口感清爽轻盈又微微甜，同时配以爵士插画风包装，突出不同口味对应的夏日场景，更是向消费者传递了品牌独特个性。

我们认为公司苏打气泡水兼具健康、好喝、时尚，此外其作为“近水类”饮品亦能享受公司包装饮用水渠道协同效应，看好公司苏打水气泡水持续受到快速崛起的Z世代消费群体的喜爱，并成长为又一优质大单品。

东方树叶：致敬十年坚守，引领无糖茶市场未来快速发展。

目前我国无糖茶市场经过市场培育期、企业探索期后，正进入市场细分期，随着越来越多的品牌进入到市场中，无糖茶市场正不断扩大。根据农夫山泉招股书援引Frost&Sullivan, 2019-2024E我国无糖茶饮料将保持22.91%的增长，并预计2024年无糖茶在整个茶饮料市场中占比达到12%。此外食品饮料行业微刊显示日本无糖茶在茶饮市场的占比达到90%以上，参照于此，我们认为我国无糖茶未来长期发展空间广阔。

据公司招股书援引弗若斯特沙利文数据显示，2019年东方树叶已经成为无糖茶品类市场占有率第一的品牌。我们认为东方树叶产品力突出，一方面不同于市面上其他茶饮料使用全包瓶，东方树叶采用半透明瓶身，更能透出澄澈的茶汤，另一方面其使用的泡茶水亦全部来自公司的天然水源。

公司今年新推出的青柑普洱茶和玄米茶，相较传统的绿茶、红茶、乌龙茶，口感更加丰富，功能上也更解腻、暖胃、养生，此外新品亦延续了东方树叶经典插画风格，演绎茶的东方美学故事。

我们认为，东方树叶自2011年推出，至今已经历十年发展，公司不断对产品坚守打磨，也在不断培育消费者。随着无糖茶市场开始快速增长，下一个十年，东方树叶作为行业中的旗舰产品，有着更大成长潜力。

茶π：瓶装杯装相得益彰，茶多果多消费升级空间巨大。

根据2020年各公司年报显示，2020年康师傅、统一以及公司的茶饮料业务分别实现销售收入158.11亿元（YOY1.49%）/54.44亿元（YOY-3.07%）/30.88亿元（YOY-1.59%），可以看到在疫情的背景下，茶饮料行业头部企业的相关业务依然显示出极强的韧性。我们认为茶作为中国传统文化的重要组成部分，茶饮料在消费者中本身就有着特殊地位。

公司茶π自2016年推出当年即获得16亿元的销售，目前包装形式包括瓶装和杯装两种类型。我们认为瓶装形式的茶π设计更时尚，口味也独具一格，是对传统冰红茶、冰绿茶品类的消费升级承接。对比康师傅和统一茶饮料的合计收入体量，我们认为公司茶π依然有着较高的增长天花板。

此外在街饮市场起势的背景下，杯装形式茶饮料逐步开始流行，2020年8月公司推出柠檬岩茶，芒果茉莉，百香果乌龙茶三种口味的全新杯装茶π产品，主打更多果汁更多茶。2021年5月公司在便利店渠道开始首发这三款茶π杯茶产品。我们认为，杯装茶π能够带来更独特的消费者体验，与瓶装茶π形成良好有效的消费群体&消费场景的补充。此外便利店

渠道近几年快速发展，同时消费群体也偏年轻化，公司三款杯茶产品开始在便利店渠道铺货，一方面能更符合时尚、年轻的产品调性，另一方面也能够更好享受渠道增长的红利。

尖叫：更运动、更专业，体育之年值得期待。

运动饮料凭借运动后能迅速降低消耗，恢复活力的特性大受欢迎。根据博思网数据显示，目前我国运动饮料的消费量约占整个功能饮料的 50% 以上。根据农夫山泉招股书援引 Frost&Sullivan, 2019-2024E 期间，运动饮料预计复合增速为 9.64%，持续有着较好增长潜力。

公司于 2004 年推出尖叫产品，2019 年尖叫在推出新口味并启用新包装的同时，首次提出了“休闲运动补给”的概念。今年公司新推出海盐青橘味（无糖）和海盐柚子味这两款全新口味等渗饮料，包装设计更具运动时尚气息，并提出“运动补给，专业等渗”的新口号。

高盐高糖的饮料往往其口感很甜，但实际上过高的物质浓度会带走细胞水分，打破人体体液渗透压平衡。而等渗饮料与人体的体液渗透压范围相近，很多专业运动员在比赛间隙就是饮用特制的等渗饮料来补充水分和蛋白质。

我们认为随着等渗新品的推出，公司正式切入高强度运动饮料市场，尖叫消费场景将得到进一步的延伸。此外 2020 年公司功能饮料销售受到了新冠疫情期间，学校、运动场馆等消费场所关闭的冲击，我们预计 2021 年随着场所渠道的继续恢复，以及欧洲杯、奥运会等运动赛事的举办，公司尖叫业务有望迎来较好的恢复增长。

盈利预测与投资建议。

我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 270.09/315.70/365.23 亿元，主营业务收入为 269.29/314.82/364.27 亿元，归母净利润分别为 59.26/67.99/78.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.60/0.70 元/股。

(1) 参照可比公司 PE 估值，我们给予公司 60-70 倍的 PE(2021E)估值区间，对应每股价值区间为 31.80-37.10 元/股。

(2) 参照 DCF 估值法（FCFE 贴现）测算，公司合理企业价值为 4927.86 亿元，每股合理价值 43.82 元（具体测算过程参见我们 4 月初外发的公司 2020 年年报业绩点评报告）。

综合参照 PE 估值下的中位数（合理价值区间 31.80-37.10 人民币元/股，对应均值为 34.45 人民币元/股）和 DCF 估值（每股合理价值 43.82 元）情况，我们认为公司每股价值区间为 34.45-43.82 元/股。按照 1 港元=0.8254 人民币汇率计算，对应合理价值区间 41.74-53.09 港元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。（1）市场需求下滑，（2）产品推广不及预期，（3）原材料价格波动，（4）食品安全问题。

图1 武夷山泡茶山泉水



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

图2 长白山天然雪山矿泉水



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

图3 东方树叶青柑普洱茶和玄米茶



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

图4 杯装茶π（柠檬岩茶，芒果茉莉，百香果乌龙茶）



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

图5 苏打气泡水



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

图6 尖叫专业等渗饮料



资料来源：公司官方微信号，海通证券研究所

表 1 公司新品线上价格

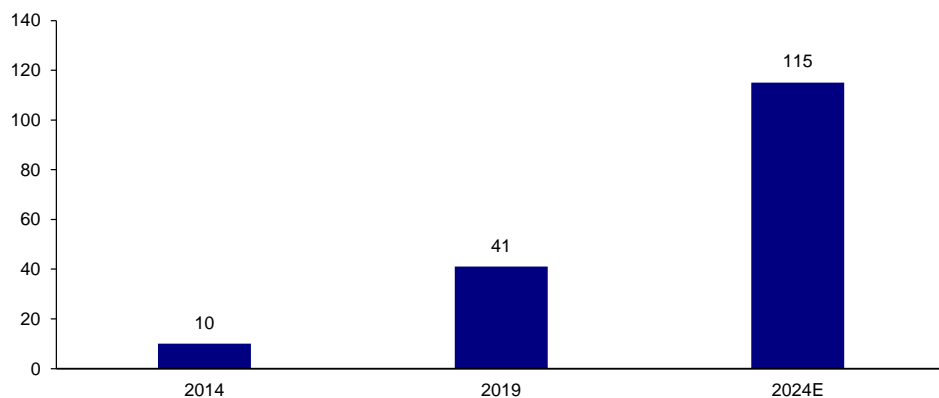
品牌	规格	数目(瓶)	价格(元)	单价(元)
泡茶山泉水	4L	4	55.0	13.75
长白山	535ml	24	82.0	3.42
东方树叶	500ml	15	65.9	4.39
茶π	250ml	6	65.9	10.98
苏打气泡水	500ml	15	75.0	5.00
尖叫等渗运动饮料	550ml	15	79.9	5.33

资料来源：农夫山泉天猫自营旗舰店，海通证券研究所

说明：

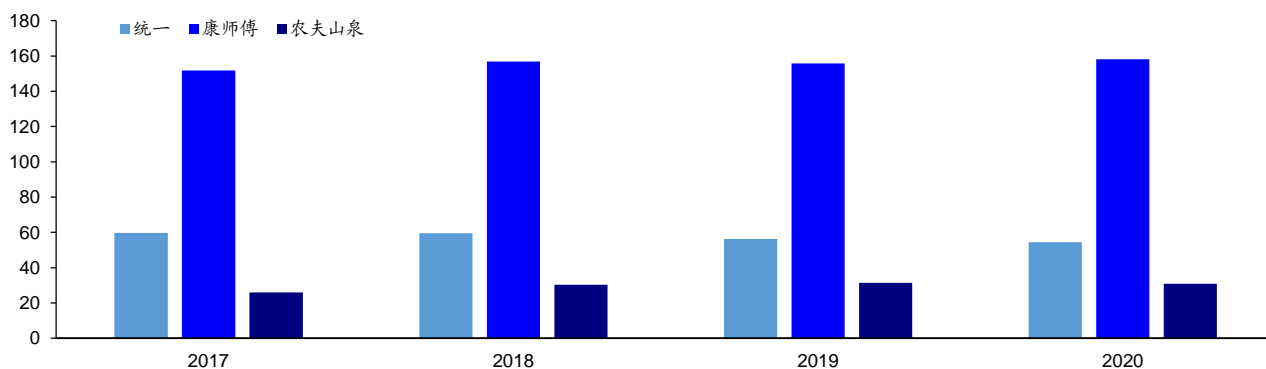
- 1) 数据均来自于农夫山泉天猫自营旗舰店相关价格，日期为 2021 年 6 月 2 日
- 2) 部分价格可能包含促销打折

图7 中国无糖茶饮料市场（亿元）



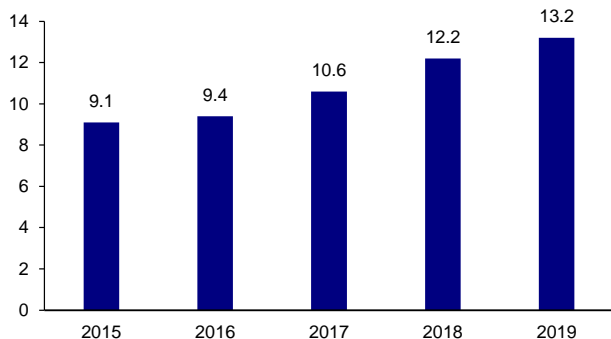
资料来源：农夫山泉招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

图8 农夫山泉、康师傅、统一过去 4 年茶饮料收入体量（亿元）



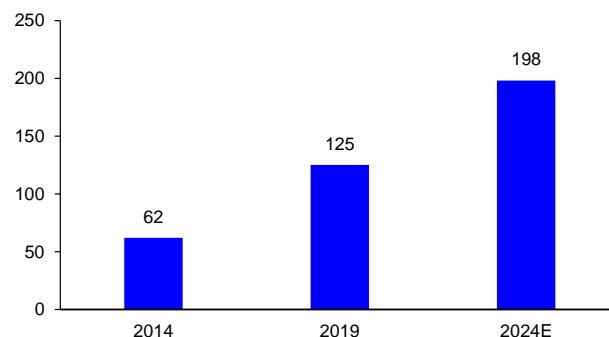
资料来源：各公司 2017-2020 年年报及业绩报告材料，海通证券研究所

图9 中国便利店门店数目（万家）



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

图10 2019-2024E 中国运动饮料市场规模（亿元）



资料来源：农夫山泉招股说明书，弗若斯特沙利文，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值表

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2021E)
海天味业	603288	137.42	76.39
金龙鱼	300999	96.16	67.63
颐海国际	1579.HK	55.30	39.16
平均 PE (倍, 2021E)			61.06

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2021 年 06 月 04 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
 张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台, 农夫山泉, 千禾味业, 光明乳业, 双汇发展, 金龙鱼, 均瑶健康, 汤臣倍健, 安琪酵母, 中炬高新, 新乳业, 益海嘉里, 海天味业, 绝味食品, 香飘飘, 西麦食品, 日辰股份, 天味食品, 桃李面包, 皇氏集团, 涪陵榨菜, 品渥食品, 巴比食品, 盐津铺子, 东鹏饮料, 光明乳业, 周黑鸭, 李子园, 海天味业, 水井坊, 洽洽食品, 日辰股份, 安井食品

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。