

2021 年 03 月 26 日

受益 PET 价格下行, 全年盈利超预期 增持 (维持)

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 何长天

执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22,877	27,644	32,706	38,378
同比 (%)	-4.8%	20.8%	18.3%	17.3%
归母净利润 (百万元)	5,277	6,350	7,460	8,758
同比 (%)	6.6%	20.3%	17.5%	17.4%
每股收益 (元/股)	0.48	0.56	0.66	0.78
P/E (倍)	70	60	51	43

注: 基于 2021 年 3 月 26 日外汇管理局人民币汇率中间价, 即 CNY/HKD 为 0.84141

事件: 公司发布 2020 年度业绩, 全年实现营收 228.8 亿元 (-4.8%), 归母净利润 52.8 亿元 (+6.6%), 略超我们预期; 其中, 20H2 归母净利润 24.1 亿元, 同比增长达 16.5%, 公司拟派发期末股息每股 0.17 元, 股息率为 0.5%。

(注: 如无特别说明, 本报告数据币种均为人民币)

投资要点

■ **尽管暑期旺季受水灾影响, 20H2 收入同比下降幅度收窄:** 受疫情影响, 因部分消费场所关闭、运动出行减少等因素, 饮料的消费受到重大冲击。据中国饮料工业协会数据, 2020 年全国饮料产量同比下降 7.97%, 其中包装饮用水下降 10.44%。同时, 7 月多省份因暴雨而引起的水灾, 亦直接冲击公司部分线下网点和产品运输, 公司 20H2 依然实现收入 113.3 亿元 (-3.2%), 降幅较 H1 收窄 3.0 pct.

■ **受益 PET 材料价格下降, 利润率显著提升:** 作为瓶身重要原料的聚对苯二甲酸乙二酯 (PET) 价格在 2020 年持续下行, 因此公司整体毛利率自 2019 年的 55.4% 上升至 2020 年的 59.1%, 增加 3.7 pct, 提升显著。

■ **分产品来看, 饮用水需求韧性依旧, 而功能饮料等具有场景化消费特点的饮料产品受疫情冲击更严重:**

➢ **包装饮用水:** 包装饮用水全年营收 139.7 亿元 (-2.6%), 其中由于受到暴雨和水灾影响, 20H2 营收同比下降 5.9%, 实现营收 68.6 亿元。但成本的下降导致全年 EBIT 达 50.6 亿元 (+12.0%); 其中 20H2 实现 EBIT 25.0 亿元, 同比增长 8.85%。从产品结构来看, 在疫情影响下, **家庭消费场景机遇凸显**, 中大规格饮用水收入同比增长更快。

➢ **茶饮料:** 健康化趋势下, 茶饮料逐步转向无糖茶, 而农夫山泉“东方树叶”则是无糖茶中的领军品牌, 预计 20 年实现双位数增长。而有糖茶品牌“茶π”于 4 月再次携手代言人权志龙, 并在电商推出三款全新杯装产品, 以扩大客群覆盖, 保持稳健的发展。全年茶饮料产品实现营收 30.9 亿元 (-1.6%), 其中 20H2 实现 14.9 亿元, 实现同比正增长 10.5%。茶饮料全年 EBIT 达 13.1 亿元 (+9.6%), EBIT 率自 2019 年的 38.2% 提升至 2020 年的 42.5%。

➢ **果汁饮料:** 在消费升级和健康化趋势下, 公司坚持“好果汁是种出来的”源头战略, 驱动果汁饮料向高浓度果汁转型升级, 整体盈利能力有所提升。全年果汁饮料产品实现营收 19.8 亿元 (-14.4%)。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	40.00
一年最低/最高价	31.00/68.75
市净率(倍)	24.43
港股流通市值(百万港元)	201386.66

基础数据

每股净资产(元)	1.38
资产负债率(%)	40.09
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): DCF 视角下, 农夫山泉高估了吗?》2020-12-03

2、《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

3、《农夫山泉 (09633): 农夫何以汲山泉? 为有源头活水来》2020-09-07

- **功能饮料:** 由于疫情期间, 学校、运动场馆等设施均为关闭状态, 功能饮料的需求受到重大冲击, 全年实现营收 27.9 亿元 (-26.1%), 其中 20H2 营收 13.4 亿元, 同比下降 10.5%, 降幅较 20H1 收窄 26.0 pct, 恢复趋势明显。功能饮料全年实现 EBIT 10.8 亿元 (-19.7%), EBIT 率自 2019 年的 35.57% 提升至 2020 年的 38.65%。
- **其他饮料:** 新兴产品线包括咖啡饮料“炭仸”、苏打水饮料、含气风味饮料“TOT”和植

物酸奶产品等, 疫情下增长亮眼。其他饮料线全年实现营收 10.5 亿元 (+135.9%), 实现 EBIT 1.6 亿元 (+1,734.6%); EBIT 率提升至 14.81%, 较 2019 年增加 12.9 pct。
- **营销持续发力, 立体化多元品牌形象不断加深:** 2020 年公司延续自身营销端优势, 梳理多元品牌各自的品牌形象。饮用水方面, 宣传健康饮水概念, 主打“好水煲好汤”、“好水才能煮好饭”概念, 建立消费者认同; 同时“金鼠回家”、“大山里的孩子”等活动也再次引起市场热点, 公益的同时完成品牌营销。茶饮方面, 再次携手权志龙拿下 GD 回归后的首个代言; 并不断推陈出新, 开展“茶π奇妙π队”等线上活动, 丰富“茶π”的产品矩阵, 以实现系列的破圈。通过一以贯之的在营销端的精准触觉, 公司在疫情下进一步加深了各产品线在消费者心目中的品牌形象, 为后疫情时代的恢复和再次成长打下坚实的基础。
- **盈利预测与投资评级:** 尽管当前疫苗推进顺利, 但考虑到年初国内疫情反复和当前海外疫情的再次爆发, 2021 年软饮料行业形势仍不明朗, 谨慎考虑下, 我们将 2021-2022 年营收从 293.7 亿元/347.5 亿元下调至 276.4/327.1 亿元, 预计 2023 年营收约 383.8 亿元。应增速为 20.8%/18.3%/17.3%; 同时, PET 持续下行, 我们预计公司未来净利率保持在相对较高水平, 将 2021-2022 年归母净利润从 62.2 亿元/73.7 亿元上调至 63.5/74.6, 预计 2023 年实现归母净利润 87.6 亿元, 对应增速为 20.3%/17.5%/17.4%, 当前股价对应动态 PE 60/51/43 倍。农夫山泉以多元化的品牌布局构筑综合强大的品牌营销能力、成熟的经销体系、优质的水源地加持的竞争优势, 兼具成长性和盈利能力, 长期看好公司未来发展, 维持“增持”评级。
- **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。

表 1: 农夫山泉盈利预测

单位: 百万元人民币	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	22,877.30	27,644.27	32,705.50	38,378.45
yoy	-4.76%	20.84%	18.31%	17.35%

主营业务成本	9,368.63	11,752.99	13,968.81	16,447.20
毛利率	59.05%	57.48%	57.29%	57.14%
包装饮用水产品				
收入	13,966.13	17,006.56	20,305.83	24,245.16
yoy (%)	-2.65%	21.77%	19.40%	19.40%
业务收入比例(%)	61.05%	61.52%	62.09%	63.17%
茶饮料产品				
收入	3,087.63	3,657.30	4,290.01	4,813.39
yoy (%)	-1.61%	18.45%	17.30%	12.20%
业务收入比例(%)	13.50%	13.23%	13.12%	12.54%
功能饮料产品				
收入	2,791.82	3,274.81	3,704.46	4,136.03
yoy (%)	-26.12%	17.30%	13.12%	11.65%
业务收入比例(%)	12.20%	11.85%	11.33%	10.78%
果汁饮料产品				
收入	1,977.23	2,387.50	2,757.56	3,124.32
yoy (%)	-14.44%	20.75%	15.50%	13.30%
业务收入比例(%)	8.64%	8.64%	8.43%	8.14%
其他产品				
收入	1,054.49	1,318.11	1,647.63	2,059.54
yoy (%)	135.90%	25%	25%	25%
业务收入比例(%)	4.61%	4.77%	5.04%	5.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 核心业绩数据拆分

单位: 百万元人民币	19H1	20H1	19H2	20H2	2018	2019	2020
利润表拆分							
营业收入	12,309.59	11,711.45	11,544.59	11,332.70	20,475.05	24,021.04	22,877.30
yoy	-	-	-6.21%	-3.23%	17.06%	17.32%	-4.76%
营业成本	5,402.66	5,307.75	4,634.25	4,734.72	9,554.21	10,710.41	9,368.97
yoy	-	-	-14.22%	-10.80%	24.37%	12.10%	-12.52%
毛利	6,906.93	6,403.70	6,910.34	6,597.99	10,920.83	13,310.63	13,508.33
毛利率	56.11%	54.68%	59.86%	58.22%	53.34%	55.41%	59.05%
销售及分销开支	2,850.43	2,965.96	2,694.09	2,816.42	5,217.52	5,816.39	5,510.51
/收入	23.16%	25.33%	23.34%	24.85%	25.48%	24.21%	24.09%
行政开支	595.66	786.85	698.62	625.83	1,065.17	1,382.51	1,324.45
/收入	4.84%	6.72%	6.05%	5.52%	5.20%	5.76%	5.79%

其他开支	11.04	360.37	4.33	244.76	404.34	371.41	249.10
/收入	0.09%	3.08%	0.04%	2.16%	1.97%	1.55%	1.09%
财务费用	1.35	14.17	29.13	49.84	4.11	15.53	78.96
/收入	0.01%	0.12%	0.25%	0.44%	0.02%	0.06%	0.35%
除税前盈利	3,781.53	2,717.23	3,795.30	3,190.96	4,763.24	6,498.76	6,986.25
yoy	-	-	0.36%	17.43%	7.40%	36.44%	7.50%
减: 所得税	898.87	645.65	930.80	778.03	1,151.53	1,544.52	1,708.83
有效税率	23.77%	23.76%	24.53%	24.38%	24.18%	23.77%	24.46%
净利润(含少数股东权益)	2,882.66	2,071.58	2,864.50	2,412.93	3,611.71	4,954.24	5,277.43
yoy	-	-	-0.63%	16.48%	6.67%	37.17%	6.52%
减: 少数股东损益	5.92	-0.24	-	-	5.65	5.68	-
净利润(剔除少数股东权益)	2,876.75	2,071.82	2,864.50	2,412.93	3,606.06	4,948.57	5,277.43
yoy	-	-	-0.43%	16.46%	6.68%	37.23%	6.65%
归母净利润率	23.37%	17.69%	24.81%	21.29%	17.61%	20.60%	23.07%

资产负债表拆分

现金及现金等价物	-	1,083.14	5,662.34	9,118.88	1,763.66	1,083.14	9,118.88
应收账款及票据	-	306.00	482.88	357.56	222.65	306.00	357.56
yoy	-	37.44%		16.85%	14.73%	37.44%	16.85%
存货	-	1,762.10	1,682.86	1,805.45	1,906.34	1,762.10	1,805.45
yoy	-	-7.57%		2.46%	32.16%	-7.57%	2.46%
存货周转率	-		2.69	2.71	5.71	5.84	5.25
固定资产净值	-	12,314.35	12,763.18	12,591.59	11,088.68	12,314.35	12,591.59
总资产	-	17,796.47	22,718.19	25,859.41	20,950.00	17,796.47	25,859.41
总资产周转率	-		0.57	0.47	1.09	1.24	1.05
应付账款及票据	-	791.46	1,174.50	881.80	837.33	791.46	881.80
短期借贷及租赁负债	-	1,005.94	2,252.91	2,428.03	29.03	1,005.94	2,428.03
长期借贷及租赁负债	-	30.42	23.56	41.31	16.63	30.42	41.31
股东权益合计	-	9,881.87	12,566.79	15,492.28	14,415.77	9,881.87	15,492.28

现金流量表拆分

经营性现金流量净额	4,052.65	3,419.19	4,504.24		4,629.73	7,471.84	
yoy	-	-	11.14%		-1.44%	61.39%	
投资性现金流量净额	-2,782.21	3,425.24	-793.76		-3,674.07	643.03	
筹资性现金流量净额	-33.03	-8,663.77	1,067.93		-456.73	-8,696.80	
现金及现金等价物净增加额	1,237.41	-1,819.34	4,778.41		498.92	-581.93	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 收入拆分 (按产品)

单位: 百万元人民币	19H1	20H1	19H2	20H2	2018	2019	2020
主营业务收入	12,310	11,711	11,545	11,332	20,475	24,021	22,877
yoy	-	-	-6.21%	-3.23%	17.06%	17.32%	-4.76%
EBIT	4,056	3,438	4,216	3,782	5,703	7,494	7,998
yoy	-	-	3.94%	10.00%	15.94%	31.40%	6.72%
/收入	32.95%	29.35%	36.52%	33.37%	27.86%	31.20%	34.96%
包装饮用水产品							
收入	7,051	7,295	7,102	6,864	11,780	14,346	13,966
yoy (%)			0.72%	-5.91%	16.40%	21.78%	-2.65%
业务收入比例(%)	57.28%	62.29%	61.52%	60.52%	57.53%	59.72%	61.02%
EBIT	2,217	2,296	2,555	2,500	3,064	4,513	5,055
yoy	-	-	15.26%	8.85%	12.66%	47.30%	12.00%
/分部收入	31.44%	31.48%	35.97%	36.42%	26.01%	31.46%	36.19%
茶饮料产品							
收入	1,792	1,346	1,600	1,488	3,036	3,138	3,088
yoy (%)	-	-	-10.71%	10.52%	16.90%	3.36%	-1.61%
业务收入比例(%)	14.56%	11.49%	13.86%	13.12%	14.83%	13.06%	13.49%
EBIT	750	449	707	607	1,098	1,198	1,314
yoy	-	-	-5.72%	35.25%	16.50%	9.09%	9.62%
/分部收入	41.83%	33.33%	44.17%	40.79%	36.18%	38.19%	42.54%
功能饮料产品							
收入	2,278	1,501	1,448	1,344	3,322	3,779	2,792
yoy (%)	-	-	-36.44%	-10.47%	13.15%	13.76%	-26.12%
业务收入比例(%)	18.51%	12.82%	12.54%	11.85%	16.22%	15.73%	12.20%
EBIT	848	496	573	506	1,072	1,344	1,079
yoy	-	-	-32.43%	2.01%	9.44%	25.35%	-19.72%
/分部收入	37.23%	33.05%	39.58%	37.65%	32.28%	35.57%	38.65%
果汁饮料产品							
收入	1,043	1,268	942	1,035	1,855	2,311	1,977
yoy (%)	-	-	-9.68%	-18.36%	26.36%	24.58%	-14.44%
业务收入比例(%)	8.47%	10.83%	8.16%	9.13%	9.06%	9.62%	8.64%
EBIT	232	199	253	142	441	430	395
yoy	-	-	9.07%	-28.51%	63.83%	-2.45%	-8.28%
/分部收入	22.20%	15.66%	26.81%	13.71%	23.77%	18.61%	19.95%

		其他产品					
收入	146	301	453	601	482	447	1,054
yoy (%)	-	-	210.27%	99.83%	30.27%	-7.26%	135.90%
业务收入比例(%)	1.19%	2.57%	3.92%	5.30%	2.35%	1.86%	4.61%
EBIT	11	-2	129	27	28	9	156
yoy	-	-	1127.89%	-1469.38%	251.98%	-69.13%	1734.59%
/分部收入	7.19%	-0.66%	28.47%	4.53%	5.72%	1.90%	14.81%

数据来源：公司公告，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>