

持有

茶饮增速靓眼，业绩超出预期

农夫山泉 (9633.HK)

2022-08-29 星期一

投资要点

目标价: **51.5 港元**
 现价: 46.9 港元
 预计升幅: 10%

➤ **成本管控良好，业绩超市场预期：**

1H22 公司收入 166.0 亿元，同比+9.4%；在较大的原材料成本压力下，公司毛利率同比-1.6%至 59.3%。受疫情影响，公司上半年主动收窄广告费用等方面投入，销售费率同比-1.6%至 21.8%；由于实施股权激励计划且研发费用增加，行政费率同比+0.9%至 5.3%；其他收入因汇兑收益及银行存款利息收入增加，同比+96.6%至 7.5 亿元；实现归母净利润 46.08 亿元，同比+14.8%，净利润率 27.8%，同比提升 1.4 个百分点。

重要数据

日期	2022/8/26
收盘价 (港元)	46.9
总股本 (百万股)	11,246
总市值 (百万港元)	527,437
净资产 (百万元)	20,741
总资产 (百万元)	32,896
52 周高低 (港元)	52.17/31.82
每股净资产 (元)	1.84

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **茶饮增速靓眼，其他主要品类增速稳健：**

分产品来看，2Q22 消费者封闭管控对即饮包装水产生较大影响，1H22 包装饮用水收入同比+4.8%至 93.5 亿元，占公司总收入的 56.3%，同比-2.5ppt；茶饮料得益于茶π及东方树叶被越来越多消费者接受，同时疫情背景下，公司战略性的资源倾斜，收入同比+51.6%至 33.1 亿元，占公司总收入比重提升至约 20%；期内，果汁及功能饮料收入同比分别+4.2%/+0.9%，主要是 1Q22 销售增长带动；其他产品收入同比-23.8%至 6.45 亿元，乃疫情期间资源倾斜策略所致。

➤ **2H22 收入望维持双位数增长，成本压力仍大：**

7-8 月份疫情发展相对可控，且炎热天气下，利好包装饮用水及茶饮料的销售；2H22 公司将延续大品项聚焦策略，全年仍有望实现双位数增长目标。PET 价格目前仍在高位运行，公司现采取随行就市策略，下半年仍面临较大成本压力，但其成本管控能力已被验证，同时借助产品组合，全年净利润率望保持稳健。

➤ **给予“持有”评级，目标价 51.5 港元：**

我们预计公司 22/23 年 EPS 为 0.70/0.84 元，上调目标价至 51.5 港元，对应 23 年 54 倍 PE，较现价有 10% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

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

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20210830

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	22,877	29,696	33,308	39,152	45,161
同比增长	-4.8%	29.8%	12.2%	17.5%	15.3%
毛利率	59.0%	59.5%	56.9%	58.0%	59.2%
归母净利润	5,277	7,162	7,853	9,414	11,250
同比增长	6.6%	35.7%	9.7%	19.9%	19.5%
净利润率	23.1%	24.1%	23.6%	24.0%	24.9%
每股盈利	0.47	0.64	0.70	0.84	1.00
PE@46.9HKD	88.1	64.9	59.2	49.4	41.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

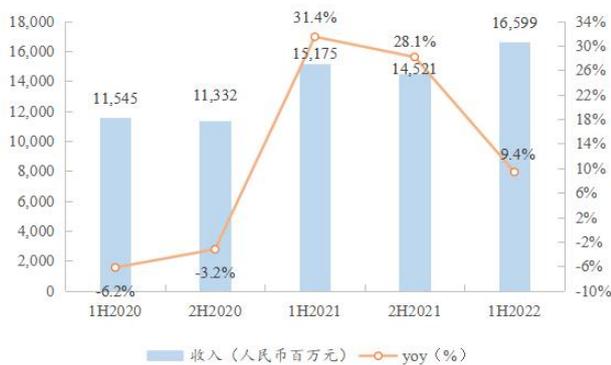
汇率: 1 港元=0.8813 人民币

报告正文

成本管控良好，业绩超市场预期：

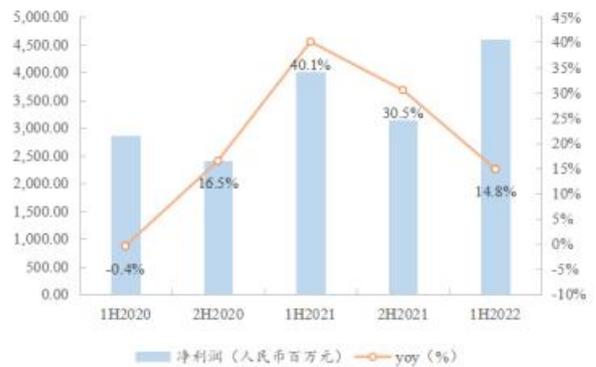
1H22 公司收入 166.0 亿元，同比+9.4%；在较大的原材料成本压力下，公司毛利率同比-1.6%至 59.3%。受疫情影响，公司上半年主动收窄广告费用等方面投入，销售费率同比-1.6%至 21.8%；由于实施股权激励计划且研发费用增加，行政费率同比+0.9%至 5.3%；其他收入因汇兑收益及银行存款利息收入增加，同比+96.6%至 7.5 亿元；实现归母净利润 46.08 亿元，同比+14.8%，净利润率 27.8%，同比提升 1.4%。

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

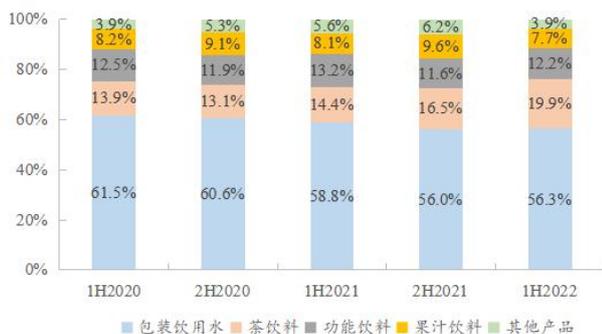


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

茶饮增速靓丽，其他主要品类增速稳健：

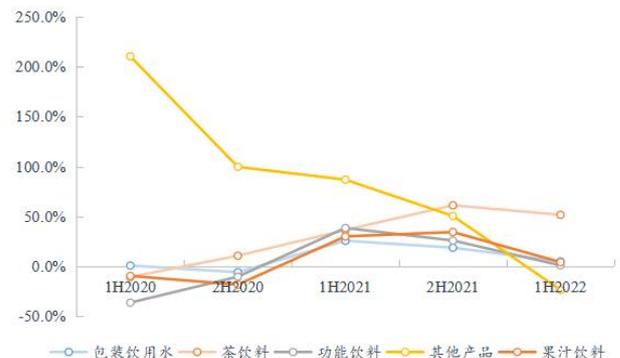
分产品来看，2Q22 消费者封闭管控对即饮包装水产生较大影响，1H22 包装饮用水收入同比+4.8%至 93.5 亿元，占公司总收入的 56.3%，同比-2.5ppt；茶饮料得益于茶π及东方树叶被越来越多消费者接受，同时疫情背景下，公司战略性的资源倾斜，收入同比+51.6%至 33.1 亿元，占公司总收入比重提升至约 20%；期内，果汁及功能饮料收入同比分别+4.2%/+0.9%，主要是 1Q22 销售增长带动；其他产品收入同比-23.8%至 6.45 亿元，乃疫情期间资源倾斜策略所致。

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

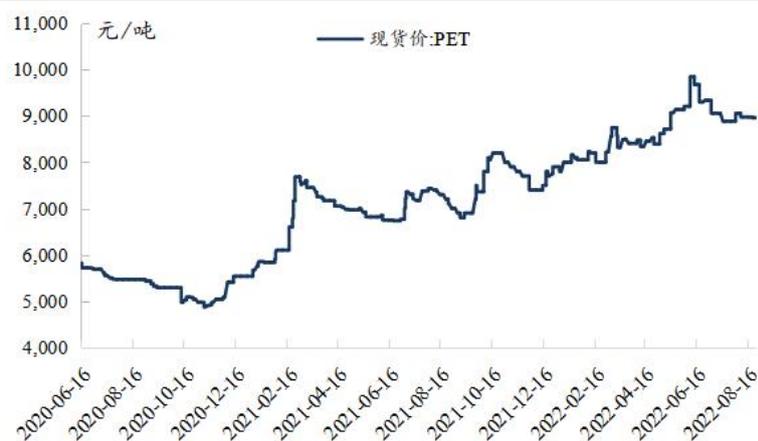


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2H22 收入望維持雙位數增長，成本壓力仍大：

7-8 月份疫情發展相對可控，且炎熱天氣下，利好包裝飲用水及茶飲料的銷售；2H22 公司將延續大品項聚焦策略，全年仍有望實現雙位數增長目標。PET 價格目前仍在高位運行，公司現採取隨行就市策略，下半年仍面臨較大成本壓力，但其成本管控能力已被驗證，同時借助產品組合，全年淨利潤率望保持穩健。

圖 5：PET 價格維持高位



資料來源：同花順、國元證券經紀（香港）整理

給予“持有”評級，目標價 51.5 港元：

我們預計公司 22/23 年 EPS 為 0.70/0.84 元，上調目標價至 51.5 港元，對應 23 年 54 倍 PE，較現價有 10% 的漲幅空間，給予“持有”評級。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:人民币百万元											
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	22,877	29,696	33,308	39,152	45,161	盈利能力					
营业成本	(9,369)	(12,040)	(14,348)	(16,457)	(18,446)	毛利率	59.0%	59.5%	56.9%	58.0%	59.2%
毛利	13,508	17,656	18,960	22,695	26,715	净利率	23.1%	24.1%	23.6%	24.0%	24.9%
销售费用	(5,511)	(7,233)	(7,851)	(9,421)	(10,949)	ROE	34.1%	34.5%	33.4%	34.3%	35.0%
管理费用	(1,324)	(1,751)	(1,842)	(2,127)	(2,415)	ROA	20.4%	21.8%	21.0%	21.9%	22.9%
其他收益	641	874	1,080	1,253	1,462	营运表现					
其他支出	(249)	(139)	(23)	(24)	(25)	SG&A/收入	29.9%	30.3%	29.1%	29.5%	29.6%
财务费用	(79)	(53)	(7)	(7)	(7)	有效税率	24.5%	23.4%	23.9%	23.9%	23.9%
除税前溢利	6,986	9,354	10,318	12,369	14,780	应收账款周转率	68.95	71.23	65.93	67.38	66.80
所得税	(1,709)	(2,193)	(2,465)	(2,955)	(3,531)	资产周转率	1.05	1.01	0.95	0.98	0.98
净利润	5,277	7,162	7,853	9,414	11,250	存货周转率	5.25	6.66	7.24	7.11	7.03
归母净利润	5,277	7,162	7,853	9,414	11,250	偿债能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	资产负债率	40.1%	36.9%	37.0%	36.0%	34.7%
增长						流动比率	1.24	1.54	1.65	1.82	2.01
总收入 (%)	-4.8%	29.8%	12.2%	17.5%	15.3%	速动比率	1.06	1.38	1.49	1.66	1.84
净利润 (%)	6.6%	35.7%	9.7%	19.9%	19.5%	现金流量表					
资产负债表						单位:人民币百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,192	17,836	21,896	27,129	33,168	除税前利润	6,986	9,354	10,318	12,369	14,780
存货	1,805	1,809	2,156	2,473	2,772	折旧和摊销	1,925	2,378	2,388	2,624	2,876
贸易应收账款	358	476	534	628	724	营运资金的变动	698	1,795	1,059	879	812
其他应收款	910	558	626	736	849	经营活动现金流量	8,429	11,400	11,431	13,152	15,213
货币资金	9,119	14,784	18,371	23,084	28,615	资本性支出	(2,279)	(2,622)	(2,782)	(2,943)	(3,093)
其他流动资产	0	208	208	208	208	其他投资活动	(2,377)	(2,694)	0	0	0
非流动资产	13,668	15,060	15,455	15,773	15,990	投资活动现金流量	(4,657)	(5,316)	(2,782)	(2,943)	(3,093)
固定资产	12,592	12,800	13,153	13,412	13,554	支付股利合计	(7,980)	(1,912)	(5,061)	(5,497)	(6,590)
无形资产	58	65	63	59	52	其他筹资活动	9,696	18	0	0	0
递延税项资产	315	293	293	293	293	融资活动现金流量	1,716	(1,893)	(5,061)	(5,497)	(6,590)
其他非流动资产	704	1,902	1,946	2,008	2,090	汇率变动	(215)	(59)	0	0	0
资产总计	25,859	32,896	37,351	42,902	49,158	现金净变动	5,488	4,191	3,588	4,713	5,531
流动负债	9,825	11,589	13,251	14,886	16,482	现金的期初余额	783	6,056	11,721	15,308	20,021
贸易应付账款	882	1,153	1,374	1,576	1,767	现金的期末余额	6,056	10,188	15,308	20,021	25,552
其他应付款	3,322	4,488	5,348	6,134	6,875	每股资料(元)					
其他流动负债	5,621	5,948	6,529	7,176	7,840	每股收益	0.47	0.64	0.70	0.84	1.00
非流动负债	542	566	566	566	566	每股经营现金	0.75	1.01	1.02	1.17	1.35
租赁负债	41	43	43	43	43	每股净资产	1.38	1.84	2.09	2.44	2.86
其他非流动负债	501	522	522	522	522	估值比率(倍)					
负债合计	10,367	12,154	13,817	15,451	17,048	PE	88.1	64.9	59.2	49.4	41.3
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	PB	30.0	22.4	19.8	16.9	14.5
储备	14,368	19,617	22,409	26,326	30,986						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	15,492	20,742	23,534	27,451	32,110						
负债及权益合计	25,859	32,896	37,351	42,902	49,158						

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