

農夫山泉(9633.HK)

包裝水生產商龍頭，雙引擎發展多元化產品

香港 | 軟飲料行業 | 首次覆蓋

13 December 2021

投資概要

農夫山泉一直追求包裝飲用水和飲料的雙引擎發展，一方面滿足消費者日常的飲用需求，另一方面滿足消費者多樣及個性化的飲用訴求。多元化的產品種類衍生靈活的產品組合，使公司及經銷商可以在不同市場及渠道都達成差異化優勢，提升業務規模、分銷效率及盈利能力。

全球位列第二的包裝飲用水企業

農夫山泉品牌的包裝飲用水產品，包括飲用天然水及天然礦泉水。以包裝飲用水銷量計算，公司是全球位列第二的包裝飲用水企業，亦是中國前 5 大包裝飲用水企業中唯一一家只利用天然水源生產包裝飲用水的企業。2020 年，公司在中國包裝飲用水的市場份額達到 20.9%（以零售額計算），是第二名企業的 1.5 倍。於 2018 年、2019 年及 2020 年，包裝飲用水產品所產生的收益分別佔公司總收益的 57.5%、59.7%及 61%。

盈利能力堪比中國及全球軟飲料行業的最強幾家企業

農夫山泉 2020 年的毛利率高達 59.1%，遠超同行的康師傅飲料(33.2%)，統一飲料(34.4%)，並與在全球軟飲料行業中位居第一的可口可樂(59.3%)相當。淨利水平亦遠高於同期中國及全球軟飲料行業的平均水平，於 2018 年、2019 年及 2020 年，達至 17.6%、20.6%及 23%，預計高盈利水平保持長期穩定。

銷售網絡深度下沉，經銷商質量趨成熟

農夫山泉的銷售網絡可謂是全國性，佔全中國 2200 萬個終端零售網點的約 11%，不但覆蓋範圍廣且不局限於一、二線城市，網絡深度下沉。公司與於軟飲料產品經銷方面擁有豐富經驗的本地經銷商合作，藉經銷商本身具備的資金實力、專業團隊及設施等等打進當地的終端零售網點。配置在接近 50 萬個終端零售網點的「農夫山泉」品牌形象冰櫃尤其提高了公司的品牌展示和貨架份額，繼而提升銷量。公司每年度對經銷商的評估和篩選，都促使經銷商提升自身業務能力，讓合作經銷商整體的質量與業務能力逐步穩定及成熟。

估值與投資建議

考慮到農夫山泉為軟飲料行業龍頭，各品類產品增速顯著快於行業平均，加上果汁、茶及功能飲料產品為公司帶來新發展重點，我們給予公司 2022 年目標市盈率 63x，並預計公司 2021/2022/2023 年每股盈利為人民幣 0.7/0.8/1.0 元。2022 年目標價預測為 64.59 港元，對應 2021/2022/2023 每股盈利 74.1x/ 63x/ 53.5x 市盈率。首次覆蓋，給予買入評級。

風險因素

疫情恢復未及預期，原材料價格上漲。

買入（首次）

現價 HKD 47.35

(現價截至 12 月 9 日)

目標價 HKD 64.59(+36.41%)

公司資料

普通股股東(百萬股): 5,034.6664

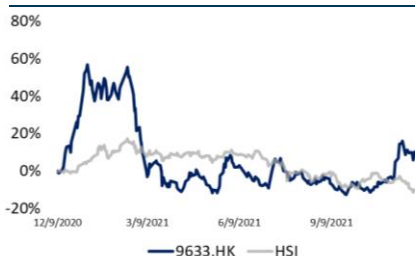
市值(港幣億元): 2,383.91

52 周最高價/最低價(港幣元): 68.546/36.346

主要股東%

鍾睽睽 66.82%

股價 & 恒生指數



來源: Wind, PSHK

財務資料

CNY mn	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Net Sales	22,877	31,373	35,007	39,234
Net Profit	5,277	8,043	9,455	11,130
EPS, CNY	0.47	0.72	0.84	0.99
P/E, x	84.9	54.3	46.2	39.2
BVPS, CNY	1.377	1.835	2.373	3.006
P/BV, x	34.4	25.8	20.0	15.8
DPS (HKD)	0.2	0.26	0.3	0.36
Div. Yield (%)	0.4	0.6	0.7	0.8

來源: PSHK Est.

研究員

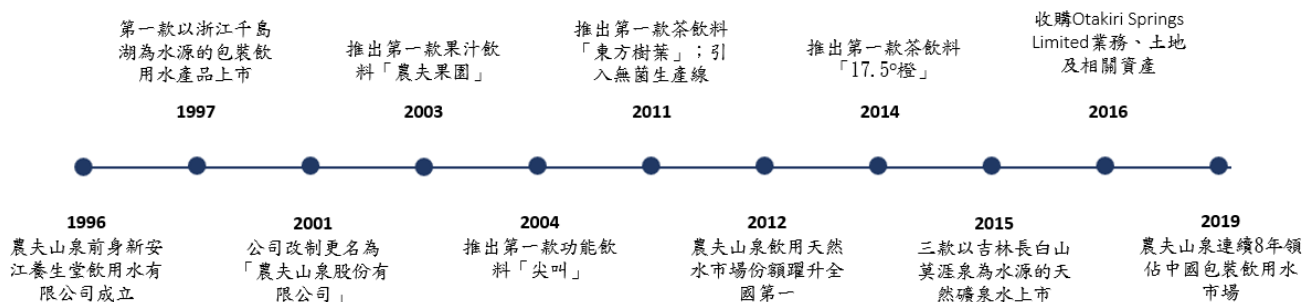
陳翹昕 (+852 2277 6514)

chloe.chan@phillip.com.hk

公司介紹

國內包裝飲用水企業先行者實現前瞻性佈局，成飲料行業代表品牌。農夫山泉的前身，新安江養生堂飲用水有限公司，於 1996 年 9 月成立，為國內最早的包裝飲用水企業。公司在 1997 年推出第一款以浙江千島湖為水源的包裝飲用水產品—農夫山泉。其後，於 2001 年更名為「農夫山泉股份有限公司」，改制成一家股份有限公司，各種軟飲料產品亦陸續上市。而憑藉經驗豐富的核心管理團隊，公司洞悉行業發展趨勢，實現前瞻性佈局，獲得中國 10 個優質水源的取水、採礦許可證。公司更於 2016 年向 Otakiri Springs Limited，一家從事新西蘭市場的瓶裝水生產及銷售公司，及所在土地當時的擁有人收購其業務、土地及相關資產，以拓展海外運營實力。經過 20 餘年的發展，農夫山泉已被打造成國內飲料行業的代表品牌，中國包裝飲用水及飲料的龍頭企業。公司的經銷商網絡覆蓋超過 240 萬個零售點，並擁有多元化的產品組合，包括包裝飲用水、果汁飲料、功能飲料及茶飲料等等。根據弗若斯特沙利文報告，農夫山泉於 2012 年至 2019 年間，連續 8 年領佔中國包裝飲用水市場。以零售額計算，公司 2019 年在果汁飲料、功能飲料及茶飲料的國內市場份額，亦位居前三位。

圖一：公司發展重要里程碑



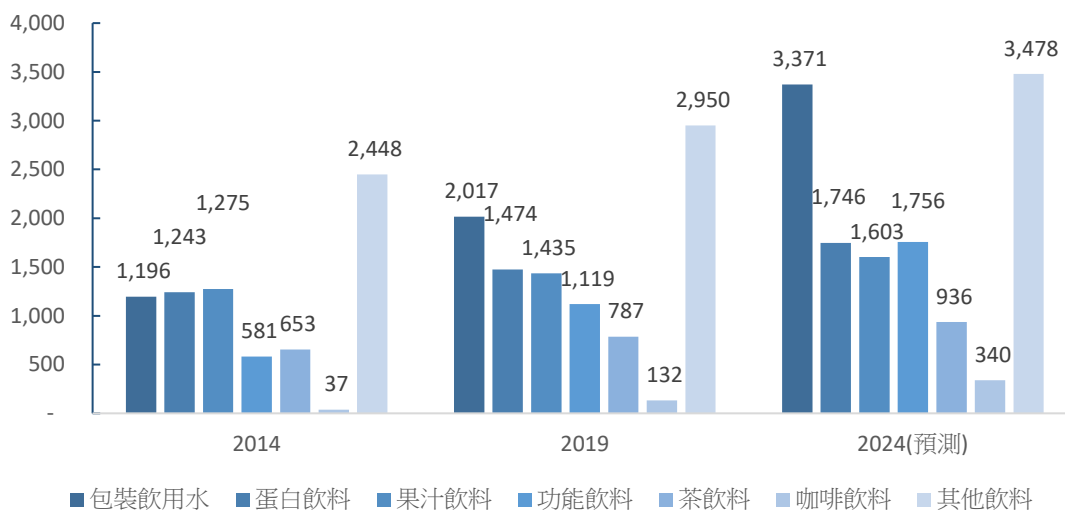
來源：招股說明書，PSHK

行業分析

健康意識增強+城鎮化推動中國軟飲料市場增長

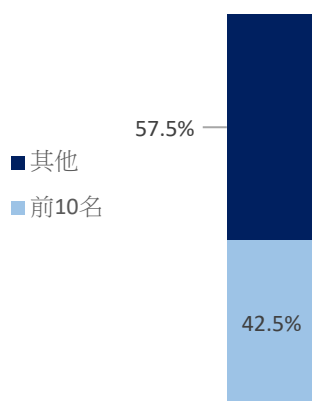
中國是全球最大的軟飲料市場之一，按零售額計算，市場規模於 2019 年為 9,914 億元（人民幣・下同）。「健康」無疑是近年發展的潮流趨勢。消費者的健康意識增強，普遍傾向於選購對身體有益或負荷低的飲料；加上中國城鎮化進程加快，消費者的收入水平提升，轉而側重於產品品質多於價格；同時，城鎮化進程推動銷售渠道多元化，產品的消費頻率亦因此提升。受上述等種種因素加疊影響，中國軟飲料市場規模預計延續 2014-2019 年的 5.9%複合年增長率，於 2024 年達到 13,230 億元；其中咖啡飲料、功能飲料和包裝飲用水為市場規模複合年增長率最高的 3 個細分類別，預期於 2019-2024 年期間分別以 20.8%、9.4% 及 10.8%的增速增長。

圖二：2014 年至 2024 年預測中國軟飲料市場各品類飲料市場規模

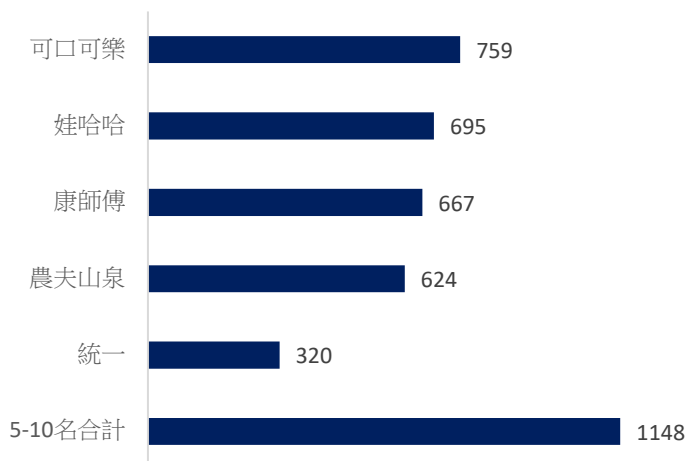


來源：招股說明書，PSHK

圖三：2019 年中國軟飲料市場集中度



圖四：2019 年中國軟飲料市場前十名參與者零售額（人民幣億元）



來源：招股說明書，PSHK

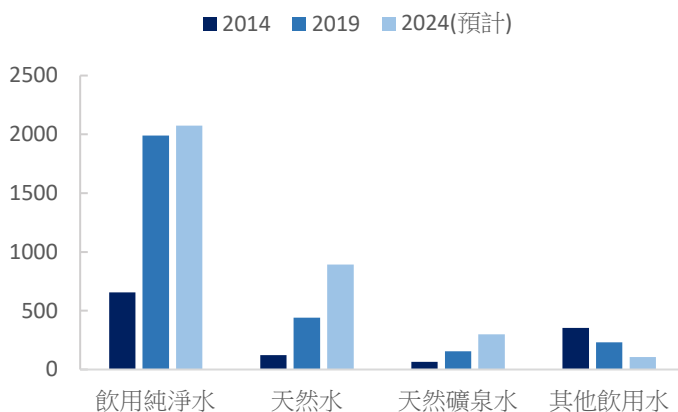
中國軟飲料市場競爭格局較分散，2019 前十名參與者合共只佔 42.5%的市場份額；而當中名列前四位的參與者，包括農夫山泉，領先優勢較為明顯，共佔 27.7%的市場份額。

天然水及天然礦泉水增長居首

中國包裝飲用水市場作為中國軟飲料市場中佔比最大的細分品類，於 2019 年，市場規模為 2,017 億元。包裝飲用水可略分成 4 個子類別：1. 飲用純淨水 2. 天然水 3. 天然礦泉水 4. 其他飲用水。由於飲用純淨水泛指不含礦物質或微量元素的水，並沒有嚴格規限水源，自然成為市場規模最大的包裝飲用水類別，於 2019 年佔整體包裝飲用水零售額的 60.4%。而天然水及天然礦泉水則是近年來增長最快的包裝飲用水品類，同樣受人民健康意識增強及消費能力提升的帶動，預計由 2019 分別以 15.2%及 14.1%的複合年增長率增長，於 2024 年達到 895 億及 300 億的水平。

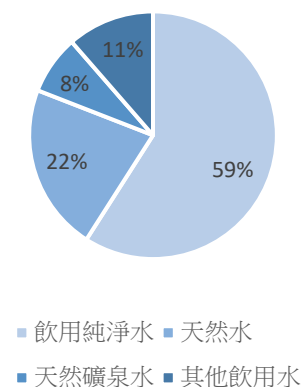
中國包裝飲用水市場相對集中，按 2019 年零售額計算，前五名參與者的市場份額佔整體超過 5 成。排名第一的農夫山泉更是領先第二名高達 50%。

圖五：2014 年至 2024 年預測中國包裝飲用水市場細分類別市場規模（人民幣億元）



來源：招股說明書，PSHK

圖六：2019 年中國包裝飲用水市場細分類別佔比

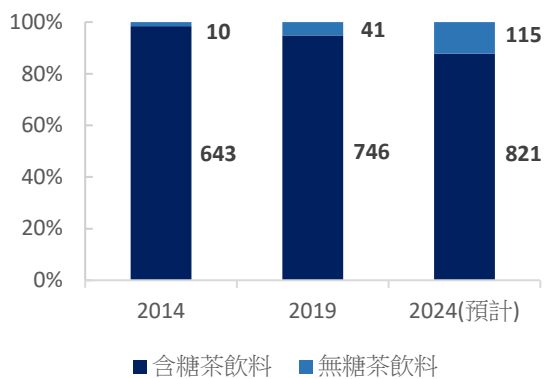


無糖茶飲料+天然純果汁+功能飲料市場迅速崛起

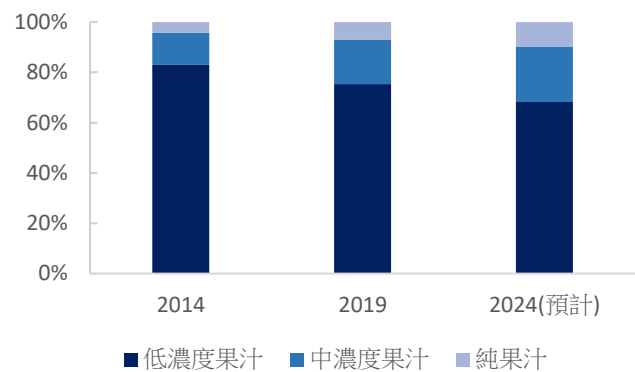
中國茶飲料的市場規模於 2019 年為 787 億元。茶飲料主要被分為兩大類，無糖茶飲料及含糖茶飲料。含糖茶飲料的市場規模向來壓倒性大於無糖茶飲料，其零售額佔整體茶飲料零售額接近 95%。但鑑於人民的消費習慣漸趨健康化，無糖茶飲料的市場規模迅速增長，預計於 2024 年上升至 12.3%。

中國茶飲料市場集中，前五名參與者的市場份額佔整體超過 8 成半。

圖七：2014 年至 2024 年預測中國茶飲料市場各品類飲料市場規模（人民幣億元）



圖八：2014 年至 2024 年預測中國果汁飲料市場各品類飲料市場規模（人民幣億元）



來源：招股說明書，PSHK

中國果汁飲料的市場規模於 2019 年為 1,435 億元。

其中，低濃度果汁為主流。然而近年居民可支配收入提高和健康意識增強，傾向於選擇天然產品，驅使純果汁及中濃度果汁零售額增長；預計未來增速將進一步提高，市場規模分別於 2024 年達到 1,600 億元及 158 億元的水平。

中國果汁飲料市場集中度較低，前五名參與者合共僅佔 25.1% 的市場份額。

中國功能飲料的市場規模於 2019 年為 1,119 億元，主要涵蓋能量飲料、運動飲料及營養素飲料。其中能量飲料市場規模最大，零售額佔整體功能飲料不少於 70%；預計未來能量飲料、運動飲料及營養素飲料將分別以 9.7%、9.6% 和 7.6% 的複合年增長率增長，中國功能飲料整體市場規模於 2024 年達到 1,754 億元。

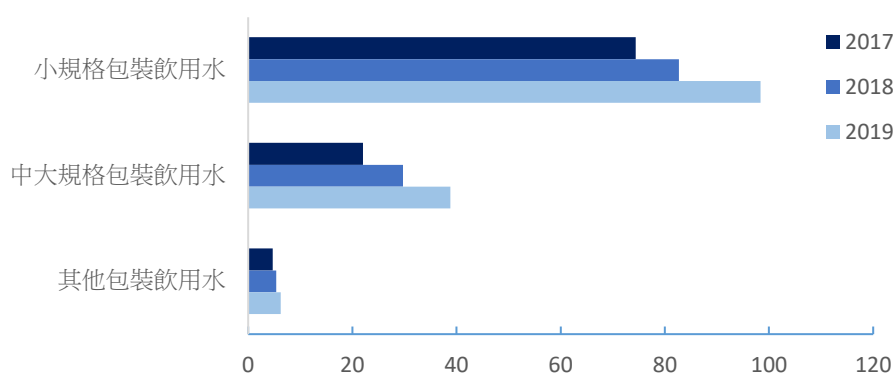
中國功能飲料市場相對集中，前五名參與者合共佔超過 50% 的市場份額。

關注自來水質量，家庭用水需求大幅增加

農夫山泉推出不同規格的包裝飲用水，由最原始的小規格包裝產品（380 毫升至 750 毫升）到 2016 年新增的中大規格包裝產品（1.5 公升至 19 公升），以滿足不同消費者的需求。由於近年來消費者對健康的關注度提升，對自來水的質量存疑，家庭用水的需求大幅增加。適合家庭用的中大規格包裝產品收益亦因此從 2017 年 22.1 億增至 2019 年的 38.8 億，複合年增長率高達 33%，遠比小規格包裝產品的 15% 增速高。中大規格包裝產品佔總收益比重亦由 12.6% 增至 16.2%。近期疫情再進一步推進家庭用水的滲透率，預期需求短期內將繼續攀升。

此外，公司在 2015-2019 年期間，針對不同消費人群及場景推出了若干包裝飲用水產品，包括走高端路線的玻璃瓶天然礦泉水、帶運動瓶蓋的天然礦泉水、含修復神經系統的鋰元素天然礦泉水和適合嬰兒飲用的無菌天然水。這些產品為公司打進新客群拓展了業務的新增長點。

圖十：2017 年至 2019 年公司各規格包裝水產品收益（人民幣億元）



來源：公司招股書，PSHK

圖十一：場景包裝水產品

	玻璃瓶天然礦泉水	運動蓋天然礦泉水	無菌嬰兒水	含鋰礦泉水
產品圖片				
推出年份	2015	2015	2015	2019
針對場景及賣點	設計華麗高雅，適合宴會場合	支持單手開瓶及設有防漏功能，適合運動、開車人士及其他戶外飲水場景	微生物達到商業無菌要求，礦物質含量適合嬰兒飲用	含修復神經系統的鋰元素，適合中老年人飲用
規格	350ml/750ml	535ml/400ml	1L	535ml

來源：公司招股書，PSHK

多品類飲料產品向多品牌發展

相較於包裝飲用水產品的 6 成收益佔比，農夫山泉飲料產品的收益佔總收益大約 4 成。公司所推出的飲料產品已經覆蓋果汁飲料、茶飲料、功能飲料及咖啡、蘇打水、含氣風味飲料、植物酸奶產品等多種品類。透過持續關注消費者對飲料需求的變化而帶動的市場趨勢，農夫山泉採用多品牌發展的策略，使每個飲料品牌都有自己獨特的市場定位，從而拓展公司的銷售規模。

突破性推出非濃縮還原純果汁

農夫山泉的果汁飲料產品全方位覆蓋低濃度果汁、中濃度果汁及非濃縮還原純果汁產品。

公司突破性地解決了原料、保鮮、無菌罐裝等技術難題，推出非濃縮還原純果汁，比行業一般採用的濃縮還原果汁，口味及營養更勝一籌。其中位於新疆維吾爾自治區及江西省的新鮮水果加工及榨汁基地就為生產非濃縮還原純果汁產品提供水果原料。

圖十二：公司果汁飲料品牌

品牌	果汁含量	推出年份	規格	價格(人民幣)
	30%	2003 年	500ml-1.8L	¥ 4- ¥ 10
	50%	2019 年	250ml-1.25L	¥ 3- ¥ 10
	12%	2008 年	445ml	¥ 3/ ¥ 5
	非濃縮還原純果汁	2016 年	300ml/900ml	¥ 8/ ¥ 21.5
	非濃縮還原純果汁	2016 年	330ml/950ml	¥ 13.9/ ¥ 29.9

來源：公司招股書，PSHK

前瞻性戰略眼光造就無糖茶第一品牌

農夫山泉現有的兩個茶飲料系列「茶π」和「東方樹葉」均透過先進的無菌冷灌裝工藝生產，保留了新鮮茶葉原有的色、香、味。「東方樹葉」作為公司具戰略眼光所推出的無糖茶產品，於 2019 年成為無糖茶品類市場佔有率第一的品牌(3%)。

圖十三：農夫山泉「東方樹葉」茶飲料系列



來源：公司招股書，PSHK

多款口味+營養配方滿足消費者需求

公司的功能飲料產品主要針對追求健康生活方式的客戶群。其中「尖叫」系列的 3 類產品，包括纖維型、多肽型及植物型，分別有著不同的營養價值及風味，滿足不同消費者對健康的需求。而「力量帝維他命水」系列擁有的 6 種口味則對應 6 種不同的營養配方。

新產品上線搶佔軟飲料市場市佔率

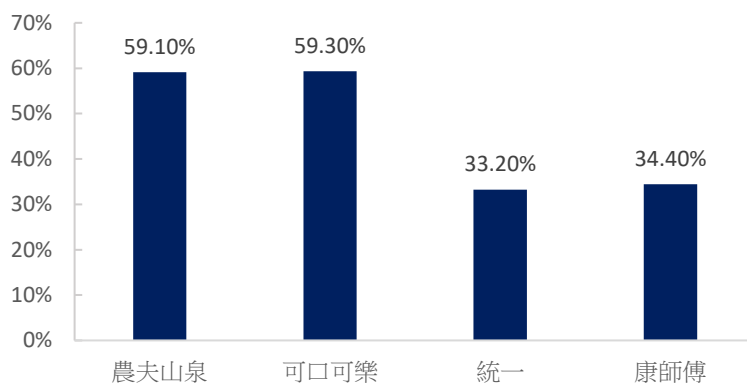
除上述產品外，公司於 2019 年推出的咖啡產品、蘇打水飲料、含氣風味飲料和植物酸奶產品都有助公司進一步搶佔軟飲料市場的市佔率。

競爭格局

盈利能力堪比中國及全球軟飲料行業的最強幾家企業

農夫山泉 2020 年的毛利率高達 59.1%，遠超同行的康師傅飲料，統一飲料，並與在全球軟飲料行業中位居第一的可口可樂相當。淨利水平亦遠高於同期中國及全球軟飲料行業的平均水平，於 2018 年、2019 年及 2020 年，達至 17.6%、20.6% 及 23%，預計高盈利水平保持長期穩定。

圖十四：2020 年全球軟飲料市場龍頭企業毛利率



來源：Bloomberg, PSHK

集中採購原材料，以更具競爭力價格保障儲備

由於水的成本是以資源稅方式收取，分攤到單瓶計算成本並不顯著，故農夫山泉的毛利率主要受 PET 原材料的影響。PET 用於生產產品瓶身，於 2017 年、2018 年及 2019 年，其所產生的成本分別為人民幣 2,228 百萬元、3,044 百萬元及 3,382 百萬元，佔公司銷售成本總額約 3 成。

為減低原材料的價格和供應量波動對公司營運及盈利的影響，公司與原材料供應商保持緊密合作，集中採購以便獲得更具競爭力的採購價格。公司的 PET 採購價格一般為全國平均價格的 95%，並會在 PET 採購價格走低時增加儲備，以確保原材料供應的穩定性。

圖十五：2017 年至 2019 年公司 PET 成本對總銷售成本佔比（人民幣億元）



來源：公司招股書, PSHK

研發實力帶領公司領先行業佈局，擴大市場份額

農夫山泉非常重視科研投入，透過持續研發新品，領先行業佈局，擴大市場份額。現時公司的研發團隊共有 106 名技術人員，主要負責應用性研究，項目包括研發新飲料配方、包裝設計及工藝研究等。其中，團隊中的 62 名技術人員持有碩士或以上學位。與此同時，通過與相關的研究機構及大學合作而獲得的技術支援，使農夫山泉的研發實力進一步得到鞏固。就如飲料相關的基礎研究，公司已委託由養生堂天然藥物研究所提供。而在 2011 年率先引進國內飲料企業首條百萬無菌生產線；成功解決純茶飲料容易氧化變色的問題並推出國內首款透明瓶裝無糖茶飲料；研發出市面上保存時間最長的零防腐劑果汁，都體現出農夫山泉優秀的研發實力。

世界領先生產設備+高度嚴格閉環企業質量管理體系

農夫山泉的生產製造能力亦不容忽視。公司擁有高度嚴格的閉環企業質量管理體系及世界領先的生產設備，三大生產基地亦受惠於高效的物流運輸網絡。公司建立的閉環企業質量管理體系覆蓋整個流程，從原料採購的質量控制，製造工藝的優化，到儲運和銷售的保證。為規管原料供應端的質量，公司標準化原材料及包裝材料供應商的准入程度、設立定期考核及差評淘汰制度；農夫山泉的生產體系亦為 ISO 三大管理體系所認證；而儲運和銷售環節則受公司的產品保證團隊和信息追溯系統監管。截至目前，公司擁有 12 個生產基地，合共 144 條自動化飲用水及飲料生產線、7 條鮮果榨汁線及 3 條鮮果生產線。其中，有 17 條飲用水生產線能夠達到每小時 81,000 瓶的灌裝速度、14 條飲料生產線能夠達到 Log6 的無菌標準。再者，公司的三大生產基地，分別位於浙江千島湖、吉林長白山及湖北丹江口，均連接了鐵路專用線，確保了運輸的效率及範圍。

品牌保鮮、滲透力高

根據凱度消費指數發佈的《2020 亞洲品牌足跡報告》，農夫山泉為排名第 7 的國內本土快消品牌，消費者觸及數高達 408 萬人次，同比增速達 9.9%，為榜單前 10 品牌中增速之最。按品類看，根據 Chnbrand《中國品牌力指數》報告，農夫山泉由 2017 年至今，已連續 5 年蟬聯包裝水品牌第一名，茶飲料、果汁飲料、功能飲料等子品類亦常年穩居行業前五。公司推出的大部分飲料產品更能夠保持十年以上的品牌活力。

圖十六：《2020 亞洲品牌足跡報告》國內本土快消品牌排名

排名	品牌	消費者觸及數(百萬)	滲透率(%)	消費者觸及數增長(%)
1	伊利	1,297	91.6	1.0
2	蒙牛	1,081	89.1	1.7
3	康師傅	826	81.0	-3.5
4	海天	566	75.7	8.1
5	雙匯	430	60.7	-2.8
6	旺旺	426	64.1	-6.5
7	農夫山泉	408	63.2	9.9
8	立白	382	65.6	-1.4
9	光明	367	37.4	-6.3
10	心相印	362	59.7	2.4

來源：凱度指數《2020 亞洲品牌足跡報告》，PSHK

以具深度和故事性的品牌廣告打造專業、健康形象

農夫山泉一直秉持天然健康的產品理念，通過眾多簡潔而富有記憶點的經典廣告語，打響知名度，成功樹立“健康、天然”的形象，傳遞品牌精神。其中，公司最為人熟悉的廣告語莫過於“農夫山泉有點甜”和“我們不生產水，我們只是大自然的搬運工”。以「大自然的搬運工」為題，公司更推出了一系列微电影，利用基層員工日常工作的小故事及吉林長白山水源基地的四季美景，體現出公司對社會的責任感並宣傳優質水源。

圖十七：農夫山泉經典廣告語

品牌	廣告語
農夫山泉	農夫山泉有點甜
	我們不生產水，我們只是大自然的搬運工
	什麼樣的水源，孕育什麼樣的生命
茶π	茶π，自成一派
東方樹葉	傳統的中國茶，神奇的東方樹葉
尖叫	與其心跳，不如尖叫
力量帝維他命水	隨時隨地補充維他命
水溶 C100	滿足每日所需維生素 C
農夫果園	農夫果園，喝前搖一搖

來源：公司招股書，PSHK

多樣化營銷手段全方面觸達消費者

公司通過廣告投放、瓶身活動、綜藝節目冠名、影視植入、明星代言、體育賽事贊助、社交媒體營銷、異業合作等方式多渠道多角度宣傳，線上線下整合營銷。以「力量帝維他命水」為例，公司更換產品包裝形態，同時與中國有嘻哈、偶像練習生等節目合作，使產品煥發新的活力，2017 年至 2019 年複合年增長率超過 47%。農夫山泉不少線上線下廣告投放都成為經典的營銷案例。

圖十八：偶像練習生節目代言



來源：網上圖片，PSHK

銷售網絡深度下沉，經銷商質量趨成熟

農夫山泉的銷售網絡可謂是全國性，佔全中國 2200 萬個終端零售網點的約 11%，不但覆蓋範圍廣且不局限於一、二線城市，網絡深度下沉。公司與於軟飲料產品經銷方面擁有豐富經驗的本地經銷商合作，藉經銷商本身具備的資金實力、專業團隊及設施等等打進當地的終端零售網點。經銷商除了可以在指定渠道內出售農夫山泉的產品，在獲得公司授權的情況下，亦可於線上網店或委派次級經銷商出售公司產品，以便公司更好地拓展終端銷售網點數量。此外，配置在接近 50 萬個終端零售網點的「農夫山泉」品牌形象冰櫃尤其提高了公司的品牌展示和貨架份額，繼而提升銷量。為全方位把控業務風險及提升合作經銷商的經營水平，公司利用 NCP 系統進行大數據分析，實時管理並指導經銷商庫存及產品在終端售點的銷售等情況。與此同時，公司每年度對經銷商的評估和篩選，都促使經銷商提升自身業務能力，讓合作經銷商整體的質量與業務能力逐步穩定及成熟。

直營模式助公司鞏固市場地位

農夫山泉不僅以經銷商合作形式佈局銷售網絡，還擁有約 250 名直營客戶。公司的直營客戶一般為大型客戶，如全國或區域性的超市、連鎖便利店、電商平台、餐廳、航空公司及集團客戶等。通過與該等客戶建立業務關係，公司可有效地增加產品曝光率、調整市場營銷策略及把控產品開發方向，以鞏固市場地位。

發展新興渠道以擴展銷售網點

軟飲料市場的銷售渠道一向以傳統渠道（小型雜貨店及非連鎖便利店）和現代渠道（購物商場、超市和連鎖便利店）為主。農夫山泉約 8 成的收益亦來自於傳統渠道及現代渠道。然而，電商渠道等新興銷售渠道崛起，單計電商渠道就以遠高於傳統渠道的 12.5% 增速增長，預計零售額於 2024 年達到 1,100 億元。農夫山泉在此基礎上正積極拓展以自動販賣機為代表的新零售渠道，在全國近 300 個城市投放了近 63,000 台智能終端零售設備，在為消費者提供即時及方便的飲料購買渠道同時，進一步擴展公司的終端銷售網點。

盈利預測及風險提示

收入預測

我們預測 2021-2023 年總收益分別為 314、350、392 億元，1) 包裝水業務：中大規格包裝水產品因家庭用水需求增大而持續放量，帶動收入於 2020-2023 年期間以 15.9% 的複合年增長率增長；2) 茶飲料業務：健康無糖茶飲料乃未來發展趨勢，公司領佔無糖茶市場帶來新增長點，預計 2023 年收入達至 44.51 億元，2020-2023 年複合年增長率為 13%；3) 功能飲料業務：功能飲料市場為增長率最高的細分市場之一，公司業務受益於該市場的整體增長，預計 2020-2023 年的複合年增長率為 24.1%；4) 果汁飲料業務：公司繼續發力發展 NFC 果汁系列，預期逐步實現規模效應，原料成本漸收窄，預計 2020-2023 年收入將按 39.5% 的複合年增長率高速增長。

收益	2019	2020	2021(預測)	2022(預測)	2023(預測)
包裝飲用水產品	14,346	13,966	17,655	19,586	21,727
茶飲料產品	3,138	3,088	3,737	4,079	4,451
功能飲料產品	3,779	2,792	4,492	4,898	5,340
果汁飲料產品	2,311	1,977	3,520	4,345	5,362
其他	447	1,054	1,969	2,100	2,354
合計	24,021	22,877	31,373	35,007	39,234

公司估值

農夫山泉為軟飲料行業龍頭，各品類產品增速顯著快於行業平均，加上果汁、茶及功能飲料產品為公司帶來新發展重點。參考公司過往一年的平均估值，鑒於 2022 年的預期增速較 2021 年慢，我們給予公司 2022 年負 1 標準差的目標市盈率 63x，並預計公司 2021/2022/2023 年每股盈利為人民幣 0.7/0.8/1.0 元。2022 年目標價預測為 64.59 港元，對應 2021/2022/2023 每股盈利 74.1x/ 63x/ 53.5x 市盈率。首次覆蓋，給予買入評級。

公司	股份編號	收盤價	市值	市 盈 率			市 淨 率		
				TTM	2021	2022	TTM	2021	2022
		(原 幣)	(百 萬 港 幣)						
農夫山泉	9633 HK Equity	47.35	532,520.17	66.69	64.02	56.76	24.64	21.03	16.48
可口可樂	KO US Equity	55.21	1,852,400.00	23.38	24.05	22.57	10.71	10.94	9.95
怪獸飲料	MNST US Equity	88.37	366,917.12	35.02	34.36	30.28	7.53	7.66	6.99
康師傅	322 HK Equity	15.22	85,703.40	18.75	18.44	16.34	3.62	3.29	3.30
統一企業	220 HK Equity	7.86	33,949.97	19.63	18.71	16.45	2.11	2.01	1.99
奈雪的茶	2150 HK Equity	9.03	15,487.59	-	7350.11	50.69	-	3.60	3.44

來源: Bloomberg, PSHK



來源: Wind, PSHK

風險因素

疫情恢復未及預期，原材料價格上漲。

*本人持有報告內所述股份。

財務數據

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Revenue	24,021	22,877	31,373	35,007	39,234
COGS	(10,710)	(9,369)	(12,609)	(13,737)	(14,979)
Gross Profit	13,311	13,508	18,765	21,270	24,255
S&D expense	(5,816)	(5,511)	(7,226)	(7,818)	(8,536)
Admin. expense	(1,383)	(1,324)	(1,788)	(2,030)	(2,276)
Other gains and losses	403	392	867	1,054	1,241
Operating Profit	6,515	7,065	10,617	12,475	14,684
Finance costs	(16)	(79)	(34)	(34)	(39)
Profit before tax	6,499	6,986	10,583	12,441	14,645
Income tax	(1,545)	(1,709)	(2,540)	(2,986)	(3,515)
Profit for the year	4,954	5,277	8,043	9,455	11,130
Non-controlling interests	(6)	-	-	-	-
Net profit	4,948	5,277	8,043	9,455	11,130

Key Financial Data

Dec Y/E	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Valuation Ratio					
P/E ratio, x	30.8	84.9	54.3	46.2	39.2
Dividend Yield, %		0.4%	0.5%	0.6%	0.8%

Per share data (RMB)

EPS		0.47	0.72	0.84	0.99
BVPS	2.745	1.377	1.835	2.373	3.006
DPS (HKD)		0.20	0.26	0.30	0.36

Growth & Margin

Growth					
Revenue Growth	17.3%	-4.8%	37.1%	11.6%	12.1%
Gross Profit Growth	21.9%	1.5%	38.9%	13.3%	14.0%
Operating Profit Growth	31.4%	6.7%	44.3%	16.6%	16.9%
Net Profit Growth	37.2%	6.5%	52.4%	17.6%	17.7%
Margin					
Gross Profit Margin	55%	59%	60%	61%	62%
Operating Profit Margin	31%	35%	37%	38%	40%
Net Profit Margin	21%	23%	26%	27%	28%

Key Ratios

ROE	40.8%	41.6%	44.5%	40.0%	36.8%
ROA	27.9%	20.4%	25.8%	24.8%	24.0%

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Non Current Asset					
PPE	12,314	12,592	13,571	14,083	14,586
Right-of-use assets	656	695	747	798	847
Intangible assets	60	58	62	64	64
Others	394	324	324	324	324
Total Non Current Assets	13,424	13,668	14,703	15,268	15,821
Current Asset					
Inventory	1,762	1,805	1,952	2,291	2,498
Trade and bills receivables	306	358	430	504	593
Bank balance and cash	1,083	9,119	13,211	19,108	26,503
Others	1,221	910	910	910	910
Total Current Assets	4,372	12,192	16,502	22,812	30,503
Total Assets	17,796	25,860	31,205	38,081	46,325
Non Current Liabilities					
Lease liabilities	30	41	30	70	97
Deferred income tax liabilities	443	501	501	501	501
Total Non-current Liabilities	473	542	531	571	599
Current Liabilities					
Trade and bills payables	791	882	1,130	1,242	1,313
Contract liabilities	2,078	2,247	2,430	2,627	2,841
Others	4,572	6,696	6,474	6,949	7,757
Total Current Liabilities	7,441	9,825	10,034	10,818	11,911
Equity					
Equity attributable to owners of the parent	9,882	15,492	20,641	26,692	33,815
Non-controlling interests	-	-	-	-	-
Total equity	9,882	15,492	20,641	26,692	33,815
Total Liabilities and Equity	17,796	25,859	31,205	38,081	46,325

Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
CFO	7,472	8,430	10,694	12,031	13,976
Interest received	256	69	192	153	148
Income taxes paid	(1,511)	(1,386)	(2,540)	(2,986)	(3,515)
Cash generated from operations	8,727	9,747	13,042	14,864	17,343
CFI	643	(4,657)	(3,042)	(2,757)	(2,859)
Capital expense	(2,870)	(2,139)	(3,042)	(2,757)	(2,859)
Others	3,513	(2,518)	-	-	-
CFF	(8,697)	1,716	(3,560)	(3,377)	(3,722)
Dividends paid	(9,618)	(7,980)	(2,896)	(3,404)	(4,007)
Others	921	9,696	(664)	27	285
Net Change in Cash	(582)	5,488	4,093	5,897	7,395
Foreign exchange	1	(215)	-	-	-
Cash and CE at Y/E	783	6,056	10,149	16,046	23,441

現價截至 2021 年 12 月 9 日

來源: PSHK Est.

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: The analyst(s) preparing this report nor his associate serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2021 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm