

# 农夫山泉 (9633 HK)

## 1H20 不温不火；抓住品类更替机会乃关键

疫情因素，“有点甜”的农夫山泉上市后首份半年业绩不温不火，收入下跌 6.2%（康师傅和统一 1H20 饮料收入亦分别下跌 4.1% 和 7.4%），净利润微跌 0.4%。其中，适用于居家消费的大规格包装饮用水销售增长 26%，成为业绩亮点，而这得益于农夫山泉较早布局此场景且消费者健康意识不断提高。我们认为，消费者对饮品的选择，归根结底，选择的是生活方式（较难逆转）。饮料企业要持续成为行业赢家，必须有意愿积极布局并且有能力抓住重要品类的更替机会（例如从净化水到天然水到天然矿泉水，从含糖茶到无糖茶，从稀释果汁到纯鲜果汁，从速溶咖啡到现磨咖啡等）。饮料赛道，坡长雪厚，建议投资者布局全品类、全渠道、研发和营销能力双强的标的。

- 1H20 业绩解读。**受疫情影响，农夫山泉 1H20 收入同比下跌 6.2% 至 115.5 亿元，但刚性较强的包装饮用水销售微增 1%（其中家庭装中大规格包装水销售增长 26%），其他产品（占收入 4%）增长 211%（得益于 2019 年上市的咖啡和气泡水等新品贡献），更适用于户外消费的功能饮料则下滑 36%，果汁饮料也下跌近 10%。整体毛利率同比扩张 3.7 个百分点至 59.9%，受惠于 PET（约占销售成本 30%）采购价格下跌和有利的产品结构变动（水和茶的毛利高于功能饮料和果汁）。整体运营费用微跌 2%，行政开支上升 17%（因信息系统建设、上市费用和新品研发费用增加等）被分销成本下跌 5%（上半年仓储物流开支和广告投入减少）所抵消。1H20 财务费用 2,900 万，因新增银行贷款 15.5 亿。净利润/摊薄每股盈利同比微跌 0.4% 至 28.6 亿/0.27 元，净利率同比扩张 1.4 个点至 24.8%。上半年资本支出 13 亿，占收入比 11.3%。运营周转天数较 2019 年增加 3 天至 35 天，因电商销售增加、疫情期间产量较小以及给予部分经销商临时账期。
- 行业观点。**我们重申，健康化、去糖化、高端化是中国市场饮料消费的核心趋势。我们尤其看好的饮料细分品类包括：1、天然水和矿泉水（收入提升，推崇纯天然、无添加）；2、无糖茶（大势所趋）；3、气泡水（更高口感要求，日趋平民化）；4、咖啡（从格调消费向日常消费转变）等。
- 估值。**农夫山泉 IPO 以 41 倍 2019 年市盈率定价，目前股价较招股价升逾 60%。自加入港股通后，农夫山泉股票成交额约有 30% 来自港股通，在估值方面，我们发现这部分投资者倾向于把农夫山泉对标 A 股上市的调味品龙头海天味业（603288 CH），而非港股上市的饮料头部企业康师傅（322 HK）或美国上市的饮料巨头可口可乐（KO US）。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer\_wang@spdbi.com

(852) 2808 6433

胡泽宇

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2020 年 9 月 28 日

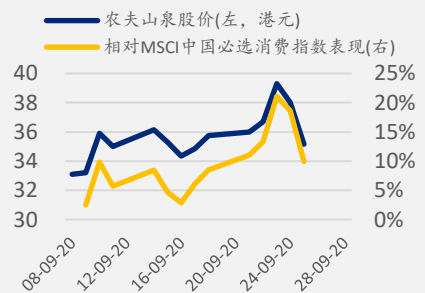
### 公司数据

未评级

最新股价 (港元)	35.15
IPO 股价 (港元)	21.50
52 周股价区间 (港元)	31.00-39.85
市值 (亿港元)	3,933
发行在外股数 (亿股)	112
控股股东持股比例	84%
主营业务	饮料

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 农夫山泉股价及其超额收益率



资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 近期消费报告：

《“凡是过往，皆为序章”：回眸七大调味品公司 1H20 表现》

(2020 年 9 月 4 日)

《盛宴才刚开启，三大维度看颐海国际(1579 HK)》(2020 年 8 月 24 日)

《统一(220 HK)“拍了拍”开小灶》

(2020 年 8 月 14 日)

《起风了，2020 无糖饮料新品一瞥》

(2020 年 7 月 30 日)

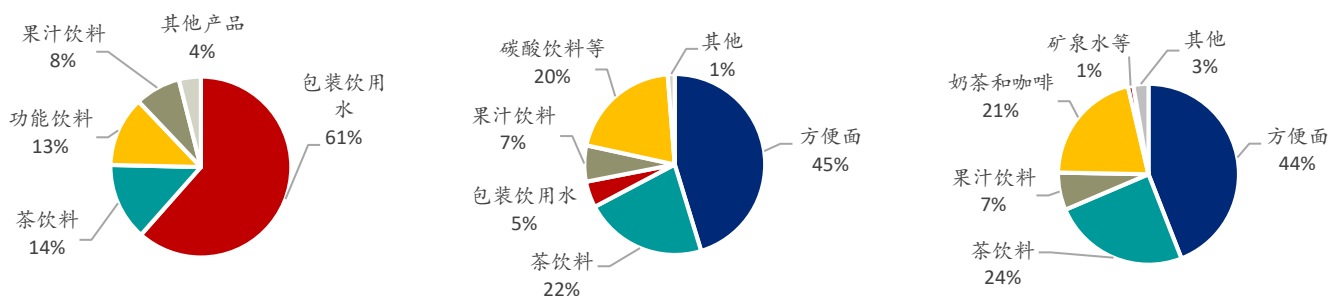
## 农夫山泉 1H20 业绩与康师傅和统一中控比较

图表 1: 农夫山泉与康师傅和统一中控饮料业务 1H20 业绩比较

	2017	2018	2019	1H20
<b>饮料业务收入 (百万人民币)</b>				
康师傅	34,753	35,313	35,600	17,617
农夫山泉	17,491	20,475	24,021	11,545
统一中控	12,179	12,619	12,730	6,291
<b>饮料收入同比变动</b>				
康师傅	7.0%	1.6%	0.8%	-4.1%
农夫山泉	NA	17.1%	17.3%	-6.2%
统一中控	2.3%	3.6%	0.9%	-7.4%
<b>饮料毛利润 (百万人民币)</b>				
康师傅	10,363	11,038	11,994	6,303
农夫山泉	9,809	10,921	13,311	6,910
统一中控	4,226	4,669	5,079	2,504
<b>饮料毛利润同比变动</b>				
康师傅	-3.2%	6.5%	8.7%	0.2%
农夫山泉	NA	11.3%	21.9%	0.0%
统一中控	-1.2%	10.5%	8.8%	-9.5%
<b>饮料毛利率</b>				
康师傅	29.8%	31.3%	33.7%	35.8%
农夫山泉	56.1%	53.3%	55.4%	59.9%
统一中控	34.7%	37.0%	39.9%	39.8%
<b>饮料毛利率同比百分点变动</b>				
康师傅	-3.1	1.4	2.4	1.5
农夫山泉	NA	-2.7	2.1	3.7
统一中控	-1.3	2.3	2.9	-0.9
<b>饮料运营利润率</b>				
康师傅	4.1%	4.4%	4.8%	8.1%
农夫山泉	23.2%	22.7%	25.4%	30.5%
统一中控	8.3%	10.2%	12.7%	17.1%
<b>饮料资本支出 (百万人民币)</b>				
康师傅	628	979	1,355	NA
农夫山泉	2,372	3,452	3,313	1,305
统一	623	627	44	NA

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 2: 农夫山泉、康师傅、统一中控 (从左到右) 1H20 收入结构比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

## 农夫山泉 1H20 业绩表现

图表 3: 农夫山泉 1H20 净利润微跌 0.4%，因毛利率扩张基本抵消了收入下跌 6.2%带来的负面影响

(百万人民币)	2017	2018	2019	1H19	2H19	1H20
<b>整体收入</b>	<b>17,491</b>	<b>20,475</b>	<b>24,021</b>	<b>12,310</b>	<b>11,711</b>	<b>11,545</b>
包装饮用水	10,120	11,780	14,346	7,051	7,295	7,102
茶饮料	2,597	3,036	3,138	1,792	1,346	1,600
功能饮料	2,936	3,322	3,779	2,278	1,501	1,448
果汁饮料	1,468	1,855	2,311	1,043	1,268	942
其他产品	370	482	447	146	301	454
<b>同比变动</b>						
<b>整体收入</b>	<b>NA</b>	<b>17.1%</b>	<b>17.3%</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>-6.2%</b>
包装饮用水	NA	16.4%	21.8%	NA	NA	0.7%
茶饮料	NA	16.9%	3.4%	NA	NA	-10.7%
功能饮料	NA	13.1%	13.8%	NA	NA	-36.5%
果汁饮料	NA	26.4%	24.6%	NA	NA	-9.7%
其他产品	NA	30.2%	-7.3%	NA	NA	211.1%
<b>整体毛利</b>	<b>9,809</b>	<b>10,921</b>	<b>13,311</b>	<b>6,907</b>	<b>6,404</b>	<b>6,910</b>
同比变动	NA	11.3%	21.9%	NA	NA	0.0%
<b>整体毛利率</b>	<b>56.1%</b>	<b>53.3%</b>	<b>55.4%</b>	<b>56.1%</b>	<b>54.7%</b>	<b>59.9%</b>
同比百分点变动	NA	-2.7	2.1	NA	NA	3.7
包装饮用水	60.5%	56.5%	60.2%	NA	NA	NA
茶饮料	58.0%	58.1%	59.7%	NA	NA	NA
功能饮料	52.0%	49.8%	50.9%	NA	NA	NA
果汁饮料	38.2%	41.1%	34.7%	NA	NA	NA
其他产品	24.9%	17.4%	18.1%	NA	NA	NA
<b>运营费用</b>	<b>-5,768</b>	<b>-6,687</b>	<b>-7,570</b>	<b>-3,457</b>	<b>-4,113</b>	<b>-3,397</b>
销售及分销开支	-4,890	-5,218	-5,816	-2,850	-2,966	-2,694
行政开支	-859	-1,065	-1,383	-596	-787	-699
其他开支	-19	-404	-371	-11	-360	-4
<b>运营费用/收入</b>	<b>33.0%</b>	<b>32.7%</b>	<b>31.5%</b>	<b>28.1%</b>	<b>35.1%</b>	<b>29.4%</b>
销售及分销开支/收入	28.0%	25.5%	24.2%	23.2%	25.3%	23.3%
行政开支/收入	4.9%	5.2%	5.8%	4.8%	6.7%	6.1%
其他开支/收入	0.1%	2.0%	1.5%	0.1%	3.1%	0.0%
<b>核心运营利润</b>	<b>4,060</b>	<b>4,638</b>	<b>6,112</b>	<b>3,461</b>	<b>2,651</b>	<b>3,518</b>
同比变动	NA	14.2%	31.8%	NA	NA	1.6%
<b>核心运营利润率</b>	<b>23.2%</b>	<b>22.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>28.1%</b>	<b>22.6%</b>	<b>30.5%</b>
同比百分点变动	NA	-0.6	2.8	NA	NA	2.4
其他收入及收益	402	534	774	333	441	311
财务费用	-8	-4	-16	-1	-14	-29
有效税率	23.7%	24.2%	23.8%	23.8%	23.8%	24.5%
<b>净利润</b>	<b>3,380</b>	<b>3,606</b>	<b>4,949</b>	<b>2,877</b>	<b>2,072</b>	<b>2,864</b>
同比变动	NA	6.7%	37.2%	NA	NA	-0.4%
<b>净利率</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.6%</b>	<b>20.6%</b>	<b>23.4%</b>	<b>17.7%</b>	<b>24.8%</b>
同比百分点变动	NA	-1.7	3.0	NA	NA	1.4
<b>摊薄每股盈利(人民币)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.33</b>	<b>0.46</b>	<b>0.27</b>	<b>0.19</b>	<b>0.27</b>
同比变动	NA	6.7%	37.2%	NA	NA	-0.4%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 农夫山泉历史财务数据和比率

利润表					现金流量表				
(百万人民币)	2017	2018	2019	1H20	(百万人民币)	2017	2018	2019	1H20
整体收入	17,491	20,475	24,021	11,545	经营活动净现金	4,697	4,630	7,472	4,504
销售成本	-7,682	-9,554	-10,710	-4,634	资本支出	-2,372	-3,452	-3,313	-1,305
毛利	9,809	10,921	13,311	6,910	资产处置	39	48	387	90
销售及分销开支	-4,890	-5,218	-5,816	-2,694	收购	0	-9	0	0
行政开支	-859	-1,065	-1,383	-699	存款变动	-2,415	-265	3,500	400
其他开支	-19	-404	-371	-4	其他投资现金	102	4	69	21
核心运营利润	4,060	4,638	6,112	3,518	投资活动净现金	-4,646	-3,674	643	-794
其他收入及收益	402	534	774	311	计息借贷	-55	-50	1,000	1,253
财务费用	-8	-4	-16	-29	派息	-367	-367	-9,618	-180
所得税	-1,049	-1,152	-1,545	-931	其他融资现金	-22	-40	-79	-5
净利润	3,380	3,606	4,949	2,864	融资活动净现金	-444	-457	-8,697	1,068
摊薄每股盈利(人民币)	0.31	0.33	0.46	0.27					
资产负债表					主要财务比率				
(百万人民币)	2017	2018	2019	1H20		2017	2018	2019	1H20
现金及现金等价物	2,563	1,764	1,083	5,662	同比变动				
质押存款	49	6	0	0	整体收入	NA	17.1%	17.3%	-6.2%
结构性存款	2,035	3,600	200	0	毛利	NA	11.3%	21.9%	0.0%
存货	1,442	1,906	1,762	1,683	核心运营利润	NA	14.2%	31.8%	1.6%
贸易应收账款及应收款项	194	223	306	483	净利润	NA	6.7%	37.2%	-0.4%
预付款、其他应收款等	569	1,165	1,021	896	摊薄每股盈利	NA	6.7%	37.2%	-0.4%
金融资产	4	177	0	0	利润率				
流动资产	6,857	8,841	4,372	8,724	整体毛利率	56.1%	53.3%	55.4%	59.9%
物业、厂房及设备	8,931	11,089	12,314	12,763	包装饮用水	60.5%	56.5%	60.2%	NA
使用权资产	546	600	656	671	茶饮料	58.0%	58.1%	59.7%	NA
无形资产	36	64	60	55	功能饮料	52.0%	49.8%	50.9%	NA
递延税项资产	213	341	373	436	果汁饮料	38.2%	41.1%	34.7%	NA
其他非流动资产	40	16	21	68	核心运营利润率	23.2%	22.7%	25.4%	30.5%
非流动资产	9,766	12,109	13,424	13,994	有效税率	23.7%	24.2%	23.8%	24.5%
资产总额	16,623	20,950	17,796	22,718	净利率	19.3%	17.6%	20.6%	24.8%
贸易及应付账款	821	837	791	1,175	费用率				
其他应付款及应计费用	1,992	2,604	2,855	3,950	物流和仓储	13.4%	11.0%	10.5%	NA
合约负债	1,578	1,996	2,078	1,243	广告和促销	5.6%	6.0%	5.1%	NA
计息借贷	50	0	1,000	2,253	员工成本	10.3%	9.2%	9.1%	8.1%
租赁负债	21	29	6	14	折旧和摊销	6.6%	6.8%	7.2%	8.1%
应付税项	735	697	711	1,054	研发	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
流动负债	5,197	6,163	7,441	9,688	回报率				
递延收入	229	209	248	254	资产回报率	23.1%	19.2%	25.5%	28.3%
递延税项负债	0	145	195	186	股权回报率	35.0%	28.3%	40.8%	51.0%
租赁负债	31	17	30	24	营运资本				
非流动负债	260	371	473	463	库存天数	61	64	63	68
股东权益	11,165	14,416	9,882	12,567	应收账款天数	3	4	4	6
负债和权益总额	16,623	20,950	17,796	22,718	应付账款天数	41	32	28	39
					资产周转率	1.1x	1.1x	1.2x	1.1x
每股数据					财务杠杆				
(人民币)	2017	2018	2019	1H20		2017	2018	2019	1H20
摊薄每股盈利	0.31	0.33	0.46	0.27	资产/负债	3.0x	3.2x	2.2x	2.2x
每股净资产	1.03	1.33	0.91	1.16	净现金/权益	22.5%	12.2%	0.8%	27.1%
每股现金	0.24	0.16	0.10	0.52	再投资率				
每股销售额	1.62	1.90	2.22	1.07	资本支出/收入	13.6%	16.9%	13.8%	11.3%
					资本支出/折旧摊销	2.0x	2.5x	1.9x	1.4x

资料来源: 公司数据、浦银国际

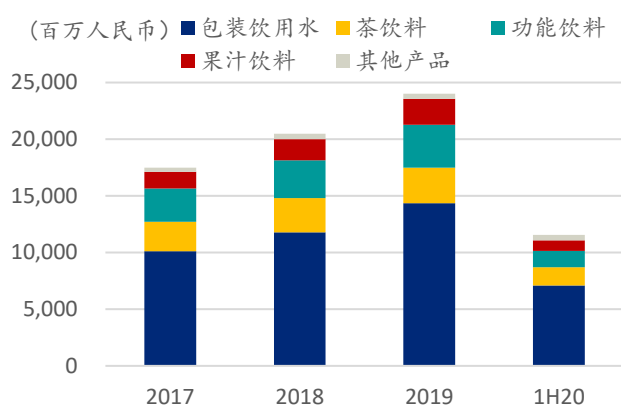
## 农夫山泉公司背景

农夫山泉是中国饮料头部企业之一，其前身为 1996 年由农夫山泉创始人钟睺睺先生创立的新安江养生堂饮用水公司。1997 年以浙江千岛湖为水源的第一款「农夫山泉」包装饮用水上市。农夫山泉当前主要品类包括包装饮用水、茶饮、功能饮料和果汁饮料等。农夫山泉 2020 年 9 月在港上市，钟睺睺先生持有公司约 84% 股权。

Frost & Sullivan 的数据显示，以 2019 年零售额计，农夫山泉在中国包装饮用水市场排名第一，市占率为 20.9%，公司在茶饮（7.9%）、功能饮料（7.3%）和果汁饮料（3.8%）市场均位列第三。

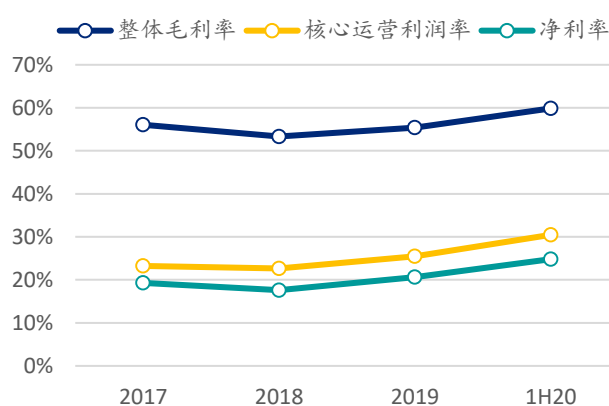
农夫山泉采用一级经销商模式（贡献约 95% 收入）。截至 2020 年 5 月末，公司通过 4,454 名经销商覆盖全国 234 万个销售点，并通过“农夫山泉伙伴”系统实时管理来自经销商的约 12,000 名一线销售及销售管理人员。农夫山泉亦拥有 247 名直营客户，以全国或区域性的超市、连锁便利、电商平台、餐厅和航空公司为主。前五大客户中，两名是经销商，三名是直营客户。

图表 5: 农夫山泉 2019 年销售额突破 240 亿人民币，60% 来自瓶装饮用水



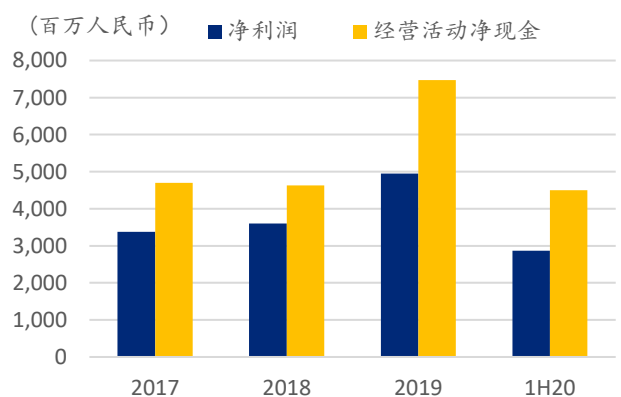
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6: 农夫山泉 2017-1H20 利润率趋势



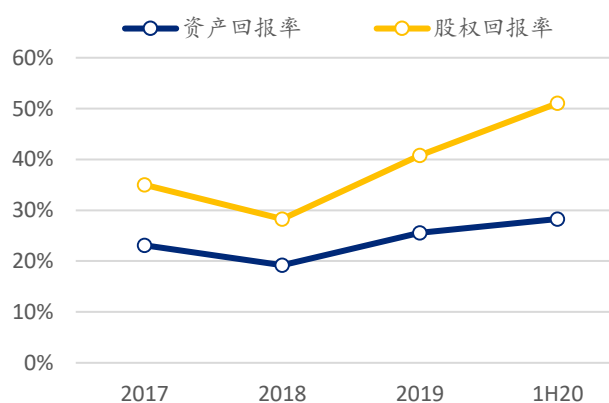
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 7: 农夫山泉 2017-1H20 净利和经营净现金



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 8: 农夫山泉 2017-1H20 资产和股权回报率



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9: 农夫山泉主要品牌/品类/产品、首推年份及其收入占比

品类	品牌	细分品类	首推年份
包装饮用水	「农夫山泉」	饮用天然水	1997
	「农夫山泉」	天然矿泉水	2015
茶饮料	「茶π」	即饮茶	2016
	「东方树叶」	无糖茶	2011
功能饮料	「尖叫」	功能饮料	2004
	「力量帝维他命水」	维他命水	2010
果汁饮料	「水溶 C100」	低浓度果汁（果汁含量 12%）	2008
	「农夫果园」	中浓度果汁（果汁含量 30%和 50%）	2003
	「农夫山泉」NFC	非浓缩还原纯果汁（常温型、冷藏型）	2016
	「17.5°」	非浓缩还原纯果汁（冷藏型）	2016
其他产品	「炭仝」	即饮咖啡	2019
	「农夫山泉」	苏打水饮料	2019
	「TOT」	含气风味饮料	2020
	「农夫山泉」	植物酸奶	2019
	「17.5°」	鲜橙和苹果等农产品	2014
「农夫山泉」	东北香米	2018	



资料来源：公司资料、浦银国际；图片来源京东商城，市占率取自 Frost & Sullivan 2019 年数据，收入占比为 2019 年公司数据

图表 10: 农夫山泉 IPO 所得款用途

IPO 所得款用途	资金 (百万港元)	占 IPO 所得款比例
<b>品牌建设</b>	<b>2,344</b>	<b>25.0%</b>
• 投资于新产品及推出不满三年的产品品牌建设 (包括综艺节目冠名、社交媒体营销、名人代言等)	1,172	12.5%
• 用于成熟品牌的持续建设 (包括投放广告、电影和电视植入、体育赛事赞助、跨界合作等)	1,172	12.5%
<b>购买冰箱、暖柜及智能终端零售设备等</b>	<b>2,344</b>	<b>25.0%</b>
• 购买冰箱及暖柜 (增加夏季和冬季销售)	1,735	18.5%
• 购买智能终端零售设备 (提振即饮包装产品销售)	609	6.5%
<b>增加产能</b>	<b>1,875</b>	<b>20.0%</b>
• 在浙江千岛湖、广东万绿湖、吉林长白山、陕西太白山生产基地的现有厂房增加饮用天然水和无菌饮料生产线	1,500	16.0%
• 在吉林长白山生产基地新建厂房并增加产线 (包括中大规格包装饮用水生产线)	375	4.0%
<b>加强业务运营基础能力</b>	<b>938</b>	<b>10.0%</b>
• 用于开发信息系统建设 (打通不同维度的销售数据; 提升对市场趋势变化的反应速度)	375	4.0%
• 发展研发能力 (提升无菌技术、发酵技术、感官优化等基础研究; 加强与国内外高校及科研院所合作, 开展产品成分及食品加工技术的研究)	375	4.0%
• 人才梯队建设, 强化对各级员工的培训和赋能	188	2.0%
<b>偿还银行贷款</b>	<b>938</b>	<b>10.0%</b>
<b>补充流动资金和其他一般企业用途</b>	<b>938</b>	<b>10.0%</b>
<b>合计</b>	<b>9,376</b>	<b>100.0%</b>

资料来源: 公司资料、浦银国际

农夫山泉目前在中国拥有 10 处天然水源地, 并在水源地周边建立生产基地, 同时还在江西和新疆分别建立了鲜橙和苹果的鲜果加工和榨汁生产基地, 共计 12 个生产基地 (144 条包装饮用水及饮料生产线、7 条鲜果榨汁线, 以及 3 条鲜果生产线)。农夫山泉计划对旗下浙江千岛湖、广东万绿湖、吉林长白山生产基地进行产能扩大。

- 华东: 浙江千岛湖—深层湖水;
- 华南: 广东万绿湖—深层湖水;
- 华中: 湖北丹江口—深层库水;
- 华北: 河北雾灵山—山泉水;
- 西南: 四川峨眉山—山泉水; 贵州武陵山—山泉水;
- 西北: 陕西太白山—山泉水; 新疆天山玛纳斯—深层地下水;
- 东北: 吉林长白山—矿泉水和自然涌出泉水; 大兴安岭—矿泉水。

## 行业估值比较

- 中国主要快消品公司估值比较
- 全球主要食品饮料公司估值比较

图表 11: 中国主要快消品公司估值表

快消行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅				市盈率				每股盈利增幅				股权回报率	
			(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
			CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E	CY21E	CY22E	CY19	CY20E
<b>调味品</b>																
海天味业	603288 CH	74,721	16.2	15.4	16.4	16.6	95.4	77.5	65.0	55.2	22.2	23.1	19.1	17.7	35.2	32.8
颐海	1579 HK	15,399	59.7	36.7	40.7	31.1	136.1	98.3	70.6	52.7	38.1	38.5	39.2	34.1	31.1	32.4
中炬高新	600872 CH	7,379	12.2	14.2	19.7	19.5	70.2	57.4	45.9	37.2	18.2	22.3	25.0	23.4	19.0	19.5
天味	603317 CH	5,616	22.3	44.3	39.6	33.3	124.3	92.7	69.4	51.1	3.7	34.1	33.6	35.7	19.9	18.2
涪陵榨菜	002507 CH	5,165	3.9	14.0	14.9	14.6	58.0	45.9	39.0	33.0	-8.3	26.2	17.7	18.4	22.7	22.6
千禾味业	603027 CH	3,487	27.2	29.8	26.5	24.6	116.4	72.3	54.8	41.9	-18.2	60.8	32.0	30.7	13.7	15.3
恒顺醋业	600305 CH	2,988	8.2	13.0	15.1	15.4	62.9	53.6	47.1	40.2	6.4	17.2	14.0	17.1	15.1	13.9
<b>中值</b>			<b>16.2</b>	<b>15.4</b>	<b>19.7</b>	<b>19.5</b>	<b>95.4</b>	<b>72.3</b>	<b>54.8</b>	<b>41.9</b>	<b>6.4</b>	<b>26.2</b>	<b>25.0</b>	<b>23.4</b>	<b>19.9</b>	<b>19.5</b>
<b>食品饮料</b>																
农夫山泉	9633 HK	50,743	17.3	4.8	23.5	16.8	67.6	72.0	57.3	47.6	37.2	-6.2	25.6	20.4	40.8	40.0
康师傅	322 HK	9,986	2.1	7.6	3.2	4.2	25.8	17.5	17.4	16.3	16.2	47.3	0.3	7.2	17.0	19.4
达利	3799 HK	8,411	2.5	1.0	8.9	7.2	15.0	15.0	13.5	12.5	3.7	0.0	11.1	7.7	24.2	22.7
桃李面包	603866 CH	5,525	16.8	15.2	16.7	16.6	53.5	42.8	37.0	31.0	6.7	24.8	15.8	19.4	19.1	21.0
养元饮品	603156 CH	4,785	-8.4	NA	NA	NA	12.1	NA	NA	NA	-0.3	NA	NA	NA	22.1	NA
维他奶	345 HK	4,073	0.6	2.8	10.8	13.5	54.7	52.4	42.9	35.8	-14.1	4.3	22.2	19.9	18.5	18.4
统一	220 HK	4,029	1.1	3.7	4.8	4.6	20.1	18.6	17.3	16.1	32.1	8.1	7.3	7.9	10.2	10.8
<b>中值</b>			<b>2.1</b>	<b>4.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.3</b>	<b>25.8</b>	<b>30.7</b>	<b>27.2</b>	<b>23.6</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>	<b>13.5</b>	<b>13.7</b>	<b>19.1</b>	<b>20.2</b>
<b>纸清个护</b>																
恒安	1044 HK	8,474	9.6	4.4	6.9	7.0	14.7	12.3	11.7	11.0	4.1	19.0	5.6	6.0	22.6	24.4
珀莱雅	603605 CH	4,103	32.3	21.1	26.8	23.5	71.0	58.6	45.5	37.2	36.1	21.0	28.9	22.3	21.1	20.2
维达	3331 HK	3,899	8.0	6.1	10.1	10.1	26.4	15.8	14.6	13.0	75.5	67.3	8.3	12.3	12.5	18.5
中顺洁柔	002511 CH	3,761	16.8	17.7	17.7	16.6	41.7	28.2	23.3	19.7	46.9	48.1	21.1	18.4	16.3	19.0
丸美	603983 CH	3,708	NA	9.7	20.3	18.2	46.1	44.5	36.9	31.1	NA	3.5	20.7	18.3	25.5	18.3
家化	600315 CH	3,652	6.4	-0.7	12.4	12.8	44.7	60.6	47.4	39.7	2.5	-26.1	27.7	19.4	9.2	6.1
<b>中值</b>			<b>9.6</b>	<b>7.9</b>	<b>15.1</b>	<b>14.7</b>	<b>43.2</b>	<b>36.3</b>	<b>30.1</b>	<b>25.4</b>	<b>36.1</b>	<b>20.0</b>	<b>20.9</b>	<b>18.4</b>	<b>18.7</b>	<b>18.8</b>
<b>休闲零食</b>																
旺旺	151 HK	8,422	-0.9	3.9	3.3	3.4	15.9	15.0	14.2	13.5	10.8	6.0	5.6	5.0	23.7	24.9
绝味食品	603517 CH	7,366	18.4	9.0	18.3	13.9	59.8	59.5	45.2	38.0	23.8	0.5	31.7	18.9	21.1	16.6
洽洽食品	002557 CH	4,302	15.3	17.4	16.6	15.4	48.6	38.8	32.4	27.2	39.6	25.2	19.7	19.1	16.9	18.2
良品铺子	603719 CH	3,659	21.0	9.3	22.5	18.9	65.5	66.3	49.3	39.9	43.9	-1.2	34.6	23.3	27.3	20.2
三只松鼠	300783 CH	3,214	45.3	21.9	26.9	26.0	91.9	91.6	65.4	51.4	-25.0	0.3	40.0	27.4	15.9	10.2
盐津铺子	002847 CH	2,599	26.3	41.1	32.6	26.6	132.9	76.5	51.9	38.0	80.7	73.8	47.4	36.5	18.1	19.9
周黑鸭	1458 HK	2,349	-0.8	-24.2	64.1	24.8	37.3	149.5	28.3	20.4	-22.3	-75.0	428.9	38.2	9.7	3.6
煌上煌	002695 CH	1,732	11.6	19.9	23.3	21.7	53.7	42.6	33.1	26.2	26.2	25.9	28.9	26.4	10.9	11.0
<b>中值</b>			<b>16.8</b>	<b>13.4</b>	<b>22.9</b>	<b>20.3</b>	<b>56.8</b>	<b>62.9</b>	<b>39.1</b>	<b>32.6</b>	<b>25.0</b>	<b>3.2</b>	<b>33.1</b>	<b>24.9</b>	<b>17.5</b>	<b>17.4</b>
<b>乳业</b>																
伊利	600887 CH	33,974	14.0	9.9	12.7	10.9	33.1	32.4	27.2	23.7	8.5	2.3	19.0	14.7	25.7	25.2
飞鹤	6186 HK	20,402	32.0	38.6	27.7	22.7	32.4	24.0	18.8	15.3	71.0	34.8	27.7	22.9	41.8	36.6
蒙牛	2319 HK	18,280	14.6	-1.2	13.7	11.2	29.8	36.0	24.2	20.4	36.0	-17.2	49.1	18.7	15.1	10.9
光明	600597 CH	3,025	7.5	9.7	10.8	11.0	41.1	36.1	30.3	24.9	46.4	13.9	19.3	21.7	9.0	9.1
<b>中值</b>			<b>14.3</b>	<b>9.8</b>	<b>13.2</b>	<b>11.1</b>	<b>32.8</b>	<b>34.2</b>	<b>25.7</b>	<b>22.1</b>	<b>41.2</b>	<b>8.1</b>	<b>23.5</b>	<b>20.2</b>	<b>20.4</b>	<b>18.1</b>

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 9 月 25 日周五香港收市)、浦银国际



图表 12: 全球主要食品饮料公司估值表

饮料行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅				市盈率				每股盈利增幅				股权回报率			
			CY19		CY20E		CY21E		CY22E		CY19		CY20E		CY21E		CY22E	
			(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>中国食品饮料</b>																		
农夫山泉	9633 HK	50,743	17.3	4.8	23.5	16.8	67.6	72.0	57.3	47.6	37.2	-6.2	25.6	20.4	40.8	40.0		
海底捞	6862 HK	36,929	56.5	14.1	74.0	26.6	107.6	255.6	55.4	41.6	27.6	-57.9	361.8	33.1	24.4	9.4		
康师傅	322 HK	9,986	2.1	7.6	3.2	4.2	25.8	17.5	17.4	16.3	16.2	47.3	0.3	7.2	17.0	19.4		
旺旺	151 HK	8,422	-0.9	3.9	3.3	3.4	15.9	15.0	14.2	13.5	10.8	6.0	5.6	5.0	23.7	24.9		
达利	3799 HK	8,411	2.5	1.0	8.9	7.2	15.0	15.0	13.5	12.5	3.7	0.0	11.1	7.7	24.2	22.7		
绝味食品	603517 CH	7,366	18.4	9.0	18.3	13.9	59.8	59.5	45.2	38.0	23.8	0.5	31.7	18.9	21.1	16.6		
桃李面包	603866 CH	5,525	16.8	15.2	16.7	16.6	53.5	42.8	37.0	31.0	6.7	24.8	15.8	19.4	19.1	21.0		
养元饮品	603156 CH	4,785	-8.4	NA	NA	NA	12.1	NA	NA	NA	-0.3	NA	NA	NA	22.1	NA		
洽洽食品	002557 CH	4,302	15.3	17.4	16.6	15.4	48.6	38.8	32.4	27.2	39.6	25.2	19.7	19.1	16.9	18.2		
维他奶	345 HK	4,073	0.6	2.8	10.8	13.5	54.7	52.4	42.9	35.8	-14.1	4.3	22.2	19.9	18.5	18.4		
统一	220 HK	4,029	1.1	3.7	4.8	4.6	20.1	18.6	17.3	16.1	32.1	8.1	7.3	7.9	10.2	10.8		
良品铺子	603719 CH	3,659	21.0	9.3	22.5	18.9	65.5	66.3	49.3	39.9	43.9	-1.2	34.6	23.3	27.3	20.2		
三只松鼠	300783 CH	3,214	45.3	21.9	26.9	26.0	91.9	91.6	65.4	51.4	-25.0	0.3	40.0	27.4	15.9	10.2		
盐津铺子	002847 CH	2,599	26.3	41.1	32.6	26.6	132.9	76.5	51.9	38.0	80.7	73.8	47.4	36.5	18.1	19.9		
周黑鸭	1458 HK	2,349	-0.8	-24.2	64.1	24.8	37.3	149.5	28.3	20.4	-22.3	-75.0	428.9	38.2	9.7	3.6		
煌上煌	002695 CH	1,732	11.6	19.9	23.3	21.7	53.7	42.6	33.1	26.2	26.2	25.9	28.9	26.4	10.9	11.0		
呷哺呷哺	520 HK	1,280	27.4	-4.8	43.3	20.6	25.8	734.0	17.4	13.9	-27.9	-96.5	4,127.3	24.9	12.5	1.2		
<b>中值</b>			<b>15.3</b>	<b>8.3</b>	<b>20.4</b>	<b>16.7</b>	<b>53.5</b>	<b>56.0</b>	<b>35.0</b>	<b>29.1</b>	<b>16.2</b>	<b>2.4</b>	<b>27.2</b>	<b>20.2</b>	<b>18.5</b>	<b>18.3</b>		
<b>全球食品饮料</b>																		
雀巢	NESN SW	340,239	1.2	-7.9	2.1	3.9	24.9	25.9	24.3	22.6	9.7	-3.9	6.8	7.4	23.1	26.2		
可口可乐	KO US	207,315	17.1	-11.9	10.2	6.5	22.9	26.4	23.3	21.2	1.4	-13.5	13.5	10.1	49.6	43.3		
百事	PEP US	183,062	3.9	1.3	5.0	5.2	23.9	24.7	22.3	20.2	-2.3	-3.1	10.8	10.0	49.9	51.5		
麦当劳	MCD US	161,054	0.2	-9.7	14.1	4.6	27.6	37.2	26.6	24.1	-0.8	-25.8	39.8	10.5	-84.9	-79.6		
联合利华	UNA NA	157,274	4.8	-2.3	3.1	2.9	20.3	20.8	19.6	18.7	6.4	-2.1	5.9	4.9	45.8	46.2		
星巴克	SBUX US	97,424	6.7	-14.1	23.5	6.5	29.0	106.2	29.3	24.9	13.9	-72.6	261.9	17.8	-95.7	-20.1		
亿滋国际	MDLZ US	79,587	-1.6	1.6	3.5	3.4	22.6	21.5	19.9	18.4	1.6	4.9	8.2	8.1	14.6	13.8		
达能	BN FP	43,516	2.6	-3.9	2.5	2.9	14.2	16.1	14.9	14.1	8.1	-12.1	8.3	5.8	11.5	12.3		
怪兽硬料	MNST US	41,385	10.3	7.0	10.7	10.2	38.4	34.7	30.7	27.0	13.7	10.4	13.1	13.6	28.5	28.2		
通用磨坊	GIS US	36,631	2.3	8.9	-5.3	1.0	17.7	15.5	16.6	15.9	7.2	14.1	-6.5	4.4	27.9	26.3		
卡夫亨氏	KHC US	35,406	-4.9	2.8	-4.5	-0.6	10.2	10.9	11.7	11.3	-19.3	-6.9	-6.6	3.1	3.7	6.4		
好时	HSY US	28,745	2.5	-0.3	2.7	2.3	23.9	23.0	21.6	20.4	7.8	3.9	6.6	5.7	73.3	70.3		
英联食品	ABF LN	18,534	1.5	-23.9	33.4	3.9	12.1	25.0	14.4	13.0	12.3	-51.6	73.6	10.6	8.4	7.7		
明治	2269 JP	11,898	0.0	-2.6	2.1	1.7	22.8	17.7	16.5	15.8	-27.6	28.8	7.0	4.9	12.3	12.0		
三得利	2587 JP	11,586	0.4	-6.5	4.4	2.1	17.8	21.3	18.2	17.2	-13.9	-16.7	17.1	6.0	9.4	7.5		
日清食品	2897 JP	10,229	-0.9	7.1	0.3	2.4	52.5	29.9	29.9	28.0	-32.3	75.6	0.0	6.7	8.2	10.0		
伊藤园	2593 JP	6,336	-2.4	-9.7	4.7	1.5	41.3	86.6	69.3	64.5	64.3	-52.4	25.0	7.4	6.1	7.4		
卡乐 B	2229 JP	4,375	-1.7	4.3	1.7	2.1	24.2	27.9	25.2	24.4	-1.0	-13.3	10.6	3.4	11.6	10.7		
乐天制果	004990 KS	2,495	21.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-5.2	NA		
森永	2201 JP	2,129	1.0	-4.8	-0.9	1.9	15.2	17.2	15.9	15.0	34.9	-11.9	8.3	5.5	11.4	11.3		
农心	004370 KS	1,604	4.8	13.4	2.7	5.2	25.3	13.7	14.6	13.7	-15.8	84.7	-6.4	6.5	3.7	6.9		
<b>中值</b>			<b>1.5</b>	<b>-2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>23.4</b>	<b>23.8</b>	<b>20.7</b>	<b>19.5</b>	<b>4.0</b>	<b>-5.4</b>	<b>8.3</b>	<b>6.6</b>	<b>11.5</b>	<b>11.6</b>		

资料来源: 彭博普遍预期(截至2020年9月25日周五香港收市)、浦银国际

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼