



饮料行业系列一：初读农夫山泉

可甜可盐可御、盈利能力佳；未来看新品和收购

得益于对中高端产品矩阵的前瞻性布局，农夫山泉成为近几年饮料消费升级的明显受益者，尤其在瓶装水、即饮茶和能量饮料品类。招股书披露的 2017-19 年财务数据显示，农夫山泉在收入成长和利润率指标方面均完胜康师傅和统一等老牌港股饮料公司。同时，在饮料消费需求和场景多元化背景下，业绩高度依赖饮用水的农夫山泉能否延续高光时刻，我们拭目以待。

- **脱颖而出。健康化**（讲究成分天然，低糖、无糖、无添加）和**高端化**（讲究功能、颜值、针对不同享用场景的产品细分和多元化）是饮料消费两大趋势。相对康师傅这样求稳多于求新求变的对手，以 2 元天然泉水和 5 元即饮茶为主打的农夫山泉在投资潮流新品和趋势品类方面更为积极果断，**产品梯度配置**更贴近市场需求，所以在近年来的饮料消费升级浪潮中，农夫山泉得以取得优于同行的成长和盈利表现。目前，港股、A 股和全球主流食品饮料公司的 2019 年市盈率中值分别为 24 倍、41 倍和 21 倍。若以 30 倍 2019 年市盈率计，农夫山泉的估值约为 1,500 亿人民币。
- **投资风险。**我们偏爱不断推陈出新、产品矩阵均衡的全品类饮料公司。目前，农夫山泉超过 80% 的毛利润来自包装饮用水，但水终究难以真正差异化，且各大主流饮料公司均有自己的天然水源地，而曾经风头无两的「茶π」也遇到了瓶颈。除了头部阵营的竞争对手外，一些诸如元气森林这样的新兴企业也在迅速崛起。更重要的是，农夫山泉还要面对来自诸如喜茶和奈雪等一众现制茶饮企业的挑战，虽然消费场景并不完全重叠，但现制茶饮迅速拉升了消费者对饮品的期望，令包装饮料公司打造爆款难度加剧。
- **上市目的。**营运现金充裕的农夫山泉此番上市，我们揣测更大的目的或在于：**财富变现和传承**以及**战略收购**。我们发现，全球食品饮料巨头诸如雀巢和可口可乐（全品类饮料公司，曾收购美汁源、维他命水、怪兽饮料、咖世家等）均是通过不断兼并收购及时捕获新赛道的通行证，从而持续巩固自身在整体消费市场的护城河。我们认为，农夫山泉或效仿全球巨头，通过收购合适之小众新兴饮料公司和老牌企业来延伸品类和渠道，缩短内部研发时间，尤其在自身的弱势或者空白品类。

王惟颖 CFA

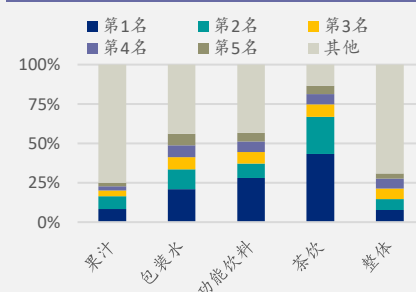
消费分析师

summer_wang@spdbi.com

(852) 2808 6433

2020 年 5 月 13 日

2019 年中国饮料市场集中度



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

农夫山泉财务数据摘要

(百万人民币)	2017A	2018A	2019A
收入	17,491	20,475	24,021
收入增速	NA	17.1%	17.3%
毛利率	56.1%	53.3%	55.4%
核心运营利润率	24.7%	24.2%	27.4%
净利润	3,380	3,606	4,949
净利润增速	NA	6.7%	37.2%
净利率	19.3%	17.6%	20.6%
每股收益(人民币)	0.31	0.33	0.46
每股收益增速	NA	6.5%	39.4%
经营活动净现金	4,697	4,630	7,472
投资活动净现金	-4,646	-3,674	643
融资活动净现金	-444	-457	-8,697
现金	2,563	1,764	1,083
存货	1,442	1,906	1,762
厂房物业设备	8,931	11,089	12,314
其他资产	3,687	6,191	2,637
总资产	16,623	20,950	17,796
流动负债	5,197	6,163	7,441
非流动负债	260	371	473
股东权益	11,165	14,416	9,882

资料来源：公司数据、浦银国际

农夫山泉、康师傅、统一中控比较

农夫山泉在港股市场上的最佳对标是康师傅（322 HK）和统一（220 HK）。康师傅和统一同时经营饮料和方便食品业务，而农夫山泉则以饮料为主。

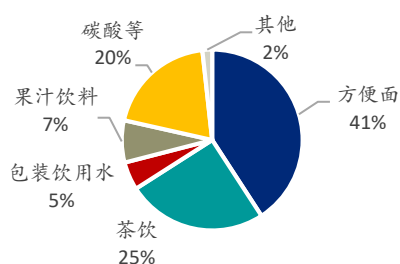
- 规模。**无论整体收入规模，还是单单饮料业务规模，康师傅依旧排行老大，遥遥领先农夫山泉和统一中控。
- 品类。**康师傅是为数不多的本土全品类饮料公司，涵盖所有主流饮料品类，包括即饮茶、瓶装水、奶茶、碳酸、能量饮料和乳酸菌饮料等。农夫山泉则以包装饮用水为主，兼有茶饮、果汁和运动饮料。统一中控以茶饮和奶茶为主，果汁为辅，矿泉水占比小。（见图表 2-4）
- 增速。**近些年，农夫山泉在收入增速和市占率扩张上均优于康统，得益于农夫山泉对高增速饮料品类的提前布局和果断投入，包括中高端瓶装水、能量饮料和高浓度果汁等。康师傅旗下碳酸饮料表现不错（2017-19 年复合年增长 16%），但瓶装水业务因未及时高端化而陷入被动局面（2017-19 年销售衰退 26%，不仅失去老大位置，更是跌出前三）。统一中控的奶茶恢复不错，重现双位数增长，但前明星产品「小茗同学」和「海之言」依然疲弱，爆款产品衔接不佳，青黄不接。

图表 1: 农夫山泉、康师傅和统一中控规模比较

	2017	2018	2019
整体收入 (百万人民币)			
康师傅	58,954	60,686	61,978
农夫山泉	17,491	20,475	24,021
统一中控	20,822	21,772	22,020
饮料业务收入 (百万人民币)			
康师傅	34,753	35,313	35,600
农夫山泉	17,491	20,475	24,021
统一中控	12,179	12,619	12,730
饮料收入同比变动			
康师傅	7.0%	1.6%	0.8%
农夫山泉	NA	17.1%	17.3%
统一中控	2.3%	3.6%	0.9%

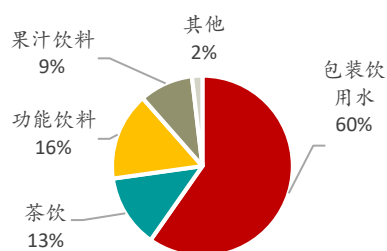
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 2: 康师傅收入结构



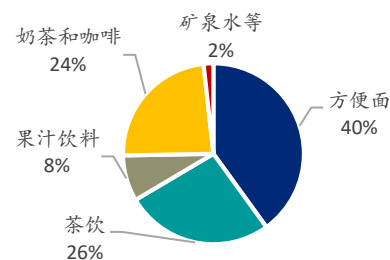
资料来源：2019 年公司数据、浦银国际

图表 3: 农夫山泉收入结构



资料来源：2019 年公司数据、浦银国际

图表 4: 统一中控收入结构



资料来源：2019 年公司数据、浦银国际

- **饮料业务利润率。**三者中，农夫山泉利润率最高，得益于高毛利的水占收入 60%，以及产品组合定位偏中高端。康师傅的饮料毛利率和运营利润率均属最低，因公司这些年布局高端产品滞后，产品矩阵内中平价产品比重偏高，且近几年一直处于调整期，较高毛利的瓶装水占比不断下降。
- **费用率。**三间公司均采取经销商模式，分销成本占收入比例较为接近，但是结构不同。“大自然的搬运工”农夫山泉其物流和仓储占收入比高达双位数；康师傅和统一则偏低，我们估计在 5% 以内（相对而言，康师傅的全国工厂网络布局最佳）。农夫山泉员工成本和广告推广比例则低于康统。行政费比方面，得益于规模优势，康师傅的行政费用占收入比例最低，农夫山泉在三家公司中最高。

图表 5: 农夫山泉、康师傅和统一中控毛利率和费率比较

	2017	2018	2019
饮料业务毛利率			
康师傅	29.8%	31.3%	33.7%
农夫山泉	56.1%	53.3%	55.4%
统一中控	34.7%	37.0%	39.9%
饮料业务运营利润率			
康师傅	4.1%	4.4%	4.8%
农夫山泉	24.7%	24.2%	27.4%
统一中控	8.3%	10.2%	12.7%
整体分销成本占整体收入比			
康师傅	24.7%	25.6%	26.2%
农夫山泉	28.0%	25.5%	24.2%
统一中控	22.5%	23.4%	24.4%
行政费用占整体收入比			
康师傅	3.7%	3.7%	3.8%
农夫山泉	4.9%	5.2%	5.8%
统一中控	4.7%	5.1%	4.6%
运输物流费用占整体收入比			
康师傅	NA	NA	NA
农夫山泉	13.4%	11.0%	10.5%
统一中控	4.0%	3.9%	3.9%
广告和推广费用占整体收入比			
康师傅	NA	NA	NA
农夫山泉	5.6%	6.0%	5.1%
统一中控	6.4%	7.5%	7.6%
整体员工成本占整体收入比			
康师傅	11.5%	11.1%	11.4%
农夫山泉	10.3%	9.2%	9.1%
统一中控	14.5%	14.8%	15.5%

资料来源：公司数据、浦银国际

- **净利润规模。**尽管收入不足康师傅的 40%，但是农夫山泉的净利润是康师傅的 1.5 倍，主要因为农夫山泉的产品组合，虽然也是针对大众市场，但是定位和定价偏中高端，所以享有较高的利润率。农夫山泉 2019 年的净利率超出 20%，盈利能力可圈可点。
- **现金和财务杠杆。**三家公司的经营活动现金均优于净利润，利润质量较高，得益于先款后货的经销商模式。康师傅在经营活动净现金规模保持领先，财务状况也由净债务转为净现金，因公司近年来奉行“现金为王”的整体策略，控制资本支出，活化闲置资产，并不断以自由资金替代借贷等。
- **回报率。**农夫山泉高于同行的回报率，究其根本原因，乃受惠于其在中高端饮料市场的提前布局 and 成功卡位所带来的高毛利率。

图表 6: 农夫山泉、康师傅和统一中控整体净利润和经营活动净现金比较

	2017	2018	2019
整体净利润 (百万人民币)			
康师傅	1,819	2,463	3,331
农夫山泉	3,380	3,606	4,949
统一	878	1,030	1,366
整体净利率			
康师傅	3.1%	4.1%	5.4%
农夫山泉	19.3%	17.6%	20.6%
统一	4.2%	4.7%	6.2%
经营活动净现金 (百万人民币)			
康师傅	6,682	6,968	7,831
农夫山泉	4,697	4,630	7,472
统一	2,453	2,563	2,869
净现金 (百万人民币)			
康师傅	-4,158	2,973	5,023
农夫山泉	2,513	1,764	83
统一	1,448	2,639	2,791
净现金/权益			
康师傅	-22.6%	15.1%	25.7%
农夫山泉	22.5%	12.2%	0.8%
统一	11.3%	20.0%	20.5%
资产回报率			
康师傅	3.3%	4.6%	6.0%
农夫山泉	23.1%	19.2%	25.5%
统一	4.3%	4.9%	6.3%
权益回报率			
康师傅	10.0%	12.9%	17.0%
农夫山泉	35.0%	28.2%	40.7%
统一	7.1%	7.9%	10.2%

资料来源：公司数据、浦银国际

- **运营资本周转天数。**康师傅的运营资本天数是负数，因其库存天数短于同行，而应付账款天数又长达两个月之久，主要得益于其对供应商的议价优势。农夫山泉现金周转天数最长，部分原因是，尽管其应收账款天数只有4天——因为公司95%收入来源于一级经销商（先款后货），但公司库存中以非浓缩果汁为主的原材料存货较高。

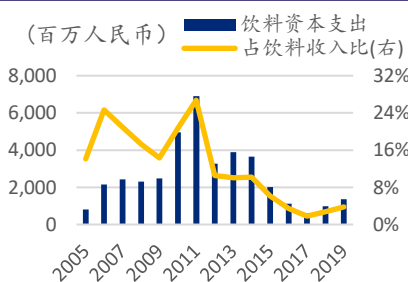
图表 7: 农夫山泉、康师傅和统一中控运营效率比较

	2017	2018	2019
库存天数			
康师傅	21	22	26
农夫山泉	61	64	63
统一中控	30	33	41
应收账款天数			
康师傅	10	10	10
农夫山泉	3	4	4
统一中控	9	9	9
应付账款天数			
康师傅	60	61	63
农夫山泉	41	32	28
统一中控	32	37	42
资产周转率			
康师傅	1.1x	1.1x	1.1x
农夫山泉	1.1x	1.1x	1.2x
统一	1.0x	1.0x	1.0x

资料来源：公司数据、浦银国际

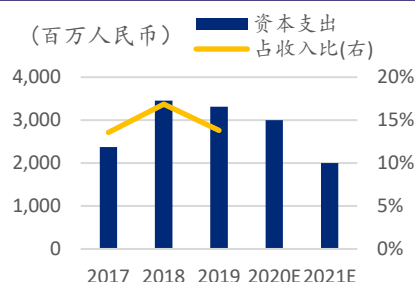
- **饮料业务资本支出。**康师傅和统一均已过了饮料业务资本支出的高峰期，最近几年饮料资本支出占饮料业务收入比例已降至单位数，新的资本支出更多用于新品类以及冰箱和暖柜等。所以，我们看到康师傅和统一 2018-19 年连续两年的派息率都为 100%。农夫山泉则依然处于投资期，近两年的资本支出均超过 30 亿人民币（占收入比在双位数），主要用于新工厂建设。公司指引 2020 年和 2021 年估计分别在 30 亿和 20 亿附近。

图表 8: 康师傅饮料资本支出和占饮料收入比



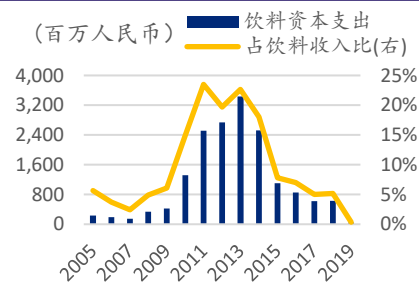
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9: 农夫山泉饮料资本支出和占收入比



资料来源：公司数据和指引、浦银国际

图表 10: 统一中控饮料资本支出和占饮料收入比

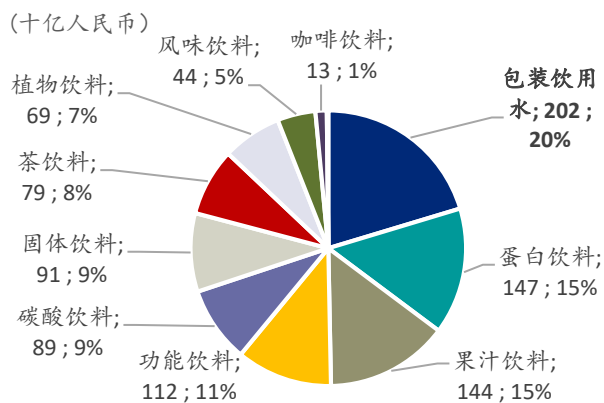


资料来源：公司数据、浦银国际

中国包装饮料市场概览

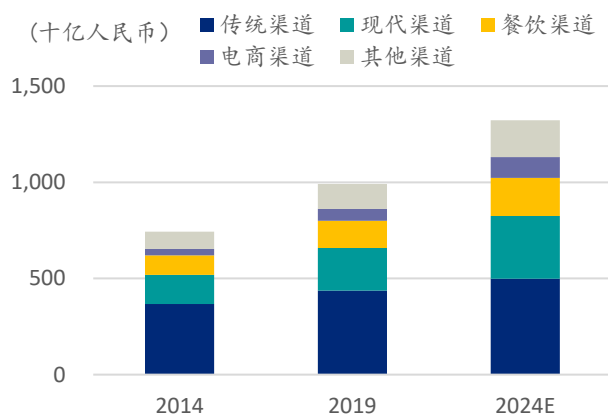
中国饮料市场是一个万亿规模级别的市场,未来五年的复合年增长约为6%。以品类分,水是最大的品类;按渠道分,虽然传统市场依然占据大头,但因消费场景多元化和碎片化,电商、现代和其他新兴渠道增速较快。集中度而言,碳酸饮料和茶饮的集中度最高,而果汁饮料最分散。饮料属于冲动型消费,潮流风险较高,消费者偏好不断变化,对产品有健康、颜值和口味等诸多诉求,领跑者保持战绩不易。我们喜欢全品类饮料公司,因其对抗潮流风险的能力更强。

图表 11: Frost & Sullivan 数据显示 2019 年中国软饮料市场零售规模接近 1 万亿人民币, 包装饮用水是最大的品类



资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

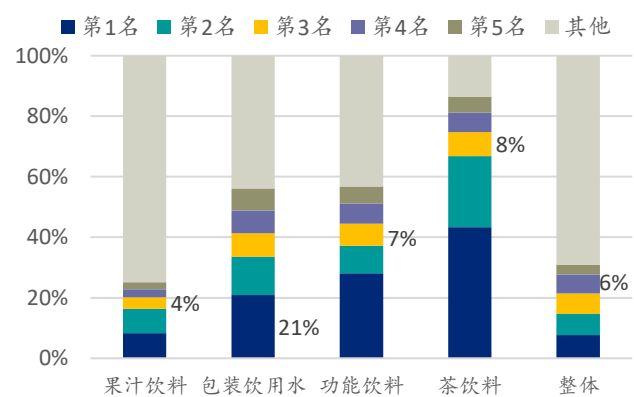
图表 13: 中国软饮料市场按渠道分, 传统渠道占比依然最大, 但重要性逐渐下降, 而现代和电商渠道占比预计将由 2019 年的 22% 和 6% 升至 2024 年的 25% 和 8%, 餐饮渠道企稳于 14-15%



资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

注: 传统渠道主要包括小型杂货店和非连锁便利店; 现代渠道包括购物中心、超市和连锁便利店等; 其他渠道包括以交通枢纽为主的特通渠道和以自动贩卖机为代表的新渠道

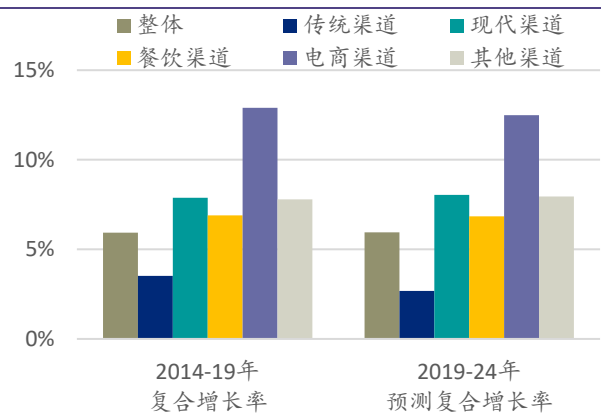
图表 12: 2019 年中国软饮料市场前五名市占率共计 31%; 包装饮用水、茶饮、果汁和功能饮料品类的集中度比较, 茶饮最高, 果汁最分散



资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

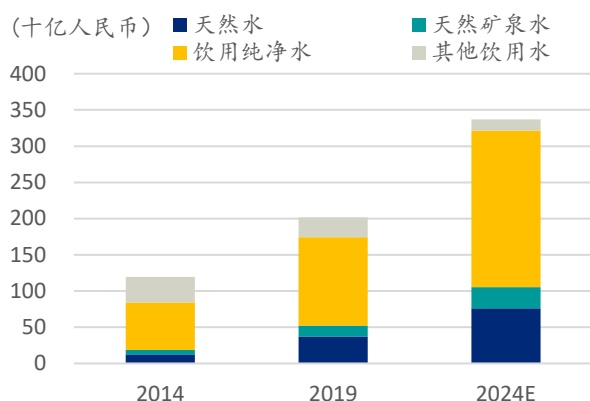
注: 标注数字为 Frost & Sullivan 统计的 2019 年农夫山泉市占率

图表 14: 电商、现代和其他新兴渠道是增长较快的包装饮料销售渠道, 预计未来五年复合年增长率分别为 12.5%, 8.0% 和 7.9%, 高于整体市场的 5.9% 和传统渠道的 2.7%



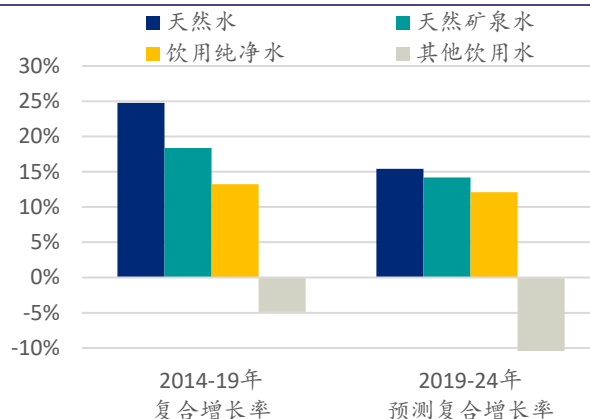
资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 15: 2019 年中国包装饮用水市场规模超过 2,000 亿人民币，Frost & Sullivan 预计 2019-24 年复合年增长 10.8%，到 2024 年达到 3,370 亿



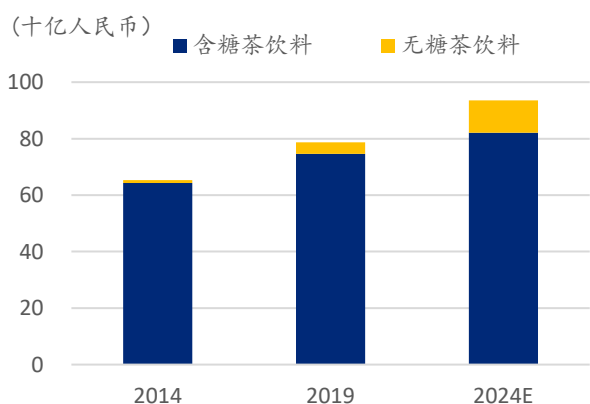
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 16: 伴随消费者健康意识增强，天然水和天然矿泉水是增长最快的水品类，预计 2019-24 年分别增长 15.4% 和 14.2%，超过整体水品类的 10.8%



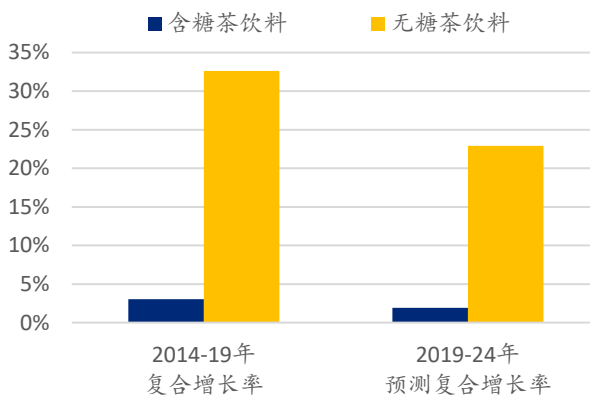
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 17: Frost & Sullivan 预计中国包装茶饮料市场规模将从 2019 年的 790 亿人民币扩容至 2024 年的 940 亿，2019-24 年五年复合年增长 3.5%



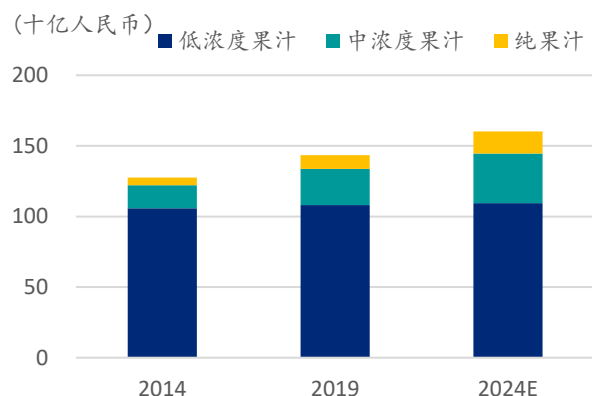
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 18: 健康化趋势推动无糖茶 2019-24 年复合年增长 22.9%，预计到 2024 年占中国包装茶饮料市场的 12.3%



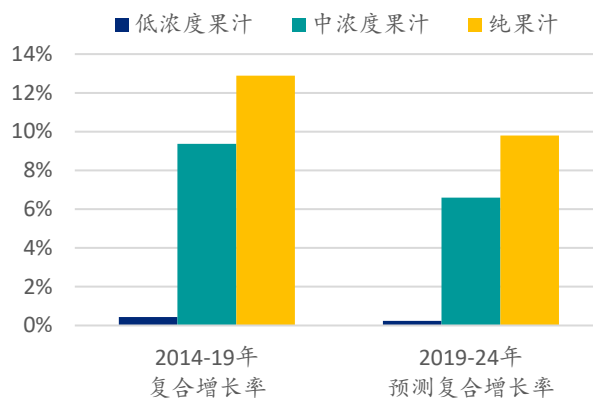
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 19: 2019 年中国果汁饮料市场规模 1,350 亿人民币，预计 2019-24 年五年复合年增长 2.2%



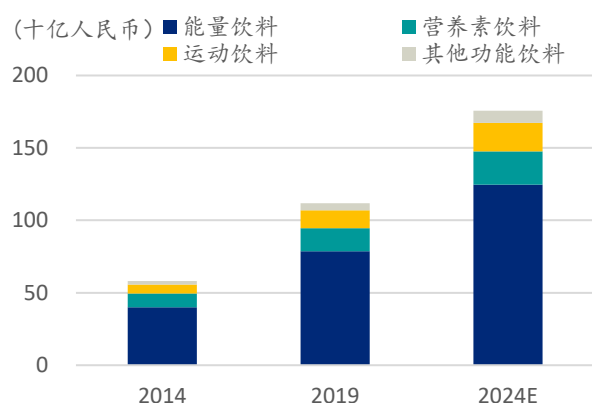
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 20: 中高浓度果汁增速远高于低浓度果汁，预计到 2024 年占果汁饮料市场接近 1/3



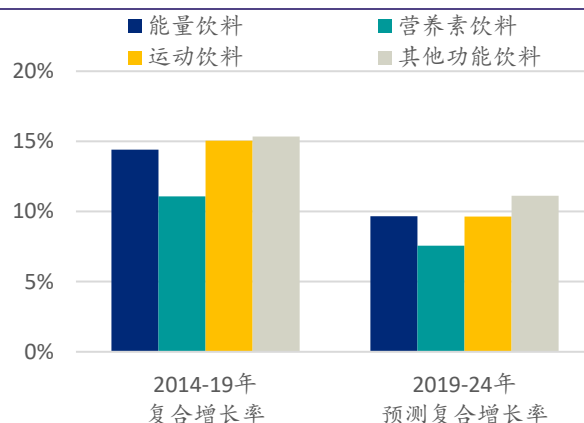
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 21: Frost & Sullivan 数据显示 2019 年中国功能饮料市场规模超过千亿，能量饮料占比 70%



资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 22: 预计中国功能饮料市场 2019-24 年复合增长 9.4%，各细分品类之间增幅差别不大



资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 23: 中国软饮料市场规模和增长概览

(十亿人民币)	2014	2019	2024E	2014-19 年 实际 复合年增长	2019-24 年 预测 复合年增长
软饮料	743	991	1,323	5.9%	5.9%
包装饮用水	120	202	337	11.0%	10.8%
天然水	12	37	76	24.8%	15.4%
天然矿泉水	7	15	29	18.4%	14.2%
饮用纯净水	66	122	216	13.2%	12.1%
其他饮用水	35	28	16	-4.9%	-10.5%
蛋白饮料	124	147	175	3.5%	3.4%
果汁饮料	128	144	160	2.4%	2.2%
纯果汁	5	10	16	12.9%	9.8%
中浓度果汁	16	26	35	9.4%	6.6%
低浓度果汁	106	108	109	0.4%	0.2%
功能饮料	58	112	176	14.0%	9.4%
运动饮料	6	13	20	15.1%	9.6%
营养素饮料	9	16	23	11.1%	7.6%
能量饮料	40	79	125	14.4%	9.7%
其他功能饮料	2	5	8	15.3%	11.1%
固体饮料	82	91	96	2.1%	0.9%
碳酸饮料	79	89	98	2.3%	2.1%
茶饮料	65	79	94	3.8%	3.5%
含糖茶饮料	64	75	82	3.0%	1.9%
无糖茶饮料	1	4	12	32.6%	22.9%
植物饮料	51	69	93	6.3%	6.2%
风味饮料	32	44	59	6.9%	5.7%
咖啡饮料	4	13	34	29.0%	20.8%
其他饮料	1	2	2	9.1%	4.3%

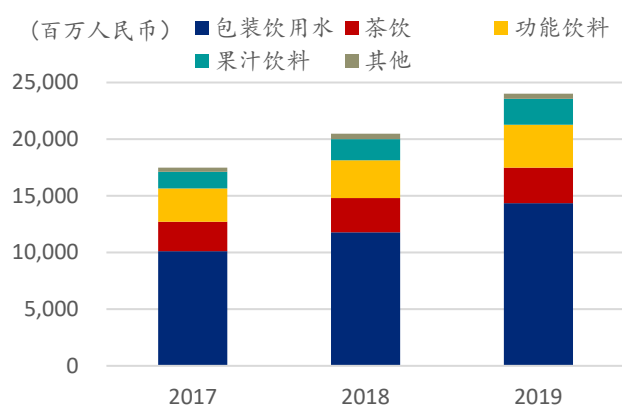
资料来源: Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

农夫山泉背景

农夫山泉是中国市场主要的本土饮料企业之一，其历史最早可追溯至 1996 年由创始人钟睒睒先生创立的新安江养生堂饮用水公司。Frost & Sullivan 数据显示，2019 年，农夫山泉在中国包装饮用水市场排名第一，市占率为 20.9%，而在茶饮、功能饮料和果汁饮料市场均位列第三。

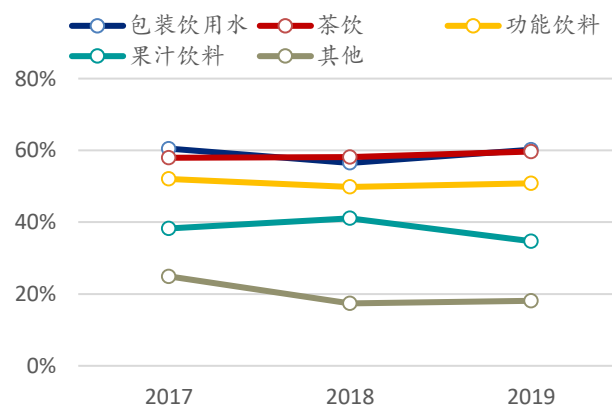
农夫山泉约 95% 的收入来源于旗下一级经销商。公司透过经销商，以先款后货的模式，向传统、现代、餐饮、电商等渠道出售产品。截至 2019 年年末，农夫山泉有 4,280 名经销商。自 2020 年起，农夫山泉也开始与一些次级经销商签订三方协议，以更好地了解下沉市场动态。同时，农夫山泉亦拥有 200 名直营客户，以全国性或区域性的超市、连锁便利、电商平台、餐厅和航空公司为主。前五大客户中，两名是经销商，三名是直营。

图表 24: 农夫山泉 2019 年销售额突破 240 亿人民币，60% 来自瓶装水



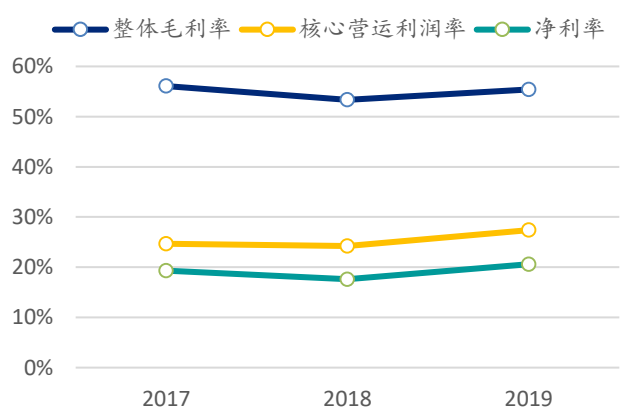
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 25: 农夫山泉旗下各品类毛利率比较；包装饮用水和茶饮均接近 60%



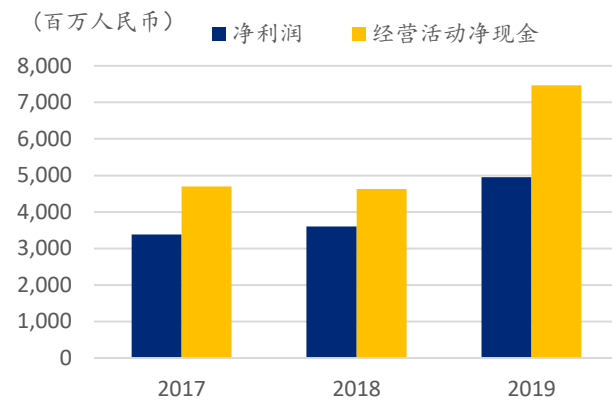
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 26: 农夫山泉利润率趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 27: 农夫山泉净利润和经营活动净现金比较



资料来源：公司数据、浦银国际

农夫山泉的主要产品包括包装饮用水、茶饮、功能饮料和果汁饮料。

- **包装饮用水**：「农夫山泉」（全部采取天然水源）；
- **茶饮**：双品牌——「茶π」、「东方树叶」（无糖茶）；
- **功能饮料**：「尖叫」（包括纤维型、多肽型、植物型）、「力量帝维他命水」；
- **果汁**：「农夫果园」（果汁含量 30%和 50%）、「水溶 C100」（果汁含量 12%）、「农夫山泉」NFC 果汁、「17.5°」果汁（采用浓缩果汁）；
- **其他产品**：「炭仝」咖啡、苏打水饮料、植物酸奶、「17.5°」鲜橙。

招股书资料显示，截至 2020 年 4 月，农夫山泉创始人钟睺睺先生持有公司 **87.4%股权**，包括约 17.9%的直接权益及透过养生堂持有的约 69.6%的间接权益。钟睺睺持有养生堂全部注册资本中 100%的权益，包括 98.4%的直接权益及透过钟睺睺全资持有的杭州友福持有的 1.6%的间接权益。

图表 28：农夫山泉的主要产品组合



资料来源：2019 年公司数据、Frost & Sullivan 2019 年数据，浦银国际；图片来源京东网站

农夫山泉在全国拥有 10 处天然水源地，并计划对浙江千岛湖、广东万绿湖、吉林长白山生产基地进行产能扩大。康师傅旗下天然矿泉水「涵养泉」的水源基地有四处，包括吉林长白山、安徽黄山、四川乐山和广东佛山。统一「爱夸」天然矿泉水的水源的则包括长白山和广西巴马。我们认为，分散化的水源基地有助于缩短运输半径，更高效地就近服务零售市场。

- 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；
- 东北：吉林长白山—矿泉水和自然涌出泉水；大兴安岭—矿泉水；
- 西南：四川峨眉山—山泉水；贵州武陵山—山泉水；
- 西北：新疆天山玛纳斯—深层地下水；陕西太白山—山泉水。

图表 29: 农夫山泉目前拥有 10 处水源地和两处鲜果处理及榨汁生产基地



资料来源: 公司数据

农夫山泉财务报表和比率

利润表

(百万人民币)	2017	2018	2019
整体收入	17,491	20,475	24,021
销售成本	-7,682	-9,554	-10,710
整体毛利	9,809	10,921	13,311
其他收入及收益	402	534	774
销售及分销开支	-4,890	-5,218	-5,816
行政开支	-859	-1,065	-1,383
其他开支	-19	-404	-371
营运利润	4,443	4,767	6,514
核心营运利润	4,319	4,959	6,578
财务费用	-8	-4	-16
税前盈利	4,435	4,763	6,499
所得税支出	-1,049	-1,152	-1,545
少数股东权益	6	6	6
净利润	3,380	3,606	4,949
摊薄每股盈利(人民币)	0.31	0.33	0.46

资产负债表

(百万人民币)	2017	2018	2019
现金及银行结余	463	564	783
3个月以内定期存款	400	800	0
3个月以上定期存款	1,700	400	300
质押存款	49	6	0
结构性存款	2,035	3,600	200
存货	1,442	1,906	1,762
贸易应收款	194	223	306
预付款、其他应收款等	569	1,165	1,021
金融资产	4	177	0
流动资产	6,857	8,841	4,372
物业、厂房及设备	8,931	11,089	12,314
使用权资产	546	600	656
无形资产	36	64	60
递延税项资产	213	341	373
其他非流动资产	40	16	21
非流动资产	9,766	12,109	13,424
资产总额	16,623	20,950	17,796
贸易及应付账	821	837	791
其他应付款及应计费用	1,992	2,604	2,855
合约负债	1,578	1,996	2,078
计息借贷	50	0	1,000
租赁负债	21	29	6
应付税项	735	697	711
流动负债	5,197	6,163	7,441
递延收入	229	209	248
递延税项负债	0	145	195
租赁负债	31	17	30
非流动负债	260	371	473
负债总额	5,457	6,534	7,915
股东权益	11,165	14,416	9,882
负债和权益总额	16,623	20,950	17,796

现金流量表

(百万人民币)	2017	2018	2019
经营活动净现金	4,697	4,630	7,472
资本支出	-2,372	-3,452	-3,313
资产处置	39	48	387
收购	0	-9	0
存款变动	-2,415	-265	3,500
其他投资现金	102	4	69
投资活动净现金	-4,646	-3,674	643
计息借贷	-55	-50	1,000
派息	-367	-367	-9,618
其他融资现金	-22	-40	-79
融资活动净现金	-444	-457	-8,697
现金及现金等价物变动	-393	499	-582
期末现金及现金等价物	863	1,364	783

主要比率

	2017	2018	2019
同比变动			
整体收入	NA	17.1%	17.3%
整体毛利	NA	11.3%	21.9%
营运利润	NA	7.3%	36.6%
核心营运利润	NA	-8.3%	16.5%
净利润	NA	6.7%	37.2%
利润率			
整体毛利率	56.1%	53.3%	55.4%
包装饮用水	60.5%	56.5%	60.2%
茶饮	58.0%	58.1%	59.7%
功能饮料	52.0%	49.8%	50.9%
果汁饮料	38.2%	41.1%	34.7%
营运利润率	25.4%	23.3%	27.1%
核心营运利润率	24.7%	24.2%	27.4%
有效税率	23.7%	24.2%	23.8%
净利率	19.3%	17.6%	20.6%
费用率			
物流和仓储	13.4%	11.0%	10.5%
广告和促销	5.6%	6.0%	5.1%
员工成本	10.3%	9.2%	9.1%
折旧和摊销	6.6%	6.8%	7.2%
研发	0.3%	0.5%	0.5%
回报率			
资产回报率	23.1%	19.2%	25.5%
权益回报率	35.0%	28.2%	40.7%
营运资本			
库存天数	61	64	63
应收账款天数	3	4	4
应付账款天数	41	32	28
资产周转率	1.1x	1.1x	1.2x
财务杠杆			
资产/负债	3.0x	3.2x	2.2x
净现金/权益	22.5%	12.2%	0.8%
再投资率			
资本支出/收入	13.6%	16.9%	13.8%
资本支出/折旧摊销	2.0x	2.5x	1.9x

全球食品饮料行业估值表

图表 30: 全球主要食品饮料类公司估值表

消费行业	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		息税前利润率		股息率		市净率	
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)
			CY19	CY20E	CY19	CY20E	CY19	CY20E	CY19	CY20E	CY19	CY20E	CY19	CY20E	CY19	CY20E
港股食品饮料																
康师傅	322 HK	10,231	2.1	2.2	27.4	23.8	16.2	15.4	17.0	15.3	9.0	7.9	2.3	3.8	3.7	3.7
旺旺	151 HK	8,987	-0.5	4.5	17.9	16.3	8.2	9.9	23.3	23.1	23.9	24.0	4.2	4.5	4.0	3.7
颐海	1579 HK	8,794	59.7	31.0	80.8	63.7	38.1	26.9	31.1	30.3	25.0	24.9	0.3	0.4	23.9	17.5
达利	3799 HK	8,340	2.5	1.9	15.4	15.0	3.7	2.9	24.2	23.4	19.9	21.3	3.4	4.6	3.6	3.5
统一	220 HK	4,575	1.1	2.8	23.8	22.6	32.1	5.3	10.2	10.6	8.2	8.3	4.2	4.3	2.4	2.4
维他奶	345 HK	3,912	3.6	4.9	51.9	49.3	-12.9	5.3	18.4	18.3	10.8	10.5	1.3	1.4	9.3	8.8
周黑鸭	1458 HK	1,362	-0.8	-6.8	22.5	32.2	-22.3	-30.1	9.7	6.4	13.9	12.8	2.5	1.5	2.3	2.2
西藏5100	1115 HK	104	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-24.2	NA	NA	NA	0.0	NA	0.3	NA
中值			2.1	2.8	23.8	23.8	8.2	5.3	17.7	18.3	13.9	12.8	2.4	3.8	3.7	3.7
A股食品饮料																
伊利	600887 CH	24,984	14.0	7.7	25.4	30.1	8.5	-15.7	25.7	21.9	8.6	6.9	2.8	2.3	6.6	6.6
双汇	000895 CH	19,454	23.7	16.2	25.4	22.6	10.0	12.1	36.8	32.4	11.5	10.7	2.4	3.2	8.4	7.2
绝味食品	603517 CH	4,614	18.4	12.4	39.0	36.8	23.8	6.0	21.1	17.5	19.4	19.2	1.0	0.8	7.2	6.3
桃李面包	603866 CH	4,500	16.8	16.6	46.7	38.6	6.7	21.1	19.1	20.7	NA	15.4	2.1	1.9	8.5	8.0
三只松鼠	300783 CH	4,374	NA	32.9	130.1	100.1	NA	29.9	15.9	11.6	3.2	3.1	0.0	0.3	16.4	14.8
养元饮品	603156 CH	4,064	-8.4	-23.6	10.7	13.9	-0.3	-23.1	22.1	15.9	NA	NA	7.3	NA	2.3	2.4
良品铺子	603719 CH	3,765	NA	16.3	70.1	64.9	NA	8.0	27.3	19.2	5.0	5.4	0.4	0.4	16.9	13.6
涪陵榨菜	002507 CH	3,735	3.9	13.1	43.6	36.2	-8.3	20.4	22.7	21.3	36.1	35.4	0.9	0.7	9.2	7.8
洽洽食品	002557 CH	3,510	15.3	16.5	41.2	33.8	39.6	22.1	17.3	18.1	16.6	15.0	1.4	1.6	6.8	6.1
煌上煌	002695 CH	1,645	11.6	19.4	53.0	41.1	26.2	28.9	10.9	11.6	12.8	14.3	0.4	0.4	5.3	4.8
盐津铺子	002847 CH	1,360	26.3	33.0	73.0	47.9	80.7	52.4	18.1	21.2	NA	NA	0.7	NA	12.0	10.0
承德露露	000848 CH	950	6.3	NA	14.7	NA	11.9	NA	23.7	NA	NA	NA	2.9	NA	3.4	NA
好想你	002582 CH	661	20.4	12.9	23.9	27.0	52.0	-11.3	5.7	3.9	NA	NA	0.9	NA	1.3	1.3
中值			15.3	16.3	41.2	36.5	11.9	16.2	21.1	18.6	12.1	14.3	1.0	0.8	7.2	6.9
全球食品饮料																
雀巢	NESN SW	321,745	1.2	-5.7	23.8	24.5	9.7	-2.6	23.1	23.9	17.6	17.5	2.6	2.6	5.8	6.2
可口可乐	KO US	198,037	17.1	-10.1	21.9	24.4	1.4	-10.3	49.6	43.1	27.9	27.4	3.5	3.6	10.4	11.1
百事	PEP US	186,244	3.9	-0.3	24.3	25.2	-2.3	-3.6	49.9	50.5	15.8	15.5	2.8	3.0	12.6	14.9
联合利华	UNA NA	130,129	4.8	-0.8	17.9	18.0	6.4	-0.4	45.8	47.3	19.1	18.6	3.7	3.6	8.9	8.7
星巴克	SBUX US	90,976	6.7	-12.2	27.1	63.9	13.9	-57.6	-98.8	-31.5	17.4	9.9	2.0	2.2	NA	NA
亿滋国际	MDLZ US	72,658	2.5	-3.8	20.6	20.0	1.6	3.3	14.6	13.5	15.9	16.5	2.1	2.3	2.7	2.7
达能	BN FP	47,614	2.6	-0.4	16.7	17.6	8.1	-5.5	11.5	13.4	15.2	14.7	3.3	3.3	2.4	2.3
通用磨坊	GIS US	36,223	2.3	3.9	17.7	16.9	7.2	4.4	26.7	24.9	17.5	17.2	3.3	3.3	4.7	4.2
卡夫	KHC US	36,117	-4.9	0.1	10.4	12.6	-19.3	-17.6	3.7	5.5	20.3	19.1	5.4	5.4	0.7	0.7
怪物饮料	MNST US	34,637	10.3	1.5	32.2	31.6	13.7	1.8	28.5	26.5	33.7	33.8	0.0	0.0	8.5	8.2
好时	HSY US	27,705	2.5	0.1	23.0	23.0	7.8	0.3	73.3	66.1	21.1	21.3	4.3	2.4	16.0	15.0
英联食品	ABF LN	16,713	1.5	-16.3	11.3	29.6	12.3	-61.9	8.6	8.0	9.1	8.0	2.2	1.5	1.4	1.2
明治	2269 JP	10,732	0.0	1.8	20.9	16.0	-27.6	30.4	12.2	11.8	8.3	8.4	1.9	1.9	1.9	1.8
日清食品	2897 JP	8,670	-0.9	3.2	45.2	29.7	-32.3	52.0	8.2	8.9	8.0	8.7	1.2	1.4	2.8	2.6
中值			2.5	-0.3	21.4	23.7	6.8	-1.5	18.8	18.7	17.4	16.9	2.7	2.5	4.7	4.2
餐饮																
海底捞	6862 HK	23,216	56.5	15.8	70.3	96.5	27.6	-27.1	24.4	14.1	15.3	7.7	0.4	0.3	15.5	13.6
百胜中国	YUMC US	18,276	4.3	-7.9	25.8	44.7	22.9	-42.2	24.0	12.9	10.4	6.7	1.0	0.6	5.9	5.3
九毛九	9922 HK	2,113	NA	9.3	66.6	105.2	NA	-36.7	101.4	6.9	13.3	12.8	0.4	0.2	112.7	5.9
大家乐	341 HK	1,221	-4.7	2.1	25.7	23.7	-35.5	8.2	10.7	11.6	6.1	6.7	3.3	4.1	2.8	2.8
中值			4.3	5.7	46.2	70.6	22.9	-31.9	24.2	12.3	11.9	7.2	0.7	0.5	10.7	5.6

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 5 月 11 日收盘)、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经授权的行为。

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联属公司、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。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际控股有限公司

SPDB International Holdings Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼