

食品饮料 | 公司研究

2024年4月27日

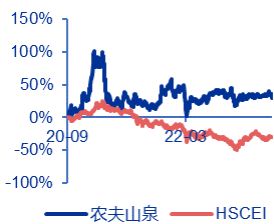
增持

维持

市场数据：2024年4月26日

收盘价(港币)	44.85
恒生中国企业指数	6120.37
52周最高/最低价(港币)	46.75/37.95
H股市值(亿港元)	4971
流通H股(亿股)	50.35
汇率(人民币/港币)	1.11

股价表现：



资料来源：ifind

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818x
lvchang@swsresearch.com

茶饮料实现高增，盈利能力持续提升

农夫山泉 (09633:HK)

事件：公司发布 2023 年年报，报告期内公司实现 422.67 亿元，同增 28.4%。实现归属于公司股东净利润 120.79 亿元，同比增长 42.4%，公司业绩超预期。公司拟派息每股 0.75 元，分红率为 69.8%。

投资评级与估值：考虑公司产品矩阵稳健增长，产品力和渠道力持续提升，上调 24-25 年盈利预测，新增 26 年预测，预测 2024-2026 年公司归母净利润为 139、165、193 亿元（24-25 年前次为 112 亿、126 亿），分别同比 15%、18%、17%，最新收盘价对应 24-26 年 PE 分别为 33、28、24x，维持增持评级。公司卡位 2 元价格带、差异化定位及中大规格布局等多重推力下，核心瓶装水业务有望持续收获市场份额。通过前瞻布局饮料无糖化与高端化的消费趋势，公司饮料业务增速有望快于市场平均水平。

包装饮用水基本盘稳健，茶饮料表现亮眼。根据公司公告，分产品看，包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他产品分别实现营收 202.62 亿/126.59 亿/49.02 亿/35.33 亿/13.11 亿，分别同比 +10.9%/+83.3%/+27.7%/+22.7%/-3.1%。包装饮用水业务保持稳健增长，茶饮料 23H1/23H2 分别实现营收 52.9 亿/73.7 亿，分别同增 60%/105%，我们预计主要的增量来自于东方树叶和茶π品类的贡献。茶饮料铺货率及覆盖网点数量持续增加，同时公司推出多款新品，东方树叶 23 年 3 月春季限定“龙井新茶”再度回归，5 月上市新口味黑乌龙，继续完善产品矩阵，针对茉莉花茶和青柑普洱两款畅销口味推出 900ml 畅饮装新品。茶π持续加强与消费者的沟通，下半年茶饮料增长明显提速。功能饮料中，尖叫与中国大学生篮球联赛联合，力量帝推出多款口味。果汁饮料产品矩阵持续丰富，17.5°推出产季限定鲜榨橙汁，NFC 系列推出大瓶装。公司聚焦资源投放，因此其他产品销售同比略降。

成本下行毛利率提升，费用率下行，净利率进一步提升。根据公司公告，23 年公司实现毛利率 59.5%，同比提升 2.1pct。主要系包材、PET 等价格的下行。23 年公司销售/管理费用率分别为 21.8%/5.1%，分别同比 -1.7pct/-0.4pct。公司费用率显著优化主要系：1) 供应链成本优化；2) 产品结构调整，盈利能力更强的饮料占比提升。综上，公司实现净利率 28.3%，同比提升 2.7pct。

核心假设风险：新品推广不达预期，原材料价格上涨，食品安全风险

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,239	42,667	50,183	58,551	66,632
同比增长率(%)	12%	28%	18%	17%	14%
净利润(百万元)	8495	12080	13948	16475	19276
同比增长率(%)	19%	42%	15%	18%	17%
每股收益(元)	0.76	1.07	1.24	1.46	1.71
净资产收益率(%)	35.27%	42.28%	40.92%	32.59%	27.60%
市盈率(倍)	54	38	33	28	24
市净率(倍)	19	17	14	10	7

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

农夫山泉[9633.HK] - GSD.利润表 (单位：百万元，CNY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33239	42667	50183	58551	66632
主营业务收入	33239	42667	50183	58551	66632
营业总支出	23806	28711	33757	39210	44355
营业成本	14144	17260	20224	23538	26653
营业开支	9662	11451	13533	15673	17702
营业利润	9688	13956	16426	19341	22277
加：利息收入	623	991	1210	1577	2280
减：利息支出	76	100	67	67	67
加：权益性投资损益					
其他非经营性损益	370	294	0	0	0
非经常项目前利润	10605	15142	17569	20851	24489
加：非经常项目损益	445	546	546	546	546
除税前利润	11050	15688	18115	21397	25035
减：所得税	2555	3609	4167	4922	5759
少数股东损益					
持续经营净利润	8495	12080	13948	16475	19276
加：非持续经营净利润					
其他特殊项					
净利润	8495	12080	13948	16475	19276
减：优先股利及其他调整项					
归属普通股股东净利润	8495	12080	13948	16475	19276
综合收益	8495	12080	13948	16475	19276

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。