

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 27.05 港元 33.74↓ +24.7%

2024年8月29日

农夫山泉 (9633 HK)

饮用水逐渐恢复；茶饮和果汁表现优于行业平均，品牌建设获正面反馈

⊕ **2024 上半年收入利润均实现高个位数增长。**2024 年上半年农夫山泉销售总额同比增长 8.44% 至 221.7 亿元（人民币，下同）。毛利率同比下降 1.4 个百分点至 58.8%，主因 1) 纯净水产品新品上市促销的影响，2) 上半年包装饮用水产品销量下降带来固定成本分摊费用的上升，3) 果汁原料价格上升，各因素影响程度较为均衡。净利润同比增长 8.0% 至 62.4 亿元，对应净利润率为 28.1%，仍处高位（2023 年上/下半年分别为 28.2%/28.4%）。

⊕ **包装饮用水业务受舆论影响而显著下滑；茶饮和果汁业务表现亮眼。**尽管今年 1-2 月饮用水销售良好，同比实现双位数增长，但 2 月底开始公司受网络舆论的影响，饮用水销售量逐渐走低，导致上半年公司的包装饮用水业务同比下滑超 18% 至 85 亿元。消费者对即饮茶接受度（尤其是无糖茶）的提高带动人均消费的提升，辅以公司铺货率的稳健增长和新品的持续推出（如上半年推出的新口味“茉莉花柠檬茶”），农夫山泉的茶饮业务于上半年获得 59.5% 的同比增长至 84 亿元。公司通过对各果汁子品牌（如农夫果园、水溶 C100）持续的品牌建设（如水溶 C100 于 2 月上市的“血橙味”进一步强调品牌的高维生素 C 含量的特征），在整体果汁市场表现较为疲弱的情况下获得了远超行业表现的增长。上半年公司的果汁业务同比增长 25.4% 至 21 亿元。

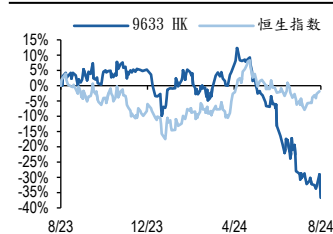
⊕ **如何看待绿瓶水和红瓶水的格局？**公司于今年 4 月份上市纯净水产品（即绿瓶水），目前仍处于消费者宣传和终端促销的过程。由于上市时间较短且产品仅有一种规格（550ml），因此带给公司整体业绩影响有限。同时，天然水和纯净水有不同的使用目的和场景，因此在各自对应的消费需求领域存在各自的增长空间。公司计划通过品类差异化的宣传和渠道的建设推广，以保证两个产品的健康增长。

⊕ **维持买入，目标价 33.74 港元。**舆论影响逐渐减退，今年夏季（7 月和 8 月）饮用水销售情况符合公司预期，整体业务有望实现稳健恢复。茶饮和果汁业务的快速增长反映公司品牌建设能力和产品推新能力。我们最新目标价 33.74 港元是基于 23 倍（过去三年平均市盈率下调 2.5 个标准差）2024-25 年平均市盈率，我们仍长期看好农夫山泉，维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	47.95
52周低位 (港元)	27.05
市值 (百万港元)	136,136.70
日均成交量 (百万)	43.77
年初至今变化 (%)	(40.09)
200天平均价 (港元)	39.45

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

财务数据一览

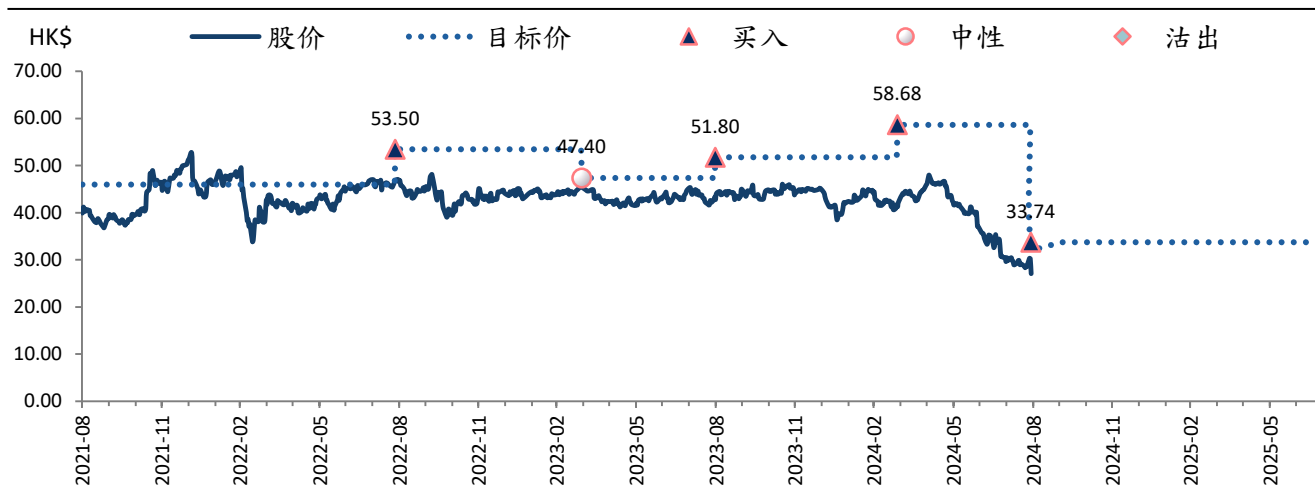
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	33,239	42,667	49,360	56,715	63,328
同比增长 (%)	11.9	28.4	15.7	14.9	11.7
净利润 (百万人民币)	8,495	12,080	12,994	14,718	16,046
每股盈利 (人民币)	0.76	1.07	1.16	1.31	1.43
同比增长 (%)	17.0	42.2	7.6	13.3	9.0
市盈率 (倍)	32.7	23.0	21.4	18.9	17.3
每股账面净值 (人民币)	2.15	2.54	2.76	3.03	3.33
市账率 (倍)	11.50	9.73	8.95	8.16	7.42
股息率 (%)	2.8	3.0	3.3	3.7	4.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 农夫山泉 (9633 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	22.85	43.90	92.1%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.93	15.60	74.7%	2024年02月29日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	22.25	33.50	50.6%	2024年05月02日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	12.02	21.50	78.9%	2024年03月27日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	7.64	12.30	61.0%	2023年09月05日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	11.87	13.40	12.9%	2024年08月27日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.57	3.40	-4.8%	2024年04月02日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.56	10.40	21.5%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	27.05	33.74	24.7%	2024年08月29日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	64.25	116.00	80.5%	2024年03月27日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	38.80	52.96	36.5%	2024年04月30日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	22.60	35.79	58.4%	2024年04月30日	家电
000333 CH	美的集团	买入	64.93	93.24	43.6%	2024年04月30日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	23.95	27.01	12.8%	2024年08月20日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.42	2.59	7.2%	2024年08月27日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	74.85	135.00	80.4%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	14.18	14.89	5.0%	2024年08月19日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.60	1.01	67.5%	2024年08月14日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	2.87	7.20	150.9%	2023年10月24日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2024年08月28日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	33,239	42,667	49,360	56,715	63,328
主营业务成本	(14,144)	(17,260)	(19,948)	(22,796)	(25,386)
毛利	19,095	25,407	29,412	33,919	37,942
销售及管理费用	(9,656)	(11,446)	(13,878)	(16,351)	(18,833)
其他经营净收入/费用	(22)	(14)	(16)	(18)	(19)
经营利润	9,417	13,947	15,518	17,550	19,090
财务成本净额	(76)	(100)	(128)	(141)	(155)
其他非经营净收入/费用	1,709	1,841	1,486	1,706	1,905
税前利润	11,050	15,688	16,876	19,114	20,840
税费	(2,555)	(3,609)	(3,882)	(4,397)	(4,794)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	8,495	12,080	12,994	14,718	16,046
作每股收益计算的净利润	8,495	12,080	12,994	14,718	16,046

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,821	24,125	27,078	28,816	32,256
有价证券	3	3	3	3	3
应收账款及票据	479	547	593	682	761
存货	2,108	3,092	3,005	3,434	3,824
开发中物业及土地预付款	564	695	804	2,486	2,776
其他流动资产	7,475	0	0	0	0
总流动资产	18,451	28,461	31,483	35,420	39,620
物业、厂房及设备	15,398	17,180	18,639	20,016	21,322
无形资产	58	74	67	61	54
其他长期资产	5,438	3,422	3,673	3,996	4,354
总长期资产	20,893	20,676	22,379	24,072	25,729
总资产	39,344	49,137	53,862	59,492	65,350
短期贷款	69	58	64	70	77
应付账款	7,931	11,059	12,581	14,378	16,012
其他短期负债	6,602	8,759	9,471	10,251	11,018
总流动负债	14,601	19,877	22,116	24,699	27,107
长期贷款	31	31	34	38	42
其他长期负债	538	658	661	709	760
总长期负债	569	690	696	746	801
总负债	15,171	20,566	22,812	25,445	27,908
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
储备及其他资本项目	23,048	27,446	29,926	32,922	36,317
股东权益	24,173	28,571	31,050	34,046	37,441
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	24,173	28,571	31,050	34,046	37,441

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	11,050	15,688	16,876	19,114	20,840
折旧及摊销	2,487	2,819	3,096	3,309	3,555
营运资本变动	1,409	1,900	346	(1,475)	(244)
利息调整	236	0	0	0	0
税费	(2,308)	(3,609)	(3,882)	(4,397)	(4,794)
其他经营活动现金流	(833)	507	504	678	830
经营活动现金流	12,042	17,305	16,940	17,230	20,186
资本开支	(4,350)	(4,534)	(4,725)	(4,926)	(5,135)
投资活动	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
其他投资活动现金流	(5,074)	(8,970)	(26)	(25)	(24)
投资活动现金流	(9,426)	(13,506)	(4,754)	(4,953)	(5,162)
负债净变动	(75)	707	297	372	409
权益净变动	(225)	0	0	0	0
股息	(5,059)	(8,435)	(9,096)	(10,302)	(11,232)
其他融资活动现金流	(10)	20,144	(524)	(698)	(850)
融资活动现金流	(5,370)	12,416	(9,323)	(10,628)	(11,673)
汇率收益/损失	388	89	89	89	89
年初现金	10,188	7,821	24,125	27,078	28,816
年末现金	7,821	24,125	27,078	28,816	32,256

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.755	1.074	1.156	1.309	1.427
全面摊薄每股收益	0.756	1.074	1.156	1.309	1.427
每股股息	0.680	0.750	0.809	0.916	0.999
每股账面值	2.150	2.541	2.762	3.028	3.330
利润率分析(%)					
毛利率	57.4	59.5	59.6	59.8	59.9
EBITDA利润率	39.1	41.3	39.4	38.3	37.2
EBIT利润率	31.6	34.7	33.1	32.5	31.6
净利率	25.6	28.3	26.3	26.0	25.3
盈利能力(%)					
ROA	23.5	27.3	25.2	26.0	25.7
ROE	37.8	45.8	43.6	45.2	44.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
存货周转天数	50.5	55.0	55.0	55.0	55.0
应收账款周转天数	5.2	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转天数	33.3	33.8	33.8	33.8	33.8

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月29日
农夫山泉 (9633 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。