

农夫山泉 (09633.HK)

茶饮业务维持高增，盈利水平保持稳定

持有 (维持评级)

当前价格: 27.55 港元

事件: 农夫山泉发布 2024 年上半年报告, 公司 24H1 实现营业收入 221.73 亿元, 同比+8.36%, 实现归属于母公司股东的净利润 62.4 亿元, 同比+8.04%。

➤ 茶饮料维持增长势能，包装饮用水受舆情影响较大

2024H1 茶饮料保持高速增长, 进一步夯实品牌地位, 实现营收 84.30 亿元, 同比增长 59.5%, 占总营收 38%, 对比去年同期提升 12.2pct, 其中无糖茶产品东方树叶春季限定龙井新茶在 3 月三度回归, 第一批 5 万箱上线后 17 小时售罄, 第二批仅 1 小时就售罄, 有糖茶产品茶π上新主题巡回展线下覆盖人数超过 500 万人。

包装饮用水在 24 年 1 月和 2 月销量情况良好, 对比同期增长 19.0%, 但后续受舆情影响销量下滑, 上半年实现营收 85.31 亿元, 同比-18.3%, 占总营收的 38.47%, 对比去年同期下降 12.5pct。其余功能饮料/果汁饮料/其他分别实现营收 25.5/21.14/5.48 亿元, 分别同比+3.8%/+25.4%/-7.3%。

➤ 盈利水平保持平稳，产品不断推陈出新

1) 24 上半年公司毛利率为 58.78%, 受纯净水新品上市促销、包装饮用水销量下降带来固定成本分摊上升, 以及果汁饮料原料价格上涨的影响, 对比同期下降 1.38pct。销售费用率方面, 尽管公司广告及促销投入增加, 但物流费用受产品结构影响有所下降, 销售费用率对比同期减少了 0.53pct 至 22.42%, 其余管理/财务/其他费用率分别对比同期-0.56/+0.04/+0.01pct 至 4.12%/0.18%/0.02%, 驱动公司净利率水平对比同期略微下降 0.08pct 至 28.14%, 整体盈利水平保持平稳。

2) 公司积极推出新产品, 24 年上半年包装饮用水业务推出新品纯净水和农夫山泉食用冰, 水溶 C100 推出血橙新口味, 茶π推出新口味茉莉花柠檬茶, 尖叫推出乳钙型、茶氨酸型两款新口味。在产品上新的同时, 公司亦持续丰富现有产品规格满足不同消费需求。展望未来公司将继续重点品项, 同时通过产品健康化研发和换代升级适应新消费趋势以焕发活力, 进一步加强品牌建设。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到外部宏观环境存在一定挑战和不确定性, 我们下调了公司 24-26 年的盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润分别为 129.68/153.58/176.47 亿元 (原值为 147.93/181.19/218.53 亿元), 对应 PE 分别为 24/20/18 倍, 考虑到公司茶饮业务高增, 维持“持有”评级。

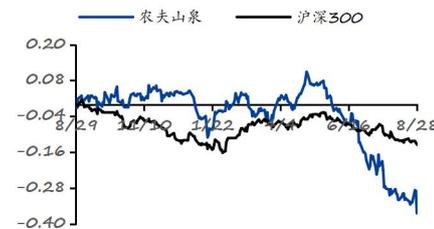
➤ 风险提示

水源地污染风险、新产品推广不顺风险、原材料成本上涨风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	11,246.47/5,034.67
流通市值(百万港元)	138,705.06
每股净资产(港元)	2.57
资产负债率(%)	52.91
一年内最高/最低价(港元)	48.80/26.05

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人: 林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

1、基本盘稳健，茶饮业务高速增长——2024.03.27
2、【华福食品饮料】农夫山泉 (9633.HK) 深度：包装水全面升级，茶饮百花齐放，农夫领跑优势稳固——2023.09.03

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	33,239	42,667	46,768	54,420	61,760
增长率 (%)	12%	28%	10%	16%	13%
净利润 (百万元)	8,495	12,078	12,968	15,358	17,647
增长率 (%)	19%	42%	7%	18%	15%
EPS (元/股)	0.76	1.07	1.15	1.37	1.57
市盈率 (P/E)	36.5	25.7	23.9	20.2	17.6
市净率 (P/B)	12.9	10.8	9.4	7.8	6.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,876	10,254	21,633	33,546	营业总收入	42,916	46,990	54,662	61,997
应收款项合计	1,242	1,449	1,649	1,865	主营业务收入	42,667	46,768	54,420	61,760
存货	3,092	3,154	3,810	4,226	营业总支出	28,711	30,895	35,596	40,212
其他流动资产	20,251	20,250	20,250	20,251	营业成本	17,260	19,081	22,013	24,982
流动资产合计	28,461	35,107	47,342	59,888	营业开支	11,451	11,813	13,583	15,230
固定资产净额	17,180	17,205	17,230	17,254	营业利润	14,205	16,095	19,066	21,786
权益性投资	0	0	0	0	净利息支出	-892	-54	-238	-468
其他长期投资	1,511	-1,080	-3,671	-6,262	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	162	212	235	226	其他非经营性损益	46	208	127	168
土地使用权	860	860	860	860	非经常项目前利润	15,142	16,357	19,431	22,421
其他非流动资产	963	598	681	747	非经常项目损益	546	496	521	508
非流动资产合计	20,676	17,795	15,335	12,825	除税前利润	15,688	16,853	19,951	22,929
资产总计	49,137	52,902	62,677	72,713	所得税	3,609	3,887	4,595	5,285
应付账款及票据	1,770	1,902	2,223	2,525	少数股东损益	0	-2	-2	-3
循环贷款	3,121	2,682	2,743	2,848	持续经营净利润	12,079	12,968	15,358	17,647
其他流动负债	14,985	14,576	17,618	20,267	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	19,876	19,160	22,584	25,640	优先股利及其他调整项	1	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	归属普通股股东净利润	12,078	12,968	15,358	17,647
其他非流动负债	690	608	622	640	EPS (最新股本摊薄)	1.07	1.15	1.37	1.57
非流动负债合计	690	608	622	640					
负债总计	20,566	19,768	23,206	26,280					
归属母公司所有者权益	28,571	33,137	39,475	46,440					
少数股东权益	0	-2	-4	-7					
股东权益总计	28,571	33,135	39,471	46,433					
负债及股东权益总计	49,137	52,902	62,677	72,713					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17,305	12,240	17,602	19,440	成长能力				
净利润	12,078	12,968	15,358	17,647	营业收入增长率	28.4%	9.6%	16.4%	13.5%
折旧和摊销	2,631	82	104	113	归母公司净利润增长率	42.2%	7.4%	18.4%	14.9%
营运资本变动	3,511	-516	2,505	2,317	获利能力				
其他非现金调整	-916	-294	-365	-637	毛利率	59.5%	59.2%	59.6%	59.6%
投资活动现金流	-14,284	3,006	2,484	2,564	净利率	28.3%	27.7%	28.2%	28.6%
资本支出	-4,863	-158	-151	-128	ROE	45.9%	42.0%	42.3%	41.1%
长期投资	2,591	2,591	2,591	2,591	ROA	27.3%	25.4%	26.6%	26.1%
其他长期资产	-12,012	573	44	101	偿债能力				
融资活动现金流	-7,022	-8,868	-8,707	-10,091	资产负债率	41.9%	37.4%	37.0%	36.1%
借款增加	696	-439	61	106	流动比率	1.4	1.8	2.1	2.3
股利分配	-7,740	-8,401	-9,020	-10,682	速动比率	1.3	1.7	1.9	2.2
普通股增加	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他融资活动现金流	22	-29	252	485	每股收益	1.1	1.2	1.4	1.6
					每股经营现金流	1.5	1.1	1.6	1.7
					每股净资产	2.5	2.9	3.5	4.1
					估值比率				
					P/E	26	24	20	18
					P/B	11	9	8	7
					EV/EBITDA	14	15	13	11

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn