

证券研究报告

公司研究

点评报告

农夫山泉(9633.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523110003

联系电话: 15680937306

邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

联系电话: 13806086406

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

满静雅 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080004

联系电话: 15026413613

邮箱: manjingya@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《农夫山泉: 卡位精准, 产品创新驱动品牌长青》

脚踏实地, 健康发展

2024年9月1日

事件: 公司发布 2024 年中期业绩, 实现营业收入 221.73 亿元, 同比+8.4%, 归母净利润 62.4 亿元, 同比+8.0%。

点评:

- **受网络舆情影响, 包装饮用水收入短期承压。**2024 年 1-2 月公司包装饮用水收入同比+19%, 但是由于 2 月底以来网上出现大量对公司及创始人的舆论攻击和恶意诋毁, 对品牌及销售产生了严重的负面影响, 2024H1 包装饮用水同比-18.3%至实现 85.31 亿元。2024 年 3 月以来, 公司通过各种方式向公众澄清真相, 并且 2024 年 5 月 20 日在公司官方微信号发布题为《自 2 月 25 日来针对农夫山泉和创始人钟睺赜的谣言及真相|比流量更重要的是真相, 是基于事实本身的善恶是非判断》, 针对网上流传的相关谣言进行了汇总回应和澄清, 并且采取行动追究恶意造谣者的法律责任。应对包装饮用水市场的变化, 公司于 2024 年 4 月推出了农夫山泉纯净水产品, 区别于市场上绝大多数同类产品。纯净水产品规格为 550ml, 瓶型与天然水产品一致, 但是标签采用绿色、和天然水产品的红色包装形成强烈的对比。在品牌宣传方面, 公司以“所有农夫山泉都来自天然水源”的广告语向消费者传递公司所有包装饮用水都来自于天然水源的优势, 并且以“绿瓶有点甜, 红瓶更健康”的表达向消费者传递两款产品的差异化定位, 持续进行消费者对于水品类的认知教育。从盈利能力来看, 受制于规模下降导致的固定成本分摊增加和绿瓶水上市后促销投入, 公司包装水业务经调整税前利润率同比下降 4.3pct 至 32.2%。
- **茶饮料持续高增, 果汁表现亮眼。**2024H1 茶饮料收入同比+59.5%至 84.30 亿元, 我们认为主要原因系在健康化、少糖化的消费趋势下, 无糖茶东方树叶和茶π继续保持了较好的增长; 在规模效应下, 茶饮料经调整税前利润率同比+1.0pct 至 44.1%。2024H1 功能饮料收入同比+3.7%至 25.5 亿元, 增速略有放缓, 我们认为主要系在包装饮用水健康发展、茶饮料高速发展的背景下, 公司资源投入有所倾斜所致。2024H1 果汁饮料收入同比+25.4%至 21.14 亿元, 主要受益于公司完成经典产品 100%番茄混合果蔬汁、100%胡萝卜混合果蔬汁的升级回归, 并且于 2 月上市水溶 C100 新口味“血橙味”; 盈利能力方面, 受制于果汁部分原材料价格上涨, 2024H1 经调整税前利润率同比-5.9pct 至 23.6%。
- **上半年毛利率改善, 销售费用投入增加。**2024H1 公司毛利率 58.8%, 同比-1.4pct, 主要系纯净水产品新品上市促销的影响、包装饮用水产品销量下降带来的固定成本分摊上升以及果汁原料价格的上升。2024H1 销售及分销开支为 49.71 亿元, 同比+5.9%, 销售及分销开支费用率为 22.4%, 同比-0.5pct, 其中广告及促销开支同比增加, 但是物流费率受产品销量的品项结构影响有所下降; 管理费用 9.13 亿元, 同比-4.8%, 管理费用率 4.1%, 同比-0.6pct。综上, 公司股东应占溢利 62.4 亿元, 同比+8.0%, 股东应占溢利率 28.1%, 同比-0.1pct。
- **盈利预测与投资评级:**农夫山泉是饮料行业内成长能力、盈利性、规模皆处于领先地位的标的, 在水+饮料双引擎发展格局下, 强大的产品创新能力驱动品牌长青。公司一直坚持“天然、健康”的发展战略, 我们认为这也是国内饮品行业的长期发展趋势, 因此我们预计随着网络舆情

的平息以及公众对真相的了解，包装饮用水业务有望环比改善。此外，我们看好无糖茶饮料东方树叶快速增长、茶π渠道下沉带动茶饮料整体的增长，我们预计农夫山泉 2024-2026 年 EPS 分别 1.10 元、1.24 元、1.38 元，对应 2024 年 8 月 30 日收盘价港币 28.4 元/股、人民币 25.84 元/股 PE 为 24、21、19 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：老品改良或新品推出后销量增长不及预期、原材料价格波动**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	33,239	42,667	44,920	52,310	60,002
增长率 YoY %	11.93%	28.36%	5.28%	16.45%	14.71%
归母净利润(百万元)	8,495	12,079	12,346	13,914	15,532
增长率 YoY%	18.62%	42.19%	2.21%	12.70%	11.62%
毛利率%	57.45%	59.55%	58.37%	58.37%	58.37%
净资产收益率 ROE%	35.27%	42.28%	30.13%	25.32%	22.02%
EPS(元)	0.76	1.07	1.10	1.24	1.38
市盈率 P/E(倍)	53.13	38.25	23.54	20.89	18.71
市净率 P/B(倍)	18.74	16.17	7.09	5.29	4.12

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
 金隅大厦 B 座
 邮编：100031

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,461	45,089	65,689	87,284
现金	3,876	18,631	34,841	54,030
应收账款及票据	547	533	725	718
存货	3,092	2,542	4,018	3,506
其他	20,947	23,384	26,105	29,030
非流动资产	20,676	18,462	16,376	14,314
固定资产	17,180	15,580	14,080	12,580
无形资产	162	-572	-1,268	-1,930
其他	3,334	3,454	3,564	3,664
资产总计	49,137	63,551	82,065	101,598
流动负债	19,877	20,589	23,833	26,479
短期借款	3,121	3,121	3,121	3,121
应付账款及票据	1,770	1,691	2,340	2,284
其他	14,986	15,777	18,373	21,074
非流动负债	690	1,990	3,290	4,590
长期债务	0	1,300	2,600	3,900
其他	690	690	690	690
负债合计	20,566	22,579	27,122	31,069
普通股股本	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	27,444	39,846	53,816	69,403
归属母公司股东权益	28,571	40,973	54,942	70,529
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	28,571	40,973	54,942	70,529
负债和股东权益	49,137	63,551	82,065	101,598
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17,305	16,316	18,162	21,430
净利润	12,079	12,346	13,914	15,532
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,631	2,589	2,653	2,718
营运资金变动及其他	2,594	1,380	1,595	3,180
投资活动现金流	-14,284	-2,776	-3,166	-3,456
资本支出	-4,863	-256	-456	-556
其他投资	-9,421	-2,520	-2,710	-2,900
筹资活动现金流	-7,022	1,160	1,160	1,160
借款增加	696	1,300	1,300	1,300
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-7,646	-140	-140	-140
其他	-71	0	0	0
现金净增加额	-3,945	14,755	16,210	19,189

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,667	44,920	52,310	60,002
其他收入	1,841	2,071	1,889	1,867
营业成本	17,260	18,699	21,775	24,977
销售费用	9,284	9,945	12,000	14,364
管理费用	2,162	2,214	2,474	2,717
研发费用	349	0	0	0
财务费用	-892	82	-139	-382
除税前溢利	15,688	16,051	18,089	20,192
所得税	3,609	3,705	4,175	4,661
净利润	12,079	12,346	13,914	15,532
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	12,079	12,346	13,914	15,532
EBIT	15,452	16,133	17,950	19,810
EBITDA	18,084	18,723	20,603	22,528
EPS (元)	1.07	1.10	1.24	1.38

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	28.36%	5.28%	16.45%	14.71%
归属母公司净利	42.19%	2.21%	12.70%	11.62%
获利能力				
毛利率	59.55%	58.37%	58.37%	58.37%
销售净利率	28.31%	27.48%	26.60%	25.89%
ROE	42.28%	30.13%	25.32%	22.02%
ROIC	37.54%	27.34%	22.76%	19.65%
偿债能力				
资产负债率	41.85%	35.53%	33.05%	30.58%
净负债比率	-2.64%	-34.68%	-53.00%	-66.65%
流动比率	1.43	2.19	2.76	3.30
速动比率	1.28	2.07	2.59	3.16
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.80	0.72	0.65
应收账款周转率	83.20	83.20	83.20	83.20
应付账款周转率	10.80	10.80	10.80	10.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	1.10	1.24	1.38
每股经营现金流	1.54	1.45	1.61	1.91
每股净资产	2.54	3.64	4.89	6.27
估值比率				
P/E	38.25	23.54	20.89	18.71
P/B	16.17	7.09	5.29	4.12
EV/EBITDA	25.51	14.77	12.69	10.82

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，美国华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家、百润股份）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。