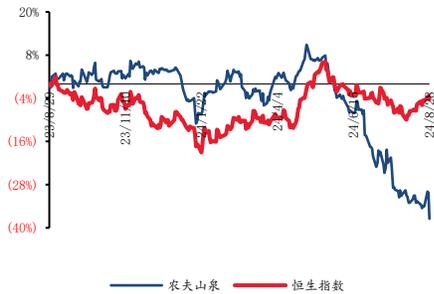


## 农夫山泉：H1 业绩符合预期，包装水市场份额有望逐步回补

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	50.35/0
总市值/流通(亿港元)	1,361.88/0
12个月内最高/最低价(港元)	48.8/26.3

### 相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100003

**事件：**公司公布2024年半年度报告，2024H1实现收入221.7亿元，同比+8.4%，实现归母净利润62.4亿元，同比+8.1%。

**绿瓶纯净水表现亮眼，回补包装水份额下滑，无糖茶延续高增长。**分产品来看，2024H1包装水/茶饮料/功能饮料/果汁分别实现收入85.3/84.3/25.5/21.1亿元，分别同比-18.3%/59.5%/3.8%/25.4%，东方树叶渗透率提升，大包装产品表现亮眼，带动茶饮料保持高增长；包装水受到舆论事件影响，预计红瓶拖累整体表现，Q2推出高性价比绿瓶纯净水，弥补部分销量下滑；果汁类实现快于整体增长，预计主因水溶C100推新反馈较好，同时消费者对健康、天然果汁接受度逐步提升，NFC系列产品预计亦获得亮眼表现。

**H1 促销力度加大，整体盈利水平稳定。**2024H1公司毛利率同比-1.38pct至58.78%，预计与纯净水新品上市后公司加大促销力度、包装水整体销量下滑对产能利用率产生影响和果汁原材料成本有所上升有关。费用方面，2024H1销售/管理/财务费用分别为22.42%/4.12%/0.18%，分别同比-0.53/-0.56pct/持平，H1公司广告及促销费用投入力度有所加大，但物流费率下降带来销售费用开支的节省。分业务利润来看，2024H1包装水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他经营利润率分别同比-4.2/+1.0/+1.0/-5.9/+2.1pct，包装水经营利润率下滑主因绿瓶纯净水新品上市促销力度加大以及红瓶水销量下滑影响，同时茶饮料受益于无糖茶风口正劲，公司加大东方树叶推广力度带来规模效应的持续提升，茶饮料经营利润率有所提升。综上，公司净利率基本与去年同期持平，H1净利率为28.14%（同比-0.08pct）。

**短期舆论影响不改长期健康发展趋势，未来包装水份额有望逐步回升，整体经营稳健以求高质量发展。**面对市场舆论及竞争，公司于今年4月新推绿瓶纯净水，绿瓶水推出目的是为消费者更多品类选择，完善在纯净水、天然水、矿泉水上布局，目前渗透率较低，未来还有较大上升空间，目前绿瓶纯净水铺货进度以及市场反馈符合预期。同时，公司今年新推19L一次性包装水，解决循环桶装水痛点，进一步完善大包装水产品布局。公司正努力消除舆论事件影响，随包装水产品矩阵的逐步完善，包装水市场份额有望实现恢复。同时，公司新推东方树叶900ml大包装产品并加大促销力度应对市场竞争，茶饮料有望延续快速增长趋势。利润方面，考虑到市场竞争趋烈，包装水及茶饮料市场推广力度不减，加上奥运会赞助费用投放主要集中在下半年，预计下半年利润率略有承压。预计行业经历价格竞争后有望重新洗牌，集中度向头部倾斜，看好未来公司在包装水及茶饮料赛道上市占率进一步提升。

**盈利预测：**我们预计公司2024-2026年实现收入462.09/518.46/583.27亿元，同比增长8%/12%/13%，实现利润12.83/14.32/16.23亿元，同比增长6%/12%/13%，对应PE为19/15/13X。我们按照2024年业绩给28倍PE，一年目标价为34.70港元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；市场需求疲软；新品拓展不及预期；原材料成本上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	42667	46209	51846	58327
营业收入增长率(%)	28%	8%	12%	13%
归母净利（百万元）	12079	12834	14320	16233
净利润增长率(%)	42%	6%	12%	13%
摊薄每股收益（元）	1.07	1.14	1.27	1.44
市盈率（PE）	38.82	21.81	19.54	17.24

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	194	6,436	15,084	3,876
应收和预付款项	617	683	772	547
存货	3,243	3,666	4,077	3,092
其他流动资产	30,076	40,494	50,509	20,947
流动资产合计	20,827	20,827	20,827	20,676
固定资产	17,180	17,180	17,180	17,180
无形资产	162	162	162	162
其他	3,486	3,486	3,486	3,334
资产总计	54,957	72,106	91,268	49,137
流动负债	21,316	24,145	27,075	19,877
短期借款	3,559	4,084	4,579	3,121
应付账款及票据	1,955	2,171	2,429	1,770
其他	15,802	17,890	20,066	14,986
非流动负债	671	671	671	690
长期债务	0	0	0	0
其他	671	671	671	690
负债合计	21,988	24,816	27,746	20,566
普通股股本	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	31,843	46,163	62,396	27,444
归属母公司股东权益	32,970	47,290	63,522	28,571
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	32,970	47,290	63,522	28,571
负债和股东权益	54,957	72,106	91,268	49,137

**现金流量表 (百万)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	17,305	12,538	15,135	17,045
投资性现金流	-14,284	-8,224	-9,418	-8,892
融资性现金流	-7,022	-7,996	524	496
现金增加额	-3,945	-3,682	6,242	8,648

**利润表 (百万)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	46,209	51,846	58,327	42,667
营业成本	17,260	19,177	21,257	23,797
销售费用	9,284	9,242	10,473	11,743
管理费用	2,162	1,848	2,074	2,333
研发费用	349	277	349	378
财务费用	-892	0	0	0
除税前溢利	15,688	16,667	18,598	21,082
所得税	3,609	3,833	4,278	4,849
净利润	12,079	12,834	14,320	16,233
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	12,079	12,834	14,320	16,233
EBIT	14,797	16,667	18,598	21,082
EBITDA	17,428	16,667	18,598	21,082
EPS (元)	1.07	1.14	1.27	1.44

**预测指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	59.55%	58.50%	59.00%	59.20%
销售净利率	28.31%	27.77%	27.62%	27.83%
ROE	42.28%	38.93%	30.28%	25.55%
ROIC	35.95%	35.13%	27.87%	23.84%
每股收益	1.07	1.14	1.27	1.44
每股经营现金流	1.54	1.11	1.35	1.52
每股净资产	2.54	2.93	4.20	5.65
P/E	38.82	21.81	19.54	17.24
P/B	16.35	8.49	5.92	4.41
EV/EBITDA	26.76	16.99	14.92	12.78

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。