

农夫山泉 (09633.HK)

烈火真金，危中寻机

面对外部危机，公司对份额势在必得，推出绿瓶水让利渠道，下半年份额开始回升，未来 1-2 年份额提升或超预期。同时得益于公司高效的执行力和饮料业务造血，根据我们测算，绿瓶水对整体利润率影响可控，实际表现有望好于市场预期。短期风波导致公司估值回落，但真金不怕火炼，优秀龙头经营调整的速度和成效往往会超市场预期，2025 年有望估值业绩双击。

□ **包装水：公司态度鲜明，份额提升或超预期。**公司推出绿瓶水，定位抢占份额的战略性产品，对份额势在必得。对于即饮场景的小包装水，动销更多依赖渠道推力，绿瓶水充分让利渠道，推出后经销商和终端进货意愿积极，下半年公司份额开始回升。考虑其他品牌较难模仿，农夫包装水份额提升有望超预期，公司对份额目标不仅仅是恢复到舆论事件前，更要进一步领先。

□ **无糖茶：东方树叶有望成为 150-200 亿大单品。**2023 年开始无糖茶行业连续两年快速增长，根据测算目前无糖茶在即饮茶中渗透率 25%-30%，参照日韩经验，渗透率还有进一步提升空间。东方树叶在无糖茶行业一家独大，虽然新进入者众多，但 2024 年公司份额反而进一步提升到接近 70%，主要是东方树叶在产品上持续创新以及铺货率提升。假设中长期无糖茶渗透率能达到 45%-55%，东方树叶市占率维持在 55%-65%，根据测算，对应东方树叶单品规模在 150-200 亿左右。

□ **利润率：强执行力+饮料造血，绿瓶影响可控。**我们分别测算红绿水分部利润率，并根据绿瓶水的折扣力度和销售占比对包装水分部利润率做敏感性测试，保守假设下会降低到 28.4%，但实际上绿瓶水节省部分渠道推广费，包装水利润率会好于测算结果。如果再考虑饮料业务持续造血，包装水只占公司利润的 34%，绿瓶水对公司整体利润率影响可控，24H2 及 25 年利润率表现有望好于市场预期。

□ **长期空间：饮水包装化率提升是漫长的过程。**参照美国、日本经验，我国包装饮料人均消费量提升的推动：1) 经济发展和城镇化率提升，伴随着居民对公共供水系统的担忧，饮水包装化率提升；2) 饮料消费人群在扩大，中老年人群也开始消费饮料。农夫除了包装水和近几年高速增长的茶饮料，果汁有望成为接力茶饮料增长的下一个品类，NFC 已经成为细分龙头，水溶 C100 自然动销亮眼。

□ **投资建议：调整速度或超预期，有望估值业绩双击。**公司今年经营遇到外部危机，但应对十分积极，推出绿瓶水让利渠道，下半年份额开始回升，未来 1-2 年份额提升或超预期。对于利润率，根据测算 24H2 风险基本释放，预计 25 年利润率表现会好于市场预期。公司前瞻布局多个潜力品类，短期东方树叶继续快速增长，中长期果汁、咖啡等有望接力。短期风波导致公司估值波动，但真金不怕火炼，优秀龙头调整速度和成效往往会超市场预期，2025 年有望估值业绩双击。我们预计 24-26 年 EPS 为人民币 1.08、1.28、1.46 元，给予目标价港币 42 元，对应 25 年 30 倍 PE，重申“强烈推荐”评级！

□ **风险提示：舆论事件影响、行业竞争加剧、原材料价格上涨、新品不及预期。**

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：42.00 港元

当前股价：35.3 港元

基础数据

总股本（百万股）	11246
香港股（百万股）	5035
总市值（十亿港元）	397.0
香港股市值（十亿港元）	177.7
每股净资产（港元）	5.6
ROE（TTM）	47.5
资产负债率	52.9%
主要股东	养生堂有限公司
主要股东持股比例	55.23%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《农夫山泉（09633）—包装水短期承压，茶饮料势头依旧》
2024-08-28
- 《农夫山泉（09633）—净利率再创新高，短期波动恰是布局良机》
2024-03-28
- 《农夫山泉（09633）—茶饮料强势增长，净利率再创新高》
2023-09-01

于佳琦 S1090518090005

yujiqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

tiandi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	33239	42667	44492	52400	59384
同比增长	11.9%	28.4%	4.3%	17.8%	13.3%
营业利润(百万元)	9440	13960	13928	16352	18650
同比增长	8.8%	47.9%	-0.2%	17.4%	14.1%
归母净利润(百万元)	8495	12080	12194	14340	16469
同比增长	18.6%	42.2%	0.9%	17.6%	14.9%
每股收益(元)	0.76	1.07	1.08	1.28	1.46
PE	43.2	30.4	30.1	25.6	22.3
PB	15.3	12.9	11.4	10.0	8.8

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

前言	5
一、包装水：公司态度鲜明，份额提升或超预期	6
二、无糖茶：东方树叶有望成为 150-200 亿大单品	9
三、利润率：强执行力+饮料造血，绿瓶影响可控	11
四、长期空间：饮水包装化率提升是漫长的过程	13
五、投资建议：调整速度或超预期，有望估值业绩双击	16
风险提示	17

图表目录

图 1：农夫山泉历史 PE_TTM	5
图 2：农夫山泉绿瓶、红瓶对比宣传	6
图 3：绿瓶、红瓶渠道毛利率对比	7
图 4：饮料公司在终端投入大量冰柜（万个）	7
图 5：绿瓶水推出后农夫山泉市占率开始恢复	7
图 6：不同规格包装水占比	8
图 7：中国无糖茶行业出厂规模及增速	9
图 8：中国茶饮料中无糖和有糖占比走势	9
图 9：东方树叶市占率	10
图 10：主要饮料产品铺货率情况	10
图 11：各国无糖茶渗透率对比	10
图 12：无糖茶饮料大小规格占比（以 650ml 为分界点）	10
图 13：公司分部收入、利润结构	12
图 14：公司饮料业务分部利润率持续提升	12
图 15：公司半年度分部利润率变化	12
图 16：包装水行业量价增长拆分	13
图 17：中日美饮水包装化率变动	14
图 18：美国包装水人均消费量变化（升）	14
图 19：美国大包装水人均消费量及占比推演（升）	14

图 20: 中国饮料潜在消费人群推算 (0-65 岁, 人)	15
图 21: 日本单人家庭各年龄段饮料人均月支出.....	15
图 22: 农夫山泉茶/果汁/功能饮料收入增速	15
表 1: 东方树叶收入测算 (亿元)	10
表 2: 红瓶、绿瓶水分部利润率测算	11
表 3: 包装水分部利润率敏感性测试	11
表 4: 饮料行业各品类规模及复合增速	13
表 5: 2023 年中日美饮料人均消费量对比 (升)	14
表 6: 中国饮料行业各品类前五品牌份额	15
附: 财务预测表	18

前言

农夫山泉估值溢价来源于包装水优秀的商业模式，以及市场对管理层敏锐洞察力、前瞻布局、强执行力的认可，上市后业绩持续超预期。2024 年受舆论事件影响，农夫包装水份额、价格受损，市场担忧公司品牌力是否能恢复，价格战对利润率影响有多大，饮料增长是否可持续，估值回调较多。面对危机，公司应对十分积极，推出绿瓶水抢夺份额，时机恰到好处，未来 1-2 年份额提升或超预期。同时得益于公司高效的执行力和饮料业务造血，利润率影响可控，预计下跌幅度好于市场预期。我们认为，短期风波不影响公司长期竞争力，优秀龙头调整速度和成效往往会超市场预期，2025 年有望估值业绩双击。而且长期来看，包装水渗透率还远未到天花板，饮料中也有不少结构性成长赛道，行业长期空间被低估。

图 1：农夫山泉历史 PE_TTM



资料来源：wind、招商证券

一、包装水：公司态度鲜明，份额提升或超预期

绿瓶水上市，定位抢占份额的战略性产品。年初受舆论事件影响，农夫山泉包装水份额下滑。公司快速反应，上市 550ml 绿瓶水，进军纯净水赛道。红瓶+绿瓶组合推广，广告语“绿瓶有点甜、红瓶更健康”，宣传和陈列上形成鲜明对比，进一步突出公司一直向消费者传递的天然水概念。公司对绿瓶水定位是和纯净水厂商竞争的战略性产品，会长期坚持做，看重的是红瓶+绿瓶整体份额是否提升，此外对绿瓶水没有过多限制。绿瓶水的推出不仅仅是为了实现份额恢复，更要进一步领先。

图 2：农夫山泉绿瓶、红瓶对比宣传



资料来源：公司官网、招商证券

消费者教育需要长期培育，渠道争夺成为眼下制胜关键。目前消费者对于即饮场景下的小包装水，依然没有清晰的水源辨识，购买大多出于及时解渴的需求，动销更多依赖渠道推力。品牌能否抢占更好的终端陈列和冰冻化资源，成为份额提升的关键，因此也能看到越来越多厂家加大冰柜资源的投放。

绿瓶水充分让利渠道，经销商和终端进货意愿高。绿瓶水出厂价 15 元/箱（24 瓶），相比之前红瓶水降价 5-6 元，终端售卖一种是量贩装（12 瓶/包）定价 9 块 9，公司再给 2 元/箱的补贴，作为新品上市的推广策略；另一种是拆箱单瓶售卖，与红瓶一样定价 2 元/瓶。对比红瓶，绿瓶经销商毛利率更高，单瓶销售时终端毛利率也更高，量贩装虽然终端毛利率不高，但一次出货量大、流速快，终端也很乐于销售。绿瓶水上市后，经销商和终端进货积极，快速在全国铺开，甚至新开拓更多下沉的网点，旺季时绿瓶在 550ml 小瓶水中占比一度接近一半，四季度淡季公司收回部分促销，绿瓶占比有一定回落。

图 3：绿瓶、红瓶渠道毛利率对比

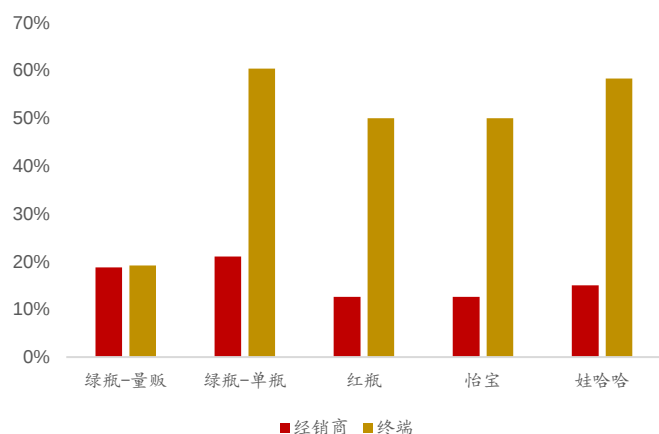
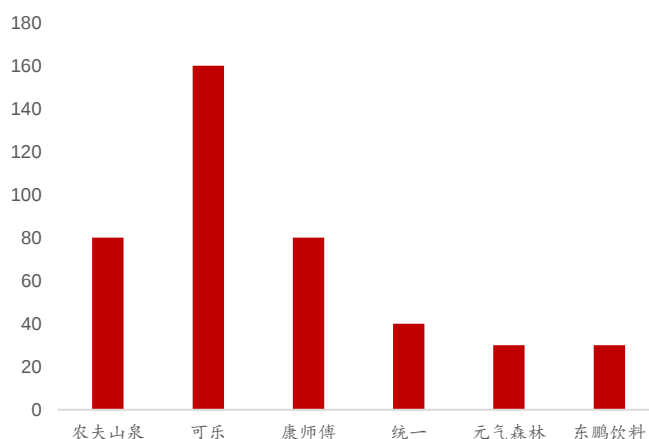


图 4：饮料公司在终端投入大量冰柜（万个）



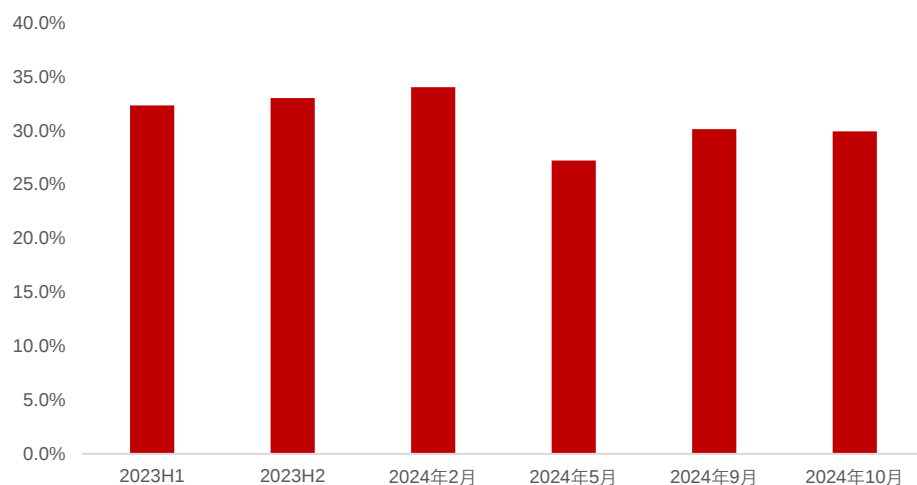
资料来源：渠道调研、招商证券

资料来源：渠道调研、招商证券

公司对份额势在必得，绿瓶水推出后开始回升。根据尼尔森数据，舆论事件前农夫山泉包装水市占率持续提升，最高达到 34%，舆论事件后份额下降到 27%，4 月底绿瓶水上市，随着铺货推广，份额开始回升，到 10 月已经回升至 30%。公司下半年放弃销售目标，重点考核各省区市占率，针对环比、同比提升的省区设置奖励，对于未达预期的部分省份重新整合、调整人员。从竞品表现看，娃哈哈和怡宝份额相对稳定，今年绿瓶水更多是抢占百岁山以及 1 元水品牌的份额。

份额提升有望超预期。绿瓶能够大力度让利渠道，一是公司执行力强，可以快速打造一支新品，避免影响老品价格体系；二是利润率较高，尤其是饮料业务造血能力强，可操作空间大。行业内其他品牌较难模仿，农夫份额提升或超预期，而且公司对份额的目标不仅仅是恢复到舆论事件前，更要进一步领先。短期看明年低基数下，随着份额提升，包装水收入弹性较大，有望恢复到 2023 年收入水平。

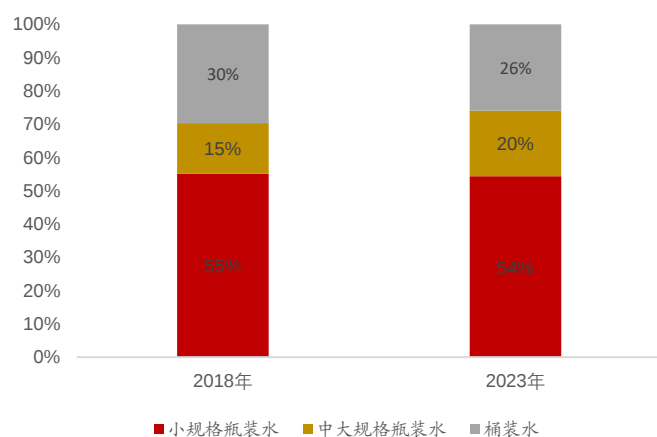
图 5：绿瓶水推出后农夫山泉市占率开始恢复



资料来源：渠道调研、招商证券

大包装水格局更稳定，农夫优势明显。根据灼识咨询，2023 年我国大包装水销售占比 20%，过去五年复合增速 12.8%，桶装水占比 26%，过去五年复合增速 4.3%，其余为小包装水。大包装水以家庭消费场景为主，消费者从自来水或者桶装水转化，相比即饮场景更看重水源地等概念，农夫在大包装水市场优势更明显。以湖南地区为例，经销商反馈 1.5-2L、4-6L 规格的大包装水中，农夫和怡宝双龙头格局稳定，12L 规格包装水中农夫优势更明显。

图 6：不同规格包装水占比



资料来源：灼识、招商证券

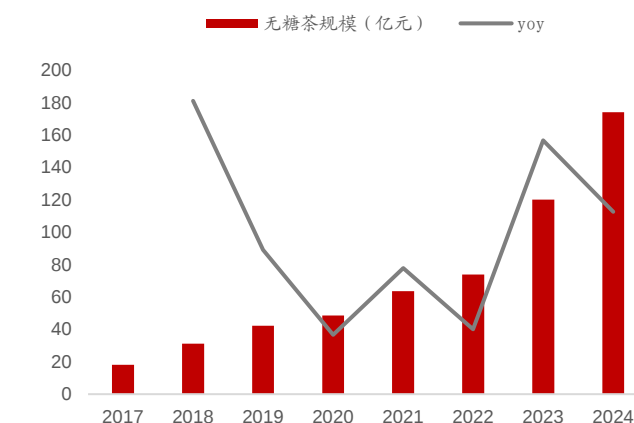
二、无糖茶：东方树叶有望成为 150-200 亿大单品

无糖茶市场连续两年高速增长。2020 年前后无糖成为饮料行业新风口，无糖茶也开始加速渗透，2023 年东方树叶带动下，无糖茶行业爆发式增长，各类玩家纷纷入场布局，2024 年以来行业继续保快速增长，预计出厂端规模接近 200 亿。

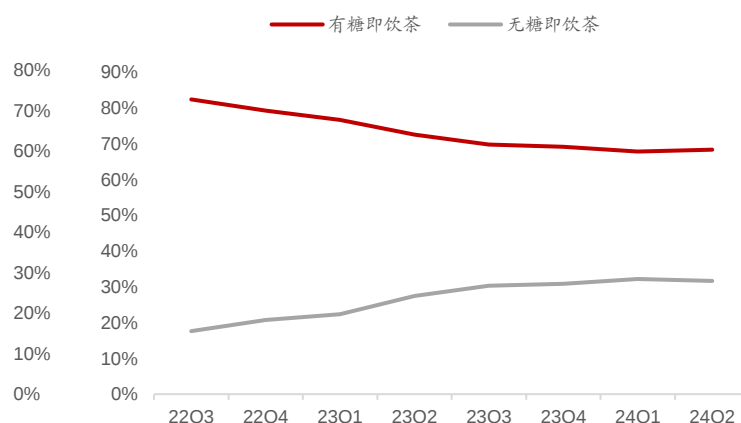
无糖茶在即饮茶中渗透率 25%-30%。根据欧睿数据，2024 年即饮茶零售端市场规模约 1357 亿，按照无糖茶 174 亿出厂口径测算，无糖茶渗透率约 26%。此外，马上赢统计线下部分终端样本，24Q1-Q2 即饮茶中无糖茶渗透率约 32%，考虑样本偏差，我们估计国内无糖茶在即饮茶中渗透率约 25%-30%。

图 7：中国无糖茶行业出厂规模及增速

图 8：中国茶饮料中无糖和有糖占比走势



资料来源：亿欧、渠道调研、招商证券

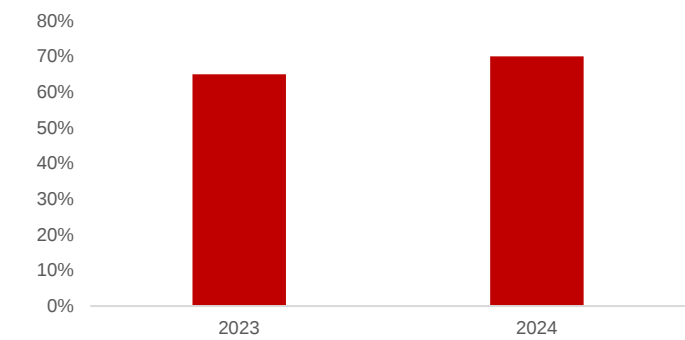


资料来源：马上赢、招商证券

无糖茶市场高度集中，东方树叶一家独大。市场主要分为三类玩家，1) 多年前就已经布局的农夫山泉和三得利，两者市占率合计超过 80%，农夫山泉接近 70% 一家独大；2) 康师傅、统一、可口可乐等饮料巨头推出无糖茶产品；3) 元气森林、果子熟了、茶小开等新秀品牌。虽然去年以来新进入者众多，但目前形成一定规模的单品并不多，基本都在 10 亿甚至 5 亿以下。

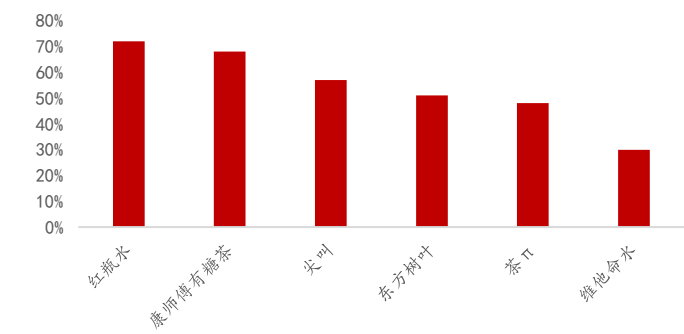
虽然竞争激烈，但东方树叶市场地位比预期更加稳固，2024 年份额不降反升。东方树叶份额并没有像大家担心的被新进入者分流，2024 年份额反而进一步提升到接近 70%，而三得利市场份额出现下滑，主要受益于：1) 东方树叶持续推出新规格、新口味，这也是农夫的一贯风格，900ml 大规格、黑乌龙新品等快速放量；2) 东方树叶继续向下沉市场铺货，铺货率从 35% 提高到 50%，对比包装水或其他含糖饮料，还有进一步提升空间。日本茶饮料市场是伊藤园、三得利双龙头格局，两家公司布局即饮茶时间接近，而且分别在绿茶、乌龙茶领域占据统治地位，但国内仅有东方树叶长期以来坚持消费者教育，目前布局的七个茶种都是绝对领先，有望一直维持绝对领先的份额。

图 9：东方树叶市占率



资料来源：渠道调研、招商证券

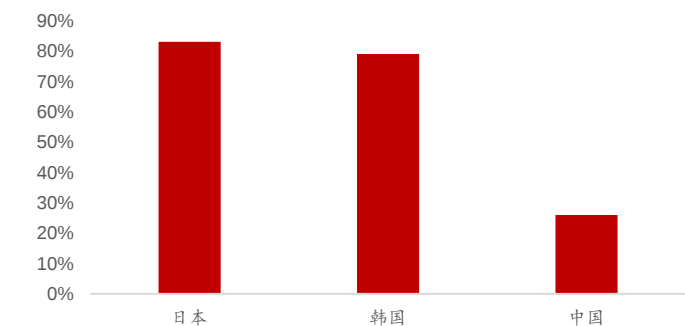
图 10：主要饮料产品铺货率情况



资料来源：渠道调研、招商证券

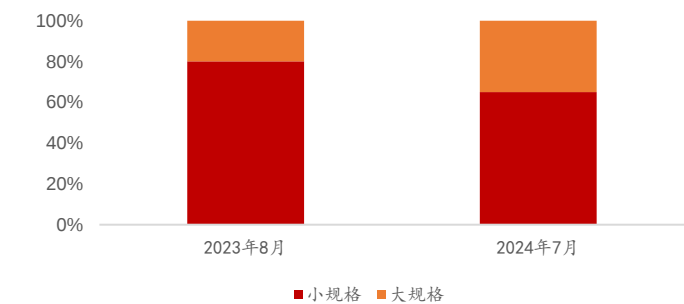
东方树叶规模测算：有望成为 150-200 亿大单品。预计 2024 年东方树叶收入有望破百亿，未来增长驱动是无糖茶渗透率的提升。根据前文测算，当前我国无糖茶渗透率约 26%，对比日本、韩国无糖茶渗透率普遍在 80%。同时我们看到国内无糖茶大包装占比明显提升，基本接近日本水平，而大包装占比越高意味着消费场景越日常化，我国无糖茶渗透率有望向日韩靠拢。**假设中长期无糖茶渗透率能达到 45%-55%，东方树叶市占率维持在 55%-65%，对应东方树叶单品规模在 150-200 亿左右。**

图 11：各国无糖茶渗透率对比



资料来源：亿欧、招商证券

图 12：无糖茶饮料大小规格占比（以 650ml 为分界点）



资料来源：马上赢、招商证券

表 1：东方树叶收入测算（亿元）

东方树叶收入测算		无糖茶渗透率				
		40%	45%	50%	55%	60%
东方树叶市占率	50%	120	135	150	165	180
	55%	132	149	165	182	198
	60%	144	162	180	198	216
	65%	156	176	195	215	234
	70%	168	189	210	231	252

资料来源：招商证券测算

三、利润率：强执行力+饮料造血，绿瓶影响可控

绿瓶水对公司利润率影响有多大？2023 年公司包装水分部利润率 36.3%（未扣除所得税及总部费用），绿瓶没有推出前假设红瓶水分部利润率与包装水整体一致，红绿水单瓶价格、生产成本、运费、其他费用等假设如下，绿瓶水分部利润率测算结果如表中所示。然后，我们保守假设绿瓶水 2 元折扣不取消（即出厂价 13 元/箱），当绿瓶水销售占比达到小瓶水的 50%时，公司包装水分部利润率下降至 28.4%。实际上，绿瓶帮公司节省了部分渠道推广费用，淡季时销售占比也会下降，包装水利润率要好于保守假设。

- ✓ **ASP**：根据招股书小瓶水均价，推算红瓶水出厂价 0.70 元/瓶，绿瓶水有折扣时出厂价 13 元/箱，对应 ASP 为 0.48 元/瓶，如果折扣取消出厂价 15 元/箱，对应 ASP 为 0.55 元/瓶。
- ✓ **毛利率**：假设红瓶水毛利率 62%，对应单瓶生产成本 0.27 元，绿水与红水来自同样水源地，假设单瓶生产成本一样，绿瓶水有折扣时毛利率 44%，无折扣时毛利率 52%。
- ✓ **运费**：根据招股书披露的费用明细，推算包装水运费占收入比约 14%，假设红瓶与绿瓶单瓶运费成本相同，绿瓶水运输费用率增加。
- ✓ **其他费用**：人工、广宣等费用预算通常按照销售额制定，假设红瓶、绿瓶其他费用率一致。

表 2：红瓶、绿瓶水分部利润率测算

元/瓶	红瓶	绿瓶-有折扣	绿瓶-无折扣
出厂价	20.6 元/箱，有搭赠	13 元/箱	15 元/箱
ASP	0.70	0.48	0.55
成本	0.27	0.27	0.27
毛利率	62%	44%	52%
运费	0.10	0.10	0.10
%收入	14%	21%	18%
其他费用	0.08	0.06	0.06
%收入	12%	12%	12%
分部利润	0.26	0.06	0.12
分部利润率(未扣除所得税及总部费用)	36.3%	12.0%	22.2%

资料来源：公司公告、招商证券测算

表 3：包装水分部利润率敏感性测试

包装水分部利润率 测算	绿瓶水占小瓶水比例				
	30%	35%	40%	45%	50%
绿瓶水出厂价 (元/箱)	15.0	14.5	14.0	13.5	13.0
	33.5%	33.1%	32.6%	32.2%	31.7%
	33.1%	32.6%	32.0%	31.5%	31.0%
	32.6%	32.0%	31.4%	30.8%	30.2%
	32.1%	31.4%	30.7%	30.0%	29.3%
	31.6%	30.8%	30.0%	29.2%	28.4%

资料来源：招商证券测算

饮料业务造血能力增强，利润率持续提升。24H1 公司包装水业务收入占比下降到 38%，分部利润占比下降到 34%，饮料业务对公司整体利润影响越来越重要。

过去几年公司各饮料业务利润率基本都在提升趋势，茶饮料受益东方树叶快速增长带来的规模效应，目前利润贡献最高，果汁、功能饮料生产端有所优化带动毛利率提升，其他产品在聚焦战略下收缩战线、利润率提升明显。

对公司整体利润率影响可控，实际情况或好于预期。2024 上半年包装水利润率下滑 4.2pcts，绿瓶水影响已经有所体现，假设 24H2、25H1、25H2 包装水利润率按照前面保守假设为 28.4%，24 年果汁业务由于成本上涨利润率下降，假设其他饮料业务利润率均持平不变，则 24H2、25H1 公司整体分部利润率同比下滑 3.0pcts、1.5pcts，25H2 同比持平。可以看到，即使按照保守假设测算公司经营利润率降幅可控，考虑绿瓶水对渠道费用的节约、淡季占比回落、淡季促销收回等，实际利润率要好于上述测算。

图 13：公司分部收入、利润结构

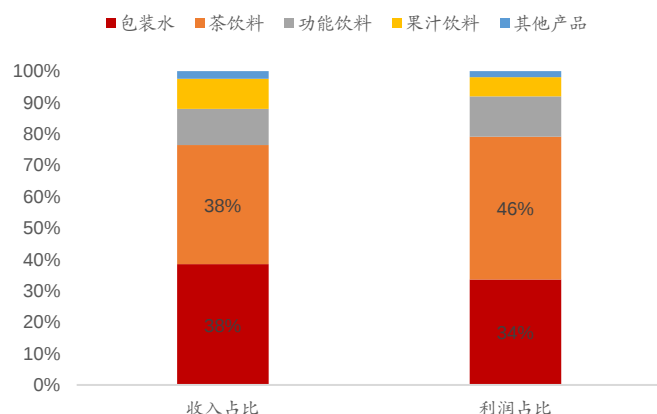
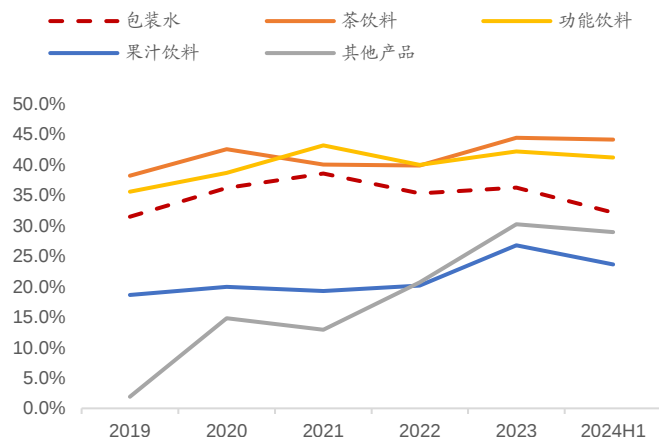


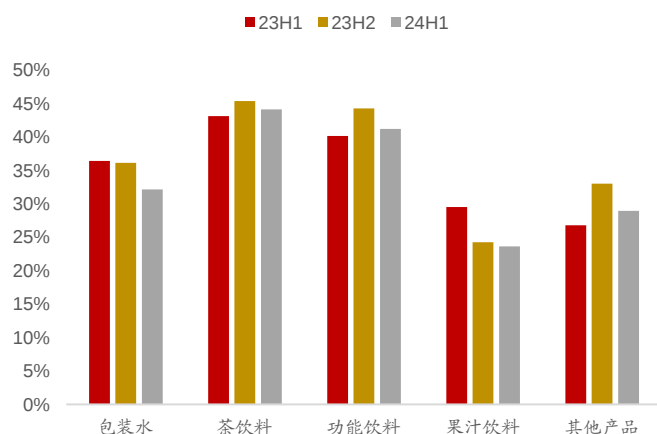
图 14：公司饮料业务分部利润率持续提升



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 15：公司半年度分部利润率变化



资料来源：公司公告、招商证券

四、长期空间：饮水包装化率提升是漫长的过程

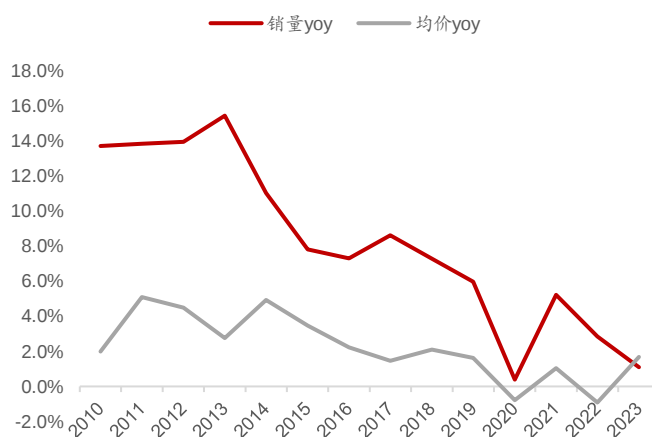
饮料行业呈现结构性机会。一方面，除包装水外，还有即饮咖啡、能量饮料、运动饮料等赛道成长性较好，过去十年复合增速还在高个位数到双位数；另一方面，传统的果汁饮料、茶饮料虽然过去销量有所下降，但结构升级明显，过去十年价格 CAGR 都在 2% 以上。

包装水销量增长为主，厂家对提价较为谨慎。2023 年包装水行业规模 2266 亿元，过去十年复合增速 7.5%，销量 CAGR 5.7%，价格 CAGR 1.7%，基本以销量增长为主，价格贡献更多是 1 元水向 2 元水的结构升级。由于竞争激烈，厂家对于直接提价较为谨慎，农夫、怡宝瓶装水零售价自 2012 年提高到 2 元，至今价格没有进一步提升。

表 4：饮料行业各品类规模及复合增速

品类	2023 年规模 (亿元)	过去十年 CAGR	过去十年销量 CAGR	过去十年价格 CAGR
包装水	2266	7.5%	5.7%	1.7%
碳酸饮料	1257	5.2%	3.6%	1.6%
浓缩汁	19	0.4%	2.0%	-1.6%
果汁饮料	744	-1.9%	-4.5%	2.6%
即饮咖啡	107	10.9%	5.8%	4.8%
即饮茶	1254	0.8%	-1.6%	2.4%
能量饮料	576	11.8%	14.0%	-2.0%
运动饮料	155	7.7%	7.5%	0.2%

图 16：包装水行业量价增长拆分

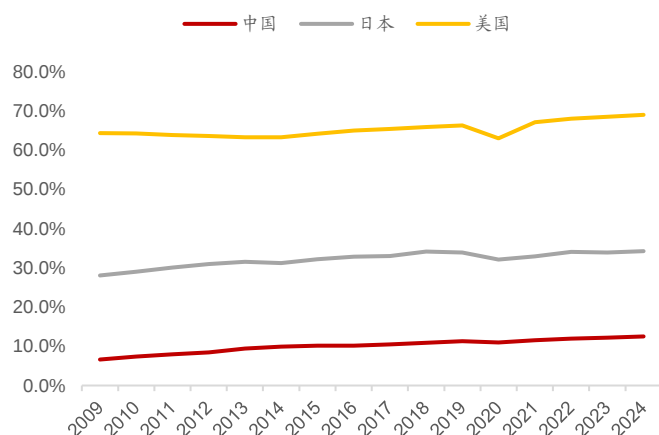


资料来源：欧睿、招商证券

资料来源：欧睿、招商证券

参考发达国家的包装化率水平，我国软饮料行业具备长期增长逻辑。中国人均消费饮料（含瓶装水）62 升，日本、美国分别为 182 升和 361 升，按每人每日饮水 1500g 计算，中国居民饮水包装化率仅 12.5%，而日本、美国分别为 34.2% 和 69.0%。虽然世界各国的饮用习惯、品牌行为等导致行业结构有一定差异，但中国饮料全品类消费量未来持续提升受两方面推动：1）经济发展和城镇化率提升，伴随着居民对公共供水系统的担忧，饮水包装化率提升；2）饮料消费人群在扩大，随着有饮料消费习惯的 80 后长大，以及供给侧越来越多健康饮品推出，中老年人群也开始消费饮料。

图 17：中日美饮水包装化率变动



资料来源：欧睿、招商证券

表 5：2023 年中日美饮料人均消费量对比（升）

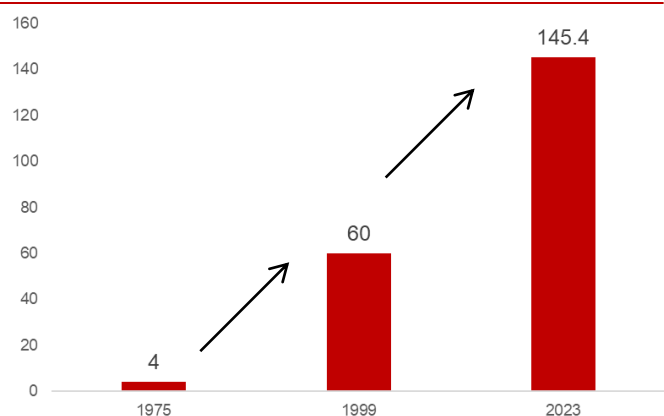
	中国	日本	美国
瓶装水	37.5	54.2	145.5
碳酸饮料	10.6	27.2	143.8
果汁	5.5	15.8	38.1
即饮咖啡	0.3	24.3	2.6
茶饮料	9.4	51.6	16.8
能量饮料	2.1	3.9	10.5
运动饮料	1.4	10.0	20.2

资料来源：欧睿、招商证券

第一，参照美国经验，包装水人均消费量的提升是长期过程。在 1975 年美国人几乎不喝包装水，平均每人每年消费量仅有不到 4 升，到 1999 年增长至 60 升，但是从 1999 年到 2024 年间，包装水人均消费量依然增长了一倍多，后面 25 年复合增速 3.8%。

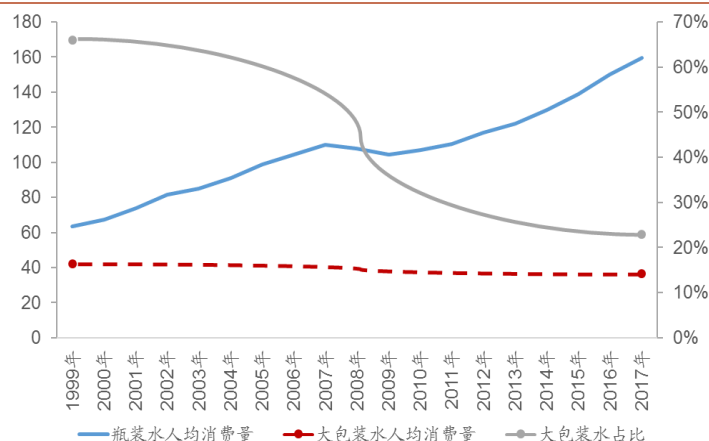
从包装规格看，美国是先大包装后小包装，源自消费者对公共供水系统的不信任。居民对于公共供水系统的不信任加速了瓶装水行业的增长。早在 1999 年全国消费者水质调查中，大约四分之三的美国成年人对家庭供水质量担忧，几乎一半人担心可能的污染物。美国的水利基础设施已经有 100 多年的历史，许多城市的水管是在 70 到 90 年前安装的，管道老化导致水中重金属含量升高。在 2000 年前后，超过 60%的包装水是配送到家庭和办公场所的大包装水。

图 18：美国包装水人均消费量变化（升）



资料来源：国际瓶装水协会、招商证券

图 19：美国大包装水人均消费量及占比推演（升）



资料来源：国际瓶装水协会、招商证券

第二，我国饮料消费人群也有潜在扩充空间。可口可乐 1978 年第二次进入中国，拉开国内饮料行业发展的序幕，90 年代国产品牌的茶饮料、果汁饮料陆续上市，因此 80 后才有消费饮料的童年记忆和习惯。以 5-65 岁人群为饮料消费人群，目前 80 后占比 65%，十年后占比为 80%，该部分人群在持续扩容。日本饮料发展

更早，而且无糖饮料较多，中老年人也有消费饮料的习惯。以茶饮料为例，日本茶饮料人均年支出最高的群体是 40-49 岁的消费者，包括 60 岁以上的消费者也有喝饮料的习惯。

图 20: 中国饮料潜在消费人群推算 (0-65 岁, 人)

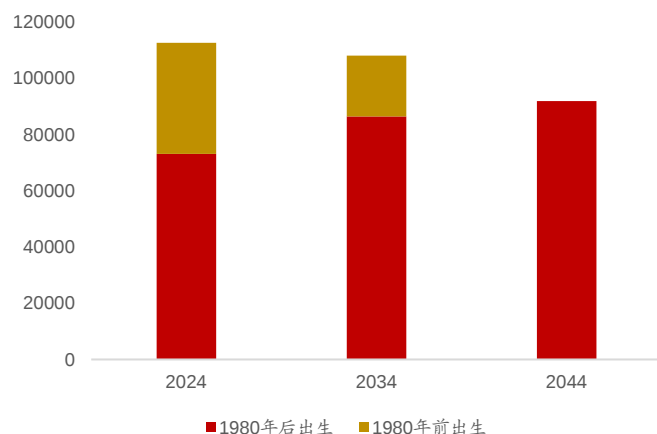
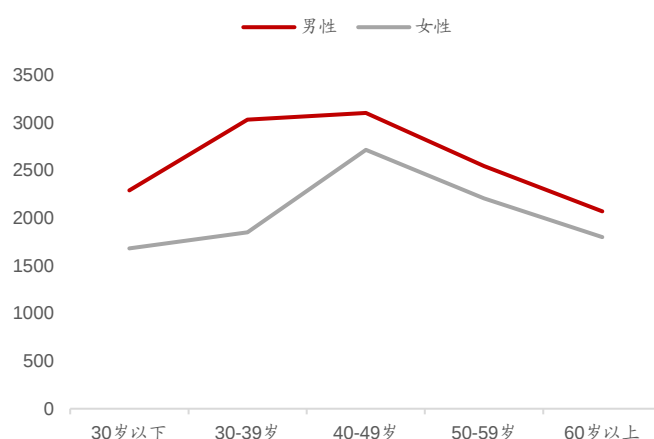


图 21: 日本单人家庭各年龄段饮料人均月支出



资料来源: 育娲人口、招商证券

资料来源: 日本统计局、招商证券

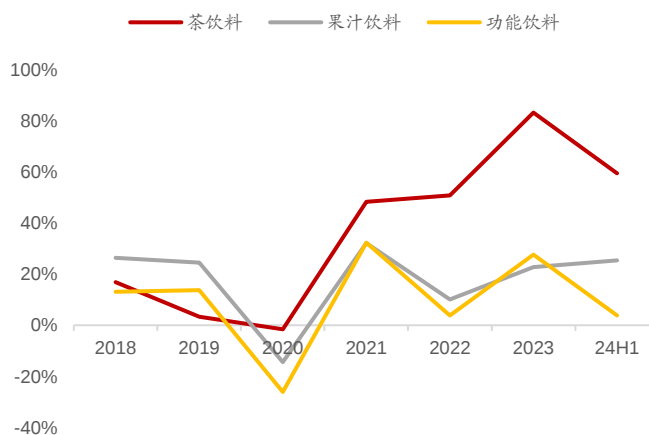
农夫山泉从包装水龙头走向多品类饮料龙头。根据欧睿数据统计，2023 年农夫山泉在饮料市场（含包含水）市占率 10.4%，超过可口可乐成为第一，对比日本、韩国本土饮料龙头三得利、乐天集团，市占率还有提升空间。除了包装水，和近几年高速增长的茶饮料，农夫山泉在果汁、咖啡等品类也有望进一步突破。中期来看，果汁有望成为接力茶饮料增长的下一个品类，果汁行业格局相对分散，头部品牌以中低浓度果汁为主，产品相对老化。农夫不仅有常温 NFC 果汁和 17.5° 橙汁率先卡位 NFC 赛道，已经成为细分龙头（销量市占率超过 40%），而且大众价格带的水溶 C100 每瓶含有 100 毫克维生素 C，近两年自然动销较为亮眼，公司 2023 年/2024H1 果汁收入增速分别为 23%/25%。

表 6: 中国饮料行业各品类前五品牌份额

茶饮料	康师傅	统一	加多宝	农夫山泉	王老吉	CR5
	23.4%	18.9%	16.7%	13.0%	11.7%	83.7%
碳酸饮料	可口可乐	百事可乐	元气森林	名仁	北京一轻	CR5
	41.9%	22.0%	9.9%	4.9%	1.9%	80.6%
果汁饮料	可口可乐	康师傅	汇源果汁	农夫山泉	振鹏达	CR5
	11.6%	11.5%	9.1%	5.1%	5.0%	42.3%
即饮咖啡	雀巢	星巴克	可口可乐	味全	统一	CR5
	60.5%	13.7%	8.2%	4.6%	3.0%	90.0%
运动饮料	健力宝	元气森林	百事可乐	大家控股	可口可乐	CR5
	25.4%	9.6%	9.1%	4.5%	2.6%	51.2%
能量饮料	红牛	东鹏	达利	中沃	战马	CR5
	53.2%	17.3%	5.6%	5.6%	3.8%	85.5%

资料来源: 欧睿、招商证券

图 22: 农夫山泉茶/果汁/功能饮料收入增速



资料来源: 公司公告、招商证券

五、投资建议：调整速度或超预期，有望估值业绩双击

投资建议：调整速度或超预期，有望估值业绩双击，给予“强烈推荐”评级。公司今年经营遇到外部危机，包装水份额和价格受损，但公司应对十分积极，推出绿瓶水让利渠道，下半年份额开始回升，其他品牌较难模仿，未来 1-2 年公司包装水份额提升或超预期。对于市场担心的利润率问题，根据测算今年下半年风险基本释放，公司饮料业务造血能力强，绿瓶水对整体利润率影响可控，而且绿瓶水节约部分渠道推广费用，淡季时销售占比和促销折扣也会收缩，我们预计明年利润率表现会好于市场预期。长期来看，包装水渗透率还远未到天花板，饮料中也有不少结构性成长赛道，公司前瞻布局多个潜力品类，短期东方树叶有望继续快速增长，中长期果汁、咖啡等有望接力。短期风波导致公司估值波动，但真金不怕火炼，优秀龙头调整速度和成效往往会超市场预期，2025 年有望估值业绩双击。我们预计 24-26 年 EPS 为人民币 1.08、1.28、1.46 元，给予目标价港币 42 元，对应 25 年 30 倍 PE，重申“强烈推荐”评级！

表 7：农夫山泉盈利预测

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	33239	42667	44492	52400	59384
同比增长	11.9%	28.4%	4.3%	17.8%	13.3%
营业利润(百万元)	9440	13960	13928	16352	18650
同比增长	8.8%	47.9%	-0.2%	17.4%	14.1%
归母净利润(百万元)	8495	12080	12194	14340	16469
同比增长	18.6%	42.2%	0.9%	17.6%	14.9%
每股收益(元)	0.76	1.07	1.08	1.28	1.46
P/E(倍)	43.2	30.4	30.1	25.6	22.3
P/B(倍)	15.3	12.9	11.4	10.0	8.8

资料来源：wind、招商证券

风险提示

舆论事件影响。今年舆论事件对公司品牌和销售产生负面影响，如果后面舆论风波再起，对公司依然可能带来负面影响。

行业竞争加剧。包装水行业竞争激烈，无糖茶新进入者越来越多，如果竞争对手加大促销折扣，公司费用投入也会增加，影响净利率。

原材料价格上涨。公司主要原材料是 PET，以及茶叶、水果等农产品，若成本上涨毛利率受损。

新品扩张不及预期。公司果汁、咖啡等产品还在推广期，销售可能不及预期。

参考报告：

- 1、《农夫山泉（09633）—包装水短期承压，茶饮料势头依旧》2024-08-28
- 2、《农夫山泉（09633）—净利率再创新高，短期波动恰是布局良机》2024-03-28
- 3、《农夫山泉（09633）—茶饮料强势增长，净利率再创新高》2023-09-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	18361	28461	28887	38300	47787
现金及现金等价物	15211	24125	24206	32740	41486
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	479	547	570	672	761
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	2108	3092	3383	4032	4569
其他流动资产	563	697	727	857	971
非流动资产	20893	20676	22214	20576	18975
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15398	17180	18718	17080	15479
无形资产	58	74	74	74	74
其他	5438	3422	3422	3422	3422
资产总计	39255	49137	51102	58876	66763
流动负债	14601	19877	18162	21610	24527
应付账款	1425	1770	1937	2308	2616
应交税金	1500	2054	2073	2438	2800
短期借款	2425	3121	0	0	0
其他	9252	12932	14152	16863	19111
长期负债	569	690	690	690	690
长期借款	0	0	0	0	0
其他	569	690	690	690	690
负债合计	15171	20566	18852	22300	25217
股本	1125	1125	1125	1125	1125
储备	19617	22959	27446	31125	35452
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	24084	28571	32250	36577	41546
负债及权益合计	39255	49137	51102	58876	66763

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12042	15069	14939	18318	19455
净利润	8495	11242	12194	14340	16469
折旧与摊销	2487	2387	2631	2623	2386
营运资本变动	1409	2077	1061	2569	2176
其他非现金调整	(350)	(637)	(947)	(1214)	(1576)
投资活动现金流	(9426)	(1288)	(3168)	229	791
资本性支出	(4352)	(2000)	(4184)	(1000)	(800)
出售资产及现金	80	15	15	15	15
投资增减	24159	0	0	0	0
其它	53	697	1001	1214	1576
筹资活动现金流	(5370)	(9133)	(11690)	(10013)	(11500)
债务增减	(157)	(1425)	(3121)	0	0
股本增减	(154)	0	0	0	0
股利支付	5059	7648	8515	10013	11500
其它筹资	0	(60)	(55)	0	0
其它调整	(10118)	(15295)	(17029)	(20026)	(23001)
现金净增加额	428	8914	81	8534	8746

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	33239	42667	44492	52400	59384
主营收入	33239	42667	44492	52400	59384
营业成本	14144	17260	18888	22508	25508
毛利	19095	25407	25604	29893	33877
营业支出	9656	11446	11675	13541	15227
营业利润	9440	13960	13928	16352	18650
利息支出	76	100	55	0	0
利息收入	623	991	1001	1214	1576
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	1063	836	962	1058	1164
除税前利润	11050	15688	15837	18624	21390
所得税	2555	3609	3643	4284	4920
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	8495	12080	12194	14340	16469
EPS(元)	0.76	1.07	1.08	1.28	1.46

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	11.9%	28.4%	4.3%	17.8%	13.3%
营业利润	8.8%	47.9%	-0.2%	17.4%	14.1%
净利润	18.6%	42.2%	0.9%	17.6%	14.9%
获利能力					
毛利率	57.4%	59.5%	57.5%	57.0%	57.0%
净利率	25.6%	28.3%	27.4%	27.4%	27.7%
ROE	35.3%	42.3%	37.8%	39.2%	39.6%
ROIC	29.2%	36.3%	35.6%	37.0%	37.5%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	41.9%	36.9%	37.9%	37.8%
净负债比率	6.2%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	7.2	6.6	5.8	6.1	5.9
应收帐款周转率	69.6	83.2	79.6	84.4	82.9
应付帐款周转率	11.0	10.8	10.2	10.6	10.4
每股资料(元)					
每股收益	0.76	1.07	1.08	1.28	1.46
每股经营现金	1.07	1.34	1.33	1.63	1.73
每股净资产	2.14	2.54	2.87	3.25	3.69
每股股利	0.77	0.75	0.76	0.89	1.02
估值比率					
PE	43.2	30.4	30.1	25.6	22.3
PB	15.3	12.9	11.4	10.0	8.8
EV/EBITDA	29.4	21.3	21.0	18.3	16.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。