2025 年 03 月 26 日

农夫山泉（09633.HK）

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

顶住压力，平稳收官

业绩简评

3 月 25 日公司发布业绩，24 年实现营收 428.96 亿元，同比增长 0.5%；实现归母净利润 121.23 亿元，同比增长 0.4%；其中，24H2 实现营收 207.23 亿元，同比-6.7%；实现归母净利润 58.84 亿元，同比-6.7%，业绩符合预期。

经营分析

H2 包装水仍有拖累，健康化饮料维持高增。24H2 公司包装水/茶饮料/功能性饮料/果汁/其他产品分别实现收入 74.2/83.2/23.8/19.7/6.3 亿元，同比-24%/+13%/-3%/+7%/-12%。随着公司对于绿瓶促销跟进，H2 水下滑幅度扩张，但终端动销好于出货，经历前期 3 个月的下滑后市占率逐步企稳回升。无糖茶维持高增长，系品类高速发展阶段，公司加大旺季促销力度、强化终端上架率。果汁方面，顺应消费健康化趋势，NFC、水溶 C 等品类实现逆势增长，其他品类下滑系公司聚焦核心品类，精简 sku。**产品结构对冲+精细化管控，H2 净利率环比改善。**24H2 公司毛利率/净利率分别为 57.3%/28.4%，同比-1.6pct/持平，环比-1.4pct/+0.3pct。H2 毛利率同环比进一步下滑系绿水结构扰动，包装水息税前利润率 30.0%，同比-6.1pct。无糖茶 H2 息税前利润率达到历史峰值 46.3%，同比+0.9pct，主要系 PET 成本下行叠加规模效应改善。公司严格控制费用投放，淡季收缩补贴和促销，24H2 销售/管理费用率分别为 20.3%/5.1%，同比-0.4pct/-0.4pct。**至暗时刻已过，看好 25 年全面修复。**随着行业竞争趋缓，舆论风波平息，看好公司凭借差异化的产品策略、精细化的渠道运营实现市占率恢复，低基数下有望释放较大的业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

预计公司 25-27 年公司归母净利润分别为 144/170/197 亿元，同比+19%/+18%/+16%，对应 PE 分别为 27x/23x/20x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（港币）：36.750 元

相关报告：

1.《9633.HK.农夫山泉公司深度：如何看待农夫中长期成长空间...》，2024.11.12

主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,667	42,896	49,839	57,565	65,954
营业收入增长率	28.36%	0.54%	16.18%	15.50%	14.57%
归母净利润(百万元)	12,079	12,123	14,432	17,049	19,745
归母净利润增长率	42.19%	0.36%	19.05%	18.13%	15.82%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.08	1.28	1.52	1.76
每股经营性现金流净额	1.54	0.89	1.72	1.87	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.28%	37.55%	38.83%	39.49%	38.78%
P/E	39.24	29.40	26.73	22.63	19.54
P/B	16.59	11.04	10.38	8.94	7.58

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**33,239**	**42,667**	**42,896**	**49,839**	**57,565**	**65,954**
增长率	11.9%	28.4%	0.5%	16.2%	15.5%	14.6%
主营业务成本	14,144	17,260	17,980	20,201	22,820	25,740
%销售收入	42.6%	40.5%	41.9%	40.5%	39.6%	39.0%
毛利	19,095	25,407	24,916	29,638	34,745	40,214
%销售收入	57.4%	59.5%	58.1%	59.5%	60.4%	61.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	7,821	9,284	9,173	10,466	11,974	13,718
%销售收入	23.5%	21.8%	21.4%	21.0%	20.8%	20.8%
管理费用	1,835	2,162	1,962	2,218	2,533	2,902
%销售收入	5.5%	5.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%
研发费用	277	349	0	414	461	528
%销售收入	0.8%	0.8%	0.0%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润（EBIT）	9,417	13,860	13,780	16,840	20,078	23,366
%销售收入	28.3%	32.5%	32.1%	33.8%	34.9%	35.4%
财务费用	-547	-892	91	-1,109	-1,269	-1,433
%销售收入	-1.6%	-2.1%	0.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	9,958	14,747	13,688	17,943	21,341	24,793
营业利润率	30.0%	34.6%	31.9%	36.0%	37.1%	37.6%
营业外收支						
税前利润	11,050	15,688	15,788	18,743	22,141	25,643
利润率	33.2%	36.8%	36.8%	37.6%	38.5%	38.9%
所得税	2,555	3,609	3,665	4,311	5,092	5,898
所得税率	23.1%	23.0%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	8,495	12,079	12,123	14,432	17,049	19,745
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**8,495**	**12,079**	**12,123**	**14,432**	**17,049**	**19,745**
净利率	25.6%	28.3%	28.3%	29.0%	29.6%	29.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,495	12,079	12,123	14,432	17,049	19,745
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-350	-605	-2,008	-694	-700	-755
非经营收益						
营运资金变动	1,409	3,199	-2,881	3,352	2,390	1,816
经营活动现金净流	**12,042**	**17,305**	**10,035**	**19,375**	**21,018**	**23,081**
资本开支	-4,352	-4,863	-1,802	-2,210	-2,210	-2,210
投资	-5,207	-9,480	10,069	-400	-300	-300
其他	133	59	1,986	800	800	850
投资活动现金净流	**-9,426**	**-14,284**	**10,253**	**-1,810**	**-1,710**	**-1,660**
股权募资	-154	0	0	0	0	0
债权募资	-157	615	-4,802	-200	-200	-100
其他	-5,059	-7,637	-8,639	-9,606	-11,100	-12,095
筹资活动现金净流	**-5,370**	**-7,022**	**-13,441**	**-9,806**	**-11,300**	**-12,195**
现金净流量	**-2,367**	**-3,945**	**6,847**	**7,709**	**7,958**	**9,226**

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,821	3,876	10,722	18,431	26,390	35,615
应收款项	1,039	1,242	1,800	2,192	2,470	2,845
存货	2,108	3,092	5,013	3,965	3,642	4,938
其他流动资产	7,393	20,252	1,537	1,834	2,035	2,236
流动资产	18,361	28,461	19,072	26,422	34,536	45,634
%总资产	46.8%	57.9%	35.9%	43.6%	50.3%	57.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	15,398	17,180	21,083	21,065	21,048	21,034
%总资产	39.2%	35.0%	39.7%	34.8%	30.6%	26.4%
无形资产	154	162	1,098	1,042	989	940
非流动资产	20,893	20,676	34,088	34,114	34,145	34,180
%总资产	53.2%	42.1%	64.1%	56.4%	49.7%	42.8%
资产总计	**39,255**	**49,137**	**53,160**	**60,536**	**68,681**	**79,814**
短期借款	2,425	3,121	3,625	3,425	3,225	3,125
应付款项	1,425	1,770	1,499	2,108	1,827	2,463
其他流动负债	10,751	14,986	14,860	16,945	19,572	22,424
流动负债	14,601	19,877	19,985	22,478	24,624	28,013
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	569	690	888	888	888	888
负债	15,171	20,566	20,873	23,367	25,513	28,902
普通股股东权益	24,084	28,571	32,287	37,169	43,168	50,913
其中：股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
未分配利润	22,957	27,444	31,163	36,045	42,043	49,788
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**39,255**	**49,137**	**53,160**	**60,536**	**68,681**	**79,814**

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.76	1.07	1.08	1.28	1.52	1.76
每股净资产	2.14	2.54	2.87	3.30	3.84	4.53
每股经营现金净流	1.07	1.54	0.89	1.72	1.87	2.05
每股股利	0.68	0.75	0.76	0.80	0.80	0.80
回报率						
净资产收益率	35.27%	42.28%	37.55%	38.83%	39.49%	38.78%
总资产收益率	21.64%	24.58%	22.81%	23.84%	24.82%	24.74%
投入资本收益率	27.31%	33.67%	29.46%	31.94%	33.32%	33.29%
增长率						
主营业务收入增长率	11.93%	28.36%	0.54%	16.18%	15.50%	14.57%
EBIT增长率	8.13%	47.18%	-0.58%	22.21%	19.23%	16.38%
净利润增长率	18.62%	42.19%	0.36%	19.05%	18.13%	15.82%
总资产增长率	19.33%	25.17%	8.19%	13.87%	13.45%	16.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.2	4.3	4.7	4.6	4.5	4.4
存货周转天数	49.9	54.2	81.1	80.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	32.8	33.3	32.7	32.1	31.0	30.0
固定资产周转天数	152.7	137.4	160.6	152.2	131.7	114.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.04%	-0.23%	-23.97%	-42.90%	-56.30%	-66.45%
EBIT利息保障倍数	-17.2	-15.5	150.7	-15.2	-15.8	-16.3
资产负债率	38.65%	41.85%	39.26%	38.60%	37.15%	36.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806