

2025 年 03 月 27 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

包装水市占逐步回升，茶饮料势能仍足

—农夫山泉（9633.HK）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025 年 3 月 25 日，农夫山泉发布 2024 年业绩公告。

投资要点

基本数据

当前股价（港元）	36.75
总市值（亿港元）	4,133.1
总股本（百万股）	11,246.5
流通股本（百万股）	5,034.7
52周价格区间（港元）	23.55-48.8
日均成交额（百万港元）	360.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 全年业绩稳健，盈利能力略受影响

全年业绩表现整体稳健，下半年略承压。2024 年公司收入/归母净利润分别为 428.96/121.23 亿元，分别同比 +0.54%/+0.36%；其中，2024H2 收入/归母净利润分别为 207.23/58.84 亿元，均同比 -6.67%。纯净水促销叠加原料成本上行，毛利率同比下降。2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 58.08%/28.26%，分别同比 -1.46/-0.05pcts；其中 2024H2 毛利率/归母净利率分别为 57.34%/28.39%，分别同比 -1.64%/持平。物流费率有所下降，费用率同比优化。2024 年销售及开支率/行政开支率分别为 21.38%/4.57%，分别同比 -0.37/-0.49pcts；其中 2024H2 销售及开支率/行政开支率分别为 20.28%/4.84%，分别同比 -0.39/-0.79pcts。

■ 包装水短期承压，茶饮料放量增长

包装水销量短期承压，市占率逐步回升。2024/2024H2 包装水营收分别为 159.52/74.21 亿元，分别同比 -21.27%/-24.43%，短期受舆论影响，通过推出绿瓶水与品牌正面宣导，市占率仍保持包装水市场第一且环比改善；2025 年预计仍以整体市占率回归为目标。茶饮料快速增长，下半年基数原因增速放缓。2024/2024H2 茶饮料营收为 167.45/83.15 亿元，分别同比 +32.27%/+12.77%，东方树叶与茶π分别在无糖茶与有糖茶赛道占据领导地位，同时推出家庭装等大规格产品增加饮用场景。功能饮料稳步发展，果汁饮料产品力强劲。2024/2024H2 功能饮料营收为 49.32/23.82 亿元，分别同比 +0.62%/-2.55%，“尖叫”上市两款新口味，预计享受功能饮料赛道放量红利。2024/2024H2 果汁饮料营收为 40.85/19.71 亿元，分别同比 +15.60%/+6.67%。2024 年 12 月鲜榨橙汁进驻山姆且获较好反响，预计公司将在果汁饮料市场持续深耕，随着人均饮用量持续提升而实现增长。

■ 成本预计改善，期待净利率后续提升

成本方面，2024 年公司开启自制茶，降低对第三方精制茶供

应的以来，保证库存合理管理与较优产品品质；公司预计 2025 年 PET 价格同比下降，将进行针对性采购。**产能方面**，2024 年产能利用率有所下降主要系包装水销量下滑所致，后续公司将持续进行水源地建设与设备投入，坚持长期战略以保障全国性供应网络。2025 年公司预计将保持目前资本开支水平，在新厂建设、设备投入与冰柜投放等方面持续发力。

■ 盈利预测

我们认为公司 2025 年水市占恢复的优先级仍高，但补贴力度预计渐弱，注重产品长期发展；茶饮料预计仍保持较好表现，成本持续利好，看好公司 2025 年业绩释放。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 486.17/547.87/611.33 亿元，EPS 分别为 1.24/1.39/1.53 元，当前股价对应 PE 分别为 25/23/21 倍。首次推荐，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

消费复苏不及预期风险；行业竞争加剧风险；舆论风险；市占率恢复不及预期风险；食品安全风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	42,896	48,617	54,787	61,133
增长率（%）	0.5%	13.3%	12.7%	11.6%
归母净利润（百万元）	12123	13900	15588	17209
增长率（%）	0.4%	14.7%	12.1%	10.4%
摊薄每股收益（元）	1.08	1.24	1.39	1.53
ROE（%）	37.5%	38.1%	37.9%	37.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10722	13439	16883	19103	营业收入	42896	48617	54787	61133
应收款项	1800	1998	2402	2680	营业成本	17980	20030	22299	24759
存货净额	5013	4583	4839	5076	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	8	49	55	61	销售费用	9173	10356	11560	12899
流动资产合计	19072	22069	26579	29801	管理费用	2280	2583	2849	3173
固定资产	21083	21140	21197	21253	财务费用	(91)	(403)	(514)	(597)
无形资产及其他	1098	1053	1010	968	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1276	1276	1276	1276	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	10631	13631	16831	20331	其他收入	2234	1500	1200	1000
资产总计	53160	59169	66893	73629	营业利润	15788	17552	19794	21899
短期借款及交易性金融负债	3625	2000	2915	2847	营业外净收支	0	500	450	450
应付款项	3194	4074	4270	3807	利润总额	15788	18052	20244	22349
其他流动负债	13165	15600	17416	19420	所得税费用	3665	4152	4656	5140
流动负债合计	19985	21674	24601	26074	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	12123	13900	15588	17209
其他长期负债	888	1038	1158	1258					
长期负债合计	888	1038	1158	1258	现金流量表（百万元）				
负债合计	20873	22712	25759	27333		2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	12123	13900	15588	17209
股东权益	32287	36457	41133	46296	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	53160	59169	66893	73629	折旧摊销	2875	1498	1574	1653
					公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(91)	(403)	(514)	(597)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2134)	3655	1466	1120
	2024	2025E	2026E	2027E	其它	0	0	(0)	0
每股收益	1.08	1.24	1.39	1.53	经营活动现金流	12864	19053	18627	19981
每股红利	0.12	0.87	0.97	1.07	资本开支	(6809)	(1510)	(1587)	(1667)
每股净资产	2.87	3.24	3.66	4.12	其它投资现金流	18720	(471)	(400)	(480)
ROIC	37%	51%	63%	71%	投资活动现金流	2791	(4981)	(5187)	(5647)
ROE	38%	38%	38%	37%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	58%	59%	59%	60%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	32%	33%	33%	支付股利、利息	0	(9730)	(10911)	(12046)
EBITDA Margin	38%	35%	36%	36%	其它融资现金流	(8808)	(1625)	915	(68)
收入增长	1%	13%	13%	12%	融资活动现金流	(8808)	(11355)	(9996)	(12115)
净利润增长率	0%	15%	12%	10%	现金净变动	6846	2717	3444	2220
资产负债率	39%	38%	39%	37%	货币资金的期初余额	3876	10722	13439	16883
息率	0.0%	2.6%	2.9%	3.2%	货币资金的期末余额	10722	13439	16883	19103
P/E	29.1	25.4	22.7	20.5	企业自由现金流	4269	15692	15374	16739
P/B	10.9	9.7	8.6	7.6	权益自由现金流	(4469)	14320	16627	17072
EV/EBITDA	24	23	21	19					

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。