

农夫山泉 (09633.HK)

恢复趋势不变，维持强烈推荐

24H2 茶饮料降速后，市场线性外推 25 年饮料增速，但实际饮料动销情况好于报表增速，我们认为无糖茶增长空间和势能没有改变，25 年仍将是拉动增长的核心驱动。包装水势头向好，看好农夫份额继续恢复，长远来看公司在包装水不同品类、场景布局最为完善，有能力实现份额的进一步领先。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.27、1.46 元，维持目标价港币 42 元，对应 25 年 30 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 2024 年收入增长 0.5%，归母净利润增长 0.4%。公司披露 2024 年度业绩，2024 年收入 429.0 亿元，同比+0.5%，归母净利润 121.2 亿元，同比+0.4%。24H2 收入 207.2 亿元，同比-6.7%，归母净利润 58.8 亿元，同比-6.7%。建议现金分红 85.5 亿元，分红比率约 70%。

□ 包装水受舆论事件影响，饮料下半年增长降速。分品类看，24 年公司包装水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他分别实现收入 159.5/167.4/49.3/40.8/11.8 亿元，分别同比 -21.3%/+32.3%/+0.6%/+15.6%/-9.8%，H2 分别同比 -24.4%/+12.8%/-2.6%/+6.6%/-11.9%。舆论事件影响包装水销售，公司去年 4 月推出绿瓶水应对，市场份额开始逐渐恢复，但由于上半年渠道库存积压较多，下半年公司和经销商主动降库存，导致发货端降幅进一步拉大。茶饮料下半年降速，主要系去年同期高基数以及渠道去库存，无糖茶随着基数变大降速不可避免，但我们认为无糖茶品类的增长空间和增长势能没有改变。

□ 费用控制对冲促销投入，利润率表现超预期。公司 2024 年实现毛利率 58.1%，同比-1.5pcts (H2 同比-1.6pcts)，主要系绿瓶上市促销投入加大、包装水下降固定摊销增加，以及果汁原材料成本上涨。2024 年销售费用率 21.4%，同比-0.4pct (H2 同比-0.4pct)，虽然广告促销投入加大，但饮料占比提带动物流费用占比下降；管理费用率 4.6%，同比-0.5pct (H2 同比-0.4pct)，实现归母净利率 28.3%，同比基本持平，去年行业竞争加剧、包装水业务受损下，公司能维持利润率稳定实属超预期。分品类看，24 年包装水饮料/功能饮料/果汁饮料/其他分部利润率分别同比-5.1/+0.8/+0.0/-1.9/+2.9pcts，H2 分别同比-6.1/+0.9/-0.9/+2.0/+3.8pcts。

□ 年初以来势头向好，关注旺季企业动作。年初以来饮料渠道库存保持良性，经销商反馈东方树叶动销稳健增长，公司严格控制终端产品货龄，近期上市 1.5L 大包装，铺货阶段终端接受度较高。包装水虽然处于淡季，2 月份水头活动效果超预期，红瓶水渠道和消费者接受度逐渐回归，建议关注二季度旺季企业动作以及渠道反馈。

□ 投资建议：恢复趋势不变，全年有望估值业绩双击，维持“强烈推荐”评级。24H2 茶饮料降速后，市场线性外推 25 年饮料增速，但实际饮料动销情况好于报表增速，我们认为无糖茶增长空间和势能没有改变，25 年仍将是拉动增长的核心驱动。包装水势头向好，看好农夫份额继续恢复，长远来看公司在包装水不同品类、场景布局最为完善，有能力实现份额的进一步领先。我们给予 25-26 年 EPS 预测为 1.27、1.46 元，维持目标价港币 42 元，对应 25

强烈推荐 (维持)

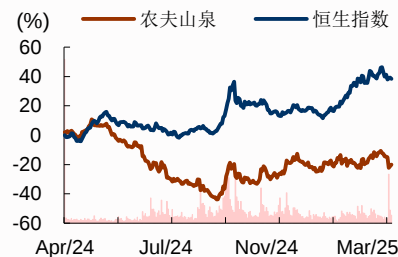
消费品/食品饮料
目标估值: 42.00 港元
当前股价: 34.65 港元

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)	389.7
香港股市值 (十亿港元)	174.5
每股净资产 (港元)	2.9
ROE (TTM)	37.5
资产负债率	39.3%
主要股东	养生堂有限公司
主要股东持股比例	55.2333%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	11	-14
相对表现	-7	-2	-56



相关报告

- 1、《农夫山泉 (09633) — 烈火真金，危中寻机》2024-12-26
- 2、《农夫山泉 (09633) — 包装水短期承压，茶饮料势头依旧》2024-08-28
- 3、《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

田地 S1090522080001

tiandi@cmschina.com.cn

年 30 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：新品拓展不及预期、原材料成本上涨、行业竞争加剧、舆论风波影响。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	42667	42896	49777	56168	62263
同比增长	28.4%	0.5%	16.0%	12.8%	11%
营业利润(百万元)	13960	13780	16091	18269	20376
同比增长	47.9%	-1.3%	16.8%	13.5%	12%
归母净利润(百万元)	12080	12123	14330	16385	18280
同比增长	42.2%	0.4%	18.2%	14.3%	12%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.27	1.46	1.63
PE	29.8	29.7	25.1	21.9	19.7
PB	12.6	11.1	9.8	8.7	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《农夫山泉（09633）—烈火真金，危中寻机》2024-12-26
- 2、《农夫山泉（09633）—包装水短期承压，茶饮料势头依旧》2024-08-28
- 3、《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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28461	19072	27043	36037	45260
现金及现金等价物	24125	10722	17354	25104	33141
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	547	581	675	761	844
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	3092	5013	5817	6564	7276
其他流动资产	697	2755	3197	3608	3999
非流动资产	20676	34088	32379	30690	29208
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17180	21083	19374	17685	16203
无形资产	74	72	72	72	72
其他	3422	12934	12934	12934	12934
资产总计	49137	53160	59422	66727	74468
流动负债	19877	19985	22020	24492	26841
应付账款	1770	1499	1740	1963	2176
应交税金	2054	1695	2003	2291	2556
短期借款	3121	3625	3000	3000	3000
其他	12932	13165	15277	17238	19109
长期负债	690	888	888	888	888
长期借款	0	0	0	0	0
其他	690	888	888	888	888
负债合计	20566	20873	22908	25380	27729
股本	1125	1125	1125	1125	1125
储备	22959	27446	31163	35389	40222
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	28571	32287	36514	41347	46739
负债及权益合计	49137	53160	59422	66727	74468

现金流量表

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15069	9425	17067	18445	19707
净利润	11242	12123	14330	16385	18280
折旧与摊销	2387	2487	2630	2409	2203
营运资本变动	2077	(4410)	1321	1228	1162
其他非现金调整	(637)	(775)	(1214)	(1576)	(1938)
投资活动现金流	(1288)	(15029)	294	856	1218
资本性支出	(2000)	(6470)	(1000)	(800)	(800)
出售资产获得的现金	15	80	80	80	80
投资增减	0	8	0	0	0
其它	697	(8646)	1214	1576	1938
筹资活动现金流	(9133)	102	(10729)	(11552)	(12888)
债务增减	(1425)	0	(625)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	7648	5	10103	11552	12888
其它筹资	(60)	107	0	0	0
其它调整	(15295)	(10)	(20206)	(23104)	(25776)
现金净增加额	8914	(5501)	6632	7750	8037

资料来源：公司数据、招商证券
2024 年现金流量表根据模型预测

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	42667	42896	49777	56168	62263
主营收入	42667	42896	49776	56167	62262
营业成本	17260	17980	20864	23543	26098
毛利	25407	24916	28912	32624	36165
营业支出	11446	11136	12822	14356	15790
营业利润	13960	13780	16091	18269	20376
利息支出	100	91	0	0	0
利息收入	991	866	1214	1576	1938
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	836	1233	1357	1492	1492
除税前利润	15688	15788	18662	21337	23806
所得税	3609	3665	4332	4953	5526
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	12080	12123	14330	16385	18280
EPS(元)	1.07	1.08	1.27	1.46	1.63

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	28.4%	0.5%	16.0%	12.8%	11%
营业利润	47.9%	-1.3%	16.8%	13.5%	12%
净利润	42.2%	0.4%	18.2%	14.3%	12%
获利能力					
毛利率	59.5%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%
净利率	28.3%	28.3%	28.8%	29.2%	29.4%
ROE	42.3%	37.5%	39.2%	39.6%	39.1%
ROIC	36.3%	31.3%	33.6%	34.4%	34.4%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	39.3%	38.6%	38.0%	37.2%
净负债比率	6.4%	6.8%	5.0%	4.5%	4.0%
流动比率	1.4	1.0	1.2	1.5	1.7
速动比率	1.3	0.7	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.6	4.4	3.9	3.8	3.8
应收帐款周转率	83.2	76.0	79.3	78.2	77.6
应付帐款周转率	10.8	11.0	12.9	12.7	12.6
每股资料(元)					
每股收益	1.07	1.08	1.27	1.46	1.63
每股经营现金	1.34	0.84	1.52	1.64	1.75
每股净资产	2.54	2.87	3.25	3.68	4.16
每股股利	0.75	0.76	0.90	1.03	1.15
估值比率					
PE	29.8	29.7	25.1	21.9	19.7
PB	12.6	11.1	9.8	8.7	7.7
EV/EBITDA	20.8	21.1	18.1	16.2	14.7

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。