

Varun 饮料

VBL IN

印度消费品行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

IF26 关键点

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 9 月 23 日发布的题为《IF26 key takeaways》的报告，Varun Beverages (VBL) 管理层预计印度销量将以与上一季度相似的速度增长（不包括 4 月）。管理层还表示，折扣已趋于理性化，Campa 逐步将其入门包装从 200ml 缩减至 180ml，目前为 150ml，而百事 20 卢比的 400ml 产品保持不变。PET 和糖相关的成本压力应可通过产品组合和定价进行管理。Varun Beverages 约 400 万家零售商网络是其拓展邻近品类能力的核心。

竞争仍然集中；Campa 调整包装规格

可口可乐和百事合计占印度市场约 80%，而剩余约 20% 分布在 100 多个品牌之间；信实集团 (Reliance) 是这一阵营中最大的挑战者。Campa 已逐步将其入门包装从 200ml 缩减至 180ml，目前为 150ml。百事的关键价值产品仍为定价 20 卢比的 400ml 包装。管理层认为，可口可乐的重新特许经营正在帮助百事。

产品组合转向 Sting、Mountain Dew 和新兴品类

传统可乐占 Varun Beverages 产品组合约 12%，是其增长最慢的细分品类，而可口可乐约为 30%。Mountain Dew 贡献约 30%，Sting 约 25%。Sting 已从 300ml 包装恢复为 250ml 包装。百事已投资于低糖和无糖产品，目前占其产品组合约 83%。调味奶占 Varun Beverages 产品组合约 4%，并以约 50% 的速度增长；管理层称，Varun Beverages 在印度北部这一品类已超过 Amul。来自阿根廷的有机无籽柠檬汁也在一个竞争较低的品类中快速增长。即时零售目前仅贡献约 1%。

印度零食推出可借助 Varun Beverages 的分销覆盖

Varun Beverages 目前在印度为百事进行零食代工包装，并在一些国际市场拥有制造和分销权。公司计划在明年年中左右推出印度零食。其与约 400 万家零售商的关系为这一新品类提供了现成的上市网络。

定价、投入成本和贸易费用似乎可控

糖的配比正在下降，这应可对通胀提供一定保护。PET 成本上升的一部分已在上一季度入账，管理层预计也将抵消剩余压力。Varun Beverages 已将折扣理性化，且零售商折扣差距正在收窄。管理层正通过提高更高价值、更高利润率 SKU 的显著性来进行补偿。

催化因素

其向南非扩张时间表的任何明确，以及持续盈利超预期，都将是关键催化因素。

投资风险

不利的季节性和不断变化的消费者偏好是瓦伦饮料的关键风险。信实进入碳酸饮料领域也是一个关键风险。

公司概况

Varun Beverages 在百事公司的商标和品牌授权下生产、销售和分销百事公司软饮料产品，包括碳酸和非碳酸饮料。主要品牌包括 Pepsi、Diet Pepsi、Seven-Up、Mirinda Orange、Mirinda Lemon、Mountain Dew、Tropicana Slice 和 Aquafina。Varun Beverages 与百事公司就印度 17 个邦和 2 个联邦属地达成特许经营安排，同时也在若干国际市场开展业务。Varun Beverages 负责软饮料从生产到分销的端到端业务，并于 2022 年贡献了百事印度软饮总销量的约 90%。

收入按产品分类

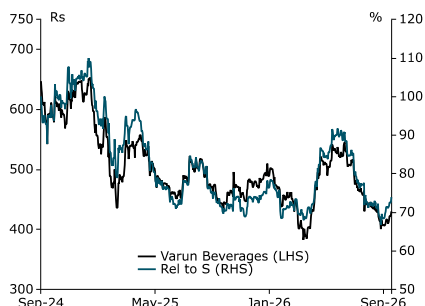
饮料	95.9%
服务	0.3%
其他	3.8%

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类

亚洲	70.3%
美洲	0.0%
欧洲	0.0%
中东和非洲	29.7%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 9 月 22 日): 430.0 卢比

12 个月最高/最低价: 545.0 卢比/382.45 卢比

市值: 150.40 亿美元

3 个月日均成交额: 33.24 百万美元

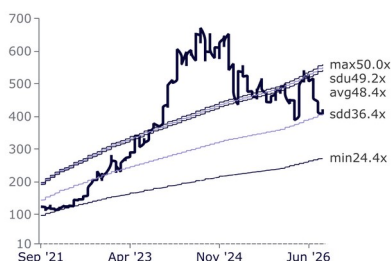
市场共识目标价(路孚特): 556.52 卢比

主要股东:

发起人 63.90%

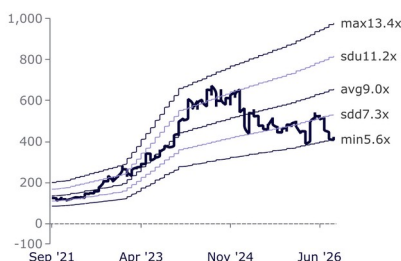
外资组合投资者 23.93%

市盈率区间



资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值	股价	市盈率(倍)	市净率(倍)	股息收益率(%)	股本回报率(%)
----	----	----	----	--------	--------	----------	----------

		(亿美元)	(lcc)	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
塔塔消费品	TATACONSIN	103.6	986.00	63.3	46.2	37.4	4.2	4.0	3.7	1.0	1.4	1.8	6.9	8.8	10.3

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 9 月 22 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。