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。

中信证券 CITIC SECURITIES

CSIWM 个股点评

2026 年 11 月 3 日

Varun 饮料

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 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

VBL IN

印度消费品行业

增长抵消较低利润率

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 11 月 2 日发布的题为《Lower margin offset by growth》的报告，Varun Beverages（VBL）报告的合并收入/PAT 分别较市场一致预期高 9%/5%。然而，其 GPM 未达预期，因投入成本通胀的影响未被低成本库存和效率完全抵消，尤其是在包装材料方面。Ebitda 利润率未达预期的幅度较小，受销量驱动的经营杠杆推动。分析预计销量势头将持续，但现已在预测中计入较低的利润率，以反映投入成本不确定性的增加。

印度销量强劲增长 22.5%，两年 Cagr 为 10%

VBL 在印度业务的销量增长 22.5%，高于市场一致预期的 17%，而国际销量增长较市场一致预期高 11%。研究指出，按两年 Cagr 计算，2026 年三季度印度销量增长 10%，分析预计 2026 年四季度的 Cagr 类似。

包装成本上升导致 GPM 下降，但 Ebitda 影响较为有限

其合并 GPM 同比下降 334 个基点（较市场一致预期低 305 个基点），受包装成本上升影响（瓶坯、收缩膜、瓶盖和罐）。印度业务 GPM 受到额外 100 个基点的影响，因瓶坯和瓶盖等 GPM 较低的非饮料产品销售额增长 104%。然而，糖成本上升 16%在很大程度上被其低糖/无糖产品组合的增加所抵消，该组合从 44%（2025 年三季度）上升至本季度的 88%。尽管 GPM 收缩 334 个基点，合并 Ebitda 利润率同比下降 140 个基点，经营杠杆抵消了该影响。整体 Ebitda 同比增长 25%，高于市场一致预期 3%。然而，PAT 同比增长 13.5%，因 Twizza 收购带来的折旧和利息成本上升。

碳酸软饮料和饮用水表现强劲，但果汁增长落后

合并碳酸软饮料（CSD）组合增长 29%，饮用水同比增长 30%，但果汁是拖累，同比增长 21%。国际业务所有地区均报告强劲增长，公司预计这一势头将持续。

催化因素

有关其南非扩张时间表的任何明确信息以及持续的盈利超预期都将是关键催化因素。

投资风险

不利的季节性和消费者偏好变化是 Varun Beverages 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

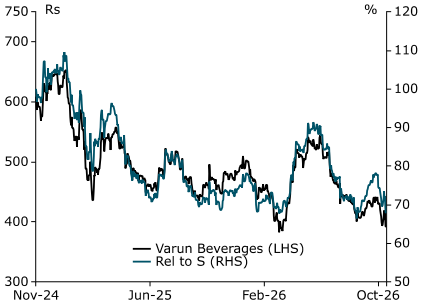
VBL 根据百事公司拥有的商标和品牌制造、销售和分销百事公司软饮产品，包括碳酸和非碳酸饮料。主要品牌包括百事可乐、健怡百事可乐、七喜、美年达橙味、美年达柠檬味、激浪、纯果乐 Slice 和 Aquafina。VBL 与百事公司就印度 17 个邦和两个联邦属地拥有特许经营安排，并在某些国际市场开展业务。 VBL 负责软饮的端到端制造和分销，2022 年占百事公司印度软饮总销量的约 90%。

收入按产品分类	
饮料	95.9%
服务	0.3%
其他	3.8%

收入按地区分类	
亚洲	70.3%
美洲	0.0%
欧洲	0.0%
中东及非洲	29.7%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 10 月 30 日): 392.0 卢比

12 个月最高/最低价: 545.0 卢比/382.45 卢比

市值: 139.80 亿美元

3 个月日均成交额: 26.40 百万美元

市场共识目标价（路孚特）: 555.32 卢比

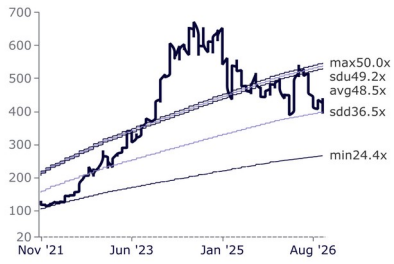
主要股东:

发起人 63.90%

外国证券投资者 23.93%

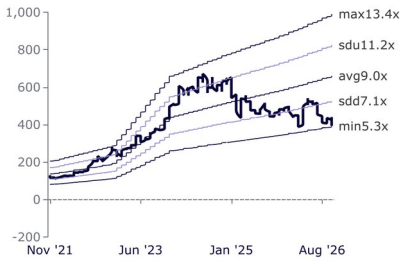
资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



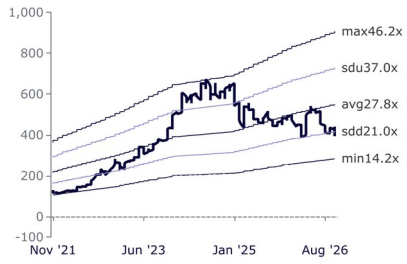
资料来源：彭博

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 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
塔塔消费品	TATACONS IN	106.8	1025.90	65.8	47.0	38.0	4.4	4.1	3.8	1.0	1.4	1.7	6.9	9.0	10.5

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 10 月 30 日的收盘价。Icc: 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。