

买入

品牌历经舆论考验 盈利能力具备韧性

农夫山泉 (9633.HK)

2025-04-07 星期一

【投资要点】

目标价: 39.0 港元

现价: 32.45 港元

预计升幅: 20.2%

重要数据

日期	2025-4-7
收盘价 (港元)	32.45
总股本 (亿股)	112.46
总市值 (亿港元)	3,649
净资产 (亿元)	322.9
总资产 (亿元)	531.6
52 周高低 (港元)	23.55/47.98
每股净资产 (元)	2.87

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

钟睺睺 83.97%

相关报告

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20201222

农夫山泉(9633.HK)更新报告-20210330

农夫山泉(9633.HK)更新报告-20210830

农夫山泉(9633.HK)更新报告-20220829

农夫山泉(9633.HK)即时点评-20230829

研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

➤ 舆论影响 2024 财年经营业绩, 利润率保持高位

2024 年公司实现收入 428.96 亿元人民币, 同比+0.5%; 毛利率因新品上市促销、包装饮用水产品销量下降及果汁原料价格上升的因素影响, 同比-1.4%至 58.1%; 销管费用率同比-0.8%至 26%, 即便在舆论压力下体现较好的费用管控能力; 归母净利润 121.23 亿元, 同比+0.4%; 净利润率 28.26%, 与去年同期基本持平。2024 年派息 0.76 元/股, 派息率 70.5%。

➤ 包装饮用水业务受影响较大, 茶饮销售维持高增速

期内, 分产品类别来看, 包装饮用水收入下滑 21.3%至 159.5 亿元, 占公司总收入的 37.2%, 同比下降约十个百分点。茶饮料实现收入 167.45 亿元, 同比+32.3%, 对集团收入的贡献超过包装饮用水, 达到 39.0%。另外, 功能/果汁/其他饮料产品分别实现收入 49.32/40.85/11.82 亿元, 同比分别+0.6%/+15.6%/-9.8%, 分别占公司总收入的 11.5%/8.3%/3.0%。

➤ 预期 25 年包装饮用水有望实现恢复性增长, 茶饮料业务继续稳健扩张
舆论风波逐渐平息, 公司水业务市占率在 2H24 企稳, 25 年望通过适当收缩绿瓶水折扣力度、继续加强品牌建设、及在新规格产品的推动下实现业务的恢复性增长。公司茶饮料业务在激烈的市场竞争中保持稳健的盈利能力, 体现产品较强的竞争力及公司成熟且高效的价盘管控体系, 预期铺货率及人均饮用量的提升将支持公司茶饮料业务保持双位数增长。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 39.0 港元/股

预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.25/1.40/1.56 元, 短期估值受关税政策扰动, 不改基本面持续改善趋势, 给予 39.0 港元/股目标价, 对应 2025 年 29 倍 PE, 较现价有 20.2%的涨幅空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	42,667	42,896	49,550	55,965	62,033
同比增长 (%)	28.4%	0.5%	15.5%	12.9%	10.8%
毛利率	59.5%	58.1%	59.2%	59.5%	59.5%
归母净利润	12,079	12,123	14,045	15,772	17,492
同比增长 (%)	42.2%	0.4%	15.9%	12.3%	10.9%
净利润率	28.3%	28.3%	28.3%	28.2%	28.2%
每股盈利	1.07	1.08	1.25	1.40	1.56
PE@32.45HKD	28.4	28.3	24.4	21.7	19.6

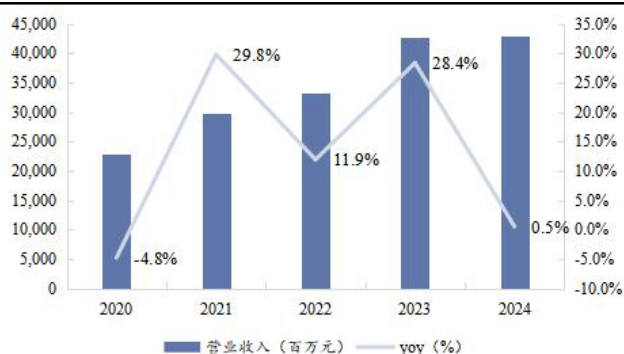
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 舆论影响 2024 财年经营业绩，利润率保持高位

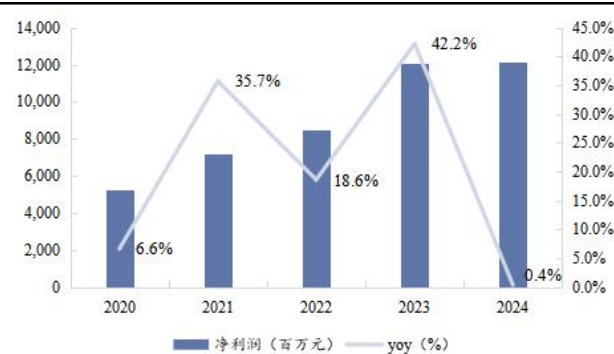
2024 年公司实现收入 428.96 亿元人民币，同比+0.5%；毛利率因新品上市促销、包装饮用水产品销量下降及果汁原料价格上升的因素影响，同比-1.4%至 58.1%；销管费用率同比-0.8%至 26%，即便在舆论压力下体现较好的费用管控能力；归母净利润 121.23 亿元，同比+0.4%；净利润率 28.26%，与去年同期基本持平。2024 年派息 0.76 元/股，派息率 70.5%。

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润及增速



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

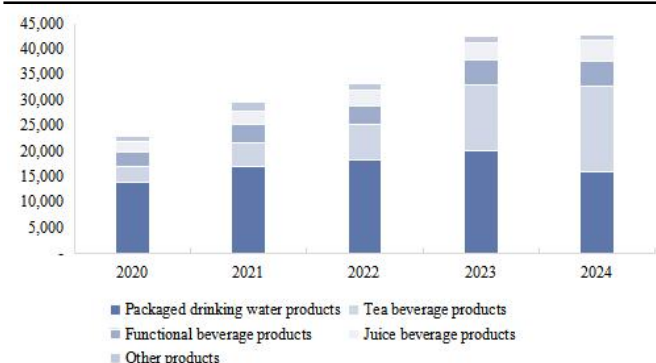
➤ 包装饮用水业务受影响较大，茶饮销售维持高增速

期内，分产品类别来看，包装饮用水收入下滑 21.3%至 159.5 亿元，占公司总收入的 37.2%，同比下降约十个百分点。茶饮料实现收入 167.45 亿元，同比+32.3%，对集团收入的贡献超过包装饮用水，达到 39.0%。另外，功能/果汁/其他饮料产品分别实现收入 49.32/40.85/11.82 亿元，同比分别+0.6%/+15.6%/-9.8%，分别占公司总收入的 11.5%/8.3%/3.0%。

➤ 推新步伐不惧舆论扰动，包装饮用水市占率企稳

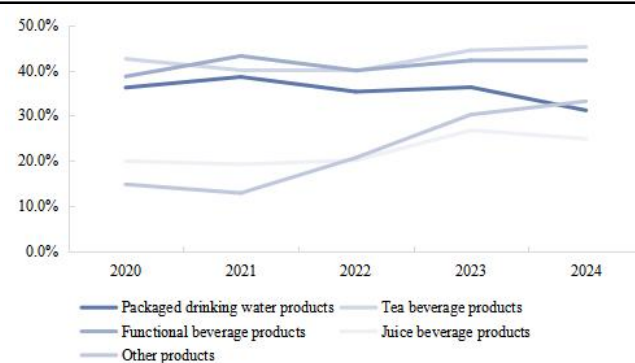
由于受到网络舆论的攻击，公司包装饮用水产品市占率出现连续 3 个月的下滑，公司及创始人借助多个媒体平台直面回应争议话题，重塑品牌正面形象，努力化解舆情危机；同时，在产品端持续发力创新。4 月推出 550ml 纯净水产品，凭借“绿瓶有点甜，红瓶更健康”的广告语，帮助消费者区分并清晰感知纯净水与天然水；12 月，对 380ml 和 550ml 天然水产品包装进行升级，强化消费者对品牌天然健康理念的认知。农夫山泉通过积极的品牌维护与持续的产品创新，正面应对舆情挑战，市占率已于下半年企稳。目前，公司水业务已搭建起全品类、全规格的产品布局矩阵，且拥有广泛且扎实的渠道网络，2025 年舆论风波逐渐平息后，预期水业务在低基数下实现较快的恢复性增长。

图 3：公司分品类收入（单位：百万元人民币）



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司分品类 OPM



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 茶饮料保持快速增长，利润率稳中有升

2024 年公司茶饮料全年增速 32.3%，上/下半年增速分别为 59.5%/12.8%，下半年增速放缓主要和去年同期高基数有关。茶饮料业务 OPM 达 45.2%，同比 +0.8%，得益于东方树叶等产品在激烈的市场竞争环境中，仍坚持质量竞争而非价格战，通过合理布局资源，适度的促销机制实现价盘的稳定及利润率的提升。茶饮料契合当下消费者追求健康、无负担的消费趋势，尤其是无糖茶品类，公司茶饮料产品具备先发优势，未来业务增长驱动力主要来自于铺货率及人均饮用量的提升，预期公司茶饮料业务有望保持双位数增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 39.0 港元/股

预期 25-27 年公司 EPS 分别为 1.25/1.40/1.56 元，短期估值受关税政策扰动，不改基本面持续改善趋势，给予 39.0 港元/股目标价，对应 2025 年 29 倍 PE，较现价有 20.2% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250407）

公司名称	代码	收盘价 2025/4/7	市值（百万 港元）	PE (2025E)	股息率 (TTM, %)	2025年初至今涨 跌幅(%)
农夫山泉	9633.HK	32.5	364,948	24.4	2.5	-4.4
康师傅控股	0322.HK	12.3	69,548	15.5	5.8	21.9
华润饮料	2460.HK	13.6	32,568	15.2	3.8	15.7
统一企业中国	0220.HK	8.3	35,894	16.0	5.6	6.4
维他奶国际	0345.HK	9.0	9,701	41.0	1.1	-11.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原材料成本上涨超出预期；
2. 市场竞争加剧；
3. 水源地被污染；
4. 食品安全等；

【财务报表摘要】

利润表	单位:人民币百万元				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,667	42,896	49,550	55,965	62,033
营业成本	(17,260)	(17,980)	(20,239)	(22,670)	(25,139)
毛利	25,407	24,916	29,311	33,295	36,893
销售费用	(9,284)	(9,173)	(10,509)	(11,899)	(13,234)
管理费用	(2,162)	(1,962)	(2,106)	(2,315)	(2,505)
其他收益	850	1,263	885	885	884
其他支出	(14)	(30)	(14)	(14)	(14)
财务费用	892	775	724	588	754
除税前溢利	15,688	15,788	18,291	20,539	22,779
所得税	(3,609)	(3,665)	(4,246)	(4,767)	(5,287)
净利润	12,079	12,123	14,045	15,772	17,492
归母净利润	12,079	12,123	14,045	15,772	17,492
少数股东损益	0	0	0	0	0
增长					
总收入 (%)	28.4%	0.5%	15.5%	12.9%	10.8%
净利润 (%)	42.2%	0.4%	15.9%	12.3%	10.9%
资产负债表	单位:人民币百万元				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,461	19,072	23,434	28,830	35,338
存货	3,092	5,013	5,643	6,321	7,009
贸易应收账款	547	581	672	759	841
其他应收款	695	1,218	1,407	1,589	1,762
货币资金	24,125	10,722	14,176	18,624	24,189
非流动资产	20,676	34,088	37,328	40,019	42,129
固定资产	17,180	21,083	24,054	26,377	28,001
无形资产	74	72	68	62	56
递延税项资产	921	1,088	1,088	1,088	1,088
其他非流动资产	2,501	11,846	12,119	12,491	12,984
资产总计	49,137	53,160	60,762	68,848	77,467
流动负债	19,877	19,985	22,088	24,305	26,552
贸易应付账款	1,770	1,499	1,688	1,891	2,096
其他应付款	9,289	9,544	10,743	12,033	13,344
其他流动负债	8,817	8,942	9,658	10,382	11,112
非流动负债	690	888	888	888	888
租赁负债	31	66	66	66	66
其他非流动负债	658	823	823	823	823
负债合计	20,566	20,873	22,977	25,194	27,440
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	27,446	31,163	36,661	42,530	48,902
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	28,571	32,287	37,785	43,654	50,027
负债及权益合计	49,137	53,160	60,762	68,848	77,467

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	59.5%	58.1%	59.2%	59.5%	59.5%
净利率	28.3%	28.3%	28.3%	28.2%	28.2%
ROE	42.3%	37.5%	37.2%	36.1%	35.0%
ROA	24.6%	22.8%	23.1%	22.9%	22.6%
营运表现					
SG&A/收入	26.8%	26.0%	25.5%	25.4%	25.4%
有效税率	23.0%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
应收账款周转天数	4.68	4.95	4.95	4.95	4.95
应付账款周转天数	37.43	30.44	30.44	30.44	30.44
存货周转天数	65.38	101.76	101.76	101.76	101.76
偿债能力					
资产负债率	41.9%	39.3%	37.8%	36.6%	35.4%
流动比率	1.43	0.95	1.06	1.19	1.33
速动比率	1.28	0.70	0.81	0.93	1.07
现金流量表					
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
除税前利润	15,688	15,788	18,291	20,539	22,779
折旧和摊销	2,631	2,875	3,356	3,814	4,259
营运资金的变动	3,198	(2,517)	926	1,029	1,063
经营活动现金流量	17,305	12,505	18,597	20,855	23,054
资本性支出	(4,863)	(6,170)	(6,596)	(6,504)	(6,369)
其他投资活动	(9,421)	(9,266)	0	0	0
投资活动现金流量	(14,284)	(15,435)	(6,596)	(6,504)	(6,369)
支付股利合计	(7,646)	(8,435)	(8,547)	(9,902)	(11,119)
其他筹资活动	624	669	0	0	0
融资活动现金流量	(7,022)	(7,766)	(8,547)	(9,902)	(11,119)
汇率变动	56	0	0	0	0
现金净变动	(4,001)	(10,696)	3,454	4,448	5,565
每股资料(元)					
每股收益	1.07	1.08	1.25	1.40	1.56
每股经营现金	1.54	1.11	1.65	1.85	2.05
每股净资产	2.54	2.87	3.36	3.88	4.45
估值比率(倍)					
PE	28.4	28.3	24.4	21.7	19.6
PB	12.0	10.6	9.1	7.8	6.8

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>