

# 农夫山泉 (9633 HK)

## 2H23 营收/净利分别增长 33%/62%，无糖茶业务占比显著提升

农夫山泉 2H23 营收及净利润分别录得+33.4%/62.2%，超出预期。全年营收和净利均创下新高，毛利率回升 2.1 个百分点至 59.5%，净利率达到 28% 的历史高位，部分得益于茶饮业务同比 83% 的高速增长，收入贡献占比达近 30%，拉低包装水业务占比至 48%。展望 2024 年，公司目标各业务板块均实现双位数增长。同时，公司不以追求维持高毛利为重点策略，并预计长期利润率将回落至 25% 左右区间。得益于消费力的恢复及茶饮的持续推新和渗透，2H 整体表现优于 1H，且 2024 年前两个月的业务发展均符合预期。公司表示，3 月中旬开始的舆论主要影响线上直播间销售，目前事件负面影响正在减弱。

**盈利增速大于收入增速可期，材料成本可控。**公司预计 2024 年的整体利润率将维持稳定，但长期并不以追求维持高利润率为首要目标。虽然产品组合变化或不能保证利润率的提升，茶叶、水果等农产品的采购价格不会随采购量增长而下降，但是现阶段的茶饮的销售规模提升和果汁产品组合改善有效带动营运效率改善。毛利率方面，主要包材 PET 价格目前较 2023 年有所波动，但整体稳定。年内，公司将随生产需求合理实施合理采购策略。2023 年毛利率提升的主因为纸箱、标签等包材采购成本的下降。此外，得益于品类结构变化和物流网络的进一步成熟利用，整体分销费用率已降低至 21%。

**无糖茶行业带动下增长势头不减，东方树叶铺货率将持续提升。**2023 年中茶类业务增长显著，借助公司成熟的线下分销渠道，规模效应下有效拉动利润的提升。近些年中，无糖茶持续受到消费者欢迎，尽管赛道中不断有新品牌进入及老品牌推新带来的竞争，东方树叶及茶π品牌都已在消费者中建立良好的信任度和忠诚度，公司产品颇具竞争力，近期推出的新品“黑乌龙”和 900 ml 新包装市场接受度依然较高。公司表示，未来会在坚持良性发展的同时进一步拓宽下沉渠道，不会加大促销和低价规模。把握消费市场延续复苏态势，持续提升铺货率仍是营销投入重点。尽管市场竞争持续，茶饮利润率仍将维稳。

**估值。**维持“买入”评级，目标价在审核中。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入 (百万人民币)	29,696	33,239	42,194	51,600	61,759
同比增长 (%)	29.8	11.9	26.9	22.3	19.7
净利润 (百万人民币)	7,162.3	8,495.3	11,178.8	13,688.8	16,292.3
同比增长 (%)	35.7	18.6	31.6	22.5	19.0
每股收益 (人民币)	0.64	0.76	0.99	1.22	1.45
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	na	0.95	1.11	1.28
市盈率 (倍)	58.5	49.8	38.7	31.6	26.6
市净率 (倍)	20.2	17.6	15.7	13.9	12.3
股息 (%)	1.2	1.8	2.3	2.8	3.4
股本回报率 (%)	39.5	37.9	43.2	46.5	49.0
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	57.8 港元
(此前目标价)	57.8 港元
潜在升幅	40.0%
当前股价	41.3 港元

中国必选消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李响嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	209,947.0
3 月平均流通量(百万港元)	192.7
52 周内股价高/低(百万港元)	46.30/38.50
总股本(百万)	5034.7

资料来源：FactSet

股东结构

钟睺蓘	38.3%
养生堂有限公司	25.9%

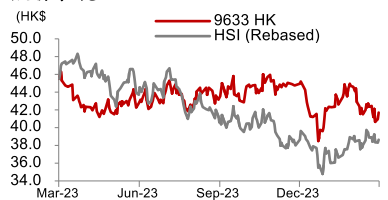
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.8%	-5.8%
3-月	-7.2%	-7.2%
6-月	-4.2%	1.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告:

- 华润啤酒 (291 HK) - 全年派息比例 59%，啤酒高端化趋势不变，白酒稳步发展 - 2024 年 3 月 19 日
- Budweiser APAC (1876 HK) - 4Q23 a slight miss, S. Korea undershoot - 2024 年 3 月 1 日

图 1: 盈利调整

人民币 百万	更新后			更新前			调整 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	42,194	51,600	61,759	42,194	51,600	61,759	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	25,045	31,047	37,389	25,045	31,047	37,389	0.0%	0.0%	0.0%
经常性 EBIT	13,994	17,259	20,645	13,994	17,259	20,645	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	11,179	13,689	16,292	11,179	13,689	16,292	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	59.4%	60.2%	60.5%	59.4%	60.2%	60.5%	0ppt	0ppt	0ppt
EBIT 利润率	33.2%	33.4%	33.4%	33.2%	33.4%	33.4%	0ppt	0ppt	0ppt
净利率	26.5%	26.5%	26.4%	26.5%	26.5%	26.4%	0ppt	0ppt	0ppt

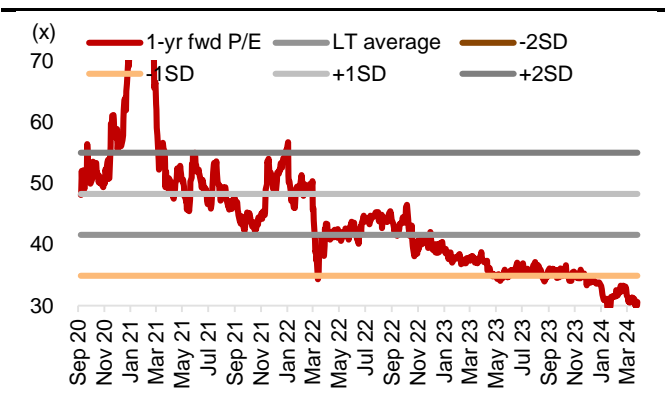
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预期 vs 彭博一致预期

人民币 百万	招银国际预期			彭博一致预期			相差 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	42,194	51,600	61,759	40,864	47,898	55,102	3.3%	7.7%	12.1%
毛利润	25,045	31,047	37,389	24,069	28,451	32,846	4.1%	9.1%	13.8%
经常性 EBIT	13,994	17,259	20,645	13,185	15,700	18,202	6.1%	9.9%	13.4%
净利润	11,179	13,689	16,292	10,729	12,517	14,329	4.2%	9.4%	13.7%
毛利率	59.4%	60.2%	60.5%	58.9%	59.4%	59.6%	0.5ppt	0.8ppt	0.9ppt
EBIT 利润率	33.2%	33.4%	33.4%	32.3%	32.8%	33.0%	0.9ppt	0.7ppt	0.4ppt
净利率	26.5%	26.5%	26.4%	26.3%	26.1%	26.0%	0.2ppt	0.4ppt	0.4ppt

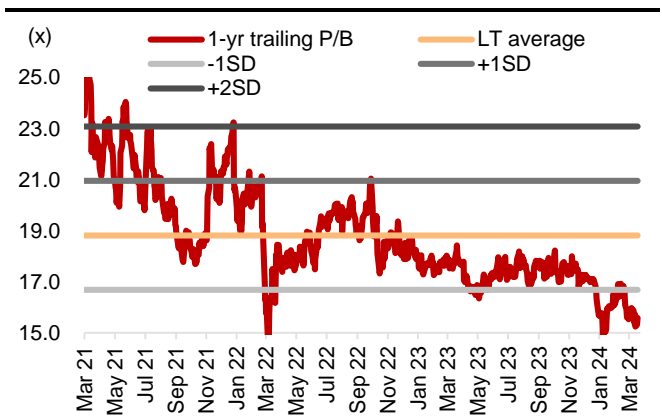
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 市盈率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 4: 市帐率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

## 财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	22,877	29,696	33,239	42,194	51,600	61,759
销售成本	(9,369)	(12,040)	(14,144)	(17,150)	(20,554)	(24,370)
毛利润	13,508	17,656	19,095	25,045	31,047	37,389
运营费用	(6,835)	(8,984)	(9,656)	(12,279)	(15,016)	(17,972)
销售费用	(5,511)	(7,233)	(7,821)	(10,127)	(12,384)	(14,822)
行政费用	(1,324)	(1,751)	(1,835)	(2,152)	(2,632)	(3,150)
运营利润	6,917	9,077	10,503	13,994	17,259	20,645
其他收入	493	543	1,086	1,250	1,250	1,250
其他费用	(249)	(139)	(22)	(22)	(22)	(22)
EBITDA	8,599	11,050	11,926	15,994	19,777	23,682
折旧	(1,913)	(2,370)	(2,478)	(3,228)	(3,746)	(4,264)
其他摊销	(13)	(8)	(9)	0	0	0
EBIT	6,673	8,672	9,440	12,766	16,031	19,417
净利息收入(支出)	69	278	547	547	547	547
税前利润	6,986	9,354	11,050	14,541	17,806	21,192
所得税	(1,709)	(2,192)	(2,555)	(3,362)	(4,117)	(4,900)
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	5,277	7,162	8,495	11,179	13,689	16,292
总股息	2,639	5,061	7,648	10,063	12,323	14,667
<b>资产负债表</b>						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	12,192	17,836	18,361	20,125	22,541	25,860
现金与现金等价物	9,119	14,784	15,211	15,917	17,610	20,118
应收账款	358	476	479	1,088	1,304	1,546
存货	1,805	1,809	2,108	2,556	3,064	3,633
预付款项	910	558	560	560	560	560
其他流动资产	0	208	3	3	3	3
非流动资产	13,668	15,060	20,893	22,964	24,517	25,551
物业及厂房及设备(净额)	12,592	12,800	15,398	17,383	18,881	19,890
使用权资产	695	724	853	938	994	1,019
递延税项	315	293	433	433	433	433
无形资产	58	65	58	58	58	58
其他非流动资产	9	1,178	4,151	4,151	4,151	4,151
总资产	25,859	32,896	39,255	43,089	47,057	51,411
流动负债	9,825	11,589	14,601	14,904	15,247	15,632
短期债务	2,414	2,500	2,425	2,425	2,425	2,425
应付账款	882	1,153	1,425	1,728	2,071	2,455
应付税款	938	1,050	1,500	1,500	1,500	1,500
其他流动负债	3,329	4,488	6,506	6,506	6,506	6,506
租赁负债	14	47	69	69	69	69
合同负债	2,247	2,351	2,677	2,677	2,677	2,677
非流动负债	542	566	569	569	569	569
长期债务	0	0	0	0	0	0
融资租赁承担	41	43	31	31	31	31
其他非流动负债	501	522	538	538	538	538
总负债	10,367	12,154	15,171	15,474	15,817	16,201
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
资本盈余	0	0	0	0	0	0
留存收益	14,368	19,617	22,959	26,491	30,116	34,085
其他储备	0	0	0	0	0	0
股东权益总额	15,492	20,742	24,084	27,615	31,241	35,210
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
总负债和股东权益	25,859	32,896	39,255	43,089	47,057	51,411

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12 月 31 日 (百万人民币)</b>						
<b>经营现金流</b>						
税前利润	6,986	9,354	11,050	14,541	17,806	21,192
折旧摊销	(1,925)	(2,378)	(2,487)	(3,228)	(3,746)	(4,264)
营运资金变化	698	1,795	2,335	(754)	(380)	(426)
其他	2,671	2,629	1,143	3,095	3,376	3,629
<b>净经营现金流</b>	<b>8,429</b>	<b>11,400</b>	<b>12,042</b>	<b>13,653</b>	<b>17,055</b>	<b>20,130</b>
<b>投资现金流</b>						
资本开支	(2,279)	(2,462)	(4,193)	(5,299)	(5,299)	(5,299)
收购与投资	73	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	75	12	80	0	0	0
其他	(2,526)	(2,865)	(5,313)	0	0	0
<b>净投资现金流</b>	<b>(4,657)</b>	<b>(5,316)</b>	<b>(9,426)</b>	<b>(5,299)</b>	<b>(5,299)</b>	<b>(5,299)</b>
<b>融资现金流</b>						
已支付股息	(7,980)	(1,912)	(5,059)	(7,648)	(10,063)	(12,323)
净借贷	1,364	18	(157)	0	0	0
股票回购	8,543	0	0	0	0	0
其他	(211)	21	16	0	0	0
<b>净融资现金流</b>	<b>1,716</b>	<b>(1,893)</b>	<b>(5,370)</b>	<b>(7,648)</b>	<b>(10,063)</b>	<b>(12,323)</b>
<b>净现金流变动</b>						
年初现金	783	6,056	10,188	7,821	8,527	10,220
汇率变动	(215)	(59)	388	0	0	0
<b>年末现金</b>	<b>6,056</b>	<b>10,188</b>	<b>7,821</b>	<b>8,527</b>	<b>10,220</b>	<b>12,728</b>
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
销售收入	(4.8%)	29.8%	11.9%	26.9%	22.3%	19.7%
毛利润	1.5%	30.7%	8.2%	31.2%	24.0%	20.4%
经营利润	9.8%	31.2%	15.7%	33.2%	23.3%	19.6%
EBITDA	9.8%	28.5%	7.9%	34.1%	23.7%	19.7%
EBIT	9.2%	30.0%	8.8%	35.2%	25.6%	21.1%
净利润	6.6%	35.7%	18.6%	31.6%	22.5%	19.0%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
毛利率	59.0%	59.5%	57.4%	59.4%	60.2%	60.5%
营业利润率	30.2%	30.6%	31.6%	33.2%	33.4%	33.4%
税息折旧及摊销前利润	37.6%	37.2%	35.9%	37.9%	38.3%	38.3%
股本回报率	41.6%	39.5%	37.9%	43.2%	46.5%	49.0%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	1.2	1.5	1.3	1.4	1.5	1.7
应收账款周转天数	28.8	22.2	23.2	23.2	23.2	23.2
存货周转天数	70.3	54.8	54.4	54.4	54.4	54.4
应付账款周转天数	34.4	35.0	36.8	36.8	36.8	36.8
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>年结 12 月 31 日</b>						
市盈率	72.9	58.5	49.8	38.7	31.6	26.6
市盈率 (摊薄)	72.9	58.5	49.8	38.7	31.6	26.6
市帐率	24.8	20.2	17.6	15.7	13.9	12.3
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.7	1.2	1.8	2.3	2.8	3.4
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。