

农夫山泉 (9633 HK)

下半年预测营收/净利略超预期，同增 31%/39%

我们预期公司下半年营收同比增长 31%，优于上半年的增速以及市场预期和之前的管理层指引。我们预计公司平均单价在没有提价举措前提下维持稳定，而产品升级以至于新品推出将为单价带来低单涨幅。按品类来看，瓶装水维持稳定增长，大约在 9% 左右（全年约 10%）。茶饮料增速爆发，下半年增速翻倍（全年约 80%）；果汁饮料和功能饮料分别有望录得超过 20% 的增长（全年 20%+ 左右）。毛利率方面，由于 PET 的采购价格在去年下半年出现下行情况，我们认为下半年毛利率能企稳在 59% 左右，拉动全年毛利率同比提升 2 个百分点到 59.4%。公司在下半年按季节性需求加大宣传投入，但全年来看三费倍率维持稳定，费率增速与营收增速同步（约 27%）。综上，我们预计下半年净利润达到 55 亿元人民币，同比增 39%。全年净利润超额完成至 26.5%，略高于管理层和市场预期。考虑到农夫山泉业绩潜在超预期的可能性，我们维持买入评级，并把公司加进我们短期推荐名单（茅台、伊利、新秀丽）。

■ **产品成分差异化成长期高增关键。**增长主要动力依赖于更天然、更健康、更关注原料来源和配料等消费趋势。比如水的话，特别是注重成分的消费者，会更关注水的来源，也会更关注饮料的配料，并且逐步从高糖饮料，转化为低糖和无糖。水源方面，公司在天然水领域（对比纯净水）有绝对的优势，并且在去年也有加强关于各水源地的这样子的宣传。譬如公司在去年推出了 4 个水源的广告宣传片，并且邀请大批消费者到工厂进行参观，让消费者对公司的天然水源有更进一步的认知。

■ **通过产品转型稳步推进消费升级。**农夫山泉的消费升级是从高糖向低糖向无糖，然后从纯净水向天然水转化。东方树叶是一个非常明显的例子。市面上其实还有很多三四元的无糖茶，但是东方树叶一直锚定在 5 元价格带。即便在某一些平台上卖到 6 元，消费者还是非常的追捧。

■ **盈利预期修订。**综上，我们调升 2023-25E 年茶饮料平均营收约 10%，以致同期总收入提高 3-9%。我们假设公司 2023 下半年和明年继续受益于 PET 价格下行所带来的费用优势，继而调升毛利 4-9%。总体净利润提高 8-10%。

■ **估值。**更新后目标价基于 2024 年底（从 2024 年中）42.0 倍 P/E（从 50.0 倍），倍数对标过去 3 年平均估值（从平均以上一个标准差）。

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	0.87	1.01	1.17
市盈率 (倍)	58.5	49.8	37.8	30.9	25.9
市净率 (倍)	20.2	17.6	15.3	13.5	12.0
股息 (%)	1.2	1.8	2.4	2.9	3.5
股本回报率 (%)	39.5	37.9	43.2	46.5	49.0
净负债比率 (%)	(59.2)	(53.1)	(48.9)	(48.6)	(50.2)

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	港元 57.8
(此前目标价)	港元 56.9
潜在升幅	40.9%
当前股价	港元 41.0

中国必选消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	206,422.7
3 月平均流通量(百万港元)	197.1
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

钟睺葜	38.3%
养生堂有限公司	25.9%

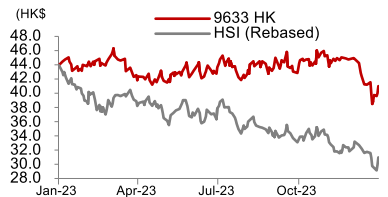
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-8.3%	-5.7%
3 - 月	-5.7%	1.3%
6 - 月	-6.1%	14.8%

资料来源：FactSet

股价表现



资料来源：FactSet

近期报告：

- Yili (600887 CH) - 4Q preview: rev/hp reach RMB30.7bn/1.1bn - 19 Jan 2024
- Prada SpA (1913 HK) - 4Q preview: cFX/reported sales +12.1%/6.4% - Jan 15, 2024
- 周大福 (1929 HK) - 三季度零售额增长 46%；节日季强劲需求或延续至四季度 - Jan 15, 2024

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	40,843	48,093	56,463	3.3%	7.3%	9.4%
毛利	25,045	31,047	37,389	23,999	28,696	34,267	4.4%	8.2%	9.1%
经营利润	13,994	17,259	20,645	12,910	15,482	18,601	8.4%	11.5%	11.0%
净利润	11,179	13,689	16,292	10,345	12,323	14,721	8.1%	11.1%	10.7%
毛利率	59.4%	60.2%	60.5%	58.8%	59.7%	60.7%	0.6ppt	0.5ppt	-0.1ppt
经营利率	33.2%	33.4%	33.4%	31.6%	32.2%	32.9%	1.6ppt	1.3ppt	0.5ppt
净利率	26.5%	26.5%	26.4%	25.3%	25.6%	26.1%	1.2ppt	0.9ppt	0.3ppt

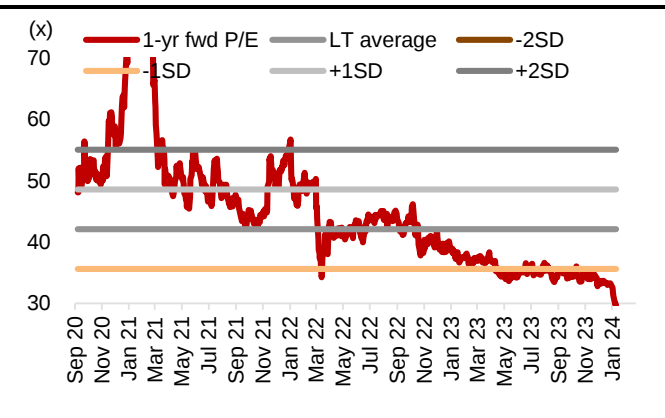
资料来源：招银国际环球市场预测

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	40,450	47,146	54,032	4.3%	9.4%	14.3%
毛利	25,045	31,047	37,389	23,752	27,772	31,998	5.4%	11.8%	16.9%
经营利润	13,994	17,259	20,645	13,163	15,554	18,053	6.3%	11.0%	14.4%
净利润	11,179	13,689	16,292	10,589	12,269	14,159	5.6%	11.6%	15.1%
毛利率	59.4%	60.2%	60.5%	58.7%	58.9%	59.2%	0.6ppt	1.3ppt	1.3ppt
经营利率	33.2%	33.4%	33.4%	32.5%	33.0%	33.4%	0.6ppt	0.5ppt	0ppt
净利率	26.5%	26.5%	26.4%	26.2%	26.0%	26.2%	0.3ppt	0.5ppt	0.2ppt

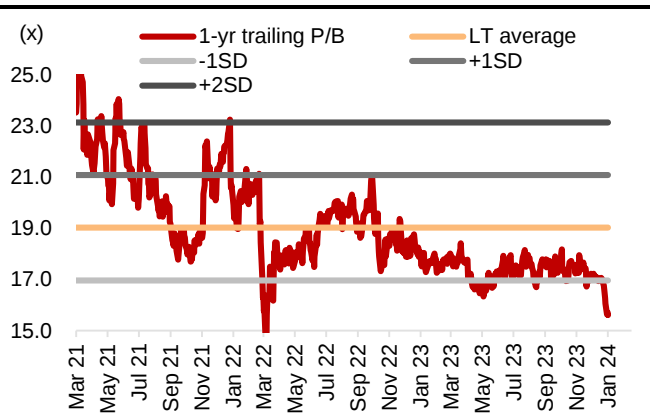
资料来源：招银国际环球市场预测

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
核心净利润	5,423	7,281	8,743	11,179	13,689	16,292
总股息	2,639	5,061	7,648	10,063	12,323	14,667

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
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
资产使用权	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
租赁责任	14	47	69	69	69	69
合约负债	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
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
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
净经营现金流	8,429	11,400	12,042	13,653	17,055	20,130
投资现金流						
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
净投资现金流	(4,657)	(5,316)	(9,426)	(5,299)	(5,299)	(5,299)
融资现金流						
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
净融资现金流	1,716	(1,893)	(5,370)	(7,648)	(10,063)	(12,323)
净现金流变动						
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
年末现金	6,056	10,188	7,821	8,527	10,220	12,728
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
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
年结 12 月 31 日						
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
年结 12 月 31 日						
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
年结 12 月 31 日						
市盈率	72.9	58.5	49.8	37.8	30.9	25.9
市盈率 (摊薄)	72.9	58.5	49.8	37.8	30.9	25.9
市帐率	24.8	20.2	17.6	15.3	13.5	12.0
股息 (%)	0.7	1.2	1.8	2.4	2.9	3.5

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 个月的潜在变幅在-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

本报告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。