

饮料节奏调整，包装水有望修复

核心观点

2024 年公司包装水受舆论事件影响，随着公司快速澄清回应舆论争议，同时在 4 月推出绿瓶纯净水稳定市场份额，24H2 包装水份额有所回升。茶饮料受高基数及库存调整影响，短期有所降速，东方树叶势头仍然强劲，无糖化长期趋势仍在，2025 年茶饮料仍有望持续增长。公司作为平台型软饮料企业，包装水和饮料双引擎驱动，多品类仍增势强劲，多品牌迭代升级。总体来看，公司净利率在压力环境下仍然保持整体稳定，随着份额稳定和产品结构不断改善，长期价值凸显。

事件

公司发布 2024 年年报业绩公告

公司 2024 实现主营收入 428.96 亿元，同增 0.5%；归母净利润 121.23 亿元，同增 0.4%；

24H2 实现主营收入 207.23 亿元，同比-6.7%；归母净利润 58.84 亿元，同比-6.7%。

简评

受高基数及节奏调整影响，茶饮短期降速

分业务来看，24 年包装水实现收入 159.52 亿元，同比-21.3%；茶饮料实现收入 167.45 亿元，同增 32.3%；功能饮料收入 49.32 亿元，同增 0.6%；果汁收入 40.85 亿元，同增 15.6%；其他饮料实现收入 11.82 亿元，同比-9.8%。其中 24H2 包装水收入 74.22 亿元，同减 24.4%；茶饮料收入 83.14 亿元，同增 12.8%；功能饮料收入 23.82 亿元，同比-2.5%；果汁收入 19.71 亿元，同增 6.6%；其他饮料实现收入 6.34 亿元，同比-11.9%。分部盈利来看，2024H2 水类产品/即饮茶类/功能饮料/果汁饮料/其他产品利润率分别为 30.01%/46.25%/43.32%/26.28%/36.83%，分别同比 -6.09/+0.91/-0.93/+2.02/+3.80pcts。

公司基本盘包装水短期承压，受到舆论压力对销量的冲击，公司快速澄清回应争议，同时在 4 月推出绿瓶纯净水稳定市场份额，下半年份额环比有所回升，25 年有望恢复双位数增长，而受绿瓶占比提升影响，包装水分部利润率相对承压。无糖茶驱动茶饮料品类持续高速增长，充分受益无糖化消费趋势，24H2 茶饮料受高基数及库存调整影响，短期增速放缓，主要系经营节奏调整，无糖化长期趋势仍在，2025 年茶饮料仍有望持续增长。

农夫山泉 (9633. HK)

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

010-56135266

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

余璇

yuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120003

研究助理：高畅

gaochang@csc.com.cn

发布日期：2025 年 03 月 28 日

当前股价：34.10 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.54/-4.66	-3.40/-20.72	-18.23/-60.11
12 月最高/最低价 (港元)		47.95/24.35
总股本 (万股)		1,124,646.64
流通 H 股 (万股)		503,466.64
总市值 (亿港元)		3,835.04
流通市值 (亿港元)		3,835.04
近 3 月日均成交量 (万)		964.96
主要股东		
养生堂有限公司		66.82%

股价表现



相关研究报告

24.08.30	【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):瓶装水承压，茶饮料持续高增，长期价值凸显
24.03.28	【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):茶饮料增长再提速，利润率提升超预期
23.08.30	【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):重点品项全线复苏，收入利润均超预期

产品结构改善保持整体利润率稳定，凸显经营韧性

24 年全年公司毛利率 58.1%，同比-1.5pct，24H2 公司毛利率 57.3%，同比-1.6pct，预计主要系受包装水业务拖累。24 年公司销售/行政费用率分别为 21.4%/4.6%，同比-0.4/-0.5pct，净利率 28.3%，同比持平，其中 H2 销售/行政费用率分别为 20.3%/5.1%，同比-0.4/-0.4pct，净利率 28.4%，同比持平。整体费用控制较为良好，保持较高盈利能力，凸显公司经营韧性。

包装水至暗时刻已过，饮料板块稳健增长

面对包装水舆论事件发酵造成红瓶包装水销售下滑，公司快速回应争议维护品牌声誉，即时推出绿瓶纯净水稳定市场份额并正式宣布进军广阔的纯净水市场，与原有天然饮用水协同提高产品曝光度。饮料方面，无糖茶市场竞争逐渐激烈，但东方树叶产品力突出，市场布局较早，900ml 畅饮装深受消费者青睐，无糖化长期趋势仍在，2025 年茶饮料仍有望持续增长。果汁方面，农夫果园产品升级、品牌焕新，水溶 C 拓展血橙丰富口味矩阵，果汁品类逆势增长。在瓶装水承压环境下，公司饮料业务表现亮眼，长期价值凸显。

盈利预测与投资建议：公司具有完善的渠道网络和旺盛的产品需求，我们预计公司 2025/2026/2027 年收入分别为 492.64/555.23/613.10 亿元，同比增长 14.85%/12.71%/10.42%，净利润分别为 142.11/161.84/181.33 亿，同比增长 17.22%/13.88%/12.05%，维持“增持”评级。

风险提示：

- 1、饮料行业竞争加剧。饮料行业产品迭代快，竞争对手可能会推出相类似的新品抢占市场份额，资本入场对新兴品牌进行扶持，行业掀起更激烈的竞争，从而引起更大的促销力度。
- 2、市场拓展不及预期。公司渠道网点在做进一步铺设和下沉时候，可能面临竞争对手在地方渠道内的抵制或消费群体不匹配情况，影响公司拓展效率。
- 3、原材料价格上涨。原材料属于大宗商品，未来的价格走势具备不确定性，若原材料价格不降反增，则公司重新面临成本压力。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,667	42,896	49,264	55,523	61,310
增长率(%)	28.36	0.54	14.85	12.71	10.42
净利润(百万元)	12,079	12,123	14,211	16,184	18,133
增长率(%)	42.19	0.36	17.22	13.88	12.05
EPS(元/股，摊薄)	1.07	1.08	1.26	1.44	1.61
P/E(倍)	29	29	25	22	20

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

余璇

中信建投食品饮料研究员，香港中文大学金融硕士，覆盖卤制品、软饮料、休闲食品等。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼
 18 层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk