

合作进军香港软饮市场，拓展区域贡献增量

核心观点

- 事件：**25 年 6 月，农夫山泉宣布正式进军香港市场。公司旗下的“农夫山泉”天然饮用水、“东方树叶”无糖茶饮、“茶π”果味茶系列、“尖叫”运动饮品、及“水溶 C100”、“NFC”和“17.5°”果汁类饮品均将在年内进驻香港。其中，东方树叶香港区代言人为知名艺人余诗曼。
- 合作打开香港本土渠道，香港拓展进度超预期。**本次香港渠道拓展的进程快于市场此前预期。目前由建华集团担任公司在香港市场的独家代理。建华集团在香港扎根 25 年，一直以本地商业为基石，覆盖零售、食品贸易、餐饮美食等多元业务。当前，建华集团在香港本地拥有 3 个超市品牌，并经营约 1000 个零售门市和销售点。农夫与建华集团的合作将助力其更好地抢占香港本土终端。年内，公司主要明星单品矩阵均将进驻香港的超级市场、便利店、百货和连锁零售渠道，在超 3500 个香港销售点上架。我们认为良好的香港本土渠道拓展将助力公司更好地进军香港市场。
- 香港市场长期有望贡献收入增量，提高市场对其后续国际化预期。**我们测算 24 年农夫山泉在中国内地即饮软饮市场的市占率约 12%，产品、品牌与渠道力突出。根据灼识咨询，预计到 2028 年香港即饮软饮市场总零售额约 216 亿元。我们认为凭借在产品与品牌力方面的优势，长期视角下，农夫山泉在香港的市占率有望逐步提升、在收入端贡献增量。此前公司曾表态将以成为国际化一流企业为目标，依托中国供应链优势，将健康的饮用水产品推向全世界，并计划将茶饮料进军发达国家市场。此次香港市场的拓展增强了其国际化能力的置信度，若后续东方树叶无糖茶大单品等众多明星产品能打开海外市场，将提高市场对其远期的营收空间预期。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司包装水业务舆情后份额恢复速度慢于预期，下调收入、上调毛利率、下调费用率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.29、1.50、1.68 元（原预测 25 年为 1.32 元）。沿用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 4535 亿元，以港元兑人民币汇率 0.91 计算，对应目标价 44.25 港元，维持买入评级。

风险提示

软饮料行业竞争加剧、新区域开拓效果不及预期、大单品降速风险、测算结果与现实不符风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42667.22	42895.99	51095.56	59457.43	66556.46
同比增长(%)	28.36%	0.54%	19.11%	16.37%	11.94%
营业利润(百万元)	13846.75	13658.92	16904.94	19948.49	22537.61
同比增长(%)	48.23%	-1.36%	23.76%	18.00%	12.98%
归属母公司净利润(百万元)	12079.50	12123.30	14505.51	16897.80	18858.36
同比增长(%)	42.19%	0.36%	19.65%	16.49%	11.60%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.29	1.50	1.68
毛利率(%)	59.55%	58.08%	59.41%	59.91%	60.11%
净利率(%)	28.31%	28.26%	28.39%	28.42%	28.33%
净资产收益率(%)	42.28%	37.55%	39.52%	40.39%	39.64%
市盈率(倍)	34.30	34.18	28.57	24.52	21.97
市净率(倍)	14.50	12.83	11.29	9.90	8.71

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 06 月 30 日）	40.1 港元
目标价格	44.25 港元
52 周最高价/最低价	41.15/23.05 港元
总股本/流通 H 股（万股）	1,124,647/503,467
H 股市值（百万港币）	450,983
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	5.67	4.43	18.24	10.58
相对表现%	4.05	1.07	15.48	-25.28
恒生指数%	1.62	3.36	2.76	35.86



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

相关报告

基本面亮眼，把握低位配置机会 2024-04-01

投资建议

考虑公司包装水业务舆情后份额恢复速度慢于预期，下调收入、上调毛利率、下调费用率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.29、1.50、1.68 元（原预测 25 年为 1.32 元）。沿用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 4535 亿元，以港元兑人民币汇率 0.91 计算，对应目标价 44.25 港元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 7.73%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
剔除杠杆调整	0.8836
无风险收益率	1.64%
市场回报率	8.58%
债务成本	3.5%
债务比例	7%
WACC	7.73%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 44.25 港元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
企业价值（百万元）	455,546
权益价值（百万元）	453,450
每股权益价值（人民币）	40.32
每股权益价值（港币）	44.25

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
WACC(%)	5.28%	75.57	80.92	88.14	98.38	113.93
	5.81%	62.75	66.22	70.74	76.84	85.50
	6.39%	52.68	54.97	57.88	61.68	66.80
	7.03%	44.60	46.13	48.05	50.47	53.64
	7.73%	38.00	39.05	40.32	41.90	43.91
	8.51%	32.56	33.27	34.12	35.16	36.46
	9.36%	28.01	28.49	29.07	29.76	30.61
	10.30%	24.18	24.51	24.90	25.36	25.92
	11.32%	20.93	21.15	21.41	21.72	22.09

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位是人民币元）

风险提示

软饮料行业竞争加剧。当前公司包装水以及无糖茶业务都面临激烈的行业竞争，若后续竞争加剧，则将导致公司单价低于预期，且销售费用率高于预期。

新区域开拓效果不及预期。香港市场已经存在较多软饮行业参与者，若后续公司进驻香港市场的销售成果不及预期，将影响市场对其后续国际化潜力的预期。

大单品降速风险。公司近年受益无糖茶行业渗透率的提升，茶饮料增长主要得益于东方树叶的高增，若后续无糖茶赛道降速导致公司大单品降速，则公司收入端存在低于预期的风险。

测算结果与现实不符风险。报告围绕公司进军香港市场进行了系列测算，由于测算基于较多理论假设，存在测算结果与现实不符的风险，仅用于理论参考。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,461	19,072	27,914	32,172	35,804	营业额	42667	42896	51096	59457	66556
现金	3,867	2,010	5,110	5,946	6,656	销售成本	17260	17980	20739	23838	26551
应收票据及应收账款合计	547	581	694	808	905	其他费用	14	30	35	41	46
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	9284	9173	10927	12715	14233
预付账款	568	450	616	716	802	管理费用	2162	1962	2338	2720	3045
存货	3,092	5,013	4,196	4,823	5,372	财务费用	100	91	152	195	144
其他流动资产	20,388	11,017	17,298	19,879	22,070	其他经营损益	0	0	0	0	0
非流动资产	20,676	34,088	37,435	40,467	43,184	投资收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
固定资产	17,180	21,083	22,105	25,314	28,210	营业利润	13847	13659	16905	19948	22538
无形资产	1,021	1,098	919	741	563	其他非经营损益	1841	2129	1985	2057	2021
其他非流动资产	2,475	11,907	14,411	14,411	14,411	税前利润	15688	15788	18890	22006	24559
资产总计	49,137	53,160	65,349	72,639	78,988	所得税	3609	3665	4385	5108	5700
流动负债	19,877	19,985	27,760	29,909	30,520	税后利润	12079	12123	14506	16898	18858
短期借款	3,121	3,625	8,602	7,722	5,733	归属于非控制股东利润	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,770	1,499	1,982	2,278	2,537	归属于母公司股东利润	12079	12123	14506	16898	18858
其他流动负债	14,986	14,860	17,176	19,908	22,250	EBITDA	18419	18754	20704	24177	26993
非流动负债	690	888	888	888	888	NOPLAT	10738	10559	13098	15468	17417
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.07	1.08	1.29	1.50	1.68
其他非流动负债	690	888	888	888	888	主要财务比率					
负债合计	20,566	20,873	28,649	30,797	31,409		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,125	1,125	2,125	3,125	4,125	营业收入(%)	28.36	0.54	19.11	16.37	11.94
资本公积	27,446	31,163	30,163	29,163	28,163	净利润(%)	42.19	0.36	19.65	16.49	11.60
留存收益	0	0	4,413	9,554	15,292	获利能力					
归属母公司股东权益	28,571	32,287	36,700	41,841	47,579	毛利率(%)	59.55	58.08	59.41	59.91	60.11
负债和股东权益	49,137	53,160	65,349	72,639	78,988	净利率(%)	28.31	28.26	28.39	28.42	28.33
						ROE(%)	42.28	37.55	39.52	40.39	39.64
						ROIC(%)	48.79	33.32	38.09	35.34	36.26
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.85	39.26	43.84	42.40	39.76
						流动比率	1.43	0.95	1.01	1.08	1.17
						速动比率	0.25	0.23	0.29	0.30	0.32
						营运能力					
						总资产周转率	0.87	0.81	0.78	0.82	0.84
						应收账款周转率	78.00	73.78	73.58	73.58	73.58
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.07	1.08	1.29	1.50	1.68
						每股经营现金流	1.54	0.98	1.05	1.52	1.73
						每股净资产	2.54	2.87	3.26	3.72	4.23
						估值比率					
						P/E	34	34	28	24	22
						P/B	14	13	11	10	9
						EV/EBITDA	2	2	4	5	6

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17305	11022	11850	17097	19420
净利润	12079	12123	14506	16898	18858
折旧摊销	2631	2875	1662	1976	2291
财务费用	100	91	152	195	144
其他经营现金流	2494	-4067	-4469	-1973	-1873
投资活动现金流	-14284	-4502	-3484	-3428	-3456
资本支出	3211	2210	2465	4348	4742
其他投资现金流	-17495	-6712	-5949	-7777	-8198
筹资活动现金流	-7022	-8062	-5267	-12832	-15254
短期借款	1000	1414	86	-75	696
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8022	-9476	-5354	-12757	-15950
现金净增加额	-4001	-1541	3099	836	710

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。