

## 农夫山泉 (09633.HK)

### 水及无糖茶份额提升，龙头优势强化

我们近期跟踪来看，饮料旺季农夫表现优异，25H1 水及无糖茶份额持续提升。舆情事件有望催化水份额加速回升，东方树叶仍有扩张空间，产品矩阵梯次布局完善。费用投入克制，成本红利有望推动利润率提升。龙头地位显著，催化加速成长，我们上调每股收益 25 年 1.31 元、26 年 1.54 元，对应 25 年的 PE 为 31.2，给予 55 元港币目标价，维持“强烈推荐”投资评级。

- **饮料旺季农夫表现优异，25H1 水及无糖茶份额持续提升。** 饮料行业进入旺季，农夫山泉表现优异，水及无糖茶份额均有所提升。根据我们的跟踪，包装水方面，公司 25H1 有双位数的增长，自去年底以来公司市占率逐步回升，其中小瓶红标增长较好，5-6 月高双位数增长。绿标水削减费用，更针对特通渠道。无糖茶方面，东方树叶上半年维持了 20% 以上的增长，新口味及大包装贡献增量，1 元换购，市占率提升至接近 75%，品牌代表品类的格局逐步形成。电解质水保持稳健，水溶 C 维持较快增长。新品冰茶 6 月份上市，主打真茶真柠檬，目前仍在消费者测试阶段，但公司看好碳酸茶市场发展。
- **舆情事件有望催化水份额加速回升，东方树叶仍有扩张空间，产品矩阵梯次布局完善。** 短期来看，受舆情事件影响，我们认为消费者对竞品不再带有民族品牌滤镜，农夫包装水有望在年内回升至 23 年平均水平（预计下半年仍有 15% 以上增长）。中期来看，企业竞争更比拼品牌、渠道、市场应对综合能力，农夫依旧在行业中领先，未来有望持续获取市场份额。东方树叶渗透率仍有提升空间，未来或进一步提升和城市餐饮渠道和乡镇下沉市场建设，展望 26 年，渠道数量仍有 5-10% 增长空间，且竞品投入减少下，市占率有望进一步提升，中期维度，我们认为东方树叶有望成长为 200 亿级别单品。新品布局上，公司在咖啡、碳酸茶、植物饮料方面均前瞻性布局，有望打造第二增长曲线。
- **费用投入克制，成本红利有望推动利润率提升。** 公司整体费用投入克制，绿瓶水促销有所收缩，东方树叶增加开盖有奖活动，总体费用率可控。原料价格总体上呈下降趋势，25H1 成本红利推动企业利润稳中略升，展望下半年，在规模效应及促销减少的情况下，利润率仍有提升空间。
- **龙头地位显著，催化加速成长，维持“强烈推荐”投资评级。** 我们认为，农夫山泉作为平台型饮料公司，在行业领域建立了较强的消费者认知，产品力强，在舆情催化下，水及无糖茶表现均有望超预期。我们上调每股收益至 25 年 1.31 元、26 年 1.54 元，对应 25 年的 PE 为 31.2，给予 55 元港币目标价，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：行业竞争加剧、原材料成本上升、新品拓展不及预期、样本数据存误差**

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	42667	42896	50703	58296	65583
同比增长	28.4%	0.5%	18.2%	15.0%	12%
营业利润(百万元)	13960	13780	16593	19427	22184
同比增长	47.9%	-1.3%	20.4%	17.1%	14%
归母净利润(百万元)	12080	12123	14716	17274	19668
同比增长	42.2%	0.4%	21.4%	17.4%	14%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.31	1.54	1.75

## 强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料  
 目标估值：55.00 港元  
 当前股价：45.0 港元

#### 基础数据

总股本 (百万股)	11246
香港股 (百万股)	5035
总市值 (十亿港元)	506.1
香港股市值 (十亿港元)	226.6
每股净资产 (港元)	2.9
ROE (TTM)	37.5
资产负债率	39.3%
主要股东	养生堂有限公司
主要股东持股比例	55.2333%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	33	34
相对表现	10	4	-13



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《农夫山泉 (09633.HK): 恢复趋势不变，维持强烈推荐》2025-03-30
- 《农夫山泉 (09633) 一烈火真金，危中寻机》2024-12-26
- 《农夫山泉 (09633) 一包装水短期承压，茶饮料势头依旧》2024-08-28

陈书慧 S1090523010003  
 ✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
 刘成 S1090523070012  
 ✉ liucheng5@cmschina.com.cn

PE	38.0	37.9	31.2	26.6	23.3
PB	16.1	14.2	12.5	11.0	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

#### 参考报告：

- 1、《农夫山泉（09633.HK）：恢复趋势不变，维持强烈推荐》2025-03-30
- 2、《农夫山泉（09633）—烈火真金，危中寻机》2024-12-26
- 3、《农夫山泉（09633）—包装水短期承压，茶饮料势头依旧》2024-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	28461	19072	27445	37075	47054
现金及现金等价物	24125	10722	17604	25792	34398
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	547	581	687	790	889
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	3092	5013	5897	6748	7555
其他流动资产	697	2755	3257	3745	4213
<b>非流动资产</b>	20676	34088	32379	30690	29208
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	17180	21083	19374	17685	16203
无形资产	74	72	72	72	72
其他	3422	12934	12934	12934	12934
<b>资产总计</b>	<b>49137</b>	<b>53160</b>	<b>59824</b>	<b>67765</b>	<b>76262</b>
<b>流动负债</b>	19877	19985	22308	25154	27849
应付账款	1770	1499	1764	2018	2260
应交税金	2054	1695	2057	2415	2750
短期借款	3121	3625	3000	3000	3000
其他	12932	13165	15487	17720	19839
<b>长期负债</b>	690	888	888	888	888
长期借款	0	0	0	0	0
其他	690	888	888	888	888
<b>负债合计</b>	<b>20566</b>	<b>20873</b>	<b>23196</b>	<b>26042</b>	<b>28737</b>
股本	1125	1125	1125	1125	1125
储备	22959	27446	31163	35503	40598
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	28571	32287	36628	41723	47525
<b>负债及权益合计</b>	<b>49137</b>	<b>53160</b>	<b>59824</b>	<b>67765</b>	<b>76262</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	15069	9425	17588	19511	21254
净利润	11242	12123	14716	17274	19668
折旧与摊销	2387	2487	2630	2409	2203
营运资本变动	2077	(4410)	1457	1405	1321
其他非现金调整	(637)	(775)	(1214)	(1576)	(1938)
<b>投资活动现金流</b>	(1288)	(15029)	294	856	1218
资本性支出	(2000)	(6470)	(1000)	(800)	(800)
出售资产获得的现金	15	80	80	80	80
投资增减	0	8	0	0	0
其它	697	(8646)	1214	1576	1938
<b>筹资活动现金流</b>	(9133)	102	(11000)	(12179)	(13867)
债务增减	(1425)	0	(625)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	7648	5	10375	12179	13867
其它筹资	(60)	107	0	0	0
其它调整	(15295)	(10)	(20750)	(24358)	(27734)
<b>现金净增加额</b>	<b>8914</b>	<b>(5501)</b>	<b>6882</b>	<b>8189</b>	<b>8605</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	42667	42896	50703	58296	65583
主营业务收入	42667	42896	50702	58295	65582
营业成本	17260	17980	21151	24202	27096
<b>毛利</b>	25407	24916	29551	34093	38486
营业支出	11446	11136	12959	14667	16304
<b>营业利润</b>	13960	13780	16593	19427	22184
利息支出	100	91	0	0	0
利息收入	991	866	1214	1576	1938
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	836	1233	1357	1492	1492
<b>除税前利润</b>	15688	15788	19164	22496	25614
所得税	3609	3665	4448	5222	5945
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	12080	12123	14716	17274	19668
<b>EPS(元)</b>	1.07	1.08	1.31	1.54	1.75

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	28.4%	0.5%	18.2%	15.0%	12%
营业利润	47.9%	-1.3%	20.4%	17.1%	14%
净利润	42.2%	0.4%	21.4%	17.4%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.5%	58.1%	58.3%	58.5%	58.7%
净利率	28.3%	28.3%	29.0%	29.6%	30.0%
ROE	42.3%	37.5%	40.2%	41.4%	41.4%
ROIC	36.3%	31.3%	34.5%	36.1%	36.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.9%	39.3%	38.8%	38.4%	37.7%
净负债比率	6.4%	6.8%	5.0%	4.4%	3.9%
流动比率	1.4	1.0	1.2	1.5	1.7
速动比率	1.3	0.7	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.6	4.4	3.9	3.8	3.8
应收帐款周转率	83.2	76.0	79.9	78.9	78.1
应付帐款周转率	10.8	11.0	13.0	12.8	12.7
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	1.07	1.08	1.31	1.54	1.75
每股经营现金	1.34	0.84	1.56	1.73	1.89
每股净资产	2.54	2.87	3.26	3.71	4.23
每股股利	0.75	0.76	0.92	1.08	1.23
<b>估值比率</b>					
PE	38.0	37.9	31.2	26.6	23.3
PB	16.1	14.2	12.5	11.0	9.7
EV/EBITDA	26.6	26.9	22.5	19.7	17.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。