



农夫山泉 (09633.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

平台化成效凸显，扣非净利超预期

业绩简评

8月26日公司发布业绩，25H1年实现营收256.22亿元，同比增长15.56%；实现归母净利润76.22亿元，同比增长22.16%，业绩超预期。

经营分析

包装水低基数改善，无糖茶维持高增态势。25H1公司包装水/茶饮料/功能性饮料/果汁/其他产品分别实现收入94.43/100.89/28.98/25.64/6.29亿元，同比+10.56%/+19.68%/+13.65%/+21.29%/+14.78%，核心品类均实现双位数增长。另外东方树叶持续高增，系公司推出大规格、新口味产品，配合一元享活动，加大旺季促销力度、强化终端上架率。果汁方面，顺应消费健康化趋势，NFC、水溶C等品类增长势头向好。其他品类恢复增长系公司定制款无糖黑咖进驻山姆渠道。

成本下行+产品结构优化，扣非净利表现更为亮眼。25H1公司毛利率/净利率分别为60.32%/29.75%，同比+1.55pct/+1.61pct。毛利率同比改善预计系绿水结构占比下降、茶饮业务规模效应体现、及原材料成本下降。包装水/茶饮料/功能性饮料/果汁经营利润率分别为35.45%/48.36%/47.08%/31.31%，同比+3.29pct/+4.26pct/+5.89pct/+7.70pct。公司自年初聚焦价盘修复，减少搭赠比例和促销投放，费率稳中有降，25H1销售/管理费用率分别为19.56%/4.17%，同比-2.87pct/+0.05pct。25H1捐款+汇兑损失支出合计1.16亿元，且存款利率下降导致其他收入减少2.32亿元，实质扣非净利润表现更为亮眼。

看好全年低基数改善，业绩弹性持续体现。公司凭借差异化的策略、精细化的渠道运营顺利实现包装水市占率恢复及无糖茶龙头地位巩固。展望下半年，两大核心产品稳步扩张，果汁业务持续发力，低基数下仍有望释放较大的业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

预计公司25-27年公司归母净利润分别为150/177/204亿元，同比+24%/+18%/+15%，对应PE分别为32x/27x/24x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧风险

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（港币）：46.960元

相关报告：

1.《农夫山泉港股公司点评：顶住压力，平稳收官》，
2025.3.26

2.《9633.HK.农夫山泉公司深度：如何看待农夫中长期成长空间...》，2024.11.12



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,667	42,896	49,966	57,744	66,135
营业收入增长率	28.36%	0.54%	16.48%	15.57%	14.53%
归母净利润(百万元)	12,079	12,123	15,025	17,733	20,448
归母净利润增长率	42.19%	0.36%	23.94%	18.02%	15.31%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.08	1.34	1.58	1.82
每股经营性现金流净额	1.54	0.98	2.20	1.56	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	42.28%	37.55%	38.96%	38.35%	37.39%
P/E	38.25	28.66	31.99	27.10	23.50
P/B	16.17	10.76	12.46	10.39	8.79

来源：公司年报、国金证券研究所



扫码获取更多服务

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
主营业务收入	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	货币资金	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
	33,239	42,667	42,896	49,966	57,744	66,135	应收账款	7,821	3,876	2,416	12,083	12,725	22,732
增长率	11.9%	28.4%	0.5%	16.5%	15.6%	14.5%	存货	1,039	1,242	1,800	1,394	1,642	1,810
主营业务成本	14,144	17,260	17,980	20,241	22,951	25,920	其他流动资产	2,108	3,092	5,013	1,734	5,552	2,424
%销售收入	42.6%	40.5%	41.9%	40.5%	39.7%	39.2%	流动资产	7,393	20,252	9,843	12,540	15,741	19,442
毛利	19,095	25,407	24,916	29,725	34,794	40,215	%总资产	18,361	28,461	19,072	27,751	35,660	46,407
%销售收入	57.4%	59.5%	58.1%	59.5%	60.3%	60.8%	长期投资	0	0	0	0	0	54.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	固定资产	15,398	17,180	21,083	22,680	24,212	25,401
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	%总资产	39.2%	35.0%	39.7%	35.8%	33.2%	29.9%
销售费用	7,821	9,284	9,173	9,993	11,433	13,029	无形资产	154	162	214	206	199	193
%销售收入	23.5%	21.8%	21.4%	20.0%	19.8%	19.7%	非流动资产	20,893	20,676	34,088	35,678	37,303	38,585
管理费用	1,835	2,162	1,962	2,223	2,541	2,910	%总资产	53.2%	42.1%	64.1%	56.2%	51.1%	45.4%
%销售收入	5.5%	5.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	资产总计	39,255	49,137	53,160	63,429	72,962	84,992
研发费用	277	349	306	0	0	0	短期借款	2,425	3,121	3,625	3,225	3,025	2,925
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	应付款项	1,425	1,770	1,499	2,115	1,842	2,478
息税前利润(EBIT)	9,417	13,860	13,474	17,808	21,119	24,576	其他流动负债	10,751	14,986	14,860	18,637	20,961	24,007
%销售收入	28.3%	32.5%	31.4%	35.6%	36.6%	37.2%	流动负债	14,601	19,877	19,985	23,978	25,829	29,411
财务费用	-547	-892	91	-911	-1,117	-1,135	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%销售收入	-1.6%	-2.1%	0.2%	-1.8%	-1.9%	-1.7%	其他长期负债	569	690	888	888	888	888
投资收益	0	0	0	0	0	0	负债	15,171	20,566	20,873	24,866	26,717	30,299
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	普通股股东权益	24,084	28,571	32,287	38,562	46,245	54,693
营业利润	9,958	14,747	13,378	18,713	22,230	25,706	其中：股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
营业利润率	30.0%	34.6%	31.2%	37.5%	38.5%	38.9%	未分配利润	22,957	27,444	31,160	37,435	45,119	53,566
营业外收支							少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	11,050	15,688	15,788	19,513	23,030	26,556	负债股东权益合计	39,255	49,137	53,160	63,429	72,962	84,992
利润率	33.2%	36.8%	36.8%	39.1%	39.9%	40.2%							
所得税	2,555	3,609	3,665	4,488	5,297	6,108							
所得税率	23.1%	23.0%	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%							
净利润	8,495	12,079	12,123	15,025	17,733	20,448							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属子母公司的净利润	8,495	12,079	12,123	15,025	17,733	20,448							
净利率	25.6%	28.3%	28.3%	30.1%	30.7%	30.9%							
现金流量表(人民币 百万)							比率分析						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,495	12,079	12,123	15,025	17,733	20,448	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.76	1.07	1.08	1.34	1.58	1.82
非现金支出	-350	-605	-1,040	-663	-675	-731	每股净资产	2.14	2.54	2.87	3.43	4.11	4.86
非经营收益							每股经营现金净流	1.07	1.54	0.98	2.20	1.56	2.58
营运资金变动	1,409	3,199	-2,935	8,081	-2,016	6,642	每股股利	0.68	0.75	0.76	0.80	0.80	0.80
经营活动现金净流	12,042	17,305	11,022	24,764	17,527	28,986	回报率						
资本开支	-4,352	-4,863	-6,461	-3,910	-4,010	-3,810	净资产收益率	35.27%	42.28%	37.55%	38.96%	38.35%	37.39%
投资	-5,207	-9,480	1,878	-2,700	-3,300	-3,800	总资产收益率	21.64%	24.58%	22.81%	23.69%	24.30%	24.06%
其他	133	59	81	800	800	850	投入资本收益率	27.31%	33.67%	28.81%	32.81%	33.01%	32.84%
投资活动现金净流	-9,426	-14,284	-4,502	-5,810	-6,510	-6,760	增长率						
股权融资	-154	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.93%	28.36%	0.54%	16.48%	15.57%	14.53%
债权融资	-157	615	370	-400	-200	-100	EBIT增长率	8.13%	47.18%	-2.79%	32.17%	18.60%	16.37%
其他	-5,059	-7,637	-8,432	-8,837	-10,125	-12,119	净利润增长率	18.62%	42.19%	0.36%	23.94%	18.02%	15.31%
筹资活动现金净流	-5,370	-7,022	-8,062	-9,237	-10,325	-12,219	总资产增长率	19.33%	25.17%	8.19%	19.32%	15.03%	16.49%
现金净流量	-2,367	-3,945	-1,459	9,667	642	10,007	资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.2	4.3	4.7	4.2	4.1	4.0
							存货周转天数	49.9	54.2	81.1	60.0	57.1	55.4
							应付账款周转天数	32.8	33.3	32.7	32.1	31.0	30.0
							固定资产周转天数	152.7	137.4	160.6	157.7	146.2	135.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-20.04%	-0.23%	1.76%	-31.11%	-34.25%	-53.84%
							EBIT利息保障倍数	-17.2	-15.5	147.3	-19.5	-18.9	-21.6
							资产负债率	38.65%	41.85%	39.26%	39.20%	36.62%	35.65%

来源：公司年报、国金证券研究所



扫码获取更多服务

港股公司点评

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



扫码获取更多服务

港股公司点评

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究