

农夫山泉 (09633.HK)

龙头强势恢复，业绩表现亮眼

事件：公司发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 256.22 亿元，同比+15.6%；实现归母净利润 76.22 亿元，同比+22.1%；每股基本收益 0.677 元，同比+22.0%。

包装水业务：舆论消退，保持恢复。2025H1 公司包装水业务取得收入 94.43 亿元，同比+10.7%，占营收比重-1.6pct 至 36.9%；取得业绩 33.47 亿元，同比+22.0%；包装水业务净利率同比+3.3pct 至 35.4%。公司包装水业务因舆情影响衰退而逐步恢复销售，我们认为公司凭借强大的品牌、产品、渠道影响力，包装水业务有望继续保持恢复性的增长。

饮料业务：茶和果汁增速亮眼，利润率稳步提升。2025H1 公司茶/功能/果汁/其他饮料分别取得收入 100.89/28.98/25.64/6.29 亿元，同比+19.7%/+13.6%/+21.3%/+14.8%，占比分别+1.4/-0.2/+0.5/+0.0pct 至 39.4%/11.3%/10.0%/2.5%；2025H1 公司茶/功能/果汁/其他饮料业绩分别取得 48.79/13.64/8.03/2.29 亿元，同比分别+31.2%/+29.9%/+60.8%/+44.2%；净利率同比分别+4.3/+5.9/+7.7/+7.4pct 至 48.4%/47.1%/31.3%/36.4%。茶饮料和果汁增速表现亮眼，利润率持续提升，饮料整体保持稳中向好的发展态势。

成本红利持续兑现，销售费用有所收窄。2025H1 公司取得毛利率 60.3%，同比+1.55pct，主要系 PET、纸箱、白糖等成本下降所致。2025H1 公司销售/管理/财务费用率分别-2.87/+0.05/-0.08pct 至 19.6%/4.2%/0.1%，销售费用率下降主要系广告及促销开支同比下降以及物流费率受产品销量品项结构影响下降，最终实现归母净利率 29.7%，同比+1.61pct。

投资建议：包装水份额持续恢复，饮料大单品坚持孵化。包装水端，公司作为行业龙头，份额有望持续恢复提升；饮料端，公司坚持研发创新，持续打造大单品，引领行业增长。此外，公司未来将积极探索海外市场，开拓新的增长空间。基于此，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别同比+20.4%/+16.7%/+15.7%至 146/170/197 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料成本上涨；餐饮需求恢复不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万人民币)	42,667	42,896	49,531	57,116	65,423
增长率 yoy (%)	28.4	0.5	15.5	15.3	14.5
归母净利润 (百万人民币)	12,079	12,123	14,599	17,043	19,723
增长率 yoy (%)	42.2	0.4	20.4	16.7	15.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.07	1.08	1.30	1.52	1.75
净资产收益率 (%)	42.3	37.5	39.4	40.2	31.8
P/E (倍)	43.7	43.6	36.2	31.0	26.8
P/B (倍)	18.5	16.4	14.2	12.5	8.5

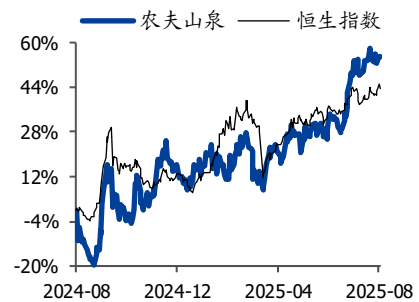
资料来源：Wind、国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料乳品
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价 (港元)	46.96
总市值 (百万港元)	528,134.06
总股本 (百万股)	11,246.47
其中自由流通股 (%)	44.77
30 日日均成交量 (百万股)	8.34

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号：S0680525050002

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

- 《农夫山泉 (09633.HK)：业绩稳健增长，茶饮表现突出》 2025-03-26
- 《农夫山泉 (09633.HK)：坚持长期主义，品牌铸就壁垒》 2024-10-26
- 《农夫山泉 (09633.HK)：2022H2 营收恢复，茶饮持续高增》 2023-04-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28461	19072	26899	34664	57456
现金	3876	2416	11993	18980	40938
应收票据及应收账款	547	581	619	714	818
其他应收款	695	1218	807	930	1065
预付账款	0	0	0	0	0
存货	3092	5013	3641	4201	4796
其他流动资产	20252	9843	9838	9839	9839
非流动资产	20676	34088	35741	37064	38255
长期投资	1511	10631	10631	10631	10631
固定资产	17180	21083	22575	23917	25126
无形资产	162	214	192	173	156
其他非流动资产	1824	2160	2343	2343	2343
资产总计	49137	53160	62639	71729	95711
流动负债	19877	19985	24679	28475	32734
短期借款	3121	3625	3625	3625	3625
应付票据及应付账款	1770	1499	2089	2411	2752
其他流动负债	14986	14860	18964	22439	26357
非流动负债	690	888	888	888	888
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	690	888	888	888	888
负债合计	20566	20873	25567	29363	33622
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1125	1125	1125	1125	1125
资本公积	27444	31160	35946	41238	60962
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	28571	32287	37073	42365	62089
负债和股东权益	49137	53160	62639	71729	95711

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17305	16181	21624	20560	23531
净利润	12079	12123	14599	17043	19723
折旧摊销	2631	1734	2530	2677	2809
财务费用	100	91	181	181	181
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	3199	2602	6444	3018	3425
其他经营现金流	-704	-370	-2131	-2358	-2608
投资活动现金流	-14284	-13721	-2052	-1642	-1392
资本支出	-4863	-3956	-4000	-4000	-4000
长期投资	2591	-9120	0	0	0
其他投资现金流	-12012	-645	1948	2358	2608
筹资活动现金流	-7022	-7835	-9995	-11932	-181
短期借款	696	505	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4487	3716	4786	5292	19723
其他筹资现金流	-12205	-12056	-14781	-17224	-19905
现金净增加额	-3945	-5375	9577	6987	21957

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42667	42896	49531	57116	65423
营业成本	17260	17980	20328	23456	26773
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	9284	9173	10154	11595	13216
管理费用	2162	1962	2086	2349	2625
研发费用	349	306	0	0	0
财务费用	-892	91	133	-59	-198
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	592	2104	2131	2358	2608
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	14205	13776	16963	19717	22810
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15688	15788	18961	22134	25616
所得税	3609	3665	4362	5092	5892
净利润	12079	12123	14599	17043	19723
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	12079	12123	14599	17043	19723
EBITDA	17428	17613	21624	24753	28227
EPS (元/股)	1.07	1.08	1.30	1.52	1.75

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	28.4	0.5	15.5	15.3	14.5
营业利润 (%)	46.6	-3.0	23.1	16.2	15.7
归属母公司净利润 (%)	42.2	0.4	20.4	16.7	15.7
获利能力					
毛利率 (%)	59.5	58.1	59.0	58.9	59.1
净利率 (%)	28.3	28.3	29.5	29.8	30.1
ROE (%)	42.3	37.5	39.4	40.2	31.8
ROIC (%)	35.9	34.0	36.1	37.0	29.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.9	39.3	40.8	40.9	35.1
净负债比率 (%)	-2.6	3.7	-22.6	-36.2	-60.1
流动比率	1.4	1.0	1.1	1.2	1.8
速动比率	1.3	0.7	0.9	1.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8
应收账款周转率	83.2	76.0	82.5	85.7	85.4
应付账款周转率	10.8	11.0	11.3	10.4	10.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.07	1.08	1.30	1.52	1.75
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.54	1.44	1.92	1.83	2.09
每股净资产 (最新摊薄)	2.54	2.87	3.30	3.77	5.52
估值比率					
P/E	43.7	43.6	36.2	31.0	26.8
P/B	18.5	16.4	14.2	12.5	8.5
EV/EBITDA	26.5	19.8	24.0	20.7	17.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com