

农夫山泉 (09633.HK)

茶饮延续高增，经营质量优异

优于大市

核心观点

2025 年 H1 公司收入同比增长 15.6%。农夫山泉公布半年报业绩，2025 年上半年公司实现营业总收入 256.2 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 76.2 亿元，同比增长 22.2%。公司 2025H1 归母净利率 29.7%，同比提升 1.6pcts。

包装水恢复性增长，茶饮延续高增，功能饮料/果汁亦景气增长。2025 年上半年，2025H1 水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别同比 +10.7%/19.7%/13.6%/21.3%/14.8% 至 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元，水在去年舆情影响下实现恢复性增长，茶饮仍延续 20% 高增（预计东方树叶在大瓶装、一元乐享、陈皮白茶等新口味带动下同比增长 25-30%），功能饮料/果汁同样增长提速。此外，水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料分部业绩率分别同比 +3.2%/4.3%/6.2%/7.7%/7.5pcts 至 35.4%/48.4%/47.4%/31.3%/36.4%，全品类分部业绩率均有提升。

成本红利、产能利用率提升，叠加费用端规模效应释放，净利率仍提升 1.6pcts 至 29.7%。公司毛利率为 60.3%、同增 1.5PCTs，主要因原材料价格下降、水产能利用率提升。25H1 公司销售费用率同降 2.8PCTs，主要因广告及促销开支同比下降、物流费用率受产品品项结构影响有所下降，饮料占比提升显著节约物流费率。25H1 公司管理费用率同比持平。此外，公司其他收益占收入比例下降 1.5PCT，主要因利率下降带来存款利息收入减少；其他支出占收入比例同增 0.5PCT，主要因捐赠支出和汇兑损失增加。综合导致 25H1 公司归母净利率同增 1.6PCTs 至 29.7%。

风险提示：需求持续疲软、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损、原材料成本压力。

投资建议：考虑到公司即饮茶及其他饮料延续景气增长，规模效应释放，25H2 成本红利延续，我们上调此前盈利预测增速，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 505.33/572.75/637.00 亿元（前预测值为 501.32/568.29/631.95 亿元），同比 17.2%/13.3%/11.2%；2025-2027 年公司实现归母净利润 151.57/174.45/195.98 亿元（前预测值 147.9/169.68/189.94 亿元），同比 25.0%/15.1%/12.3%；实现 EPS1.35/1.55/1.74 元；当前股价对应 PE 分别为 35/30/27 倍。公司依然是稀缺的饮料平台型龙头，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,910	43,125	50,533	57,275	63,700
(+/-%)	27.7%	0.5%	17.2%	13.3%	11.2%
归母净利润(百万元)	12080	12123	15157	17445	19598
(+/-%)	42.2%	0.4%	25.0%	15.1%	12.3%
每股收益(元)	1.07	1.08	1.35	1.55	1.74
EBIT Margin	36.8%	36.8%	39.3%	39.9%	40.3%
净资产收益率 (ROE)	42.3%	37.5%	24.5%	19.8%	16.4%
市盈率 (PE)	43.6	43.5	34.8	30.2	26.9
EV/EBITDA	31.8	31.3	24.8	21.7	19.5
市净率 (PB)	18.45	16.33	8.51	5.98	4.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

食品饮料 · 饮料乳品

证券分析师：张向伟

证券分析师：柴苏苏

021-61761064

zhangxiangwei@guosen.com.cn chaisusu@guosen.com.cn

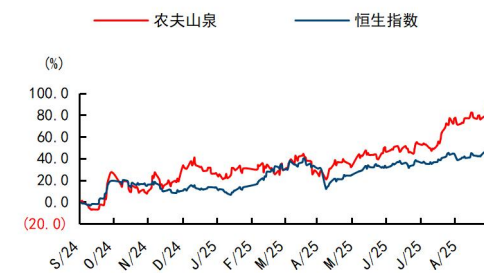
S0980523090001

S0980524080003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	57.00 - 59.00 港元
收盘价	50.30 港元
总市值/流通市值	565697/253244 百万港元
52 周最高价/最低价	50.45/23.05 港元
近 3 个月日均成交额	328.61 百万港元

市场走势



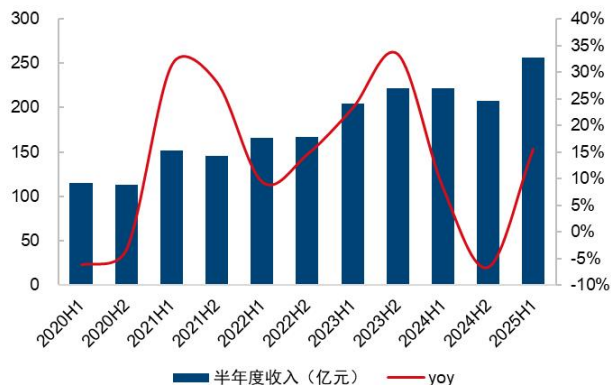
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《农夫山泉 (09633.HK) - 包装水龙头，稀缺的饮料平台型企业》
——2025-07-30

农夫山泉 2025 年上半年公司实现营业总收入 256.2 亿元, 同比增长 15.6%; 实现归母净利润 76.2 亿元, 同比增长 22.2%。公司 2025H1 归母净利率 29.7%, 同比提升 1.6pcts。

图1: 公司营收(亿元)及 yoy



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润(亿元)及 yoy

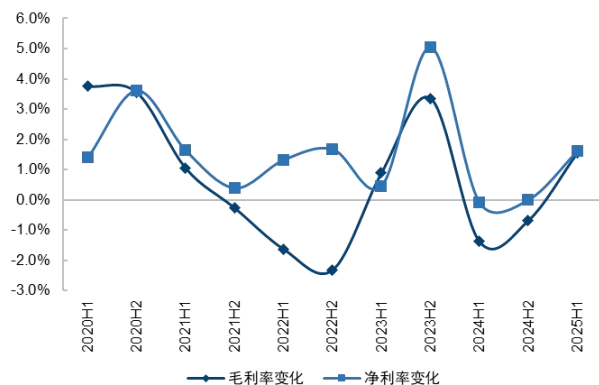


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

包装水恢复性增长, 茶饮延续高增, 功能饮料/果汁亦景气增长。2025 年上半年, 2025H1 水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别同比+10.7%/19.7%/13.6%/21.3%/14.8%至 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元, 水在去年舆情影响下实现恢复性增长, 茶饮仍延续 20%高增(预计东方树叶在大瓶装、一元乐享、陈皮白茶等新口味带动下同比增长 25-30%), 功能饮料/果汁同样增长提速。此外, 水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料分部业绩率分别同比+3.2%/4.3%/6.2%/7.7%/7.5pcts 至 35.4%/48.4%/47.4%/31.3%/36.4%, 全品类分部业绩率均有提升。

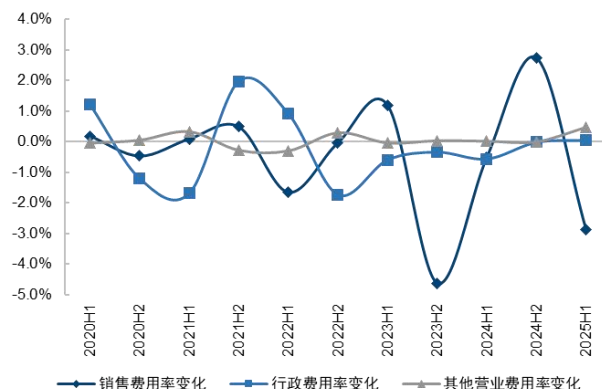
成本红利、产能利用率提升, 叠加费用端规模效应释放, 净利率仍提升 1.6pcts 至 29.7%。公司毛利率为 60.3%、同增 1.5PCTs, 主要因原材料价格下降、水产能利用率提升。25H1, 公司销售费用率同降 2.8PCTs, 主要因广告及促销开支同比下降、物流费用率受产品品项结构影响有所下降。25H1, 公司管理费用率同比持平。此外, 公司其他收益占收入比例下降 1.5PCT, 主要因利率下降带来存款利息收入减少; 其他支出占收入比例同增 0.5PCT, 主要因捐赠支出和汇兑损失增加。综合导致 25H1 公司归母净利率同增 1.6PCTs 至 29.7%。

图3: 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到公司即饮茶及其他饮料延续景气增长，规模效应释放，25H2 成本红利延续，我们上调此前盈利预测增速，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 505.33/572.75/637.00 亿元（前预测值为 501.32/568.29/631.95 亿元），同比 17.2%/13.3%/11.2%；2025-2027 年公司实现归母净利润 151.57/174.45/195.98 亿元（前预测值 147.9/169.68/189.94 亿元），同比 25.0%/15.1%/12.3%；实现 EPS1.35/1.55/1.74 元，当前股价对应 PE 分别为 35/30/27 倍。公司依然是稀缺的软饮料平台型企业，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	50,132	56,829	63,195	50,533	57,275	63,700	401	446	505
收入同比增速%	16.20%	13.40%	11.20%	17.2%	13.3%	11.2%	1.00%	-0.10%	0.00%
净利率%	29.50%	29.86%	30.06%	30.12%	30.48%	30.67%	0.62%	0.62%	0.61%
归母净利润（百万元）	14790	16968	18994	15,157	17,445	19,598	367	477	604
归母净利润同比增速%	22.00%	14.70%	11.90%	25.00%	15.10%	12.30%	3.00%	0.40%	0.40%
EPS（元）	1.32	1.51	1.69	1.35	1.55	1.74	0.03	0.04	0.05

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 8 月 27 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
9633. HK	农夫山泉	38.20	50.30	1.35	1.55	34.80	30.19	5,165	优于大市
605499. SH	东鹏饮料	39.27	299.85	8.62	10.98	35.22	27.65	1,559	优于大市
0322. HK	康师傅	14.12	11.32	0.75	0.83	13.80	12.46	583	不适用
0220. HK	统一企业	17.30	9.53	0.5	0.56	17.41	15.55	376	不适用
2460. HK	华润饮料	15.74	11.60	0.82	0.96	12.89	11.02	254	不适用
603156. SH	养元饮品	18.80	21.42	1.07	1.12	19.87	18.99	270	不适用

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：除农夫山泉外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	24125	10722	36744	63000	94043	营业收入	42910	43125	50533	57275	63700
应收款项	547	581	692	816	890	营业成本	17260	17980	20261	22689	25038
存货净额	3092	5013	3997	4476	4939	毛利	25650	25144	30272	34585	38662
其他流动资产	697	2755	3229	3642	4032	销售费用	9284	9173	10132	11283	12422
流动资产合计	28461	19072	44662	71934	103904	管理费用	2162	1962	2324	2606	2879
固定资产	17180	21083	21403	20910	19646	财务费用	100	91	128	128	139
无形资产及商誉	74	72	66	61	56	其他经营收入	1841	2129	2250	2350	2500
长期股权投资	921	1088	1099	1110	1121	其他收益	(257)	(258)	(200)	(200)	(200)
其他非流动资产	1554	10819	11035	11256	11481	利润总额	15688	15788	19738	22718	25522
资产总计	49137	53160	79292	106298	137235	所得税费用	3609	3665	4581	5273	5924
短期借款	3121	3625	4225	4625	4825	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付款项	1770	1499	2442	2735	3018	归属于母公司净利润	12080	12123	15157	17445	19598
其他流动负债	14986	14860	10000	10000	9000						
流动负债合计	19877	19985	16668	17361	16844						
长期借款及应付债券	303	319	319	319	319						
递延所得税负债	355	503	300	300	300						
其他长期负债	31	66	76	86	96						
长期负债合计	690	888	695	705	715						
负债合计	20566	20873	17363	18066	17559						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益	28571	32287	61929	88232	119676	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
						净利润	12080	12123	15157	17445	19598
						折旧摊销	2631	2875	3686	3998	4269
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	5991	(13641)	(3691)	(934)	(1859)
每股收益	1.07	1.08	1.35	1.55	1.74	其它	(3397)	9665	4399	1854	3811
每股红利	0.75	0.75	0.96	1.10	1.24	经营活动现金流	17305	11022	19550	22363	25819
每股净资产	2.54	2.87	5.51	7.85	10.64	资本开支	(4714)	(6406)	(4000)	(3500)	(3000)
ROIC	41%	35%	29%	22%	18%	其它投资现金流	(9570)	1904	(889)	(1168)	(1266)
ROE	42%	38%	24%	20%	16%	投资活动现金流	(14284)	(4502)	(4889)	(4668)	(4266)
毛利率	60%	58%	60%	60%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	37%	39%	40%	40%	长期借款	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	43%	47%	47%	47%	短期借款	615	370	600	400	200
收入增长	28%	1%	17%	13%	11%	支付股利	7646	8435	10761	12386	13915
净利润增长率	42%	0%	25%	15%	12%	融资活动现金流	(7022)	(8062)	(9782)	(11676)	(13923)
资产负债率	42%	39%	22%	17%	13%	现金净变动	(3945)	(1459)	4879	6019	7630
息率	1.5%	1.5%	1.9%	2.2%	2.5%	货币资金的期初余额	7821	3876	2416	7296	13315
P/E	43.6	43.5	34.8	30.2	26.9	货币资金的期末余额	3876	2416	7296	13315	20945
P/B	18.5	16.3	8.5	6.0	4.4	企业自由现金流	16065	(4979)	11249	17107	19115

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032