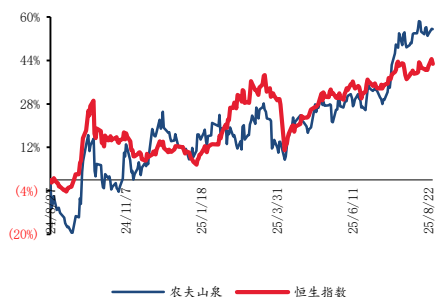


农夫山泉：包装水市占率快速恢复，盈利能力再向新台阶

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 112.46/50.35
总市值/流通(亿港元) 5281.34/2,364.28
12 个月内最高/最低价 (港元) 48.2/23.55

相关研究报告

<<农夫山泉：经营稳健，恢复性增长可期>>--2025-06-03

<<农夫山泉：H1 业绩符合预期，包装水市场份额有望逐步回补>>--2024-09-01

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现总营收 256.22 亿元，同比+15.56%；经营利润为 106.22 亿元，同比+30.03%，归母净利润 76.22 亿元，同比+22.16%。

红瓶水份额快速恢复，东方树叶高基数下仍实现稳增。公司上半年实现收入同比+15.56%，归母净利润同比+22.16%，剔除非经营项影响，经营利润同比+30.03%，略超此前预期。分产品来看，公司 2025H1 包装水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他产品分别实现收入 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元，分别同比+10.7%/+19.7%/+13.6%/+21.3%/+14.8%。其中预计小瓶红标水实现高弹性增长，绿瓶水未增加补贴投入的情况下预计体量有所下滑，整体包装水份额预计恢复至 33%左右。今年公司首投东方树叶“开盖有奖”活动，并推出陈皮白茶新品，预计东方树叶在高基数下实现 25%+增长。此外，果汁中水溶 C100 延续亮眼增长，预计贡献主要增量。

规模效应体现明显，整体经营利润率显著提升。2025H1 公司毛利率同比+1.5pct 至 60.3%，主受益于 PET、白糖等原材料成本下降。费用方面，25H1 销售/财务/其他费用分别同比-2.8/-0.1/+0.5pct，管理费用率基本同比持平。分部业绩，包装水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他产品经营利润率分别同比+3.3/+4.3/+5.9/+7.6/+7.4pct，毛利率较低的果汁盈利水平提升明显，包装水随绿瓶占比下降+补贴力度减轻后盈利逐步恢复，同时今年减少促销搭赠活动，销售费用率亦有明显降低。公司今年首设开盖赢奖活动，加大对茶饮料的费用投入后利润率仍有提升。综上 25H1 公司经营净利率同比+4.7pct 至 41.5%，净利率同比+1.6pct 至 29.8%。

盈利预测：公司包装水业务调整恢复速度快于预期，实现高于行业其他竞品的增长，红瓶水市占率恢复明显。下半年公司基数继续走低，红瓶水有望借力舆情事件实现份额快速恢复，东方树叶在开盖赢奖的助推下有望延续稳健增长，同时公司平台化能力在不断增强，规模效应持续凸显，盈利水平有望继续提升。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 502/571/644 亿元，同比+17%/+14%/+13%，归母净利润分别为 147/170/192 亿元，同比+21%/+15%/+13%，对应 PE 为 33/29/25X。我们按照 2026 年业绩给 35 倍 PE，一年目标价为 57.45 港元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42896	50187	57143	64385
营业收入增长率(%)	1%	17%	14%	13%
归母净利(百万元)	12123	14726	16982	19233
净利润增长率(%)	0%	21%	15%	13%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.31	1.51	1.71
市盈率(PE)	28.97	33.00	28.61	25.26

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,072	37,166	57,232	79,778
现金	2,416	12,022	21,577	33,360
应收账款及票据	581	661	756	851
存货	5,013	3,493	3,887	4,389
其他	11,061	20,990	31,012	41,178
非流动资产	34,088	34,271	34,271	34,271
固定资产	21,083	21,083	21,083	21,083
无形资产	214	214	214	214
其他	12,791	12,973	12,973	12,973
资产总计	53,160	71,437	91,503	114,048
流动负债	19,985	23,536	26,620	29,933
短期借款	3,625	4,150	4,645	5,151
应付账款及票据	1,499	2,069	2,316	2,610
其他	14,860	17,317	19,659	22,172
非流动负债	888	888	888	888
长期债务	0	0	0	0
其他	888	888	888	888
负债合计	20,873	24,424	27,508	30,821
普通股股本	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	31,160	45,886	62,868	82,101
归属母公司股东权益	32,287	47,013	63,995	83,227
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	32,287	47,013	63,995	83,227
负债和股东权益	53,160	71,437	91,503	114,048

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,022	17,509	16,705	18,775
净利润	12,123	14,726	16,982	19,233
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,875	0	0	0
营运资金变动及其他	-3,976	2,784	-277	-458
投资活动现金流	-4,502	-8,428	-7,646	-7,497
资本支出	-6,461	0	0	0
其他投资	1,959	-8,428	-7,646	-7,497
筹资活动现金流	-8,062	524	496	505
借款增加	370	524	496	505
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-8,435	0	0	0
其他	3	0	0	0
现金净增加额	-1,459	9,606	9,555	11,783

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,896	50,187	57,143	64,385
其他收入	0	0	0	0
营业成本	17,980	20,255	22,686	25,559
销售费用	9,173	10,539	12,000	13,392
管理费用	1,962	2,007	2,286	2,575
研发费用	306	338	371	423
财务费用	91	0	0	0
除税前溢利	15,788	19,124	22,054	24,978
所得税	3,665	4,399	5,073	5,745
净利润	12,123	14,726	16,982	19,233
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	12,123	14,726	16,982	19,233
EBIT	15,879	19,124	22,054	24,978
EBITDA	18,754	19,124	22,054	24,978
EPS (元)	1.08	1.31	1.51	1.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.54%	17.00%	13.86%	12.67%
归属母公司净利润	0.36%	21.46%	15.32%	13.26%
获利能力				
毛利率	58.08%	59.64%	60.30%	60.30%
销售净利率	28.26%	29.34%	29.72%	29.87%
ROE	37.55%	31.32%	26.54%	23.11%
ROIC	33.95%	28.78%	24.74%	21.76%
偿债能力				
资产负债率	39.26%	34.19%	30.06%	27.02%
净负债比率	3.74%	-16.75%	-26.46%	-33.89%
流动比率	0.95	1.58	2.15	2.67
速动比率	0.70	1.43	2.00	2.52
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.81	0.70	0.63
应收账款周转率	76.03	80.79	80.65	80.15
应付账款周转率	11.00	11.35	10.35	10.38
每股指标 (元)				
每股收益	1.08	1.31	1.51	1.71
每股经营现金流	0.98	1.56	1.49	1.67
每股净资产	2.87	4.18	5.69	7.40
估值比率				
P/E	28.97	33.00	28.61	25.26
P/B	10.88	10.34	7.59	5.84
EV/EBITDA	18.79	25.00	21.26	18.32

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。