

2025 年 08 月 29 日

农夫山泉 (09633. HK)

投资评级：增持（首次）

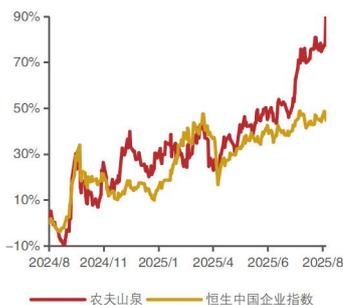
——全品类表现亮眼，盈利能力持续强化

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 27 日

收盘价 (港元)	50.30
一年内最高/最低 (港元)	50.45/23.55
总市值 (百万港元)	565,697.26
流通市值 (百万港元)	253,243.72
资产负债率 (%)	51.28

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **饮料行业龙头，基本面势能强劲。**公司 2025 年上半年实现收入 256.22 亿元，同比增加 15.56%，实现归母净利润 76.22 亿元，同比增长 22.16%。公司上半年收入分品类来看，所有品类均实现双位数增长，基本面发展势能强劲。
- **包装水业务舆情影响基本减退，茶饮料维持高增态势，其他系列产品亦全面增长。**1) 包装水：25H1 公司包装水业务实现收入 94.43 亿元。同比增长 10.7%，占公司总体营业收入达 36.9%，净利率对比上年同期增长 3.3pct 至 35.4%，此前网络舆情影响基本减退。公司上半年新增湖南八大公山、四川龙门山、西藏念青唐古拉山 3 大水源地，公司水源地增至 15 个，核心竞争力优势不断加强。2) 茶饮料：25H1 公司茶饮料业务实现收入 100.89 亿元，同比增长 19.7%，占收入比重对比上年同期提高 1.4pct 至 39.4%，成为公司当前占比最高的业务，净利率对比上年同期提升 4.3pct 至 48.4%，公司亦持续丰富无糖和有糖茶产品矩阵，其中东方树叶新推陈皮白茶口味，有糖茶推出 100%真茶叶萃取的碳酸茶饮新品冰茶，配合开盖赢奖等营销活动，进一步拓展茶饮料市场。3) 其他系列：功能饮料/果汁饮料/其他饮料分别实现收入 28.98/25.64/6.29 亿元，分别同比+13.6%/+21.3%/+14.8%，净利率对比上年同期分别+5.9/+7.7/+7.4pct 至 47.1%/31.3%/36.4%，盈利能力维持高水平，功能饮料方面公司持续通过体育赛事加强品牌曝光，果汁饮料方面亦丰富 17.5°系列 100%鲜果冷压榨橙汁 900ml 大瓶装，并成为山姆超市热销产品，除上述产品品类外，公司亦积极拓展苏打水、咖啡饮料等新品类，效果良好。
- **成本红利叠加费率降低助力盈利改善。**公司上半年综合毛利率 60.3%，对比上年同期提升 1.5pct，主要系受益于 PET、纸箱等原料采购成本下降，费用方面销售及分销/管理/其他开支/财务费用率分别对比上年同期 -2.8/+0.1/+0.5/-0.1pct 至 19.6%/4.2%/0.5%/0.1%，销售及分销费用率降低主要系广告及促销费用较去年同比下降和发货产品数量结构变化导致的运输费用下降，费用整体水平控制良好，成本红利叠加费用降低助力公司盈利实现改善，归母净利率对比上年同期增长 1.6pct 至 29.75%，表现亮眼。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 140.88/161.29/181.98 亿元，对应 PE 分别为 37/32/29 倍，我们选取的可比公司东鹏饮料、百润股份、欢乐家 2025 年 PE 均值为 47 倍。我们认为公司作为平台型饮料企业，当前基本面势能强劲，基本面高增趋势不改，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**水源地污染，原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	42667.22	42895.99	50273.22	56864.52	63110.10
同比增长率 (%)	28.36%	0.54%	17.20%	13.11%	10.98%
归母净利润 (百万元)	12079.50	12123.30	14087.88	16128.78	18197.69
同比增长率 (%)	42.19%	0.36%	16.20%	14.49%	12.83%
每股收益 (元/股)	1.07	1.08	1.25	1.43	1.62
ROE (%)	42.28%	37.55%	38.58%	39.00%	38.87%
市盈率 (P/E)	38.82	28.97	36.94	32.27	28.60

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,896	50,273	56,865	63,110	货币资金	2,416	3,038	2,627	4,096
增长率	0.5%	17.2%	13.1%	11.0%	应收款项	1,800	2,109	2,386	2,648
营业成本	17,980	19,476	21,973	24,323	存货	5,013	5,430	6,126	6,781
%销售收入	41.9%	38.7%	38.6%	38.5%	其他流动资产	9,843	9,874	10,205	10,536
毛利	24,916	30,797	34,892	38,787	流动资产	19,072	20,451	21,344	24,061
%销售收入	58.1%	61.3%	61.4%	61.5%	权益性投资	0	5	10	15
其他收入	0	0	0	0	固定资产	21,083	21,792	22,400	22,921
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	214	230	256	275
销售费用	9,173	9,997	11,137	12,045	非流动资产	34,088	40,000	45,639	51,184
%销售收入	21.4%	19.9%	19.6%	19.1%	资产总计	53,160	60,452	66,983	75,245
管理费用	1,962	2,275	2,545	2,793	应付款项	1,499	1,624	1,832	2,028
%销售收入	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	短期借款	3,625	4,001	3,192	3,625
研发费用	306	359	406	451	其他流动负债	14,860	17,426	19,719	21,892
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	流动负债	19,985	23,050	24,743	27,546
财务费用	91	47	29	33	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	其他长期负债	888	888	888	888
息税前利润 (EBIT)	15,879	18,370	21,006	23,700	非流动负债	888	888	888	888
%销售收入	37.0%	36.5%	36.9%	37.6%	负债总计	20,873	23,938	25,631	28,434
投资收益	0	0	-1	-1	归属母公司股东权益	32,287	36,514	41,352	46,811
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	15,788	18,323	20,977	23,668	负债股东权益合计	53,160	60,452	66,983	75,245
利润率	36.8%	36.4%	36.9%	37.5%					
所得税	3,665	4,235	4,848	5,470	比率分析				
所得税率	23.2%	23.1%	23.1%	23.1%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	12,123	14,088	16,129	18,198	每股指标				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	1.08	1.25	1.43	1.62
归属于母公司的净利润	12,123	14,088	16,129	18,198	每股净资产	2.87	3.25	3.68	4.16
增长率	0.4%	16.2%	14.5%	12.8%	每股经营现金净流	0.98	1.71	1.86	2.05
净利率	28.3%	28.0%	28.4%	28.8%	每股股利	0.76	0.88	1.00	1.13
					回报率				
					净资产收益率	37.55%	38.58%	39.00%	38.87%
					总资产收益率	22.81%	23.30%	24.08%	24.18%
					投入资本收益率	33.95%	34.86%	36.26%	36.13%
					增长率				
					营业收入增长率	0.54%	17.20%	13.11%	10.98%
					EBIT增长率	7.32%	15.68%	14.35%	12.83%
					净利润增长率	0.36%	16.20%	14.49%	12.83%
					总资产增长率	8.19%	13.72%	10.81%	12.33%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	4.7	4.5	4.6	4.6
					存货周转天数	81.1	96.5	94.7	95.5
					应付账款周转天数	32.7	28.9	28.3	28.6
					固定资产周转天数	160.6	153.5	139.9	129.3
					偿债能力				
					流动比率	0.95	0.89	0.86	0.87
					速动比率	0.70	0.65	0.61	0.63
					净负债/股东权益	3.74%	2.64%	1.37%	-1.00%
					EBIT利息保障倍数	173.6	192.7	233.6	278.1
					资产负债率	39.26%	39.60%	38.27%	37.79%

现金流量表				
单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	12,123	14,088	16,129	18,198
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金变动	-2,935	1,953	1,518	1,441
其他变动	1,834	3,192	3,290	3,373
经营活动现金流量净额	11,022	19,233	20,936	23,012
资本开支	-6,461	-4,030	-4,041	-4,035
投资	1,878	-5,025	-5,325	-5,325
其他	81	25	208	207
投资活动现金流量净额	-4,502	-9,029	-9,158	-9,153
股权募资	0	0	0	0
债权募资	370	375	-808	433
其他	-8,432	-9,957	-11,380	-12,824
筹资活动现金流量净额	-8,062	-9,582	-12,188	-12,391
现金净变动	-1,459	622	-411	1,468

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。