

证券研究报告

公司研究

点评报告

农夫山泉(9633.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

王雪骄 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500525070002

联系电话: 13734713119

邮箱: wangxuejiao@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《农夫山泉：卡位精准，产品创新驱动品牌长青》

# 成本红利+规模效应，盈利能力提升显著

2025年8月30日

事件:公司发布2025年中期业绩,实现营业收入256.22亿元,同比+15.6%,归母净利润76.22亿元,同比+22.1%。

点评:

- **网络舆情影响减退，包装饮用水收入恢复增长。**2025H1 受益于网络舆情的影响减退，公司包装水收入同比+10.69%至 94.43 亿元，分部盈利能力同比+3.29pct 至 35.44%。从包装水品类来讲，产品较难做出口味差异化，因此市场担忧，在消费者经历了 2024 年包装水价格战之后，零售定价 2 元的红瓶水能否拿回市场份额。面对网络疫情，公司积极应对，一方面在 2024 年 4 月推出纯净水产品应对价格战，通过红瓶天然水、绿瓶纯净水对比，让消费者意识到产品的差异。另一方面，今年上半年，在网络舆情逐渐消退下，公司通过发布涵盖图文、短视频、户外楼宇、机场广告等多媒体内容和消费者持续沟通天然水源、透明工厂的核心信息。消费者对农夫山泉天然健康的品牌理念的认同成为公司能够快速恢复市场份额的重要因素。2025 年 6 月，公司全面推出农夫山泉纯透食用冰，在山姆会员店上架销售，受到年轻消费者的广泛欢迎。此外，2025H1 公司新增湖南八大公山、四川龙门山、西藏念情唐古拉山三个水源地投入使用，进一步完善水源地布局，目前已经在全国拥有 15 个水源地。
- **茶饮料积极上新，成为收入第一大品类。**2025H1 茶饮料收入同比+19.68%至 100.89 亿元，分部盈利能力同比+4.27pct 至 48.36%。我们认为主要系在健康化、少糖化的消费趋势下，无糖茶东方树叶和茶π继续保持了较好的增长。新品方面，公司 5 月上市陈皮白茶口味，进一步丰富了品牌在六大茶类中的产品布局。我们认为，展望无糖茶行业发展，凭借完善的产品布局、消费者对品牌的认可度，东方树叶有望持续赢得行业增量的大部分份额。此外，公司推出碳酸茶饮料新品冰茶，同时匹配开盖有奖的活动，满足消费者对有糖茶的需求。2025H1 公司功能饮料收入同比+13.65%至 28.98 亿元，分部盈利能力同比+5.89pct 至 47.07%；果汁收入同比+21.29%至 25.64 亿元，分部盈利能力同比+7.71pct 至 31.32%。
- **上半年毛利率改善 1.55pct，销售费用率下降 2.86pct。**2025H1 公司毛利率同比+1.55pct 至 60.32%，主要系 pet、纸箱、白糖价格下降带来的成本红利。2025H1 销售及分销开支同比+0.8%至 50.11 亿元，销售费用率同比-2.86pct 至 19.56%，主要系广告及促销开支率、物流费用率下降；管理费用 10.68 亿元，同比+16.93%，管理费用率 4.17%，同比+0.05pct。综上，公司股东应占溢利 76.22 亿元，同比+22.16%，股东应占溢利率 29.75%，同比+1.61pct。
- **盈利预测与投资评级：**农夫山泉是饮料行业内成长能力、盈利性、规模皆处于领先地位的标的，在水+饮料双引擎发展格局下，强大的产品创新能力驱动品牌长青。公司一直坚持“天然、健康”的发展战略，我们认为这也是国内饮品行业的长期发展趋势。我们预计农夫山泉 2025-2027 年 EPS 分别 1.35 元、1.64 元、1.88 元，对应 2025 年 8 月 30 日收盘价（港币 49.98 元/股、人民币 45.98 元/股）PE 为 34、28、24 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素：老品改良或新品推出后销量增长不及预期、原材料价格波动

重要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	42,667	42,896	49,613	55,629	61,062
增长率 YoY %	28.36%	0.54%	15.66%	12.13%	9.77%
归母净利润(百万元)	12,079	12,123	15,165	18,411	21,134
增长率 YoY%	42.19%	0.36%	25.09%	21.41%	14.79%
毛利率%	59.55%	58.08%	60.54%	62.65%	64.46%
净资产收益率 ROE%	42.28%	37.55%	40.34%	41.81%	41.09%
EPS(元)	1.07	1.08	1.35	1.64	1.88
市盈率 P/E(倍)	38.82	28.97	34.10	28.09	24.47
市净率 P/B(倍)	16.35	10.88	13.76	11.74	10.05

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编：100031

**附录：公司财务预测表**

单位：百万元

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	19,072	26,942	36,903	47,374
现金	2,416	10,715	19,897	29,552
应收账款及票据	581	675	734	828
存货	5,013	4,894	5,194	5,426
其他	11,061	10,657	11,078	11,569
<b>非流动资产</b>	34,088	34,344	33,033	31,934
固定资产	21,083	19,771	18,655	17,707
无形资产	214	1,569	1,334	1,134
其他	12,791	13,003	13,043	13,093
<b>资产总计</b>	53,160	61,285	69,935	79,308
<b>流动负债</b>	19,985	22,802	25,008	26,985
短期借款	3,625	3,625	3,625	3,625
应付账款及票据	1,499	1,990	2,112	2,206
其他	14,860	17,187	19,271	21,153
<b>非流动负债</b>	888	888	888	888
长期债务	0	0	0	0
其他	888	888	888	888
<b>负债合计</b>	20,873	23,690	25,896	27,873
普通股股本	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	31,160	36,468	42,912	50,309
归属母公司股东权益	32,287	37,595	44,039	51,436
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	32,287	37,595	44,039	51,436
<b>负债和股东权益</b>	53,160	61,285	69,935	79,308
<b>现金流量表</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>经营活动现金流</b>	11,022	20,058	21,140	23,178
净利润	12,123	15,165	18,411	21,134
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,875	3,457	3,351	3,148
营运资金变动及其他	-3,976	1,436	-622	-1,104
<b>投资活动现金流</b>	-4,502	-1,746	165	370
资本支出	-6,461	-3,500	-2,000	-2,000
其他投资	1,959	1,754	2,165	2,370
<b>筹资活动现金流</b>	-8,062	-10,013	-12,123	-13,893
借款增加	370	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-8,435	-10,013	-12,123	-13,893
其他	3	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-1,459	8,299	9,182	9,655

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	42,896	49,613	55,629	61,062
其他收入	0	0	0	0
<b>营业成本</b>	17,980	19,576	20,778	21,703
销售费用	9,173	9,617	10,227	11,226
管理费用	1,962	2,170	2,433	2,671
研发费用	306	354	397	436
财务费用	91	132	49	-43
<b>除税前溢利</b>	15,788	19,695	23,911	27,448
所得税	3,665	4,530	5,500	6,314
<b>净利润</b>	12,123	15,165	18,411	21,134
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	12,123	15,165	18,411	21,134
EBIT	15,879	19,827	23,960	27,405
EBITDA	18,754	23,284	27,311	30,553
EPS (元)	1.08	1.35	1.64	1.88

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.54%	15.66%	12.13%	9.77%
归属母公司净利	0.36%	25.09%	21.41%	14.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.08%	60.54%	62.65%	64.46%
销售净利率	28.26%	30.57%	33.10%	34.61%
ROE	37.55%	40.34%	41.81%	41.09%
ROIC	33.95%	37.04%	38.71%	38.32%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.26%	38.66%	37.03%	35.14%
净负债比率	3.74%	-18.86%	-36.95%	-50.40%
流动比率	0.95	1.18	1.48	1.76
速动比率	0.70	0.97	1.27	1.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.87	0.85	0.82
应收账款周转率	76.03	78.97	78.97	78.23
应付账款周转率	11.00	11.22	10.13	10.05
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.08	1.35	1.64	1.88
每股经营现金流	0.98	1.78	1.88	2.06
每股净资产	2.87	3.34	3.92	4.57
<b>估值比率</b>				
P/E	28.97	34.10	28.09	24.47
P/B	10.88	13.76	11.74	10.05
EV/EBITDA	18.79	21.91	18.34	16.08

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 15% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。