

买入
包装水业务回暖，盈利能力亮眼
农夫山泉 (9633.HK)

2025-09-01 星期一

【投资要点】

目标价: **60.0 港元**
 现价: **49.98 港元**
 预计升幅: **20.0%**

重要数据

日期	2025-8-29
收盘价 (港元)	49.98
总股本 (亿股)	112.46
总市值 (亿港元)	5,621
净资产 (亿元)	313.7
总资产 (亿元)	643.9
52 周高低 (港元)	23.55/50.45
每股净资产 (元)	2.789

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

钟睺睺 84.03%

相关报告

农夫山泉(9633.HK)首发报告-20201222
 农夫山泉(9633.HK)更新报告-20210330
 农夫山泉(9633.HK)更新报告-20210830
 农夫山泉(9633.HK)更新报告-20220829
 农夫山泉(9633.HK)即时点评-20230829
 农夫山泉(9633.HK)更新报告-20250407

研究部

姓名: 李芳芳

SFC: BJO038

电话: 0755-82846267

Email: liff@gzyq.com.hk

➤ 收入稳步增长，利润率创新高

2025 上半年，公司实现收入 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%；归母净利率 29.7%，同比提升 1.6 个百分点，公司净利率创历史新高。

➤ 包装饮用水业务受舆论影响消退，茶饮业务维持高增速

2025 上半年，公司水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别实现 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元，同比+10.7%/19.7%/13.6%/21.3%/14.8%。公司包装水业务受去年网络舆情的影响在减退，今年上半年销售逐步回升。茶饮业务延续高增，上半年东方树叶推出新品陈皮白茶，同时开展一元换购、最高 666 元红包等促销活动，有效拉新并提升复购。此外，公司功能饮料和果汁等品类同样保持高增长。

➤ 成本红利叠加费用管控，盈利能力亮眼

2025 上半年，公司毛利率 60.3%，同比提升 1.5 个百分点，主要得益于 PET、纸箱、糖等大宗原材料价格下降。费用方面，销售及分销/管理/其他开支/财务费用率分别为 19.6%/4.2%/0.5%/0.1%，同比-2.8/+0.1/+0.5/-0.1 百分点，销售及分销费用率降低主要因广告及促销费用同比下降和发货产品数量结构变化导致的运输费用下降。成本红利叠加费用管控，公司盈利表现亮眼，归母净利率同比提升 1.6 个百分点至 29.7%。

➤ 给予“买入”评级，目标价 60 港元/股

公司包装水业务恢复增长，茶饮受益健康化趋势保持高势能，新品布局有望贡献新的增量。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 145/163/180 亿元，同比增长 19.9%/12.2%/10.6%，给予 60.0 港元/股目标价，对应 2025 年 42 倍 PE，较现价有 20% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	42,667	42,896	50,059	56,529	62,644
同比增长	28.4%	0.5%	16.7%	12.9%	10.8%
毛利率	59.5%	58.1%	59.3%	59.7%	59.7%
归母净利润	12,079	12,123	14,539	16,307	18,032
同比增长	42.2%	0.4%	19.9%	12.2%	10.6%
净利率	28.3%	28.3%	29.0%	28.8%	28.8%
每股盈利(元)	1.07	1.08	1.29	1.45	1.60
PE@49.98HKD	42.4	42.3	35.2	31.4	28.4

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 收入稳步增长，利润率创新高

2025 上半年，公司实现收入 256.22 亿元，同比增长 15.56%；实现归母净利润 76.22 亿元，同比增长 22.16%；归母净利率 29.7%，同比提升 1.6 个百分点，公司净利率创历史新高。

公司持续推进品牌、产品及渠道建设，下半年将延续长期战略原则，坚持品牌持续建设、新品轮换推出及渠道基础建设的长期主义方向。从产品看，目前水和茶饮在公司内部占比最大，未来仍将作为核心品类重点发展。同时，在资源与机会允许的情况下，公司寻找功能饮料与果汁领域的发展机遇。渠道上，公司已与山姆会员店等渠道商开展合作，近期推出 17.5 度橙汁、纯透食用冰、桦树汁饮料等定制产品，此类合作通过消费者与市场反馈推动产品创新，且公司高品质产品契合新兴渠道中高端用户需求，消费者反馈良好。

图 1：公司收入及增速（单位：亿元）

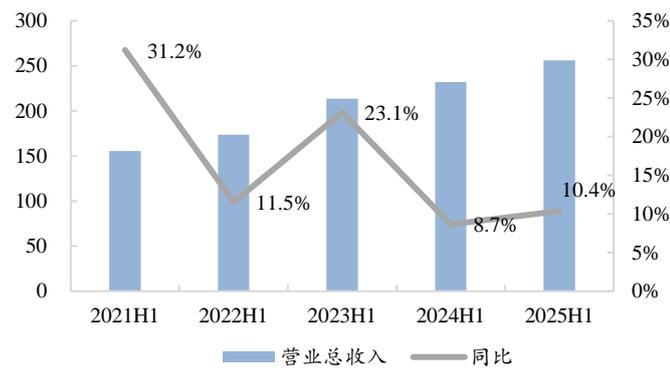
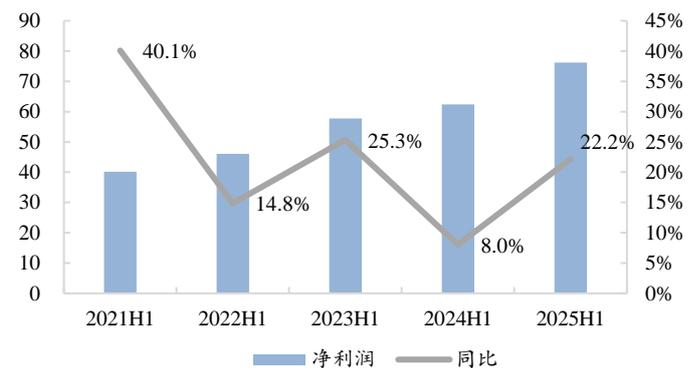


图 2：公司净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 包装饮用水业务受舆论影响消退，茶饮业务维持高增速

2025 上半年，公司水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别实现 94.4/100.9/29.0/25.6/6.3 亿元，同比+10.7%/19.7%/13.6%/21.3%/14.8%，各品类均实现增长。

公司包装水业务受去年网络舆情的影响在减退，今年上半年销售逐步回升，水业务主流价格带为 2 元，过去销售增长同时来自铺货扩张与单点复购提升。铺货方面，偏远及乡村市场仍以一元水为主，公司通过水源地建设与水知识教育推动消费者向 2 元水价格带渗透；单点提升方面，与销售执行、补货，及水知识宣传等相关。长期看，水作为稳定增长大品类，市场年保持稳定增长率。

茶饮方面，今年上半年东方树叶推出新品陈皮白茶，填补六大茶类空缺，市场反响良好；同时开展一元换购、最高 666 元红包等促销活动，有效拉新并提升复购，推动茶品类整体实现较好增长。当前茶品类已成为第一大品类，未来仍有增长空间。

➤ 成本红利叠加费用管控，盈利能力亮眼

2025 上半年，公司毛利率 60.3%，同比提升 1.5 个百分点，主要得益于 PET、纸箱、糖等大宗原材料价格下降。费用方面，销售及分销/管理/其他开支/财务费用率分别为 19.6%/4.2%/0.5%/0.1%，同比-2.8/+0.1/+0.5/-0.1 百分点，销售及分销费用率降低主要因广告及促销费用同比下降和发货产品数量结构变化导致的运输费用下降。成本红利叠加费用管控，公司盈利表现亮眼，扣非归母净利率同比提升 2.8 个百分点至 29.7%。

图 3：公司毛利率趋势

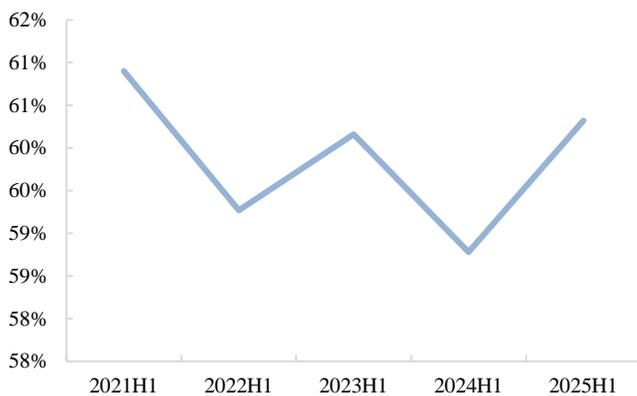
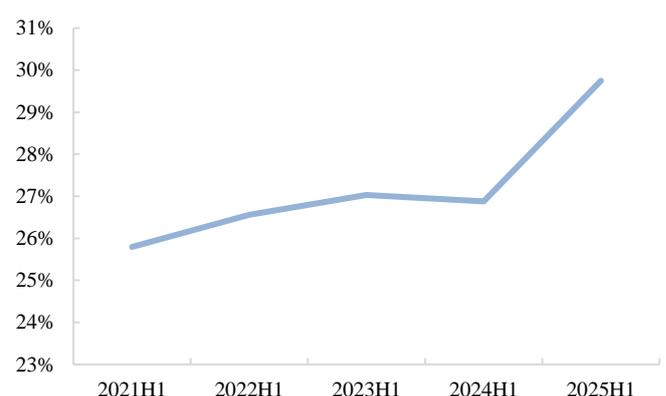


图 4：公司扣非归母净利率趋势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 60.0 港元/股

公司包装水业务恢复增长，茶饮受益健康化趋势保持高势能，新品布局有望贡献新的增量。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 145/163/180 亿元，同比增长 19.9%/12.2%/10.6%，给予 60.0 港元/股目标价，对应 2025 年 42 倍 PE，较现价有 20% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20250829）

公司名称	代码	收盘价 (港元)	市值 (亿港元)	营业收入增速		归母净利润增		PE	
				FY1	FY2E	FY1	FY2E	FY1	FY2E
康师傅控股	0322.HK	11.0	622	0.3%	0.4%	19.8%	14.4%	14.1	13.3
统一企业中国	0220.HK	9.3	402	6.1%	7.6%	10.9%	22.2%	16.9	16.2
华润饮料	2460.HK	11.4	274	0.1%	6.0%	23.1%	17.4%	15.9	13.0
维他奶国际	0345.HK	9.1	96	-2.0%	0.9%	154.5%	101.7%	61.9	45.9
农夫山泉	9633.HK	49.98	5621	0.5%	16.7%	0.4%	19.9%	42.3	35.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 原材料成本上涨超出预期；
2. 市场竞争加剧；
3. 水源地被污染；
4. 食品安全等；

【财务报表摘要】

利润表	单位:人民币百万元				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,667	42,896	50,059	56,529	62,644
营业成本	(17,260)	(17,980)	(20,385)	(22,766)	(25,244)
毛利	25,407	24,916	29,674	33,764	37,400
销售费用	(9,284)	(9,173)	(10,211)	(11,674)	(13,045)
管理费用	(2,162)	(1,962)	(2,124)	(2,334)	(2,525)
其他收益	850	1,263	885	885	884
其他支出	(14)	(30)	(14)	(14)	(14)
财务费用	892	775	724	611	784
除税前溢利	15,688	15,788	18,934	21,236	23,483
所得税	(3,609)	(3,665)	(4,395)	(4,929)	(5,451)
净利润	12,079	12,123	14,539	16,307	18,032
归母净利润	12,079	12,123	14,539	16,307	18,032
少数股东损益	0	0	0	0	0
增长					
总收入 (%)	28.4%	0.5%	16.7%	12.9%	10.8%
净利润 (%)	42.2%	0.4%	19.9%	12.2%	10.6%
资产负债表	单位:人民币百万元				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,461	19,072	24,116	29,663	36,343
存货	3,092	5,013	5,684	6,347	7,038
贸易应收账款	547	581	678	766	849
其他应收款	695	1,218	1,422	1,605	1,779
货币资金	24,125	10,722	14,795	19,407	25,139
非流动资产	20,676	34,088	37,328	40,019	42,129
固定资产	17,180	21,083	24,054	26,377	28,001
无形资产	74	72	68	62	56
递延税项资产	921	1,088	1,088	1,088	1,088
其他非流动资产	2,501	11,846	12,119	12,491	12,984
资产总计	49,137	53,160	61,444	69,682	78,472
流动负债	19,877	19,985	22,277	24,458	26,713
贸易应付账款	1,770	1,499	1,700	1,898	2,105
其他应付款	9,289	9,544	10,820	12,084	13,399
其他流动负债	8,817	8,942	9,756	10,475	11,208
非流动负债	690	888	888	888	888
租赁负债	31	66	66	66	66
其他非流动负债	658	823	823	823	823
负债合计	20,566	20,873	23,165	25,346	27,601
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	27,446	31,163	37,154	43,211	49,746
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	28,571	32,287	38,279	44,335	50,871
负债及权益合计	49,137	53,160	61,444	69,682	78,472

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率	59.5%	58.1%	59.3%	59.7%	59.7%
净利率	28.3%	28.3%	29.0%	28.8%	28.8%
ROE	42.3%	37.5%	38.0%	36.8%	35.4%
ROA	24.6%	22.8%	23.7%	23.4%	23.0%
营运表现					
SG&A/收入	26.8%	26.0%	24.6%	24.8%	24.9%
有效税率	23.0%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%
应收账款周转天数	4.68	4.95	4.95	4.95	4.95
应付账款周转天数	37.43	30.44	30.44	30.44	30.44
存货周转天数	65.38	101.76	101.76	101.76	101.76
偿债能力					
资产负债率	41.9%	39.3%	37.7%	36.4%	35.2%
流动比率	1.43	0.95	1.08	1.21	1.36
速动比率	1.28	0.70	0.83	0.95	1.10
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
除税前利润	15,688	15,788	18,934	21,236	23,483
折旧和摊销	2,631	2,875	3,356	3,814	4,259
营运资金的变动	3,198	(2,517)	983	999	1,066
经营活动现金流量	17,305	12,505	19,216	21,367	23,599
资本性支出	(4,863)	(6,170)	(6,596)	(6,504)	(6,369)
其他投资活动	(9,421)	(9,266)	0	0	0
投资活动现金流量	(14,284)	(15,435)	(6,596)	(6,504)	(6,369)
支付股利合计	(7,646)	(8,435)	(8,547)	(10,250)	(11,497)
其他筹资活动	624	669	0	0	0
融资活动现金流量	(7,022)	(7,766)	(8,547)	(10,250)	(11,497)
汇率变动	56	0	0	0	0
现金净变动	(4,001)	(10,696)	4,073	4,612	5,732
每股资料(元)					
每股收益	1.07	1.08	1.29	1.45	1.60
每股经营现金	1.54	1.11	1.71	1.90	2.10
每股净资产	2.54	2.87	3.40	3.94	4.52
估值比率(倍)					
PE	42.4	42.3	35.2	31.4	28.4
PB	17.9	15.9	13.4	11.6	10.1

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>