

经营强势复苏，尽显龙头风范

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025 年上半年实现营收 256.2 亿元, 同比+15.6%; 实现归母净利润 76.2 亿元, 同比+22.1%。公司业绩超预期。
- **包装水业务稳健复苏, 茶饮料延续高增势头。** 分品类看, 包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料、其他产品分别实现销售收入 94.4 亿元 (+10.7%)、100.9 亿元 (+19.7%)、29.0 亿元 (+13.6%)、25.6 亿元 (+21.3%)、6.3 亿元 (+14.8%)。1) 包装水: 业务受去年网络舆情影响逐步消退, 销售稳健回升。公司持续深化“天然水源, 透明工厂”的品牌心智建设, 并推出高端纯透食用冰等新品, 开拓新消费场景。2) 茶饮料: 收入占比提升至 39.4%, 首次超越包装水成为第一大业务板块。东方树叶通过季节限定、开盖赢奖活动及陈皮白茶新口味持续巩固市场领先地位, 新品碳酸茶“冰茶”的推出进一步丰富产品矩阵。3) 果汁饮料: 增速最为亮眼, 17.5° 系列新品蓝靛果混合汁及大瓶装橙汁在山姆等渠道热销, 带动品类高速增长。
- **成本红利叠加费用优化, 盈利能力显著提升。** 1、25 年上半年毛利率为 60.3%, 同比+1.5pp。毛利率提升主要得益于 PET、纸箱等包装物料及白糖等原材料采购成本下降。2、25 年上半年销售费用率为 19.6%, 同比-2.8pp, 改善显著, 主要系广告及促销开支同比下降, 以及饮料产品占比提升优化了物流费率。管理费用率 4.2%, 同比基本持平。3、25 年上半年净利率为 29.8%, 同比+2.9pp。
- **核心业务优势稳固, 持续创新打开成长空间。** 公司包装水业务已走出去年舆论事件影响, 市占率稳步回升。无糖茶赛道景气度持续, 东方树叶作为绝对龙头, 品牌势能强劲, 未来在渠道下沉和新品类拓展方面仍有较大空间。公司产品矩阵以天然健康为主基调, 有望享受健康化趋势的红利, 公司在敏锐的消费者洞察与强渠道力支撑下持续拓新, 具备高质量发展基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 150.0 亿元、175.7 亿元、202.0 亿元, EPS 分别为 1.33 元、1.56 元、1.80 元。公司作为软饮料行业龙头, 包装水基本盘稳固, 茶饮料第二增长曲线强劲, 产品创新和渠道能力构筑了深厚护城河, 长期成长性确定, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端需求低迷、新品拓展不及预期、原材料价格大幅波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	428.96	502.89	580.69	658.28
增长率	0.54%	17.24%	15.47%	13.36%
归属母公司净利润 (亿元)	121.23	150.01	175.67	201.97
增长率	0.36%	23.74%	17.10%	14.97%
每股收益 EPS (元)	1.08	1.33	1.56	1.80
PE	42.46	34.31	29.30	25.49
PB	15.94	13.67	11.71	10.05

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	24.35-50.3
3 个月平均成交量(百万)	7.52
流通股数(亿)	112.46
市值(亿)	5,645.73

相关研究

1. 农夫山泉 (9633.HK): 包装水短期承压, 旺季将至修复可期 (2025-03-28)

盈利预测

关键假设：

1) 包装饮用水业务：公司以中大规格包装水渗透家庭和餐饮场景，销量增长稳健。预计 2025-2027 年包装饮用水业务销量分别同比+15%、+12%、+10%，吨价分别同比-3%、-2%、-1%。

2) 软饮料业务：

① 茶饮料：健康风尚盛行，无糖茶饮东方树叶契合消费升级需求保持高增长趋势，季节性新品龙井新茶、黑乌龙等口味推出有望驱动增速进一步提升；明星单品茶π推出较多 SKU 组合，生命周期仍较长。预计 2025-2027 年茶饮料销量分别同比+20%、+18%、+15%，吨价分别同比+1.5%、+1.5%、+1.5%。

② 功能饮料：等渗尖叫切入高强度运动饮料市场，维他命水深入年轻消费群体圈层，保持快速增长。预计 2025-2027 年功能饮料销量分别同比+15%、+13%、+10%，吨价分别同比+1%、+1%、+1%。

③ 果汁饮料：中高浓度品类市场空间不断扩大，公司 17.5° 和 NFC 果汁系列继续占据果汁高端品牌阵营，成为最大推动力。预计 2025-2027 年果汁饮料销量分别同比+20%、+18%、+15%，吨价分别同比+1.8%、+1.9%、+2%。

④ 其他业务：公司在延续主抓经营效率、聚焦资源策略的同时继续培育新品类前瞻性布局，新产品生命周期和品牌稳定性尚不确定，爆发尚待消费趋势契机来临。预计 2025-2027 年销量分别同比+18%、+15%、+12%，吨价分别同比-1%、-1%、-1%。

表 1：分业务收入及毛利率（单位：人民币）

分业务情况（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
合计				
收入	429.0	502.9	580.7	658.2
yoy	0.5%	17.2%	15.5%	13.4%
成本	179.8	207.2	238.1	268.6
毛利率	58.1%	58.8%	59.0%	59.2%
包装水				
收入	159.5	177.9	195.3	212.7
yoy	-21.3%	11.6%	9.8%	8.9%
销量（万吨）	1,649.8	1897.3	2125.0	2337.5
yoy	-18.0%	15.0%	12.0%	10.0%
吨价（元/吨）	966.9	937.9	919.1	909.9
yoy	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%
茶饮料				
收入	167.5	204.0	244.3	285.1
yoy	32.3%	21.8%	19.8%	16.7%
销量（万吨）	361.6	433.9	512.0	588.8
yoy	30.0%	20.0%	18.0%	15.0%

分业务情况 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
吨价 (元/吨)	4,631.4	4,700.9	4,771.4	4,843.0
yoy	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
功能饮料				
销售收入	49.3	57.3	65.4	72.6
yoy	0.6%	16.2%	14.1%	11.1%
销量 (万吨)	126.0	144.9	163.7	180.1
yoy	2.0%	15.0%	13.0%	10.0%
吨价 (元/吨)	3,914.7	3,953.1	3,992.2	4,032.2
yoy	-1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
果汁饮料				
销售收入	40.9	49.9	60.0	70.4
yoy	15.6%	22.2%	20.2%	17.3%
销量 (万吨)	75.9	91.1	107.5	123.6
yoy	12.0%	20.0%	18.0%	15.0%
吨价 (元/吨)	5,381.0	5,478.8	5,580.3	5,691.9
yoy	3.2%	1.8%	1.9%	2.0%
其他产品				
销售收入	11.8	13.8	15.7	17.4
yoy	-9.8%	16.8%	13.9%	10.9%
销量 (万吨)	25.5	30.1	34.6	38.8
yoy	-5.0%	18.0%	15.0%	12.0%
吨价 (元/吨)	4,632.1	4,585.8	4,539.9	4,494.5
yoy	-5.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
