

持续精进的中国软饮料巨头

华泰研究

2025年12月19日 | 中国香港

动态点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

59.23

吕若晨

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828

研究员

lvruochen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王可欣

SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215

研究员

wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

中央财办表示扩内需是明年排首位的重点任务，内需主题预期凸显。农夫山泉作为软饮料龙头企业，25年饮料行业受到外卖平台价格战的影响，但公司经营稳健性突出。具体来看，公司包装水业务已走出此前的舆论低谷，25年以来持续扩张市场份额，且公司的经营重心由绿瓶纯净水转回至红瓶天然水，无糖茶业务延续较好的收入成长速度，加速向下沉市场渗透，进一步收获市场份额，NFC果汁、碳酸茶、养生水（如白桦树汁）等品类持续加强消费者培育。利润端，25H2成本红利持续释放，公司费用管控能力较强，未无序参与价格竞争，盈利能力有望保持稳健。此外，“1元乐享”等手段加强了公司的数字化运作能力，强化渠道与消费者链接，在后续的发展过程中有望助力公司持续向上，平台型企业根基稳固，维持“买入”。

收入端：26年包装水业务仍有提升空间，东方树叶有望延续成长

1) 包装水：公司已走出24年舆情低谷，且公司的经营重心由绿瓶纯净水转回至红瓶天然水，据马上赢，25年9月末，公司包装水市占率稳居行业第一（33.0%），较24年4月的低点（28.2%）提升4.8pct，品牌韧性凸显；2) 即饮茶：伴随下沉市场渗透率提升，25年以来，无糖茶行业规模预计延续双位数增长，东方树叶持续领跑行业，25H1市场份额在高位实现小幅提升。公司通过碳酸茶新品，积极培育新的增长点。3) 果汁：公司果汁业务增长结构清晰，农夫果园满足下沉市场需求，水溶C100需求保持旺盛，据马上赢，水溶C100在非冷藏即饮果汁的市占率25Q3已提至10.4%（同比+3.2pct），NFC果汁仍处消费者教育阶段、后续有望持续增长。

利润端：成本&费用管控能力较强，盈利能力保持稳健

25Q3外卖平台价格战对于软饮行业产生冲击，部分市场参与者加大费用投放力度，市场对于25H2公司的利润端有一定担忧，我们认为公司成本&费用管控能力较强，盈利能力有望保持稳健。原料端，据Wind，25年1-11月PET树脂价格同比下跌12.3%，成本红利持续释放。考虑公司全年原物料的锁定节奏，我们预计25H2原物料表现延续25H1趋势。费用端，公司持续展现出优秀的运营效率，25H2预计没有24H2奥运会相关一次性宣传费用，同比基数有利，此外，在行业竞争加剧的背景下、公司销售与管理费用率预计控制得当，未无序参与价格竞争，预计25H2公司利润率保持稳健。

展望未来：26年增势可期，平台型企业可看长远

展望26年，我们预计公司整体收入同比+14%，其中包装水业务有望在主要竞争对手管理层变动的窗口期进一步获取份额，巩固公司业务基本盘；无糖茶持续聚焦于规格拓展与场景延伸，预计仍处于成长通道，远未触及天花板，26年公司针对部分口味产品继续进行900ml及335ml规格的扩容；NFC果汁、养生水、即饮咖啡等新品亦在逐步培育，均具备一定的放量潜能。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，看好公司在敏锐的消费者洞察与强渠道力支撑下持续拓新。此外，公司以中国香港为起点，积极开拓境外业务，未来成长天花板进一步打开。

盈利预测与估值

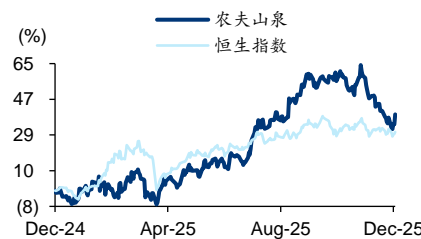
考虑25H2的行业竞争压力与后续公司各业务条线的成长性，我们预计25-27年归母净利149/173/195亿（较前次-1%/+1%/+3%），对应EPS为1.33/1.54/1.73元。参考可比公司26年PE均值20x（Wind一致预期），考虑公司龙头地位稳固且护城河深厚，认可估值溢价，给予其26年35xPE，上调目标价为59.23港币（前值56.37港币，对应35年38xPE），“买入”。

风险提示：净水器冲击、食品安全问题、行业竞争加剧、原料成本波动。

基本数据

收盘价(港币 截至12月19日)	47.50
市值(港币百万)	534,207
6个月平均日成交额(港币百万)	328.32
52周价格范围(港币)	31.30-56.25

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	42,896	50,247	57,533	64,742
+/-%	0.54	17.14	14.50	12.53
归属母公司净利润(百万)	12,123	14,944	17,270	19,472
+/-%	0.37	23.27	15.56	12.75
EPS(最新摊薄)	1.08	1.33	1.54	1.73
ROE(%)	39.84	42.05	40.89	39.42
PE(倍)	40.10	32.53	28.15	24.96
PB(倍)	15.06	12.53	10.64	9.15
EV EBITDA(倍)	25.42	20.23	18.05	15.56
股息率(%)	1.74	2.15	2.48	2.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

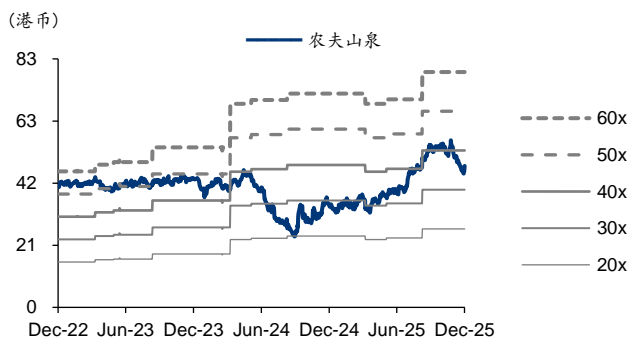
图表1: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)					EPS (元)				25-27 净利润 CAGR
			2025/12/19	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
香飘飘	603711 CH	6,243	25	37	27	24	0.61	0.41	0.55	0.62	1%	
东鹏饮料	605499 CH	141,782	43	31	25	20	6.40	8.74	11.07	13.53	28%	
康师傅控股	0322 HK	68,596	17	15	13	13	0.66	0.76	0.83	0.88	10%	
统一企业中国	0220 HK	35,548	17	14	13	12	0.43	0.52	0.58	0.63	14%	
平均值		52,170	25	24	20	17	2.03	2.61	3.26	3.92	10%	
中间值		35,548	17	15	13	16	0.66	0.76	0.83	0.76	10%	

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期, 1 港币≈0.91 人民币;

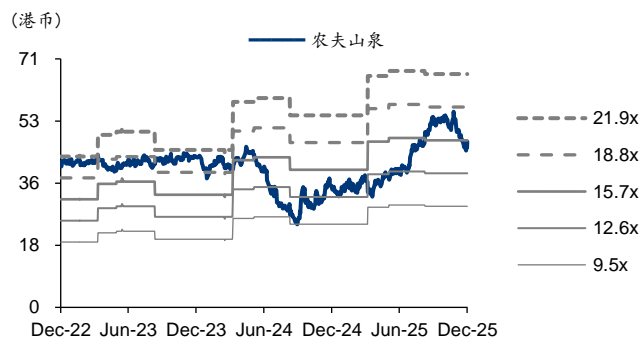
资料来源: Wind、华泰研究预测

图表2: 农夫山泉 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 农夫山泉 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42,667	42,896	50,247	57,533	64,742
销售成本	(17,261)	(17,980)	(20,373)	(23,350)	(26,300)
毛利润	25,406	24,916	29,874	34,183	38,442
销售及分销成本	(9,284)	(9,173)	(10,142)	(11,671)	(13,133)
管理费用	(2,162)	(1,962)	(2,299)	(2,632)	(2,897)
其他收入/支出	(13.95)	(29.56)	(150.00)	(100.00)	(100.00)
财务成本净额	(99.74)	(91.47)	159.26	570.04	907.14
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	15,687	15,788	19,461	22,490	25,358
税费开支	(3,609)	(3,665)	(4,517)	(5,220)	(5,886)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	12,079	12,123	14,944	17,270	19,472
折旧和摊销	(2,631)	(3,012)	(3,393)	(3,774)	(4,156)
EBITDA	18,419	18,891	22,695	25,694	28,607
EPS (人民币, 基本)	1.07	1.08	1.33	1.54	1.73

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	3,092	5,013	4,170	6,355	5,500
应收账款和票据	1,242	1,800	1,763	2,316	2,274
现金及现金等价物	24,125	10,722	32,191	27,593	46,729
其他流动资产	2.70	1,537	1,537	1,537	1,537
总流动资产	28,461	19,072	39,662	37,801	56,040
固定资产	17,180	21,083	18,080	18,832	19,220
无形资产	74.20	71.56	85.37	88.69	90.85
其他长期资产	3,422	12,934	5,998	15,168	8,160
总长期资产	20,676	34,088	24,163	34,089	27,471
总资产	49,137	53,160	63,824	71,890	83,511
应付账款	14,644	14,609	18,537	19,451	23,337
短期借款	3,179	3,681	3,862	4,095	4,328
其他负债	2,054	1,695	1,695	1,695	1,695
总流动负债	19,877	19,985	24,094	25,241	29,360
长期债务	31.00	65.91	111.85	157.78	203.72
其他长期债务	658.00	822.50	822.50	822.50	822.50
总长期负债	689.00	888.41	934.35	980.29	1,026
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
储备/其他项目	27,446	31,162	37,671	44,544	52,000
股东权益	28,571	32,287	38,796	45,669	53,125
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	28,571	32,287	38,796	45,669	53,125

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	40.25	40.10	32.53	28.15	24.96
PB	17.01	15.06	12.53	10.64	9.15
EV EBITDA	25.33	25.42	20.23	18.05	15.56
股息率 (%)	1.58	1.74	2.15	2.48	2.80
自由现金流收益率 (%)	2.67	1.67	3.80	2.93	4.77

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	18,419	18,891	22,695	25,694	28,607
融资成本	99.74	91.47	(159.26)	(570.04)	(907.14)
营运资本变动	2,850	(2,515)	4,808	(1,823)	4,782
税费	(3,609)	(3,665)	(4,517)	(5,220)	(5,886)
其他	(454.38)	(2,111)	159.26	570.04	907.14
经营活动现金流	17,305	10,692	22,986	18,650	27,503
CAPEX	(4,714)	(4,612)	(4,586)	(4,599)	(4,599)
其他投资活动	2,229	(9,268)	7,039	(9,102)	7,061
投资活动现金流	(14,284)	(13,880)	2,453	(13,701)	2,462
债务增加量	14,086	537.05	226.51	279.17	279.17
权益增加量	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(7,646)	(8,435)	(8,435)	(10,397)	(12,015)
其他融资活动现金流	(13,462)	(91.82)	159.26	570.04	907.14
融资活动现金流	(7,022)	(7,990)	(8,049)	(9,548)	(10,829)
现金变动	(4,001)	(11,177)	17,390	(4,599)	19,136
年初现金	7,821	3,876	(7,301)	10,499	6,028
汇率波动影响	55.54	0.00	410.35	128.07	0.00
年末现金	3,876	(7,301)	10,499	6,028	25,164

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	28.36	0.54	17.14	14.50	12.53
毛利润	33.05	(1.93)	19.90	14.42	12.46
营业利润	48.09	(1.40)	25.69	14.45	12.80
净利润	42.18	0.37	23.27	15.56	12.75
EPS	42.18	0.37	23.27	15.56	12.75
盈利能力比率 (%)					
毛利率	59.54	58.08	59.45	59.42	59.38
EBITDA	43.17	44.04	45.17	44.66	44.19
净利润率	28.31	28.26	29.74	30.02	30.08
ROE	45.88	39.84	42.05	40.89	39.42
ROA	27.33	23.70	25.55	25.45	25.06
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(73.20)	(21.60)	(72.73)	(51.11)	(79.43)
流动比率	1.43	0.95	1.65	1.50	1.91
速动比率	1.28	0.70	1.47	1.25	1.72
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.97	0.84	0.86	0.85	0.83
应收账款周转天数	9.62	12.76	12.76	12.76	12.76
应付账款周转天数	263.33	292.85	292.85	292.85	292.85
存货周转天数	54.23	81.14	81.14	81.14	81.14
现金转换周期	(199.48)	(198.95)	(198.95)	(198.95)	(198.95)
每股指标 (人民币)					
EPS	1.07	1.08	1.33	1.54	1.73
每股净资产	2.54	2.87	3.45	4.06	4.72

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 农夫山泉（9633 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 农夫山泉（9633 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司