

农夫山泉 (09633.HK)

动销优异，关注新品梯次推出

公司对26年态度积极。我们认为，2026年公司有望实现双位数增长，未来3年的增长中枢也有望达到双位数，增量来自包装水场景渗透、GLP-1减肥药带动控糖需求、以及储备新品逐步上市。无糖茶发展空间仍大，新品有梯次推出，26年电解质水有望贡献增量。近期动销反馈好，强势产品延续高增。

- **26年双位数增长指引积极，无糖茶发展空间大。** 公司对26年态度积极。我们认为，2026年公司有望实现双位数增长，未来3年的增长中枢也有望达到双位数，增量来自包装水场景渗透、GLP-1减肥药带动控糖需求、以及储备新品逐步上市。公司在无糖茶上竞争优势凸显，凭借强产品力获得消费者粘性。无糖茶赛道契合核心的健康潮流，发展潜力充足。我们认为，对标日本，若无糖茶渗透率达到其1/3-1/2，则东方树叶有望成长为500亿大单品。包装水行业竞争是常态，但公司行业发展和自身经营抱有充足信心，25年在业绩低估后修复增长，目前负面舆论已澄清，未来市占率有进一步提升空间。
- **新品有梯次推出，26年电解质水有望贡献增量。** 新品看，电解质水今年至今销售约3亿+，目标5亿+。尖叫技术沉淀多年、渗透压一致是核心卖点，此前淹没在品类中未能被消费者识别，本次独立推出意在重新激活品牌认知。养生水不会刻意作为独立品类打造。东方树叶陈皮白茶/尖叫人参水均已具备养生属性，咖啡类产品将以低咖啡因/高品质差异化切入。能量饮料通过差异化咖啡因获取，预计今年底明年初推出。
- **渠道政策稳定不参与内卷，保障产业生态。** 成本端，面对原油等原材料成本上涨压力，公司坚持产品价格/市场行为/内部管理三项稳定政策、不参与行业内卷，头部企业负有产业价格牵引责任。渠道策略上，将维持产业生态健康，保障渠道商获得与劳动付出匹配的合理利润、针对农业等弱势环节至少保留10%利润空间，挤压上下游不符合商业道德。
- **动销反馈好，强势产品延续高增。** 今年来动销端双位数以上增长，其中水/饮料分别同中高个位数/高双位数，东方树叶20%以上增长持续领跑无糖茶赛道。2月末饮料1元换购活动有效拉动动销，终端消费者触达效率提升。包装水市占率仍在提升通道中。5月起软饮料进入传统旺季。电解质水铺货率超80%，目前动销表现依赖促销，等待旺季验证。
- **旺季有望催化，回调后重回布局区间，维持“强烈推荐”。** 公司股东会指引积极，新品不断催化，动销表现有支撑，进入旺季有望迎来催化。我们维持26-28年每股收益至1.60元、1.78元、1.99元，对应26年的PE为23X，回调后估值重回布局区间，给予55元港币目标价，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：行业竞争加剧、原材料成本上升、新品拓展不及预期、样本数据存误差**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	42896	52553	59924	67064	74441
同比增长	0.5%	22.5%	14.0%	12%	11.0%
营业利润(百万元)	13780	19556	21655	23967	26752
同比增长	-1.3%	41.9%	10.7%	11%	11.6%
归母净利润(百万元)	12123	15868	17989	20017	22404
同比增长	0.4%	30.9%	13.4%	11%	11.9%
每股收益(元)	1.08	1.41	1.60	1.78	1.99
PE	34.5	26.3	23.2	20.9	18.6

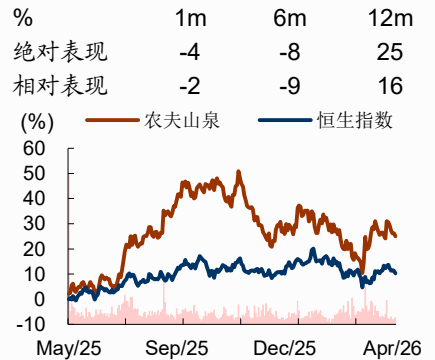
强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
 目标估值: 55.00 港元
 当前股价: 42.6 港元

基础数据

总股本(百万股)	11246
香港股(百万股)	5035
总市值(十亿港元)	479.1
香港股市值(十亿港元)	214.5
每股净资产(港元)	3.5
ROE(TTM)	40.2
资产负债率	39.4%
主要股东	钟睺睺
主要股东持股比例	28.8046%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《农夫山泉(09633)——业绩超预期，估值重回布局区间》2026-03-27
- 《农夫山泉(09633)——盈利能力强化，继续看好龙头份额提升》2025-08-27
- 《农夫山泉(09633)——水及无糖茶份额提升，龙头优势强化》2025-07-25

陈书慧 S1090523010003
 chenshuhui@cmschina.com.cn
 刘成 S1090523070012
 liucheng5@cmschina.com.cn

PB 12.9 10.6 8.8 7.4 6.2

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《农夫山泉（09633）—业绩超预期，估值重回布局区间》2026-03-27
- 2、《农夫山泉（09633）—盈利能力强化，继续看好龙头份额提升》2025-08-27
- 3、《农夫山泉（09633）—水及无糖茶份额提升，龙头优势强化》2025-07-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	19072	26564	39492	50713	62909
现金及现金等价物	10722	11178	21730	30702	40697
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	581	598	682	763	847
其它应收款	0	8	9	10	12
存货	5013	5846	6884	7837	8699
其他流动资产	2755	8933	10186	11400	12654
非流动资产	34088	38606	40894	42006	43008
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	21083	24719	27008	28120	29121
无形资产	72	81	81	81	81
其他	12934	13805	13805	13805	13805
资产总计	53160	65169	80386	92719	105917
流动负债	19985	24823	31868	35108	38128
应付账款	1499	1654	1948	2217	2461
应交税金	1695	2560	2902	3230	3615
短期借款	3625	4390	0	0	0
其他	13165	16218	27018	29661	32052
长期负债	888	876	876	876	876
长期借款	0	0	0	0	0
其他	888	876	876	876	876
负债合计	20873	25699	32744	35984	39004
股本	1125	1125	1125	1125	1125
储备	27446	31163	38345	46517	55610
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	32287	39470	47642	56735	66912
负债及权益合计	53160	65169	80386	92719	105917

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9425	14369	20247	21943	23907
净利润	12123	15868	17989	20017	22404
折旧与摊销	2487	2387	2696	2873	2983
营运资本变动	(4410)	(2963)	1139	991	819
其他非现金调整	(775)	(924)	(1576)	(1938)	(2300)
投资活动现金流	(15029)	(5907)	(3409)	(2047)	(1685)
资本性支出	(6470)	(6038)	(5000)	(4000)	(4000)
出售资产获得的现金	80	15	15	15	15
投资增减	8	15	0	0	0
其它	(8646)	120	1576	1938	2300
筹资活动现金流	102	(85)	(14207)	(10924)	(12227)
债务增减	0	0	(4390)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	5	6	9817	10924	12227
其它筹资	107	(79)	0	0	0
其它调整	(10)	(12)	(19634)	(21848)	(24453)
现金净增加额	(5501)	8376	2631	8972	9995

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	42896	52553	59924	67064	74441
主营业务收入	42896	52553	59922	67062	74439
营业成本	17980	20745	24427	27807	30866
毛利	24916	31808	35495	39255	43573
营业支出	11136	12253	13842	15290	16823
营业利润	13780	19556	21655	23967	26752
利息支出	91	67	0	0	0
利息收入	866	991	1576	1938	2300
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	1233	438	482	482	482
除税前利润	15788	20918	23713	26386	29533
所得税	3665	5049	5724	6369	7129
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	12123	15868	17989	20017	22404
EPS(元)	1.08	1.41	1.60	1.78	1.99

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	0.5%	22.5%	14.0%	12%	11.0%
营业利润	-1.3%	41.9%	10.7%	11%	11.6%
净利润	0.4%	30.9%	13.4%	11%	11.9%
获利能力					
毛利率	58.1%	60.5%	59.2%	58.5%	58.5%
净利率	28.3%	30.2%	30.0%	29.8%	30.1%
ROE	37.5%	40.2%	37.8%	35.3%	33.5%
ROIC	31.3%	35.5%	37.0%	34.6%	32.9%
偿债能力					
资产负债率	39.3%	39.4%	40.7%	38.8%	36.8%
净负债比率	6.8%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	4.4	3.8	3.8	3.8	3.7
应收账款周转率	76.0	88.5	92.4	91.6	91.2
应付账款周转率	11.0	13.2	13.6	13.4	13.2
每股资料(元)					
每股收益	1.08	1.41	1.60	1.78	1.99
每股经营现金	0.84	1.28	1.80	1.95	2.13
每股净资产	2.87	3.51	4.24	5.04	5.95
每股股利	0.76	0.77	0.87	0.97	1.09
估值比率					
PE	34.5	26.3	23.2	20.9	18.6
PB	12.9	10.6	8.8	7.4	6.2
EV/EBITDA	24.5	18.3	16.2	14.6	13.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。