

包装水持续修复，无糖饮料长坡厚雪

农夫山泉 (9633.HK)

核心观点

农夫山泉作为平台型软饮料企业，包装水和饮料双引擎驱动，多品类仍增势强劲，多品牌迭代升级。2025 年公司包装水逐步复苏，饮料板块保持强劲增长，东方树叶持续高增带动公司产品结构提升，盈利能力屡上台阶，无糖饮料赛道长坡厚雪，公司创新性、健康化产品梯次推出，长期享受健康化红利。公司多品类协同、规模效应持续释放，我们预计净利率在成本压力环境下仍然保持整体稳定，随着份额稳定和产品结构不断改善，长期价值凸显。

事件

公司召开年度股东大会

2025 年公司收入/归母净利润分别为 526/159 亿元，同比分别 +22.5%/+30.9%；其中 25H2 分别为 269/82 亿元，同比分别 +30.0%/+40.2%。

简评

包装水稳健复苏，茶饮料持续高增

分业务来看，25 年公司包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料分别实现收入 187.1/216.0/57.6/51.8 亿元，分别同比表现 +17.3%/+29.0%/+16.8%/+26.7%。25H2 包装饮用水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料分别实现收入 92.7/115.1/28.6/26.1 亿元，分别同比 +24.9%/+38.4%/+20.2%/+32.5%。

公司包装水方面，2025 年公司 3 个新增水源地，目前已拥有 16 个主要水源地。茶饮料方面，2025 年公司推出 1.5L 新规格东方树叶，同时首次启动开盖赢奖以提升消费者互动，有效提升无糖茶复购率、巩固市场份额并增强品牌粘性，上市“陈皮白茶”和“菊花普洱”新口味；6 月公司推出碳酸茶饮料新品“冰茶”，采取 100%真茶叶萃取，进一步完善产品矩阵。无糖茶驱动茶饮料品类持续高速增长，充分受益无糖化消费趋势。17.5° 100%鲜果冷压榨橙汁 900ml 大瓶装上架山姆会员店成为热销产品；炭仍推出多规格产品深化咖啡市场。

公司具备充分的信心应对成本压力，会根据市场竞争环境灵活调整营销费用和折扣，同时 26 年推出电解质水新品，定位竞争性产品，预计将超额完成全年 5-6 亿的目标、26 年下半年或 27 年上半年考虑推出创新性能量饮料产品。

维持

增持

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

SFC 编号:BXX044

发布日期：2026 年 05 月 31 日

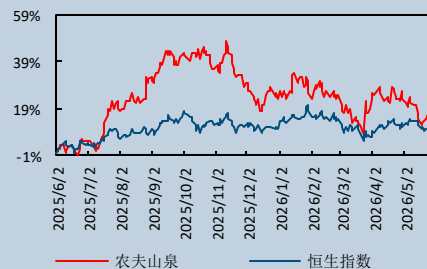
当前股价：42.80 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.96/-6.02	-9.70/-4.27	9.04/0.77
12 月最高/最低价 (港元)		56.10/37.95
总股本 (万股)		1,124,646.64
流通 H 股 (万股)		503,466.64
总市值 (亿港元)		4,813.49
流通市值 (亿港元)		2,154.84
近 3 月日均成交量 (万)		766.39
主要股东		
养生堂有限公司		66.88%

股价表现



相关研究报告

- 25.03.28 【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):饮料节奏调整，包装水有望修复
- 24.08.30 【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):瓶装水承压，茶饮料持续高增，长期价值凸显
- 24.03.28 【中信建投饮料乳品】农夫山泉 (9633):茶饮料增长再提速，利润率提升超预期

规模效应释放，盈利能力持续提升

2025 年公司毛利率同比+2.4pct 至 60.5%，主要受益于 PET、纸箱、白糖等原材料采购成本下降。费用方面，2025 年销售费用率 18.6%，同比-2.8pct，规模效应释放，管理费用率同比+0.1pct 至 4.7%，同比基本持平。分部业绩看，包装水/茶饮料/功能饮料/果汁饮料/其他产品经营利润率分别同比+6.3/+2.9/+4.6/+9.4/+2.7pcts，包装水和果汁饮料盈利水平修复明显，茶饮料带动整体利润率提升。26 年面对 PET 等成本波动，公司经过多次考验，有信心应对市场的波动，公司对价格体系、行为方式、管理秩序都不会发生变化。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026/2027/2028 年收入分别为 601.80/683.04/764.32 亿元，同比增长 14.51%/13.50%/11.90%，净利润分别为 185.05/211.35/239.06 亿，同比增长 16.62%/14.21%/13.11%，维持“增持”评级。

风险提示：

- 1、饮料行业竞争加剧。饮料行业产品迭代快，竞争对手可能会推出相类似的新品抢占市场份额，资本入场对新兴品牌进行扶持，行业掀起更激烈的竞争，从而引起更大的促销力度。
- 2、市场拓展不及预期。公司渠道网点在做进一步铺设和下沉时候，可能面临竞争对手在地方渠道内的抵制或消费群体不匹配情况，影响公司拓展效率。
- 3、原材料价格上涨。原材料属于大宗商品，未来的价格走势具备不确定性，若原材料价格提升，则公司面临成本压力。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	42,896	52,553	60,180	68,304	76,432
增长率(%)	0.54	22.51	14.51	13.50	11.90
净利润(百万元)	12,123	15,868	18,505	21,135	23,906
增长率(%)	0.36	30.89	16.62	14.21	13.11
EPS(元/股，摊薄)	1.08	1.41	1.65	1.88	2.13
P/E(倍)	35	26	23	20	18

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼
 18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号
 南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charneliu@csci.hk