

买入
业绩超预期，盈利能力持续提升
农夫山泉 (9633.HK)

2026-04-01 星期三

【投资要点】

目标价: **58.0 港元**
 现价: **46.92 港元**
 预计升幅: **23.6%**

重要数据

日期	2026-3-31
收盘价 (港元)	46.92
总股本 (亿股)	112.46
总市值 (亿港元)	5,277
净资产 (亿元)	394.70
总资产 (亿元)	651.69
52周高低 (港元)	31.30/56.25
每股净资产 (元)	3.5095

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)更新报告-20250407

农夫山泉(9633.HK)更新报告-20250901

研究部

姓名: 李芳芳

SFC: BJO038

电话: 0755-82846267

Email: liff@gzq.com.hk

➤ 业绩超预期，利润率创新高

2025年，公司实现收入525.53亿元，同比增加22.5%；实现归母净利润158.68亿元，同比增长30.9%；归母净利率30.19%，同比提升1.93个百分点，公司净利率继续创新高。

➤ 包装饮用水业务回暖，茶饮业务维持高增速

2025年，公司包装水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别实现187.1/216.0/57.6/51.8/13.1亿元，同比+17.3%/29.0%/16.8%/26.7%/10.7%。公司包装水业务修复明显，市占率超13%，龙头地位稳固。茶饮业务延续高增，东方树叶推出新品陈皮白茶、菊花普洱，及“冰茶”碳酸茶拓展高端无糖市场。同时，公司功能饮料受益运动健康趋势，果汁品类专注品质标签，同样保持高增长。

➤ 成本红利叠加费用管控，盈利能力持续提升

2025年，公司毛利率为60.5%，同比提升2.7个百分点，主要得益于PET、纸箱、糖等大宗原材料价格下降。费用率方面，销售/管理费用率分别为18.6%/4.7%，同比-2.8/+0.1个百分点，销售费用率降低主要因广告及促销费用同比下降和物流费率受产品结构优化而下降。受益于成本红利叠加费用管控，公司盈利能力持续提升，归母净利率同比提升1.93个百分点至30.19%。

➤ 维持“买入”评级，目标价58.0港元/股

公司包装水业务明显回暖，茶饮及功能饮料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26-28年公司实现归母净利润分别为179.5/204.6/230.3亿元，同比增长13.1%/14.0%/12.5%，给予2026年32倍PE，对应58.0港元/股目标价，较现价有23.6%的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业额	42,896	52,553	59,959	67,187	74,348
同比增长	0.5%	22.5%	14.1%	12.1%	10.7%
毛利率	58.1%	60.5%	59.7%	59.9%	60.0%
归母净利润	12,123	15,868	17,946	20,462	23,025
同比增长	0.4%	30.9%	13.1%	14.0%	12.5%
净利率	28.3%	30.2%	29.9%	30.5%	31.0%
每股盈利(元)	1.08	1.41	1.60	1.82	2.05
PE@46.92HKD	38.3	29.3	25.9	22.7	20.2

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

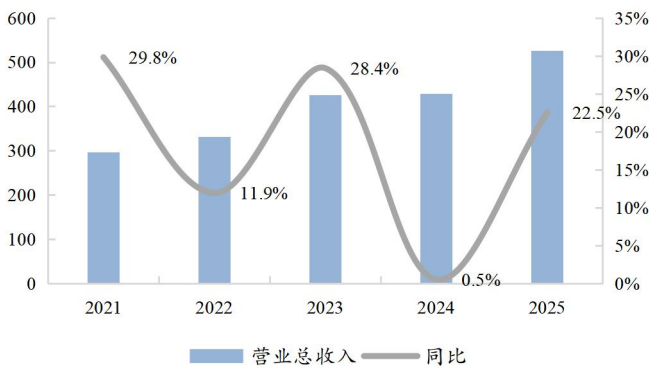
【报告正文】

► 业绩超预期，利润率创新高

2025年，公司实现收入525.53亿元，同比增加22.5%；实现归母净利润158.68亿元，同比增长30.9%；归母净利率30.19%，同比提升1.93个百分点，公司净利率继续创新高。

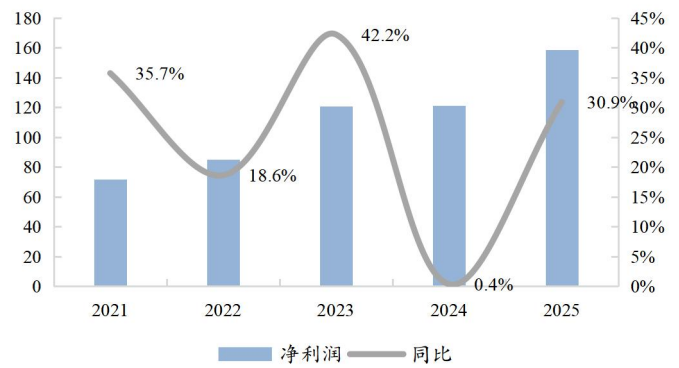
分业务看，2025年公司包装水/茶饮/功能饮料/果汁饮料/其他产品EBIT率分别为37.42%/48.04%/46.79%/34.33%/35.86%，分别同比+6.3/+2.9/+4.6/+9.4/+2.7个百分点，各业务盈利能力均有回升，其中包装水和果汁盈利能力表现亮眼。

图1：公司收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

► 包装饮用水业务回暖，茶饮业务维持高增速

2025年上半年，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。

2025年，公司包装水/茶饮/功能饮料/果汁/其他饮料收入分别实现187.1/216.0/57.6/51.8/13.1亿元，同比+17.3%/29.0%/16.8%/26.7%/10.7%。公司包装水业务修复明显，市占率超13%，龙头地位稳固。茶饮业务延续高增，东方树叶推出新品陈皮白茶、菊花普洱，及“冰茶”碳酸茶拓展高端无糖市场。同时，公司功能饮料受益运动健康趋势，果汁品类专注品质标签，同样保持高增长。

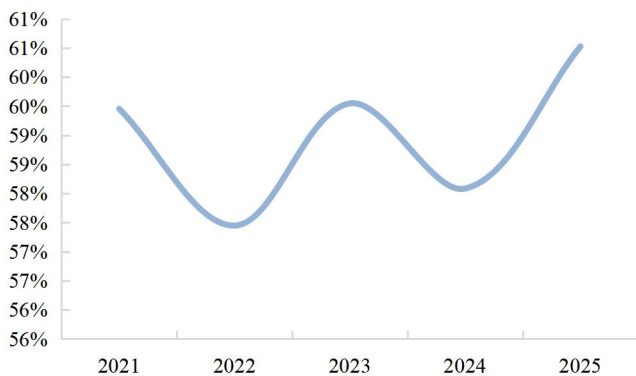
包装水方面，2025年水品类实现恢复性增长，但仍低于2023年水平，公司2026年短期目标是达到2023年舆论影响前的最好状态。茶品类方面，公司无糖茶仍保持双位数增长，未来在渗透率和人均消费量上有较大提升空间。

➤ **成本红利叠加费用管控，盈利能力持续提升**

2025 年，公司毛利率为 60.5%，同比提升 2.7 个百分点，主要得益于 PET、纸箱、糖等大宗原材料价格下降。费用率方面，销售及分销/管理费用率分别为 18.6%/4.7%，同比-2.8/+0.1 个百分点，销售费用率降低主要因广告及促销费用同比下降和物流费率受产品结构优化而下降。受益于成本红利叠加费用管控，公司盈利能力持续提升，归母净利率同比提升 1.93 个百分点至 30.19%。

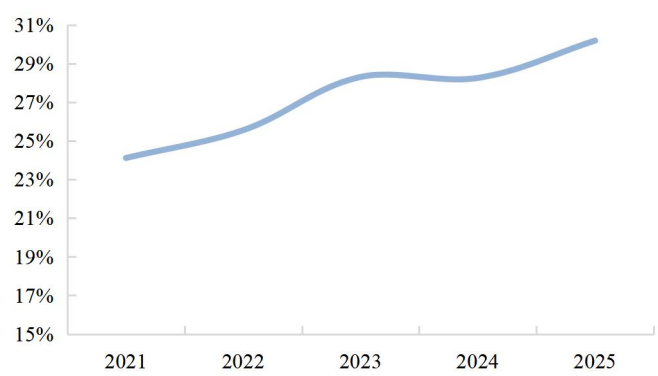
展望 2026 年，受宏观环境影响，行业原材料成本呈现较大波动，公司有进行一定锁价，同时会通过良好的采购、备货和供应能力控制全年毛利。费用率方面，今年为公司成立 30 周年，会适当推出回馈活动，但会根据活动效果稳健决策。

图 3：公司毛利率趋势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司归母净利率趋势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ **维持“买入”评级，目标价 58.0 港元/股**

公司包装水业务明显回暖，茶饮及功能饮料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 26-28 年公司实现归母净利润分别为 179.5/204.6/230.3 亿元，同比增长 13.1%/14.4%/12.5%，给予 2026 年 32 倍 PE，对应 58.0 港元/股目标价，较现价有 23.6% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260331）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0322.HK	康师傅控股	HKD	12.98	732	14.7	14.1	13.2	12.1	4.4	3.7	3.6	3.2
0220.HK	统一企业中国	HKD	7.87	340	15.0	13.1	12.3	11.7	2.3	2.2	2.2	2.2
2460.HK	华润饮料	HKD	8.73	209	19.2	15.3	13.1	11.4	1.8	1.6	1.5	1.6
平均					16.3	14.2	12.8	11.7	2.8	2.5	2.4	2.3
9633.HK	农夫山泉	HKD	46.92	5,277	29.3	25.9	22.7	20.2	11.8	10.0	8.6	7.4

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				
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
营业收入	42,896	52,553	59,959	67,187	74,348	
营业成本	(17,980)	(20,745)	(24,156)	(26,958)	(29,710)	
毛利	24,916	31,808	35,803	40,228	44,638	
销售费用	(9,173)	(9,800)	(11,002)	(12,126)	(13,196)	
管理费用	(1,962)	(2,452)	(2,738)	(3,001)	(3,246)	
其他收益	1,263	1,140	1,301	1,458	1,613	
其他支出	(30)	(291)	(291)	(291)	(291)	
财务费用	775	513	583	705	834	
除税前溢利	15,788	20,918	23,657	26,973	30,352	
所得税	(3,665)	(5,049)	(5,710)	(6,511)	(7,327)	
净利润	12,123	15,868	17,946	20,462	23,025	
归母净利润	12,123	15,868	17,946	20,462	23,025	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
增长						
总收入 (%)	0.5%	22.5%	14.1%	12.1%	10.7%	
净利润 (%)	0.4%	30.9%	13.1%	14.0%	12.5%	
资产负债表		单位:人民币百万元				
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
流动资产	19,072	26,564	34,170	42,098	50,460	
存货	5,013	5,846	6,808	7,598	8,373	
贸易应收账款	581	598	1,494	2,595	3,890	
其他应收款	1,218	1,378	1,572	1,762	1,949	
货币资金	10,722	11,178	16,732	22,580	28,685	
其他	1,537	7,563	7,563	7,563	7,563	
非流动资产	34,088	38,606	40,050	41,832	43,944	
固定资产	21,083	24,719	25,987	27,520	29,329	
无形资产	72	81	49	44	41	
递延税项资产	1,088	1,347	1,347	1,347	1,347	
其他非流动资产	11,846	12,458	12,667	12,921	13,226	
资产总计	53,160	65,169	74,220	83,930	94,404	
流动负债	19,985	24,823	27,062	28,901	30,707	
贸易应付账款	1,499	1,654	1,926	2,150	2,369	
其他应付款	9,544	11,962	13,929	15,545	17,132	
其他流动负债	8,942	11,207	11,207	11,207	11,207	
非流动负债	888	876	876	876	876	
租赁负债	66	41	41	41	41	
其他非流动负债	823	835	835	835	835	
负债合计	20,873	25,699	27,938	29,778	31,584	
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125	
储备	31,163	38,345	45,157	53,028	61,696	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
股东权益合计	32,287	39,470	46,282	54,152	62,820	
负债及权益合计	53,160	65,169	74,220	83,930	94,404	

主要财务比率		2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率		58.1%	60.5%	59.7%	59.9%	60.0%
净利率		28.3%	0.0%	29.9%	30.5%	31.0%
ROE		37.5%	40.2%	38.8%	37.8%	36.7%
ROA		22.8%	24.3%	24.2%	24.4%	24.4%
营运表现						
SG&A/收入		26.0%	23.3%	22.9%	22.5%	22.1%
有效税率		23.2%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%
应收账款周转天数		4.8	4.1	9.1	14.1	19.1
应付账款周转天数		30.4	29.1	29.1	29.1	29.1
存货周转天数		101.8	102.9	102.9	102.9	102.9
偿债能力						
资产负债率		39.3%	39.4%	37.6%	35.5%	33.5%
流动比率		0.95	1.07	1.26	1.46	1.64
速动比率		0.70	0.83	1.01	1.19	1.37
现金流量表						
	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
除税前利润	15,788	20,918	23,657	26,973	30,352	
折旧和摊销	14	19	21	14	13	
营运资金的变动	(4,779)	1,388	(1,958)	(2,955)	(3,709)	
经营活动现金流量	11,022	22,325	21,720	24,032	26,656	
资本性支出	(6,461)	(7,254)	(5,051)	(5,592)	(6,195)	
其他投资活动	1,959	0	0	0	0	
投资活动现金流量	(4,502)	(7,254)	(5,051)	(5,592)	(6,195)	
支付股利合计	(8,435)	(8,547)	(11,134)	(12,592)	(14,357)	
其他筹资活动	373	0	0	0	0	
融资活动现金流量	(8,062)	(8,547)	(11,134)	(12,592)	(14,357)	
汇率变动	82	0	0	0	0	
现金净变动	(1,541)	6,524	5,535	5,848	6,104	
每股资料(元)						
每股收益	1.08	1.41	1.60	1.82	2.05	
每股经营现金	0.98	1.99	1.93	2.14	2.37	
每股净资产	2.87	3.51	4.12	4.82	5.59	
估值比率(倍)						
PE	38.3	29.3	25.9	22.7	20.2	
PB	14.4	11.8	10.0	8.6	7.4	

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>