

2025年8月11日

统一企业中国 (0220.HK)

## 公司首次覆盖

证券研究报告

食品饮料

投资评级:

买入

6个月目标价

12.4 港元

股价 2025-8-8

9.68 港元

## 饮料及方便面巨头，高股息极具吸引力

统一企业中国是台湾统一企业在中国大陆地区的饮料、方便面的台资制造商。24 全年/25 上半年公司营业收入分别为 303.3/170 亿元，同比增长 6.1%/10%；净利润 18.5/12.9 亿，同比增长 10.9%/33%。首次覆盖给与目标价 12.4 港元，“买入”评级。我们认为公司具备稳定且持续改善的盈利能力、股东回报优秀。我们预期 25/26/27 年净利润为 24.4/26.8/29.0 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.68/0.74 港元。

### 报告摘要

公司是方便面及饮料行业领军者。推出了：老坛酸菜牛肉面、茄皇、汤达人、阿萨姆奶茶等畅销产品。24 全年/25 上半年公司营业收入分别为 303.3/170 亿元，同比增长 6.1%/10%；净利润 18.5/12.9 亿，同比增长 10.9%/33%。根据 Bloomberg 数据，公司在即饮饮料市占率第二、即饮奶茶市占率第一、方便面市占率第二，在行业占有领先地位。

公司业绩稳定增长。22-24 年收入复合增长率约 6.3%，25 年上半年增速提高至 10%。公司通过持续的产品创新、渠道拓展实现了超过行业平均的增速。利润增长加速：22-24 净利润年化复合增长 23%，2025 年上半年增长 33%，一方面受益于原材料价格的回落，另一方面也得益于运营效率提升。

公司精益运营，费用占比逐年下降。公司销售费用率总体呈下降趋势，从 2016 年的高点 27.9%下降至 2025 年上半年的 22.1%，公司一直努力通过精准投放、减少促销的方式控制销售费用增长。公司控制费用能力较强，运营效率高。

现金充沛，股东回报优秀。公司派息率和股息率均处于行业领先水平。2024 年公司每股股息为 0.47 港元，对应当前的股价，股息率约为 4.82%，派息率为 100%。截止 25 年 6 月底公司账面现金 106 亿，资产负债率 44.5%，资产状况稳健，现金充沛。ROE 自 2014 年以来逐步上升，2024 年 ROE 为 13.8%，表明了公司盈利能力在不断增强。

首次覆盖给与目标价 12.4 港元，“买入”评级。我们认为公司具备稳定且持续改善的盈利能力、股东回报优秀。我们预期 25/26/27 年净利润为 24.4/26.8/29.0 亿元，对应 EPS 为 0.62/0.68/0.74 港元。

风险提示：1) 行业竞争加剧；2) 发生严重的食品安全问题；3) 原材料价格大幅上升。

### 财务及估值摘要

| 人民币百万     | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 28,257 | 28,591 | 30,332 | 33,372 | 35,910 | 38,173 |
| 增长率(%)    |        | 1.18%  | 6.09%  | 10.03% | 7.60%  | 6.30%  |
| 净利润       | 1,222  | 1,667  | 1,849  | 2,439  | 2,678  | 2,904  |
| 增长率(%)    |        | 36.42% | 10.92% | 31.92% | 9.79%  | 8.42%  |
| 毛利率(%)    | 28.98% | 30.47% | 32.54% | 33.04% | 33.04% | 33.04% |
| 净利润率(%)   | 4.32%  | 5.83%  | 6.10%  | 7.31%  | 7.46%  | 7.61%  |
| 每股收益(港元)  | 0.31   | 0.42   | 0.47   | 0.62   | 0.68   | 0.74   |
| 每股净资产(港元) | 3.34   | 3.39   | 3.39   | 3.54   | 3.60   | 3.66   |
| 市盈率       | 31.29  | 22.94  | 20.68  | 15.67  | 14.28  | 13.17  |
| 市净率       | 2.90   | 2.86   | 2.85   | 2.73   | 2.69   | 2.64   |
| 净资产收益率(%) | 9.07%  | 12.55% | 13.81% | 17.81% | 18.98% | 20.24% |
| 股息率(%)    | 4.81%  | 8.40%  | 5.98%  | 6.38%  | 7.00%  | 7.59%  |

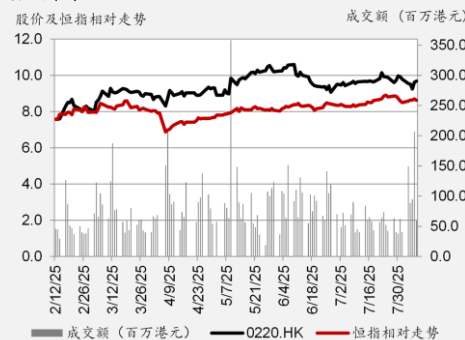
数据来源：公司资料，国证国际预测

|             |          |
|-------------|----------|
| 总市值(亿港元)    | 418.11   |
| 流通市值(亿港元)   | 418.11   |
| 总股本(亿股)     | 43.19    |
| 流通股本(亿股)    | 43.19    |
| 12个月低/高(港元) | 7.2/10.8 |
| 平均成交(亿港元)   | 0.79     |

### 股东结构 (截止 2024-12-31)

|                |        |
|----------------|--------|
| 统一企业 (2161.TW) | 73%    |
| 其他股东           | 27%    |
| 总共             | 100.0% |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -2.84 | -5.80 | -0.10 |
| 绝对收益 | 0.10  | 2.91  | 47.18 |

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1. 统一企业中国：方便速食及饮料行业领军企业 ..... | 3  |
| 1.1. 公司简介 .....               | 3  |
| 1.2. 股权结构 .....               | 3  |
| 1.3. 历史发展 .....               | 3  |
| 1.4. 管理层简介 .....              | 4  |
| 1.5. 经营概况 .....               | 5  |
| 2. 公司主要业务介绍 .....             | 7  |
| 2.1. 食品业务 .....               | 7  |
| 2.2. 饮料业务 .....               | 9  |
| 3. 公司投资亮点 .....               | 12 |
| 3.1. 公司业绩稳定增长 .....           | 12 |
| 3.2. 公司精益运营，费用占比逐年下降 .....    | 14 |
| 3.3. 现金充沛，股东回报优秀 .....        | 15 |
| 4. 饮料及方便食品行业稳健发展 .....        | 17 |
| 4.1. 中国软饮料行业 .....            | 17 |
| 4.2. 中国方便面行业 .....            | 21 |
| 4.3. 自热食品行业 .....             | 21 |
| 5. 盈利预测及估值 .....              | 23 |
| 5.1. 财务报表预测 .....             | 23 |
| 5.2. 估值分析 .....               | 23 |
| 6. 风险提示 .....                 | 24 |

## 1. 统一企业中国：方便速食及饮料行业领军企业

### 1.1. 公司简介

统一企业中国是台湾统一企业旗下的中国控股公司，为统一企业在中国大陆地区的非碳酸饮料、方便面的合资制造商。公司是中国领军的面食及饮料公司，推出了：老坛酸菜牛肉面、茄皇、汤达人、阿萨姆奶茶等畅销产品。22/23/24 年公司营业收入分别为 282.6/285.9/303.3 亿元，同比增长 12.0%/1.2%/6.1%；净利润 12.2/16.7/18.5 亿，同比增长-18.6%/36.4%/10.9%。25 年上半年收入 170 亿/+10%，净利润 12.87 亿/+33%。公司收入稳步增长，25 年上半年增长加速。

图表 1：统一企业中国产品

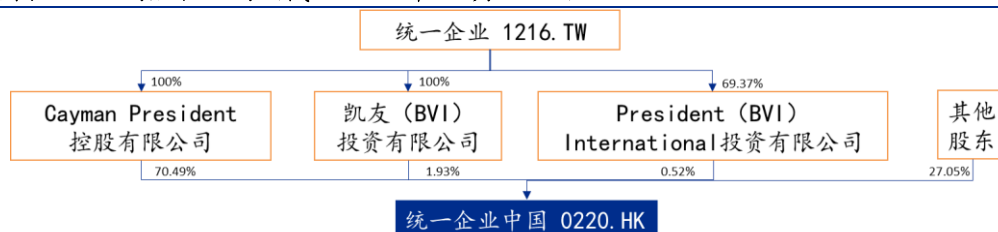


资料来源：网络资料，国证国际研究

### 1.2. 股权结构

公司股权比较集中。公司的大股东 Cayman President 控股有限公司为统一企业全资子公司，持股统一 70.4% 的股权。凯友 (BVI) 为统一企业全资子公司，President (BVI) 为统一企业间接持有 69.37% 权益的公司。统一企业 (1216.TW) 间接控股统一企业中国控股 72.93% 的股份。控股股东统一企业是一家在中国台湾上市的公司，其业务范围除了统一企业中国外，还包括位于中国台湾及东南亚的食品饮料业务、零售业务等。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司资料，国证国际研究

### 1.3. 历史发展

统一企业中国自进入大陆市场以来，先以方便面为核心切入，通过设厂布局生产能力，随后推出饮料，陆续推出冰红茶、绿茶等标志性产品，快速建立品牌影响力。期间完成集团重组，设立大陆总部，并成功在香港联交所上市，搭建起完整的资本与管理架构。

在完成基础布局后，公司创始人高清愿将大陆业务交予女婿罗智先。公司通过并购补齐短板，持续完善产品结构与市场覆盖。同时加快产能扩张，工厂遍布除西藏青海外的大陆各省市；通过在香港增资配股筹资，强化资本实力；并持续优化本土化管理，由本地高管接任核心管理岗位，推动盈利能力显著提升。

图表 3：公司发展历程

|        |                                                                                              |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1992 年 | 开始在中国大陆经营业务，成立新疆统一食品及北京统一食品，开始销售方便面产品，2005 年推出“统一 100”干拌面。                                   |
| 1994 年 | 统一进入饮料市场，1995 年推出统一冰红茶、1999 年推出统一绿茶。                                                         |
| 1998 年 | 在上海成立统一中国投资有限公司，作为中国大陆总部，负责统一企业在中国业务。                                                        |
| 2005 年 | 入股完达山乳业 34% 股份，强化乳制品业务布局。收购佛山市三水健力宝贸易切入功能饮料市场、拓展饮品品类。                                        |
| 2006 年 | 统一企业创始人高清愿将大陆业务全权交给女婿罗智先负责。与今麦郎合资成立今麦郎饮品，以补强三四线城市渠道布局。                                       |
| 2007 年 | 完成集团重组，注册为独立实体，并于年底在香港联交所主板上市。并推出老坛酸菜牛肉面。进行组织改革，设立速食面、饮料两大事业群，将全国分为 8 个大区分区管理，设定目标为“精耕中国市场”。 |
| 2008 年 | 推出汤达人，定位高端市场。                                                                                |
| 2010 年 | 收入首次突破 100 亿。开始进行快速的产能扩张，以适应业务的快速发展。                                                         |
| 2012 年 | 收入首次突破 200 亿，统一冰红茶、统一绿茶合计收益超 50 亿，老坛酸菜面超 40 亿，阿萨姆奶茶超 30 亿。                                   |
| 2013 年 | 罗智先接棒，担任统一企业董事长，完成世代交替。收购汇源果汁旗下上海汇源 100% 股权。                                                 |
| 2014 年 | 在香港增资配股，筹资 33 亿港元，主要用于偿还银行借款。                                                                |
| 2015 年 | 终结连续两年的方便面价格战，聚焦高价值产品，毛利率有所回升。推出新品小茗同学。海之言表现良好。                                              |
| 2016 年 | 出售持有的今麦郎饮品全部股份。                                                                              |
| 2018 年 | 大幅提高派息率，开启 100% 分红时代。                                                                        |
| 2019 年 | 推出茄皇方便面、开小灶自热米饭，市场欢迎度很高。出售持有的完达山乳业全部股份。                                                      |
| 2024 年 | 公司总收入首次突破 300 亿人民币。                                                                          |

资料来源：公司招股书、年报，国证国际研究

#### 1.4. 管理层简介

公司管理层具有丰富的行业经验，董事长罗智先先生为统一企业创始人高清愿的女婿，主导了统一企业在中国大陆的全面布局和经营。

##### 罗智先先生（1956 年出生，1998 年加入集团）

现任公司主席兼执行董事，全面负责集团整体战略规划及经营管理。拥有超过 39 年食品与饮料行业经验。1998 年加入统一企业集团后，主导统一在大陆的全面布局与资本运作，亲自推动多项渠道、并购及品牌扩张项目。现兼任统一企业（台湾母公司）董事长暨总策略长，同时兼任统一超商、统一实业、大统益、太子建设、台湾神隆、德记洋行等多家上市公司董事长。美国加州大学洛杉矶分校（UCLA）工商管理硕士。

##### 刘新华先生（1970 年出生，1994 年加入集团）

现任总经理及统一企业（中国）投资有限公司总经理，全面主持统一中国日常经营与业务拓展。自 1994 年加入以来，长期在销售、企划及事业群管理等一线核心岗位历练，曾任四川省食品销售公司总经理、食品事业群总经理、战略委员会总召集人，具有 31 年行销与管理实战经验。中国西南交通大学企业管理博士。

**刘子强先生（1969年出生，1998年加入集团）**

现任本集团副总经理兼财务长，自2024年1月起兼任副总经理。拥有逾31年财务管理经验。早年在统一企业集团总部任职（1994-1998），后调入统一中国历任新疆、南昌、沈阳、成都、郑州等多地附属公司财务主管，熟悉集团全国各地运营财务体系。2007年至2012年兼任集团中国东北区及西南区行政总监，2014年至2017年担任集团会计长。全面负责集团资金、税务、预算、风险管控与投资管理。持有台湾成功大学企业管理学士学位。

**赵念恩先生（1977年出生，1999年加入集团）**

现任集团副总经理、营销企划室总经理及茶事业群总经理。进入统一后先后负责推广、乳饮及包装水业务，2006年起任包装水事业本部总经理，主导矿泉水品类发展；2014年起担任综合饮料事业本部总经理，全面统筹饮品业务；2021年起主管集团行销企划整体规划，2024年兼任茶事业群总经理。拥有饮品行销管理、品牌规划、渠道布局及产品战略丰富实战经验。持有上海海事大学经济学学士学位。

**黄维先生（1982年出生，2004年加入集团）**

现任生活食品事业部总经理。早年从事企划与品牌营销，历任北京统一与昆山统一市场部经理，后负责食品事业部品牌管理工作。2014年起转任电商事业群总经理，期间带领集团电商业务快速扩张，兼任营销企划室策略发展总监。2017年起兼管生活食品事业部与电商板块，负责食品事业多元化渠道建设与新零售业务发展。持有复旦大学管理学院MBA学位。

**岳兵先生（1967年出生，1994年加入集团）**

现任快餐事业部总经理，拥有逾30年食品制造、研发与物流管理经验。历任成都统一研究品保部主管、物流部经理、管理部经理、商业研究所食品所所长及总经理。长期主导食品安全、技术研发、生产管理与供应链体系建设。2024年调任快餐事业部总经理，推进集团在快餐即食品类的研发与市场布局。持有上海海洋大学工学学士学位。

**陈瑞芬女士（1972年出生，2009年加入集团）**

现任茶事业群红绿茶事业本部总经理。入职前曾在惠氏药厂台湾分公司、顶新国际集团、永丰余等企业任市场行销管理职务。自2009年加入广州统一后，曾负责广州与武汉子公司市场行销管理，后于2011年调任集团茶事业本部副总经理，2013年起任茶事业总经理。拥有多年快消品行业深度行销经验，熟悉两岸快消品牌管理与市场拓展。持有台北医学大学保健营养学学士、国立中兴大学EMBA学位。

**赵金辉先生（1977年出生，1998年加入集团）**

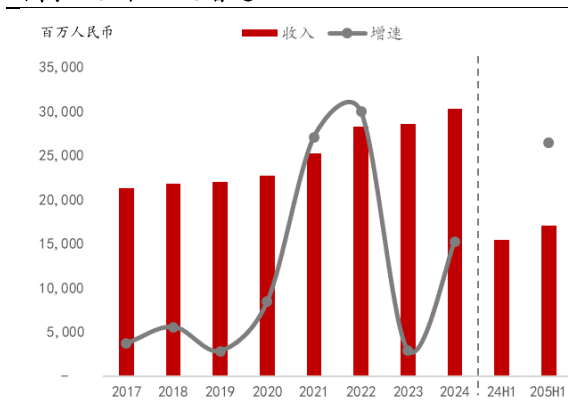
现任茶事业群阿萨姆事业本部总经理。早期在昆山统一、合肥统一历任销售、企划及市场部主管，长期扎根一线市场。2014年起转任综饮事业部行销企划主管，2021年升任综饮事业本部总经理，统筹整体饮品营销企划及产品布局，2023年起转任茶事业群下辖阿萨姆本部总经理，全面负责奶茶品类管理。拥有26年饮品行业一线及总部管理经验。毕业于鲁东大学（原烟台师范学院）。

**1.5. 经营概况**

**收入持续增长，毛利率受原材料价格波动：**2022/2023/2024 公司收入为 282.6/285.9/303.3 亿元，年复合增长率约 6.3%。公司一直以来保持了稳健的增长，近年受疫情影响，2021、2022 年收入增速较快。25 年上半年收入 170 亿/+10%，25 年得益于渠道的拓展和费用投入，增长提速，2022/2023/2024/2025H1 公司毛利率为 29.0%/30.5%/32.5%/34.2%，毛利率不断提升，主要受益于原材料价格下跌和产品组合的优化。

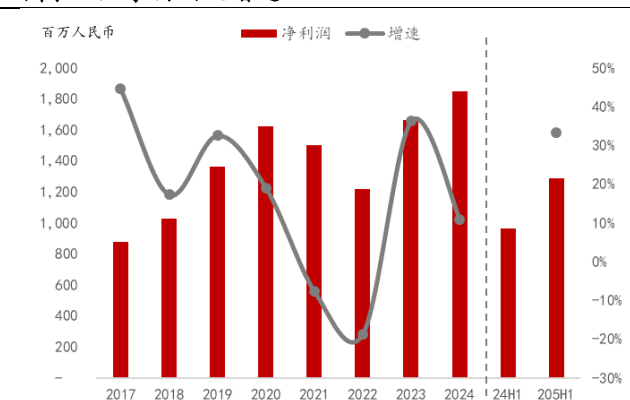
**近年来利润显著增长：**2022/2023/2024 净利润分别为 12.2/16.7/18.5 亿元，2025 年上半年净利润 12.87 亿/+33%，受益于原材料价格的下降，利润有更为明显的增长。2021 年、2022 年因原材料棕榈油等价格猛增，公司利润有所下滑，此后原材料价格回落，利润开始恢复上涨。

图表 4：收入及增速



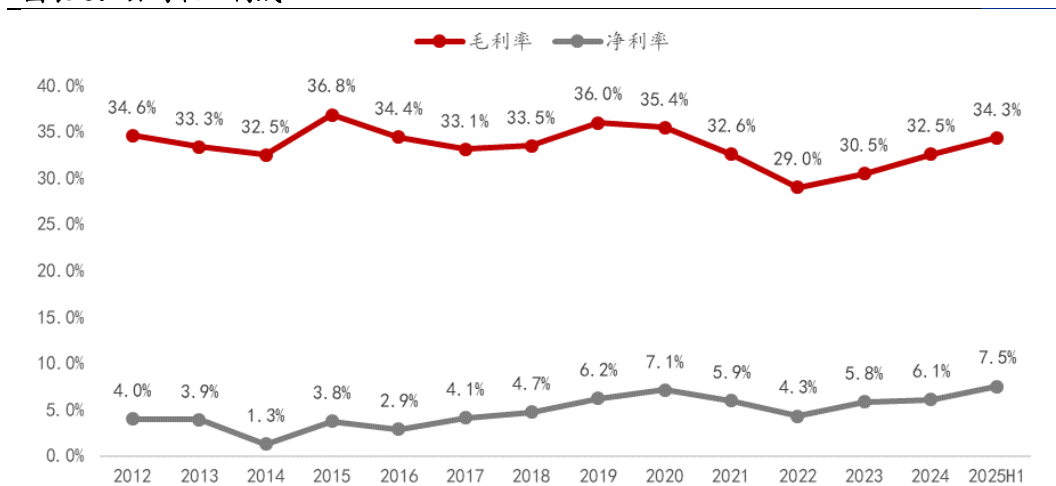
资料来源：公司资料，国证国际研究

图表 5：净利润及增速



资料来源：公司资料，国证国际研究

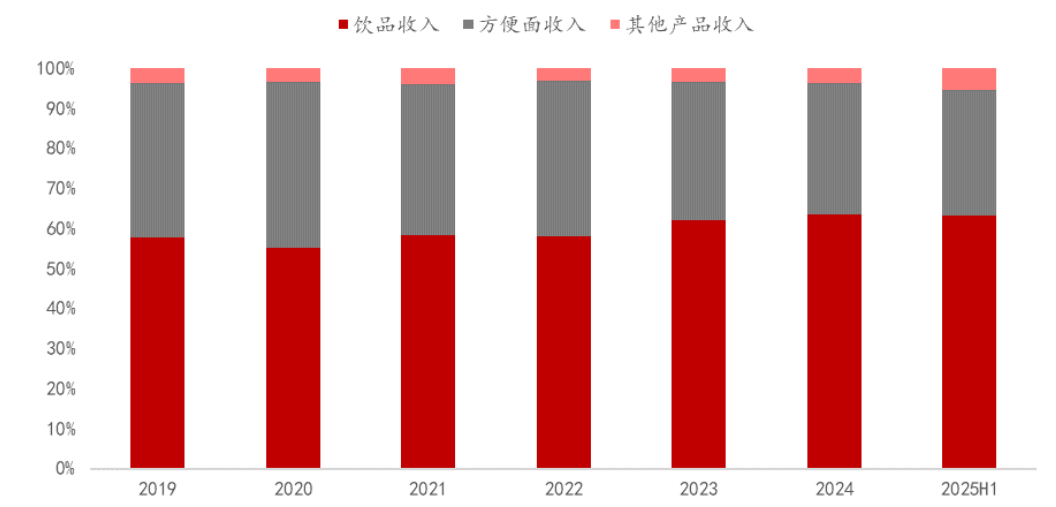
图表 6：公司收入构成



资料来源：公司资料，国证国际研究

公司收入主要由食品和饮料两项业务构成。食品主要包括方便面和自热食品“开小灶”，饮料包含茶、奶茶、果汁和矿泉水、咖啡。2025 年上半年饮料业务收入占比达到 63%。过去几年饮料业务的增速相对较高，所以收入占比不断提升。从 24 年下半年开始，食品业务也看到了复苏迹象。2025 年上半年饮料业务收入增速为 7.6%，食品业务增速 8.8%。

图表 7：公司收入构成



资料来源：公司资料，国证国际研究

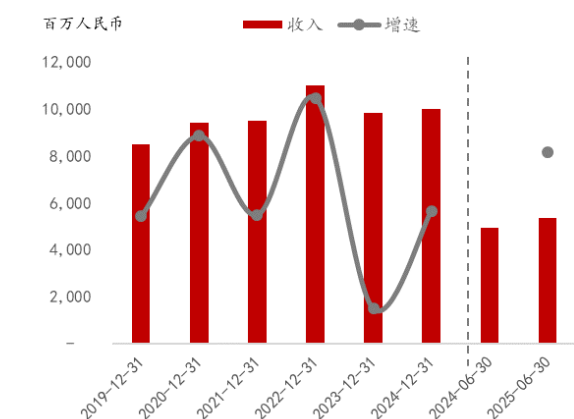
## 2. 公司主要业务介绍

### 2.1. 食品业务

统一方便面主要产品包含：牛肉面类产品（红烧牛肉面、老坛酸菜面、香辣牛肉面）、中高端方便面：茄皇和汤达人。公司近几年不断推出新口味、新产品，丰富中高端方便面产品。公司于 19 年推出茄皇牛肉面、24 年升级汤达人配方，抢占中高端方便面市场，实现产品升级。此外 19 年推出的“开小灶”自热米饭迎合了疫情期间的消费需求，销量快速增长。

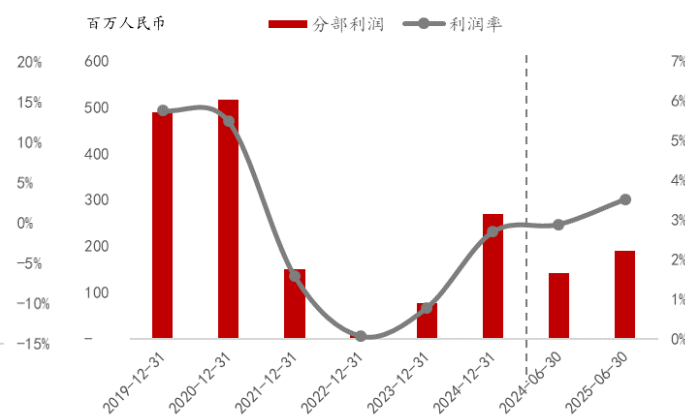
食品业务 23FY/24FY/25H1 收入分别为 98.5/99.98/53.8 亿元，23FY/24FY/25H1 增速分别为 -10.6%/1.5%/8.8%，受疫情需求刺激 22 年增速较高，而 23 年受原材料价格上涨影响、以及疫情恢复后方便面和自热食品需求下跌影响收入下跌较多，从 24 年开始逐步恢复增长。食品部分的利润率自 22 年以来持续回升，2025 年上半年经营利润达到 1.9 亿，利润率为 3.5%，同比提升 0.6pct，主要来自于原材料成本的下降和产品结构的优化，目前食品业务的利润率距离历史高点仍有一定距离。

图表 8：食品业务收入及增速



资料来源：公司财报，国证国际研究

图表 9：食品业务分部利润及利润率



资料来源：公司财报，国证国际研究

老坛酸菜牛肉面是统一中价方便面的代表。老坛酸菜牛肉面盒装单价约为 3.25 元每桶。2003 年，统一在四川地区推出老坛酸菜牛肉面，2008 年，正式决定推向全国市场。2010、2011 年在老坛酸菜牛肉面的引领下，统一方便面业务增速达 67%。2010 年并且成为仅次于康师傅红烧牛肉面之后的方便面口味第二名，带领统一方便面业务扭亏为盈，2012 年年销售额超 40 亿元。2022 年“土坑酸菜”事件导致酸菜牛肉面大幅下架，影响销量。统一也开始实施安全控制、技术管理规范 and 卫生溯源。如今，老坛酸菜牛肉面仍为统一方便面中十分重要的产品。

图表 10：老坛酸菜牛肉面



资料来源：公司官网，国证国际研究

汤达人是统一在 2008 年推出的中高端方便面品牌。汤达人 90g 盒装价约为 4.5 元每桶。不同于传统方便面，汤达人主打健康、高端定位，采用高汤浓缩技术，推出日式豚骨等风味，迅速吸引中产阶级消费者。从一线城市开始布局，逐渐渗透更多城市。2014 年成长超两倍以上。至 2022 年连续 14 年增长。近年增长有所衰退，公司准备继续强化其产品力，带动方便面利润增长。

图表 11：汤达人方便面



资料来源：公司官网，国证国际研究

茄皇是统一在 2019 年推出的中高端方便面品牌。茄皇盒装价约为 4 元每桶。其主打“用一整颗新鲜番茄”，依托新疆产业链实现稳定原料供应。茄皇定位年轻消费群体，上市后凭借番茄鸡蛋面等创新口味及电商直播推广快速走红。2022 年推出意式番茄肉酱拌面，丰富产品线，当年销售额突破 10 亿元，展现出强劲的增长潜力。2024 年与大热综艺合作包括腾讯视频热度第一的《现在就出发 2》年度喜剧综艺热度第四的《喜剧大会》，品牌强势曝光，保持双位数增长。

图表 12：茄皇方便面



资料来源：公司官网，国证国际研究

满汉大餐为统一推出的高端生活面。1983 年由台湾烹饪家开创的台湾风味速食面。满汉大餐盒装价 15 元每桶。主打“真的有大块肉”，以及中华料理风味，不断开创新口味，2024 年实现双位数增长。

图表 13：满汉大餐方便面



资料来源：公司官网，国证国际研究

### 其他食品业务

开小灶是于 2018 年推出的自热食品，终端售价约 24 元。根据前瞻研究院，开小灶位列自热米饭和自热火锅市场前十大热门品牌。其瞄准户外场景，提供给消费者不限时间地域的热腾腾美食。包括：自热米饭、火锅、小馄饨等多种美食。在代言人肖战明星效应推动下，收益于 2020 年实现翻倍数增长。开小灶常年于淘宝占据自热食品热销榜前三。但自热食品在疫情后有所衰退。

图表 14：开小灶产品系列



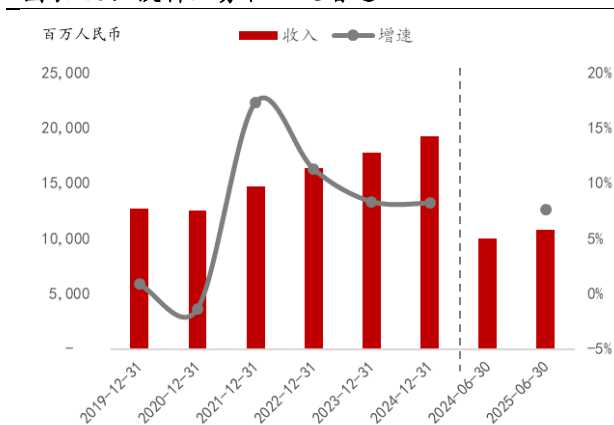
资料来源：公司官网，国证国际研究

## 2.2. 饮料业务

饮料业务在过去几年保持了较为快速的增长，23FY/24FY/25H1 收入分别达到 177.8/192.4/107.9 亿，同比增长 8.4%/8.2%/7.6%。利润率随着原材料价格的变化有所波动，近一两年受益于价格的下跌，利润率持续回升。23FY/24FY/25H1 分部利润分别为 18.8/22.8/15.4 亿，同比增长 2.7%/21.7%/25.5%，利润率分别为 10.6%/11.9%/14.3%。

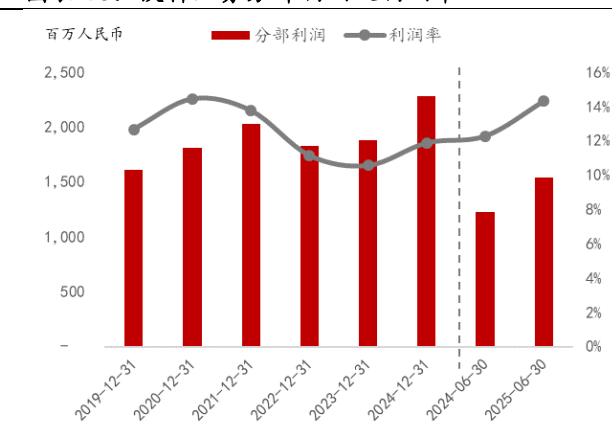
公司饮品主要分为茶、奶茶、果汁、其他产品（水和咖啡）。其 2024 年占总收入额比例分别为 45%/33%/19%/3%。其中茶饮增速引领饮料，增速达 13%。

图表 15：饮料业务收入及增速



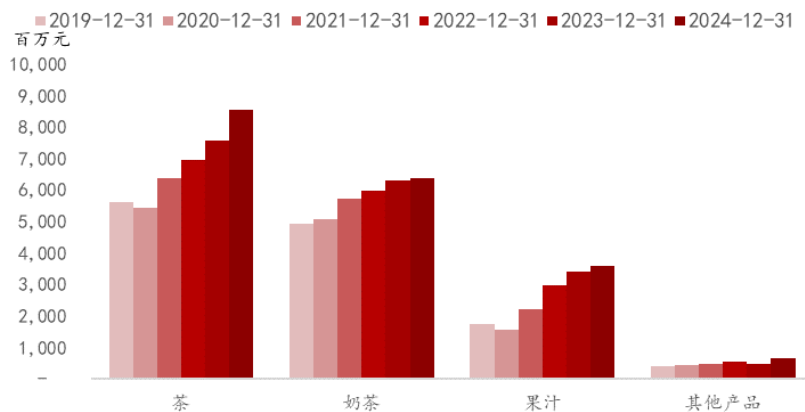
资料来源：公司财报，国证国际研究

图表 16：饮料业务分部利润及利润率



资料来源：公司财报，国证国际研究

图表 17：饮料业务收入划分



资料来源：公司财报，国证国际研究

公司茶饮主要包括三个基本单品：统一红茶、统一绿茶、统一阿萨姆奶茶。同时还有公司无糖茶布局，包括茶里王、春拂绿茶等单品，同时还有冷泡茶单品：小茗同学。

统一红茶包含冰红茶和双萃柠檬茶两个品类，冰红茶主要占据其原来强势市场，双萃柠檬茶通过焕新来竞争对手的新策略。统一绿茶包含无糖、低糖绿茶品类，增长势头良好。阿萨姆奶茶也在研发新产品，新增低糖茉莉奶绿，继续保持其产品力。小茗同学冷泡茶吸引年轻群体、营销粉丝经济，以独特包装和特色风格实现突破。茶里王冷萃茶顺应无糖、新鲜茶趋势。冰红茶、绿茶平均价格约 2.4 元每瓶，小茗同学约 5 元每瓶，茶里王约 5 元每瓶。

统一茶饮受行业增速推动，收入增速保持稳健，22FY/23FY/24FY/25H1 增速为 9.0%/9.0%/13.1%/9.1%。

图表 18：统一冰红茶



资料来源：公司官网，国证国际研究

奶茶饮料主要产品为统一阿萨姆奶茶。统一进入即饮奶茶行业早，具有长期积累的品牌效应，于根据公司年报披露，2017 年统一在占即饮奶茶市场 71.8%，并此后保持连续增长。同时顺应健康消费趋势推出低糖奶茶。22FY/23FY/24FY/25H1 奶茶业务收入增速为 4.5%/5%/1.6%/3.5%。500ml 阿萨姆奶茶终端售价约为 3.3 元。

图表 19：统一阿萨姆奶茶



资料来源：公司官网，国证国际研究

公司果汁产品主要包括统一鲜橙多和海之言，布局高浓度果汁较少。果汁品类近年增速放缓，22FY/23FY/24FY/25H1 果汁业务收入增速为 34.9%/13.4%/5.9%/1.7%。。面对更注重健康的消费趋势，公司于 2024 年 6 月推出果汁新品：元气觉醒果蔬汁、NFC 苹果汁等，预期扩大果汁收益，达到果汁新增长点。

统一鲜橙多 500ml 终端售价为 3.5 元每瓶。公司于 1999 年推出统一鲜橙多，是最早开启中国果汁市场的领军品牌之一。近期也跟随消费者健康消费趋势进行改进，调整酸甜比，加入膳食纤维。

图表 20：统一鲜橙多



资料来源：公司官网，国证国际研究

海之言是统一集团于 2014 年 4 月推出的一款饮料。海之言均价为 3.5 元每瓶。海之言的定位是一款可补充身体盐、水的海盐味果汁清爽淡味饮料。2014 年上市后当年创造 6 亿销售额，过去三年保持了双位数增长。

图表 21：统一海之言



资料来源：公司官网，国证国际研究

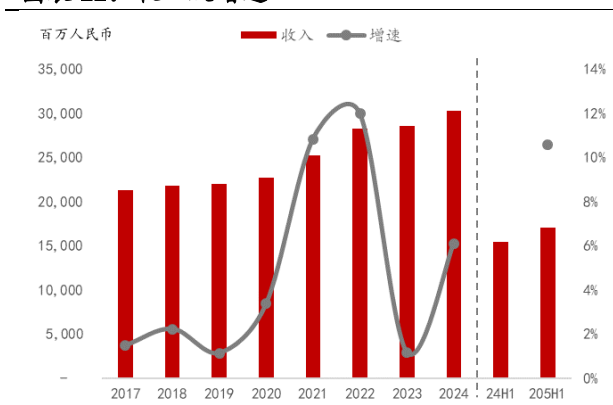
### 3. 公司投资亮点

#### 3.1. 公司业绩稳定增长

**收入持续增长，毛利率受原材料价格波动：**2022/2023/2024 公司收入为 282.6/285.9/303.3 亿元，年复合增长率约 6.3%。公司一直以来保持了稳健的增长，近年受疫情影响，2021、2022 年收入增速较快。25 年上半年收入 170 亿/+10%，25 年得益于渠道的拓展和费用投入，增长提速，2022/2023/2024/2025H1 公司毛利率为 29.0%/30.5%/32.5%/34.2%，毛利率不断提升，主要受益于原材料价格下跌和产品组合的优化。

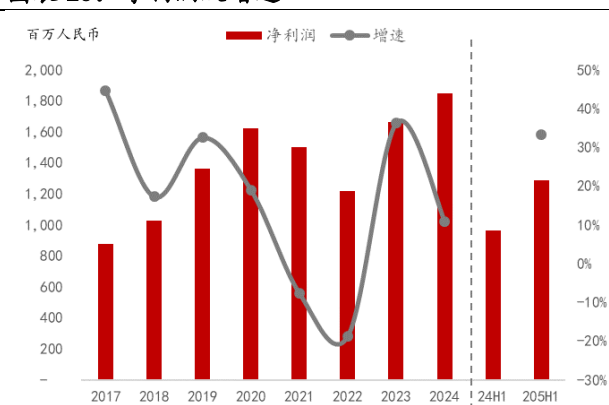
**疫情后利润增长加速：**2022/2023/2024 净利润分别为 12.2/16.7/18.5 亿元，2025 年上半年净利润 12.87 亿/+33%，受益于原材料价格的下降，利润有更为明显的增长。2021 年、2022 年因原材料棕榈油等价格猛增，公司利润有所下滑，此后原材料价格回落，利润开始恢复上涨。

图表 22: 收入及增速



资料来源: 公司资料, 国证国际研究

图表 23: 净利润及增速



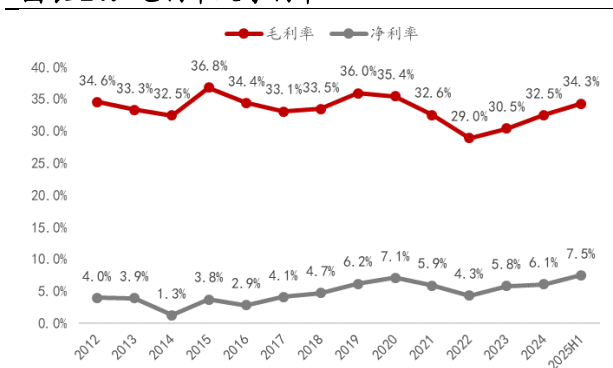
资料来源: 公司资料, 国证国际研究

公司的业务增长来自持续的产品创新和渠道扩张。自创立以来, 公司每隔几年就会成功推出一项大单品, 使得公司得以以高于行业平均的增速成长。通过持续的品牌经营和精益的渠道管理, 原有的大单品也持续焕发活力, 如统一绿茶、茶里王、海之言、汤达人等。近年来推出的茄皇、开小灶也受到了市场欢迎。

在渠道方面, 公司主动拓展消费场景, 构建多元化渠道。如饮料产品, 除了传统的零售渠道, 还拓展了餐饮、家庭、礼品、团购等场景, 在传统电商和抖音商城、快手、拼多多、微信视频号等兴趣电商均有布局。公司目前触达的终端网点约 200 多万个, 相较康师傅 (400 多万个)、娃哈哈 (300 多万个) 仍有一定差距, 渠道精耕的工作还在持续推进中。

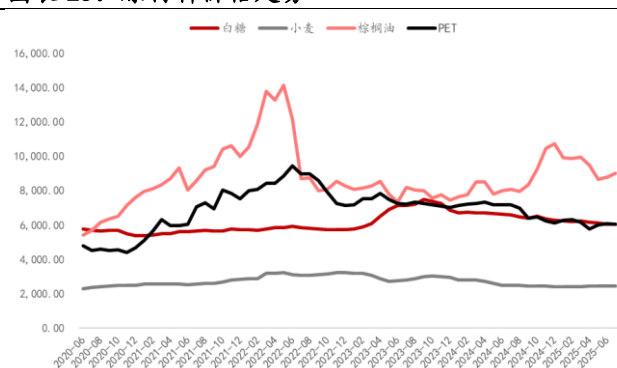
公司 2025 年上半年毛利率为 34.3%, 同比提升 0.5pct, 净利率 7.5%, 同比提升 1.2pct, 自 2022 年以来稳步提升, 25 上半年的净利率水平已经达到历史高位。2019-2022 年因原材料包括棕榈油等价格的上升, 毛利率承压。棕榈油价格由 2020 年的 5370 元每公吨上升到 2022 年的 16050 元每公吨, 对毛利率造成很大压力。近年棕榈油价格下跌, 毛利率开始恢复, 公司毛利率、净利率均有所提升。

图表 24: 毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 国证国际研究

图表 25: 原材料价格走势

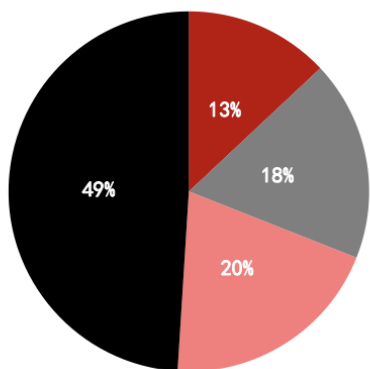


资料来源: 公司财报, 国证国际研究

对方便面产品来说, 影响最大的成本来自棕榈油, 因为棕榈油的价格波动相对较大。其他原材料包括面粉、纸浆等。饮料方面, 糖、PET、纸箱等都是主要的原材料。近两年来, PET 瓶片、糖、小麦等处于下行通道, 棕榈油受到印尼政策的影响, 在 24 年四季度有显著升高, 今年以来在逐步回落, 但最近又略有反弹。同时公司奶茶所需原材料奶粉价有所上涨, 公司有考虑在用国内奶粉进行替代, 做多元的原材料产地, 以减轻原材料价格上涨带来的影响。

图表 26: 方便面成本构成

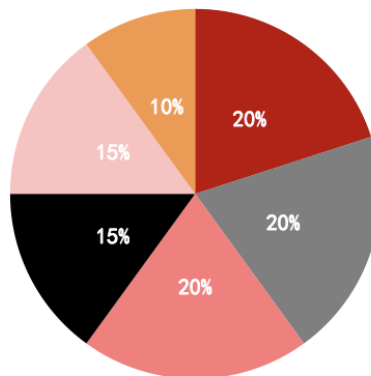
■ 棕榈油 ■ 面粉 ■ 纸浆 ■ 其他



资料来源: 艾媒咨询, 国证国际研究

图表 27: 软饮料成本构成

■ 制造与人工 ■ PET ■ 纸箱 ■ 白砂糖 ■ 果汁 ■ 其他原材料

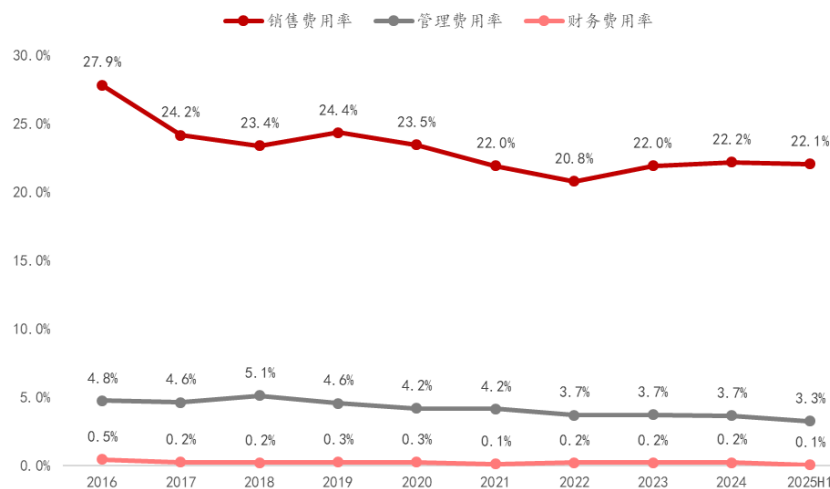


资料来源: 网易数读 Datablog, 国证国际研究

### 3.2. 公司精益运营, 费用占比逐年下降

公司销售费用率总体呈下降趋势, 从 2016 年的高点 27.9% 下降至 2025 年上半年的 22.1%, 公司一直努力通过精准投放、减少促销的方式控制销售费用增长。管理费用自 2018 年以后稳定在每年 10 亿左右, 随着收入规模的扩大, 管理费用率呈下降趋势。公司控制费用能力较强, 运营效率高。

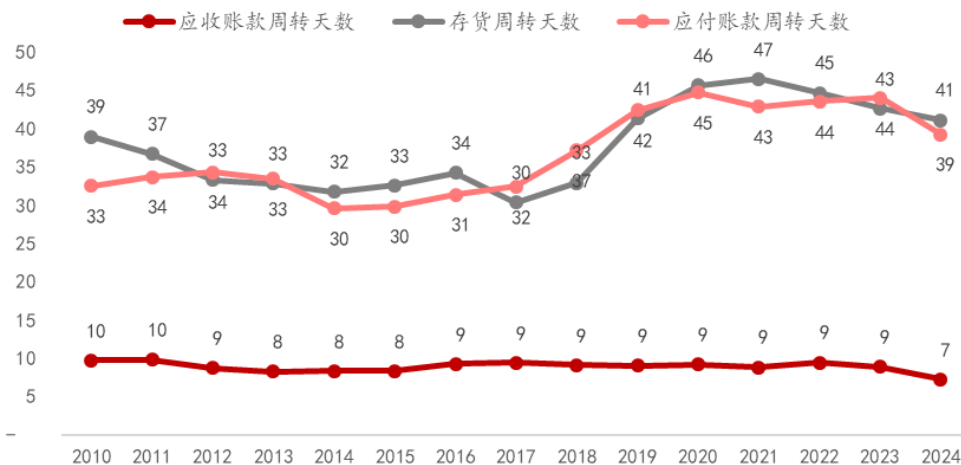
图表 28: 各项费用率走势



资料来源: wind, 国证国际研究

2017-2023 年, 公司存货和应付账款周转天数在疫情期间略有增加, 23、24 年略有回落。公司应收账款周转天数较低, 且保持平稳。2024 年存货周转天数为 41 天, 应收账款周转天数 7 天, 应付账款周转天数 39 天。

图表 29：公司运营效率



资料来源：公司资料，国证国际研究

### 3.3. 现金充沛，股东回报优秀

公司派息率和股息率均处于行业领先水平。过去七年，公司分红比例保持稳定，均超过 100%，其中 2022 年度分红比例 120.4%。相比可比同行，公司股息率同样位居前列，表现突出。2024 年公司每股股息为 0.47 港元，对应当前的股价，股息率约为 4.82%。

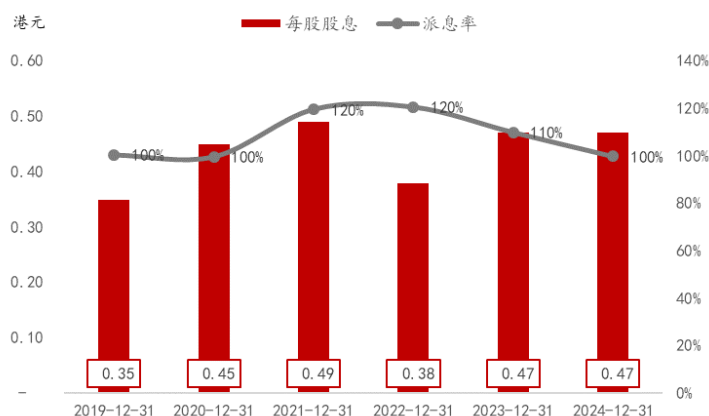
图表 30：公司年度分红比例比较

| 证券代码     | 证券简称   | 股息率   | 2022 派息率 | 2023 派息率 | 2024 派息率 |
|----------|--------|-------|----------|----------|----------|
| 1876. HK | 百威亚太   | 5.2%  | 54.8%    | 82.2%    | 102.4%   |
| 0288. HK | 万洲国际   | 6.1%  | 35.8%    | 78.3%    | 51.0%    |
| 2313. HK | 申洲国际   | 4.5%  | 56.2%    | 61.3%    | 55.7%    |
| 1179. HK | 华住集团-S | 4.9%  | 0.0%     | 35.2%    | 118.5%   |
| 6862. HK | 海底捞    | 6.4%  | 42.7%    | 92.9%    | 97.3%    |
| 0168. HK | 青岛啤酒股份 | 4.8%  | 48.2%    | 63.9%    | 68.6%    |
| 0151. HK | 中国旺旺   | 4.5%  | 55.7%    | 81.2%    | 69.6%    |
| 0322. HK | 康师傅控股  | 6.4%  | 50.0%    | 49.0%    | 50.0%    |
| 3998. HK | 波司登    | 5.6%  | 81.5%    | 83.7%    | 81.8%    |
| 0220. HK | 统一企业中国 | 4.8%  | 120.4%   | 109.8%   | 99.8%    |
| 6186. HK | 中国飞鹤   | 7.2%  | 47.5%    | 69.3%    | 75.8%    |
| 1128. HK | 永利澳门   | 4.1%  | 0.0%     | 33.6%    | 42.7%    |
| 2460. HK | 华润饮料   | 4.6%  | 0.0%     | 0.0%     | 44.9%    |
| 1910. HK | 新秀丽    | 5.2%  | 0.0%     | 35.8%    | 45.7%    |
| 0551. HK | 裕元集团   | 10.5% | 76.3%    | 67.6%    | 68.0%    |
| 2232. HK | 晶苑国际   | 6.5%  | 35.4%    | 40.2%    | 59.6%    |
| 1368. HK | 特步国际   | 12.0% | 51.1%    | 50.8%    | 50.2%    |
| 1579. HK | 颐海国际   | 5.5%  | 25.6%    | 90.2%    | 94.5%    |
| 1836. HK | 九兴控股   | 10.7% | 74.6%    | 75.0%    | 71.1%    |
| 3306. HK | 江南布衣   | 9.3%  | 78.6%    | 73.3%    | 73.7%    |

注：时间截止 2025 年 8 月 8 日，股息率=24 年每股股息/最新收盘价

资料来源：Wind，国证国际研究

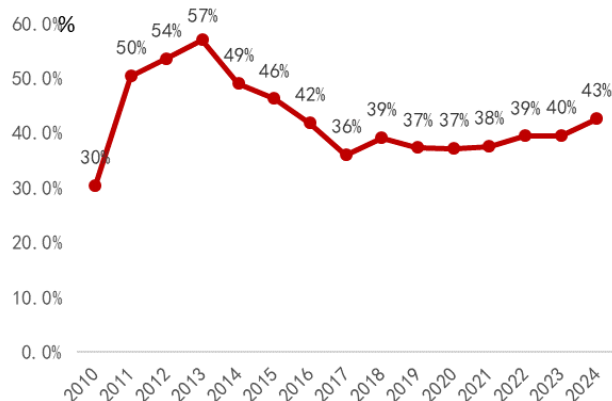
图表 31：公司每股股息及派息率



资料来源：公司财报，国证国际研究

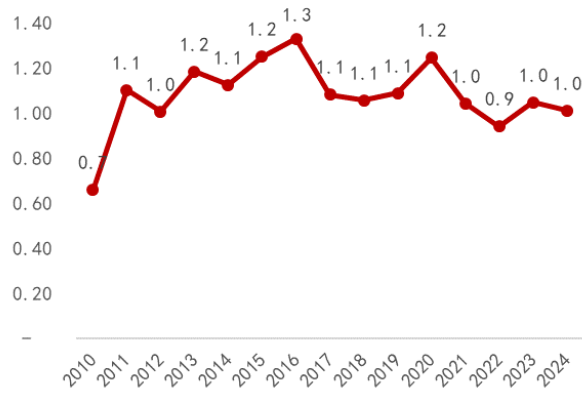
公司资产负债率自 13 年开始下降，近年稳定在 40% 左右，有小幅上升。24 年底有息负债仅 2 亿，25 年 6 月有息负债为 22 亿，不同期限的债务波动为公正常运营所需。整体来看资产负债率较为健康。流动比率稳定在 1.0 附近，且 25 年 6 月底公司账面还有 106 亿现金类资产，流动性非常好。

图表 32：公司资产负债率



资料来源：公司财报，国证国际研究

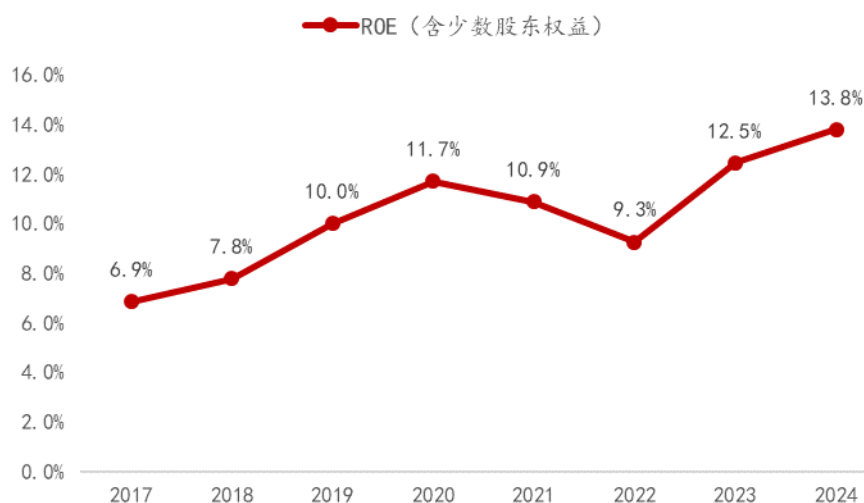
图表 33：公司流动比率



资料来源：公司财报，国证国际研究

ROE 自 2014 年以来逐步上升，除 2022 年受原材料价格影响利润下跌导致公司 ROE 下滑，此后公司 ROE 稳步提升。考虑到公司的资产负债率并未有明显增加，ROE 的抬升表明了公司盈利能力有实际的改善。公司 2024 年 ROE 为 13.8%。

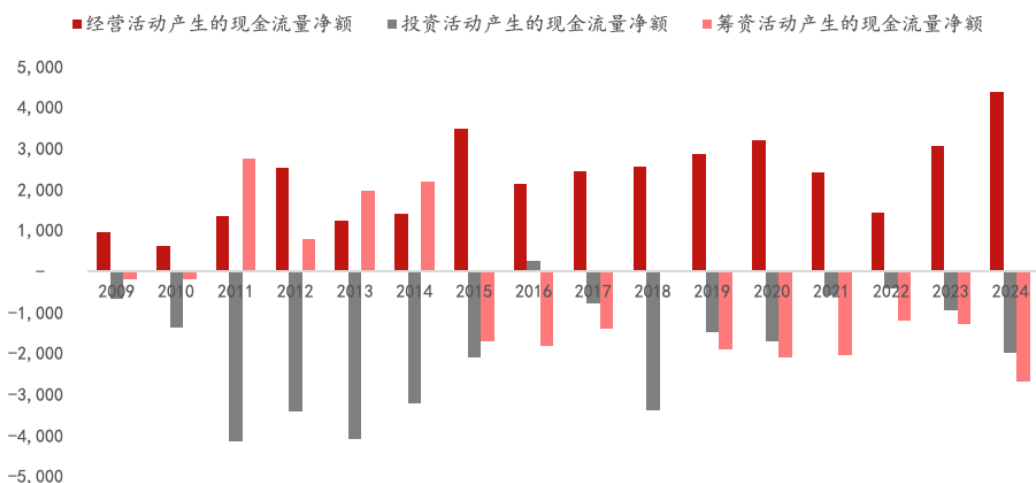
图表 34: ROE



资料来源: 公司资料, 国证国际研究

此外, 公司经营现金流稳健, 自由现金流已连续十年为正, 2024 年自由现金流 (经营性现金流减去资本开支) 达 36 亿元人民币, 彰显了其强劲的自我资金供给能力, 为未来派息、再投资及回馈股东提供了坚实基础。回顾历史, 2011-2014 年是公司产能扩张的高峰期, 资本开支每年在 30 亿以上, 最高甚至达到 45 亿, 自 15 年之后资本开支明显回落, 23、24 年资本开支分别为 9.6 亿、7 亿, 我们预期公司未来 3 年的资本开支保持在 10 亿左右, 投入的方向一方面是现有产能的维护更新, 另一方面是渠道冰箱的投放。

图表 35: 现金流



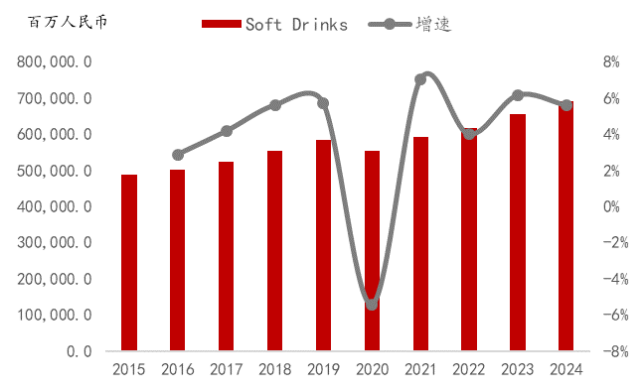
资料来源: 公司资料, 国证国际研究

## 4. 饮料及方便食品行业稳健发展

### 4.1. 中国软饮料行业

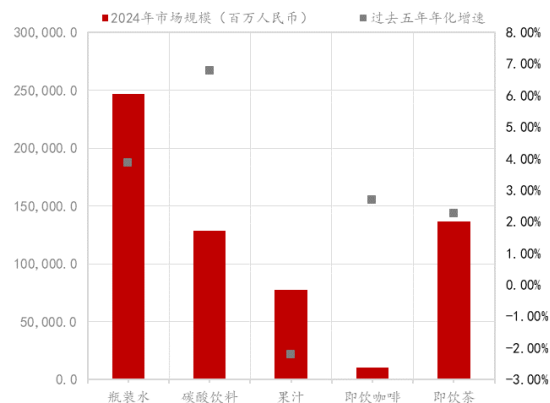
根据 Bloomberg, 中国软饮料行业在 2024 年达到 6914 亿人民币, 过去五年年化增速为 3.38%, 除了 2020 年受疫情影响出现下滑, 之后几年都保持了稳健的增长。软饮料行业细分中瓶装水市场规模最大, 约 2470 亿人民币。过去五年年化增速最高为碳酸饮料 6.79%, 其后分别为瓶装水 3.87% 和即饮咖啡 2.7%。

图表 36: 中国软饮料市场规模及增速



资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

图表 37: 细分行业规模及增速



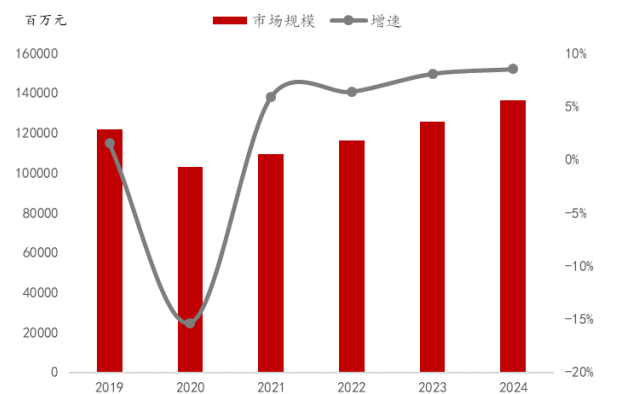
资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

### 即饮茶市场

即饮茶市场 2024 年市场规模为 1364 亿元，近五年年化增速为 2.28%。随着疫情放开和健康消费趋势的兴起，无糖茶类饮品受到消费者青睐，即饮茶市场持续扩张，自疫情后增速迅猛，23、24 两年增速均超 8%。

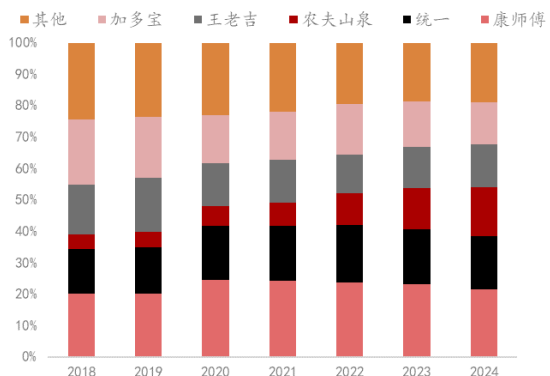
康师傅在即饮茶市场中保持领先的市场份额，约 21%；统一紧随其后，市占率为 16.8%，市场份额相对比较稳定。农夫山泉排名第三，15.6%。农夫山泉凭借旗下无糖茶产品“东方树叶”及茶饮品牌“茶π”的强劲表现，实现了即饮茶业务的快速增长。前五大公司的市占率达到 81%，集中度相对较高。

图表 38: 即饮茶市场规模及增速



资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

图表 39: 即饮茶市场竞争格局



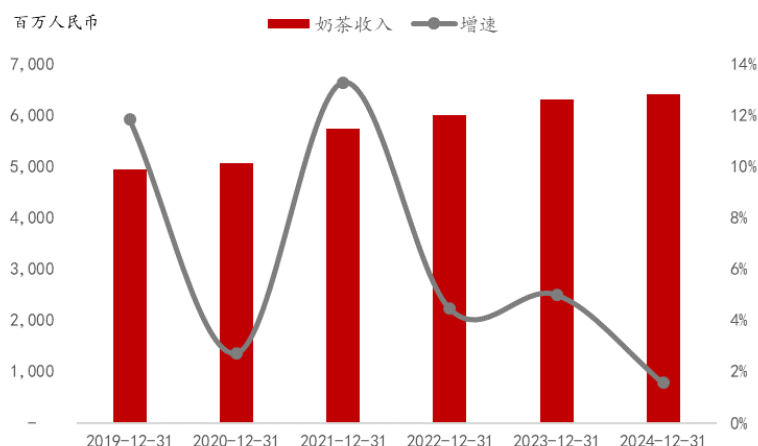
资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

### 即饮奶茶市场

2024 年即饮奶茶市场整体呈现下滑态势。根据马上赢前瞻报告，市场规模较 2023 年下降 5.91%，销售额同比下降 2.51%，销售件数减少 2.06%。行业承压的背景下，市场集中度进一步提高，根据马上赢报告，CR5 品牌市占率高达 95.91%，其中统一稳居第一，领先第二名康师傅，且其阿萨姆系列多款产品包揽 Top SKU 前四名。

根据公司的年报披露，以及马上赢情报站数据，统一的奶茶一直在即饮奶茶市场中的市占率超过 70%，我们可以从统一的奶茶收入中看到行业的变化：在 21 年即饮奶茶收入迎来了较高增长，此后增长明显回落。2024 年，统一的奶茶业务收入为 64 亿元。

图表 40：统一奶茶业务收入及增速



资料来源：公司财报，国证国际研究

随着健康化趋势推动配料升级，消费者对即饮奶茶的需求也在转变。马上赢情报站的报告指出，新一线和二线城市的市场份额降幅尤为显著，主要由于现制饮品（如现制奶茶、咖啡）门店加速下沉、渗透率提升，满足了消费者对线下体验和社交互动的偏好。同时，这些门店通过价格下探进一步压缩即饮产品的市场空间。面对现制饮品扩张、便利店等渠道多元化带来的冲击，即饮奶茶正遭遇渠道压缩和消费场景被侵蚀的双重挑战。应对挑战，统一推出了高端产品“希蒂牛乳茶”，主打精选茶叶、进口牛乳等特色。

图表 41：中国即饮奶茶的市占率及排名

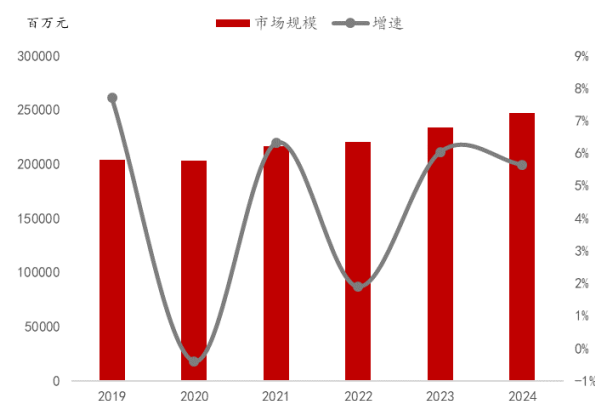
| 排名 | 2023  |        | 2024  |        |        |
|----|-------|--------|-------|--------|--------|
|    | 集团名称  | 市场份额示意 | 集团名称  | 市场份额示意 | 市场份额同比 |
| 1  | 统一阿萨姆 |        | 统一阿萨姆 |        | ↑      |
| 2  | 康师傅   |        | 康师傅   |        | ↑      |
| 3  | 元气森林  |        | 元气森林  |        | ↑      |
| 4  | 娃哈哈   |        | 娃哈哈   |        | ↑      |
| 5  | 果子熟了  |        | 果子熟了  |        | ↓      |

资料来源：马上赢情报站，国证国际研究

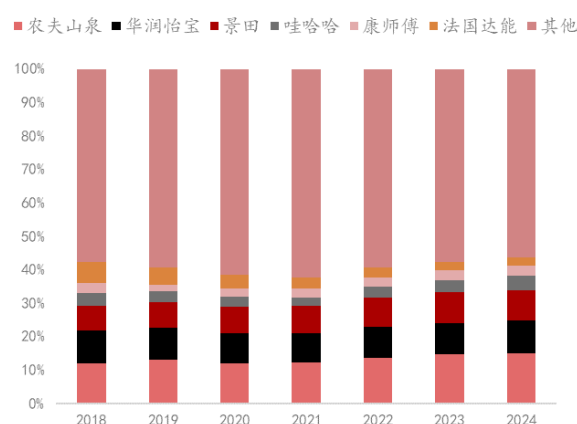
### 瓶装水市场

瓶装水市场规模为 2470.3 亿元，过去五年年化增长率约 3.96%，2024 年增长率 5.65%。中国包装饮用水市场保持快速增长，主要受益于消费者对健康饮用水需求的提升和高端饮用水市场的迅速发展。

瓶装水市场份额较为分散，其中农夫山泉占据主导地位，2024 年市占率为 14.9%，紧随其后华润怡宝、景田市占率分别为 9.9% 和 9.0%。统一的市占率低于 1%。前五大玩家的市占率合计为 41%。从 24 年以来，瓶装水市场经历了比较激烈的价格战，农夫山泉推出价格更低的绿瓶纯净水，以夺取更多市场份额，目前价格战有所缓和。

**图表 42: 瓶装水市场规模及增速**


资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

**图表 43: 瓶装水市场竞争格局**


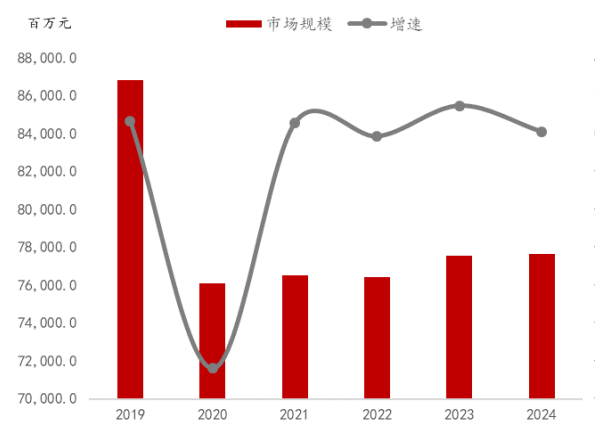
资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

### 果汁市场

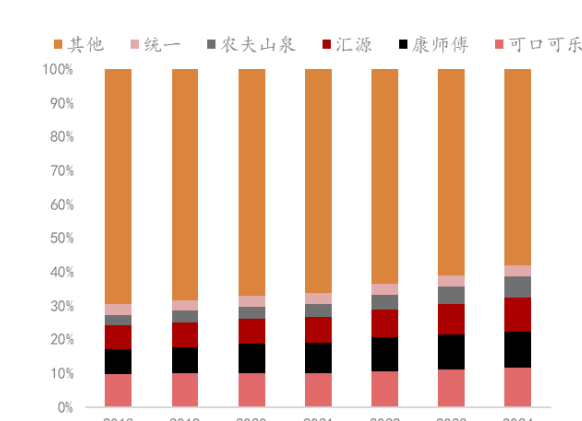
果汁市场规模为 776.5 亿元, 过去五年年化增长率约-2.21%, 2024 年增长率 0.10%。中国果汁行业自 2016 年来已经连续多年增速极低或负增长。

主要原因来自于消费者倾向于低糖饮品, 主流的果汁产品不符合健康趋势所以出现下滑。但部分聚焦于健康自然卖点的果蔬汁还有混合果汁销量仍有上涨, 如农夫山泉 NFC; 以及康师傅聚焦不同消费场景的宣传, 结合中式果汁饮, 如冰糖雪梨、酸梅汤等收入略有增幅。

果汁行业中排名前五的玩家为可口可乐、康师傅、汇源果汁、农夫山泉和统一。其中可口可乐的市占率为 11.8%, 统一的市占率为 3.5%。前五大玩家的市占率合计为 42%, 集中度较为分散。近年来头部企业的市场份额逐年提高。

**图表 44: 果汁市场规模及增速**


资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

**图表 45: 果汁市场竞争格局**


资料来源: Bloomberg, 国证国际研究

#### 4.2. 中国方便面行业

根据 Bloomberg 数据，中国方便面行业在 2024 年达到 1240 亿人民币，过去五年年化增速为 5.62%。近几年方便面行业受益于疫情期间的需求爆发迎来较高增长。22 年之后增速明显放缓。

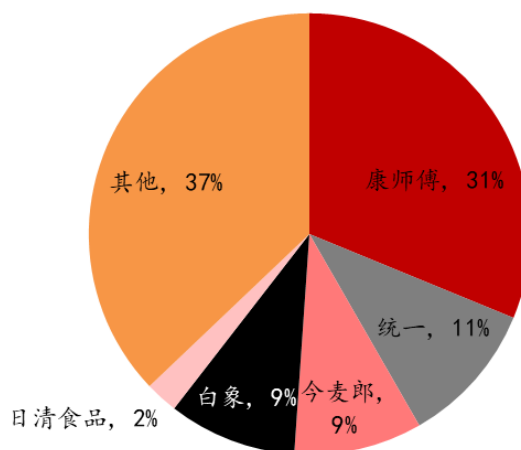
图表 46：中国方便面市场规模及增速



资料来源：Bloomberg，国证国际研究

中国方便面市场集中度较高，CR4 超过 60%，康师傅遥遥领先，市占率 31.2%。统一排名第二，市占率 10.4%。市占率第三、第四的今麦郎和白象紧随其后。其中白象近几年增势迅猛，近五年的市占率提升了 4.4pct。

图表 47：中国方便面行业市场竞争格局



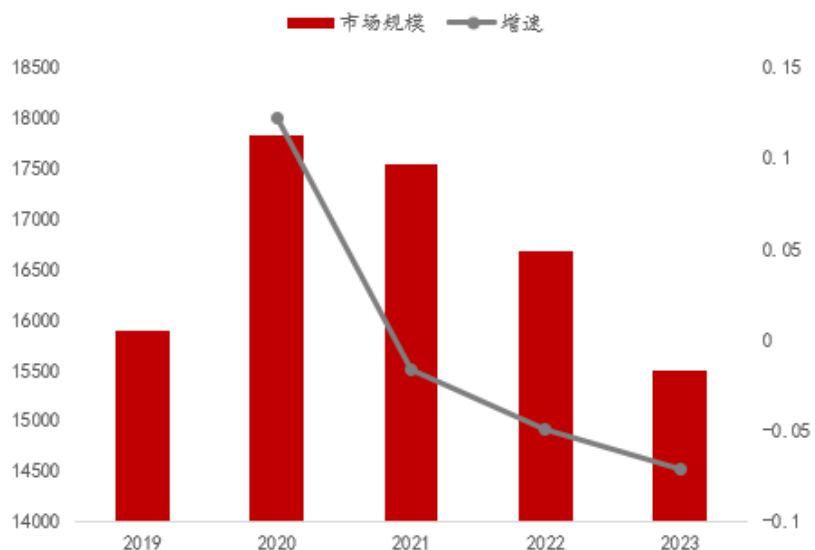
资料来源：Bloomberg，国证国际研究

当前，中国方便面市场正从同质化竞争转向产品差异化与技术创新。例如统一推出浓郁番茄口味的“茄皇”、主打大口吃肉的“满汉大餐”。今麦郎推出“0 油炸健康面”系列，白象则聚焦地域风味，推出蟹黄拌面、蚂蚁上树拌粉等，满足了消费者对多样化口味的追求。这些创新不仅提升了产品价值，也推动了方便面行业向高端化、个性化方向发展。

#### 4.3. 自热食品行业

自热食品市场在疫情期间需求得到爆发，但之后受到外卖及其他方便食品的挑战，整体呈现下滑趋势。自嗨锅、海底捞、开小灶和莫小仙等品牌在自热火锅和自热米粉领域处于领先地位。根据快消数据机构“马上赢”对传统零售渠道的监测数据，2024 年自热食品类销售额持续同比下降，客单价也呈现下滑趋势。2024 年第四季度，自热火锅市场份额同比减少 25.05%至 0.78%，自热米饭市场份额则下降 27.25%至 0.77%，相比 2023 年第一季度的 1.48%和 1.36%，几乎腰斩，行业仍需解决与外卖、以及其它方便速食产品的竞争。

图表 48：中国自热食品市场



资料来源：马上赢情报站，国证国际研究

## 5. 盈利预测及估值

### 5.1. 财务报表预测

考虑公司本身的竞争优势和行业的发展趋势，我们认为公司未来增长将在高个位数。饮料的增速会略高于食品，主要得益于饮料行业的竞争格局优于食品行业。预期 25/26/27 年收入为 333.7/359.1/381.7 亿，同比增长 10%/7.6%/6.3%；净利润为 24.4/26.8/29.0 亿元，同比增长 32%/9.8%/8.4%；对应每 EPS 收益为 0.62/0.68/0.74 港元。

图表 49: 盈利预测

| 人民币百万                | 2022A          | 2023A          | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>主营业务收入</b>        | <b>28,257</b>  | <b>28,591</b>  | <b>30,332</b>  | <b>33,372</b>  | <b>35,910</b>  | <b>38,173</b>  |
| 饮料                   | 16,405         | 17,776         | 19,241         | 20,696         | 22,249         | 23,917         |
| YoY                  |                | 8.4%           | 8.2%           | 7.6%           | 7.5%           | 7.5%           |
| 食品                   | 11,009         | 9,846          | 9,998          | 10,837         | 11,271         | 11,722         |
| YoY                  |                | -10.6%         | 1.5%           | 8.4%           | 4.0%           | 4.0%           |
| 其他                   | 843            | 969            | 1,093          | 1,839          | 2,390          | 2,534          |
| YoY                  |                | 15.0%          | 12.8%          | 68.2%          | 30.0%          | 6.0%           |
| <b>营业成本</b>          | <b>-20,070</b> | <b>-19,880</b> | <b>-20,462</b> | <b>-22,347</b> | <b>-24,046</b> | <b>-25,561</b> |
| <b>毛利</b>            | <b>8,188</b>   | <b>8,712</b>   | <b>9,870</b>   | <b>11,025</b>  | <b>11,864</b>  | <b>12,612</b>  |
| 毛利率                  | 29.0%          | 30.5%          | 32.5%          | 33.0%          | 33.0%          | 33.0%          |
| 销售费用                 | -5,887         | -6,278         | -6,738         | -7,054         | -7,518         | -7,916         |
| 占收入比例                | -23.5%         | -22.0%         | -20.8%         | -22.0%         | -22.2%         | -21.1%         |
| 管理费用                 | -1,047         | -1,066         | -1,107         | -1,181         | -1,271         | -1,351         |
| 占收入比例                | -4.2%          | -4.2%          | -3.7%          | -3.7%          | -3.7%          | -3.5%          |
| 财务费用                 | 209            | 194            | 180            | 246            | 265            | 282            |
| 占收入比例                | 0.8%           | 0.8%           | 0.7%           | 0.7%           | 0.6%           | 0.7%           |
| 其他收入/支出              | 268            | 678            | 280            | 256            | 276            | 293            |
| 占收入比例                | -0.5%          | -1.1%          | -0.5%          | -0.5%          | -0.4%          | -0.4%          |
| <b>除税前溢利</b>         | <b>1,731</b>   | <b>2,240</b>   | <b>2,484</b>   | <b>3,293</b>   | <b>3,615</b>   | <b>3,919</b>   |
| 所得税                  | -509           | -573           | -635           | -854           | -937           | -1,016         |
| 所得税率                 | -30.1%         | -29.9%         | -29.4%         | -25.6%         | -25.6%         | -25.9%         |
| <b>净利润(含少数股东权益)</b>  | <b>1,222</b>   | <b>1,667</b>   | <b>1,849</b>   | <b>2,439</b>   | <b>2,678</b>   | <b>2,904</b>   |
| 净利率                  | 4.3%           | 5.8%           | 6.1%           | 7.3%           | 7.5%           | 7.6%           |
| 少数股东损益               | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>净利润(不含少数股东权益)</b> | <b>1,222</b>   | <b>1,667</b>   | <b>1,849</b>   | <b>2,439</b>   | <b>2,678</b>   | <b>2,904</b>   |
| <b>EPS (港元)</b>      | <b>0.31</b>    | <b>0.42</b>    | <b>0.47</b>    | <b>0.62</b>    | <b>0.68</b>    | <b>0.74</b>    |
| <b>市盈率 (倍)</b>       | <b>31.3</b>    | <b>22.9</b>    | <b>20.7</b>    | <b>15.7</b>    | <b>14.3</b>    | <b>13.2</b>    |

数据来源: wind, 国证国际预测

### 5.2. 估值分析

我们采用 PE 估值和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了国内和海外的大型方便食品公司和饮料公司，26 年平均预测 PE 为 20.8x。考虑到公司的竞争优势和港股消费板块的普遍低估，我们给予公司 26 年 PE 倍数 17x。2026 年预测 EPS 为 0.68 港元，对应股价测算为 11.5 港元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的成长阶段和行业发展空间，我们给予 WACC 为 10%，长期给予 2% 的增速。叠加公司本身账面 100 亿的现金，我们认为合理市值为 575 亿港元，对应股价为 13.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 12.4 元，较最新收盘价有 28% 的上涨空间。

图表 50: 可比上市公司当前市盈率对比

| 公司    | 代码        | 市值<br>(亿) | 货币  | 归母净利润 (亿元) |       |       |       |       | P/E  |      |      |      |      |
|-------|-----------|-----------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
|       |           |           |     | 2023       | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| 康师傅控股 | 0322.HK   | 640       | HKD | 34.3       | 41.1  | 46.3  | 51.4  | 55.4  | 18.7 | 15.6 | 13.8 | 12.5 | 11.6 |
| yoy   |           |           |     | 18%        | 20%   | 13%   | 11%   | 8%    |      |      |      |      |      |
| 农夫山泉  | 9633.HK   | 5,232     | HKD | 132.8      | 133.3 | 156.6 | 178.5 | 200.5 | 39.4 | 39.2 | 33.4 | 29.3 | 26.1 |
| yoy   |           |           |     | 42%        | 0%    | 17%   | 14%   | 12%   |      |      |      |      |      |
| 中国食品  | 0506.HK   | 92        | HKD | 9.2        | 9.5   | 10.5  | 11.8  | 13.6  | 10.1 | 9.7  | 8.7  | 7.8  | 6.8  |
| yoy   |           |           |     | 26%        | 3%    | 11%   | 12%   | 15%   |      |      |      |      |      |
| 日清食品  | 1475.HK   | 72        | HKD | 3.3        | 2.0   | 2.8   | 3.2   | 3.5   | 21.9 | 36.0 | 26.1 | 22.6 | 20.6 |
| yoy   |           |           |     | 4%         | -39%  | 38%   | 15%   | 10%   |      |      |      |      |      |
| 百威亚太  | 1876.HK   | 1,122     | HKD | 66.9       | 57.0  | 57.7  | 63.4  | 69.3  | 16.8 | 19.7 | 19.5 | 17.7 | 16.2 |
| yoy   |           |           |     | -7%        | -15%  | 1%    | 10%   | 9%    |      |      |      |      |      |
| 东鹏饮料  | 605499.SH | 1,549     | CNY | 20.4       | 33.3  | 45.0  | 57.5  | 70.8  | 75.9 | 46.6 | 34.4 | 27.0 | 21.9 |
| yoy   |           |           |     | 42%        | 63%   | 35%   | 28%   | 23%   |      |      |      |      |      |
| 可口可乐  | KO.N      | 3,027     | USD | 107.1      | 106.3 | 129.6 | 137.3 | 148.0 | 28.3 | 28.5 | 23.4 | 22.0 | 20.5 |
| yoy   |           |           |     | 12%        | -1%   | 22%   | 6%    | 8%    |      |      |      |      |      |
| 百事    | PEP.O     | 1,988     | USD | 90.7       | 95.8  | 109.5 | 118.4 | 127.4 | 21.9 | 20.8 | 18.2 | 16.8 | 15.6 |
| yoy   |           |           |     | 2%         | 6%    | 14%   | 8%    | 8%    |      |      |      |      |      |
| 怪物饮料  | MNST.O    | 632       | USD | 16.3       | 15.1  | 17.5  | 20.1  | -     | 38.7 | 41.9 | 36.0 | 31.4 |      |
| yoy   |           |           |     | 37%        | -7%   | 16%   | 15%   | -100% |      |      |      |      |      |
| 平均PE  |           |           |     |            |       |       |       |       | 30.2 | 28.7 | 23.7 | 20.8 | 17.4 |

注: 时间截止2025/8/8, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 国证国际

图表 51: 可比估值法下目标价的敏感性分析

|    |     | 2023年EPS |      |      |      |      |
|----|-----|----------|------|------|------|------|
| PE |     | 0.25     | 0.34 | 0.42 | 0.51 | 0.59 |
|    | 7x  | 1.8      | 2.4  | 3.0  | 3.5  | 4.1  |
|    | 12x | 3.0      | 4.1  | 5.1  | 6.1  | 7.1  |
|    | 17x | 4.3      | 5.7  | 7.2  | 8.6  | 10.0 |
|    | 22x | 5.6      | 7.4  | 9.3  | 11.1 | 13.0 |
|    | 27x | 6.8      | 9.1  | 11.4 | 13.7 | 16.0 |

资料来源: 国证国际研究

图表 52: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

|                   | FY 2022 | FY 2023 | FY 2024 | FY 2025 | FY 2026 | FY 2027 | FY 2028 | FY 2029 | FY 2030 | FY 2031 | FY 2032 | FY 2033 | FY 2034 | FY 2035 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 人民币百万             | 实际      | 实际      | 实际      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      | 预测      |
| 营业额               | 28,257  | 28,591  | 30,332  | 33,372  | 35,910  | 38,173  | 40,587  | 43,164  |         |         |         |         |         |         |
| 增长率%              |         | 1.2%    | 6.1%    | 10.0%   | 7.6%    | 6.3%    | 6.3%    | 6.3%    |         |         |         |         |         |         |
| EBIT              | 1,522   | 2,046   | 2,303   | 3,047   | 3,350   | 3,638   | 3,949   | 4,200   |         |         |         |         |         |         |
| 增长率%              |         | 34.5%   | 12.6%   | 32.3%   | 10.0%   | 8.6%    | 8.6%    | 6.4%    |         |         |         |         |         |         |
| EBIT率%            | 5.4%    | 7.2%    | 7.6%    | 9.1%    | 9.3%    | 9.5%    | 9.7%    | 9.7%    |         |         |         |         |         |         |
| 有效税率%             | 29.4%   | 25.6%   | 25.6%   | 25.9%   | 25.9%   | 25.9%   | 25.9%   | 25.9%   |         |         |         |         |         |         |
| EBIT x (1-有效税率)   | 1,074   | 1,523   | 1,715   | 2,257   | 2,482   | 2,695   | 2,926   | 3,112   |         |         |         |         |         |         |
| + 折旧摊销            | 1,141   | 1,132   | 1,103   | 1,103   | 1,084   | 1,069   | 1,056   | 1,046   |         |         |         |         |         |         |
| + 营运资金变动          | -814    | 662     | 1,402   | 117     | 233     | 208     | 222     | 237     |         |         |         |         |         |         |
| - 资本支出            | -445    | -960    | -697    | -1,000  | -1,000  | -1,000  | -1,000  | -1,000  |         |         |         |         |         |         |
| 自由现金流, FCF        | 956     | 2,357   | 3,523   | 2,477   | 2,799   | 2,972   | 3,204   | 3,394   | 3,462   | 3,531   | 3,602   | 3,674   | 3,747   | 3,822   |
| 增长率%              |         | 146.4%  | 49.5%   | -29.7%  | 13.0%   | 6.2%    | 7.8%    | 5.9%    | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    |
| 折现年份              |         |         |         | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
| 折现因子              |         |         |         | 1.0000  | 0.9091  | 0.8264  | 0.7513  | 0.6830  | 0.6209  | 0.5645  | 0.5132  | 0.4665  | 0.4241  | 0.3855  |
| FCF现值             |         |         |         | 2,477   | 2,545   | 2,456   | 2,407   | 2,318   | 2,150   | 1,993   | 1,848   | 1,714   | 1,589   | 1,474   |
| FY2025-29 FCF现值总额 |         |         |         |         | 22,971  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 永续期价值现值           |         |         |         |         | 18,789  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 企业价值              |         |         |         |         | 41,760  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| + 净现金             |         |         |         |         | 10,868  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| - 少数股东权益          |         |         |         |         | -       |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| DCF 估值 (HKD 000)  |         |         |         |         | 57,549  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 假设:               |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| WACC              |         |         |         |         | 10.0%   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 短期增长率             |         |         |         |         | 2.0%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 永续增长率             |         |         |         |         | 2.0%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

资料来源: 国证国际预测

## 6. 风险提示

1) 行业竞争加剧; 2) 发生严重的食品安全问题; 3) 原材料价格大幅上升

## 附表：财务报表预测

### 资产负债表

| 人民币百万          | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等值项目      | 4,114         | 5,084         | 5,899         | 6,455         | 6,957         |
| 应收及其他应收        | 1,341         | 1,516         | 1,556         | 1,607         | 1,652         |
| 存货             | 2,126         | 2,487         | 2,306         | 2,482         | 2,638         |
| 其他流动资产         | 64            | 22            | 22            | 22            | 22            |
| <b>流动资产总额</b>  | <b>7,645</b>  | <b>9,109</b>  | <b>9,784</b>  | <b>10,566</b> | <b>11,269</b> |
| 物业、厂房及设备       | 6,489         | 6,045         | 5,942         | 5,858         | 5,789         |
| 使用权资产          | 1,565         | 1,514         | 1,514         | 1,514         | 1,514         |
| 存款-非流动         | 5,070         | 5,170         | 5,170         | 5,170         | 5,170         |
| 商誉             | -             | -             | -             | -             | -             |
| 于联营及合营企业投资     | 846           | 877           | 877           | 877           | 877           |
| 递延税项资产         | 256           | 306           | 306           | 306           | 306           |
| 其他非流动资产        | 263           | 355           | 355           | 355           | 355           |
| <b>非流动资产总额</b> | <b>14,489</b> | <b>14,267</b> | <b>14,164</b> | <b>14,080</b> | <b>14,011</b> |
| <b>总资产</b>     | <b>22,134</b> | <b>23,376</b> | <b>23,948</b> | <b>24,646</b> | <b>25,281</b> |
| 应付及其他应付        | 4,142         | 5,044         | 5,167         | 5,350         | 5,513         |
| 短期有息债务         | 991           | 201           | 201           | 201           | 201           |
| 合同负债           | 2,823         | 3,777         | 3,631         | 3,907         | 4,153         |
| 其他流动负债         | 59            | 179           | 179           | 179           | 179           |
| <b>流动负债总额</b>  | <b>8,015</b>  | <b>9,201</b>  | <b>9,177</b>  | <b>9,636</b>  | <b>10,046</b> |
| 长期有息债务         | -             | -             | -             | -             | -             |
| 递延收入-非流动负债     | 331           | 405           | 405           | 405           | 405           |
| 递延税负债          | -             | -             | -             | -             | -             |
| 其他非流动负债        | 405           | 372           | 372           | 372           | 372           |
| <b>非流动负债总额</b> | <b>737</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    | <b>776</b>    |
| <b>总负债</b>     | <b>8,752</b>  | <b>9,977</b>  | <b>9,953</b>  | <b>10,412</b> | <b>10,822</b> |
| 股本             | 4,830         | 4,830         | 4,830         | 4,830         | 4,830         |
| 留存收益           | 4,266         | 3,945         | 4,541         | 4,780         | 5,005         |
| 股本溢价及其他储备      | 9,077         | 9,414         | 9,414         | 9,414         | 9,414         |
| <b>总股东权益</b>   | <b>13,382</b> | <b>13,399</b> | <b>13,995</b> | <b>14,233</b> | <b>14,459</b> |

### 现金流量表

| 人民币百万           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 息税前利润           | 2,046         | 2,303         | 3,047         | 3,350         | 3,638         |
| 所得税             | -516          | -558          | -854          | -937          | -1,016        |
| 营运资本变动          | 662           | 1,402         | 117           | 233           | 208           |
| 折旧及摊销           | 1,132         | 1,103         | 1,103         | 1,084         | 1,069         |
| 非现金支出           | 191           | 177           | -             | -             | -             |
| <b>经营性现金流净额</b> | <b>3,054</b>  | <b>4,373</b>  | <b>3,414</b>  | <b>3,730</b>  | <b>3,899</b>  |
| 资本开支            | -960          | -697          | -1,000        | -1,000        | -1,000        |
| 其他              | 13            | -1,301        | -             | -             | -             |
| <b>投资性现金流净额</b> | <b>-947</b>   | <b>-1,998</b> | <b>-1,000</b> | <b>-1,000</b> | <b>-1,000</b> |
| 新发股份            | -             | -             | -             | -             | -             |
| 支付股息            | -1,471        | -1,872        | -1,844        | -2,439        | -2,678        |
| 新增债务            | 223           | -789          | -             | -             | -             |
| 利息支出            | -1            | -1            | 246           | 265           | 282           |
| 其他              | -34           | -35           | -             | -             | -             |
| <b>筹资性现金流净额</b> | <b>-1,282</b> | <b>-2,697</b> | <b>-1,598</b> | <b>-2,175</b> | <b>-2,397</b> |
| 现金净变动           | 824           | -322          | 816           | 556           | 502           |
| 现金期初余额          | 109           | 932           | 3,407         | 4,223         | 4,778         |
| <b>现金期末余额</b>   | <b>933</b>    | <b>610</b>    | <b>4,223</b>  | <b>4,778</b>  | <b>5,280</b>  |

资料来源：国证国际预测

### 利润表

| 人民币百万           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>   | <b>28,591</b> | <b>30,332</b> | <b>33,372</b> | <b>35,910</b> | <b>38,173</b> |
| 营业成本            | -19,880       | -20,462       | -22,347       | -24,046       | -25,561       |
| <b>毛利</b>       | <b>8,712</b>  | <b>9,870</b>  | <b>11,025</b> | <b>11,864</b> | <b>12,612</b> |
| 销售费用            | -6,278        | -6,738        | -7,054        | -7,518        | -7,916        |
| 管理费用            | -1,066        | -1,107        | -1,181        | -1,271        | -1,351        |
| 其他收入及支出         | 678           | 280           | 256           | 276           | 293           |
| 财务费用            | 194           | 180           | 246           | 265           | 282           |
| <b>除税前利润</b>    | <b>2,240</b>  | <b>2,484</b>  | <b>3,293</b>  | <b>3,615</b>  | <b>3,919</b>  |
| 所得税             | -573          | -635          | -854          | -937          | -1,016        |
| <b>净利润</b>      | <b>1,667</b>  | <b>1,849</b>  | <b>2,439</b>  | <b>2,678</b>  | <b>2,904</b>  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,667</b>  | <b>1,849</b>  | <b>2,439</b>  | <b>2,678</b>  | <b>2,904</b>  |
| EPS (港元)        | 0.42          | 0.47          | 0.62          | 0.68          | 0.74          |
| EBITDA          | 915           | 1,200         | 1,944         | 2,266         | 2,569         |

### 主要财务比率

|               | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>同比增长率:</b> |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率 (%)   |       | 6.1%  | 10.0% | 7.6%  | 6.3%  |
| 除税前利润增长率 (%)  |       | 10.9% | 32.6% | 9.8%  | 8.4%  |
| 净利润增长率 (%)    |       | 10.9% | 31.9% | 9.8%  | 8.4%  |
| EBITDA增长率 (%) |       | 12.6% | 32.3% | 10.0% | 8.6%  |

### 盈利能力:

|         |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 (%) | 30.5% | 32.5% | 33.0% | 33.0% | 33.0% |
| 净利率 (%) | 5.8%  | 6.1%  | 7.3%  | 7.5%  | 7.6%  |
| ROE (%) | 12.6% | 13.8% | 17.8% | 19.0% | 20.2% |

### 偿债能力:

|            |        |       |        |        |        |
|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 (%)  | 39.5%  | 42.7% | 41.6%  | 42.2%  | 42.8%  |
| 流动比率 (x)   | 0.95   | 0.99  | 1.07   | 1.10   | 1.12   |
| 利息覆盖倍数 (x) |        |       |        |        |        |
| 股息支付率 (%)  | 110.5% | 99.7% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

### 营运能力

|          |    |    |    |    |    |
|----------|----|----|----|----|----|
| 存货周转天数   | 41 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| 应收账款周转天数 | 9  | 7  | 7  | 7  | 7  |
| 应付账款周转天数 | 44 | 39 | 39 | 39 | 39 |

### 每股资料

|             |      |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|
| EPS (港元)    | 0.42 | 0.47 | 0.62 | 0.68 | 0.74 |
| BPS (港元)    | 3.39 | 3.39 | 3.54 | 3.60 | 3.66 |
| 每股经营现金 (港元) | 0.77 | 1.11 | 0.86 | 0.94 | 0.99 |

### 估值比率

|    |       |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 22.94 | 14.28 | 13.17 | 12.15 | 11.42 |
| PB | 2.86  | 2.69  | 2.64  | 2.60  | 2.57  |

## 客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

## 收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010