

2025 年 11 月 10 日（星期一）

招商證券（香港）有限公司
証券研究部

公司報告

统一企业中国 (220 HK)

静待更佳入场时机以锁定6.5%股息率

- 三季度收入基本持平，饮品拖累，但毛利率提升
- 股息收益率具吸引力；基本面尚待企稳
- 盈利预测维持不变；目标价基于14.5倍26年中期市盈率；中性评级

三季度表现疲软；持续逆风促使我们保持谨慎

统一企业中国三季度业绩显示挑战依然存在，净利润同比增长8%至7.26亿元人民币，低于市场普遍预期的两位数百分比增速。收入同比持平，食品板块实现低至中单位数增长，但被饮品板块的低至中单位数下滑抵消，同时OEM业务继续实现三位数增长。这反映出我们在**此前下调评级报告中**指出的持续逆风，包括**来自现制饮品的竞争以及统一企业中国量增导向战略下的执行风险**。饮料板块压力持续，果汁品类表现落后，定价竞争加剧（如1L包装饮品），阿萨姆奶茶仅于季度末企稳。虽然毛利率受益于原材料成本下降和方便面高端化而提升，但收入乏力及经营杠杆减弱拖累整体表现。管理层重申全年销售增长目标为6–8%。但需指出的是，在饮料去库存持续、消费低迷及促销力度提升的背景下，要实现该目标需依靠四季度的强劲反弹，我们认为实现难度较大。对冰柜（2025年新增15万台）和销售点升级的投入有助于长期增长，但短期难以解决当前压力。2026年中期15.5倍市盈率对应15%的EPS复合年增长率，当前估值反映合理的风险回报。不过，目前公司6.5%的股息率正日益具备吸引力，若行业竞争格局出现企稳迹象，我们将上调为增持评级。当前维持中性评级。

电话会议要点总结

- **四季度展望。**谨慎乐观。10月饮料去库存力度加大，方便面板块表现依然稳健。尽管消费持续低迷及竞争压力加大，公司维持全年收入增长6–8%的目标，预计四季度毛利率将继续提升，费用率进一步优化。
- **2026年展望。**原材料成本平稳，以及饮料与方便面产品结构升级，将进一步推动毛利率扩张。销售点拓展及升级仍将是关注重点。核心SKU新品上市助力增长。

盈利变化、估值与风险

- 我们对盈利预测保持不变。
- 我们给予目标价 8.4 港元（前值 9.9 港元），基于更新后的 2026 年中 14.5 倍（此前为 17.0 倍）市盈率，当前较 2020 年以来股票长期均值低 1 个标准差（此前为长期均值）。我们下调估值倍数，以反映现饮制品对饮料销售的拖累，预计将持续至 2026 年。
- **上行风险：**提价、成本节约超预期。**下行风险：**价格战、原材料成本通胀。

盈利预测及估值

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	28,591	30,332	32,392	33,667	35,724
同比增长	1.2%	6.1%	6.8%	3.9%	6.1%
核心净利润	1,667	1,849	2,257	2,467	2,637
经调整每股盈利 (人民币元)	0.39	0.43	0.52	0.57	0.61
同比增长	36.4%	10.9%	22.1%	9.3%	6.9%
市盈率	21.8x	19.6x	16.1x	14.7x	13.8x
ROE %	12.6%	13.8%	16.6%	17.7%	18.7%
股息率	5.1%	5.1%	6.2%	6.8%	7.3%

资料来源：公司资料、招商證券（香港）预测；股价截至2025年8月6日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

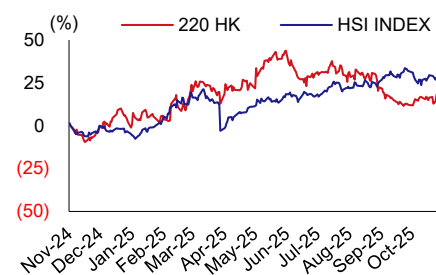
与市场的预期差

我们一直更为关注现饮制品市场竞争及公司以销量驱动的策略将如何影响其销售前景。

中性

前次评级	中性
股价	9.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	8.4港元 (-5.6%)
前次目标价	9.9港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 11 月 6 日

%	1m	6m	12m
220 HK	7.4	(1.8)	20.7
恒生指数	4.3	19.2	49.8

行业：消费

恒生指数 (2025年11月6日)	26,486
-------------------	--------

重要数据

52周股价区间 (港元)	6.6 - 10.8
市值 (百万港元)	36,4168
日均成交量 (百万股)	4.95
每股净资产 (人民币)	2.90

主要股东

统一企业股份有限公司	70.5%
其他	2.4%
总股数 (百万股)	4,319
自由流通量	27.1%

资料来源：彭博

相关报告

1. 统一企业中国 (220 HK) - 上半年业绩稳健，下半年仍存较大不确定性（中性）(2025/8/7)
2. Uni-President China (220 HK) - Fair valuation; Fluid outlook (中性) (2025/3/6)
3. 统一企业中国 (220 HK) - 基于下半年稳健前景和 7% 股息率，维持增持评级（增持）(2024/8/8)

分析师电话会议要点

主要财务指标

- 统一企业中国 2025 年三季度实现净利润 7.26 亿元人民币，同比增长 8%，但略低于市场预期，主要因为现制饮品竞争加剧、收入增速放缓及经营杠杆减弱。尽管如此，利润率持续扩张，得益于原材料成本利好及费用优化。
- 收入同比基本持平，食品板块实现低至中个位数百分比增长，饮料板块则录得低至中个位数百分比下滑。OEM 业务维持三位数同比增长，成为强劲的增长驱动力。
- 毛利率同比提升，得益于饮料板块原材料成本下降、方便面产品结构升级以及运营费用节省。然而，对冰箱和 PoS 网点扩张的投入，以及方便面原材料成本持平，部分抵消了上述利好。

业务收入结构

饮料（同比低至中个位数下滑）：

- 饮料业务因价格竞争加剧及现制饮品替代品冲击而面临较大压力。
- 阿萨姆奶茶至三季度末呈现企稳迹象，而果汁品类则遭遇明显逆风。
- 1L 包装饮料系列表现韧性，尽管承受价格压力，但仍保持稳定表现。

食品（同比低至中个位数增长）：

- 食品收入由高端方便面持续增长驱动，产品结构升级为毛利率韧性提供支撑。茄皇与汤达人表现突出，在原材料成本持平的情况下，带动整体板块业绩提升。

OEM 业务（同比三位数增长）：

- OEM 收入持续强劲增长，主要受益于战略合作伙伴关系和灵活的制造能力。公司预计 OEM 业务将在 2025 年四季度及 2026 年继续成为主要增长动力。

成本及费用

- 随着饮品板块的原材料成本受益于棕榈油和糖等价格下降，毛利率实现提升。
- 即便 2025 年新增投入 15 万台冰箱，支持设备总量突破 100 万台，但得益于费用管控，销售及管理费用占营收比重下降。

展望与指引

2025 年四季度展望：

- 管理层对四季度保持谨慎乐观态度。10 月饮料去库存力度加大，方便面板块表现依然稳健。尽管消费持续低迷及竞争压力加大，公司维持全年收入增长 6–8% 的目标，预计四季度毛利率将继续提升，费用率进一步优化。
- 通过主动调整以及 7 月至 10 月的有序发货，公司维持健康的库存水平。

2026 年展望：

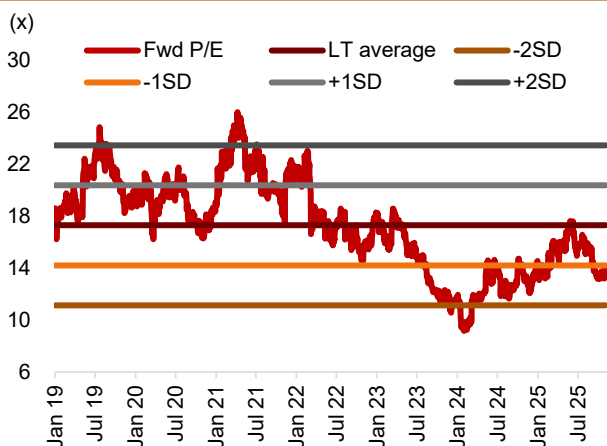
- 管理层预计原材料成本将保持稳定，叠加饮品与方便面品类结构升级，助力毛利率进一步扩张。
- 统一企业中国将继续聚焦销售点拓展与升级，重点提升低渗透区域的产出效率，在全行业促销活跃的情况下，维持稳定的定价策略。
- 核心增长驱动包括核心 SKU（如焕神能量饮料、春拂绿茶、茄皇），2026 年有新品上市计划。预计 2025 年焕神销售额为 3 亿元人民币，符合预期；春拂绿茶预计为 3 亿–4 亿元人民币，但增速低于最初预期。

图1：招商证券预测与彭博一致预测对比

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	32,392	33,667	35,724	32,554	34,517	36,362	-0.5%	-2.5%	-1.8%
Gross Profit	10,837	11,444	12,188	10,818	11,544	12,222	0.2%	-0.9%	-0.3%
Operating Profit	2,804	3,055	3,285	2,835	3,112	3,280	-1.1%	-1.8%	0.2%
Net profit	2,257	2,467	2,637	2,305	2,498	2,639	-2.1%	-1.3%	-0.1%
Gross Margin	33.5%	34.0%	34.1%	33.2%	33.4%	33.6%	0.2ppt	0.5ppt	0.5ppt
OPM	8.7%	9.1%	9.2%	8.7%	9.0%	9.0%	-0.1ppt	0.1ppt	0.2ppt
NPM	7.0%	7.3%	7.4%	7.1%	7.2%	7.3%	-0.1ppt	0.1ppt	0.1ppt

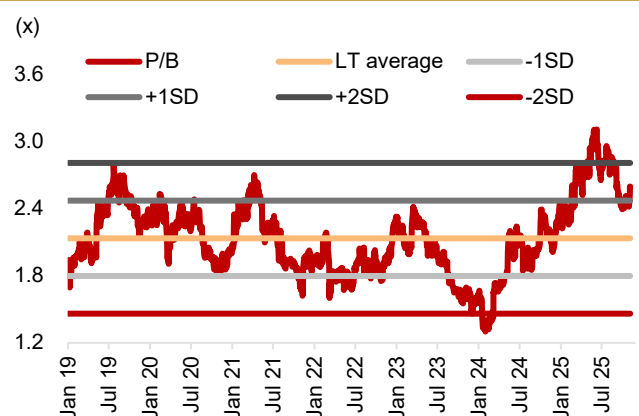
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图2：前瞻P/E水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图3：历史P/B水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	6,489	6,045	5,809	5,604	5,426
使用权资产	1,565	1,514	1,414	1,345	1,278
商誉	5,070	5,170	5,170	5,170	5,170
与联营公司的投资	846	877	899	949	999
其他非流动性资产	519	661	534	520	506
非流动性资产总值	14,489	14,267	13,827	13,588	13,380
库存	2,126	2,487	1,943	2,040	2,160
应收账款及预付款	1,341	1,516	1,507	1,588	1,683
其他金融资产	1,683	1,699	1,677	1,677	1,677
银行结余及现金	2,495	3,407	5,515	6,116	6,666
流动性资产总值	7,645	9,109	10,641	11,421	12,186
资产总值	22,134	23,376	24,469	25,008	25,566
应付款项	2,123	2,284	2,195	2,305	2,441
其他应付款及已收押金	2,020	2,761	2,761	2,761	2,761
银行借款	991	201	910	910	910
其他流动负债	2,882	3,955	4,004	4,225	4,477
流动负债	8,015	9,201	9,871	10,201	10,589
递延税项负债	343	312	312	312	312
租赁负债	63	60	60	60	60
银行借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	331	405	405	405	405
非流动负债	737	776	776	776	776
总负债	8,752	9,977	10,647	10,977	11,365
股本	4870	4870	4870	4870	4870
储备	8,513	8,529	8,952	9,161	9,331
非控股权益	-	-	-	-	-
权益总额	13,382	13,399	13,822	14,031	14,201
权益与负债总额	22,134	23,376	24,469	25,008	25,566

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	2,240	2,484	3,064	3,343	3,573
财务成本	-54	-180	-238	-238	-238
应占联营公司溢利	-50	-59	-22	-50	-50
折旧与摊销	1,132	1,139	927	890	858
营运资金变动	708	1,445	514	152	172
已付所得税	-516	-635	-807	-877	-936
其他	-406	180	238	238	238
经营活动现金流	3,054	4,373	3,676	3,459	3,617
资本支出	-952	-729	-600	-600	-600
出售子公司	1,682	0	0	0	0
增加的长期存款	-82	0	0	0	0
其他	-1,594	-1,269	0	0	0
投资活动现金流	-947	-1,998	-600	-600	-600
已付股息	-1,471	-1,801	-1,834	-2,257	-2,467
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资 (偿还)	223	-80	0	0	0
其他	-34	-816	22	0	0
融资活动现金流	-1,282	-2,698	-1,812	-2,257	-2,467
净现金流	824	-322	1,264	601	550

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	28,591	30,332	32,392	33,667	35,724
销售成本	-19,880	-20,462	-21,555	-22,223	-23,536
毛利	8,712	9,870	10,837	11,444	12,188
其他收益	414	58	51	67	71
其他净收入	351	295	339	404	429
经销费用	-6,278	-6,738	-7,140	-7,494	-7,952
行政费用	-1,066	-1,107	-1,144	-1,196	-1,270
其他经营费用	-136	-132	-138	-170	-181
经营溢利	1,996	2,244	2,804	3,055	3,285
财务成本	194	180	238	238	238
应占联营/合营公司业绩	50	59	22	50	50
税前利润	2,240	2,484	3,064	3,343	3,573
所得税开支	-573	-635	-807	-877	-936
净利润	1,667	1,849	2,257	2,467	2,637
非控股权益	0	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,667	1,849	2,257	2,467	2,637
摊薄每股盈利 (人民币)	0.39	0.43	0.52	0.57	0.61
每股股息 (人民币)	0.42	0.43	0.52	0.57	0.61

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	1.2%	6.1%	6.8%	3.9%	6.1%
毛利	6.4%	13.3%	9.8%	5.6%	6.5%
经营利润	33.5%	12.4%	25.0%	8.9%	7.5%
净利润	36.4%	10.9%	22.1%	9.3%	6.9%
每股盈利	36.4%	10.9%	22.1%	9.3%	6.9%
利润率					
毛利润率	30.5%	32.5%	33.5%	34.0%	34.1%
经营利润率	7.0%	7.4%	8.7%	9.1%	9.2%
净利润率	5.8%	6.1%	7.0%	7.3%	7.4%
流动性					
应收账款天数	9.0	7.3	7.0	6.8	6.8
库存天数	42.7	41.1	37.5	32.7	32.6
应付账款天数	44.0	39.3	37.9	37.0	36.8
现金周转天数	7.6	9.1	6.6	2.6	2.6
现金流与杠杆率					
自由现金流	2,101	3,645	3,076	2,859	3,017
净负债率	-11.2%	-23.9%	-33.3%	-37.1%	-40.5%
股息分配比率	110.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
股息率	5.1%	5.1%	6.2%	6.8%	7.3%
回报分析					
ROE	12.6%	13.8%	16.6%	17.7%	18.7%
资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
净利润率	5.8%	6.1%	7.0%	7.3%	7.4%
财务杠杆	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
ROA	7.5%	7.9%	9.2%	9.9%	10.3%
估值倍数					
市盈率	21.8x	19.6x	16.1x	14.7x	13.8x
市净率	1.8x	1.8x	1.8x	1.7x	1.7x

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(招商证券)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828