



中國 | 零售

6 March 2026

## 統一企業中國 (220 HK)

## 價戰下展現毛利韌性；2026 年穩健增長可期路

## 穩定營收、毛利擴張、100%派息

統一中國 2025 財年收入達人民幣 317.1 億元，同比增長 4.6%，主要由上半年帶動。然而，下半年收入同比下降 1.7%，反映出宏觀放緩與大眾消費品競爭加劇等更廣泛的市場挑戰。全年毛利率同比提升 0.7 個百分點至 33.2%，受惠於原材料成本回落，其中飲料毛利率提升 1.2 個百分點至 37.8%，食品毛利率提升 0.6 個百分點至 27.1%。下半年毛利率提升 0.5 個百分點至 31.9%；其中飲料同比+0.4 個百分點至 35.7%，食品同比+0.7 個百分點至 26.2%。不過，全年淨利率僅小幅擴張 0.4 個百分點至 6.5%，主因下半年因飲料規模效應減弱，銷售費用率同比上升 1.2 個百分點至 22.3%。整體來看，公司費用管控得當，管理費用未見明顯上升。2025 財年淨利為人民幣 20.5 億元，同比增長 10.9%，其中包含約人民幣 1.25 億元的投資減值一次性損失。若剔除非經常性項目，核心淨利同比大增 17.6% 至約人民幣 21.9 億元，凸顯營運基本面穩健。公司擬派發末期股息每股人民幣 0.4747 元，對應派息率 100%，與 FY2024 相同。

## 平台價戰拖累飲料；食品與 OEM 形成支撐

2025 年下半年，飲料收入同比下滑，主要因「平台價戰」及「一元享」等高強度促銷衝擊渠道定價能力與動銷，2025 年第四季表現尤為偏弱。管理層於第四季聚焦鮮度管理與去庫存，以維護品牌資產。分品類看（2025 年）：即飲茶同比+2.6%；奶茶/咖啡同比+1.2%；果汁同比-7.4%；「其他飲料」同比+29.3%（含功能/能量）。我們觀察到果汁承壓較深；阿薩姆奶茶表現相對穩健；而附加價值/新概念產品（如「雙萃」以及功能型 SKU）表現領先。食品保持韌性，受產品結構升級推動（≥人民幣 5 元價格帶已達食品收入約 45.2%）。「其他業務」（策略聯盟/OEM 代工）同比增長約 60% 至約人民幣 17.5 億元，正成為可信的第三條增長曲線並帶動產能利用率提升。

## 2026 年展望：審慎面對競爭、力爭更佳增長

管理層對飲料行業保持審慎，認為激烈競爭大概率延續至 2026 年上半年。不過，公司目標 2026 年收入增速優於 2025 年，其中能量飲料與無糖茶類別力爭雙位數增長。2026 年 1-2 月，動銷預計維持中個位數增長，食品表現有望優於飲料，且第一季利潤增速預計快於收入增速。公司指引 2026 年全年收入同比保持穩定增長，動力來自飲料修復、營運穩健與 OEM 擴張。

- 飲料：圍繞核心（綠茶/阿薩姆）加強鮮度/庫存周轉，精準化促銷，並在無糖/功能領域持續創新；更重視收入質量，而非不計代價的市佔。
- 食品：延續 ≥ 人民幣 5 元價格帶的高端化與創新；鞏固旗艦單品的品牌資產。
- 第三增長曲線：擴大策略聯盟/OEM 代工以平滑季節性，深化零售商自有品牌合作，提升資產周轉。

## 估值與股息：相對同業具吸引力；高派息支撐回報

統一目前交易於僅 13.6 倍 FY2025 市盈率，相比包裝飲品與食品同業平均 18.2 倍更具吸引力。受益於高派息比率，預期 FY2025/FY2026 股息率分別達 7.1%/7.7%，為同業中較高水平。風險包括：競爭持續時間長於預期、原材料價格波動與宏觀經濟放緩。對投資者而言，高股息與對中國消費復甦的敞口，使其成為具吸引力的「持有」標的。

## 未評級

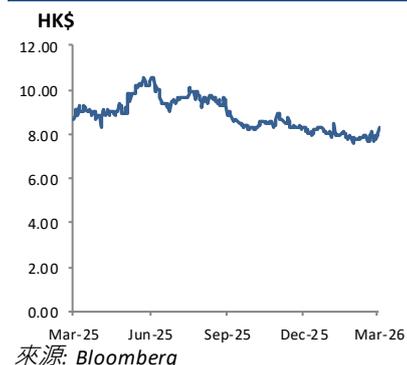
當前股價 (港元)*	8.35
目標價 (港元)	N/A
上升/下跌空間 (%)	N/A
前次評級	未評級
前次目標價	N/A
恒生指數	25,757.29
* 股價截至	6-Mar-26

## 關鍵數據

股票代號	220 HK
總市值 (港元)	36,066
近3個月人均成交額	48.2
52周最高價 (港元)	10.82
52周最低價 (港元)	7.52
自由流通比率 (%)	27.1%
總股本 (百萬股)	4,319.3

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	7.2%	10.5%
3個月	0.6%	1.9%
6個月	-5.9%	-7.1%

## 股價1年圖



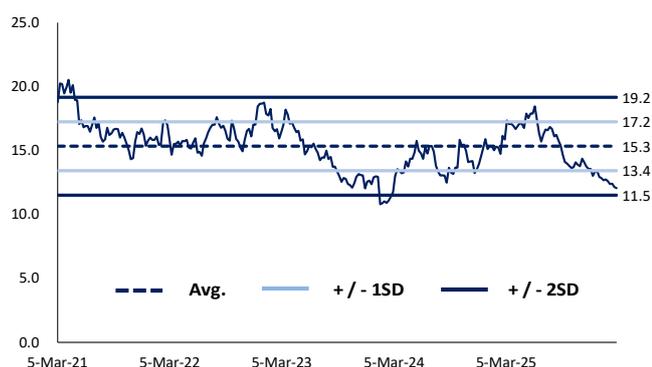
葉偉焯 Raymond Ip  
raymond.ip@crosby.com  
+852 3476 2928

圖 1 同業分析 (截至 2026 年 3 月 6 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)		P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)		FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
				FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist		FY1	Hist	1-mth
HSI		25,757			12.4	11.0	12.2	1.01	3.2	3.4	1.36	1.33	10.4	10.4		(3.0)	(1.3)	5.7	
HSCEI		8,628			11.0	9.8	12.8	0.86	2.9	3.3	1.22	1.21	11.1	10.8		(4.5)	(6.2)	(3.5)	
CSI300		4,660			16.8	14.4	15.1	1.11	2.3	2.6	1.81	1.79	10.2	10.8		0.4	1.7	17.8	
<b>Sector Average</b>					<b>18.3</b>	<b>15.5</b>	<b>15.3</b>	<b>1.4</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>20.0</b>	<b>18.0</b>	<b>15.5</b>	<b>(4.2)</b>	<b>1.0</b>	<b>14.3</b>	
<b>Sector Median</b>					<b>15.4</b>	<b>14.0</b>	<b>13.7</b>	<b>1.2</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>17.5</b>	<b>16.9</b>	<b>13.9</b>	<b>(5.3)</b>	<b>0.6</b>	<b>13.9</b>	
Uni-President Ch	220 HK	8.35	4,610	6.2	13.7	12.6	6.7	2.06	7.1	7.7	2.48	2.30	17.1	16.9	13.1	7.2	0.6	(5.5)	
Busy Ming G-H	1768 HK	403.20	11,227	N/A	33.1	23.8	31.3	1.06	0.6	0.8	N/A	8.40	N/A	28.3	N/A	5.8	N/A	N/A	
Tingyi	322 HK	12.82	9,236	15.5	15.0	14.0	7.3	2.04	6.7	7.1	4.98	4.30	32.6	28.5	14.0	2.9	6.3	6.1	
Want Want China	151 HK	4.75	7,166	5.4	12.2	11.4	4.5	2.68	4.2	4.6	2.77	2.46	25.2	20.9	18.7	(4.2)	(3.3)	(1.2)	
Weilong Deliciou	9985 HK	11.45	3,558	5.9	17.3	14.4	17.6	0.98	5.0	5.8	3.48	3.51	18.3	21.5	14.9	(8.0)	4.7	21.8	
First Pacific	142 HK	6.03	3,285	3.4	4.3	4.0	9.3	0.46	5.3	5.6	0.76	0.73	17.9	18.0	13.9	(5.3)	(0.6)	31.9	
Guoquan Food S-H	2517 HK	3.82	1,284	6.7	20.9	17.0	22.1	0.95	4.1	4.9	2.95	2.75	10.6	13.1	10.7	(8.6)	7.9	97.9	
Nissin Foods Co	1475 HK	7.44	993	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.07	N/A	5.6	N/A	N/A	1.6	7.1	27.5	
Zhou Hei Ya Inte	1458 HK	1.46	403	0.4	14.5	11.8	26.8	0.54	6.3	9.2	0.80	0.77	4.8	5.2	5.5	(11.5)	(6.4)	(20.0)	
Anjoy Foods Gr-H	2648 HK	74.85	4,299	5.3	15.4	13.8	11.7	1.32	4.4	5.2	1.49	1.64	11.6	9.5	10.6	(5.4)	5.6	N/A	
Nongfu Spring -H	9633 HK	45.82	65,866	34.2	30.3	26.4	13.7	2.21	2.3	2.7	14.49	11.39	46.8	40.7	37.1	(5.3)	(4.7)	24.5	
China Resources	2460 HK	10.14	3,108	3.9	20.1	15.7	22.9	0.88	2.5	3.2	1.90	1.81	18.0	9.0	15.4	(2.2)	(3.0)	(25.4)	
China Foods Ltd	506 HK	3.91	1,398	2.1	10.7	9.7	9.1	1.18	4.6	5.1	1.46	1.39	13.7	13.5	13.6	(8.0)	(6.2)	38.7	
Eastroc Bevera-H	9980 HK	219.00	18,966	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11.50	N/A	50.3	N/A	26.6	(18.4)	N/A	N/A	
Vitasoy Intl Hld	345 HK	6.98	908	1.9	30.0	26.1	15.3	1.95	2.1	2.5	2.44	2.32	7.7	8.9	7.0	(3.6)	4.8	(24.9)	

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities



## 主要財務數據

Yr ended 31 Dec	FY 2023	FY 2024	FY 2025
<b>Income Statement (CNY'm)</b>			
Revenue	28,591	30,332	31,714
YoY%	1.2	6.1	4.6
Gross profit	8,712	9,870	10,529
YoY%	6.4	13.3	6.7
EBITDA	3,128	3,347	N/A
YoY%	18.6	7.0	N/A
Net profit	1,667	1,849	2,050
YoY%	36.4	10.9	10.9
EPS (Fully diluted)	0.386	0.428	0.475
YoY%	36.4	10.9	10.9
DPS	0.425	0.425	N/A
YoY%	25.0	0.0	N/A
<b>Balance Sheets (CNY'm)</b>			
Cash & Cash Equiv	2,495	3,407	0
ST Investments	1,619	1,677	0
AR	586	628	0
Inventories	2,126	2,487	0
Other current assets	819	911	#VALUE!
<b>Total Current Assets</b>	<b>7,645</b>	<b>9,109</b>	<b>#N/A N/A</b>
PP&E	8,055	7,559	0
LT Investments	237	331	0
Other Non-curr assets	6,197	6,378	#VALUE!
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>14,489</b>	<b>14,267</b>	<b>#N/A N/A</b>
Payables & Accruals	4,175	5,194	0
ST Debts	1,017	230	0
Othe current Liabilities	2,823	3,777	#VALUE!
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>8,015</b>	<b>9,201</b>	<b>#N/A N/A</b>
LT Debts	63	60	0
Othe LT Liabilities	674	716	#VALUE!
<b>Total Long-Term Liabilities</b>	<b>737</b>	<b>776</b>	<b>#N/A N/A</b>
Shareholders' Equity	13,382	13,399	#VALUE!
Minority interests	0	0	0
Total Equity	13,382	13,399	#VALUE!
Total Debts	1,079	290	0
Net cash / (debts)	1,416	3,117	0

Yr ended 31 Dec	FY 2023	FY 2024	FY 2025
<b>Cash Flow Statement (CNY'm)</b>			
Net Income	1,667	1,849	0
Dep & Amort.	1,132	1,103	0
Working capital changs	662	1,411	0
Other adjustments	(388)	37	#VALUE!
<b>Cash From Operations (CFO)</b>	<b>3,072</b>	<b>4,401</b>	<b>#N/A N/A</b>
YoY%	111.7	43.2	#VALUE!
Capex	(960)	(697)	0
Other investments	(6)	(1,328)	#VALUE!
<b>Cash From Investing Activities</b>	<b>(966)</b>	<b>(2,025)</b>	<b>#N/A N/A</b>
<b>Free Cash Flow (CFO - Capex)</b>	<b>2,112</b>	<b>3,704</b>	<b>#VALUE!</b>
YoY%	110.0	75.3	#VALUE!
Net change in debts	210	(789)	#VALUE!
Shares issue & buyback (net)	0	0	0
Dividends	(1,471)	(1,872)	0
Others	(1,472)	1,198	#VALUE!
<b>Cash from Financing Activities</b>	<b>(2,733)</b>	<b>(1,464)</b>	<b>#VALUE!</b>
Opening cash	3,122	2,495	3,407
Net Changes in Cash	(627)	912	#VALUE!
<b>Closing cash</b>	<b>2,495</b>	<b>3,407</b>	<b>#VALUE!</b>
<b>Ratios</b>			
Gross margin	30.5%	32.5%	33.2%
Ebitda margin	10.9%	11.0%	N/A
Net margin	5.8%	6.1%	6.5%
Payout	110.0%	100.0%	100.0%
Effective tax	25.6%	25.6%	25.5%
Ebit margin (%)	8.0	8.3	8.6
Interest burden (x)	0.98	0.99	1.01
Tax budren (x)	0.74	0.74	0.75
Asset turnover (x)	1.30	1.33	N/A
Leverage (x)	1.65	1.70	N/A
<b>ROE</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.8%</b>	<b>N/A</b>
<b>ROIC</b>	<b>10.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>#VALUE!</b>
Total debts / Total Capital	7.5%	2.1%	#VALUE!
Net debts / SH Equity	Net cash	Net cash	#VALUE!

來源: Bloomberg, Crosby Securities



## 信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

### 分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及 / 或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及 / 或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及 / 或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

### 股票的評級披露

#### 基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

**買入 (BUY)：** 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

**中性 (NEUTRAL)：** 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

**賣出 (SELL)：** 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

#### 策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

**策略買入 (TB)：** 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

**策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：** 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

**平倉 / 到期策略性建議：** 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

**未評級 (NR)：** 沒有基本或策略性建議評級的股票。

**審查中 (UR)：** 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



## 一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

**此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。**