

今日焦點:

► 康師傅（322 HK，股價HK\$11.40，市值640億港元）

毛利率持續改善，但收入端承壓

毛利率持續擴張。康師傅是中國領先的方便麵及飲料生產商。1H25淨利潤同比增長20%至人民幣23億元，較市場預期高出5%。這一增幅主要得益於毛利率改善幅度超預期，同比提升1.9個百分點至34.5%。收入同比小幅下降3%至人民幣400億元，基本符合市場預期。儘管自2023年下半年起營收端持續承壓，康師傅仍連續三個季度錄得15%-25%的淨利潤同比增速，盈利能力韌性顯著，主要得益於原材料成本處於有利水準，以及早前實施提價策略。

挑戰猶存。2025年上半年，由於中國主要外賣平臺補貼力度加大，康師傅方便麵及即飲飲料業務均承壓明顯。值得注意的是，公司表現落後於主要競爭對手統一中國，後者同期飲料/食品業務分別實現8%/9%的增長。我們認為這一差異主要由於康師傅2024年執行的提價策略對終端需求的持續影響。方便麵銷售額同比下降3%至人民幣135億元，佔總營收的34%。儘管中價袋麵銷售增長4%，但容器麵及高端袋麵等高平均售價產品的收入分別下降1%和7%。即飲飲料銷售額同比下降2.6%至人民幣264億元，佔總營收的66%，主要受茶飲（-6%）、包裝水（-6%）及果汁（-13%）業務下滑拖累，不過碳酸飲料業務同比增長6%，呈現復甦跡象。

我們觀點：速食及飲料行業仍面臨市場競爭加劇與需求疲弱的挑戰。但短期內，得益於原材料成本下降，毛利率的擴張或將繼續支撐盈利能力。與此同時，康師傅7.2%的股息收益率具有吸引力，可提供下行保護。截至2025年6月30日，公司持有淨現金人民幣45億元。該股目前的2025年預期市盈率為14倍。

香港及中國市場指數			
收市	每日升跌	今年累升	
恒生指數	24,906	0.2%	24.2%
中資企業指數	8,888	-0.1%	21.9%
紅籌指數	4,289	0.3%	13.4%
滬深300指數	4,122	0.4%	4.8%
上海A股	3,823	0.3%	-0.1%
上海B股	267	0.2%	-0.1%
深圳A股	2,355	1.4%	15.0%
深圳B股	1,320	1.1%	8.8%

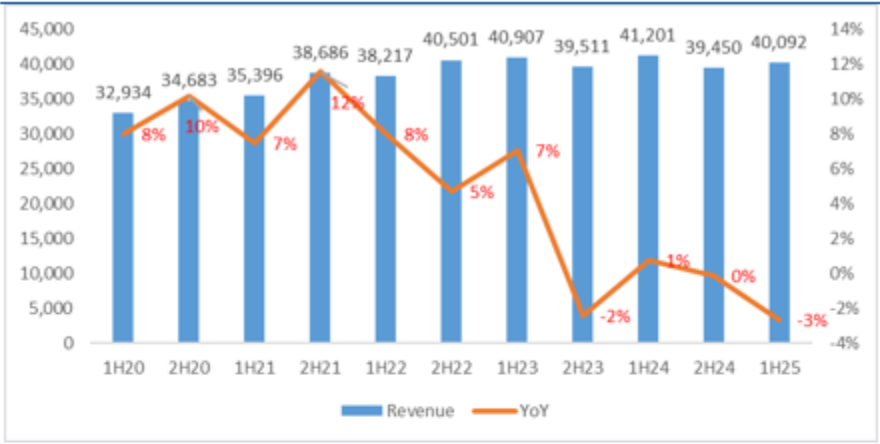
主要市場指數			
收市	每日升跌	今年累升	
美國道指	43,975	-0.5%	3.4%
標普500	6,373	-0.3%	8.4%
美國納斯達克指數	21,385	-0.3%	10.7%
日經平均指數	42,527	1.7%	6.6%
英國富時指數	9,129	0.4%	11.7%
法國證券公會指數	7,698	-0.6%	4.3%
德國法蘭克福指數	24,081	-0.3%	21.0%

商品價格			
收市	每日升跌	今年累升	
金價 (美元/盎司)	3,342	-1.6%	27.7%
銅價 (美元/盎司)	2,053	0.6%	15.0%
銀價 (美元/盎司)	37	-1.9%	30.6%
原油 (美元/桶)	63	0.1%	-10.5%
銅價 (美元/盎司)	9,731	0.5%	11.0%
鋁價 (美元/盎司)	2,588	-0.8%	1.4%
鉛價 (美元/盎司)	1,332	0.1%	47.9%
錫價 (美元/盎司)	2,822	0.3%	-5.3%
小麥 (美分/蒲式耳)	515	0.1%	-6.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	407	0.6%	-8.3%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,011	2.4%	-1.6%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數	295	0.6%	3.0%
BDI			105.7%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.9	0.9	148.2	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		172.1	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	182.3		8.8
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

市場情緒		
目前	5日升跌	
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	N/A	N/A
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	16	-7.2%

圖 1：收入（百萬人民幣）及同比增長



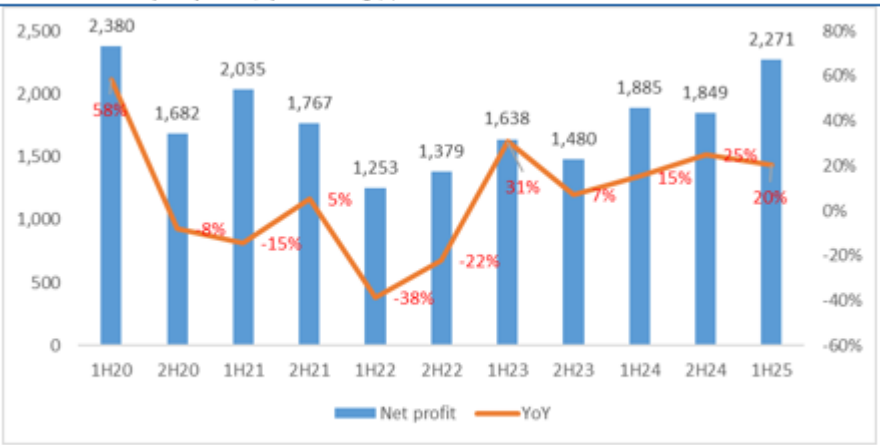
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 2：營業利潤（百萬人民幣）及同比增長



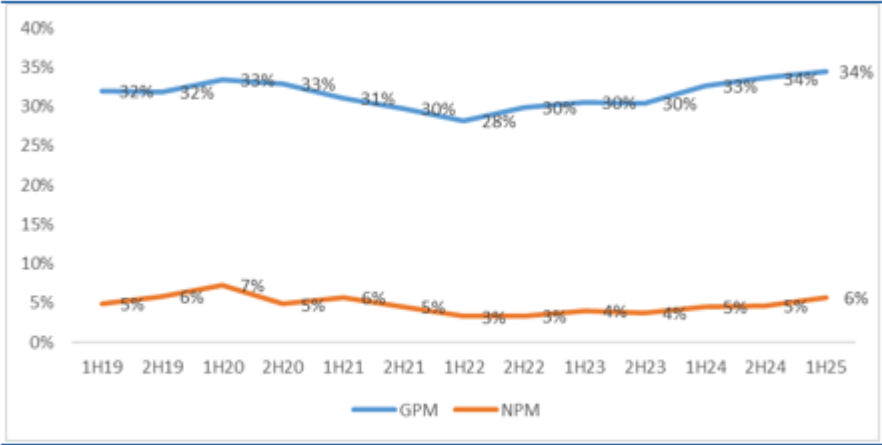
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：淨利潤（百萬人民幣）及同比增長



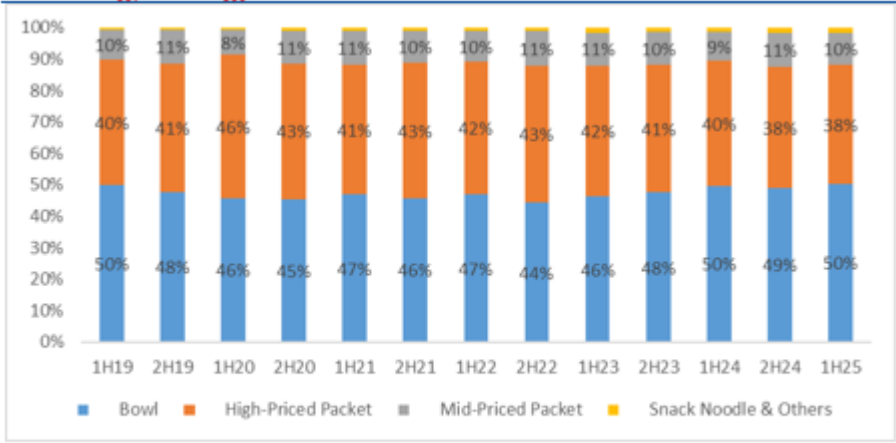
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：毛利率和淨利率



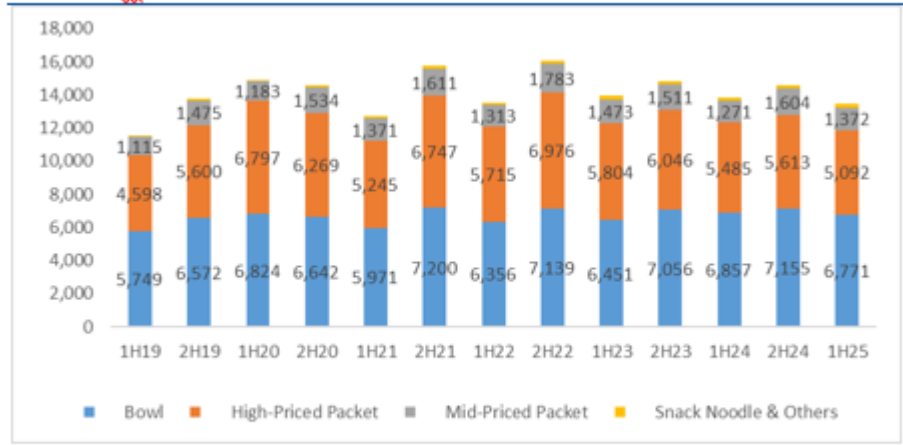
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 5：方便麵業務收入佔比



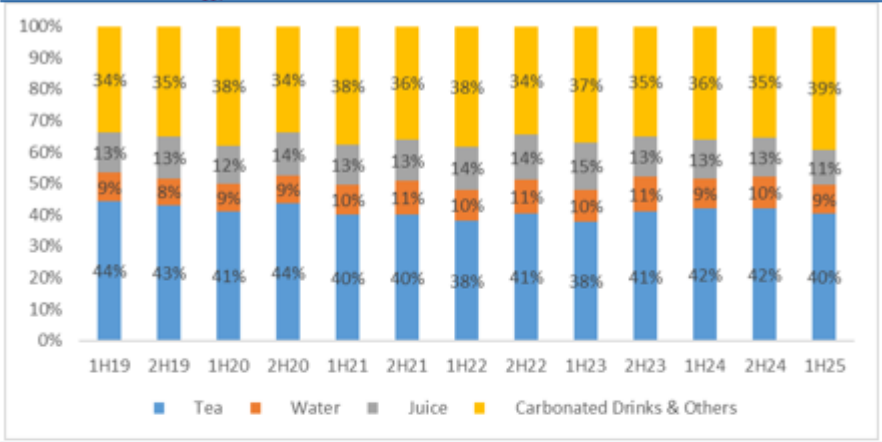
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：方便麵業務收入細分（百萬人民幣）



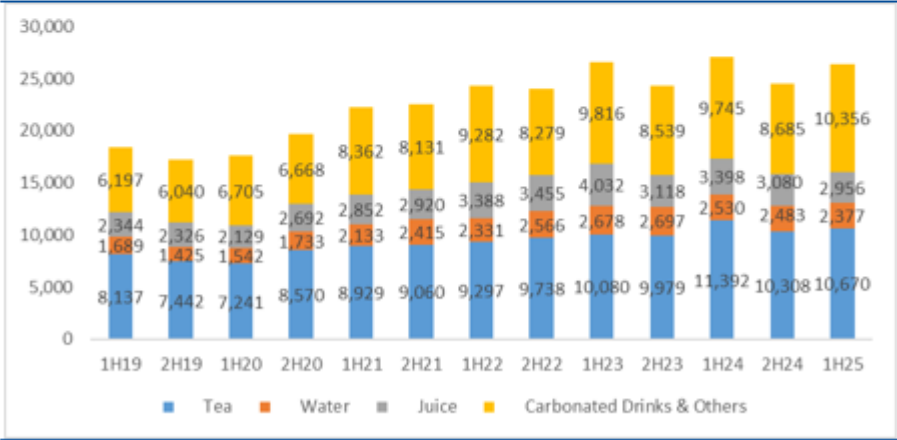
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 7：飲料業務收入佔比



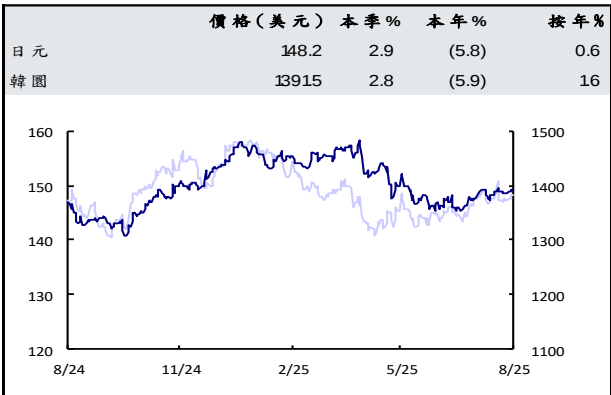
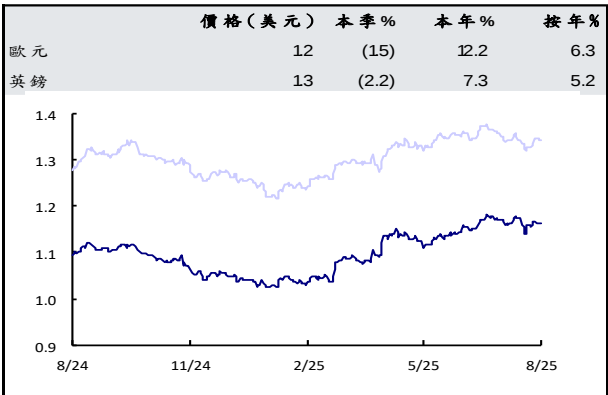
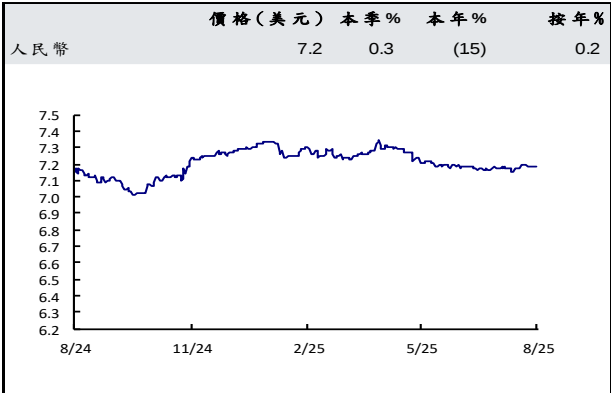
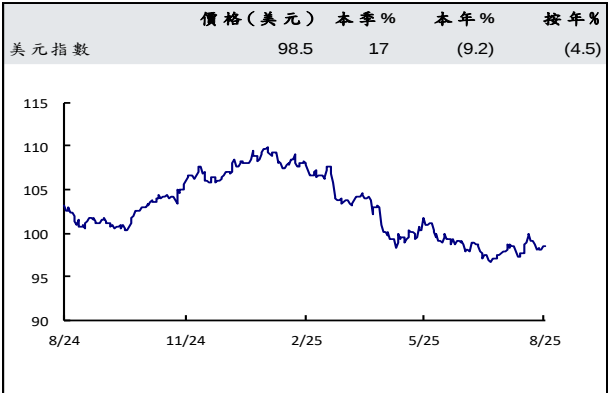
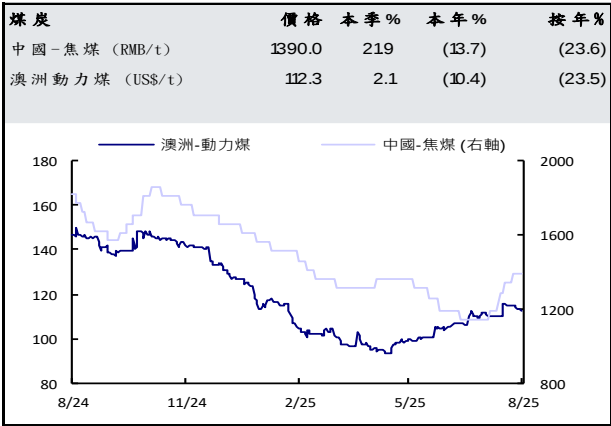
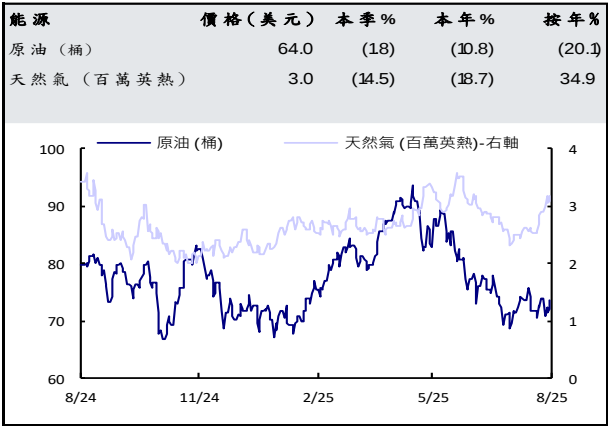
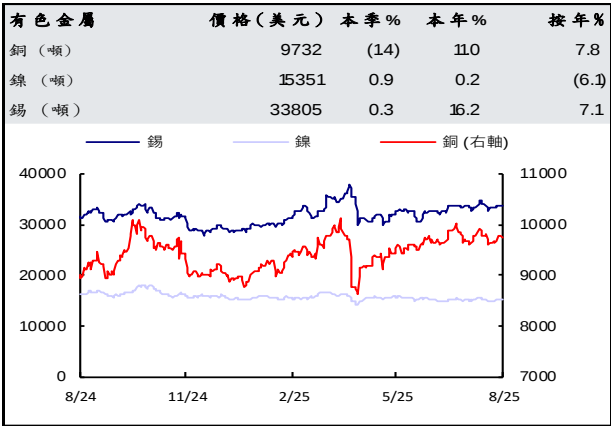
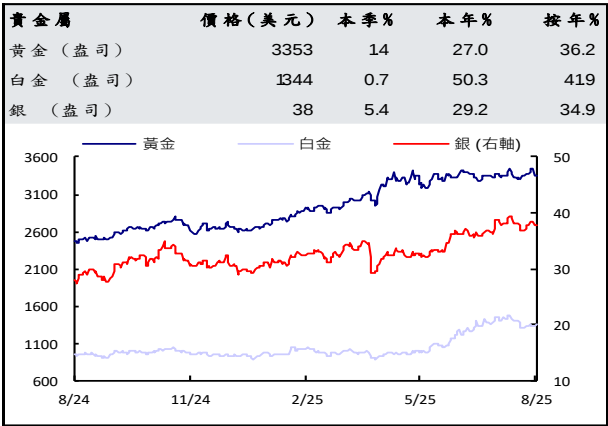
資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：飲料業務收入細分（百萬人民幣）



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		25年8月12日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月14日
生產者物價指數	月		25年8月14日
商業庫存	月		25年8月15日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產指數	月		25年8月15日
新屋開工與營建許可	月		25年8月19日
成屋銷售量	月		25年8月21日
新屋銷售	月		25年8月25日
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年8月12日
零售業銷售額	月		25年8月15日
工業生產報告	月		25年8月15日
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年8月15日
失業率報告	月		25年8月19日
消費者物價指數	月		25年8月21日
貿易收支	月		25年8月26日
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
劉恩妍 (Ensley Liu)

電郵

Howard.wong@sunwahkingsway.com
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837618

於前兩個交易日大股東所提交的披權益露通知

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
SunwahTower,MezzanineFloor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam