

今日焦點:

► 中國飲料行業：包裝飲品增長韌性勝於啤酒

華潤啤酒 (291 HK, 港幣26.00元, 市值843億港元) - 核心利潤穩健

華潤啤酒公佈2025年股東應佔溢利按年下跌29%至人民幣33.7億元, 主要歸因於白酒業務表現疲弱, 該業務錄得除稅前虧損人民幣33.5億元。白酒業務欠佳主要由於計提了人民幣28.8億元的商譽減值。與此同時, 總營業額按年下跌1.7%至人民幣380億元, 其中白酒業務營業額按年下跌30%。得益於啤酒業務的穩健表現, 經調整EBITDA及經調整股東應佔溢利均錄得強勁增長, 分別按年上升9.9%及19.6%。華潤啤酒宣派末期股息每股人民幣0.557元, 連同中期股息每股人民幣0.464元, 全年股息總額按年增長34.3%。

啤酒業務穩健 - 華潤啤酒的啤酒業務保持穩定。儘管啤酒行業整體處於收縮態勢, 該分部營業額按年持平於人民幣383億元, 銷量達1,100萬千升, 按年增長1.4%。高端及以上啤酒銷量錄得中至高單位數按年增長, 佔總銷量近25%。核心品牌如喜力、老雪花及紅爵的銷量分別錄得近20%、60%及翻倍的增長。在銷售擴張及原材料成本下降的共同作用下, 啤酒業務毛利率提升140個基點至42.5%。

商譽壓力持續 - 是次減值約佔白酒業務商譽總額的38.8%。截至2025年底, 白酒業務的商譽賬面值為人民幣45.4億元。若白酒業務及白酒行業持續疲弱, 仍存在進一步減值的風險。

圖 1: 主要財務數據

| 人民幣百萬元 | 2025 | 2024 | 按年變動 |
|-------------------------|----------------|--------|--------|
| 經營收入 | | | -1.7% |
| 啤酒 | 38,257 | 38,254 | 0.01% |
| 白酒 | 1,496 | 2,161 | -30.8% |
| EBIT | | | -19.8% |
| 啤酒 | 7,908 | 6,502 | 21.6% |
| 白酒 | (3,354) | 121 | -28.7x |
| EBITDA (扣除特別事項)* | | | 9.9% |
| 啤酒 | 9,611 | 8,187 | 17.4% |
| 白酒 | 264 | N/A | N/A |
| 淨利潤 | 3,371 | 4,739 | -28.9% |
| 淨利潤 (扣除特別事項)* | 5,724 | 4,786 | 19.6% |

*附註: 項目的 2024 年數據為估算值
資料來源: 公司數據、新華滙富研究

| 香港及中國市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-----------|--------|------|-------|
| 恒生指數 | 25,063 | 2.8% | -2.2% |
| 中資企業指數 | 8,499 | 2.3% | -4.6% |
| 紅籌指數 | 4,210 | 1.7% | 4.8% |
| 滬深300指數 | 4,474 | 1.3% | -3.4% |
| 上海A股 | 4,070 | 1.8% | 2.2% |
| 上海B股 | 259 | 1.3% | 2.2% |
| 深圳A股 | 2,652 | 2.2% | 0.2% |
| 深圳B股 | 1,196 | 1.4% | -5.4% |

| 主要市場指數 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|----------|--------|-------|-------|
| 美國道指 | 46,124 | -0.2% | -4.0% |
| 標普500 | 6,556 | -0.4% | -4.2% |
| 美國納斯達克指數 | 21,761 | -0.8% | -6.4% |
| 日經平均指數 | 53,918 | 3.2% | 7.1% |
| 英國富時指數 | 9,965 | 0.7% | 0.3% |
| 法國證商公會指數 | 7,743 | 0.2% | -5.0% |
| 德國法蘭克福指數 | 22,636 | -0.1% | -7.6% |

| 商品價格 | 收市 | 每日升跌 | 今年累升 |
|-------------|--------|-------|-------|
| 金價 (美元/盎司) | 4,475 | 1.6% | 5.7% |
| 銅價 (美元/盎司) | 2,707 | 5.5% | 6.4% |
| 銀價 (美元/盎司) | 71 | 3.0% | 3.2% |
| 原油 (美元/桶) | 92 | 4.8% | 51.3% |
| 銅價 (美元/盎司) | 12,100 | 1.4% | -2.6% |
| 鋁價 (美元/盎司) | 3,260 | 1.4% | 8.8% |
| 鎳價 (美元/盎司) | 1,931 | 2.7% | -3.8% |
| 鎘價 (美元/盎司) | 3,042 | -0.8% | -2.4% |
| 小麥 (美分/蒲式耳) | 590 | 0.4% | 15.4% |
| 玉米 (美分/蒲式耳) | 462 | 0.7% | 2.4% |
| 糖 (美分/磅) | 134 | -9.0% | |
| 黃豆 (美分/蒲式耳) | 1,155 | -0.7% | 8.7% |
| PVC (美元/噸) | 5,977 | -2.4% | 45.8% |
| CRB 指數 | 359 | -2.1% | 3.0% |
| BDI | | -0.9% | 8.5% |

| 匯率 | 美元 | 港元 | 歐羅 | 日元 | 瑞郎 | 人民幣 |
|-----|-----|-----|-----|-------|------|-----|
| 美元 | | 7.8 | 0.9 | 158.7 | 0.8 | 6.9 |
| 港元 | 0.1 | | 0.1 | 20.3 | 10.1 | 0.9 |
| 歐羅 | 1.2 | 9.1 | | 184.2 | 1.1 | 8.0 |
| 日元 | 0.0 | 4.9 | 0.5 | | 0.5 | 0.0 |
| 瑞郎 | 1.3 | 9.9 | 1.1 | 201.3 | | 8.7 |
| 人民幣 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 23.1 | 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 | NA | NA |
| 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 | 26 | 20.5% |

農夫山泉 (9633 HK, 股價42.44港元, 市值4,773億港元) – 茶飲料帶動2025財年業績強勁

農夫山泉2025財年業績超出市場預期，總營業額按年增長22.5%至人民幣526億元。經營利潤達人民幣209億元，按年增長32.5%，顯著高於市場共識。受惠於PET及白砂糖等原材料成本下降，公司毛利率從去年的58.1%提升240個基點至60.5%。銷售及分銷費用佔營業額比重下降280個基點至18.6%，反映營運效率持續改善。公司宣派末期股息每股人民幣0.99元，按年增長30%，派息比率達70%。

茶飲料引領飲品組合 – 茶飲料成為主要增長動力，2025財年營業額為人民幣216億元，按年增長29%。其對總營業額的貢獻從去年同期的37.2%上升至41.1%，首次超越包裝飲用水，成為公司最大的業務分部。包裝飲用水業務重拾增長，營業額較去年同期增長17.3%，公司繼續保持其在中國包裝飲用水市場的領導地位。功能性飲料及果汁飲料亦分別錄得16.8%及26.7%的雙位數增長。

圖 2: 營業額及利潤

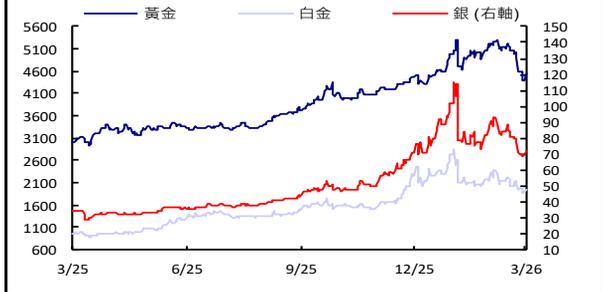


資料來源: 公司數據、新華滙富研究

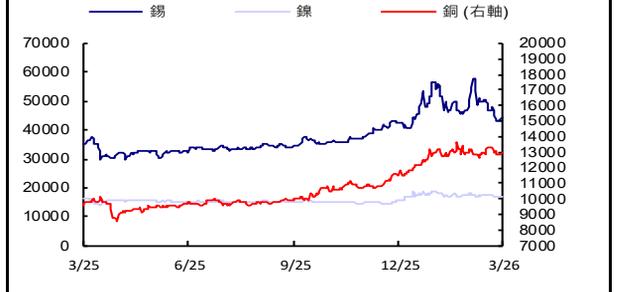
我們的觀點: 鑒於消費信心疲弱，包裝飲用水及飲料產品相較於酒類飲品展現出更強的韌性。農夫山泉憑藉在功能飲料、果汁及咖啡等多個類別的強勁表現，實現了營業額及利潤的高雙位數增長，有助於分散品類集中風險。隨著消費者偏好轉向更健康的飲食，預計無糖茶（如東方樹葉品牌）仍有增長空間。與此同時，華潤啤酒通過高端化及成本控制，在啤酒業務上保持了穩健的盈利能力。儘管如此，其白酒業務的復甦前景仍然是影響整體表現的主要不確定因素。華潤啤酒及農夫山泉目前對應2026財年預測市盈率分別為12.5倍及24.4倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

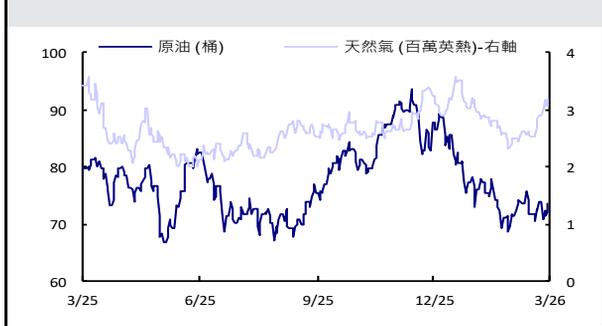
| 貴金屬 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 黃金 (盎司) | 4402 | 14 | 14 | 45.5 |
| 白金 (盎司) | 1893 | (7.0) | (7.0) | 94.2 |
| 銀 (盎司) | 69 | (19) | (19) | 103.7 |



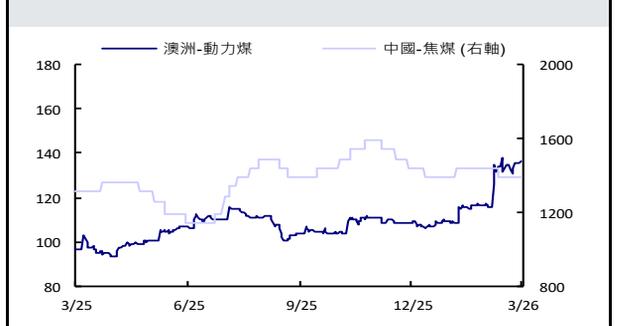
| 有色金屬 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|-------|--------|------|------|------|
| 銅 (噸) | 12954 | 11.7 | 11.7 | 36.0 |
| 鎳 (噸) | 16950 | 1.8 | 1.8 | 4.9 |
| 錫 (噸) | 44238 | 9.1 | 9.1 | 26.2 |



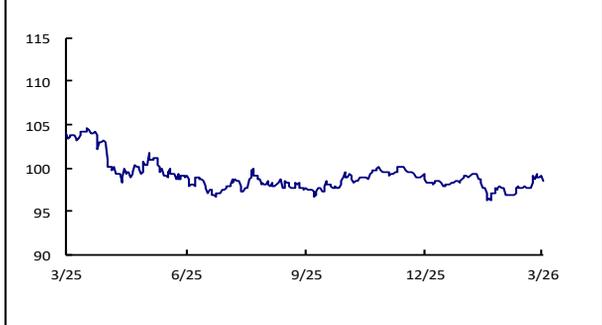
| 能源 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 原油 (桶) | 92.4 | 60.8 | 60.8 | 33.8 |
| 天然氣 (百萬英熱) | 2.9 | (20.2) | (20.2) | (23.4) |



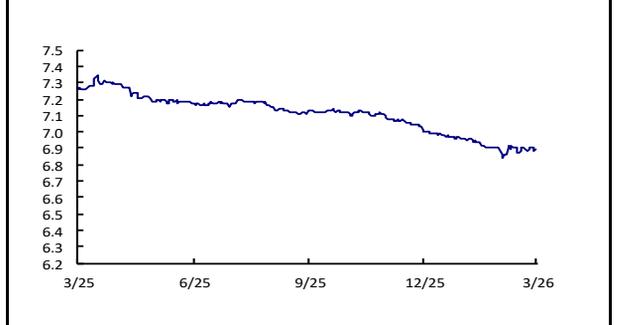
| 煤炭 | 價格 | 本季% | 本年% | 按年% |
|----------------|--------|-------|-------|------|
| 中國-焦煤 (RMB/t) | 1390.0 | (3.5) | (3.5) | 6.1 |
| 澳洲動力煤 (US\$/t) | 136.5 | 27.0 | 27.0 | 41.6 |



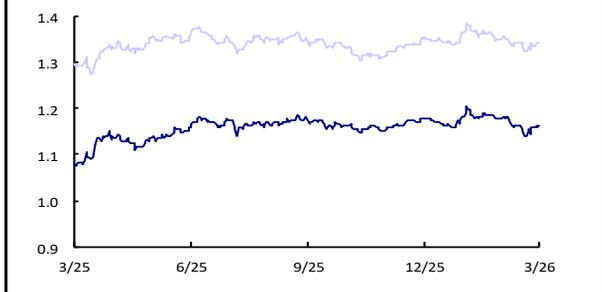
| 美元指數 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|------|--------|-----|-----|-------|
| 美元指數 | 99.2 | 10 | 10 | (4.5) |



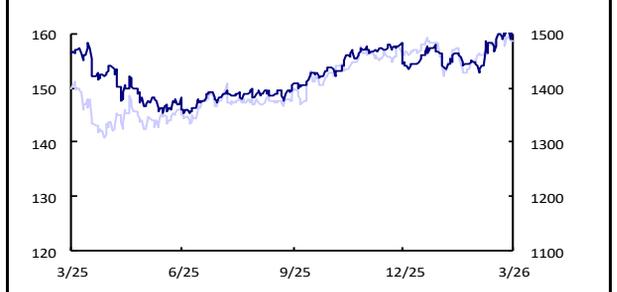
| 人民幣 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|-----|--------|------|------|-------|
| 人民幣 | 6.9 | (14) | (14) | (5.0) |



| 歐元 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|----|--------|-------|-------|-----|
| 歐元 | 1.2 | (12) | (12) | 7.6 |
| 英鎊 | 1.3 | (0.5) | (0.5) | 3.6 |



| 日元 | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年% |
|----|--------|-----|-----|-----|
| 日元 | 158.7 | 1.3 | 1.3 | 5.9 |
| 韓圓 | 1500.8 | 3.9 | 3.9 | 2.6 |



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 |
|-------------|----|-----|----------|
| 消費者信心指數 | 月 | | 26年3月31日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年4月1日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年4月1日 |
| 商業庫存 | 月 | | 26年4月1日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年4月2日 |
| 就業報告 | 月 | | 26年4月3日 |
| 耐久財訂單 | 月 | | 26年4月7日 |
| 個人收入與支出 | 月 | | 26年4月9日 |
| 國內生產毛額 | 季 | | 26年4月9日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年4月10日 |
| 生產者物價指數 | 月 | | 26年4月14日 |
| 新屋開工與營建許可 | 月 | | 26年4月29日 |
| 新屋銷售 | 月 | | 26年5月5日 |
| 工廠訂單 | 月 | | 26年4月10日 |
| 首次申請失業保險金人數 | 週 | | 26年3月26日 |
| 批發庫存 | 月 | | 26年4月9日 |
| 成屋銷售量 | 月 | | 26年4月13日 |
| 工業生產指數 | 月 | | 26年4月16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 |
|---------|----|-----|----------|
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年3月31日 |
| 外匯儲備 | 季 | | 26年4月7日 |
| M2貨幣供應量 | 月 | | 26年4月9日 |
| 生產者物價指數 | 月 | | 26年4月10日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年4月10日 |
| 貿易收支 | 月 | | 26年4月14日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年4月16日 |
| 工業生產報告 | 月 | | 26年4月16日 |
| 國內生產毛額 | 年 | | 26年4月16日 |

香港經濟發布表

| 指標項目 | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期 |
|---------|----|-----|----------|
| 貿易收支 | 月 | | 26年3月26日 |
| M2貨幣供應量 | 月 | | 26年3月31日 |
| 零售業銷售額 | 月 | | 26年4月1日 |
| 採購經理人指數 | 月 | | 26年4月8日 |
| 外匯儲備 | 月 | | 26年4月9日 |
| 失業率報告 | 月 | | 26年4月23日 |
| 消費者物價指數 | 月 | | 26年4月23日 |
| 國內生產毛額 | 季 | | 26年5月5日 |
| 生產價格 | 季 | | 26年6月12日 |
| 工業生產報告 | 季 | | 26年6月12日 |
| 綜合利率 | 月 | | |

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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之董事或作為該等機構或發行之董事會代表。

2026 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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455