

势能向上，分红率大幅提升

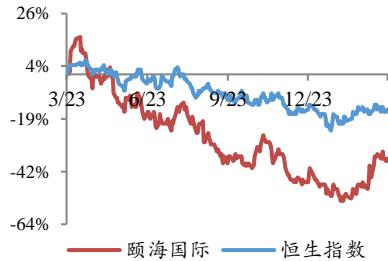
——颐海国际 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-27

收盘价（港元）	13.30
近 12 个月最高/最低（港元）	24.19/9.48
总股本（百万股）	1,037
流通股本（百万股）	1,037
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿港元）	138
流通市值（亿港元）	138

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

主要观点：

● 公司发布 2023 年业绩：

- H2：收入 35.31 亿 (+2.1%)，净利润 5.3 亿 (+1.9%)，归母 4.95 亿 (+3.3%)。
- 全年：收入 61.48 亿 (+0.01%)，净利润 9.07 亿 (+11.2%)，归母 8.53 亿 (+14.9%)。
- 收入利润基本符合一致预期。
- 派息每股 0.74 元，对应分红率近 90%，大幅提升。

● 三大业务持续改善

- 海底捞复苏关联方业务加速增长：23H2 火锅调料第三方/关联方同比分别 -5.2%/+34.5%，其中关联方量价分拆来看，量/价同比分别 +47.8%/-9%，量增驱动成增长。
- 复调及速食业务环比改善：23H2 复调同比 +13.3%，环比 H1 (+6.6%) 加速增长，新品放量明显。方便速食同比 -16.3%，环比 H1 (-36.1%)，降幅收窄，性价比产品符合消费趋势，逐步下沉。
- 23 年第三方/关联方收入分别为 41/20 亿，占比分别为 67%/33%，关联方占比同比 +9pct。

● 盈利能力向上

- 结构及成本改善：23 年毛利率/净利率同比分别 +1.4%/+1.5pct，主因高毛利率火锅调料占比提升，以及油脂等成本下降。23 年销售费用率/管理费用率同比分别 -0.9%/+0.8pct，整体费用控制较为均衡。
- 供应链协同性提升：泰国底料复调 1.5w 吨产能已于 23Q2 投产，河北速食 2.8w 吨产能已于 24Q1 投产，安徽牛油 5.7w 吨产能预计 24Q2 投产，公司逐步拓展 B 端及海外市场，供应链协同性增强。

● 投资建议

➢ 我们的观点：

展望 24 年，3 月海底捞开放加盟特许经营，关联方持续向好，复调景气度高，速食业务轻装上阵，B 端及海外有望贡献增量。

盈利预测：结合以上，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 69/76/84 亿元，同比 +12%/+11%/+10%；实现归母净利润 10/11/12 亿元，同比 +14%/+12%/+11%；当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍，低估值及高分红标的，维持“买入”评级。

相关报告

1. 关联方复苏明显，利润端表现超预期 2023-08-30

● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，餐饮修复不及预期，食品安全事件。

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6148	6867	7614	8390
收入同比 (%)	0%	12%	11%	10%
归母净利润	853	975	1095	1218
归母净利润同比 (%)	15%	14%	12%	11%
ROE (%)	17.70%	17.50%	17.14%	16.76%
每股收益 (元)	0.82	0.94	1.06	1.17
市盈率 (P/E)	14.02	13.15	11.71	10.53

资料来源：wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,187	3,925	4,712	5,478	营业收入	6,148	6,867	7,614	8,390
现金	2,309	2,930	3,616	4,283	其他收入	8	17	15	17
应收账款及票据	258	251	275	285	营业成本	4,206	4,666	5,140	5,634
存货	371	434	484	540	销售费用	589	687	761	822
其他	249	310	337	370	管理费用	275	233	247	268
非流动资产	2,867	3,096	3,381	3,679	研发费用	0	0	0	0
固定资产	1,809	2,127	2,418	2,680	财务费用	-69	-69	-66	-66
无形资产	239	234	229	225	除税前溢利	1,264	1,486	1,666	1,869
其他	819	734	734	774	所得税	357	409	463	523
资产总计	6,054	7,021	8,093	9,157	净利润	907	1,078	1,203	1,346
流动负债	817	917	1,063	1,117	少数股东损益	54	102	108	128
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	853	975	1,095	1,218
应付账款及票据	403	395	484	479	EBIT	1,085	1,297	1,480	1,683
其他	414	522	579	638	EBITDA	1,085	1,424	1,625	1,845
非流动负债	148	159	162	163	EPS (元)	0.82	0.94	1.06	1.17
长期债务	0	0	0	0					
其他	148	159	162	163					
负债合计	965	1,075	1,225	1,280					
普通股股本	0	0	0	0					
储备	4,818	5,571	6,386	7,266					
归属母公司股东权益	4,818	5,571	6,386	7,266					
少数股东权益	271	374	482	610					
股东权益合计	5,089	5,945	6,869	7,876					
负债和股东权益	6,054	7,021	8,093	9,157					
现金流量表									
单位:百万元									
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,003	1,098	1,311	1,380	成长能力				
净利润	853	975	1,095	1,218	营业收入	0.01%	11.70%	10.89%	10.19%
少数股东权益	54	102	108	128	归属母公司净利润	14.92%	14.36%	12.27%	11.24%
折旧摊销	112	127	145	162	获利能力				
营运资金变动及其	-16	-106	-37	-128	毛利率	31.58%	32.05%	32.49%	32.85%
					销售净利率	13.87%	14.20%	14.38%	14.52%
					ROE	17.70%	17.50%	17.14%	16.76%
					ROIC	15.29%	15.82%	15.56%	15.38%
					偿债能力				
					资产负债率	15.94%	15.32%	15.13%	13.98%
					净负债比率	-45.38%	-49.28%	-52.65%	-54.38%
					流动比率	3.90	4.28	4.43	4.90
					速动比率	3.37	3.70	3.89	4.33
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.05	1.01	0.97
					应收账款周转率	29.72	27.00	29.00	30.00
					应付账款周转率	10.53	11.70	11.70	11.70
					每股指标(元)				
					每股收益	0.82	0.94	1.06	1.17
					每股经营现金流	0.00	1.06	1.26	1.33
					每股净资产	4.65	5.37	6.16	7.01
					估值比率				
					P/E	14.02	13.15	11.71	10.53
					P/B	2.48	2.30	2.01	1.76
					EV/EBITDA	8.89	6.95	5.66	4.63

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师: 陈姝, 英国华威大学金融硕士, 食品科学与工程专业本科, 曾任职于长城证券, 水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。