

颐海国际 (01579.HK)

第三方全面复苏，费用加大拖累盈利

公司 24H1 收入同比+11.9%，主要系第三方业务全面复苏带动，归母净利润同比-13.8%，主要受费用率加大，以及政府补贴及汇兑损益影响。H2 看关联方保持平稳增长，第三方底料/中式复调产品矩阵不断完善，有望重回增长趋势，尤其是底料在旺季，随着新品的推出也有望贡献增量。方便速食随着产品结构调整有望持续向下渗透，同时 B 端业务逐步破冰贡献同样可期。公司首次中期分红，分红率 95%延续了去年的高分红风格，PE 位于历史较低分位，结合股东回报显著提升，随着公司业绩改善，估值有望进一步修复，我们给予 24-25 年 EPS 预测为人民币 0.81、0.94 元，对应 24 年 PE 为 12X，建议逢低布局。

□ 24H1 收入同比+11.9%，归母净利润同比-13.8%。公司披露 2024 年半年度业绩，2024 年 H1 实现收入 29.27 亿元，同比+11.9%，主要系消费环境复苏，第三方业务重回增长。实现归母净利润 3.08 亿元，同比-13.8%。公司首次实施中期分红，24H1 现金分红总额 2.92 亿，分红率 94.87%，股东回报相比 23 年继续提升。

□ 第三方业务全面复苏，消费环境改善带动量增。分业务看，H1 关联方整体收入 9.89 亿，同比+11.5%（量+34.1%，价-16.9%），量增主要系消费场景恢复，价减主要系关联方下调价格影响；第三方整体收入 19.38 亿，同比+12.1%，其中：1）底料同比+5.6%（量+21.4%，价-12.9%）；2）中式复调同比+24.4%（量+30.5%，价-4.7%），主要系新品小龙虾调味料及 B 端客户调味料上市有所贡献；3）方便速食+22.2%（量+39.9%，价-12.6%），主要系膨化和卤味产品销量增加。分区域看，H1 华南市场同比+13.8%，华北市场同比+8.5%，海外业务同比+20.2%。分渠道看，H1 经销商渠道同比+10.1%，电商渠道同比+12.4%，主要系加强线上直播与产品推广。

□ 线上营销开支增大，净利率略有下降。24H1 公司实现毛利率 30.0%，同比-0.5pcts。其中，公司关联方毛利率 14.8%，同比-3.6pcts，主要受公司与关联方下调价格影响，第三方底料毛利率 48.4%，同比+0.4pct；第三方中式复调毛利率 35.6%，同比+1.6pcts；第三方方便速食毛利率 25.9%，同比+2.7pcts。H1 公司销售费用率 12.0%，同比+2.8pcts，主要系线上营销费用及运输费用增加所致；管理费用率 4.8%，同比-0.6pct。受毛利率下降，费用率提升以及政府补贴及汇兑损益影响，公司 24H1 净利率下降 3.2pcts 至 10.5%。

□ H2 展望：第三方底料旺季提速，盈利能力有望改善。公司上半年第三方业务反弹，方便食品明显恢复，底料及中式复调增长相对稳健。下半年看，关联方业务有望随着消费环境改善而保持增长，第三方业务中底料迎来旺季，中式复调及火锅蘸料新品可期，整体第三方有望延续增长。此外，公司进一步加强渠道建设与精细化管理，积极拓展小 B 经销商与开拓海外市场，目前初有成效，预计下半年新渠道有望进一步贡献增量，整体收入端预计环比提速。盈利端看，公司成本端预计平稳，费用上上半年对线上投入增加导致费用率略有提升，下半年预计略有收缩，盈利能力有望改善。

□ 投资建议：第三方全面复苏，费用加大拖累业绩，维持“强烈推荐”评级。公司 24H1 收入同比+11.9%，主要系第三方业务全面复苏带动，归母净利润

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：11.3 港元

基础数据

总股本（百万股）	103670
已上市流通股（百万股）	103670
总市值（十亿元）	117
流通市值（十亿元）	117
每股净资产（MRQ）	4.8
ROE（TTM）	18.3
资产负债率	13.4%
主要股东	UBS Trustees (B.V.I.)
主要股东持股比例	31.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	10	-26
相对表现			



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《颐海国际 (01579) — 关联方延续复苏，分红率超预期》2024-03-29
- 《颐海国际 (01579) — 关联方如期复苏，盈利能力改善》2023-08-31
- 《颐海国际 (01579) — 盈利能力环比改善，23 年增长可延续》2023-04-04

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

同比-13.8%，主要受费用率加大，以及政府补贴及汇兑损益影响。H2 看关联方保持平稳增长，第三方底料/中式复调产品矩阵不断完善，有望重回增长趋势，尤其是底料在旺季，随着新品的推出也有望贡献增量。方便速食随着产品结构调整有望持续向下渗透，同时 B 端业务逐步破冰贡献同样可期。公司首次中期分红，分红率 95%延续了去年的高分红风格，PE 位于历史较低分位，结合股东回报显著提升，随着公司业绩改善，估值有望进一步修复，我们给予 24-25 年 EPS 预测为人民币 0.81、0.94 元，对应 24 年 PE 为 12X，建议逢低布局。

□ 风险提示：需求复苏不及预期、关联方受损、成本大幅上涨影响盈利等

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6147	6148	6918	7663	8414
同比增长	3%	0%	13%	11%	10%
营业利润(百万元)	979	1076	1091	1273	1428
同比增长	0%	10%	1%	17%	12%
归母净利润(百万元)	742	853	841	970	1074
同比增长	-3%	15%	-1%	15%	11%
每股收益(元)	0.71	0.82	0.81	0.94	1.04
PE	13.5	11.8	12.0	10.4	9.4
EV/EBITDA	6.0	5.0	4.9	4.3	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 颐海国际历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 颐海国际历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《颐海国际(01579)——盈利能力环比改善, 23 年增长可延续》2023-04-04
- 2、《颐海国际(01579)——第三方业务环比改善, 全年盈利或承压》2022-08-31

附：财务预测表

资产负债表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3111	3187	3520	4011	4546
现金	1881	2309	2600	3016	3473
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	629	182	182	182	182
应收款项	156	258	290	322	353
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	387	371	372	407	445
其他	59	67	76	84	92
非流动资产	2440	2867	2993	3106	3207
长期股权投资	336	634	634	634	634
固定资产	1669	1809	1935	2048	2149
无形资产商誉	256	239	239	239	239
其他	179	185	185	185	185
资产总计	5551	6054	6513	7117	7753
流动负债	860	817	782	875	970
短期借款	396	403	456	500	546
应付账款	118	118	117	135	149
预收账款	0	0	0	0	0
其他	345	296	209	241	275
长期负债	154	148	148	148	148
长期借款	0	0	0	0	0
其他	154	148	148	148	148
负债合计	1014	965	930	1024	1118
股本	1047	1037	1037	1037	1037
资本公积金	3806	4320	4818	5253	5702
留存收益	217	271	326	388	457
少数股东权益	4320	4818	5257	5706	6178
负债及权益合计	5551	6054	6513	7117	7753

现金流量表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1179	959	1058	1177	1298
净利润	742	853	841	970	1074
折旧与摊销	86	187	202	214	226
营运资本变动	323	(118)	50	18	17
其他非现金调	13	37	(34)	(26)	(19)
投资活动现金流	(612)	(154)	(235)	(235)	(235)
资本性支出	(10)	(324)	(330)	(330)	(330)
出售固定资产	(482)	2	2	2	2
投资增减	(278)	2312	0	0	0
其它	138	10	93	93	93
筹资活动现金流	(17)	(384)	(533)	(526)	(606)
债务增减	0	(29)	0	0	0
股本增减	(3)	(176)	0	0	0
股利支付	(14)	179	529	521	601
其它筹资	(17)	0	(4)	(4)	(4)
其它调整	17	(359)	(1057)	(1043)	(1203)
现金净增加额	550	429	290	417	457

利润表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	6147	6148	6918	7663	8414
主营收入	6147	6148	6918	7663	8414
营业成本	4293	4206	4764	5217	5697
毛利	1854	1941	2154	2446	2717
营业支出	874	865	1063	1173	1289
营业利润	979	1076	1091	1273	1428
利息支出	6	4	4	4	4
利息收入	30	74	74	74	74
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	36	19	19	19	19
非经常项目损益	86	91	71	81	81
除税前利润	1127	1256	1250	1443	1597
所得税	326	357	356	410	454
少数股东损益	74	54	54	62	69
归属普通股股东净利润	742	853	841	970	1074

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	3%	0%	13%	11%	10%
营业利润	0%	10%	1%	17%	12%
净利润	-3%	15%	-1%	15%	11%
获利能力					
毛利率	30.2%	31.6%	31.1%	31.9%	32.3%
净利率	12.1%	13.9%	12.2%	12.7%	12.8%
ROE	17.2%	17.7%	16.0%	17.0%	17.4%
ROIC	16.4%	16.4%	15.2%	16.0%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	15.9%	14.3%	14.4%	14.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.6	3.9	4.5	4.6	4.7
速动比率	3.2	3.4	4.0	4.1	4.2
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	11.0	11.1	12.8	13.4	13.4
应收账款周转率	31.4	29.7	25.2	25.0	24.9
应付账款周转率	12.4	10.5	11.1	10.9	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.71	0.82	0.81	0.94	1.04
每股经营现金	1.13	0.93	1.02	1.14	1.25
每股净资产	4.13	4.65	5.07	5.50	5.96
每股股利	0.44	0.51	0.50	0.58	0.64
估值比率					
PE	13.5	11.8	12.0	10.4	9.4
EV/EBITDA	6.0	5.0	4.9	4.3	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。