

公司研究

第三方营收同比改善，高分红提升股东回报

——颐海国际（1579.HK）2024 年中报点评

买入（维持）

当前价：11.44 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebcn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.37
总市值(亿港元):	118.60
一年最低/最高(港元):	8.76/17.85
近 3 月换手率:	14.57

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.35	-19.57	-23.39
绝对	-0.38	-23.30	-27.16

资料来源：Wind

相关研报

大幅提升分红比例，24 年线上及海外表现值得期待——颐海国际（1579.HK）23H1 业绩前瞻（2023-08-01）

要点

事件：颐海国际 24H1 实现营收 29.27 亿元，同比+11.9%；归母净利润 3.08 亿元，同比-13.8%；扣非归母净利润（扣除汇兑损益与政府补助）为 2.99 亿元，同比+4.5%，符合市场预期。公司计划 24H1 分红 2.93 亿元，分红率达到 95.1%。

复调与方便速食实现营收双位数增长，第三方营收同比改善。分产品看，24H1 火锅调味料/中式复合调味料/方便速食/其他产品分别实现收入 17.47/4.54/7.00/0.25 亿，分别同比+5.6%/+24.4%/+22.2%/+3.7%。1) 火锅调味料：24H1 第三方/关联方收入分别同比+5.6%/+5.7%。第三方营收增长主要由火锅蘸料等新品驱动，关联方收入增长主要系海底捞消费需求增加。火锅调味料的营收增速同比放缓主要原因是公司上半年减少对该业务板块的营销动作，且新品上市时间推迟，致使淡季更淡。2) 中式复合调味料：24H1 第三方/关联方收入分别同比+24.1%/+29.9%。受益于冒菜等新品上市，推动关联方营收增长；第三方营收增长主要由小龙虾调味料与 B 端定制产品增加驱动。3) 方便食品：24H1 方便速食第三方/关联方收入分别同比+14.5%/+167.7%。第三方营收增长主要系产品升级与新品上市，关联方营收增长主要系膨化和卤味食品销量增加。

分渠道看，24H1 关联方/第三方客户分别实现收入 9.89/19.38 亿，分别同比+11.5%/+12.1%。第三方客户中，经销商（含餐饮及食品公司）/电商（旗舰店）分别实现收入 17.58/1.75 亿元，分别同比+12.0%/+12.4%；电商营收增长主要系公司加大线上营销投入，挖掘适合线上平台的大单品，提高产品及品牌的曝光度。24H1，火锅调味料/复调/方便速食的第三方客户单价分别同比-8.5%/-2.8%/-3.6%，原因主要是产品销售结构变化，低价产品的销量占比提升。

对关联方销售价格调整拖累毛利率，营销投入有所增加。1) 24H1 公司毛利率为 30.0%，同比-0.5pcts，原因是关联方销售的产品进行价格调整。关联方/第三方毛利率分别同比-3.6%/+1.0pcts；2) 24H1 公司销售费用率为 12.0%，同比+2.9pcts，主要系营销投入增加（24H1 广告费同比+140%）、人员成本以及物流运费增加，且淡季的规模效应水平较低；3) 24H1 公司管理费用率为 4.8%，同比-0.6pcts；4) 24H1 公司产生汇兑损失 1797.6 万元（去年同期汇兑收益为 2856.1 万元），政府补助同比-36.6%。综合来看，24H1 公司扣非（剔除政府补贴和汇兑损益影响）归母净利润为 2.99 亿元，符合预期。

看好下半年火锅调味料表现，盈利能力有望改善。从渠道端来看，公司上半年在电商/零食量贩渠道表现较好。在电商渠道，公司 23 年底从人员架构、线上定位、用户画像等方面进行了调整优化，24 年上半年加大线上平台的营销费用投入，取得双位数营收同比增长。在零食量贩渠道，公司以高性价比的方便速食产品切入，提升渗透率；另外，公司调整了“合伙人”激励机制，将“增量利润”代替“责任利润”作为主要考核激励指标，激励效果有望在 24 年下半年体现。从产品端来看，公司持续推新，扩充产品矩阵：上半年火锅底料推出新品红酸汤，已在海底捞门店和 C 端上市，下半年将推出云南野生菌底料等新品；上半年复调业务推出新品海鲜捞汁，下半年将以鱼/汁水系列为主；方便速食新品猪肚鸡上半年产生较好的营收贡献。未来重点关注公司海外市场与 B 端发展。公司在海外市场以当地口味需求和消费趋势为产品开发思路，切入“清真”及中东市场，搭配东南亚的供应中心与泰国工厂投产，海外市场的辐射范围有望逐渐扩大。另外公司与一些中大型连锁餐饮在复合调味料、快捷菜供应方面达成合作，贡献营收增量。

盈利预测、估值与评级：考虑到行业竞争情况加剧，我们下调颐海国际 2024-2026 年归母净利润分别至 8.63/10.07/11.15 亿元（较前次分别下调 10.7%/7.6%/8.9%）。当前股价对应 24 年 PE 为 12x，我们看好公司在品牌建设、产品矩阵扩充以及渠道、市场拓展下的中长期发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品推广不及预期，渠道拓展不及预期，汇兑损失超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,147	6,148	6,841	7,702	8,498
营业收入增长率	3.4%	0.0%	11.3%	12.6%	10.3%
归母净利润（百万元）	742	853	863	1007	1115
归母净利润增长率	-3.2%	14.9%	1.3%	16.7%	10.7%
EPS（元）	0.71	0.82	0.83	0.97	1.08
P/E	15	13	12	11	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-08-29，1HKD=0.91CNY，2022-2023 年股本数分别为 10.47/10.37 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,147	6,148	6,841	7,702	8,498
销售成本	-4,293	-4,206	-4,708	-5,287	-5,827
毛利	1,854	1,941	2,133	2,415	2,670
其他收入及收益净额	138	118	95	112	123
运营成本	-874	-865	-1,006	-1,094	-1,198
经营溢利	1,118	1,195	1,222	1,433	1,595
除所得税前溢利	1,142	1,264	1,291	1,502	1,664
所得税开支	-326	-357	-365	-424	-470
期内溢利	816	907	926	1,078	1,194
非控股权益	-74	-54	-63	-71	-79
归母净利润	742	853	863	1,007	1,115

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	5,551	6,054	6,738	7,682	8,577
现金及现金等价物	1,881	2,309	2,911	3,661	4,483
贸易应收款项	156	258	178	313	229
存货	387	371	488	476	586
预付款项及其他应收款	0	0	0	0	0
流动资产	3,111	3,187	3,826	4,699	5,548
物业、厂房和设备	1,669	1,809	1,858	1,933	1,982
土地使用权项	0	0	0	0	0
非流动资产	2,440	2,867	2,912	2,983	3,029
负债总额	1,014	965	983	1,112	1,120
贸易应付款项	396	403	354	496	441
其他应付款项及应计费用	204	187	253	241	303
即期税项负债	118	118	118	118	118
其他应付款项及应计费用	103	77	77	77	77
权益总额	4,537	5,089	5,756	6,570	7,457
储备	4,320	4,818	5,421	6,165	6,973
非控股权益	217	271	335	405	484

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,272	959	1,039	1,243	1,359
税前利润	1,142	1,264	1,291	1,502	1,664
税收	-299	-359	-365	-424	-470
折旧和摊销	166	213	202	227	252
营运资金变动	295	-118	-20	7	-19
投资活动所用现金净额	-573	-154	-229	-229	-229
购买物业、厂房及设备	-414	-299	-299	-299	-299
购买无形资产	-3	-2	-2	-2	-2
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得款项	2	2	2	2	2
融资活动所用现金净额	-417	-384	-260	-263	-307
向股东支付股息	-225	-179	-260	-263	-307
净现金流	307	429	550	750	822

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP