

颐海国际 (01579.HK)

2024 年收入同比增长 6.4%，第三方业务表现良好

优于大市

核心观点

颐海国际 2024 年收入同比增长 6.4%。公布 2024 年业绩，2024 年实现收入 65.4 亿元，同比增长 6.4%，实现归母净利润 7.4 亿元，同比减少 13.3%。其中 2024 下半年实现收入 36.1 亿元，同比增长 2.3%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比减少 12.9%。

关联方火锅调味料量价受到扰动，第三方收入实现双位数增长。2024 年关联方收入 19.7 亿元，同比减少 1.8%，占比约 30%；第三方收入为 45.7 亿元，同比增长 10.4%，占比约 70%。相比 2023 年，公司第三方业务占比提升 3pcts，一方面关联方量价受到压制，另一方面公司第三方业务 B 端、C 端产品调整和渠道激励并行，成功在较弱的环境中实现双位数增长，增速快于关联方。关联方 2024 年受到关联方调价影响，火锅调味料收入产生下滑，火锅调味料/中式复调/方便速食收入 17.5/0.7/1.6 亿元，同比-8%/+127%/+88%（销量同比增长 6%/+185%/+164%，单价同比减少 13%/20%/39%）；第三方 2024 年全年各个品类销量均实现双位数增长，火锅调味料/中式复调/方便速食收入 23.3/7.2/14.5 亿元，同比增长 6%/22%/11%（销量增长 14%/33%/15%，单价同比减少 7%/9%/4%）。

毛利率保持稳健，费用率及税率影响净利润。2024 年公司毛利率同比降低 0.3pct 达到 31.3%，其中 2024H2 公司毛利率在关联方量价压力下基本保持稳定，主要受益于第三方收入占比提升。因广告费用投放和运输费用增加，2024 年公司销售费用率同比提高 2.2pcts 至 11.8%。公司预计末期派息每股 0.395 元人民币，对应分红约 4.1 亿元，叠加中期派息对应全年分红率约 95%。由于 2023 年以来分红大幅提升，公司缴纳股息预扣税对于利润产生扰动，因此 2024 年公司所得税率提升 3.9pcts 至 32.1%。综合来看归母净利率同比下降 2.6pcts 至 11.3%。

风险提示：新品推广不及预期，食品安全问题，原材料成本价格大幅提高。

投资建议：考虑到 2025 年价格端仍有压力，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 71.3/77.1 亿元（前预测值为 72.6/79.1 亿元）并引入 2027 年收入预测 82.6 亿元，2025-2027 年分别同比增长 9.0%/8.2%/7.1%，预计 2025-2026 年公司实现归母净利润 8.3/9.1 亿元（前预测值为 8.9/10.0 亿元）并引入 2027 年收入预测 10.0 亿元，2025-2027 年同比增长 11.6%/10.7%/9.5%，实现 EPS0.80/0.88/0.96 元。公司产品、渠道方面均在 2024 年实施一系列调整，公司有望受益消费复苏，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,148	6,540	7,129	7,713	8,263
(+/-%)	0.0%	6.4%	9.0%	8.2%	7.1%
归母净利润(百万元)	853	739	825	913	1000
(+/-%)	14.9%	-13.3%	11.6%	10.7%	9.5%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.80	0.88	0.96
EBIT Margin	19.4%	16.9%	18.3%	18.5%	18.8%
净资产收益率 (ROE)	17.7%	16.2%	17.7%	18.7%	19.5%
市盈率 (PE)	16.3	18.8	16.8	15.2	13.9
EV/EBITDA	11.5	12.1	10.1	9.3	8.7
市净率 (PB)	2.88	3.04	2.98	2.84	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

食品饮料 · 调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.36 港元
总市值/流通市值	14887/14887 百万港元
52 周最高价/最低价	18.00/10.06 港元
近 3 个月日均成交额	81.38 百万港元

市场走势



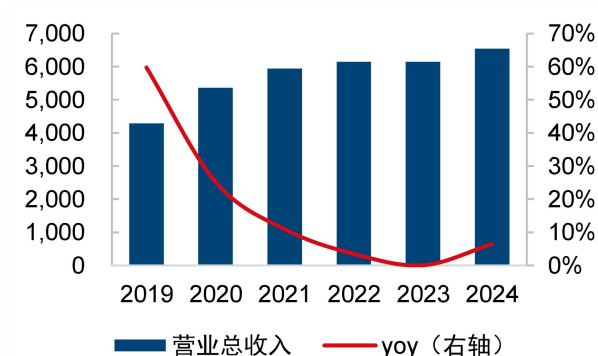
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《颐海国际 (01579.HK) - 全国复合调味品领先企业，组织管理灵活迭代》——2025-02-27

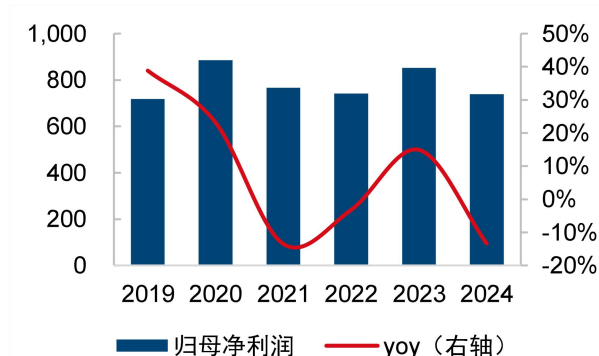
颐海国际公布 2024 年业绩，2024 年实现收入 65.4 亿元，同比增长 6.4%，实现归母净利润 7.4 亿元，同比减少 13.3%。其中 2024 年下半年实现收入 36.1 亿元，同比增长 2.3%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比减少 12.9%。

图1：2019–2024 年公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2019–2024 年公司归母净利润（百万元）及 yoy

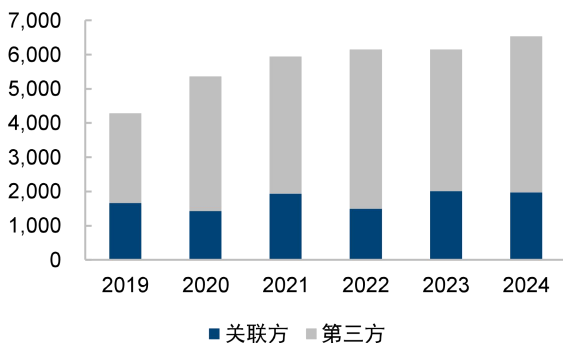


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

关联方火锅调味料量价受到扰动，第三方收入实现双位数增长。2024 年关联方收入 19.7 亿元，同比减少 1.8%，占比约 30%；第三方收入为 45.7 亿元、同比增长 10.4%，占比约 70%。相比 2023 年，公司第三方业务占比提升 3pcts，一方面关联方量价受到压制，另一方面公司第三方业务 B 端、C 端产品调整和渠道激励并行，成功在较弱的环境中实现双位数增长，增速快于关联方。

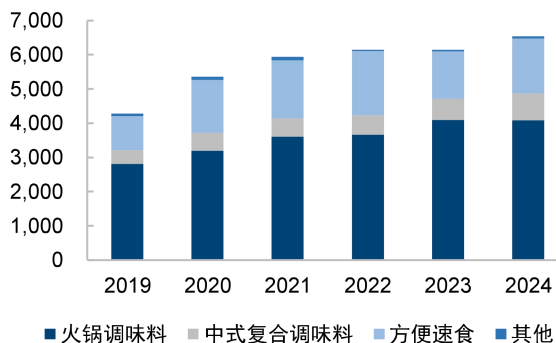
- ◆ **关联方业务：2024 年下半年火锅调味料量价均有下滑。**火锅调味料/中式复调/方便速食收入 17.5/0.7/1.6 亿元，同比-8%/+127%/+88%（销量同比增长 6%/+185%/+164%，单价同比减少 13%/20%/39%）。火锅调味料单价受到 23 年 9 月关联方调价负面影响较大，2024H2 吨价同比减少 10.9%，此外销量还受到关联方下半年高基数的扰动。
- ◆ **第三方业务：2024 年全年各个品类销量均实现双位数增长。**火锅调味料/中式复调/方便速食收入 23.3/7.2/14.5 亿元、同比增长 6%/22%/11%（销量增长 14%/33%/15%，单价同比减少 7%/9%/4%）。火锅底料主流产品牛油/番茄实现收入 5.8/4.2 亿元，同比增长 12.1%/8.6%，预计蘸料产品增长亦有贡献；中式复调增速提升主要源于小龙虾调味料新品放量（收入 2.2 亿元，同比增长 31.5%）以及 B 端渠道开拓；方便速食销量回升明显，主因主动调整结构后价格带下移后 15 元以下产品占比提升。

图3：2019–2024 年公司渠道收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

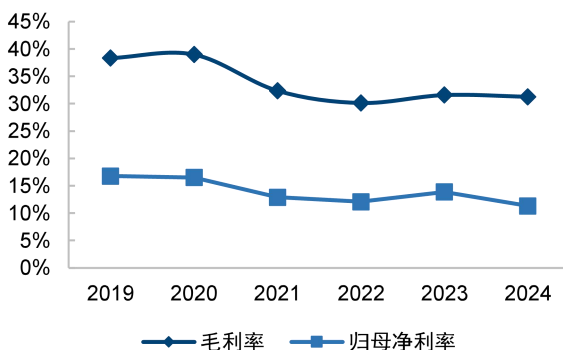
图4：2019–2024 年产品收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

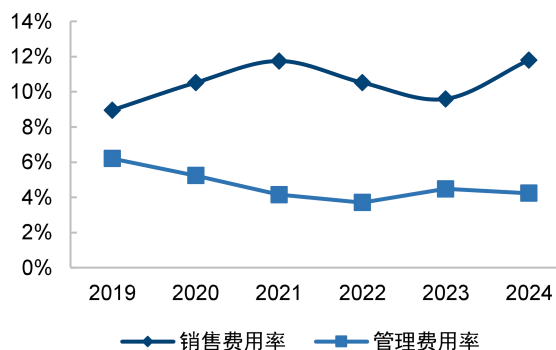
毛利率保持稳健，费用率及税率影响净利润。2024 年公司毛利率同比降低 0.3pct 达到 31.3%，其中 2024H2 公司毛利率在关联方量价压力下基本保持稳定，主要受益于第三方收入占比提升。因广告费用投放和运输费用增加，2024 年公司销售费用率同比提高 2.2pcts 至 11.8%。公司预计末期派息每股 0.395 元人民币，对应预计分红约 4.1 亿元，叠加中期派息对应全年分红率约 95%。由于 2023 年以来分红大幅提升，公司缴纳股息预扣税对于利润产生扰动，因此 2024 年公司所得税率提升 3.9pcts 至 32.1%。综合来看归母净利率同比下降 2.6pcts 至 11.3%。

图5：2019–2024 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2019–2024 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到 2025 年价格端仍有压力，我们小幅下调盈利预测，预计 2025–2026 年公司实现营业收入总收入 71.3/77.1 亿元（前预测值为 72.6/79.1 亿元）并引入 2027 年收入预测 82.6 亿元，2025–2027 年分别同比增长 9.0%/8.2%/7.1%，预计 2025–2026 年公司实现归母净利润 8.3/9.1 亿元（前预测值为 8.9/10.0 亿元）并引入 2027 年收入预测 10.0 亿元，2025–2027 年同比增长 11.6%/10.7%/9.5%，实现 EPS0.80/0.88/0.96 元。公司产品、渠道方面均在 2024 年实施一系列调整，一是产品口味、价格制定更加精细，二是增量利润激励有望继续调动第三方销售团队积极性，三是海外工厂进度加速。我们认为公司关联方基础稳健，另一方面第三方 B 端开拓和海外加速成长均有望成为新增长点。公司有望受益消费复苏，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7263	7913	-	7129	7713	8263	-134	-200	-
收入同比增速%	9.5%	9.0%	-	9.0%	8.2%	7.1%	-0.5%	-0.8%	-
毛利率%	31.4%	31.4%	-	31.6%	31.9%	32.2%	0.2%	0.5%	-
销售费用率%	10.2%	10.1%	-	10.8%	10.7%	10.6%	0.6%	0.6%	-
净利率%	12.2%	12.6%	-	11.6%	11.8%	12.1%	-0.7%	-0.8%	-
归母净利润（百万元）	889	998	-	825	913	1000	-64	-85	-
归母净利润同比增速%	14.1%	12.3%	-	11.6%	10.7%	9.5%	-2.4%	-1.6%	-
EPS（元）	0.86	0.96	-	0.80	0.88	0.96	-0.06	-0.08	-

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025年3月26日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
1579.HK	颐海国际	18.64	14.36	0.85	0.95	16.8	15.2	149	优于大市
603288.SH	海天味业	36.87	40.53	1.12	1.25	36.1	32.5	2,254	优于大市
603317.SH	天味食品	23.12	13.58	0.55	0.64	24.9	21.2	145	优于大市
603170.SH	宝立食品	22.39	13.07	0.58	0.68	22.6	19.1	52	优于大市

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：除颐海国际外均为 Wind 一致预期；颐海国际股价、EPS 单位均为 HKD

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2309	1882	2058	2310	2586	营业收入	6148	6540	7129	7713	8263
应收款项	258	285	312	338	362	营业成本	4206	4494	4874	5251	5603
存货净额	371	466	446	481	514	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	67	101	110	119	128	销售费用	589	772	770	825	876
流动资产合计	3187	2979	3172	3543	3943	管理费用	280	283	370	395	418
固定资产	1772	1943	1974	1993	2000	财务费用	(33)	(51)	(10)	(23)	(37)
无形资产及其他	93	275	208	142	75	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	368	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	634	461	461	461	461	其他收入	69	136	189	189	189
资产总计	6054	5799	5957	6279	6620	营业利润	1173	1178	1313	1453	1591
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	91	0	0	0	0
应付款项	567	601	637	688	734	利润总额	1264	1178	1313	1453	1591
其他流动负债	250	303	324	350	373	所得税费用	357	379	421	466	510
流动负债合计	817	903	962	1037	1107	少数股东损益	54	60	67	74	81
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	853	739	825	913	1000
其他长期负债	148	163	163	163	163						
长期负债合计	148	163	163	163	163	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	965	1066	1125	1200	1270	净利润	853	739	825	913	1000
少数股东权益	271	164	180	199	219	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4818	4570	4652	4881	5131	折旧摊销	187	206	289	300	312
负债和股东权益总计	6054	5799	5957	6279	6620	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(33)	(51)	(10)	(23)	(37)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(169)	172	40	6	5
每股收益	0.82	0.71	0.80	0.88	0.96	其它	9	7	17	19	20
每股红利	0.69	0.63	0.72	0.66	0.72	经营活动现金流	879	1124	1171	1238	1338
每股净资产	4.65	4.41	4.49	4.71	4.95	资本开支	0	(372)	(252)	(252)	(252)
ROIC	18%	16%	19%	22%	24%	其它投资现金流	447	(63)	0	(49)	(59)
ROE	18%	16%	18%	19%	19%	投资活动现金流	148	(262)	(252)	(301)	(311)
毛利率	32%	31%	32%	32%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	18%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	20%	22%	22%	23%	支付股利、利息	(719)	(657)	(743)	(685)	(750)
收入增长	0%	6%	9%	8%	7%	其它融资现金流	840	24	0	0	0
净利润增长率	15%	-13%	12%	11%	10%	融资活动现金流	(598)	(1289)	(743)	(685)	(750)
资产负债率	20%	21%	22%	22%	22%	现金净变动	429	(427)	176	252	277
息率	4.8%	4.4%	5.0%	4.6%	5.0%	货币资金的期初余额	1881	2309	1882	2058	2310
P/E	16.3	18.8	16.8	15.2	13.9	货币资金的期末余额	2309	1882	2058	2310	2586
P/B	2.9	3.0	3.0	2.8	2.7	企业自由现金流	875	758	963	1026	1121
EV/EBITDA	11	12	10	9	9	权益自由现金流	1765	829	983	1048	1146

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032