

2025年03月27日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

第三方稳健增长，供应链效率持续提升

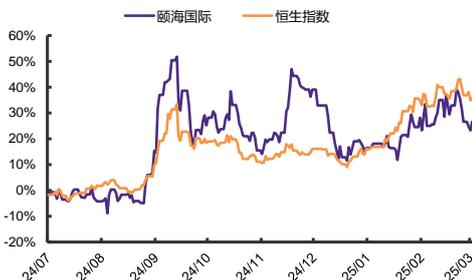
— 颐海国际（1579.HK）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| 当前股价（港元） | 14.36 |
| 总市值（亿港元） | 148.9 |
| 总股本（百万股） | 1,036.7 |
| 流通股本（百万股） | 1,036.7 |
| 52周价格区间（港元） | 10.34-18.82 |
| 日均成交额（百万港元） | 61.4 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

2025年3月25日，颐海国际发布2024年业绩报告，2024年实现营收65.40亿元（同增6%），归母净利润7.39亿元（同减13%）。其中2024H2公司营收36.05亿元（同增2%），归母净利润4.31亿元（同减13%）。2024年公司累计分红6.57亿元，对应分红率为89%，维持高分红水平。

投资要点

■ 供应链效率提升，毛利率基本平稳

2024年公司毛利率同减0.3pct至31.28%，由于供应链效率提升，毛利率在产品价格下移下保持相对平稳，销售费用率同增2pct至11.80%，主要系营销力度加大、海运费增加，管理费用率同减0.2pct至4.23%，归母净利率同减3pct至11.31%。

■ 关联方：各品类单价下调，复调/速食低基数+拓品类实现快速增长

2024年公司关联方总收入19.74亿元（同减2%），其中火锅调味料/复合调味料/方便速食营收分别为17.53/0.65/1.55亿元，分别同比-8%/+127%/+88%，其中火锅底料下滑主要受单价下调影响，复调与速食高增主要系低基数下供应种类增加所致，目前关联方供应商产品单价与盈利空间已处低位，未来毛利率下跌趋势预计放缓。

■ 第三方：渠道精细化贡献增量，小龙虾调料需求起势带动复调高增

2024年公司第三方总收入45.66亿元（同增10%），主要系新品开发与渠道精细化所致。火锅调味料营收23.32亿元（同增6%），其中牛油/番茄火锅底料营收分别同增12%/9%；复合调味料营收7.21亿元（同增22%），其中小龙虾调味料收入同增32%，主要受益于小龙虾原料价格下行带动调料需求提升，方便速食营收14.49亿元（同增11%），后续公司重心仍为低价格带产品挖掘下沉市场，随着自产比例提升，生产工艺优化，方便速食盈利能力有望持续提升。

■ 盈利预测

目前关联方毛利率企稳，第三方火锅底料与复调持续加大下

沉市场渗透，同时公司借助采购、供应链优势持续开拓其他 B 端渠道，有望持续贡献增量，此外，海外市场有望随着泰国工厂产能爬坡实现稳步提升。根据 2024 年业绩，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.79/0.93/1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、B 端开拓不及预期、新品拓展不及预期等。

| 预测指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 6539.57 | 7217.34 | 8053.23 | 8866.48 |
| YoY | 6.38% | 10.36% | 11.58% | 10.10% |
| 净利润(百万元) | 739.43 | 819.11 | 963.31 | 1111.29 |
| YoY | -13.28% | 10.78% | 17.60% | 15.36% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.79 | 0.93 | 1.07 |
| EBIT Margin | 15.25% | 15.05% | 16.39% | 17.57% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.18% | 15.68% | 16.07% | 16.14% |
| 市盈率(PE) | 18.27 | 16.49 | 14.02 | 12.15 |
| EV/EBITDA | 15.60 | 11.14 | 9.51 | 8.33 |
| 市净率(PB) | 2.96 | 2.59 | 2.25 | 1.96 |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金及现金等价物 | 1882 | 2321 | 3059 | 4101 |
| 应收款 | 285 | 315 | 351 | 387 |
| 存货 | 466 | 440 | 491 | 549 |
| 其他流动资产 | 101 | 72 | 81 | 89 |
| 流动资产合计 | 2979 | 3442 | 4335 | 5549 |
| 固定资产 | 1943 | 2235 | 2303 | 2255 |
| 无形资产及其他 | 275 | 183 | 92 | 0 |
| 投资性房地产 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 长期股权投资 | 461 | 615 | 708 | 732 |
| 资产总计 | 5799 | 6616 | 7579 | 8677 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 601 | 629 | 692 | 754 |
| 其他流动负债 | 303 | 317 | 349 | 380 |
| 流动负债合计 | 903 | 946 | 1042 | 1134 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 163 | 217 | 238 | 268 |
| 长期负债合计 | 163 | 217 | 238 | 268 |
| 负债合计 | 1066 | 1164 | 1280 | 1402 |
| 所有者权益 | | | | |
| 少数股东权益 | 164 | 228 | 304 | 391 |
| 股东权益 | 4570 | 5225 | 5996 | 6885 |
| 负债和股东权益总计 | 5799 | 6616 | 7579 | 8677 |

| 关键财务与估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.71 | 0.79 | 0.93 | 1.07 |
| 每股红利 | 0.12 | 0.16 | 0.19 | 0.21 |
| 每股净资产 | 4.41 | 5.04 | 5.78 | 6.64 |
| ROIC | 16% | 20% | 23% | 28% |
| ROE | 16% | 16% | 16% | 16% |
| 毛利率 | 31% | 32% | 33% | 34% |
| EBIT Margin | 15% | 15% | 16% | 18% |
| EBITDA Margin | 15% | 19% | 21% | 22% |
| 收入增长 | 6% | 10% | 12% | 10% |
| 净利润增长率 | -13% | 11% | 18% | 15% |
| 资产负债率 | 21% | 21% | 21% | 21% |
| 息率 | 0.0% | 1.1% | 1.3% | 1.5% |
| P/E | 18.3 | 16.5 | 14.0 | 12.2 |
| P/B | 3.0 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 16 | 11 | 10 | 8 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 6540 | 7217 | 8053 | 8866 |
| 营业成本 | 4494 | 4906 | 5402 | 5878 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 772 | 830 | 902 | 975 |
| 管理费用 | 277 | 395 | 430 | 455 |
| 财务费用 | (5) | 29 | 31 | 30 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | 0 | 120 | 115 | 110 |
| 其他收入 | 176 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1178 | 1177 | 1404 | 1637 |
| 营业外净收支 | 0 | 85 | 80 | 75 |
| 利润总额 | 1178 | 1262 | 1484 | 1712 |
| 所得税费用 | 379 | 379 | 445 | 514 |
| 少数股东损益 | 60 | 64 | 76 | 87 |
| 归属于母公司净利润 | 739 | 819 | 963 | 1111 |

| 现金流量表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 739 | 819 | 963 | 1111 |
| 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 0 | 320 | 339 | 350 |
| 公允价值变动损失 | 0 | -120 | -115 | -110 |
| 财务费用 | -5 | 29 | 31 | 30 |
| 营运资本变动 | 172 | 123 | 20 | 21 |
| 其它 | 60 | 64 | 76 | 87 |
| 经营活动现金流 | 971 | 1206 | 1283 | 1459 |
| 资本开支 | -171 | -400 | -200 | -100 |
| 其它投资现金流 | -63 | -49 | -59 | -71 |
| 投资活动现金流 | -61 | -603 | -352 | -195 |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | 0 | -164 | -193 | -222 |
| 其它融资现金流 | -1338 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -1338 | -164 | -193 | -222 |
| 现金净变动 | -427 | 439 | 738 | 1042 |
| 货币资金的期初余额 | 2309 | 1882 | 2321 | 3059 |
| 货币资金的期末余额 | 1882 | 2321 | 3059 | 4101 |
| 企业自由现金流 | 678 | 803 | 1083 | 1361 |
| 权益自由现金流 | -657 | 782 | 1061 | 1340 |

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。