

颐海国际 (01579.HK)

2024 年业绩公告点评：第三方保持稳健，关联方有望修复

买入（维持）

2025 年 03 月 27 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

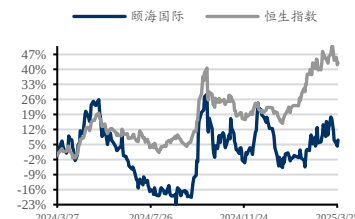
dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6156	6540	7243	7964	8638
同比(%)	(0.11)	6.24	10.76	9.96	8.46
归母净利润（百万元）	852.70	739.43	884.67	988.50	1,087.89
同比(%)	14.92	(13.28)	19.64	11.74	10.05
EPS-最新摊薄（元/股）	0.82	0.71	0.85	0.95	1.05
P/E（现价&最新摊薄）	15.81	18.23	15.24	13.64	12.39

投资要点

- **事件：**2024 年公司实现收入/净利润 65.40/7.39 亿元，同比分别+6.24%/-13.28%，2024H2 收入/净利润分别为 36.05/4.31 亿元，同比分别 2.07%/-12.88%。
- **第三方销量延续增长，产品结构调整致吨价略有承压。**2024H2 公司第三方收入同比增长 9%；受小龙虾等单品带动，中式复调延续增势，但整体均价有所下行，或与推出高性价比产品有关：（1）2024H2 第三方火锅调味料收入/量/价同比+6.8%/+13.3%/-5.7%（量增主要系牛油火锅底料和火锅蘸料等产品优化）；（2）复合调味料收入/量/价同比+18.4%/+40.5%/-15.7%（量增主要系小龙虾调味料新品上市及 B 端客户开拓）；（3）方便速食收入/量/价分别变动+8.7%/+12.9%/-3.7%（量增系新产品上市影响）。
- **关联方自身经营调整，叠加竞争环境影响下、产品适应性降价，2024 年关联方业务量价均有承压：**2024H2 关联方收入同比-12.35%：其中火锅调味料收入/量/价同比-18.3%/-8.3%/-10.9%，中式复合调味料收入/量/价同比分别 304.92%/361.38%/-12.26%，方便速食收入/量/价同比分别 44.70%/84.27%/-21.48%。2025 年竞争趋势或延续，公司或跟随调降。
- **2024 年利润端略有承压，受关联方降价+股息预缴税+经销开支略有增加的影响。**2024 年公司经销开支同增 20.9%至 7.72 亿元，经销开支占集团收入比重同比提升 2.2pct 至 11.8%，主要系：（1）toB 及海外业务占比提升，带动物流费用增加；（2）线上特别是抖音渠道费用投放增加，致营销费用上行的影响。随着供应链持续优化，预计 2025 年公司净利率有望保持稳定。
- **机制升级、推新加速、渠道细化，2025 年第三方收入有望维持低双位数增长，关联方有望同比改善：**（1）机制：公司进一步完善合伙人考核机制，将增量利润作为关键激励指标，鼓励市场开拓；（2）产品：产品项目制下推新明显加速、且不乏亮点，2024 年上新产品超 50 个，牛油火锅底料/番茄火锅底料/小龙虾/酸辣粉收入分别同增 12%/9%/32%/57%；（3）渠道与新市场：2024Q3 以来公司对于流通渠道的管理进一步细化、积极下沉，同时发展电商（2024 年电商收入同增 31%）、开拓海外。随着泰国工厂投产，泰国、越南等海外市场收入有望实现高增。
- **盈利预测与投资评级：**机制升级、推新加速、渠道细化、海外开拓，第三方表现稳健，期待关联方修复。考虑到关联方降价影响，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 8.85/9.89 亿元（原值：9.66/10.64 亿元），新增 2027 年预测值 10.88 亿元，EPS 分别为 0.85/0.95/1.05 元，对应当前 PE15.24x、13.64x、12.39x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	14.36
一年最低/最高价	10.34/18.82
市净率(倍)	3.26
港股流通市值(百万港元)	14,887.01

基础数据

每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	18.38
总股本(百万股)	1,036.70
流通股本(百万股)	1,036.70

相关研究

《颐海国际(01579.HK): 2024H1 业绩点评：第三方收入复苏，中期分红强化信心》

2024-08-29

《颐海国际(01579.HK): 2023 年报点评：业绩符合预期，产品矩阵化和渠道多元化并进》

2024-03-29

颐海国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,978.94	4,016.15	5,175.85	6,447.92	营业总收入	6,539.57	7,242.95	7,964.31	8,637.91
现金及现金等价物	1,881.87	2,883.91	4,022.27	5,190.13	营业成本	4,493.76	4,876.62	5,358.07	5,787.52
应收账款及票据	285.41	267.86	325.51	349.83	销售费用	771.54	782.24	844.22	915.62
存货	465.53	458.31	510.21	564.86	管理费用	276.69	275.23	302.64	328.24
其他流动资产	346.14	406.07	317.87	343.10	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2,820.36	2,820.36	2,820.36	2,820.36	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,943.14	1,943.14	1,943.14	1,943.14	经营利润	997.58	1,308.86	1,459.37	1,606.54
商誉及无形资产	275.14	275.14	275.14	275.14	利息收入	74.68	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	4.91	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	461.06	461.06	461.06	461.06	其他收益	110.76	28.89	26.61	28.86
其他非流动资产	141.01	141.01	141.01	141.01	利润总额	1,178.11	1,337.75	1,485.98	1,635.40
资产总计	5,799.29	6,836.50	7,996.21	9,268.28	所得税	378.64	377.44	417.58	459.56
流动负债	903.33	980.23	1,071.53	1,167.76	净利润	799.48	960.30	1,068.41	1,175.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	60.05	75.64	79.91	87.94
应付账款及票据	482.21	480.13	538.52	590.85	归属母公司净利润	739.43	884.67	988.50	1,087.89
其他	421.12	500.11	533.01	576.92	EBIT	1,108.34	1,337.75	1,485.98	1,635.40
非流动负债	162.80	162.80	162.80	162.80	EBITDA	1,108.34	1,337.75	1,485.98	1,635.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	162.80	162.80	162.80	162.80					
负债合计	1,066.13	1,143.04	1,234.34	1,330.57					
股本	0.07	0.07	0.07	0.07					
少数股东权益	163.53	239.17	319.08	407.02					
归属母公司股东权益	4,569.63	5,454.29	6,442.79	7,530.69					
负债和股东权益	5,799.29	6,836.50	7,996.21	9,268.28					

现金流量表 (百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0.00	1,047.18	1,008.54	1,150.26	每股收益(元)	0.71	0.85	0.95	1.05
投资活动现金流	0.00	(45.15)	129.82	17.61	每股净资产(元)	4.41	5.26	6.21	7.26
筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	1,036.70	1,036.70	1,036.70	1,036.70
现金净增加额	0.00	1,002.04	1,138.36	1,167.87	ROIC(%)	15.31	18.42	17.16	16.00
折旧和摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	16.18	16.22	15.34	14.45
资本开支	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	31.28	32.67	32.72	33.00
营运资本变动	0.00	115.77	(33.26)	3.28	销售净利率(%)	11.31	12.21	12.41	12.59

销售净利率(%)	11.31	12.21	12.41	12.59
资产负债率(%)	18.38	16.72	15.44	14.36
收入增长率(%)	6.24	10.76	9.96	8.46
净利润增长率(%)	(13.28)	19.64	11.74	10.05
P/E	18.23	15.24	13.64	12.39
P/B	2.95	2.47	2.09	1.79
EV/EBITDA	11.42	7.92	6.36	5.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年3月27日的0.93,预测均为东吴证券研究所预测。(注:由于2024年业绩公告现金流量表部分数据未披露,故上列示0)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>