

## 颐海国际 (01579.HK)

## 第三方稳健增长，股东回报可观

24年公司营收/归母净利润分别实现 65.4/7.4 亿，同比 +6.4%/-13.3%，公司收入端第三方业务实现反弹带动增长，但关联方业务受需求及价格影响对业绩有所拖累。利润端受公司促销加大、关联方价格调整等因素影响下滑。H2 公司收入/归母净利润分别实现 36.1/4.3 亿，同比+2.3%/-12.9%。25 年看，第三方业务随着渠道精耕及新品研发等战略落地，有望保持增长势头，关联方业务仍有压力期待改善。此外，公司加大对于 B 端及海外市场的拓展力度，寻求增量贡献。同时，公司短期无重大资本开支，分红率有望维持高位，股东回报可观。当前行业格局已逐步稳定，虽然复苏期竞争仍激烈，但公司品牌优势领先，产品及渠道不断完善，未来渗透市场提升份额仍有空间。我们给予 25-27 年 EPS 预期为 0.78、0.86、0.96 元，对应 25 年估值 17X，维持“强烈推荐”评级。

□ 24H2 收入同比+2.3%，归母净利润同比-12.9%，关联方拖累业绩。2024 年公司营收/归母净利润分别实现 65.4/7.4 亿，同比 +6.4%/-13.3%，收入端第三方业务实现反弹带动增长，但关联方业务受需求及价格影响对业绩有所拖累。利润端受公司促销加大、关联方价格调整等因素影响下滑。H2 公司收入/归母净利润分别实现 36.1/4.3 亿，同比+2.3%/-12.9%。公司拟每股派发末期股息 0.395 元人民币（约 0.4283 港元），全年合计派息 0.6775 元人民币，分红比率 95%，24 年股息率 5.2%，股东回报依然可观。

□ H2 第三方稳健增长，关联方量价承压。分业务看，1) 24 年关联方底料收入 17.53 亿，同比-7.7%，（其中量+6%，价-13%），主要系关联方价格调整导致盈利能力减弱；2) 第三方底料收入 23.32 亿，同比+6.4%（其中量+14%，价-7%），其中牛油底料同比+12.1%，番茄底料同比+8.6%，销量实现反弹；3) 第三方复合调味料收入 7.21 亿，同比+21.7%（其中量+33%，价-9%），小龙虾料同比+31.5%带动品类增长；4) 第三方方便速食收入 14.49 亿，同比+11.1%（其中量+15%，价-4%）。H2 来看，关联方底料收入同比-18.3%，第三方底料收入同比+6.8%，第三方复合调味料同比+18.4%，第三方方便速食同比+8.7%，关联方底料量价均承压，第三方底料增速环比提升，第三方复合调味料及速食增速环比略有放缓。分区域看，H2 华南市场同比+3.6%，华北市场同比-0.8%，其他市场同比+14.9%，华南市场增速稳健，东南亚等海外市场表现亮眼。分渠道看，H2 关联方渠道 H2 同比-12.3%，H2 第三方经销商渠道同比+3.8%，第三方电商渠道同比+50.3%，其他 B 端餐饮渠道同比+120.5%，电商渠道直播带货表现亮眼，B 端定制化业务持续拓展。

□ 关联方调价+营销及运费增加拖累利润率。2024 年公司毛利率 31.3%，同比-0.3pct，其中关联方毛利率 14.3%（同比-3.2pcts），第三方毛利率 38.6%（同比+0.2pct），销售费用率 11.8%，同比+2.2pcts，管理费用率 4.2%，同比-0.2pct，实际所得税率 32.1%，同比+3.7%，全年归母净利率 11.3%，同比-2.6pcts。H2 公司毛利率 32.3%（同比-0.1pct，其中第三方业务毛利率 39.3%，同比-0.3pct，关联方业务毛利率 13.8%，同比-3.1pcts），成本下降的背景下，销售价格下降拖累了公司毛利率，经销费用率同比+2.8pct 至 12%，主要系公司加大了抖音等平台的投放力度，以及海外市场拓展导致运费增加所致，管理费用率 4.8%（同比-0.6pct），H2 归母净利率 11.9%（同比-2.1pcts），盈

## 强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料  
目标估值：NA  
当前股价：14.36 港元

## 基础数据

总股本（百万股）	1037
香港股（百万股）	1037
总市值（十亿港元）	14.9
香港股市值（十亿港元）	14.9
每股净资产（港元）	4.4
ROE（TTM）	16.2
资产负债率	18.4%
主要股东	舒萍
主要股东持股比例	31.4359%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	10	20
相对表现	4	-7	-22



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《颐海国际 (01579) — 第三方全面复苏，费用加大拖累盈利》2024-08-28
- 《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

任龙 S1090522090003

renlong1@cmschina.com.cn

利压力主要来自于关联方调价、第三方加大受促销及营销、运费增加所致。

- **25 年展望：第三方保持增长，关联方力求改善，关注新渠道新市场拓展。** 公司 24 年第三方业务双位数增长实现反弹，主要得益于公司加大终端投入，结合渠道精细化管理及供应链优化。关联方业务承压，主要在于市场化竞争下价格下调所致。而 B 端、电商、海外等新渠道新市场则实现了显著的增长。展望 25 年看，目前行业动销延续复苏，零售终端动销保持双位数增长，公司全年继续推进新品研发及渠道促销策略，第三方收入有望延续双位数增长。关联方来看，预计市场竞争仍持续，价格在底部徘徊，期望公司稳住价格的同时继续提升底料及其他品类供应，寻求改善。此外，公司 25 年在 B 端及海外市场布局方面也有看点，一方面 B 端开发更多优质客户，包括国内旋转小火锅、海外中式火锅店等；另一方面，海外 C 端优化渠道，加强对于商超等终端的直接合作，对整体收入有望持续贡献。利润端看，25 年虽然关联方业务价格仍有压力，同时第三方预计延续促销动作，但成本端平稳及供应链优化有望对冲价格影响，预计毛利率保持稳定。费用率平稳，净利率波动幅度预计有限。此外，公司表示短期没有较大资本开支计划，会维持高分红，未来预计股东回报保持较高水平。
- **投资建议：第三方业务稳健，股东回报可观，关注 B 端及海外拓展，维持“强烈推荐”评级。** 24 年公司营收/归母净利润分别实现 65.4/7.4 亿，同比 +6.4%/-13.3%，收入端第三方业务实现反弹带动增长，但关联方业务受需求及价格影响对业绩有所拖累。利润端受公司促销加大、关联方价格调整等因素影响下滑。H2 公司收入/归母净利润分别实现 36.1/4.3 亿，同比 +2.3%/-12.9%。25 年看，第三方业务随着渠道精耕及新品研发等战略落地，有望保持增长势头，关联方业务仍有压力期待改善。此外，公司加大对于 B 端及海外市场的拓展力度，寻求增量贡献。同时，公司短期无重大资本开支，分红率有望维持高位，股东回报可观。当前行业格局已逐步稳定，虽然复苏期竞争仍激烈，但公司品牌优势领先，产品及渠道不断完善，未来渗透市场提升份额仍有空间。考虑到 25 年关联方业务仍有压力，同时第三方业务公司将延续一定促销及费用投入策略影响价格提升，我们略下调盈利预测，给予 25-27 年 EPS 预期为 0.78、0.86、0.96 元，对应 25 年估值 17X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、大客户流失、渠道拓展不及预期**

**财务数据与估值**

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6148	6540	7115	7823	8598
同比增长	0%	6%	9%	10%	10%
营业利润(百万元)	1076	998	1071	1204	1353
同比增长	10%	-7%	7%	12%	12%
归母净利润(百万元)	853	739	804	890	993
同比增长	15%	-13%	9%	11%	12%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.78	0.86	0.96
PE	16.1	18.6	17.1	15.4	13.8
PB	3.1	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《颐海国际（01579）—第三方全面复苏，费用加大拖累盈利》2024-08-28
- 2、《颐海国际（01579）—关联方延续复苏，分红率超预期》2024-03-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3187	2979	3503	4118	4902
现金及现金等价物	2309	1882	2333	2857	3543
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	182	245	245	245	245
应收账款及票据	258	285	311	341	375
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	371	466	504	553	606
其他流动资产	67	101	110	121	133
<b>非流动资产</b>	2867	2820	2703	2710	2718
长期投资	634	461	461	461	461
固定资产	1809	1943	1826	1833	1841
无形资产	239	275	275	275	275
其他	185	141	141	141	141
<b>资产总计</b>	<b>6054</b>	<b>5799</b>	<b>6205</b>	<b>6829</b>	<b>7620</b>
<b>流动负债</b>	817	903	847	942	1173
应付账款	403	482	522	573	628
应交税金	118	118	123	136	151
短期借款	0	0	0	0	0
其他	296	303	201	233	394
<b>长期负债</b>	148	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他	148	163	163	163	163
<b>负债合计</b>	<b>965</b>	<b>1066</b>	<b>1009</b>	<b>1105</b>	<b>1336</b>
股本	1037	1037	1037	1037	1037
储备	4320	4818	4570	4963	5420
少数股东权益	271	164	228	298	375
归属于母公司所有者权益	4818	4570	4968	5425	5909
<b>负债及权益合计</b>	<b>6054</b>	<b>5799</b>	<b>6205</b>	<b>6829</b>	<b>7620</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	959	639	775	874	985
净利润	853	739	804	890	993
折旧与摊销	187	89	90	90	90
营运资本变动	(118)	(69)	(3)	5	6
其他非现金调整	37	(120)	(116)	(110)	(104)
<b>投资活动现金流</b>	(154)	38	88	88	88
资本性支出	(324)	(100)	(100)	(100)	(100)
出售资产获得的现金	2	2	2	2	2
投资增减	2312	(242)	0	0	0
其它	10	229	185	185	185
<b>筹资活动现金流</b>	(384)	10	(416)	(437)	(514)
债务增减	(29)	0	0	0	0
股本增减	(176)	0	0	0	0
股利支付	179	0	411	432	510
其它筹资	0	10	(5)	(5)	(5)
其它调整	(359)	0	(822)	(864)	(1019)
<b>现金净增加额</b>	<b>429</b>	<b>686</b>	<b>447</b>	<b>525</b>	<b>558</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	6148	6540	7115	7823	8598
主营业务收入	6148	6540	7115	7823	8598
营业成本	4206	4494	4869	5342	5850
<b>毛利</b>	1941	2046	2246	2481	2748
营业支出	865	1048	1175	1277	1395
<b>营业利润</b>	1076	998	1071	1204	1353
利息支出	4	5	5	5	5
利息收入	74	75	75	75	75
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	19	111	111	111	111
非经常项目损益	91	0	10	10	20
<b>除税前利润</b>	1256	1178	1262	1394	1553
所得税	357	379	393	434	484
少数股东损益	54	60	65	70	76
<b>归属普通股股东净利润</b>	853	739	804	890	993
<b>EPS(元)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.71</b>	<b>0.78</b>	<b>0.86</b>	<b>0.96</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	0%	6%	9%	10%	10%
营业利润	10%	-7%	7%	12%	12%
净利润	15%	-13%	9%	11%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.6%	31.3%	31.6%	31.7%	32.0%
净利率	13.9%	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%
ROE	17.7%	16.2%	16.2%	16.4%	16.8%
ROIC	16.4%	17.0%	16.7%	16.7%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.9%	18.4%	16.3%	16.2%	17.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.3	4.1	4.4	4.2
速动比率	3.4	2.8	3.5	3.8	3.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	11.1	10.7	10.0	10.1	10.1
应收帐款周转率	29.7	24.1	23.9	24.0	24.0
应付帐款周转率	10.5	10.2	9.7	9.8	9.7
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.82	0.71	0.78	0.86	0.96
每股经营现金	0.93	0.62	0.75	0.84	0.95
每股净资产	4.65	4.41	4.79	5.23	5.70
每股股利	0.74	0.68	0.70	0.77	0.86
<b>估值比率</b>					
PE	16.1	18.6	17.1	15.4	13.8
PB	3.1	3.3	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.0	5.3	5.0	4.6	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

注：24年现金流量表数据暂未更新

## 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。