

复调增长亮眼，第三方稳健增长

核心观点

2024 年餐饮消费需求相对平淡，海底捞经营有所承压，公司调整关联方火锅底料产品价格，24H2 关联方销售同比减少 12.4%，其中复合调味料、方便速食得益于新品关联方收入增长 304.9%、44.7%。同时，第三方在牛油底料、番茄底料、小龙虾调味料、酸辣粉等单品带动下，24H2 实现收入增长 9.1%。公司线上营销费用及运输费用增加使得经销费率提升 1.7pcts，且实际所得税率增加，公司 24H2 的净利率同比下降 2.1pcts 至 11.9%，盈利能力表现承压。公司公告中期分红，每股派息 0.3950 元，股息率约 3.01%。

事件

公司发布 2024 年年度业绩公告：

报告期内，公司实现营业收入 65.40 亿元，同比+6.4%；实现归母净利润 7.39 亿元，同比-13.3%。

24H2 内，公司实现营业收入 36.13 亿元，同比+2.3%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比增-12.9%。

简评

关联方调价影响增速，第三方稳健增长

关联方：24H2 由于公司调整关联方火锅底料产品定价选择性调整，销售均价下降，关联方销售同比减少 12.4%至 9.85 亿元(24H1 同比增长 11.5%)。分品类看，主销的火锅调料产品(占比 30.00%)下半年销售同比下降 18.3%，对应销量/均价同比变动分别为 -8.3%/-10.9%。与此同时，中式复调产和方便速食产品销售同比分别增长 304.9%、44.7%，主要得益于新品上市。其中，中式复调对应销量/均价同比变动分别为+361.5%/ -12.3%，方便速食对应销量/均价同比变动分别为+84.3%/ -21.5%。

第三方：24H2 营收增长 9.1%至 26.28 亿元(24H1 同比增长 12.1%)。分品类看，公司下半年面向第三方的火锅调料(占比 40.7%)营收同比增长 6.8%，销量/均价同比分别+13.3%/-5.7%，主要因牛油火锅底料、番茄火锅底料增长表现较好，以及推出火锅蘸料新品。全年看，牛油火锅底料收 5.84 亿元(+12.1%)，番茄火锅底料收 4.24 亿元(+8.6%)。第三方的复调业务小龙虾调味料新品表现出色，且公司 B 端客户销售增加，24H2 营收同比增长 18.4%，对应销量/均价同比变动分别为+40.5%/ -15.7%，其中小龙虾调味料全年实现收入 2.23 亿元(+31.5%)。

颐海国际(1579.HK)

调升

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518100010

SFC 编号:BQE111

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 03 月 28 日

当前股价：13.98 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.85/-3.86	-11.41/-27.56	5.43/-36.05
12 月最高/最低价(港元)		18.28/10.62
总股本(万股)		103,670.00
流通 H 股(万股)		103,670.00
总市值(亿港元)		144.93
流通市值(亿港元)		144.93
近 3 月日均成交量(万)		571.32
主要股东		
ZYSP YIHAI Ltd		22.84%

股价表现



相关研究报告

【中信建投食品饮料】颐海国际(1579): 24.08.29 非经损益影响利润, H1 内收入稳健向

而公司第三方的方便速食业务（占比 22.9%）低基数下新产品带动收入在 24H 增长 8.7%至 8.26 亿元，对应销量/均价同比分别+12.9%/ -3.7%。

毛利率相对稳定，经销费用增加，盈利能力有所下降

公司 24 年/24H2 毛利率为 31.28%/32.34%，同比-0.29/-0.02pcts，毛利率相对稳定主要系高毛利率的第三方销售占比提升被关联方产品调价影响抵消。费用方面，公司 24H2 经销费用率同比+1.7pcts 至 11.6%，23 经销费用率同比+2.2pcts 至 11.8%，主要系运输及相关支出 24 年/24H2 同比+34.2%/+36.6%，广告及其他营销开支在低基数下 24 年/24H2 同比+84.0%/+53.3%。公司 24 年/24H2 行政费用率同比-0.25/-0.03pcts。此外，公司 24 年/24H2 有效税率分别增加 3.7pcts/7.2pcts，最终使得公司 24 年/24H2 归母净利率同比-2.6pcts/-2.1pcts 至 11.3%/11.9%。

持续加码开发新品，开拓市场提升服务能力

2025 年公司继续将产品、海外、渠道作为策略重点。产品方面，坚持以创新委员为主导的产品项目制，以期产品从口味、包装、使用场景等各方面满足各渠道及区域的差异性需求，发挥供应链优势提升产品需求响应速度拓展 B 端市场，利用 AI 技术提升调研、研发效率。海外方面，东南亚供应中心建成，有望逐渐释放产能。渠道方面，公司在精细化渠道管理下，也重视对 B 端的开发。同时，公司也公告了年度分红，每股派息 0.3950 元，股息率约 3.01%，叠加 2024 年中期分红，2024 年度合计每股派息 0.6775 元（股息率 5.27%）表明公司重视股东回报。考虑到公司行业竞争力通过品类拓展、渠道渗透等方式不断提升，供应链建设也有望带来经营效率提升，长期有望实现市场份额进一步增长。

盈利预测：

预计 2025-2027 年公司实现收入 71.79、80.66、93.13 亿元，实现归母净利润 9.02、10.32、12.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.00、1.16 元/股。

风险提示：

1) 原材料价格上涨风险：复调产品原材料涉及种类众多，若部分原材料价格出现超预期上涨将对公司盈利造成较大压力；**2) 行业竞争加剧：**复调行业当前正处于成长期，行业竞争格局较为分散，市场参与者众多，若行业内出现竞争加剧的情况，将对公司经营造成不利影响；**3) 新品表现不及预期：**公司需要通过打造大单品来塑造品牌声势，提高经营效率，若公司新品的市场表现不及预期，推新节奏受到影响，将对公司业绩端的后续增长造成影响；**4) 食品安全风险：**公司产品主要用于烹饪，若出现相关食安事件，将对公司经营造成较大冲击。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	6,147.57	6,539.57	7,179.47	8,066.85	9,313.18
YoY(%)	0.01	6.38	9.79	12.36	15.45
净利润（百万元）	852.70	739.43	902.53	1,032.41	1,205.60
YoY(%)	14.92	-13.28	22.06	14.39	16.78
毛利率(%)	31.58	31.28	32.43	32.63	32.84
净利率(%)	14.75	12.23	13.59	13.84	14.00
ROE(%)	17.70	16.18	17.20	17.15	17.41
EPS(摊薄/元)	0.82	0.71	0.87	1.00	1.16
P/E(倍)	17.00	19.60	16.06	14.04	12.02
P/B(倍)	3.01	3.17	2.76	2.41	2.09

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆

英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019 年 11 月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk