

公司研究

第三方延续增长，期待 B 端与海外业务贡献增量

——颐海国际（1579.HK）2024 年年报点评

买入（维持）

当前价：13.74 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.37
总市值(亿港元):	142.44
一年最低/最高(港元):	10.06/18.00
近3月换手率:	34.61

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.92	-34.47	-40.23
绝对	-6.13	-12.85	2.68

资料来源：Wind

相关研报

大幅提升分红比例，24 年线上及海外表现值得期待——颐海国际（1579.HK）23H1 业绩前瞻（2023-08-01）

要点

事件：颐海国际 24 年实现营收 65.40 亿元，同比+6.4%；归母净利润 7.39 亿元，同比-13.3%。24H2 实现营收 36.13 亿元，同比+2.3%；归母净利润 4.31 亿元，同比-12.9%。公司 24 年维持高分红，分红比例约 95%。

第三方营收延续增长，调价拖累关联方营收表现。分产品看，24 年火锅调味料/中式复合调味料/方便速食/其他产品分别实现收入 40.85/7.87/16.05/0.63 亿元，分别同比-0.2%/+26.6%/+15.7%/+32.7%；24H2 营收分别同比-4.1%/+29.7%/+11.1%/+61.6%。**1) 火锅调味料：**24 年第三方/关联方收入分别同比+6.4%/-7.7%；24H2 营收分别同比+6.8%/-18.3%。第三方营收同比增长主要系牛油、番茄底料和火锅蘸料产品优化（24 年牛油/番茄火锅底料的营收分别同比+12.1%/+8.6%），关联方营收同比下降主要系产品定价调整。**2) 中式复合调味料：**24 年第三方/关联方收入分别同比+21.7%/+126.8%；24H2 营收分别同比+18.4%/+304.9%。第三方营收增长主要系小龙虾调味料新品与 B 端调味料产品的销售增加（24 年小龙虾调味料营收同比+31.5%），关联方营收增长主要系新品推动。**3) 方便速食：**24 年第三方/关联方收入分别同比+11.1%/+87.8%；24H2 营收分别同比+8.7%/+44.7%。第三方营收增长主要系新品上市，酸辣粉等产品增长推动（24 年酸辣粉营收同比+56.7%），关联方营收增长主要系零食、方便速食礼盒的销量增加。

分渠道看，24 年第三方/关联方分别实现收入 43.82/19.74 亿元，分别同比+8.2%/-1.8%。第三方营收同比增长主要系渠道管理与供应链优化，关联方营收同比下滑主要系产品定价调整。第三方客户中，24 年经销商/电商分别实现收入 39.83/3.99 亿元，分别同比+6.4%/+30.9%；24H2 营收分别同比+2.3%/+50.3%，电商营收增长主要系公司根据渠道特性推出新品，并加大线上营销投入。24 年火锅调味料/复调/方便速食的第三方客户单价分别同比-6.8%/-8.6%/-3.6%，24H2 的单价分别同比-5.7%/-15.7%/-11.1%，原因主要是低价产品的销量占比提升。

产品定价调整拖累关联方毛利率，线上营销投入增加。1) 24 年/24H2 公司毛利率分别为 31.3%/32.3%，分别同比-0.3pcts/基本持平，供应链效率提升在一定程度上对冲了关联方产品定价调整的影响。24 年/24H2 关联方毛利率分别同比-3.2/-3.1pcts，第三方毛利率分别同比+0.3/-0.1pcts；2) 24 年/24H2 销售费用率分别为 11.8%/11.6%，分别同比+2.2/+1.7pcts，主要系营销投入，尤其是线上营销投入增加、物流费用增长。3) 24 年/24H2 公司管理费用率分别同比-0.2pcts/持平。

由于汇兑损失增加，24 年公司的其他收入同比下降 6.4%至 1.11 亿元，在一定程度上影响了净利润。24 年/24H2 公司归母净利润率分别为 11.3%/11.9%，分别同比-2.6/-2.1pcts。

维持高分红，B端与海外业务有望成为营收增长主要动力。24年公司在产品价格下移的压力下，持续进行产品创新（24年新增产品超50个），提升供应链效率，开拓海外与国内下沉市场、并积极布局线上以及零食量贩等新渠道，收获了一定成效。24年公司继续以高分红回馈投资者，分红比例约95%。

未来重点关注公司B端与海外市场拓展。**B端：**公司有望通过持续优化供应链，“因地制宜”推出有区域针对性的底料、复调等产品，并加速拓展工业客户等方式推动B端成长。**海外市场：**公司已在新加坡、马来西亚等国积累了成功经验，并取得一定成效，24年海外收入虽然占比尚不足10%，但是随着马来西亚等国成功经验的复制推广，泰国工厂产能利用率的提升，以及中餐出海加速，海外业务或将在25年为公司贡献更多营收。

盈利预测、估值与评级：考虑到行业竞争情况加剧，我们下调颐海国际2025-2026年归母净利润分别至8.55/9.65亿元（较前次分别下调15.1%/13.5%），新增2027年归母净利润为10.68亿元。当前股价对应25年PE为15x，我们看好公司在品牌建设、产品矩阵扩充以及渠道、市场拓展下的中长期发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品推广不及预期，渠道拓展不及预期，汇兑损失超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,148	6,540	7,203	7,909	8,619
营业收入增长率	0.0%	6.4%	10.2%	9.8%	9.0%
归母净利润（百万元）	853	739	855	965	1068
归母净利润增长率	14.9%	-13.3%	15.7%	12.8%	10.7%
EPS（元）	0.82	0.71	0.83	0.93	1.03
P/E	16	19	15	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-03-27，1HKD=0.92CNY。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,148	6,540	7,203	7,909	8,619
销售成本	-4,206	-4,494	-4,934	-5,399	-5,873
毛利	1,941	2,046	2,269	2,510	2,745
其他收入及收益净额	118	111	102	97	92
运营成本	-865	-1,048	-1,155	-1,228	-1,304
经营溢利	1,195	1,108	1,216	1,379	1,533
除所得税前溢利	1,264	1,178	1,286	1,449	1,603
所得税开支	-357	-379	-363	-409	-453
期内溢利	907	799	923	1,039	1,150
非控股权益	-54	-60	-67	-75	-82
归母净利	853	739	855	965	1,068
资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	6,054	5,799	6,340	7,307	8,095
现金及现金等价物	2,309	1,882	2,580	3,230	4,138
贸易应收款项	258	285	174	330	219
存货	371	466	434	550	521
预付款项及其他应收款	0	0	0	0	0
流动资产	3,187	2,979	3,535	4,457	5,224
物业、厂房和设备	1,809	1,943	1,933	1,982	2,007
土地使用权项	0	0	0	0	0
非流动资产	2,867	2,820	2,805	2,851	2,871
负债总额	965	1,066	995	1,184	1,116
贸易应付款项	403	482	311	557	388
其他应付款项及应计费用	187	181	281	224	325
即期税项负债	118	118	118	118	118
其他应付款项及应计费用	77	96	96	96	96
权益总额	5,089	4,733	5,345	6,123	6,979
储备	4,818	4,570	5,114	5,818	6,591
非控股权益	271	164	231	305	388
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	959	846	1,153	1,139	1,431
税前利润	1,264	1,178	1,286	1,449	1,603
税收	-359	-383	-363	-409	-453
折旧和摊销	213	202	228	253	278
营运资金变动	-118	-49	72	-84	72
投资活动所用现金净额	-154	-229	-229	-229	-229
购买物业、厂房及设备	-299	-299	-299	-299	-299
购买无形资产	-2	-2	-2	-2	-2
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得款项	2	2	2	2	2
融资活动所用现金净额	-384	-254	-226	-261	-294
向股东支付股息	-179	-260	-226	-261	-294
净现金流	429	363	699	650	908

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP