

颐海国际(01579)

报告日期: 2025 年 03 月 31 日

B 端扩张亮眼，利润承压待破局

——颐海国际 2024 年业绩点评

投资要点

- 2024 年实现收入 65.4 亿元，同比增长 6.4%**
 2024 年，公司实现收入约 65.4 亿元，同比增长 6.4%；实现净利润约 8.0 亿元，同比减少 11.9%；实现归母净利润约 7.4 亿元，同比下降 13.3%。2024 年下半年，公司实现收入约 36.1 亿元，同比增长 2.3%；实现净利润约 4.7 亿元，同比下降 12.2%；实现归母净利润 4.3 亿元，同比下降 12.9%；2024 年全年业绩增长主要得益于第三方业务增长带动，其收入同比增长 9.1%。
- 盈利能力承压，费用投放支持业务拓展同比增长 1.9%**
 2024 年公司毛利率/净利率分别为 31.3%/12.2%，同比 -0.3pct/-2.6pct，毛利率调整主要受到产品结构优化及关联方采购价格变动影响。火锅底料产品关联方/第三方毛利率分别为 14.1%/48.7%，同比-3.2pcts/0.1pcts；中式复合调味品关联方/第三方毛利率分别 18.7%/35.2%，同比+0.4pcts /+1.7pcts；方便速食产品关联方/第三方毛利率分别 15.0%/25.7%，同比-8.0pcts /0.9pcts。公司加大市场投入，推动品牌渗透和业务拓展，期间费用率 18.4%，同比+1.9pcts。销售费用率/管理费用率分别是 11.8%/4.2%，同比+2.2pcts /-0.2pcts。
- B 端拓展持续推进，第三方收入增长 8.2%**
 2024 年关联方/第三方/其他餐饮客户收入分别为 19.7/43.8/1.8 亿元，同比 -1.8%/+8.2%/+110.1%。关联方收入微降主要因采购价格调整，第三方增长得益于渠道扩张及 B 端定制化业务带动。分品类来看，火锅底料/中式复合调料/方便速食销售额分别为 40.9/7.9/16.1 亿元，同比增长 -0.2%/+26.5%/+15.7%。
 火锅底料业务得益于牛油火锅底料和火锅蘸料等产品的优化，因此向第三方销售的火锅调味料产品收入同比增长 6.4%。其中，牛油火锅实现营收 5.8 亿元，同比增长 12.1%；番茄火锅实现营收 4.2 亿元，同比增长 8.6%。
 中式复合调料业务得益于新品的上市，因此向关联方销售的复合调味品收入同比增长 126.7%；同时得益于小龙虾调味料新产品上市及 B 端客户调味料销售增加，因此向第三方销售的复合调味料收入增长 21.7%。其中小龙虾调料收入同比增 31.5%至 2.2 亿元。
 方便速食业务得益于休闲零食和方便食品礼盒的销量增长，因此向关联方销售的产品收入增长了 87.8%；同时得益于新产品的推出，因此向第三方销售的方便速食产品收入增长了 11.1%。其中，酸辣粉的收入表现尤为突出，同比增长 56.7%至 1.4 亿元。
- 产品创新+渠道优化双轮驱动，利润修复有望**
 产品端，公司持续推进“产品项目制”，通过 AI 优化研发效率，推动定制化开发，丰富 B 端产品矩阵。渠道端，加强线上及 B 端市场拓展，深化电商运营，优化经销商管理，提升零售终端渗透率。在海外市场方面，2024 年公司在 49 个海外国家和地区实现了销售，进一步丰富了海外市场的布局。公司深入研究目标市场的饮食文化，了解当地口味需求和消费趋势，开发适应海外消费者的产品，提升产品市场接受度。同时，拓展海外 C 端核心主流商超和 B 端市场份额，逐步进入新的海外国家，提高市场覆盖度和销售收入。随着东南亚供应中心的建成，海外工厂产能逐渐释放，供应链体系进一步完善，提高供应链效率，扩大市场辐射范围。短期来看，存货优化+销售费用率稳定，有望支撑盈利能力修复。长期维度下，品类创新+海外拓展将成为核心增长点。
- 盈利预测与估值**
 我们预计颐海国际 2025-2027 年收入分别为 71/78/85 亿元，归母净利润分别为 8.55/9.47/10.48 亿元，对应增速 16%/11%/11%，对应 PE 分别为 15x/14x/12x。考虑到公司在复合调味品行业的领先地位，以及在产品创新、渠道拓展、供应链优化等方面的综合优势，维持“增持”评级。
- 风险提示：**食品安全、原材料价格波动、政策与汇率波动影响、行业竞争加剧等风险等。

投资评级：增持(维持)

分析师：马莉
 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师：钟烨晨
 执业证书号：S1230523060004
 zhongyechen@stocke.com.cn

分析师：杨骥
 执业证书号：S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师：孙天一
 执业证书号：S1230521070002
 suntianyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$13.52
总市值(百万港元)	14,016.18
总股本(百万股)	1,036.70

股票走势图



相关报告

- 1 《经营调整逐步到位，复调龙头破局新生》 2024.11.11

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6540	7145	7792	8521
(+/-) (%)	6%	9%	9%	9%
归母净利润	739	855	947	1048
(+/-) (%)	-13%	16%	11%	11%
每股收益(元)	0.76	0.82	0.91	1.01
P/E	18	15	14	12

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2979	3651	4344	5040	营业收入	6540	7145	7792	8521
现金	1882	2635	3272	3897	其他收入	0	68	55	58
应收账款及票据	285	242	260	279	营业成本	4494	4896	5312	5784
存货	466	415	443	482	销售费用	772	772	842	920
其他	346	359	370	381	管理费用	277	286	312	341
非流动资产	2820	3146	3571	4108	其他费用	(111)	(71)	(78)	(85)
固定资产	1943	2340	2818	3393	财务费用	(70)	(38)	(53)	(65)
无形资产	275	204	152	113	除税前溢利	1178	1268	1404	1554
其他	602	602	602	602	所得税	379	342	379	420
资产总计	5799	6798	7916	9148	净利润	799	925	1025	1134
流动负债	903	976	1069	1167	少数股东损益	60	70	78	87
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	739	855	947	1048
应付账款及票据	482	476	524	570					
其他	421	500	545	596	EBIT	1108	1230	1351	1489
非流动负债	163	163	163	163	EBITDA	1108	1487	1628	1798
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.76	0.82	0.91	1.01
其他	163	163	163	163					
负债合计	1066	1139	1232	1330					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	4570	5425	6372	7419	成长能力				
归属母公司股东权益	4570	5425	6372	7420	营业收入	6.38%	9.26%	9.05%	9.35%
少数股东权益	164	234	312	399	归属母公司净利润	-13.28%	15.66%	10.73%	10.63%
股东权益合计	4733	5659	6684	7818	获利能力				
负债和股东权益	5799	6798	7916	9148	毛利率	31.28%	31.48%	31.83%	32.12%
					销售净利率	11.31%	11.97%	12.15%	12.30%
					ROE	16.18%	15.76%	14.86%	14.12%
					ROIC	15.89%	15.87%	14.76%	13.90%
现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	1106	1437	1448	1601	资产负债率	18.38%	16.76%	15.56%	14.54%
净利润	739	855	947	1048	净负债比率	-39.76%	-46.57%	-48.96%	-49.85%
少数股东权益	60	70	78	87	流动比率	3.30	3.74	4.06	4.32
折旧摊销	203	257	277	309	速动比率	2.67	3.20	3.53	3.79
营运资金变动及其他	103	255	146	158	营运能力				
投资活动现金流	(419)	(684)	(811)	(976)	总资产周转率	1.10	1.13	1.06	1.00
资本支出	(380)	(583)	(702)	(845)	应收账款周转率	24.06	27.09	31.05	31.62
其他投资	(39)	(101)	(109)	(131)	应付账款周转率	10.16	10.22	10.63	10.57
筹资活动现金流	(192)	0	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	(28)	0	0	0	每股收益	0.76	0.82	0.91	1.01
普通股增加	(167)	0	0	0	每股经营现金流	0.00	1.39	1.40	1.54
已付股利	(170)	0	0	0	每股净资产	4.41	5.23	6.15	7.16
其他	173	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	495	753	637	625	P/E	18.21	15.08	13.62	12.31
					P/B	3.15	2.38	2.02	1.74
					EV/EBITDA	11.28	6.90	5.91	5.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>