

**01579.HK**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 港币 13.76

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- **颐海国际 2024 年年报报点:** 2024 年公司第三方实现稳健增长, 建议关注公司其他 B 端及海外市场带来的增量。

**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5.9)	11.9	4.2	(19.2)
相对恒生指数	(21.5)	(2.6)	(3.1)	(41.9)

发行股数 (百万)	1,036.70
流通股 (百万)	1,036.70
总市值 (港币 百万)	14,264.99
3 个月日均交易额 (港币 百万)	82.83
主要股东	
UBS Trustees (B.V.I.) Limited (%)	31.39

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2025 年 5 月 7 日收市价为标准

**相关研究报告**

《颐海国际》20240903

《颐海国际》20240127

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**食品饮料: 食品加工**
**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

## 颐海国际

**第三方实现稳健增长, 关注其他 B 端及海外市场增量**

颐海国际公告 2024 年年报。2024 年公司营收 65.4 亿元, 同比+6.4%, 归母净利 7.4 亿元, 同比-13.3%。2024 年, 公司第三方及关联方营收增速分别为+10.4%、-1.8%, 公司第三方实现稳健增长, 建议关注公司其他 B 端及海外市场带来的增量, 维持**增持**评级。

**支撑评级的要点**

- **2024 年公司第三方渠道营收增速为 10.4%, 其中中式复调及方便速食均实现双位数增长。**2024 年公司第三方业务实现营收 45.7 亿元, 同比+10.4%, 营收占比 69.8%。分具体产品来看, (1) 2024 年第三方火锅调味料营收 23.3 亿元, 同比+6.4%, 占公司火锅底料营收的比重为 57.1%, 其中销量、吨价增速分别为+14.1%、-6.8%。吨价下降主要与公司产品结构调整, 火锅蘸料营收比重提升有关。火锅底料中, 牛油、番茄火锅底料实现较快增长, 2024 年同比增速分别为+12.1%、+8.6%。(2) 2024 年复调第三方业务营收 7.2 亿元, 同比+21.7%。其中核心单品小龙虾复合调味料营收 2.2 亿元, 同比+31.5%, 占整体复调的 28.3%, 小龙虾调味料新品上市及 B 端客户调味料销售增加, 从而推动整体复调实现较快增长。(3) 2024 年第三方方便速食营收 14.5 亿元, 同比+11.1%, 我们判断核心单品自热火锅相对于其他方便食品, 整体占比高, 酸辣粉增速较快。根据公司公告, 2024 年酸辣粉产品营收 1.4 亿元, 同比+56.7%。
- **公司关联方在产品定价上进行了适应性调整, 叠加 2023 年原材料成本低价等因素影响, 2024 年关联方毛利率同比下降 3.2pct 至 14.3%。**2024 年, 公司关联方业务实现营收 19.7 亿元, 同比降 1.8%, 营收占比为 30.2%。分具体产品来看: (1) 2024 年, 关联方火锅调味料业务营收 17.5 亿元, 同比降 7.7%, 营收占公司整体火锅调味料业务的比重为 42.9%。2024 年, 关联方火锅调味料销量、销售单价增速分别为+5.8%、-13.0%, 销售单价降幅较大, 主要与关联方年内根据市场价格对公司产品进行调价有关。(2) 2024 年, 关联方在中式复调、方便速食业务的营收增速分别为 126.8%、87.8%, 营收实现高速增长主要系公司产品丰富度提升及去年同期方便速食低基数有关。2024 年, 关联方毛利率为 14.3%, 同比降 3.2pct, 我们判断一方面与去年同期原材料成本低价有关, 另一方面主要与公司年内调整产品价格有关。
- **公司积极拓宽渠道覆盖, 其他 B 端及海外市场将逐渐贡献增量。**(1) 为进一步扩大消费人群覆盖, 公司近两年积极开发小 B 端客户, 提供满足广泛 B 端小餐饮客户需求的标品。我们判断, 凭借公司的品牌力及稳定的产品质量, 叠加公司通过独立团队对第三方渠道重点布局和建设, 其他 B 端有望在低基数下实现较快增长。(2) 公司较早布局东南亚市场, 同时积极探索“清真”及中东市场。根据公司公告, 2025 年海外拓展及渠道建设将作为公司重点, 提升海外 C 端主流商超及当地的 B 端市场份额。随着泰国工厂供应中心的建成, 海外工厂产能将逐渐释放, 有助于扩大公司对海外市场的辐射程度, 海外市场收入占比有望进一步提升。
- **2024 年受关联方调价影响, 毛利率同比小幅下滑。净利率受销售费用拖累, 同比下降 2.6pct 至 11.3%。**2024 年公司毛利率为 31.3%, 同比降 0.3pct, 主要与关联方对火锅底料产品调价所致, 2024 年关联方火锅底料毛利率为 14.1%, 同比-3.2pct。受物流费用及新品推广、内容电商、直播等线上平台营销费用增加影响, 公司加大费用投放, 2024 年公司销售费用率同比+2.2pct 至 11.8%。公司管理费用率为 4.2%, 同比降 0.2pct。受销售费用率增加影响, 2024 年公司归母净利率为 11.3%, 同比降 2.6pct。

**估值**

- 2024 年公司第三方业绩实现稳健增长, 其他 B 端渠道拓展效果逐渐显现。考虑当前消费环境仍较为疲软, 结合公司 2024 年业绩表现, 我们调整此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.83、0.94、1.03 元/股, 对应 PE 分别为 14.7X、13.0X、11.9X, 维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 宏观经济下行风险, 需求端复苏较慢。新品推广不及预期。行业竞争加剧。原材料成本出现波动。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,148	6,540	7,259	8,020	8,781
增长率 (%)	0.0	6.4	11.0	10.5	9.5
归母净利润 (百万元)	853	739	860	973	1,064
增长率 (%)	14.9	(13.3)	16.3	13.2	9.3
EPS (元/股) (摊薄)	0.82	0.71	0.83	0.94	1.03
原先摊薄每股收益 (元/股)			0.93	1.04	
变动幅度 (%)			(10.8)	(10.9)	
市盈率(倍)	14.8	17.1	14.7	13.0	11.9
市净率(倍)	2.62	2.77	2.77	2.77	2.77

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(百万元)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,148	6,540	7,259	8,020	8,781
营业成本	4,206	4,494	4,965	5,456	5,953
毛利润	1,941	2,046	2,294	2,564	2,829
销售及管理费用	865	1,048	1,204	1,272	1,399
营业利润	1,195	1,108	1,239	1,412	1,550
财务费用	69	70	70	71	71
除税前溢利	1,264	1,178	1,310	1,482	1,621
所得税	357	379	380	430	470
净利润	907	799	930	1,053	1,151
少数股东损益	54	60	70	79	86
归母净利润	853	739	860	973	1,064
摊薄 EPS(人民币)	1	1	1	1	1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(百万元)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	963	1,099	1,385	1,104	1,457
投资活动产生的现金流量净额	(922)	(573)	5	5	0
筹资活动产生的现金流量净额	(299)	(417)	(805)	(1,047)	(1,127)
现金及现金等价物净增加额	(392)	282	585	62	330

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(百万元)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	2,314	1,887	2,490	2,576	2,926
应收款项	0	28	13	24	20
存货	371	466	298	541	782
其他流动资产	503	599	599	599	599
<b>流动资产总计</b>	<b>3,187</b>	<b>2,979</b>	<b>3,400</b>	<b>3,739</b>	<b>4,326</b>
固定资产	1,809	1,943	1,770	1,597	1,425
长期股权投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,058	877	779	680	571
<b>非流动资产总计</b>	<b>2,867</b>	<b>2,820</b>	<b>2,549</b>	<b>2,277</b>	<b>1,996</b>
<b>总资产</b>	<b>6,054</b>	<b>5,799</b>	<b>5,949</b>	<b>6,017</b>	<b>6,322</b>
应付账款	403	482	345	434	360
短期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	414	421	530	430	724
<b>流动负债总计</b>	<b>817</b>	<b>903</b>	<b>876</b>	<b>865</b>	<b>1,083</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	148	163	270	270	270
<b>非流动负债总计</b>	<b>148</b>	<b>163</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>
<b>总负债</b>	<b>965</b>	<b>1,066</b>	<b>1,146</b>	<b>1,135</b>	<b>1,353</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>5,089</b>	<b>4,733</b>	<b>4,803</b>	<b>4,882</b>	<b>4,969</b>
<b>总负债及权益</b>	<b>6,054</b>	<b>5,799</b>	<b>5,949</b>	<b>6,017</b>	<b>6,322</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371