

渠道节奏优化，高分红增强估值支撑

核心观点

- 加快出海步伐，打造东南亚第二增长曲线。**目前颐海已在泰国、马来西亚设有两大海外产业中心，泰国工厂 2023 年落地、2024 年启动生产和渠道拓展，并在当地建立产品研发团队。当前已推出火锅底料、复合调味、方便速食三大系列产品，涵盖粉类、炖汤包、中药汤等本地化创新方向，正在进入东南亚 KA 商超、批发、电商等多种渠道，B+C 两端均有布局。我们认为颐海的出海路径正从“产品试水”走向“本地建厂+组织搭建+渠道突破”的深耕期，有望复制国内渠道+供应链协同效率。
- 内生增长重回正轨，第三方渠道拉动收入修复。**2024 年公司实现营收 65.4 亿元/+6.4%，归母净利润 7.4 亿元/-13.3%，其中第三方收入同比+10.4%，成为主要增长来源。第三方业务中，火锅调味料增速 6.4%、复合调味料 21.7%、方便速食 11.1%，其中小龙虾调味料新品贡献明显。我们认为公司通过产品项目制、渠道差异化选品机制，有效激发组织活力；同时推进定价优化与供应链降本，逐步抵消关联方价格调整影响。当前主力单品依然具备份额提升空间，后续有望延续“品类突破+场景创新”的组合打法。
- 强化高分红预期，释放稳健经营信号。**公司 2024 年全年合计派息 0.6775 元/股（人民币），派息比率达 94.5%，维持历史高分红风格，公司现金流稳定、运营现金净流入充裕，具备持续分红能力。我们认为在收入逐步恢复、海外放量前期，公司通过高分红策略对冲业绩短期扰动，有助于稳定股东回报预期和估值锚定。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 8.42 / 9.48/ 10.28 亿元（原 25 年预测值为 11.05 亿元），主要由于公司第三方业务恢复节奏不及预期，叠加费用端投入节奏相对前置，短期盈利承压。参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 17 倍 PE，对应目标价 15.1 港元（按 1 港元 = 0.91 人民币汇率折算），维持“买入”评级。

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,148	6,540	7,101	7,715	8,297
同比增长(%)	0.0%	6.4%	8.6%	8.7%	7.5%
营业利润(百万元)	1,195	1,108	1,201	1,312	1,409
同比增长(%)	6.9%	-7.2%	8.4%	9.2%	7.4%
归属母公司净利润(百万元)	853	739	842	948	1,028
同比增长(%)	14.9%	-13.3%	13.8%	12.6%	8.5%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.81	0.91	0.99
毛利率(%)	31.6%	31.3%	31.4%	31.6%	31.7%
净利率(%)	13.9%	11.3%	11.9%	12.3%	12.4%
净资产收益率(%)	17.7%	16.2%	16.3%	16.3%	15.7%
市盈率(倍)	16.8	19.3	17.0	15.1	13.9
市净率(倍)	3.4	2.8	3.3	3.8	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年07月03日）	13.9 港元
目标价格	15.1 港元
52 周最高价/最低价	17.41/9.73 港元
总股本/流通 H 股（万股）	103,670/103,670
H 股市值（百万港币）	14,410
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.87	3.58	3.82	13.24
相对表现%	1.92	1.21	-1.52	-20.64
恒生指数%	-1.05	2.37	5.34	33.88



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

投资建议

- 我们预测公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 8.42 / 9.48/ 10.28 亿元（原 25 年预测值为 11.05 亿元），主要由于公司第三方业务恢复节奏不及预期，叠加费用端投入节奏相对前置，短期盈利承压。参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 17 倍 PE，对应目标价 15.1 港元（按 1 港元 = 0.91 人民币汇率折算），维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/3	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中炬高新	600872	18.98	1.14	1.17	1.32	1.49	16.59	16.17	14.39	12.74
千禾味业	603027	11.57	0.50	0.55	0.61	0.68	23.07	21.04	18.94	17.14
海天味业	603288	38.92	1.14	1.21	1.33	1.46	34.14	32.26	29.21	26.63
天味食品	603317	11.25	0.59	0.65	0.73	0.81	18.98	17.30	15.39	13.81
康师傅控股	0322.HK	10.76	0.66	0.75	0.83	0.89	16.24	14.43	12.98	12.06
统一企业中国	0220.HK	8.76	0.43	0.50	0.55	0.61	20.46	17.58	15.79	14.42
海底捞	6862.HK	13.77	0.87	0.93	1.01	1.09	15.83	14.87	13.67	12.59
调整后平均							17.39	15.64	15.64	14.14

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,309	1,882	2,465	3,117	3,839	营业收入	6148	6540	7101	7715	8297
应收账款	258	285	310	337	362	销售成本	-4206	-4494	-4871	-5280	-5671
存货	371	466	505	547	587	经营开支	-865	-1048	-1139	-1235	-1328
金融资产及其他	249	346	346	346	346	其他收益及亏损	118	111	111	111	111
流动资产合计	3,187	2,979	3,625	4,346	5,134	营业利润	1195	1108	1201	1312	1409
固定资产	1,809	1,943	2,020	2,090	2,155	EBITDA	1348	1283	1382	1499	1602
土地使用权	227	265	264	263	262	财务费用	69	70	74	94	115
无形资产	12	10	9	7	6	税前利润	1264	1178	1275	1405	1524
递延税项资产	66	71	71	71	71	所得税	-357	-379	-340	-375	-406
其他	753	531	540	547	554	净利润	907	799	935	1031	1118
非流动资产合计	2,867	2,820	2,903	2,978	3,048	少数股东损益	54	60	94	82	89
资产总计	6,054	5,799	6,529	7,325	8,183	归母净利润	853	739	842	948	1028
贸易应付款	403	482	523	567	609	每股基本收益（元）	0.82	0.71	0.81	0.91	0.99
应计费用及其他应付款	187	181	187	193	199						
即期税项负债	118	118	118	118	118						
合同负债	109	122	122	122	122						
流动负债合计	817	903	950	1,000	1,048						
非流动负债合计	148	163	163	163	164						
负债合计	965	1,066	1,113	1,162	1,211						
少数股东权益	271	164	257	340	429						
股本	0	0	0	0	0						
储备及其他	4,818	4,570	5,159	5,823	6,542						
权益合计	5,089	4,733	5,416	6,162	6,971						
负债和权益总计	6,054	5,799	6,529	7,325	8,183						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营所得现金	1,244	1,236	1,433	1,567	1,693	成长能力					
已收利息	74	70	-74	-94	-115	营业收入	0.0%	6.4%	8.6%	8.7%	7.5%
已付所得税	-359	-388	-340	-375	-406	营业利润	6.9%	-7.2%	8.4%	9.2%	7.4%
经营活动现金流	959	918	1,019	1,099	1,171	净利润	14.9%	-13.3%	13.8%	12.6%	8.5%
购买土地使用权	0	0	0	0	-1	获利能力					
购买物业厂房等	-289	-244	-255	-255	-255	营业利润率	19.4%	16.9%	16.9%	17.0%	17.0%
出售物业厂房等	2	6	0	0	1	净利率	13.9%	11.3%	11.9%	12.3%	12.4%
购买金融资产	158	127	127	127	127	ROE	17.7%	16.2%	16.3%	16.3%	15.7%
利息收入	74	75	74	94	115	ROA	14.1%	12.8%	12.9%	12.9%	12.6%
投资活动现金流	-154	-148	-54	-34	-13	偿债能力					
债权融资	0	0	0	0	0	资产负债率	15.9%	18.4%	17.0%	15.9%	14.8%
股权融资	-176	0	0	1	2	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
支付股息	-179	-1,161	-253	-284	-308	流动比率	3.90	3.30	3.82	4.35	4.90
其他	-29	-36	-36	-36	-36	速动比率	3.45	2.78	3.29	3.80	4.34
筹资活动现金流	-384	-1,197	-288	-319	-341	营运能力					
现金净增加额	421	-427	677	745	817	应收账款周转天数	15	16	16	16	16
汇率变动影响	-89	-108	-3	-2	-1	存货周转天数	32	37	37	37	37
						总资产周转天数	355	319	331	342	355

每股指标（元）						估值比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.82	0.71	0.81	0.91	0.99	市盈率	16.8	19.3	17.0	15.1	13.9
每股经营现金流	0.93	0.89	0.98	1.06	1.13	市净率	3.4	2.8	3.3	3.8	4.3
每股净资产	4.65	4.41	4.98	5.62	6.31	EV/EBITDA	8.9	9.7	8.6	7.5	6.5
						EV/EBIT	10.0	11.2	9.9	8.5	7.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。