2025 年 08 月 25 日

颐海国际（01579.HK）

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

关联方量价承压，新客户驱动增长

业绩简评

8 月 25 日公司发布半年报业绩，25H1 实现营收 29.27 亿元，同比增长 0.02%；实现归母净利润 3.09 亿元，同比增长 0.39%，业绩符合预期。

经营分析

第三方边际改善，关联方高基数下承压，其他餐饮客户翻倍增长。25H1 关联方/第三方/其他餐饮客户收入分别为 8.64/19.03/1.55 亿元，同比-12.68%/+1.95%/+131.75%。分产品来看，中式复调、方便速食受益于新客户拓展，及新品或大单品渗透率提升，实现稳步增长。火锅调料主要系关联方拖累下滑，25H1 火锅底料/中式复调/方便速食销售额分别为 16.83/4.92/7.09 亿元，分别同比-3.70%/+8.22%/+1.22%。从量价角度看，针对关联方上半年持续调价，叠加其他 B 端客户拓展，价的维度均有承压，火锅底料/中式复调/方便速食 25H1 单价分别同比-1.94%/-8.19%/-6.51%。

关联方调价仍有压力，内部结构变化积极对冲。25H1 年公司毛利率/净利率分别为 29.55%/10.57%，同比-0.43pct/+0.04pct，整体毛利率下滑系关联方客户降本增效传导压力，25H1 年关联方/第三方毛利率分别为 13.8%/39.0%，同比-1.0pct/-0.1pct。同期费率小幅增长，25H1 销售/管理费用率分别为 12.62%/5.35%，同比+0.59pct/+0.55pct。25H1 政府补助/汇兑损益分别为 6809.9/1415.5 万元，同比分别+4086/3213 万元，在去年低基数背景下增厚利润。

渠道开发增量可期，利润率见底改善。产品端，公司持续创新，补齐产品矩阵，提升终端网点产出。渠道端，公司加快小 B 业务拓展，扩招海外、电商销售团队，挖掘新的增长极。预计随着新品和新客户布局，收入端有望恢复双位数增长，利润率实现低位修复。

盈利预测、估值与评级

预计公司 25-27 年归母净利润分别为 7.9/9.0/10.2 亿元，同比+7%/+14%/+12%，对应 PE 分别为 18x/15x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君（执业 S1130524070005）

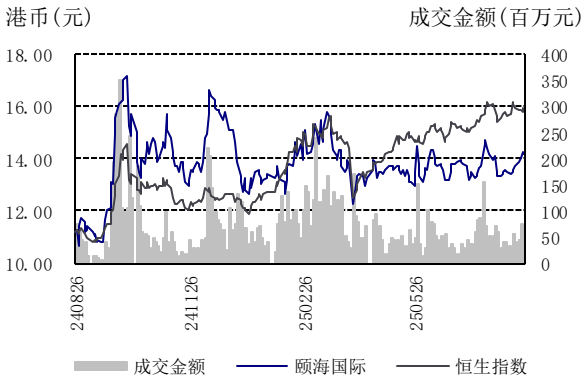
chenyujun@gjzq.com.cn

市价（港币）：14.780 元

相关报告：

1.《颐海国际港股公司点评：复调增长亮眼，小 B 挖潜初具成效》，2025.3.26

2.《颐海国际港股公司点评：调整初具成效，收入重回双位数增长》，2024.8.28



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,148	6,540	6,948	7,696	8,456
营业收入增长率	0.01%	6.38%	6.25%	10.77%	9.87%
归母净利润(百万元)	853	739	791	903	1,016
归母净利润增长率	14.92%	-13.28%	6.95%	14.18%	12.49%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.71	0.76	0.87	0.98
每股经营性现金流净额	0.93	0.89	0.91	1.00	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.70%	16.18%	15.97%	16.87%	17.61%
P/E	13.72	19.24	17.63	15.44	13.73
P/B	2.43	3.11	2.82	2.60	2.42

来源：公司年报、国金证券研究所（注：汇率采取 1HKD=0.91CNY）

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**6,147**	**6,148**	**6,540**	**6,948**	**7,696**	**8,456**
增长率	3.4%	0.0%	6.4%	6.2%	10.8%	9.9%
主营业务成本	4,293	4,206	4,494	4,789	5,263	5,754
%销售收入	69.8%	68.4%	68.7%	68.9%	68.4%	68.0%
毛利	1,854	1,941	2,046	2,159	2,434	2,702
%销售收入	30.2%	31.6%	31.3%	31.1%	31.6%	32.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	647	589	772	792	870	947
%销售收入	10.5%	9.6%	11.8%	11.4%	11.3%	11.2%
管理费用	228	275	277	285	323	355
%销售收入	3.7%	4.5%	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	1,118	1,195	1,108	1,221	1,395	1,569
%销售收入	18.2%	19.4%	16.9%	17.6%	18.1%	18.6%
财务费用	-24	-69	-70	0	0	0
%销售收入	-0.4%	-1.1%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	995	1,085	998	1,082	1,241	1,400
营业利润率	16.2%	17.6%	15.3%	15.6%	16.1%	16.6%
营业外收支						
税前利润	1,142	1,264	1,178	1,221	1,395	1,569
利润率	18.6%	20.6%	18.0%	17.6%	18.1%	18.6%
所得税	326	357	379	366	418	471
所得税率	28.6%	28.2%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	816	907	799	855	976	1,098
少数股东损益	74	54	60	64	73	82
归属于母公司的净利润	**742**	**853**	**739**	**791**	**903**	**1,016**
净利率	12.1%	13.9%	11.3%	11.4%	11.7%	12.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	742	853	739	791	903	1,016
少数股东损益	74	54	60	64	73	82
非现金支出	70	37	48	-75	-81	-87
非经营收益						
营运资金变动	295	-118	-73	20	0	7
经营活动现金净流	**1,272**	**959**	**918**	**947**	**1,036**	**1,153**
资本开支	-417	-324	-289	-260	-260	-260
投资	-157	158	127	-50	-50	-50
其他	1	12	15	154	154	169
投资活动现金净流	**-573**	**-154**	**-148**	**-156**	**-156**	**-141**
股权募资	0	-176	0	0	0	0
债权募资	-32	-29	-36	0	0	0
其他	-385	-179	-1,161	-409	-500	-600
筹资活动现金净流	**-417**	**-384**	**-1,197**	**-409**	**-500**	**-600**
现金净流量	**307**	**429**	**-427**	**381**	**380**	**412**

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,881	2,309	1,882	2,263	2,643	3,055
应收款项	156	258	285	290	299	329
存货	387	371	466	479	526	575
其他流动资产	688	249	346	399	460	522
流动资产	3,111	3,187	2,979	3,431	3,929	4,481
%总资产	56.0%	52.6%	51.4%	54.6%	57.5%	60.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,633	1,772	1,905	1,867	1,832	1,801
%总资产	29.4%	29.3%	32.9%	29.7%	26.8%	24.2%
无形资产	130	93	101	189	270	344
非流动资产	2,440	2,867	2,820	2,857	2,903	2,946
%总资产	44.0%	47.4%	48.6%	45.4%	42.5%	39.7%
资产总计	**5,551**	**6,054**	**5,799**	**6,287**	**6,832**	**7,427**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	396	403	482	492	512	559
其他流动负债	464	414	421	452	500	550
流动负债	860	817	903	944	1,012	1,109
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	154	148	163	165	165	165
负债	1,014	965	1,066	1,109	1,177	1,274
普通股股东权益	4,320	4,818	4,570	4,951	5,354	5,770
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	4,331	4,829	4,576	4,957	5,360	5,776
少数股东权益	217	271	164	228	301	383
负债股东权益合计	**5,551**	**6,054**	**5,799**	**6,287**	**6,832**	**7,427**

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.76	0.88	0.76	0.76	0.87	0.98
每股净资产	4.13	4.65	4.41	4.78	5.16	5.57
每股经营现金净流	1.21	0.93	0.89	0.91	1.00	1.11
每股股利	0.18	0.74	0.68	0.76	0.80	0.82
回报率						
净资产收益率	17.18%	17.70%	16.18%	15.97%	16.87%	17.61%
总资产收益率	13.37%	14.08%	12.75%	12.58%	13.22%	13.68%
投入资本收益率	17.60%	16.84%	15.89%	16.51%	17.26%	17.85%
增长率						
主营业务收入增长率	3.44%	0.01%	6.38%	6.25%	10.77%	9.87%
EBIT增长率	-2.56%	6.90%	-7.24%	10.20%	14.18%	12.49%
净利润增长率	-3.16%	14.92%	-13.28%	6.95%	14.18%	12.49%
总资产增长率	10.91%	9.06%	-4.21%	8.42%	8.66%	8.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.5	12.1	15.0	14.9	13.8	13.4
存货周转天数	32.8	32.4	33.5	35.5	34.4	34.5
应付账款周转天数	29.0	34.2	35.4	36.6	34.3	33.5
固定资产周转天数	84.4	99.7	101.2	97.7	86.5	77.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.04%	-42.46%	-36.32%	-40.52%	-43.82%	-46.97%
EBIT利息保障倍数	190.9	275.2	225.7	—	—	—
资产负债率	18.27%	15.94%	18.38%	17.63%	17.23%	17.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806