

## 颐海国际 (01579.HK)

## 业绩提速股息可观，重视关联方积极变化

公司核心看点在于业绩改善+高股息，此前公司关联方业务价格不断下调制约业绩的同时影响公司估值，目前看这一阻力有望得到改善，同时第三方业务在海外及 B 端业务快速发展下有望延续双位数的增长。公司 23 年开始持续开启高分红，未来看预计分红率保持较高水平。我们预计 25-26 年 EPS 分别为 0.81、0.88 元，对应 26 年估值 15X，25-26 年股息率均有望超过 6%，我们看好餐饮复苏+关联方改善下，公司业绩上修带动估值中枢上移，26 年目标估值 22X，对应股价 21.5 港元，空间 44%，维持“强烈推荐”评级。

□ **25H2 业绩有望提速，毛销差提升。**据我们近期跟踪了解到，公司 25H2 第三方收入增速环比有所放缓，关联方业务下滑幅度收窄，整体看 25H2 预计低个位数增长。利润端看，25H2 公司提升出厂价，同时提升渠道费用投入和补贴，支持经销商做市场拉动销，因为毛利率、费用率均有所提升，实际效果来看毛销差有所改善。此外公司 25 年继续提升供应链效率，对毛利率也有正向贡献。此外，24 年公司一次性支付历史遗留的分红预缴税导致 24H2 税率 35.2% 同比提升 7.1pcts，25H2 税率有望恢复到正常水平，对应释放 5000 万左右的利润。预计 25H2 公司整体收入增速中低个位数增长，利润增长有望超 20%。

□ **第三方 C 端业务平稳，B 端+海外市场增速亮眼。**第三方业务中，1) C 端：推进两直渠道改革，减少经销环节收回渠道利润，目前已完成部分 KA 渠道直管直配转换，26 年继续提升比例，盒马、叮咚买菜、胖东来等渠道合作顺畅，与山姆合作积极推进中。2) 海外：海外业务以东南亚为核心布局区域（生产与渠道较完善），同时拓展南美、非洲、中东等区域，25 年整体年营收实现较快增长，采用海底捞与自有品牌“Magic cook”双品牌策略，当前以 C 端为主；3) B 端：25 年 B 端收入预计翻倍增长，其中大 B 端贡献为主，依赖与西贝、米村等核心客户深化合作，从基础调料向高利润复杂酱料延伸；小 B 端团队于 25 年成立，25H1 开拓千余家客户，以供应标品为主，重点优化产品与不同业态小 B 端的口味适配性。盈利能力上，小 B 端与大 B 端当前净利率相近，但未来小 B 端若实现自主直连、减少经销商环节，净利率有望超过大 B 端，公司计划提升小 B 端占比以优化 B 端整体盈利结构。

□ **海底捞创始人回归，关联方业务有望改善。**海底捞创始人张勇回归，对海底捞人员士气、内部管理都有提振，同时强调红石榴计划更加积极，创造增量。其孵化品牌的调味料以颐海供应为主，未来颐海关联方业务有望充分享受新品牌成长红利。此外，海底捞对品质管理更加严格，颐海作为关联方供应商，未来预计提供更加优质产品，并在供应体系中扮演更重要的角色，与海底捞实现双赢。我们认为随着餐饮大盘需求的逐步复苏，以及海底捞自身经营预期改善，颐海关联方业务的毛利率、供应量均有望提升。

□ **投资建议：业绩提速股息可观，重视关联方积极变化，维持“强烈推荐”评级。**公司核心看点在于业绩改善+高股息，此前公司关联方业务价格不断下调制约业绩的同时影响公司估值，目前看这一阻力有望得到改善，同时第三方业务在海外及 B 端业务快速发展下有望延续双位数的增长。公司 23 年开始持续开启高分红，未来看预计分红率保持较高水平。我们预计 25-26 年 EPS 分别为

## 强烈推荐（维持）

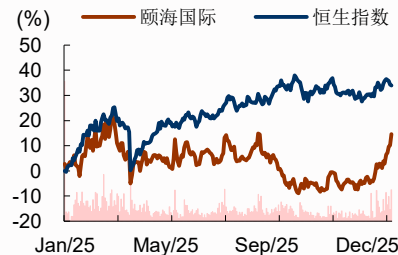
消费品/食品饮料  
目标估值：21.5 港元  
当前股价：14.9 港元

## 基础数据

总股本（百万股）	1037
香港股（百万股）	1037
总市值（十亿港元）	15.4
香港股市值（十亿港元）	15.4
每股净资产（港元）	4.3
ROE（TTM）	16.4
资产负债率	13.5%
主要股东	舒萍
主要股东持股比例	31.4359%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	11	16
相对表现	17	5	-17



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《颐海国际 (01579) — 第三方稳健增长，关联方持续承压》2025-08-27
- 《颐海国际 (01579) — 第三方稳健增长，股东回报可观》2025-03-27
- 《颐海国际 (01579) — 第三方全面复苏，费用加大拖累盈利》2024-08-28

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

0.81、0.88 元，对应 26 年估值 15X，25-26 年股息率均有望超过 6%，我们看好餐饮复苏+关联方改善下，公司业绩上修带动估值中枢上移，26 年目标估值 22X，对应股价 21.5 港元，空间 44%，维持“强烈推荐”评级。

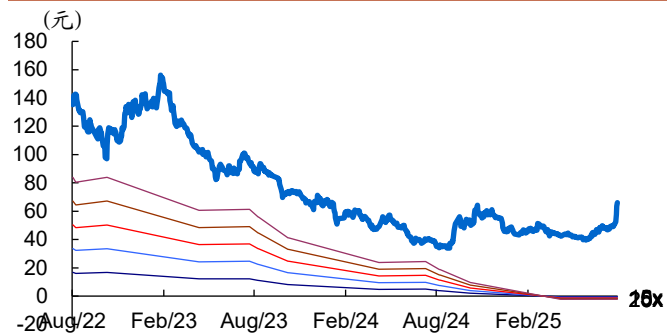
□ 风险提示：需求复苏不及预期、成本大幅上涨、大客户流失、海外市场及新渠道拓展不及预期等。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6148	6540	6659	7190	7745
同比增长	0%	6%	2%	8%	8%
营业利润(百万元)	1076	998	1052	1162	1276
同比增长	10%	-7%	5%	10%	10%
归母净利润(百万元)	853	739	835	909	993
同比增长	15%	-13%	13%	9%	9%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.81	0.88	0.96
PE	16.3	18.8	16.6	15.3	14.0
PB	3.1	3.2	3.0	2.7	2.5

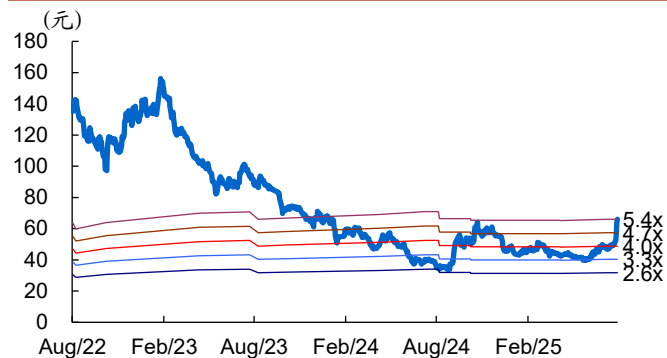
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 颐海国际历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 颐海国际历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《颐海国际 (01579) — 第三方稳健增长, 关联方持续承压》2025-08-27
- 2、《颐海国际 (01579) — 第三方稳健增长, 股东回报可观》2025-03-27
- 3、《颐海国际 (01579) — 第三方全面复苏, 费用加大拖累盈利》2024-08-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3187	2979	3450	4022	4749
现金及现金等价物	2309	1882	2345	2851	3508
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	182	245	245	245	245
应收账款及票据	258	285	291	314	338
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	371	466	467	501	538
其他流动资产	67	101	103	111	120
<b>非流动资产</b>	2867	2820	2703	2710	2718
长期投资	634	461	461	461	461
固定资产	1809	1943	1826	1833	1841
无形资产	239	275	275	275	275
其他	185	141	141	141	141
<b>资产总计</b>	<b>6054</b>	<b>5799</b>	<b>6153</b>	<b>6733</b>	<b>7467</b>
<b>流动负债</b>	817	903	770	837	1037
应付账款	403	482	484	519	558
应交税金	118	118	109	119	130
短期借款	0	0	0	0	0
其他	296	303	177	199	350
<b>长期负债</b>	148	163	163	163	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他	148	163	163	163	163
<b>负债合计</b>	<b>965</b>	<b>1066</b>	<b>932</b>	<b>1000</b>	<b>1200</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	4320	4818	4570	4993	5442
少数股东权益	271	164	222	285	353
归属于母公司所有者权益	4818	4570	4998	5447	5914
<b>负债及权益合计</b>	<b>6054</b>	<b>5799</b>	<b>6153</b>	<b>6733</b>	<b>7467</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	959	639	787	883	974
净利润	853	739	835	909	993
折旧与摊销	187	89	90	90	90
营运资本变动	(118)	(69)	(15)	2	3
其他非现金调整	37	(120)	(122)	(117)	(113)
<b>投资活动现金流</b>	(154)	38	88	88	88
资本性支出	(324)	(100)	(100)	(100)	(100)
出售资产获得的现金	2	2.4	2.4	2.4	2.4
投资增减	2312	(242)	0	0	0
其它	10	229	185	185	185
<b>筹资活动现金流</b>	(384)	10	(416)	(465)	(531)
债务增减	(29)	0	0	0	0
股本增减	(176)	0	0	0	0
股利支付	179	0	411	460	526
其它筹资	0	10	(5)	(5)	(5)
其它调整	(359)	0	(822)	(920)	(1053)
<b>现金净增加额</b>	<b>429</b>	<b>686</b>	<b>459</b>	<b>506</b>	<b>531</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	6148	6540	6659	7190	7745
主营业务收入	6148	6540	6659	7190	7745
营业成本	4206	4494	4506	4838	5196
<b>毛利</b>	1941	2046	2153	2352	2550
营业支出	865	1048	1100	1190	1274
<b>营业利润</b>	1076	998	1052	1162	1276
利息支出	4	5	5	5	5
利息收入	74	75	75	75	75
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	19	111	111	111	111
非经常项目损益	91	0	10	10	20
<b>除税前利润</b>	1256	1178	1243	1353	1476
所得税	357	379	350	381	415
少数股东损益	54	60	58	63	68
<b>归属普通股股东净利润</b>	853	739	835	909	993
<b>EPS(元)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.71</b>	<b>0.81</b>	<b>0.88</b>	<b>0.96</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	0%	6%	2%	8%	8%
营业利润	10%	-7%	5%	10%	10%
净利润	15%	-13%	13%	9%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.6%	31.3%	32.3%	32.7%	32.9%
净利率	13.9%	11.3%	12.5%	12.6%	12.8%
ROE	17.7%	16.2%	16.7%	16.7%	16.8%
ROIC	16.4%	17.0%	17.0%	16.9%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.9%	18.4%	15.2%	14.9%	16.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.3	4.5	4.8	4.6
速动比率	3.4	2.8	3.9	4.2	4.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
存货周转率	11.1	10.7	9.7	10.0	10.0
应收账款周转率	29.7	24.1	23.1	23.8	23.8
应付账款周转率	10.5	10.2	9.3	9.7	9.7
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.82	0.71	0.81	0.88	0.96
每股经营现金	0.93	0.62	0.76	0.85	0.94
每股净资产	4.65	4.41	4.82	5.25	5.70
每股股利	0.74	0.68	0.72	0.79	0.86
<b>估值比率</b>					
PE	16.3	18.8	16.6	15.3	14.0
PB	3.1	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.0	5.3	5.1	4.7	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。