

颐海国际 (01579.HK)

第三方销量表现稳健，海外渠道进展顺利

优于大市

核心观点

颐海国际公布半年报业绩，2025年上半年公司实现营业总收入29.27亿元，同比-0.25%；实现归母净利润3.09亿元，同比增长0.39%。

关联方收入减少，第三方销量表现稳健。2025年上半年关联方/第三方收入8.6/20.6亿元，同比-12.7%/+6.5%。关联方火锅调味料/中式复调/方便速食收入7.6/0.4/0.8亿元，同比-14.6%/+69.7%/-17.0%，销量同比-11.2%/+108.6%/-18.8%，单价同比-3.7%/-18.6%/2.2%，调味料受制于关联方经营下滑。第三方火锅调味料/中式复调/方便速食收入9.3/4.5/6.5亿元，同比+7.5%/+4.8%/+3.5%，销量同比+13.3%/+10.6%/+15.1%，单价同比-5.1%/-5.3%-10.1%，低价产品占比提高，其中牛油底料/蘸料/鱼调料/24道菜分别实现收入2.3/1.9/0.6/0.3亿元，同比增长20.5%/12.6%/15.1%/17.5%；第三方B端在组织变革赋能下获得高增，2025年上半年收入为1.6亿元，同比增长131.7%。

受到关联方业务扰动，其他收益补充盈利。2025年上半年公司毛利率同比-0.5pct达29.5%，主要受到关联方业务毛利率进一步下行的拖累；销售费用率/管理费用率同比+0.6/0.6pct至12.6%/11.6%，主因拓展客户以及团队建设带来的人员费用和运输费用增加。2025H1公司归母净利率10.6%，同比基本持平，主因政府补助及汇兑损益增加。

延续中期派息回馈股东，海外产能逐渐爬坡。公司继续实施中期派息，拟每股派息0.3107HKD，合计分红2.93亿元，对应分红率95%。目前海外占比不足10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户，另外东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。

风险提示：新品推广不及预期，食品安全问题，原材料成本价格大幅提高。

投资建议：由于消费环境仍然较弱，我们下调此前盈利预测，2025-2027年公司实现营业总收入68.7/74.1/78.9亿元（前预测值为71.3/77.1/82.6亿元），同比5.0%/7.9%/6.5%；2025-2027年公司实现归母净利润7.7/8.6/9.3亿元（前预测值为8.2/9.1/10.0亿元），同比4.6%/11.1%/8.8%；实现EPS0.75/0.83/0.90元；当前股价对应PE分别为18.5/16.6/15.3倍。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,148	6,540	6,865	7,409	7,888
(+/-%)	0.0%	6.4%	5.0%	7.9%	6.5%
归母净利润(百万元)	853	739	773	859	935
(+/-%)	14.9%	-13.3%	4.6%	11.1%	8.8%
每股收益(元)	0.82	0.71	0.75	0.83	0.90
EBIT Margin	19.4%	16.9%	17.8%	18.2%	18.4%
净资产收益率(ROE)	17.7%	16.2%	16.6%	17.7%	18.3%
市盈率(PE)	16.7	19.2	18	17	15.2
EV/EBITDA	11.7	12.4	11.2	10.2	9.6
市净率(PB)	2.95	3.11	3.06	2.93	2.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.73 港元
总市值/流通市值	15271/15271 百万港元
52周最高价/最低价	17.41/9.73 港元
近3个月日均成交额	50.56 百万港元

市场走势



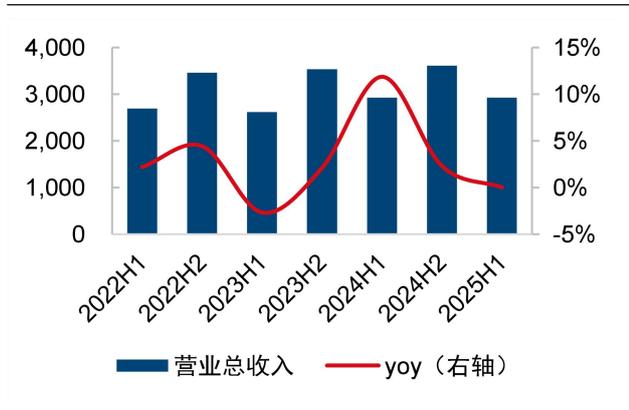
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《颐海国际 (01579.HK) - 2024年收入同比增长6.4%，第三方业务表现良好》——2025-03-26
- 《颐海国际 (01579.HK) - 全国复合调味品领先企业，组织管理灵活迭代》——2025-02-27

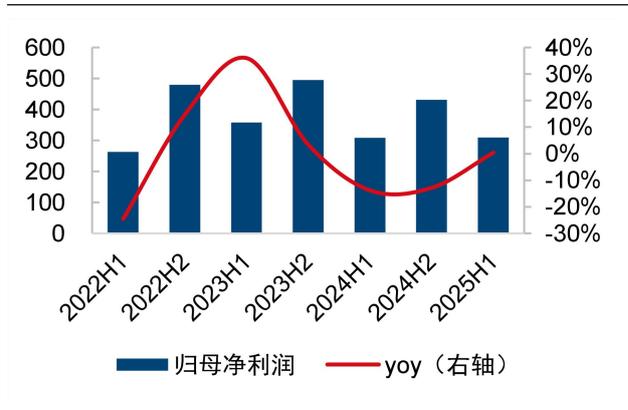
颐海国际 2025 年上半年实现营业总收入 29.27 亿元，同比-0.25%；实现归母净利润 3.09 亿元，同比增长 0.39%。

图1：公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（百万元）及 yoy

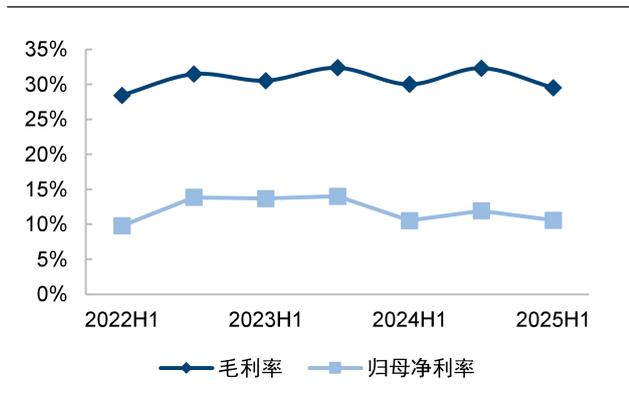


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

关联方收入减少，第三方销量表现稳健。2025 年上半年关联方/第三方收入 8.6/20.6 亿元，同比-12.7%/+6.5%。关联方火锅调味料/中式复调/方便速食收入 7.6/0.4/0.8 亿元，同比 -14.6%/+69.7%/-17.0%，销量同比 -11.2%/+108.6%/-18.8%，单价同比-3.7%/-18.6%/2.2%，调味料受制于关联方经营下滑。第三方火锅调味料/中式复调/方便速食收入 9.3/4.5/6.5 亿元，同比 +7.5%/+4.8%/+3.5%，销量同比 +13.3%/+10.6%/+15.1%，单价同比 -5.1%/-5.3%/-10.1%，低价产品占比提高，其中牛油底料/蘸料/鱼调料/24 道菜分别实现收入 2.3/1.9/0.6/0.3 亿元，同比增长 20.5%/12.6%/15.1%/17.5%；第三方 B 端在组织变革赋能下获得高增，2025 年上半年收入为 1.6 亿元，同比增长 131.7%。

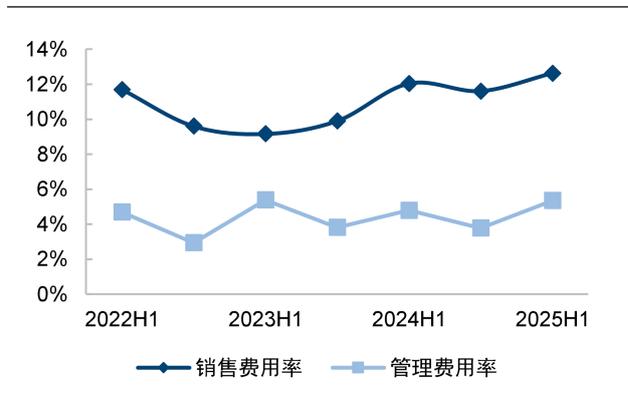
受到关联方业务扰动，其他收益补充盈利。2025 年上半年公司毛利率同比-0.5pct 达 29.5%，主要受到关联方业务毛利率进一步下行的拖累；销售费用率/管理费用率同比+0.6/0.6pct 至 12.6%/11.6%，主因拓展客户以及团队建设带来的人员费用和运输费用增加。2025H1 公司归母净利率 10.6%，同比基本持平，主因政府补助及汇兑损益增加。

图3：公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

延续中期派息回馈股东，海外产能爬坡、客户开拓。公司继续实施中期派息，拟每股派息 0.3107 HKD，合计分红 2.93 亿元，对应分红率 95%。目前海外占比不足 10%，公司计划因地制宜开发产品，开拓直营终端海外客户，另外东南亚供应中心的建设亦有望提供产能支撑。

投资建议：由于消费环境仍然较弱，我们下调此前盈利预测，2025-2027 年公司实现营业总收入 68.7/74.1/78.9 亿元（前预测值为 71.3/77.1/82.6 亿元），同比 5.0%/7.9%/6.5%；2025-2027 年公司实现归母净利润 7.7/8.6/9.3 亿元（前预测值为 8.2/9.1/10.0 亿元），同比 4.6%/11.1%/8.8%；实现 EPS 0.75/0.83/0.90 元；当前股价对应 PE 分别为 18.5/16.6/15.3 倍。维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7129	7713	8263	6865	7409	7888	-264	-304	-375
收入同比增速%	9.0%	8.2%	7.1%	5.0%	7.9%	6.5%	-4.0%	-0.3%	-0.7%
毛利率%	31.6%	31.9%	32.2%	31.1%	31.5%	31.7%	-0.6%	-0.4%	-0.5%
销售费用率%	10.8%	10.7%	10.6%	10.8%	10.7%	10.6%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率%	11.6%	11.8%	12.1%	11.3%	11.6%	11.9%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	825	913	1000	773	859	935	-51	-53	-64
归母净利润同比增速%	11.6%	10.7%	9.5%	4.6%	11.1%	8.8%	-6.9%	0.5%	-0.7%
EPS（元）	0.80	0.88	0.96	0.75	0.83	0.90	-0.05	-0.05	-0.06

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 8 月 26 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (原始货币)	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
1579.HK	颐海国际	18.80	14.73	0.75	0.83	18.4	16.6	153	优于大市
603288.SH	海天味业	36.26	41.07	1.20	1.33	34.1	30.9	2,403	优于大市
603317.SH	天味食品	25.05	12.31	0.65	0.73	19.0	16.9	131	优于大市
603170.SH	宝立食品	24.02	13.85	0.68	0.79	20.2	17.5	55	优于大市

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：除颐海国际外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2309	1882	2000	2134	2341	营业收入	6148	6540	6865	7409	7888
应收款项	258	285	301	325	346	营业成本	4206	4494	4732	5076	5384
存货净额	371	466	433	465	493	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	67	101	106	115	122	销售费用	589	772	741	793	836
流动资产合计	3187	2979	3085	3333	3655	管理费用	280	283	316	339	359
固定资产	1772	1905	1941	1964	1975	财务费用	(33)	(51)	(8)	(20)	(34)
无形资产及其他	93	101	78	54	31	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	368	353	353	353	353	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	634	461	461	461	461	其他收入	69	136	145	145	145
资产总计	6054	5799	5918	6165	6476	营业利润	1173	1178	1230	1367	1487
短期借款及交易性金融负债	0	0	50	0	0	营业外净收支	91	0	0	0	0
应付款项	567	652	619	664	705	利润总额	1264	1178	1230	1367	1487
其他流动负债	250	251	261	280	297	所得税费用	357	379	394	438	477
流动负债合计	817	903	929	944	1002	少数股东损益	54	60	63	70	76
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	853	739	773	859	935
其他长期负债	148	163	163	163	163	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	148	163	163	163	163	净利润	853	739	773	859	935
负债合计	965	1066	1092	1107	1165	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	271	164	179	197	216	折旧摊销	187	206	242	252	264
股东权益	4818	4570	4647	4862	5096	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6054	5799	5918	6165	6476	财务费用	(33)	(51)	(8)	(20)	(34)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(169)	(40)	(14)	1	1
每股收益	0.82	0.71	0.75	0.83	0.90	其它	9	7	16	17	19
每股红利	0.69	0.63	0.67	0.62	0.68	经营活动现金流	879	912	1017	1129	1219
每股净资产	4.65	4.41	4.48	4.69	4.92	资本开支	0	(334)	(252)	(252)	(252)
ROIC	18%	16%	18%	20%	22%	其它投资现金流	447	(63)	0	(49)	(59)
ROE	18%	16%	17%	18%	18%	投资活动现金流	148	(224)	(252)	(301)	(311)
毛利率	32%	31%	31%	31%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	18%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	20%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(719)	(657)	(696)	(644)	(701)
收入增长	0%	6%	5%	8%	6%	其它融资现金流	840	198	50	(50)	0
净利润增长率	15%	-13%	5%	11%	9%	融资活动现金流	(598)	(1115)	(646)	(694)	(701)
资产负债率	20%	21%	21%	21%	21%	现金净变动	429	(427)	118	134	207
息率	4.7%	4.3%	4.6%	4.2%	4.6%	货币资金的期初余额	1881	2309	1882	2000	2134
P/E	16.7	19.2	18.4	16.6	15.2	货币资金的期末余额	2309	1882	2000	2134	2341
P/B	3.0	3.1	3.1	2.9	2.8	企业自由现金流	875	583	806	916	1001
EV/EBITDA	12	12	11	10	10	权益自由现金流	1765	829	875	887	1024

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032