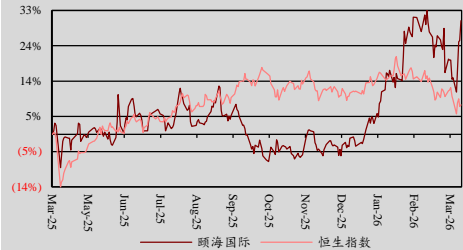


**01579.HK**
**买入**

原评级: 增持

市场价格: 港币 16.70

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.2	2.4	35.0	16.3
相对恒生指数	34.4	8.7	38.4	10.5

发行股数 (百万)	1,036.70
流通股 (百万)	1,036.70
总市值 (港币 百万)	17,312.89
3个月日均交易额 (港币 百万)	82.00
主要股东	
ZYSP YIHAI Ltd (%)	22.84

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2026年3月27日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《颐海国际》20250508
- 《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

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

# 颐海国际

## 公司盈利能力改善, B端及海外业务实现较快增长

**颐海国际公告 2025 年年报。2025 年公司营收 66.1 亿元, 同比+1.1%, 归母净利润 8.5 亿元, 同比+15.5%, 其中 2H25 公司营收、归母净利润增速分别为+2.0%、+26.3%。受益运营效率提升及价格调整, 盈利能力改善。公司整体经营稳健, 渠道改革路径清晰, 当前股息率具备一定吸引力, 上调至买入评级。**

■ **公司主动进行渠道调整, 第三方 B 端业务实现较快增长。**2025 年公司第三方业务营收 47.8 亿元, 同比+4.7%, 营收占比 72.3% (+2.5pct)。(1)产品端来看, 2025 年第三方火锅调味料、复合调味料、方便速食分别实现营收 24.8、7.8、14.3 亿元, 营收增速分别为+6.2%、+7.9%、-1.2%, 其中火锅调味料营收占比 61.3%, 同比提升 4.3pct。具体产品来看, 火锅调味料增长主要得益于牛油产品及火锅蘸料收入上升。复合调味料行业竞争激烈, 孕育现象级大单品难度较大, 2025 年公司复调大单品表现稳健, 其中鱼调料实现收入 1.2 亿元, 同比增长 9.4%。方便速食收入下滑主要与自热产品系列销售收入的下降有关。(2)渠道端来看, 2025 年经销商渠道实现营收 34.4 亿元, 同比-13.5%, 主要与传统农贸市场渠道人流下滑及公司直营业务推广、对渠道主动调整有关。2025 年, 公司直营商超营收 5.6 亿, 占第三方比例为+11.7%。近两年, 传统商超纷纷调改, 新零售渠道自有品牌呈现较快的增长趋势, 因此公司主动加强与 KA 渠道定制化产品的开发合作, 同时不断完善小 B 客户的开拓模式, 为小 B 客户提供标准化、多元化的产品, 精准匹配渠道需求。在渠道优化及餐饮端新品共振下, 2025 年公司第三方 B 端业务创收 3.0 亿元, 同比+73.3%。2025 年公司电商渠道营收 4.6 亿元, 同比+16.6%, 电商渠道实现较快增长主要与海外电商业务拓展有关。

■ **2H25 关联方业务环比上半年改善, 毛利率有望触底企稳。**(1)2025 年公司关联方业务营收 18.3 亿元, 同比-7.2%, 营收占比为 27.7%, 同比下降 2.5pct。分上下半年业务表现来看, 1H25、2H25 营收增速分别为-12.7%、-1.8%, 下半年环比改善明显。2025 年关联方毛利率为 15.2%, 同比+0.9pct。(2)从不同产品表现来看, 2025 年火锅底料、复调、方便速食产品营收增速分别为-11.0%、+110.8%、-14.6%, 拆分量价来看, 受关联方对产品价格动态调整政策影响, 不同类产品吨价均有所承压。复合调味料呈现翻倍增长, 主要系公司向关联方新增供应冒菜汤料及牛骨汤料所致。

■ **2H25 公司归母净利率同比提升 2.8pct 至 14.8%, 在生产效率提升及费用结构优化下, 公司盈利能力有望持续改善。**2025 年公司毛利率为 32.7%, 同比+1.5pct。毛利率同比提升主要与公司优化产能布局、生产效率提升及原材料成本下降有关。费用率方面, 2025 年公司期间费用率为 15.5%, 同比提升 0.5pct, 其中销售费用率、管理费用率分别为 11.6% (-0.2pct)、4.5% (+0.2pct), 费用精细化管理下, 整体费用率表现平稳。2025 年公司归母净利率为 12.9%, 同比提升 1.6pct, 其中 2H25 归母净利率为 14.8%, 同比提升 2.8pct。我们认为, 随着公司 KA 直营业务规模的不断提升, 公司费用端有望持续优化, 2026 年公司盈利水平将持续改善。

■ **公司海外业务推进顺利, B/C 端同步发力, 2025 年实现较快增长。**2025 年公司第三方海外渠道实现营收 4.3 亿元, 同比+45.4%, 实现较快增长。公司海外核心市场主要为新马泰区域, 其中泰国工厂建成时间较早、规模较大, 目前已进入当地主流渠道。公司持续扩大渠道网络覆盖密度, 并于新马泰区域逐步开展直营对接模式。伴随海外产能逐步放量, 供应辐射范围持续拓宽, 未来海外业务在产能利用率及盈利能力方面均有较大优化空间。

**估值**

■ 公司具备较强的产品研发能力及市场洞察力, 2025 年在调味品行业整体承压的背景下, 公司通过主动调整营销策略, 2025 年业绩实现稳健增长。展望 2026 年, 我们认为 2B 业务及海外市场仍可贡献第三方业务增长, 关联方业务受益海底捞经营改善, 有望企稳回暖。公司延续高分红策略, 股息率达 6% 以上。结合公司 2025 年业绩表现, 我们调整此前盈利预测, 预计 2026-2028 年公司收入分别为 70.6、75.8、81.4 亿元, 同比增速分别为 6.8%、7.2%、7.5%, 归母净利润分别为 9.6、10.6、11.6 亿元, 同比增速分别为 12.3%、10.3%、9.5%。EPS 分别为 0.92、1.02、1.12 元/股, 当前市值对应 PE 分别为 18.1、16.4、14.9, 上调至**买入**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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	6,540	6,613	7,064	7,575	8,141
增长率(%)	6.4	1.1	6.8	7.2	7.5
归母净利润(人民币 百万)	739	854	959	1,058	1,159
增长率(%)	(13.3)	15.5	12.3	10.3	9.5
毛利率(%)	31.3	32.7	33.1	33.1	33.1
净利率(%)	12.2	13.7	14.3	14.7	15.0
EPS (摊薄/元)	0.71	0.82	0.92	1.02	1.12
原先预估 EPS (摊薄/元)			1.04		
调整幅度(%)			(11.5)		
PE (倍)	23.4	20.3	18.1	16.4	14.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,887	2,090	2,832	3,547	4,334
应收账款	285	256	293	313	330
预付款项及其他应收款项	0	0	7	2	3
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	466	522	487	547	596
其他流动资产	341	201	281	309	301
流动资产总计	2,979	3,069	3,900	4,718	5,565
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,943	2,124	1,791	1,458	1,126
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	275	290	242	194	145
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	602	457	457	457	457
非流动资产合计	2,820	2,871	2,490	2,109	1,728
资产总计	5,799	5,940	6,390	6,827	7,292
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	482	404	463	500	522
其他流动负债	421	400	448	472	504
流动负债合计	903	804	911	972	1,026
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	163	191	191	191	191
非流动负债合计	163	191	191	191	191
负债合计	1,066	995	1,103	1,163	1,217
股本	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
储备	4,570	4,772	4,772	4,772	4,772
留存收益	(0)	(0)	(0)	288	605
归属于母公司股东权益	4,570	4,772	5,060	5,377	5,725
归属于非控制股东权益	164	173	228	287	351
权益合计	4,733	4,945	5,287	5,664	6,075
负债和权益合计	5,799	5,940	6,390	6,827	7,292

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	724	807	921	1,027	1,130
折旧与摊销	206	0	381	381	381
财务费用	(70)	(38)	(49)	(64)	(79)
其他经营资金	58	(769)	19	(43)	(5)
经营性现金净流量	918	0	1,272	1,302	1,427
投资性现金净流量	(148)	0	92	90	93
筹资性现金净流量	(1,197)	0	(622)	(677)	(732)
现金流量净额	(427)	0	742	715	787

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	6540	6613	7064	7575	8141
销售成本	4494	4448	4728	5065	5447
其他费用	0	0	0	0	0
销售费用	772	768	798	841	879
管理费用	277	295	307	326	346
财务费用	(70)	(38)	(49)	(64)	(79)
其他经营损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业利润	1067	1139	1280	1407	1548
其他非经营损益	111	136	128	123	127
税前利润	1178	1275	1408	1530	1675
所得税	379	372	394	413	452
税后利润	799	903	1014	1117	1223
归属于非控制股东利润	60	50	55	59	64
归属于母公司股东利润	739	854	959	1058	1159
EBITDA	1314	1238	1740	1848	1977
NOPLAT	677	780	886	981	1072
EPS(元)	0.71	0.82	0.92	1.02	1.12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 主要财务比率

年结日: 12月31日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营收额增长率	0.06	0.01	0.07	0.07	0.07
EBIT 增长率	(0.07)	0.12	0.10	0.08	0.09
EBITDA 增长率	(0.05)	(0.06)	0.41	0.06	0.07
税后利润增长率	(0.12)	0.13	0.12	0.10	0.09
盈利能力					
毛利率	0.31	0.33	0.33	0.33	0.33
净利率	0.12	0.14	0.15	0.15	0.15
ROE	0.16	0.18	0.19	0.20	0.20
ROA	0.13	0.14	0.15	0.16	0.16
ROIC	0.20	0.22	0.25	0.31	0.37
估值倍数					
P/E	23.41	20.27	18.06	16.37	14.94
P/S	2.65	2.62	2.45	2.29	2.13
P/B	3.79	3.63	3.42	3.22	3.02
股息率	0.07	0.00	0.04	0.04	0.05
EV/EBIT	(0.96)	(1.01)	(1.40)	(1.71)	(1.99)
EV/EBITDA	(0.81)	(1.01)	(1.09)	(1.35)	(1.60)
EV/NOPLAT	(1.58)	(1.61)	(2.14)	(2.55)	(2.95)

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任何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