

颐海国际 (01579.HK)

贯颐奋戟，海纳百川

买入 (维持)

2026年05月08日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	6,540	6,613	7,072	7,645	8,305
同比(%)	6.38	1.12	6.95	8.10	8.63
归母净利润 (百万元)	739.43	853.96	959.57	1,058.98	1,173.37
同比(%)	(13.28)	15.49	12.37	10.36	10.80
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.71	0.82	0.93	1.02	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	19.36	16.76	14.92	13.52	12.20

股价走势



投资要点

■ 随着餐饮连锁化率提升及餐饮门店降本增效诉求增强，家庭结构变化以及“懒人经济”发展，具备良好便捷性、丰富口味性的复合调味品市场规模迎来稳步提升：2023年国内复合调味品行业收入约966.74亿元，其中火锅底料/中式复调收入分别为149.19/171.93亿元，两者于2019-2023年CAGR分别为10.51%/12.12%，**我们预计2026-2028年复调行业增速有望维持在大个位数的水平**。竞争出清，以颐海为代表的优势企业品类及渠道持续扩张，市场份额有望稳步提升。

■ **第三方业务弹性及空间均大**。颐海国际依托关联方海底捞的供应链起家，逐步延展第三方及海外业务，2018年公司引入“合伙人制”、激发动能，当年度第三方收入占比首次超过关联方，至2025年关联方、第三方收入占比分别为28%、71%，**第三方已成为公司主要的增长引擎**。

(1) **我们预计2026年第三方B端业务收入增速有望达到30-50%**：①

大B现有客户200余家，公司重心或由重视数量拓新，到存量订单的合作深化（供应复杂工艺、毛利率更高的酱料类产品等），提升产品结构和利润率；②小B团队成立于2025年，预计2026年收入增速更快。

考虑到B端市场比C端大，我们认为第三方B端收入长期有望超关联方。(2) **我们预计2026年第三方海外市场增速有望保持在30%及以上水平**：公司已在泰国、马来西亚设厂，2025年完成国外销售认证、储备销售人员及研发人员。2026年销售国家预计从40多个增至60-70个，市场从东亚扩展至中东、欧美、日韩。随着规模效应渐起，盈利水平有望迎来同步提升。

■ **立足渠道，理性推新。激励政策的调整驱动公司经营上行。公司将产品主导权下放渠道**，现行两种模式：(1)总部产品委员会研发，提供给渠道；(2)渠道提出需求及想法，由产品委员会不同小组竞聘招标；同时与KA等重要渠道进行产品共创。公司未来推新或集中于：**(1)老品(如牛油、清油等)的细节提升；(2)区域性新品或为重中之重，根据区域口味投放、通过区域试点逐步推广**。截至2025年底，公司第三方渠道结构以流通为主、KA为辅，其次为线上及B端；其中流通渠道一般需经销商覆盖，KA渠道中直营+两直占比已过半。颐海现行的经销商体系偏综合型，按区域划分，不设网点数量的硬性规划，重在提升单点卖力。

■ **盈利预测与投资评级**：我们维持2026-2028年公司归母净利润预测9.60/10.59/11.73亿元，同比增长12%/10%/11%，对应当前PE15x、14x、12x，关联方稳健修复，第三方态势较佳，我们认为当下估值仍具吸引力，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：市场竞争的风险，原材料成本上涨的风险，食品安全风险。

市场数据

收盘价(港元) 15.87

一年最低/最高价 11.76/17.33

市净率(倍) 3.01

港股流通市值(百万港元) 14,382.71

基础数据

每股净资产(元) 4.60

资产负债率(%) 16.75

总股本(百万股) 1,036.70

流通股本(百万股) 1,036.70

相关研究

《颐海国际(01579.HK)：2025年年度业绩公告点评：第三方增势较优，海外+B端贡献增量》

2026-03-26

《颐海国际(01579.HK)：笃行不辍，期待修复》

2025-05-22

内容目录

1. 贯颐奋戟，海纳百川	4
1.1. 关联方修复，海外市场及 B 端积极有为，展望新一轮增长期.....	5
1.2. 股权集中，结构稳定.....	6
1.3. 关联方业务总体平稳，第三方成长重要性凸显.....	6
2. 复调增速领先于调味品行业	9
2.1. 复调板块增速有望维持在大个位数水平.....	9
2.2. 竞争出清，看好龙头份额提升.....	10
3. 组织高效，层级扁平	11
4. 深耕渠道，理性推新	12
5. 重点关注第三方业务，弹性及空间均大	14
5.1. 第三方 B 端收入长期有望超越关联方	15
5.2. 第三方海外或为新增长极.....	15
6. 盈利预测与投资评级	17
6.1. 盈利预测.....	17
6.2. 估值与投资建议.....	17
7. 风险提示	18

图表目录

图 1: 颐海国际产品矩阵.....	4
图 2: 颐海国际历史复盘.....	5
图 3: 颐海国际股权结构 (截至 2025 年年报)	6
图 4: 颐海国际执行董事背景 (截至 2025 年年报)	6
图 5: 颐海国际业绩复盘.....	7
图 6: 火锅底料贡献主要营收.....	7
图 7: 2014-2025 年三大品类销售额同比增速	7
图 8: 关联方占比持续收缩, 第三方重要性凸显.....	8
图 9: 2014-2025 年关联方及第三方销售额同比增速	8
图 10: 毛利率企稳, 整体费用率趋平稳.....	8
图 11: 复合调味品市场稳步扩张.....	9
图 12: 我国火锅底料行业收入 (yoy-右轴)	9
图 13: 我国中式复合调味料行业收入 (yoy-右轴)	9
图 14: 我国餐饮连锁化率提升空间充足 (2023 年)	10
图 15: 我国城镇化率持续提升 (单位: %)	10
图 16: 火锅底料份额变化 (市场份额单位: %)	10
图 17: 中式复调份额变化 (市场份额单位: %)	10
图 18: 激励政策的调整驱动公司经营上行.....	11
图 19: 2026 年经销商体系框架.....	12
图 20: 产品推新以渠道主导, 机制日益科学.....	13
图 21: 历年产品数量及 2025 年大单品销售额 (预估)	14
图 22: 第三方业务或为公司未来增长驱动 (火锅底料/中式复调/方便速食收入占比及收入增速 均为第三方业务)	14
图 23: 第三方 B 端业务发展前景较大.....	15
图 24: 颐海国际海外市场布局.....	16
图 25: 第三方海外覆盖不断扩充.....	16
图 26: 海外市场总收入 (包括第三方及关联方)	16
表 1: 公司营收测算汇总 (百万元)	17
表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/5/8)	18

1. 贯颐奋戟，海纳百川

颐海国际是国内领先的复合调味品企业，长期深耕火锅调味料、复合调味料及方便速食赛道，2025年三项业务收入占比分别为61.1%/13.8%/23.7%。公司依托关联方海底捞的供应链起家，逐步延展第三方及海外业务，2025年收入占比分别为28%、71%。2025年公司整体收入/归母净利润分别为66.13/8.54亿元，同比+1.1%/+15.5%；2013-2025年CAGR分别为29%/36%。

公司围绕家庭餐桌与便捷饮食需求，现已构建起完备的产品矩阵架构，旗下产品主要包括：

- (1) **火锅调味料**：以火锅底料（清汤、番茄、清油、菌汤等，新口味如冬阴功、韩式口味等）、火锅蘸料为主，为公司核心品类；
- (2) **中式复合调味料**：包括小龙虾调味料、鱼调味料、香辛料等产品；
- (3) **方便速食**：满足消费者“一人食”与便捷化需求，包括自热小火锅、冲泡系列产品、自热米饭及筷手菜等。

图1：颐海国际产品矩阵

火锅调味料	方便速食	中式复合调味料
2025年收入40.38亿，收入占比61.1%	2025年收入15.64亿，收入占比23.7%	2025年收入9.16亿，收入占比13.8%
 清汤系列		
 火锅蘸料系列	 牛油系列	 自热火锅系列
 番茄系列	 冲泡系列	 小龙虾调味料
 菌汤系列		
 清油系列		
 冬阴功系列		
 贵州酸汤系列	 自热米饭系列	 鱼调味料

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.1. 关联方修复，海外市场及 B 端积极有为，展望新一轮增长长期

复盘公司历史，大致可分为四个阶段：

(1) **2005 年-2012 年：对内供应迈向对外扩张。**2005 年公司前身成立，作为海底捞内部的火锅底料工厂。2007 年公司开始独立向第三方经销渠道销售火锅底料，逐步从内部供应商向独立品牌企业转型，奠定了对外拓展的基础。

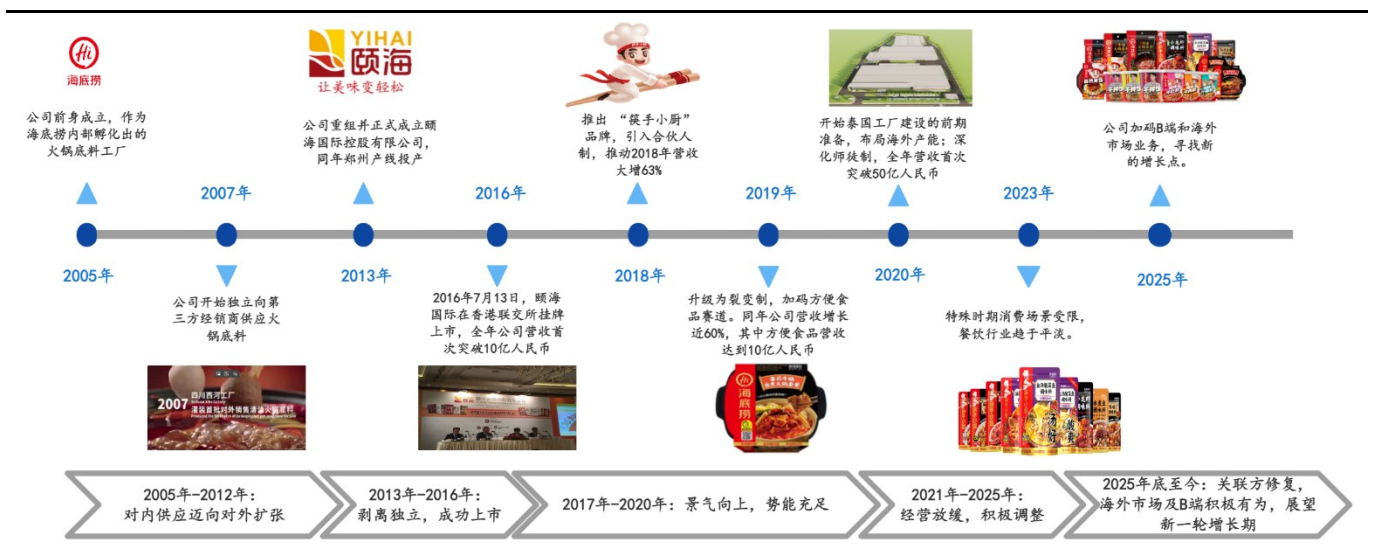
(2) **2013 年-2016 年：剥离独立，成功上市。**2013 年公司重组完成并正式成立颐海国际控股有限公司，同年郑州产线投产。2016 年 7 月 13 日，颐海国际在香港联交所挂牌上市，标志着公司正式迈入资本市场，同年公司收入突破 10 亿人民币。

(3) **2017 年-2020 年：景气向上，势能充足。**2018 年公司推出“筷手小厨”品牌，推动 2018 年营收大增 63%。2018 年公司引入合伙人机制（2019 年升级为合伙人裂变制），同时加码方便食品赛道；当年度营收增长近 60%，其中方便食品营收达到 10 亿人民币。2020 年开始泰国工厂建设的前期准备，逐步布局海外产能；同时进一步深化师徒制，全年营收首次突破 50 亿人民币。

(4) **2021 年-2025 年：经营放缓，积极调整。**特殊时期消费场景受限、2024 年餐饮行业趋于平淡，2021-2025 年公司经历调整，期间收入/利润 CAGR 分别降至 3%/3%。

(5) **2025 年底至今：关联方修复，海外市场及 B 端积极有为，展望新一轮增长长期。**
 ①大众餐饮修复或带来关联方的量价齐升；②公司积极拓展 B 端及海外市场，寻求新的增长点：2025 年第三方海外渠道收入为 4.26 亿元，同增 45.4%，第三方 B 端收入 3 亿元，同增 73%，我们预计 2026 年第三方收入增速有望达双位数，可展望新一轮增长周期。

图2：颐海国际历史复盘

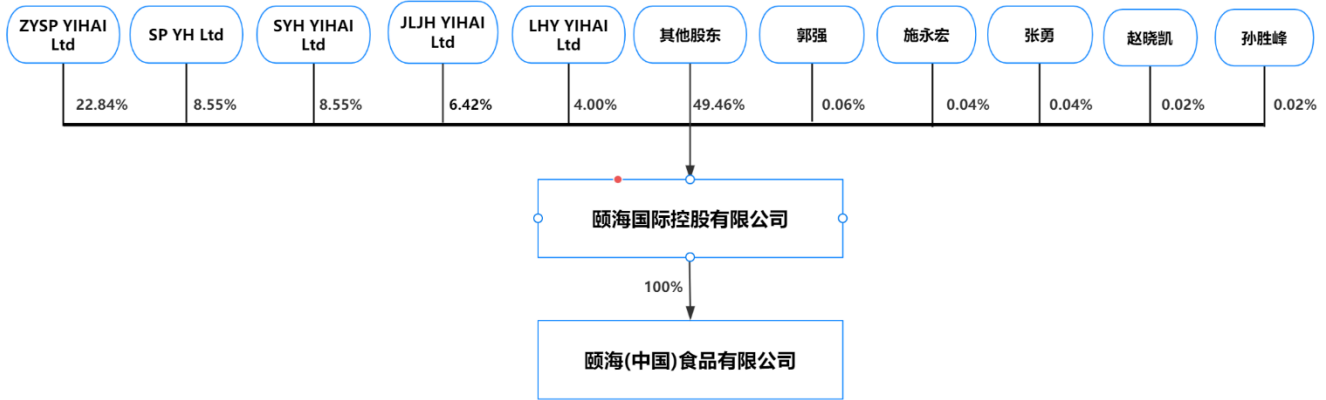


数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权集中，结构稳定

公司股权结构较为集中，且结构稳定。截至 2025 年底，第一大股东为 ZYSP YIHAI Ltd，持股 22.84%；此外，SP YH Ltd、SYH YIHAI Ltd 分别持股 8.55%/8.55%。

图3：颐海国际股权结构（截至 2025 年年报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

核心管理层均于海底捞及颐海体系内任职多年，具备较深的餐饮、食品供应链及企业治理经验，灵活变革，积极进取。

图4：颐海国际执行董事背景（截至 2025 年年报）

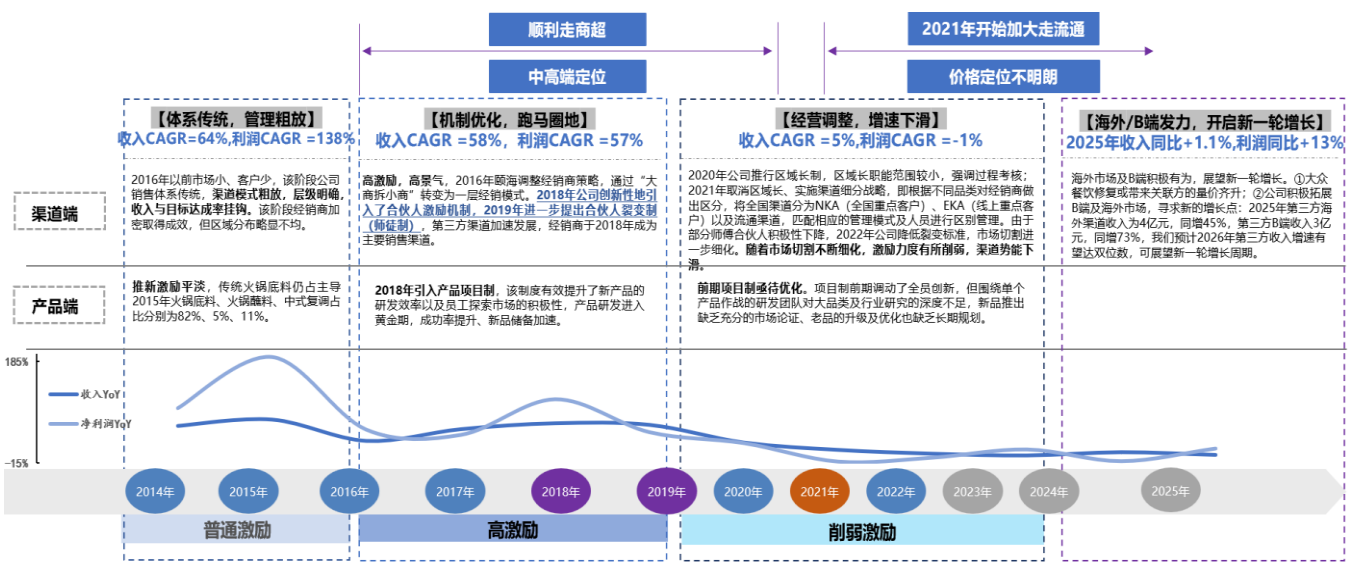
姓名	职务	履历
施永宏	董事长，执行董事	1994年4月至2001年3月，就职于四川海底捞餐饮股份有限公司任副总经理；2001年4月至2009年6月，就职于四川海底捞餐饮股份有限公司任监事；2009年7月至今，就职于四川海底捞餐饮股份有限公司任董事；2016年7月至今，担任公司董事。于2017年11月14日获委任颐海国际控股有限公司董事长。于2018年5月2日调任海底捞国际控股有限公司执行董事。于2018年12月9日获委任为颐海国际控股有限公司首席执行官且调任为执行董事。
郭强	执行董事，首席执行官	于1992年毕业于沈阳农业大学，取得机械设计学士学位。于2016年1月20日入职，并于3月1日起任职公司销售管理部总监。彼自2017年8月1日起担任公司南区销售部总监，并负责公司南区营销体系建设、运营管理及战略规划的实行。于2018年12月10日获委任为颐海国际控股有限公司营销总监。于2019年3月26日获委任为颐海国际控股有限公司执行董事。于2020年3月25日起担任公司首席执行官。
舒萍	执行董事	于2014年11月至今担任四川海底捞餐饮股份有限公司的董事。于2015年11月完成长江商学院、伦敦商学院、哥伦比亚商学院、日本一桥大学国际企业战略研究院、欧洲管理和技术学院及瑞士国际管理发展学院联合开设的高级管理人员中国企业工商管理硕士课程以及金融工商管理硕士课程。舒萍女士于2018年3月21日起担任颐海国际控股有限公司执行董事，于2018年5月2日调任海底捞国际控股有限公司非执行董事。于2023年12月13日获委任为特海国际控股有限公司董事会主席及非执行董事。
孙胜峰	执行董事，财务总监	于2005年5月获中华人民共和国财政部认可为会计师。于2010年9月在清华大学完成工商管理专业研究生课程。于2007年9月加入四川海底捞并先后担任多个职务，包括于2007年9月至2011年11月担任财务总监助理，于2011年11月至2012年12月担任总会计师，于2012年12月至2013年8月担任财务管理部副部长，及于2013年8月至2015年8月担任资产管理部副部长。于2016年3月7日获委任为颐海国际控股有限公司执行董事兼财务总监。
赵晓凯	执行董事	于1998年毕业于集美大学，取得工程学士学位。于2004年4月至2016年4月担任亨氏（青岛）食品有限公司之运营总监职位。于2017年3月31日加入公司，担任总经理特别助理职位，并自2017年12月1日起担任供应管理部之总监，负责管理公司供应链系统的工作，致力于优化及管控工厂的生产、仓储物流及技术研究等工作。于2020年8月25日委任为颐海国际控股有限公司执行董事。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 关联方业务总体平稳，第三方成长重要性凸显

回顾颐海国际的发展历史，关键时刻激励政策的调整驱动每一轮经营上行。按照激励政策及阶段特征划分（下文详述），公司的发展大致可分为 2016 年之前传统阶段、2016-2019 年高激励、高增长阶段、2020-2023 年经营调整阶段以及 2023 年之后的激励优化阶段，期间收入 CAGR 分别为 64%、58%、5%及 1%，利润 CAGR 分别为 138%、57%、-1%及 13%。

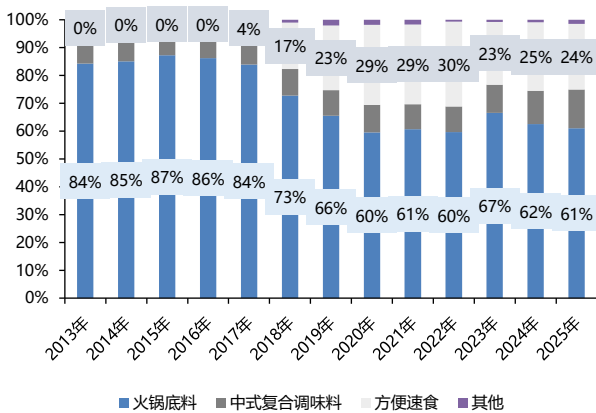
图5: 颐海国际业绩复盘



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

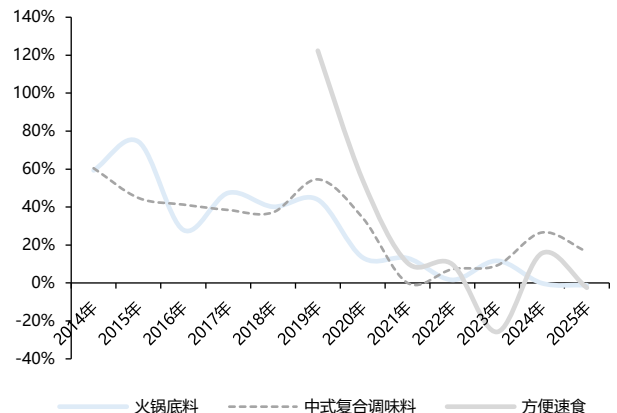
火锅底料仍贡献主要营收。2025年火锅底料/中式复合调味料/方便速食销售额分别40/9/16亿元，收入占比分别61%/14%/24%，前两者2013-2025年的收入CAGR分别为25%/30%，2017-2025年方便速食收入CAGR高达50%。

图6: 火锅底料贡献主要营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7: 2014-2025年三大品类销售额同比增速

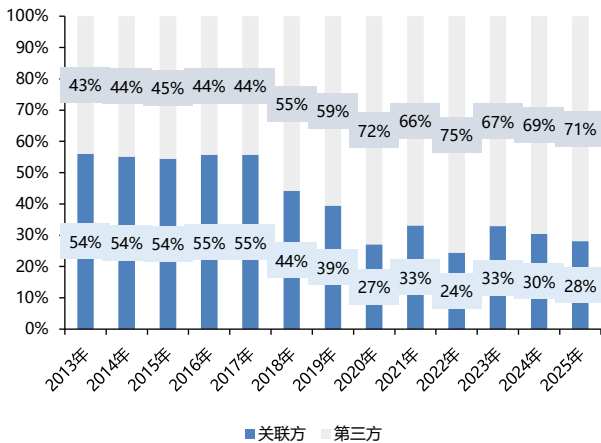


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

关联方占比持续收缩，第三方重要性凸显。2025年关联方：第三方收入占比分别为28%、71%，分别较2013年-27pct/+28pct，2013-2025年两者收入CAGR分别为-5%/+4%。

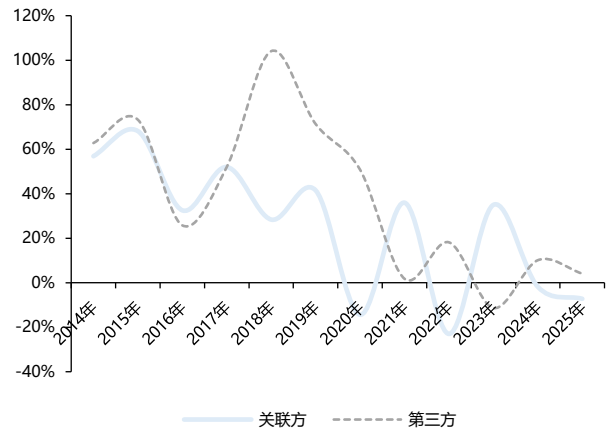
第三方于2018年同比增长104%，收入占比首次超过关联方，主要系2018年初引入的“合伙人制”，进一步激发内部功能，当年度方便速食产品实现4.49亿收入（2017年仅0.61亿），截至2018年底，公司的自热小火锅经销商超过700家、销售点约7-8万个；线上渠道亦捷报频传。

图8：关联方占比持续收缩，第三方重要性凸显



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2014-2025年关联方及第三方销售额同比增速

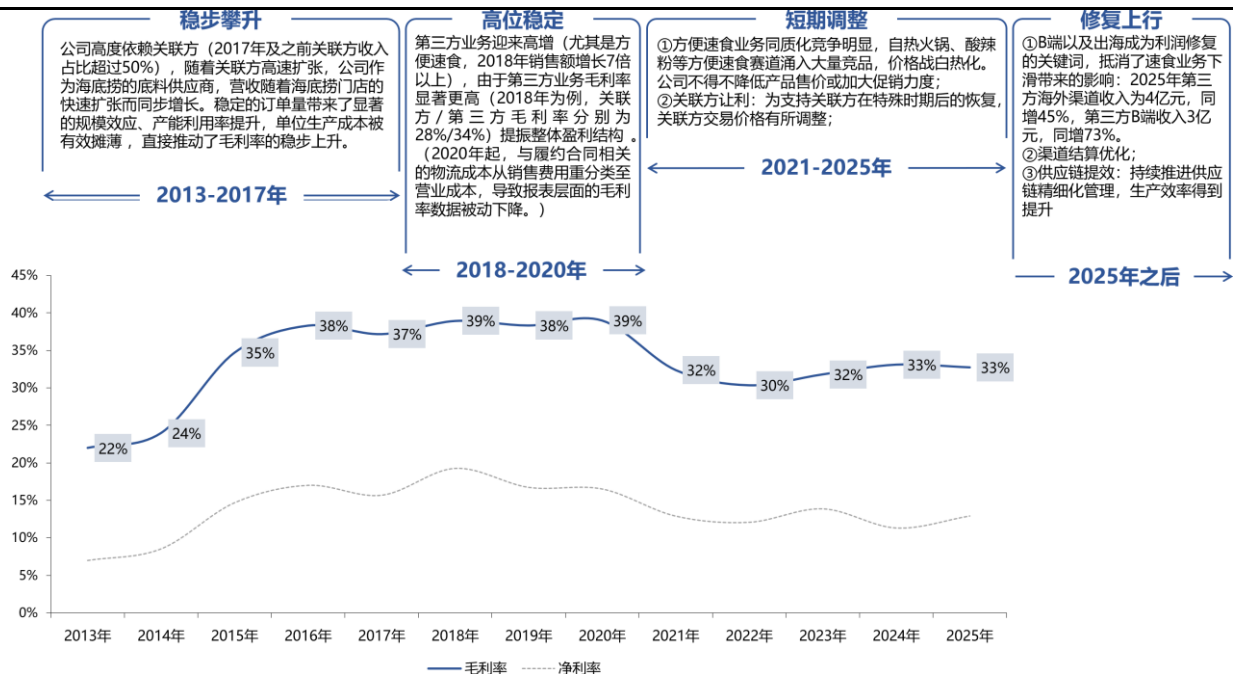


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025年公司毛利率明显企稳：①B端以及出海成为利润修复的关键因素，抵消了速食业务下滑带来的影响：2025年第三方海外渠道收入为4亿元，同增45%，第三方B端收入3亿元，同增73%。②供应链提效：持续推进供应链精细化管理，生产效率得到提升。

第三方业务费用率相对较高，但公司整体费用率基本趋于平稳，稳定在20%左右。

图10：毛利率企稳，整体费用率趋平稳



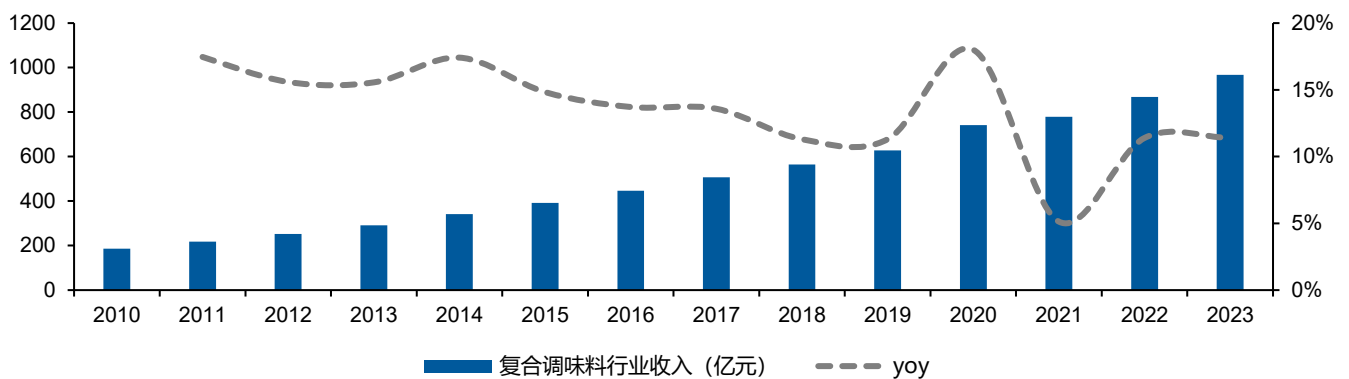
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 复调增速领先于调味品行业

2.1. 复调板块增速有望维持在大个位数水平

随着餐饮连锁化率提升及餐饮门店降本增效（厨师成本明显提升）诉求增强，家庭结构变化以及“懒人经济”发展，具备良好便捷性、丰富口味性的复合调味品市场迎来长足发展。根据沙利文数据，2015-2019年行业 CAGR 为 12.47%；特殊时期居家场景增加，2020年行业明显提速，2019-2023年行业 CAGR 整体仍处于 11.39%的正常水平，2023年国内复合调味品行业收入约 966.74 亿元。

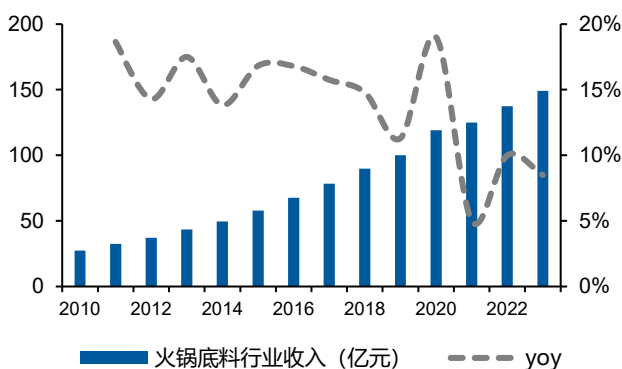
图11：复合调味品市场稳步扩张



数据来源：F&S，东吴证券研究所

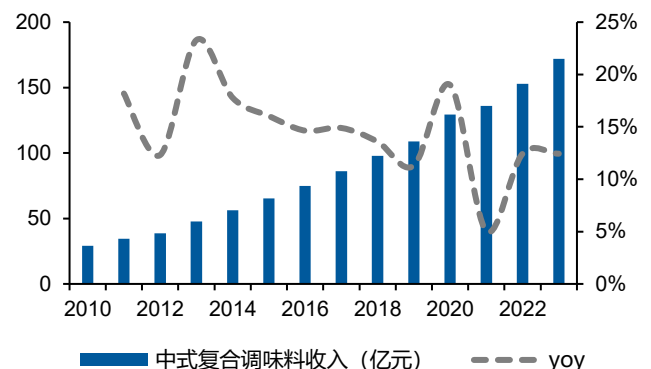
具体来看，2023年火锅底料/中式复调收入分别为 149.19/171.93 亿元，两者于 2019-2023年 CAGR 分别为 10.51%/12.12%。我们看好中长期复调板块渗透率提升以及远期市场空间，预计 2026-2028 年复调行业增速有望维持在大个位数的水平。

图12：我国火锅底料行业收入（yoy-右轴）



数据来源：F&S，东吴证券研究所

图13：我国中式复合调味料行业收入（yoy-右轴）

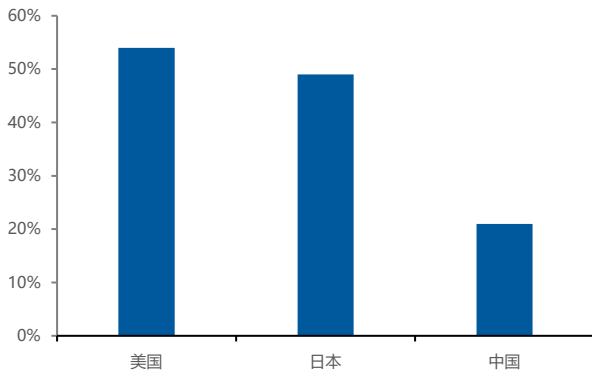


数据来源：F&S，东吴证券研究所

我们看好复合调味品行业的成长性。其一，餐饮连锁化率提升打开复调行业发展空间，此外餐饮门店降本增效诉求增强（特别是厨师人力成本较高）：①餐饮门店降本诉求提升，而复合调味品使用便捷、口味稳定，契合餐饮门店核心诉求；②我国餐饮连锁

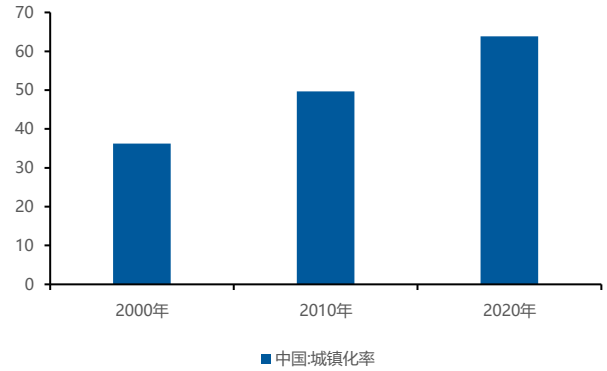
化率提升，口味多元化发展：2022 年我国餐饮连锁化率仅 19%，美日两国餐饮连锁化率于 2021 年已超 54%/49%，我国餐饮连锁化空间充足，复调行业具备标准化、易复制、口味丰富的特性，有望打开中长期发展空间。

图14：我国餐饮连锁化率提升空间充足（2023 年）



数据来源：《2023 中国餐饮品牌白皮书》，东吴证券研究所

图15：我国城镇化率持续提升（单位：%）



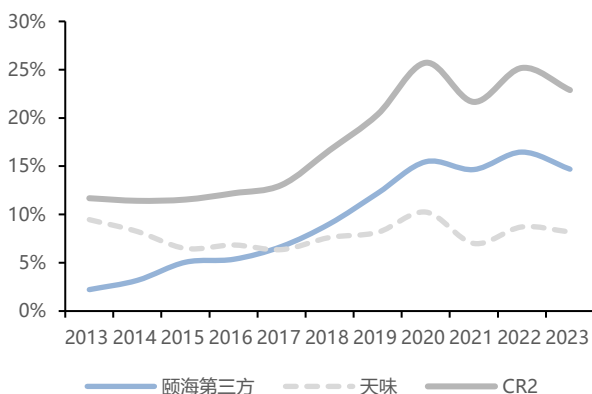
数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

2.2. 竞争出清，看好龙头份额提升

2021 年底至今复调龙头积极扩充品类、整理在售产品、推行渠道精细化管理，费用投放上更为精准、销售费用率不断优化，我们看好以颐海国际为代表的龙头企业市场份额进一步提升。（1）火锅底料：2023 年颐海第三方、天味市占率分别为 14.70%、8.19%。

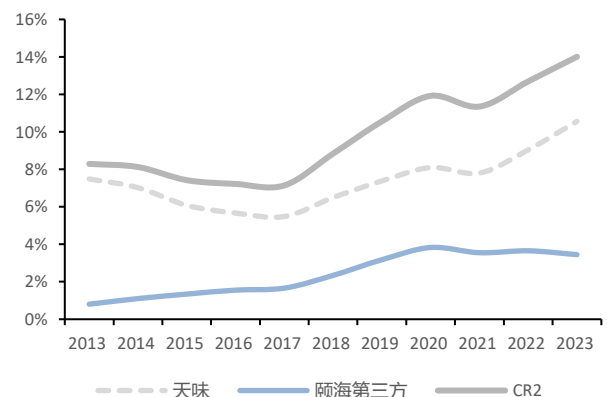
（2）中式复调：2023 年天味、颐海第三方市占率分别为 10.56%、3.45%，近两年 CR2 提升速度较快。展望未来，优势企业新品推出+渠道精耕，竞争格局日益明朗，看好以颐海国际为代表的龙头企业市场份额稳步提升。

图16：火锅底料份额变化（市场份额单位：%）



数据来源：公司公告，F&S，东吴证券研究所

图17：中式复调份额变化（市场份额单位：%）



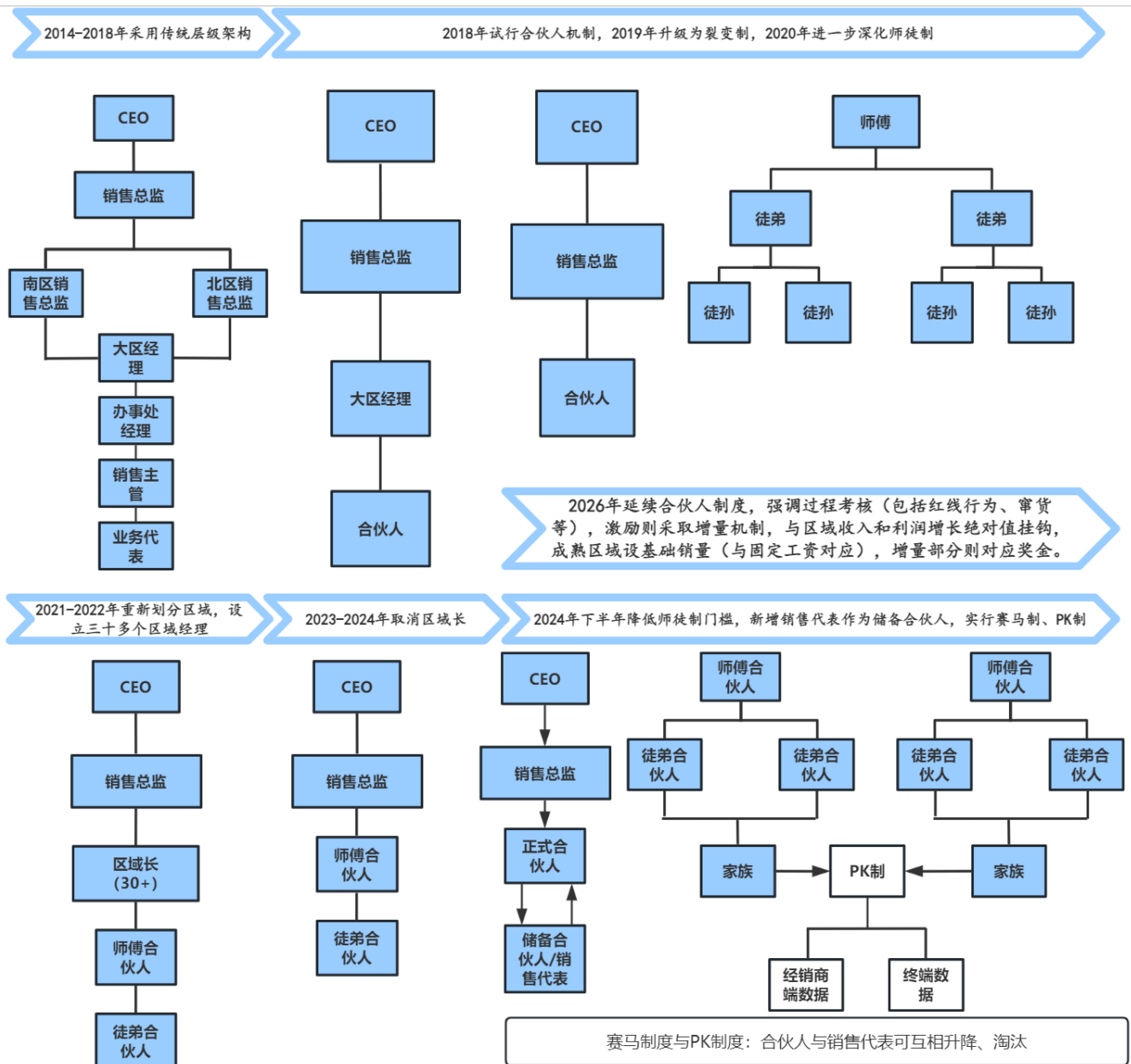
数据来源：公司公告，F&S，东吴证券研究所

3. 组织高效，层级扁平

激励政策的调整驱动公司经营上行：2016年经销商“大商拆小商”，2018年引入合伙人激励机制，2019年优化至合伙人裂变制，激发产品创新及渠道活力，2016-2019年公司营收CAGR达58%。

2026年延续合伙人制度，强调过程考核（包括红线行为、窜货等），激励则采取增量机制，与区域收入和利润增长绝对值挂钩，成熟区域设基础销量（与固定工资对应），增量部分则对应奖金，进一步激发合伙人积极性。

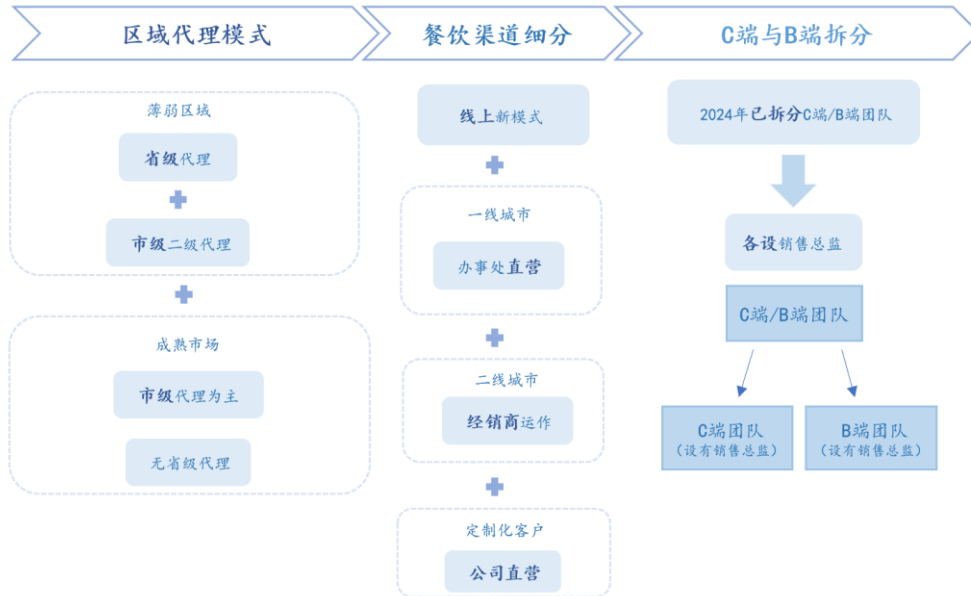
图18：激励政策的调整驱动公司经营上行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2026 年，公司第三方渠道结构以流通为主、KA 为辅，其次为线上及 B 端；其中流通渠道一般需经销商覆盖，2025 年开始 KA 渠道中两直（“直管”和“直配”，即销售人员直接管理终端，减少中间经销环节；以及产品直接配送至 KA 终端，不经过中间商）占比提升。颐海现行的经销商体系偏综合型，按区域划分；不设网点数量的硬性规划，重在提升单点卖力。

图 19：2026 年经销商体系框架



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 深耕渠道，理性推新

颐海国际的产品创新制度经历了三个阶段，从项目制转为产品委员会+渠道协同，聚焦复调、底料、方便即食三大方向，流程日益精细化，我们认为后续高毛利的蘸料、新口味的底料及复合调味料或为创新高地，值得期待。

（1）2016 年之前：推新激励平淡，火锅底料为主销产品。公司起源于海底捞，2007 年通过推出优质植物油火锅底料正式入局中高端火锅底料行业。截至 2015 年底，已形成火锅底料、火锅蘸料、中式复合调味品三大产品系列，提供共 56 种产品。但该阶段产品激励及推新政策较为平淡，结构上仍以火锅底料等传统品类为主：2015 年火锅底料、火锅蘸料、中式复调的收入占比分别为 82%、5%、11%。

（2）2016-2019 年：激励优化，鼓励创新。2018 年引入产品项目制，项目负责人即为提出新产品创意并具备统筹管理能力的员工，带领团队完成该项目从立项到上市的整个流程，整合内外部优势资源，依靠公司强大的研发平台与渠道支持，进行新产品的开发及销售，并能够在产品上市盈利后得到相应奖励。该制度有效提升了新产品的研发效率以及员工探索市场的积极性，产品研发进入黄金期，新品储备加速。

(3)2020年至今:渠道主导,机制日益科学。早期项目制在前期调动了全员创新,但围绕单个产品作战的研发团队对大品类及行业研究的深度不足,新品推出缺乏充分的市场论证、老品的升级及优化亟需长期规划。发现问题后,公司积极革新:2021年设立创新委员,自上而下统筹研发工作、引导各团队进行行业及品类的深度研究,强化上市标准、提高成功率;2022年研发组织进一步优化为7个创新委员带领21个产品小组开展研发工作,同时确定“筷手小厨”及“海底捞”双品牌的使用。

图20:产品推新以渠道主导,机制日益科学



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

公司现有的产品主导权下放渠道,分为两种模式:(1)总部产品委员会研发,提供给渠道,最终需渠道认可;(2)渠道提出需求及想法,由产品委员会不同小组竞聘招标,响应渠道需求;同时与KA等重要渠道进行产品共创。

展望未来,公司推新或集中于:(1)老品(如牛油、清油等)的细节提升;(2)区域/地方性新品或为重中之重,根据区域口味投放、通过区域试点逐步推广(如山东寿光西红柿鸡蛋面)。

图21: 历年产品数量及 2025 年大单品销售额 (预估)

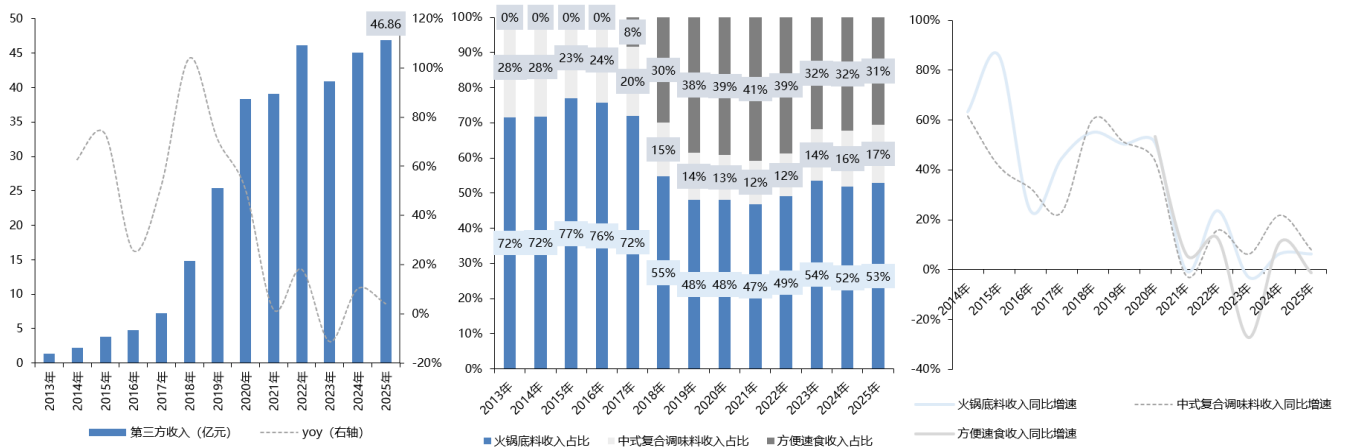


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 重点关注第三方业务, 弹性及空间均大

随着合伙人机制及“筷手小厨”方便速食品牌的推出, 2018 年第三方收入正式超过关联方并成为主营业务, 2025 年第三方收入达 46.86 亿元, 2013-2025 年 CAGR 达 34% (同期关联方仅为 22%), 其中火锅底料/中式复调/方便速食收入占比分别为 53%/17%/31%。

图22: 第三方业务或为公司未来增长驱动 (火锅底料/中式复调/方便速食收入占比及收入增速均为第三方业务)



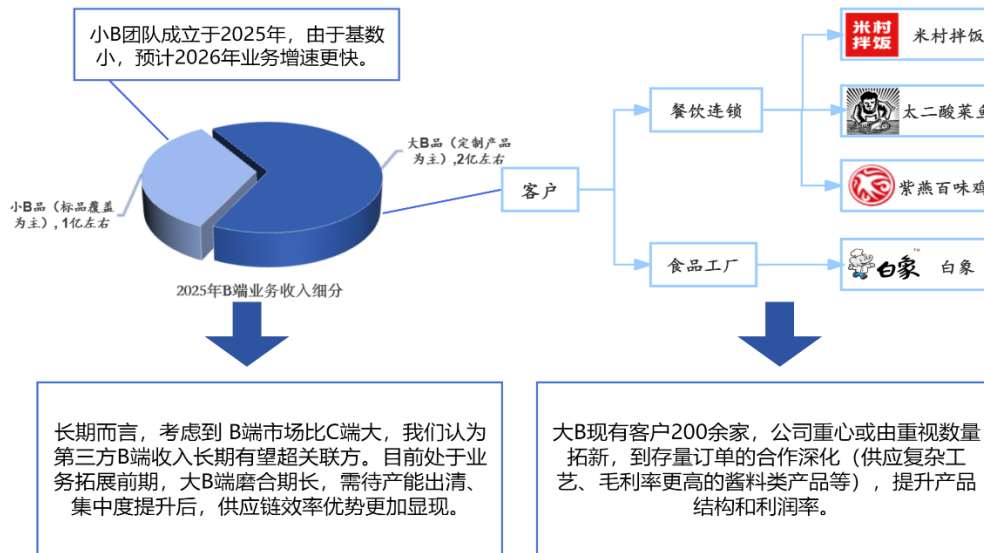
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (注: 2018-2019 年方便速食由于基数原因增速较高, 图表不作显示, 分别同增 625%/120%)

关联方稳定 (随关联方门店扩张而增长, 市场定价则参考原材料成本波动及友商报价), 我们认为第三方或为公司未来增长驱动, 其中 B 端业务及海外市场拓展尤为重要:

5.1. 第三方 B 端收入长期有望超越关联方

公司的第三方 B 端业务分为大 B 和小 B，大 B 偏定制，小 B 则多以标品覆盖为主；（餐饮及食品工厂）大 B 企业包括米村拌饭、太二、紫燕百味鸡等；以及白象等火锅底料工厂、预制菜工厂、生鲜零食工厂等。

图23：第三方 B 端业务发展前景较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025 年第三方 B 端实现收入 3 亿元，同增 73%。展望 2026 年，我们预计 2026 年第三方 B 端业务收入增速或有望达到 30-50%：（1）大 B 现有客户 200 余家，公司重心或由重视数量拓新，到存量订单的合作深化（供应复杂工艺、毛利率更高的酱料类产品等），提升产品结构和利润率。（2）小 B 团队成立于 2025 年，由于基数小，预计 2026 年业务增速更快。

长期而言，考虑到 B 端市场比 C 端大，我们认为第三方 B 端收入长期有望超越关联方。目前处于业务拓展前期，大 B 端磨合期长，需待产能出清、集中度提升后，供应链效率优势更加显现。

5.2. 第三方海外或为新增长极

公司已在泰国、马来西亚设厂，2025 年完成国外销售认证、储备销售人员及研发人员。2026 年销售国家预计从 40 多个增至 60-70 个，市场从东亚扩展至中东、欧美、日韩：

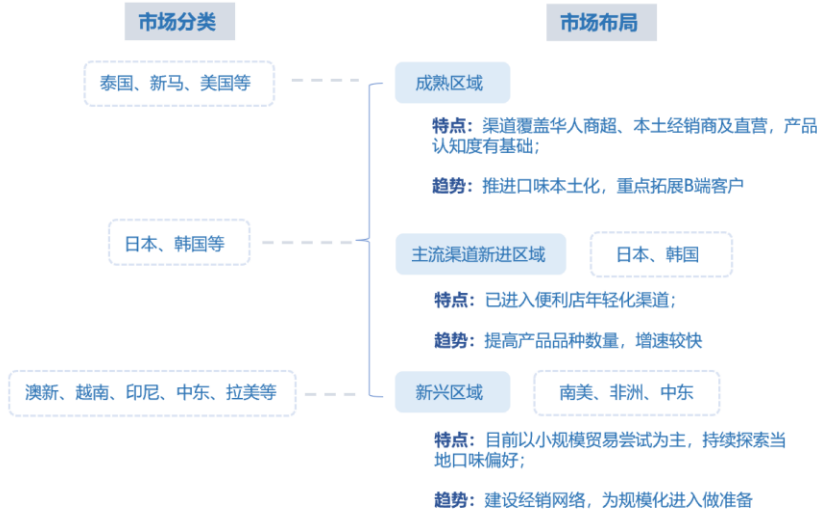
（1）成熟区域（如新马泰、美国）：渠道覆盖华人商超、本土经销商及直营，2026

年重点推进口味本土化及 B 端客户合作;

(2) **主流渠道新进区域 (日韩):** 进入便利店等年轻化渠道, 提高产品数量;

(3) **新兴区域 (南美洲、非洲、中东等):** 小规模贸易尝试, 探索口味偏好, 建设经销网络。

图24: 颐海国际海外市场布局

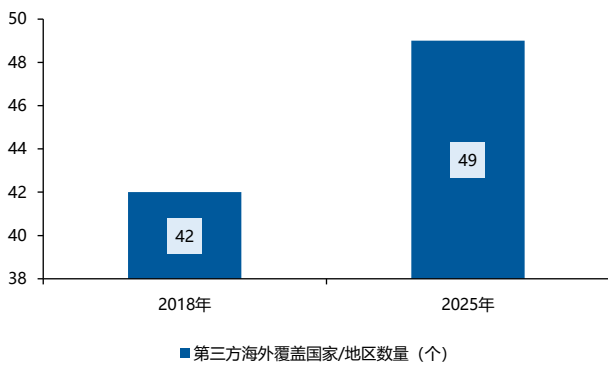


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2025年第三方海外渠道收入为4亿元, 同增45%, 我们预计2026年第三方海外市场增速有望保持在30%及以上水平, 随着规模效应渐起, 盈利水平有望迎来同步提升。

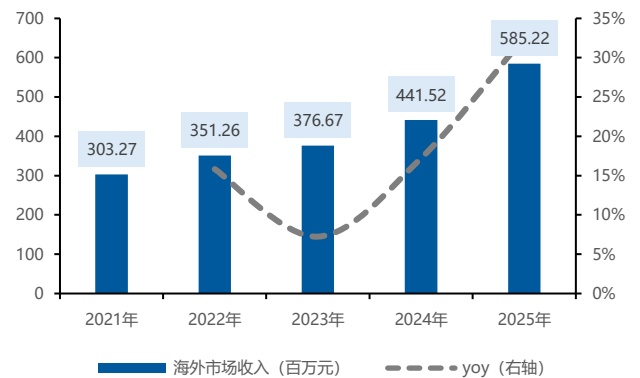
展望五年维度, 公司的海外市场有望做到100多个国家, 销售额突破10亿。

图25: 第三方海外覆盖不断扩充



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图26: 海外市场总收入 (包括第三方及关联方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测

收入预测：公司关联方有望修复、第三方稳健增长，我们看好公司未来发展，我们预计 2026-2028 年营收同比增速为 6.95%/8.10%/8.63%，其中火锅底料在大单品升级带动下有望迎来长足发展，2026-2028 年营收同比增速为 6%/6%/6%；中式复合调味料亦在积极推新、渠道扩容带动下保持增长，2026-2028 年营收同比增速为 27%/24%/24%；方便速食新品类可积极展望，我们预计 2026-2028 年收入增速 5%/3%/3%。

业绩预测：随着产品结构升级、费用投放的规模化日益显现，公司经营有望持续向上，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 9.60/10.59/11.73 亿元，同比增速为 12.37%/10.36%/10.80%。

表1: 公司营收测算汇总 (百万元)

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,109	6,540	6,613	7,072	7,645	8,305
yoy	-0.06%	7.05%	1.12%	6.95%	8.10%	8.63%
毛利率	31.8%	33.1%	32.7%	34.1%	34.9%	35.4%
火锅底料	4,092	4,085	4,038	4,273	4,524	4,790
yoy	12%	-0.2%	-1%	6%	6%	6%
中式复合调味料	621	787	916	1,160	1,435	1,779
yoy	9%	27%	16%	27%	24%	24%
方便速食	1,387	1,605	1,564	1,638	1,686	1,735
yoy	-26%	16%	-3%	5%	3%	3%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

6.2. 估值与投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 70.72/76.45/83.05 亿元，同比增速分别为 6.95%/8.10%/8.63%；我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 9.60/10.59/11.73 亿元，同比增速为 12.37%/10.36%/10.80%。

公司处于调味品赛道，可比公司包括天味食品、海天味业、中炬高新及关联方海底捞等。2026 年 5 月 7 日，同行可比公司对应 2026-2027 年 PE 为 23.23、20.70x，考虑到公司关联方有望修复、第三方稳步发展，我们认为当下估值仍具吸引力，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2026/5/8)

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE (x)			
				2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
603317.SH	天味食品	17.11	177.17	6.25	5.70	7.01	7.97	22.75	23.40	25.28	22.22
6862.HK	海底捞	12.48	708.49	47.08	40.50	45.82	50.60	17.43	17.71	15.54	14.07
603288.SH	海天味业	38.74	2,241.40	63.44	70.38	78.57	86.91	40.23	30.78	28.84	26.08
600872.SH	中炬高新	20.95	161.54	8.93	5.37	6.94	7.90	19.31	25.44	23.27	20.44
								24.93	24.33	23.23	20.70
1579.HK	颐海国际	13.90	143.14	7.39	8.54	9.60	10.59	19.36	16.76	14.92	13.52

数据来源: Wind、东吴证券研究所; 除颐海国际外, 其余公司盈利预测来自 2026 年 5 月 8 日 Wind 一致预期。(港币汇率取 2026 年 5 月 8 日 0.87)。

7. 风险提示

市场竞争的风险: 企业面对海内外的竞争, 如若不能尽快提升自身研发、扩大产能, 提升品牌知名度, 保持及加强竞争优势, 或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨的风险: 若原材料价格大幅上涨, 公司净利润将受到影响。

食品安全风险: 如若发生食品安全问题, 或对经营及销售产生负面影响。

颐海国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,068.58	3,272.74	3,600.41	3,970.28	营业总收入	6,612.57	7,071.99	7,644.67	8,304.58
现金及现金等价物	2,084.55	2,226.60	2,407.02	2,631.44	营业成本	4,447.52	4,658.84	4,979.29	5,362.84
应收账款及票据	256.35	289.45	310.84	335.79	销售费用	768.01	827.42	886.78	946.72
存货	521.86	502.61	549.31	593.54	管理费用	295.29	319.41	328.50	347.02
其他流动资产	205.83	254.08	333.24	409.51	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	2,871.13	2,923.51	2,924.80	3,016.38	其他费用	-	-	-	-
固定资产	2,084.16	2,154.61	2,238.86	2,323.11	经营利润	1,101.74	1,266.32	1,450.10	1,648.00
商誉及无形资产	119.88	94.88	102.21	109.54	利息收入	42.26	41.69	22.27	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	4.54	4.30	4.20	0.00
其他长期投资	355.00	361.92	271.63	271.63	其他收益	135.97	204.47	195.51	193.30
其他非流动资产	312.10	312.10	312.10	312.10	利润总额	1,275.43	1,508.18	1,663.67	1,841.31
资产总计	5,939.71	6,196.25	6,525.21	6,986.66	所得税	371.95	484.72	534.69	591.78
流动负债	803.65	897.47	958.20	1,030.86	净利润	903.49	1,023.46	1,128.98	1,249.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	49.52	63.89	70.00	76.15
应付账款及票据	403.59	452.38	481.41	513.93	归属母公司净利润	853.96	959.57	1,058.98	1,173.37
其他	400.06	445.09	476.78	516.93	EBIT	1,237.71	1,470.79	1,645.61	1,841.31
非流动负债	191.14	191.14	191.14	191.14	EBITDA	1,465.24	1,665.79	1,840.61	2,036.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	191.14	191.14	191.14	191.14					
负债合计	994.79	1,088.61	1,149.33	1,222.00					
股本	0.07	0.07	0.07	0.07	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	173.05	236.95	306.95	383.10	每股收益(元)	0.82	0.93	1.02	1.13
归属母公司股东权益	4,771.87	4,870.69	5,068.93	5,381.56	每股净资产(元)	4.60	4.70	4.89	5.19
负债和股东权益	5,939.71	6,196.25	6,525.21	6,986.66	发行在外股份(百万股)	1,036.70	1,036.70	1,036.70	1,036.70
					ROIC(%)	18.12	19.86	21.30	22.43
					ROE(%)	17.90	19.70	20.89	21.80
					毛利率(%)	32.74	34.12	34.87	35.42
					销售净利率(%)	12.91	13.57	13.85	14.13
					资产负债率(%)	16.75	17.57	17.61	17.49
					收入增长率(%)	1.12	6.95	8.10	8.63
					净利润增长率(%)	15.49	12.37	10.36	10.80
					P/E	16.76	14.92	13.52	12.20
					P/B	3.00	2.94	2.82	2.66
					EV/EBITDA	6.33	7.26	6.47	5.74

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2026年5月8日的0.87,预测均为东吴证券研究所预测。
(由于港股报表披露差异,部分科目列示“-”)

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>