

2025年06月25日
安井食品(2648.HK)

IPO 点评
证券研究报告

安井食品-IPO 点评

公司概况

安井食品是中国速冻食品行业的龙头企业，涵盖三大品类的产品组合，即速冻调制食品、速冻菜肴制品及速冻面米制品。根据弗若斯特沙利文资料，按2024年收入计，公司是中国最大的速冻食品公司，市场份额为6.6%。品牌组合以旗舰品牌「安井」为核心，辅以自有品牌「冻品先生」及「安井小厨」，另有战略性收购的品牌「洪湖诱惑」、「柳伍」、「功夫食品」等。22/23/24全年/25年一季度收入分别为121/139/150/36亿人民币，增速为31%/15%/7.6%/-4.1%；净利润为11/15/15.1/3.9亿，增速为61%/34%/0.8%/-10.8%。24年及25年一季度净利润下滑主要受到宏观需求不振，行业竞争加剧的影响。2024年公司资产负债率为1.2%，24年ROE为11.5%。

大单品策略，踩准节奏，聚集推广。公司策略性地结合市场热点和行业趋势推出，成功推出了鱼豆腐、撒尿肉丸、鱼籽福袋、爆浆糍粑等大单品，通过广泛的销售网络对大单品进行推广。通过“研发一代、生产一代、储备一代”保持竞争力。**全渠道覆盖：**经销商渠道占比82%，经销商数量2017个；同时KA客户、特通直营、新零售、电商渠道具有覆盖，实现BC兼顾（B端餐饮+C端消费）。24年新零售及电商渠道保持较快增长，特通直营渠道则出现下滑，终端需求不振对销售造成一定压力。“**销地产**”模式降低运输成本，提升规模效应。在业务规模达一定水平的地区战略性地建立生产基地，该策略使公司优化物流成本、快速响应市场变化，实现经济效应，从而使公司能够以更具竞争力的价格提供更多优质产品。截止24年公司产能达到110万吨。

行业状况及前景

根据弗若斯特沙利文报告，中国速冻食品市场增长潜力大。中国速冻食品市场规模从2019年的1265亿人民币增长至2024年的2212亿人民币，复合年增长率为11.8%。其中速冻菜肴食品受益于疫情激发的需求爆发，实现了45.9%的年化增长，是行业高速增长的主要来源。速冻米面和速冻调制制品增速分别为2.6%和4.6%。

速冻食品竞争格局相对分散，安井市占率第一。安井在速冻食品市场中市占率为6.6%，排名第一。按细分市场看，在速冻调制食品中市占率13.8%，速冻菜肴制品中市占率5.0%，均排名第一；在速冻米面市场中市占率3.2%，排名第四。速冻食品前五大企业市占率15%，与发达国家相比集中度还有很大的提升空间。

优势与机遇

强大的研发能力和产品创新：“销地产”模式，公司能够快速推出符合区域特色的新产品，如锁鲜装系列，依靠大单品策略提高市场份额。**广泛的销售网络和渠道覆盖：**通过经销商、KA客户、特通直营客户、新零售及电商平台等多渠道销售，实现全场景全渠道覆盖，满足不同消费场景的需求。**先进的数字化能力和管理：**实现从战略制定到业务执行的全流程数字化，通过商业智能（BI）系统和自研的电子交互系统（EDI），提高决策和综合管理的及时性和科学性。**强大的品牌影响力：**安井品牌自2010年被认定为“中国驰名商标”，在消费者中建立了显著的品牌影响力。

弱项与风险

消费者口味多变，对产品迭代有较高要求；公司毛利率受到原材料价格变动较为敏感，通胀可能会影响盈利能力；行业竞争激烈，公司还需要继续拉大与竞争对手的差距。

招股信息

招股时间为2025年6月25日至6月30日，上市交易时间为7月4日。

食品

股份名称：安井食品
股份代码：2648.HK

IPO 专用评级	5.0
— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	5
2. 行业前景 (30%)	5
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	5

注：预期认购反应一般，融资中购需关注所获股份分配过多的风险

主要发售统计数字

上市日期：	2025/7/4
发行价范围(港元)	66
发行股数，绿鞋前(百万股)	39.99
— 香港公开发售：占比	4；10%
— 最高回拨后股数：占比	20；50%
发行后股本，绿鞋前(百万股)	339.29
集资金额，绿鞋前(亿港元)	26.40
— 香港公开发售部分	2.64
— 最高回拨后	13.20
发行后总市值，绿鞋前(亿港元)	27.95
备考每股有形资产净值(港元)	46.68
备考市净率(倍)	1.41

保荐人	高盛、中金公司
账簿管理人	平安证券香港、招银国际、中信建投国际、华泰国际、中国银河国际、大华继显、广发证券香港、建银国际、兴证国际
会计师	安永会计事务所

资料来源：公司招股书

曹莹

消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

基石投资人

基石投资人合计认购9000万美元（1070万股），占发行股份（绿鞋前）的23.3%-26.76%。基石投资人包括：景林资管、Hosen Capital、QRT、FCP、NonaVerse，均为机构投资者。

募集资金及用途

公司预计净募金额25亿港元。资金未来用途规划上，约35%用于扩大销售及经销网络、35%用于提升采购能力、优化供应链及搭建供应链系统、15%用于业务营运数字化、5%用于产品开发及技术创新、剩余10%用于营运资金及一般公司用途。

投资建议

招股价为66港元，预计发行后公司总市值为279亿港元。根据wind一致预测，市场预期25年归母净利润为16.1亿人民币，上市市值对应PE为12.5x。公司已在A股上市，此次招股价对应A股股价有21.6%的折价，估值合理。公司现金流充沛，2024年账面现金及理财超过60亿人民币，经营性现金流入20亿元，高于当年净利润。从同业估值对比情况来看（见附录表格），公司的上市处于行业中等水平。近期AH上市公司的市场热情有所下降，综合考虑公司的估值和目前的市场热度，我们给予IPO专用评分5.0，融资申购需注意所获股份分配过多的风险。

公司财务概览

财务摘要(单位:百万元, CNY)	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-03-31
利润表摘要				
营业总收入	12,182.7	14,045.2	15,126.7	3,599.9
同比(%)	31.4	15.3	7.7	-4.1
净利润	1,117.5	1,501.2	1,513.6	393.4
同比(%)	62.7	34.3	0.8	-10.8
归属母公司股东的净利润	1,101.0	1,478.1	1,484.8	394.5
同比(%)	61.4	34.2	0.5	-10.0
资产负债表摘要				
流动资产	10,292.2	10,426.3	10,350.6	9,801.9
固定资产	3,343.2	4,059.6	5,117.8	
资产总计	16,193.6	17,300.4	17,375.1	16,822.2
流动负债	3,862.8	4,006.1	3,678.8	2,715.1
非流动负债	431.8	393.8	426.0	430.4
负债合计	4,294.6	4,399.8	4,104.8	3,145.5
股东权益	11,899.0	12,900.6	13,270.3	13,676.7
现金流量表摘要				
经营活动现金净流量	1,407.2	1,955.7	2,103.8	673.2
投资活动现金净流量	-4,795.1	217.4	-3,204.8	-114.5
筹资活动现金净流量	5,421.4	-705.4	-1,197.8	-279.5
现金净增加额	2,033.3	1,469.5	-2,299.1	279.8
期末现金余额	3,057.9	4,527.5	2,228.3	2,508.2
关键比率				
ROE (TTM) (%)	9.4	11.7	11.5	10.8
ROA (%)	9.0	9.0	8.7	2.3
销售毛利率 (%)	22.0	23.2	23.3	23.3
销售净利率 (%)	9.2	10.7	10.0	10.9
资产负债率 (%)	26.5	25.4	23.6	18.7
资产周转率 (倍)	1.0	0.8	0.9	0.2

资料来源: 公司招股书, 国证国际

同业业绩及估值对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
万洲国际	0288.HK	969	HKD	107.5	49.4	126.5	115.2	121.8	9.0	19.6	7.7	8.4	8.0
yoy				28%	-54%	156%	-9%	6%					
海天味业	3288.HK	2,505	HKD	67.9	61.6	69.5			36.9	40.6	36.0		
yoy				-7%	-9%	13%							
统一企业中	0220.HK	398	HKD	13.4	18.3	20.3	23.3	26.1	29.7	21.8	19.7	17.1	15.3
yoy				-19%	36%	11%	15%	12%					
康师傅控股	0322.HK	648	HKD	28.8	34.1	40.9	46.1	51.2	22.5	19.0	15.8	14.1	12.7
yoy				-31%	18%	20%	13%	11%					
中国旺旺	0151.HK	627	HKD	46.0	36.9	43.7			13.6	17.0	14.3		
yoy				1%	-20%	18%							
卫龙美味	9985.HK	340	HKD	1.7	9.6	11.7	14.6	17.9	205.1	35.2	29.0	23.3	19.0
yoy				-82%	482%	21%	24%	23%					
平均估值									52.8	25.5	20.4	15.7	13.7

注: 时间截止2025/6/25, 预测值为wind一致预测

资料来源: wind, 国证国际证券研究

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010