

看好速冻食品龙头强者恒强

华泰研究

首次覆盖

2025年12月08日 | 中国香港

首次覆盖安井食品 H 股并给予买入评级，目标价 99.38 港币。自下而上来看，速冻食品板块基本面改善初现曙光，随着主要企业竞争态度趋于理性、主动停止价格战和内卷，26 年行业价格战有望同比缓和。安井为国内速冻火锅料龙头企业，供应链/产品/渠道能力均处行业领先地位，在过去两年逆势获取市场份额；展望来看，公司积极谋求转型，计划由“渠道”驱动转向“产品与渠道”双轮驱动，未来增长的核心抓手在于多元化与全球化。

公司：供应链/产品/渠道共筑领先地位

安井已构建多维度的坚实壁垒：1) 供应链端，公司凭借“销地产”模式实现全国化产能布局、有效节省运输成本，通过规模采购与参股上游/掌控核心原材料，通过采购/制造/运输三环节共振，实现了总成本领先。2) 产品端，公司坚持“高质中价”的产品定位与大单品驱动的产品策略，依托“产地研”机制快速响应市场，持续打造爆款并提升产品性价比，下游客户粘性较强。3) 渠道端，公司以“贴身支持”模式深度绑定及赋能经销商，同时积极拓展特通与电商、新零售等新兴渠道，形成了 BC 兼顾、高效协同的渠道网络。

行业：板块筑底，竞争暂缓，景气绵长

短期看，随着主要速冻食品企业主动控制费用投放，25Q3 行业利润实现同比+13.5%，释放积极筑底信号。我们判断速冻食品行业长期低价竞争不可持续，主要企业找到从渠道驱动转向产品创新驱动的正确路径，后续行业竞争有望趋于理性，26 年行业价格战有望同比缓和，为速冻食品企业的盈利修复创造有利条件。中长期视角下，对比海外发达国家、我国的餐饮连锁化率仍有提升空间（24 年餐饮连锁化率：美国 59.2% > 日本 52.3% > 中国 20.1%），当前我国仍处于餐饮标准化和工业化进程加速阶段，在餐饮端降本诉求与家庭端便捷需求持续增长的双轮驱动下，速冻食品行业空间可期。

空间：多元化&全球化共同构成公司未来增长抓手

公司未来增长的核心抓手在于多元化与全球化：多元化的核心为拥抱 O2O 即时零售、会员制商超、零食量贩店等新渠道，通过定制化&差异化产品、挖掘增量空间；全球化则优先聚焦于东南亚市场，东南亚区域速冻食品市场空间广阔，竞争格局高度分散，且东南亚国家的饮食习惯与中国接近，中国速冻食品企业或存较大的发展机遇，公司正逐步扩大海外业务的收入规模。

我们与市场观点不同之处

市场担忧行业价格战、成本波动、烤肠等新业务对公司盈利能力的负面影响。我们认为公司稳态净利率有望逐步回升，主因：1) 速冻食品行业长期低价竞争不可持续，经销商层面不再愿意承担压库风险，后续行业竞争有望趋于理性；2) 公司通过参股或并购上游核心原料企业，熨平成本波动；3) 针对部分盈利能力较弱的品种（如烤肠等），公司通过生产端的积极调整、后续产能投放强化规模效应、产品与渠道结构调整（如推出盈利能力更高的 C 端肉多多烤肠产品）等有效应对盈利压力。

盈利预测与估值

我们预测 25-27 年归母净利 14.3/15.7/17.2 亿，同比-4.0%/+10.2%/+9.3%，对应 EPS 为 4.28/4.71/5.15 元。可比公司 26 年 PE 均值 24x（Wind 一致预期），同行业的青岛啤酒自 2020 年以来的 HA 平均折价率为 32%。公司上市初期公司 HA 折价率约 30%，25 年 10 月以来，伴随港股流动性改善，HA 折价逐渐收敛，因此给予公司 H 股 20% 折价，目标价 99.38 港币。

风险提示：行业竞争加剧、新品表现不及预期、食品安全风险。

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

99.38

吕若晨

研究员

SAC No. S0570525050002
SFC No. BEE828lvruochen@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

王可欣

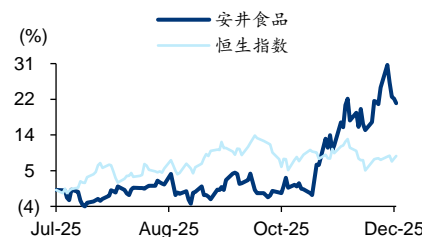
研究员

SAC No. S0570524020001
SFC No. BVO215wangkexin019215@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至 12 月 5 日)	70.85
市值(港币百万)	23,614
6 个月平均日成交额(港币百万)	47.75
52 周价格范围(港币)	56.85-77.75

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	15,127	15,827	16,723	17,823
+/-%	7.70	4.63	5.66	6.58
归属母公司净利润(百万)	1,485	1,426	1,571	1,717
+/-%	0.46	(3.96)	10.17	9.27
EPS(最新摊薄)	4.46	4.28	4.71	5.15
ROE(%)	11.41	9.13	9.86	10.50
PE(倍)	14.46	15.05	13.66	12.50
PB(倍)	1.46	1.54	1.52	1.48
EV EBITDA(倍)	8.68	8.06	7.27	6.63
股息率(%)	5.20	5.36	5.51	5.67

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,045	15,127	15,827	16,723	17,823
销售成本	(10,785)	(11,602)	(12,393)	(13,081)	(13,888)
毛利润	3,260	3,524	3,435	3,642	3,935
销售及分销成本	(925.75)	(986.21)	(1,000)	(1,040)	(1,091)
管理费用	(384.80)	(504.51)	(446.33)	(418.08)	(445.58)
其他收入/支出	(196.20)	(225.13)	(223.91)	(236.58)	(252.14)
财务成本净额	90.45	71.21	34.93	49.09	48.52
应占联营公司利润及亏损	4.45	4.07	4.07	4.07	4.07
税前利润	1,936	1,988	1,910	2,104	2,299
税费开支	(435.05)	(474.66)	(455.88)	(502.23)	(548.81)
少数股东损益	23.09	28.79	27.65	30.46	33.28
归母净利润	1,478	1,485	1,426	1,571	1,717
折旧和摊销	(427.47)	(505.27)	(493.75)	(559.30)	(645.20)
EBITDA	2,272	2,421	2,367	2,613	2,894
EPS (人民币, 基本)	5.04	5.06	3.82	4.21	4.60

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	3,567	3,285	4,033	3,691	4,510
应收账款和票据	571.23	626.13	626.69	697.05	713.76
现金及现金等价物	4,975	2,779	4,752	4,849	4,688
其他流动资产	1,313	3,661	3,675	3,671	3,688
总流动资产	10,426	10,351	13,087	12,909	13,600
固定资产	5,123	5,316	5,692	5,994	6,331
无形资产	682.73	688.98	740.70	795.07	807.81
其他长期资产	1,068	1,019	1,016	1,013	1,007
总长期资产	6,874	7,025	7,449	7,802	8,146
总资产	17,300	17,375	20,536	20,710	21,745
应付账款	1,869	1,854	2,122	2,075	2,381
短期借款	325.36	111.12	111.12	111.12	111.12
其他负债	1,812	1,713	1,951	1,859	2,163
总流动负债	4,006	3,679	4,184	4,046	4,656
长期债务	1.46	0.49	0.39	0.29	0.20
其他长期债务	392.32	425.51	425.51	425.51	425.51
总长期负债	393.78	426.00	425.90	425.80	425.70
股本	293.29	293.29	373.29	373.29	373.29
储备/其他项目	12,335	12,659	15,207	15,490	15,881
股东权益	12,628	12,953	15,580	15,863	16,255
少数股东权益	272.56	317.80	345.45	375.91	409.20
总权益	12,901	13,270	15,925	16,239	16,664

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14.52	14.46	15.05	13.66	12.50
PB	1.50	1.46	1.54	1.52	1.48
EV EBITDA	9.37	8.68	8.06	7.27	6.63
股息率 (%)	3.93	5.20	5.36	5.51	5.67
自由现金流收益率 (%)	1.93	5.18	3.50	6.28	5.24

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2,272	2,421	2,367	2,613	2,894
融资成本	(90.45)	(71.21)	(34.93)	(49.09)	(48.52)
营运资本变动	(69.71)	8.87	(258.35)	128.77	(250.65)
税费	(435.05)	(474.66)	(455.88)	(502.23)	(548.81)
其他	278.39	219.63	(67.87)	(68.25)	(69.51)
经营活动现金流	1,956	2,104	1,550	2,122	1,977
CAPEX	(1,444)	(901.28)	(910.49)	(904.00)	(981.83)
其他投资活动	1,662	(2,304)	104.02	118.15	120.82
投资活动现金流	217.41	(3,205)	(806.47)	(785.85)	(861.01)
债务增加量	(164.44)	(215.22)	(0.10)	(0.10)	(0.10)
权益增加量	0.00	0.00	40.00	0.00	0.00
派发股息	(331.42)	(742.03)	(982.54)	(1,288)	(1,325)
其他融资活动现金流	(209.53)	(240.55)	2,171	49.09	48.52
融资活动现金流	(705.39)	(1,198)	1,229	(1,239)	(1,277)
现金变动	1,470	(2,299)	1,973	97.39	(160.91)
年初现金	3,058	4,527	2,779	4,752	4,849
汇率波动影响	1.87	(0.34)	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,527	2,228	4,752	4,849	4,688

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	15.29	7.70	4.63	5.66	6.58
毛利润	21.86	8.11	(2.54)	6.03	8.05
营业利润	39.24	4.74	(3.66)	11.78	9.32
净利润	34.24	0.46	(3.96)	10.17	9.27
EPS	34.24	0.46	(3.96)	10.17	9.27
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.21	23.30	21.70	21.78	22.08
EBITDA	16.18	16.01	14.96	15.62	16.24
净利润率	10.69	10.01	9.18	9.58	9.82
ROE	11.64	11.41	9.13	9.86	10.50
ROA	8.68	8.71	7.08	7.73	8.05
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(34.87)	(18.98)	(28.25)	(28.31)	(26.62)
流动比率	2.60	2.81	3.13	3.19	2.92
速动比率	1.65	1.83	2.08	2.20	1.88
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.84	0.87	0.83	0.81	0.84
应收账款周转天数	16.74	14.23	14.23	14.23	14.23
应付账款周转天数	51.17	50.50	50.50	50.50	50.50
存货周转天数	111.88	106.29	106.29	106.29	106.29
现金转换周期	77.45	70.02	70.02	70.02	70.02
每股指标 (人民币)					
EPS	5.04	5.06	3.82	4.21	4.60
每股净资产	43.06	44.16	41.74	42.50	43.54

正文目录

核心观点	4
梳理：速冻龙头，顺势而为，谋求转型	5
优势解读：供应链/产品/渠道共筑领先地位	7
供应链：采购、制造、运输三环节共振，实现总成本领先	8
产品：多品类+高性价比，下游客户粘性强	9
渠道：经销为主，BC 兼顾，厂商关系紧密	10
估值复盘：港股相对于 A 股的折价逐渐收敛	11
行业：板块筑底，竞争暂缓，景气绵长	12
短期：筑底态势明确，行业价格战有望同比缓和	12
中长期：餐饮连锁化为大势所趋，速冻食品发展空间广阔	13
如何看待公司未来的增长抓手？	15
多元化：布局新渠道，定制产品有望起量	15
全球化：聚焦东南亚，出海进程初具雏形	16
盈利预测与估值	17
风险提示	21

核心观点

自下而上来看，速冻食品板块基本面改善初现曙光，25Q3 主要企业的收入端已呈现触底改善迹象，价格战未见明显加剧，板块筑底态势明确，伴随主要企业竞争态度趋于理性，26 年行业价格战有望缓和。安井食品为国内速冻火锅料龙头企业，此前的逆境加速行业洗牌，头部企业的优势有望持续强化。本文从公司基本面出发，进行系统性的梳理与公司竞争优势的深入解读，并对公司未来的增长抓手进行展望。

公司层面：速冻龙头，顺势而为，谋求转型

-优势解读：1) 供应链端，公司凭借“销地产”模式实现全国化产能布局、有效节省运输成本，速冻食品企业的原材料成本占比达 76%-77%，公司通过规模采购与参股上游（如新宏业、新柳伍）掌控核心原材料，通过采购、制造、运输三环节共振，实现了总成本领先。

2) 产品端，公司坚持“高质中价”的产品定位与大单品驱动的产品策略，依托“产地研”机制快速响应市场，持续打造爆款并提升产品性价比，下游客户粘性较强。**3) 渠道端**，公司以“贴身支持”模式深度绑定及赋能经销商，同时积极拓展特通与电商、新零售等新兴渠道，形成了 BC 兼顾、高效协同的渠道网络。

-估值复盘：公司港股于 25 年 7 月上市，发行价为 60 港币，上市初期公司港股股价接近 A 股股价的 7 折，25 年 10 月以来，伴随港股流动性改善，公司港股相对于 A 股的折价逐渐收敛。

行业层面：板块筑底，竞争暂缓，景气绵长

-短期来看，随着主要速冻食品企业主动控制费用投放，25Q3 行业利润实现同比正增，释放积极筑底信号。我们判断速冻食品行业长期低价竞争不可持续，主要企业找到从渠道驱动转向产品创新驱动的正确路径，后续竞争有望趋于理性，26 年行业价格战有望同比缓和，为速冻食品企业的盈利修复创造有利条件。

-中长期来看，对比海外发达国家、我国的餐饮连锁化率仍有提升空间（据欧睿，24 年餐饮连锁化率：美国 59.2% > 日本 52.3% > 中国 20.1%），当前我国仍处于餐饮标准化和工业化进程加速阶段，在餐饮端降本诉求与家庭端便捷需求持续增长的双轮驱动下，我们判断速冻食品行业具备广阔的成长空间，未来发展值得期待。

如何看待公司未来的增长抓手？

-多元化布局：公司在巩固传统经销渠道的基础上，积极拥抱 O2O 即时零售、会员制商超、零食量贩店等新渠道。公司在 24 年“全面拥抱定制化”的基础上做了进一步优化，要求在 25 年旺季前明确“全面拥抱商超定制化”的经营思路，通过定制化产品挖掘收入增量，25Q3 公司商超渠道收入同比+28.1%，公司已成功切入多家大型商超定制系统，25 年 11 月黑虎虾滑产品成功进入山姆会员店，产品定制化的成效已得到初步验证。

-全球化扩张：公司的全球化征程优先聚焦饮食习惯与我国更加接近的东南亚市场，该区域 24 年速冻食品市场规模约 107 亿美元（约合 760 亿人民币），预计 25-29 年市场规模 CAGR 达 14.0%，且竞争格局分散、具备整合空间。公司 24 年境外营收 1.7 亿元，海外经销商 249 家，出海进程初具雏形。公司通过全球采购鱼糜与引入西餐产品、实施“引进来”战略，同时将丸类、面米等传统品类向东南亚市场出口、实施“走出去”战略。

区别于市场的观点：市场担忧行业价格战、成本波动、烤肠等新业务对公司盈利能力的负面影响。我们认为公司稳态净利率有望逐步回升，主因：1) 速冻食品行业长期低价竞争不可持续，经销商层面不再愿意承担压库风险，主要企业调整折扣促销力度，后续行业竞争有望趋于理性；2) 公司通过参股或并购上游核心原料企业，有效对冲成本波动的风险，此外，公司的全球采购布局或将进一步整合印尼等国的鱼浆资源，产业链的协同整合有望强化、成本端的稳定性有望凸显；3) 针对部分盈利能力较弱的品种（如烤肠等），公司通过生产端的积极调整、有效应对盈利压力，后续产能投放强化规模效应/产品与渠道结构调整（如推出盈利能力更高的 C 端肉多多烤肠产品）等有望引领公司盈利能力稳步抬升。

梳理：速冻龙头，顺势而为，谋求转型

安井食品为国内速冻火锅料龙头企业，2011年以来，业绩维持稳健增长，收入增速持续领跑速冻食品行业，复盘来看，其发展历程可划分为以下几个阶段：

1) 初创成长期 (2001-2010 年)：稳扎稳打，聚焦产品：公司前身为厦门华顺民生食品有限公司，成立于2001年12月，创立之初，公司聚焦速冻火锅料及速冻面米制品的生产、研发和销售，逐步建成华南、华东地区最大的速冻食品生产基地。

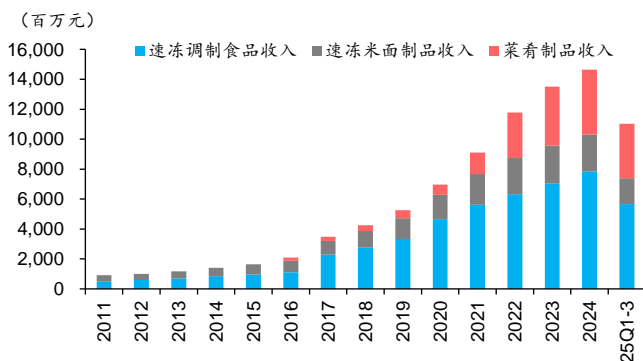
2) 全国拓展期 (2011-2016 年)：BC 端兼顾，全渠道发力，全国化产能不断扩张：2016年公司提出“双剑合璧，餐饮发力”的经营战略，2017年进一步加大对于餐饮渠道的开拓，B端经销商数量大幅增加。产品层面，公司以速冻火锅料为主、面米制品为辅，不断提升产品品质与知名度；产能层面，公司持续进行产能扩张，在厦门和无锡先后投入工厂二期建设，并在辽宁、四川、泰州等地建设新的生产基地，全国化产能布局日益完善。

3) 快速发展期 (2017-2022 年)：主业维持稳健较快增长，发力预制菜业务，增长逻辑不断强化：公司于2017年正式在上交所挂牌上市，2018年开始布局预制菜领域，“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略组合模式行之有效，进一步提升消费者知名度。由于消费习惯变化、使用场景增加、城镇化率提升和居民饮食需求升级，17年以来，公司主营业务增长动能强劲，17-22年录得收入CAGR为26.3%。**主业维度**，19Q3公司推出大单品锁鲜装，2020年疫情爆发后公司顺势调整经营重心，调整战略为“BC兼顾，双轮驱动”，加速布局BC超市，资源向锁鲜装倾斜，陆续完善产品布局；**预制菜业务维度**，公司深挖预制菜蓝海市场，2021年提出“双剑合璧，三路并进”的策略，通过“自产+贴牌+并购”三箭齐发、大力发展菜肴类业务，冻品先生、安井小厨双品牌运作，水产类菜肴通过并购新宏业、新柳伍的方式开展，充分利用到当地的原料优势和行业经验。

4) 谋求转型期 (2023 年至今)：由渠道驱动转向产品&渠道双轮驱动，加大对于产品创新的重视程度，积极拥抱新兴渠道：2023年以来，外部消费环境相对平淡，餐饮消费趋势呈现明显的性价比导向，餐饮行业自身经营承压，导致上游速冻食品行业陷入价格战的泥潭。与此同时，随着消费者选择与购买习惯的变迁，速冻食品行业也面临着渠道多元化、市场碎片化的新格局，在此背景下，安井重新审视战略布局，积极应对市场变革，公司于2025年股东大会上首次提出“由渠道驱动转向产品&渠道双轮驱动”，推出系列新品，加大对于产品创新的重视程度，渠道端，公司在巩固经销渠道优势地位的基础上、积极拥抱大B（特通）/新零售等新兴渠道，寻求新的收入增长点。

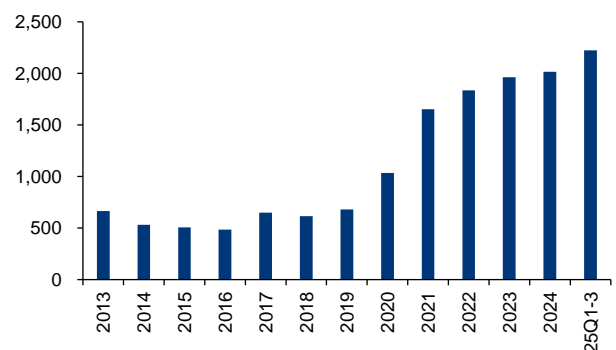
通过20余年的深耕与坚守，安井的龙头地位日益稳固，本章节主要聚焦安井近几年的发展态势，从业绩视角与估值视角深入理解安井的领先优势。

图表1：安井营收复盘



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：经销商数量持续扩张，支撑安井收入稳健增长

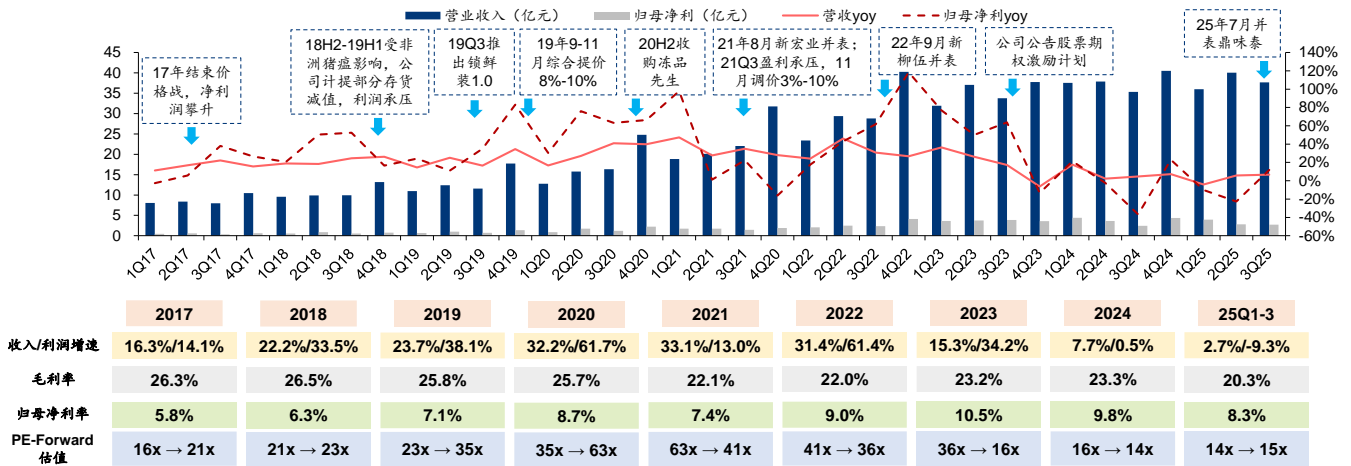


注1：公司未公布2016年的经销商数量，此处我们用16H1的数据替代；

注2：2017年公司加大对于餐饮渠道的开拓，B端经销商数量大幅增加；

资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：安井业绩复盘图



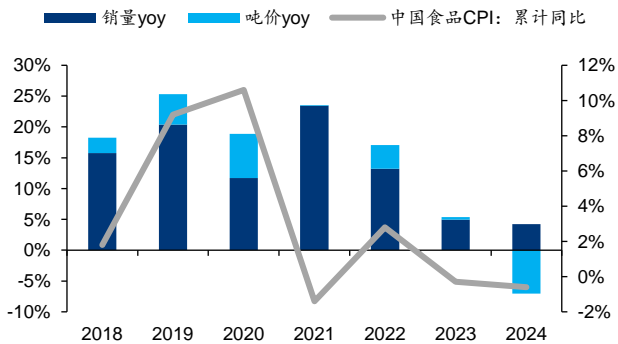
注1：21Q3 公司毛利率同比-8.1pct 至 18.3%，主因会计准则调整（运费由销售费用计入成本）、成本上涨压力、促销折价较多、限电限产影响生产连续性（导致规模效应无法充分释放）；

注2：由于公司港股上市时间较短，图中的 PE-Forward 为 A 股的估值复盘；

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

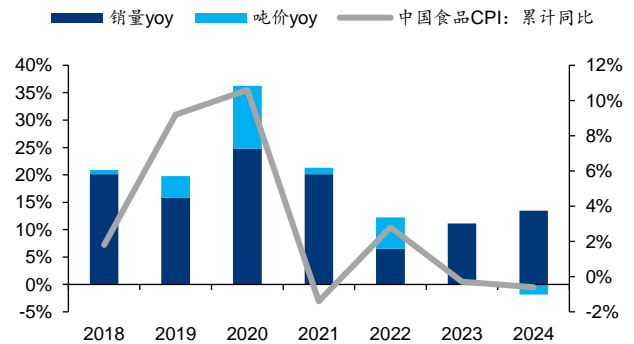
量价复盘：17、18 年公司灵活谨慎跟随提价，欲通过高端新品进一步维护价格体系；19-21 年主动引领“提价权”，再塑龙头形象；24 年行业价格战趋于激烈，公司面米制品与速冻调制食品吨价均呈现同比下滑。乘势消费升级与行业增速回升，安井在 17-18 年采取“跟随性提价”策略，主要通过减少促销等间接手段实现，风险相对较小、灵活性较高，吨价实现同比提升。19 年受非洲猪瘟影响，行业产能下滑严重，7-11 月猪肉批发价从 24 元/kg 上涨至 47 元/kg，同年 9-11 月安井连续三次提价，以应对成本压力。随着市场份额扩大及自身优势凸显，在 19-21 年成本驱动的提价进程中，安井在提价策略上的龙头引领效用也逐渐显现，主动调价的动作占比提升，以上涨的价位塑造高端形象，兑现品牌、产品、渠道等多方面的溢价收益。21Q4 安井率先宣布上调价格 3%-10%，其后海欣、惠发、三全等纷纷紧跟步伐宣布调价。在 21Q4 的调价动作中，安井作为龙头引领提价进程，亦体现了其议价权。23-24 年外部消费环境趋于平淡，行业价格战趋于激烈，23 年公司面米制品和速冻调制食品的吨价同比增幅显著减少，24 年公司吨价同比下滑。

图表4：安井面米制品收入增速量价拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

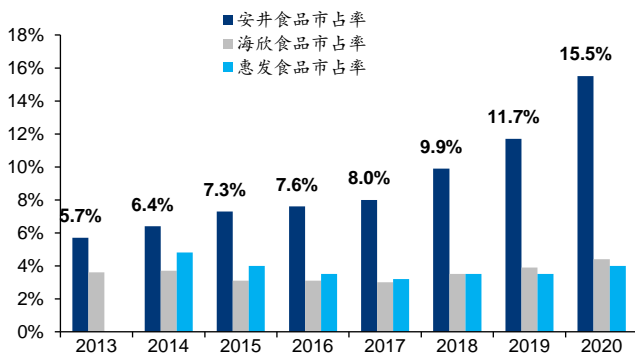
图表5：安井速冻调制食品收入增速量价拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

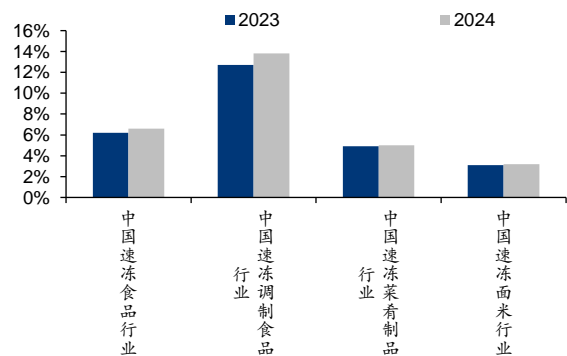
格局复盘：13-16 年速冻食品行业价格战后行业份额加速集中、竞争格局阶段性改善，疫情结束后，行业供过于求、产品同质化程度较高等背景下引发激烈的价格竞争；每一轮变局中，安井都获得了市占率的提升。1) 由于 13-16 年行业增速放缓，伴随持续的价格战竞争、成本上涨和环保压力的加大，中小型企业加速出清，相比之下，龙头安井具有清晰的区域扩张和产能扩张规划，顺利承接了这部分中小型企业退出后让出的市场份额。2) 23 年以来，疫情影响逐渐减少，外部消费环境变化，C 端需求基本保持平稳，餐饮场景需求较弱，带动速冻食品 B 端整体表现平淡，行业供过于求、产品同质化程度较高等背景下引发激烈的价格竞争，安井 24 年在速冻食品行业的市占率却实现了同比提升。**我们认为，资本开支门槛虽然没有构建速冻食品行业进入的绝对壁垒，但连续生产经营能力、区域拓展能力（摆脱运输半径限制的全国化产能建设）、抗风险能力，都使得龙头企业在每一轮变局中收获了更高的市场份额。**

图表6：速冻火锅料行业竞争格局变化



资料来源：中商产业研究院，华泰研究

图表7：安井 23-24 年在速冻食品行业的市占率变化情况

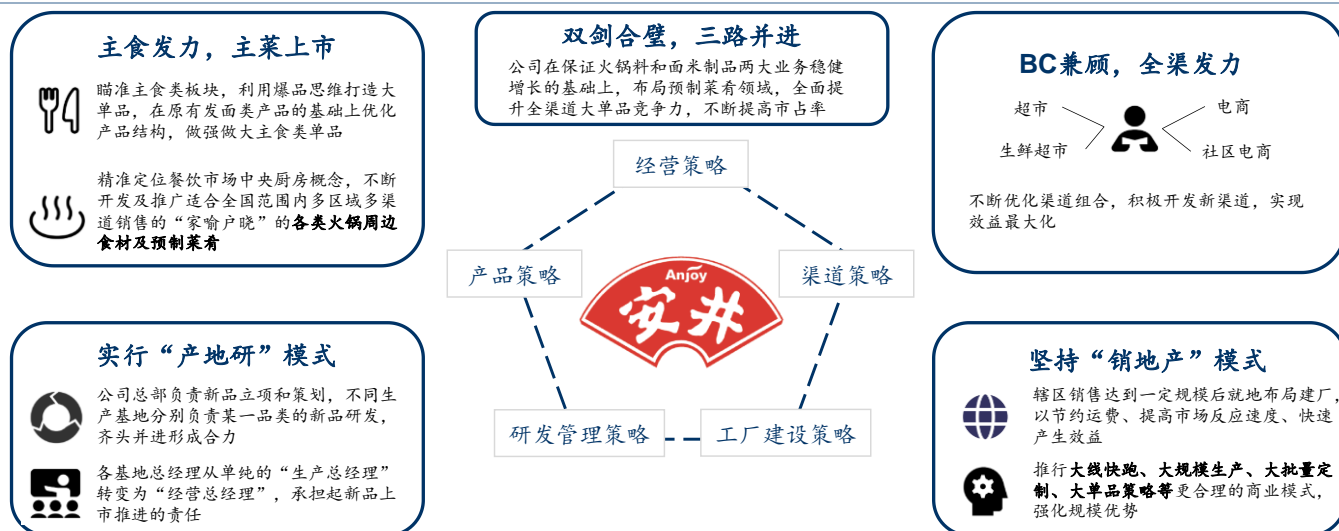


资料来源：公司招股书，华泰研究

优势解读：供应链/产品/渠道共筑领先地位

供应链及渠道能力强化规模效应与成本优势，结合出色的产品打造能力，构建大单品矩阵，流量大单品带动渠道积极性，潜在爆品增强销售动力。安井一直坚持大单品策略，已成功培养出手抓饼、包心鱼丸等过亿大单品，锁鲜装 25 年 1-9 月合计收入超过 11 亿，充分凸显其强劲的产品打造优势及渠道把控能力。**供应链端**，安井全国化产能布局领先，原材料采购规模庞大，因而对上游供应商的议价能力较强，且在原料产地就近建厂，进一步节省运费、提高产品性价比；同时销量强势的大单品工业化程度较高，供应链方面的优势可转化为大单品的规模化优势。**产品端**，安井采取“销地产”和“产地研”模式，及时回应市场并推出新品，通过大单品打开市场突破口后带动其他品类的销售，以突破已有大单品的潜在天花板。安井强大的供应链优势，为其大单品的打造保驾护航，构建起更加丰富的产品矩阵。**渠道端**，安井的渠道团队执行力强、服务效率高，为经销商提供包括开发分销商、召开订货会及户外活动宣传等在内的贴身支持，炼就一批高势能经销商，并在大单品销售突出、其他品类跟随的赋能下，经销商的积极性较高、对公司的粘性也更强；25 年以来，公司在巩固经销渠道优势地位的基础上、积极拥抱大 B（特通）/新零售等新兴渠道，寻求新的收入增长点。

图表8：安井经营策略拆解



资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：安井竞争优势



资料来源：华泰研究

供应链：采购、制造、运输三环节共振，实现总成本领先

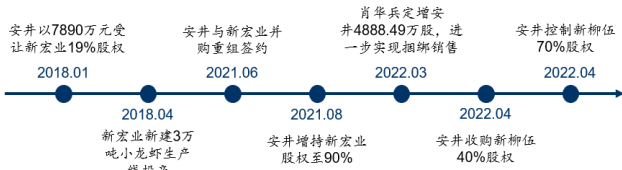
纵向追溯来看，安井的毛利率&净利率均比竞争对手更加稳定，我们判断其能够取得优于同业的成本优势主要来自采购、制造和运输三大环节：

1) 采购优势的来源：自产（自建或并购上游环节）是原材料环节最极致的降本方式。速冻食品行业的上游原材料供应是整个产业链的成本中枢与品质基石，据嘉世咨询《2025速冻食品行业简析报告》，速冻食品的原材料成本在营业成本中占比约76%-77%，说明采购是速冻食品企业最重要的降本环节。大部分原材料均有强大的上游供应商（米面粮油、猪肉等），自建产能的效率不如外采。鱼糜相对缺乏强势上游，公司收购新宏业（国内最大的鱼糜供应商，市场份额超10%，我们预估其80%的鱼糜供应给安井，估计贡献公司约20%的鱼糜采购）、新柳伍（与新宏业同为国内淡水鱼浆供应中的前两名），强化鱼丸产品的成本优势。公司采购规模较大（鱼糜采购占全国淡水鱼糜~50%/海水鱼糜~20%），对上游议价能力较强，可获得更低的采购价与更优的锁价条款。

2) 制造优势的来源：单品规模效应不断释放，自动化水平在行业内处于领先地位。人工效率对应人均产出指标，主要依赖于：①自动化程度：由产品品类和客户需求决定，总体上看公司的自动化水平在行业内处于领先地位；②员工熟练程度：公司员工的熟练程度同样处于行业内的较高水平。机器效率对应产能利用率，伴随公司收入增长，规模效应不断释放，公司的产能利用率始终处于较高水平。

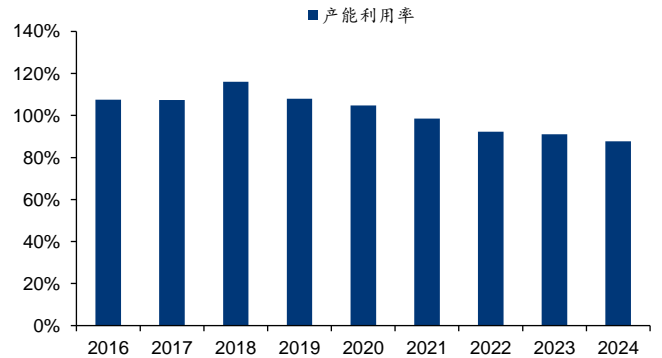
3) 运输优势的来源：销地产带来规模优势与运费节约。冻品运输依赖冷链物流，运输半径较小、成本较高，冻品销售半径一般约300公里。公司采用“销地产”模式，意味着其在全国多地布局产能、从而降低运输成本，并带来规模优势、提升制造效率；此外，公司在全国范围内工厂端的广泛布局，亦可以起到强势区域带动弱势区域的作用。

图表10: 安井上游采购端收并购一览



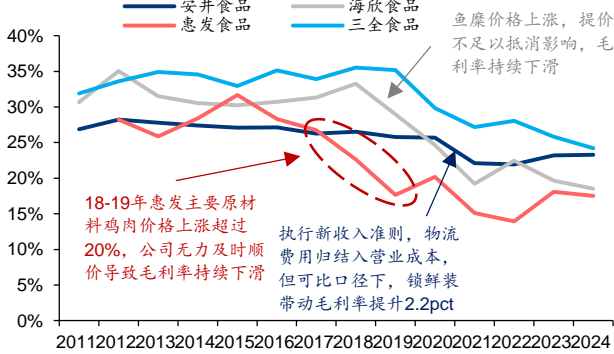
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表11: 安井 16-24 年的产能利用率情况



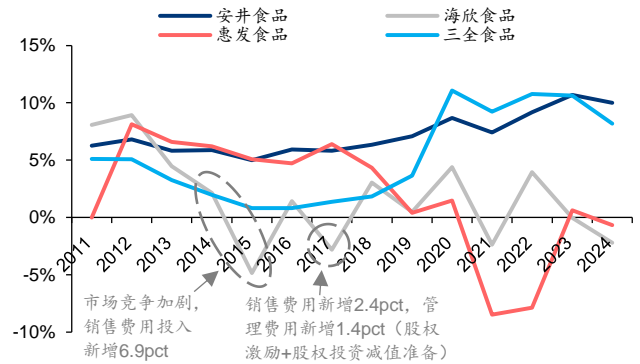
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 安井&海欣&惠发&三全毛利率对比: 安井毛利率相对稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表13: 安井&海欣&惠发&三全净利率对比: 安井净利率相对稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

产品: 多品类+高性价比, 下游客户粘性强

B端采用“高质中价策略”、C端(主要是锁鲜装)采用“高质中高价策略”, 产品具备高于同类竞品的性价比优势。速冻食品产品端的同质化程度较高, 叠加餐饮渠道品牌力弱化(上游供应商的品牌通常不露出)的背景下, 公司凭借产品类别优势、性价比优势(火锅料主要看重肉含量/鱼糜含量)、经销商支持等, 更好地迎合了餐饮流通渠道的市场需求。

图表14: 同类产品对比来看, 安井的含肉量更高

产品	品牌	单价 (元/千克)	蛋白质含量 (克/100克)	脂肪含量 (克/100克)
撒尿牛肉丸	安井	20.8	12.3	16.7
	三全	21.2	12.8	8.2
	海欣	20.9	10.0	14.0
包心鱼丸	安井	16.0	6.0	14.8
	三全	18.2	9.3	7.5
	海欣	17.2	7	15

资料来源: 公司官网, 华泰研究

公司始终坚持大单品战略，每年集中资源培养 1-2 个符合“全渠道通用、全区域适销”标准的“战略大单品”，每年的新品&次新品为公司持续贡献增量收入。单品起量容易建立成本优势，亦便于公司集中考核目标和推广力量，因而公司始终坚持大单品战略。纵向追溯来看，公司具备较强的产品推新能力，25 年公司针对面点品类推出杨枝甘露包、生椰拿铁包等新品，定位品质升级与性价比，对传统的猪肉包、豆沙包等品相进行升级；烤肠品类中重点推广肉多多烤肠，瞄准 C 端家庭消费市场，25 年下半年开始发力，同时将带动公司烤肠品类整体盈利能力提升；火锅料品类中，公司对于锁鲜装坚持持续创新，赋予其更强的成长活力。此外，公司实施“全国性新品+区域性新品”策略，各生产基地每年需推出区域新品 1-3 个，进一步丰富公司产品矩阵。

图表15：安井具备较强的产品推新能力

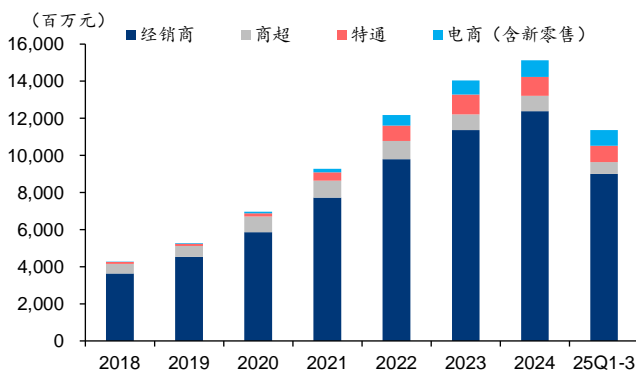
年份	新品
2012	红糖馒头、紫薯包、烧烤香系列、烧鱼板、太湖燕饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列
2015	火龙鱼果、Q鱼板、鱼卷系列、老面馒头系列、三片两肠组合、鱼豆干
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球
2017	小龙虾调味水产品
2018	蛋饺、天妇罗鱼、天妇罗虾、香脆藕盒、香炸藕条、鲑鱼头等
2019	锁鲜装1.0、蒸煎饺、小酥肉
2020	锁鲜装2.0、玲珑装、小笼包
2021	锁鲜装3.0、鱼子虾滑、虾仁福袋、微波馅饼、奶白馒头、红糖糍粑、酸菜鱼、水煮牛肉、糖醋里脊等
2023	锁鲜装4.0、丸之尊2.0
2024	锁鲜装5.0
2025	肉多多烤肠、锁鲜装6.0（预计在25年11-12月上市）、开心包、双色包、象形包、小笼包等

资料来源：公司官网，华泰研究

渠道：经销为主，BC 兼顾，厂商关系紧密

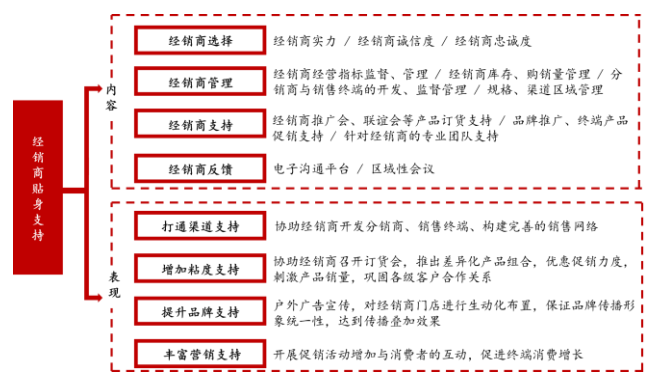
经销渠道为创收的核心驱动力，公司持续提供以“贴身支持”为核心的经销模式，厂商关系紧密。1) 公司选择经销商的标准较高，强调经销商实力和忠诚度。我们认为，冻品行业把握头部经销商的意义重大，如火锅料产品中，小 B 客户相对分散、流动性高的特点使得厂商必须依赖经销商开拓并管理下游客户；速冻米面业务 C 端收入占比较高但直营渠道由于商超维护成本较高，通过经销商对接可以有效转嫁渠道费用。2) 公司持续赋能经销商，扶持经销商由“坐商”→“行商”→“有小视频的平台商”。安井经销模式的成功来自于其对经销商的“贴身支持”，每名经销商约配备 3 名销售人员，公司除了帮助经销商开拓 C 端超市、菜场等终端，还会协助经销商开设线上直播间等新兴营销模式，对于经销商的扶持方式与时俱进，切实站在经销商的角度提供有效帮助。

图表16：安井分渠道收入拆分：经销为主，BC 兼顾



资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：安井以“贴身支持”为核心的经销模式



资料来源：公司公告，华泰研究

行业：板块筑底，竞争暂缓，景气绵长

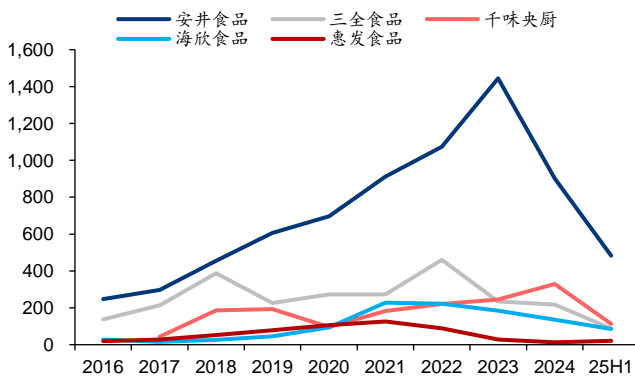
速冻食品板块短期筑底态势明确，26 年行业竞争有望同比缓和，降本增效诉求之下、速冻食品行业景气绵长。短期看，随着主要速冻食品企业主动控制费用投放，25Q3 行业利润实现同比正增，释放积极筑底信号。我们预计行业长期低价竞争不可持续，主要企业找到从渠道驱动转向产品创新驱动的正确路径，后续行业竞争有望趋于理性，26 年行业价格战有望同比缓和，为速冻食品企业的盈利修复创造有利条件。中长期视角下，对比海外发达国家、我国的餐饮连锁化率仍有提升空间（据欧睿，24 年餐饮连锁化率：美国 59.2% > 日本 52.3% > 中国 20.1%），当前我国仍处于餐饮标准化和工业化进程加速阶段，在餐饮端降本诉求与家庭端便捷需求持续增长的双轮驱动下，我们判断速冻食品行业具备广阔的成长空间，未来发展值得期待。

短期：筑底态势明确，行业价格战有望同比缓和

此前行业价格战等因素致各速冻食品企业利润率下行，25Q3 行业竞争激烈程度未见明显加大，各主要企业控制费用投放，最终板块利润实现同比正增，行业盈利能力有所修复，板块筑底态势明确。疫情期间，全国范围内人口流动受到限制，催化宅家品类迅速走热、需求井喷，造成速冻食品终端供不应求，推动行业产能快速扩张，板块资本开支显著加大。后随着疫情影响退散，速冻食品 C 端需求逐步回归平稳，而餐饮场景复苏乏力，导致速冻食品 B 端需求相对平淡。尽管行业资本开支在 23 年后已有所回落，但由于前期扩张产能陆续释放，市场整体仍处于供过于求的状态。在此背景下，行业产品同质化问题日益凸显，新品表现平淡，企业为争夺有限的订单纷纷采取降价策略，致使整个行业深陷价格战泥潭。25Q3 行业竞争激烈程度未见明显加大，各主要企业控制费用投放，最终 CS 速冻食品板块利润实现同比正增，速冻食品行业筑底。参考木丁商超数据，25 年 6 月以来，速冻火锅料的均价已恢复正增，25 年 6-9 月分别同比+0.3%/+2.6%/+3.0%/+1.3%。

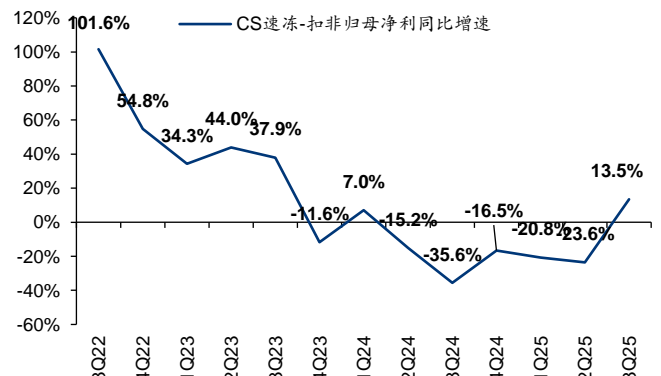
当前餐饮行业的需求正处于一个缓慢恢复、结构分化的阶段。据 Wind，25 年 1-10 月我国社零餐饮实现收入 4.6 万亿元，同比+3.3%，整体增长动能偏弱，但行业内部不同市场、渠道和品类之间，呈现出一定的差异化和新的增长机会，大众市场追求实惠，快餐、小吃等品类需求稳定；高端餐饮则转向提供更具品质和体验感的“精致质价比”服务。据企查查，25Q1-3 我国餐饮企业注册量为 189 万家，同比减少 25 万家，餐饮企业注册量自 24 年以来降速明显。企业注册量的减少说明市场竞争愈加激烈，创业者入局态度趋于谨慎，餐饮行业从“快速扩张”进入“理性增长”阶段。人均消费方面，红餐大数据显示，截至 25Q3，餐饮大盘人均消费金额从 25Q1 的 32.4 元微涨至 25Q3 的 33.0 元，整体人均消费金额逐步企稳。当前餐饮行业处于逐步修复态势，有望托底速冻食品企业的 B 端需求。

图表20：速冻食品行业核心公司资本性开支（百万元）



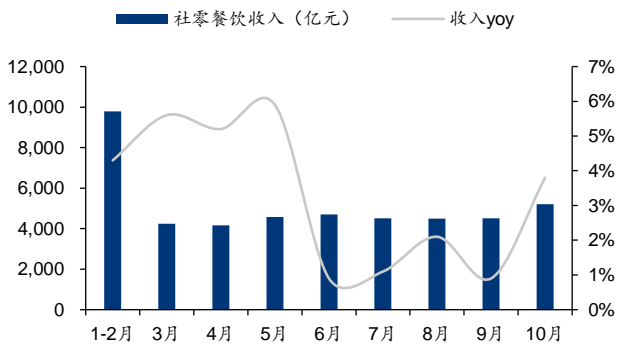
资料来源：Wind，华泰研究

图表21：CS 速冻食品板块扣非归母净利润同比增速情况



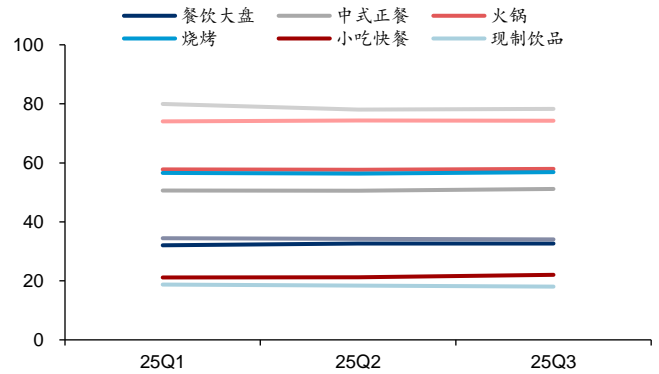
资料来源：Wind，华泰研究

图表22: 25年1-10月全国社零餐饮收入概况



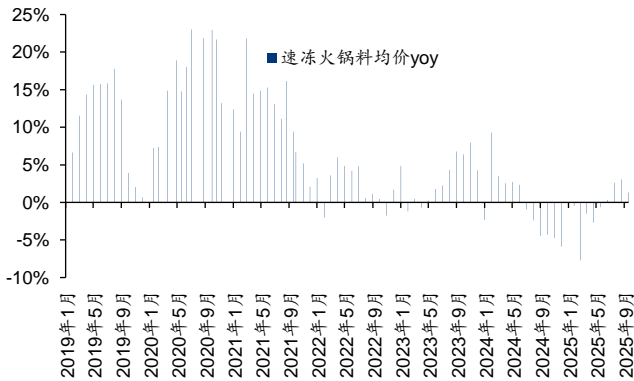
资料来源: Wind, 华泰研究

图表23: 25Q1-3 主要餐饮细分赛道的人均消费情况 (元)



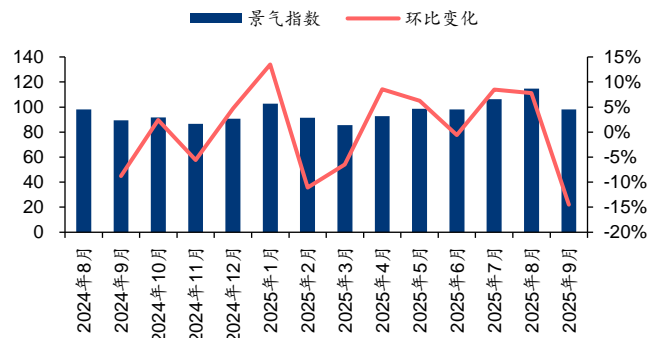
资料来源: 红餐大数据, 华泰研究

图表24: 速冻火锅料均价 yoy



资料来源: 木丁商超数据, 华泰研究

图表25: 24年8月-25年9月全国餐饮行业景气指数走势图



注: 25Q3 全国餐饮行业景气的大幅上升与7-8月的暑假及毕业季聚餐出游有关, 长假假促使家庭出游与外出就餐, 毕业季带来聚会聚餐, 都造就了餐饮行业景气度环比回升;

资料来源: 红餐大数据, 华泰研究

展望来看, 收入端, 期待餐饮需求进一步修复, 支撑速冻食品企业经营趋势向上; 利润端, 经过近两年的行业价格战, 各企业的盈利能力均有明显下滑, 预计行业长期低价竞争不可持续, 后续竞争有望趋于理性, 26年行业价格战有望同比缓和, 各企业持续致力于新品推广、产品结构优化、费效比提升等, 期待行业盈利能力向上修复。

中长期: 餐饮连锁化为大势所趋, 速冻食品发展空间广阔

日本速冻食品行业的黄金发展期为1974-1997年, 此阶段市场规模CAGR达7.8%, 速冻调理食品在速冻食品行业中的占比由60%提升至82%, 驱动因素主要包括: 1) 宏观层面: 1974-1997年日本GDP增速维持年均6.3%的增长态势, 城镇化率进一步提升, 居民收入增长与生活节奏加快等共驱速冻食品行业发展; 2) B端: 随着外食率与餐饮连锁化率不断提升, 下游餐饮客户对标准化、工业化的食材需求增加, 推动速冻调理食品在B端渗透率快速提升; 3) C端: 女性就业率上涨、家庭规模小型化等, 使得此阶段家庭端速冻食品用量同样增长显著。

美国速冻食品行业的黄金二十年锁定在1957-1977年, 此阶段市场规模CAGR为6.6%, 速冻调理食品在速冻食品行业中的占比由8.5%提升至25%, 驱动因素主要包括: 1) 宏观层面: 1957-1977年美国GDP年均增长7.7%, 城镇化率由68%上涨至74%, 宏观经济的良好发展为速冻食品行业的扩容托底; 2) B端: 此阶段餐饮行业实现高增, 连锁快餐的发展带动标准化食材需求提升, 二战后美国连锁快餐巨头麦当劳、肯德基、汉堡王等陆续于1946-1954年成立; 3) C端: 女性就业率由1957年的35.3%提至1977年的45.3%, 家庭规模亦从1957年的3.7人/户缩小至1977年的3.4人/户, 带动速冻食品消费增加。

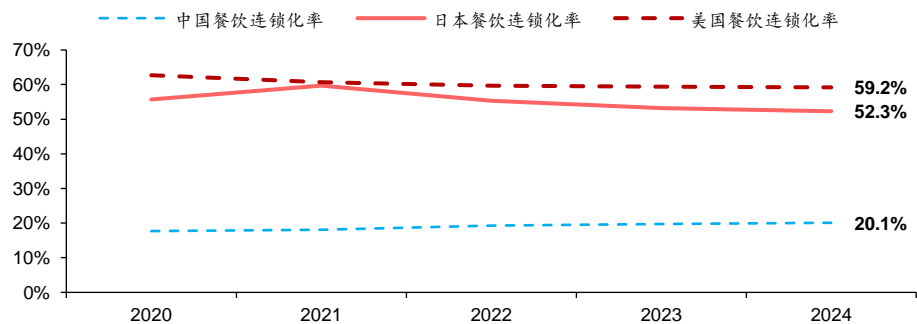
图表26：中国&美国&日本三国的速冻食品行业概况发展对比

		速冻行业情况		宏观经济因素		B端层面因素				C端层面因素		
		速冻食品增速	速冻调理食品占比	GDP增速	城镇化率	外出饮食率	餐饮CAGR	餐饮连锁化率	房租成本增速	人工成本增速	家庭规模	女性就业率
黄金发展二十年	美国 (1957-1977年)	6.6%	8.5%/25%	7.7%	68%/74%	19%/30%	8.2%	60-82年 6.2%/41%	3.2%	7.4%	1960/1977年 3.67/3.37	35.3%/45.3%
	日本 (1974-1997年)	7.8%	60%/82%	6.3%	75%/78%	28%/43%	5.7%	83/97年 6.5%/11.5%	3.9%	4.1%	1980/1995年 3.14/2.82	52%/59%
	中国 (2010-2020年)	10.0%	-	9.4%	50%/64%	25%/35%	8.4%	8.1%/11.4%	9.7%	4.8%	3.10/2.62	68%/73%
黄金期之后	美国 (1977-1987年)	2.5%	25%/23%	8.8%	74%/75%	30%/36%	80-90年 7.18%	06年49.6%	7.2%	8.5%	3.37/3.19	45.3%/53.1%
	日本 (1997-2007年)	2.0%	82%/85%	0.2%	78%/86%	43%/45%	3.1%	97/07年 11.5%/17%	-0.2%	-1.2%	2000/2010年 2.67/2.42	59%/61%

资料来源：Wind，日本统计局，华泰研究

总结日本与美国的速冻食品行业发展历程，行业生命力相对旺盛，背后的驱动因素具有相似性。从产业周期来看，速冻食品行业生命力相对旺盛，成长期或可持续20年以上。从驱动因素来看，外出饮食率与餐饮连锁化率持续提升，叠加人工与租金成本的快速上涨，共同推动了预制半成品与预制成品在B端渗透率的快速增长；此外，女性务工比例上升、家庭小型化等社会变迁为C端速冻食品市场的发展注入了持续的动力。

对比海外发达国家，我国的餐饮连锁化率仍有提升空间，速冻食品发展空间广阔。据欧睿，20-24年美国餐饮连锁化率保持在60%左右，日本餐饮连锁化率维持在50%-60%区间，而中国的餐饮连锁化率虽呈现逐年上升趋势，但24年仅有20.1%，与美国、日本等海外发达国家存在明显差距。餐饮连锁系统的发展对食品标准化&工业化的要求较高，而速冻食品能够很好地适配连锁餐饮在食材统一、品质稳定、高效供应等方面的需求。随着我国的餐饮连锁化率逐步向海外成熟市场靠拢，速冻食品在连锁餐饮供应链体系中的应用场景将持续拓展，后续发展空间广阔。

图表27：中国、日本、美国的餐饮连锁化率对比


资料来源：欧睿，华泰研究

如何看待公司未来的增长抓手？

我们认为公司未来的成长核心抓手将聚焦于多元化与全球化，通过精准对接新渠道新需求、深度布局高潜力海外市场，持续打开增长空间。多元化的核心为拥抱 O2O 即时零售、会员制商超、零食量贩店等新渠道，通过定制化&差异化产品、挖掘增量空间；全球化则优先聚焦于东南亚市场，东南亚区域速冻食品市场空间广阔，竞争格局高度分散，且东南亚国家的饮食习惯与中国接近，中国速冻食品企业或存较大的发展机遇，公司正逐步扩大海外业务的收入规模。

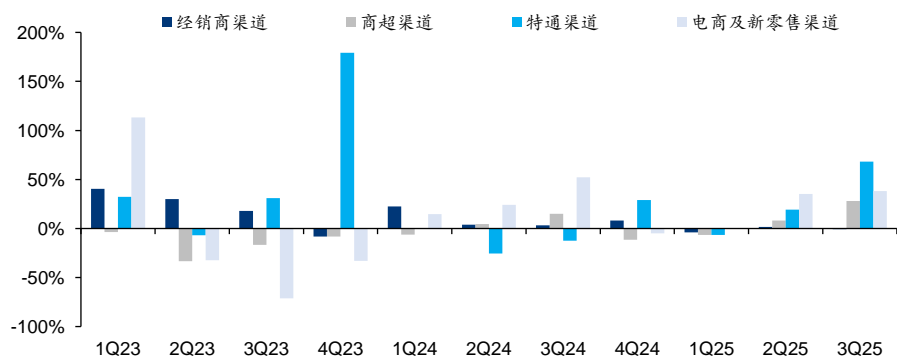
多元化：布局新渠道，定制产品有望起量

当前餐饮零售化趋势显著，速冻产品被加速引入 O2O 即时零售、会员制商超及零食量贩店等。目前餐饮消费正处于存量竞争阶段，传统餐饮与零售的界限日益模糊，速冻产品渗透至消费者的日常生活。所谓餐饮零售化，是指餐饮企业将堂食菜品和品牌势能转化为可标准化、可复制的零售商品形态，进入商超（含会员制商超）、电商、便利店、零食量贩店等渠道，实现全渠道触达，其背后的驱动力主要包括：1) 冷链物流设施的成熟与速冻食品供应链的完善，为餐饮零售化提供基础设施支持；2) 公众居家消费需求在疫情期间得到强化，消费者既追求餐饮级的品质，又注重效率与性价比。

在此背景下，速冻食品已面向新渠道铺开推广：1) **O2O 即时零售**：以美团、叮咚买菜等为代表的 O2O 即时零售渠道已成为重要的线上销售渠道，满足消费者的快速到家需求；2) **会员制商超**：以山姆会员店为代表的会员制商超逐渐赢得消费者的青睐，但会员制商超对于产品品质的要求较高，体现了从“货架思维”到“人本思维”的转型与跃迁，往往需要定制化的速冻产品，有效避免与传统渠道的同质化竞争；3) **零食量贩店**：作为速冻食品行业的新兴渠道，部分迭代的零食店正处于商业模式验证阶段，小规格的便携产品适配其高频、即食的消费场景，若供应链模型跑通，该渠道庞大的门店网络有望成为速冻食品行业重要的增量来源。

公司积极拥抱速冻食品行业新渠道，目前已成功切入多家大型商超定制系统，后续有望发力零食店系统。公司经销商渠道基本保持稳定，未来与经销商合作的思路会与时俱进，希望多开发高毛利的新品、进一步赋能经销商。公司在 24 年“全面拥抱定制化”的基础上做了进一步优化，要求在 25 年旺季前明确“全面拥抱商超定制化”的经营思路，25Q3 公司商超渠道收入同比+28.1%，公司已成功切入多家大型商超定制系统，上架了黄金蛋饺、虾滑球、芝士鱼豆腐等产品，满足商超渠道对于产品差异化的需求，公司为山姆会员店开发的新品有望于 25 年年底上市，贡献收入增量。此外，公司将零食折扣店（如好想来、零食很忙等）作为新零售渠道（如盒马、小象超市等）外的第二工作重点，致力于打造“赛道专业化、渠道平台化、品类多元化、推广爆品化、管理精细化”的生态，帮助经销商进一步向平台商转变，并鼓励经销商去拓展尚未覆盖的渠道，实现对于新渠道的全面拥抱。

图表 28：公司分渠道各季度收入增速



资料来源：公司公告，华泰研究

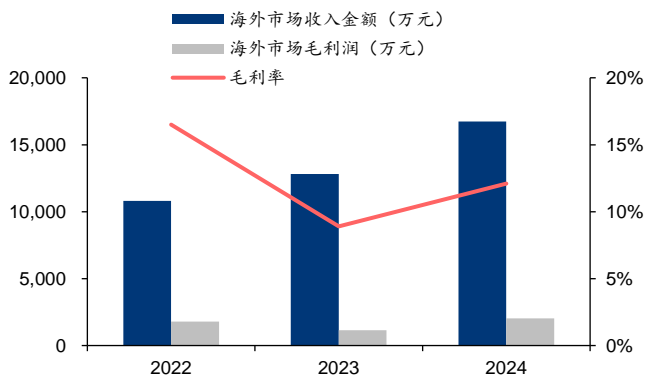
全球化：聚焦东南亚，出海进程初具雏形

伴随海外火锅市场逐渐扩张，速冻产品需求同步增长。据弗若斯特沙利文，2026年海外中式餐饮市场规模有望达4,098亿美元，中国饮食文化出海进程不断推进，海外的中餐馆主要集中在东南亚国家等华人聚居的地区和旅游业发达的地区，海外火锅市场的高景气度或将贡献火锅丸子、牛羊肉卷等速冻产品的需求。

东南亚区域速冻食品市场空间广阔，竞争格局高度分散，且东南亚国家的饮食习惯与中国接近，中国速冻食品企业或存较大的发展机遇。据弗若斯特沙利文数据，东南亚速冻食品行业起步较晚，2024年市场规模约107亿美元（约合760亿人民币），预计25-29年市场规模CAGR达14.0%。从竞争格局来看，东南亚国家的速冻食品行业竞争格局高度分散，2024年CR5合计市占率低于5%，本土无龙头公司，整合机会较大。从食材偏好来看，东南亚国家的消费者同样喜爱鱼糜制品、米面等主食类速冻产品，安井已有的产品或可灵活转化，推广难度较小。从口味倾向来看，东南亚国家的消费者对鲜味、咸味的接受度与中国消费者契合，为安井出海后的产品本土化改造与提升适配度等举措降低了门槛。

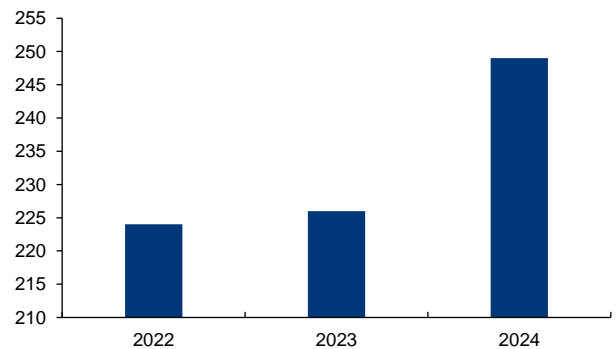
2023年12月公司正式成立海外事业部，系统性加速海外市场拓展，目前公司正通过多维度布局积极推动全球化战略，具体体现在资本储备、生产基础与经营实践三个方面。首先在资本层面，公司于2025年7月4日在港交所挂牌上市，成为国内首家“A+H”上市的速冻食品企业，为其全球化推广奠定基础；其境外业务发展迅速，公司2024年境外营收达1.7亿元，占总营收的1.1%，毛利润约0.2亿元，毛利率为12.1%，截至2024年底，公司海外经销商达249家。其次在生产保障方面，安井在国内拥有13家生产基地，产能布局充足，确保原材料供应稳定。最后在经营实践上，公司此前的出海尝试已见成效，如2021年公司以约523万英镑收购英国功夫食品70%的股份后，功夫食品的营收从2019年的约5080万元增长至2023年的超1亿元。

图表29：公司海外收入与利润



资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：公司海外经销商数量



资料来源：公司公告，华泰研究

公司的出海规划分成“引进来”和“走出去”两部分：1) 引进来：主要指的是鱼糜的全球采购+西餐相关的产品拓展两部分，鱼浆是公司重要的上游原材料，印尼等国的鱼浆资源非常丰富，具备整合空间，在部分西餐相关的速冻产品中，海外更有原材料优势及品牌优势；2) 走出去：由于东南亚区域的人口增长红利仍存，叠加东南亚区域本身具备丸类产品及面食类产品的饮食习惯，公司有望在东南亚区域持续拓展分销渠道。

盈利预测与估值

收入预测:

1) 速冻调制食品: 速冻调制食品为公司经营的基本盘, 公司持续加强锁鲜装的布局力度、推出活鱼现杀嫩鱼丸等新品, 逆势扩张市场份额。25Q3 公司速冻调制食品实现收入 19.1 亿, 同比+6.4%, 较上半年收入同比下滑的态势已有明显改善。伴随餐饮需求的企稳&后续的温和回暖, 叠加公司产品矩阵的进一步丰富, 我们预计公司速冻调制食品的销量有望提速, 预计 25-27 年销量同比+1.7%/+4.9%/+5.8%, 速冻调制食品行业价格战有望于 26-27 年实现同比缓和, 叠加公司毛利率更高的锁鲜装产品收入占比有望进一步提升, 我们预计 25-27 年吨价同比-0.6%/+0.4%/+1.0%。综合来看, 我们预计 25-27 年公司速冻调制食品营收 79.2/83.4/89.2 亿, 同比+1.1%/+5.3%/+6.9%。

2) 速冻米面制品: 24 年速冻米面行业的价格竞争激烈程度高于速冻调制食品, 公司速冻米面制品业务经营承压, 其中销量同比+4.2%/吨价同比-7.1%。25 年以来, 公司速冻米面制品业务仍然承压 (25Q1-3 收入同比-5.4%), 但公司对于速冻米面制品业务进行革新, 产品端推出嵊州小笼包、象形包等特色产品, 渠道端积极拓展定制化大客户渠道, 助力速冻米面制品业务经营改善。我们预计 25-27 年公司速冻米面制品营收 23.0/22.8/23.4 亿, 同比-6.9%/-0.5%/+2.5%, 伴随公司面米新品逐步放量, 26-27 年速冻米面制品业务有望迎来改善, 其中预计 25-27 年销量同比-2.0%/+1.0%/+2.0%, 吨价同比-5.0%/-1.5%/+0.5%。

3) 菜肴制品: 25Q1-3 公司菜肴制品业务实现收入 36.4 亿, 同比+9.2%, 延续了稳健较快增长, 25Q4 伴随旺季到来、部分新品推出, 公司菜肴制品业务收入有望进一步提速。安井小厨持续聚焦鸡肉类预制菜产品, 冻品先生已开发出牛羊肉卷产品、持续贡献收入增量; 烤肠业务中, 25 年公司推出面向 C 端的肉多多烤肠, 助力公司达成经营目标, 9 月开学季动销表现较好; 虾滑业务中, 公司不断丰富产品形态 (25 年已在此前“三角包”产品的基础上有新包装产品面市), 后续有望进入更多定制商超渠道; 小龙虾业务中, 25 年价格端已经企稳, 26-27 年有望迎来改善。我们预计 25-27 年公司菜肴制品营收 49.4/53.6/57.5 亿, 同比+13.6%/+8.5%/+7.3%, 其中预计 25-27 年销量同比+13.0%/+7.7%/+6.2%, 吨价同比+0.5%/+0.8%/+1.0%, 考虑销量基数提高, 26-27 年菜肴业务销量的同比增速或有降速, 但公司处于提升盈利能力的考量、或持续调整&优化自身菜肴业务的产品结构 (如推出盈利能力更高的肉多多烤肠/优化烤肠业务的盈利能力等), 我们预计 25-27 年菜肴业务的吨价有望实现连续的同比正增。

4) 其他业务: 公司于 25 年 7 月并表鼎味泰、进军冷冻烘焙业务, 目前冷冻烘焙业务正处于产能扩张阶段, 考虑冷冻烘焙业务的潜在收入贡献, 我们预计 25-27 年公司其他业务营收 6.7/7.4/8.1 亿, 同比+41.2%/+10.0%/+10.2%。

毛利率预测:

公司成本管控能力较强, 25 年受外部竞争环境影响, 公司毛利率预计有所扰动, 后续随着行业价格战趋于缓和、肉多多烤肠/创新型米面产品等高毛利产品实现放量, 公司毛利率有望得到提振, 我们预计 25-27 年公司毛利率为 21.7%/21.8%/22.1%, 同比-1.6/+0.1/+0.3pct, 具体到各品类, 我们预计 25-27 年速冻调制食品毛利率同比-1.9/+0.1/+0.2pct、速冻米面制品毛利率同比-3.7/+0.1/+0.4pct、菜肴制品毛利率同比持平/持平/+0.2pct。

图表31：安井食品收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	12,183	14,045	15,127	15,827	16,723	17,823
YOY	31.4%	15.3%	7.7%	4.6%	5.7%	6.6%
毛利率	22.0%	23.2%	23.3%	21.7%	21.8%	22.1%
速冻调制食品收入	6,328.84	7,036.28	7,839.07	7,923	8,342	8,921
YOY	12.6%	11.2%	11.4%	1.1%	5.3%	6.9%
销量(吨)	450,592	500,755	568,235	578,018	606,355	641,796
量YOY	6.5%	11.1%	13.5%	1.7%	4.9%	5.8%
吨价(万元/吨)	1.40	1.41	1.38	1.37	1.38	1.39
价YOY	5.8%	0.0%	-1.8%	-0.6%	0.4%	1.0%
毛利率	26.1%	28.3%	29.3%	27.4%	27.5%	27.7%
速冻米面制品收入	2,414	2,545	2,465	2,295	2,283	2,340
YOY	17.6%	5.4%	-3.1%	-6.9%	-0.5%	2.5%
销量(吨)	224,245	235,384	245,320	240,413	242,817	247,674
量YOY	13.2%	5.0%	4.2%	-2.0%	1.0%	2.0%
吨价(万元/吨)	1.08	1.08	1.00	0.95	0.94	0.94
价YOY	3.8%	0.4%	-7.1%	-5.0%	-1.5%	0.5%
毛利率	23.5%	25.6%	24.4%	20.7%	20.8%	21.2%
菜肴制品收入	3,024	3,927	4,349	4,941	5,363	5,752
YOY	111.6%	29.8%	10.8%	13.6%	8.5%	7.3%
销量(吨)	148,339	196,859	245,870	277,951	299,268	317,800
量YOY	38.7%	32.7%	24.9%	13.0%	7.7%	6.2%
吨价(万元/吨)	2.04	1.99	1.77	1.78	1.79	1.81
价YOY	52.6%	-2.2%	-11.3%	0.5%	0.8%	1.0%
毛利率	11.4%	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%	12.0%
其他业务收入	416	537	474	668	735	810
YOY	145.5%	29.3%	-11.9%	41.2%	10.0%	10.2%
毛利率	27.1%	29.5%	-8.0%	60.0%	50.0%	45.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率预测：

近两年来，在速冻食品行业价格竞争加剧的背景下，公司对于销售费用的管控仍较为严格，销售费用率自22年以来，持续保持同比下行态势，我们预计25-27年公司费效比仍有进一步提升空间，预计25-27年销售费用率6.3%/6.2%/6.1%，同比-0.2/-0.1/-0.1pct；考虑25-27年股权激励费用的影响，我们预计25-27年管理费用率2.8%/2.5%/2.5%，同比-0.5/-0.3pct/持平。

图表32：安井食品费用率预测明细

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.2%	6.6%	6.5%	6.3%	6.2%	6.1%
管理费用率	2.8%	2.7%	3.3%	2.8%	2.5%	2.5%
研发费用率	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
财务费用率	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.3%

资料来源：华泰研究预测

我们预计公司25-27年营收为158.3/167.2/178.2亿，同比+4.6%/+5.7%/+6.6%，归母净利润14.3/15.7/17.2亿，同比-4.0%/+10.2%/+9.3%，对应25-27年EPS为4.28/4.71/5.15元，25年盈利能力仍有承压，26-27年公司归母净利率有望同比修复。

图表33：安井食品归母净利润预测明细（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1,101	1,478	1,485	1,426	1,571	1,717
净利率	9.2%	10.7%	10.0%	9.2%	9.6%	9.8%
同比	61.4%	34.2%	0.5%	-4.0%	10.2%	9.3%

资料来源：华泰研究预测

我们采用 PE 估值法与 DCF 估值法对于公司价值进行评估，我们以 PE 估值法作为主要的目标价依据，用 DCF 估值法对于公司内生价值进行解读。

-PE 估值法

我们选取了主要的 A 股上市速冻食品企业作为可比公司，可比公司 26 年 PE 均值 24x(Wind 一致预期)，且同行业 AH 上市较久的青岛啤酒自 2020 年以来的 HA 平均折价率为 32%。公司上市初期公司 HA 折价率约 30%，但 2025 年 10 月以来，伴随港股流动性改善，HA 折价逐渐收敛，因此给予公司 H 股 20%折价，对应 H 股目标价 99.38 港币。

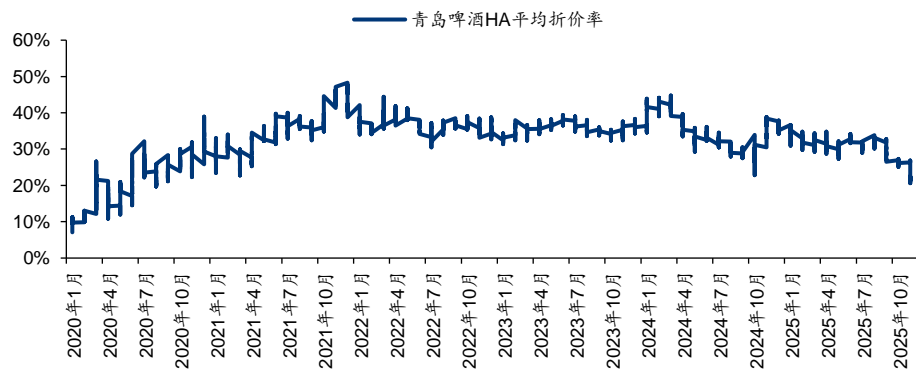
图表34：可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)					EPS (元)				25-27 净利 CAGR
		2025/12/5	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
千味央厨	001215 CH	3,669	45	46	38	33	0.84	0.81	0.99	1.15	11%		
立高食品	300973 CH	6,545	24	19	16	14	1.58	2.00	2.39	2.78	21%		
三全食品	002216 CH	10,207	19	19	17	16	0.62	0.62	0.67	0.72	5%		
平均值		6,807	29	28	24	21	1.01	1.15	1.35	1.55	12%		
中间值		6,545	24	19	17	16	0.84	0.81	0.99	1.15	11%		

注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表35：2020 年以来的青岛啤酒 HA 平均折价率



资料来源：Wind，华泰研究

-DCF 估值法

现金流预测：两阶段预测：1)我们预计 2030 年公司收入有望达 212.1 亿元(25-30 年 CAGR 为 5.8%)，对应 2030 年公司 EBIT 有望达 28.6 亿元(25-30 年 CAGR 为 7.0%)，对应 2030 年公司 FCF (自由现金流) 有望达 15.8 亿元；2) 2031-2035 年，假设收入增速由 2030 年的 5.7% 每年逐年下降 0.6pct，对应 2035 年公司收入有望达 256.6 亿元(31-35 年 CAGR 为 3.9%)，对应 2035 年公司 EBIT 有望达 36.8 亿元(31-35 年 CAGR 为 5.2%)，对应 2035 年公司 FCF 有望达 19.9 亿元(31-35 年 CAGR 为 4.7%)。此外，我们假设永续增长率 g 为 0.8% (后续我们对于永续增长率进行敏感性测算)。

图表36: 自由现金流预测 (单位: 百万元)

自由现金流预测	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入	14,045	15,127	15,827	16,723	17,823	18,942	20,074	21,214	22,291	23,290	24,193	24,986	25,655
YoY	15.3%	7.7%	4.6%	5.7%	6.6%	6.3%	6.0%	5.7%	5.1%	4.5%	3.9%	3.3%	2.7%
息税前利润	1,848	1,906	1,854	2,042	2,248	2,473	2,671	2,858	3,040	3,217	3,384	3,540	3,681
YoY	34.8%	3.1%	-2.7%	10.1%	10.1%	10.0%	8.0%	7.0%	6.4%	5.8%	5.2%	4.6%	4.0%
息税后利润	1,407	1,451	1,412	1,555	1,712	1,884	2,034	2,177	2,316	2,450	2,578	2,696	2,804
+折旧及摊销	409	487	556	600	639	607	577	548	520	494	470	446	424
-营运资金变化	-168	224	-106	-68	-84	-86	-79	-83	-83	-82	-83	-82	-82
-资本支出	-1,444	-901	-918	-903	-945	-985	-1,024	-1,061	-1,092	-1,118	-1,137	-1,149	-1,154
自由现金流	203	1,261	945	1,185	1,322	1,419	1,508	1,580	1,661	1,745	1,828	1,911	1,991
YOY	520.1%	-25.1%	25.4%	11.6%	7.4%	6.2%	4.8%	5.1%	5.0%	4.7%	4.5%	4.2%	

资料来源: Wind, 华泰研究预测

WACC 假定条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况, 我们假定有效税率为 23.8%, 目标债务资本占比为 24%, 贝塔系数为 1.0 (根据 Wind BETA 计算器计算近 10 年中信食品饮料行业加权调整贝塔值), 无风险利率采用 10 年期国债到期收益率为 2.0%, 我们假设风险溢价为 6.0%, 债务资本成本为 2.5%, 计算得出 WACC 值为 6.5%。

图表37: WACC 假定条件

税率	23.8%
目标债务资本占比	24%
贝塔系数	1.0
无风险收益率	2.0%
风险溢价	6.0%
权益资本成本	8.0%
债务资本成本	2.5%
税后债务资本成本	1.9%
WACC	6.5%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

DCF 估值结果: 未来现金流折现至 2025 年, 得出公司的权益价值为 331.1 亿元, 对应每股权益价值为 99.41 元 (约合 109.25 港币), 内在价值具备支撑。

图表38: DCF 估值结果 (单位: 百万元)

预测期自由现金流现值	12,213
自由现金流终值	34,985
永续自由现金流现值	18,573
企业价值	30,785
净现金, 少数股东权益	2,320
权益价值	33,105

资料来源: Wind, 华泰研究预测

敏感性分析: 我们对 WACC 和永续增长率进行敏感性分析, 我们看到, 若永续增长率在原始假设值的基础上提升 0.4pct 至 1.2%, 就会使公司权益价值上升至 345.8 亿元, 较原始估值上升 4.4%; 若 WACC 在原始假设值基础上提升 0.5pct 至 6.8%, 则公司权益价值将下降至 305.5 亿元, 较原始估值下降 7.7%。

图表39: 公司权益价值敏感性分析 (单位: 百万元)

公司权益价值	永续增长率						
	-0.4%	0.0%	0.4%	0.8%	1.2%	1.6%	-0.4%
5.3%	34,616	36,107	37,831	39,847	42,233	45,105	34,616
5.8%	31,969	33,178	34,559	36,151	38,006	40,196	31,969
WACC	6.3%	29,709	30,703	31,826	33,105	34,576	29,709
6.8%	27,760	28,585	29,510	30,553	31,739	33,100	27,760
7.3%	26,061	26,753	27,523	28,384	29,354	30,455	26,061

资料来源: Wind, 华泰研究预测

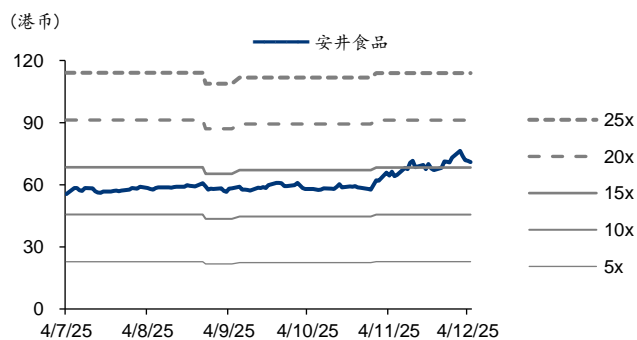
风险提示

行业竞争加剧。近两年来，速冻食品行业需求增长乏力，各品牌纷纷加大营销和价格竞争的力度，若竞争加剧，则对公司盈利情况可能造成不良影响。

新品推出不及预期。公司未来将继续推出创新型产品，若销售情况不及预期，会对公司造成业绩扰动。

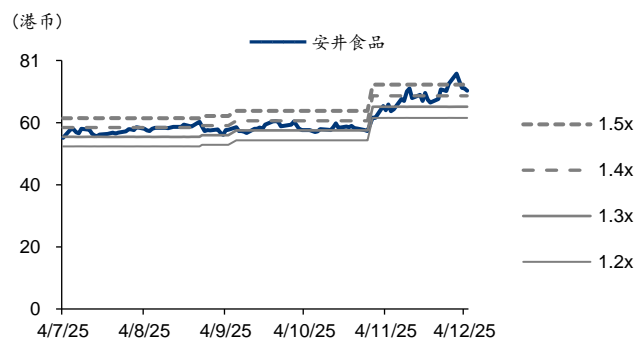
食品安全风险。食品安全事件对行业和公司发展带来的影响深远，若出现传播范围较广的食品安全问题，将对消费者产生重大影响，从而带来风险。

图表40：安井食品 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表41：安井食品 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 安井食品（2648 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 安井食品（2648 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 安井食品（2648 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 安井食品（2648 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 安井食品（2648 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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(含此期间的股息回报)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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准

中性: 预计行业股票指数基本与基准持平

减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上

增持: 预计股价超越基准 5%~15%

持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策

无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司