

并购拓新城，转型释空间

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个	3 个月	12 个月
相对收益	-2.6	11.4	-15.6
绝对收益	0.2	13.3	0.7

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 并购开拓市场，龙头地位稳固

安井食品凭借其全国化的产业布局、深度覆盖的渠道网络以及成功的大单品策略，已稳固确立了中国速冻食品行业的龙头地位。根据安井食品港股招股说明书，按 2024 年收入计，公司以 6.6% 的市场份额位居行业第一。在细分领域，其领导地位更为凸显，在速冻调制食品市场以 13.8% 的份额排名第一，是第二名的约五倍；在速冻菜肴制品市场以 5.0% 的份额位列榜首，超过第二名至第四名份额总和；在速冻面米制品市场排名第四，市场份额为 3.2%。

2025 年，公司主动由“渠道驱动”转向“新品驱动”，通过收购江苏鼎味泰 70% 股权及鼎益丰 100% 股权，快速切入冷冻烘焙赛道，产品涵盖吐司、菠萝包、司康等热门品类，延伸版图，打造第二增长曲线。

□ 国内市场集中度有待提升，东南亚空间广阔

全球速冻食品仍处于扩容阶段。根据安井食品（港股）招股说明书，2024 年全球速冻食品市场规模已达 4177 亿美元，预计 2024-2029 年复合增速约 6.0%，2029 年将逾 5500 亿美元。北美、西欧与亚洲仍为三大核心区域，其中亚洲凭人口基数与消费迭代，预计 2024-2029 年以 7.8% 的复合增速引领全球。

成熟市场如美、英、日等，市场规模增长稳定，集中度居高。根据安井食品（港股）招股说明书 2024 年美国、英国、日本 CR5 分别为 43%、40%、70%，龙头品牌、渠道与供应链壁垒深厚。中餐全球化浪潮下，火锅、麻辣烫等业态加速出海，为速冻调制食品提供本地化生产与出口贸易的结构性窗口。

中国是全球速冻食品行业第二大单体市场，渗透率较低，行业呈“低集中度+高增速”的格局。根据安井食品（港股）招股说明书 2024 年我国速冻食品行业规模约 314 亿美元，处成长期，CR5 仅 15%，整合空间广阔。2024 年，中国人均速冻食品消费量为 10.0 千克，远低于成熟市场（即美国为 62.6 千克、英国为 45.9 千克及日本为 25.3 千克）。预计 2024-2029 年中国整体市场复合增速 9.4%，领跑全球主要经济体。速冻菜肴（预制菜）作为明星子赛道，未来五年复合增速约 16%，为行业增量主引擎。

东南亚等新兴市场起步晚、渗透率低。2024 年规模约 107 亿美元，预期 2024-2029 年复合增速高达 14.0%，为全球最快。区域格局高度分散，CR5 不足 5%，本土龙头缺位。人口红利、城镇化提速、便捷饮食趋势及与中国趋同的饮食习惯共筑需求底座。

□ 投资建议

公司由渠道驱动转向新品驱动，并切入冷冻烘焙板块，版图进一步扩大。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 158.36、169.68、184.38 亿元，同比增长 4.69%、7.15%、8.66%。归母净利润分别为 14.15、15.66、17.50 亿元，同比增长-4.73%、10.73%、11.74%。EPS 分别为 4.24、4.70、5.25 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

新品销售不及预期；消费恢复不及预期；原材料价格波动风险；食品

安全问题；市场竞争加剧。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15126.65	15836.09	16968.37	18437.83
同比	7.70%	4.69%	7.15%	8.66%
归母净利润	1484.83	1414.59	1566.40	1750.36
同比	0.46%	-4.73%	10.73%	11.74%
毛利率	23.30%	21.42%	21.64%	21.88%
ROE	11.46%	10.37%	10.86%	11.45%
每股收益 (元)	4.46	4.24	4.70	5.25
PE	18.30	19.21	17.35	15.52

资料来源：ifind、湘财证券研究所

正文目录

1 公司概况.....	3
1.1 历史沿革.....	3
1.2 品牌：并购开拓市场，龙头地位稳固.....	3
1.3 产品：速冻菜肴持续增长，外延并购拓展业务边界.....	5
1.4 渠道：国内多元化渠道，海外布局启航.....	7
2 行业：国内市场集中度有待提升，东南亚空间广阔.....	8
2.1 全球速冻品仍在扩容，市场集中度较高.....	8
2.2 我国速冻品渗透率低、市场大.....	10
2.3 新品新渠道打造新空间.....	13
3 盈利预测与投资建议.....	14
4 风险提示.....	16

图表目录

图 1 公司营收及增速.....	4
图 2 公司归母净利润及增速.....	4
图 3 公司毛利率.....	5
图 4 安井食品产品矩阵.....	6
图 5 公司营收结构（分产品，%）.....	6
图 6 公司毛利率（分产品，%）.....	6
图 7 公司营收结构（分渠道，%）.....	7
图 8 公司毛利率（分渠道，%）.....	7
图 9 公司营收结构（分地区，%）.....	8
图 10 公司毛利率（分地区，%）.....	8
图 11 公司经销商个数及增速.....	8
图 12 公司境外经销商个数.....	8
图 13 全球速冻食品行业按地区划分的市场规模（按收入计）.....	9
图 14 我国速冻食品市场规模及增速（按收入计）.....	10
图 15 我国速冻食品市场结构.....	10
图 16 我国速冻调制食品市场规模及增速（亿元，%）.....	11
图 17 我国速冻菜肴制品市场规模及增速（亿元，%）.....	11
图 18 我国速冻面米制品市场规模及增速（亿元，%）.....	11
图 19 我国餐饮连锁化率.....	12
图 20 我国团餐行业市场规模.....	12
图 21 我国冷藏车保有量.....	12
图 22 火锅丸类市场份额.....	14

表 1 部分国家及地区速冻食品行业的市场规模及行业集中度.....	9
表 2 速冻食品重点类目销售额/销售件数同比变化.....	13
表 3 2025H1 线下渠道中， 餐饮各类目份额及销售额同比.....	14
表 4 分产品盈利预测（百万元）	15
附表 5 安井食品财务报表以及相应指标.....	17

1 公司概况

1.1 历史沿革

安井食品 2001 年创立于厦门，2017 年在上海证券交易所挂牌上市。创立初期，公司产品仅在厦门、无锡等周边区域销售，销售半径有限。此后，公司持续强化渠道建设，以华东地区为中枢，逐步构建辐射全国的营销网络。

2017 年上市后，公司相继实施多项战略举措：

1. 2018 年提出“三剑合璧、餐饮发力”经营方针，在巩固火锅料制品主业、面米制品辅业的同时，切入速冻菜肴赛道；

2. 2020 年推出副品牌“冻品先生”，定位餐饮食材，正式进军餐饮渠道，加快速冻菜肴布局；

3. 2021 年，公司确立“双剑合璧（安井+冻品先生）、三路并进（火锅料、米面制品、菜肴制品）、主食发力、主菜上市”的策略，渠道端实施“BC 兼顾、全渠发力”，渠道扫盲，全面介入预制菜行业。2021-2022 年先后收购湖北新宏业及新柳伍部分股权、英国速冻食品企业 Oriental Food Express Limited，向上游淡水鱼糜、速冻调味小龙虾延伸，并初步试水国际化；

依托“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，公司已形成经销、商超、特通直营、电商、新零售五大立体化网络，在稳固餐饮供应链 B 端基本盘的同时，精准捕捉 C 端消费升级趋势，实现从餐饮后厨到家庭餐桌的全场景覆盖，为持续增长奠定坚实基础。

2025 年，公司主动由“渠道驱动”转向“新品驱动”，通过收购江苏鼎味泰 70% 股权及鼎益丰 100% 股权，快速切入冷冻烘焙赛道，产品涵盖吐司、菠萝包、司康等热门品类，延伸“多元化烘焙”版图，打造第二增长曲线。

1.2 品牌：并购开拓市场，龙头地位稳固

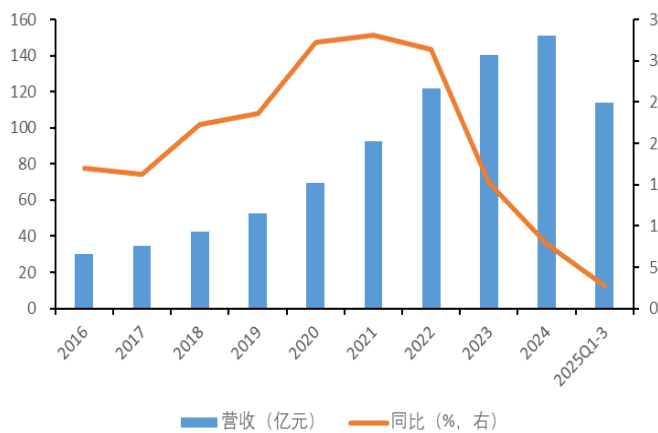
安井食品凭借其全国化的产业布局、深度覆盖的渠道网络以及成功的大单品策略，已稳固确立了中国速冻食品行业的龙头地位。根据安井食品港股招股说明书，按 2024 年收入计，公司以 6.6% 的市场份额位居行业第一。在细分领域，其领导地位更为凸显，在速冻调制食品市场以 13.8% 的份额排名第一，是第二名的约五倍；在速冻菜肴制品市场以 5.0% 的份额位列榜首，超过第二名至第四名份额总和；在速冻面米制品市场排名第四，市场份额为 3.2%。

根据公司港股招股说明书，目前，公司在国内布局 12 个国内生产基地和 1 个海外生产基地，拥有 2000 余家一级经销商，公司的产品深度渗透至从大润发、永辉等大型商超，到张亮麻辣烫、半天妖烤鱼等餐饮连锁，乃至多元化的新兴零售终端，形成了强大的渠道掌控力。

为持续驱动增长并应对市场多元化需求，公司已构建起清晰高效的“主品牌+子品牌”协同矩阵。主品牌“安井”通过锁鲜装系列、虾滑、丸之尊等高附加值产品，持续向中高端市场进阶，巩固品牌价值。子品牌则精准卡位细分赛道：安井小厨聚焦小酥肉、荷香糯米鸡等家庭便捷菜肴；安井冻品先生主打牛羊肉卷、黑鱼片等火锅及餐饮食材；通过并购整合的新宏业、新柳伍则强化了在水产品类的产业链优势；而对英国功夫食品的投资则开启了国际化布局的初步探索。

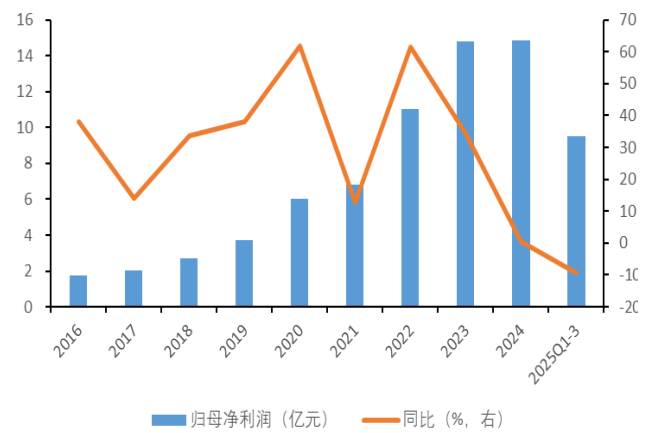
2021 年之后，子品牌并入报表，扰动整体毛利率。近年，受市场竞争压力增大，公司适度加大促销力度以提升市场份额，另部分原材料价格上升，毛利率有所承压。

图 1 公司营收及增速



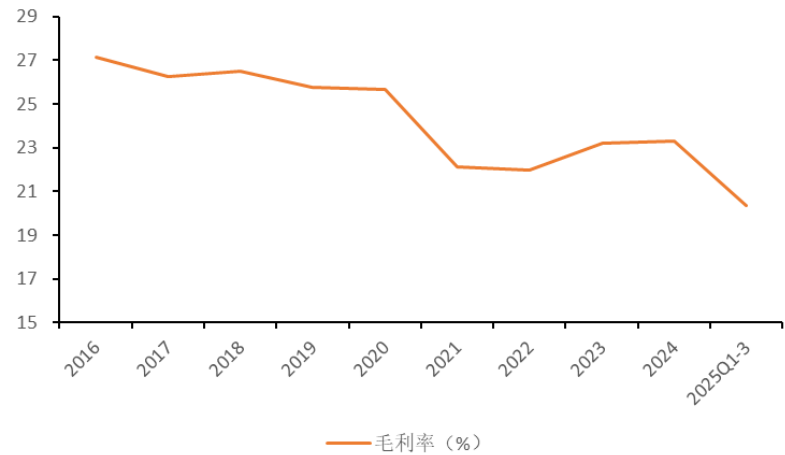
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图3 公司毛利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.3 产品：速冻菜肴持续增长，外延并购拓展业务边界

安井食品凭借深厚的技术积累与敏锐的市场洞察，已构建起覆盖速冻食品主流赛道、层次清晰、协同高效的产品矩阵。根据公司 2025 年半年报，公司拥有超过 500 种产品，是业内产品线最为丰富的企业之一，并通过“主品牌引领、子品牌深耕”的多品牌策略，实现了对 B 端、C 端及不同价格带市场的精准覆盖与深度渗透。

公司的产品体系以速冻调制食品、速冻菜肴制品和速冻面米制品三大品类为基石，并在各领域均占据重要市场地位。

1、速冻调制食品（火锅料核心）：作为传统优势业务，主要由“安井”主品牌主导。产品包括鱼豆腐、鱼丸、撒尿肉丸、烤肠等经典品类，凭借稳定的品质、领先的规模和强大的渠道网络，持续巩固公司在火锅料市场的龙头地位，并为整体业务提供稳定的现金流和利润支撑。

2、速冻面米制品：该品类同样由“安井”主品牌主导，主打烧麦、奶香馒头、手抓饼、红糖发糕等产品。公司通过持续的产品创新与渠道精耕，在家庭早餐及主食场景中建立了坚实的消费者基础。

3、速冻菜肴制品：这是公司近年来战略投入的核心，也是践行多品牌策略的主战场。产品矩阵呈现高度协同性：

- **“安井”品牌：**定位中高端及全渠道大单品，如虾滑、蛋饺等。
- **“安井小厨”品牌：**聚焦家庭厨房便捷化菜肴，核心产品包括小酥肉、荷香糯米鸡等调理制品。
- **“安井冻品先生”品牌：**侧重餐饮流通及火锅食材，提供酸菜鱼、黑

鱼片、牛羊肉卷、藕盒等产品。

- “新宏业”、“新柳伍”品牌：作为通过并购整合的专业子品牌，专注于小龙虾尾、调味小龙虾等水产类预制菜肴，在上游原料把控和细分品类深度上形成独特优势。

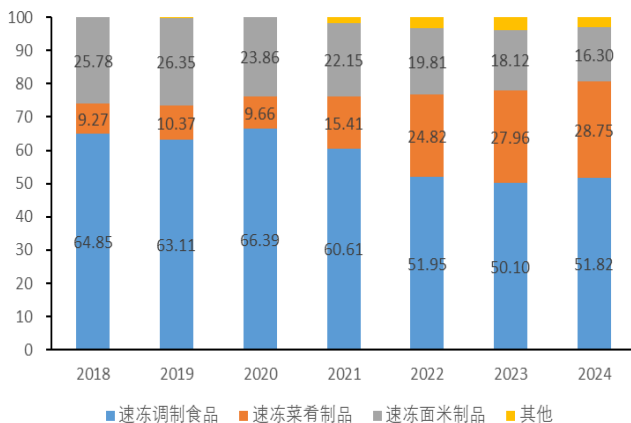
为把握消费趋势与市场机遇，公司积极通过外延并购拓展业务边界。2025年7月，公司通过收购江苏鼎味泰及鼎益丰食品，成功将业务延伸至冷冻烘焙赛道。新增产品包括吐司、菠萝包、司康、软欧包及贝果等，这不仅丰富了公司的产品组合，更打开了面向茶饮、咖啡、便利店及家庭烘焙等高增长潜力的新市场，为公司长期发展注入新动能。

图4 安井食品产品矩阵



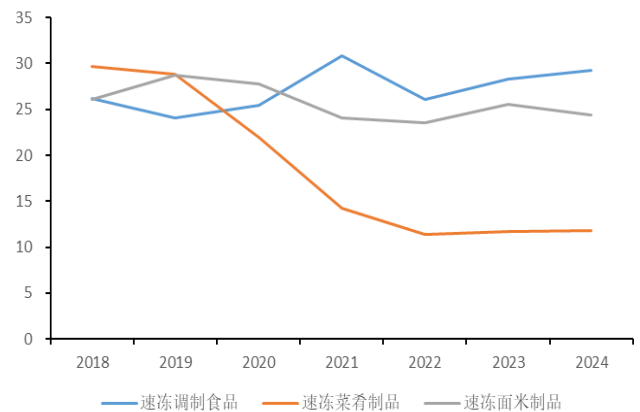
资料来源：安井食品招股说明书（港股）、湘财证券研究所制作

图5 公司营收结构（分产品，%）



资料来源：安井食品年报（2018-2024年）、湘财证券研究所

图6 公司毛利率（分产品，%）



资料来源：安井食品年报（2018-2024年）、湘财证券研究所

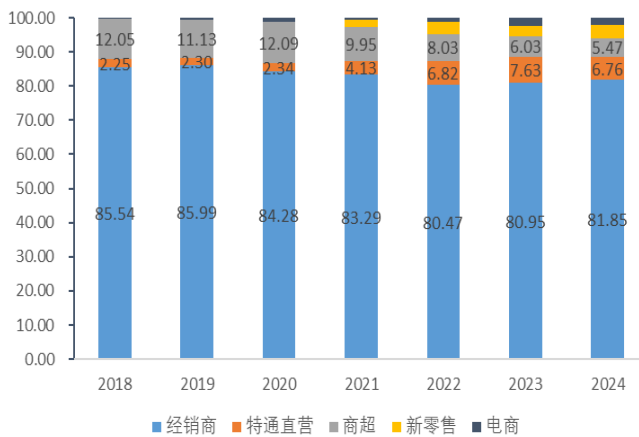
1.4 渠道：国内多元化渠道，海外布局启航

分渠道看，公司以经销商渠道为主，特通直营、新零售、电商渠道占比逐步提升。2022年起，公司在夯实传统渠道的同时，系统挖掘京东、天猫等平台电商潜能，并与前置仓电商深度绑定，电商渠道增速显著；叠加新宏业、新柳伍并表，特通直营、新零售、电商收入占比进一步提升。特通直营聚焦头部连锁餐饮、星级酒店、休闲食品及大型企业团购等B端大客户。2024年，公司营业收入中，经销商、特通直营、商超、新零售、电商分别占比81.85%、6.76%、5.47%、3.85%、2.07%；毛利率方面，商超与电商渠道领跑全渠道。

分区域看，公司以华东为大本营，全国化渗透持续加深，国际化初见成效。2024年，华东、华北、华中、东北、华南收入占比依次为64.8%、22.17%、19.28%、12.96%、12.65%。

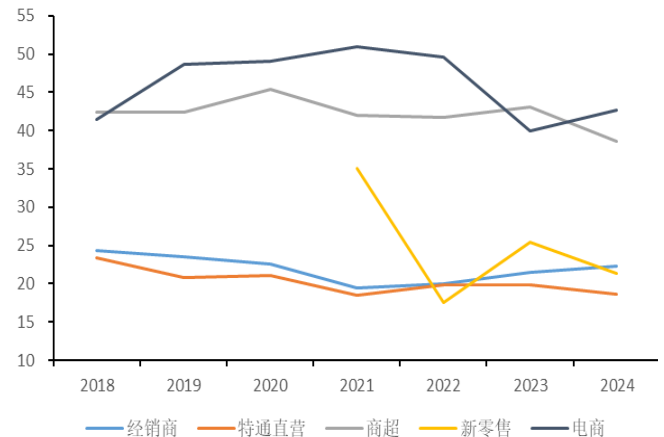
经销商数量方面，持续保持扩容态势，2022年起增速放缓，至2025年公司开始由渠道驱动转向新品驱动。2024年末总经销商达2017家，其中境内1768家、境外249家，初步构建覆盖国内、辐射海外的经销网络。

图7 公司营收结构（分渠道，%）



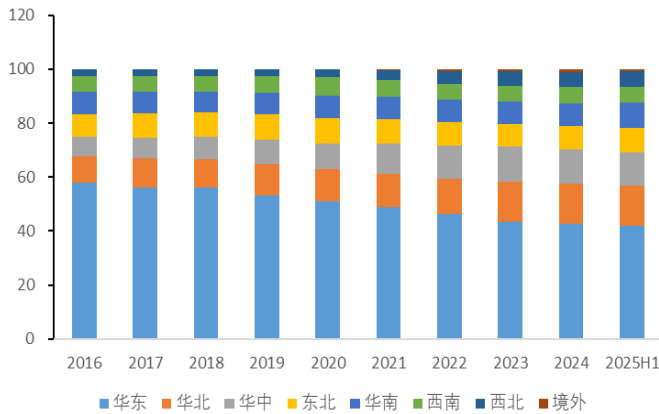
资料来源：安井食品年报（2018-2024年）、湘财证券研究所

图8 公司毛利率（分渠道，%）



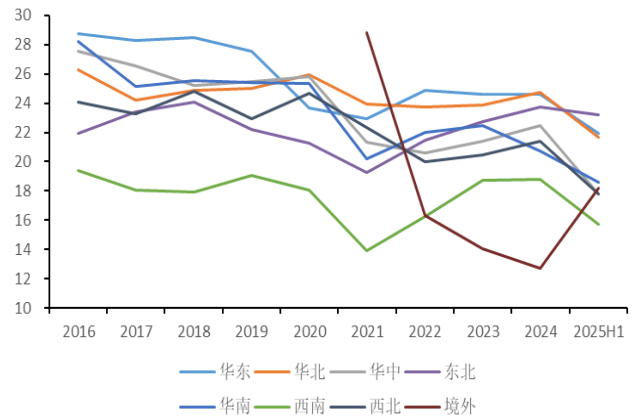
资料来源：安井食品年报（2018-2024年）、湘财证券研究所

图 9 公司营收结构（分地区，%）



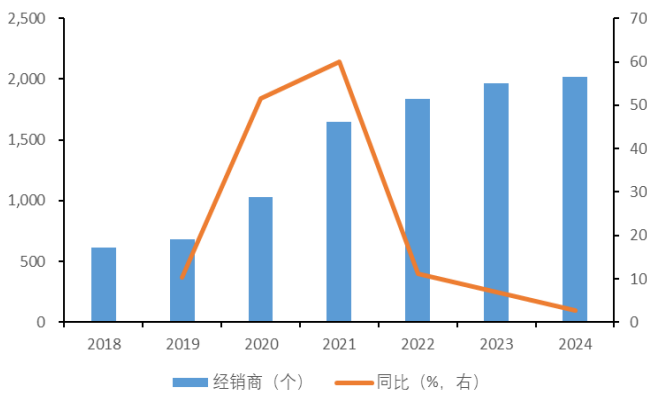
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 公司毛利率（分地区，%）



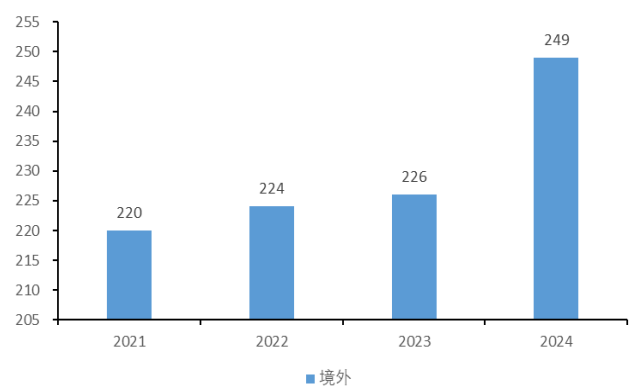
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 公司经销商个数及增速



资料来源：安井食品年报（2018-2024 年）、湘财证券研究所

图 12 公司境外经销商个数



资料来源：安井食品年报（2018-2024 年）、湘财证券研究所

2 行业：国内市场集中度有待提升，东南亚空间广阔

2.1 全球速冻食品仍在扩容，市场集中度较高

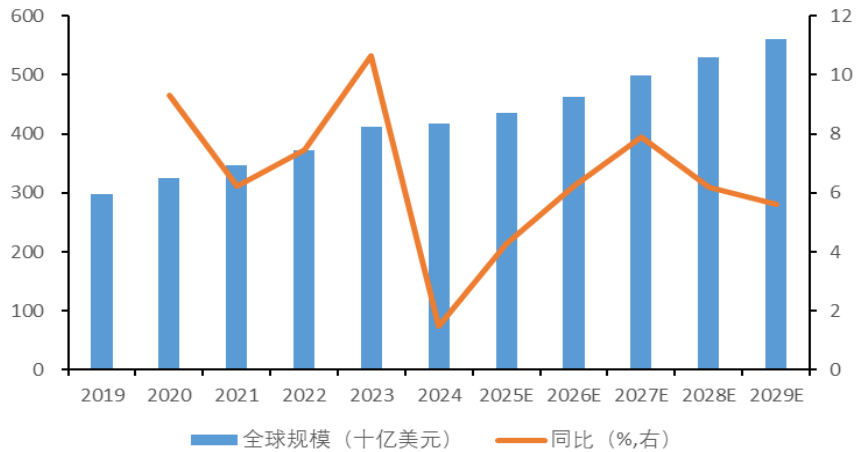
全球速冻食品仍处于扩容阶段。根据安井食品（港股）招股说明书，2024 年全球速冻食品市场规模已达 4177 亿美元，预计 2024-2029 年复合增速约 6.0%，2029 年将逾 5500 亿美元。北美、西欧与亚洲仍为三大核心区域，其中亚洲凭人口基数与消费迭代，预计 2024-2029 年以 7.8% 的复合增速引领全球。

成熟市场如美、英、日等，市场规模增长稳定，集中度居高。2024 年美国、英国、日本 CR5 分别约为 43%、40%、70%，龙头品牌、渠道与供应链壁垒深厚。中餐全球化浪潮下，火锅、麻辣烫等业态加速出海，为速冻调制食品提供本地化生产与出口贸易的结构性窗口。

中国是全球速冻食品行业第二大单体市场，渗透率较低，行业呈“低集中度+高增速”的格局。2024 年我国速冻食品行业规模约 314 亿美元，处成长期，CR5 仅 15%，整合空间广阔。根据安井食品港股招股说明书，2024 年，中国人均速冻食品消费量为 10.0 千克，远低于成熟市场（即美国为 62.6 千克、英国为 45.9 千克及日本为 25.3 千克）。预计 2024-2029 年中国整体市场复合增速 9.4%，领跑全球主要经济体。速冻菜肴（预制菜）作为明星赛道，未来五年复合增速约 16%，为行业增量主引擎。

东南亚等新兴市场起步晚、渗透率低，2024 年规模约 107 亿美元，预期 2024-2029 年复合增速高达 14.0%，为全球最快。区域格局高度分散，CR5 不足 5%，本土龙头缺位。人口红利、城镇化提速、便捷饮食趋势及与中国趋同的饮食习惯共筑需求底座。

图 13 全球速冻食品行业按地区划分的市场规模（按收入计）



资料来源：安井食品（港股）招股说明书、湘财证券研究所

表 1 部分国家及地区速冻食品行业的市场规模及行业集中度

国家/地区	市场规模(亿美元)	CAGR (2024-2029)	CR5(按 2024 年收入计)
美国	616	6.70%	~43%
中国	314	9.40%	~15%
德国	169	5.80%	~35%
英国	118	5.60%	~40%
日本	99	3.10%	~70%
东南亚	107	14.00%	<5%

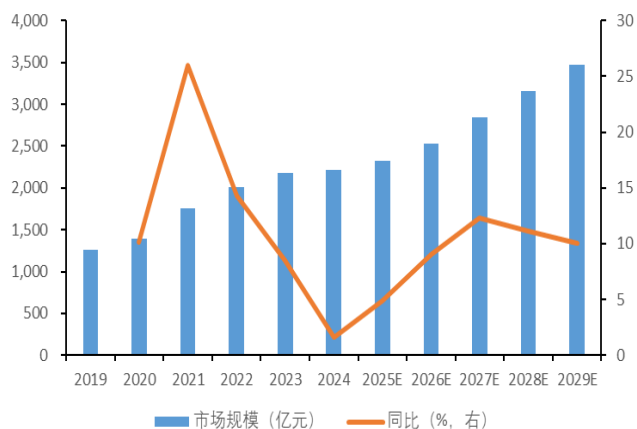
资料来源：安井食品（港股）招股说明书、湘财证券研究所

2.2 我国速冻品渗透率低、市场大

我国速冻食品行业是一个规模庞大且正处快速成长期的黄金赛道。根据安井食品（港股）招股说明书数据，行业市场规模已于 2024 年达到人民币 2212 亿元，2019-2024 年间的复合年增长率高达 11.8%，展现出强劲的增长动能。展望未来，在多重驱动因素下，预计 2024-2029 年行业仍将以 9.4% 的复合年增长率持续扩张，增速显著领先于其他主要食品饮料子行业，市场潜力广阔。

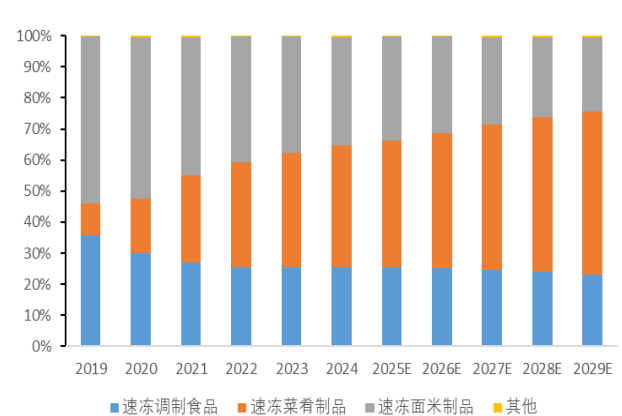
结构上，速冻菜肴制品（预制菜）的占比持续扩大。速冻调制食品（火锅料等）作为传统基石，在火锅、烧烤等多元化餐饮场景驱动下，已步入稳定增长期，预计未来五年复合年增长率约 7.1%；速冻面食制品（如水饺、汤圆）整体已进入成熟期，未来增长预计较为平缓，但其中烧麦、手抓饼等新兴品类凭借产品创新仍保持较快增长，展现出结构性机会；而速冻菜肴制品则正处于爆发式增长的起步阶段，其市场规模在 2019-2024 年间以高达 45.9% 的复合年增长率迅猛扩张，并预计在未来五年仍将以 16.1% 的复合年增长率保持行业最强的增长势头。

图 14 我国速冻食品市场规模及增速（按收入计）



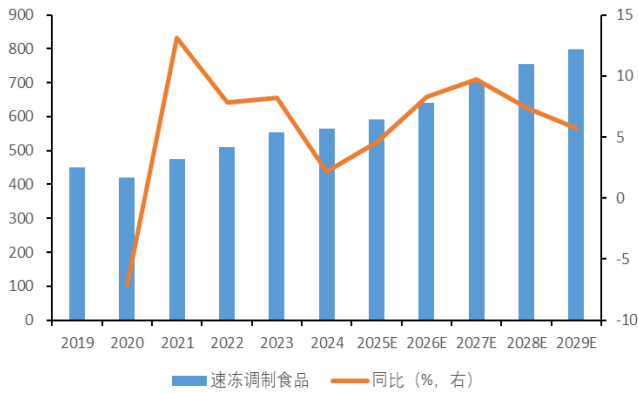
资料来源：安井食品（港股）招股说明书、湘财证券研究所

图 15 我国速冻食品市场结构



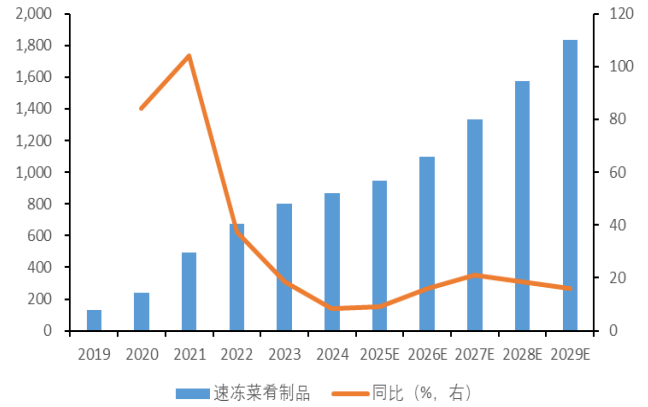
资料来源：安井食品（港股）招股说明书、湘财证券研究所

图 16 我国速冻调制食品市场规模及增速 (亿元, %)



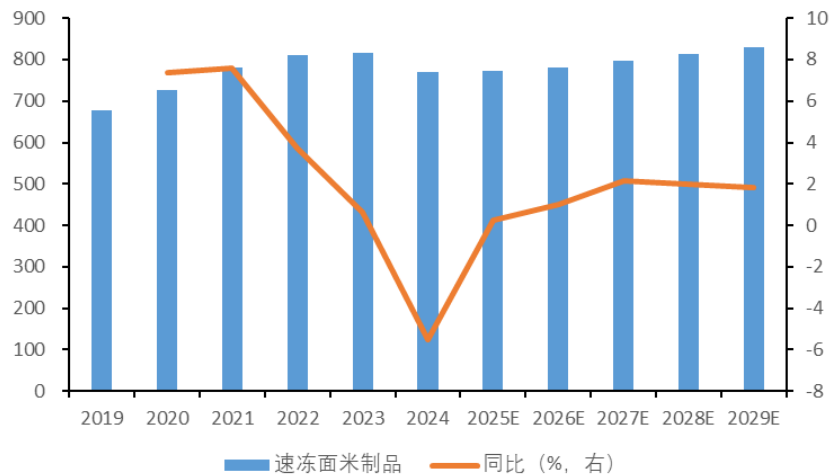
资料来源: 安井食品 (港股) 招股说明书、湘财证券研究所

图 17 我国速冻菜肴制品市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 安井食品 (港股) 招股说明书、湘财证券研究所

图 18 我国速冻面米制品市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 安井食品 (港股) 招股说明书、湘财证券研究所

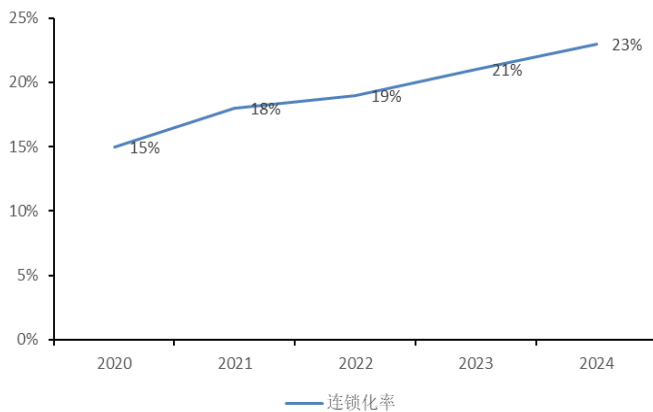
从需求端看, 增长动力来自于餐饮端工业化与家庭端便捷化驱动。

- 一方面, 餐饮业的变革为速冻食品带来结构性机遇。中国餐饮连锁化率已从 2020 年的 15% 升至 2024 年的 23%, 但与成熟市场 (根据界面新闻, 美国餐饮连锁化率达 50% 以上) 相比仍有巨大提升空间, 火锅、麻辣烫等连锁业态的扩张催生了对标准化食材的海量需求。同时, 规模庞大的团餐市场 (2024 年达 2.7 万亿元) 对食品安全与效率的极致追求, 以及不断增长的西式餐饮市场对标准化半成品的依赖, 均与速冻食品的优势高度契合, 共同构成了坚实的 B 端需求基本盘。

➤ 另一方面，家庭消费（C 端）的渗透率正在快速提升。随着居民可支配收入增长和生活节奏加快，兼具便利性与多样性的速冻食品正日益成为家庭厨房的必备选择，从传统主食到预制菜肴，消费场景不断拓宽。

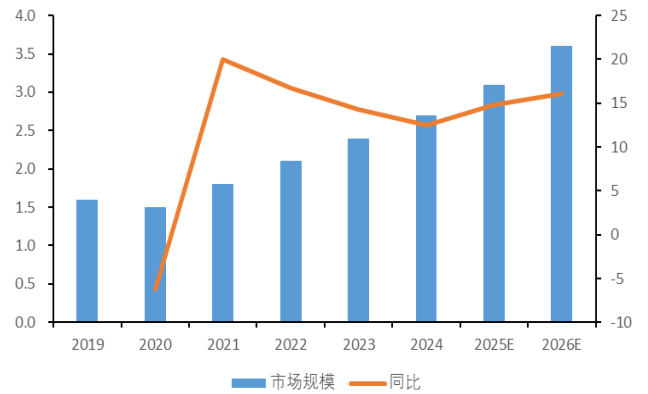
从供给端看，冷链基础设施的完善为行业扩张扫除了关键障碍。2020-2024 年，支持行业流通命脉的全国冷藏车数量从 28.7 万辆猛增至 49.5 万辆，带动冷链物流市场规模同步快速增长。这一根本性改善不仅降低了产品的流通损耗、提升了供应链效率，更使得销售网络得以深度下沉，让更丰富的速冻产品能够便捷地触达全国各级市场的消费者与餐饮客户，为行业规模的飞跃奠定了坚实的物理基础。

图 19 我国餐饮连锁化率



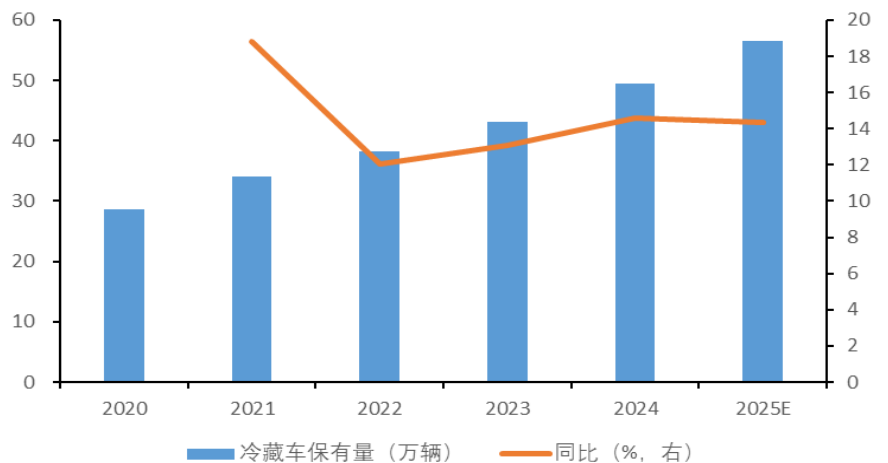
资料来源：新华网、湘财证券研究所

图 20 我国团餐行业市场规模



资料来源：艾瑞咨询、界面新闻、湘财证券研究所

图 21 我国冷藏车保有量



资料来源：中商产业研究院、湘财证券研究所

2.3 新品新渠道打造新空间

当前速冻食品市场的竞争参与者除了安井、正大食品这一类传统的冷冻食品企业外，还包括如皇家小虎等专注于速冻小吃等大单品的企业，这类企业通常专注于特定类型的速冻食品，如烤肠、鸡肉卷、手抓饼等，对市场有更精准的定位，可快速响应市场变化和消费者需求，及时调整产品策略，以满足特定消费群体的偏好。

新零售渠道表现亮眼。根据嘉世咨询，2025年抖音速冻海鲜GMV冲到84亿元，社区团购冷冻品复购率飙至68%；线下如盒马、山姆表现较优，传统商超渠道收入有5%-8%的下滑。另外，即时零售的蓬勃发展亦为速冻食品开辟了重要的新增量渠道，折扣化零售业态的扩张则为具备成本优势的头部品牌提供了渠道下沉与触达新客群的机会。

品类冷热分化，主食冷、零食热。根据观研天下数据，2025年一季度，速冻饺子、包子、馄饨这些传统主食销售额和销售量双双下跌。相反，偏“解馋”属性的品类保持增长：速冻点心销售额涨1.49%，销量涨2.33%；手抓饼销售额虽然微跌1.55%，但销量增长1.43%；披萨表现最亮眼，销售额和销量分别上涨23.47%和27.48%，成为增长最快的子品类。

表2 速冻食品重点类目销售额/销售件数同比变化

类目	25Q1/24Q1 销售额	25Q1/24Q1 销售件数
速冻汤圆	-4.01%	-3.32%
速冻饺子	-12.26%	-12.83%
速冻包子	-18.55%	-18.17%
速冻馄饨/云吞	-15.81%	-11.35%
速冻点心	1.49%	2.33%
手抓饼	-1.55%	1.43%
披萨	23.47%	27.48%

资料来源：观研天下、湘财证券研究所

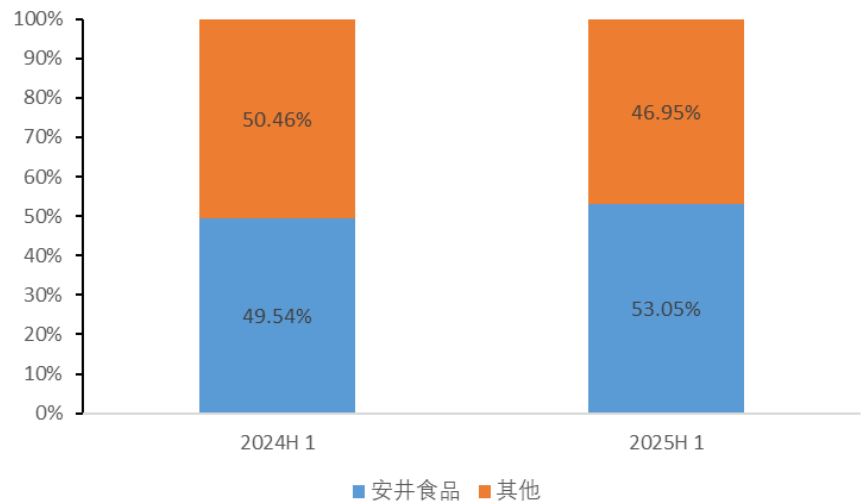
根据马上赢，2025H1，连锁超市中，速冻食品领涨，销售额同比增长5.06%，细分品类中，火锅丸料，速冻肠、披萨领涨。其中，安井在火锅丸类市场占据绝对主导地位。

表 3 2025H1 线下渠道中， 食饮各类目份额及销售额同比

	份额	销额同比
休闲零食	13.50%	-14.78%
饮料	12.08%	-3.14%
乳制品	11.37%	5.90%
酒	9.53%	1.08%
调味品	9.24%	-1.51%
方便速食	7.46%	1.92%
个人护理	6.48%	-9.97%
米面杂粮	6.19%	-1.96%
食用油	5.45%	-3.57%
速冻食品	3.39%	5.06%

资料来源： 马上赢、 湘财证券研究所

图 22 火锅丸类市场份额



资料来源： 马上赢、 湘财证券研究所

3 盈利预测与投资建议

速冻调制食品：传统龙头地位稳固，收入保持低个位数温和抬升，预计 2025-2027 年速冻调制食品收入增速分别为 2.00%、5.00%、6.00%，毛利率为 27.40%、27.50%、27.60%。

速冻菜肴制品：预制菜渗透率提升+大单品持续迭代，收入占比快速扩大，

预计 2025-2027 年收入增速分别为 12.00%、13.00%、14.00%，毛利率分别为 22.50%、23.00%、23.50%。

速冻米面制品：行业需求仍待恢复，预计 2025-2027 年收入增速分别为 -4.50%、-1.00%、2.00%，毛利率为 22.50%、23.00%、23.50%。

其他：公司切入冷冻烘焙赛道，预计其他收入保持较高增长。预计 2025-2027 年收入增速分别为 100.00%、80.00%、60.00%，毛利率为 5.00%、5.00%、5.00%。

公司由渠道驱动转向新品驱动，并切入冷冻烘焙板块，版图进一步扩大。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 158.36、169.68、184.38 亿元，同比增长 4.69%、7.15%、8.66%。归母净利润分别为 14.15、15.66、17.50 亿元，同比增长-4.73%、10.73%、11.74%。EPS 分别为 4.24、4.70、5.25 元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 4 分产品盈利预测（百万元）

		2024	2025E	2026E	2027E
速冻调制食品	营业收入	7839.07	7995.85	8395.64	8899.38
	同比 (%)	11.41	2.00	5.00	6.00
	毛利率	29.29%	27.4%	27.5%	27.6%
速冻菜肴制品	营业收入	4349.15	4871.05	5504.28	6274.88
	同比 (%)	10.76	12.00	13.00	14.00
	毛利率	11.76%	10.00%	11.00%	12.00%
速冻面米制品	营业收入	2464.91	2353.99	2330.45	2377.06
	同比 (%)	-3.14	-4.50	-1.00	2.00
	毛利率	24.36%	22.50%	23.00%	23.50%
其他	营业收入	473.52	615.58	738.69	886.43
	同比 (%)	-11.88	30.00	20.00	20.00
	毛利率	24.52%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	营业收入	15126.65	15836.46	16969.07	18437.75
	同比 (%)	7.70	4.69	7.15	8.66
	毛利率	23.30%	21.42%	21.64%	21.88%

资料来源：ifind、湘财证券研究所

4 风险提示

新品销售不及预期；消费恢复不及预期；原材料价格波动风险；食品安全问题；市场竞争加剧。

若假设公司实际营业收入较预测值减少 1%，则公司归母净利润率较预测值减少 0.69pct。

若假设公司实际原材料成本较预测值增长 1%，则公司归母净利润率较预测值减少 0.70pct。

附表 5 安井食品财务报表以及相应指标

资产负债表 单位:百万元					利润表 单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2779.15	4314.41	6268.22	8317.70	营业收入	15126.65	15836.09	16968.37	18437.83
应收票据及账款	626.13	736.62	797.98	865.51	营业成本	11602.49	12443.88	13296.64	14404.06
预付账款	64.89	80.94	88.12	95.50	税金及附加	127.92	125.11	132.35	143.82
其他应收款	19.92	25.12	27.38	29.66	销售费用	986.21	950.17	1001.13	1069.39
存货	3284.64	3849.23	4147.89	4487.05	管理费用	504.51	443.41	458.15	479.38
其他流动资产	3575.85	3547.82	3559.73	3581.16	研发费用	97.21	93.43	100.11	108.78
流动资产总计	10350.57	12554.14	14889.32	17376.59	财务费用	-71.21	-8.45	-17.43	-24.88
固定资产	13.76	16.60	19.44	22.28	资产减值损失	-52.20	-47.51	-50.91	-55.31
在建工程	5160.32	4134.74	3121.65	2115.83	信用减值损失	-7.33	-7.92	-8.48	-9.22
无形资产	198.45	298.71	265.64	199.23	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
其他非流动资产	914.71	996.60	1022.34	1050.66	投资收益	30.79	21.45	20.64	20.78
非流动资产合计	7024.53	6015.60	4829.67	3644.40	资产处置收益	-3.47	-5.26	-5.44	-5.41
资产总计	17375.10	18569.74	19718.98	21020.98	其他收益	44.88	48.56	48.93	48.86
应付票据及账款	1854.26	2089.94	2243.97	2428.91	营业利润	1954.41	1797.87	2002.16	2256.98
其他流动负债	1713.39	2000.96	2149.95	2324.72	营业外收入	37.76	65.42	68.18	67.72
流动负债合计	3678.77	4090.89	4393.93	4753.63	营业外支出	3.89	6.78	7.07	7.02
长期借款	36.68	27.19	17.76	8.83	利润总额	1988.28	1856.51	2063.27	2317.68
其他非流动负债	389.31	471.00	518.04	569.80	所得税	474.66	417.71	470.43	537.70
非流动负债合计	426.00	498.19	535.80	578.63	净利润	1513.62	1438.79	1592.85	1779.98
负债合计	4104.77	4589.09	4929.72	5332.25	少数股东损益	28.79	24.20	26.44	29.62
股本	293.29	293.29	293.29	293.29	EPS(元)	4.46	4.24	4.70	5.25
资本公积	8143.85	8143.85	8143.85	8143.85	主要财务比率				
留存收益	4515.39	5201.50	5983.67	6853.52	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	12952.53	13638.64	14420.81	15290.67	成长能力				
少数股东权益	317.80	342.01	368.45	398.06	营收增长率	7.70%	4.69%	7.15%	8.66%
股东权益合计	13270.33	13980.65	14789.26	15688.73	营业利润增长率	4.74%	-8.01%	11.36%	12.73%
负债和股东权益	17375.10	18569.74	19718.98	21020.98	EBIT 增长率	3.86%	-3.60%	10.70%	12.07%
现金流量表					EBITDA 增长率	6.56%	29.70%	6.96%	7.41%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	归母净利润增长	2025E	2026E	2027E	31.86%
税后经营利润	1513.62	1343.16	1496.16	1684.03	经营现金流增长	1343.16	1496.16	1684.03	-1.64%
折旧与摊销	505.27	1293.66	1314.51	1316.43	盈利能力				
财务费用	-71.21	-8.45	-17.43	-24.88	毛利率	23.30%	21.42%	21.64%	21.88%
投资损失	-30.79	-21.45	-20.64	-20.78	净利率	10.01%	9.09%	9.39%	9.65%
营运资金变动	8.87	-145.16	-78.44	-78.19	营业利润率	12.92%	11.35%	11.80%	12.24%
其他经营现金流	178.09	128.71	130.67	130.33	ROE	11.46%	10.37%	10.86%	11.45%
经营性现金流	2103.84	2590.47	2824.83	3006.94	ROA	8.55%	7.62%	7.94%	8.33%
资本支出	902.11	118.31	52.96	48.24	ROIC	15.80%	15.74%	19.29%	24.83%
其他投资现金流	48.03	-96.39	-41.79	-44.64	估值倍数				
投资性现金流	-3204.83	-214.70	-94.75	-92.88	P/E	18.30	19.21	17.35	15.52
短期借款	-214.25	-111.12	0.00	0.00	P/S	1.80	1.72	1.60	1.47
长期借款	33.04	-9.49	-9.44	-8.93	P/B	2.10	1.99	1.88	1.78
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	3.60%	2.68%	2.89%	3.24%
其他筹资现金流	-1117.41	-719.90	-766.84	-855.65	EV/EBIT	10.32	11.63	9.61	7.76
筹资性现金流	-1197.80	-840.51	-776.27	-864.58	EV/EBITDA	8.17	6.84	5.85	4.93
现金流量净额	-2299.13	1535.27	1953.81	2049.48	EV/NOPLAT	14.50	15.45	12.80	10.35

资料来源: ifind, 湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。