

2026年05月22日

安井食品(603345.SH)

投资评级：买入（首次）

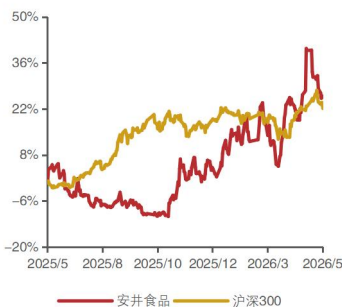
——餐供龙头多元扩张，经营变革下强者恒强

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月21日

收盘价(元)	98.21
一年内最高/最低(元)	112.50/69.51
总市值(百万元)	32,732.31
流通市值(百万元)	32,732.31
总股本(百万股)	333.29
资产负债率(%)	19.88
每股净资产(元/股)	48.17

资料来源：聚源数据

投资要点：

经营复盘，公司系中国速冻食品行业的领军品牌。公司经过二十余载砥砺奋进（在速冻食品行业景气期推进多品牌、全品类、全渠道发展），成功实现“弯道超车”成为中国最大的速冻食品公司（按2024年收入计），并在中国速冻调制食品市场以及速冻菜肴制品市场排名第一（2024年按收入计）。截至2025年末，公司实现营收/归母净利润约162/13.6亿元，2011–2025年复合增速分别为20%/23%。

国内速冻食品市场结构增长，东南亚市场潜力大。根据弗若斯特沙利文，截至2024年全球速冻食品总市场规模达4177亿美元，2019–2024年CAGR为7%；其中，中国是全球速冻食品市场中第二大国家，近年BC端需求共振驱动市场稳步扩张，同时品类端结构性机遇特征明显。具体而言，国内速冻菜肴制品市场景气度高，且相较于发达国家成熟市场，渗透率提升空间大；速冻调制食品市场增长放缓，品类创新等驱动行业扩容，而速冻米面制品市场进入成熟期。

行业整合空间大，龙头有望强者恒强。国内速冻食品市场相对分散，2024年国内行业CR5约15%，远低于海外成熟市场的集中度；其中安井市占率达6.6%，尤其在速冻调制食品赛道，公司市占率达13.8%，显著领先于行业内其他竞争对手。总之，安井在业内综合优势大，主导地位稳固，未来有望通过多品类、全渠道等平台化发展模式实现份额持续提升。

国内多元增长驱动，海外打开空间；公司盈利能力有望回升。公司坚持品类创新驱动战略，并通过“BC兼顾、全渠道发力”策略提升国内市场份额；推出“安斋”品牌，拓展清真增量市场，同时通过外延并购补充速冻品类短板，强化餐饮供应链龙头优势。另外，公司自港股上市以来加快海外市场布局。而伴随公司竞争模式转变同时持续挖掘内部经营效率，未来盈利能力有望回升。

盈利预测与评级：我们预计公司2026–2028年归母净利润分别为18.1/20.8/23.2亿元，同比增速分别为+33%/+15%/+12%，当前股价对应的PE分别为18/16/14倍。我们选取的可比公司三全食品、千味央厨、立高食品26年平均PE值26倍（5月21日ifind一致预期），鉴于公司经营稳健，国内多元增长同时加码海外市场，业务稳健增长或带动盈利能力回升，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,127	16,193	18,564	20,491	22,330
同比增长率（%）	7.70%	7.05%	14.65%	10.38%	8.98%
归母净利润（百万元）	1,485	1,359	1,811	2,075	2,318
同比增长率（%）	0.46%	-8.46%	33.21%	14.62%	11.70%
每股收益（元/股）	4.46	4.08	5.43	6.23	6.96
ROE（%）	11.46%	8.77%	11.17%	12.17%	12.90%
市盈率（P/E）	22.04	24.08	18.08	15.77	14.12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 186/205/223 亿元，分别同比 +15%/+10%/+9%。利润端，伴随公司规模效应与内部经营效率提升，我们预计公司费用率有望持续优化，净利润率或恢复增长，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 18.1/20.8/23.2 亿元，同比增速分别为 +33%/+15%/+12%；考虑到公司经营稳健，国内多元扩张同时加速布局国际市场，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

公司国内多元增长提份额，同时加速海外市场布局；分品类看，预计 2026-2028 年速冻调制品营收分别为 100/111/121 亿元，同比增速分别为 18%/11%/9%，同时期速冻菜肴制品营收分别为 56/63/70 亿元，同比增速分别为 16%/14%/11%，同时期速冻米面制品营收分别为 24.1/24.4/24.6 亿元，同比增速分别为 0.5%/1%/1%。

投资逻辑要点

中国速冻食品市场稳健扩张，东南亚等海外市场潜力大，渗透率与集中度均有较大提升空间；公司坚持品类创新驱动战略，并通过“BC 兼顾、全渠道发力”策略提升国内市场份额；推出“安斋”品牌，拓展清真增量市场，同时通过外延并购补充速冻品类短板，强化餐饮供应链龙头优势。另外，公司自港股上市以来加快海外市场布局，并借助中餐出海趋势以及外延并购策略完善海外供应链与销售体系，未来有望打开新的成长空间。

核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

内容目录

1. 经营复盘：速冻食品行业的领军品牌.....	5
2. 速冻食品行业：行业空间广阔，龙头强者恒强.....	8
2.1. 国内冻品市场稳步成长，东南亚市场潜力大.....	8
2.1.1. 品类升级驱动速冻调制食品稳步扩容，而速冻米面制品进入成熟期.....	9
2.1.2. 速冻菜肴制品市场景气度高，渗透率与集中度提升空间大.....	10
2.2. 行业整合空间大，龙头市场份额持续提升.....	12
3. 内生创新驱动+外延并购成长，盈利能力有望向上.....	14
3.1. 国内多元增长提份额，布局海外打开空间.....	14
3.2. 行业价格战趋缓，盈利能力有望回升.....	15
4. 盈利预测与评级.....	16
4.1. 盈利预测拆分.....	16
4.2. 相对估值.....	16
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 公司业务复盘, 营收规模变化	5
图表 2: 品类视角, 公司收入结构变化	6
图表 3: 渠道视角, 公司经销商单商收入变化	6
图表 4: 公司品牌与产品矩阵 (截至 2024 年底)	7
图表 5: 全球速冻食品市场规模稳健扩容, 其中亚洲增速最快 (10 亿美元/%)	8
图表 6: 2024 年我国速冻食品年人均消费量明显低于美国和日本	8
图表 7: 2024 年我国速冻食品行业细分品类市场规模 (收入计/亿元)、复合增速	9
图表 8: 我国冷链基础设施建设日趋成熟, 支撑冻品市场发展	9
图表 9: 我国速冻调制食品市场稳健扩容	10
图表 10: 我国速冻米面制品市场发展成熟	10
图表 11: 2019-2025 年速冻菜肴制品市场规模变化 (收入计)	11
图表 12: 2024 年我国预制菜市场渗透率低于海外发达国家	11
图表 13: 2022 年我国预制菜市场以 B 端为主	11
图表 14: 餐饮行业使用预制菜后成本对比	11
图表 15: “中食”崛起, 消费占比呈提升态势	12
图表 16: 以邻为鉴, 2C 预制餐食未来具备长逻辑	12
图表 17: 国内速冻食品行业整体分散, 2024 年头部企业市占率/% (按收入计)	13
图表 18: 我国速冻食品细分品类集中度对比 (2024 年按收入计)	13
图表 19: 公司营收增长逻辑, 平台型企业的进化路径	14
图表 20: 国际中餐市场不断增长	15
图表 21: 海外印尼几个核心市场规模及增速	15
图表 22: 2020-2025 年公司销售净利率与资产周转率变化趋势	16
图表 23: 公司费用率持续优化	16
图表 24: 可比公司估值表	17

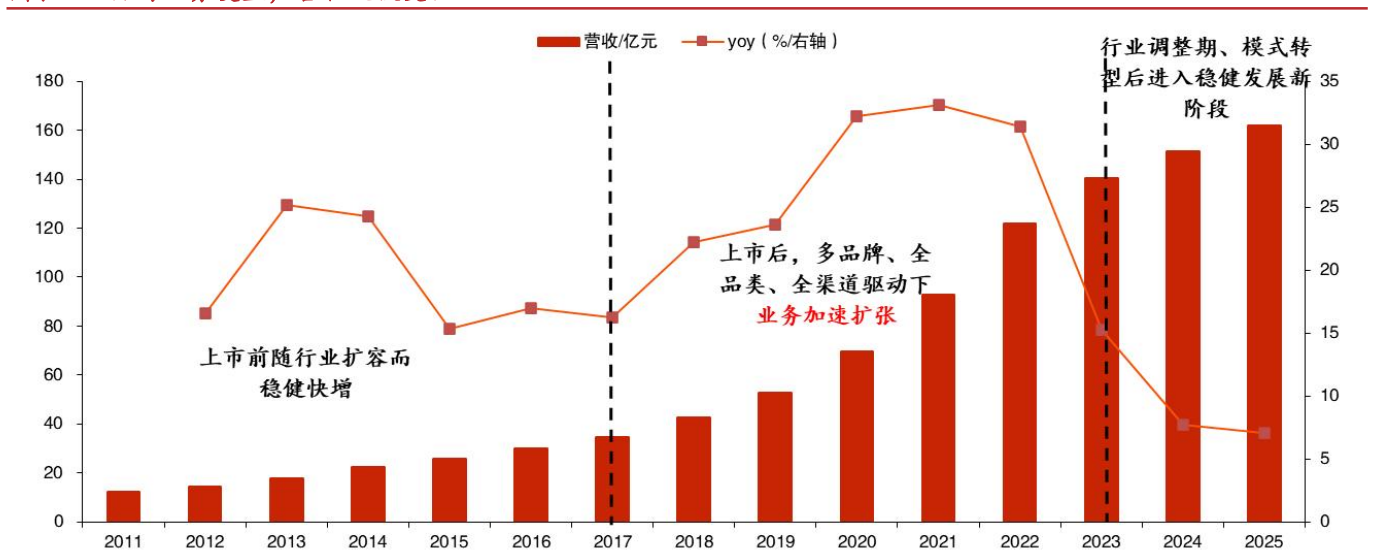
1. 经营复盘：速冻食品行业的领军品牌

安井食品历史可追溯至 2001 年成立的华顺民生食品公司，经过二十余载砥砺奋进（在速冻食品行业景气期推进多品牌、全品类、全渠道发展），成功实现“弯道超车”成为中国最大的速冻食品公司（按 2024 年收入计），并在中国速冻调制食品市场以及速冻菜肴制品市场排名第一（2024 年按收入计）。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 162/13.6 亿元，2011–2025 年复合增速分别为 20%/23%。

2011–2022 年业务快速扩张、收入高增期：2011 年，公司改制为股份有限公司，次年投产无锡生产基地，随后在 2015 年通过 4 个核心大单品形成辐射全国的销售网络，从而奠定公司在速冻调制食品市场的领导地位；2011–2016 年期间，公司营收/归母净利润复合增速分别为 20%/20%。受益于消费升级大背景下需求高景气度、2017 年上市后借助资本杠杆快速突破产能瓶颈（通过多轮融资实现全国化工厂布局），公司进入业务加速扩张阶段，2017–2022 年营收/归母净利润复合增速分别为 28%/40%；期间公司也培育出速冻菜肴制品新曲线，并形成“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道增长策略。

2023 年–至今，经营端“降速换挡”，进入新品驱动、多元扩张的新阶段：2023 年受消费降级背景下需求遇冷、行业供给过剩导致竞争加剧，公司经营端迎来“降速换挡”，例如 2023 年 H2 出现收入同比大幅降速，2024 年 H2 出现归母净利润同比下滑。由于公司在传统渠道渗透率高、速冻食品品类覆盖度广，公司内部积极求变，包括探索过大 B 餐饮以及会员商超等新渠道，最终形成新品驱动的战略发展模式；同时，公司也在积极补强业务短板，包括 2025 年年末正式启动“安斋”清真项目，布局开拓清真食品市场，以及并购鼎味泰补强冷冻烘焙业务板块等。伴随 2025 年 Q4 行业竞争趋缓、新品贡献见效，公司以全新的经营势能回归成长道路，同期营收同比增速提升至 19%；另外，公司 2025 年完成港股上市，开启海外扩张新篇章。

图表 1：公司业务复盘，营收规模变化



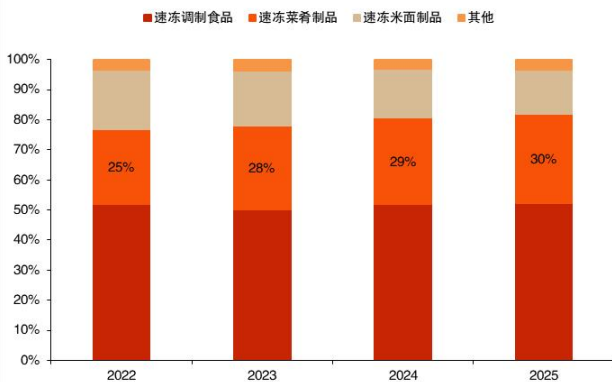
资料来源：ifind，华源证券研究所

公司形成多品牌、全品类（速冻食品行业中品类丰富度最高的企业之一）、全渠道发展模式。

品类端：涵盖速冻调制食品、速冻菜肴制品以及速冻米面制品三大品类（截至 2025 年收入规模分别为 84.5/48.2/24 亿元，营收占比分别为 52%/30%/15%），其中速冻菜肴制品 2022-2025 年收入占比持续提升；同时，公司形成以大单品为核心的跨品类多元化产品组合。截至 2024 年，公司产品 sku 数量达 500 多款，并成功打造撒尿肉丸、虾滑、蛋饺、烧卖、小酥肉等大单品，而且公司 2024 年收入超 1 亿元的大单品有 39 个，其中锁鲜装系列产品近年收入实现快增同时凭借高毛利带动公司盈利改善。总之，公司基于对客户需求的深度洞察、广泛的销售网络以及研发优势（产地研模式等），打造出**新品爆品化、爆品系列化的产品开发策略，从而为公司战略转型至新品驱动奠定基础。**

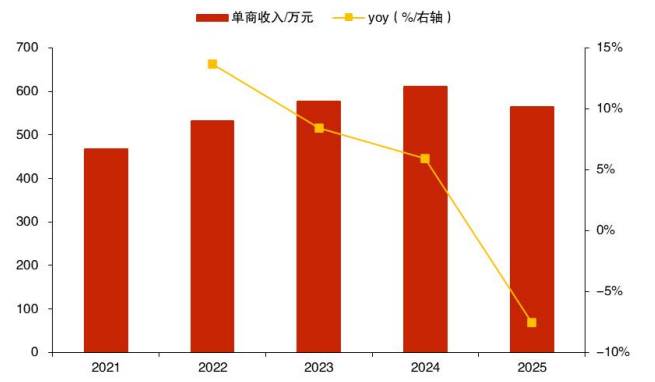
渠道端：已搭建全区域、全渠道以及深度渗透的全国销售网络，有效触达多样化场景下的 BC 端客户。具体而言，公司直接服务特通直营客户、KA 客户、新零售以及电商平台，同时通过 2000 多家经销商深度覆盖全国所有一、二线城市以及超 250 个低线城市；截至 2025 年末，公司经销商、特通直营、新零售及电商、商超渠道营收占比分别为 80%/7%/7%/5%。其中，公司拥有一批互信且深度合作的经销商队伍，截至 2024 年末，与公司合作时长五年或以上的经销商数量达 736 个，同年合计收入达 87 亿元，占经销渠道收入的 70%以上；而且，2024 年公司经销商单商收入达 610 万，远超中国业内其他头部企业水平。总之，**公司坚持“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，近年也在积极拓展新零售平台，同时通过定制化合作挖掘增量渠道。**

图表 2：品类视角，公司收入结构变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：渠道视角，公司经销商单商收入变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司品牌与产品矩阵（截至 2024 年底）



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

公司管理团队能力卓越，企业文化积极。截至 2026 年 3 月底，公司总股本扩充至 3.33 亿股；其中，控股股东福建国力民生科技发展有限公司 2025 年末持有公司 22% 股份，股权结构相对分散。同时，公司拥有经验丰富、能力卓越且富有远见的管理团队，同时公司人才发展和激励机制成熟，企业文化充满活力；而优秀的企业文化也培养了团队强大的凝聚力和执行力，支撑公司发展上行稳致远。另外，公司也是速冻食品领域最早采用股权激励的企业之一，截至 2024 年底已有 8% 的员工获得股权激励，从而深度绑定公司高层管理者与核心骨干。

2. 速冻食品行业：行业空间广阔，龙头强者恒强

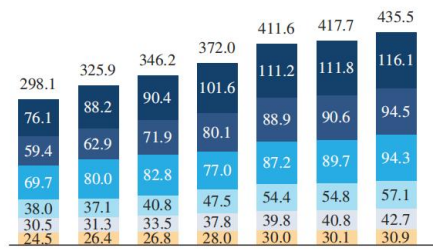
2.1. 国内冻品市场稳步成长，东南亚市场潜力大

根据弗若斯特沙利文，截至 2024 年，全球速冻食品总市场规模达 4177 亿美元，2019–2024 年 CAGR 为 7%；其中，中国是全球第二大速冻食品市场，但相较于美国、日本等成熟市场，我国每年速冻食品人均消费量仅 10 千克，约为日本的 40%、美国的 16%，未来随着我国餐饮业恢复以及家庭需求扩容，行业仍处于成长阶段。另外，根据弗若斯特沙利文，东南亚市场在全球主要市场中增速最快，行业规模与市场集中度均存在较大提升空间，且预计 2024–2029 年市场规模 CAGR 达 14%，其中印度尼西亚、菲律宾、泰国市场 CAGR 分别为 14.1%/13.5%/14.5%。

BC 端需求共振驱动我国速冻食品市场稳步扩张，同时品类端结构性机遇特征明显。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国速冻食品市场规模达 2212 亿元，2019–2024 年 CAGR 约 11.8%；即受益于餐饮扩容与连锁化、家庭消费者渗透率提升以及冷链基础设施完善等，行业近年处于快速成长阶段。基于品类视角，我国速冻食品行业主要涵盖速冻调制食品、速冻菜肴制品以及速冻米面制品等，其中速冻菜肴制品需求景气度相对最高，市场占比最大。分渠道看，我国速冻食品行业目前仍以 B 端（餐饮、食品加工业等）客户为主，近年 C 端家庭消费者渗透率持续提升同时需求升级带来冻品高端化机遇。整体而言，未来在餐饮连锁化、团餐标准化与效率化以及 C 端便捷化与品质化需求趋势下，我国速冻食品市场有望保持稳健增长。另外，伴随中餐加快出海节奏，尤其是火锅类似餐饮业态，国内速冻食品出口市场有望快速增长。

图表 5：全球速冻食品市场规模稳健扩容，其中亚洲增速最快（10 亿美元/%）

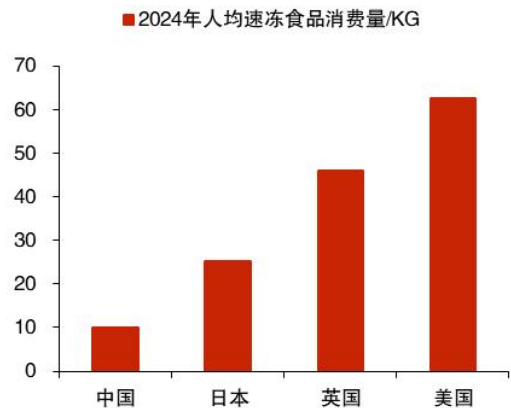
	CAGR	2019年至2024
北美洲	8.0%	
亚洲	8.8%	
西欧	5.2%	
拉丁美洲	7.6%	
东欧	6.0%	
全球其他地区	4.2%	
整体	7.0%	



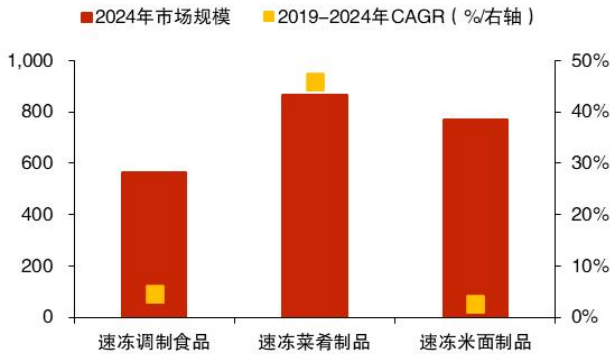
2019年 2020年 2021年 2022年 2023年 2024年 2025年；
(估计)

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

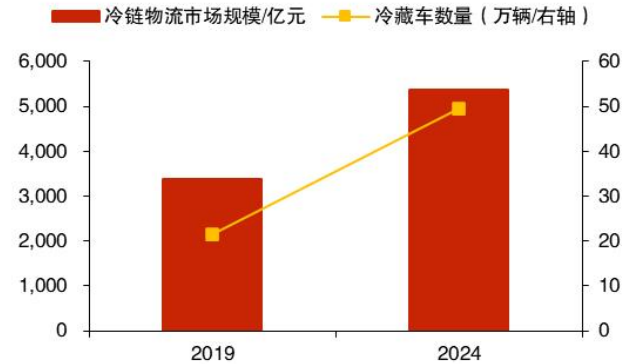
图表 6：2024 年我国速冻食品年人均消费量明显低于美国和日本



资料来源：公司招股书，华源证券研究所

图表 7：2024 年我国速冻食品行业细分品类市场规模（收入计/亿元）、复合增速


资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

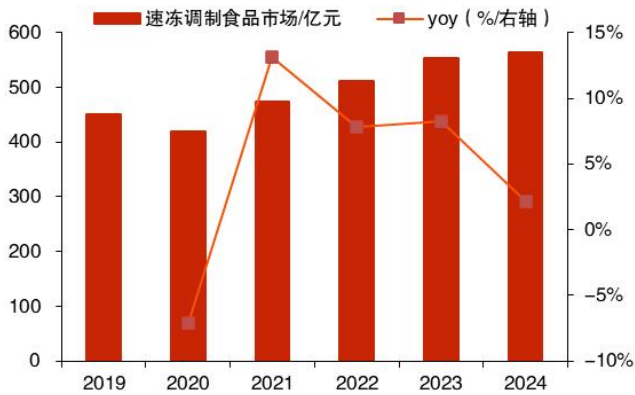
图表 8：我国冷链基础设施建设日趋成熟，支撑冻品市场发展


资料来源：公司招股书，华源证券研究所

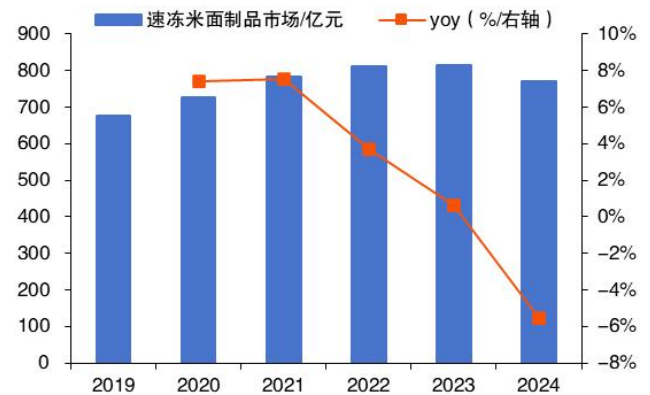
2.1.1. 品类升级驱动速冻调制食品稳步扩容，而速冻米面制品进入成熟期

我国速冻调制食品市场增长近年放缓，品类创新、结构升级等驱动行业扩容。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国速冻调制食品市场规模达 565 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 4.6%；但受相关餐饮需求放缓（例如火锅市场规模 2019-2023 年 CAGR 约 1.5%）、行业竞争加剧等影响，近年速冻调制食品市场规模同比增速持续放缓。伴随国内餐饮连锁化、火锅等相关餐饮加快出海以及家庭消费者对便捷、美味与健康的需求提升，我国速冻调制食品市场有望稳健扩容，尤其是品类创新驱动 C 端消费结构增长；例如，锁鲜装产品系列即为行业升级的典型代表。

近年我国速冻米面制品市场进入成熟期；C 端新品类结构性增长，B 端契合餐饮降本增效需求而快速发展。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年我国速冻米面制品市场规模达 771 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 2.6%，且受水饺、汤圆等传统品类需求下滑等影响，2024 年行业市场规模同比下滑 5.5%；而烧卖以及手抓饼等新兴品类快速增长，行业内品类分化明显。另一方面，餐饮端降本增效需求驱动 B 端市场快速发展。具体从餐企成本角度来看，由于米面制品成本收益比低，餐饮企业中面米制品只占整体销售规模的 5%，而相对应面点师及空间使用等成本端占比近 10%，使用米面制品半成品可以节省相应的面点师和空间使用支出，因此，餐企使用高性价比的米面制品半成品意愿较强。

图表 9：我国速冻调制食品市场稳健扩容


资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

图表 10：我国速冻米面制品市场发展成熟


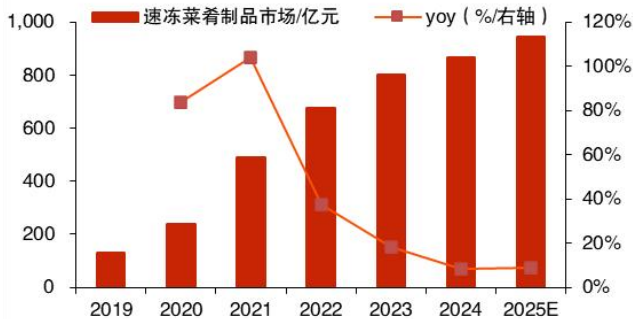
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

2.1.2. 速冻菜肴制品市场景气度高，渗透率与集中度提升空间大

速冻菜肴制品为我国速冻食品赛道内市场增速最快，同时成长为规模较大的细分品类。根据弗若斯特沙利文，按收入计截至 2024 年速冻菜肴制品市场规模达 868 亿元，2019–2024 年 CAGR 为 45.9%，尤其在 2020–2022 年公共安全事件催化下，行业迎来高速发展。我们认为，速冻菜肴制品属于预制菜大类；根据国标“意见稿”定义，预制菜是指以一种或多种食用农产品及其制品为原料，使用或不使用调味料等辅料，不添加防腐剂，经工业化预加工（如搅拌、腌制、滚揉、成型、炒、炸、烤、煮、蒸等）制成，配以或不配以调味料包，符合产品标签标明的贮存、运输及销售条件，加热或熟制后方可食用的预包装菜肴。

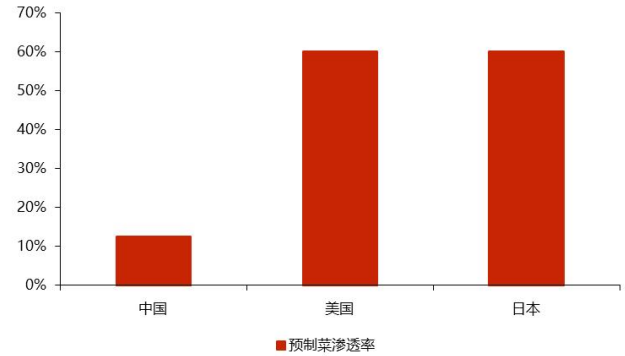
BC 端共振下，速冻菜肴制品行业存在渗透率提升机遇。根据中国烹饪协会数据，目前我国预制菜渗透率仅 10%–15%，预计 2030 年将增至 15%–20%；而美国、日本预制菜渗透率已达 60% 以上；尤其当下我国预制菜市场以 B 端为主，预计 C 端市场渗透率对比日本更低。因此，我们认为，我国速冻菜肴制品市场渗透率提升空间大，而行业驱动力包括 B 端降本增效与连锁化发展需求，C 端老龄化、家庭小型化以及生活节奏提速等催生方便烹调需求，例如调味小龙虾相关产品以及调味鸡肉产品等。

图表 11：2019-2025 年速冻菜肴制品市场规模变化（收入计）



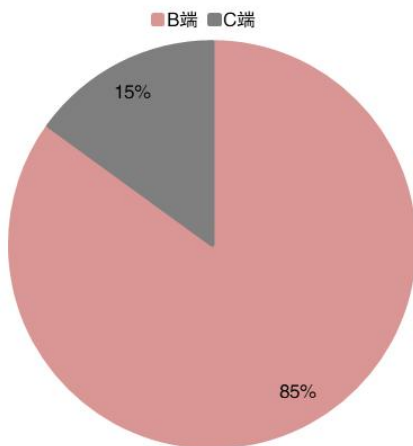
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文等，华源证券研究所

图表 12：2024 年我国预制菜市场渗透率低于海外发达国家



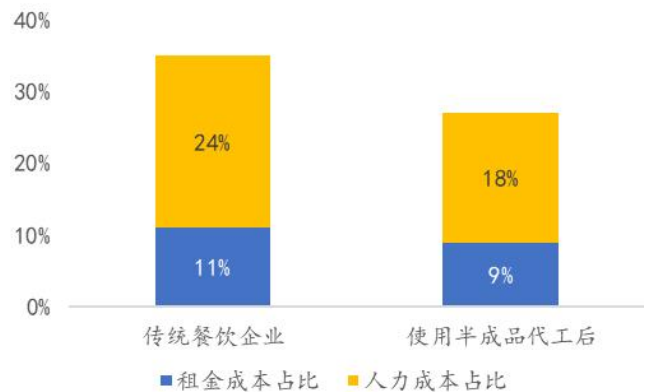
资料来源：新食材公众号，中国烹饪协会，华源证券研究所

图表 13：2022 年我国预制菜市场以 B 端为主



资料来源：网易数读公众号，中国连锁经营协会《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，华源证券研究所

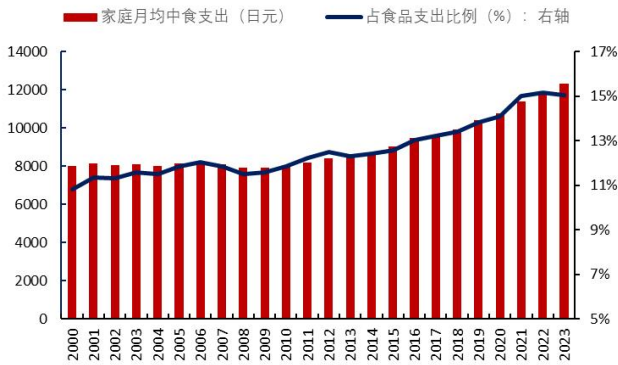
图表 14：餐饮行业使用预制菜后成本对比



资料来源：CCFA《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，华源证券研究所

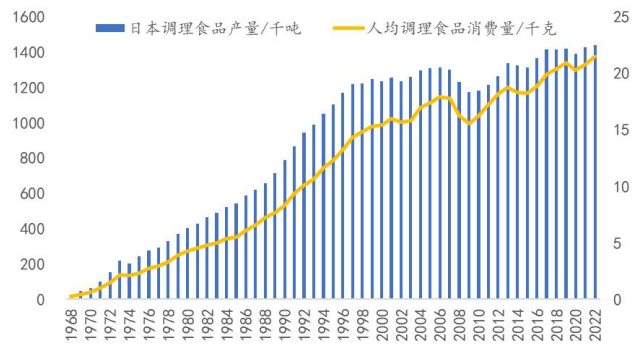
以邻为鉴，我们看好国内 C 端预制菜未来发展潜力。借鉴日本“中食”崛起：在家庭小型化和女性就业率提升的背景下，从零开始做饭（内食）的时间成本变相提升，因此，介于“内食”与“外食”之间的预制食品（熟食、便当、冷冻食品）成为了最优解。“中食”（预制菜、冷冻食品、便当）迅速崛起，根据日本总务省统计局数据显示，日本 2 人以上家庭用于“预制食品”的支出占比从 2000 年的 10.8% 逆势提升至 2023 年的 15.1%。日本餐饮需求的解决方案从“服务溢价”转向了“效率溢价”，中央厨房集中生产熟食，实际上是帮助消费者分摊了烹饪成本，因此具备“省时、省力、高质价比”属性的超市、便利店的熟食部对餐厅生意形成冲击。

图表 15：“中食”崛起，消费占比呈提升态势



资料来源：日本总务省统计局，华源证券研究所

图表 16：以邻为鉴，2C 预制餐食未来具备长逻辑



资料来源：日本冷冻食品协会，华源证券研究所

注：人均调理食品消费量见右轴

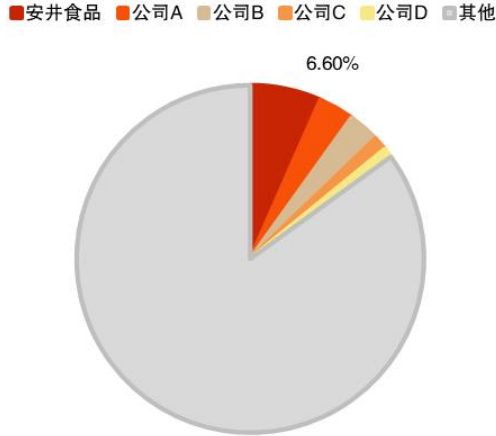
2.2. 行业整合空间大，龙头市场份额持续提升

我国速冻食品行业集中度提升空间大，安井在业内综合优势大，主导地位稳固，或有望通过多品类、全渠道等平台化发展模式实现份额持续提升。

我国幅员辽阔、需求多元且细分，叠加行业进入门槛低，导致国内速冻食品市场相对分散；根据弗若斯特沙利文，以 2024 年收入计，行业 CR5 仅占 15%，远低于海外成熟市场的集中度（美国、英国、日本 CR5 分别为 43%/40%/70%），未来行业整合、份额集中的潜力大。其中，安井食品在我国速冻食品行业中排第一，2024 年市占率约 6.6%，是行业第二名的一倍，市场主导地位稳固。而从产区看，河南、福建、山东三大产业集群，产能占全国 70%。

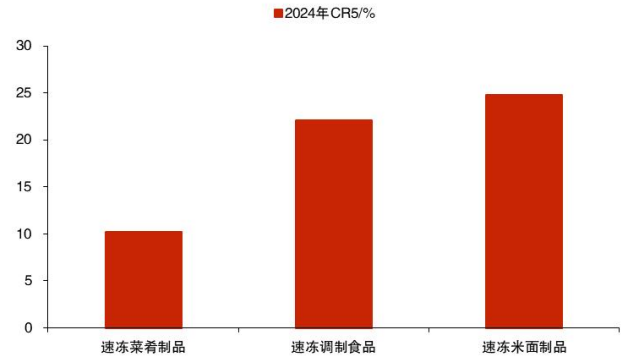
聚焦细分品类：根据弗若斯特沙利文，1) 收入口径下 2024 年国内速冻调制食品市场 CR5 约 22.1%，其中公司市占率达 13.8%，显著领先于行业内其他竞争对手；且未来有望延续强者恒强趋势；2) 国内速冻菜肴制品市场相对分散，收入口径下 2024 年行业 CR5 仅 10.2%，其中公司作为行业龙头市占率约 5%，仍处于领先地位，未来预制菜国标正式出台或将推高行业技术门槛与履约成本，加速行业出清同时利好品牌龙头份额提升；3) 国内速冻米面制品市场集中度相对较高，以收入口径计 2024 年 CR5 约 24.8%，尤其是汤圆、水饺等传统品类，行业发展成熟、供给集中度高，而公司整体排名第四，市占率仅 3.2%，但在新兴品类中排第一。

图表 17: 国内速冻食品行业整体分散, 2024 年头部企业市占率/% (按收入计)



资料来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文等, 华源证券研究所

图表 18: 我国速冻食品细分品类集中度对比 (2024 年按收入计)



资料来源: 公司招股书等, 华源证券研究所

公司在速冻食品行业综合竞争力强: 在高效供应链保障下, 公司成本领先优势明显, 渠道覆盖广而深 (经销商粘性强), 爆品打造能力强, 同时 C 端品牌影响力持续提升。

- 前文提到速冻食品行业进入稳健成长期, C 端需求升级与 B 端降本增效需求对企业品类创新能力与产品性价比提出更高要求。而对比国内其他冻品企业, 安井食品销售规模显著领先, 规模效应突出, 同时公司全产业链布局、“销地产”策略与集中生产 (产能利用率行业领先) 相结合进一步强化公司成本优势, 例如收购上游供应链可降低原料采购成本, 同时“销地产”策略有效提升冷链物流效率 (公司 2022-2023 年物流费率显著低于行业平均水平)。
- 公司通过全区域全渠道策略实现对 BC 端客户的全面触达, 经销网络覆盖面广、市场渗透深, 同时拥有一支长期合作、深度绑定的经销商队伍, 渠道粘性强。公司经销模式的核心特点就是为经销商提供“贴身支持”, 包括精选产品组合、提供营销工具与活动, 赋能拓展客户, 例如 2018-2019 年主要形式为协助经销商开拓粥铺、冒菜、水捞等各色餐饮渠道, 2020-2021 年主要形式为帮助经销商开拓 C 端超市、菜场等终端, 协助经销商开设线上直播间等新兴营商模式。截至 2024 年, 与公司合作五年或以上的经销商数量达 736 家, 合计收入占比超 56%。
- 公司产品矩阵完善度较高, 打造爆品的经验丰富, 截至 2024 年, 公司拥有 39 个年收入超亿元的大单品, 其中四款产品年收入过 5 亿元; 主要得益于公司行业领先的产品开发能力以及广泛的渠道销售网络。具体而言, 公司推行“产地研”模式, 即根据当地原料特性与消费口味偏好, 为不同区域开发定制产品, 例如华南地区的鱼籽炸鱼蛋以及华中地区的嫩鱼丸等。

3. 内生创新驱动+外延并购成长，盈利能力有望向上

3.1. 国内多元增长提份额，布局海外打开空间

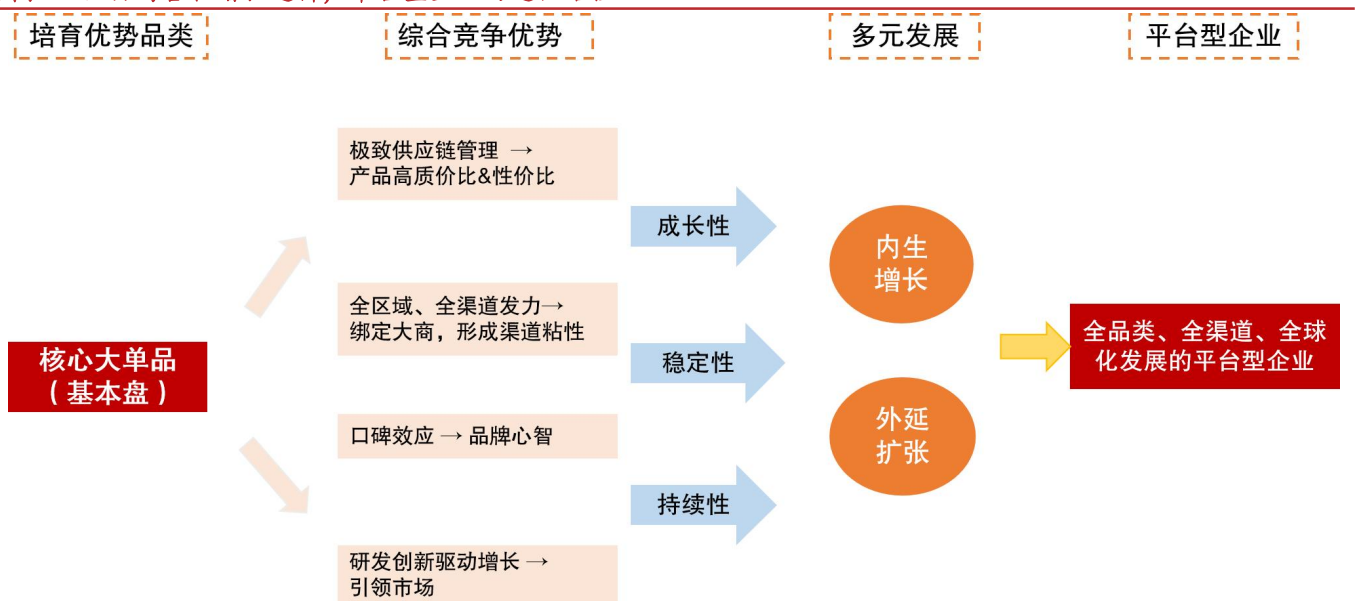
公司坚持品类创新驱动战略，并通过“BC兼顾、全渠道发力”策略提升国内市场份额；通过“安斋”拓展清真增量市场，同时外延并购，补充速冻品类短板。

1) 经过多年全渠道、全区域发力，公司核心品类目前渠道渗透率较高，未来通过品类创新（新品爆品化、爆品系列化开发路径）驱动结构性增长。具体而言，公司围绕原料、工艺、外观、包装、概念五大维度开展产品创新，持续推动全品类结构化升级；例如 25 年推出的火锅料“全家福”产品展现可观的市场潜力，锁鲜装系列强者恒强，烤肠系列初见成效。另外，公司调整业务模式、积极拥抱 B 端渠道定制化机遇，例如增设定制事业部并嵌入研产销各环节，改造柔性生产等，从而满足特通、商超、新零售等大 B 客户定制化需求。总之，公司通过产品创新和品质提升来参与竞争，未来在速冻食品市场占有率有望扩大。

2) 公司于 2025 年 12 月启动“安斋”新项目，计划开拓国内外清真市场；目前河南安斋食品已取得生产许可证及商品条形码证，首批规划推出的 5 款产品推进顺利。

3) 外延并购：收购江苏鼎味泰并成立烘焙事业部，完善冷冻烘焙业务布局。参考美国餐饮供应链龙头 Sysco 的发展历程，Sysco 借助上市后的资本杠杆于 1970-2012 年间共收购了 157 家公司；根据 Technomic, Inc. 数据，2021 年 Sysco 占据 17% 的美国餐饮供应市场，2022 年收入体量是行业第二名 US Foods 的两倍。同样，借鉴日本预制菜产业发展，日冷集团在成为核心食材供应商后仍不断向下游冷链物流渗透，最终成为“食品+冷链”的双巨头。

图表 19：公司营收增长逻辑，平台型企业的进化路径

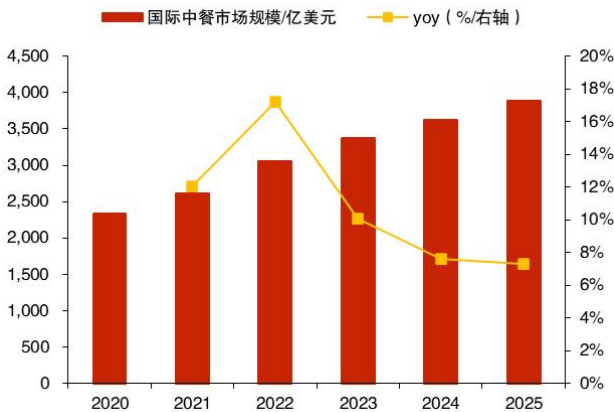


资料来源：华源证券研究所自制

安井自港股上市以来加快海外市场布局，有望打开未来成长空间。

近年，国际中餐市场稳步快增，根据红餐产业研究院，截至 2025 年，市场规模达 3890 亿美元，2020–2025 年市场 CAGR 约 10.8%；其中，火锅业态凭借高标准化运营体系，成为中餐出海的主力军，预计 2024–2029 年市场 CAGR 为 10.1%，从而带来中式速冻食品发展机遇；而且从区域分布看，东南亚市场是餐饮品牌出海的首选之地，而且该地区具备华人群体和庞大的清真食品市场。对此，公司积极开发东南亚等高增长市场，其中根据弗若斯特沙利文，预计印尼、菲律宾、泰国等国家 2024–2029 年速冻食品市场规模 CAGR 约 14.1%/13.5%/14.5%。一方面，公司拓展海外市场成熟的经销商，设立专职销售团队对接出海餐饮企业，同时拟建设全球供应链平台，确保高品质产品的稳定供应，并开发当地化的新产品。另一方面，公司 2025 年实现港股上市，并加速国际化战略；例如，公司尝试并购海外标的（要求年营收 3 亿元以上，经营历史逾五年等，截至 2024 年底，统计有数千家符合标准的合适目标），从而加快海外渠道销售体系与供应链体系的搭建与成熟。

图表 20：国际中餐市场不断增长



资料来源：红餐产业研究院等，华源证券研究所

图表 21：海外印尼几个核心市场规模及增速

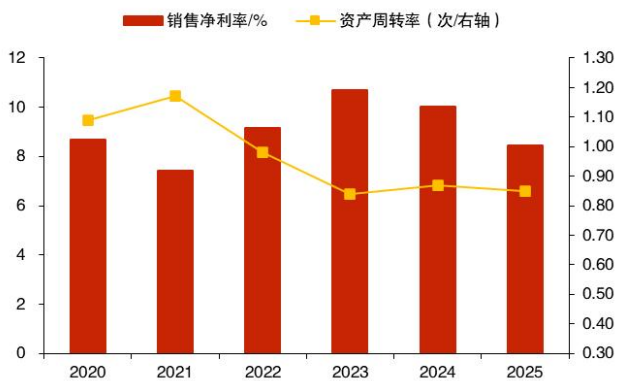
速冻食品市场			
分区域	2024年市场规模 /亿美元	2024–2029年 市场CAGR/%	2024年CR5 (按收入计)/%
东南亚	107	14%	<5%
~印度尼西亚	32	14.10%	<8%
~菲律宾	12	13.50%	<5%
~泰国	10	14.50%	<7%

资料来源：公司招股书等，华源证券研究所

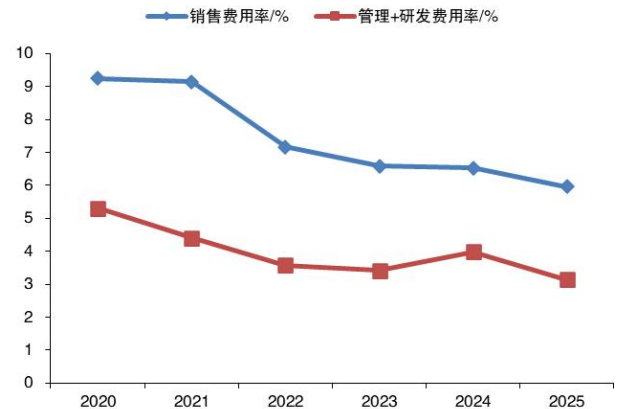
3.2. 行业价格战趋缓，盈利能力有望回升

公司竞争模式转变同时持续挖潜内部经营效率，未来盈利能力有望回升。

2020–2025 年，公司 ROE 整体呈下滑趋势，从 2020 年 18.79% 持续下滑至 2025 年 9.56%，主要受资产效率与权益乘数下滑（从 2020 年 1.99 下降至 2025 年 1.34）影响。而公司销售净利率自 2023 年 10.69% 下滑至 2025 年 8.46%，主要受行业价格竞争加剧与商誉减值等扰动。但伴随速冻食品各细分赛道竞争态势分化明显，行业价格战也呈现边际趋缓态势，叠加公司效益路径从“降本增效”转向“提质增效”，即通过升级品类结构，推动各品类向中高端化发展，我们认为公司盈利能力有望触底回升；尤其是公司通过数字化运营、精耕细作控制费用（销售、管理以及研发合计费用率从 2020 年 14.56% 优化至 9.1%），有望持续释放盈利空间。

图表 22：2020-2025 年公司销售净利率与资产周转率变化趋势


资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 23：公司费用率持续优化


资料来源：ifind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测拆分

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 186/205/223 亿元，分别同比 +15%/+10%/+9%。其中分品类看，预计 2026-2028 年速冻调制品营收分别为 100/111/121 亿元，同比增速分别为 18%/11%/9%，同时期速冻菜肴制品营收分别为 56/63/70 亿元，同比增速分别为 16%/14%/11%，同时期速冻米面制品营收分别为 24.1/24.4/24.6 亿元，同比增速分别为 0.5%/1%/1%。

利润端，伴随公司规模效应与内部经营效率提升，我们预计公司费用率有望持续优化，净利润率或恢复增长，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 18.1/20.8/23.2 亿元，同比增速分别为 +33%/+15%/+12%。

4.2. 相对估值

我们选取速冻食品行业其他龙头三全食品、千味央厨、立高食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 26 倍。考虑到公司经营稳健，国内多元扩张，市场份额有望稳步提升，同时加速布局国际市场；另外，公司盈利能力有望恢复，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS		PE		
		2026-5-21	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
002216.SZ	三全食品	13.47	0.69	0.74	0.78	20	18	17	
001215.SZ	千味央厨	41.04	0.89	1.06	1.25	46	39	33	
300973.SZ	立高食品	27.44	2.00	2.35	2.60	14	12	11	
平均						26	23	20	

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：收盘价单位为人民币元，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

5. 风险提示

食品安全风险：若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大的冲击。

行业竞争加剧风险：随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

原材料价格波动风险：若上游原材料价格涨价且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,980	5,569	6,147	6,952
应收票据及账款	675	766	845	921
预付账款	95	94	104	113
其他应收款	23	26	29	31
存货	3,647	4,331	4,775	5,199
其他流动资产	3,805	3,889	3,915	3,940
流动资产总计	13,226	14,675	15,816	17,157
长期股权投资	16	20	25	30
固定资产	5,253	5,027	4,890	4,669
在建工程	324	431	369	319
无形资产	837	869	966	1,005
长期待摊费用	112	89	60	24
其他非流动资产	1,000	1,101	1,080	1,058
非流动资产合计	7,541	7,537	7,390	7,106
资产总计	20,767	22,213	23,206	24,263
短期借款	891	608	311	0
应付票据及账款	1,666	2,232	2,461	2,679
其他流动负债	1,726	2,157	2,377	2,588
流动负债合计	4,283	4,997	5,149	5,266
长期借款	48	38	28	17
其他非流动负债	532	532	532	532
非流动负债合计	580	570	560	548
负债合计	4,863	5,567	5,709	5,815
股本	333	333	333	333
资本公积	10,054	10,054	10,054	10,054
留存收益	5,105	5,830	6,660	7,587
归属母公司权益	15,493	16,217	17,047	17,974
少数股东权益	411	429	450	474
股东权益合计	15,904	16,646	17,497	18,448
负债和股东权益合计	20,767	22,213	23,206	24,263

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,370	1,730	1,995	2,236
折旧与摊销	600	634	677	714
财务费用	1	3	-14	-31
投资损失	-56	-41	-44	-45
营运资金变动	211	135	-113	-107
其他经营现金流	190	136	139	143
经营性现金净流量	2,316	2,596	2,640	2,910
投资性现金净流量	-1,146	-626	-523	-423
筹资性现金净流量	1,488	-1,382	-1,539	-1,682
现金流量净额	2,619	589	578	805

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,193	18,564	20,491	22,330
营业成本	12,695	14,418	15,898	17,308
税金及附加	128	146	161	176
销售费用	966	1,040	1,091	1,161
管理费用	416	476	508	547
研发费用	92	106	117	127
财务费用	1	3	-14	-31
资产减值损失	-214	-56	-61	-56
信用减值损失	-3	-4	-5	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	56	41	44	45
公允价值变动损益	8	0	0	0
资产处置收益	-1	-4	-3	-3
其他收益	57	54	57	59
营业利润	1,798	2,407	2,761	3,083
营业外收入	38	45	42	42
营业外支出	2	5	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,833	2,448	2,799	3,122
所得税	464	619	703	781
净利润	1,370	1,829	2,096	2,342
少数股东损益	10	18	21	23
归属母公司股东净利润	1,359	1,811	2,075	2,318
EPS(元)	4.08	5.43	6.23	6.96

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.05%	14.65%	10.38%	8.98%
营业利润增长率	-8.02%	33.93%	14.68%	11.68%
归母净利润增长率	-8.46%	33.21%	14.62%	11.70%
经营现金流增长率	10.08%	12.10%	1.68%	10.24%
盈利能力				
毛利率	21.60%	22.33%	22.41%	22.49%
净利率	8.46%	9.85%	10.23%	10.49%
ROE	8.77%	11.17%	12.17%	12.90%
ROA	6.55%	8.15%	8.94%	9.55%
估值倍数				
P/E	24.08	18.08	15.77	14.12
P/S	2.02	1.76	1.60	1.47
P/B	2.11	2.02	1.92	1.82
股息率	1.27%	3.32%	3.80%	4.25%
EV/EBITDA	10	10	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。