

景气拐点将至，速冻龙头有望率先修复
——安井食品（603345.SH）首次覆盖报告

食品饮料

报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 12 月 25 日
收盘价（元）	81.52
一年内最高/最低（元）	85.85/69.51
市净率	1.8
股息率（分红/股价）	4.38
流通 A 股市值（百万元）	23,909
上证指数/深证成指	3,960/13,531
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	45.4
资产负债率%	23.91
总股本/流通 A 股（百万）	333/293
流通 B 股/H 股（百万）	-/39.9947

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

联系人

朱振浩
S0820125020001
021-32229888-25515
zhuzhenhao@ajzq.com

投资要点：

- **投资评级与估值：**预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 157.3/168.3/182.5 亿元，同比增长 4.0%/7.0%/8.5%，归母净利润 13.6/15.6/17.3 亿元，同比增长 -8.4%/+14.7%/+11.1%，对应 PE 为 17.6X/15.3X/13.8X。公司作为中国速冻品龙头，将受益于餐饮消费复苏、预制菜国标落地后行业集中度提升、新品拓展带来业绩增量，首次覆盖给予“买入”评级。
- **行业与公司分析：**中国速冻食品行业保持稳健增长，2024 年市场规模约 2100 亿元，2019-2024 年 CAGR 约 6.5%。公司主营速冻调制食品、速冻菜肴制品、速冻面米制品及农副产品的研发、生产与销售，形成以鱼糜制品、肉制品为基本盘，锁鲜装、虾滑、烤肠、小酥肉等大单品驱动的产品矩阵。公司 25Q1-3 营收 113.7 亿元，其中速冻调制食品营收 56.7 亿元，占比 49.8%；速冻菜肴制品营收 36.4 亿元、占比 32.0%，同比增长 9.2%，已成为第二增长曲线。
- **核心假设：**1) 受益于虾滑、小龙虾等新品驱动，预计公司 2025/2026/2027 年速冻菜肴制品收入分别为 48.5/55.3/64.4 亿元，同比增长 11.5%/14.0%/16.5%；速冻调制食品作为基本盘，预计收入分别为 79.3/81.7/85.4 亿元，同比增长 1.2%/3.0%/4.5%；面米制品短期承压，假设收入分别为 23.9/24.2/25.0 亿元，同比变动-3.0%/+1.0%/+3.5%；农副产品预计收入分别为 4.9/5.2/5.5 亿元，同比增长 10.0%/6.0%/5.0%；休闲烘焙因 2025 年 7 月完成收购鼎味泰并于下半年并表贡献增量，预计收入分别为 0.44/1.75/2.10 亿元，同比增长 4500%/300%/20%；其他业务预计收入分别为 0.2/0.2/0.2 亿元，同比 -30.0%/-5.0%/+1.0%。2) 受益于产品结构优化和规模效应释放，预计 2025/2026/2027 年速冻调制食品毛利率分别为 27.5%/28.0%/28.8%，菜肴制品毛利率分别为 10.5%/11.2%/12.0%，面米制品毛利率分别为 23.5%/25.0%/25.5%，农副产品毛利率分别为 20.0%/24.8%/25.4%，休闲烘焙毛利率分别为 20.0%/25.0%/25.0%，其他业务毛利率分别为 60.0%/65.0%/68.0%。
- **有别于市场的认识：**市场担忧速冻品行业增长乏力、进入门槛低、价格战导致盈利承压，但我们认为：**1) 短期消费承压不改长期增长趋势，速冻品有望迎来景气上行周期。**尽管当下消费环境承压，行业面临消费降级和价格战压力，公司 25Q1-3 营收增速降至 2.7%，但速冻品行业的长期增长逻辑并未改变。从需求端看，一是餐饮连锁化进程正在加速推进，而中国餐饮连锁化率仅为海外成熟市场的一半，提升空间广阔；二是目前中国速冻品人均消费量仅 10.0 公斤，远低于美国（62.2 公斤）、日本（25.3 公斤）的水平，长期成长空间广阔。从供给端看，冷链基础设施的完善为行业发展提供了坚实基础，全程冷链配送能力的不断提升保障产品品质和食品安全。预计当前消费偏弱局面不会长期持续，推动行业增长的供需因素仍在强化，公司作为速冻品龙头，在行业景气度回升时将表现出更强的业绩弹性。**2) 预制菜行业规范化进程加速，准入门槛提高利好龙头企业。**2025 年 9 月，《预制菜食品安全国家标准》草案通过专家审查标志着行业发展的分水岭，国标明确将预制菜定义为“不添加防腐剂，经工业化预加工的预包装菜肴”，并要求全程冷链配送，这将从根本上重塑行业竞争格局。冷链要求意味着企业必须要在生产、仓储、运输全链条进行大规模投资，将直接推动大量资金实力和技术能力弱小的中小企业出清，利好头部企业。同时，国标要求餐饮环节明示预制菜使用情况，将终结信息不对称带来的模糊营销，推动行业向透明化、品质化方向发展。公司作为行业龙头，已建立覆盖全国的冷链物流体系，2023 年成为中国速冻品行业首家达到“智能制造

能力成熟度等级叁级”的企业，并入选“中国标杆智能工厂百强榜”。在行业标准化、规范化的进程中，公司的供应链优势和规模优势将带来市场份额的提升。

3) 菜肴制品持续创新，第二增长曲线成效显著。公司在速冻菜肴制品领域展现出良好的创新能力和精准的市场洞察能力，通过“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划体系和“竞品导向、渠道导向、专柜导向”的竞争策略，构建了系统化的产品创新机制；通过成立水产事业部、安井小厨事业部等专业化运营平台，将产品创新从单点突破升级为体系化能力，推动速冻菜肴制品成为驱动增长的核心引擎。25Q1-3 速冻菜肴制品收入 36.4 亿元，同比增长 9.2%，营收占比提升至 32.0%。公司通过对消费趋势的准确判断，精准把握细分市场机会，清水小龙虾在上半年实现近 250%的爆发式增长；牛羊肉卷作为火锅核心食材，上半年销售额同比增长超 100%。

4) 渠道策略灵活多元，大 B 客户定制化能力构筑竞争壁垒。面对渠道碎片化趋势，公司通过深度定制化服务来提升客户粘性。针对大 B 客户，公司不再是简单的产品供应商，而是提供从产品研发、品类管理到供应链优化等全方位解决方案。在商超渠道，公司已与沃尔玛、麦德龙、大润发、盒马鲜生等头部零售商建立战略合作关系，通过产品共创模式开发独家定制产品。上半年山姆会员店定制小龙虾贡献 1000 万元新增销售额，胖东来定制产品贡献 700 万元，体现了定制化模式的市场潜力。在特通直营渠道，公司为张亮麻辣烫、海底捞等大型连锁餐饮提供标准化、定制化的产品方案，通过贴身服务和快速响应构建深度合作关系。

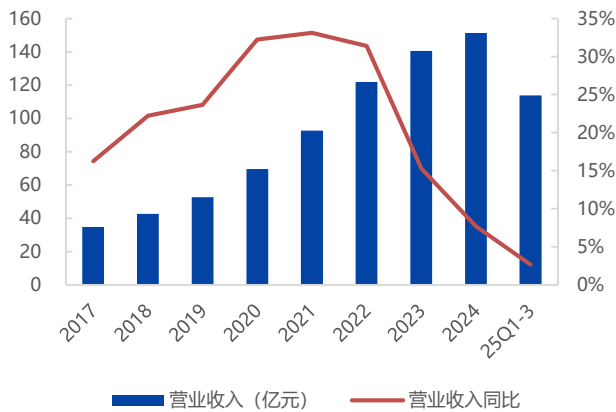
5) 收购鼎味泰切入冷冻烘焙赛道，平台化战略初见成效。冷冻烘焙作为速冻品行业中增长最快、毛利最高的细分赛道之一，与公司现有业务在生产工艺、冷链物流、销售渠道等方面具有天然协同性。收购鼎味泰完成后，公司迅速成立烘焙事业部推动业务整合，一方面利用公司自身覆盖全国的经销网络加速鼎味泰产品的市场推广，另一方面借鉴鼎味泰在产品创新和技术工艺方面的经验提升整体研发能力。不仅丰富了公司的产品线，更重要的是加速推动了公司从速冻品制造商向综合性食品平台转型。

- **股价的催化剂：**1) 随着升级版“锁鲜装 6.0”、“嫩鱼丸”等新品的推出，同时虾滑品类持续实现高速增长，叠加水产事业部专业化运营带来的协同效应，菜肴制品业务将保持快速增长态势，驱动公司业绩增长。2) 公司与头部零售商和餐饮连锁的定制化合作不断持续深化，定制模式下产品具备高毛利、高粘性特征，随着定制产品 SKU 扩容及合作客户数量增加，定制业务将贡献可观的收入增量，有效带动整体盈利能力提升。3) 2025 年 7 月公司完成收购鼎味泰切入冷冻烘焙赛道，冷冻烘焙与现有业务在生产工艺、冷链物流、销售渠道等方面具备天然协同性，随着渠道整合与产品互补效应加速释放，冷冻烘焙业务将快速上量，为公司贡献业绩增量。
- **风险提示：**餐饮消费低迷；行业竞争加剧；原材料价格波动。

财务数据及盈利预测

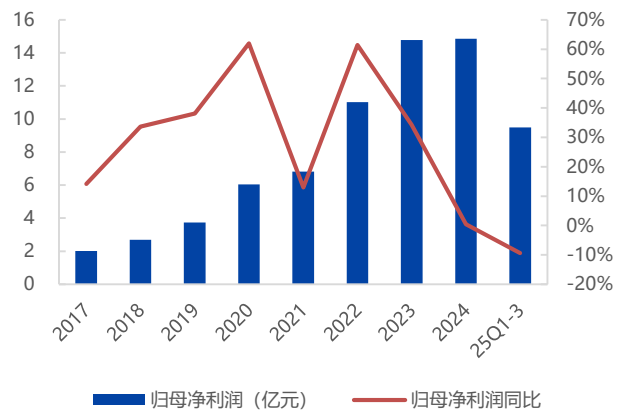
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14,045	15,127	15,728	16,828	18,254
同比增长率（%）	15.3%	7.7%	4.0%	7.0%	8.5%
归母净利润（百万元）	1,478	1,485	1,359	1,560	1,733
同比增长（%）	34.2%	0.5%	-8.4%	14.7%	11.1%
每股收益（元/股）	4.43	4.46	4.64	5.32	5.91
毛利率（%）	23.2%	23.3%	21.4%	22.0%	22.3%
ROE（%）	11.7%	11.5%	9.8%	10.4%	10.5%
市盈率	16.2	16.1	17.6	15.3	13.8

图表 1：公司营业收入及同比



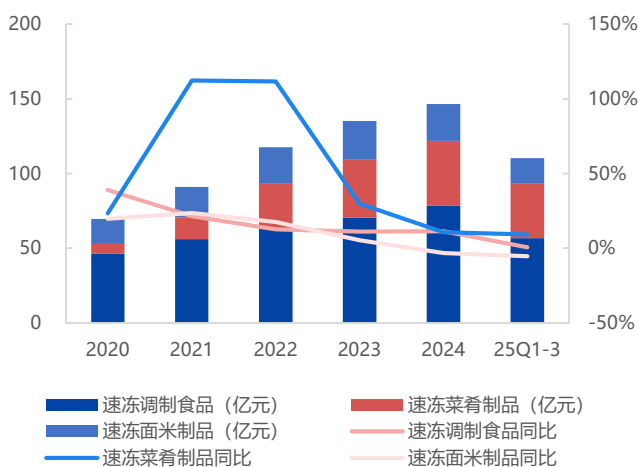
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 2：公司归母净利润及同比



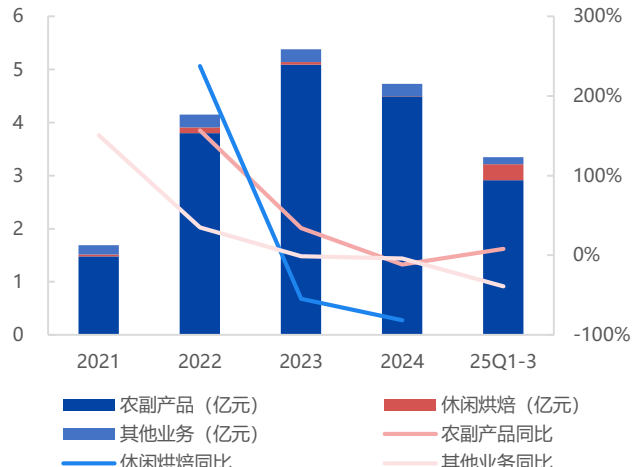
资料来源：公司公告，Wind，爱建证券研究所

图表 3：速冻调制食品/菜肴制品/面米制品收入及同比



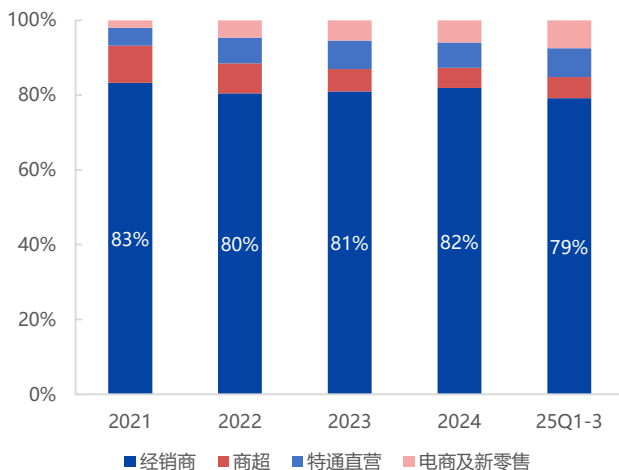
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：农副产品/休闲烘焙/其他业务收入及同比



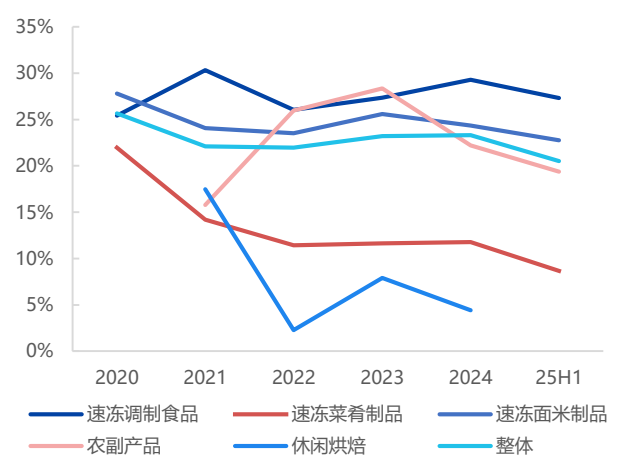
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 5：分渠道收入结构



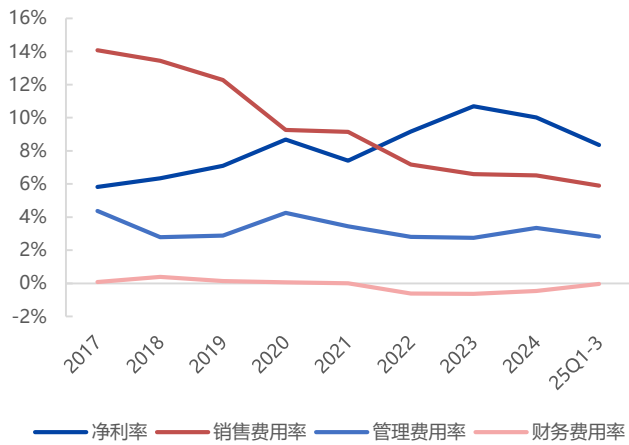
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 6：分业务毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：公司净利率及销售/管理/财务费用率



资料来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 餐饮消费持续低迷：**公司下游以餐饮渠道为主，若宏观经济复苏不及预期、餐饮消费持续承压，将直接影响公司收入增长及渠道动销表现。
- 2) 行业竞争加剧：**若同业加大费用投放或发起价格战，可能对公司市场份额及盈利能力造成冲击。
- 3) 原材料价格波动：**鱼糜、肉类、油脂等原材料在公司成本中占比较高，若原材料价格大幅上涨，将对公司毛利率形成压力。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,975	2,779	2,952	3,910	5,233	净利润	1,501	1,514	1,387	1,590	1,768
应收款项	572	626	669	839	924	折旧摊销	409	487	564	571	573
存货	3,567	3,285	4,071	4,138	4,754	营运资本变动	970	2,007	1,175	536	1,413
流动资产	10,426	10,351	11,490	12,851	14,987	经营活动现金流	1,956	2,104	1,350	1,973	2,125
长期股权投资	15	14	18	21	23	资本开支	1,444	901	600	550	520
固定资产	4,060	5,118	5,266	5,332	5,349	投资变动	1,638	-2,351	205	143	82
在建工程	1,064	198	132	88	59	投资活动现金流	217	-3,205	-788	-767	-714
无形资产	683	689	643	600	560	银行借款	327	112	150	170	180
非流动资产	6,874	7,025	7,019	7,050	7,092	筹资活动现金流	-705	-1,198	-388	-247	-87
资产合计	17,300	17,375	18,509	19,902	22,079	现金净增加额	1,470	-2,299	173	957	1,323
短期借款	325	111	150	170	180	期初现金	5,504	4,975	2,779	2,952	3,910
应付款项	1,869	1,854	2,265	2,264	2,712	期末现金	4,975	2,779	2,952	3,910	5,233
流动负债	1,869	1,854	2,265	2,264	2,712						
长期借款	1	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	394	426	426	426	426						
负债合计	4,400	4,105	4,352	4,504	5,115						
股本	293	293	293	293	293						
资本公积	8,043	8,144	8,144	8,144	8,144						
留存收益	4,337	4,622	5,482	6,692	8,225						
归母股东权益	12,628	12,953	13,812	15,022	16,555						
少数股东权益	273	318	345	375	409						
负债和权益总计	17,300	17,375	18,509	19,902	22,079						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,045	15,127	15,728	16,828	18,254	成长能力指标					
营业成本	10,785	11,602	12,358	13,134	14,182	营业收入增速	15.3%	7.7%	4.0%	7.0%	8.5%
税金及附加	102	128	126	133	137	营业利润增速	39.2%	4.7%	-10.5%	15.3%	11.6%
销售费用	926	986	1,007	1,053	1,141	归母净利润增速	34.2%	0.5%	-8.4%	14.7%	11.1%
管理费用	385	505	535	527	573	盈利能力指标					
研发费用	94	97	110	121	135	毛利率	23.2%	23.3%	21.4%	22.0%	22.3%
财务费用	-90	-71	-51	-62	-84	净利率	10.7%	10.0%	8.8%	9.5%	9.7%
资产减值损失	-65	-52	0	0	0	ROE	11.6%	11.4%	9.8%	10.3%	10.4%
公允价值变动	8	62	50	40	30	ROIC	11.3%	11.3%	9.7%	10.2%	10.3%
投资净收益	21	31	18	17	16	偿债能力					
营业利润	1,866	1,954	1,749	2,017	2,251	资产负债率	25.4%	23.6%	23.5%	22.6%	23.2%
营业外收支	70	34	73	62	54	净负债比率	0.34	0.31	0.31	0.29	0.30
利润总额	1,936	1,988	1,822	2,079	2,304	流动比率	2.60	2.81	2.93	3.15	3.20
所得税	435	475	435	489	537	速动比率	1.65	1.83	1.81	2.05	2.09
净利润	1,501	1,514	1,387	1,590	1,768	营运能力					
少数股东损益	23	29	27	31	34	总资产周转率	0.81	0.87	0.85	0.85	0.83
归母净利润	1,478	1,485	1,359	1,560	1,733	应收账款周转率	24.55	24.16	23.51	20.06	19.75
EBITDA	2,359	2,477	2,448	2,725	2,975	存货周转率	3.94	4.61	3.86	4.07	3.84
						每股指标					
						每股收益	5.04	5.06	4.64	5.32	5.91
						每股经营性现金流	6.67	7.17	4.60	6.73	7.25
						每股净资产	43.99	45.25	48.27	52.50	57.84
						估值比率					
						市盈率	16.18	16.10	17.59	15.33	13.79
						市销率	1.70	1.58	1.52	1.42	1.31
						市净率	1.85	1.80	1.69	1.55	1.41
						EV/EBIT	11.96	12.68	13.43	11.38	9.90
						EV/EBITDA	9.89	10.19	10.34	8.99	8.00

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。