

2025年12月23日

# 业绩已现拐点，景气度持续回升

## 安井食品(603345)

### 核心逻辑：

#### ► 业绩拐点明确，经营修复确定性强

安井食品作为速冻食品行业龙头，依托多元化创新和渠道结构升级，成功穿越行业周期，展现出极强的增长与盈利恢复动能。公司业绩已现拐点，经营持续修复，25Q3 单季营收同比提升 6.6%，归母净利润增速回正达到 11.8%，毛利率同比提升，盈利能力边际改善显著，叠加 Q4 旺季餐饮复苏、渠道补货顺畅及新品发力，业绩有望延续好转态势。

#### ► 产品创新驱动，多品类多点开花

公司从“渠道驱动”转向“新品驱动”为主，形成锁鲜装、虾滑、烤肠为核心的大单品群，通过核心单品迭代、品类结构优化突破行业内卷，提升盈利能力，同时冷冻烘焙、清真食品等战略新业务蓄势待发。

锁鲜装系列迭代至 6.0 版，覆盖 Z 世代、一人食、小家庭等新兴需求，剑指 C 端高端占比 50%；烤肠业务由 B 端向 B/C 两端高毛利产品突破，目标 2-3 年跻身 10 亿+ 梯队；虾滑实现高端产品矩阵和场景延展，持续提升高端产品在 C 端占比。冷冻烘焙业务借力鼎味泰并购和专项事业部组建，B/C 端和体验店全渠道协同布局，成为公司中长期新的增长极。清真食品作为战略赛道，以“安斋”品牌开拓千亿级蓝海市场。

#### ► 渠道多元突破，商超定制 + 国际化赋能

公司在“BC 兼顾，全渠发力”的渠道战略推动下，形成了以经销商为基本盘，特通、商超、新零售及电商协同发展的全矩阵布局，有效分散风险并驱动增长。公司 2025 年顺应新的市场机遇与运营环境，将战略重点调整为“有管控的推进商超定制”，2025 年三季度商超渠道营收同比增 28.1%，定制新品与头部商超深度协作，推动从“点状突破”向“体系化放量”转变。定制业务预期高毛利、高粘性，助力公司跳出行业价格战，实现价值增长。2025 年港股上市后，公司开启国际化布局，锁鲜装、虾滑等高端单品进驻中国港澳市场，并逐步推进东南亚、欧美市场。我们看好公司通过并购与本地化融合，提升全球市场渗透力。

#### ► 行业竞争趋缓，龙头优势稳固

行业从价格战转向价值战，竞争趋于理性、价格战趋缓，安井收入规模稳居龙头，渠道掌控力、创新研发力及费用管控水平均领先同业。在行业竞争新阶段，安井作为速冻食品龙头，有望凭借自身优势穿越周期，强化抗风险韧性，提升盈利能力。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	82.96
股票代码：	603345
52 周最高价/最低价：	92.15/69.22
总市值(亿)	268.19
自由流通市值(亿)	268.19
自由流通股数(百万)	333.29



#### 分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

#### 分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

#### 相关研究

1. 【华西食品】安井食品点评报告：业绩环比改善，旺季经营改善可期

2025.10.31

2. 【华西食品】安井食品点评报告：积极推进渠道转型，静待旺季经营回暖

2025.09.02

3. 【华西食品】安井食品点评报告：Q3 业绩承压，静待旺季经营回暖

2024.10.31

### 盈利预测与估值

参考公司最新投资者调研交流，我们调整公司 25-27 年营业收入 157.23/169.02/179.16 亿元的预测至 156.73/171.57/183.73 亿元，同比+3.6%/+9.5%/+7.1%；调整公司 25-27 年归母净利润 14.05/15.57/17.12 亿元的预测至 14.01/15.80/17.55 亿元，同比-5.7%/+12.8%/+11.0%；EPS 分别为 4.20/4.74/5.26 元，对应 12 月 22 日收盘价 82.96 元 PE 分别为 20/18/16 倍，维持买入评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、原材料成本波动、商超定制拓展不及预期、食品安全

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,045	15,127	15,673	17,157	18,373
YoY (%)	15.3%	7.7%	3.6%	9.5%	7.1%
归母净利润（百万元）	1,478	1,485	1,401	1,580	1,755
YoY (%)	34.2%	0.5%	-5.7%	12.8%	11.0%
毛利率 (%)	23.2%	23.3%	22.3%	22.9%	23.1%
每股收益（元）	5.04	5.08	4.20	4.74	5.26
ROE	11.7%	11.5%	10.2%	10.3%	10.2%
市盈率	16.46	16.33	19.74	17.50	15.76

资料来源：wind、华西证券研究所

## 正文目录

1. 业绩边际改善显著，经营修复确定性强.....	4
2. 产品端新品驱动为核心，战略新业务蓄势待发.....	5
2.1. 核心主业：高毛利单品成增长引擎.....	5
2.2. 战略业务：新赛道蓄势待发.....	8
3. 渠道多元化突破，拥抱商超定制.....	10
3.1. 拥抱商超定制，顺应行业变革.....	10
3.2. 港股上市赋能海外拓展，加速国际化.....	12
4. 行业竞争趋缓，龙头地位稳固.....	13
5. 盈利预测.....	15
6. 风险提示.....	17

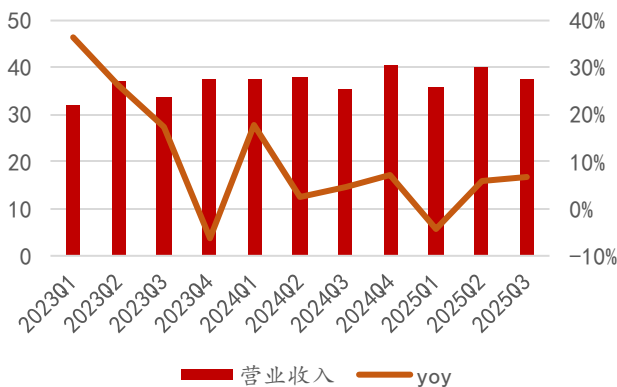
## 图表目录

图 1 25Q3 公司收入增速环比改善（亿元）.....	4
图 2 25Q3 公司归母净利润增速回正（亿元）.....	4
图 3 10 月社零餐饮增速环比提升.....	4
图 4 部分核心省份餐饮增速环比提升.....	4
图 5 公司近几年新品战略梳理.....	5
图 6 公司核心大单品发布时间线.....	5
图 7 公司锁鲜装升级时间线.....	6
图 8 公司烤肠系列产品推广节奏.....	7
图 9 公司虾滑创新的系列产品.....	7
图 10 公司储备了多个高潜力的产品系列.....	8
图 11 鼎益丰旗下的“莱卡尔”烘焙城堡.....	9
图 12 全球穆斯林人口分布.....	9
图 13 公司渠道分析.....	10
图 14 商超定制与传统渠道相互协同.....	11
图 15 公司与多家核心客户推进定制业务.....	12
图 16 公司与山姆合作的定制大单品.....	12
图 17 公司海外业务仍然偏小（亿元）.....	12
图 18 公司旗下的英国功夫食品.....	12
图 19 冻品行业核心标的季度收入增速变动.....	13
图 20 冻品行业核心标的季度净利润增速变动.....	13
图 21 安井行业市占率第一.....	13
图 22 安井拥有 13 大生产基地布局.....	13
图 23 公司研发支出逐年增加（亿元）.....	14
图 24 公司销售和管理费用率稳步下行.....	14
图 25 安井食品公司收入拆分（亿元）.....	16
图 26 可比公司估值对比.....	16

## 1. 业绩边际改善显著，经营修复确定性强

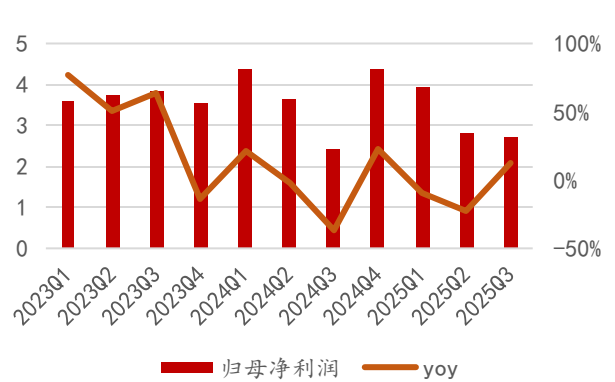
**25Q3 业绩改善，经营拐点显现：**2025 年上半年受原材料涨价、行业竞争加剧等影响，公司归母净利润同比下滑 15.8%，是上市以来首次半年度下滑。三季度一方面受益于商超、特通、新零售等渠道放量，另一方面鼎味泰并购贡献增量，协同效应初步显现，业绩已实现明确反弹，成为经营拐点。收入端来看，25Q3 单季营收 37.66 亿元（同比+6.6%），较 Q1（-4.1%）、Q2（+5.7%）环比提速，1-9 月累计营收 113.7 亿元（同比+2.7%），规模增长稳健；利润端来看，25Q3 归母净利润 2.75 亿元（同比+11.8%），扣非净利 2.64 亿元（同比+15.27%），净利率 7.31%（同比+0.35pct），显著扭转上半年下滑趋势。

图 1 25Q3 公司收入增速环比改善（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

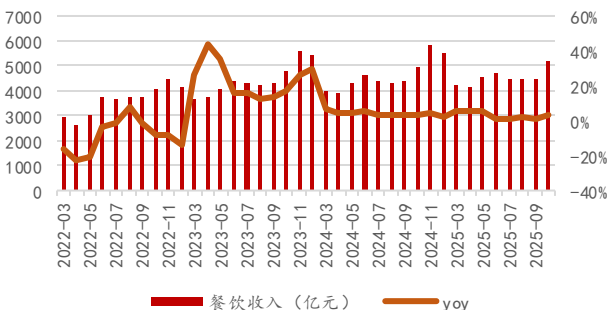
图 2 25Q3 公司归母净利润增速回正（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

**旺季市场反馈积极，延续好转趋势：**25Q4 以来公司进入销售旺季，市场反馈积极，延续稳健好转趋势。公司经营持续好转主要得益于：1) 大众餐饮复苏，10 月社零餐饮服务总额 5199 亿元，同比上涨 3.8%，增速环比上升 2.9pct，北京、上海、浙江、广东等核心省份社零餐饮增速亦环比改善；2) 公司在前期淡季采取了健康的渠道库存策略，未进行刻意压货，使得旺季来临时的渠道补货需求得以顺畅释放；3) 公司今年重点推广的新产品开始集中发力并显现成效，多个系列符合公司预期，如“米面六小龙”面点系列、肉多多烤肠等。

图 3 10 月社零餐饮增速环比提升



资料来源：wind、华西证券研究所

图 4 部分核心省份餐饮增速环比提升

	10 月餐饮增速 (%)	数据分析
浙江	12.5	创年内新高，领跑全国
广东	2.5	增速比前三季度加快 0.4 个百分点
上海	2.1	2025 年首次单月同比回正
北京	-0.1	降幅较 9 月收窄 4.2 个百分点，接近转正

资料来源：各地统计局、华西证券研究所

## 2. 产品端新品驱动为核心，战略新业务蓄势待发

公司战略层面从“渠道驱动”转向以“新品驱动”为主，通过核心单品迭代、品类结构优化突破行业内卷，高毛利产品占比持续提升。公司超过百亿的体量下现有渠道网络相对完善，核心渠道均已覆盖，精细化运营成为重点，需要好的产品做抓手，未来的增量将主要依赖新产品来创造。公司坚持“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划思路，推出了多个新品系列。行业层面来看，价格战加剧背景下，突破行业内卷的着力点在于产品创新、单品迭代、品类结构优化。

图 5 公司近几年新品战略梳理

阶段	时间	核心策略	代表产品	目标客群
高端化	2019-2020	锁鲜装系列、丸之尊系列	锁鲜装 1.0-2.0、鱼籽福袋	家庭消费升级、B 端中高端餐饮
预制菜扩张	2020-2022	冻品先生+安井小厨双轮驱动	酸菜鱼、小酥肉、火山石烤肠	便捷化家庭、餐饮定制
大单品战略	2022-2024	火山石烤肠、锁鲜装系列	火山石烤肠、锁鲜装 3.0-4.0	全渠道覆盖，重点突破 C 端
产品迭代	2024-2025	B 端“及时跟进”、C 端“升级换代”	锁鲜装 6.0、肉多多烤肠、创新面米	Z 世代、一人食、小家庭

资料来源：公司年报、华西证券研究所

图 6 公司核心大单品发布时间线



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

### 2.1. 核心主业：高毛利单品成增长引擎

公司不断夯实速冻食品行业的龙头地位，核心主业持续以高毛利新品/次新品为增长引擎，展现出极强的市场穿透力与品牌创新力。在差异化创新和高端化战略指引下，公司锁鲜装、烤肠、虾滑等产品成为核心增量，不仅巩固了在 C 端的竞争壁垒，也驱动了整体盈利能力的持续提升。

1) **锁鲜装系列**：自 2019 年推出，采用小规格、多色彩、高透明度的包装设计，围绕高蛋白配方与口感还原做强产品竞争力，辅以真空、充氮保鲜等技术手段保持新鲜与品质，匹配企业战略级营销资源，高毛利的 C 端定价策略得以成立；迭代从 1.0→5.0，2025 年升级为 6.0（小克重、条状化、强调健康），进一步对接“一人食”和小家庭场景，延长品类成长曲线。

**锁鲜装持续巩固 C 端竞争力，高端产品 C 端占比有望提升至 50%**：根据公司投资者调研纪要，锁鲜装自推出以来已连续五年实现销售与利润的双增长，年销售规模年销售规模已超过 15 亿元，作为高端化的高毛利产品，是公司盈利的核心支撑。锁鲜装 6.0 将在旺季上市，四款新产品中三款采用棒状或条状设计，不仅可用于传统火锅场景，也能方便地改刀用于炒菜等多元烹饪方式，更好地满足了当下小型家庭与精致化饮食的需求，标志着该系列从单一的火锅配料向更日常、更多元的消费场景延伸。公司将持续通过锁鲜装系列的创新，带动整体渠道结构优化与品牌价值提升，巩固公司在 C 端市场的竞争力。公司长期目标是推动锁鲜装产品的高端化，使公司高端产品在 C 端火锅料板块中的理想占比提升至 50%。

图 7 公司锁鲜装升级时间线

	推出年份	核心定位	主要产品	市场影响
锁鲜装 1.0	2019 年 9 月	行业破冰、中高端切入	龙虾味球、仿蟹肉、潮汕风味牛肉丸、鱼籽包等 9 款	抢占行业至高点，成为明星产品
锁鲜装 2.0	2020 年	产品线扩充、完善矩阵	肉脆丸、虾球、仿雪蟹等	强化火锅料核心赛道覆盖
锁鲜装 3.0	2021 年	爆品打造、口感升级	鱼籽虾滑、鱼籽福袋	持续发力，成为核心增长引擎
锁鲜装 4.0	2022 年	颜值与口感双升级	芝士鱼豆腐、鱼籽炸鱼蛋、松叶蟹味棒、咸蛋黄虾球、芝士虾肠	进一步提升产品差异化竞争力
锁鲜装 5.0	2023 年	高端化深化、场景延伸	虾滑+鳕鱼肠组合	完善高端产品矩阵，提升品牌溢价
锁鲜装 6.0	2025 年	一人食、小家庭适配	4 款 SKU	

资料来源：公司公告、投资者调研纪要、华西证券研究所

2) **烤肠系列**：烤肠业务是公司近几年调制食品板块的重要增长引擎，战略重心经历了由 B 端（餐饮供应、烤机渠道）主导向 B/C 端同步全面推进的转型。2024 年公司 B 端火山石烤肠显著放量，完成原定销售目标并略超，25 年上半年增幅超过 100%；同时公司在 C 端升级推出以“肉多多”系列为代表的中高端新品，完成了烤肠产品 BC 兼顾和年轻化的布局。

**BC 兼顾，毛利结构改善**：烤肠业务毛利结构大幅改善，23-24 年公司主要以低毛利的 B 端火山石烤肠为主，整体盈利水平偏低。2025 年公司通过 C 端高毛利新品推广，产品结构优化显著。肉多多等 C 端烤肠系列毛利率远高于 B 端，带动整体毛利率改善，盈利能力呈现持续向好趋势。

**剑指行业第一梯队，目标销售额 10 亿元+**：根据公司投资者调研纪要，公司制定了烤肠业务的长远发展目标，计划用 2-3 年时间实现行业第一梯队（年销售规模 10 亿元+）。我们看好公司持续丰富烤肠 SKU，强化工艺品质创新，加强产线协同效应与成本管控，进一步提升高端定制化产品占比，并借助大型商超、餐饮链条与新兴渠道形成全国性规模优势，成为安井食品产品结构升级与盈利增长的又一核心支柱。

图 8 公司烤肠系列产品推广节奏

年度/阶段	策略与渠道	市场表现
2023H2	自建终端起步，送烤机撬动小店场景	打样期，验证动销
2024	B 端火山石主导、全链路焕新	年度目标已完成且略超
2025 (Q1 - Q3)	“B 端继续推+C 端同步发力”	持续放量，B 端与 C 端产品同步上市以提升盈利能力

资料来源：投资者交流纪要、华西证券研究所

**3) 虾滑系列：**虾滑被公司明确为与锁鲜装并列的超级大单品培育目标，聚焦速冻菜肴与火锅料中高端赛道。虾滑业务在公司产品矩阵中重要性不断提升，参考投资调研纪要，虾滑品类已成为公司所有新品中增长最为强劲的大单品，持续实现高双位数增长，表现超出预期，25 年公司虾滑系列产品在完善产品结构的基础上，积极进行新品创新升级，推进虾滑系列的爆品化与系列化改造。

**产品端不断完善，渠道端全面覆盖：**产品层面，一方面公司构建了多维度的虾滑产品矩阵，涵盖原味虾滑、鱼籽虾滑、黑虎虾滑、大颗粒虾滑等多款差异化产品，保障品质竞争力；另一方面虾滑产品规格全面适配 BC 端需求，既有 100g、150g 家庭装满足 C 端小份餐、单人加餐场景，也有 500g 餐饮装专供 B 端餐饮连锁，覆盖火锅、麻辣烫、日常炒菜等多元场景，同时公司虾滑产品包装与形态持续创新，如推出更小规格、条状小包装等产品进一步打破“火锅专属”局限，拓展至日常餐桌消费。渠道层面，在“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略下公司将虾滑等单品通过 B 端流通、团餐、商超、电商等多种渠道推广，推动产品向中高端及家庭端延伸；同时虾滑产品已成为公司拓展定制渠道的重要“敲门砖”，公司通过与胖东来、山姆等头部商超及新零售平台的定制合作，不断拓展新兴销售渠道，提升产品市场渗透率和品牌影响力。

虾滑已经成为公司速冻菜肴的重要增长极，依托品牌、创新和渠道多元化优势，有望保持高增态势，推动公司业务增长和毛利率提升，助力公司在速冻菜肴领域进一步巩固市场领先地位。

图 9 公司虾滑创新的系列产品

产品名称	核心特点	目标客群
黑虎虾滑	泰国进口黑虎虾含量≥80%，低脂高蛋白，高端定制	高端家庭、健身人群
黑虎虾滑球	与山姆会员店定制，虾含量≥90%，Q 弹爆汁	中高端家庭、会员店客群
鱼籽虾滑	虾滑+鱼籽组合，双重口感，咬感“咯吱”爆珠	年轻家庭、火锅爱好者
大颗粒虾滑	整颗虾仁含量高，肉眼可见大颗粒	品质敏感型消费者

资料来源：京东、山姆、华西证券研究所

除锁鲜装、烤肠、虾滑等重点布局的核心品类外，公司主业中仍然储备了多个发展潜力十足的新品和次新品系列：

图 10 公司储备了多个高潜力的产品系列

品类	市场表现
400 克真空装系列	精准切入中档价格带，面向 C 端家庭消费场景，战略意义重大，成为公司“新品驱动增长”的重要一环。
小酥肉	速冻菜肴制品板块中的重点单品之一，“安井小厨”品牌的明星产品之一，是公司未来预制菜业务扩张和盈利能力提升的重要支撑。
小龙虾	小龙虾业务处于行业领先地位，公司整合上游产业链，加强业务管理，积极推进多元渠道建设，具备抗风险与成长潜力。 2025 年上半年小龙虾产品实现收入超过 10 亿元，同比增长接近 20%，其中调味小龙虾同比增长 20%，清水虾的出货量实现三倍以上的增长。 公司通过成立水产事业部加强产业端协同和管理，提升了业务应对市场波动的能力。
嫩鱼丸	一方面，嫩鱼丸结合洪湖安井、新宏业等淡水鱼资源优势，构建起了竞争对手难以复制的产品壁垒；另一方面，通过活鱼现杀系列产品的开发，不仅丰富了锁鲜装产品矩阵，更有效提升了湖北生产基地的产能利用率，实现了产业链协同效应。 2025 年推出以来收入基本达到公司预期，有望通过工艺创新和渠道拓展，将其打造成为兼具市场号召力和利润贡献的大单品。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 2.2. 战略业务：新赛道蓄势待发

### 1) 冷冻烘焙：收购鼎味泰打开增量空间。

**“外延并购 + 内生扩张”双路径布局：**公司 2025 年 7 月完成收购江苏鼎味泰 70% 股权及鼎益丰食品（太仓）100% 股权并于下半年纳入合并，新增冷冻烘焙板块，主攻吐司、菠萝包、司康、软欧包、贝果等成品，定位中高端细分品类，形成与主业互补的产品矩阵与赛道延伸的“第三增长曲线”，同时可协同其在沃尔玛、奥乐齐等精品商超与便利店、关东煮现制场景的渠道网络，加速 B、C 两端渗透与定制能力输出，强化与大 B 定制、小 B 开放式渠道的互通与运营经验复用。公司 25 年 10 月变更 3.61 亿元募集资金用途，投向鼎益丰烘焙面包项目，建成后满负荷产能设计为各类烘焙面包日产 67.42 吨，进一步加码自建产能，凸显将其培育为核心增长极的战略决心。

**统筹资源助力冷冻烘焙业务快速发展：**鼎味泰 2024 年营收约 6 亿元，新增冷冻烘焙业务；Q3 公司新增烘焙食品收入 3212.07 亿元。现阶段来看，冷冻烘焙业务短期贡献仍然较小，处于产能爬坡与渠道协同阶段，但冷冻烘焙赛道具备高成长、高盈利属性，结构高端化趋势明确，同时公司已经成立专项烘焙事业部并由集团副董事长挂帅，强化业务统筹与资源倾斜，中长期来看有望成为公司业绩增长的核心推动力。

图 11 鼎益丰旗下的“莱卡尔”烘焙城堡



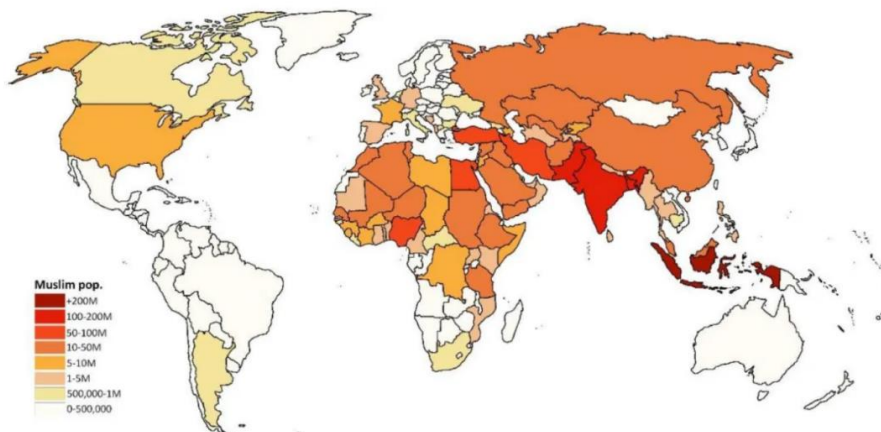
资料来源：莱卡儿烘焙、华西证券研究所

## 2) 清真食品：市场广阔的战略新赛道

根据公司投资者问答，公司战略规划开拓清真食品这一广阔市场，公司已收购并计划启用“安斋”品牌，该品牌名称兼具清真属性与“安井”的关联性。公司控股子公司新柳伍的国内工厂已完成清真认证，相关产品此前在小范围试销中已获得良好市场反馈，验证了产品潜力。

国际清真食品市场规模较大，根据 Statista 和伊斯兰合作组织报告，国际清真食品的市场规模已超过万亿美元，主要驱动因素包括全球穆斯林人口增长（预计 2030 年达 22 亿）、清真认证体系标准化以及非穆斯林消费者对清真食品的信任度提升。国内清真市场正处快速成长阶段，Fortune Business Insights（福布斯商业洞察）网站预计，我国清真食品和饮料产品市场规模在 2034 年将达到 2171.0 亿美元，2025—2034 年的年复合增长率为 10.84%。根据中国安全食品网，我国穆斯林人口约 2500 万，人口占比虽然不大，但是清真饮食所能辐射到的人口数却相当可观，如很多非穆斯林因品质信任而购买，因此国内是清真食品生产和消费大国。清真食品市场广阔，超过 60% 的穆斯林群体集中在亚太地区，特别是我国周边国家与地区，基于公司以往的团队经营能力、渠道能力及新品研发能力，依托高效的产销体系和属地化工厂规划，未来有望成为公司业绩新的增量来源。

图 12 全球穆斯林人口分布



资料来源：学会观察、华西证券研究所

### 3. 渠道多元化突破，拥抱商超定制

**多元化布局，全渠道发力：**公司采用“BC 兼顾，全渠发力”的渠道战略，形成了以经销商为基本盘，特通、商超、新零售及电商协同发展的全矩阵布局，有效分散风险并驱动增长。公司顺应渠道碎片化趋势，聚焦新零售、特通、商超定制化三大高增长领域，特别是重点布局商超定制渠道，逐步降低对传统经销渠道依赖，渠道更加多元化。

图 13 公司渠道分析

渠道	财务数据	渠道分析
经销商	Q3 营收 29.6 亿元（同比-0.6%），1-9 月累计 90.0 亿元（同比-0.96%）	公司压舱石渠道，主要覆盖小 B 端客户，C 端菜场和 BC 超，经过多年的保姆式服务，经销商粘性高，Q3 降幅收窄。经销商总数达 2,223 家，同比增长 7.4%，覆盖全国所有一二线城市和 250+低线城市。
新零售及电商	Q3 营收 2.7 亿元（同比+38%），1-9 月累计 8.5 亿元（同比+25%）	公司积极拓展与新零售平台的合作，运用新零售平台大数据，对商品线上服务、线下体验以及现代物流开展深度融合。与在盒马鲜生、叮咚买菜、京东超市、朴朴、美团小象超市、锅圈食汇 等新零售渠道战略签约，相互赋能，适应新兴销售场景需要，并与盒马鲜生等新零售业态深化产品定制合作。
特通直营	Q3 营收 3.16 亿元（同比+68.1%），1-9 月累计 8.72 亿元（同比+20%）	公司与包括张亮麻辣烫、海底捞、绝味鸭脖、半天妖烤鱼、鱼你在一起酸菜鱼、夸父炸串、喜姐炸串、呷哺呷哺、兰湘子等国内多家餐饮连锁客户，以及湖北旭乐等休闲食品类上市公司上游供应链企业均建立了长期合作关系，提供定制化产品解决方案，满足大客户特定需求。
商超	Q3 营收 2.20 亿元（同比 28.1%）；1-9 月累计 6.43 亿元（同比+6.74%）	公司 C 端战略核心与重要业绩增量来源，以“商超定制化”为核心策略，深度绑定山姆、盒马、胖东来、大润发、沃尔玛等主流及高端商超，推出黑虎虾滑、小龙虾定制款、纸皮烧麦等专属产品，2025 年三季度该渠道营收达 2.2 亿元，同比增长 28.1%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

#### 3.1. 拥抱商超定制，顺应行业变革

**线下渠道流量变迁，以定制开辟价值战新赛道：**线下商超渠道变革，一方面在传统商超普遍面临客流量分化、营收承压的背景下，商超系统效仿胖东来的调改路径，通过扩大生鲜产品陈列面积、提升定制产品占比寻求突破；另一方面会员制超市专注于为消费者提供极致性价比的商品和卓越体验，定制化精简选品是他们的核心竞争力，因此会员制超市、精品超市、“胖改”超市成为线下核心流量渠道，商超选品逻辑变为“宽类窄品”，对品牌共创与差异化供给的需求提升，定制款/联名款成为渠道核心抓手。相较于传统的标品，商超定制更看重产品品质、差异化和供应链稳定性，通过定制合作也能与商超建立更为紧密的合作关系，规模效应下盈利能力优于传统流通，帮助公司从价格战泥潭中跳脱，开辟价值战新赛道。从公司品牌认知来看，商超与安井定制，可以形成相互的品牌背书，加强安井的 C 端品牌知名度，进一步提升安井在 C 端成长的潜力，形成 B 端与 C 端双轮驱动的良好循环。

图 14 商超定制与传统渠道相互协同

	商超定制业务	传统经销渠道	协同效应
客户定位	中高端家庭消费者(C端)	餐饮门店和小型零售商(B端)	BC互补,全场景覆盖
产品特点	高端化、差异化、小包装	标准化、大包装、高性价比	避免内部竞争,价格带错位
毛利率	相对较高	相对较低	优化整体盈利结构
渠道稳定性	合作周期长,粘性高	覆盖面广,下沉能力强	降低单一渠道依赖风险
品牌价值	提升品牌形象与认知	扩大市场份额与渗透率	品牌与销量双轮驱动

资料来源：华西证券研究所

**战略优化为“有管控的拥抱商超定制”，与主流渠道深度合作：**公司2025年初将渠道战略重点调整为“全面拥抱商超定制化”，全面推行商超定制化，面对新的市场机遇与运营环境，公司根据合作态势因势利导、顺势而为调整改进，进一步将战略升级为“有管控的推进商超定制”。战略调整后，公司依据系统重要性对客户进行分级管理，非主流系统或系统非主产品、亏损单品不定制，对部分头部系统采取“敲门砖”策略，即使初期不以盈利为首要目标，也要确保入驻，以此带动全品类渗透与深度合作。

**组建团队全力开拓，柔性供应链快速响应客户需求：**公司组建了专项团队，并推动“技术深度前置”—技术总监协同工厂总经理、营销企划直接参与客户对接，围绕口感、配方、工艺等细节进行多轮磨合，这种“技术+销售”深度融合的模式，有力保障了定制需求向生产方案的高效转化。同时，针对小批量订单与原有大规模生产模式的冲突，公司通过多工厂协同生产，灵活调配产能，实现了供应链的柔性适配。在管理与激励方面，公司也同步优化制度，对研发等核心团队实施针对性激励，支撑定制业务持续推进。

**定制渠道“体系化放量”，贡献报表增量：**公司定制客户从“点状突破”走向“体系化放量”，已与几乎所有主流商超系统建立定制化合作关系，包括山姆、盒马、沃尔玛、麦德龙、大润发、永辉、胖东来等。报表端已有所兑现，Q3商超渠道实现收入2.2亿元，同比增长28.1%，主要增量或来自于商超定制，根据公司投资者调研纪要，25年上半年山姆、胖东来分别新增小龙虾产品销售额1000万元和700万元，盒马已定制鲜奶馒头、豆沙包和锁鲜装等产品，沃尔玛已定制（牛肉、猪肉香菇、蛋黄火腿）纸皮烧麦系列和爆浆红糖糍粑，大润发、麦德龙、永辉等系统也有多款产品在推进，形成“多系统多品类”的组合扩张。特别是25Q4在山姆上新的新品“黑虎虾滑球”，对公司商超定制业务有战略性意义，正式打通会员制超市渠道，并且有公司品牌“安井”露出，进一步验证公司产品创新能力和供应链稳定性。

公司商超定制业务正从“0到1”突破走向“1到N”快速放量阶段，随着更多定制新品导入、不同商超体系合作加深，看好继续保持高增，同时提升品牌C端认知度，在行业转型中持续占据有利位置。随着公司战略调整，更重视定制产品的高毛利和独家供应溢价，盈利能力有望逐步提升，优化公司整体盈利水平。

图 15 公司与多家核心客户推进定制业务

客户	核心产品
沃尔玛系统	纸皮烧麦系列、爆浆红糖糍粑等定制上新
山姆会员店	黑虎虾虾滑球
胖东来	小龙虾
盒马鲜生	多款定制（鲜奶馒头、豆沙包、锁鲜装等）
麦德龙/大润发/永辉	多 SKU 推进（如纸皮烧麦、山药肉丸等）

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 16 公司与山姆合作的定制大单品



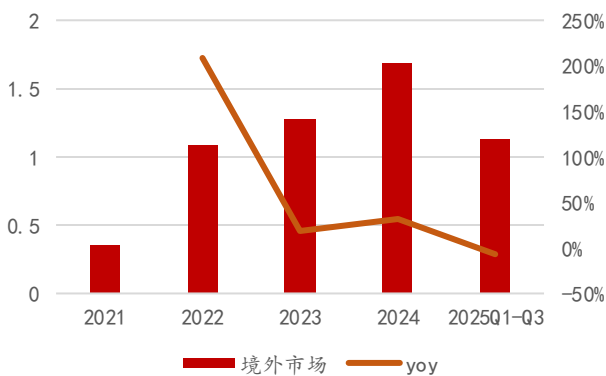
资料来源：山姆、华西证券研究所

### 3.2. 港股上市赋能海外拓展，加速国际化

**顺利上市港股，进军中国港澳市场：**公司 7 月完成发行，8 月初稳价期结束后纳入港股通，便利内地资金配置；9 月 9 款产品进驻中国香港 330 家连锁商超（如惠康），目标抢占 700 万人口的香港 C 端市场，依托锁鲜装、虾滑等高端单品，包装融合当地消费美学，塑造国际化品牌形象。

**公司以港股上市为契机，坚定推进国际化战略，将在海外市场差异化布局。**根据公司投资者问答，东南亚市场发展阶段类似国内多年前，竞争格局相对缓和，渗透空间较大，公司将在东南亚进行深度耕耘并优先考虑自建工厂，复制国内已被验证的产品与渠道打法，提升市场覆盖效率；欧美等成熟市场，考虑到品牌认知固化、渠道门槛较高，公司计划并购当地拥有渠道的老品牌来进入主流渠道，以降低市场导入风险与时间成本，公司已有并购英国功夫食品的经验，是未来海外并购很好的样本参考。公司海外业务体量仍然较小，看好公司借助港股上市机遇，稳步推进国际化，在海外市场实现持续增长，推动公司实现全球化布局。

图 17 公司海外业务仍然偏小（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图 18 公司旗下的英国功夫食品



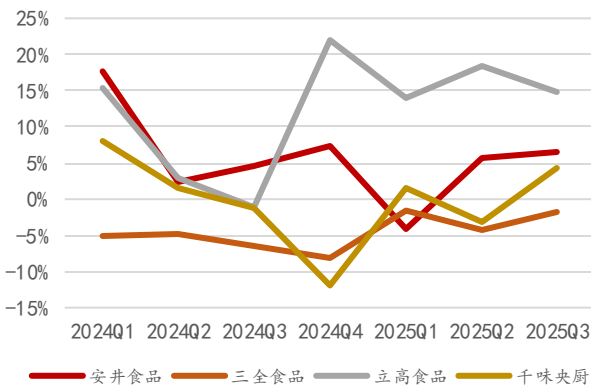
资料来源：Kung Fu Food、华西证券研究所

## 4. 行业竞争趋缓，龙头地位稳固

**行业价格战并未进一步加剧，竞争呈现理性状态：**根据投资者问答，当前行业价格环境相比五年前有明显改善，且各企业核心渠道存在差异，品类优势各有侧重，使得单纯依靠价格手段的竞争有效性下降。当前存量市场中，单纯价格战的效果有限，消费者愈发追求“性价比”与“质价比”的统一，公司认为当前行业价格战并未进一步加剧，而是趋于理性，并将这一战略清晰传达给经销商伙伴。千味央厨亦在投资者交流中提到，行业整体呈现理性和稳定状态。

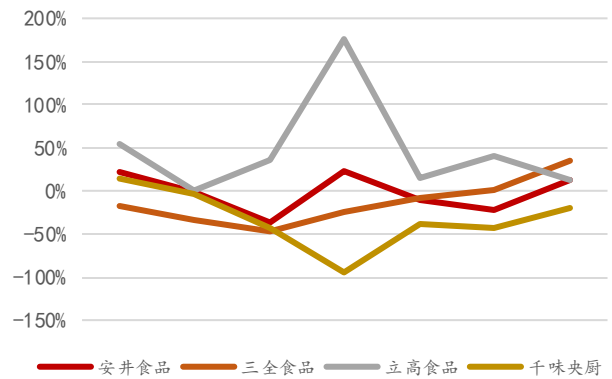
**龙头企业控费增效，盈利能力修复：**Q3 速冻食品板块毛利率降幅明显收窄，部分企业实现环比转正，安井毛利率同比年内首次转正，核心标的营收利润增幅多数环比提升，行业筑底态势明确。

图 19 冻品行业核心标的季度收入增速变动



资料来源: wind、华西证券研究所

图 20 冻品行业核心标的季度净利润增速变动



资料来源: wind、华西证券研究所

我们认为冻品行业竞争维度升级，从价格比拼转向产品创新、渠道精耕与供应链效率提升，行业从“低价抢量”向“多元渠道价值”迁移。

**在行业竞争新阶段，安井作为速冻食品龙头，有望凭借自身优势穿越周期：**

- 1) 规模优势：**公司收入体量稳健增长，稳居速冻行业第一，是第二名体量的 2 倍。公司已形成全国 13 大生产基地布局，支撑属地化供给、具备冷链半径与单位成本优势，产能利用率长期处于高位。

图 21 安井行业市占率第一

下表为 2024 年按速冻食品收入计中国前五大速冻食品企业：

排名	公司名称	市场份额
1	本集团	6.6%
2	公司A	3.3%
3	公司B	2.9%
4	公司C	1.3%
5	公司D	0.9%

资料来源：各公司的公开资料或文件·弗若斯特沙利文

资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

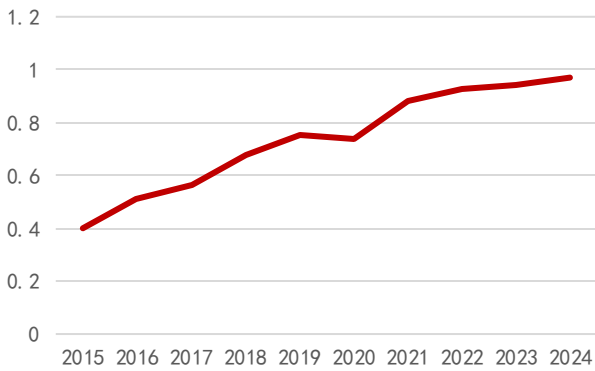
图 22 安井拥有 13 大生产基地布局



资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

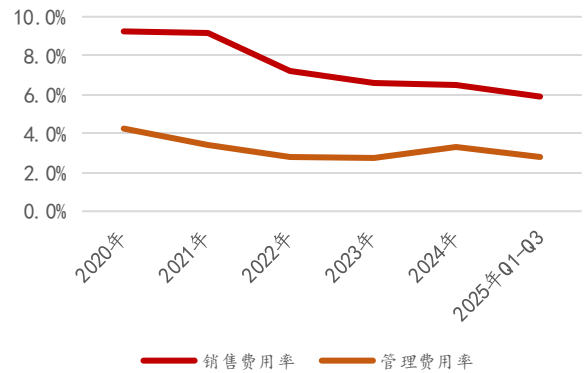
- 2) **渠道掌控力**：渠道结构呈“基本盘稳、增量点强”的态势，经销商 2223 家稳固基本盘，形成了以经销商为基本盘，特通、商超、新零售及电商协同发展的全矩阵布局，有效分散风险并驱动增长。
- 3) **持续创新力**：研发团队通过激励机制优化配方，打造了多个爆款系列，锁鲜装“高毛利+稳增长”的“现金牛”属性，烤肠 B/C 两端发力，冷冻烘焙并表扩边界，研发创新能力推动新品爆发和盈利修复。
- 4) **费用管控力**：公司通过精细化运营对冲外部压力，成本端通过集团集中招投标采购降本，应对原料涨价压力；费用端通过精准控费 + 产品结构优化 + 渠道低费用化实现费用率下行与利润修复的共振。2025 年前三季度销售费用同比-2.8%（广告、物流、促销费缩减），管理费用同比-3%（差旅、工资节约），1-9 月销售费用率 5.9%（同比-0.33pct）、管理费用率 2.82%（同比-0.49pct），控费效果显著。中长期看好公司依赖精准控费、总成本领先、渠道结构优化、产品结构升级等战略有望进一步提升盈利能力。

图 23 公司研发支出逐年增加（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图 24 公司销售和管理费用率稳步下行



资料来源：wind、华西证券研究所

## 5. 盈利预测

**业绩拐点明确，经营修复确定性强：**安井食品作为速冻食品行业龙头，依托多元化创新和渠道结构升级，成功穿越行业周期，展现出极强的增长与盈利恢复动能。公司业绩已现拐点，经营持续修复，25Q3 单季营收同比提升 6.6%，归母净利润增速回正达到 11.8%，毛利率同比提升，盈利能力边际改善显著，叠加 Q4 旺季餐饮复苏、渠道补货顺畅及新品发力，业绩有望延续好转态势。

**产品创新驱动，多品类多点开花：**公司从“渠道驱动”转向“新品驱动”为主，形成锁鲜装、虾滑、烤肠为核心的大单品群，通过核心单品迭代、品类结构优化突破行业内卷，提升盈利能力，同时冷冻烘焙、清真食品等战略新业务蓄势待发。锁鲜装系列迭代至 6.0 版，覆盖 Z 世代、一人食、小家庭等新兴需求，剑指 C 端高端占比 50%；烤肠业务由 B 端向 B/C 两端高毛利产品突破，目标 2-3 年跻身 10 亿 + 梯队；虾滑实现高端产品矩阵和场景延展，持续提升高端产品在 C 端占比。冷冻烘焙业务借力鼎味泰并购和专项事业部组建，B/C 端和体验店全渠道协同布局，成为公司中长期新的增长极。清真食品作为战略赛道，以“安斋”品牌开拓千亿级蓝海市场。

**渠道多元突破，商超定制+国际化赋能：**公司在“BC 兼顾，全渠发力”的渠道战略推动下，形成了以经销商为基本盘，特通、商超、新零售及电商协同发展的全矩阵布局，有效分散风险并驱动增长。公司 2025 年顺应新的市场机遇与运营环境，将战略重点调整为“有管控的推进商超定制”，2025 年三季度商超渠道营收同比增 28.1%，定制新品与头部商超深度合作，推动从“点状突破”向“体系化放量”转变。定制业务预期高毛利、高粘性，助力公司跳出行业价格战，实现价值增长。2025 年港股上市后，公司开启国际化布局，锁鲜装、虾滑等高端单品进驻中国香港市场，并逐步推进东南亚、欧美市场。我们看好公司通过并购与本地化融合，提升全球市场渗透力。

**行业竞争趋缓，龙头优势稳固：**行业从价格战转向价值战，竞争趋于理性、价格战趋缓，安井收入规模稳居龙头，渠道掌控力、创新研发力及费用管控水平均领先同业。在行业竞争新阶段，安井作为速冻食品龙头，有望凭借自身优势穿越周期，强化抗风险韧性，提升盈利能力。

**收入拆分来看，**速冻调理制品公司受益于锁鲜装、烤肠等新品驱动，有望维持中单位增长，到 2027 年有望接近 90 亿元；速冻面米制品行业竞争趋缓，在“米面六小龙”等产品拉动下有望重回增长，到 2027 年体量有望接近 25 亿元；速冻菜肴制品行业需求旺盛，公司虾滑、小龙虾、小酥肉等产品表现亮眼，有望维持双位数增长；烘焙食品作为新增业务，未来 2-3 年预计将快速放量。整体来看，预计公司 25-27 年收入增速分别为 3.6%/9.5%/7.3%，到 2027 年收入体量达到 184 亿元。**毛利率端来看，**随着公司新品拉动、定制等渠道起量，叠加公司集团集中招投标采购降本，预计毛利率稳中有升。

图 25 安井食品公司收入拆分 (亿元)

分产品	2024	2025E	2026E	2027E
速冻调制食品	78.39	79.57	85.14	89.39
yoy		1.5%	7.0%	5.0%
速冻菜肴制品	43.49	48.28	55.52	61.62
yoy		11.0%	15.0%	11.0%
速冻面食制品	24.65	23.42	23.65	24.60
yoy		-5.0%	1.0%	4.0%
农副产品及其他	4.49	4.85	5.09	5.35
yoy		8.0%	5.0%	5.0%
烘焙食品	-	0.45	2.00	2.60
yoy			344%	30%
其他业务	0.24	0.17	0.17	0.17
yoy		-30.0%	0.0%	0.0%
营业总收入	151.27	156.73	171.57	183.73
yoy		3.6%	9.5%	7.1%

资料来源: wind、华西证券研究所

参考公司最新投资者调研交流,我们调整公司 25-27 年营业收入 157.23/169.02/179.16 亿元的预期至为 156.73/171.57/183.73 亿元,同比 +3.6%/+9.5%/+7.1%;调整公司 25-27 年归母净利润 14.05/15.57/17.12 亿元的预测至 14.01/15.80/17.55 亿元,同比 -5.7%/+12.8%/+11.0%;EPS 分别为 4.20/4.74/5.26 元,对应 12 月 22 日收盘价 82.96 元 PE 分别为 20/18/16 倍,维持买入评级。

图 26 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS (元)		
		TTM	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
安井食品	276	20	20	18	16	4.2	4.74	5.26
三全食品	104	19	19	18	16	0.62	0.67	0.72
千味央厨	39	71	50	41	35	0.81	0.99	1.15
海欣食品	49	-119	(880)	220	98	-0.01	0.04	0.09

资料来源: WIND、华西证券研究所 注:可比公司每股收益为 wind 一致预期,市盈率以 12 月 16 日收盘价为基准

## 6. 风险提示

**行业竞争加剧的风险：**速冻食品行业参与者众多，包括速冻米面领域的龙头三全、思念，速冻火锅料行业的海欣和惠发以及一些地方性品牌。竞争者呈现多元化趋势，未来公司面临一定的竞争压力。但我们认为公司深耕速冻火锅料行业，已成为行业龙头，拥有丰富的应对行业竞争的经验。

**原材料成本波动的风险：**公司鱼糜、猪肉、小龙虾等成本波动较大，对业绩影响较为直接，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。

**商超定制拓展不及预期：**公司有管控的拥抱商超定制，是公司目前重点开拓的渠道，未来若该渠道销售情况不及预期，将会为公司业绩增长产生负面影响。

**食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,127	15,673	17,157	18,373	净利润	1,514	1,428	1,611	1,789
YoY (%)	7.7%	3.6%	9.5%	7.1%	折旧和摊销	505	677	789	879
营业成本	11,602	12,178	13,228	14,129	营运资金变动	110	-213	-94	-171
营业税金及附加	128	123	140	147	经营活动现金流	2,104	1,944	2,328	2,522
销售费用	986	1,027	1,122	1,203	资本开支	-895	-974	-811	-896
管理费用	505	476	547	572	投资	-2,351	-2	0	-1
财务费用	-71	-53	-60	-90	投资活动现金流	-3,205	-1,086	-779	-863
研发费用	97	103	112	120	股权募资	16	4	0	0
资产减值损失	-52	0	0	0	债务募资	-215	30	-50	20
投资收益	31	28	33	34	筹资活动现金流	-1,198	-536	-52	18
营业利润	1,954	1,828	2,078	2,306	现金净流量	-2,299	324	1,496	1,677
营业外收支	34	30	28	27	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	1,988	1,858	2,106	2,333	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	475	431	495	545	营业收入增长率	7.7%	3.6%	9.5%	7.1%
净利润	1,514	1,428	1,611	1,789	净利润增长率	0.5%	-5.7%	12.8%	11.0%
归属于母公司净利润	1,485	1,401	1,580	1,755	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	0.5%	-5.7%	12.8%	11.0%	毛利率	23.3%	22.3%	22.9%	23.1%
每股收益	5.08	4.20	4.74	5.26	净利率	9.8%	8.9%	9.2%	9.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	8.5%	7.5%	7.8%	7.8%
货币资金	2,779	3,103	4,600	6,277	净资产收益率 ROE	11.5%	10.2%	10.3%	10.2%
预付款项	65	74	77	84	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	3,285	3,737	3,902	4,252	流动比率	2.81	2.76	3.06	3.29
其他流动资产	4,222	4,241	4,306	4,357	速动比率	1.83	1.73	2.02	2.24
流动资产合计	10,351	11,156	12,885	14,970	现金比率	0.76	0.77	1.09	1.38
长期股权投资	14	16	16	18	资产负债率	23.6%	24.0%	22.7%	22.0%
固定资产	5,118	5,742	6,365	6,842	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	689	682	682	678	总资产周转率	0.87	0.87	0.88	0.86
非流动资产合计	7,025	7,436	7,481	7,519	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	17,375	18,591	20,366	22,489	每股收益	5.08	4.20	4.74	5.26
短期借款	111	141	91	111	每股净资产	44.16	41.37	46.11	51.37
应付账款及票据	1,854	2,028	2,158	2,329	每股经营现金流	7.17	5.83	6.98	7.57
其他流动负债	1,713	1,877	1,961	2,104	每股股利	3.35	1.43	0.00	0.00
流动负债合计	3,679	4,046	4,210	4,544	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.33	19.74	17.50	15.76
其他长期负债	426	413	413	413	PB	1.85	1.84	1.65	1.48
非流动负债合计	426	413	413	413					
负债合计	4,105	4,459	4,623	4,957					
股本	293	293	293	293					
少数股东权益	318	345	376	410					
股东权益合计	13,270	14,132	15,743	17,532					
负债和股东权益合计	17,375	18,591	20,366	22,489					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。