



安井食品 (603345.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

如何看待安井本轮基本面改善？

投资逻辑

行业视角：需求边际修复，竞争要素指向产品力及运营效率。需求方面，25 年下半年餐饮社零同比增速由 0-1%逐步修复至 3-5%区间，主要系出行场景扩张、以价换量带动餐饮消费频次回升。竞争方面，21-23 年行业经历大幅扩产后面临需求压力，叠加成本上涨和促销加剧导致利润承压，小企业逐步出清，价格战难以延续。中长期看，速冻食品渗透率仍有较大提升空间，弗若斯特沙利文数据显示，我国速冻食品人均消费量仅约 10kg/人，显著低于海外成熟市场。从 B 端来看，伴随着餐饮连锁化率提升，后厨标准化趋势持续强化对速冻食材需求。从 C 端来看，行业竞争要素由单一价格驱动转向产品创新、渠道定制、供应链等综合能力竞争。

公司视角：从渠道扩张进入新品驱动、结构优化和经营提质的新阶段。公司早期依托大单品打造、全国化渠道扩张和强执行力，实现收入与利润快速增长；2021-2025 年，公司营业收入由 92.7 亿元提升至 161.9 亿元，CAGR 约 15.0%，前期通过新宏业、新柳伍、冻品先生等外延布局补强供应链能力，但 23 年起下游餐饮需求疲软，且并购赛道竞争激烈、业绩不及预期产生商誉减值，导致公司收入增速放缓、利润拖累更显著。25 年以来伴随着市场需求复苏、公司增质提效抢占份额，25Q3-26Q1 收入增速逐季改善，分别为 6.6%/19.1%/30.8%；26Q1 旺季利润弹性大幅释放，同比+42.7%。

公司核心优势：从规模领先升级为产品、渠道、供应链和组织能力的复合优势。公司全国化产能与供应链优势已在成本端得到验证，原材料采购价优于行业、运输成本占比降至约 2%；渠道端，25 年经销商单位产出达 564 万元/家，显著高于行业均值，支撑传统渠道基本盘与新品快速放量；产品端，公司围绕不同渠道和消费场景持续推出虾滑、肉多多烤肠、锁鲜装等重点单品，体现新品迭代和渠道适配能力，已转化为收入增量。与此同时，公司通过收购鼎味泰、鼎益丰切入冷冻烘焙赛道，产品矩阵由传统火锅料进一步向菜肴制品、烘焙及供应链延伸，多元产品矩阵护航收入增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 26-28 年归母净利润分别为 18.0/21.1/23.3 亿元，同比+33%/+17%/+10%。我们选取 A 股餐饮链细分龙头为可比公司，考虑到公司盈利具备一定成长性和修复弹性，给予公司 26 年 PE 20x，目标价 108.22 元/股，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；渠道拓展不及预期风险、商誉减值风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

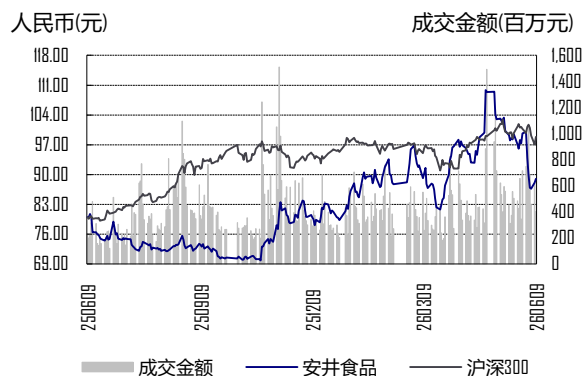
liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：89.01 元

目标价 (人民币)：108.22 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,127	16,193	18,358	20,207	22,148
营业收入增长率	7.70%	7.05%	13.37%	10.07%	9.61%
归母净利润(百万元)	1,485	1,359	1,804	2,112	2,325
归母净利润增长率	0.46%	-8.46%	32.69%	17.12%	10.07%
摊薄每股收益(元)	5.063	4.078	5.411	6.338	6.976
每股经营性现金流净额	7.17	6.95	7.27	7.92	8.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.46%	8.77%	11.25%	12.67%	13.39%
P/E	16.09	19.44	16.45	14.04	12.76
P/B	1.85	1.71	1.85	1.78	1.71

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、行业维度：需求改善，竞争缓和	5
1.1 下游餐饮逐步走出底部，速冻行业逐步复苏	5
1.2 BC 端需求均有支撑，渗透率仍有较大提升空间	6
1.3 随着需求和渠道演变，行业竞争要素逐步切换	7
1.4 行业扩产后趋于理性，龙头抢占份额实现增长	9
二、公司维度：渠道转向新品驱动，内生外延共同赋能	11
2.1 成长阶段复盘：从渠道扩张到产品驱动，公司已进入新增长阶段	11
2.2 品类创新：结构优化、增质提效	12
2.3 渠道深化：长期合作、持续赋能	13
2.4 外延并购：短期承压、长期补强	13
三、盈利和估值维度：从成长股转向消费制造龙头	15
3.1 收入端驱动力：量增、价增与外延三线并行	15
3.2 利润率抬升驱动：成本、规模、结构共驱	16
四、盈利预测与投资建议	18
4.1 收入预测	18
4.2 毛利率及费用预测	19
4.3 可比公司估值表	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 25 年下半年社零出现改善信号（单位：亿元）	5
图表 2： 25 年下半年餐饮社零呈阶梯式改善（单位：%）	5
图表 3： 2025 节假日出游人次、消费金额均出现复苏	5
图表 4： 餐饮客单价降低（单位：元）	6
图表 5： 消费者对于餐饮支出趋于乐观（单位：%）	6
图表 6： 中国速冻食品人均消费量偏低（单位：kg/人）	6
图表 7： 中国餐饮业连锁化率持续提升	6
图表 8： 速冻预制菜在行业内部比重提升（单位：亿元）	7
图表 9： 速冻预制菜增长速度在行业中领先（单位：%）	7
图表 10： 2022-2025 年公司毛利率波动较小（单位：%）	7
图表 11： 2022-2025 年公司净利率领先行业（单位：%）	7
图表 12： 消费者食品偏好对比（单位：%）	8



图表 13:	公司渠道定制合作主要对象	8
图表 14:	即时零售市场规模快速增长 (单位: 亿元, %)	9
图表 15:	速冻企业在 2021-2023 年期间加大扩产力度	9
图表 16:	公司产能利用率领先行业	10
图表 17:	公司收入增速较早出现拐点	10
图表 18:	公司存货周转天数逐步优化	10
图表 19:	公司应收账款天数逐步优化	10
图表 20:	公司运费成本处于行业偏低水平 (单位: %)	10
图表 21:	公司加速推进“产地研”模式 (华南地区)	11
图表 22:	公司加速推进“产地研”模式 (华中地区)	11
图表 23:	公司股价在历史上曾出现高光时刻	11
图表 24:	公司 26Q1 收入大幅提速 (单位: 亿元, %)	12
图表 25:	公司 26Q1 利润大幅提速 (单位: 亿元, %)	12
图表 26:	公司烤肠产品升级猪肉含量>80%	12
图表 27:	公司黑虎虾滑进入山姆渠道销售	12
图表 28:	公司经销商数量总体稳中有升 (单位: 家)	13
图表 29:	公司经销商单位产出领先 (单位: 万元/家)	13
图表 30:	公司通过收并购实现全产业布局	13
图表 31:	公司并购标的收入增长放缓 (单位: 亿元)	14
图表 32:	公司并购标的盈利承压 (单位: 亿元)	14
图表 33:	剥离后公司收入平稳增长 (单位: 亿元, %)	14
图表 34:	剔除商誉减值后公司利润实际表现正增	14
图表 35:	公司仍以调理食品为基本盘 (单位: 亿元)	15
图表 36:	21-25 年调理食品毛利率稳中有升 (单位: %)	15
图表 37:	公司仍以传统经销渠道为主 (单位: 亿元, %)	15
图表 38:	公司在新渠道加速扩张 (单位: 亿元)	15
图表 39:	公司重点单品多渠道放量表现良好	16
图表 40:	25 年公司三大品类平均单价开始改善	16
图表 41:	22-25 年公司三大品类销量驱动增长	16
图表 42:	公司原材料平均采购价波动 (单位: 万元/吨)	17
图表 43:	采购价影响公司毛利水平 (单位: 万元/吨, %)	17
图表 44:	公司资本开支已过高峰	17
图表 45:	近年来公司折旧摊销增速放缓	17
图表 46:	公司销售费率逐年下降	17
图表 47:	公司管理费用率波动下降	17



图表 48： 26-28E 收入预测..... 18

图表 49： 26-28E 三项费率预测..... 19

图表 50： 26-28E 可比公司 PE 估值表..... 19

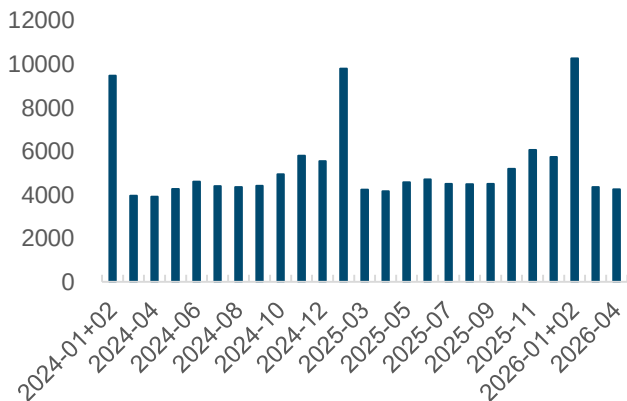


一、行业维度：需求改善，竞争缓和

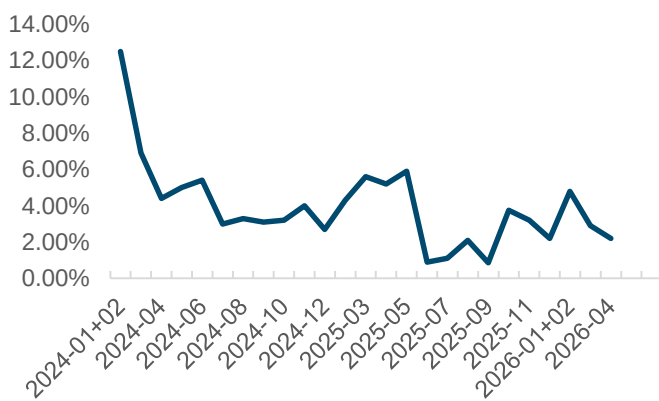
1.1 下游餐饮逐步走出底部，速冻行业逐步复苏

终端餐饮社零数据的边际改善，是观察本轮速冻行业需求修复的重要信号。2025 年下半年以来，全国餐饮收入增速有所回升，尤其在节假日表现更为突出。如 25 年 10 月/26 年 1+2 月餐饮社零同比+3.8%/+4.8%，呈现阶梯式回升态势。对于速冻食品行业而言，餐饮端需求占比较高，下游餐饮企稳有望带动 B 端速冻食材出货改善，尤其是在火锅、麻辣烫、团餐、小吃快餐及连锁正餐等对标准化、稳定供应和高出餐效率要求较高的场景中，相关产品需求具备较强修复弹性。

图表1：25 年下半年社零出现改善信号（单位：亿元）



图表2：25 年下半年餐饮社零呈阶梯式改善（单位：%）



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

我们认为本轮餐饮需求修复首先来自消费场景的恢复。假期延长、出行增加以及线下活动活跃，均带动餐饮消费频次提升。无论是节假日旅游带来的异地就餐需求，还是体育赛事、演唱会、音乐节等活动带来的即时消费需求，本质上都在增加餐饮客流。速冻食品作为标准化出餐的重要原料，天然受益于餐饮场景扩容。

图表3：2025 节假日出游人次、消费金额均出现复苏

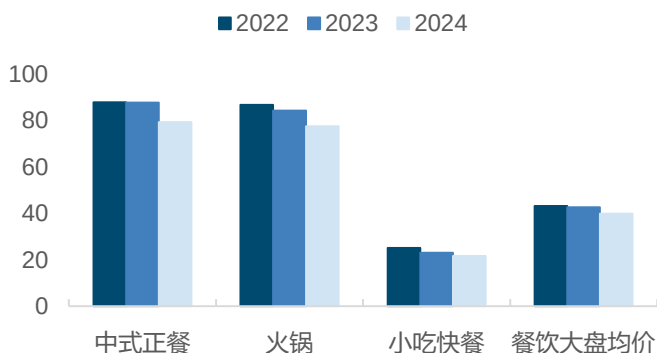
节假日	复苏情况
春节	全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%； 国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%
劳动节	全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%； 国内出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%
端午节	全国国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%； 国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%
中秋节	全国国内出游 8.88 亿人次，同比增长 16.08%； 国内出游总花费 8090.06 亿元，同比增长 15.44%

来源：文化和旅游部，国金证券研究所

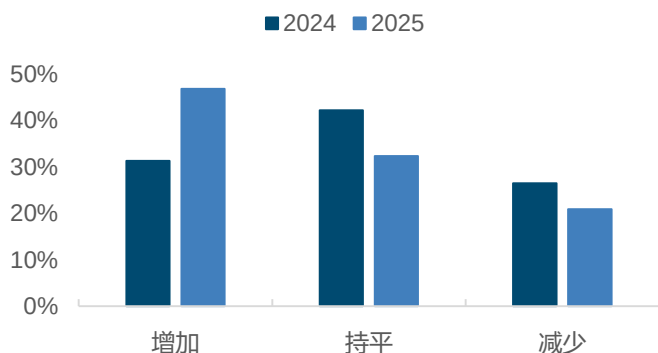
其次核心原因在于餐饮客单价下行后，消费者相对购买力有所提升。当前餐饮行业竞争仍然存在，但客单价下降客观上降低了外出就餐门槛，推动消费频次逐步修复。在客单价下降的背景下，更需要依赖标准化、性价比更高的供应链体系控制成本，而速冻食品具备出品稳定、损耗可控、操作便捷和成本透明等优势，因此速冻食品修复表现更强于餐饮大盘修复。



图表4：餐饮客单价降低（单位：元）



图表5：消费者对于餐饮支出趋于乐观（单位：%）



来源：2025 年中国餐饮产业生态白皮书，国金证券研究所

来源：2025 年中国餐饮产业生态白皮书，国金证券研究所

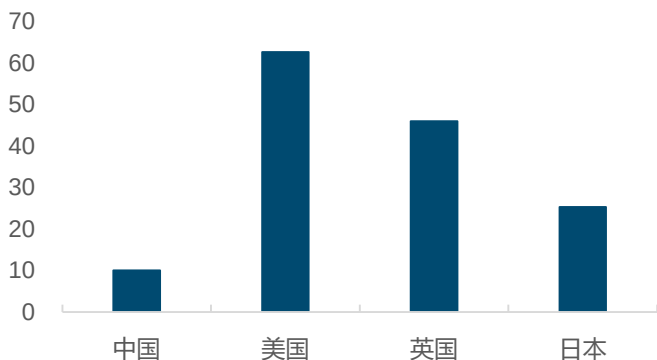
1.2 BC 端需求均有支撑，渗透率仍有较大提升空间

当前的行业修复不仅为短期景气反弹，更是中长期仍旧具备较强的扩张基础的印证。从渗透率角度看，我国速冻食品仍有较大提升空间，当前人均速冻食品消费仅为 10kg/人，相较于成熟市场（美国、英国、日本等）仍较低。行业内部结构也在朝着高价值量方向升级，2024 年行业规模达到 2212 亿元，其中速冻预制菜规模已达 868 亿元，2019-2024 年复合增速高达 45.9%，明显快于行业整体，反映出家庭端需求正从传统米面、火锅料向更便捷、更复合的品类延伸。

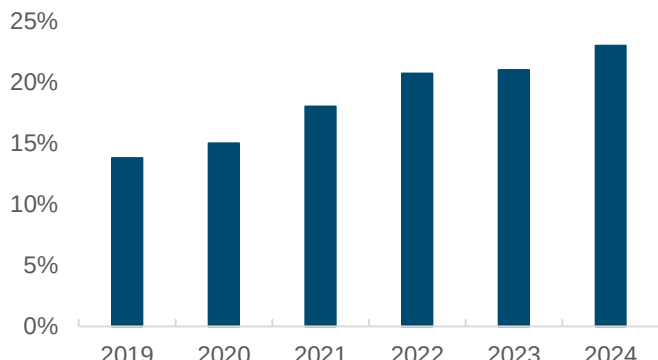
从 B 端来看，随着连锁餐饮占比提升、餐饮企业对出品稳定性和效率要求提升，后厨标准化成为大势所趋。中国餐饮加盟行业白皮书显示，我国餐饮连锁化率已由 2019 年的 13.8% 提升至 2024 年的 23%，餐饮行业正持续向品牌化、规模化和标准化方向演进。尤其在火锅、麻辣烫、关东煮、快餐以及部分中式正餐场景中，速冻食品既能够提升出餐效率、减少人工依赖，又能够帮助门店实现口味标准化和成本可控化。

对于 C 端而言，伴随“一人食”、小家庭和轻烹饪等消费场景增加，速冻食品在家庭端的功能定位已不再局限于传统早餐或火锅配菜，而是逐步向正餐化、场景化和功能化方向扩展。过去消费者购买速冻食品更多是为了满足早餐、囤货或临时加餐需求，而当前家庭消费更加重视便利性、稳定性和品质感，速冻食品开始承担部分正餐解决方案的角色。尤其是在年轻家庭、独居人群和双职工家庭中，消费者既希望减少备菜和烹饪时间，又希望保证口味和食材品质，这使得虾滑、肉卷、烤肠、小酥肉、鱼丸、预制菜肴等产品具备更强的场景适配性。

图表6：中国速冻食品人均消费量偏低（单位：kg/人）



图表7：中国餐饮业连锁化率持续提升



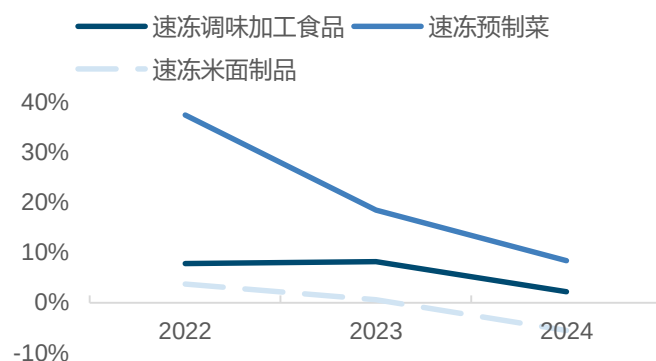
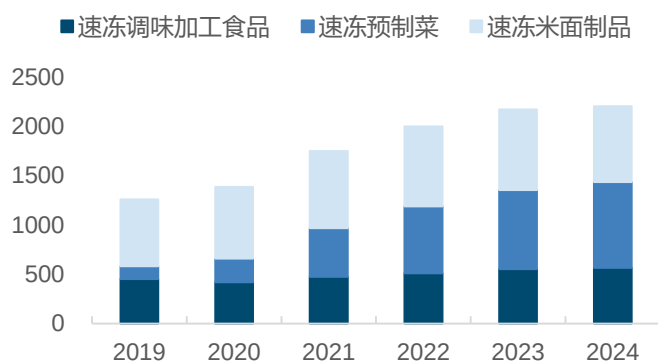
来源：沙利文（Frost & Sullivan），国金证券研究所

来源：中国餐饮加盟行业白皮书，中国餐饮企业发展报告，国金证券研究所



图表8：速冻预制菜在行业内部比重提升（单位：亿元）

图表9：速冻预制菜增长速度在行业中领先（单位：%）



来源：沙利文（Frost & Sullivan），国金证券研究所

来源：沙利文（Frost & Sullivan），国金证券研究所

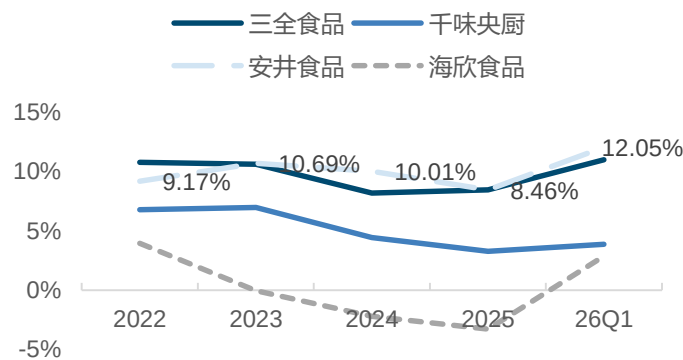
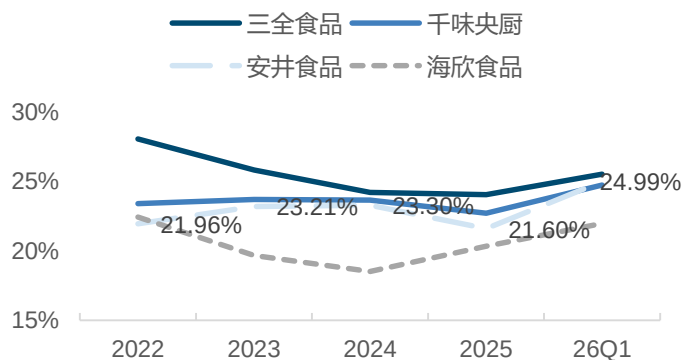
1.3 随着需求和渠道演变，行业竞争要素逐步切换

伴随着需求端变化与渠道持续演变，速冻行业的核心竞争要素正在发生切换。过去行业高速增长阶段，企业依靠基础产能扩张、渠道铺设和价格优势，往往就能够实现较快的收入增长；但在当前阶段，单纯依赖低价促销和渠道压货的传统竞争方式已越来越难以持续，行业竞争正逐步由价格竞争转向品质竞争、供应链竞争等综合运营能力竞争。

从盈利表现看，2022-2025 年，速冻食品行业主要公司都出现了一定程度的毛利率下降情况，尤其中小企业毛利率波动更为剧烈，反映在成本上涨+价格竞争背景下速冻食品行业盈利空间持续承压。相比之下，尽管受需求疲软、成本上涨影响，公司毛利率在 2022-2024 年期间依旧维持上涨态势，这主要得益于公司前瞻性布局的供应链优势及较强的规模效应。

图表10：2022-2025 年公司毛利率波动较小（单位：%）

图表11：2022-2025 年公司净利率领先行业（单位：%）



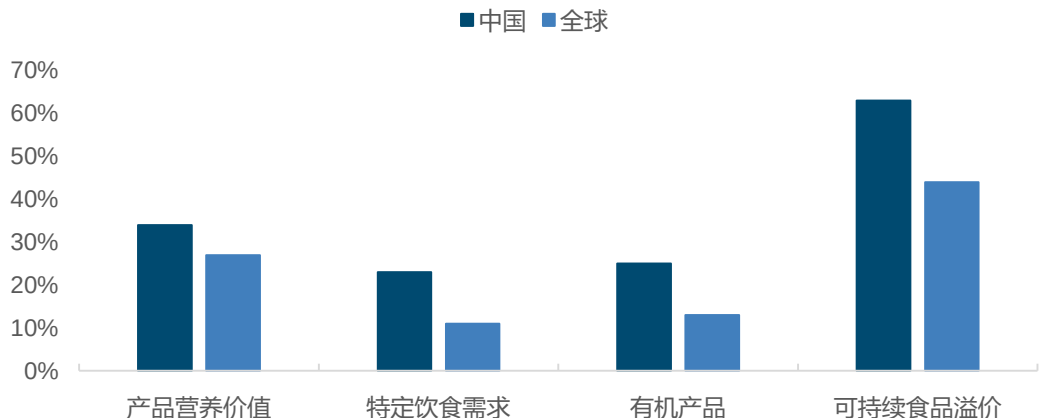
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

从需求端看，消费者对“质价比”的要求正在显著提升。根据普华永道调研，中国消费者中，34%更看重产品营养价值，23%更关注是否符合特定饮食需求，25%更偏好有机产品，上述比例均明显高于全球平均的 27%/11%/13%；与此同时，愿意为可持续食品支付溢价的中国消费者占比达到 63%，亦高于全球平均的 44%。这表明，当前消费升级并未消失，而是从过去对“绝对高价”的追求，转向“价格仍可接受前提下的品质升级”。在这一趋势下，企业若仍停留在传统低价竞争逻辑中，将越来越难以满足消费者需求，快速迭代新品、打造差异化 SKU 的能力成为竞争的胜负手。



图表12：消费者食品偏好对比（单位：%）



来源：普华永道《2025 全球消费者之声——中国报告》，国金证券研究所

从渠道视角来看，随着 KA、流通等渠道人流减少，电商、会员商超、O2O 正在逐步抢占流量入口。定制正成为公司提升品牌价值、增强渠道粘性的重要抓手。随着新渠道加快从标准标品销售转向差异化商品运营，渠道方对供应商的要求已从稳定供货延伸至产品共创、场景适配和独家商品打造。

定制化产品一方面更契合不同渠道客群对健康化、多元化、场景化的需求，提升终端动销和用户复购；另一方面也有助于形成渠道专属记忆点，强化品牌辨识度与合作深度，推动公司逐步跳出单纯低价竞争。公司顺应渠道变化，在不同渠道使用不同合作定制方式进行推广，如针对沃尔玛、大润发等传统商超，公司采取共创合作模式，并持续加大 SKU 合作数量。针对会员店、硬折扣渠道采取“有管控的大 B 定制”，先以大单品试水观察动销情况，防止渠道利润率偏低影响大盘利润。

图表13：公司渠道定制合作主要对象

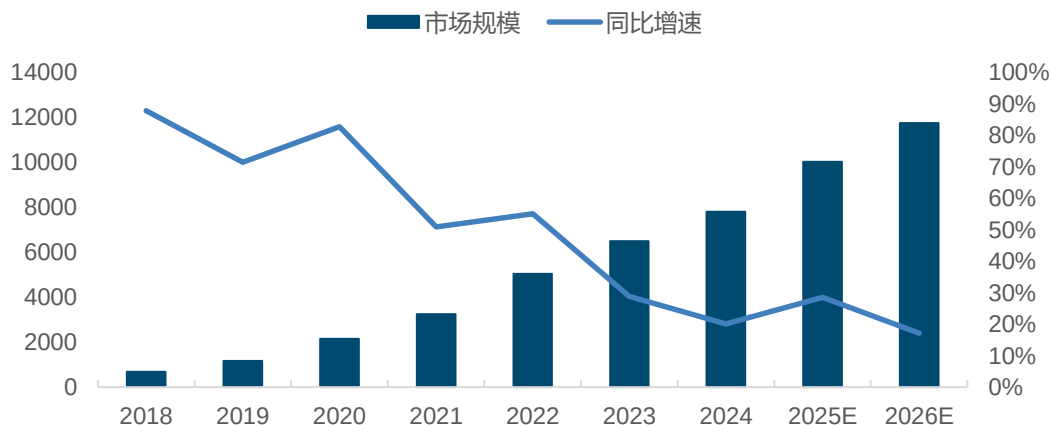
渠道类型	合作对象	合作定制方式
传统商超	沃尔玛	产品共创、品类创新合作
	麦德龙	
	大润发	
新零售	盒马鲜生	深化产品定制合作
	美团快乐猴	
会员店	山姆	实施“有管控的大 B 定制”，按渠道需求分级合作
	奥乐齐	
硬折扣渠道	好想来	实施“有管控的大 B 定制”，布局新兴增长渠道

来源：公司年报，国金证券研究所

O2O、即时零售和线上零售等渠道快速扩张，进一步改变速冻食品行业的竞争方式。以即时零售为例，行业市场规模已由 2018 年的 687 亿元增长至 2024 年的 7810 亿元，2026 年进一步预计达到 11750 亿元；同时至 2026 年预计仍有 17.15% 的增速，整体仍处于较快扩张阶段。该类渠道以便捷、丰富、响应速度快为核心特征，与速冻食品适配度较高，且更适合高频、小规格、场景化产品销售，也要求企业具备更强的渠道配合能力、产品包装能力和供应链响应能力。



图表14：即时零售市场规模快速成长（单位：亿元，%）



来源：商务部国际贸易经济合作研究院，《即时零售行业发展报告 2024》，国金证券研究所

1.4 行业扩产后趋于理性，龙头抢占份额实现增长

2021-2024 年，行业供给端经历了较为明显的扩产周期。在企业普遍看好行业扩容的背景下，不少厂商加快建设新基地、新产线，以期通过抢占产能先机来扩大市场份额。但从 2023 年开始，餐饮修复节奏不及预期，终端动销节奏放缓，需求并未完全匹配供给扩张速度，新增产能并没有完全转化为新增营收，反而形成折旧摊销负担。

从龙头企业产能利用率等数据对比可见，行业产能利用率在 2021-2023 年期间处于上升阶段，该阶段主要受益于终端囤货需求增长，造成供需错配假象。但从 2024 年开始，伴随着前期产能投放，多数企业产能利用率开始从高位显著下降，其中千味央厨、海欣食品等企业产能利用率均下滑 20% 以上。而公司作为速冻行业龙头，积极抢占市场，产能利用率始终保持在 90% 以上。

从本轮修复结果来看，公司作为龙头企业，收入增速拐点领先行业。公司在 25Q3-26Q1 期间实现收入逐季提速，分别为 6.6%/19.1%/30.8%；26Q1 旺季利润弹性大幅释放，同比 +42.7%。而同行业其他公司多数在 25Q4 体现收入拐点。另外从存货周转、应收账款周转指标来看，公司周转天数自 25Q1 开始逐步优化，亦表现好于行业。

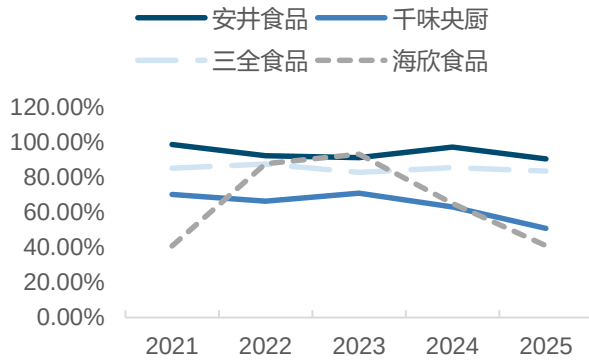
图表15：速冻企业在 2021-2023 年期间加大扩产力度

公司	扩产项目	开始时间	项目状态
安井食品	广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目	2021 年	一期完工投产
	山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目	2021 年	部分完工、部分在建
	洪湖安井小龙虾预制菜肴制品基地建设项目	2022 年	工程完工
	河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目	2021 年	部分完工、部分在建
	安井食品厦门三厂年产 14 万吨速冻食品生产线建设项目	2024 年	基础建设中
千味央厨	新乡千味食品加工建设项目（三期）	2022 年	100%
	总部基地及研发中心建设项目	2022 年	67.48%
	芜湖百福源建设项目	2021 年	36.32%
	鹤壁百顺源食品加工建设项目（一期）	2023 年	67.66%
三全食品	华南基地一期工程	2021 年	工程完工
	三全食品长江中部基地	2022 年	66.54%
	三全食品港区工业园	2022 年	7.33%
	华东二期在建工程	2023 年	5.47%

来源：各公司年报，国金证券研究所

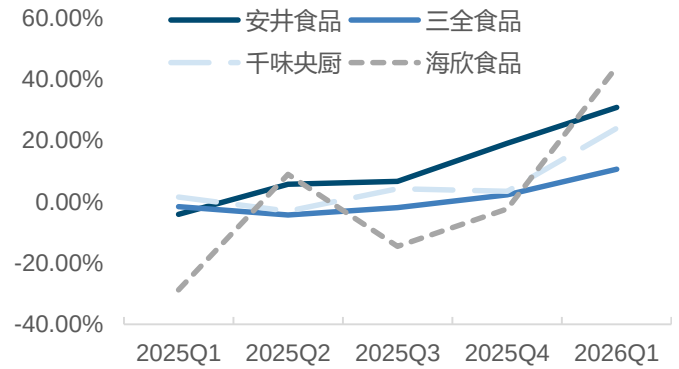


图表16：公司产能利用率领先行业



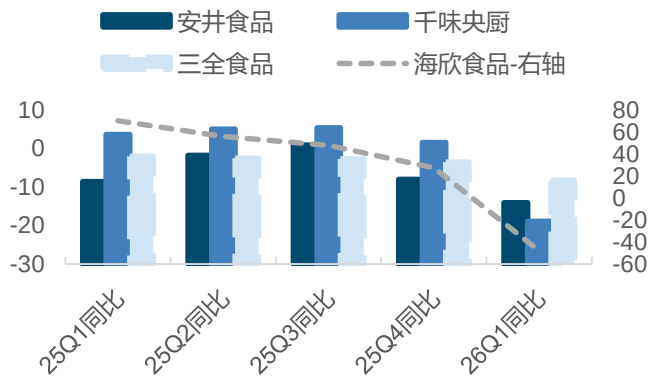
来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

图表17：公司收入增速较早出现拐点



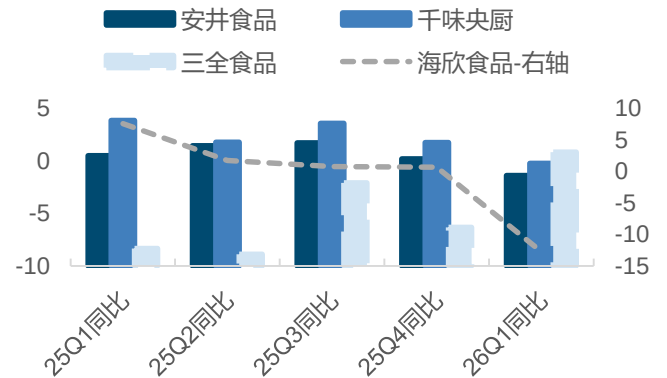
来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

图表18：公司存货周转天数逐步优化



来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

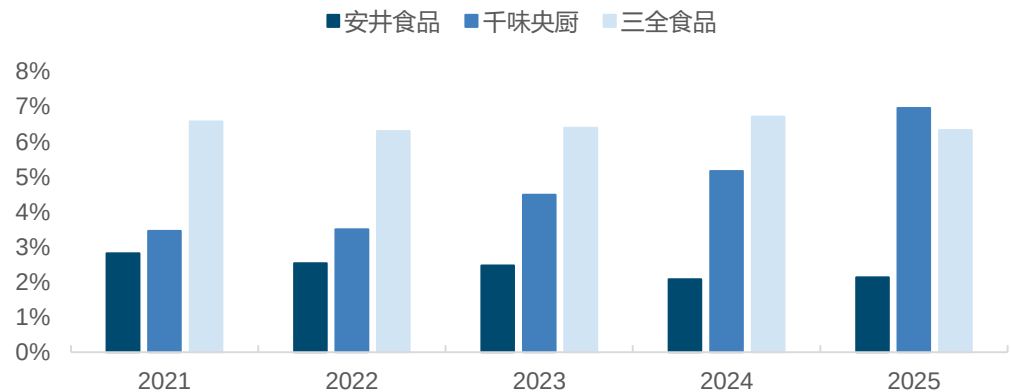
图表19：公司应收账款天数逐步优化



来源：公司年报，iFinD，国金证券研究所

龙头企业在成本管控、风险控制方面的能力显著强于中小企业。其通常拥有更完善的全国产能布局 and 更成熟的冷链物流体系，能够在更大范围内优化产销匹配、缩短运输半径、降低配送成本。例如从运输成本看，公司运输成本占总成本比例自 2021 年的 2.82% 逐步下降至 2024 年的 2.14%，远低于行业普遍的 5% 左右。与此同时，公司依托规模优势进行集中采购、标准化生产和精细化管理，从而在行业景气下行阶段仍保持相对稳健的盈利韧性。

图表20：公司运费成本处于行业偏低水平（单位：%）



来源：公司年报，国金证券研究所



另外，公司的竞争优势不只体现在制造和物流，更体现在消费者洞察与研发能力，即更快捕捉终端变化、围绕区域口味和消费习惯做产品研发。公司“销地产、产地研”等策略，本质上是在全国化布局基础上强化区域市场响应能力：一方面通过销售上量后就地布局建厂，节约运费、提升市场反应速度和运营效率；另一方面通过生产基地分工研发、推进属地化转型，增强产品对区域需求和消费场景的适配性。

图表21：公司加速推进“产地研”模式（华南地区）

图表22：公司加速推进“产地研”模式（华中地区）



来源：公司官网，国金证券研究所

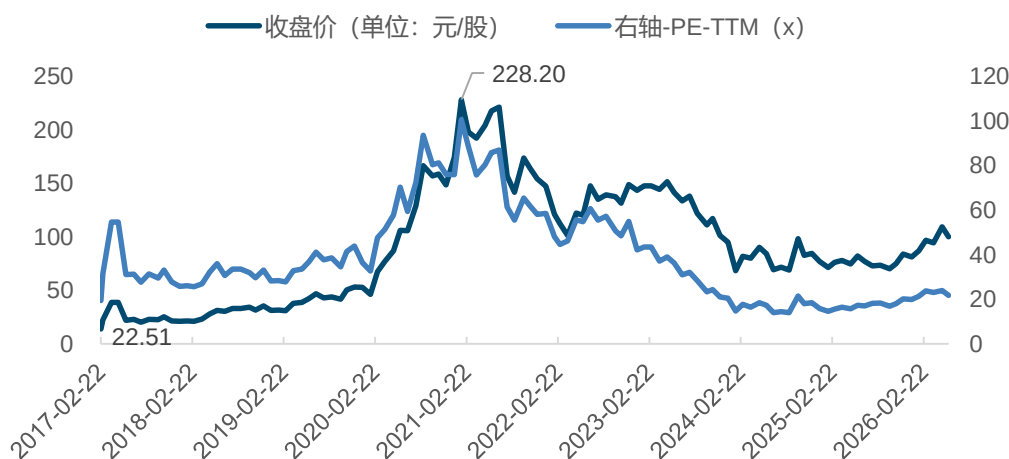
来源：公司官网，国金证券研究所

二、公司维度：渠道转向新品驱动，内生外延共同赋能

2.1 成长阶段复盘：从渠道扩张到产品驱动，公司已进入新增长阶段

公司在资本市场上走出过“五年十倍股”的高光阶段。公司彼时的核心驱动力，一是速冻食品行业仍处于景气上行阶段，行业扩容与渠道下沉共同打开成长空间；二是公司凭借大单品打造、全国化扩张和较强执行力，持续兑现高于行业的收入与利润增长，推动市场对其长期成长能力和竞争壁垒进行重估。也正是在这一阶段，公司逐步完成了从区域性速冻龙头向全国化综合速冻食品龙头的跃迁。

图表23：公司股价在历史上曾出现高光时刻



来源：iFinD，国金证券研究所

2021-2023 年，公共卫生事件引发的市场囤货需求快速增长，预制菜热度提升、餐饮供应链标准化加速，速冻食品行业迎来高景气周期。一方面，公司继续夯实速冻调制食品、速冻菜肴制品和速冻面米制品三路并进的产品基础；另一方面，公司 2021 年收购新宏业，切入淡水鱼及小龙虾产业链上游；2022 年收购新柳伍 70% 股权，强化冷冻鱼糜原料保障和小龙虾菜肴制品竞争力，并同步完成冻品先生全资控股，推动收入和利润率同步提升。

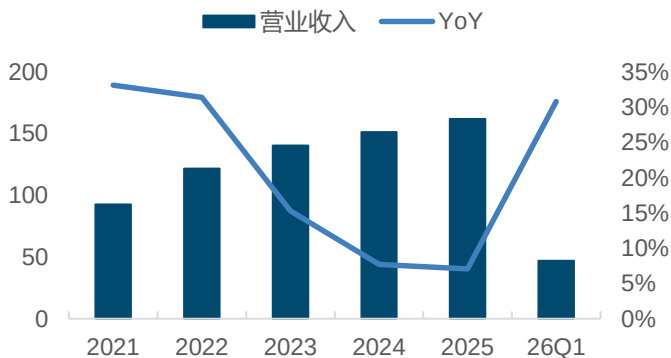


2023-2024 年，公司增长逻辑开始由前期的“渠道扩张放量”逐步转向“新品驱动+结构优化”。2023 年开始公司进入承压过渡期，公司一边继续坚持“三路并进”“BC 兼顾、全渠发力”，另一边也明确看到行业已进入“消费分级、产能过剩、价格内卷”的新阶段，导致公司虽然收入端与利润端仍增长，但弹性明显收窄。

2025 年-至今，公司进一步明确“B 端及时跟进、C 端升级换代”的新品研发策略，推动 400 克真空玲珑装、虾滑系列、肉多多烤肠等新品和升级产品落地，并通过 H 股上市、收购鼎味泰和鼎益丰、布局烘焙和清真业务寻求新增量。25Q4 收入创下年内新高，扣非利润同比改善，表明新品驱动和渠道优化的效果开始释放。

图表24：公司 26Q1 收入大幅提速（单位：亿元，%）

图表25：公司 26Q1 利润大幅提速（单位：亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

2.2 品类创新：结构优化、增质提效

公司增长逻辑由渠道放量转向新品孵化、结构优化与经营提质。过去行业景气较高时，企业只要产品具备一定性价比、渠道能够快速铺开，就有机会通过放量获得增长；但当前渠道向高效率演进、需求侧重点变化等背景下，企业的核心竞争力逐步转化为能否推出更适配场景、更高质价比、动销表现更优的新品。公司在 25Q4 开始强化“提质增量”导向，不仅追求收入增长，更在增长过程中强调质量改善、结构优化和盈利修复。

以锁鲜装为领头羊，体现了公司从“渠道型大单品”向“品牌型、高附加值产品”的升级路径。过去火锅料产品更多依赖渠道推力和规模制造优势，而锁鲜装通过小规格、透明化包装、产品形态创新和健康化升级，提升了消费者感知价值。尤其是在行业价格竞争背景下，近年来锁鲜装毛利仍保持稳定。

图表26：公司烤肠产品升级猪肉含量>80%

图表27：公司黑虎虾滑进入山姆渠道销售



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所



“肉多多烤肠”是公司成熟速冻肉制品进行再开发的代表。相比传统烤肠产品，该系列围绕原料、工艺、外观、包装和概念进行系统升级，强化“真材实料”和“高肉含量”的消费者认知。火山石烤肠在 2025 年上半年增幅超 100%，且在 2026 年定位为重点大单品。公司通过成熟品类再升级，将烤肠打造为兼具高频消费、品质感知和渠道拓展价值的重点单品，推动品类从性价比竞争转向质价比竞争。

虾滑品类是从单一场景到多元化场景拓展的代表性大单品。公司通过 100 克小规格包装拓展一人食、家庭轻烹饪和多场景组合消费，同时通过黑虎虾滑、大颗粒虾滑等产品强化“真材实料”的消费者认知。当前已进入胖东来、山姆等高质量渠道的切入品类，证明产品力和供应链实力。

“活鱼现杀嫩鱼丸”是 2025 年公司产品创新与供应链效率提升结合的典型案例。依托湖北三大鱼浆工厂的原料优势，通过活鱼现杀工艺提升口感差异化，形成区别于传统鱼丸的品质认知。同时，公司针对不同消费和渠道场景推出 200 克、400 克和 2.5 公斤多规格产品，兼顾 C 端家庭消费和 B 端餐饮需求。通过布局该品类，将上游原料资源、工厂加工能力和终端产品创新打通。

2.3 渠道深化：长期合作、持续赋能

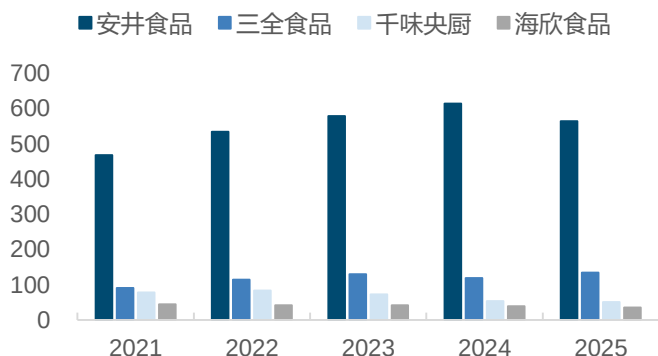
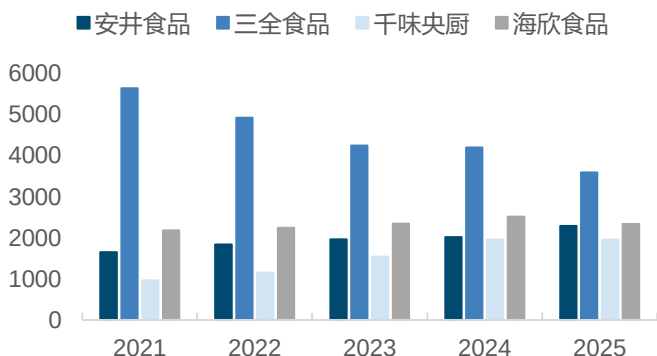
公司仍以经销渠道为收入基本盘，因此经销商质量优化、合作稳定性至关重要。过去几年行业需求收缩、终端动销放缓，行业内不少企业都面临经销商流失、渠道质量下滑和回款压力增加的问题。但公司经销商数量保持稳中有升态势，且渠道价盘和利润体系相对稳定，与同行对比可见，公司和经销商形成了较强的利益共同体关系。

公司通过全方位赋能经销商，通过数字化系统、终端覆盖、短视频推广和解决方案式服务，推动“管理精细化、渠道渗透化、运营平台化、推广线上化、服务极致化”五大进化，以提升经销商管理水平、终端覆盖能力和市场竞争力。公司 2025 年的经销商单位产出为 564.48 万元/家，显著高于行业平均水平，且 2021-2025 年期间总体保持增长趋势。

公司对经销商的赋能已明显超越传统流通分销范畴。过去经销商主要承担区域批发、终端配送和渠道分销职能，而当前公司正在推动经销商从单一分销商向区域经营平台升级：一方面，通过产品组合、终端陈列、动销活动和数字化管理工具，提升经销商对传统流通渠道和小 B 客户的覆盖效率；另一方面，协助经销商拓展 C 端商超、社区终端、直播带货及本地化新零售等新兴场景，增强其终端服务能力和多渠道经营能力。

图表28：公司经销商数量总体稳中有升（单位：家）

图表29：公司经销商单位产出领先（单位：万元/家）



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

2.4 外延并购：短期承压、长期补强

从外延逻辑看，公司过去几年并购核心逻辑在于品类补强、原料掌控和渠道延展。如收购新宏业、新柳伍等标的，有助于公司快速切入速冻菜肴制品和小龙虾等相关领域，更承担较强的战略补位角色，补足部分供应链能力。在行业由单一火锅料竞争转向多品类综合竞争的背景下，外延整合仍然是龙头企业拓展品类宽度和供应链纵深的重要方式。

图表30：公司通过收并购实现全产业链布局

公告时间	标的/项目	持股比例	并购逻辑
2021 年 3 月	Oriental Food Express Limited	69.99%	提升公司品牌认知度，提升公司国际化水平



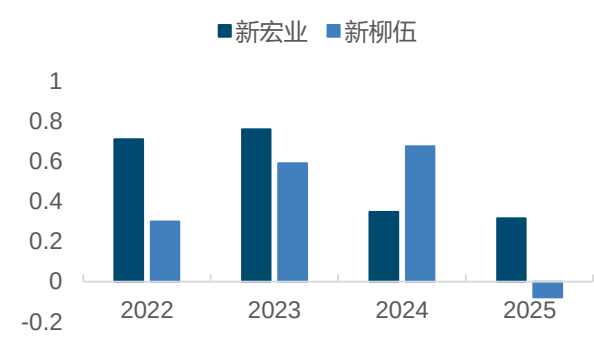
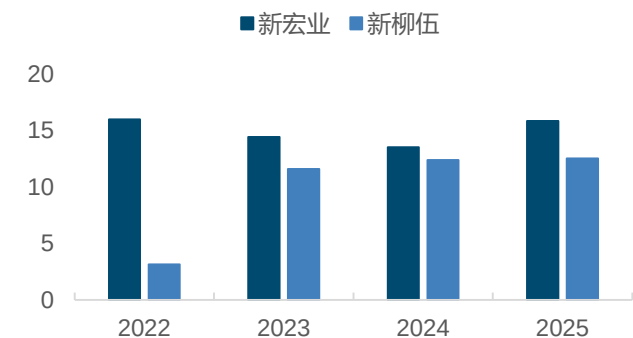
公告时间	标的/项目 (功夫食品)	持股比例	并购逻辑
2021 年 3 月	洪湖市新宏业食品有限公司	90%	对上游淡水鱼糜产业及速冻调味小龙虾菜肴制品积极布局
2022 年 4 月	湖北新柳伍食品集团有限公司	70%	强化战略主原料冷冻鱼糜板块的供应保障和成本管控，确立公司在小龙虾菜肴制品的国内龙头地位
2022 年 4 月	厦门安井冻品先生供应链有限公司	100%	实现对冻品先生全资控股
2022 年 4 月	洪湖安井食品有限公司	90%	-
2022 年 4 月	北海合缘食品有限公司	新宏业持股 19%	布局虾滑产业，补强菜肴制品及滑类延伸
2025 年 7 月	江苏鼎味泰食品股份有限公司	70%	通过收购成立烘焙事业部，整合资源、持续加码冷冻烘焙领域的投入
2025 年 7 月	鼎益丰食品（太仓）有限公司	100%	通过收购切入冷冻烘焙板块，并作为后续烘焙产能与渠道协同的重要载体。

来源：公司年报，国金证券研究所

但从 23-25 年的实际经营结果看，部分并购标的并未在短期内完全兑现预期收益，反而对公司利润表现形成拖累。受小龙虾行业景气度下行影响，新宏业、新柳伍自身营收增速放缓、净利率下滑甚至亏损，加之商誉减值压力上升，对公司归母净利润形成了一定对冲。将两家标的扰动因素适度剥离，公司收入与利润表现更接近“平稳增长、韧性仍在”的状态，尤其是从 2025 年利润表现来看，倘若剔除商誉减值影响，主业利润仍旧实现增长。

图表31：公司并购标的收入增长放缓（单位：亿元）

图表32：公司并购标的盈利承压（单位：亿元）

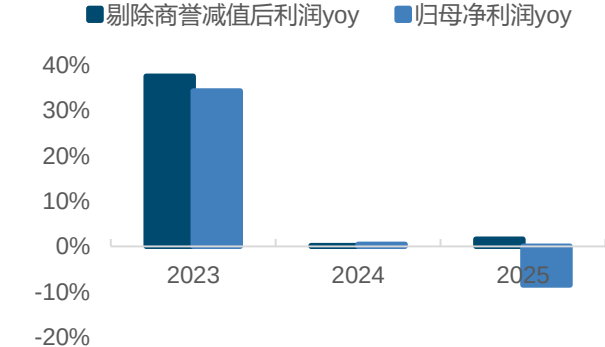
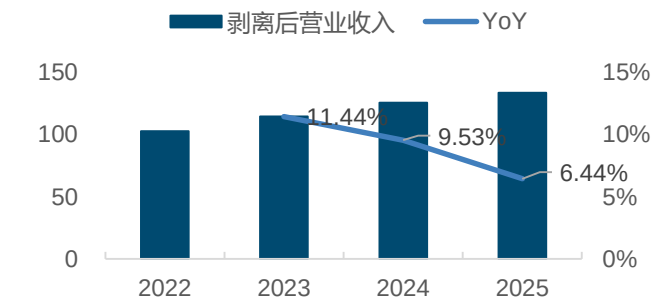


来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

图表33：剥离后公司收入平稳增长（单位：亿元，%）

图表34：剔除商誉减值后公司利润实际表现正增



来源：公司年报，国金证券研究所（注：指剔除新宏业、新柳伍）

来源：公司年报，国金证券研究所



另外公司 2025 年新收购的鼎益丰、鼎味泰在经营质量上明显优于前期部分承压标的。鼎味泰 2025 年业绩承诺口径下，承诺净利润为 6265.67 万元，实际完成 8203.09 万元，完成率为 130.92%，且鼎味泰净利率水平显著优于公司大盘，在收入规模、利润率和渠道协同上持续贡献增量，公司经历了从“粗放并表”向“盈利协同”的调整。往后预计公司对收并购标的会在盈利持续性、品类适配度和协同空间等方面进行考量，有利于对主业形成正向贡献。

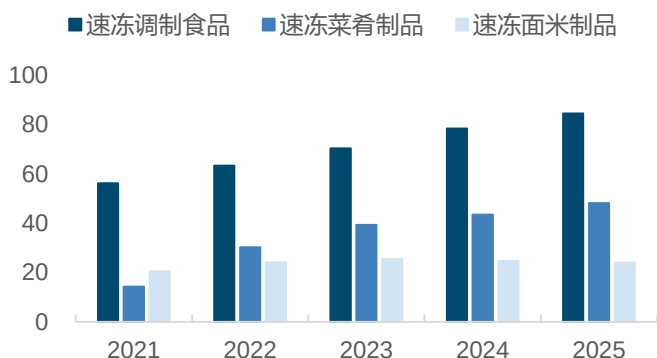
三、盈利和估值维度：从成长股转向消费制造龙头

3.1 收入端驱动力：量增、价增与外延三线并行

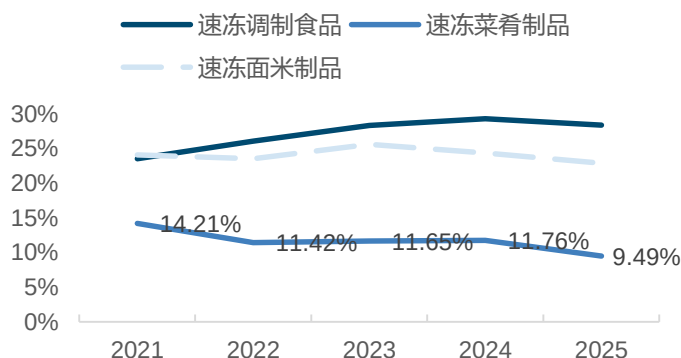
从过去几年收入复盘来看，增长驱动力呈现出“量增、价增、外延”三线并行的特征。首先，收入增长的核心在于销量扩张，行业本身仍在扩容，且公司具备持续提升市占率的潜力。另一方面在于产品或者渠道结构优化，朝着高单价、高毛利率方向行进。最后是收并购策略，除了保证收入增长同时亦能贡献利润率。

当前分产品来看，公司收入仍以速冻调理制品、菜肴制品为核心牵引，二者 21-25 年收入复合增速分别为 10.7%/35.5%。从毛利率表现来看，速冻调制食品毛利率整体上行并维持高位，面食制品毛利率相对平稳，菜肴制品则仍处于调整优化阶段，未来若新品放量 and 结构升级兑现，盈利能力仍有改善空间。

图表35：公司仍以调理食品为基本盘（单位：亿元）



图表36：21-25 年调理食品毛利率稳中有升（单位：%）

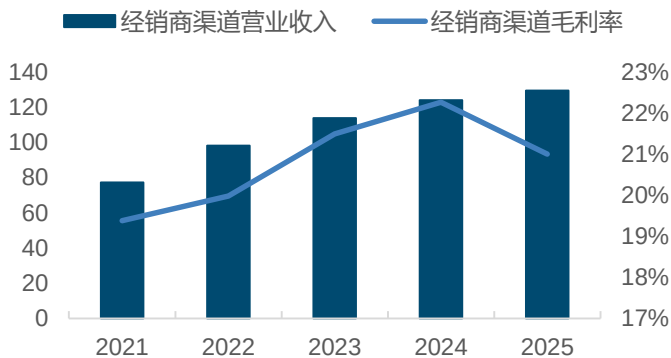


来源：公司年报，国金证券研究所

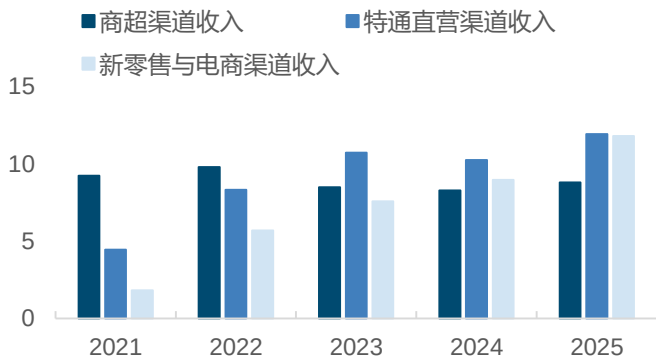
来源：公司年报，国金证券研究所

公司渠道端仍具备较强的内生放量基础。一方面，经销商体系仍在扩张，渠道下沉、终端覆盖仍能提供增量，经销渠道 2021-2025 年收入复合增长达 13.74%；另一方面，公司在特通直营、商超和新零售渠道拓展上仍有深化空间。与此同时，虾滑、牛羊肉卷、烤肠、锁鲜装、小龙虾等重点单品放量，也使公司在不同渠道和消费场景中具备更多的出货抓手。

图表37：公司仍以传统经销渠道为主（单位：亿元，%）



图表38：公司在新渠道加速扩张（单位：亿元）



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所



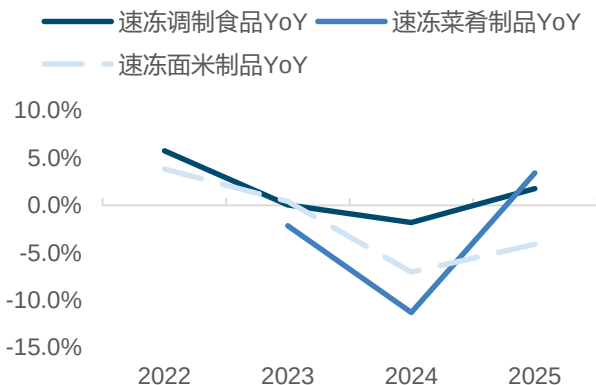
图表39：公司重点单品多渠道放量表现良好

品类	核心内容
商超定制化产品	山姆上半年新增小龙虾销售额 1000 万元；胖东来新增 700 万元
火山石烤肠	火山石烤肠 25 年上半年增幅超 100%
鸡肉类小酥肉	25 年上半年营收近 2 亿元，增速达 33%
小龙虾系列	25 年上半年小龙虾系列产品营收增幅接近 20%
牛羊肉卷	25 年上半年销售 3500 万元，同比增长超 100%，预计全年保持较高增长
锁鲜装系列	锁鲜装系列近 10% 销售增长

来源：2025 年公司投资者调研记录表，国金证券研究所

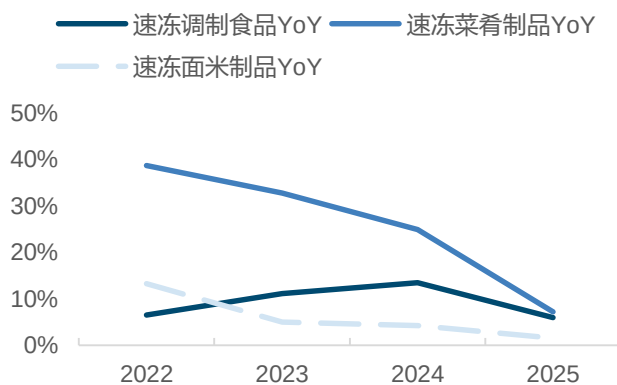
从价增逻辑看，公司未来的价格提升更多来源于产品升级和结构优化，而非简单提价。公司通过锁鲜装、400 克真空装、肉多多烤肠、火锅料全家福、米面六小龙等升级型产品，切入更细的价格带和更适配的消费场景，将实现“产品更好、价格更稳、毛利更优”的收入增长。

图表40：25 年公司三大品类平均单价开始改善



来源：公司年报，国金证券研究所

图表41：22-25 年公司三大品类销量驱动增长



来源：公司年报，国金证券研究所

从外延逻辑看，并购整合和新业务孵化仍是公司收入端的重要补充来源。过去几年的新宏业、新柳伍帮助公司补足速冻菜肴、小龙虾和原料供应链能力；而 2025 年新收购的鼎益丰、鼎味泰，则更多承担冷冻烘焙赛道切入和渠道资源互补的作用，2025 年公司新增烘焙食品收入 6795.51 万元。与此同时，安斋品牌的启动也意味着公司正在尝试把新增收入来源从国内速冻主业内部延展到更广阔的跨品类、跨区域清真市场。

3.2 利润率抬升驱动：成本、规模、结构共驱

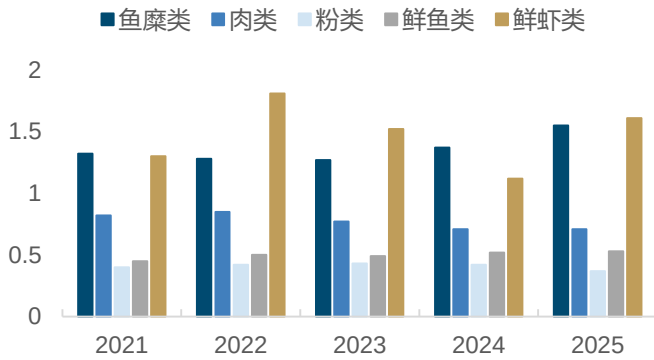
回顾 19-22 年，公司净利率利润率先升后降阶段，高点净利率可达到 10.5%。即 19-22 年逐年提升，23-25 年利润率边际下降，随后 26Q1 重回较高水平，主要可以归因为成本周期、规模效应、渠道及产品结构变化等多因素共振：

第一重驱动力来自原材料成本周期变化。速冻行业本身毛利率偏低，对上游原料价格较为敏感，鱼糜、小龙虾、肉类等原材料价格波动，往往会直接影响公司毛利表现。过去两年部分原料成本抬升，加之行业竞争激烈，使得公司利润端承压明显；但从中长期看，原料成本波动更多是周期性因素，以及从 26 年往后看，鱼糜、小龙虾、猪肉等关键原料价格逐步回归合理区间，且公司凭借更强的采购规模和供应链组织能力，有望在成本端率先受益。

第二重驱动力来自规模效应带来的费用率优化。公司 2025 年销售费用率、管理费用率均有所下降，其中销售费用率同比下降 0.56pct，系外包促销员费用及广告费用同比减少；管理费用同比下降 0.77pct，系分摊的股份支付费用较上年同期减少。公司作为重资产制造业企业，产能扩张、折旧摊销在低景气阶段容易压制利润，但一旦需求恢复、销量提升，固定成本摊薄和费用率优化将显著增强利润弹性。

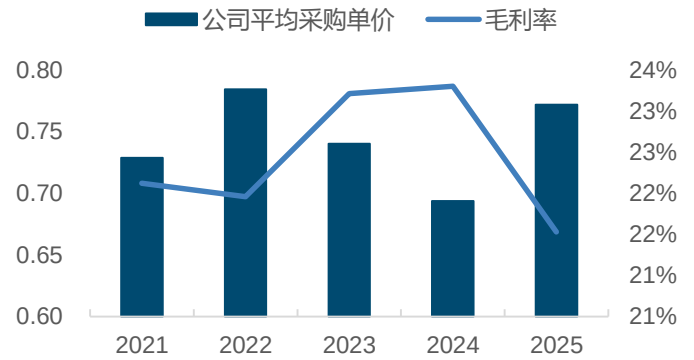


图表42：公司原材料平均采购价波动(单位：万元/吨)



来源：公司年报，国金证券研究所

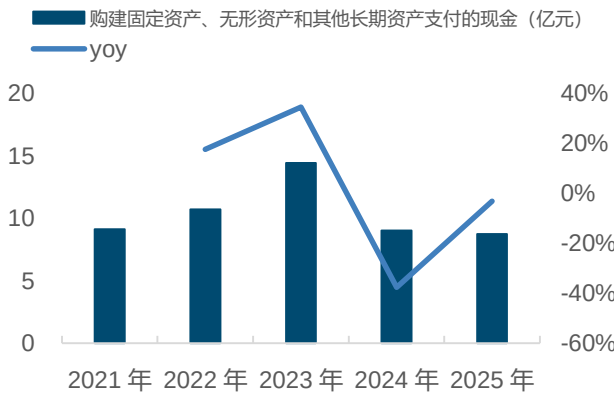
图表43：采购价影响公司毛利水平(单位：万元/吨，%)



来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

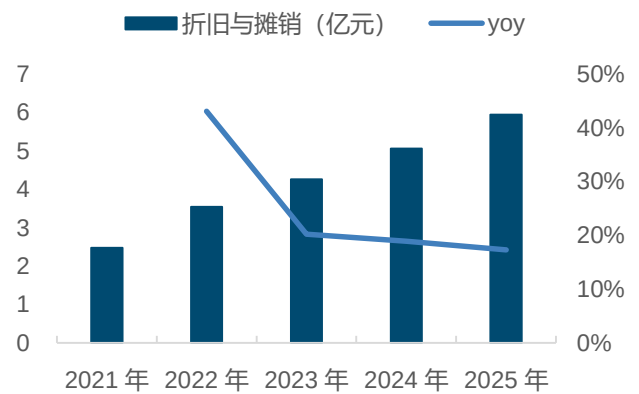
第三重驱动力来自行业竞争趋缓及公司产品力溢价。从行业维度来看，持久的价格战及前期投放的高额产能对利润造成挤压，部分小企业逐步出清，中大型企业主动放弃价格战，因此竞争格局呈现改善态势。另外从公司角度来看，在夯实传统流通、商超渠道的基础上，不断加深特通、新零售和电商等全渠道定制产品开发，推动BC两端形成更合理的利润结构。若未来B端保持稳健扩张、C端持续兑现产品升级，则公司利润率中枢有望逐步抬升。

图表44：公司资本开支已过高峰



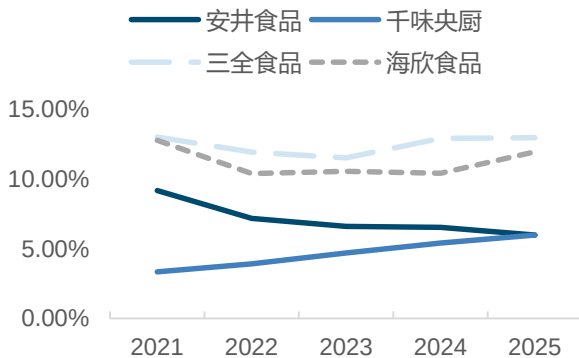
来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

图表45：近年来公司折旧摊销增速放缓



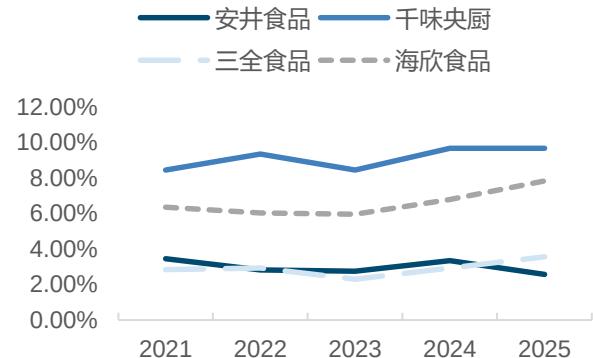
来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

图表46：公司销售费率逐年下降



来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

图表47：公司管理费用率波动下降



来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所



四、盈利预测与投资建议

4.1 收入预测

公司当前已形成以速冻调制食品、速冻面米制品和速冻菜肴制品为核心的多品类布局，并在烤肠、锁鲜装及冷冻烘焙等方向持续拓展新品矩阵。随着餐饮端需求逐步修复、商超及特通渠道持续深化，以及公司新品推广和外延整合效果逐步释放，预计收入仍将保持稳健增长。增长动力主要来自传统核心品类稳健放量、菜肴制品和新品类持续贡献增量，以及BC两端全渠道拓展带来的收入扩容。

分品类看，公司收入增长主要由三大主业共同驱动，其中速冻调制食品贡献基本盘，速冻菜肴制品贡献主要弹性，速冻面米制品维持平稳。速冻调制食品受益于火锅料、虾滑、烤肠等重点单品放量及产品结构优化，预计26-28年收入为94.8/103.4/111.7亿元，同比+12.2%/+9.1%/+8.0%，其中销量同比+10%/+8%/+8%，单价同比+2%/+1%/持平。

速冻面米制品在传统渠道和终端覆盖支撑下保持稳健，预计26-28年收入为24.7/25.5/26.0亿元，同比+2.9%/+3.0%/+2.0%，主要来自新品带动的场景扩容、销量提升。

速冻菜肴制品仍是公司未来收入弹性最大的品类，受益于小龙虾、牛羊肉卷、烤肠等重点单品放量及预制菜场景渗透，预计26-28年收入为59.2/68.2/77.8亿元，同比+22.72%/+15.26%/+14.13%；其中销量同比+18%/+13%/+13%，单价同比+4%/+2%/+1%，体现产品结构升级和价格带上移。

在全渠道拓展与多品类价值优化的双重驱动下，公司营业收入有望在未来三年保持双位数稳健增长态势。综上，预计2026-2028年公司总收入分别为183.58/202.07/221.48亿元，分别同比增加13.37%/10.07%/9.61%。

图表48：26-28E收入预测

安井食品[603345.SH]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	140.45	151.27	161.93	183.58	202.07	221.48
yoy	15.29%	7.70%	7.05%	13.37%	10.07%	9.61%
速冻调制食品	70.36	78.39	84.50	94.81	103.42	111.69
yoy		11.41%	7.79%	12.20%	9.08%	8.00%
销量（万吨）	50.07	56.82	60.20	66.21	71.51	77.23
yoy		13.48%	5.93%	10.00%	8.00%	8.00%
单价（万元/吨）	1.41	1.38	1.40	1.43	1.45	1.45
yoy		-1.82%	1.75%	2.00%	1.00%	0.00%
毛利率	28.32%	29.29%	28.35%	29.50%	29.80%	30.00%
速冻面米制品	25.45	24.65	24.00	24.72	25.46	25.97
yoy	5.40%	-3.14%	-2.61%	2.96%	3.02%	2.00%
销量（万吨）	23.54	24.53	24.92	25.91	26.43	26.96
yoy	4.97%	4.22%	1.57%	4.00%	2.00%	2.00%
单价（万元/吨）	1.08	1.00	0.96	0.95	0.96	0.96
yoy	0.41%	-7.07%	-4.12%	-1.00%	1.00%	0.00%
毛利率	25.58%	24.36%	22.89%	24.00%	24.40%	25.00%
速冻菜肴制品	39.27	43.49	48.21	59.16	68.19	77.82
yoy	29.83%	10.76%	10.84%	22.72%	15.26%	14.13%
销量（万吨）	19.69	24.59	26.35	31.10	35.14	39.71
yoy	32.70%	24.90%	7.19%	18.00%	13.00%	13.00%
单价（万元/吨）	1.99	1.77	1.83	1.90	1.94	1.96
yoy	-2.16%	-11.32%	3.41%	4.00%	2.00%	1.00%
毛利率	11.65%	11.76%	9.49%	10.00%	10.30%	10.40%
其他业务（25年口径改变）	4.74	4.73	5.06	4.90	5.00	6.00



安井食品[603345.SH]	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
yoy	-3.20%	-0.96%	-2.73%	-3.16%	2.04%	20.00%
整体毛利率	23.21%	23.30%	21.53%	22.08%	22.17%	22.12%
毛利率变动		0.09%	-1.77%	0.55%	0.09%	-0.05%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 毛利率及费用预测

1、毛利率：随着公司产品结构持续优化，规模效应与经营提质作用有望逐步显现。一方面，公司在速冻调制食品、速冻面米制品及速冻菜肴制品等核心品类上持续推进新品升级和结构调整，锁鲜装、虾滑、烤肠等高附加值产品占比提升，有助于改善整体盈利水平；另一方面，随着全国化产能布局逐步完善、重点基地投产后产能利用率回升，以及采购、生产、运输等环节协同效率增强，单位成本亦有望逐步优化。

预计未来，随着新品放量、结构升级和供应链效率改善持续推进，公司单项业务毛利率仍有提升空间。但从整体来看，由于速冻菜肴仍处于成长期，其毛利率较其他业务显著偏低，预计结构上略有扰动，最终预计26-28年公司毛利率基本稳定，分别为22.1%/22.2%/22.1%，分别同比变化+0.6pct/+0.1pct/-0.1pct。

2、期间费率：结合公司过往财务表现，前期扩产、渠道建设及组织投入对费用端形成了一定压力，但随着收入规模扩大和经营效率提升，费用率有望逐步进入优化通道。销售费用方面，公司在维持渠道推广和新品培育投入的同时，依托更成熟的经销商体系、终端覆盖能力及品牌基础，销售费用增速预计将逐步低于收入增速，规模效应有望进一步摊薄部分刚性费用。

管理费用方面，随着前期扩产及外延整合逐步进入消化阶段，叠加组织效率提升和收入体量扩大，管理费用率亦有望小幅下降。整体来看预计2026-2028年公司销售费用率为5.9%/5.8%/5.7%；管理费用率则考虑后续员工人数扩张和激励，26年预计小幅下降，27-28年预计保持相对稳定。

图表49：26-28E 三项费率预测

三费预测	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用(百万元)	926	986	966	1,083	1,172	1,262
销售费用率	6.6%	6.5%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
管理费用(百万元)	385	505	416	463	501	543
管理费用率	2.7%	3.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用(百万元)	94	97	92	92	101	111
研发费用率	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 可比公司估值表

我们预计26-28年归母净利润分别为18.0/21.1/23.3亿元，同比+33%/+17%/+10%，对应EPS分别为5.4/6.3/7.0元/股，我们选取A股餐饮链细分龙头为可比公司，取均值得到26年PE为18x，考虑到公司作为速冻食品龙头，已形成较强的产品矩阵、渠道覆盖和供应链协同优势，且新品放量、结构升级及外延整合仍有望持续贡献增量，未来盈利具备一定成长性和修复弹性，给予公司26年PE 20x，目标价108.22元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表50：26-28E 可比公司 PE 估值表

股票代码	公司	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)					PE(倍)				
			24A	25A	26E	27E	28E	24A	25A	26E	27E	28E
603288.SH	海天味业	34.9	1.14	1.20	1.35	1.48	1.60	31	29	26	24	22
600298.SH	安琪酵母	35.1	1.53	1.78	2.13	2.48	2.85	23	20	16	14	12
002216.SZ	三全食品	12.1	0.62	0.69	0.69	0.73	0.78	20	18	18	17	16
300973.SZ	立高食品	25.4	1.58	1.80	2.06	2.42	2.59	16	14	12	10	10
均值								22	20	18	16	15



603345.SH	安井食品	89.0	5.06	4.08	5.41	6.34	6.98	18	22	16	14	13
-----------	------	------	------	------	------	------	------	----	----	----	----	----

来源：Wind，国金证券研究所（注：股价截至 2026 年 6 月 9 日，三全、立高盈利预测采用 wind 一致预期）

五、风险提示

- 1、食品安全风险：**速冻食品行业为大众日常消费品行业，若在生产、运输、仓储或终端销售等环节发生食品安全问题，可能对公司品牌形象、产品销售造成不利影响。
- 2、行业竞争加剧风险：**当前速冻食品行业整体已进入需求分化与供给调整阶段，若行业竞争进一步加剧，则公司可能面临收入增长放缓及盈利能力承压的风险。
- 3、原材料价格波动风险：**公司生产经营所需的鱼糜、小龙虾、肉类等原材料价格易受供需关系、养殖周期及季节性因素影响。若后续主要原材料采购价格持续上涨，而公司未能通过提价或结构优化有效传导成本压力，可能导致公司毛利率和利润水平承压。
- 4、渠道拓展不及预期风险：**公司当前收入仍较大程度依赖经销体系及多渠道协同推进，若未来经销商拓展、终端覆盖、渠道下沉或新零售渠道开发不及预期，或者经销商管理效率下降、渠道动销走弱，则可能对公司销售表现产生不利影响。
- 5、商誉减值风险：**截至 2025 年末，新宏业商誉原值约 1.28 亿元，累计已计提商誉减值约 0.35 亿元，剩余商誉账面价值约 0.93 亿元。因此，从商誉账面价值角度看，新宏业未来可继续计提的商誉减值上限约 0.93 亿元。相比新柳伍，新宏业剩余商誉规模较小，但累计减值比例仅约 27.5%，若小龙虾行业景气度或公司盈利修复不及预期，仍存在继续减值风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	14,045	15,127	16,193	18,358	20,207	22,148
增长率		7.7%	7.0%	13.4%	10.1%	9.6%
主营业务成本	-10,785	-11,602	-12,695	-14,304	-15,727	-17,250
%销售收入	76.8%	76.7%	78.4%	77.9%	77.8%	77.9%
毛利	3,260	3,524	3,498	4,054	4,480	4,898
%销售收入	23.2%	23.3%	21.6%	22.1%	22.2%	22.1%
营业税金及附加	-102	-128	-128	-92	-101	-111
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-926	-986	-966	-1,083	-1,172	-1,262
%销售收入	6.6%	6.5%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
管理费用	-385	-505	-416	-463	-501	-543
%销售收入	2.7%	3.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-94	-97	-92	-92	-101	-111
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润（EBIT）	1,753	1,808	1,896	2,325	2,605	2,872
%销售收入	12.5%	12.0%	11.7%	12.7%	12.9%	13.0%
财务费用	90	71	-1	53	71	86
%销售收入	-0.6%	-0.5%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-61	-60	-217	-71	38	-2
公允价值变动收益	8	62	8	0	0	0
投资收益	21	31	56	50	50	50
%税前利润	1.1%	1.5%	3.0%	2.0%	1.7%	1.6%
营业利润	1,866	1,954	1,798	2,405	2,822	3,083
营业利润率	13.3%	12.9%	11.1%	13.1%	14.0%	13.9%
营业外收支	70	34	36	40	40	50
税前利润	1,936	1,988	1,833	2,445	2,862	3,133
利润率	13.8%	13.1%	11.3%	13.3%	14.2%	14.1%
所得税	-435	-475	-464	-611	-715	-783
所得税率	22.5%	23.9%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,501	1,514	1,370	1,834	2,146	2,350
少数股东损益	23	29	10	30	34	25
归属于母公司的净利润	1,478	1,485	1,359	1,804	2,112	2,325
净利率	10.5%	9.8%	8.4%	9.8%	10.5%	10.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,501	1,514	1,370	1,834	2,146	2,350
少数股东损益	23	29	10	30	34	25
非现金支出	488	565	818	658	585	656
非经营收益	17	-84	-76	-28	-54	-68
营运资金变动	-50	110	205	-39	-36	-101
经营活动现金净流	1,956	2,104	2,317	2,424	2,640	2,836
资本开支	-1,440	-895	-871	-748	-639	-629
投资	1,638	-2,351	-343	-20	0	-10
其他	20	41	68	50	50	50
投资活动现金净流	217	-3,205	-1,146	-718	-589	-589
股权募资	29	16	2,187	0	0	0
债权募资	-115	-215	461	-544	-38	-70
其他	-619	-999	-1,160	-1,311	-1,512	-1,657
筹资活动现金净流	-705	-1,198	1,488	-1,855	-1,551	-1,727
现金净流量	1,470	-2,299	2,619	-149	501	520

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,975	2,779	4,980	4,818	5,309	5,823
应收款项	593	646	698	780	803	880
存货	3,567	3,285	3,647	4,172	4,544	4,938
其他流动资产	1,292	3,641	3,900	3,981	3,988	4,005
流动资产	10,426	10,351	13,226	13,751	14,644	15,645
%总资产	60.3%	59.6%	63.7%	64.1%	65.3%	66.7%
长期投资	15	14	46	46	46	46
固定资产	5,123	5,316	5,521	5,681	5,707	5,702
%总资产	29.6%	30.6%	26.6%	26.5%	25.4%	24.3%
无形资产	1,497	1,476	1,704	1,687	1,759	1,789
非流动资产	6,874	7,025	7,541	7,690	7,784	7,807
%总资产	39.7%	40.4%	36.3%	35.9%	34.7%	33.3%
资产总计	17,300	17,375	20,767	21,441	22,428	23,453
短期借款	328	119	921	531	493	423
应付款项	2,251	2,492	1,864	2,763	3,037	3,330
其他流动负债	1,427	1,068	1,498	1,252	1,346	1,431
流动负债	4,006	3,679	4,283	4,546	4,875	5,184
长期贷款	1	0	0	0	0	0
其他长期负债	392	426	580	420	410	403
负债	4,400	4,105	4,863	4,966	5,286	5,588
普通股股东权益	12,628	12,953	15,493	16,034	16,667	17,365
其中：股本	293	293	333	333	333	333
未分配利润	4,189	4,474	5,044	5,585	6,219	6,916
少数股东权益	273	318	411	441	475	500
负债股东权益合计	17,300	17,375	20,767	21,441	22,428	23,453

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	5.040	5.063	4.078	5.411	6.338	6.976
每股净资产	43.056	44.162	46.484	48.107	50.009	52.102
每股经营现金净流	6.668	7.173	6.951	7.273	7.922	8.510
每股股利	1.775	2.395	2.865	3.788	4.436	4.883
回报率						
净资产收益率	11.70%	11.46%	8.77%	11.25%	12.67%	13.39%
总资产收益率	8.54%	8.55%	6.55%	8.41%	9.42%	9.91%
投入资本收益率	10.08%	10.09%	8.30%	10.11%	10.92%	11.62%
增长率						
主营业务收入增长率	15.29%	7.70%	7.05%	13.37%	10.07%	9.61%
EBIT 增长率	37.30%	3.15%	4.87%	22.60%	12.03%	10.26%
净利润增长率	34.24%	0.46%	-8.46%	32.69%	17.12%	10.07%
总资产增长率	6.84%	0.43%	19.52%	3.25%	4.61%	4.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.0	14.4	14.6	15.0	14.0	14.0
存货周转天数	113.4	107.8	99.7	107.0	106.0	105.0
应付账款周转天数	51.9	51.2	44.8	51.0	51.0	51.0
固定资产周转天数	105.5	123.5	117.2	100.6	86.4	73.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.02%	-45.07%	-48.41%	-48.11%	-49.33%	-50.60%
EBIT 利息保障倍数	-19.4	-25.4	1,392.4	-44.0	-36.7	-33.6
资产负债率	25.43%	23.62%	23.42%	23.16%	23.57%	23.83%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	15	46	78	114
增持	0	5	8	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.15	1.14	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究