



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 29 日

基础数据

04 月 28 日收盘价（元）	73.70
总市值（亿元）	216.16
总股本（亿股）	2.93

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】安井食品 24H1 财报点评：主业收入显韧性，费用跟进稳份额-2024.08.20

【兴证食饮】安井食品 23 年报&24Q1 季报点评：基本面企稳，Q1 主业盈利创新高-2024.04.28

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

安井食品(603345.SH)

24 年平稳收官，25 年产品策略转变

投资要点：

事件：公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 151.27/14.85/13.60 亿元，同比+7.70%/+0.46%/-0.37%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 40.50/4.38/3.58 亿元。同比+7.31%/+22.84%/+5.94%，业绩符合预期。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 36.00/3.95/3.43 亿元，同比-4.13%/10.01%/-18.28%，业绩符合预期。2024 年基本 EPS 为 1.35 元。

暖冬影响渠道补货，25Q1 公司主动调整。25Q1 收入同比-4.13%，拆分如下：1) 主业收入同比-3.0%左右，主要系暖冬导致节后补货较为平淡，及公司主动调整渠道节奏，为新渠道年做开门红；2) 冻品先生收入同比+10%左右，与低基数、牛羊肉推广有关；3) 新柳伍、新宏业收入预计同比承压，虽小龙虾价格竞争环比有所改善，但公司预期准备不足预计有所影响。此外公司于微信公众号发布鼎味泰的收并购新闻，鼎味泰渠道以连锁餐饮、精品商超/便利店、会员制超市等为主，与安井现有渠道互补度较高，预计后续将在渠道端开展协同及嫁接动作。

单品政策力度持续影响主业盈利，全年费用投入预计谨慎。25Q1 归母净利率 10.96%，同比-0.72pct，拆分如下：1) 主业预计净利率预计在公司环比收窄政策力度、高毛利率产品提振、政府补助提升背景下，同比+0.5pct 至 13.6%，25Q1 毛利率为 23.32%，同比-3.23pct，除原料成本有所提升外，预计单品政策力度加大也造成了一定影响，25Q1 总费率 9.90%，同比-0.77pct，销售/管理/研发/财务费率 6.73%/2.78%/0.53%/-0.13%，同比-0.72pct/-0.35pct/-0.05pct/+0.34pct，预计销售费率同比下降，与公司收窄其他部分费用有关；2) 新柳伍、新宏业、冻品先生预计盈利能力同比均有所承压，新柳伍、新宏业主要系小龙虾价格竞争同比仍较为激烈，此外公司对销售准备不足，规模效应减弱，冻品先生盈利能力同比承压主要系市场竞争加剧所致。

盈利预测与投资建议：公司目前全国化布局逐步完善，“销地产+集中生产”模式下市场反应和经营效率显著优于中小企业。未来随着主业 B 端的持续渗透、锁鲜加持下 C 端渠道的拓展及菜肴制品的发力，叠加鼎味泰的渠道互补扩充，行业市占率将不断提升，规模化效应亦将持续显现。我们根据最新财报，调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 166.59/183.62/202.38 亿元，同比+10.1%/+10.2%/+10.2%，考虑股权激励费用影响，归母净利润为 16.81/18.65/20.68 亿元，同比+13.2%/+10.9%/+10.9%，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价，2025-2027 年 PE 估值为 13/12/10x，当前位置基本面企稳，且后续季度基数恢复正常，考虑公司质地，向下空间有限，估值性价比显著，维持“增持”评级，建议投资者积极关注。

风险提示：原料价格上涨；竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	15127	16659	18362	20238
同比增长	7.7%	10.1%	10.2%	10.2%
归母净利润（百万元）	1485	1681	1865	2068
同比增长	0.5%	13.2%	10.9%	10.9%
毛利率	23.3%	22.9%	23.1%	23.6%
ROE	11.3%	12.3%	13.0%	13.8%
每股收益（元）	5.06	5.73	6.36	7.05
市盈率	15	13	12	10

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 151.27/14.85/13.60 亿元，同比+7.70%/+0.46%/-0.37%。24Q4 公司实现营收 / 归母净利润 / 扣非归母净利润 40.50/4.38/3.58 亿元。同比 +7.31%/+22.84 %/+5.94%，业绩符合预期。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 36.00/3.95/3.43 亿元，同比-4.13%/-10.01%/-18.28%，业绩符合预期。2024 年基本 EPS 为 1.35 元。

点评

全年稳健推进，Q4 旺季表现平稳。2024 年收入同比+7.70%，拆分如下：1) 主业：收入同比+9%左右，调制食品收入同比+11.41%，其中锁鲜收入预计同比+18%以上，仍为拉动收入的主要贡献品类之一，面米收入同比-3.14%，主要系消费疲软，供给侧过剩导致的市场竞争加剧，此外烤肠预计全年录得过亿体量，小厨品牌的小酥肉预计也有较好表现，主业仍以大单品战略贯穿全年；2) 并表业务：冻品先生收入同比+13%左右，2024 年核心品类为牛羊肉卷，与存量经销商的渠道匹配度较高，新宏业、新柳伍收入同比-11.7%、+3.2%，与 2024 年小龙虾低价竞争激烈有关。24Q4 收入同比+7.31%，其中主业收入同比+2%左右，主要系旺季催化及春节备货有所提前所致，但 2024 年由于暖冬，且市场需求不好背景下，火锅料价格竞争加剧，速冻调制食品收入同比+5.59%，面米制品收入同比-6.10%。

暖冬影响渠道补货，25Q1 公司主动调整。25Q1 收入同比-4.13%，拆分如下：1) 主业收入同比-3.0%左右，主要系暖冬导致节后补货较为平淡，及公司主动调整渠道节奏，为新渠道年做开门红；2) 冻品先生收入同比+10%左右，与低基数、牛羊肉推广有关；3) 新柳伍、新宏业收入预计同比承压，虽小龙虾价格竞争环比有所改善，但公司预期准备不足预计有所影响。此外公司于微信公众号发布鼎味泰的收并购新闻，鼎味泰渠道以连锁餐饮、精品商超/便利店、会员制超市等为主，与安井现有渠道互补度较高，预计后续将在渠道端开展协同及嫁接动作。

竞争投入加大，叠加激励费用影响，24 年盈利能力承压。2024 年归母净利率 9.82%，同比-0.71pct，盈利能力承压，拆分如下：1) 主业净利率预计同比-0.9pct 至 11.3%左右，与渠道竞争加剧下的费用投入加大、股权激励费用影响有关，2024 年整体毛利率为 23.30%，同比+0.09pct，预计与成本红利延续有关，2024 年总费率 10.03%，同比+0.67pct，销售/管理/研发/财务费率 6.52%/3.34%/0.64%/-0.47%，同比-0.07pct/+0.60pct/-0.03pct/+0.17pct，管理费率提升与股份支付费用

同比+8160.00 万元有关；2）冻品先生净利率预计在市场投入加大、较低毛利率的牛羊肉卷推广下同比有所承压，新柳伍在收缩利润较低的电商业后，预计利润率同比有改善，新宏业则在小龙虾价格竞争影响下盈利能力同比承压。24Q4 归母净利率 10.81%，同比+1.37pct，扣非归母净利率 8.85%，同比-0.11pct，拆分如下：1）主业净利率预计在政府补助的影响下，同比+0.5pct 至 11.9%，整体归母净利润与扣非归母净利润之间的差值可以侧面验证；2）冻品先生盈利能力预计仍在较低水平，两个小龙虾企业预计在淡季价格改善背景下，净利率有所改善。

单品政策力度持续影响主业盈利，全年费用投放预计谨慎。25Q1 归母净利率 10.96%，同比-0.72pct，拆分如下：1）主业净利率预计在公司环比收窄政策力度、高毛利率产品提振、政府补助提升背景下，同比+0.5pct 至 13.6%，维持较高水平，25Q1 毛利率为 23.32%，同比-3.23pct，除原料成本有所提升外，预计单品政策力度同比加大也造成了一定影响，25Q1 总费率 9.90%，同比-0.77pct，销售/管理/研发/财务费率 6.73%/2.78%/0.53%/-0.13%，同比-0.72pct/-0.35pct/-0.05pct/+0.34pct，预计销售费率同比下降，与公司收窄其他部分费用有关；2）新柳伍、新宏业、冻品先生预计盈利能力同比均有所承压，新柳伍、新宏业主要系小龙虾价格竞争同比仍较为激烈，此外公司对销售准备不足，规模效应减弱，冻品先生盈利能力同比承压主要系市场竞争加剧所致。

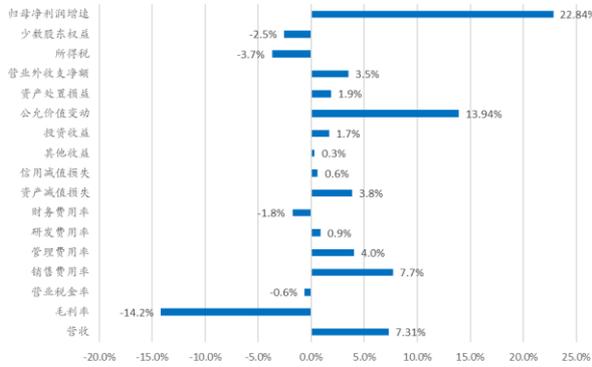
收并购再下一城，强化渠道及产品结构。公司在 3 月 12 日于公众号发布文章，拟以 4.445 亿元收购鼎味泰 70% 股权，以期实现产品、渠道和品牌的优势互补、赋能增效。预计 2024 年收入规模不低于 5 亿元，利润不低于 5 千万，净利率与安井自身接近。产品结构中大部分为速冻关东煮及速冻火锅料产品，客户主要为山姆、盒马等会员商超及海底捞、凑凑、左庭右院等连锁餐饮以及 7-11、罗森、全家等；小部分为冷冻烘焙业务（2024 年 3 月收购的莱卡尔烘焙），主要产品为软欧包、贝果、吐司，核心客户为瑞幸。鼎味泰的客户渠道以大 B 为主，产品定位高端，有助于公司未来进一步强化中高端化路线，整合渠道资源。此外，鼎泰丰拥有澳洲、日本、新加坡等国家及中国香港地区的出口资质，有助于公司海外业务进一步发展。

盈利预测与投资建议：公司目前全国化布局逐步完善，“销地产+集中生产”模式下市场反应和经营效率显著优于中小企业。未来随着主业 B 端的持续渗透、锁鲜加持下 C 端渠道的拓展及菜肴制品的发力，叠加鼎味泰的渠道互补扩充，行业市占率将不断提升，规模化效应亦将持续显现。我们根据最新财报，调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 166.59/183.62/202.38 亿元，同比

+10.1%/+10.2%/+10.2% 考虑股权激励费用影响，归母净利润为 16.81/18.65/20.68 亿元，同比+13.2%/+10.9%/+10.9%，对应 2025 年 4 月 28 日收盘价，2025-2027 年 PE 估值为 13/12/10x，当前位置基本面企稳，且后续季度基数恢复正常，考虑公司质地，向下空间有限，估值性价比显著，且公司 2025 年预计维持较大分红力度，注重股东回报，维持“增持”评级，建议投资者积极关注。

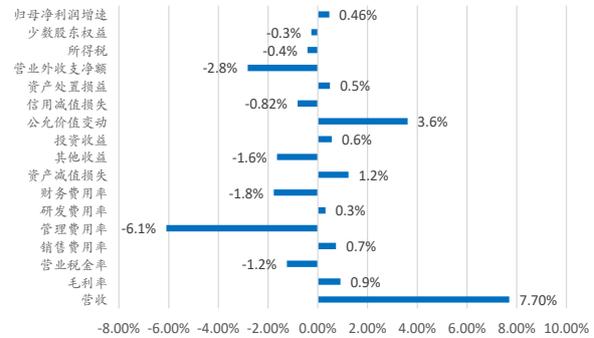
风险提示：原料价格上涨；竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食品安全风险。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献分拆



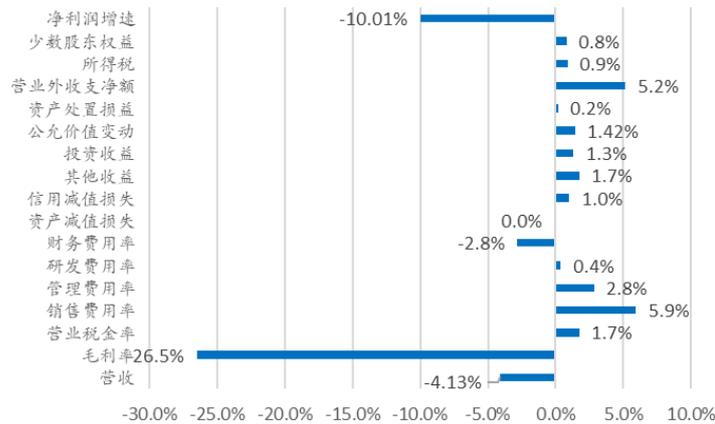
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 年归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10393	10105	10606	9636
货币资金	2779	3450	3045	2697
交易性金融资产	3321	2177	2749	2463
应收票据及应收账款	626	960	570	1190
预付款项	65	169	88	94
存货	3285	3136	3922	2952
其他	317	213	232	240
非流动资产	6982	7948	8651	9520
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	5118	6032	6725	7522
在建工程	198	169	135	162
无形资产	689	698	738	782
商誉	739	772	761	757
其他	224	264	279	284
资产总计	17375	18053	19257	19156
流动负债	3672	3651	4285	3442
短期借款	111	108	71	47
应付票据及应付账款	1854	1815	1950	1690
其他	1706	1728	2264	1706
非流动负债	390	385	387	386
长期借款	0	1	1	1
其他	389	384	386	385
负债合计	4062	4037	4672	3828
股本	293	293	293	293
未分配利润	4474	5163	5724	6458
少数股东权益	318	336	349	367
股东权益合计	13270	14016	14585	15328
负债及权益合计	17375	18053	19257	19156

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1485	1681	1865	2068
折旧和摊销	505	551	642	735
营运资金的变动	9	49	-3	-175
经营活动产生现金流量	2104	437	480	405
资本支出	-895	-844	-660	-833
长期投资	-2351	-1143	572	-286
投资活动产生现金流量	-3205	1470	732	417
债券融资	16	-0	0	0
股权融资	-215	-7	-35	-24
融资活动产生现金流量	-1198	992	1283	1326
现金净变动	-2196	670	-405	-348

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15127	16659	18362	20238
营业成本	11602	12842	14117	15468
税金及附加	128	128	143	162
销售费用	986	1113	1188	1319
管理费用	505	470	536	612
研发费用	97	110	119	132
财务费用	-71	-78	-82	-74
投资收益	31	50	30	34
公允价值变动收益	62	35	49	42
信用减值损失	-7	-5	-5	-3
资产减值损失	-52	-55	-57	-55
营业利润	1954	2144	2403	2681
营业外收支	34	64	56	51
利润总额	1988	2207	2459	2732
所得税	475	500	566	633
净利润	1514	1707	1893	2099
少数股东损益	29	26	29	31
归属母公司净利润	1485	1681	1865	2068
EPS (元)	5.06	5.73	6.36	7.05

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.7%	10.1%	10.2%	10.2%
营业利润增长率	4.7%	9.7%	12.1%	11.6%
归母净利润增长率	0.5%	13.2%	10.9%	10.9%
盈利能力				
毛利率	23.3%	22.9%	23.1%	23.6%
归母净利率	10.0%	10.2%	10.3%	10.4%
ROE	11.3%	12.3%	13.0%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	22.4%	24.3%	20.0%
流动比率	2.83	2.77	2.47	2.80
速动比率	1.94	1.91	1.56	1.94
营运能力				
资产周转率	0.87	0.94	0.98	1.05
每股资料 (元)				
每股收益	5.06	5.73	6.36	7.05
每股经营现金	7.17	1.49	1.64	1.38
估值比率 (倍)				
PE	15	13	12	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	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
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn