

食品饮料

2025 年 04 月 30 日

安井食品 (603345)

——保持定力 务实进取

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司发布 24 年报和 25 年一季报，24 年公司实现营业收入 151.27 亿，同比增长 7.7%，归母净利润 14.85 亿，同比增长 0.46%，扣非归母净利润 13.6 亿，同比下降 0.45%。24Q4 公司实现营业收入 40.5 亿，同比增长 7.31%，实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 22.84%。24 年公司累计分红金额预计为 10.4 亿（含税），分红比例为 70.05%。25Q1 公司实现营业收入 36 亿，同比下降 4.13%，实现归母净利润 3.95 亿，同比下降 10.01%；实现扣非归母净利润 3.43 亿，同比下降 18.28%。我们在业绩前瞻中预测利润持平，业绩低于预期。
- **投资评级与估值：**考虑到宏观需求承压，下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年，预测 25-27 年归母净利润分别为 15.2 亿、16.2 亿、18 亿，同比增长 3%、7%和 12%（25-26 年前次为 17.7 亿和 20.2 亿），当前股价对应 2025-27 年 PE 分别为 15x、14x、12x，维持买入评级。继续看好公司“BC 兼顾”与“三路并进”的均衡发展思路。中长期看，在加深 BC 渠道与主业护城河的同时，锁鲜装、虾滑与丸之尊放量有望助力老业务结构升级，而冻品先生+安井小厨+新宏业新柳伍布局细分领域，有望实现第二增长曲线菜肴制品的快速上量，公司有望成为更加全面的企业。
- **坚持大单品战略，收入稳步增长。**分产品看，三大主力品类速冻调制食品、速冻菜肴制品、速冻面米制品 24 年分别实现营业收入 78.39 亿、43.49 亿、24.65 亿，分别同比+11.41%/+10.76%/-3.14%。销量方面，速冻调制食品、速冻菜肴制品、速冻面米制品销售量分别为 56.82、24.59、24.53 万吨，分别同比+13.48%/+24.90%/+4.22%。公司坚持每年聚焦培养 3-5 个“战略大单品”，24 年年营收超过 1 亿的产品有 39 种，其中有 4 种产品超过 5 亿。24 年重点推广火山石烤肠产品，同时借助锁鲜装系列、虾滑、烧麦和丸之尊系列进行结构优化，安井小厨的小酥肉、冻品先生的牛羊肉卷也有较好表现。区域方面，24 年境外营业收入同比增长 30.76%，主要系公司控股子公司新柳伍、新宏业、功夫食品境外业务增量所致。渠道方面，新零售收入增长 32.97%，主要系公司拓展渠道新客户及老客户增量所致；线上销售实现营业收入 8.95 亿，同比增长 18.07%。
- **24 年净利率基本稳定，25Q1 毛利率下降。**盈利方面，24 年毛利率为 23.3%，同比提升 0.09pct，其中速冻调制食品、速冻菜肴制品、速冻面米制品毛利率分别为 29.29%、11.76%和 24.36%，同比提升 0.97pct、0.11pct，下降 1.22pct，速冻米面品类竞争加剧。费用方面，24 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.52%/3.34%/-0.47%/0.64%，分别同比 -0.07pct/+0.60pct/+0.17pct/-0.03pct，管理费用增加主要系本期分摊股票期权激励计划股份支付费用增加。24 年公司归母净利润率 9.82%，同比下降 0.70pct。25Q1 毛利率为 23.32%，同比下降 3.23pct，主因成本上涨和促销折让增加。费用方面，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.73%/2.78%/0.53%/-0.13%，分别同比 -0.72pct/-0.34pct/-0.05pct/+0.35pct。综上，一季度归母净利率为 10.96%，同比下降 0.72pct，主要为毛利率下降所致。
- **股价变化的催化剂：**收入超预期、新品表现超预期、原材料成本下降。
- **核心假设风险：**食品安全问题。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,127	3,600	15,866	16,741	17,810
同比增长率 (%)	7.7	-4.1	4.9	5.5	6.4
归母净利润 (百万元)	1,485	395	1,524	1,624	1,813
同比增长率 (%)	0.5	-10.0	2.7	6.6	11.6
每股收益 (元/股)	5.08	1.35	5.20	5.54	6.18
毛利率 (%)	23.3	23.3	23.4	23.7	23.8
ROE (%)	11.5	3.0	10.7	11.0	11.8
市盈率	15		15	14	12

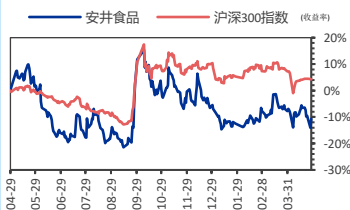
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 04 月 29 日
收盘价 (元)	76.98
一年内最高/最低 (元)	109.27/68.20
市净率	1.7
股息率% (分红/股价)	5.33
流通 A 股市值 (百万元)	22,578
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	45.55
资产负债率%	18.70
总股本/流通 A 股 (百万)	293/293
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,045	15,127	15,866	16,741	17,810
其中: 营业收入	14,045	15,127	15,866	16,741	17,810
减: 营业成本	10,785	11,602	12,156	12,780	13,576
减: 税金及附加	102	128	122	131	142
主营业务利润	3,158	3,397	3,588	3,830	4,092
减: 销售费用	926	986	1,029	1,079	1,127
减: 管理费用	385	505	592	603	625
减: 研发费用	94	97	107	115	125
减: 财务费用	-90	-71	-13	18	-68
经营性利润	1,843	1,880	1,873	2,015	2,283
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	4	-7	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-65	-52	0	0	0
加: 投资收益及其他	85	76	75	81	76
营业利润	1,866	1,954	1,945	2,094	2,357
加: 营业外净收入	70	34	64	56	51
利润总额	1,936	1,988	2,008	2,150	2,408
减: 所得税	435	475	454	494	559
净利润	1,501	1,514	1,554	1,656	1,849
少数股东损益	23	29	30	31	35
归属于母公司所有者的净利润	1,478	1,485	1,524	1,624	1,813

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。