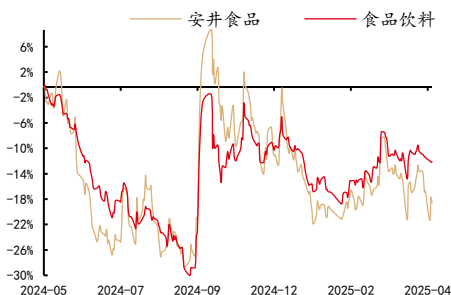


股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	76.30
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	224 / 224
52周内最高/最低价	102.97 / 68.93
资产负债率(%)	23.6%
市盈率	15.02
第一大股东	福建国力民生科技发展有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

安井食品(603345)

稳守龙头地位，高基数下韧性强

● 事件

公司 2024 年度实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 151.27/14.85/13.6 亿元，同比 7.7%/0.46%/-0.37%。公司单 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 40.5/4.38/3.58 亿元，同比 7.31%/22.84%/5.94%。公司 2025 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 36/3.95/3.43 亿元，同比-4.13%/-10.01%/-18.28%。整体业绩符合预期。

● 投资要点

大单品驱动增长，烤肠与新品蓄势待发。2024 分产品看，速冻调制食品/速冻菜肴/速冻面米/农副分别实现收入 78.39/43.49/24.65/4.49 亿元，同比增长 11.41%/10.76%/-3.14%/-11.74%。分渠道：经销/特通/商超/新零售/电商分别实现营收 123.82/10.23/8.27/5.82/3.13 亿元，同比 +8.91%/-3.01%/+5.23%/+40.44%/-6.8%。**公司坚定推行大单品策略，2024 年过亿大单品贡献了多数收入增量**，其中速冻鱼糜制品和速冻肉制品表现强劲，速冻米面制品受商超渠道及竞争影响延续下滑趋势；农副产品主要受进口饲料价格影响下滑。从渠道角度看，电商渠道因子公司业务结构调整而下滑，新零售依托盒马等快速放量。**2025Q1**，速冻调制食品/速冻菜肴/速冻面米/农副分别实现收入 20.09/8.36/6.58/0.94 亿元，同比-2.4%/-12.48%/+3.17%/-4.31%。分渠道：经销/商超/特通/电商/新零售分别实现营收 29.09/2.72/2.27/1.02/0.89 亿元，同比-3.94%/-6.46%/-6.5%/-14.45%/+22.26%。**2025 年管理层重视新品研发，烤肠战略定位进一步提升**，通过 BC 端同步推新以提升盈利能力，下半年将重推锁鲜装 6.0 及区域新品。25 年渠道上全面拥抱商超定制，对接永辉、沃尔玛等，以量换利以期规模效应体现。

毛利维稳、净利承压，利润放缓受股份支付、终端促销、用工成本增加及财务收益减少所致。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 23.3%/9.82%，分别同比 0.09/-0.71pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.52%/3.34%/0.64%/-0.47%，分别同比 -0.07/0.6/-0.03/0.17pct。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 25.09%/10.81%，分别同比 -1.25/1.37pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.32%/3.42%/0.64%/-0.35%，分别同比 -0.68/-0.35/-0.08/0.15pct。2025 年 Q1 公司毛利率/归母净利率为 23.32%/10.96%，分别同比 -3.23/-0.72pct；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 -0.72/-0.35/-0.05/0.34pct，

25Q1 强化费用把控、净利率同比基本稳定，公司将通过招标制度严格控制原料成本、优化人员管控等措施维利润率平稳。

● 盈利预测与投资评级

根据 2024 年年报业绩情况，我们调整 2025 年-2026 年营业收入预测至 161.92/175.60 亿元（原预测为 167.45/182.47 亿元），同比 +7.04%/+8.45%，调整 2025 年-2026 年归母净利润预测至 16.22/17.69 亿元（原预测为 15.83/18.00 亿元），同比 +9.25%/9.05%，给予 2027 年营收利润预测分别为 191.35/19.51 亿元，分别同比 +8.97%/10.28%。对应三年 EPS 分别为 5.53/6.03/6.65 元，对应当前股价 PE 分别为 14/13/11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15127	16192	17560	19135
增长率(%)	7.70	7.04	8.45	8.97
EBITDA（百万元）	2417.91	2629.17	2896.52	3124.13
归属母公司净利润（百万元）	1484.83	1622.23	1769.04	1950.83
增长率(%)	0.46	9.25	9.05	10.28
EPS（元/股）	5.06	5.53	6.03	6.65
市盈率（P/E）	15.07	13.79	12.65	11.47
市净率（P/B）	1.73	1.56	1.40	1.27
EV/EBITDA	8.08	6.95	5.62	4.63

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	15127	16192	17560	19135	营业收入	7.7%	7.0%	8.5%	9.0%
营业成本	11602	12435	13451	14638	营业利润	4.7%	5.1%	12.9%	10.7%
税金及附加	128	113	123	134	归属于母公司净利润	0.5%	9.3%	9.1%	10.3%
销售费用	986	1101	1168	1263	获利能力				
管理费用	505	437	471	498	毛利率	23.3%	23.2%	23.4%	23.5%
研发费用	97	89	88	96	净利率	10.0%	10.1%	10.2%	10.4%
财务费用	-71	-13	-27	-35	ROE	11.5%	11.3%	11.1%	11.0%
资产减值损失	-52	0	0	0	ROIC	13.8%	15.8%	17.0%	19.6%
营业利润	1954	2055	2320	2569	偿债能力				
营业外收入	38	50	50	48	资产负债率	23.6%	23.9%	23.1%	22.7%
营业外支出	4	7	7	6	流动比率	2.81	3.03	3.36	3.62
利润总额	1988	2098	2363	2611	营运能力				
所得税	475	461	567	627	应收账款周转率	24.16	18.82	18.82	18.82
净利润	1514	1636	1796	1985	存货周转率	3.53	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1485	1622	1769	1951	总资产周转率	0.87	0.84	0.83	0.82
每股收益(元)	5.06	5.53	6.03	6.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.06	5.53	6.03	6.65
货币资金	2779	7168	9516	11672	每股净资产	44.16	49.05	54.38	60.25
交易性金融资产	7	7	7	7	估值比率				
应收票据及应收账款	626	862	935	1019	PE	15.07	13.79	12.65	11.47
预付款项	65	116	126	137	PB	1.73	1.56	1.40	1.27
存货	3285	3748	3685	4010	现金流量表				
流动资产合计	10351	12692	15032	17632	净利润	1514	1570	1734	1927
固定资产	5160	4798	4470	4082	折旧和摊销	501	545	561	548
在建工程	198	174	100	75	营运资本变动	9	-106	248	-50
无形资产	689	2025	620	586	其他	69	-13	-27	-35
非流动资产合计	7025	6638	6177	5729	经营活动现金流净额	2092	1996	2515	2390
资产总计	17375	19330	21209	23361	资本开支	-902	-99	-100	-100
短期借款	111	0	0	0	其他	-2303	2779	112	58
应付票据及应付账款	1854	2717	2939	3198	投资活动现金流净额	-3205	2680	12	-42
其他流动负债	1713	1468	1535	1671	股权融资	101	0	0	0
流动负债合计	3679	4185	4474	4869	债务融资	-181	-111	0	0
其他	426	427	427	427	其他	-1117	-176	-179	-192
非流动负债合计	426	427	427	427	筹资活动现金流净额	-1198	-287	-179	-192
负债合计	4105	4612	4901	5296	现金及现金等价物净增加额	-2311	4389	2348	2156
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8144	8144	8144	8144					
未分配利润	4515	5949	7512	9235					
少数股东权益	318	332	359	392					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	13270	14718	16307	18065					
负债和所有者权益总计	17375	19330	21209	23361					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048