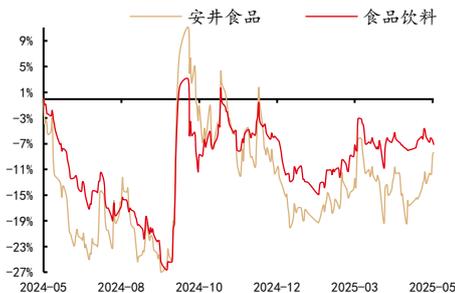


股票投资评级

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)	83.86
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	246 / 246
52周内最高/最低价	102.97 / 68.93
资产负债率(%)	23.6%
市盈率	16.51
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)

战略转向新品驱动，打造爆品成为增长抓手

● 投资要点

战略重心从“渠道驱动”转向“新品驱动”，通过组织思想统一、激励机制优化及资源倾斜，推动C端产品创新成为增长核心。内部建立差异化考核体系，并围绕“烧麦称王、烤肠起航”等口号强化战略共识。

从渠道角度来看，1) 大B端定制化聚焦高势能渠道：公司深化与山姆会员店、百胜中国等头部客户合作，定制化产品兼顾品质与盈利。例如，山姆渠道已供应两款龙虾类产品，未来在山姆及百胜渠道将持续有新品突破，此类大品牌背书有利于公司快速扩展大B客户群体。2) 经销体系数字化升级：推行“一大多新”策略，扶持现有经销商向新零售、电商等渠道延伸，并通过“快消通”订货软件实现终端高效管理。同时，探索短视频推广模式，以内容营销加速新品渗透。3) 电商定位清晰化：电商以B端为主，兴趣电商（抖音、快手）侧重品牌曝光与价格锚定。4) 并购协同效应释放：收购鼎味泰后，实现关东煮、鳕鱼制品等品类互补，并借助其渠道资源加速渗透瑞幸咖啡等休闲场景。

今年战略转向后产品端思路进一步清晰：1) 烤肠产品去年推出后主要针对B端市场，今年转向C端、渠道上BC兼顾，推出4款高端口味（照烧、黑松露、法国香草芝士、大肉粒），定价差异化突出质价比。2) 针对米面制品创新难度加大的行业现状，公司通过外观形态（开心包、双色包）与原料概念化（生椰拿铁包）打造差异化卖点，适配早餐、下午茶等高频场景。3) 新品活鱼现杀嫩鱼丸依托子公司淡水鱼资源禀赋，以“活鱼现杀”为核心卖点，在原料供应及加工工艺上形成产品壁垒，上市后市场反响积极。4) 锁鲜装下半年计划推出6.0系列。锁鲜装作为核心品类、通过克重优化与品质升级保持增长韧性，自2019年推出后、历经多轮产品升级迭代，已在高端冻品市场牢牢抢占消费者心智。目前来看锁鲜装不仅是包装形式，更是高端产品矩阵载体，例如小克重“活鱼现杀嫩鱼丸”产品天然适配锁鲜装高端定位，未来也将在品类上持续进行SKU扩展与渠道渗透。5) 收购鼎味泰后有望助力安井实现西式烘焙的品类突破，产品矩阵可从传统中式面点延伸至西式糕点，切入客单价更高、溢价能力更强的细分赛道。

● **盈利预测与投资评级**

维持 2025 年-2027 年营业收入预测至 161.92/175.60/191.35 亿元，同比+7.04%/+8.45%/+8.97%，维持 2025 年-2027 年归母净利润预测至 16.22/17.69/19.51 亿元，同比+9.25%/9.05%/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 15/14/13 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)	16.56	15.16	13.90	12.61
市净率(P/B)	1.90	1.71	1.54	1.39
EV/EBITDA	8.99	7.79	6.38	5.34

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>营业利润</b>	<b>1954</b>	<b>2055</b>	<b>2320</b>	<b>2569</b>	<b>偿债能力</b>				
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
<b>利润总额</b>	<b>1988</b>	<b>2098</b>	<b>2363</b>	<b>2611</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	475	461	567	627	应收账款周转率	24.16	18.82	18.82	18.82
<b>净利润</b>	<b>1514</b>	<b>1636</b>	<b>1796</b>	<b>1985</b>	存货周转率	3.53	3.32	3.65	3.65
<b>归母净利润</b>	<b>1485</b>	<b>1622</b>	<b>1769</b>	<b>1951</b>	总资产周转率	0.87	0.84	0.83	0.82
<b>每股收益(元)</b>	<b>5.06</b>	<b>5.53</b>	<b>6.03</b>	<b>6.65</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					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	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	626	862	935	1019	PE	16.56	15.16	13.90	12.61
预付款项	65	116	126	137	PB	1.90	1.71	1.54	1.39
存货	3285	3748	3685	4010	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>10351</b>	<b>12692</b>	<b>15032</b>	<b>17632</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	<b>7025</b>	<b>6638</b>	<b>6177</b>	<b>5729</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2092</b>	<b>1996</b>	<b>2515</b>	<b>2390</b>
<b>资产总计</b>	<b>17375</b>	<b>19330</b>	<b>21209</b>	<b>23361</b>	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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3205</b>	<b>2680</b>	<b>12</b>	<b>-42</b>
其他流动负债	1713	1468	1535	1671	股权融资	101	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3679</b>	<b>4185</b>	<b>4474</b>	<b>4869</b>	债务融资	-181	-111	0	0
其他	426	427	427	427	其他	-1117	-176	-179	-192
<b>非流动负债合计</b>	<b>426</b>	<b>427</b>	<b>427</b>	<b>427</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1198</b>	<b>-287</b>	<b>-179</b>	<b>-192</b>
<b>负债合计</b>	<b>4105</b>	<b>4612</b>	<b>4901</b>	<b>5296</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2311</b>	<b>4389</b>	<b>2348</b>	<b>2156</b>
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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13270</b>	<b>14718</b>	<b>16307</b>	<b>18065</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>17375</b>	<b>19330</b>	<b>21209</b>	<b>23361</b>					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 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