



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年05月31日

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 05月29日收盘价(元) | 83.33  |
| 总市值(亿元)      | 244.40 |
| 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

【兴证食品饮料】安井食品: 24年平稳收官, 25年产品策略转变-2025.04.29

【兴证食品饮料】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

【兴证食品饮料】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) 变则通达, 改善已现

### 投资要点:

- **渠道驱动向新品驱动转变。**公司在强渠道力、市场需求平淡的背景下, 决定将主业驱动力向产品切换, 作为 2025 年增长驱动的转变。2025 年除继续加强渠道建设、扩张销售终端外, 公司加大了新品和消费者研究, 并于近期股东会展示了如下新品及产品思路: 1) 烤肠: 加强 C 端产品布局, 推出“肉多多”, 4 个单品和组合装并进, 注重费效比的平衡; 2) 面点: 学习会员超市的产品打法, 在外观形态上创新, 推出 6 款特色产品; 3) 火锅料: 预计 2025 年下半年推出锁鲜 6.0, 嫩鱼丸增加活鱼现杀概念, 200g 提升为 400g, 增加 B 端渠道 2.5kg 散装, 旨在充分发挥淡水原料优势, 提高产能利用率。
- **渠道层面稳扎稳打。**2025 年专注优化现有渠道, 有补充薄弱环节, 坚持“对内以人为本, 对外以客为尊”的原则, 助力经销商做大做强。1) 采取“一大多小”的渠道策略, 支持有潜力的经销商发展, 而非为了渠道下沉而麻木进行分销, 公司更多帮助核心经销商补充渠道短板及资源; 2) 构建数字化的经销商生态体系, 开发专属线上订货软件, 帮助经销商扩大终端管理数量, 提升运营效率; 3) 推进电商发展, 货架电商聚焦品牌宣传, 兴趣电商配合新品推广, 与经销商协同推进。
- **鼎味泰互补性强, 冷冻烘焙值得期待。**鼎味泰为关东煮、鳕鱼制品头部企业, 大 B 侧渠道(会员制商超、便利店、咖啡业态等)与安井的互补度较高, 此外鼎味泰涉及冷冻烘焙业务, 可能成为安井公司的下一个拓品潜力点。
- **主业盈利韧性强, 小龙虾存在复苏迹象。**回顾 25Q1 主业经营情况, 暖冬影响叠加市场价格竞争, 收入侧具备一定压力, 但盈利韧性优于市场预期, 表现利润率主要受小龙虾业务影响, 存在一定压力。当前位置, 结合安井发展策略的调整及基数的考虑, 我们预计主业收入情况环比存在改善, 盈利情况或维持 25Q1 态势; 且小龙虾价格底部震荡, 后续有望走出底部, 同比来看预计不会更差, 综合判断公司整体环比改善趋势较为确立。
- **盈利预测与投资建议:**我们略微调整了公司的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司收入为 165.49/182.07/200.30 亿元, 同比+9.4%/+10.0%/+10.0%, 归母净利润为 16.80/19.64/21.75 亿元, 同比+13.2%/+16.9%/+10.8%, 对应 2025 年 5 月 29 日收盘价, 2025-2027 年 PE 估值为 15/12/11x, 当前位置基本面企稳, 经营层面存在变化, 后续环比改善趋势较为确立, 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。

### 主要财务指标

| 会计年度       | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 15127 | 16549 | 18207 | 20030 |
| 同比增长       | 7.7%  | 9.4%  | 10.0% | 10.0% |
| 归母净利润(百万元) | 1485  | 1680  | 1964  | 2175  |
| 同比增长       | 0.5%  | 13.2% | 16.9% | 10.8% |
| 毛利率        | 23.3% | 22.9% | 23.1% | 23.6% |
| ROE        | 11.3% | 12.3% | 13.7% | 14.5% |
| 每股收益(元)    | 5.06  | 5.73  | 6.70  | 7.42  |
| 市盈率        | 16    | 15    | 12    | 11    |

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

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

| 会计年度           | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 10393 | 10068 | 10620 | 9660  |
| 货币资金           | 2779  | 3466  | 3079  | 2790  |
| 交易性金融资产        | 3321  | 2177  | 2749  | 2463  |
| 应收票据及应收账款      | 626   | 950   | 567   | 1174  |
| 预付款项           | 65    | 167   | 87    | 93    |
| 存货             | 3285  | 3094  | 3906  | 2899  |
| 其他             | 317   | 213   | 232   | 240   |
| <b>非流动资产</b>   | 6982  | 7947  | 8651  | 9519  |
| 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   | 263   | 279   | 283   |
| <b>资产总计</b>    | 17375 | 18015 | 19271 | 19179 |
| <b>流动负债</b>    | 3672  | 3614  | 4269  | 3396  |
| 短期借款           | 111   | 108   | 71    | 47    |
| 应付票据及应付账款      | 1854  | 1791  | 1942  | 1660  |
| 其他             | 1706  | 1715  | 2255  | 1689  |
| <b>非流动负债</b>   | 390   | 385   | 387   | 386   |
| 长期借款           | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 其他             | 389   | 384   | 386   | 385   |
| <b>负债合计</b>    | 4062  | 3999  | 4656  | 3782  |
| 股本             | 293   | 293   | 293   | 293   |
| 未分配利润          | 4474  | 5162  | 5753  | 6526  |
| 少数股东权益         | 318   | 336   | 350   | 369   |
| <b>股东权益合计</b>  | 13270 | 14016 | 14615 | 15397 |
| <b>负债及权益合计</b> | 17375 | 18015 | 19271 | 19179 |

**现金流量表**

单位：百万元

| 会计年度              | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润             | 1485  | 1680  | 1964  | 2175  |
| 折旧和摊销             | 505   | 551   | 642   | 734   |
| 营运资金的变动           | 9     | 72    | -21   | -148  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 2104  | 460   | 462   | 429   |
| 资本支出              | -895  | -844  | -660  | -833  |
| 长期投资              | -2351 | -1143 | 572   | -286  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -3205 | 1473  | 716   | 417   |
| 债券融资              | 16    | -0    | 0     | 0     |
| 股权融资              | -215  | -7    | -35   | -24   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -1198 | 983   | 1351  | 1394  |
| 现金净变动             | -2196 | 687   | -388  | -288  |

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            | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 15127 | 16549 | 18207 | 20030 |
| 营业成本            | 11602 | 12757 | 14000 | 15311 |
| 税金及附加           | 128   | 127   | 142   | 160   |
| 销售费用            | 986   | 1113  | 1031  | 1138  |
| 管理费用            | 505   | 467   | 532   | 606   |
| 研发费用            | 97    | 109   | 118   | 134   |
| 财务费用            | -71   | -78   | -83   | -76   |
| 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   |
| <b>营业利润</b>     | 1954  | 2123  | 2530  | 2819  |
| 营业外收支           | 34    | 64    | 56    | 51    |
| <b>利润总额</b>     | 1988  | 2187  | 2586  | 2870  |
| 所得税             | 475   | 496   | 595   | 665   |
| 净利润             | 1514  | 1691  | 1991  | 2204  |
| 少数股东损益          | 29    | 11    | 27    | 29    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1485  | 1680  | 1964  | 2175  |
| <b>EPS (元)</b>  | 5.06  | 5.73  | 6.70  | 7.42  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>      |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 7.7%  | 9.4%  | 10.0% | 10.0% |
| 营业利润增长率         | 4.7%  | 8.6%  | 19.1% | 11.4% |
| 归母净利润增长率        | 0.5%  | 13.2% | 16.9% | 10.8% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 23.3% | 22.9% | 23.1% | 23.6% |
| 归母净利率           | 10.0% | 10.2% | 10.9% | 11.0% |
| ROE             | 11.3% | 12.3% | 13.7% | 14.5% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 23.4% | 22.2% | 24.2% | 19.7% |
| 流动比率            | 2.83  | 2.79  | 2.49  | 2.84  |
| 速动比率            | 1.94  | 1.93  | 1.57  | 1.99  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.87  | 0.94  | 0.98  | 1.04  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 5.06  | 5.73  | 6.70  | 7.42  |
| 每股经营现金          | 7.17  | 1.57  | 1.57  | 1.46  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |       |       |       |       |
| PE              | 16    | 15    | 12    | 11    |
| PB              | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.6   |

### 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](http://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責任。

### 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> | 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a> |