

安井食品 (603345.SH)

增持 (维持)

经营调整阶段, 积极调整应对

消费品/食品饮料
当前股价: 77.06 元

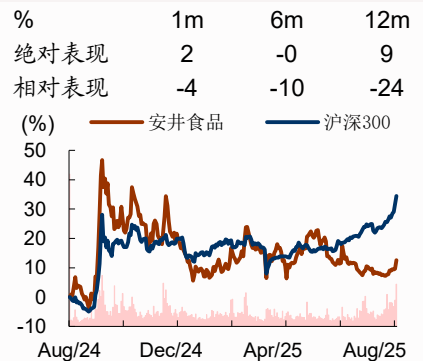
公司发布 2025 年半年报, 公司 Q2 收入/利润分别同比+5.7%/-22.7%, 公司重点发力商超定制化产品创新, 全面拥抱大 B 特通客户和新零售客户, 与沃尔玛、麦德龙、大润发等商超开展定制化合作。展望 H2, 加快新零售等新渠道导入, 预计动销较 6-7 月有所改善, 利润端今年因促销加大、折旧成本增加及新车间基础投入较高, 盈利能力略有压力。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 14.95 亿/17.05 亿/19.23 亿, 25-27 年 EPS 为 4.49、5.12、5.77 元, 对应 26 年 15x, 维持“增持”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	333
已上市流通股 (百万股)	293
总市值 (十亿元)	25.7
流通市值 (十亿元)	22.6
每股净资产 (MRQ)	40.0
ROE (TTM)	10.2
资产负债率	20.2%
主要股东	福建国力民生科技发展有限公司
主要股东持股比例	25.0%

- **事件:** 公司发布 2025 年半年度业绩公告, 25H1 实现收入 76.04 亿, 同比+0.8%; 归属净利润 6.76 亿, 同比-15.79%; 扣非归母净利润 6.03 亿, 同比-21.85%; 25Q2 公司收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 40.05 亿/2.81 亿/2.60 亿, 分别同比+5.69%/-22.74%/-26.11%, 收入符合预期, 利润略低于预期。公司拟每股派发现金红利 1.425 元 (含税)。
- **Q2 速冻菜肴增长延续, 积极开拓商超定制、新零售渠道。** 分产品, Q2 速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻米面制品/其他农副产品分别收入 17.50 亿/15.80 亿/5.83 亿/0.87 亿, 分别同比-1.4%/+26.1%/-10.8%/-4.8%, 速冻菜肴制品增长延续, 调味小龙虾增长 20% 以上, 米面制品受下游需求偏弱+竞争影响, 动销承压, 传统火锅料业务受餐饮 B 端影响承压, C 端锁鲜装 Q2 增速在 8-10%, 受需求环境影响增速略降。分渠道, 经销商/特通直营/商超/新零售及电商分别收入 31.3 亿/3.3 亿/1.5 亿/3.9 亿, 分别同比+1.6%/+19.4%/+8.0%/+35.1%, 经销渠道营收较为稳定, 受益于新渠道与定制化客户开拓, 特通直营、新零售及电商渠道快速增长。
- **受成本上行、促销加大和产能利用率偏低影响, Q2 盈利能力承压。** 25Q2 公司毛利率为 18.00%, 同比-3.29pct, 主要系小龙虾、鱼糜等原材料采购价格上涨、促销加大所致, 此外受餐饮需求影响产能利用率较往年同期降低。费用侧, Q2 总体费用率稳定, Q2 销售费用/管理/研发费用率分别 4.96%/2.66%/0.52%, 分别同比+0.12pct/-0.61pct/-0.10pct; 财务费用率-0.04%, 同比+0.77pct, 主要系存款利息收入减少所致。公司 Q2 实现归母净利率 7.0%, 同比-2.59pct。
- **投资建议: 经营调整阶段, 积极调整应对。** 公司 Q2 收入/利润分别同比+5.7%/-22.7%, 公司重点发力商超定制化产品创新, 全面拥抱大 B 特通客户和新零售客户, 与沃尔玛、麦德龙、大润发等商超开展定制化合作, 鼎味泰也有进入山姆奥乐齐等渠道销售。展望 H2, 加快新零售等新渠道导入, 预计动销较 6-7 月有所改善, 利润端今年因促销加大、折旧成本增加及新车间基础投入较高, 盈利能力略有压力。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 14.95 亿/17.05 亿/19.23 亿, 25-27 年 EPS 为 4.49、5.12、5.77 元, 对应 26 年 15x, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 宏观经济影响、行业竞争加剧、新品动销不及预期、渠道推广不及预期、成本大幅上涨。**

股价表现



相关报告

- 《安井食品 (603345) —经营保持韧性, 竞争力仍在增强》2025-05-05
- 《安井食品 (603345) —Q3 促销拖累毛利, 经营短期承压》2024-10-29
- 《安井食品 (603345) —主业增长稳健, 期待 H2 经营改善》2024-08-21

陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
胡思蓓 S1090524090002
hu sibe i@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14045	15127	16006	17535	18926
同比增长	15%	8%	6%	10%	8%
营业利润(百万元)	1866	1954	1969	2251	2544
同比增长	39%	5%	1%	14%	13%
归母净利润(百万元)	1478	1485	1495	1705	1923
同比增长	34%	0%	1%	14%	13%
每股收益(元)	4.43	4.46	4.49	5.12	5.77
PE	17.4	17.3	17.2	15.1	13.4
PB	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6

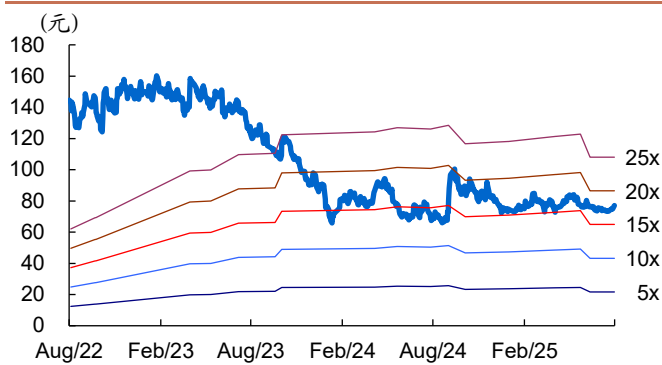
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	3377	3774	3755	3789	3533	4050	3600	4005	14045	15127
二、营业总成本	2947	3316	3205	3320	3226	3556	3149	3665	12263	13307
其中: 营业成本	2635	2780	2758	2982	2829	3034	2760	3284	10785	11602
营业税金及附加	25	26	38	33	27	30	29	33	102	128
营业费用	206	302	280	184	226	296	242	199	926	986
管理费用	72	142	117	124	125	138	100	107	385	505
研发费用	28	27	22	24	26	26	19	21	94	97
财务费用	-18	-19	-18	-31	-8	-14	-5	-2	-90	-71
资产减值损失	-1	58	8	4	1	46	3	24	61	60
三、其他经营收益	37	18	18	16	18	83	38	26	83	134
公允价值变动收益	29	15	11	9	6	18	19	8	64	45
投资收益	2	4	4	-1	5	54	10	2	8	62
其他收益	7	5	3	9	7	11	9	16	21	31
四、营业利润	467	476	568	485	325	576	488	365	1866	1954
加: 营业外收入	36	17	9	1	4	24	32	2	82	38
减: 营业外支出	2	8	0	1	1	2	1	0	12	4
五、利润总额	502	486	577	485	328	599	520	367	1936	1988
减: 所得税	112	125	136	110	82	147	126	85	435	475
六、净利润	390	361	441	375	246	452	393	282	1501	1514
减: 少数股东损益	3	4	3	11	2	14	-1	0	23	29
七、归属母公司净利润	386	356	438	364	244	438	395	281	1478	1485
EPS	1.16	1.07	1.32	1.09	0.73	1.31	1.18	0.84	4.3	5.1
主要比率										
毛利率	22.0%	26.3%	26.6%	21.29%	19.9%	25.1%	23.3%	18.0%	23.2%	23.3%
主营税金率	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
营业费率	6.1%	8.0%	7.5%	4.85%	6.4%	7.3%	6.7%	5.0%	6.6%	6.5%
管理费用率	2.1%	3.8%	3.1%	3.3%	3.5%	3.4%	2.8%	2.7%	2.7%	3.3%
营业利润率	13.8%	12.6%	15.1%	12.8%	9.2%	14.2%	13.6%	9.1%	13.3%	12.9%
实际税率	22.3%	25.7%	23.5%	22.6%	25.1%	24.6%	24.3%	23.2%	22.5%	23.9%
净利率	11.4%	9.4%	11.7%	9.6%	6.9%	10.8%	11.0%	7.0%	10.5%	9.8%
YoY										
收入增长率	17.2%	-6.3%	17.7%	2.3%	4.6%	7.3%	-4.1%	5.7%	15.3%	7.7%
营业利润增长率	58.5%	-9.7%	22.6%	5.5%	-30.3%	21.0%	-14.0%	-24.7%	39.2%	4.7%
净利润增长率	63.8%	-13.4%	21.2%	-2.5%	-36.8%	22.8%	-10.0%	-22.7%	34.2%	0.5%

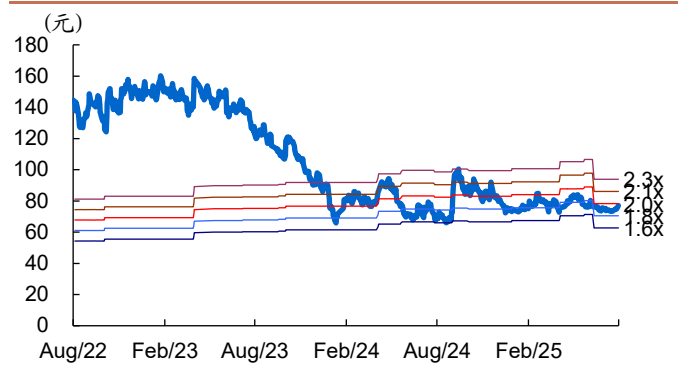
资料来源: 公司报表

图 1: 安井食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 安井食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《安井食品（603345）—经营保持韧性，竞争力仍在增强》2025-05-05
- 2、《安井食品（603345）—Q3 促销拖累毛利，经营短期承压》2024-10-29
- 3、《安井食品（603345）—主业增长稳健，期待 H2 经营改善》2024-08-21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10426	10351	10954	11968	13096
现金	4975	2779	3103	3702	4466
交易性投资	1033	3321	3321	3321	3321
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	569	626	642	703	759
其它应收款	21	20	21	23	25
存货	3567	3285	3527	3847	4124
其他	259	320	339	371	400
非流动资产	6874	7025	7275	7502	7710
长期股权投资	15	14	14	14	14
固定资产	4060	5118	5520	5884	6214
无形资产商誉	1453	1428	1285	1157	1041
其他	1346	465	455	447	441
资产总计	17300	17375	18229	19470	20806
流动负债	4006	3679	3726	3936	4119
短期借款	325	111	0	0	0
应付账款	1869	1854	1996	2177	2334
预收账款	630	260	280	305	327
其他	1183	1453	1449	1453	1457
长期负债	394	426	426	426	426
长期借款	1	0	0	0	0
其他	392	426	426	426	426
负债合计	4400	4105	4152	4362	4545
股本	293	293	333	333	333
资本公积金	7997	8035	8035	8035	8035
留存收益	4337	4624	5362	6360	7476
少数股东权益	273	318	347	380	417
归属于母公司所有者权益	12628	12953	13730	14728	15845
负债及权益合计	17300	17375	18229	19470	20806

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1956	2104	1915	2061	2327
净利润	1501	1514	1524	1739	1960
折旧摊销	424	501	642	664	684
财务费用	(3)	(1)	(20)	(27)	(33)
投资收益	(21)	(31)	(138)	(138)	(138)
营运资金变动	28	117	(116)	(207)	(184)
其它	26	4	22	31	36
投资活动现金流	217	(3205)	(755)	(755)	(755)
资本支出	(1444)	(901)	(893)	(893)	(893)
其他投资	1662	(2304)	138	138	138
筹资活动现金流	(705)	(1198)	(836)	(707)	(807)
借款变动	(240)	(187)	(119)	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	20	38	0	0	0
股利分配	(552)	(1147)	(758)	(707)	(807)
其他	67	98	0	0	0
现金净增加额	1468	(2299)	324	599	765

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14045	15127	16006	17535	18926
营业成本	10785	11602	12491	13622	14604
营业税金及附加	102	128	135	148	160
营业费用	926	986	943	1015	1096
管理费用	385	505	465	492	512
研发费用	94	97	103	113	122
财务费用	(90)	(71)	(20)	(27)	(33)
资产减值损失	(71)	(63)	(58)	(58)	(58)
公允价值变动收益	8	62	62	62	62
其他收益	64	45	45	45	45
投资收益	21	31	31	31	31
营业利润	1866	1954	1969	2251	2544
营业外收入	82	38	38	38	38
营业外支出	12	4	4	4	4
利润总额	1936	1988	2002	2285	2578
所得税	435	475	478	547	618
少数股东损益	23	29	29	33	37
归属于母公司净利润	1478	1485	1495	1705	1923

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	15%	8%	6%	10%	8%
营业利润	39%	5%	1%	14%	13%
归母净利润	34%	0%	1%	14%	13%
获利能力					
毛利率	23.2%	23.3%	22.0%	22.3%	22.8%
净利率	10.5%	9.8%	9.3%	9.7%	10.2%
ROE	12.2%	11.6%	11.2%	12.0%	12.6%
ROIC	10.7%	10.7%	10.9%	11.7%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	23.6%	22.8%	22.4%	21.8%
净负债比率	1.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.6	2.8	2.9	3.0	3.2
速动比率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.2	3.4	3.7	3.7	3.7
应收账款周转率	21.5	25.3	25.2	26.1	25.9
应付账款周转率	6.1	6.2	6.5	6.5	6.5
每股资料(元)					
EPS	4.43	4.46	4.49	5.12	5.77
每股经营净现金	5.87	6.31	5.75	6.18	6.98
每股净资产	37.89	38.86	41.20	44.19	47.54
每股股利	2.23	2.11	2.12	2.42	1.73
估值比率					
PE	17.4	17.3	17.2	15.1	13.4
PB	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.1	9.3	8.3	7.4	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。