

安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

特通新零售渠道表现亮眼，盈利能力阶段性承压

事件：公司披露 2025 年中报：报告期内公司实现营收 76.04 亿元，同比 +0.80%；归母净利润 6.76 亿元，同比 -15.79%；扣非归母净利润 6.03 亿元，同比 -21.85%；其中，24Q2 实现营收 40.05 亿元，同比 +5.69%；归母净利润 2.81 亿元，同比 -22.74%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同比 -26.11%。此外，公司拟派发中期红利 1.425 元/股 (含税)，共计 4.73 亿元，占公司 25H1 归母净利润 70.02%。

➤ **销售表现整体平稳，新零售渠道持续高增。**分品类看，25Q2 公司速冻调制食品/菜肴/面米/农副产品分别实现收入 17.50/15.80/5.83/0.87 亿元，同比 -1.4%/+26.05%/-10.78%/-4.85%；菜肴业务高增推测主要系小龙虾业务推动。分渠道看，25Q2 公司经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道分别实现收入 31.34/3.28/1.52/3.91 亿元，同比 +1.60%/+19.37%/+7.98%/+35.15%，特通直营与新零售及电商渠道受益于公司战略倾斜，增速亮眼。分区域看，25Q2 除东北同比 -0.08% 外，各区域均有所增长，其中华南地区和境外表现突出，分别同比 +28.01%/+19.93%；华东和西南地区有所回升，环比 +9.33%/+10.35%。经销商数量方面，25Q2 公司净增 1 家。

➤ **成本上行毛利率承压，费用端维持较好把控。**盈利方面，25H1 公司毛利率分别为 20.52%，同比 -3.39pcts；25Q2 公司毛利率分别为 18.00%，同比 -3.29pcts，环比 -5.32%；毛利率承压主要系小龙虾、鱼糜等原料价格上涨。费用方面，25H1 四项费率合计同比 -0.34pct，同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.34/-0.48/-0.07/+0.56pct；上半年销售费用率下行主要系广宣、促销等费用减少，管理费用率收缩主要系分摊的股份支付费用减少；25Q2 四项费率合计同比 +0.18pct，同期费用率分别同比 +0.12/-0.61/-0.10/+0.77pct。公司 25H1/Q2 实现归母净利率 8.89%/7.03%，同比 -1.75/-2.59pct；扣非归母净利率 7.93%/6.50%，同比 -2.30/-2.80pcts，盈利能力阶段性承压。

➤ **强化产品驱动为首，外延并购补充场景渠道、挺进冷冻烘焙。**面对需求挑战和渠道变化，公司务实经营，及时进行战略调整：确立并强化以“产品驱动”为首、全面拥抱商超 B 定制化业务，嫩鱼丸、肉多多烤肠等新品市场反馈良好。展望下半年，市场逐步进入旺季，需求有望迎来修复，叠加外延并购鼎味泰、鼎益丰已于 7 月开始并表，深度整合其优势精品商超渠道、便利店场景以及冷冻烘焙业务，为公司增长带来新增量。此外，公司 7 月于港交所上市，募集资金将主要用于海外市场扩张的战略合作及并购，开启公司国际化扩张节奏。

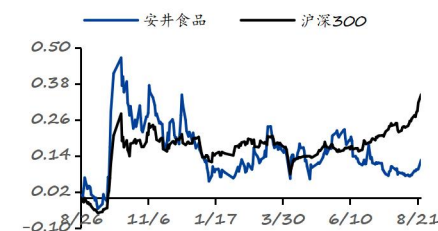
➤ **盈利预测与投资建议：**结合公司 25 年中报业绩，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-27 年归母净利润为 14.16/16.59/18.59 亿元（前次 16.29/18.24/19.89 亿元），同比 -5%/+17%/+12%，对应 EPS 分别为 4.25/4.98/5.58 元/股，当前股价对应 P/E 为 18x/16x/14x，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**新品推广不及预期风险；原材料成本大幅上涨风险；食品安全风险；B 端需求恢复不及预期。

基本数据

日期	2025-08-25
收盘价:	77.06 元
总股本/流通股本(百万股)	333.29/293.29
流通 A 股市值(百万元)	22,601.25
每股净资产(元)	45.48
资产负债率(%)	20.24
一年内最高/最低价(元)	109.27/68.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：**童杰(S0210523050002)**
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 24 年平稳收官，期待新品、新渠道表现——2025.04.29
- 盈利能力阶段性承压，稳步经营期待需求好转——2024.10.29
- Q2 主业稳健增长，H2 旺季改善可期——2024.08.20

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,045	15,127	15,899	17,386	18,785
增长率	15%	8%	5%	9%	8%
净利润 (百万元)	1,478	1,485	1,416	1,659	1,859
增长率	34%	0%	-5%	17%	12%
EPS (元/股)	4.43	4.46	4.25	4.98	5.58
市盈率 (P/E)	17.4	17.3	18.1	15.5	13.8
市净率 (P/B)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn