

## 主业仍然承压，新渠道表现亮眼

## —— 2025 年中报点评

2025 年 8 月 26 日

## 核心观点

- **事件：**8 月 25 日，公司发布公告，25H1 实现营收 76.0 亿元，同比+0.8%；归母净利润 6.8 亿元，同比-15.8%。其中 25Q2 营收 40.0 亿元，同比+5.7%；归母净利润 2.8 亿元，同比-22.7%。
- **25Q2 主业仍然承压，大力发展新兴渠道。**25Q2 收入同比+5.7%，增速环比 Q1 有所改善，并且 25Q2 现金回款同比+14.7%，表现优于收入端。**分品类**，25Q2 速冻调制食品/菜肴制品/速冻面米制品/农副产品/其他业务收入分别同比-1.4%/+26.1%/-10.8%/-4.8%/-74.7%，速冻调制品等主业仍承压，菜肴制品表现相对亮眼。**分渠道**，25Q2 经销商/商超/特通经营/新零售及电商收入同比+1.6%/+8.0%/+19.4%/+35.2%，特渠与新兴渠道表现亮眼，占比已提升至 18%；25Q2 经销商数量 2026 家，环比 25Q1 略有增长。**分区域**，25Q2 核心市场华东收入同比+2.8%，华北/华中/华南/东北/西南/西北分别同比+5.7%/1.9%/28.0%/0.1%/7.9%/9.3%，境外收入同比+19.9%，增速较快。
- **竞争激烈叠加渠道变化，25Q2 盈利能力有所下滑。**25Q2 归母净利率 7.0%，同比-2.6pcts。具体拆分来看，**毛利率** 18.0%，同比-3.3pcts，主要系毛利率较低的渠道占比提升、原材料价格上升与行业竞争仍然较为激烈；**销售费用率** 5.0%，同比+0.1pcts，保持相对稳定；**管理费用率** 2.7%，同比-0.6pcts，主要系当期股份支付费用减少。
- **国内积极捕捉新渠道机会，海外布局东南亚等增量市场。**国内方面，餐饮渠道面临需求较弱与竞争激烈的压力，公司凭借渠道优势与制造优势积极应对，份额长期有望提升，短期则需关注餐饮复苏节奏；家庭渠道面临新兴渠道冲击，公司积极与相关大客户合作开发产品，长期有望承接渠道流量红利。**海外方面**，公司积极布局东南亚等增量市场，一方面发行 H 股利用资本市场杠杆效应助力市场拓展，另一方面收购鼎味泰利用其海外相关资源，实现从国内头部品牌向国际性品牌的跨越式发展。
- **投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别同比+5%/6%/6%，归母净利润分别同比-4%/+4%/+6%，PE 为 18/17/16X。考虑到公司目前估值处于历史底部，叠加积极布局新渠道有望形成催化，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**需求持续下行的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

## 主要财务指标预测

|            | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 15126.65 | 15913.24 | 16915.77 | 17947.63 |
| 收入增长率%     | 7.70     | 5.20     | 6.30     | 6.10     |
| 归母净利润（百万元） | 1484.83  | 1421.36  | 1481.49  | 1567.07  |
| 利润增速%      | 0.46     | -4.27    | 4.23     | 5.78     |
| 毛利率        | 23.30    | 21.30    | 21.30    | 21.30    |
| 摊薄 EPS(元)  | 4.46     | 4.26     | 4.45     | 4.70     |
| PE         | 17.30    | 18.07    | 17.34    | 16.39    |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 安井食品（603345.SH）

推荐 维持

## 分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

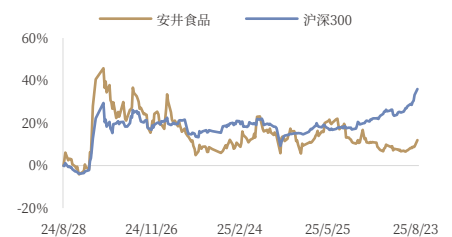
## 市场数据

2025-8-25

|              |         |
|--------------|---------|
| 股票代码         | 603345  |
| A 股收盘价(元)    | 77.06   |
| 上证指数         | 3883.56 |
| 总股本(万股)      | 33,329  |
| 实际流通 A 股(万股) | 29,329  |
| 流通 A 股市值(亿元) | 226     |

## 相对沪深 300 表现图

2025-8-25



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

1. 【银河食饮】公司点评\_安井食品\_经营短期调整，期待旺季改善
2. 【银河食饮】公司点评\_安井食品\_主业实现较快增长，关注新品与新渠道节奏
3. 【银河食饮】公司点评\_安井食品\_主业稳中有进，盈利持续改善

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产        | 10350.57 | 11181.41 | 12506.82 | 14004.20 |
| 现金          | 2779.15  | 1654.62  | 1533.63  | 1575.75  |
| 应收账款        | 626.13   | 755.38   | 802.97   | 851.95   |
| 其它应收款       | 19.92    | 26.10    | 27.75    | 29.44    |
| 预付账款        | 64.89    | 85.49    | 90.88    | 96.42    |
| 存货          | 3284.64  | 3939.62  | 4187.82  | 4443.28  |
| 其他          | 3575.85  | 4720.19  | 5863.78  | 7007.36  |
| 非流动资产       | 7024.53  | 7609.08  | 8026.49  | 8365.80  |
| 长期投资        | 13.76    | 13.76    | 13.76    | 13.76    |
| 固定资产        | 5117.84  | 5611.11  | 6011.34  | 6322.11  |
| 无形资产        | 688.98   | 751.96   | 814.93   | 877.91   |
| 其他          | 1203.94  | 1232.25  | 1186.46  | 1152.01  |
| 资产总计        | 17375.10 | 18790.49 | 20533.31 | 22369.99 |
| 流动负债        | 3678.77  | 4230.07  | 4468.83  | 4714.58  |
| 短期借款        | 111.12   | 111.12   | 111.12   | 111.12   |
| 应付账款        | 1620.31  | 1844.10  | 1960.28  | 2079.86  |
| 其他          | 1947.34  | 2274.85  | 2397.44  | 2523.61  |
| 非流动负债       | 426.00   | 413.07   | 413.07   | 413.07   |
| 长期借款        | 0.49     | 0.49     | 0.49     | 0.49     |
| 其他          | 425.51   | 412.58   | 412.58   | 412.58   |
| 负债合计        | 4104.77  | 4643.14  | 4881.91  | 5127.65  |
| 少数股东权益      | 317.80   | 339.45   | 362.01   | 385.87   |
| 归属母公司股东权益   | 12952.53 | 13807.90 | 15289.40 | 16856.47 |
| 负债和股东权益     | 17375.10 | 18790.49 | 20533.31 | 22369.99 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流    | 2103.84  | 1798.36  | 2101.74  | 2263.30  |
| 净利润        | 1513.62  | 1443.01  | 1504.05  | 1590.93  |
| 折旧摊销       | 505.27   | 657.22   | 736.08   | 814.18   |
| 财务费用       | -0.66    | 5.91     | 5.91     | 5.91     |
| 投资损失       | -30.79   | -23.87   | -25.37   | -26.92   |
| 营运资金变动     | 109.68   | -315.20  | -118.93  | -120.81  |
| 其它         | 6.73     | 31.29    | 0.00     | 0.00     |
| 投资活动现金流    | -3204.83 | -2355.59 | -2216.82 | -2215.27 |
| 资本支出       | -894.99  | -1153.49 | -1153.49 | -1153.49 |
| 长期投资       | -2350.75 | -1088.70 | -1088.70 | -1088.70 |
| 其他         | 40.91    | -113.39  | 25.37    | 26.92    |
| 筹资活动现金流    | -1197.80 | -568.92  | -5.91    | -5.91    |
| 短期借款       | -214.25  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | -0.97    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | -982.58  | -568.92  | -5.91    | -5.91    |
| 现金净增加额     | -2299.13 | -1124.53 | -120.99  | 42.11    |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 15126.65 | 15913.24 | 16915.77 | 17947.63 |
| 营业成本      | 11602.49 | 12523.72 | 13312.71 | 14124.79 |
| 营业税金及附加   | 127.92   | 122.52   | 130.24   | 138.19   |
| 营业费用      | 986.21   | 1034.36  | 1099.53  | 1166.60  |
| 管理费用      | 504.51   | 437.61   | 465.18   | 493.56   |
| 财务费用      | -71.21   | -77.46   | -43.73   | -40.10   |
| 资产减值损失    | -52.20   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动收益  | 62.23    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 30.79    | 23.87    | 25.37    | 26.92    |
| 营业利润      | 1954.41  | 1866.12  | 1945.07  | 2057.42  |
| 营业外收入     | 37.76    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外支出     | 3.89     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额      | 1988.28  | 1866.12  | 1945.07  | 2057.42  |
| 所得税       | 474.66   | 423.11   | 441.01   | 466.49   |
| 净利润       | 1513.62  | 1443.01  | 1504.05  | 1590.93  |
| 少数股东损益    | 28.79    | 21.65    | 22.56    | 23.86    |
| 归属母公司净利润  | 1484.83  | 1421.36  | 1481.49  | 1567.07  |
| EBITDA    | 2330.19  | 2445.88  | 2637.42  | 2831.51  |
| EPS (元)   | 4.46     | 4.26     | 4.45     | 4.70     |

| 主要财务比率    | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入      | 7.70%   | 5.20%   | 6.30%  | 6.10%  |
| 营业利润      | 4.74%   | -4.52%  | 4.23%  | 5.78%  |
| 归属母公司净利润  | 0.46%   | -4.27%  | 4.23%  | 5.78%  |
| 毛利率       | 23.30%  | 21.30%  | 21.30% | 21.30% |
| 净利率       | 9.82%   | 8.93%   | 8.76%  | 8.73%  |
| ROE       | 11.46%  | 10.29%  | 9.69%  | 9.30%  |
| ROIC      | 10.35%  | 9.67%   | 9.30%  | 8.97%  |
| 资产负债率     | 23.62%  | 24.71%  | 23.78% | 22.92% |
| 净负债比率     | -19.77% | -10.60% | -8.81% | -8.24% |
| 流动比率      | 2.81    | 2.64    | 2.80   | 2.97   |
| 速动比率      | 1.83    | 1.62    | 1.76   | 1.92   |
| 总资产周转率    | 0.87    | 0.88    | 0.86   | 0.84   |
| 应收账款周转率   | 25.31   | 23.04   | 21.71  | 21.69  |
| 应付账款周转率   | 7.13    | 7.23    | 7.00   | 6.99   |
| 每股收益      | 4.46    | 4.26    | 4.45   | 4.70   |
| 每股经营现金    | 6.31    | 5.40    | 6.31   | 6.79   |
| 每股净资产     | 38.86   | 41.43   | 45.87  | 50.58  |
| P/E       | 17.30   | 18.07   | 17.34  | 16.39  |
| P/B       | 1.98    | 1.86    | 1.68   | 1.52   |
| EV/EBITDA | 9.13    | 9.89    | 9.22   | 8.57   |
| P/S       | 1.70    | 1.61    | 1.52   | 1.43   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意，食品饮料行业分析师。**经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间  |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn