

安井食品（603345.SH）

2025 年第二季度利润承压，坚持产品创新驱动

优于大市

核心观点

安井食品 2025 年上半年实现营业总收入 76.04 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润 6.76 亿元，同比减少 15.79%；实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比减少 21.85%；2025 年第二季度实现营业总收入 40.05 亿元，同比增长 5.69%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 22.74%；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比减少 26.11%。

拥抱商超 B 定制化，特通、新零售及电商渠道表现较好。分产品看，2025 年第二季度米面制品/调制食品/菜肴制品收入分别同比 -10.8%/-1.4%/+26.1%，锁鲜装产品保持韧性增长，公司 C 端“肉多多烤肠系列”实现品类升级和产品结构优化。分渠道看，2025 年第二季度经销商/商超/特通/新零售及电商渠道收入同比+1.6%/+8%/+19.4%/+35.1%，特通、新零售及电商渠道表现较好，主因公司全面拥抱大 B（特通）客户和新零售客户策略进展顺利，已与沃尔玛、麦德龙、大润发等多家传统商超及盒马鲜生等新零售渠道在定制化产品开发等方面展开深度合作。

原材料价格上涨，盈利能力短期承压。2025 年第二季度公司毛利率 18.0%，同比降低 3.3pct，主要源于原料小龙虾、鱼糜价格上涨、制造费用增加以及各品类促销力度加大。2025 年第二季度公司销售/管理费用率 5.0%/2.7%，同比+0.1%/-0.6pct，管理费用率变化主因股份支付减少。在此基础上，2025 年第二季度公司扣非归母净利润率同比/环比-2.8%/-3.1pct 至 6.5%。另外，公司拟中期分红 4.7 亿元，分红率约 70%，积极回馈股东。

内生产品创新驱动，外延整合有序推进。今年公司以产品创新驱动为基调，团队压力与激励并存，关注新品类、新渠道、新区域拓展，定制化产品方向发力已经有初步成果。另外，公司 2025 年 7 月与鼎味泰进行深度对接，财务上已实现并表，业务层面成立冷冻烘焙事业部介入管理，双方将共享渠道，保留核心团队具有比较强的研发能力、产品创新能力及技术经验。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，新品推广不及预期等。

投资建议：由于速冻食品下游需求较为疲软，我们下调此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 158.2/172.3/184.8 亿元（前预测值为 163.3/177.8/190.8 亿元），同比 4.6%/8.9%/7.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 14.0/15.6/16.7 亿元（前预测值为 15.9/17.1/18.4 亿元），同比-5.4%/10.9%/7.4%；实现 EPS4.21/4.67/5.02 元；当前股价对应 PE 分别为 18.3/16.5/15.4 倍。维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,045	15,127	15,823	17,226	18,478
(+/-%)	15.3%	7.7%	4.6%	8.9%	7.3%
净利润(百万元)	1478	1485	1404	1557	1672
(+/-%)	34.2%	0.5%	-5.4%	10.9%	7.4%
每股收益(元)	5.04	5.06	4.21	4.67	5.02
EBIT Margin	12.5%	12.0%	10.9%	11.2%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	11.5%	10.4%	11.1%	11.4%
市盈率 (PE)	15.3	15.2	18.3	16.5	15.4
EV/EBITDA	12.5	11.6	13.1	12.0	11.2
市净率 (PB)	1.79	1.74	1.91	1.83	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟

联系人：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	76.08 元
总市值/流通市值	25357/25357 百万元
52 周最高价/最低价	109.27/68.20 元
近 3 个月日均成交额	349.81 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《安井食品（603345.SH）-利润短期承压，2025 年新品规划清晰》——2025-04-30
- 《安井食品（603345.SH）-第三季度收入同比增长 4.63%，盈利受到短期因素扰动》——2024-10-29
- 《安井食品（603345.SH）-第二季度收入同比增长 2.3%，公司主业经营稳健》——2024-08-21
- 《安井食品（603345.SH）-盈利能力持续改善，提升分红率回馈股东》——2024-05-28
- 《安井食品（603345.SH）-全国速冻食品龙头，第二成长曲线初显》——2024-03-19

安井食品 2025 年上半年实现营业总收入 76.04 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润 6.76 亿元，同比减少 15.79%；实现扣非归母净利润 6.03 亿元，同比减少 21.85%；2025 年第二季度实现营业总收入 40.05 亿元，同比增长 5.69%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比减少 22.74%；实现扣非归母净利润 2.60 亿元，同比减少 26.11%。

图1：2021Q2-2025Q2 年公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q2-2025Q2 年公司归母净利润（百万元）及 yoy

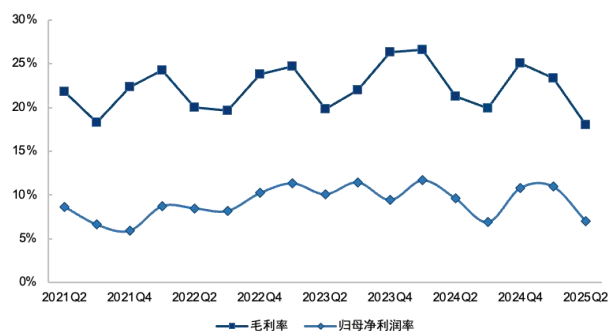


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拥抱商超 大 B 定制化，特通、新零售及电商渠道表现较好。分产品看，2025 年第二季度米面制品/调制食品/菜肴制品收入分别同比-10.8%/-1.4%/+26.1%，锁鲜装产品保持韧性增长，公司 C 端“肉多多烤肠系列”实现品类升级和产品结构优化。分渠道看，2025 年第二季度经销商/商超/特通/新零售及电商渠道收入同比+1.6%/+8%/+19.4%/+35.1%，特通、新零售及电商渠道表现较好，主因公司全面拥抱大 B（特通）客户和新零售客户策略进展顺利，已与沃尔玛、麦德龙、大润发等多家传统商超及盒马鲜生等新零售渠道在定制化产品开发等方面展开深度合作。

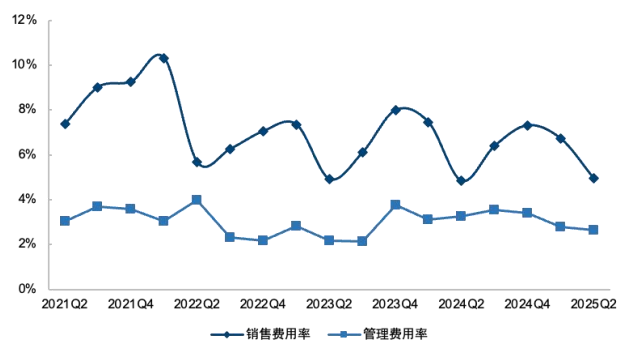
原材料价格上涨，盈利能力短期承压。2025 年第二季度公司毛利率 18.0%，同比降低 3.3pct，主要源于原料小龙虾、鱼糜价格上涨、制造费用增加以及各品类促销力度加大。2025 年第二季度公司销售/管理费用率 5.0%/2.7%，同比+0.1/-0.6pct，管理费用率变化主因股份支付减少。在此基础上，2025 年第二季度公司扣非归母净利润率同比/环比-2.8/-3.1pct 至 6.5%。另外，公司拟中期分红 4.7 亿元，分红率约 70%，积极回馈股东。

图3：2021Q2-2025Q2 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q2-2025Q2 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

内生产品创新驱动，外延整合有序推进。今年公司以产品创新驱动为基调，团队压力与激励并存，关注新品类、新渠道、新区域拓展，定制化产品方向发力已经有初步成果。另外，公司 2025 年 7 月与鼎味泰进行深度对接，财务上已实现并表，业务层面成立冷冻烘焙事业部介入管理，双方将共享渠道，保留核心团队具有比较强的研发能力、产品创新能力及技术经验。

投资建议：由于速冻食品下游需求较为疲软，我们下调此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 158.2/172.3/184.8 亿元（前预测值为 163.3/177.8/190.8 亿元），同比 4.6%/8.9%/7.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 14.0/15.6/16.7 亿元（前预测值为 15.9/17.1/18.4 亿元），同比 -5.4%/10.9%/7.4%；实现 EPS4.21/4.67/5.02 元；当前股价对应 PE 分别为 18.3/16.5/15.4 倍。维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16325	17783	19075	15823	17226	18478	-502	-558	-597
收入同比增速%	7.92%	8.93%	7.26%	4.60%	8.87%	7.27%	-3.32%	-0.07%	0.01%
毛利率%	23.0%	23.1%	23.0%	22.1%	22.3%	22.2%	-0.93%	-0.80%	-0.80%
销售费用率%	6.52%	6.52%	6.52%	6.52%	6.52%	6.52%	0.00%	0.00%	0.00%
净利率%	9.72%	9.62%	9.64%	8.88%	9.04%	9.05%	-0.85%	-0.58%	-0.59%
归母净利润（百万元）	1587	1712	1839	1404	1557	1672	-183	-154	-166
归母净利润同比增速%	6.90%	7.83%	7.42%	-5.42%	10.88%	7.39%	-12.32%	3.05%	-0.03%
EPS（元）	4.76	5.14	5.52	4.21	4.67	5.02	-0.55	-0.46	-0.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：EPS 采用 A+H 总股本计算

表2: 可比公司估值表（2025 年 8 月 25 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
603345.SH	安井食品	17.82	77.06	4.21	4.67	18.29	16.49	256.83	优于大市
001215.SZ	千味央厨	42.22	30.66	1.02	1.16	30.07	26.54	29.79	优于大市
300973.SZ	立高食品	28.04	46.30	1.99	2.38	23.25	19.46	78.40	优于大市
002216.SZ	三全食品	19.84	11.76	0.64	0.69	18.46	17.02	103.39	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除安井食品外均为 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4975	2779	2954	3121	3392	营业收入	14045	15127	15823	17226	18478
应收款项	592	646	676	736	789	营业成本	10785	11602	12323	13386	14374
存货净额	3567	3285	3467	3765	4039	营业税金及附加	102	128	134	146	156
其他流动资产	259	320	334	364	390	销售费用	926	986	1032	1123	1205
流动资产合计	10426	10351	10751	11307	11932	管理费用	385	505	500	534	548
固定资产	5123	5316	5754	6143	6476	研发费用	94	97	102	111	119
无形资产及其他	683	689	661	634	606	财务费用	(90)	(71)	(38)	(39)	(43)
投资性房地产	1053	1005	1005	1005	1005	投资收益	21	31	10	10	10
长期股权投资	15	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	74	114	80	80	80
资产总计	17300	17375	18187	19103	20034	其他收入	(167)	(168)	(102)	(111)	(119)
短期借款及交易性金融负债	328	119	200	200	200	营业利润	1866	1954	1861	2055	2209
应付款项	1869	1854	1957	2125	2280	营业外净收支	70	34	20	30	30
其他流动负债	1809	1706	1798	1952	2091	利润总额	1936	1988	1881	2085	2239
流动负债合计	4006	3679	3955	4278	4572	所得税费用	435	475	449	498	535
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	23	29	27	30	32
其他长期负债	392	426	426	426	426	归属于母公司净利润	1478	1485	1404	1557	1672
长期负债合计	394	426	426	426	426	现金流量表（百万元）					
负债合计	4400	4105	4381	4704	4998	净利润	1478	1485	1404	1557	1672
少数股东权益	273	318	328	339	351	资产减值准备	20	(13)	2	3	3
股东权益	12628	12953	13478	14060	14685	折旧摊销	409	487	567	616	671
负债和股东权益总计	17300	17375	18187	19103	20034	公允价值变动损失	(74)	(114)	(80)	(80)	(80)
关键财务与估值指标						财务费用	(90)	(71)	(38)	(39)	(43)
每股收益	5.04	5.06	4.21	4.67	5.02	营运资本变动	21	117	(29)	(62)	(57)
每股红利	1.94	3.17	2.64	2.93	3.14	其它	(5)	24	8	8	9
每股净资产	43.06	44.16	40.44	42.18	44.06	经营活动现金流	1848	1986	1872	2042	2218
ROIC	12.27%	13.20%	15%	17%	18%	资本开支	0	(733)	(900)	(900)	(900)
ROE	11.70%	11.46%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(361)	(2288)	0	0	0
毛利率	23%	23%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(367)	(3020)	(900)	(900)	(900)
EBIT Margin	12%	12%	11%	11%	11%	权益性融资	2	16	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	15%	15%	15%	负债净变化	(1)	(1)	0	0	0
收入增长	15%	8%	5%	9%	7%	支付股利、利息	(569)	(930)	(879)	(975)	(1047)
净利润增长率	34%	0%	-5%	11%	7%	其它融资现金流	(873)	683	81	0	0
资产负债率	27%	25%	26%	26%	27%	融资活动现金流	(2010)	(1162)	(798)	(975)	(1047)
股息率	2.5%	4.1%	3.9%	4.3%	4.6%	现金净变动	(529)	(2196)	174	167	271
P/E	15.3	15.2	18.3	16.5	15.4	货币资金的期初余额	5504	4975	2779	2954	3121
P/B	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	4975	2779	2954	3121	3392
EV/EBITDA	12.5	11.6	13.1	12.0	11.2	企业自由现金流	1789	1248	957	1120	1295
						权益自由现金流	915	1930	1067	1150	1327

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032