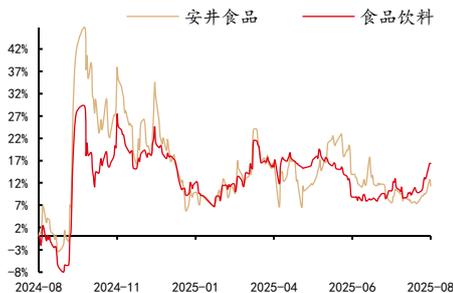


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	76.08
总股本/流通股本(亿股)	3.33 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	254 / 223
52周内最高/最低价	102.97 / 68.93
资产负债率(%)	23.6%
市盈率	14.98
第一大股东	福建国力民生科技发展有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

安井食品(603345)

上半年利润承压，新品推广/新渠道拓展驱动下半年增长

● 事件

2025年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 76.04/6.76/6.03 亿元，同比 0.8%/-15.79%/-21.85%。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 40.05/2.81/2.6 亿元，同比 5.69%/-22.74%/-26.11%。

● 投资要点

新零售渠道快速发展，大 B 定制化产品逐步推进，期待新品烤肠、创新类面点等更多推新表现。分产品，25H1 速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面米/农副产品及其他分别实现收入 37.59/24.16/12.41/1.81 亿元，同比-1.94%/+9.4%/-3.89%/-4.49%。其中 25Q2 速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面米/农副产品及其他分别实现收入 17.5/15.8/5.83/0.87 亿元，同比-1.41%/+26.1%/-10.72%/-5.43%。锁鲜装半年度销售仍实现稳定增长，火山石烤肠表现亮眼，新推出的肉多多烤肠（面向 C 端）主打电商和商超渠道，属高毛利产品、有望在下半年全面铺开。小龙虾量价齐升带动收入增长。面点制品中烧卖已进入多家商超定制化产品体系。分渠道，经销/特通直营/新零售及电商/商超分别实现收入 60.43/5.55/5.83/4.23 亿元，同比-1.15%/+7.22%/-1.76%/+20.92%。25Q2 经销/特通直营/新零售及电商/商超分别实现收入 31.34/3.28/1.51/3.92 亿元，同比+1.61%/+19.27%/+7.09%/+35.77%。25Q2 境外收入 0.32 亿元，同比+19.96%。沃尔玛渠道上半年有较好贡献，山姆渠道也在积极推进中。

上半年因原材料成本、折旧摊销增加等因素，利润端承压严重。2025 年上半年公司毛利率/归母净利率为 20.52%/8.89%，分别同比-3.39%/-1.75pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.8%/2.72%/0.53%/-0.08%，分别同比-0.34%/-0.48%/-0.07%/0.56pct。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 18%/7.03%，分别同比-3.29%/-2.59pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.96%/2.66%/0.52%/-0.04%，分别同比 0.12%/-0.61%/-0.1%/0.77pct。毛利承压严重：1) 原材料成本上涨：鱼糜、小龙虾、油脂在上半年均有不同程度涨价；2) 制造费用增加：上半年湖北洪湖安井、山东基地新增产能，导致新增折旧高于往年，新厂房设备投产后辅助及管理人工工资社保增加；3) 米面制品、调制和菜肴制品促消力度加大。但公司在费用端持续优化，销售费用率和管理费用率在上半年均有下降，未来将不断优化产品结构、规模效应及控费措施提升净利率水平。

● 盈利预测与投资评级

今年公司新品/新渠道诸多开展，组织积极转型、顺应商超定制化等渠道趋势，上半年收入端在高基数下保持稳健。下半年肉多多等新品全面投放，目前试销反馈不错，针对面点产品老化问题进行革新，推出创新类面点迎合年轻消费者需求。与沃尔玛、山姆、胖东来、永辉等多家商超合作，定制化产品范围将进一步拓宽。下半年基数压力相对减轻，收购的鼎味泰于7月开始并表贡献，静待行业复苏公司将获得更好表现。我们相应下调 2025 年-2027 年营业收入预测至 156.78/166.96/177.83 亿元（原预测 161.92/175.60/191.35 亿元），同比+3.64%/+6.49%/+6.51%，下调 2025 年-2027 年归母净利润预测至 14.13/15.5/16.89 亿元（原预测 16.22/17.69/19.51 亿元），同比-4.82%/+9.69%/+8.97%，对应三年 EPS 分别为 4.24/4.65/5.07 元，对应当前股价 PE 分别为 18/16/15 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15127	15678	16696	17783
增长率(%)	7.70	3.64	6.49	6.51
EBITDA（百万元）	2417.91	2359.18	2604.99	2775.57
归属母公司净利润（百万元）	1484.83	1413.19	1550.12	1689.21
增长率(%)	0.46	-4.82	9.69	8.97
EPS(元/股)	4.46	4.24	4.65	5.07
市盈率(P/E)	17.08	17.94	16.36	15.01
市净率(P/B)	1.96	1.79	1.63	1.49
EV/EBITDA	8.05	7.75	6.29	5.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	15127	15678	16696	17783	营业收入	7.7%	3.6%	6.5%	6.5%
营业成本	11602	12407	13128	13952	营业利润	4.7%	-8.7%	13.6%	9.4%
税金及附加	128	110	117	124	归属于母公司净利润	0.5%	-4.8%	9.7%	9.0%
销售费用	986	906	952	996	获利能力				
管理费用	505	423	447	462	毛利率	23.3%	20.9%	21.4%	21.5%
研发费用	97	86	83	89	净利率	10.0%	9.1%	9.4%	9.7%
财务费用	-71	-13	-27	-34	ROE	11.5%	10.0%	10.0%	9.9%
资产减值损失	-52	0	0	0	ROIC	13.8%	13.7%	15.0%	17.3%
营业利润	1954	1784	2028	2219	偿债能力				
营业外收入	38	50	50	48	资产负债率	23.6%	24.0%	23.1%	22.4%
营业外支出	4	7	7	6	流动比率	2.81	3.00	3.34	3.63
利润总额	1988	1827	2071	2261	营运能力				
所得税	475	402	497	543	应收账款周转率	24.16	18.82	18.82	18.82
净利润	1514	1425	1574	1718	存货周转率	3.53	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1485	1413	1550	1689	总资产周转率	0.87	0.82	0.81	0.79
每股收益(元)	4.46	4.24	4.65	5.07	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	4.46	4.24	4.65	5.07
货币资金	2779	6999	9162	11097	每股净资产	38.86	42.61	46.72	51.20
交易性金融资产	7	7	7	7	估值比率				
应收票据及应收账款	626	835	889	947	PE	17.08	17.94	16.36	15.01
预付款项	65	112	120	127	PB	1.96	1.79	1.63	1.49
存货	3285	3739	3597	3822	现金流量表				
流动资产合计	10351	12475	14523	16767	净利润	1514	1359	1512	1662
固定资产	5160	4798	4470	4082	折旧和摊销	501	545	561	548
在建工程	198	174	100	75	营运资本变动	9	-89	259	-34
无形资产	689	2025	620	586	其他	69	-13	-27	-34
非流动资产合计	7025	6638	6177	5729	经营活动现金流净额	2092	1802	2305	2142
资产总计	17375	19113	20700	22495	资本开支	-902			-100
短期借款	111	0	0	0	其他	-2303	2779	112	56
应付票据及应付账款	1854	2711	2868	3048	投资活动现金流净额	-3205	2680	12	-44
其他流动负债	1713	1444	1480	1574	股权融资	101	0	0	0
流动负债合计	3679	4155	4349	4622	债务融资	-181	-111	0	0
其他	426	427	427	427	其他	-1117	-152	-154	-163
非流动负债合计	426	427	427	427	筹资活动现金流净额	-1198	-263	-154	-163
负债合计	4105	4582	4776	5049	现金及现金等价物净增加额	-2311	4219	2163	1935
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8144	8144	8144	8144					
未分配利润	4515	5764	7134	8626					
少数股东权益	318	330	354	383					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	13270	14531	15924	17446					
负债和所有者权益总计	17375	19113	20700	22495					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048