

公司研究

利润阶段性承压，关注旺季新品表现

——安井食品（603345.SH）2025 年中报点评

要点

事件：安井食品发布 2025 年中报，25 年上半年实现总营收 76.04 亿元、同比略增 0.80%，归母净利润 6.76 亿元、同比下滑 15.79%。其中 Q2 单季总营收 40.05 亿元、同比增加 5.69%，归母净利润 2.81 亿元、同比下滑 22.74%，扣非归母净利润 2.60 亿元、同比下滑 26.11%。

Q2 主业保持韧性，菜肴类收入增长亮眼。25Q2 收入同比增长 5.7%、符合此前市场预期。**分产品看**，25Q2 速冻调制/速冻菜肴/速冻米面制品收入分别为 17.5/15.8/5.83 亿元，同比-1.4%/+26.1%/-10.8%，速冻菜肴收入同比保持高增、估计主要系小龙虾产品贡献。速冻调制食品同比略有承压，需求平淡下仍保持韧性，锁鲜装上半年收入保持稳健增长。米面制品行业竞争较为激烈、下半年新品有望贡献增量。**分渠道看**，25Q2 经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道收入分别为 31.34/3.28/1.52/3.91 亿元，同比+1.6%/+19.4%/+8.0%/+35.2%，经销商渠道相对稳健，特通直营渠道受益于餐饮大客户贡献，新零售及电商渠道增长亮眼，上半年盒马、京东、小象超市等表现较为突出。

毛利率下降较为明显，盈利能力短期受损。25Q2 销售毛利率 18.0%、同比下降 3.3pct，毛利率下降幅度较高，主因小龙虾原料/鲜鱼成本上涨、制造费用增加、以及行业竞争下对渠道的促销力度增强。25Q2 销售费用率 4.96%、同比+0.11pct，25Q2 管理费用率 2.66%、同比-0.61pct，管理费用率下降主要系股份支付费用下降。综合看 25Q2 销售净利率 7.03%、同比下降 2.9pct，盈利能力阶段性受损。

强调新品驱动，积极拥抱商超定制化。虽然外部环境仍有挑战，但公司积极调整，25 年转变增长策略，从以往的渠道驱动转向新品驱动为主，并且全面拥抱商超定制化趋势，加强跟沃尔玛、胖东来、山姆、永辉等大型商超的定制化合作，盒马等新零售渠道已有不错成果。下半年逐步进入速冻食品旺季，新品有望贡献增量，烤肠、嫩鱼丸、创新类面点有望后续发力，收购鼎味泰之后亦有望在冷冻烘焙领域扩展新增量，全年收入增长仍具备韧性。

盈利预测、估值与评级：考虑原材料成本、行业竞争影响下公司利润率或有波动，我们下调 2025-27 年归母净利润预测为 13.9/15.1/16.7 亿元（较前次预测下调 13.3%/14.5%/14.7%），折合 2025-27 年 EPS 为 4.17/4.54/5.02 元，当前股价对应 P/E 为 18/16/15 倍。公司在产品和渠道端积极求变、淡季修炼内功，期待下半年旺季表现，维持“买入”评级。

风险提示：新品铺市不及预期，渠道拓展受阻，原材料成本上行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,045	15,127	15,955	17,045	18,242
营业收入增长率	15.29%	7.70%	5.47%	6.83%	7.03%
净利润（百万元）	1,478	1,485	1,391	1,513	1,672
净利润增长率	34.24%	0.46%	-6.31%	8.78%	10.48%
EPS（元）	5.04	5.06	4.17	4.54	5.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.70%	11.46%	8.93%	9.36%	9.93%
P/E	15	15	18	16	15
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-28，注：2023-24 年股本数 2.93 亿股，2025E-27E 股本数 3.33 亿股

买入（维持）

当前价：74.07 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.33
总市值(亿元):	246.87
一年最低/最高(元):	65.28/106.51
近 3 月换手率:	93.66%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.21	-26.76	-28.23
绝对	-1.28	-10.40	7.59

资料来源：Wind

相关研报

经营韧性依旧，关注大单品表现——安井食品（603345.SH）2024 年年报及 25 年一季报点评（2025-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,045	15,127	15,955	17,045	18,242
营业成本	10,785	11,602	12,529	13,409	14,332
折旧和摊销	409	487	488	536	583
税金及附加	102	128	115	119	124
销售费用	926	986	1,040	1,108	1,186
管理费用	385	505	444	443	456
研发费用	94	97	104	111	109
财务费用	-90	-71	-30	-54	-65
投资收益	21	31	26	28	27
营业利润	1,866	1,954	1,855	2,015	2,208
利润总额	1,936	1,988	1,855	2,015	2,208
所得税	435	475	436	473	508
净利润	1,501	1,514	1,419	1,541	1,700
少数股东损益	23	29	28	28	28
归属母公司净利润	1,478	1,485	1,391	1,513	1,672
EPS(元)	5.04	5.06	4.17	4.54	5.02

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,956	2,104	1,541	1,717	2,193
净利润	1,478	1,485	1,391	1,513	1,672
折旧摊销	409	487	488	536	583
净营运资金增加	279	113	407	-102	113
其他	-210	19	-745	-230	-175
投资活动产生现金流	217	-3,205	-1,123	-1,262	-1,263
净资本支出	-1,444	-895	-1,100	-1,100	-1,100
长期投资变化	15	14	0	0	0
其他资产变化	1,647	-2,324	-23	-162	-163
融资活动现金流	-705	-1,198	1,130	-877	-948
股本变化	0	0	40	0	0
债务净变化	-167	-210	-119	0	0
无息负债变化	272	-85	-17	106	408
净现金流	1,470	-2,299	1,548	-422	-18

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.2%	23.3%	21.5%	21.3%	21.4%
EBITDA 率	16.4%	15.9%	14.2%	14.3%	14.6%
EBIT 率	13.4%	12.6%	11.1%	11.2%	11.5%
税前净利润率	13.8%	13.1%	11.6%	11.8%	12.1%
归母净利润率	10.5%	9.8%	8.7%	8.9%	9.2%
ROA	8.7%	8.7%	7.1%	7.5%	7.8%
ROE (摊薄)	11.7%	11.5%	8.9%	9.4%	9.9%
经营性 ROIC	15.7%	15.2%	12.8%	13.1%	13.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	24%	20%	20%	21%
流动比率	2.60	2.81	3.41	3.34	3.14
速动比率	1.71	1.92	2.43	2.32	2.16
归母权益/有息债务	38.32	108.79	31767.72	32973.11	34340.07
有形资产/有息债务	47.49	132.21	37072.01	38377.89	40468.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	17,300	17,375	19,885	20,611	21,716
货币资金	4,975	2,779	4,328	3,906	3,888
交易性金融资产	1,033	3,321	3,321	3,521	3,721
应收账款	569	626	656	703	751
应收票据	2	0	1	1	1
其他应收款 (合计)	21	20	22	23	25
存货	3,567	3,285	3,508	3,754	4,013
其他流动资产	189	255	304	370	442
流动资产合计	10,426	10,351	12,217	12,356	12,926
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	14	14	14	14
固定资产	4,060	5,118	5,422	5,574	5,752
在建工程	1,064	198	374	655	866
无形资产	683	689	774	858	940
商誉	770	739	739	739	739
其他非流动资产	79	19	4	4	4
非流动资产合计	6,874	7,025	7,669	8,254	8,790
总负债	4,400	4,105	3,969	4,076	4,483
短期借款	325	111	0	0	0
应付账款	1,635	1,620	1,629	1,743	1,863
应付票据	234	234	251	268	287
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	331	315	315	315	315
流动负债合计	4,006	3,679	3,588	3,703	4,122
长期借款	1	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	141	134	126	116	105
非流动负债合计	394	426	382	372	361
股东权益	12,901	13,270	15,916	16,535	17,233
股本	293	293	333	333	333
公积金	8,191	8,292	10,478	10,478	10,478
未分配利润	4,189	4,474	4,866	5,457	6,127
归属母公司权益	12,628	12,953	15,570	16,161	16,831
少数股东权益	273	318	346	374	402

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.59%	6.52%	6.52%	6.50%	6.50%
管理费用率	2.74%	3.34%	2.78%	2.60%	2.50%
财务费用率	-0.64%	-0.47%	-0.19%	-0.32%	-0.35%
研发费用率	0.67%	0.64%	0.65%	0.65%	0.60%
所得税率	22%	24%	24%	24%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.53	3.35	2.77	3.01	3.32
每股经营现金流	6.67	7.17	4.62	5.15	6.58
每股净资产	43.06	44.16	46.72	48.49	50.50
每股销售收入	47.89	51.58	47.87	51.14	54.73

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	15	18	16	15
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	8.2	7.8	8.9	8.2	7.5
股息率	3.4%	4.5%	3.7%	4.1%	4.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP