

2025 年 08 月 31 日

积极推进渠道转型，静待旺季经营回暖

安井食品(603345)

评级:	买入	股票代码:	603345
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	106.51/65.28
目标价格:		总市值(亿)	239.59
最新收盘价:	74.30	自由流通市值(亿)	239.59
		自由流通股数(百万)	333.29

事件概述

公司 2025H1 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%

2025Q2 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%。

分析判断：

► 顺应渠道变革，特通和新零售表现亮眼

上半年公司积极顺应行业及市场的发展与变化，持续推进“三路并进”的经营策略和“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，在速冻食品领域持续发力，实现营业收入同比增长0.8%至76.04亿元。

产品端，速冻菜肴制品表现亮眼，同比增长9.5%至24.16亿元，多品牌策略下不断培育大单品，小龙虾、小酥肉、牛肉/羊肉卷持续发力。传统的速冻调制食品和面米制品收入承压，分别同比下降1.4%和10.8%。公司7月完成收购江苏鼎味泰和鼎益丰食品，为公司增加冷冻烘焙业务板块。

分渠道来看，公司逐步从依赖传统经销渠道转向开拓特通直营和新零售及电商渠道，上半年特通直营渠道同比增加7.22%至5.55亿元，新零售及电商渠道同增20.92%至5.83亿元，公司在今年旺季前明确全面拥抱商超定制化策略，与多家传统商超与新零售渠道在定制化产品开发等方面展开深度合作，我们判断将是公司渠道变化的核心看点。传统的经销商和商超渠道在需求偏弱的背景下分别同比下降1.15%和1.76%。

► 成本端承压使得利润降幅大于收入

成本端来看，上半年公司毛利率同比下降3.39pct至20.52%，我们认为主要系小龙虾、鱼糜等原材料采购价格上涨以及产品结构调整。**费用端来看**，上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.8%/2.7%/0.5%/-0.1%，分别较去年同期-0.34/-0.48/-0.08/+0.56pct，渠道精细化运营成效初显，财务费用率提升主要系存款利息收入减少。综合来看，虽然面临需求不足和成本上涨的压力，但公司积极推进精细化管理，提升管理水平和供应链效率，利润依旧承压，但净利率下降幅度好于毛利率，同比下降1.94pct至8.88%，相应的归母净利润同比下降15.79%至6.76亿元。

► 顺利上市港股，国际化布局可期

公司在外部需求疲软和行业竞争加剧的背景下，积极寻求转型和突破，产品端推出肉多多烤肠、嫩鱼丸等爆品，渠道端积极拥抱大B(特通)客户和新零售客户，业务端拓展冷冻烘焙，随着下半年旺季来临，经营有望改善。公司上半年顺利在港股上市，成为国内首家“A+H”上市的速冻食品企业，为公司未来国际化战略布局奠定基础。

投资建议

参考最新业绩报告，下调公司 25-26 年营业收入 177.95/195.80 亿元的预测至 157.82/169.66 亿元，新增 27 年 179.84 亿元的预测；下调 25-26 年 EPS 5.59/6.36 元的预测至 3.99/4.66 元，新增 27 年 5.16 元的预测；对应 2025 年 8 月 29 日 74.30 元的收盘价，PE 估值分别为 19/16/15 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

市场扩张不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,045	15,127	15,782	16,966	17,984
YoY (%)	15.3%	7.7%	4.3%	7.5%	6.0%
归母净利润（百万元）	1,478	1,485	1,331	1,555	1,718
YoY (%)	34.2%	0.5%	-10.3%	16.8%	10.5%
毛利率 (%)	23.2%	23.3%	21.7%	22.9%	23.3%
每股收益（元）	5.04	5.08	3.99	4.66	5.16
ROE	11.7%	11.5%	9.7%	10.2%	10.1%
市盈率	14.74	14.63	18.60	15.93	14.41

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,127	15,782	16,966	17,984	净利润	1,514	1,355	1,583	1,749
YoY (%)	7.7%	4.3%	7.5%	6.0%	折旧和摊销	505	677	789	879
营业成本	11,602	12,357	13,081	13,793	营运资金变动	110	-157	5	-80
营业税金及附加	128	124	138	144	经营活动现金流	2,104	1,885	2,350	2,522
销售费用	986	1,035	1,109	1,177	资本开支	-895	-1,004	-839	-923
管理费用	505	479	541	560	投资	-2,351	-2	0	-1
财务费用	-71	0	0	0	投资活动现金流	-3,205	-1,116	-807	-891
研发费用	97	104	110	118	股权募资	16	4	0	0
资产减值损失	-52	0	0	0	债务募资	-215	30	-50	20
投资收益	31	28	32	33	筹资活动现金流	-1,198	-533	-50	20
营业利润	1,954	1,763	2,070	2,282	现金净流量	-2,299	237	1,493	1,651
营业外收支	34	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	1,988	1,763	2,070	2,282	成长能力 (%)				
所得税	475	409	487	533	营业收入增长率	7.7%	4.3%	7.5%	6.0%
净利润	1,514	1,355	1,583	1,749	净利润增长率	0.5%	-10.3%	16.8%	10.5%
归属于母公司净利润	1,485	1,331	1,555	1,718	盈利能力 (%)				
YoY (%)	0.5%	-10.3%	16.8%	10.5%	毛利率	23.3%	21.7%	22.9%	23.3%
每股收益	5.08	3.99	4.66	5.16	净利率	9.8%	8.4%	9.2%	9.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.5%	7.2%	7.7%	7.7%
货币资金	2,779	3,017	4,509	6,161	净资产收益率 ROE	11.5%	9.7%	10.2%	10.1%
预付款项	65	75	76	82	偿债能力 (%)				
存货	3,285	3,792	3,859	4,151	流动比率	2.81	2.72	3.06	3.31
其他流动资产	4,222	4,246	4,298	4,340	速动比率	1.83	1.71	2.05	2.30
流动资产合计	10,351	11,130	12,743	14,735	现金比率	0.76	0.74	1.08	1.38
长期股权投资	14	16	16	18	资产负债率	23.6%	24.3%	22.7%	21.8%
固定资产	5,118	5,742	6,365	6,842	经营效率 (%)				
无形资产	689	682	682	678	总资产周转率	0.87	0.88	0.87	0.85
非流动资产合计	7,025	7,436	7,481	7,519	每股指标 (元)				
资产合计	17,375	18,565	20,223	22,253	每股收益	5.08	3.99	4.66	5.16
短期借款	111	141	91	111	每股净资产	44.16	41.16	45.82	50.98
应付账款及票据	1,854	2,058	2,134	2,274	每股经营现金流	7.17	5.66	7.05	7.57
其他流动负债	1,713	1,894	1,942	2,064	每股股利	3.35	1.43	0.00	0.00
流动负债合计	3,679	4,093	4,168	4,449	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.63	18.60	15.93	14.41
其他长期负债	426	413	413	413	PB	1.85	1.85	1.66	1.49
非流动负债合计	426	413	413	413					
负债合计	4,105	4,506	4,581	4,862					
股本	293	293	293	293					
少数股东权益	318	341	370	401					
股东权益合计	13,270	14,059	15,642	17,391					
负债和股东权益合计	17,375	18,565	20,223	22,253					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。