

安井食品（603345.SH）

买入（维持评级）

新品新渠初见成效，期待旺季持续改善

事件：公司披露 2025 年三季报，前三季度公司实现营收 113.71 亿元，同比+2.66%；归母净利润 9.49 亿元，同比-9.35%；扣非归母净利润 8.67 亿元，同比-13.36%；其中，25Q3 实现营收 37.66 亿元，同比+6.61%；归母净利润 2.73 亿元，同比+11.80%；扣非归母净利润 2.64 亿元，同比+15.27%。

➤ **收购并表贡献收入增量，多元渠道齐头并进。**分品类看，25Q3 公司速冻调制食品/菜肴/面米/农副及其他产品分别实现收入 19.06/12.28/4.84/1.10 亿元，同比+6.40%/+8.80%/-9.08%/+38.80%；其中调制食品增长推测系公司 7 月收购鼎味泰 70%股权并表贡献，面米制品在行业竞争背景下仍有压力；此外，并表带来 Q3 新增烘焙食品收入 0.32 亿元。分渠道看，25Q3 公司经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道分别实现收入 29.60/3.17/2.20/2.70 亿元，同比-0.58%/+68.09%/+28.11%/+38.08%，特通直营、商超与新零售及电商渠道持续受益于公司战略倾斜，表现亮眼。分区域看，25Q3 除境外收入同比-23.05%外，各区域均有所增长，其中华南地区和西北表现突出，分别同比+20.00%/+18.86%。经销商数量方面，25Q3 公司净增 197 家，其中主要来自于华东地区新增 144 家。

➤ **毛利率环比改善，盈利能力企稳回升。**盈利方面，25Q3 公司毛利率为 19.99%，同比/环比分别+0.05/+1.98pct，环比呈现较好改善，推测主要系低毛利小龙虾业务占比降低。费用方面，25Q3 四项费率合计同比-0.61pct，同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.31/-0.52/-0.08/+0.30pct，维持较好费用管控能力，稳中有降。结合以上，公司 25Q3 实现归母净利率 7.26%，同比/环比+0.34/+0.23pct，实现盈利能力企稳回升。

➤ **加码冷冻烘焙，期待旺季表现。**公司全面拥抱商超 B 定制化业务战略制定以来，已逐步在多元渠道端兑现优异表现；而产品驱动战略下的新品推广也收获积极反馈。Q3 整体市场处于淡旺季过渡阶段，公司业绩已体现出较好改善趋势；收购并表进一步增厚公司业绩的同时，公司集中资源借势扩张冷冻烘焙业务，于 9 月 30 日变更前次募投资金用途，将合计 3.61 亿元募投资金投入至鼎益丰（太仓）新建烘焙面包项目。期待 Q4 旺季到来叠加改革驱动兑现的业绩表现。

➤ **盈利预测与投资建议：**结合公司 25 年三季报业绩，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2025-27 年归母净利润为 14.17/16.59/18.56 亿元（前次 14.16/16.59/18.59），同比-5%/+17%/+12%，对应 EPS 分别为 4.25/4.98/5.57 元/股，当前股价对应 P/E 为 17x/15x/13x，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**新品推广不及预期风险；原材料成本大幅上涨风险；食品安全风险；B 端需求恢复不及预期。

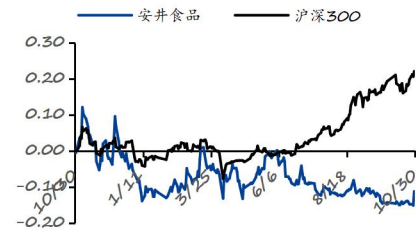
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,045	15,127	15,899	17,386	18,785
增长率	15%	8%	5%	9%	8%
净利润（百万元）	1,478	1,485	1,417	1,659	1,856
增长率	34%	0%	-5%	17%	12%
EPS（元/股）	4.43	4.46	4.25	4.98	5.57
市盈率（P/E）	16.5	16.4	17.2	14.7	13.1
市净率（P/B）	1.9	1.9	1.5	1.4	1.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-10-30
收盘价：	73.11 元
总股本/流通股本(百万股)	333.29/293.29
流通 A 股市值(百万元)	21,442.74
每股净资产(元)	45.38
资产负债率(%)	23.91
一年内最高/最低价(元)	98.53/69.51

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、特通新零售渠道表现亮眼，盈利能力阶段性承压——2025.08.26
- 2、24 年平稳收官，期待新品、新渠道表现——2025.04.29
- 3、盈利能力阶段性承压，稳步经营期待需求好转——2024.10.29

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,779	5,735	6,467	7,228
应收票据及账款	626	542	461	445
预付账款	65	187	204	220
存货	3,285	3,984	4,289	4,575
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,596	3,480	3,495	3,509
流动资产合计	10,351	13,928	14,915	15,976
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	5,118	5,129	5,238	5,337
在建工程	198	198	298	398
无形资产	689	727	717	720
商誉	739	739	739	739
其他非流动资产	267	278	287	294
非流动资产合计	7,025	7,084	7,293	7,502
资产合计	17,375	21,012	22,209	23,478
短期借款	111	0	0	0
应付票据及账款	1,854	2,114	2,303	2,462
预收款项	0	0	0	0
合同负债	260	503	564	592
其他应付款	361	361	361	361
其他流动负债	1,093	1,099	1,128	1,158
流动负债合计	3,679	4,077	4,355	4,573
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	426	426	426	426
非流动负债合计	426	426	426	426
负债合计	4,105	4,503	4,781	4,999
归属母公司所有者权益	12,953	16,171	17,063	18,086
少数股东权益	318	339	365	393
所有者权益合计	13,270	16,510	17,428	18,479
负债和股东权益	17,375	21,012	22,209	23,478

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,104	1,780	2,141	2,237
现金收益	1,943	1,945	2,168	2,368
存货影响	282	-700	-305	-286
经营性应收影响	3	17	119	55
经营性应付影响	-36	260	188	159
其他影响	-89	258	-29	-59
投资活动现金流	-3,205	-578	-734	-745
资本支出	-700	-616	-775	-789
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	-2,506	38	41	44
融资活动现金流	-1,198	1,753	-675	-731
借款增加	-210	-111	0	0
股利及利息支付	-930	-780	-846	-947
股东融资	16	2,101	0	0
其他影响	-74	544	171	217

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,127	15,899	17,386	18,785
营业成本	11,602	12,469	13,578	14,647
税金及附加	128	127	139	150
销售费用	986	986	1,055	1,114
管理费用	505	469	466	470
研发费用	97	95	103	109
财务费用	-71	-61	-91	-102
信用减值损失	-7	-5	-5	-5
资产减值损失	-52	-55	-55	-55
公允价值变动收益	62	10	10	10
投资收益	31	40	40	40
其他收益	45	49	49	49
营业利润	1,954	1,848	2,170	2,432
营业外收入	38	40	40	40
营业外支出	4	8	8	8
利润总额	1,988	1,880	2,202	2,463
所得税	475	442	517	579
净利润	1,514	1,438	1,685	1,885
少数股东损益	29	22	25	28
归属母公司净利润	1,485	1,417	1,659	1,856
EPS（按最新股本摊薄）	4.46	4.25	4.98	5.57

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	7.7%	5.1%	9.4%	8.0%
EBIT 增长率	3.9%	-5.1%	16.1%	11.8%
归母公司净利润增长率	0.5%	-4.6%	17.1%	11.9%
获利能力				
毛利率	23.3%	21.6%	21.9%	22.0%
净利率	10.0%	9.0%	9.7%	10.0%
ROE	11.2%	8.6%	9.5%	10.0%
ROIC	19.2%	13.8%	15.0%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	23.6%	21.4%	21.5%	21.3%
流动比率	2.8	3.4	3.4	3.5
速动比率	1.9	2.4	2.4	2.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	14	13	10	9
存货周转天数	106	105	110	109
每股指标（元）				
每股收益	4.46	4.25	4.98	5.57
每股经营现金流	6.31	5.34	6.42	6.71
每股净资产	38.86	48.52	51.20	54.27
估值比率				
P/E	16	17	15	13
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	82	83	74	67

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn