



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 30 日

基础数据

10 月 28 日收盘价（元）	69.83
总市值（亿元）	232.74
总股本（亿股）	3.33

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】安井食品：变则通达，改善已现-2025.05.31

【兴证食饮】安井食品：24 年平稳收官，25 年产品策略转变-2025.04.29

【兴证食饮】安井食品 23 年报&24Q1 季报点评：基本面企稳，Q1 主业盈利创新高-2024.04.28

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009

linjiawen95@xyzq.com.cn

安井食品(603345.SH)

增速进入改善通道，旺季值得期待

投资要点：

事件：公司公告 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 113.71/9.49/8.67 亿元，同比+2.66%/-9.35%/-13.36%。25Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 37.66/2.73/2.64 亿元，同比+6.61%/+11.80%/+15.27%，业绩符合预期。2025 年 1-9 月基本 EPS 为 3.15 元。

Q3 鼎味泰并表贡献增速环比改善，季度末预收款值得关注。25Q3 收入同比+6.61%，拆分如下：1) 主业：预计收入同比基本持平略有下降，其中预计锁鲜装仍保持高于整体的收入增长，面米收入同比-9.08%，与老品竞争加剧有关，预计新品表现较为亮眼，商超、特通渠道收入同比+28.11%、+68.09%，主要系公司的大 B 端定制化拥抱起效，山姆、盒马、沃尔玛等合作均有序推进；2) 并表业务：预计冻品先生、新宏业、新柳伍收入同比增长均在双位以上，两个小龙虾企业增速较好，主要系清水虾、调味虾销售较好，预计虾尾收入增长有一定压力，此外 25Q3 还有鼎味泰并表贡献，烘焙收入的 0.32 亿仅为部分业务，实际并表值预计更高。25Q3 收现同比+8.52%，增速好于收入增速，预收款环比 25Q2 末+3.80 亿元，较 2024 年 Q3 末的环比净增值多了 1.35 亿元，说明今年旺季打款整体情况不错，好于去年。

主业盈利提升显著，价格竞争投入开始收窄。25Q3 归母净利率 7.26%，同比+0.34pct，扣非归母净利率 7.01%，同比+0.53pct，盈利能力同比提升，拆分如下：1) 主业：利润率约 9%，同比+1pct 左右，主要系产品结构调整（Q3 小龙虾进入淡季，收入占比下降）及综合成本下降、费用投入收窄，25Q3 毛利率为 19.99%，同比+0.05pct，除产品结构与成本下降外，预计折扣收窄、旺季产能利用率提升也有贡献，25Q3 总费率 9.83%，同比-0.61pct，销售/管理/研发/财务费率 6.09%/3.01%/0.66%/0.07%，同比-0.31pct/-0.52pct/-0.08pct/+0.30pct；2) 并表业务：预计新宏业的利润率表现优于新柳伍，主要系政府补助支持，基数较高；冻品先生净利率约 3-4%，同比略有压力，主要系低毛利的牛肉羊占比提升，鼎味泰预计并表贡献归母净利 1500 万。

盈利预测与投资建议：我们根据最新财报，调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 157.84/171.06/185.83 亿元，同比+4.3%/+8.4%/+8.6%，考虑股权激励费用影响，归母净利润为 14.18/16.13/17.78 亿元，同比-4.5%/+13.8%/+10.2%，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价，2025-2027 年 PE 估值为 16/14/13x，2026 年对应港股估值 11x，性价比更高，考虑鼎味泰并表贡献，环比改善的持续性仍可以期待，且公司 2025 年预计维持较大分红力度，注重股东回报，维持“增持”评级，建议投资者关注。

风险提示：原料价格上涨；竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	15127	15784	17106	18583
同比增长	7.7%	4.3%	8.4%	8.6%
归母净利润（百万元）	1485	1418	1613	1778
同比增长	0.5%	-4.5%	13.8%	10.2%
毛利率	23.3%	21.6%	21.6%	22.1%
ROE	11.3%	10.4%	11.4%	12.1%
每股收益（元）	5.06	4.25	4.84	5.33
市盈率	14	16	14	13

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 113.71/9.49/8.67 亿元，同比+2.66%/-9.35%/-13.36%。25Q3 公司实现营收 / 归 母 净 利 润 / 扣 非 归 母 净 利 润 37.66/2.73/2.64 亿 元 ， 同 比 +6.61%/+11.80%/+15.27%，业绩符合预期。2025 年 1-9 月基本 EPS 为 3.15 元。

点评

Q3 鼎味泰并表贡献增速环比改善，季度末预收款值得关注。25Q3 收入同比 +6.61%，拆分如下：1）主业：预计收入同比基本持平略有下降，其中预计锁鲜装仍保持高于整体的收入增长，面米收入同比-9.08%，与老品竞争加剧有关，预计新品表现较为亮眼，商超、特通渠道收入同比+28.11%、+68.09%，主要系公司的大 B 端定制化拥抱起效，山姆、盒马、沃尔玛等合作均有序推进；2）并表业务：预计冻品先生、新宏业、新柳伍收入同比增长均在双位以上，两个小龙虾企业增速较好，主要系清水虾、调味虾销售较好，预计虾尾增长收入有一定压力，此外 25Q3 还有鼎味泰并表贡献，烘焙收入的 0.32 亿仅为部分业务，实际并表值预计更高。25Q3 收现同比+8.52%，增速好于收入增速，预收款环比 25Q2 末+3.80 亿元，较 2024 年 Q3 末的环比净增值多了 1.35 亿元，说明今年旺季打款整体情况不错，好于去年。

主业盈利提升显著，价格竞争投入开始收窄。25Q3 归母净利率 7.26%，同比 +0.34pct，扣非归母净利率 7.01%，同比+0.53pct，盈利能力同比提升，拆分如下：1）主业：利润率约 9%，同比+1pct 左右，主要系产品结构调整（Q3 小龙虾进入淡季，收入占比下降）及综合成本下降、费用投入收窄，25Q3 毛利率为 19.99%，同比+0.05pct，除产品结构与成本下降外，预计折扣收窄、旺季产能利用率提升也有贡献，25Q3 总费率 9.83%，同比-0.61pct，销售/管理/研发/财务费率 6.09%/3.01%/0.66%/0.07%，同比-0.31pct/-0.52pct/-0.08pct/+0.30pct；2）并表业务：预计新宏业的利润率表现优于新柳伍，主要系政府补助支持，基数较高；冻品先生净利率约 3-4%，同比略有压力，主要系低毛利的牛肉羊占比提升，鼎味泰预计并表贡献归母净利 1500 万。

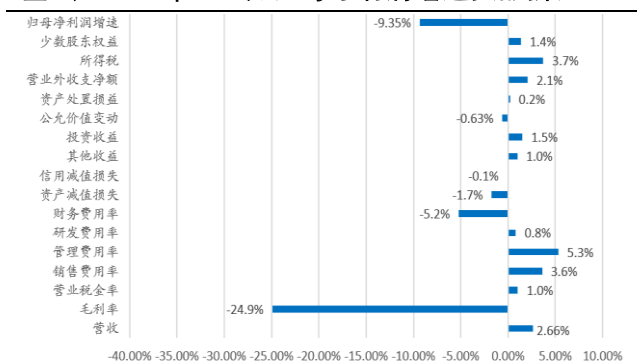
收并购再下一城，强化渠道及产品结构。公司在 2024 年 3 月 11 日于公众号发布文章，拟以 4.445 亿元收购鼎味泰 70%股权，以期实现产品、渠道和品牌的优势互补、赋能增效。预计 2024 年收入规模不低于 5 亿元，利润不低于 5 千万，净利率与安井自身接近。产品结构中约 80%为速冻关东煮及速冻火锅料产品，客户

主要为山姆、盒马等会员商超及海底捞、凑凑、左庭右院等连锁餐饮以及 7-11、罗森、全家等；20%为冷冻烘焙业务（2024 年 3 月收购的莱卡尔烘焙），主要产品为软欧包、贝果、吐司，核心客户为瑞幸。鼎味丰的客户渠道以大 B 为主，产品定位高端，有助于公司未来进一步强化中高端化路线，整合渠道资源。此外，鼎泰丰拥有澳洲、日本、新加坡等国家及香港地区的出口资质，有助于公司海外业务进一步发展。

盈利预测与投资建议：公司目前全国化布局逐步完善，“销地产”模式下市场反应和经营效率显著优于中小企业。未来随着主业 B 端的持续渗透、锁鲜加持下 C 端渠道的拓展及菜肴制品的发力，叠加鼎味泰的渠道互补扩充，行业市占率将不断提升，规模化效应亦将持续显现。我们根据最新财报，调整了公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 157.84/171.06/185.83 亿元，同比 +4.3%/+8.4%/+8.6%，考虑股权激励费用影响，归母净利润为 14.18/16.13/17.78 亿元，同比 -4.5%/+13.8%/+10.2%，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价，2025-2027 年 PE 估值为 16/14/13x，2026 年对应港股估值 11x，性价比更高，考虑鼎味泰并表贡献，环比改善的持续性仍可以期待，且公司 2025 年预计维持较大分红力度，注重股东回报，维持“增持”评级，建议投资者关注。

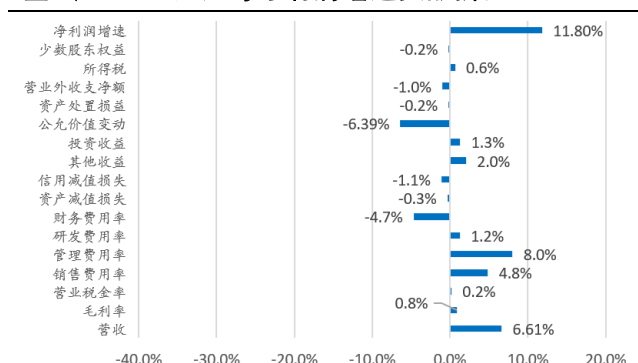
风险提示：原料价格上涨；竞争持续加剧导致费用投入居高不下；食品安全风险。

图1、2025 年 1-9 月归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2025Q3 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10393	9771	10297	9050
货币资金	2779	3445	2876	2564
交易性金融资产	3321	2177	2749	2463
应收票据及应收账款	626	877	548	1068
预付款项	65	160	84	86
存货	3285	2899	3807	2629
其他	317	213	232	240
非流动资产	6982	7945	8647	9515
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	5118	6032	6725	7522
在建工程	198	169	135	162
无形资产	689	698	738	782
商誉	739	772	761	757
其他	224	261	275	278
资产总计	17375	17716	18944	18565
流动负债	3672	3424	4160	3145
短期借款	111	108	71	47
应付票据及应付账款	1854	1679	1897	1510
其他	1706	1637	2192	1587
非流动负债	390	385	387	386
长期借款	0	1	1	1
其他	389	384	386	385
负债合计	4062	3810	4547	3530
股本	293	333	333	333
未分配利润	4474	5055	5379	6010
少数股东权益	318	333	345	360
股东权益合计	13270	13906	14397	15035
负债及权益合计	17375	17716	18944	18565

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1485	1418	1613	1778
折旧和摊销	505	551	641	733
营运资金的变动	9	185	-112	3
经营活动产生现金流量	2104	574	372	585
资本支出	-895	-841	-658	-832
长期投资	-2351	-1143	572	-286
投资活动产生现金流量	-3205	1495	849	292
债券融资	16	-0	0	0
股权融资	-215	-7	-35	-24
融资活动产生现金流量	-1198	826	1105	1137
现金净变动	-2196	665	-568	-313

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15127	15784	17106	18583
营业成本	11602	12367	13412	14482
税金及附加	128	122	133	148
销售费用	986	1114	1006	1093
管理费用	505	446	513	567
研发费用	97	104	111	125
财务费用	-71	-77	-80	-70
投资收益	31	50	30	34
公允价值变动收益	62	35	49	42
信用减值损失	-7	-5	-5	-3
资产减值损失	-52	-55	-57	-55
营业利润	1954	1778	2074	2300
营业外收支	34	64	56	51
利润总额	1988	1842	2129	2352
所得税	475	418	490	545
净利润	1514	1424	1640	1806
少数股东损益	29	7	26	28
归属母公司净利润	1485	1418	1613	1778
EPS (元)	5.06	4.25	4.84	5.33

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	7.7%	4.3%	8.4%	8.6%
营业利润增长率	4.7%	-9.0%	16.6%	10.9%
归母净利润增长率	0.5%	-4.5%	13.8%	10.2%
盈利能力				
毛利率	23.3%	21.6%	21.6%	22.1%
归母净利率	10.0%	9.0%	9.6%	9.7%
ROE	11.3%	10.4%	11.4%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	21.5%	24.0%	19.0%
流动比率	2.83	2.85	2.48	2.88
速动比率	1.94	2.01	1.56	2.04
营运能力				
资产周转率	0.87	0.90	0.93	0.99
每股资料 (元)				
每股收益	5.06	4.25	4.84	5.33
每股经营现金	7.17	1.72	1.12	1.76
估值比率 (倍)				
PE	14	16	14	13
PB	1.6	1.7	1.7	1.6

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn