

Q3 新品、新渠道驱动业绩修复，毛利改善利润优化

核心观点

三季度，得益于公司新品放量以及商超等非经销渠道发力，带动公司收入增长 6.61%；速冻调制食品筑底修复，鼎味泰并表增厚业绩，速冻菜肴高基数下仍稳健增长，米面制品市场相对承压，新增烘焙贡献收入超三千万元。渠道端，商超定制化战略效果开始显现，特通、新零售及电商表现亮眼。盈利端，Q3 龙虾占比降低且 C 端新品放量驱动毛利率企稳，公司持续优化费用，利润表明显回升。四季度，开始进入主业传统旺季，公司 BC 端齐发力，非经销渠道销售渐入佳境，全年业绩有望实现高质量增长。

事件

公司发布 2025 年三季报

前三季度，公司总营收 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 公司营收 37.66 亿元，同比+6.61%，归母净利润 2.73 亿元，同比+11.8%；扣非归母净利润 2.64 亿元，同比+15.27%。

简评

鼎味泰并表，新品表现亮眼，非经销渠道明显提速

年初以来，公司积极优化调整战略，从渠道驱动开始向产品创新驱动转型，全面拥抱商超定制化，加强 C 端市场的布局，多款新品适应 BC 渠道而研发，预计 Q3 新品、新渠道表现亮眼。此外，完成收购鼎味泰、鼎益丰且并表，增厚公司业绩。

分产品来看，25Q3 速冻调制品、速冻菜肴、速冻面米、农副产品及其他收入分别为 19.06 亿元（+6.40%）、12.28 亿元（+8.80%）、4.84 亿元（-9.08%）、1.10 亿元（+38.80%），此外并购新增烘焙产品销售 3212 万元。三季度，鼎味泰、鼎益丰的收购增厚速冻调制品、烘焙产品业绩。此外，公司发力 C 端而推出的新品在三季度开始贡献增量，预计烤肠类提速且盈利改善，调味虾、清水虾等单品在消费旺季表现亮眼。

安井食品 (603345. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 10 月 30 日

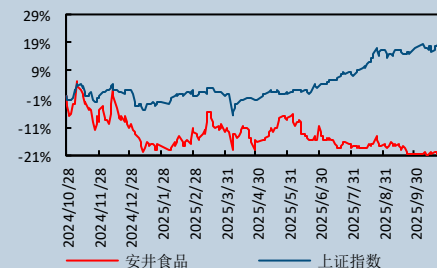
当前股价：69.83 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.99/-5.18	-7.45/-18.43	-20.55/-41.41
12 月最高/最低价 (元)		96.51/69.83
总股本 (万股)		33,328.89
流通 A 股 (万股)		29,329.42
总市值 (亿元)		225.86
流通市值 (亿元)		204.81
近 3 月日均成交量 (万)		547.28
主要股东		
福建国力民生科技发展有限公司		22.00%

股价表现



分渠道看，今年以来公司全面加码商超定制化，推进与国内大型商超业务合作，25Q3 商超渠道明显提速；此外特通客户定制化产品销售增长较好；新零售渠道与盒马、小象超市、京东等平台销售额增长迅速。25Q3 经销商、商超、特通、新零售及电商收入分别为 29.60 亿元（-0.58%）、3.1 亿元（+68.09%）、2.20 亿元（+28.11%）、2.70 亿元（+38.08%）。

25Q3 毛利率改善，费效比持续提升，盈利能力小幅增强

25Q1-3 公司毛利率同比下降 2.30pcts 至 20.34%，归母净利率下降 1.11pcts 至 8.35%。25Q3 公司毛利率同比提升 0.05pcts 至 19.99%，归母净利率提升 0.34pcts 至 7.26%。主要系：

- ① 毛利率企稳：预计受原料成本增加影响的龙虾类产品在 Q3 销量占比降低，面向 C 端的高毛利率新品表现较强，如肉多多烤肠预计改善烤肠类盈利水平。
- ② 费用率优化：25Q1-3 销售费用率 5.9%，同比-0.33pcts，管理费用率 2.82%，同比-0.49pcts；其中 25Q3 销售费用率 6.09%，同比-0.31pcts，管理费用率 3.01%，同比-0.52pcts。公司积极优化费用效率，减少价格竞争性费用，收缩广告费用支出，减少外包促销人员，提升物流效率等。

盈利预测：公司产品与渠道策略清晰，新品兼顾 BC 端，发力商超定制化，特通、新零售等渠道持续高增长，带动公司业绩持续稳健增长；公司持续发力 C 端，逐步减少价格竞争性费用，优化内部组织效率，预计逐渐释放利润弹性。预计 2025-2027 年公司实现收入 157.29、168.44、183.64 亿元，实现归母净利润 14.19、16.25、19.79 亿元，对应 25-27 年 PE 为 16.40X、14.32X、11.76X，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1、**消费恢复不及预期：**公司主营业务中餐饮类客户占比较大，而餐饮端消费复苏偏弱对公司产生一定影响。若后续大众餐饮复苏表现不及预期，将使得 B 端客户需求下滑，影响公司相关业务收入。
- 2、**预制菜行业竞争加剧：**随着景气度的提升，预制菜行业大量新入局者不断涌入，市场竞争的加剧或将促使公司的费用投入增长，对公司盈利水平产生影响。
- 3、**原材料成本上涨：**近年来原料、包材类成本价格波动幅度较大，以及单位产品运费增加，员工工资刚性上涨等，可能使企业面临较大成本压力。若成本超预期上行，对企业盈利将造成明显影响。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,045.23	15,126.65	15,728.67	16,844.46	18,364.34
YoY(%)	15.29	7.70	3.98	7.09	9.02
净利润(百万元)	1,478.07	1,484.83	1,419.20	1,625.49	1,979.34
YoY(%)	34.24	0.46	-4.42	14.54	21.77
毛利率(%)	23.21	23.30	21.69	22.47	23.83
净利率(%)	10.52	9.82	9.02	9.65	10.78
ROE(%)	11.70	11.46	10.16	10.74	11.96
EPS(摊薄/元)	4.43	4.46	4.26	4.88	5.94
P/E(倍)	15.75	15.67	16.40	14.32	11.76
P/B(倍)	1.84	1.80	1.67	1.54	1.41

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk