

2026年04月06日

业绩逐季改善，经营全面回暖

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:	97.5/69.51
目标价格:		总市值(亿)	311.71
最新收盘价:	96.61	自由流通市值(亿)	311.71
		自由流通股数(百万)	333.29

事件概述

2025年公司实现营业收入161.93亿元，同比+7.05%；归母净利润13.59亿元，同比-8.46%；基本每股收益4.40元/股。

2025年Q4实现营业收入48.22亿元，同比+19.05%；归母净利润4.10亿元，同比-6.34%，全年业绩呈现逐季改善态势。

分析判断:

▶ 产品创新+渠道调整，规模稳健扩张

2025年公司坚持“三路并进”产品策略，核心品类表现稳健，新增业务贡献增量。

产品端，速冻调制食品实现收入84.50亿元，同比+7.79%，火山石烤肠、鱼籽福袋等大单品持续放量，推动品类稳步增长；速冻菜肴制品收入48.21亿元，同比+10.84%，清水虾、虾滑、小酥肉等产品表现亮眼，多品牌矩阵成效显著；速冻面米制品收入24.00亿元，同比-2.61%，发面类、点心类产品成为增长补充。通过收购鼎味泰及鼎益丰食品，公司新增冷冻烘焙业务，全年实现收入6795.51万元，成功切入高潜力赛道，丰富产品布局。此外，公司推出肉多多烤肠、嫩鱼丸等爆品，从原料、工艺、包装等多维度优化产品，适配健康消费趋势，进一步巩固市场竞争力。

渠道端，公司顺应行业渠道变革趋势，构建“BC兼顾、全渠发力”的渠道格局，落实“有管控的大B定制”举措。传统经销渠道作为基本盘，全年实现收入129.27亿元，同比+4.45%，通过数字化赋能经销商推动“五大进化”，渠道渗透率持续提升；新兴渠道高速增长，特通直营/新零售及电商渠道分别实现收入11.92/11.79亿元，同比+18.55%/31.76%，与百胜餐饮、海底捞等连锁餐饮客户深化合作，同时扩大与盒马、美团等新零售平台合作，抖音、天猫等电商渠道投入加大，线上收入占比提升至7.28%；商超渠道实现收入8.80亿元，同比+6.35%，与沃尔玛、大润发等头部商超开展产品共创，定制化策略成效显著。

▶ 商誉减值拖累业绩，主业盈利明显改善

成本端来看，2025年公司毛利率同比下降1.70pct至21.6%，主要系固定资产折旧增加、小龙虾产品原料成本上涨所致，公司通过开展通过大宗物料规范化招投标、优化供应商梯队等举措，有效控制采购成本。费用端来看，2025年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.96%/2.57%/0.57%/0.01%，同比分别-0.56/-0.77/-0.07/+0.48pct，销售费用下降主因外包促销员费用及广告费用减少，管理费用下降系股份支付费用分摊减少，研发费用下降得益于研发管理提质增效，财务费用率提升主要系汇兑损失增加、利息收入减少及贷款利息增加。商誉减值1.82亿元使得资产减值损失加大对利润有所拖累。综合来看，公司全渠道布局持续深化、精细化运营成效显著，虽受成本压力和商誉减值影响净利率同比下降1.43pct至8.39%，但经营活动产生的现金流量净额同比增长10.12%至23.17亿元，现金流状况稳健，随着渠道改革推进及成本管控优化，盈利质量有望持续改善。

▶ 战略调整带动业绩好转，旺季经营持续改善可期

26年随着大众餐饮消费回暖，公司作为餐饮供应链龙头企业，在产品和渠道端持续突破，经营业绩有望持续向好。产品端锁鲜装6.0、肉多多烤肠等爆品值得期待，虾滑系列等健康化产品强化与商超、餐饮客户的定制化合作，面米制品发力新兴点心类、发面类产品，同时加码冷冻烘焙业务，推动吐司、软欧包等产品放量，同时推进“安斋”品牌落地，开拓国内外清真食品市场，品牌影响力持续提升，完善“全品类+多品牌”矩阵。渠道端不断夯实传统经销渠道，深化下沉市场覆盖，加速新兴过去到拓展，深化与连锁餐饮、会员商超、硬折扣

店的战略合作，扩大新零售及电商渠道投入，通过直播电商、场景化营销提升 C 端占比，实现全渠道协同增。看好公司在巩固国内速冻食品行业龙头地位的同时，向全球领先的速冻食品企业稳步迈进。

投资建议

参考最新业绩报告，上调公司 26-27 年营业收入 169.02/179.16 亿元的预测至 180.09/196.54 亿元，新增 28 年 213.17 亿元的预测；上调 26-27 年 EPS 4.67/5.14 元的预测至 5.11/5.86 元，新增 28 年 6.58 元的预测；对应 2026 年 4 月 3 日 96.61 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	15,127	16,193	18,009	19,654	21,317
YoY (%)	7.7%	7.0%	11.2%	9.1%	8.5%
归母净利润 (百万元)	1,485	1,359	1,703	1,953	2,193
YoY (%)	0.5%	-8.5%	25.3%	14.7%	12.3%
毛利率 (%)	23.3%	21.6%	22.3%	22.7%	23.0%
每股收益 (元)	5.08	4.40	5.11	5.86	6.58
ROE	11.5%	8.8%	9.9%	10.2%	10.3%
市盈率	19.02	21.96	18.91	16.49	14.68

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)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	16,193	18,009	19,654	21,317	净利润	1,370	1,720	1,972	2,215
YoY (%)	7.0%	11.2%	9.1%	8.5%	折旧和摊销	601	706	776	840
营业成本	12,695	13,993	15,193	16,414	营运资金变动	205	-108	-205	-130
营业税金及附加	128	144	157	171	经营活动现金流	2,317	2,332	2,571	2,864
销售费用	966	1,081	1,160	1,300	资本开支	-871	-1,219	-1,210	-1,050
管理费用	416	486	531	576	投资	-343	0	-1	-1
财务费用	1	-32	-54	-82	投资活动现金流	-1,146	-1,153	-1,152	-987
研发费用	92	108	108	139	股权募资	2,187	0	0	0
资产减值损失	-214	-20	-20	-20	债务募资	461	0	0	0
投资收益	56	67	59	64	筹资活动现金流	1,488	-18	-18	-18
营业利润	1,798	2,255	2,592	2,910	现金净流量	2,619	1,123	1,401	1,859
营业外收支	36	38	38	43	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	1,833	2,293	2,630	2,953	成长能力 (%)				
所得税	464	573	657	738	营业收入增长率	7.0%	11.2%	9.1%	8.5%
净利润	1,370	1,720	1,972	2,215	净利润增长率	-8.5%	25.3%	14.7%	12.3%
归属于母公司净利润	1,359	1,703	1,953	2,193	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-8.5%	25.3%	14.7%	12.3%	毛利率	21.6%	22.3%	22.7%	23.0%
每股收益	4.40	5.11	5.86	6.58	净利率	8.4%	9.5%	9.9%	10.3%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	6.5%	7.4%	7.7%	7.9%
货币资金	4,980	6,103	7,504	9,362	净资产收益率 ROE	8.8%	9.9%	10.2%	10.3%
预付款项	95	82	90	97	偿债能力 (%)				
存货	3,647	4,128	4,572	4,891	流动比率	3.09	3.11	3.24	3.50
其他流动资产	4,503	4,572	4,641	4,712	速动比率	2.18	2.18	2.28	2.53
流动资产合计	13,226	14,885	16,807	19,062	现金比率	1.16	1.28	1.45	1.72
长期股权投资	16	16	17	18	资产负债率	23.4%	23.4%	22.8%	21.7%
固定资产	5,197	5,564	5,858	5,938	经营效率 (%)				
无形资产	837	837	833	831	总资产周转率	0.85	0.82	0.81	0.80
非流动资产合计	7,541	8,066	8,511	8,737	每股指标 (元)				
资产合计	20,767	22,951	25,318	27,799	每股收益	4.40	5.11	5.86	6.58
短期借款	891	891	891	891	每股净资产	46.48	51.48	57.34	63.91
应付账款及票据	1,666	2,190	2,401	2,581	每股经营现金流	6.95	7.00	7.71	8.59
其他流动负债	1,726	1,705	1,890	1,975	每股股利	2.87	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,283	4,786	5,181	5,447	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	21.96	18.91	16.49	14.68
其他长期负债	580	580	580	580	PB	1.71	1.75	1.57	1.41
非流动负债合计	580	580	580	580					
负债合计	4,863	5,366	5,761	6,027					
股本	333	333	333	333					
少数股东权益	411	428	448	470					
股东权益合计	15,904	17,585	19,557	21,772					
负债和股东权益合计	20,767	22,951	25,318	27,799					

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。