

# 安井食品 (603345.SH)

## 盈利能力旺季修复, 全渠道协同发展

优于大市

### 核心观点

2025 年公司实现营业总收入 161.93 亿元, 同比+7.05%; 实现归母净利润 13.59 亿元, 同比-8.46%。2026Q1 公司实现营业收入 47.10 亿元, 同比+30.84%; 实现归母净利润 5.63 亿元, 同比+42.74%。

**经销渠道回暖, 新兴渠道高增长。**2025 年速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面米制品收入同比+7.79%/+10.84%/-2.61%, 2026Q1 收入同比+35.25%/+40.77%/+0.13%, 速冻调制食品及速冻菜肴制品成为核心增量, 大单品锁鲜装系列/烤肠/虾滑表现良好。2025 年经销商渠道/新零售及电商/特通直营/商超渠道收入同比+4.45%/+31.76%/+18.55%/+6.35%; 2026Q1 收入分别同比+30.54%/+99.99%/+22.10%/-7.36%, 经销商渠道除受益并表鼎味泰外, 需求回暖亦有贡献, 新零售及电商渠道则在低基数下实现高增长。

**竞争格局改善, 盈利能力逐渐修复。**2025 年公司整体毛利率为 21.53%, 同比-1.70pct, 主要受到上半年较低表现拖累, 叠加 1.82 亿元商誉减值, 公司 2025Q4 扣非净利率同比/环比-1.0/+0.8pct 至 7.8%。2026Q1 公司整体毛利率约为 25.0%, 同比+1.7pct, 主因持续受益价格端改善。公司费用管控效率持续优化, 2026Q1 销售/管理费用率分别约 6.1%/2.2%, 较去年同期分别下降约 0.7/0.6pct, 旺季毛销差恢复明显。毛利率的修复叠加期间费用良好控制, 驱动 2026Q1 扣非净利润高增超 50%, 归母净利率修复至 11.1%, 同比/环比约 1.7/3.4pct。

**全面推进全渠道协同发展, 积极把握市场机遇。**围绕“BC 兼顾、全渠发力”的战略方向, 公司一方面加强与山姆、盒马等头部商超及新零售平台的定制化合作, 借助定制产品切入中高端市场; 另一方面持续拓展大 B 渠道建设, 顺应餐饮连锁化率提升趋势开发定制化产品。随着鼎味泰的并表, 其在冷冻烘焙赛道的协同效应有望持续释放。公司未来重点打造清真品牌“安斋”亦有望带来新赛道增量空间。

**风险提示:** 行业竞争加剧, 原材料成本大幅上涨, 下游需求恢复不及预期等。

**投资建议:** 由于公司主力品类销售恢复, 我们上调此前盈利预测。我们预计 2026-2027 年公司实现营业总收入 185.3/202.7 亿元 (前预测值为 170.1/182.5 亿元) 并引入 2028 年预测 217.4 亿元, 2026-2028 年同比 14.4%/9.4%/7.2%; 预计 2026-2027 年公司实现归母净利润 18.7/20.7 亿元 (前预测值为 15.4/16.6 亿元) 并引入 2028 年预测 22.6 亿元, 2026-2028 年同比 37.4%/11.0%/9.0%; 2026-2028 年实现 EPS5.60/6.22/6.78 元; 当前股价对应 PE 分别为 17.8/16.1/14.7 倍。维持优于大市评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,127	16,193	18,526	20,271	21,735
(+/-%)	7.7%	7.0%	14.4%	9.4%	7.2%
净利润(百万元)	1485	1359	1867	2073	2259
(+/-%)	0.5%	-8.5%	37.4%	11.0%	9.0%
每股收益(元)	5.06	4.08	5.60	6.22	6.78
EBIT Margin	12.0%	11.7%	12.6%	12.8%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	11.5%	8.8%	11.7%	12.7%	13.4%
市盈率 (PE)	19.7	24.5	17.8	16.1	14.7
EV/EBITDA	14.5	15.4	12.9	11.7	10.8
市净率 (PB)	2.26	2.15	2.09	2.04	1.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 财报点评

#### 食品饮料 · 食品加工

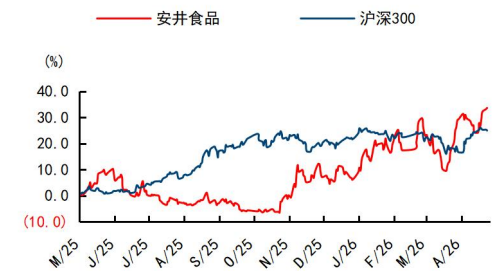
证券分析师: 张向伟 联系人: 王新雨  
021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	99.84 元
总市值/流通市值	33276/33276 百万元
52 周最高价/最低价	102.01/69.51 元
近 3 个月日均成交额	414.80 百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《安井食品 (603345.SH) - 沉淀新品积极蓄势, 经营状态趋稳》——2025-12-01
- 《安井食品 (603345.SH) - 拥抱商超定制成效初显, 加码冷冻烘焙赛道》——2025-10-29
- 《安井食品 (603345.SH) - 2025 年第二季度利润承压, 坚持产品创新驱动》——2025-08-27
- 《安井食品 (603345.SH) - 利润短期承压, 2025 年新品规划清晰》——2025-04-30
- 《安井食品 (603345.SH) - 第三季度收入同比增长 4.63%, 盈利受到短期因素扰动》——2024-10-29

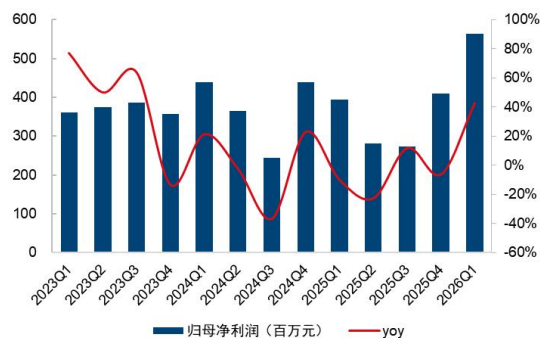
2025 年公司实现营业总收入 161.93 亿元，同比+7.05%；实现归母净利润 13.59 亿元，同比-8.46%。2026Q1 公司实现营业收入 47.10 亿元，同比+30.84%；实现归母净利润 5.63 亿元，同比+42.74%。

图1：公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（百万元）及 yoy

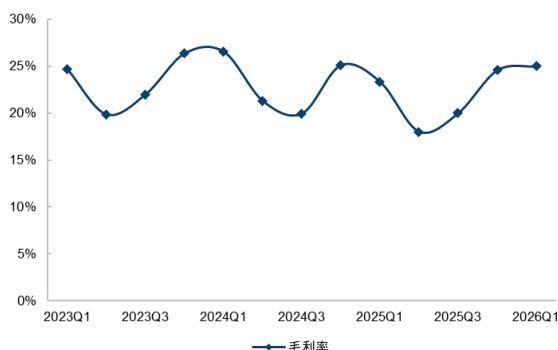


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经销渠道回暖，新兴渠道高增长。**2025 年速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面米制品收入同比+7.79%/+10.84%/-2.61%，2026Q1 收入同比+35.25%/+40.77%/+0.13%，速冻调制食品及速冻菜肴制品成为核心增量，大单品锁鲜装系列/烤肠/虾滑表现良好。2025 年经销商渠道/新零售及电商/特通直营/商超渠道收入同比+4.45%/+31.76%/+18.55%/+6.35%；2026Q1 收入分别同比+30.54%/+99.99%/+22.10%/-7.36%，经销商渠道除受益并表鼎味泰外，需求回暖亦有贡献，新零售及电商渠道则在低基数下实现高增长。

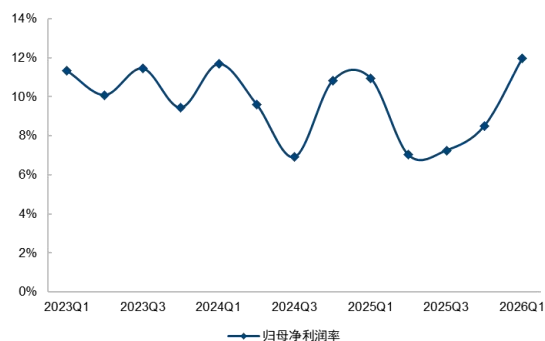
**竞争格局改善，盈利能力逐渐修复。**2025 年公司整体毛利率为 21.53%，同比-1.70pct，主要受到上半年较低表现拖累，叠加 1.82 亿元商誉减值，公司 2025Q4 扣非净利率同比/环比-1.0/+0.8pct 至 7.8%。2026Q1 公司整体毛利率约为 25.0%，同比+1.7pct，主因持续受益价格端改善。公司费用管控效率持续优化，2026Q1 销售/管理费用率分别约 6.1%/2.2%，较去年同期分别下降约 0.7/0.6pct，旺季毛销差恢复明显。毛利率的修复叠加期间费用良好控制，驱动 2026Q1 扣非净利润高增超 50%，归母净利率修复至 11.1%，同比/环比约 1.7/3.4pct。

图3：公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**全面推进全渠道协同发展，积极把握市场机遇。**围绕“BC 兼顾、全渠发力”的战略方向，公司一方面加强与山姆、盒马等头部商超及新零售平台的定制化合作，

借助定制产品切入中高端市场；另一方面持续拓展大B渠道建设，顺应餐饮连锁化率提升趋势开发定制化产品。随着鼎味泰的并表，其在冷冻烘焙赛道的协同效应有望持续释放。公司未来重点打造清真品牌“安斋”亦有望带来新赛道增量空间。

**投资建议：**由于公司主力品类销售恢复，我们上调此前盈利预测。我们预计2026-2027年公司实现营业总收入185.3/202.7亿元（前预测值为170.1/182.5亿元）并引入2028年预测217.4亿元，2026-2028年同比14.4%/9.4%/7.2%；预计2026-2027年公司实现归母净利润18.7/20.7亿元（前预测值为15.4/16.6亿元）并引入2028年预测22.6亿元，2026-2028年同比37.4%/11.0%/9.0%；2026-2028年实现EPS5.60/6.22/6.78元；当前股价对应PE分别为17.8/16.1/14.7倍。维持优于大市评级。

**表1：盈利预测调整表**

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17010	18253	-	18526	20271	21735	1516	2018	-
收入同比增速%	7.92%	7.31%	-	14.41%	9.42%	7.22%	6.49%	2.11%	-
毛利率%	21.70%	21.60%	-	22.3%	22.6%	22.9%	0.62%	0.98%	-
销售费用率%	6.12%	6.12%	-	5.66%	5.66%	5.66%	-0.46%	-0.46%	-
净利率%	9.08%	9.07%	-	10.08%	10.22%	10.39%	1.00%	1.15%	-
归母净利润（百万元）	1544	1656	-	1867	2073	2259	323	417	-
归母净利润同比增速%	8.75%	7.24%	-	37.37%	11.01%	8.98%	28.62%	3.77%	-
EPS（元）	4.63	4.97	-	5.60	6.22	6.78	0.97	1.25	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

**表2：可比公司估值表（2026年4月28日）**

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				26E	27E	26E	27E		
603345.SH	安井食品	24.40	99.50	5.60	6.22	17.76	16.00	331.62	优于大市
001215.SZ	千味央厨	69.05	46.00	0.92	1.08	50.22	42.74	44.69	优于大市
300973.SZ	立高食品	18.28	33.75	2.35	2.35	14.35	14.35	57.15	优于大市
002216.SZ	三全食品	20.95	14.43	0.72	0.68	20.07	21.26	126.87	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除安井食品外均为Wind一致预期

**风险提示：**行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，下游需求恢复不及预期等。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2779	4980	4084	4059	4164	营业收入	15127	16193	18526	20271	21735
应收款项	646	697	797	872	935	营业成本	11602	12695	14391	15695	16763
存货净额	3285	3647	4140	4515	4818	营业税金及附加	128	128	146	160	171
其他流动资产	320	262	300	328	352	销售费用	986	966	1049	1148	1231
<b>流动资产合计</b>	<b>10351</b>	<b>13226</b>	<b>12960</b>	<b>13413</b>	<b>13908</b>	管理费用	505	416	506	550	587
固定资产	5316	5521	5963	6342	6655	研发费用	97	92	105	115	124
无形资产及其他	689	837	804	770	737	财务费用	(71)	1	(5)	(17)	(23)
投资性房地产	1005	1167	1167	1167	1167	投资收益	31	56	30	30	30
长期股权投资	14	16	16	16	16	资产减值及公允价值变动	114	222	120	110	100
<b>资产总计</b>	<b>17375</b>	<b>20767</b>	<b>20910</b>	<b>21708</b>	<b>22482</b>	其他收入	(168)	(467)	(105)	(115)	(124)
短期借款及交易性金融负债	119	921	200	200	200	营业利润	1954	1798	2484	2760	3012
应付款项	1854	1666	1891	2062	2201	营业外净收支	34	36	35	35	35
其他流动负债	1706	1696	1927	2103	2245	<b>利润总额</b>	<b>1988</b>	<b>1833</b>	<b>2518</b>	<b>2796</b>	<b>3047</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3679</b>	<b>4283</b>	<b>4019</b>	<b>4365</b>	<b>4646</b>	所得税费用	475	464	637	707	771
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	29	10	14	16	17
其他长期负债	426	580	580	580	580	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1485</b>	<b>1359</b>	<b>1867</b>	<b>2073</b>	<b>2259</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>426</b>	<b>580</b>	<b>580</b>	<b>580</b>	<b>580</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4105</b>	<b>4863</b>	<b>4599</b>	<b>4945</b>	<b>5226</b>	净利润	1485	1359	1867	2073	2259
少数股东权益	318	411	414	417	421	资产减值准备	(13)	162	12	13	12
股东权益	12953	15493	15897	16346	16835	折旧摊销	487	572	600	652	709
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17375</b>	<b>20767</b>	<b>20910</b>	<b>21708</b>	<b>22482</b>	公允价值变动损失	(114)	(222)	(120)	(110)	(100)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(71)	1	(5)	(17)	(23)
每股收益	5.06	4.08	5.60	6.22	6.78	营运资本变动	117	(400)	(162)	(119)	(97)
每股红利	3.17	3.20	4.39	4.87	5.31	其它	24	(159)	(9)	(9)	(8)
每股净资产	44.16	46.48	47.70	49.04	50.51	<b>经营活动现金流</b>	<b>1986</b>	<b>1312</b>	<b>2187</b>	<b>2499</b>	<b>2774</b>
ROIC	13.20%	12.57%	14%	17%	19%	资本开支	0	(1102)	(900)	(900)	(900)
ROE	11.46%	8.77%	12%	13%	13%	其它投资现金流	(2288)	(318)	0	0	0
毛利率	23%	22%	22%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2287)</b>	<b>(1422)</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>
EBIT Margin	12%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(0)	2187	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	16%	16%	16%	负债净变化	(1)	(0)	0	0	0
收入增长	8%	7%	14%	9%	7%	支付股利、利息	(930)	(1065)	(1463)	(1624)	(1770)
净利润增长率	0%	-8%	37%	11%	9%	其它融资现金流	(34)	2255	(721)	0	0
资产负债率	25%	25%	24%	25%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1895)</b>	<b>2311</b>	<b>(2184)</b>	<b>(1624)</b>	<b>(1770)</b>
股息率	2.8%	3.2%	4.4%	4.9%	5.3%	<b>现金净变动</b>	<b>(2196)</b>	<b>2201</b>	<b>(896)</b>	<b>(25)</b>	<b>104</b>
P/E	19.7	24.5	17.8	16.1	14.7	货币资金的期初余额	4975	2779	4980	4084	4059
P/B	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	货币资金的期末余额	2779	4980	4084	4059	4164
EV/EBITDA	14.5	15.4	12.9	11.7	10.8	企业自由现金流	1981	487	1277	1578	1847
						权益自由现金流	2004	2797	583	1610	1880

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032