

603345.SH

买入

原评级: 买入

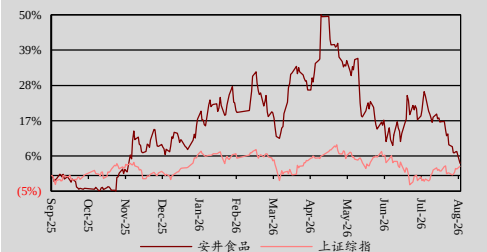
市场价格: 人民币 74.91

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 安井食品 2026 年上半年业绩点评: 公司主业经营稳健, 2 季度子公司计提商誉减值, 影响单季度利润表现。公司整体经营呈现韧性增长, 我们维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8.0)	(16.7)	(24.8)	0.8
相对上证综指	(7.1)	(20.7)	(22.8)	(2.5)

发行股数 (百万)	333.29
流通股 (百万)	333.29
总市值 (人民币 百万)	24,966.67
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	497.82
主要股东 (%)	
福建国力民生科技发展有限公司	22

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 8 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《安井食品》20260407
《安井食品》20251106
《安井食品》20241106

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 食品加工

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

安井食品

主业经营稳健, 商誉减值拖累单季度利润表现

安井食品发布 2026 年半年报。1H26 公司实现营收及归母净利润分别为 92.7、8.2 亿元, 同比增速分别为+21.9%、+21.6%。其中, 2Q26 公司营收 45.6 亿元, 同比+13.8%, 归母净利润 2.6 亿元, 同比-8.0%, 若剔除商誉减值影响, 2 季度归母净利润同比+7.1%。在行业价格战趋缓背景下, 公司通过优化渠道结构及产品结构保持了业绩上的韧性增长, 我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1H26 公司主业表现稳健, 2Q26 速冻调味品、菜肴制品实现双位数增长, 米面制品同比下滑。1H26 公司实现营收 92.7 亿元, 同比+21.9%, 其中 2Q25 营收 45.6 亿元, 同比+13.8%。
- (1) 主业方面, 2 季度速冻调味品/速冻菜肴/速冻米面营收增速分别为+16.2%/+14.7%/-9.6%, 营收占比分别为 44.7%/39.8%/11.6%。速冻调味品、速冻菜肴制品上半年营收同比增速保持双位数增长, 我们判断核心单品锁鲜装系列、烤肠系列、安井小厨等保持了较快增长。根据公司公告, 基于烤肠板块广阔的成长空间, 2026 年公司对烤肠产品进行整合, 定位为主业第三大板块。此外, 并表子公司鼎味泰及鱼糜类产品贡献营收增量。速冻米面制品行业同质化严重, 竞争激烈, 2 季度收入端同比下滑。(2) 2H25 公司完成鼎味泰、鼎益丰并表, 2 季度烘焙类产品、其他产品分别实现营收 0.5 亿元、1.3 亿元, 其中烘焙类产品仍处于培育期, 暂未起量, 营收贡献较小。
- 2 季度基本盘传统经销渠道企稳并延续稳健增长态势, 其他新型渠道保持较高增速, 收入占比小幅提升。1H26 经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收同比增速分别为+19.6%/+17.4%/+7.8%/+59.0%, 营收占比分别为 78.1%/7.0%/4.9%/10.0%, 其中新零售及电商渠道的营收占比同比提升 2.3pct。2Q26 公司经销商/特通直营/商超/新零售及电商渠道营收同比增速分别为 9.5%/13.0%/35.1%/38.9%。公司不断夯实以经销商为基本盘的渠道根基, 1H26 传统经销渠道保持稳健增长。公司执行差异化运营策略, 凭借总成本领先、产品力突出、电商组织能力持续提升等综合优势, 带动商超、新零售及电商渠道实现高速增长。我们判断, 电商渠道主要为抖音、快手等平台增速较快, 新零售平台核心增量为盒马, 商超渠道得益于定制类产品较好的表现, 预计山姆、大润发等渠道贡献增量。
- 资产减值损失拖累单 2 季度利润表现, 剔除商誉减值后, 2Q26 归母净利润同比+7.1%。(1) 受资产减值损失影响, 2Q26 公司归母净利润 2.6 亿元, 同比-8.0%。2Q26 公司对于子公司新柳伍计提商誉减值 5712 万元, 影响单季度净利润表现, 若还原商誉减值, 2Q26 公司归母净利润同比+7.1%。根据公司公告, 新柳伍累计减值 2.54 亿元, 当前减值率为 73.7%, 考虑到 2 季度计提金额及下半年旺季等因素, 我们判断 2H26 公司利润受商誉减值风险影响较小。2025 年, 受水产终端市场低迷及原材料成本上升影响, 1H26 公司计提存货跌价 4641 万元。
- (2) 1H26 公司毛利率 21.2%, 同比+0.7pct, 其中主业毛利率 21.2%, 同比提升 0.7pct。公司毛利结构优化与公司整体对原材料采购成本有效把控及产品结构、渠道结构优化有关。
- (3) 1H26 公司期间费用率为 8.3%, 同比下降 0.6pct, 2Q26 同比下降 0.4pct。拆分具体细项来看, 1H26 销售费用率、管理费用率同比分别下降 0.6pct、0.3pct, 2 季度管理费用率同比持平, 销售费用率同比-0.7pct, 公司费用管控效果持续显现。受汇兑损失增加影响, 1H26/2Q26 公司财务费用率同比均增 0.4pct。综上, 1H26 公司归母净利润率 8.9%, 同比持平; 2Q26 归母净利润率 5.7%, 同比-1.3pct。

估值

- 作为冻品龙头, 公司灵活应对行业渠道变革及价格竞争, 2026 年, 在产品差异化及 B 端定制化业务共振下, 公司主业经营稳健。下半年, 我们判断公司资产减值影响有望减少, 得益于此前对上游原材料的布局, 公司可有效应对下半年原材料价格上涨风险。在新零售及电商等渠道规模效应逐渐显现下, 公司利润结构仍有优化空间。结合公司上半年业绩及经营情况, 我们调整此前盈利预测, 小幅上调 27 至 28 年盈利预测。预计 26-28 年公司营收分别为 181.8、200.1、217.8 亿元, 同比增速分别为 12.3%、10.0%、8.9%, 归母净利润分别为 17.1、19.5、21.4 亿元, 同比增速分别为+25.5%、+14.1%、+10.1%, 当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 14.6X、12.8X、11.7X, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧、原材料成本上涨、新品推广不及预期、消费复苏不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	15,127	16,193	18,178	20,005	21,782
增长率(%)	7.7	7.0	12.3	10.0	8.9
EBITDA(人民币 百万)	2,254	2,280	2,877	3,258	3,563
归母净利润(人民币 百万)	1,485	1,359	1,706	1,946	2,142
增长率(%)	0.5	(8.5)	25.5	14.1	10.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	4.46	4.08	5.12	5.84	6.43
原先股本摊薄每股收益(人民币)			5.14	5.70	6.22
变动幅度 (%)			(0.40)	2.37	3.28
市盈率(倍)	16.8	18.4	14.6	12.8	11.7
市净率(倍)	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(倍)	9.4	9.8	7.2	6.2	5.3
每股股息 (人民币)	3.4	2.9	3.1	3.0	3.0
股息率(%)	4.1	3.6	4.1	4.0	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2026 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	4,005	4,556	13.8	7,604	9,266	21.9
营业成本	3,284	3,765	14.7	6,044	7,298	20.8
毛利率(%)	18.0	17.4	(0.6)	20.5	21.2	0.7
毛利	721	791	9.8	1,561	1,968	26.1
税金及附加	33	33	1.4	62	75	21.4
销售费用	199	194	(2.2)	441	479	8.7
管理费用	107	120	12.1	207	222	7.5
研发费用	21	22	6.4	40	43	6.9
财务费用	(2)	15	(1,061.4)	(6)	29	(558.7)
资产减值损失	6	82	1,308.8	16	103	549.8
公允价值变动收益	1.8	6.3	259.9	12	16	30.8
投资收益	16	15	(6.2)	25	36	43.3
营业利润	365	355	(2.6)	853	1,085	27.2
营业利润率(%)	9.1	7.8	(1.3)	11.2	11.7	0.5
营业外收入	2	1	(48.4)	34	18	(47.7)
营业外支出	0	2	372.7	1	3	126.6
利润总额	367	354	(3.4)	886	1,100	24.2
所得税	85	93	9.3	211	272	28.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24	27	2.9	26	26	0.4
少数股东权益	0	2	1,043.7	(1)	7	(860.3)
归属于母公司净利润	281	259	(8.0)	676	822	21.6
归母净利率(%)	7.0	5.7	(1.3)	8.9	8.9	(0.0)
EPS (元/股)	0.84	0.78	(8.0)	2.03	2.47	21.6

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15,127	16,193	18,178	20,005	21,782
营业收入	15,127	16,193	18,178	20,005	21,782
营业成本	11,602	12,695	14,181	15,612	16,996
营业税金及附加	128	128	138	150	161
销售费用	986	966	1,006	1,080	1,176
管理费用	505	416	460	502	547
研发费用	97	92	104	112	122
财务费用	(71)	1	0	0	0
其他收益	45	57	55	52	55
资产减值损失	(52)	(214)	(100)	(40)	(30)
信用减值损失	(7)	(3)	(2)	(4)	(3)
资产处置收益	(3)	(1)	(5)	(3)	(3)
公允价值变动收益	62	8	0	0	0
投资收益	31	56	36	41	44
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,954	1,798	2,274	2,594	2,842
营业外收入	38	38	53	43	45
营业外支出	4	2	6	4	4
利润总额	1,988	1,833	2,321	2,633	2,883
所得税	475	464	562	627	675
净利润	1,514	1,370	1,759	2,006	2,208
少数股东损益	29	10	53	60	66
归母净利润	1,485	1,359	1,706	1,946	2,142
EBITDA	2,254	2,280	2,877	3,258	3,563
EPS(最新股本摊薄, 元)	4.46	4.08	5.12	5.84	6.43

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,351	13,226	14,252	14,977	17,129
货币资金	2,779	4,980	4,856	5,148	6,294
应收账款	626	671	856	765	1,015
应收票据	0	2	0	2	0
存货	3,285	3,647	4,231	4,443	5,000
预付账款	65	95	84	113	101
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,596	3,830	4,225	4,507	4,719
非流动资产	7,025	7,541	7,683	7,538	7,317
长期投资	14	16	16	16	16
固定资产	5,118	5,197	5,302	5,119	4,873
无形资产	689	837	959	1,060	1,142
其他长期资产	1,204	1,491	1,406	1,343	1,288
资产合计	17,375	20,767	21,935	22,516	24,446
流动负债	3,679	4,283	4,839	4,373	5,129
短期借款	111	891	500	300	100
应付账款	1,620	1,498	1,985	1,850	2,325
其他流动负债	1,947	1,894	2,354	2,224	2,704
非流动负债	426	580	509	544	527
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	426	580	509	544	527
负债合计	4,105	4,863	5,348	4,918	5,656
股本	293	333	293	293	293
少数股东权益	318	411	464	524	590
归属母公司股东权益	12,953	15,493	16,123	17,074	18,200
负债和股东权益合计	17,375	20,767	21,935	22,516	24,446

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,514	1,370	1,759	2,006	2,208
折旧摊销	505	601	690	754	816
营运资金变动	49	(547)	157	(405)	153
其他	36	894	(222)	58	(89)
经营活动现金流	2,104	2,317	2,384	2,413	3,089
资本支出	(901)	(873)	(850)	(600)	(600)
投资变动	(2,224)	(349)	(349)	(299)	(199)
其他	(79)	77	30	37	40
投资活动现金流	(3,205)	(1,146)	(1,169)	(862)	(759)
银行借款	(215)	779	(391)	(200)	(200)
股权融资	(1,370)	952	(1,076)	(995)	(1,015)
其他	388	(244)	127	(64)	32
筹资活动现金流	(1,198)	1,488	(1,339)	(1,259)	(1,184)
净现金流	(2,299)	2,658	(124)	291	1,146

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	7.7	7.0	12.3	10.0	8.9
营业利润增长率(%)	4.7	(8.0)	26.5	14.1	9.6
归属于母公司净利润增长率(%)	0.5	(8.5)	25.5	14.1	10.1
息税前利润增长率(%)	3.3	(4.0)	30.3	14.5	9.7
息税折旧前利润增长率(%)	6.3	1.2	26.2	13.2	9.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	0.5	(8.5)	25.5	14.1	10.1
获利能力					
息税前利润率(%)	11.6	10.4	12.0	12.5	12.6
营业利润率(%)	12.9	11.1	12.5	13.0	13.0
毛利率(%)	23.3	21.6	22.0	22.0	22.0
归母净利润率(%)	9.8	8.4	9.4	9.7	9.8
ROE(%)	11.5	8.8	10.6	11.4	11.8
ROIC(%)	9.9	7.4	9.7	10.6	11.1
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
流动比率	2.8	3.1	2.9	3.4	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	25.3	25.0	23.8	24.7	24.5
应付账款周转率	9.3	10.4	10.4	10.4	10.4
费用率					
销售费用率(%)	6.5	6.0	5.5	5.4	5.4
管理费用率(%)	3.3	2.6	2.5	2.5	2.5
研发费用率(%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用率(%)	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.5	4.1	5.1	5.8	6.4
每股经营现金流(最新摊薄)	6.3	7.0	7.2	7.2	9.3
每股净资产(最新摊薄)	38.9	46.5	48.4	51.2	54.6
每股股息	3.4	2.9	3.1	3.0	3.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	16.8	18.4	14.6	12.8	11.7
P/B(最新摊薄)	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.4	9.8	7.2	6.2	5.3
价格/现金流(倍)	11.9	10.8	10.5	10.3	8.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371