

2022 年 10 月 08 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 改革焕发新活力，餐饮端蓄势待发

买入(维持)

## —三全食品（002216.SZ）公司深度报告

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

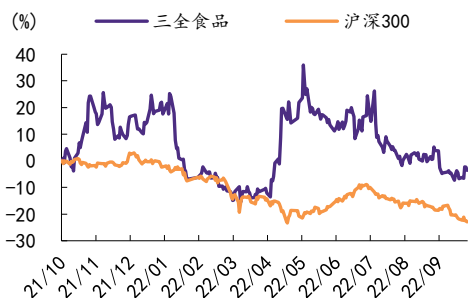
sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2022-09-30

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 16.25      |
| 总市值（亿元）     | 143        |
| 总股本（百万股）    | 879        |
| 流通股本（百万股）   | 630        |
| 52 周价格范围（元） | 14.35-23.1 |
| 日均成交额（百万元）  | 235.28     |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《三全食品（002216）：业绩符合预期，期权授予落地》2022-08-25
- 2、《华鑫证\*公司报告\*三全食品（002216）事件点评报告：业绩符合预期，持续推陈出新\*20220715\*孙山山》2022-07-15
- 3、《华鑫证券\*公司报告\*三全食品（002216）事件点评报告：一季度超预期，改革效果初显\*20220419\*孙山山》2022-04-19

### ■ 深耕行业三十载，保持稳健增长态势

总部位于河南郑州的公司，始创于 1992 年，深耕行业三十载，已是速冻食品行业龙头之一。其营收/归母净利润由 2010 年 19.23/1.23 亿元增至 2021 年 69.43/6.41 亿元，11 年 CAGR 为 12.38%/16.15%。

### ■ 行业规模逐步扩大，细分赛道空间较大

速冻食品规模预计由 2013 年 650 亿元增至 2024 年 1986 亿元，11 年 CAGR 为 11%，CR3 为 87%，三全食品位居行业第二，市占率为 27%。细分来看：1）速冻面米规模预计由 2017 年 618 亿元增至 2025 年 1045 亿元，8 年 CAGR 为 7%，CR3 为 64%，行业龙头三全食品市占率为 28%。2）速冻火锅料规模预计由 2012 年 209 亿元增至 2027 年 832 亿元，15 年 CAGR 为 10%，CR5 仅为 15%；产量由 2012 年 145 万吨增长至 2020 年 239 万吨，8 年 CAGR 为 6%；吨价由 2012 年 1.6 万元/吨提升至 2020 年 2.1 万元/吨，8 年 CAGR 为 4%。3）预制菜销售额从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元，5 年 CAGR 为 31%，预计 2025 年销售额超 8300 亿元，CR5 为 9%，远低于日本 64%。

### ■ 五大优势巩固龙头地位，加速打造供应链平台

**品牌端：**被认定为“中国驰名商标”，连续十年入选“中国 500 最具价值品牌”，业内率先被授予“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉。**产品端：**2021 年速冻面米制品营收 60.32 亿元，占比 87%，速冻调制食品和冷藏及短保类占比 11%、2%，其中预制菜聚焦优势赛道，通过微波炒饭、空气炸锅系列及北方油炸丸子类产品发力；优化存量产品，汤圆、水饺、粽子毛利率 2019 年提至 38%，下沉次新品，场景化开发新品，SKU 超 400 个；量增驱动明显，2021 年销售量 66 万吨，9 年 CAGR 为 10%，吨价为 1.1 万元/吨，9 年 CAGR 为 1%。**渠道端：**渠道结构优化，经销/直营渠道 2021 年占比 74%/23%；零售/餐饮端 2021 年占比 83%/17%，分设红标、绿标事业部；2018 年发力餐饮市场，餐饮端利润贡献 54%。**区域扩张：**2021 年北区/东区/西区/南区占比 37%/22%/20%/19%，各区域均衡发展。**产能端：**生产基地覆盖郑州、成都、天津、太仓、佛山等核心城市群，预计总产能超 180 万吨/年；总产量由 2013 年 39 万吨增至 2021 年 65 万吨，8 年 CAGR 为 7%。

### ■ 股权激励锁定目标，体制改革初见成效

**2021 年股权激励：**要求 2022-2024 年营收分别不低于 76/84/92 亿元，其中 2022 年触发值为目标 95%。**体制改革：**考核机制以利润为导向，控费提效，销售费用率降至 2021 年 14%；

优化零售渠道，直营降费减亏，拓展经销渠道，零售端净利率由 2018 年 0.6% 提至 2021 年 9%，带动净利率由 2018 年 2% 增至 2021 年 9%。

## ■ 盈利预测

我们预计 2022-2024 年 EPS 为 0.85/0.98/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/14 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、股权激励目标不及预期、餐饮市场推进不及预期等。

| 预测指标       | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 6,943  | 7,841 | 8,842 | 9,850 |
| 增长率（%）     | 0.3%   | 12.9% | 12.8% | 11.4% |
| 归母净利润（百万元） | 641    | 749   | 864   | 991   |
| 增长率（%）     | -16.5% | 16.8% | 15.4% | 14.7% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.73   | 0.85  | 0.98  | 1.13  |
| ROE（%）     | 19.8%  | 21.6% | 22.7% | 23.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、速冻面米龙头，保持稳健增长态势..... 7

1.1、国内速冻汤圆首创者，深耕行业三十载..... 7

1.2、公司股权集中，团队激励充分..... 8

1.3、业绩整体稳健，盈利能力改善..... 9

2、行业规模逐步扩大，细分赛道空间较大..... 11

2.1、行业向龙头集中，发展空间广大..... 11

2.2、需求供给齐发力，行业有望持续扩容..... 14

2.3、行业进一步细分化，各赛道差异化发展..... 16

3、五大优势巩固龙头地位，加速打造供应链平台..... 24

3.1、品牌端：三十年沉淀，铸就品牌经典..... 24

3.2、产品端：产品结构持续优化，新品类驱动发展..... 26

3.3、渠道端：线上线下双轮驱动，发力餐饮市场..... 32

3.4、区域扩张：各区域均衡发展，全冷链体系提供保障..... 36

3.5、产能端：产能覆盖主要城市群，为公司保驾护航..... 37

4、内部机制改革，重新焕发活力..... 40

5、盈利预测与评级..... 42

6、风险提示..... 43

图表目录

图表 1：三全食品 1993 年成立，2008 年于深交所上市..... 8

图表 2：三全食品实际控制人为创始人陈泽民及其家庭成员..... 8

图表 3：三全食品 2016 年、2021 年股权激励计划一览..... 9

图表 4：三全食品 2022H1 营收 38.21 亿元，同增 5.00%..... 10

图表 5：三全食品 2022H1 归母净利润 4.31 亿元，同增 55.10%..... 10

图表 6：2022H1 三全食品毛利率 29.88%..... 10

图表 7：2022H1 三全食品净利率 11.28%..... 10

图表 8：2022H1 三全食品销售费用率 13.14%..... 11

图表 9：2022H1 三全食品管理费用率 3.44%..... 11

图表 10：2022H1 三全食品 ROE 为 12.81%..... 11

图表 11：三全食品 ROE 提升明显，主要系净利率拉动..... 11

图表 12：速冻食品行业发展历程一览..... 12

图表 13：我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元..... 12

图表 14：速冻火锅料和速冻面米制品占速冻食品市场比例分别为 33%和 53%..... 12

图表 15：2020 年我国速冻食品市场零售和餐饮端占比分别为 54%、46%..... 13

图表 16：我国购买过速冻食品的消费者占比 98%..... 13

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| 图表 17: 2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg .....                          | 13 |
| 图表 18: 2022 年三全食品速冻食品市占率为 27%, 位居行业第二 .....                  | 13 |
| 图表 19: 2020 年每月购买速冻食品 3 次以上的消费者占比超 50% .....                 | 14 |
| 图表 20: 需求增长推动速冻食品企业业绩增长 (归母净利润同比增速%) .....                   | 14 |
| 图表 21: 城镇居民家庭人均可支配收入从 2010 年 1.9 万元增长至 2021 年 4.7 万元 .....   | 14 |
| 图表 22: 我国结婚率从 2013 年 9.92% 下降至 2019 年 6.6% .....             | 14 |
| 图表 23: 我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人 .....       | 15 |
| 图表 24: 餐饮企业面临“三高问题” .....                                    | 15 |
| 图表 25: 中国连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家 .....      | 15 |
| 图表 26: 预计我国冷链市场规模从 2015 年 1800 亿元增长至 2023 年 7231 亿元 .....    | 16 |
| 图表 27: 我国冷藏车市场保有量由 2014 年 7.59 万辆增长至 2020 年 27.5 万辆 .....    | 16 |
| 图表 28: 我国冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨 .....         | 16 |
| 图表 29: 速冻食品分类一览 .....                                        | 17 |
| 图表 30: 速冻面米制品分类一览 .....                                      | 17 |
| 图表 31: 预计我国速冻面米食品行业规模由 2017 年 618 亿元增长至 2025 年 1045 亿元 ..... | 18 |
| 图表 32: 2020 年速冻面米市场餐饮端占比仅 16% .....                          | 18 |
| 图表 33: 中国速冻面米行业 CR3 为 64% .....                              | 18 |
| 图表 34: 速冻面米行业主要企业一览 .....                                    | 18 |
| 图表 35: 新兴面点产品一览 .....                                        | 19 |
| 图表 36: 传统面米制品占比超 60% .....                                   | 19 |
| 图表 37: 速冻火锅料制品消费场景多元化 .....                                  | 20 |
| 图表 38: 速冻火锅料需求呈增长趋势 .....                                    | 20 |
| 图表 39: 我国速冻火锅料市场规模由 2012 年 209 亿元增长至 2020 年 462 亿元 .....     | 20 |
| 图表 40: 我国速冻火锅料行业产量由 2012 年 144.7 万吨增长至 2020 年 238.5 万吨 ..... | 21 |
| 图表 41: 我国速冻火锅料均价由 2012 年 1.62 万元/吨提升至 2020 年 2.13 万元/吨 ..... | 21 |
| 图表 42: 2020 年速冻火锅料行业 CR5 仅为 15% .....                        | 21 |
| 图表 43: 部分高端品牌一览 .....                                        | 22 |
| 图表 44: 预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品 .....                       | 22 |
| 图表 45: 我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元 .....     | 23 |
| 图表 46: 2020 年受疫情影响, 餐饮行业增速为-15.4% .....                      | 23 |
| 图表 47: 2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG .....                        | 23 |
| 图表 48: 2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11% .....                   | 23 |
| 图表 49: 我国预制菜行业 CR5 为 9.2% .....                              | 24 |
| 图表 50: 预制菜行业主要参与者一览 .....                                    | 24 |
| 图表 51: 三全食品自成立荣获多个奖项 .....                                   | 25 |
| 图表 52: 2022 年三全食品入选“中国 500 最具价值品牌” .....                     | 25 |

|                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 53: 2021 年销售费用为 9.01 亿元, 销售费用率 13%                                | 25 |
| 图表 54: 市场费用为三全食品主要销售费用投入                                             | 25 |
| 图表 55: 三全食品与多部热门综艺与影视合作                                              | 26 |
| 图表 56: 三全食品联合河南春晚《唐宫夜宴》推出联名款汤圆                                       | 26 |
| 图表 57: 三全食品产品矩阵一览                                                    | 27 |
| 图表 58: 2021 年三全食品速冻面米制品占比 87%                                        | 28 |
| 图表 59: 传统速冻面米制品占比由 2016 年 74%下降至 2021 年 61%                          | 28 |
| 图表 60: 汤圆、水饺产品系列一览                                                   | 28 |
| 图表 61: 三全食品研发支出占营收比重 2017-2019 年基本维持 2%以上                            | 29 |
| 图表 62: 三全食品研发费用、研发人员占比从 2018 年 0.19 亿元、1.61% 增至 2021 年 0.55 亿元、2.07% | 29 |
| 图表 63: 三全食品围绕场景研发新品                                                  | 29 |
| 图表 64: 三全食品和安井食品预制菜产品对比一览                                            | 30 |
| 图表 65: 汤圆、水饺、粽子增速由 2013 年 33% 下滑至 2021 年 -8%                         | 30 |
| 图表 66: 面点及其他产品毛利占比由 2012 年 18% 提升至 2021 年 29%                        | 30 |
| 图表 67: 汤圆、水饺、粽子毛利率由 2012 年 35% 增至 2019 年 38%                         | 31 |
| 图表 68: 三全食品销售量由 2012 年 26.89 万吨增至 2021 年 65.78 万吨, 9 年 CAGR 为 10%    | 31 |
| 图表 69: 三全食品吨价由 2012 年 1.00 万元/吨增至 2021 年 1.06 万元/吨, 9 年 CAGR 为 1%    | 31 |
| 图表 70: 速冻面米制品销售量由 2019 年 53.89 万吨增至 2021 年 59.61 万吨                  | 32 |
| 图表 71: 速冻调制食品吨价由 2019 年 1.03 万元/吨增至 2021 年 1.37 万元/吨                 | 32 |
| 图表 72: 经销渠道占比 74%, 直营渠道占比 23%                                        | 32 |
| 图表 73: 截止 2022H1 三全食品经销商数量已达 5516 个                                  | 32 |
| 图表 74: 三全食品线上销售渠道分为传统电商、生鲜电商、社区电商、卖场到家业务                             | 33 |
| 图表 75: 2021 年直营电商营收 1.59 亿元, 同增 76.15%                               | 33 |
| 图表 76: 2021 年零售市场占比 83%, 餐饮市场占比 17%                                  | 34 |
| 图表 77: 2021 年零售等市场和餐饮市场分别实现营收 57.3 亿元和 11.71 亿元, 同比-4%和 25%          | 34 |
| 图表 78: 三全食品餐饮市场 2020 年净利润占比为 54%                                     | 34 |
| 图表 79: 三全食品餐饮端净利率维持在 6%-7%                                           | 34 |
| 图表 80: 三全食品推出“三全涮烤汇”, 入局火锅烧烤业态                                       | 35 |
| 图表 81: 7-Eleven 三全鲜食产品一览                                             | 35 |
| 图表 82: 三全食品鲜食业务部分合作客户一览                                              | 35 |
| 图表 83: 2021 年北区/东区/西区/南区占比 37%/22%/20%/19%                           | 36 |
| 图表 84: 2020 年北区/东区/西区/南区经销商数量分别增长 337/295/325/359 个                  | 36 |
| 图表 85: 截止 2022H1 末, 北区/东区/西区/南区经销商数量为 1696/1190/1402/1228 个          | 36 |
| 图表 86: 三全食品生产基地及产能一览                                                 | 37 |
| 图表 87: 郑州航空港经济综合实验区鸟瞰图                                               | 38 |
| 图表 88: 三全食品总产量由 2013 年 38.99 万吨增至 2021 年 65.46 万吨, 8 年 CAGR 为 7%     | 38 |

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图表 89: 三全食品 2021 年产能利用率为 85%.....                      | 38 |
| 图表 90: 2021 年速冻面米制品产能占比 90%.....                       | 39 |
| 图表 91: 分品类产量情况一览.....                                  | 39 |
| 图表 92: 2021 年三全食品单位成本为 0.96 万元/吨, 低于行业可比公司.....        | 40 |
| 图表 93: 2021 年三全食品单位采购成本为 0.57 万元/吨, 低于行业可比公司.....      | 40 |
| 图表 94: 三全食品零售和餐饮业务由红标和绿标事业部独立运作.....                   | 40 |
| 图表 95: 红标、绿标事业部产品系列一览.....                             | 41 |
| 图表 96: 零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%.....        | 41 |
| 图表 97: 2020 年经销商数量同增 31%.....                          | 41 |
| 图表 98: 三全食品实行“3+1”考核机制.....                            | 42 |
| 图表 99: 三全食品销售费用率由 2019 年 26.59% 下降至 2021 年 14.42%..... | 42 |

# 1、速冻面米龙头，保持稳健增长态势

## 1.1、国内速冻汤圆首创者，深耕行业三十载

**速冻汤圆首创者，深耕速冻面米行业已三十年。**1990 年，公司创始人陈泽民发明中国第一颗速冻汤圆，并于 1993 年成立“郑州市三全食品厂”，成为国内首家速冻面米食品生产企业。自成立，三全食品专注于速冻和冷藏面米制品的研发、制造与销售，并不断扩充产品品类，致力于成为“餐桌美食供应商的领导者”。目前三全食品已成为速冻面米行业龙头企业，市占率保持 30%左右。

回顾三全食品发展史，公司发展可分为以下阶段：

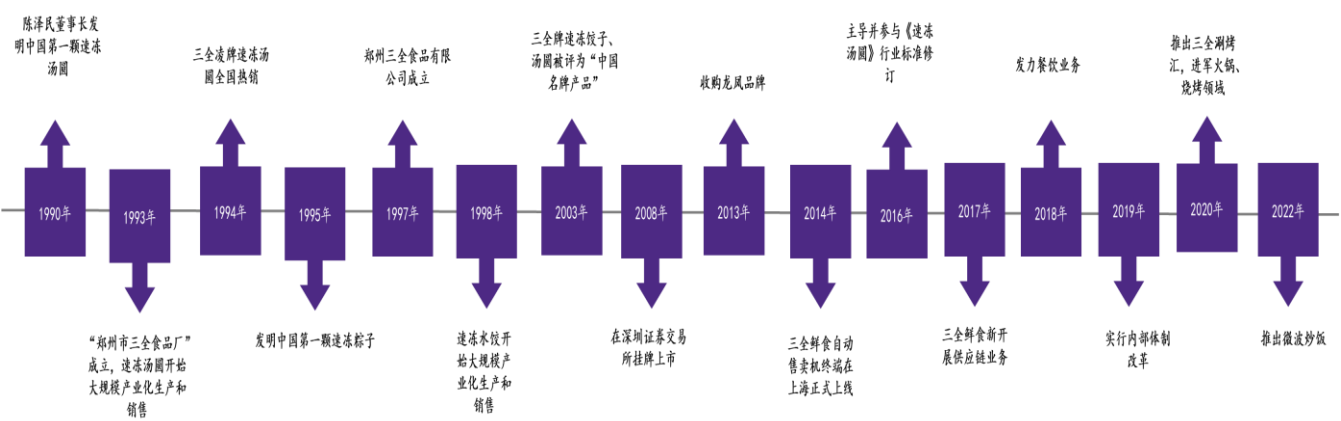
**第一阶段（1990-2001 年）：首创速冻汤圆，开启速冻食品标准化生产，销售网络逐步扩大。**1993 年“郑州市三全食品厂”成立，速冻汤圆开始大规模产业化生产和销售，1994 年推出“三全凌牌”速冻汤圆，市场反应良好。除速冻汤圆，公司不断拓展品类，1995 年发明中国第一颗速冻粽子，1998 年实现速冻水饺大规模生产和销售。此外，公司不断引进最新设备以及扩建工厂，1997 年建成全国最大速冻食品生产基地，销售网络覆盖全国主要城市。

**第二阶段（2002-2007 年）：引入常温食品生产线，开展海外业务，行业龙头地位凸显。**2002 年公司速冻水饺出口至加拿大，同行业中率先走出国门；2004 年公司引进国际最先进常温食品生产线，并于 2007 年首次向英国出口“常温微波方便米饭”。经过多年深耕，公司行业龙头地位逐步凸显，2006 年当选行业标志性品牌，2007 年主持起草的《速冻汤圆》、《速冻饺子》行业标准正式发布实施。

**第三阶段（2008-2017 年）：于交易所挂牌上市，持续创新产品品类，品牌力不断提升。**2008 年公司在深交所挂牌上市，步入快速发展时期。同时公司加大产品创新力度，花漾小云吞、果然爱水果汤圆、醇郁榴莲汤圆、鱼皮脆饺、速冻蒸蛋糕、自加热米饭等产品相继荣获行业创新产品奖。2013 年收购“龙凤”品牌，2014 年上线三全鲜食自动售卖机以及三全儿童系列，进一步丰富产品品类。随着产品品质和知名度提升，公司品牌力不断增强，2013 年品牌价值位居全国第 83 名，河南第 4 名。

**第四阶段（2018 年至今）：发力餐饮市场，拓宽消费场景，推动体制改革。**2018 年公司提出重点发力餐饮市场，并围绕消费场景不断开拓新渠道、新业态，2019 年与 7-Eleven 合作鲜食业务，打造餐饮即食场景；2020 年针对家庭火锅烧烤场景，推出三全涮烤汇。同时公司设立红标、绿标事业部，2019 年公司理顺内部机制，实行内部改革，改善渠道和产品结构，公司由此重获发展势能。

图表 1：三全食品 1993 年成立，2008 年于深交所上市

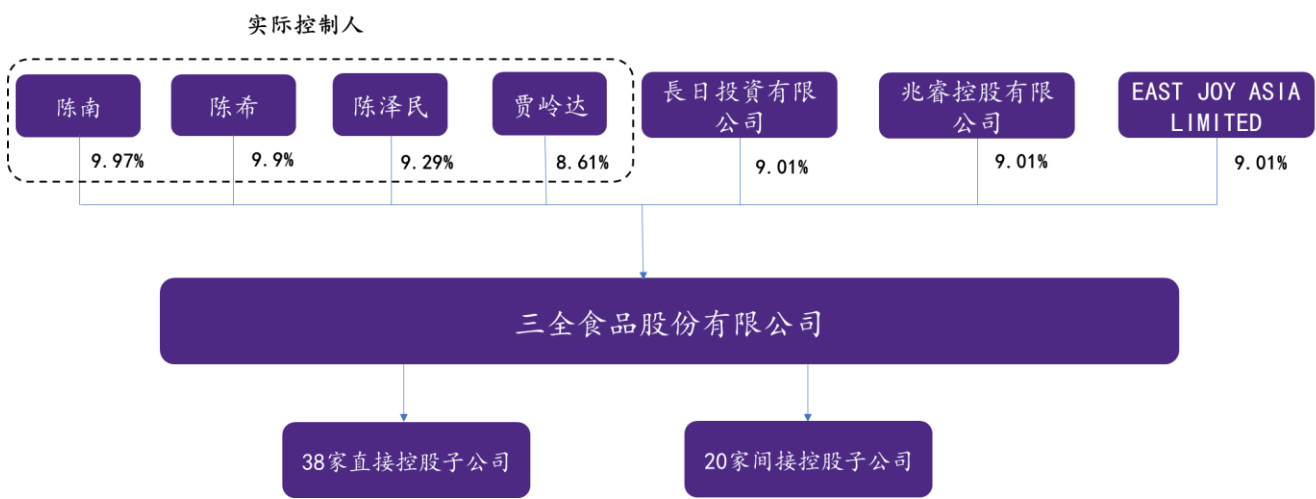


资料来源：三全食品官网，华鑫证券研究

1.2、公司股权集中，团队激励充分

公司股权集中，高管利益与公司深度绑定。截止 2022H1，创始人陈泽民及其家庭成员陈南、陈希、贾岭达为公司实际控制人，合计持股（直接或间接）64.80%，股权较为集中。公司主要高管（董事长、副董事长、董事及总经理、副总经理、财务总监）合计持股 3.33 亿股，占总股本 38%，与公司利益深度绑定。

图表 2：三全食品实际控制人为创始人陈泽民及其家庭成员



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司多次实施股权激励计划，管理层及骨干人员积极性充分。三全食品分别于 2014 年、2016 年、2021 年实施股权激励计划。其中 2016 年限制性股票激励计划的解除限售条件均已达成。2021 年公司向董事、高级管理人员及核心骨干人员共计 271 名激励对象首次授予股票期权 1513.25 万份（授予价 19.79 元/份），要求 2022-2024 年营收分别不低于

76/84/92 亿元，其中 2022 年触发值为目标 95%。

图表 3：三全食品 2016 年、2021 年股权激励计划一览

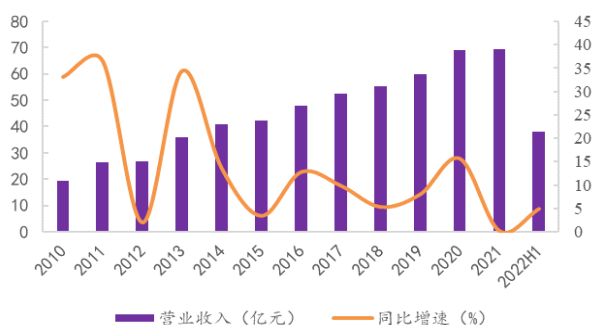
| 股权激励计划          | 公告日         | 股权激励方式    | 激励对象                       | 授予数量       | 授予/行权价格    | 解除限售/行权条件                                    | 实际增速   | 是否完成 | 行权/解除限售比例 |
|-----------------|-------------|-----------|----------------------------|------------|------------|----------------------------------------------|--------|------|-----------|
| 2016 年限制性股票激励计划 | 2016 年 12 月 | 首次授予限制性股票 | 公司董事、高级管理人员及核心骨干人员共计 30 人  | 1046.44 万股 | 每股 4.36 元  | 2016 年营业收入不低于 44.49 亿元（以 2015 年为基数增速不低于 5%）  | 12.83% | 是    | 1/3       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2017 年营业收入不低于 46.61 亿元（以 2015 年为基数增速不低于 10%） | 24.04% | 是    | 1/3       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2018 年营业收入不低于 49.15 亿元（以 2015 年为基数增速不低于 16%） | 30.72% | 是    | 1/3       |
|                 | 2017 年 7 月  | 授予预留限制性股票 | 公司中层管理人员和核心骨干人员共计 2 人      | 54.23 万股   | 每股 4.30 元  | 2017 年营业收入不低于 46.61 亿元（以 2015 年为基数增速不低于 10%） | 24.04% | 是    | 50%       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2018 年营业收入不低于 49.15 亿元（以 2015 年为基数增速不低于 16%） | 30.72% | 是    | 50%       |
| 2021 年股票期权激励计划  | 2021 年 12 月 | 首次授予股票期权  | 公司董事、高级管理人员及核心骨干人员共计 271 人 | 1513.25 万份 | 每股 19.79 元 | 2022 年营业收入不低于 76 亿元（增速不低于 9%）                | -      | -    | 40%       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2023 年营业收入不低于 84 亿元（增速不低于 11%）               | -      | -    | 30%       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2024 年营业收入不低于 92 亿元（增速不低于 10%）               | -      | -    | 30%       |
|                 | 2022 年 8 月  | 授予预留股票期权  | 公司董事、高级管理人员及核心骨干人员共计 37 人  | 360.00 万份  | 每股 19.59 元 | 2022 年、2023 年累计营业收入不低于 160 亿元                | -      | -    | 50%       |
|                 |             |           |                            |            |            | 2024 年营业收入不低于 92 亿元                          | -      | -    | 50%       |

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

### 1.3、业绩整体稳健，盈利能力改善

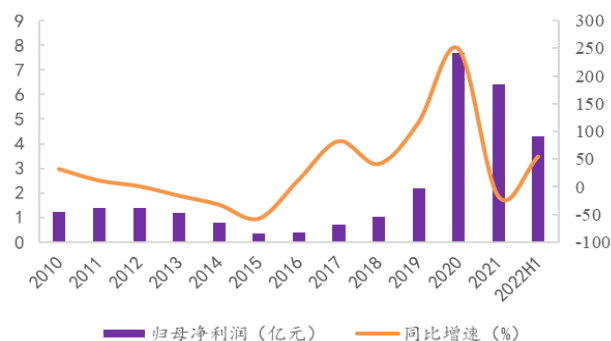
**收入增长稳健，利润恢复增长。**三全食品营收从 2010 年 19.23 亿元增至 2021 年 69.43 亿元，11 年 CAGR 为 12.38%；归母净利润从 2010 年 1.23 亿元增至 2021 年 6.41 亿元，11 年 CAGR 为 16.15%。2022H1 营收、归母净利润分别 38.21、4.31 亿元，分别同比增长 5.00%、55.10%。其中 2022Q2 营收和归母净利润分别 14.78、1.70 亿元，分别同比增长 13.04%、66.71%，营收同比增长主要系产品持续推新、电商渠道增长、速冻面食制品及其他收入增长带动。净利润同比增长主要得益于渠道、产品结构优化及精细化管理。

图表 4：三全食品 2022H1 营收 38.21 亿元，同增 5.00%



资料来源：wind，华鑫证券研究

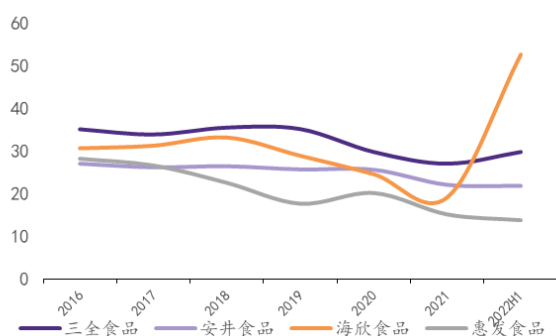
图表 5：三全食品 2022H1 归母净利润 4.31 亿元，同增 55.10%



资料来源：wind，华鑫证券研究

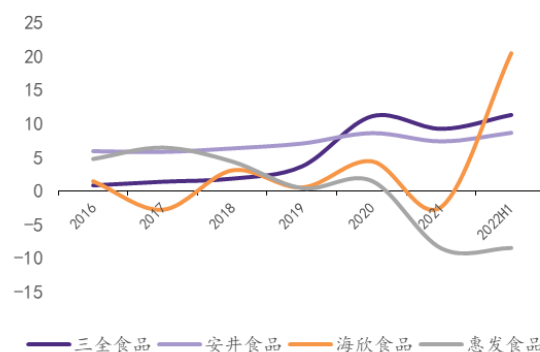
**毛利率保持稳定，净利率提升明显。**三全食品毛利率在行业处于较高水平，长期维持在 30%以上，2020 和 2021 年由于会计准则变更后运费由销售费用调整至营业成本及渠道结构调整，分别下降至 29.87%、27.17%，仍在行业中处于较高水平。三全食品销售费用率与可比公司相比较，2016-2019 年维持在 25%以上，通过渠道结构优化、产品结构调整及精细化管理，2021 和 2022 年分别下降至 14.42%、12.98%；管理费用率基本维持在 3% 至 4% 左右，在行业内处于较低水平，2021 年为 3.62%。综合来看，随着销售费用率的大幅降低，净利率水平提升明显，由 2016 年 0.83% 增至 2021 年 9.22%。2022H1 毛利率、净利率分别为 29.88%、11.28%。

图表 6：2022H1 三全食品毛利率 29.88%



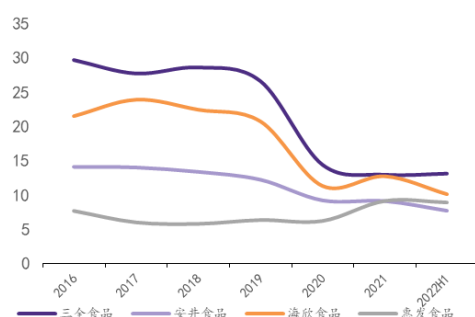
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 7：2022H1 三全食品净利率 11.28%



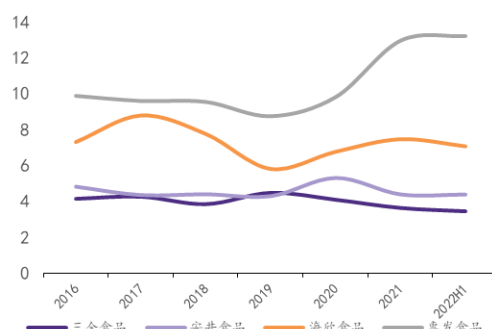
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：2022H1 三全食品销售费用率 13.14%



资料来源：wind，华鑫证券研究

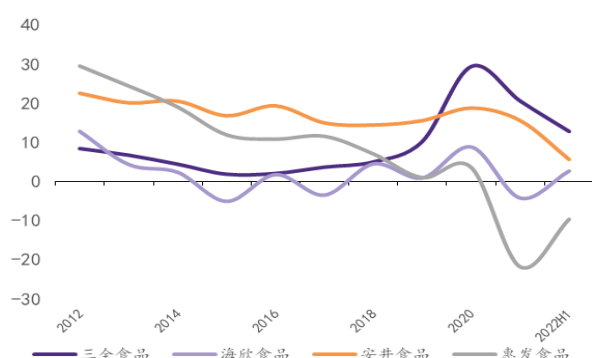
图表 9：2022H1 三全食品管理费用率 3.44%



资料来源：wind，华鑫证券研究

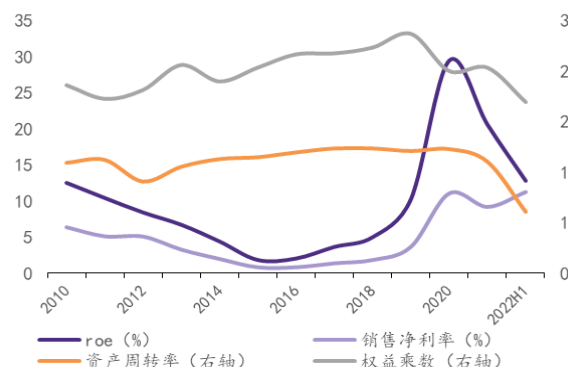
ROE 改善明显，主要系销售净利率拉动。三全食品 ROE 由 2010 年 12.54% 持续下降至 2015 年低点 1.87%，主要系销售净利率从 2010 年 6.39% 下降至 2015 年 0.82% 所致。2015-2018 年 ROE 一直处于较低水平，随着净利率水平由 2015 年 0.82% 提升至 2021 年 9.22%，ROE 由 2015 年 1.87% 提升至 20.58%，处于行业较高水平。

图表 10：2022H1 三全食品 ROE 为 12.81%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：三全食品 ROE 提升明显，主要系净利率拉动



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2、行业规模逐步扩大，细分赛道空间较大

### 2.1、行业向龙头集中，发展空间广大

速冻食品指以米、面、杂粮等为主要原料，以肉类、蔬菜等为辅料，经加工制成各类烹制或未烹制的主食品后，立即采用速冻工艺制成并可以在冻结条件下运输储存及销售的各类主食品。速冻食品行业发展可分为四个阶段：

**工业大时代（80-90 年代）：**正处改革开放初始阶段，速冻技术、设备等仍较落后，速冻食品行业处于萌芽阶段，产品以速冻肉制品为主，属于“产品为王”的无品牌时代。

**商贸大时代（90 年代末-2010s）：**改革开放逐步推进，人们生活水平提升，行业快速扩张，技术水平取得进步。该阶段出现三全、思念等传统家庭速冻品牌，产品以汤圆、水饺等速冻面米制品为主，企业主要依靠商超零售渠道抢夺份额。

**互联网时代（2010-2015 年）：**互联网电商爆发，食品个性化成为主题，供给端渠道和品牌迅速分化，行业龙头逐步崛起，火锅料制品等其他品类井喷式发展，餐饮端需求逐步高增。

**移动互联网时代（2015 年至今）：**行业迎来“流量为王”时代，进入新高速增长阶段。餐饮行业对标准化食材需求增强，推动餐饮标准化供应品牌快速发展，产品品类愈加丰富，预制菜等标准化产品开始导入，新零售发展推动渠道下沉。

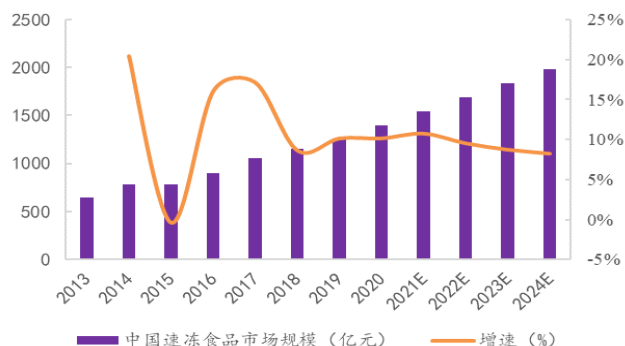
图表 12：速冻食品行业发展历程一览



资料来源：立鼎产业研究院，华经产业研究院，华鑫证券研究

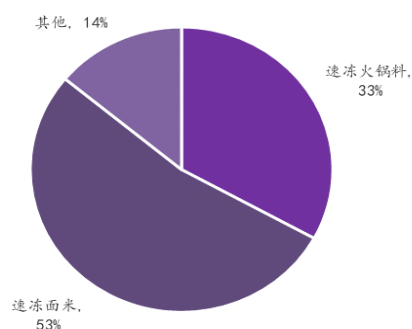
**速冻食品行业规模逐年增长，以零售端为主。**据艾媒咨询，我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元，11 年 CAGR 为 10.69%。分品类看，速冻食品市场主要以速冻火锅料和速冻面米制品为主，两者占比分别为 33%和 53%。分渠道看，我国速冻食品市场以零售渠道为主，据中商产业研究院，2020 年零售和餐饮端占比分别为 54%、46%。

图表 13：我国速冻食品市场规模预计由 2013 年 649.8 亿元增长至 2024 年 1986 亿元



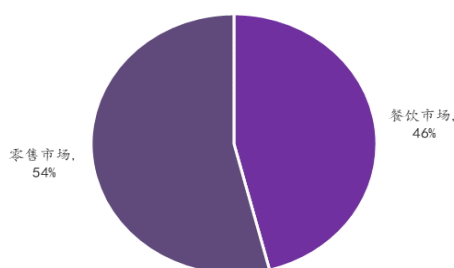
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 14：速冻火锅料和速冻面米制品占速冻食品市场比例分别为 33%和 53%



资料来源：红餐网，华鑫证券研究

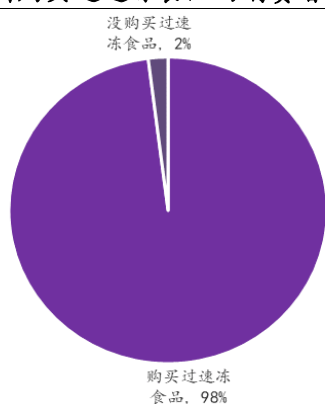
图表 15：2020 年我国速冻食品市场零售和餐饮端占比分别为 54%、46%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

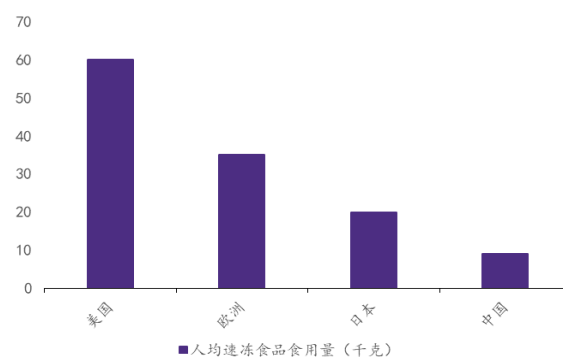
行业集中于龙头，发展空间仍较大。据艾媒咨询，我国速冻食品消费渗透率较高，购买过速冻食品的消费者占比 98%，但对标欧美和日本，我国速冻食品人均食用量仍较低。2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg，远低于美国 60kg，欧洲 35kg，日本 20kg，行业发展空间仍较大。从竞争格局看，行业正向龙头企业集中，2022 年安井食品速冻食品市占率为 40%，位居行业第一，其次是三全食品，市占率为 27%。

图表 16：我国购买过速冻食品的消费者占比 98%



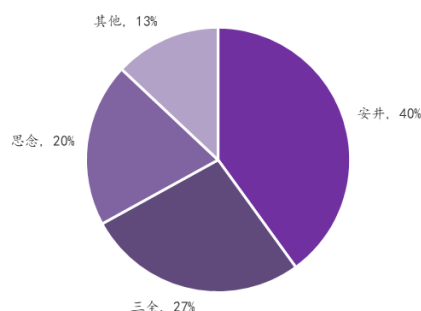
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 17：2019 年中国人均速冻食品食用量为 9kg



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 18：2022 年三全食品速冻食品市占率为 27%，位居行业第二

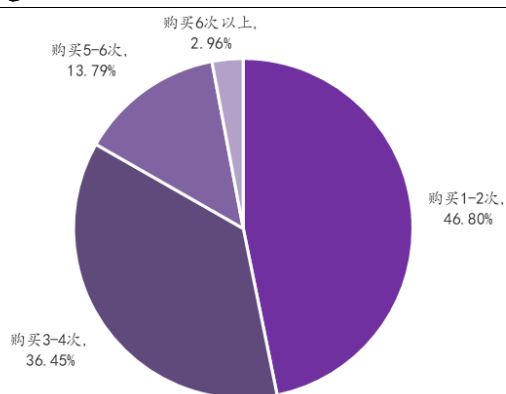


资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

## 2.2、需求供给齐发力，行业有望持续扩容

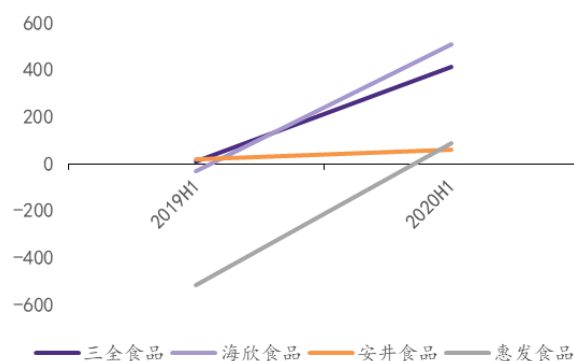
**零售端：疫情+消费升级催生需求，人口结构变化推动发展。**受疫情影响，人们外出就餐次数减少，社区团购等新零售发展推动下，家庭端购买速冻食品需求增加，促进速冻食品企业业绩增长。据艾媒咨询，2020年每月购买速冻食品3次以上的消费者占比超50%。需求推动下，2020H1多家速冻食品企业收入和利润实现双位数以上增长。此外，随着收入提升，消费者的健康和品牌意识逐渐增强，行业标准逐步规范、生产流程标准化的速冻食品符合消费升级趋势。人口结构方面，单身潮及家庭小型化趋势使得烹饪的成本效益降低，速冻食品由于其便捷性，有利于节约消费者烹饪的时间和精力成本，需求有望逐渐增加。

图表 19：2020 年每月购买速冻食品 3 次以上的消费者占比超 50%



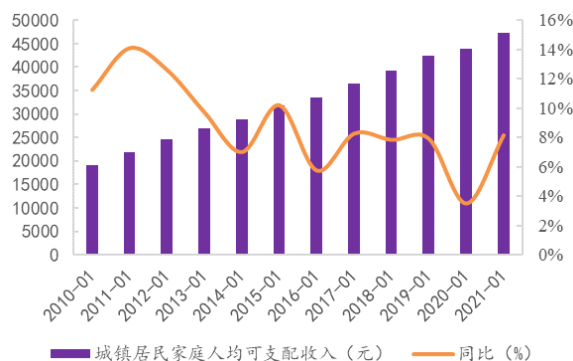
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 20：需求增长推动速冻食品企业业绩增长（归母净利润同比增速%）



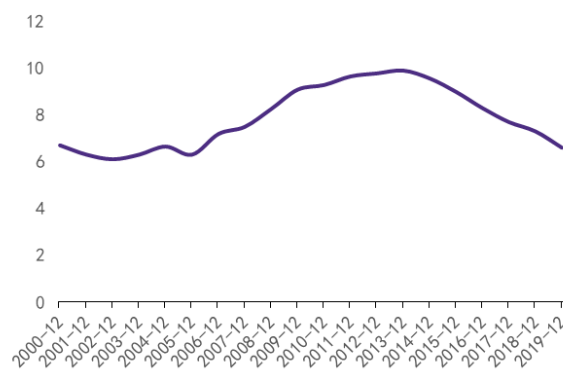
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 21：城镇居民家庭人均可支配收入从 2010 年 1.9 万元增长至 2021 年 4.7 万元



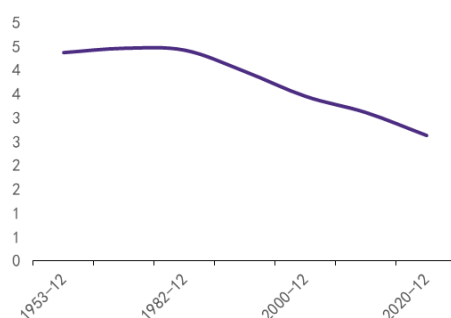
资料来源：聚汇数据，华鑫证券研究

图表 22：我国结婚率从 2013 年 9.92%下降至 2019 年 6.6%



资料来源：wind，华鑫证券研究

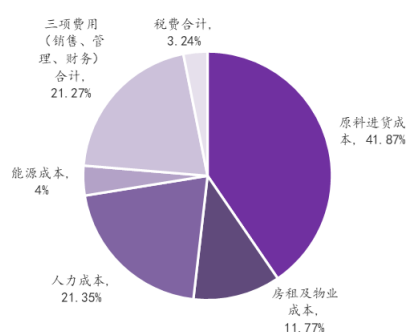
图表 23：我国家庭户平均规模从 1953 年 4.36 人下降至 2020 年 2.62 人



资料来源：wind，华鑫证券研究

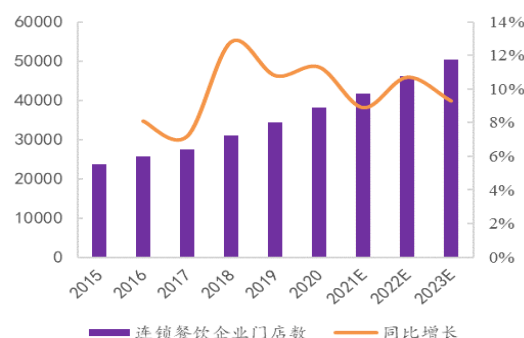
**餐饮端：连锁餐饮面临“三高”，降本增效之需逐步释放。**据中国饭店协会，餐饮企业除三项费用占比前三是原料进货成本、房租及物业成本以及人力成本，占总营收 72.45%。目前我国餐饮连锁化率为 35%，连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家，连锁餐饮数量未来有望持续提升，在成本压力下，降本增效之需将推动速冻食品需求逐步释放。

图表 24：餐饮企业面临“三高问题”



资料来源：中国饭店协会，华鑫证券研究

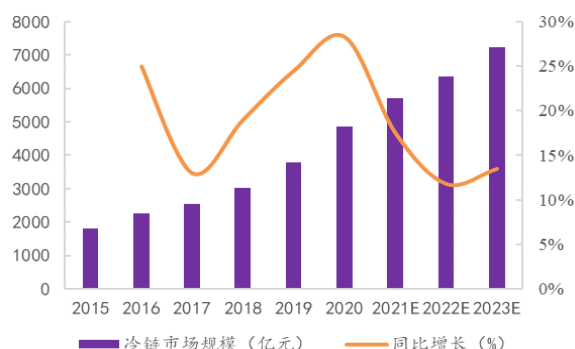
图表 25：中国连锁餐饮门店数由 2015 年 2.37 万家增至 2020 年 3.82 万家



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

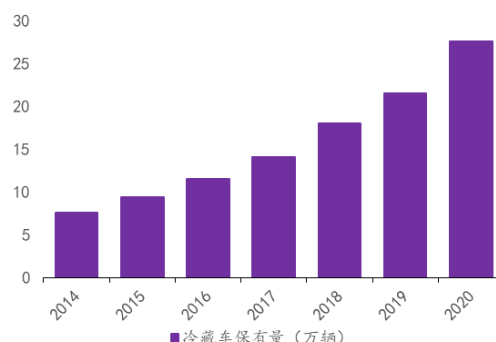
**供给端：冷链物流设施逐步完善，为行业供应提供保障。**据艾媒咨询，2015 年冷链市场规模仅为 1800 亿元，预计 2023 年突破 7000 亿元，8 年 CAGR 为 19%。基础设施方面，我国冷藏车市场保有量由 2014 年 7.59 万辆增长至 2020 年 27.5 万辆，6 年 CAGR 为 23.9%；冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨，3 年 CAGR 为 14%。速冻食品对保鲜要求较高，需在冷链条件下进行储存和配送，且下游客户较为零散，产品需求多样，需要先进的仓储物流体系及冷链运输技术满足高频率配送需求。因此冷链物流设施和技术的逐步成熟将为速冻食品供应提供保障。

图表 26：预计我国冷链市场规模从 2015 年 1800 亿元增长至 2023 年 7231 亿元



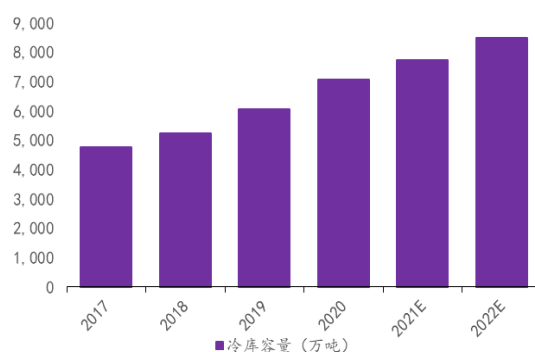
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 27：我国冷藏车市场保有量由 2014 年 7.59 万辆增长至 2020 年 27.5 万辆



资料来源：前瞻产业研究院，汽车总站网，华鑫证券研究

图表 28：我国冷库容量由 2017 年 4775 万吨增至 2020 年 7080 万吨



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

## 2.3、行业进一步细分化，各赛道差异化发展

**行业景气度仍存，赛道逐步细分化。**随着速冻食品行业不断发展，行业呈现细分化趋势。按照品类不同，速冻食品行业可划分为速冻面米制品、速冻火锅料制品、速冻预制菜等。其中速冻面米制品包括传统面点（水饺、汤圆、油条等）以及新式面点（手抓饼、粗粮馒头等）。速冻食品行业整体景气度仍存，具备发展空间，细分行业看，速冻面米行业餐饮端发展潜力大，新兴面点成新增长点；速冻火锅料行业仍较分散，高端化发展为趋势；预制菜行业仍处蓝海阶段，发展空间广阔。

图表 29：速冻食品分类一览



资料来源：观研天下，华经产业研究院，华鑫证券研究

2.3.1、速冻面米：餐饮端具备发展潜力，新兴面点望成增长点

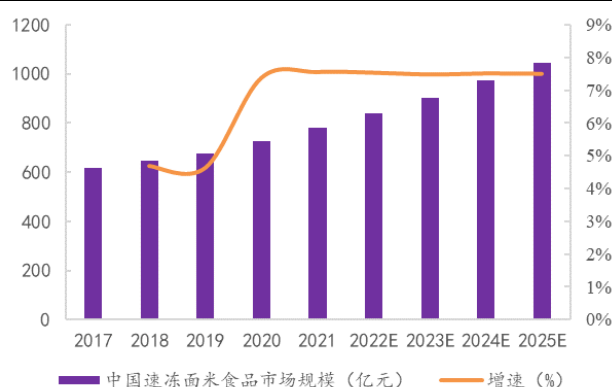
速冻面米制品种类丰富，行业稳步扩张。速冻面米制品是居民重要的日常消费食品，按加工方式不同可分为生制品和熟制品，按馅料原料成分不同可分为肉类、含肉类、无肉类及无馅类，主要品类包括水饺、汤圆、混沌、手抓饼、油条、面条等。整体来看，我国速冻面米食品行业稳定增长，预计增速稳中趋缓，市场规模由 2017 年 618 亿元增长至 2025 年 1045 亿元，8 年 CAGR 为 6.79%。

图表 30：速冻面米制品分类一览

| 分类依据    | 类别  | 示例                          |
|---------|-----|-----------------------------|
| 按加工方式   | 生制品 | 速冻水饺、汤圆、馄饨、手抓饼、速冻油条、速冻面条、春卷 |
|         | 熟制品 | 豆沙包、包子、花卷、馒头、枣糕、南瓜饼         |
| 按馅料原料成分 | 肉类  | 鲜肉水饺、虾饺、肉包、肉粽               |
|         | 含肉类 | 玉米水饺、手抓饼                    |
|         | 无肉类 | 菜包、豆沙包、枣糕、烧卖、奶黄包            |
|         | 无馅类 | 速冻油条、馒头、芝麻球                 |

资料来源：中国市场监管报，华鑫证券研究

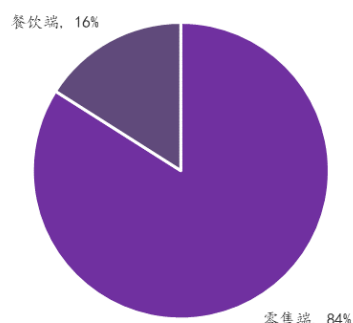
图表 31：预计我国速冻面米食品行业规模由 2017 年 618 亿元增长至 2025 年 1045 亿元



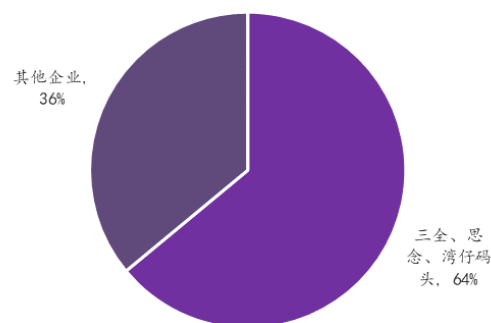
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

**速冻面米市场集中度高，餐饮端仍有较大发展空间。**速冻面米市场发展已较成熟，行业集中度较高，已形成三全食品、思念、湾仔码头“三足鼎立”的局面，行业 CR3 达到 64%。分渠道看，三全食品、思念、湾仔码头均主要面向零售市场，2020 年速冻面米市场零售端占比达到 84%，而餐饮端仅占 16%。在连锁餐饮成本高企背景下，速冻面米制品有利于餐饮企业降本增效，在餐饮端渗透率有望逐步提升，发展空间较大。

图表 32：2020 年速冻面米市场餐饮端占比仅 16%



图表 33：中国速冻面米行业 CR3 为 64%



资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

资料来源：千味央厨公告，华鑫证券研究

图表 34：速冻面米行业主要企业一览

| 公司   | 主要速冻面米产品      | 主要渠道    | 主要生产基地布局                | 2021 年速冻面米规模            |
|------|---------------|---------|-------------------------|-------------------------|
| 三全食品 | 汤圆、饺子、粽子、面点   | B 端、C 端 | 郑州、成都、天津、太仓、佛山等         | 面米制品：60.32 亿元           |
| 安井食品 | 手抓饼、面点        | B 端、C 端 | 无锡、辽宁、四川、湖北、河南、广东、山东、湖北 | 面米制品：20.54 亿元           |
| 千味央厨 | 油条、芝麻球、蒸煎饺、挞皮 | B 端     | 河南、安徽                   | 油炸类+烘焙类+蒸煮类<br>11.39 亿元 |
| 巴比食品 | 包子、馒头、粗粮点心    | C 端     | 上海、天津、武汉、广州、南京          | 面点+馅料类：8.34 亿元          |

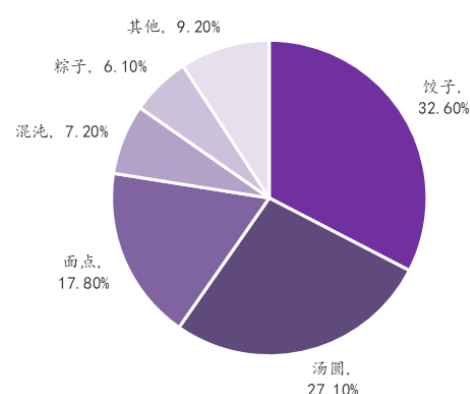
资料来源：三全食品公告，安井食品公告，千味央厨公告，巴比食品公告，华鑫证券研究

**新兴面点望成行业新增长点。**随着人口结构变化，消费者群体逐渐发生改变，消费需求 and 口味呈现多元化趋势，对食品外观、品质、口味有更高要求，推动各家速冻食品企业在原有传统面点基础上进行创新，推出多款新兴面点，如安井食品包点系列推出核桃包、玉兔甜包等；三全食品面点系列推出寿桃豆沙包、奥尔良风味鸡腿包、蒸蛋糕等。新兴面点外观新颖、口味创新，场景覆盖较传统面点更广泛，可覆盖早餐、主食、下午茶点心、宵夜等多种场景。据观研天下，我国速冻面米市场传统面米制品占主导地位，占比超 60%，新兴面点仅占 18%。传统面点发展已较为稳定，新兴面点仍有较大发展空间，未来品类不断扩充，将进一步推动行业规模扩大，成为行业新增长点。

图表 35：新兴面点产品一览



图表 36：传统面米制品占比超 60%



资料来源：安井食品官网，三全食品官网，广州酒家官网，华鑫证券研究，华鑫证券研究

资料来源：观研天下，华鑫证券研究

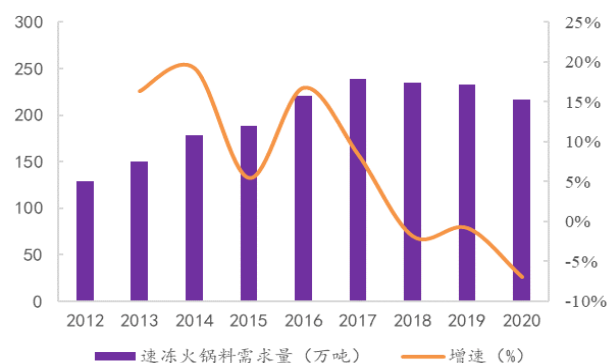
## 2.3.2、速冻火锅料：行业持续扩容，高端化成趋势

**速冻火锅料由区域走向全国，消费场景逐渐多元化。**工业化鱼糜制品生产起源于日本，于 90 年代初引入中国大陆。据观研天下，我国火锅料制品最初局限于福建、广东一带，产品用途主要是火锅配菜，定位中高端小众产品，应用场景主要在酒店等。随着国内大量中小企业介入，销售区域逐步由沿海向内陆市场渗透。随着居民消费水平提升，工作节奏加快，速冻火锅料制品得到消费者认可，进一步向全国扩张，产品价格和定位趋于大众化，企业开始注重产品创新，产品品类日益丰富，消费场景由火锅逐步拓展至关东煮、麻辣烫、烧烤、煮汤等多种场景。

图表 37：速冻火锅料制品消费场景多元化



图表 38：速冻火锅料需求呈增长趋势

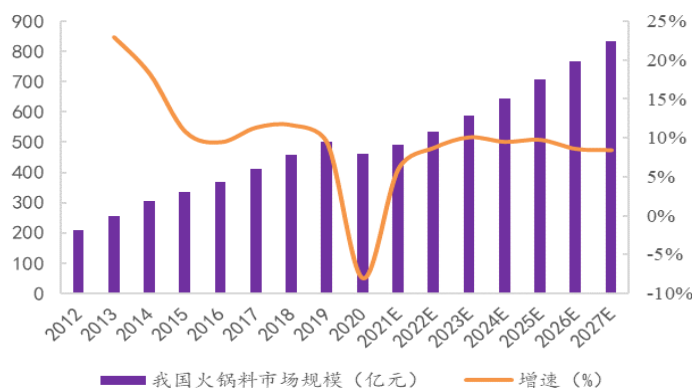


资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

**速冻火锅料行业稳定增长，有望持续扩容。**据智研咨询，我国速冻火锅料市场规模由 2012 年 209 亿元增长至 2019 年 502 亿元，7 年 CAGR 为 13.3%，2020 年下滑至 462 亿元，主要系疫情影响餐饮端，导致需求下降。预计 2021 年市场规模恢复至 490 亿元，2027 年增长至 832 亿元，6 年 CAGR 为 9.2%。

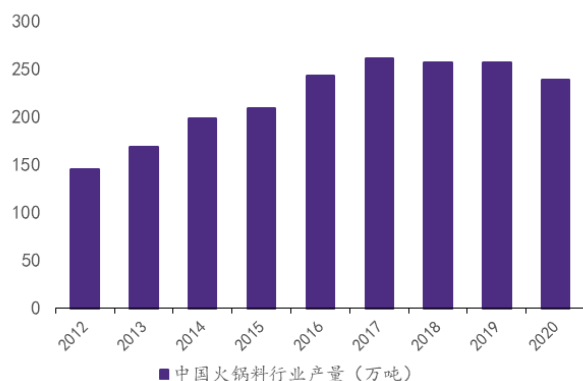
图表 39：我国速冻火锅料市场规模由 2012 年 209 亿元增长至 2020 年 462 亿元



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

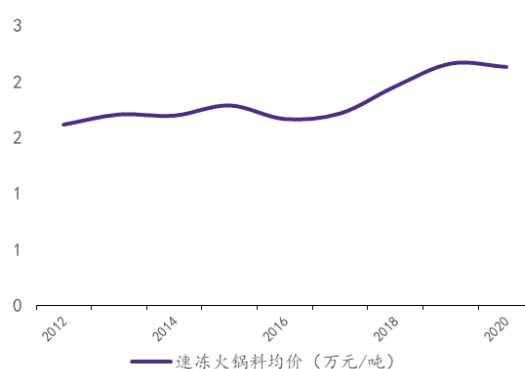
**行业量价齐升，带动行业增长。**从量看，据智研咨询，我国速冻火锅料行业产量稳定增长，由 2012 年 144.7 万吨增长至 2020 年 238.5 万吨，8 年 CAGR 为 6.4%。从价看，我国速冻火锅料均价由 2012 年 1.62 万元/吨提升至 2020 年 2.13 万元/吨，8 年 CAGR 为 3.5%。行业量价齐升，推动规模增长，据智研咨询，我国速冻火锅料行业规模 2012-2020 年 CAGR 为 10.4%。

图表 40：我国速冻火锅料行业产量由 2012 年 144.7 万吨增长至 2020 年 238.5 万吨



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

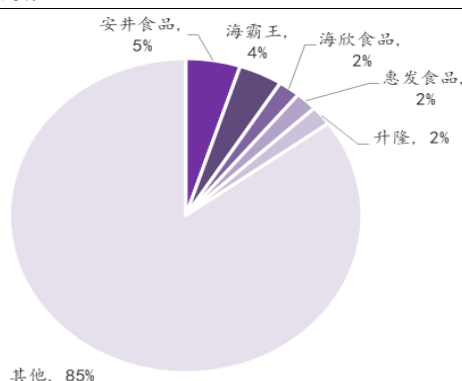
图表 41：我国速冻火锅料均价由 2012 年 1.62 万元/吨提升至 2020 年 2.13 万元/吨



资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

行业仍较分散，集中度有望提升。据华经产业研究院，安井食品为速冻火锅料行业龙头，2020 年市场份额为 5%，行业内其他公司主要包括海霸王、海欣食品、惠发食品、升隆，行业仍较分散，CR5 仅为 15%。随着龙头企业规模、渠道等优势凸显以及行业监管规范化，行业集中度有望进一步提升。

图表 42：2020 年速冻火锅料行业 CR5 仅为 15%



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

顺应消费升级，有望走向高端化。消费升级趋势下，消费者更注重产品品质、口味，高端化成为众多速冻食品企业新增长点。2018 年，安井食品推出“丸之尊”，定位高端化。2013 年，海欣食品收购“鱼极”品牌，致力于打造高端品牌形象。据冷冻食品网，目前高端火锅料主要包括以下品类：一是异形产品，如蟹仔包、海胆包、龙虾球等；二是滑类产品，如鲜虾滑、墨鱼滑等；三是优质丸类产品，如牛肉丸、鱼蛋；四是肠类产品。

图表 43：部分高端品牌一览

| 公司   | 品牌名称   | 主要产品                        | 示例                                                                                  |
|------|--------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 安井食品 | 丸之尊    | 虾滑、芝士包、潮汕牛肉丸、鱼籽包、龙虾球        |  |
| 海欣食品 | 鱼极     | 鱼籽福袋、蟹籽仙桃、蟹膏宝、芝士宝           |  |
| 海霸王  | 鑫宴     | 虾饼、虾肠、芝士包、蟹味宝、潮汕鱼丸          |  |
| 升隆   | 升隆·航海家 | 锁鲜装：芝士包、芝士鱼豆腐；精华装：鱼饼、墨鱼饼、肉肠 |  |

资料来源：安井食品官网，海霸王官网，海欣食品官网，升隆官网，华鑫证券研究

### 2.3.3、预制菜：正处竞争蓝海，发展空间广阔

预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料或食品添加剂，经过分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味等工艺加工后可直接进行烹饪或食用的菜品，一般需要在冷链条件下进行储存、运输及销售。依据对原料加工的深浅程度以及食用的方便性，预制菜可分为四类：即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品。

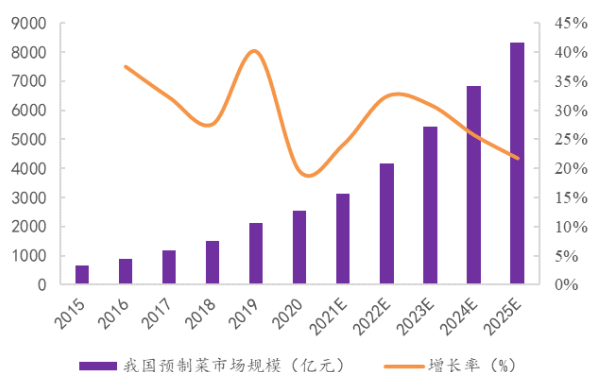
图表 44：预制菜可分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品

| 分类   | 渠道      | 示例                   | 代表企业          |
|------|---------|----------------------|---------------|
| 即食食品 | C 端     | 即食凤爪、牛肉干、八宝粥、罐头、卤味鸭脖 | 银鹭、有友食品       |
| 即热食品 | B 端、C 端 | 速冻水饺、方便面、自热火锅        | 安井食品、海底捞、康师傅  |
| 即烹食品 | B 端、C 端 | 冷藏牛排、冷藏宫保鸡丁、冷藏咕鲁肉    | 味知香、珍珠小梅园、好得睐 |
| 即配食品 | B 端、C 端 | 巴沙鱼片、生虾仁、土豆片         | 盒马、叮咚、永辉      |

资料来源：京东，天猫，艾媒咨询，华鑫证券研究

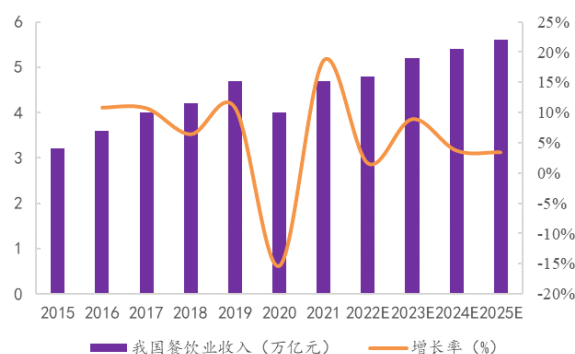
已成千亿市场，C 端发展潜力大。NCBD 数据显示，2015-2020 年我国预制菜行业规模呈增长趋势，销售额从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元，5 年 CAGR 为 31%，为餐饮行业整体增速 6.2 倍。预计 2021 年预制菜市场规模超 3000 亿元，同增 37%，2025 年销售额将达 8300 亿元。据中商产业研究院，我国预制菜市场 BC 端比例为 8:2，C 端仍有较大发展空间。

图表 45：我国预制菜行业规模从 2015 年 650.3 亿元增至 2020 年 2527 亿元



资料来源：餐宝典，华鑫证券研究

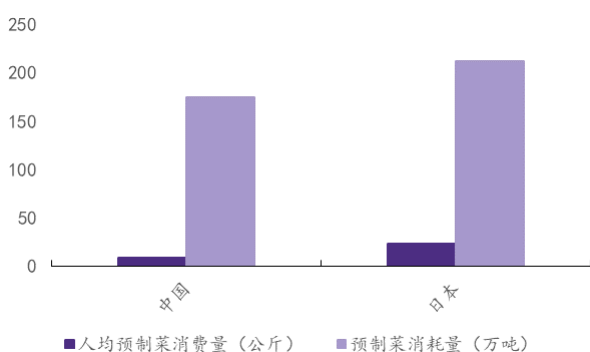
图表 46：2020 年受疫情影响，餐饮行业增速为-15.4%



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

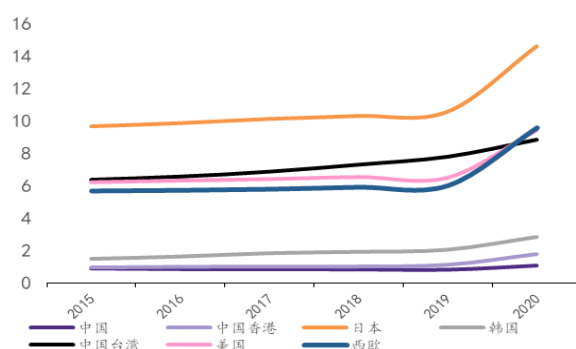
**正处蓝海阶段，行业集中度亟待提升。**一方面，我国预制菜渗透率仍较低，仅为 10%-15%，预计 2030 年增至 15%-20%，而日本预制菜渗透率已达 60%以上。人均消费看，2021 年我国预制菜人均预制菜消费量仅为 8.9KG，远低于日本 23.59KG；规模占比看，2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%，远低于日本 14.61%，中国台湾 8.87%，美国 9.44%。另一方面，我国预制菜行业参与者众多，集中度较低，尚未出现行业龙头企业。我国预制菜行业 CR5 为 9.2%，远低于日本 64.04%。

图表 47：2021 年我国人均预制菜消费量仅为 8.9KG



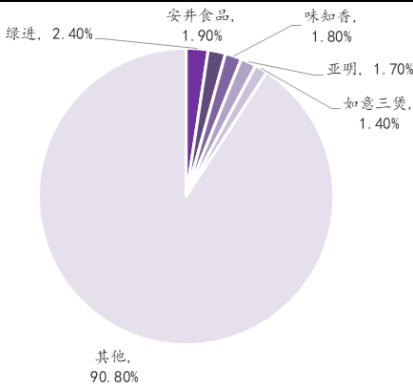
资料来源：36 氪研究院，华鑫证券研究

图表 48：2020 年我国预制菜规模占餐饮行业规模比仅为 1.11%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

图表 49：我国预制菜行业 CR5 为 9.2%



资料来源：中商产业研究院，华鑫证券研究

图表 50：预制菜行业主要参与者一览

| 参与者     | 主要企业                | 优势                               | 劣势                      |
|---------|---------------------|----------------------------------|-------------------------|
| 速冻食品企业  | 三全食品、安井食品、千味央厨      | 生产标准化程度高；具备品牌、渠道优势；单品打造能力强       | 自产比例较低                  |
| 原料供应企业  | 国联水产、双汇发展、龙大美食、圣农发展 | 工厂规模和自动化程度高；具备原料优势，产品力较强；大客户资源丰富 | C 端品牌力较弱                |
| 预制菜生产企业 | 味知香、珍味小梅园、信良记、好得睐   | 销售渠道成熟；具备产品研发经验；产品力较强；B 端客户黏性强   | 区域性较强；工厂规模化程度较低         |
| 连锁餐饮企业  | 海底捞、广州酒家、同庆楼、西北贾国龙  | 具备专业厨师资源；C 端品牌力较强；了解终端个性化需求      | 销售渠道有限；区域性较强；自建央厨存在成本问题 |
| 零售商     | 叮咚买菜、盒马鲜生、永辉超市、每日优鲜 | 直触终端消费者；产品推广能力强                  | 依赖第三方工厂，产品力较弱           |

资料来源：华鑫证券研究

### 3、五大优势巩固龙头地位，加速打造供应链平台

#### 3.1、品牌端：三十年沉淀，铸就品牌经典

**品牌沉淀三十年，彰显高品牌价值。**三全食品于 1993 年成立，是国内第一颗速冻汤圆创始者，1994 年紧抓电视剧《凌汤圆》热度推出“三全凌牌”速冻汤圆，“三全凌汤圆，味美香甜甜”广告语风靡二十余载。随着三全品牌知名度提升，三全食品速冻汤圆走上家庭餐桌，成为家喻户晓的汤圆品牌。2013 年公司收购“龙凤”品牌，坚持双品牌运作战略，借助龙凤多年品牌基础，塑造“餐桌美食供应商领导者”品牌形象。公司自成立已三十余载，推出“三全私厨”、“三全状元”等子品牌，不断夯实品牌基础。此外，公司自成立以来获得多项殊荣，三全商标在业内最早被认定为“中国驰名商标”，三全食品率先被授予“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉，并连续十年入选“中国 500 最具价值品牌”，彰显高品牌价值。

图表 51：三全食品自成立荣获多个奖项

| 时间          | 荣誉奖项                                                                                                                                                                                           |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1990-2001 年 | 三全凌牌速冻汤圆在“95 曼谷国际食品博览会”上荣获金奖；三全凌汤圆获评“河南省名牌产品”称号；被河南省人民政府食品工业办公室授予“河南省食品工业综合实力五十强企业”                                                                                                            |
| 2002-2007 年 | 被中国食品工业协会评为“全国食品工业优秀龙头食品企业”；被农业部、财政部、国家税务总局等九部委联合认定为“农业产业化国家重点龙头企业”；被郑州市人民政府评为“二零零二年度技术创新工作先进单位”；被国家统计局、中国食品工业协会评为“中国食品工业百强企业”；被世界品牌实验室评为“中国 500 最具价值品牌”                                       |
| 2007 年至今    | 公司的“常温方便米饭系列产品”获得“2008 年度中国食品科学技术学会科技创新奖”新产品创新一等奖；被河南省委、河南省人民政府授予“河南省农业产业化优秀龙头企业”荣誉称号；获评“河南民营企业百强”和“河南省民营企业纳税百强”；被河南省政府列为“河南省重点转型升级企业”；入选“全国最具价值民营品牌百强”和“全国最具价值民营食品品牌五强”；“新中国成立 70 周年 70 品牌”荣誉 |

资料来源：三全食品官网，华鑫证券研究

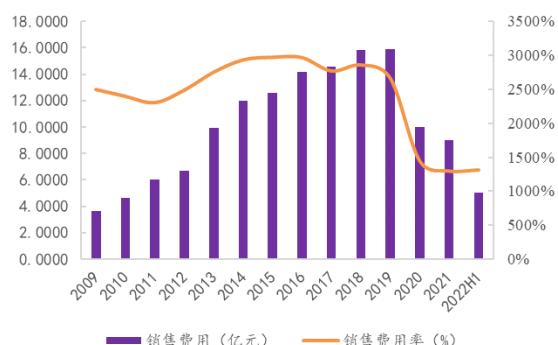
图表 52：2022 年三全食品入选“中国 500 最具价值品牌”

| 排名  | 企业   | 品牌价值（亿元） |
|-----|------|----------|
| 15  | 贵州茅台 | 3660.28  |
| 244 | 思念   | 365.73   |
| 273 | 三全食品 | 312.35   |

资料来源：食品咨询中心，华鑫证券研究

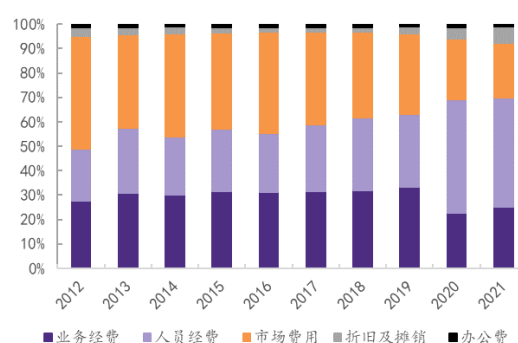
注重品牌投入，提升品牌知名度。公司长期以来注重品牌建设和投入，销售费用由 2009 年 3.61 亿元增至 2019 年 15.91 亿元，10 年 CAGR 为 16%，销售费用率基本维持在 20% 以上。2021 年销售费用和销售费用率分别下降至 9.01 亿元和 13%，主要系渠道结构优化及会计准则调整所致。销售费用构成来看，市场费用一直维持较高占比，2012-2019 年占比均超 30%，为公司主要销售费用投入。

图表 53：2021 年销售费用为 9.01 亿元，销售费用率 13%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 54：市场费用为三全食品主要销售费用投入



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

多形式品牌推广，丰富品牌内涵。公司多渠道、多形式进行广告宣传和品牌推广，追随时年轻化的同时不忘传承经典。1998 年三全食品成为首个亮相央视的速冻食品企业，近年来与《舌尖上的中国》、《风味人间》、《大叔小馆》、《小欢喜》、《三十而已》等多

部热门综艺与影视合作，将产品融入生活场景，传承品牌内涵。同时，三全作为三十年品牌，通过传承与创新中华优秀传统文化，不断丰富品牌文化内涵，2021 年与河南春晚《唐宫夜宴》合作推出联名款汤圆，实现历史文化与国潮品牌的碰撞。此外，公司产品多次登上国际性舞台，向全球展现中国品牌姿态，如 2019 年为博鳌亚洲论坛专供 26 款速冻食品，并且作为唯一指定品牌亮相国际食品安全与健康大会。

图表 55：三全食品与多部热门综艺与影视合作



资料来源：三全食品公众号，华鑫证券研究

图表 56：三全食品联合河南春晚《唐宫夜宴》推出联名款汤圆



资料来源：三全食品公众号，华鑫证券研究

## 3.2、产品端：产品结构持续优化，新品类驱动发展

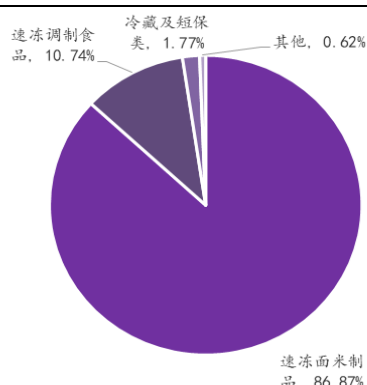
**速冻面米制品为主要品类，占比超 85%。**公司以汤圆、水饺等传统速冻面米制品起家，坚持“三全”和“龙凤”双品牌战略，专注于速冻和冷藏面米制品（水饺、汤圆、面点等）开发，随着规模扩大，逐步开拓速冻和冷藏调制食品（预制菜肴及菜饭类、涮烤类等）等新品类。分品类看，2021 年速冻面米制品/速冻调制食品/冷藏及短保类/其他业务营收 60.32/7.46/1.23/0.42 亿元，同比-3%/30%/40%/33%，其中速冻面米制品占比 87%，为公司主要品类。传统速冻面米制品汤圆、水饺、粽子 2021 年收入 42.13 亿元，同减 8%，占比由 2016 年 74%下降至 2021 年 61%，面点及其他品类（面点类、涮烤类、鲜食类等）收入占比逐步提升。

图表 57：三全食品产品矩阵一览



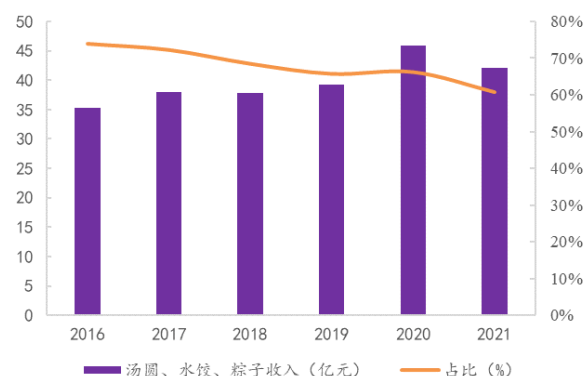
资料来源：三全食品官网，华鑫证券研究

图表 58：2021 年三全食品速冻面米制品占比 87%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 59：传统速冻面米制品占比由 2016 年 74%下降至 2021 年 61%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

**持续优化存量产品、开发新品，推动次新品放量。**三全食品产品策略清晰，坚持存量产品优化、次新品放量和新品孵化，优化产品结构，丰富产品矩阵。存量产品以保市场为目标，顺应消费升级趋势，持续升级口味、品质、包装，打造年轻化、个性化，拓展消费场景，如传统单品汤圆除基础品牌“三全凌牌”还包括高端品牌“果然爱水果”和“炫彩小汤圆”，实现消费场景由家庭餐桌向休闲零食、下午茶延伸。针对次新品，公司推进渠道下沉，大力铺设市场，提升产品规模，力争打造为大单品。新品方面，公司通过不断试错和孵化，持续研发创新产品，以满足消费者多样化需求。

图表 60：汤圆、水饺产品系列一览

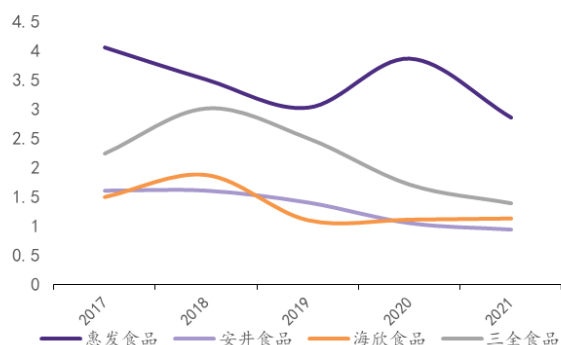
| 品类 | 基础系列 | 中高端系列                               | 升级方向                                                                                   |
|----|------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 汤圆 | 三全凌  | 果然爱水果                               | 1、推出椰子、芒果、黑加仑等水果风味；2、实现水果+汤圆跨界融合；3、色彩、图案新颖、多元。                                         |
|    |      | 炫彩小汤圆                               | 1、推出抹茶、巧克力、金沙等馅料；2、打破传统黑白外观，推出炫彩汤圆；3、增强趣味性，如增加趣味托盒。                                    |
|    |      | 三全凌升级系列：MINI 黑芝麻、核桃黑芝麻、无糖黑芝麻、醇香黑芝麻等 | 1、甄选优质食材；2、易煮熟；3、定位多元。                                                                 |
| 水饺 | 灌汤水饺 | 状元水饺                                | 1、品质升级，用料讲究，采用黄河流域面粉；2、口味、营养升级，馅料含量 52% 以上。                                            |
|    |      | 私厨系列                                | 1、以精致小巧为卖点，形小皮薄易煮熟；2、采用双层覆膜包装；3、菜肴与水饺混搭，独创黑椒牛柳等西式口味，馅料含量 55% 以上。4、时蔬搭配海盐和欧洲橄榄油，上等牛肉入陷。 |
|    |      | 儿童水饺                                | 1、定位细分人群；2、外皮采用菠菜粉，馅料添加核桃油；3、营养升级，添加促进消化的健康油脂；4、口感升级，控制原料颗粒度，最大化保留汁水和纤维；5、采用绿色面皮，增强食欲。 |

资料来源：京东，天猫，华鑫证券研究

**注重研发投入，研发能力较强。**三全食品研发费用从 2018 年 0.19 亿元增至 2021 年 0.55 亿元，3 年 CAGR 为 43%，研发人员占比由 2018 年 1.61% 增至 2021 年 2.07%。从研发投入看，三全食品研发支出占营收比重 2017-2019 年基本维持 2% 以上，2021 年下滑至 1.4%，在行业内仍为中上水平。三全食品已形成产、学、研一体的研发体系，研发中心设有行业

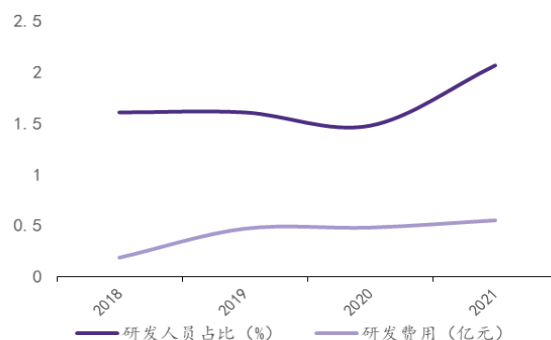
首家“国家认定企业技术中心”和“博士后科研工作站”，拥有较强新品研发能力，持续进行研发创新，为消费者提供品质更高、口味更丰富的产品。

图表 61：三全食品研发支出占营收比重 2017-2019 年基本维持 2%以上



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 62：三全食品研发费用、研发人员占比从 2018 年 0.19 亿元、1.61% 增至 2021 年 0.55 亿元、2.07%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

**围绕场景研发新品，精准定位细分市场。**三全食品在备餐场景基础上，围绕涮烤、早餐等核心场景开拓新品类，精准定位细分市场。针对早餐场景，三全食品推出薄皮馅饼、动物城卡通包、薄皮包子、杭州小笼包、烧麦、沙县风味蒸饺等新品；2020 年进军火锅烧烤领域，针对涮烤场景推出“三全涮烤汇”，并延伸出“空气炸锅”系列，聚焦小食、夜宵、聚餐等场景，推出高端烤肠、虾饼、酥肉、春卷等新品。此外，三全食品围绕露营、加班、宅家等场景需求，开发出自热米饭、微波米饭、魔芋藜麦粗粮饭等方便速食；围绕下午茶等休闲场景，推出炫彩甜品汤圆、炫彩小汤圆、玲珑小汤圆等。目前公司产品矩阵已实现多品类、多温区（冷藏、冷冻、常温）覆盖，SKU 超 400 个。

图表 63：三全食品围绕场景研发新品

| 消费场景  | 产品 |
|-------|----|
| 早餐    |    |
| 下午茶   |    |
| 加班、宅家 |    |
| 火锅、烧烤 |    |

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

**预制菜聚焦优势赛道，重点打造预制食材类产品。**三全食品利用自身在米面领域的生产和渠道优势，通过微波炒饭、空气炸锅系列及北方焦炸丸子类等多种产品发力预制菜，主要聚焦预制食材类产品。微波炒饭精选一级粳米，定位方便快捷和高性价比，主打腊味、海鲜风味、扬州风味三种口味，实现菜饭一体，符合国内消费者饮食习惯；北方焦炸丸子定位区域型产品，包括萝卜丝炸素丸、嫩韭菜炸素丸、炸肉丸等单品，随着人口流动迁徙，有望成为全国性单品；空气炸锅系列聚焦 C 端，消费场景覆盖聚会、下午茶、宵夜、正餐等，以烹饪简单、方便快捷为核心特点，满足消费者省时省力需求。

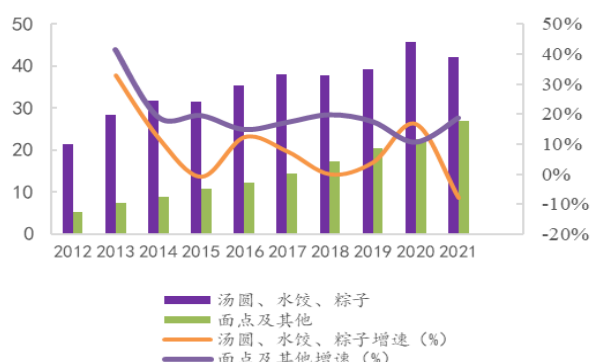
图表 64：三全食品和安井食品预制菜产品对比一览

|      | 三全食品                 | 安井食品                     |
|------|----------------------|--------------------------|
| 主要类别 | 预制食材类                | 预制菜肴类                    |
| 主要产品 | 微波炒饭、空气炸锅系列、北方焦炸丸子类等 | 香脆藕盒、酸菜鱼、牛仔骨，蒜香排骨、天妇罗鱼虾等 |
| 主要渠道 | BC 端                 | BC 兼顾                    |
| 生产方式 | 自产                   | 自产+OEM                   |
| 战略规划 | 选择优势赛道，围绕新兴消费需求开发新品类 | OEM 贴牌+自产+并购三箭齐发         |

资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

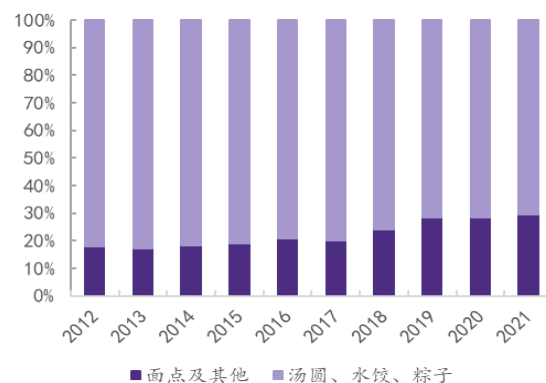
**传统单品增速放缓，产品结构优化提升毛利率。**随着传统单品汤圆、水饺、粽子规模逐步扩大，同比增速由 2013 年 33% 下滑至 2021 年 -8%；面点及其他产品（面点、点心、速冻调制食品、冷藏及短保类）增速基本维持 20% 左右，高于传统单品增速，带动公司业绩增长。利润贡献看，传统单品毛利占比 70% 以上，面点及其他产品毛利占比由 2012 年 18% 提升至 2021 年 29%，利润贡献逐步增大，得益于新品创新。汤圆、水饺、粽子毛利率由 2012 年 35% 增至 2019 年 38%，主要系公司优化产品结构所致。新品创新及存量产品优化有望推动毛利率水平持续提升。

图表 65：汤圆、水饺、粽子增速由 2013 年 33% 下滑至 2021 年 -8%



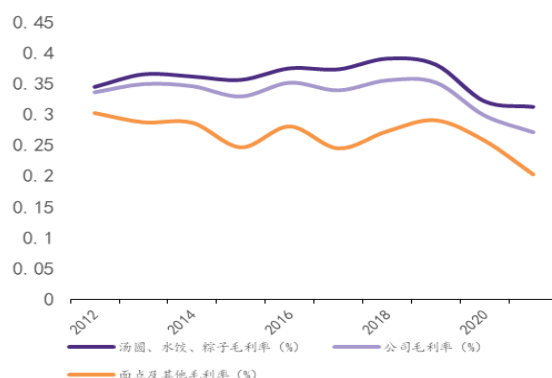
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 66：面点及其他产品毛利占比由 2012 年 18% 提升至 2021 年 29%



资料来源：wind，华鑫证券研究

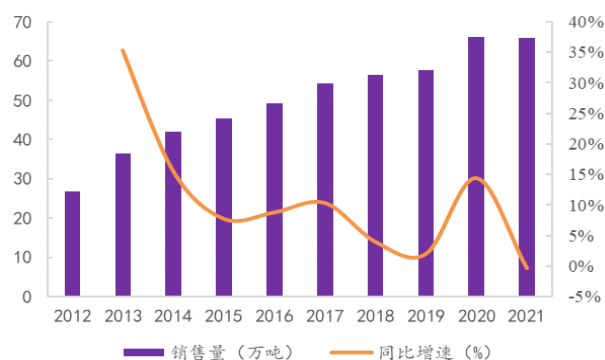
图表 67: 汤圆、水饺、粽子毛利率由 2012 年 35% 增至 2019 年 38%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

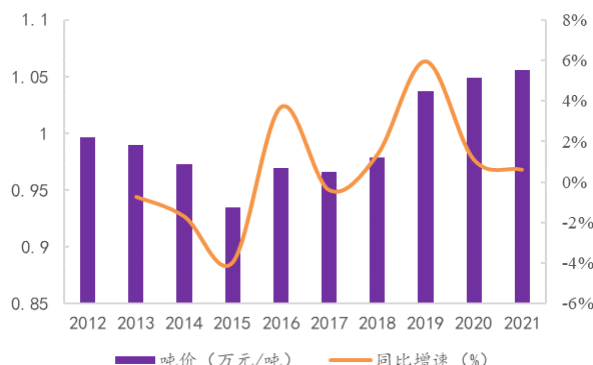
量增驱动明显, 均价呈上升趋势。三全食品销售量由 2012 年 26.89 万吨增至 2021 年 65.78 万吨, 9 年 CAGR 为 10%; 吨价由 2012 年 1.00 万元/吨增至 2021 年 1.06 万元/吨, 9 年 CAGR 为 1%, 公司业绩增长主要依靠量增, 均价呈缓慢上升趋势, 产品结构优化初显成效。分品类看, 速冻面食制品销售量由 2019 年 53.89 万吨增至 2021 年 59.61 万吨, 2 年 CAGR 为 5%; 速冻调制食品销售量由 2019 年 3.16 万吨增至 2021 年 5.45 万吨, 2 年 CAGR 为 31%; 冷藏及短保类销售量由 2019 年 0.49 万吨增至 2021 年 0.72 万吨, 2 年 CAGR 为 22%。其中速冻调制食品吨价增长较明显, 由 2019 年 1.03 万元/吨增至 2021 年 1.37 万元/吨, 2 年 CAGR 为 15%。

图表 68: 三全食品销售量由 2012 年 26.89 万吨增至 2021 年 65.78 万吨, 9 年 CAGR 为 10%



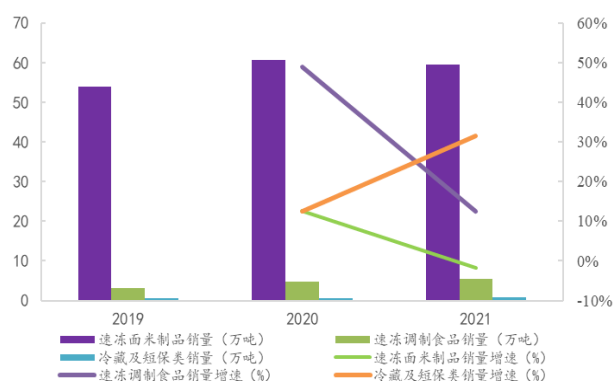
资料来源: 三全食品公告, 华鑫证券研究

图表 69: 三全食品吨价由 2012 年 1.00 万元/吨增至 2021 年 1.06 万元/吨, 9 年 CAGR 为 1%



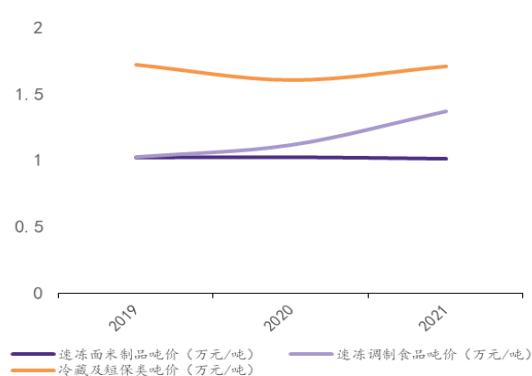
资料来源: 三全食品公告, 华鑫证券研究

图表 70：速冻面米制品销售量由 2019 年 53.89 万吨增至 2021 年 59.61 万吨



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 71：速冻调制食品吨价由 2019 年 1.03 万元/吨增至 2021 年 1.37 万元/吨

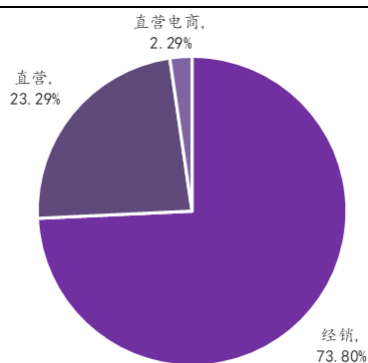


资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

### 3.3、渠道端：线上线下双轮驱动，发力餐饮市场

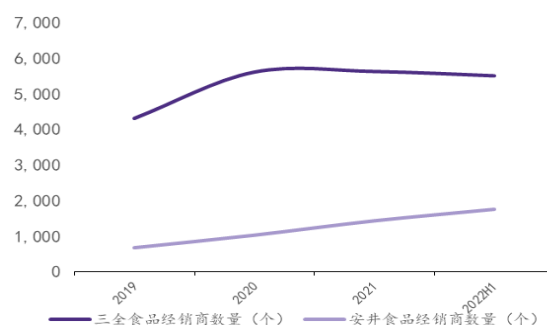
**销售网络覆盖全国，线下直营经销并进。**三全食品目前已建立覆盖全国各省、市、县的销售渠道和网络，主要依靠直营+经销双渠道推动销售网络扩大及渠道下沉。2021 年公司直营渠道/经销渠道营收 16.17/51.24 亿元，同比-16%/5%。为提升盈利能力，公司渠道模式逐步由直营转向经销，经销渠道占比超 70%，直营渠道占比由 50% 左右下降至 23%。其中直营渠道主要服务大型商超及餐饮连锁客户，通过大型商超推广品牌及培育消费者，提升品牌知名度，以定制化、创新服务与大型餐饮连锁品牌形成深度合作，积累餐饮端客户资源。经销渠道主要依靠经销商针对零售终端及批发农贸、酒店餐饮、团膳等小 B 端销售和配送产品，推动渠道拓展和下沉，截止 2022H1 公司经销商数量已达 5516 个，经销网络遍布全国。

图表 72：经销渠道占比 74%，直营渠道占比 23%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

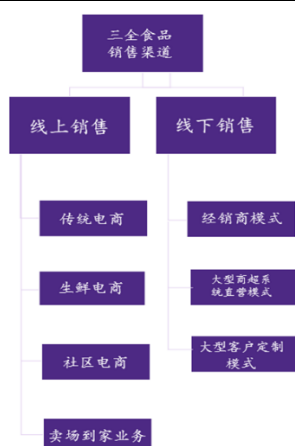
图表 73：截止 2022H1 三全食品经销商数量已达 5516 个



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

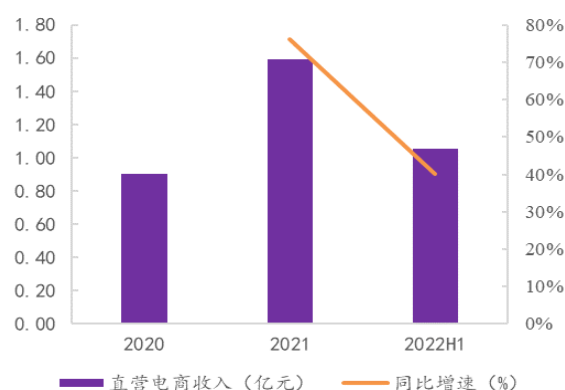
**成立电商业务部，加大线上渠道布局。**三全食品成立电商业务部，发力线上渠道，实现线上、线下渠道统筹协调。线上销售主要包括京东、天猫等传统电商，叮咚买菜、朴朴等生鲜电商，兴盛优选、美团优选等社区电商，京东到家、淘鲜达等卖场到家业务。公司根据各渠道特点制定相应策略，传统电商和生鲜电商采取直营模式，社区团购和卖场到家业务分别通过经销商和红标团队对接终端。作为新兴渠道，线上电商增长较快，2021 年直营电商营收 1.59 亿元，同增 76.15%。

图表 74：三全食品线上销售渠道分为传统电商、生鲜电商、社区电商、卖场到家业务



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

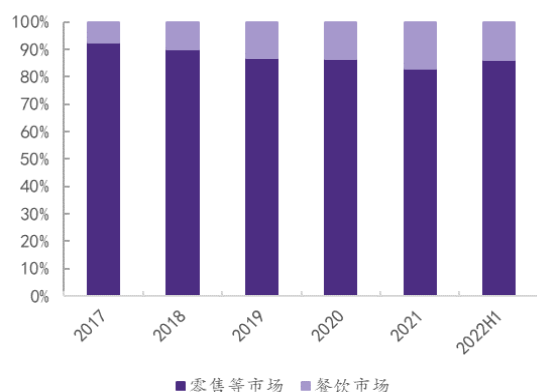
图表 75：2021 年直营电商营收 1.59 亿元，同增 76.15%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

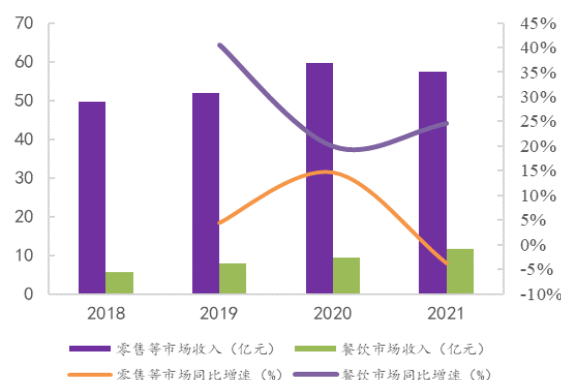
**零售端引领行业，发力餐饮市场。**三全食品长期深耕速冻面米零售市场，市占率已达 28%，成为速冻面米零售龙头。公司通过打造新品类和新渠道拓展零售业务，2021 年零售等市场占比超 80%。2018 年公司调整战略，重点发力餐饮市场，发挥产品研发、生产采购、质量管控、冷链配送优势，为连锁餐饮提供一站式标准化及个性化食材供应服务。针对餐饮市场，公司采用直营+经销、通用+定制模式，打造餐饮供应链体系，一方面已构建服务于全国餐饮食材经销服务网络，由经销商向快餐、团餐等小 B 端铺设通用品；另一方面根据大客户需求，为知名餐饮连锁品牌提供定制化产品和服务。2021 年零售等市场和餐饮市场分别实现营收 57.3 亿元和 11.71 亿元，同比-4%和 25%，餐饮市场有望成为全新增长引擎。

图表 76：2021 年零售市场占比 83%，餐饮市场占比 17%



资料来源：wind，华鑫证券研究

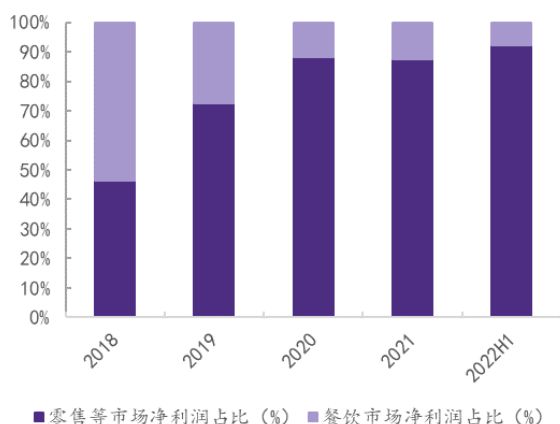
图表 77：2021 年零售等市场和餐饮市场分别实现营收 57.3 亿元和 11.71 亿元，同比-4%和 25%



资料来源：wind，华鑫证券研究

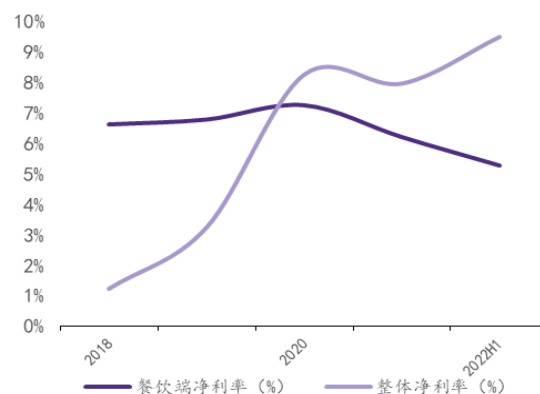
**餐饮端盈利能力强，推动净利率提升。**利润端看，餐饮市场主要采取经销商模式，费用投放较零售市场低，盈利能力较强，净利率维持在 6%-7%，2020 年达到 7.3%，2018 年利润贡献占比 54%，2021 年下降至 13%，主要系零售端利润大幅改善所致。随着餐饮端放量，有望改善渠道结构，带动整体利润率提升。

图表 78：三全食品餐饮市场 2020 年净利润占比为 54%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究（注：净利润使用扣非归母净利润）

图表 79：三全食品餐饮端净利率维持在 6%-7%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究（注：净利率使用扣非归母净利润计算）

**积极探索新渠道、新业态，加速布局供应链平台。**三全食品积极探索渠道发展空间，发掘新渠道、新业态，精准开发匹配渠道产品，有助于加速布局全温区、全渠道、全品类供应链平台，如公司通过投资一站式火锅烧烤食材连锁超市锅圈食汇，入局火锅烧烤业态，并于 2020 年推出“三全涮烤汇”，以店中店形式售卖火锅烧烤食材；同时聚焦更易触达消费者的农贸市场，推出高性价比产品，覆盖蒸饺、卡通包、馄饨、小笼包等多品类。此外，公司探索商超熟食区新业态，通过商超引流，提升品牌和产品知名度。

图表 80：三全食品推出“三全涮烤汇”，入局火锅烧烤业态



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

**打造鲜食供应链，切入便利店渠道。**2014 年公司开创鲜食自动售卖机业务，由于受外卖市场冲击，亏损较大，2017 年重新定位鲜食业务，着力打造鲜食供应链，与盒马、全家、便利蜂、海底捞、瑞幸咖啡等零售和餐饮客户合作，提供便当、饭团、寿司、中式料理等个性化鲜食产品，打造餐饮即食场景。2019 年与 7-Eleven 签约，通过加盟方式切入便利店渠道，在门店开发运营、商品管理、鲜食研发及物流配送等方面形成协同，河南首店首日销售额破 65 万元，创全球第一。通过运营区域便利店系统，三全食品能更深入了解便利店渠道及客户特性，提升鲜食业务及供应链协同能力。鲜食业务具有高毛利特点，已成为日资便利店差异化竞争利器，据《2018 年便利店发展研究报告》，7-eleven 在中国市场鲜食销售占比 40%，毛利占比 60%。但国内便利店鲜食占比仍较低，85%为包装食品，毛利率仅 25%左右，因此便利店鲜食未来拥有较大发展空间，三全食品将依托各大综合生产基地，实现大城市群鲜食供应链全覆盖。

图表 81：7-Eleven 三全鲜食产品一览



资料来源：三全食品公众号，华鑫证券研究

图表 82：三全食品鲜食业务部分合作客户一览

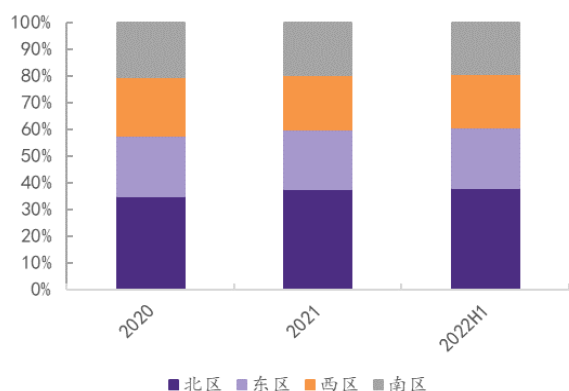


资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

### 3.4、区域扩张：各区域均衡发展，全冷链体系提供保障

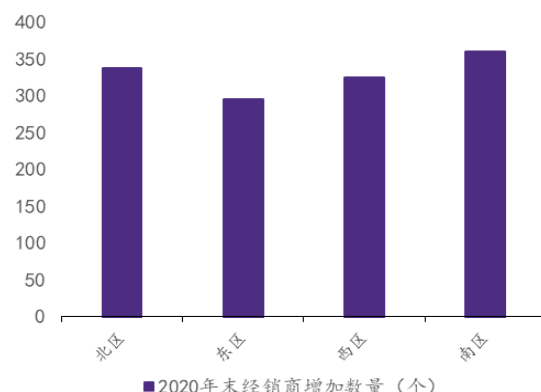
北区为核心区域，各区域均衡发展。三全食品销售区域分为北区、东区、西区、南区，2021 年分别实现营收 25.80 亿元、15.52 亿元、14.15 亿元、13.53 亿元，同比 7%、-0.7%、-6%、-4%，分别占比 37%、22%、20%、19%，形成以北区为核心，各地区协同的发展态势。得益于渠道改革和拓展，2020 年经销商数量大幅增长，北区/东区/西区/南区经销商数量分别增长 337/295/325/359 个，其中南区经销商数量增长最多。截止 2022H1 末，北区/东区/西区/南区经销商数量为 1696/1190/1402/1228 个，相比 2021 年末均减少，主要系渠道整合优化所致。

图表 83：2021 年北区/东区/西区/南区占比 37%/22%/20%/19%



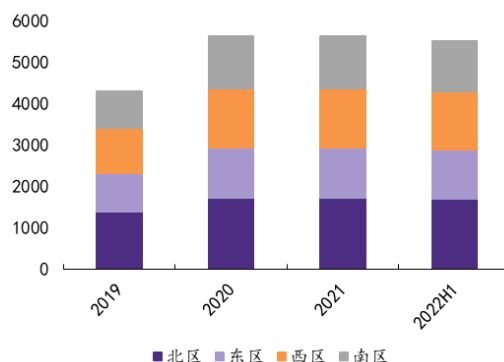
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 84：2020 年北区/东区/西区/南区经销商数量分别增长 337/295/325/359 个



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

图表 85：截止 2022H1 末，北区/东区/西区/南区经销商数量为 1696/1190/1402/1228 个



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

布局全冷链物流，推动区域扩张。速冻食品对储藏、运输、销售环节温度环境有严格要求，因此冷链物流体系的完善程度与速冻食品的安全和品质密不可分。三全食品冷链物

流采取“自建+第三方”模式，已构建覆盖全国 33 个大城市、1700 多个中小城市和县城的“全冷链”系统，形成从原料、生产加工、储存、运输到终端售的供应链优势。此外，公司拥有五大基地自建自动化立体冷库系统及零售终端超 10 万台冷藏柜，并对冷藏车采用多采点智能温度仪等措施，对终端储存冷柜加强监控，保证产品品质稳定性。全冷链物流体系布局有助于降低仓储配送成本，扩大销售范围，打造从农田到餐桌的新型食品安全供应链，夯实产品供应基础。

### 3.5、产能端：产能覆盖主要城市群，为公司保驾护航

**生产基地覆盖主要城市群，产能持续扩张。**三全食品目前已形成全国化生产基地布局，生产能力覆盖郑州、成都、天津、太仓、佛山等核心城市群，所有工厂投产后预计总产能超 180 万吨/年(未包含武汉工厂)。2021 年 11 月三全食品拟投资 24 亿元用于建设郑州航空港区新基地，预计新增速冻米面食品 50 万吨/年、涮烤产品 20 万吨/年、餐饮产品 30 万吨/年、自加热套餐 10 万吨/年以及鲜食、航食等团餐 20 万份/日。三全食品通过新建生产基地，持续扩张产能，为速冻面米、火锅涮烤、预制菜、鲜食等业务的发展保驾护航。

图表 86：三全食品生产基地及产能一览

| 城市 | 基地名称         | 设计产能       | 具体产品                          |
|----|--------------|------------|-------------------------------|
| 郑州 | 老基地          | 9.9 万吨/年   | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
|    | 三全食品综合基地（一期） | 11.76 万吨/年 | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
|    | 三全食品综合基地（二期） | 15 万吨/年    | 汤圆、水饺                         |
|    | 三全食品新基地      | 超 110 万吨/年 | 速冻米面食品、涮烤产品、餐饮产品、自加热套餐、鲜食、航食等 |
| 成都 | 三全食品西南基地（一期） | 5 万吨/年     | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
|    | 三全食品西南基地（二期） | 6 万吨/年     | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
| 天津 | 三全食品华北基地（一期） | 9 万吨/年     | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
| 太仓 | 三全食品华东基地（一期） | 7 万吨/年     | 汤圆、水饺、面点、粽子                   |
| 佛山 | 三全食品华南基地（一期） | 11.76 万吨/年 | 汤圆、水饺、面点、粽子、鲜食                |
| 武汉 | 三全食品长江中部基地   | 产值：13 亿元/年 | 速冻食品、方便快餐食品、冷冻饮品、罐头食品、糕点等     |

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

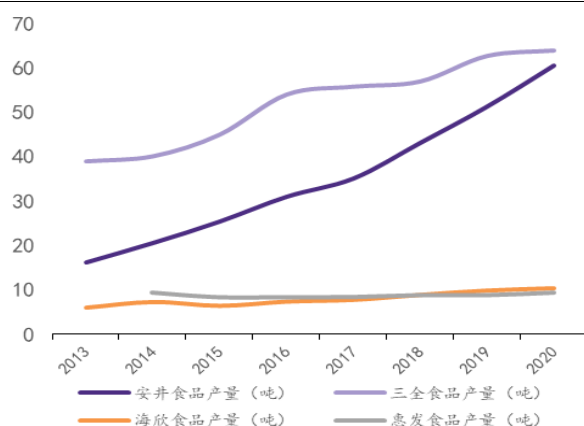
图表 87：郑州航空港经济综合实验区鸟瞰图



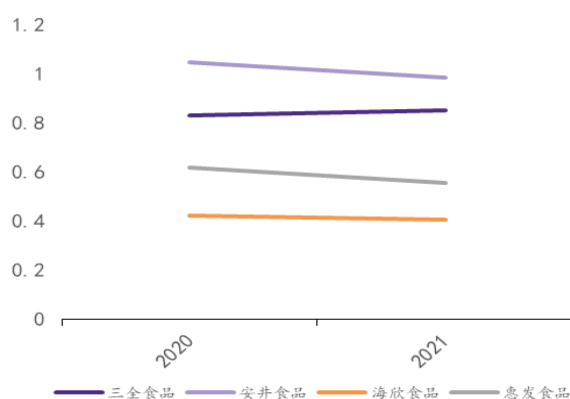
资料来源：河南日报网，华鑫证券研究

**产能稳步扩张，产能利用率合理。**三全食品总产量稳定增长，由 2013 年 38.99 万吨增至 2021 年 65.46 万吨，8 年 CAGR 为 7%，产量水平与可比公司相比较高。公司 2021 年产能利用率为 85%，产能利用合理，生产效率在行业内处于中上水平。分品类看，2021 年速冻面米制品产量为 59.17 万吨，同增 2%，产能占比 90%，速冻调制食品和冷藏及短保类产量分别为 5.53 万吨、0.75 万吨，同增 6%、33%。产销率看，2022H1 三大品类产销率均大于 100%，主要系疫情宅家催生速冻食品需求。公司新生产基地落地投产后，有望推动产能进一步扩张，为满足市场需求提供充足产能。

图表 88：三全食品总产量由 2013 年 38.99 万吨增至 2021 年 65.46 万吨，8 年 CAGR 为 7%



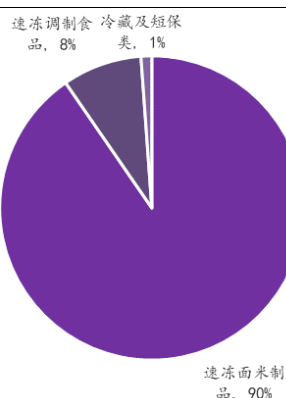
图表 89：三全食品 2021 年产能利用率为 85%



资料来源：三全食品公告，安井食品公告，海欣食品公告，惠发食品公告，华鑫证券研究

资料来源：三全食品公告，安井食品公告，海欣食品公告，惠发食品公告，华鑫证券研究

图表 90：2021 年速冻面米制品产能占比 90%



资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

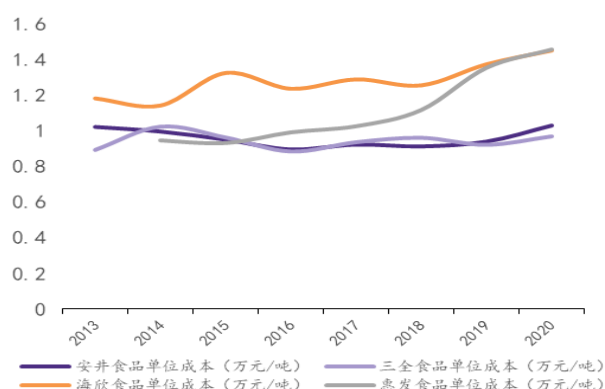
图表 91：分品类产量情况一览

| 产品类型   | 项目      | 2022 年 1-6 月 | 2021 年 | 2020 年 |
|--------|---------|--------------|--------|--------|
| 速冻面米制品 | 产量 (万吨) | 24.43        | 59.17  | 58.09  |
|        | 销量 (万吨) | 33.34        | 59.61  | 60.64  |
|        | 产销率     | 136%         | 101%   | 104%   |
| 速冻调制食品 | 产量 (万吨) | 1.09         | 5.53   | 5      |
|        | 销量 (万吨) | 2.3          | 5.45   | 4.7    |
|        | 产销率     | 211%         | 99%    | 94%    |
| 冷藏及短保类 | 产量 (万吨) | 0.24         | 0.75   | 0.56   |
|        | 销量 (万吨) | 0.26         | 0.72   | 0.55   |
|        | 产销率     | 108%         | 96%    | 98%    |

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

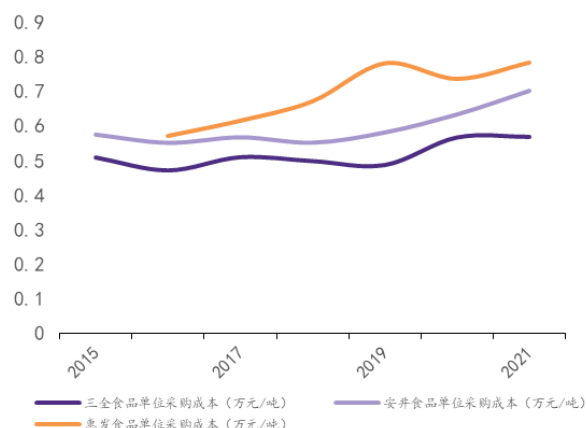
**规模效应凸显，巩固成本优势。**随着三全食品产能进一步扩张，规模效应逐步凸显，有利于降低单位成本，提升采购议价能力，巩固成本优势。近五年公司单位成本维持在 0.95 万元/吨左右，2021 年为 0.96 万元/吨，低于安井食品 1.18 万元/吨，海欣食品 1.58 万元/吨，惠发食品 1.90 万元/吨，得益于公司产能规模扩大以及效率提升。原料采购端看，由于原材料成本上涨，行业内各家企业单位采购成本均呈上升趋势，三全食品拥有较强议价能力及规模优势，单位采购成本由 2015 年 0.51 万元/吨略微上升至 0.57 万元/吨，与行业可比公司相比较低。

图表 92：2021 年三全食品单位成本为 0.96 万元/吨，低于行业可比公司



资料来源：三全食品公告，安井食品公告，海欣食品公告，惠发食品公告，华鑫证券研究

图表 93：2021 年三全食品单位采购成本为 0.57 万元/吨，低于行业可比公司

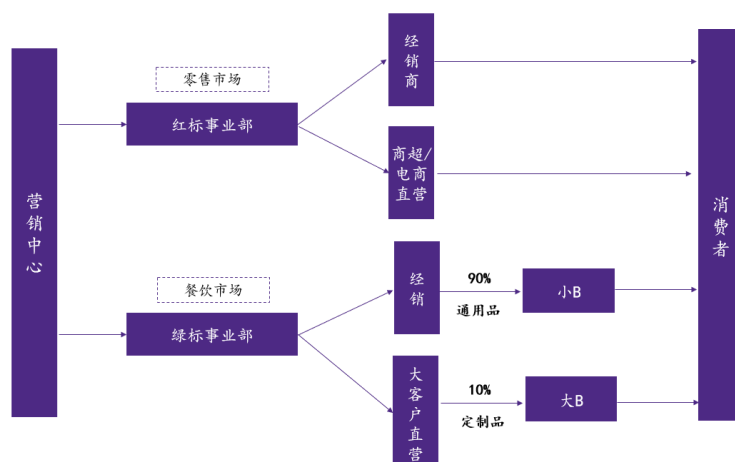


资料来源：三全食品公告，安井食品公告，海欣食品公告，华鑫证券研究

## 4、内部机制改革，重新焕发活力

**零售、餐饮组织架构分离，分设红标、绿标事业部。**三全食品营销中心下设红标事业部和绿标事业部，分别由独立团队运作零售和餐饮业务，一方面减少渠道间内耗，提升效率，另一方面双事业部共享公司供应链和中后台系统，有利于渠道和供应链的协同发展。产品方面，红标和绿标事业部独立开展产品研发，零售端产品以速冻面米类为主，其中私厨水饺系列、儿童深海鱼系列、炫彩小汤圆等多个品类市场反应良好。餐饮端产品除水饺、汤圆等速冻面米类，逐步开拓火锅、菜肴等多个品类，打造差异化产品和特定消费场景，其中茴香小油条已提供给巴奴、海底捞、小龙坎等多家火锅连锁品牌，市场份额达 70%。

图表 94：三全食品零售和餐饮业务由红标和绿标事业部独立运作



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

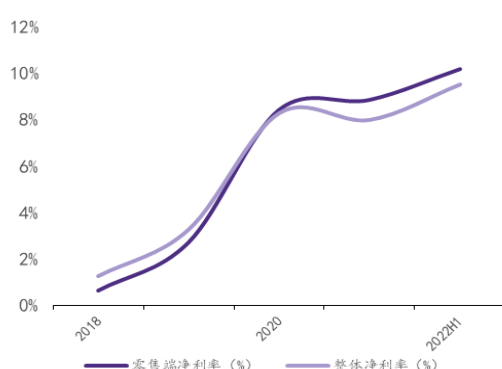
图表 95：红标、绿标事业部产品系列一览

| 事业部   | 产品系列 | 部分产品品类                   |
|-------|------|--------------------------|
| 红标事业部 | 水饺系列 | 三全私厨、灌汤水饺、状元水饺、儿童水饺      |
|       | 粽子系列 | 礼品粽、猪肉粽                  |
|       | 汤圆系列 | 三全凌汤圆、三全果然爱汤圆、炫彩小汤圆      |
|       | 其他系列 | 面点系列、涮烤汇系列、空气炸锅系列、微波炒饭   |
| 绿标事业部 | 水饺系列 | 猪肉大葱、猪肉香菇、猪肉芹菜、三鲜、韭菜鸡蛋水饺 |
|       | 面点系列 | 奶黄包、豆沙包、香菇素菜包、油条         |
|       | 点心系列 | 豆沙春卷、芝麻球、地瓜丸、南瓜饼         |
|       | 汤圆系列 | 炫彩小汤圆、炫彩甜品汤圆             |
|       | 火锅系列 | 茴香小油条、精品牛肉丸、鱼豆腐、精品肉肠     |
|       | 米饭系列 | 红烧牛肉、咖喱鸡丁、鱼香肉丝           |

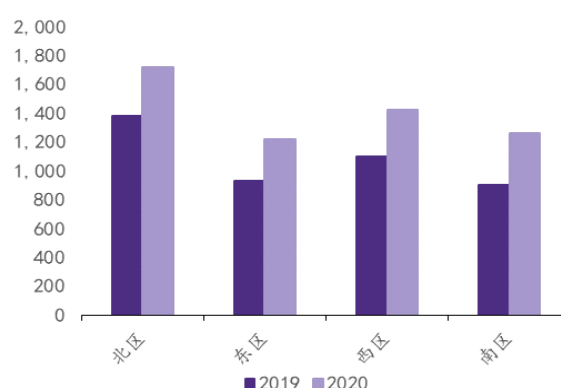
资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

**直营渠道降费减亏，提升经销渠道占比。**改革前三全食品直营渠道占比 50%，由于直营商超渠道新品进场费、合同费、促销费用等较多，且受疫情影响，商超客流量下降，商超宣传引流效果减弱，零售渠道净利率长期处于较低水平，拖累公司整体利润。为优化零售渠道结构，提升盈利水平，实现增收增利，公司一方面优化产品结构，以高毛利新品替换低毛利、亏损老品，保持渠道合理利润率；另一方面压缩直营商超比例，部分转由经销商覆盖，增加经销渠道占比，2021 年经销渠道占比提升至 73%，同时削减相关费用投放，实现降费减亏。实行渠道改革后，零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%，利润占比由 2018 年 46% 增至 2021 年 92%，带动净利率大幅提升。同时，由于公司战略向经销渠道倾斜，经销商开拓力度加大，2020 年末经销商数量大幅增长至 5622 个，同增 31%。

图表 96：零售端净利率由 2018 年 0.6% 提升至 2021 年 8.9%



图表 97：2020 年经销商数量同增 31%



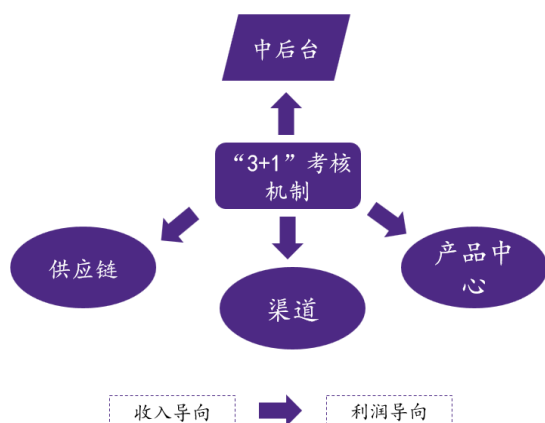
资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究（注：净利率计算使用扣非归母净利润）

资料来源：三全食品公告，华鑫证券研究

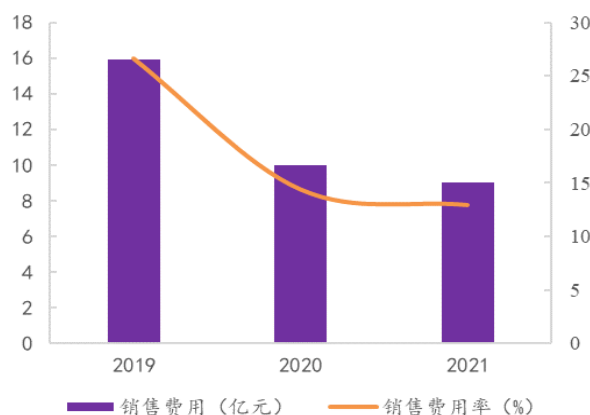
**考核、奖励机制市场化，由收入导向转为利润导向。**改革前公司考核机制以收入、市占率为导向，渠道为追求销量盲目投放费用，忽略经营效益，2019 年改革后以利润为导向，经营目标新增优化内部管理，降低生产经营成本，提升运行效率，员工薪资与公司利润挂

钩，充分调动员工积极性，在保证收入的前提下，推动公司利润提升。具体来看，公司考核、奖励机制更市场化，实行“3+1”模式，3指供应链、渠道、产品中心三个经营部门，1指中后台，各部门采用不同绩效考核模型，注重控费增效，该模式有利于减少费用不合理使用，提升费用投放效率，销售费用率由2019年26.59%下降至2021年14.42%，体制改革初显成效。

图表 98：三全食品实行“3+1”考核机制



图表 99：三全食品销售费用率由 2019 年 26.59% 下降至 2021 年 14.42%



资料来源：立鼎产业研究院，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

产品研发自下而上，充分挖掘市场需求。改革前公司产品研发遵循自上而下，即由公司研发新品后再进行市场推广，改革后产品研发转变为自下而上的模式，以产品经理为核心，以客户和市场需求为导向，与研发部门合作开发新产品、新品类。同时各事业部拥有充分自主性，能根据市场反应和接受度自主选择合适产品进行生产销售，促进企业市场化发展。

## 5、盈利预测与评级

我们预计 2022-2024 年 EPS 为 0.85/0.98/1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/14 倍，维持“买入”投资评级。

| 预测指标        | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元)  | 6,943  | 7,841 | 8,842 | 9,850 |
| 增长率 (%)     | 0.3%   | 12.9% | 12.8% | 11.4% |
| 归母净利润 (百万元) | 641    | 749   | 864   | 991   |
| 增长率 (%)     | -16.5% | 16.8% | 15.4% | 14.7% |
| 摊薄每股收益 (元)  | 0.73   | 0.85  | 0.98  | 1.13  |
| ROE (%)     | 19.8%  | 21.6% | 22.7% | 23.1% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 6、风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、股权激励目标不及预期、餐饮市场推进不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表              | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>6,943</b> | <b>7,841</b> | <b>8,842</b> | <b>9,850</b> |
| 现金及现金等价物      | 1,115        | 1,549        | 2,101        | 2,805        | 营业成本             | 5,057        | 5,714        | 6,425        | 7,134        |
| 应收款           | 467          | 430          | 460          | 486          | 营业税金及附加          | 58           | 59           | 64           | 69           |
| 存货            | 1,270        | 1,344        | 1,422        | 1,480        | 销售费用             | 901          | 1,040        | 1,185        | 1,304        |
| 其他流动资产        | 1,061        | 1,070        | 1,082        | 1,093        | 管理费用             | 197          | 231          | 232          | 255          |
| 流动资产合计        | 3,914        | 4,393        | 5,066        | 5,863        | 财务费用             | -9           | -43          | -59          | -79          |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 55           | 55           | 62           | 69           |
| 金融类资产         | 905          | 905          | 905          | 905          | 费用合计             | 1,143        | 1,283        | 1,420        | 1,550        |
| 固定资产          | 1,767        | 1,715        | 1,627        | 1,529        | 资产减值损失           | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程          | 110          | 44           | 18           | 7            | 公允价值变动           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产          | 235          | 223          | 211          | 200          | 投资收益             | 9            | 8            | 7            | 6            |
| 长期股权投资        | 252          | 252          | 252          | 252          | <b>营业利润</b>      | <b>814</b>   | <b>943</b>   | <b>1,091</b> | <b>1,253</b> |
| 其他非流动资产       | 305          | 305          | 305          | 305          | 加：营业外收入          | 4            | 6            | 7            | 8            |
| 非流动资产合计       | 2,669        | 2,539        | 2,413        | 2,294        | 减：营业外支出          | 4            | 2            | 3            | 4            |
| 资产总计          | 6,583        | 6,933        | 7,479        | 8,157        | <b>利润总额</b>      | <b>813</b>   | <b>947</b>   | <b>1,095</b> | <b>1,257</b> |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 173          | 199          | 231          | 267          |
| 短期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>净利润</b>       | <b>640</b>   | <b>749</b>   | <b>864</b>   | <b>991</b>   |
| 应付账款、票据       | 1,400        | 1,424        | 1,511        | 1,579        | 少数股东损益           | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 793          | 793          | 793          | 793          | <b>归母净利润</b>     | <b>641</b>   | <b>749</b>   | <b>864</b>   | <b>991</b>   |
| 流动负债合计        | 2,981        | 3,106        | 3,307        | 3,489        |                  |              |              |              |              |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 369          | 369          | 369          | 369          | 营业收入增长率          | 0.3%         | 12.9%        | 12.8%        | 11.4%        |
| 非流动负债合计       | 369          | 369          | 369          | 369          | 归母净利润增长率         | -16.5%       | 16.8%        | 15.4%        | 14.7%        |
| 负债合计          | 3,350        | 3,475        | 3,676        | 3,858        | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 27.2%        | 27.1%        | 27.3%        | 27.6%        |
| 股本            | 879          | 879          | 879          | 879          | 四项费用/营收          | 16.5%        | 16.4%        | 16.1%        | 15.7%        |
| 股东权益          | 3,233        | 3,458        | 3,803        | 4,299        | 净利率              | 9.2%         | 9.5%         | 9.8%         | 10.1%        |
| 负债和所有者权益      | 6,583        | 6,933        | 7,479        | 8,157        | ROE              | 19.8%        | 21.6%        | 22.7%        | 23.1%        |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 资产负债率            | 50.9%        | 50.1%        | 49.1%        | 47.3%        |
| 净利润           | 640          | 749          | 864          | 991          | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | -1           | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 1.1          | 1.1          | 1.2          | 1.2          |
| 折旧摊销          | 156          | 130          | 125          | 119          | 应收账款周转率          | 14.9         | 18.3         | 19.2         | 20.3         |
| 公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 存货周转率            | 4.0          | 4.3          | 4.6          | 4.9          |
| 营运资金变动        | 168          | 80           | 81           | 88           | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | 963          | 958          | 1070         | 1198         | EPS              | 0.73         | 0.85         | 0.98         | 1.13         |
| 投资活动现金净流量     | -568         | 118          | 114          | 108          | P/E              | 22.3         | 19.1         | 16.5         | 14.4         |
| 筹资活动现金净流量     | 39           | -524         | -518         | -495         | P/S              | 2.1          | 1.8          | 1.6          | 1.5          |
| 现金流量净额        | 434          | 552          | 666          | 811          | P/B              | 4.4          | 4.1          | 3.8          | 3.3          |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。