

三全食品 (002216)

一次改革红利喜人，二次改革添新动能 增持 (首次)

2024年03月26日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,943	7,434	7,152	7,638	8,275
同比	0.25%	7.07%	-3.80%	6.81%	8.33%
归母净利润 (百万元)	640.84	800.91	740.46	812.28	903.15
同比	-16.55%	24.98%	-7.55%	9.70%	11.19%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.73	0.91	0.84	0.92	1.03
P/E (现价&最新摊薄)	16.46	13.17	14.25	12.99	11.68

投资要点

■ **速冻食品行业先行者，三十余载行稳致远。**三全食品是中国速冻食品行业的开创者和领导者，创业伊始以速冻汤圆、水饺、粽子开启行业工业化大门，深耕速冻米面三十余载，系国内的速冻米面龙头企业。公司当前主营业务包括速冻和冷藏米制品、速冻和冷藏调制食品的研发、生产和销售。公司管理层经验丰富，实控人为陈氏家族，股权结构持续保持稳定。

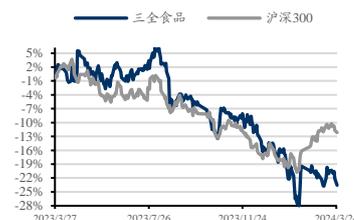
■ **基础条件完备，与时偕行强力改革，一阶段成效显著。**公司基础条件完备——生产布局领先、供应链成熟、品牌美誉度高、现代渠道先发优势，但渠道结构和管理一度陷入被动，且 B 端机遇把握不足。自 2019 年公司开启一轮改革调整，通过组织架构调整，市场化业务团队奖金激发内部活力。渠道端，红标事业部通过产品升级叠加收缩亏损渠道，C 端得以大幅减亏，盈利能力显著改善；绿标事业部以大包装产品发力餐饮渠道，打开 B 端市场。产品端，推出“涮烤汇”、微波系列、空气炸锅系列等新品实现产品矩阵多元化。一阶段改革成效显著，2018-2022 年公司归母净利率从 1.84% 提升至 10.77%，ROE 从 6.6% 提升至 20.6%，财务指标大幅改善，渠道实现 BC 兼顾，产品矩阵得以拓展。

■ **二阶段新渠道新品类齐发力，助力收入新增长。**渠道端，公司精细化组织架构，进一步拓展连锁餐饮大 B、会员超市等细分渠道，通过定制化匹配产品与渠道需求，寻求新渠道增长。产品端，公司力求在成熟品类（汤圆、水饺、粽子等）之外打造爆品，新式米面业务占比不断提升，小油条、馅饼等单品实现爆款，当前公司战略重视牛羊肉调理制品业务，并以此实现渠道拓展与加固。国内牛羊肉市场规模大，缺乏品牌企业，公司携手 JBS、Minerva 等巨头企业，构建优质原料与采购优势，以强品牌力赋能，在农贸、小 B 渠道寻求新突破。

■ **盈利预测与投资评级：**三全食品为速冻米面龙头，一次改革后公司净利率、ROE 等财务指标显著改善，期待二次改革在新渠道新品类上共同发力，助力收入增速再上一个台阶。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 71.5/76.4/82.7 亿元，同比增速 -3.8%/+6.8%/+8.3%，预计归母净利润 7.4/8.1/9.0 亿元，同比 -7.6%/+9.7%/+11.2%，EPS 分别为 0.84/0.92/1.03 元，对应 PE 分别为 14x、13x、12x，估值位于历史底部区间，横向对比可比公司，同样具备性价比，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动风险，新品推广不及预期风险，行业竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.00
一年最低/最高价	10.85/17.10
市净率(倍)	2.55
流通 A 股市值(百万元)	7,562.54
总市值(百万元)	10,550.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.70
资产负债率(% ,LF)	40.50
总股本(百万股)	879.18
流通 A 股(百万股)	630.21

内容目录

1. 速冻食品行业先行者，三十余载行稳致远	4
1.1. 速冻米面龙头，三十余载行稳致远	4
1.2. 股权结构稳定集中，管理层从业经验丰富	4
1.3. 收入利润增长稳健，盈利能力强	5
2. 与时偕行构建二轮改革，突飞猛进业绩表现提升	6
2.1. 双重因素限制发展，大力改革释放活力	6
2.2. 改革阶段一：减亏 C 端、突破 B 端，盈利水平大幅修复	8
2.2.1. 拆分红绿标事业部，业务团队市场化改革	8
2.2.2. 推陈出新，C 端减亏、B 端新突破	9
2.2.3. 改革成效：B 端收入快速增长，各项财务指标转优	10
2.3. 改革阶段二：新渠道新品类共同发力，持续改革助力收入增长	11
2.3.1. 新渠道：重视细分渠道扩展，精细化组织架构	12
2.3.2. 新品类：产品端接续扩品类，牛羊肉类助力收入新增长	12
3. 盈利预测	15
4. 风险提示	16

图表目录

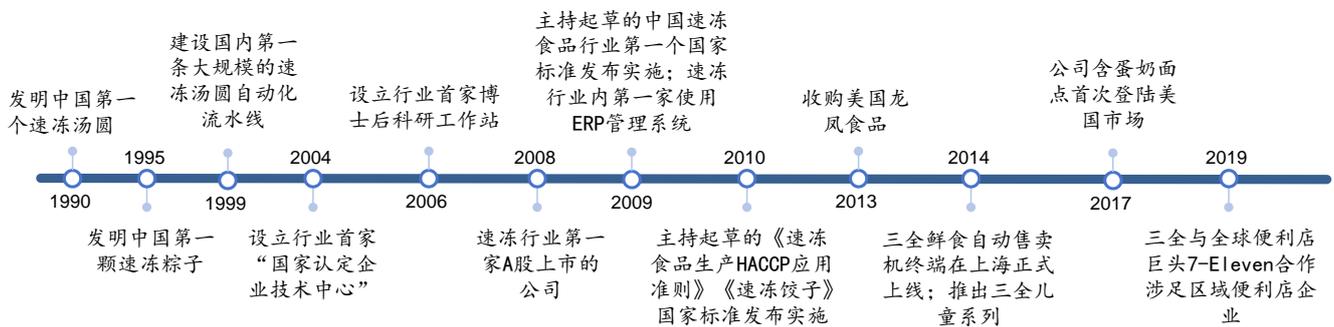
图 1: 三全食品发展历程	4
图 2: 三全食品股权结构 (截至 2023Q3)	4
图 3: 三全食品管理团队	4
图 4: 三全食品营业收入及 yoy	4
图 5: 三全食品归母净利润及 yoy	4
图 6: 三全食品改革时间轴	4
图 7: 三全食品营业收入及 yoy	4
图 8: 三全食品 2017 年营业收入产品结构	4
图 9: 三全食品 2017 年营业收入渠道结构	4
图 10: 三全食品归母净利率和毛销差	4
图 11: 三全食品销售人员平均薪酬变化	4
图 12: 三全食品在原有品类中推新品: 从普通饺子到生饺子、饺子王	4
图 13: 三全绿标产品	10
图 14: 三全食品新品类拓展: 涮烤产品、面点产品等	10
图 15: 三全食品餐饮、零售端收入及 yoy	1
图 16: 三全食品 B 端和 C 端市场收入占比	1
图 17: 三全食品零售、餐饮净利率和整体归母净利率	1
图 18: 三全食品 ROE (单位: %)	1
图 19: 公司合作大 B 客户推出的部分新品	1
图 20: 三全牛羊肉调理制品新品	1
图 21: 我国各肉类消费结构图	1
图 22: 牛肉类 BC 端消费占比	1
图 23: 2021 年牛羊肉预制菜规模占比	1
图 24: 我国预制菜市场规模及 yoy	1
图 25: 目前我国牛羊肉优势企业表	1
图 26: 三全食品主要业务收入拆分预测	1
图 27: 三全食品 PE-Bands	1
表 1: 可比公司估值对比 (估值日 2024/3/25)	10

1. 速冻食品行业先行者，三十余载行稳致远

1.1. 速冻米面龙头，三十余载行稳致远

速冻米面行业龙头，三十余载行稳致远。1990年，三全创始人陈泽民先生发明中国第一颗速冻汤圆，开启三全步入速冻食品行业的序幕。1999年，三全建设国内第一条大规模的速冻汤圆自动化流水线。2008年，公司登陆A股上市。2013年收购美国亨氏旗下龙凤食品。近年来，三全不断拓宽销售渠道，包括便利店7-Eleven、餐饮连锁企业海底捞、百胜中国等，寻求新增长。

图1：三全食品发展历程

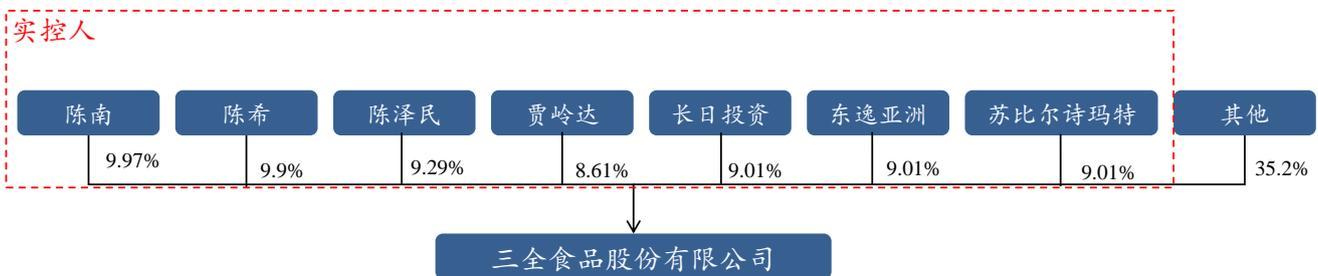


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定集中，管理层从业经验丰富

股权结构稳定，陈氏家族为实控人。三全食品实际控制人为创始人陈氏家族，包括陈泽民夫妇及其子陈南先生、陈希先生，家族企业经营稳定。截至2023Q3，陈氏家族合计持股约64.8%。

图2：三全食品股权结构（截至2023Q3）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

管理层从业经验丰富，团队协作良好。三全管理团队人员深耕速冻行业多年，具备丰富的从业经验，在三全任职多年，对公司了解深入，良好协作带领三全稳健发展。目前，陈南先生任董事长一职，陈希先生任总经理，贾岭达女士任副董事长。

图3：三全食品管理团队

姓名	职务	学历	年龄	个人简历
陈南	董事长、董事	硕士	55	历任郑州市商业储运公司职员，郑州商业大厦部门经理，三全食品厂副总经理，公司总经理，2001年6月至2009年7月任公司董事，总经理，2009年7月至今任公司董事长。
贾岭达	副董事长、董事	本科	80	历任郑州市肉联厂医院医师，四川五六五医院主治医师，郑州市商业储运公司医务科科长，三全食品厂副厂长，郑州三全总经理，2001年6月股份公司设立至今任公司副董事长。
陈希	总经理、董事	硕士	51	2001年6月至2009年7月任公司董事，副总经理，2009年7月至2013年11月任公司董事，总经理；2013年12月至2014年12月任公司董事，总经理，财务负责人；2009年7月至今，任公司董事，总经理。
陈泽民	董事	本科	81	曾任四川五六五医院外科医师，郑州市第五人民医院主治医师，郑州市第二人民医院副院长，三全食品董事长。现任公司董事，河南万江新能源集团有限公司董事长。
李娜	财务总监、董事	本科	54	会计师；任河南省人大代表。1999年3月至今任三全食品股份有限公司财务经理，总会计师，2014年12月26日至今任本公司财务总监；2016年5月至今任公司董事。
张雷	董事	本科	61	现任三全食品股份有限公司董事。
王凯旭	副总经理	硕士	46	工商管理硕士，2008年-至今任本公司副总经理。
张宁鹤	副总经理	本科	50	2009年至2012年，任三全食品生产中心总经理；2013年至今，任三全食品营运副总经理，2014年8月26日起任本公司副总经理。
谷贵浩	副总经理	本科	41	2006年8月至今在三全食品工作，曾任公司质量管理中心经理，现任公司质量管理中心总监。
张云	副总经理	本科	43	2004年10月至今，在三全食品工作，曾任公司人事部主管，人事部经理，总经理助理，现任公司企管部总监。
杨志	副总经理	本科	42	2007年7月入职三全食品，曾任公司产品经理，事业部市场总监等；2017年8月起任三全鲜食事业部总经理。
刘铮铮	董事会秘书	硕士	33	2014年11月至2017年3月任河南佳瑞投资有限公司上市办主任；2017年4月至2023年3月任河南花花牛乳业集团股份有限公司董事会秘书；2023年4月起任公司证券部经理。

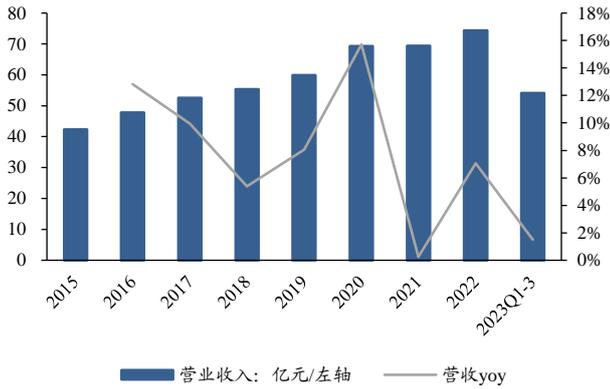
数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.3. 收入利润增长稳健，盈利能力强

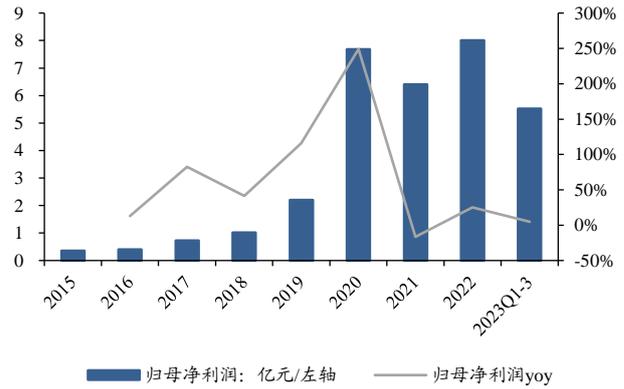
公司营收稳中有升，归母净利润增速亮眼。2017-2022年，营业收入/归母净利润CAGR分别达7.2%/61.9%。2023年前三季度，公司实现营收54.15亿元，归母净利润5.52亿元，分别同比增长1.5%/5.1%，毛利率/净利率分别为26.8%/10.2%。

图4：三全食品营业收入及yoy

图5：三全食品归母净利润及yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 与时偕行构建二轮改革，突飞猛进业绩表现提升

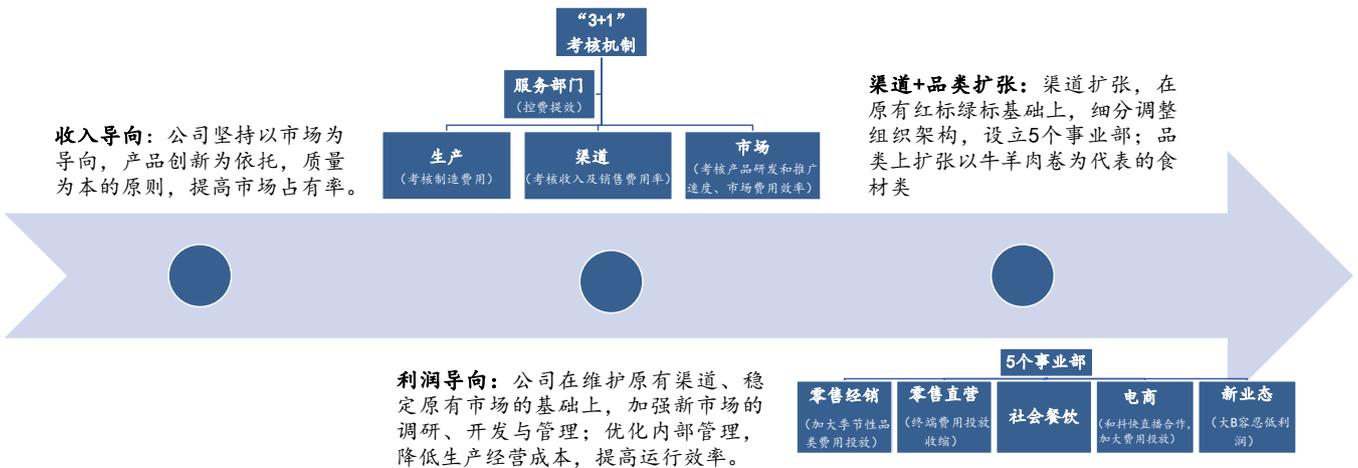
2.1. 双重因素限制发展，大力改革释放活力

公司自 2018 年开始先后开启两轮改革，分别如下：

改革一阶段——考核机制从市占率导向转变为利润导向。2018 年起公司对事业部实行“3+1”考核机制，3 是创造绩效的部门生产（考核制造费用），渠道（考核收入及销售费用率），市场（考核产品研发和推广速度、市场费用效率），1 是中后台服务部门（控费提效）。新的机制以激发员工能动性为主，考核目标由收入转变为利润，通过控费提效，解决之前费用浪费和渠道不合理的问题。

改革二阶段——扩品类+渠道并行。公司进一步将零售、餐饮两个部门细化为五个事业部。2023 年 4 月，公司在原有红标绿标事业部的基础上，细分调整组织架构，设立 5 个事业部：红标零售经销、红标零售直营、社会餐饮、电商、新业态（包括出口、餐饮大客户、会员超市等）。

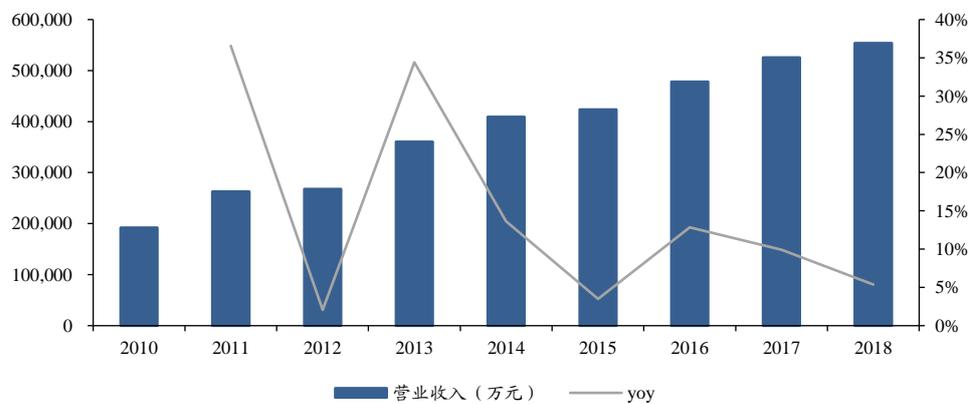
图6: 三全食品改革时间轴



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

改革原因一: 渠道品类结构单一, 收入增长遇瓶颈。从产品结构看, 2017年水饺、汤圆粽子三大单品在公司收入中占比超72%, 品类结构过于集中; 从渠道结构来看, 公司收入中超过90%来源于零售市场, 尤其是直营商超, 渠道结构单一。2013年收购龙凤以后, 公司收入增速放缓, 2013-2018年收入CAGR 9%。

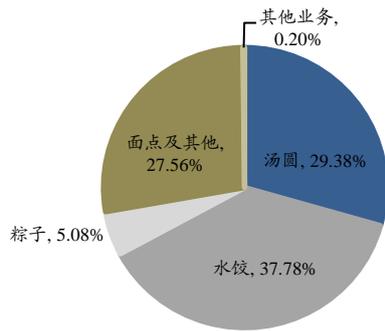
图7: 三全食品营业收入及yoy



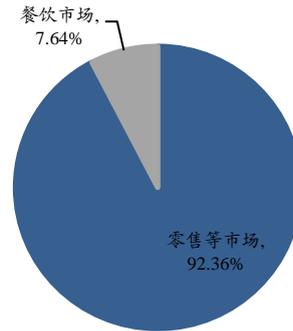
数据来源: wind、东吴证券研究所

图8: 三全食品 2017 年营业收入产品结构

图9: 三全食品 2017 年营业收入渠道结构



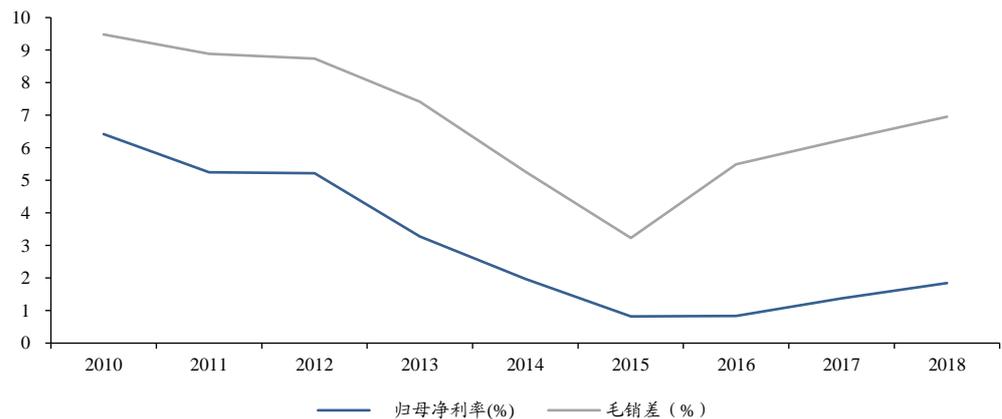
数据来源：公司年报、东吴证券研究所



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

改革原因二：过去考核导向为市场份额，盈利能力大幅下降至 0% 左右。公司过去以市场份额为导向，费效比低，归母净利率自 2010 年的 6%+ 大幅下滑，最低时 2015 年归母净利率仅 0.8%，亟待改革改善公司盈利水平。

图10：三全食品归母净利率和毛销差



数据来源：wind、东吴证券研究所

2.2. 改革阶段一：减亏 C 端、突破 B 端，盈利水平大幅修复

2.2.1. 拆分红绿标事业部，业务团队市场化改革

红标主攻零售，绿标深耕餐饮。2018 年，为顺应市场趋势，三全食品开始在 B 端市场发力。2019 年，公司开始推行事业部制改革，全面调整组织架构，将零售和餐饮两个部门独立运营，分别称为“绿标餐饮部门”和“红标零售部门”。

绩效奖金市场化，激发员工活力。三全食品在改革前以销量和收入为导向，致使盲目投放费用，忽视经营效益。2019 年，三全食品实行“3+1”模式，供应链、渠道、产品中心三个经营部门和一个中后台采用不同的绩效考核模型，员工薪资与公司利润挂钩，绩效奖励机制更加市场化，优化了内部管理，充分调动了员工积极性。2019 年，销售人员平均薪酬大幅提升至 16.05 万元。

图11: 三全食品销售人员平均薪酬变化



数据来源: wind、东吴证券研究所

注: 2021 年下降主因公司新增加 300 个销售人员开拓新渠道、市场, 因此平均薪酬下滑

2.2.2. 推陈出新, C 端减亏、B 端新突破

产品升级+收缩亏损渠道, C 端焕发新活力。2018 年之后, 公司坚持利润导向。一方面, 公司收缩部分亏损直营商超渠道, 同时加大对经销渠道的投入, 减少了高昂的商超进场费、条码费等。另一方面, 公司推出升级产品, 提升整体盈利能力。以水饺品类为例, 三全现推出生水饺、饺子王等升级新品, 相较于传统素水饺等产品, 新产品价格稍高, 但品质更好, 差异化更明显, 可以满足不同人群的需求。

图12: 三全食品在原有品类中推新品: 从普通饺子到生饺子、饺子王



数据来源: 淘宝三全食品官方旗舰店、东吴证券研究所

以绿标大包装产品发力餐饮市场。公司以绿标品来积极开拓餐饮市场, 推出大包

装的面点、火锅料等产品，突破社会餐饮小 B 端；同时以部分定制化产品开拓连锁餐饮大 B 端。

图13：三全绿标产品



数据来源：1688、东吴证券研究所

2.2.3. 改革成效：B 端收入快速增长，各项财务指标转优

实现多元化产品矩阵。2020 年，三全推出了“三全涮烤汇”，开启涮烤产品新赛道，其中包括丸滑类、牛羊肉卷、毛肚、黄喉、豆皮、腐竹、蘸料、底料等产品。此外，三全也在面点食品上发力，推出了上海风味葱油饼、薄皮馅饼、糯米烧卖等产品。从传统老三样到新产品百花齐放，三全逐步形成适用于多消费场景、渠道的多元化的产品矩阵。

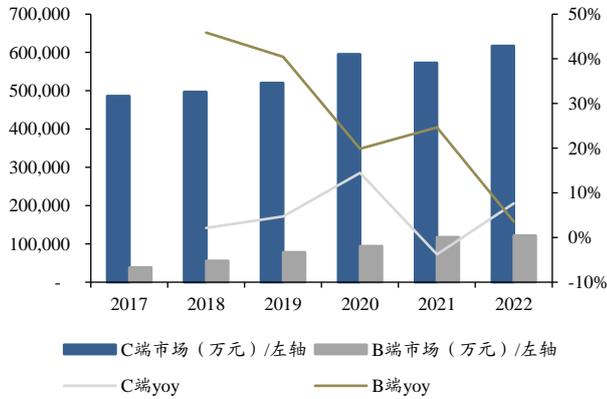
图14：三全食品新品类拓展：涮烤产品、面点产品等



数据来源：淘宝三全食品官方旗舰店、东吴证券研究所

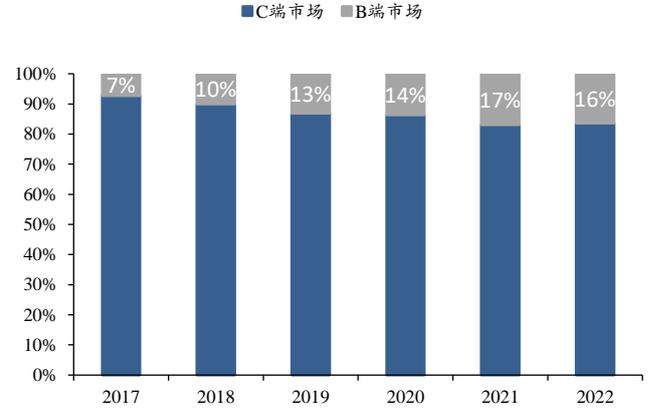
业务团队活力激发，B端市场快速增长。自2019年红绿标事业部拆分后，B端市场收入占比快速提升，2022年B端市场实现营收12.1亿元，占比从2017年的7%提升至16%，增长势头强。

图15: 三全食品餐饮、零售端收入及yoy



数据来源: wind、东吴证券研究所

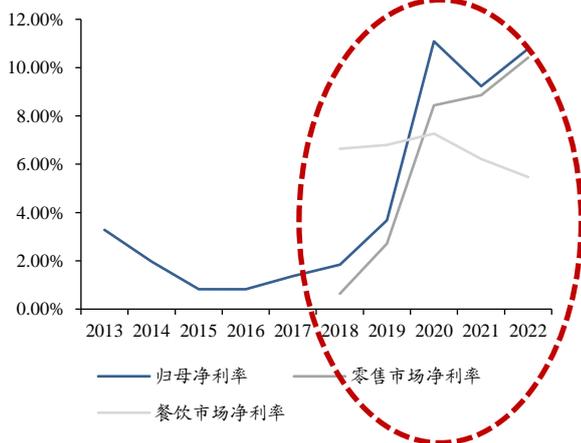
图16: 三全食品B端和C端市场收入占比



数据来源: wind、东吴证券研究所

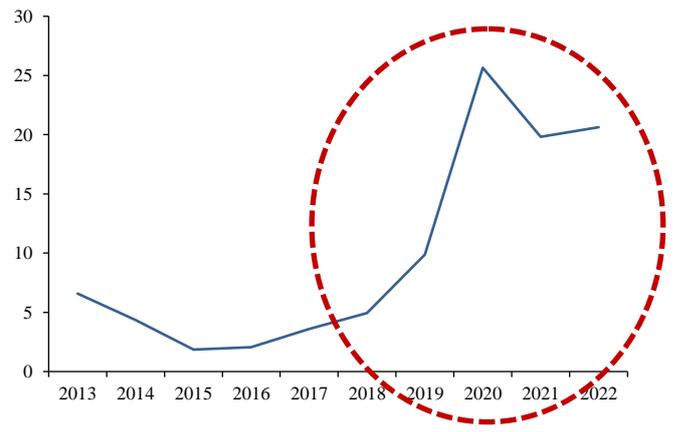
零售市场净利率稳步提升带动整体盈利能力修复。在三全“利润导向”方针的指引下，推新品、收缩亏损渠道、费用精细化投放。2018-2022年，公司归母净利率从1.84%提升至10.77%，实现快速提升；带动ROE从2018年的6.6%提升至2022年的20.6%。从渠道端看，2018-2022年零售市场净利率从0.64%到10.41%，新品和直营渠道收缩改革的效果显著；餐饮市场净利率稳定在5%-8%之间，相对稳定。

图17: 三全食品零售、餐饮净利率和整体归母净利率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图18: 三全食品ROE (单位: %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.3. 改革阶段二: 新渠道新品类共同发力, 持续改革助力收入增长

2.3.1. 新渠道：重视细分渠道扩展，精细化组织架构

重视细分渠道扩展，组织架构持续完善。2023年4月，公司在原有红标绿标的基础上，细分调整组织架构，设立5个事业部：红标零售经销、红标零售直营、社会餐饮、电商、新业态（出口、大B、会员超市），对大B端，公司加大对大客户的开拓力度。2023年以来，公司与百胜中国、海底捞、巴奴、永和大王等优质连锁餐饮客户合作关系进一步加强。与百胜中国合作上新糍粑、饼汉堡；与海底捞合作奶酪鱼条等产品，大B端发展势头足。

图19：公司合作大B客户推出的部分新品



数据来源：小红书、东吴证券研究所

2.3.2. 新品类：产品端接续扩品类，牛羊肉类助力收入新增长

积极开拓社会餐饮新品类，牛羊肉调理制品带来新增长。公司以牛肉类产品为抓手，探索出收入增长的“第二曲线”。2023年7月，三全食品郑州总部举办品鉴会，邀请全国近300名核心经销商和肉类产业专业用户到场，并在会上推出了最新的牛羊肉调理产品，标志着三全食品在牛羊肉类赛道上正式发力。在中国冷冻食品千商大会上，公司明确表示将扩展肉类作为业绩增长来源之一。

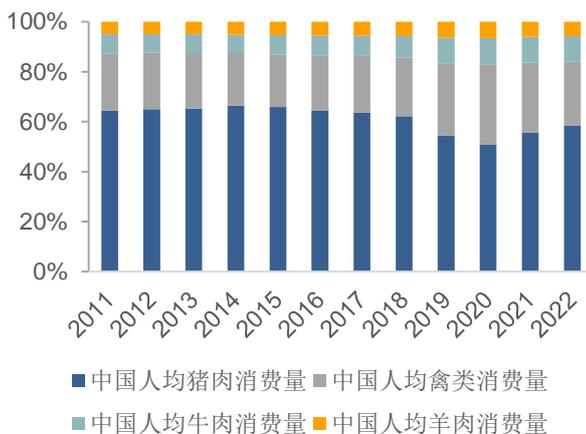
图20: 三全鲜食羊肉调理制品新品



数据来源: 淘宝网、东吴证券研究所

国内牛羊肉市场规模大，消费场景丰富。从 2011-2022 年，我国肉类消费结构呈现出猪肉占比高，牛羊肉消费量占比较低趋势。2022 年，我国人均肉类消费量达约 69 千克，其中猪肉类占比高达 58.6%，牛羊肉类合计约占总消费量的 16%，需求空间大。且 2011-2022 年牛、羊肉消费量 CAGR 分别为 4.1% 和 2.6%，增长较为稳健。我国牛羊肉 BC 端消费场景丰富。据北京顺鑫鑫源集团 2021 年发表的论文《中国肉牛产业链分析及肉牛企业发展探讨》显示，我国牛肉类消费 80% 来自于 B 端餐饮及食品加工，其余 20% 消费量直接进入家庭。而 B 端餐饮消费场景涵盖了中餐（火锅、烧烤、川湘菜等）以及西餐（牛排、牛肉汉堡等），C 端消费主要来源于农贸市场渠道的分切鲜肉和商超电商渠道的冷鲜、冷冻牛肉，消费端涵盖场景丰富。据新食材数据统计，2021 年我国牛羊肉预制菜规模近 220 亿元，占全国预制菜市场的 7%；且我国预制菜市场规模近年持续扩大。未来，我国牛羊肉行业前景广阔，发展空间大。

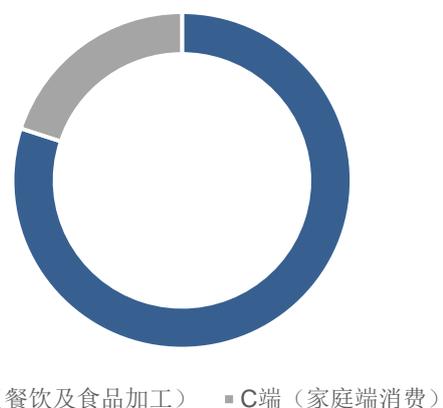
图21: 我国各肉类消费结构图



数据来源: Wind、国家统计局、中国畜牧兽医年鉴、华经情报网、东吴证券研究所

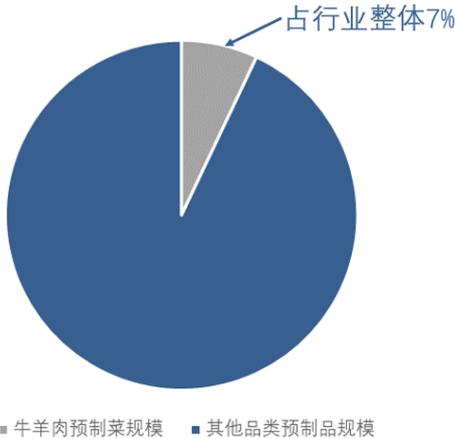
图23: 2021 年牛羊肉预制菜规模占比

图22: 牛肉类 BC 端消费占比

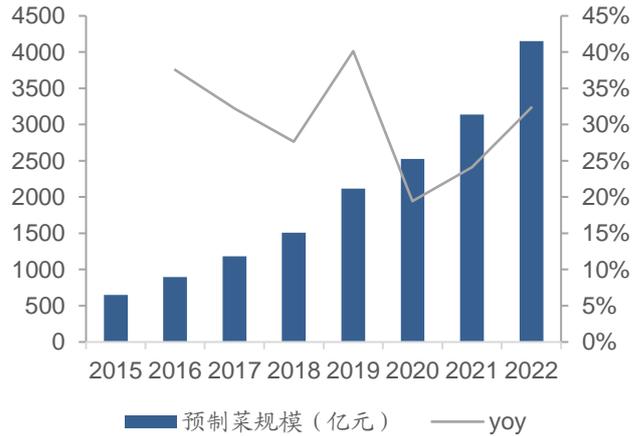


数据来源: 郑献进等 (2021)《中国肉牛产业链分析及肉牛企业发展探讨》、东吴证券研究所

图24: 我国预制菜市场规模及 yoy



数据来源: 新食材、NCBD、东吴证券研究所



数据来源: NCBD、东吴证券研究所

牛羊肉类行业格局分散，品牌集中度低。我国牛羊肉类行业中小企业规模较多，行业竞争度较低。2015年，我国牛羊肉类行业的CR5仅为8.6%，CR10为11.3%。近年来牛羊肉类行业市场集中度略有提升，但整体行业集中度仍然较低。目前牛羊肉类产量主要集中在河南、山东、内蒙、新疆、四川等地，牛羊肉类企业主要集中在华北、华中、西北等地区。未来，随着居民收入的提升以及消费水平的提高，牛羊肉类制品的质量、品质等品牌属性竞争将越来越重要，牛羊肉类行业将逐步发展到新一轮的竞争阶段。

图25: 目前我国牛羊肉类优势企业表

优势企业	基本情况
额尔顿	内蒙古额尔敦餐饮管理有限公司总部位于呼和浩特市。主要从事牛羊肉类养殖、生产加工及品牌连锁销售等业务。
金牛足食品	河南省金牛足食品有限公司是一个融科研、开发、生产、销售为一体的现代化清真食品企业集群。目前形成了以金牛足、筋花牛肉等副产品为市场主导的餐饮系列；以牛肉、牛腱、金钱腱等部位牛肉为代表的大众礼品馈赠系列；以牛胸煲、麻辣三烧、左手鸡、右手鸭等以日常消费为主的天天餐桌系列，以溢香牛肉、红烧牛肉罐头、香辣牛肉罐头等为主的户外旅游系列等多个系列产品。
迪可食品	河南省平顶山市迪可集团食品有限公司是具有民族特色的清真食品生产销售为一体的民营企业。现已发展成为集牛、羊肉屠宰、分割、精加工为一体的农业产业化企业。
科尔沁牛业	内蒙古科尔沁牛业股份有限公司是以肉牛养殖、屠宰加工、牛肉制品生产为主体的股份制企业，拥有较强的生产能力和运输能力，构建了完善的肉牛产业链。
苏尼特肉业	内蒙古苏尼特肉业有限公司隶属于跨国企业MBB(国际)集团有限公司，是内蒙古自治区级农牧业重点龙头企业。生产基地设在锡林郭勒盟苏尼特右旗蒙汗塔拉镇。是现代化的大型羊肉产品生产中心基地，内蒙古肉类产品主要出口基地之一。
恒都农业	重庆恒都农业集团有限公司旗下有8个全资子公司，已建成涵盖品种繁育、肉牛养殖、饲料生产、活牛交易、屠宰及精深加工、冷链运输、科技研发及市场营销于一体的肉牛产业的全产业链条。

数据来源: 公司官网、智研咨询、东吴证券研究所

携手全球肉企巨头，为牛羊肉品类持续赋能。2023年，公司已经与JBS、Minerva等全球肉企巨头建立了良好战略合作关系，确保能获得全球最好的牛羊肉类原料，同时也可以获得最具性价比的采购优势。未来也将会携手海外肉企，推出更多品质与性价比兼具的牛羊肉类系列产品。牛羊肉类系列产品自推出以来销售表现良好，增长速度持续放大，与海外公司的合作更是为公司牛羊肉类系列产品持续赋能。

3. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 71.5/76.4/82.7 亿元，同比增速 -3.8%/+6.8%/+8.3%，分拆业务如下：

- 1) **零售及创新市场**：公司零售及创新市场主要以红标品牌面对 C 端客户。2022 年因疫情保供基数较高 2023 年预计略有下滑，经过公司对直营商超渠道的收缩和减亏，预期 2024-2025 年回归正常，通过扩品带来增长。我们预计零售及创新市场 2023-2025 年营业收入分别为 57.6/60.4/64.0 亿元，同比 -6.5%/+4.8%/+6.0%。
- 2) **餐饮市场**：公司餐饮市场主要包括社会开放餐饮小 B 以及连锁大 B 餐饮客户。公司今年发力大 B 渠道，同时以牛羊肉卷扩展小 B 渠道，预期餐饮渠道收入提速增长。我们预计公司餐饮市场 2023-2025 年营业收入分别为 13.3/15.3/17.9 亿元，同比+10%/15%/17%。

图26: 三全食品主要业务收入拆分预测

渠道	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售及创新市场						
收入 (百万元)	5,954.51	5,729.87	6,167.02	5,763.16	6,038.84	6,401.45
同比 (%)	14.5%	-3.8%	7.6%	-6.5%	4.8%	6.0%
占比 %	86.0%	82.5%	83.0%	80.6%	79.1%	77.4%
成本 (百万元)	4,113.94	4,123.00	4,365.92	4,161.00	4,329.85	4,577.04
毛利 (百万元)	1,840.57	1,606.87	1,801.11	1,602.16	1,708.99	1,824.41
毛利率	30.9%	28.0%	29.2%	27.8%	28.3%	28.5%
餐饮市场						
收入 (百万元)	939.55	1,171.07	1,212.79	1,334.07	1,534.18	1,794.99
同比 (%)	19.8%	24.6%	3.6%	10%	15%	17%
占比 %	13.6%	16.9%	16.3%	18.7%	20.1%	21.7%
成本 (百万元)	722.11	917.81	961.29	1,033.90	1,196.66	1,400.09
毛利 (百万元)	217.44	253.26	251.50	300.17	337.52	394.90
毛利率	23.1%	21.6%	20.7%	22.5%	22.0%	22.0%
其他业务						
收入 (百万元)	32.02	42.50	54.5	54.49	65.38	78.46
同比 (%)		32.7%	28.2%	0%	20%	20%
占比 %	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
合计						
收入 (百万元)	6,926.08	6,943.44	7,434.30	7,151.72	7,638.40	8,274.90
同比 (%)	15.7%	0.3%	7.1%	-3.8%	6.8%	8.3%
成本 (百万元)	4,857.58	5,347.83	5,381.69	5,249.39	5,591.89	6,055.59
毛利 (百万元)	2,068.51	1,595.61	2,052.61	1,902.32	2,046.51	2,219.31
毛利率	29.9%	23.0%	27.6%	26.6%	26.8%	26.8%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

三全食品为速冻米面龙头，一次改革后公司净利率、ROE 等财务指标显著改善，期待二次改革在新渠道新品类上共同发力，助力收入增速再上一个台阶。可比公司我们选取安井食品、千味央厨、味知香。安井食品主营速冻米面、火锅料等产品，渠道 BC 兼顾，为行业龙头公司；千味央厨主营速冻米面食品，主要面向餐饮渠道；味知香

主营速冻预制菜产品，渠道 BC 兼有。可比公司在产品和销售渠道上与三全食品可比。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 71.5/76.4/82.7 亿元，同比增速-3.8%/+6.8%/+8.3%，预计归母净利润 7.4/8.1/9.0 亿元，同比-7.6%/+9.7%/+11.2%，EPS 分别为 0.84/0.92/1.03 元，对应 PE 分别为 14x、13x、12x，估值位于历史底部区间，横向对比可比公司，同样具备性价比，首次覆盖，给予“增持”评级。

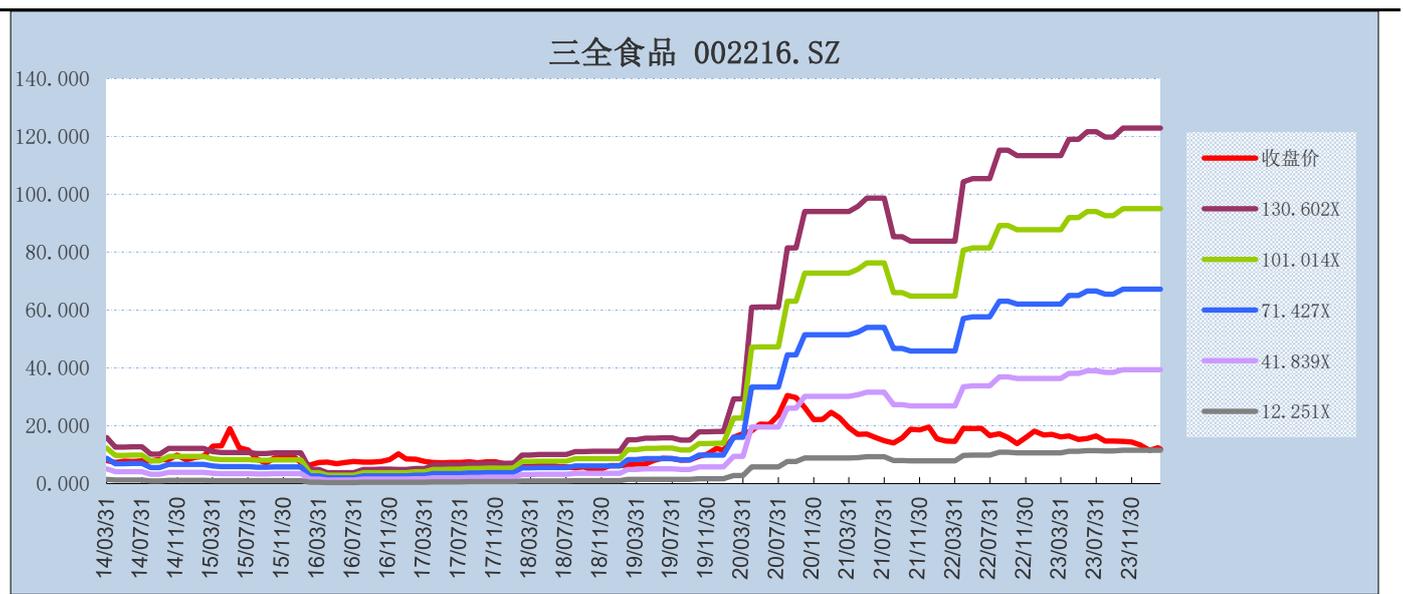
表1: 可比公司估值对比 (估值日 2024/3/25)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603345.SH	安井食品	86	251	3.75	5.44	6.29	7.57	22.8	15.7	13.6	11.3
001215.SZ	千味央厨	46	46	1.03	1.41	2.11	2.58	45.2	32.9	22.0	18.0
605089.SH	味知香	32	44	1.04	1.07	1.28	1.49	30.5	29.6	24.8	21.2
	平均							34.0	24.3	17.8	14.6
002216.SZ	三全食品	12	106	0.91	0.84	0.92	1.03	13.2	14.2	13.0	11.7

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 安井食品、千味央厨盈利预测来自东吴证券研究所, 味知香盈利预测来自 Wind 一致盈利预测

图27: 三全食品 PE-Bands



数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 风险提示

食品安全风险: 食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

原材料价格波动风险: 公司隶属速冻米面食品行业，生产所需的主要原材料为大宗农产品。原材料价格波动直接导致成本压力，将对公司盈利能力提出挑战。

新品推广不及预期风险：公司在牛羊肉卷等领域正处于不断推新、开发客户放量阶段，行业目前缺乏龙头领军企业。因此，如果公司新品研发及推广不及预期将对公司业绩造成不利影响。

行业竞争加剧风险：速冻米面行业进入中低速发展阶段，因此行业可能出现竞争加剧、价格战等现象，从而影响到公司盈利能力。

三全食品三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,667	4,335	5,182	6,223	营业总收入	7,434	7,152	7,638	8,275
货币资金及交易性金融资产	2,896	2,735	3,572	4,584	营业成本(含金融类)	5,348	5,249	5,592	6,056
经营性应收款项	438	403	420	444	税金及附加	63	60	64	70
存货	1,217	1,094	1,087	1,093	销售费用	884	858	909	976
合同资产	0	0	0	0	管理费用	218	206	214	228
其他流动资产	114	104	103	101	研发费用	46	39	38	41
非流动资产	2,864	3,788	3,876	3,914	财务费用	(13)	(26)	(23)	(39)
长期股权投资	272	272	272	272	加:其他收益	151	143	153	165
固定资产及使用权资产	1,726	1,820	1,910	1,966	投资净收益	55	36	38	41
在建工程	313	331	329	311	公允价值变动	(12)	0	0	0
无形资产	228	228	228	228	减值损失	(46)	0	0	0
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	(15)	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	1,021	943	1,035	1,151
其他非流动资产	307	1,120	1,120	1,120	营业外净收支	6	0	0	0
资产总计	7,531	8,123	9,058	10,137	利润总额	1,026	943	1,035	1,151
流动负债	3,380	3,234	3,356	3,532	减:所得税	225	203	222	247
短期借款及一年内到期的非流动负债	155	156	156	156	净利润	801	740	812	903
经营性应付款项	1,416	1,327	1,348	1,388	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	914	894	962	1,059	归属母公司净利润	801	740	812	903
其他流动负债	894	857	889	929	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	0.84	0.92	1.03
非流动负债	271	262	262	262	EBIT	987	917	1,012	1,111
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,138	986	1,084	1,183
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.07	26.60	26.79	26.82
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	10.77	10.35	10.63	10.91
其他非流动负债	248	240	240	240	收入增长率(%)	7.07	(3.80)	6.81	8.33
负债合计	3,650	3,496	3,618	3,794	归母净利润增长率(%)	24.98	(7.55)	9.70	11.19
归属母公司股东权益	3,880	4,627	5,439	6,342					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	3,881	4,627	5,439	6,343					
负债和股东权益	7,531	8,123	9,058	10,137					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,385	804	963	1,086	每股净资产(元)	4.41	5.26	6.19	7.21
投资活动现金流	(797)	(964)	(122)	(69)	最新发行在外股份(百万股)	879	879	879	879
筹资活动现金流	(36)	(2)	(5)	(5)	ROIC(%)	21.04	16.25	15.25	14.37
现金净增加额	552	(162)	837	1,013	ROE-摊薄(%)	20.64	16.00	14.93	14.24
折旧和摊销	151	69	72	72	资产负债率(%)	48.47	43.04	39.95	37.43
资本开支	(441)	(180)	(160)	(110)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.17	14.25	12.99	11.68
营运资本变动	391	23	113	148	P/B(现价)	2.72	2.28	1.94	1.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>