

三全食品 (002216.SZ)

国内速冻面米行业龙头，积极开拓新品类与渠道

中性

核心观点

三全食品前三季度同比减少 5.35%。公司 2024 年前三季度实现营业总收入 51.25 亿元，同比减少 5.35%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比减少 28.61%；实现扣非归母净利润 3.13 亿元，同比减少 35.43%；2024 第三季度实现营业总收入 14.60 亿元，同比减少 6.46%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比减少 47.02%；实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比减少 57.15%。

C 端销售承压，B 端稳健拓展。2024 年 C 端/B 端市场收入 29.8/6.8 亿元，同比-7.45%/+8.13%，C 端收入下滑主因终端消费力偏弱，B 端在新客户、新产品逐支撑下保持稳健增长。2024 上半年公司传统米面/创新米面/速冻调制食品/冷藏及短保产品收入同比-7.8%/-1.7%/+2.0%/-21.8%。2023 年年底以来速冻食品行业竞争较为激烈，水饺量价双向承压导致米面类收入下滑明显。2024 上半年经销/直营/直营电商收入同比-7.1%/-6.0%/+60.1%，线上增速较高源于主打单品“生水饺”持续放量。

毛利率下滑叠加费用投放增加，盈利能力有所下降。2024 第三季度公司毛利率 22.8%，同比-1.9pct，主要受到收入占比较高的高毛利水饺产品收入减少影响。第三季度公司销售/管理费用率 15.7%/3.3%，同比+2.8/+0.5 pct，主因公司面对较为激烈的市场竞争加大市场费用投放，扣非归母净利率同比下滑 4.5pct 至 5.1%。

速冻面米龙头品牌，开拓延伸新兴场景。三全食品领军行业三十余载，公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌，在郑州、广州、成都、天津、苏州、武汉等地建有基地，生产能力领先。公司稳步优化经销系统，2024H1 经销商数量环比 2023 年末减少 334 家至 3911 家，渠道质量不断优化。此外，公司积极拓展线上渠道，电商渠道生水饺复购良好，或具有中长期增长潜力。

投资建议：短期看，随着下游消费力持续复苏、公司 B 端布局加快，预计业绩逐步修复。中长期看，公司作为速冻面米龙头，品牌势能强劲，餐饮业务份额在品类创新和渠道动作下有望加速提升。按上述假设条件，预计公司 2024/25/26 年营收 67.7/70.6/75.1 亿元，同比-4.1%/+4.3%/+6.3%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 5.6/5.9/6.3 亿元，同比-25.3%/4.7%/7.2%，每股收益分别为实现 0.64/0.67/0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2/16.5/15.4 倍，给予公司 2024 年 PE18-20x，合理价格区间为 11.46-12.73 元，对应市值区间为 101-112 亿元，较当前股价有 4%-16.0% 溢价空间。首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示：市场竞争加剧；渠道拓展不及预期；原材料成本价格大幅上涨

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 食品加工

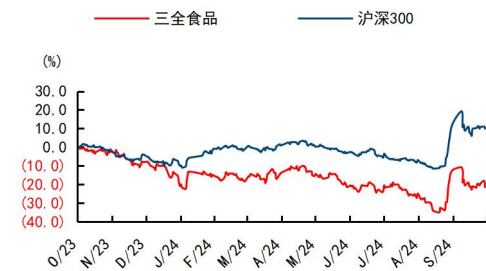
证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135

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

基础数据

投资评级	中性(首次覆盖)
合理估值	11.46 - 12.73 元
收盘价	10.97 元
总市值/流通市值	9645/6914 百万元
52 周最高价/最低价	14.72/8.91 元
近 3 个月日均成交额	54.98 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,434	7,056	6,767	7,061	7,507
(+/-%)	7.1%	-5.1%	-4.1%	4.3%	6.3%
净利润(百万元)	801	749	560	586	628
(+/-%)	25.0%	-6.4%	-25.3%	4.7%	7.2%
每股收益(元)	0.91	0.85	0.64	0.67	0.71
EBIT Margin	11.8%	10.7%	8.3%	9.1%	9.2%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	17.3%	12.0%	11.7%	11.7%
市盈率 (PE)	12.0	12.9	17.2	16.5	15.4
EV/EBITDA	13.1	14.1	16.7	14.9	14.0
市净率 (PB)	2.49	2.22	2.07	1.93	1.80

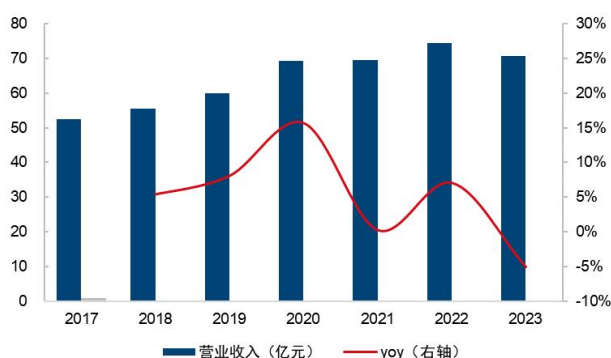
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

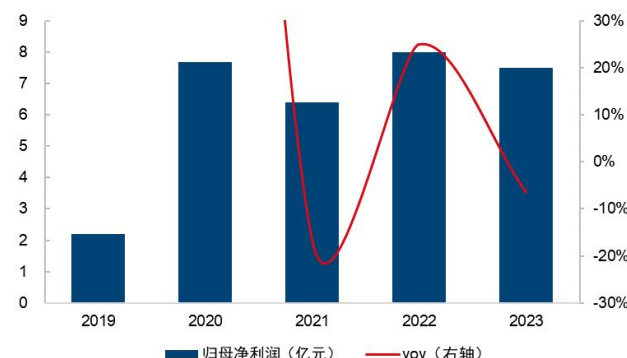
2024 年第三季度公司收入同比下降 5.02%。2023 年公司实现营收 70.56 亿元，同比减少 5.09%，归母净利润 7.49 亿元，同比减少 6.55%，扣非归母净利润 6.46 亿元，同比减少 8.95%。2024 第三季度公司实现营业总收入 14.60 亿元，同比减少 6.46%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比减少 47.02%；实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比减少 57.15%。2023 年公司收入和利润均产生下滑，主因激烈的市场竞争下，水饺、汤圆等传统速冻面米制品量价都有所下降。

图1: 三全食品营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 三全食品归母净利润及增速



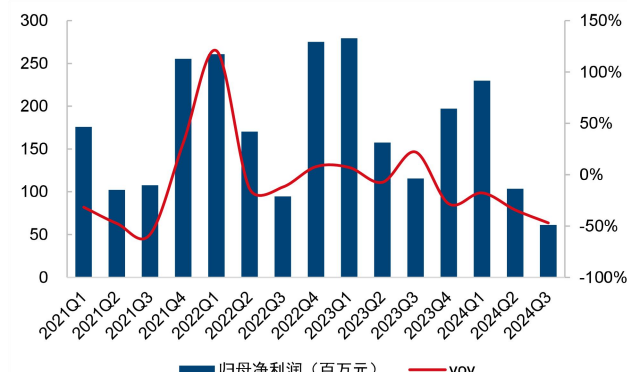
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 三全食品单季度营收及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 三全食品单季度归母净利润及增速

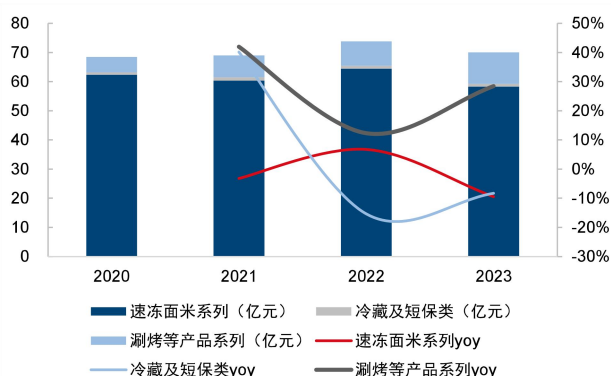


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

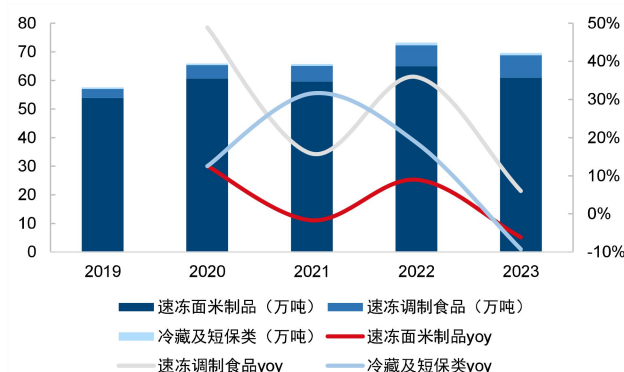
传统速冻米面收入减少，B 端市场销售更优。2023 年公司实现营收 70.56 亿元，同比-5.09%，总销量 69.57 万吨，同比-4.9%。分产品看，速冻面米系列/涮烤等产品系列/冷藏及短保类分别实现营收 58.29/10.76/0.95 亿元，同比-9.5%/28.4%/-8.3%，销量分别实现 60.95/7.84/0.77 万吨，同比-6.14%/6.04%/-9.27%。分渠道看，零售等市场/餐饮市场分别实现营收 55.70/14.30 亿元，同比-9.7%/17.9%；分销售模式看，经销/直营/直营电商/其他分别实现营收 55.18/14.83/2.29/0.55 亿元，同比-2.2%/-4.1%/+20.7%/+1.6%。

图5: 三全食品分产品营收情况

图6: 三全食品各类产品销量

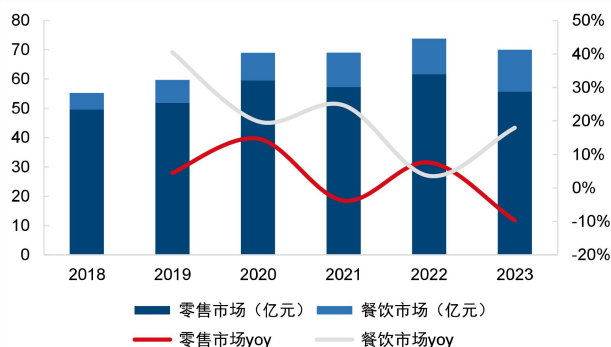


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



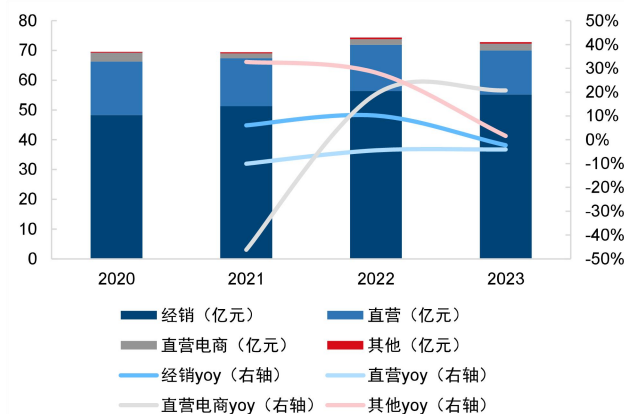
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 三全食品 BC 端营收情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

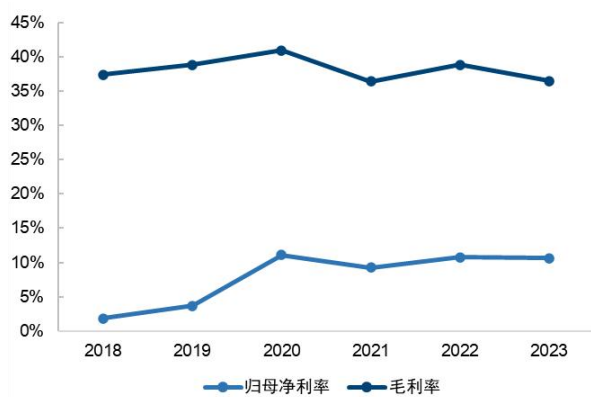
图8: 三全食品分渠道营收情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

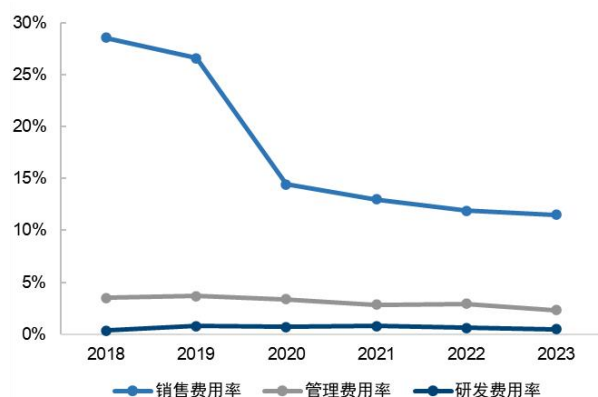
毛利率下滑叠加费用投放增加, 盈利能力有所下降。2023 年公司毛利率 25.8%, 同比减少 2.2pct; 归母净利润率 10.6%, 同比减少 0.02pct, 其中第四季度受毛利率较高的速冻面食品类销量的下降影响, 整体毛利率 22.8%, 同比减少 4.0pct。由于 2024 年春节时间较 2023 年更为靠后, 一季度汤圆等产品销量有所回补。2024 第三季度公司业务毛利率 22.8%, 同比-1.8pct, 主要受到收入占比较高的高毛利水饺产品收入下滑影响。2024 第三季度公司销售/管理费用率 15.7%/3.3%, 同比+2.7/+0.4pct, 主因公司面对较为激烈的市场竞争加大市场费用投放, 2024 第三季度扣非归母净利润率同比下滑 3.6pct 至 3.0%。

图9: 三全食品毛利率和归母净利率变化情况



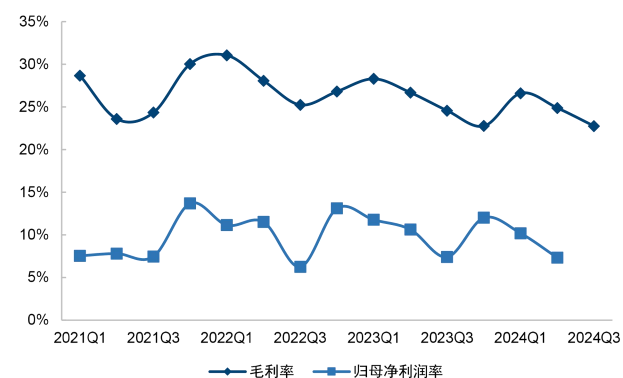
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 三全食品费用率情况



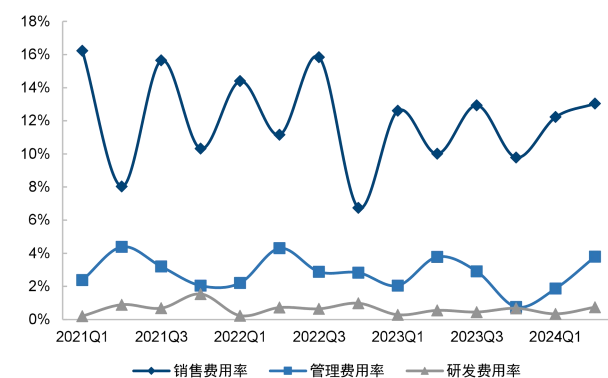
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 三全食品单季度毛利率及归母净利润率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 三全食品单季度费用率



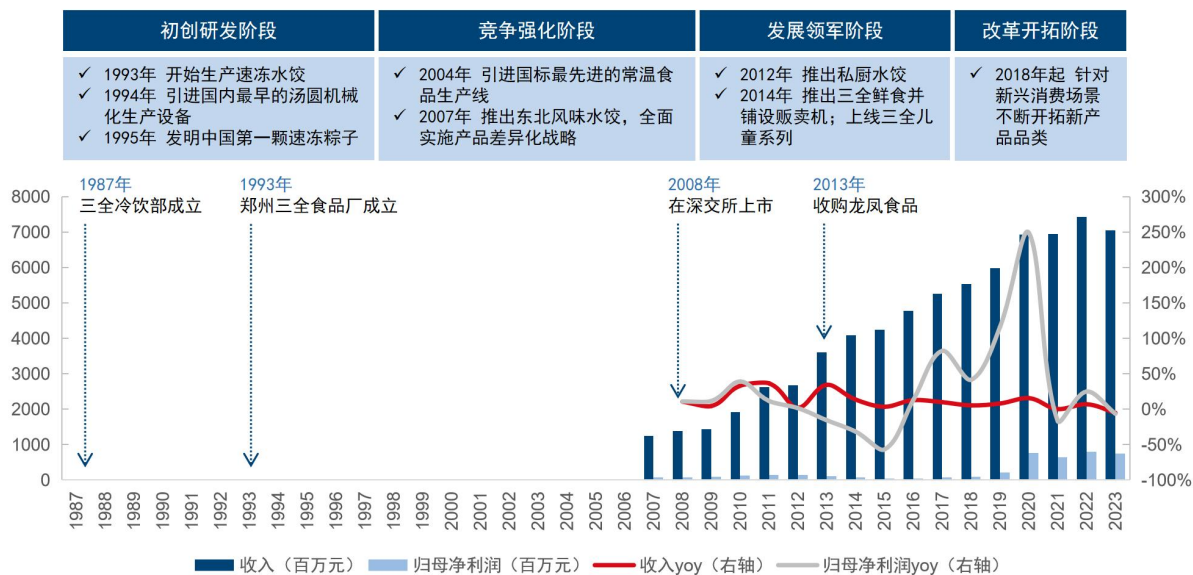
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国内速冻面米行业龙头，积极开拓新品类与渠道

开创中国速冻食品行业，领军行业三十余载。作为速冻行业首家 A 股上市公司，30 多年来三全食品始终站在中国速冻食品领域的前沿，使用现代科技和工艺研发不同口味的美食。公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌，在郑州、广州、成都、天津、苏州、武汉等地建有基地，生产能力处于国内领导地位。公司目前的主要产品分为速冻面米系列、涮烤等产品系列、冷藏及短保类三大类，公司速冻和冷藏面米制品主要包括饺子、汤圆、面点、馄饨、粽子、煎炸、点心等产品，速冻和冷藏调制食品包括预制食材类、预制菜肴及菜饭类、涮烤、微波系列类、空气炸锅系列类等产品。复盘公司历史，公司发展历程主要包括四个阶段：

- ◆ **初创研发阶段（1987 年-1997 年）**：1987 年，公司创始人、中国第一颗速冻汤圆的创造者陈泽民成立公司的前身“三全冷饮部”。1993 年，公司前身郑州三全食品厂成立，同年开始试验生产速冻水饺。1994 年，公司引进当时国内最早的汤圆机械化生产设备。1995 年公司发明中国第一颗速冻粽子。1998 年，三全改制为郑州三全食品有限公司，建成全国最大的速冻食品生产基地。
- ◆ **竞争强化阶段（1998-2007 年）**：2003 年 9 月三全牌速冻饺子、汤圆被评为“中国名牌产品”，公司被评为“中国食品工业百强企业”。2004 年，公司引进国标领先的常温食品生产线。2006 年三全郑州食品工业园区开工，随后天津、成都、苏州、广州等地生产基地开工，在与思念食品的竞争中进行大规模产能扩张。2007 年 5 月公司首次向英国出口“常温微波方便米饭”。
- ◆ **发展领军阶段（2008-2017 年）**：2008 年郑州三全食品股份有限公司在深交所挂牌上市。2009 年，三全主持起草中国速冻食品行业第一个国家标准，2010 年主持起草速冻饺子国家标准，并在随后发布实施。2013 年公司收购龙凤食品。2014 年公司推出“三全鲜食”，铺设三全鲜食自动售卖机，上线三全儿童系列。2015 年三全鲜食与饿了么签订战略合作伙伴关系，进入新零售渠道。2016 年三全主导速冻汤圆行业标准修订、发布。
- ◆ **改革开拓阶段（2018 年至今）**：2018 年起公司开始向 B 端餐饮市场发力，并针对新兴消费场景不断开拓新渠道、新品类。2019 年，与全球便利店巨头 7-Eleven 合作涉足区域便利店业，加快全国鲜食供应链布局。2021 年，公司“生”系列产品广泛下沉大型商超，2022 年公司与天猫、京东、拼多多、美团、叮咚买菜加强合作，生鲜电商份额进一步提升。2023 年公司传统品类持续打造饺子王等爆款，线上主打单品生水饺 2023 年销售额破亿；牛羊肉系列加快布局，2022 年肉卷类产品收入破亿。

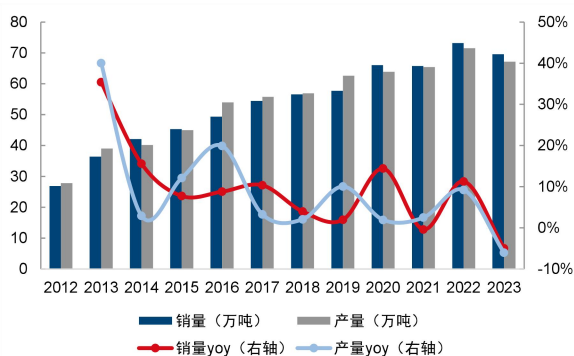
图13: 三全食品发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

行业龙头稳健求进，产能充足覆盖全面。2023年，公司面对终端需求相对较弱的外部环境，实现总销量69.57万吨，同比减少4.95%。公司在全国持续强化基地布局，在郑州、佛山、成都、天津、苏州、武汉等地建有生产基地，构建了生产、仓储覆盖全国主要城市群的“全冷链”系统。公司亦不断加大原料基地建设力度，目前已经建成10多个原料基地，并在原料主产地建设了直采平台，推动产业链上下游企业协同发展。

图14: 三全食品产销量及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 三全食品基地及分布

基地类型	已有基地
生产基地	公司已有三全郑州、天津、苏州、佛山、成都、武汉工厂等；另有郑州航空港区生产基地在建，建成后年产能达50万吨，将成为公司单体规模最大的生产基地。
原料基地	优质小麦种植基地、香菇种植基地、芥菜种植基地、花生种植基地、粽叶种植基地、糯米粉加工基地等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

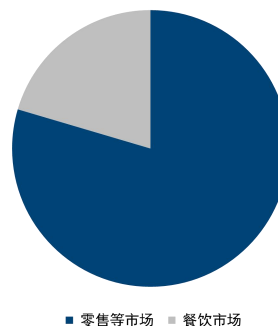
品牌定位层次明晰，新兴渠道布局强化。公司目前拥有针对零售市场的红标和针对餐饮市场的绿标两大品牌。近年来，公司在电商渠道引进专业人才，提升运营能力，强化代播合作，搭建自播团队，打造爆款产品；在折扣超市、生鲜连锁、会员超市等新渠道推出差异化产品，强化市场推广，促进销量提升。

图16: 三全食品品牌布局与定位



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

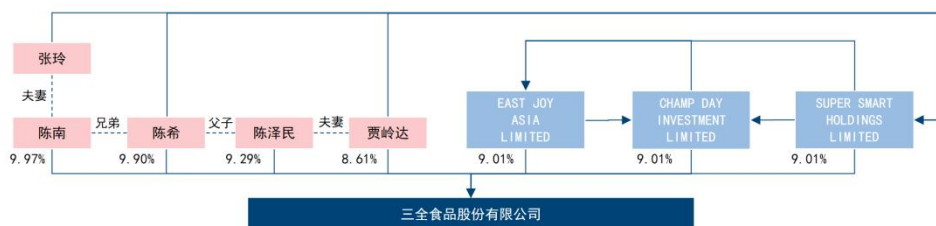
图17: 三全食品 2023 年 BC 端营收情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股权结构较为集中, 核心高管经验丰富。公司前十名股东中, 陈泽民、陈南、陈希、贾岭达为公司实际控制人, 均具有超过 20 年的行业经验。公司创始人、现任公司董事陈泽民于 1990 年发明中国第一颗速冻汤圆, 90 年代中期靠亲自推销为“三全凌汤圆”打开了在全国各地的市场, 速冻食品行业经验丰富, 现任河南省速冻食品工程技术研究中心主任、全国米面食品标准化技术委员会速冻米面食品分技术委员会秘书长。陈泽民之子陈南自 2009 年 7 月起任公司董事长, 2013 年带领公司完成对龙凤食品的收购。

图18: 三全食品股权结构 (截止 2024 年 6 月 30 日)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 三全食品主要管理层成员简介 (截至 2023 年年报)

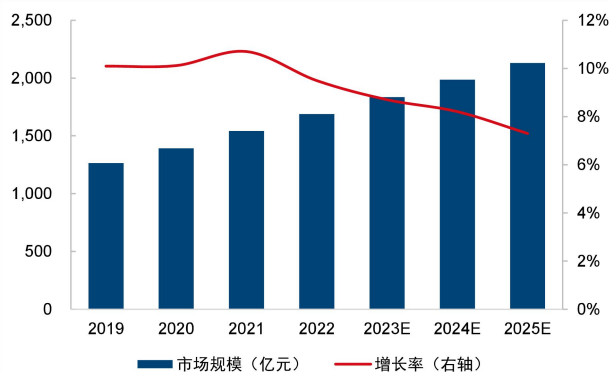
姓名	职务	年龄	持股数 (万股)	主要工作经历
陈南	董事长	54	8768	历任郑州市商业储运公司职员、郑州商业大厦部门经理, 三全食品厂副总经理、公司总经理, 2001 年 6 月至 2009 年 7 月任公司董事、总经理, 2009 年 7 月至今任公司董事长。
贾岭达	副董事长	79	7568	历任郑州市肉联厂医院医师、四川五六五医院主治医师、郑州市商业储运公司医务科科长、三全食品厂副厂长、郑州三全总经理, 2001 年 6 月股份公司设立至今任公司副董事长。
陈泽民	董事	80	8166	曾任四川五六五医院外科医师、郑州市第五人民医院主治医师、郑州市第二人民医院副院长、三全食品董事长。现任公司董事、万江新能源股份有限公司董事长。
陈希	总经理、董事	50	8703	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。
张雷	董事	60	0	历任河南省黄金矿产销售公司财务科长、河南省金地路桥工程有限公司副总经理。2001 年 6 月至今任公司董事。
李娜	董事、财务总监	53	9	任河南省第十三届人大代表。1999 年 3 月至今任本公司财务经理、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。
郝秀琴	独立董事	53	0	现为河南财经政法大学教授、硕士研究生导师; 河南大有能源股份有限公司、洛阳兰迪玻璃机器股份有限公司、洛阳润光特种装备股份有限公司独立董事。2018 年 5 月至今任公司独立董事。
任彦君	独立董事	55	0	2009 年 7 月至今先后任河南财经政法大学讲师、副教授、教授。现为河南财经政法大学教授、硕士研究生导师。2021 年 11 月至今任公司独立董事。
黄继红	独立董事	58	0	曾任河南工业大学教授、中国食品工业协会发酵工程研究会副会长、中国生物发酵产业协会专家委员会副主任委员。2020 年 9 月至今, 任许昌学院教授、博士生导师。现任中国粮油学会食品分会副会长; 河南省现代农业与未来食品研究会理事长。2022 年 3 月至今, 任河南大学特聘教授。2023 年 5 月至今任公司独立董事。
李玉	监事会主席	53	0	2002 年 7 月至今, 任三全食品股份有限公司主管会计, 2009 年 9 月至 2013 年 1 月, 任公司监事; 2013 年 1 月至今任公司监事会主席。
李涵	监事	46	0	2000 年 1 月至 2010 年 8 月在郑州三全食品股份有限公司财务部工作, 2010 年 9 月至今, 在三全食品股份有限公司人力资源部工作, 2013 年 1 月至今任公司监事。
庞德红	监事	48	0	1999 年 9 月至今, 在三全食品股份有限公司财务部工作, 2013 年 3 月至今任公司监事。
王凯旭	副总经理	45	6	2008 年 8 月至今任公司副总经理。
张宁鹤	副总经理	49	17	2009 年至 2012 年, 任三全食品生产中心总经理; 2011 年 4 月至 2013 年 1 月, 任本公司监事会主席; 2013 年至今, 任三全食品营运副总经理, 2014 年 8 月起任本公司副总经理。
张云	副总经理	42	0	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。2022 年 5 月起任本公司副总经理。
谷贵浩	副总经理	40	0	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。2022 年 5 月起任公司副总经理。
杨志	副总经理	41		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; 现任三全鲜食事业部总经理。2023 年 4 月起任公司副总经理。
刘铮铮	董事会秘书	32	0	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 月至 2023 年 8 月任公司证券部经理。2023 年 8 月起任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

C 端米面类开拓创新, B 端前景广阔

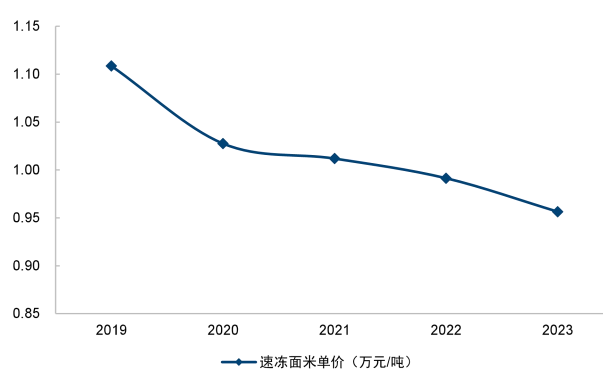
速冻市场增速放缓, 速冻面米量价承压。艾媒咨询数据显示, 中国速冻食品市场规模不断扩大, 2022 年中国速冻食品市场规模已达 1688.5 亿元, 预计 2025 年将达 2130.9 亿元, 然而其增速自 2020 年以来持续受消费端弱复苏态势影响, 呈现逐步放缓趋势。自 2023 年第四季度起, 水饺类产品作为公司的传统核心产品, 面临市场竞争较为激烈, 传统米面产品量与价双向承压。

图19: 2019-2025 中国速冻食品市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司米面类产品吨价降低



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预制菜行业标准出炉, 公司产品定位更加明晰。2024年3月国家对预制菜范围作出明确, 指出速冻米面食品、馒头、汉堡、比萨等主食类产品不属于预制菜, 消费者对公司产品认知更加清晰准确, 利于公司利用品牌优势打造C端场景化、差异化、功能化产品。

推出牛羊肉产品, 积极拓展第二曲线。公司将牛羊肉系列作为未来的产品重心之一, 加大在牛肉系列产品的资源投入, 以牛羊肉原料为基础, 通过加工调理能力, 将产品线延申至片、砖、条、粒、丸等各种产品形态。2022年三全的肉卷类产品销量已经突破1亿元, 且在C端市场接受度较高。

图21: 近年来三全食品代表性新产品及定位

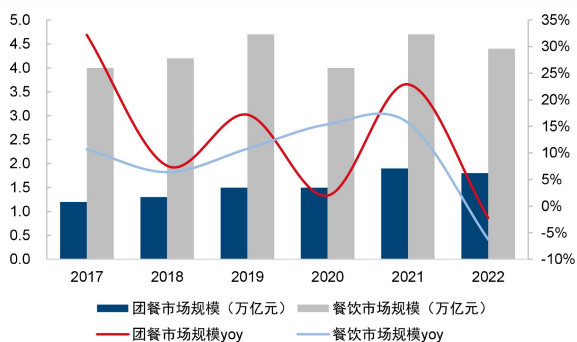


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

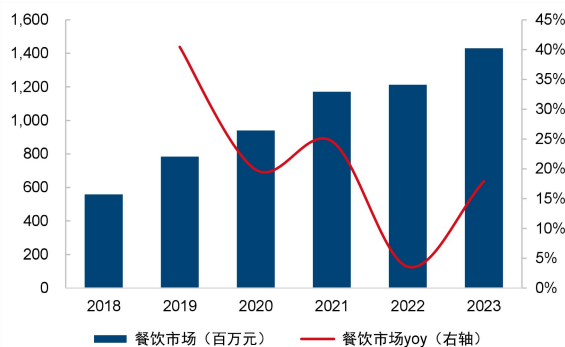
开拓B端市场, 延伸下游餐饮场景。2023年公司餐饮市场合计实现营业收入14.3亿元, 同比增长17.9%。公司抓住团餐、乡厨、宴席等场景的迅速复苏机遇, 通过供应链内部挖潜、效率提升等方式提高产品的性价比和稳定性。此外, 公司重视定制化产品的开发, 在既有客户的品类延伸以及新客户的拓展方面都呈现了良好的成效, 红糖糍粑、中式汉堡胚、奶酪鱼条、茴香小油条等产品在连锁餐饮中进一步渗透。

图22: 中国团餐市场规模与餐饮市场规模及增速

图23: 三全食品餐饮市场营收情况



资料来源：中国饭店协会，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

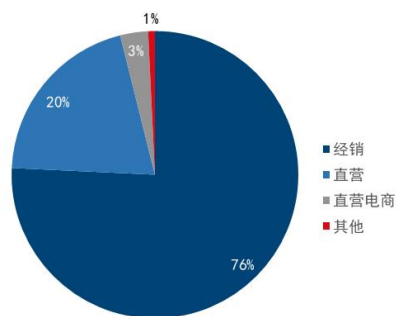
线上业务持续发力，布局新兴渠道业态。公司在线上渠道采取直营加经销商授权的模式进行销售，多渠道同时布局。公司建立了自营直播间，同时加强与各层级主播、代播平台、第三方分发机构的合作，2023年线上主打单品“生水饺”销售额破亿，在收入规模迅速提高的同时也起到了品牌宣传赋能的成效。同时公司紧跟渠道变化趋势，迅速布局会员超市、折扣连锁、生鲜便利等新兴业态，持续优化渠道结构。

表2: 三全食品线上业务渠道

电商类型	平台举例
传统电商	京东、天猫、拼多多
兴趣电商	抖音、快手、视频号
生鲜电商	朴朴买菜、叮咚买菜、美团买菜
社区电商	美团优选
基于卖场的到家业务	京东到家、淘鲜达、多点

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24: 三全食品 2023 年不同销售模式收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提：

我们的盈利预测基于以下假设条件：

零售及创新市场：疫后经济环境弱复苏导致公司收入与毛利均有下滑，考虑到消费力有望持续修复，叠加公司积极拓展第二曲线、布局新兴渠道业态，零售及创新市场收入有望逐渐止损并恢复增长，预计零售及创新市场 2024/25/26 年收入 52.3/53.3/56.0 亿元，同比-6.1%/+2.0%/+5.0%。考虑到公司作为速冻面米龙头，对于成本端管控能力较强，产能充足覆盖较为全面，但是 2024 年受到竞争压力预计毛利率有所降低，预计 2024/25/26 年毛利率 25.0%/25.5%/25.6%。

餐饮市场：考虑到公司正积极开拓 B 端市场，不断延伸下游餐饮场景，作为行业龙头创新能力、定制能力有所保障，叠加餐饮市场有望持续复苏，团餐、宴席等场景需求持续活跃，预计 2025 年相比 2024 年餐饮市场收入恢复较快增长。预计 2024/25/26 年收入 14.8/16.6/18.2 亿元，同比增长 3.3%/12.0%/10.0%，毛利率为 24.5%/24.8%/25.0%。

表3：三全食品营收拆分（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6943	7434	7056	6767	7061	7507
yoy	0.3%	7.1%	-5.1%	-4.1%	4.3%	6.3%
毛利率	27.2%	28.1%	25.8%	25.0%	25.5%	25.6%
零售及创新市场						
收入	5,772	6,222	5,570	5,228	5,333	5,600
yoy	-3.6%	7.8%	-10.5%	-6.1%	2.0%	5.0%
毛利率	28.6%	29.8%	25.7%	24.8%	25.2%	25.2%
餐饮市场						
收入	1,171	1,213	1,430	1,477	1,655	1,820
yoy	24.6%	3.6%	17.9%	3.3%	12.0%	10.0%
毛利率	21.6%	20.7%	24.8%	24.5%	24.8%	25.0%
其他业务						
收入	42	54	55	61	73	88
yoy	32.7%	28.2%	1.6%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	62.1%	62.2%	69.8%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024/25/26 年营收 67.7/70.6/75.1 亿元，同比 -4.1%/+4.3%/+6.3%，毛利率 25.0%/25.5%/25.6%。

未来 3 年业绩预测

表4：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7434	7056	6767	7061	7507
营业成本	5348	5233	5072	5260	5586
销售费用	884	810	862	879	934
管理费用	218	162	177	184	195
研发费用	-13	-13	-7	-13	-18

财务费用	1021	951	685	749	803
营业利润	1026	958	715	749	803
利润总额	801	749	560	586	628
归属于母公司净利润	0.91	0.85	0.64	0.67	0.71
EPS	20.64%	17.27%	12.00%	11.71%	11.70%
ROE	2022	2023	2024E	2025E	2026E

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，预计公司 2024/25/26 年营收 67.7/70.6/75.1 亿元，同比 -4.1%/+4.3%/+6.3%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 5.6/5.9/6.3 亿元，同比 -25.3%/4.7%/7.2%，每股收益分别为实现 0.64/0.67/0.71 元。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 5%。

表5：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	7,434	7,056	6,752	7,060	7,529
(+/-%)	7.07%	-5.09%	-4.30%	4.56%	6.64%
净利润(百万元)	801	749	812	849	912
(+/-%)	24.98%	-6.44%	8.30%	4.66%	7.38%
摊薄 EPS	0.91	0.85	0.92	0.97	1.04
中性预测					
营业收入(百万元)	7,434	7,056	6,767	7,061	7,507
(+/-%)	7.07%	-5.09%	-4.10%	4.35%	6.33%
净利润(百万元)	801	749	560	586	628
(+/-%)	24.98%	-6.44%	-25.33%	4.70%	7.20%
摊薄 EPS(元)	0.91	0.85	0.64	0.67	0.71
悲观预测					
营业收入(百万元)	7,434	7,056	6,781	7,061	7,486
(+/-%)	7.07%	-5.09%	-3.89%	4.13%	6.01%
净利润(百万元)	801	749	313	329	353
(+/-%)	24.98%	-6.44%	-58.21%	5.12%	7.21%
摊薄 EPS	0.91	0.85	0.36	0.37	0.40
总股本(百万股)	879	879	879	879	879

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：11.20-12.74 元

我们将公司分为可预测期（2025-2026 年）、过渡期（2027-2033 年）和永续期（2034 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

可预测期（2024-2026 年）：参考前述盈利预测拆解，我们预计公司 2024/25/26 年营收 67.7/70.6/75.1 亿元，同比-4.1%/+4.3%/+6.3%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 5.6/5.9/6.3 亿元，同比-25.3%/4.7%/7.2%。

过渡期（2027-2033 年）：假设公司 2027-2033 年营收增速仍能保持在约 1.5%-5.5% 增速水平且逐年收窄。

永续期（2034 年起）：零售及创新市场面临速冻产品市场增速放缓，预计基本维持稳健；餐饮市场空间广阔，目前市场集中度不高，中长期具有较大的发展前景。公司作为速冻面米行业的龙头企业，未来有望依托行业经验和品牌优势持续扩大产品覆盖面，餐饮市场份额有望持续提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 0.5%。

表6: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	7.07%	-5.09%	-4.10%	4.35%	6.33%	5.05%	4.52%	3.75%	3.37%	2.76%	1.97%	1.73%
营业成本/营业收入	71.93%	74.16%	74.95%	74.50%	74.41%	74.36%	74.29%	74.24%	74.18%	74.13%	74.08%	74.02%
管理费用/营业收入	2.83%	2.17%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%	2.39%
研发费用/营业收入	0.62%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
销售费用/销售收入	11.89%	11.48%	12.74%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%	12.44%
营业税及附加/营业收入	0.84%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税税率	21.95%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%	21.73%
股利分配比率	22.41%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%	41.94%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	21.73%
无风险利率	2.16%	Ka	8.46%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.907
公司股价 (元)	10.97	Ke	8.51%
发行在外股数 (百万)	879	E/(D+E)	98.97%
股票市值 (E, 百万元)	9645	D/(D+E)	1.03%
债务总额 (D, 百万元)	100	WACC	8.45%
Kd	3.60%	永续增长率 (10 年后)	0.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.9x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.16%，股票风险溢价率取 7.0%；债务成本采用 5 年人民币贷款基准利率 3.6%；由此计算出 WACC 为 8.45%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 11.20-12.74 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.45%	9.0%	9.5%
永续 增长 率变 化	0.80%	13.82	12.92	12.13	11.45	10.84
	0.70%	13.71	12.83	12.06	11.38	10.79
	0.60%	13.61	12.74	11.98	11.32	10.73
	0.50%	13.50	12.65	11.91	11.26	10.68
	0.40%	13.40	12.57	11.84	11.20	10.63
	0.30%	13.30	12.49	11.77	11.14	10.58
	0.20%	13.21	12.41	11.70	11.08	10.53

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：11.46–12.73 元

选取和公司较为相似的速冻食品行业公司做比较，采用 PE 法进行估值。其中千味央厨、巴比食品主要产品为汤圆水饺、油条、粽子等速冻面米类，安井食品主要产品为丸子等速冻调制食品与预制菜。可比公司 2024/25 年平均 PE 为 18/16x。考虑公司零售及创新产品业务在需求复苏环境下有望逐步恢复，餐饮业务依靠品牌优势和渠道拓展持续成长，给予公司 2024 年 PE18–20x，合理价格区间为 11.46–12.73 元，对应市值区间为 101–112 亿元，较当前股价有 4%–16.0%溢价空间。

表9：可比公司估值表（2024 年 9 月 20 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
002216.SZ	三全食品	16.31	10.97	0.64	0.67	17.24	16.46	96.45	中性
001215.SZ	千味央厨	21.84	30.30	1.50	1.79	20.16	16.89	30.08	优大于市
603345.SH	安井食品	18.57	88.88	5.37	6.12	16.55	14.52	260.68	优大于市
605338.SH	巴比食品	15.62	15.96	0.99	1.06	16.20	15.08	39.58	中性

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除三全食品外均为 Wind 一致预测

投资建议

按上述假设条件，预计公司 2024/25/26 年营收 67.7/70.6/75.1 亿元，同比 -4.1%/+4.3%/+6.3%，2024/25/26 年公司实现归母净利润 5.6/5.9/6.3 亿元，同比 -25.3%/4.7%/7.2%，每股收益分别为实现 0.64/0.67/0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 17.2/16.5/15.4 倍。我们认为，短期看，随着下游消费力持续复苏、公司 B 端布局加快，预计业绩逐步修复。中长期看，公司作为速冻面米龙头，品牌势能强劲，餐饮业务份额在品类创新和渠道动作下有望加速提升。首次覆盖，给予“中性”评级。

风险提示

估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.16%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司行业地位、成长性的影响，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 1、**市场竞争加剧**。速冻食品市场进入门槛不高，若进入者进入采用低价竞争策略，可能会导致市场竞争加剧，影响公司收入与利润；
- 2、**渠道拓展不及预期**。公司优势渠道为 C 端，努力拓展 B 端渠道，而 BC 端渠道差异较大，若公司渠道拓展不顺利，则收入会受到负面影响；
- 3、**新品推广不及预期**。市场的开拓取决于公司产品研发情况，若速冻食品市场出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，收入增速将会受到影响。

经营风险

- 1、**原材料采购质量安全控制的风险**。公司所用原材料品种较多，包括面粉、肉类、油脂类原料以及基础调味品，食品添加剂等原辅料，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到产品的质量，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险。
- 2、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险**。产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

- 1、**主要原材料价格波动的风险**。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

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

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032