

2025年04月22日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩边际改善，渠道策略持续优化

—三全食品（002216.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

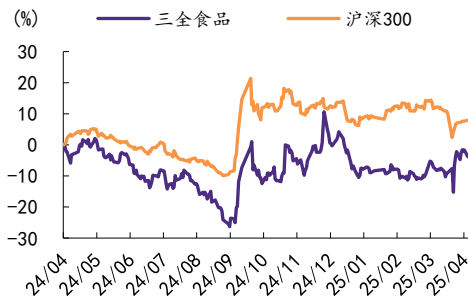
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn
联系人：张倩 S1050124070037
zhangqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-22

当前股价（元）	12.24
总市值（亿元）	108
总股本（百万股）	879
流通股本（百万股）	630
52周价格范围（元）	9.08-13.63
日均成交额（百万元）	76.08

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《三全食品（002216）：行业竞争加剧，发力速冻调制品》2024-08-30
- 《三全食品（002216）：传统米面仍有承压，B端开拓持续推进》2024-05-03
- 《三全食品（002216）：业绩平稳增长，餐饮板块持续扩张》2023-10-26

2025年4月21日，三全食品发布2024年年报与2025年一季度报告。2024年总营收66.32亿元（同减6%），归母净利润5.42亿元（同减28%），扣非净利润4.15亿元（同减36%）。其中2024Q4总营收15.07亿元（同减8%），归母净利润1.48亿元（同减25%），扣非净利润1.02亿元（同减37%）。2025Q1总营收22.18亿元（同减2%），归母净利润2.09亿元（同减9%），扣非净利润1.64亿元（同减17%）。

投资要点

■ 促销投入拉低毛利，费用投放边际收缩

公司2024年/2025Q1毛利率分别同减2pct/1pct至24.22%/25.32%，主要系市场竞争加剧，公司通过货折等方式投入促销所致。2024年/2025Q1销售费用率分别同比+1pct/-0.3pct至12.88%/11.97%，管理费用率分别同增1pct/0.4pct至2.93%/2.25%，主要系2024年电商渠道费投增加，叠加部分机器维修费用增加及财务口径调整影响。2024年/2025Q1净利率分别同减2pct/1pct至8.18%/9.40%。

■ 面米制品企稳回升，火锅料受餐饮疲软拖累

2024年速冻面米制品营收55.99亿元（同减4%），主要系水饺/汤圆/粽子老品承压，创新米面制品表现稳定，2025年公司加强口味研发，调整加价逻辑，2025Q1老品营收同比持续修复。2024年速冻调制食品营收8.73亿元（同减19%），主要系B端集采产品采购招标时间延后，致使部分收入确认后置所致，2025年受餐饮端疲软影响，速冻调制品表现承压，后续关注餐饮需求复苏。

■ 夯实经销基本盘，优化电商渠道盈利能力

2024年经销渠道营收49.99亿元（同减9%），经销网络持续加密，公司深化产品研发、调整价格定位，渠道有望实现持平微增。2024年直营渠道营收12.03亿元（同减4%），大B端百胜份额持续提升，贡献主要增量；零食量贩渠道切入后快速放量，维持月销2千万水平，随着公司持续导入sku，叠加承接渠道自有品牌代加工业务，预计零食渠道持续贡献

新增长点；此外公司推进优质直营系统合作，重视调改商超系统导入，通过总对总条线管理承接定制化产品，有望减缓渠道下滑趋势。2024年直营电商渠道营收3.63亿元（同增59%），实现高速增长，但由于流量费用高投放，电商渠道净利率双位数亏损，公司持续提升团队能力，优化投入产出比，2025Q1电商渠道净利率亏损缩窄至个位数水平。

盈利预测

公司作为速冻米面制品龙头企业，品牌势能强劲，通过产品口味研发迭代夯实经销渠道基本盘优势，借助商超调改趋势维稳直营体量，电商渠道投入产出进一步优化，业绩有望随着需求改善企稳回升。根据年报，我们预计2025-2027年EPS分别为0.63/0.69/0.78元，当前股价对应PE分别为19/18/16倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、餐饮市场推进不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	6,632	6,945	7,392	7,989
增长率（%）	-6.0%	4.7%	6.4%	8.1%
归母净利润（百万元）	542	556	610	687
增长率（%）	-27.6%	2.6%	9.7%	12.6%
摊薄每股收益（元）	0.62	0.63	0.69	0.78
ROE（%）	12.3%	11.6%	11.7%	12.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	573	828	1,296	1,927
应收款	226	285	243	219
存货	1,070	1,172	1,163	1,168
其他流动资产	1,332	1,137	1,195	1,234
流动资产合计	3,200	3,423	3,896	4,548
非流动资产:				
金融类资产	1,226	1,026	1,076	1,106
固定资产	1,664	1,687	1,628	1,541
在建工程	224	89	36	14
无形资产	376	357	338	320
长期股权投资	277	277	277	277
其他非流动资产	2,402	2,402	2,402	2,402
非流动资产合计	4,942	4,812	4,681	4,554
资产总计	8,142	8,235	8,577	9,103
流动负债:				
短期借款	600	400	300	300
应付账款、票据	1,467	1,391	1,396	1,419
其他流动负债	592	592	592	592
流动负债合计	3,479	3,182	3,098	3,142
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	250	250	250	250
非流动负债合计	250	250	250	250
负债合计	3,729	3,432	3,348	3,392
所有者权益				
股本	879	879	879	879
股东权益	4,413	4,803	5,230	5,710
负债和所有者权益	8,142	8,235	8,577	9,103

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	542	556	610	687
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	129	130	130	125
公允价值变动	0	-5	0	0
营运资金变动	472	-263	59	54
经营活动现金净流量	1144	418	799	866
投资活动现金净流量	-1325	311	62	79
筹资活动现金净流量	437	-367	-283	-206
现金流量净额	256	362	579	739

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,632	6,945	7,392	7,989
营业成本	5,026	5,284	5,595	6,025
营业税金及附加	57	63	65	68
销售费用	854	889	939	1,007
管理费用	194	188	192	200
财务费用	2	-7	-24	-42
研发费用	36	42	44	48
费用合计	1,086	1,111	1,151	1,212
资产减值损失	-38	-30	-25	-20
公允价值变动	0	-5	0	0
投资收益	87	85	60	55
营业利润	666	686	755	854
加:营业外收入	20	20	18	15
减:营业外支出	1	2	1	0
利润总额	685	704	772	869
所得税费用	142	148	162	183
净利润	542	556	610	687
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	542	556	610	687

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-6.0%	4.7%	6.4%	8.1%
归母净利润增长率	-27.6%	2.6%	9.7%	12.6%
盈利能力				
毛利率	24.2%	23.9%	24.3%	24.6%
四项费用/营收	16.4%	16.0%	15.6%	15.2%
净利率	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%
ROE	12.3%	11.6%	11.7%	12.0%
偿债能力				
资产负债率	45.8%	41.7%	39.0%	37.3%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	29.4	24.3	30.4	36.5
存货周转率	4.7	4.6	4.9	5.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.62	0.63	0.69	0.78
P/E	19.8	19.3	17.6	15.7
P/S	1.6	1.5	1.5	1.3
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6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，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 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。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

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。