

公司研究

业绩承压，期待后续盈利改善

——三全食品（002216.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：三全食品发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现总营收 66.32 亿元、同比减少 6%，归母净利润 5.42 亿元、同比减少 27.64%，扣非归母净利润 4.15 亿元、同比减少 35.8%。25Q1 总营收 22.18 亿元、同比减少 1.58%，归母净利润 2.09 亿元、同比减少 9.22%，扣非归母净利润 1.64 亿元、同比减少 16.87%。公司拟每 10 股派发现金红利 3 元（含税）、分红率 48.64%。

24 年传统米面制品收入承压、25Q1 有所改善，大 B 端表现相对领先。 1) 分市场，24 年零售及创新/餐饮市场营收分别为 51.19/14.45 亿元，同比 -8.10%/+1.06%，C 端零售市场表现较为疲软，B 端餐饮市场中小 B 端客户有所承压、主要系老品竞争较为激烈，大 B 客户继续拓展、收入增速较为领先。分产品看，24 年速冻米面制品/速冻调制食品营收分别为 55.99/8.73 亿元，同比 -3.95%/-18.84%，速冻米面制品中汤圆水饺粽子等传统品类营收 34.74 亿元、同比减少 5.84%，创新米面制品营收 21.25 亿元、同比基本持平。2) 25Q1 收入端同比小幅下滑、但降幅环比持续收窄，分市场看，估计一季度 C 端市场表现环比好转，公司持续创新升级产品，如“多多系列”水饺、“食养汤圆”、“茶趣系列汤圆”等，餐饮市场 Q1 面临一定压力。分产品看，估计 25Q1 收入下降主要受火锅料等速冻调制食品拖累，米面类产品表现较 24 年有所改善。

受渠道价格竞争影响，毛利率/净利率有所受损。 1) 公司 24 年/25Q1 毛利率 24.22%/25.32%，分别同比-1.62/-1.28pct，毛利率同比承压主要系行业价格竞争激烈，公司以折价方式针对渠道进行费用投放、或冲抵部分收入。24 年/25Q1 销售费用率 12.88%/11.97%，分别同比+1.40/-0.26pct，24 年销售费用率抬升，主要系促销推广费用增加所致，25Q1 销售费用率相对平稳。24 年/25Q1 管理费用率分别为 2.93%/2.25%，分别同比+0.63/+0.38pct，24 年管理费用率增加，主要系产线自动化改造、以及维修费用增加。综合看 24 年/25Q1 净利率 8.18%/9.40%，同比-2.44/-0.79pct，扣非归母净利率 6.26%/7.39%，同比-2.90/-1.36pct。受传统品类渠道竞争影响，公司利润率有所受损，后续伴随渠道费用不再追加、电商渠道盈利能力改善，利润率有望企稳回升。

盈利预测、估值与评级：考虑行业需求恢复存在不确定性、传统品类竞争激烈有待缓和，下调 2025-26 年归母净利润预测为 5.67/6.05 亿元（较前次预测下调 35.0%/37.4%），新增 27 年归母净利润预测为 6.48 亿元，折合 2025-27 年 EPS 为 0.65/0.69/0.74 元，当前股价对应 PE 为 18/17/16 倍。公司通过调整组织架构、推动优质直营客户系统合作，B 端将通过加大产品推新/提高生产效率，强化在 B 端客户的竞争力，期待后续经营改善，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求放缓，原材料成本上涨，新品销售不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,056	6,632	6,835	7,157	7,499
营业收入增长率	-5.09%	-6.00%	3.05%	4.70%	4.79%
净利润（百万元）	749	542	567	605	648
净利润增长率	-6.44%	-27.64%	4.65%	6.58%	7.19%
EPS（元）	0.85	0.62	0.65	0.69	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.27%	12.29%	12.03%	12.01%	12.05%
P/E	14	19	18	17	16
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-29

增持（维持）

当前价：11.61 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

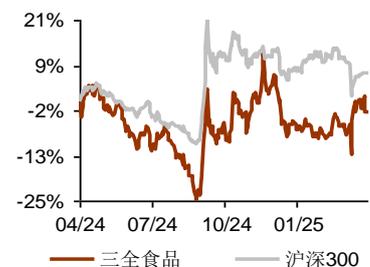
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.79
总市值(亿元)	102.07
一年最低/最高(元)	8.91/13.91
近 3 月换手率	46.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.95	4.37	-8.26
绝对	5.07	3.85	-3.52

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,056	6,632	6,835	7,157	7,499
营业成本	5,233	5,026	5,164	5,385	5,620
折旧和摊销	152	129	145	156	164
税金及附加	64	57	60	63	66
销售费用	810	854	878	916	960
管理费用	162	194	191	193	202
研发费用	33	36	34	36	37
财务费用	-13	2	4	2	2
投资收益	63	87	50	50	50
营业利润	951	666	717	764	821
利润总额	958	685	717	764	819
所得税	208	142	149	159	170
净利润	750	542	568	605	649
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	749	542	567	605	648
EPS(元)	0.85	0.62	0.65	0.69	0.74

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	365	1,144	645	692	755
净利润	749	542	567	605	648
折旧摊销	152	129	145	156	164
净营运资金增加	491	-545	-32	48	39
其他	-1,028	1,018	-35	-116	-96
投资活动产生现金流	-836	-1,325	-263	-250	-250
净资本支出	-221	-211	-300	-300	-300
长期投资变化	307	277	0	0	0
其他资产变化	-923	-1,391	37	50	50
融资活动现金流	-222	-109	-367	-415	-475
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	105	377	-99	-129	-171
无息负债变化	-575	171	28	48	62
净现金流	-694	-289	15	28	29

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.8%	24.2%	24.4%	24.8%	25.1%
EBITDA 率	15.4%	11.7%	11.7%	12.2%	12.5%
EBIT 率	13.3%	9.7%	9.6%	10.0%	10.3%
税前净利润率	13.6%	10.3%	10.5%	10.7%	10.9%
归母净利润率	10.6%	8.2%	8.3%	8.5%	8.6%
ROA	10.0%	6.7%	6.8%	7.0%	7.3%
ROE (摊薄)	17.3%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
经营性 ROIC	27.3%	16.1%	15.4%	15.9%	16.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	42%	46%	44%	42%	39%
流动比率	1.22	0.92	0.94	0.99	1.05
速动比率	0.84	0.61	0.62	0.65	0.69
归母权益/有息债务	16.66	6.92	8.75	12.30	22.52
有形资产/有息债务	26.84	11.97	14.62	19.83	35.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,521	8,142	8,375	8,615	8,853
货币资金	815	573	588	615	645
交易性金融资产	1,023	1,226	1,226	1,226	1,226
应收账款	450	181	211	221	232
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	56	45	47	49	51
存货	1,107	1,070	1,100	1,147	1,197
其他流动资产	66	57	61	68	75
流动资产合计	3,561	3,200	3,282	3,378	3,479
其他权益工具	307	307	307	307	307
长期股权投资	307	277	277	277	277
固定资产	1,638	1,664	1,830	1,835	1,862
在建工程	214	224	190	278	366
无形资产	386	376	363	356	349
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	861	1,871	1,871	1,871	1,871
非流动资产合计	3,961	4,942	5,093	5,237	5,373
总负债	3,180	3,729	3,658	3,577	3,468
短期借款	100	600	539	409	239
应付账款	1,101	1,327	1,364	1,422	1,484
应付票据	78	140	143	150	156
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	98	107	103	96	89
流动负债合计	2,914	3,479	3,496	3,414	3,306
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	140	162	162	162	162
非流动负债合计	266	250	162	162	162
股东权益	4,341	4,413	4,717	5,038	5,384
股本	879	879	879	879	879
公积金	597	636	693	723	723
未分配利润	2,862	2,902	3,149	3,440	3,785
归属母公司权益	4,340	4,412	4,715	5,036	5,382
少数股东权益	1	1	2	2	2

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	11.48%	12.88%	12.85%	12.80%	12.80%
管理费用率	2.30%	2.93%	2.80%	2.70%	2.70%
财务费用率	-0.19%	0.03%	0.06%	0.02%	0.03%
研发费用率	0.47%	0.54%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	22%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.30	0.32	0.34	0.37
每股经营现金流	0.41	1.30	0.73	0.79	0.86
每股净资产	4.94	5.02	5.36	5.73	6.12
每股销售收入	8.03	7.54	7.77	8.14	8.53

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	19	18	17	16
PB	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.1	12.0	11.4	10.4	9.5
股息率	4.3%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP