

三全食品（002216.SZ）

上半年收入同比减少 2.7%，组织与渠道改革持续推进

中性

核心观点

三全食品 2025 年上半年实现营业总收入 35.68 亿元，同比减少 2.66%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比减少 5.98%；实现扣非归母净利润 2.24 亿元，同比减少 16.61%；2025Q2 实现营业总收入 13.50 亿元，同比减少 4.39%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 1.23%；实现扣非归母净利润 0.60 亿元，同比减少 15.89%。

B、C 端销售承压，渠道仍然偏弱。2025 年上半年公司 C 端/B 端市场收入 29/6 亿元，同比-1.5%/-8.8%，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+0.2%/-4.7%/-15.0%/+44.5%，经销/直营/直营电商收入同比-3.2%/-5.4%/+14.1%。从渠道和产品表现来看，速冻食品行业终端需求整体依然处于偏弱状态，且传统渠道面临一定压力。公司聚焦品质、健康与个性化需求，升级差异化产品矩阵，拓展全渠道，推出烤肠、丸滑类产品推动肉制品等业务增长。

阶段性促销投入增加，盈利水平承压。2025 年上半年公司毛利率 22.7%，同比-2.2pct，主因阶段性促销力度加大以及产品结构变化。2025 年第二季度公司销售费用率/管理费用率 12.7%/4.9%，同比-0.3/+1.1pct，源于建筑物维修费增长。由此 2025Q2 扣非归母净利率同比下滑 0.6pct 至 4.4%。

组织与渠道改革持续推进，聚焦核心业务与新兴增量。公司组建肉制品事业部，明确其为第二增长曲线；同时成立新部门专门负责经销商管理与服务，更好地抓住渠道变革机遇。渠道管控方面，公司 2025 年上半年经销商数量环比 2024 年末净减少 740 家至 3455 家，持续优化经销商结构，提升渠道质量。另外，公司积极与大润发、永辉等头部 KA 系统合作开发定制品，与鸣鸣很忙集团、零食有鸣等零食连锁品牌深化合作，并拓展会员超市、硬折扣连锁等新兴渠道。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，下游需求恢复不及预期等。

投资建议：由于速冻食品渠道表现疲弱，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 66.8/70.7/73.9 亿元（前预测值为 68.3/72.5/75.9 亿元），同比 0.8%/5.8%/4.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 5.3/5.6/5.6 亿元（前预测值为 5.6/6.0/6.2 亿元），同比 -2.1%/5.7%/-0.4%；实现 EPS0.60/0.64/0.64 元；当前股价对应 PE 分别为 19.5/18.4/18.5 倍。维持中性评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,056	6,632	6,683	7,068	7,391
(+/-%)	-5.1%	-6.0%	0.8%	5.8%	4.6%
净利润(百万元)	749	542	531	561	559
(+/-%)	-6.4%	-27.6%	-2.1%	5.7%	-0.4%
每股收益(元)	0.85	0.62	0.60	0.64	0.64
EBIT Margin	10.7%	7.0%	6.6%	6.8%	6.9%
净资产收益率(ROE)	17.3%	12.3%	11.8%	12.2%	11.9%
市盈率(PE)	13.8	19.1	19.5	18.4	18.5
EV/EBITDA	14.9	23.7	21.9	20.3	19.2
市净率(PB)	2.38	2.34	2.30	2.25	2.20

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

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

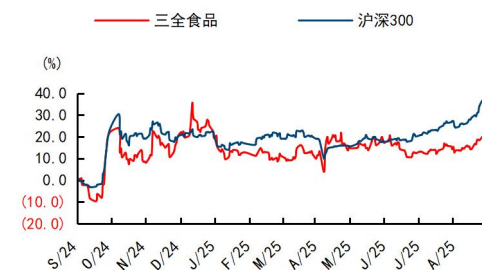
021-60875135

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

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	11.72 元
总市值/流通市值	10304/7387 百万元
52 周最高价/最低价	13.91/8.91 元
近 3 个月日均成交额	55.74 百万元

市场走势



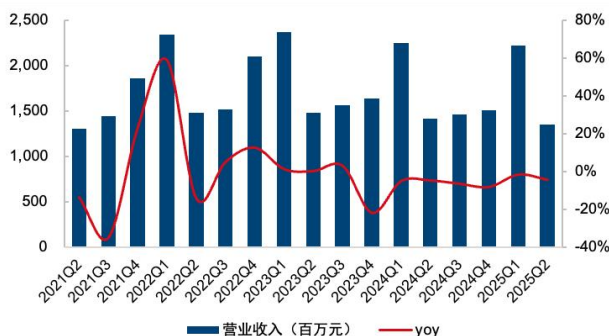
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三全食品（002216.SZ）-2024 年收入同比减少 6%，积极观察下游渠道变革》——2025-04-23
《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》——2024-10-30

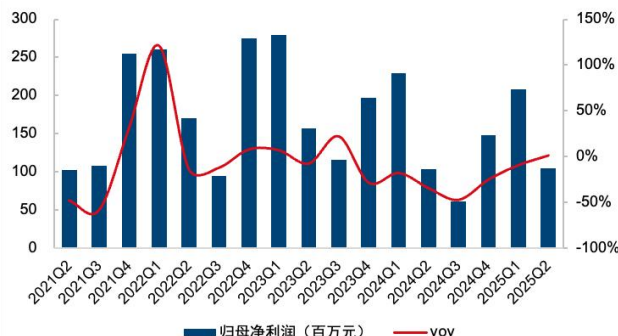
三全食品 2025 年上半年实现营业总收入 35.68 亿元，同比减少 2.66%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比减少 5.98%；实现扣非归母净利润 2.24 亿元，同比减少 16.61%；2025Q2 实现营业总收入 13.50 亿元，同比减少 4.39%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 1.23%；实现扣非归母净利润 0.60 亿元，同比减少 15.89%。

图1：2021Q2-2025Q2 年公司营收（百万元）及 yoy



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q2-2025Q2 年公司归母净利润（百万元）及 yoy

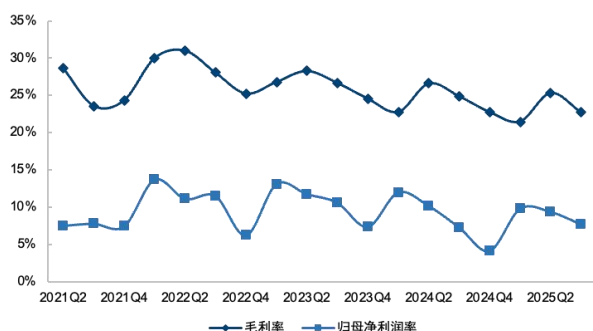


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

B、C 端销售承压，渠道仍然偏弱。2025 年上半年公司 C 端/B 端市场收入 29/6 亿元，同比-1.5%/-8.8%，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 +0.2%/-4.7%/-15.0%/+44.5%，经销/直营/直营电商收入同比 -3.2%/-5.4%/+14.1%。从渠道和产品表现来看，速冻食品行业终端需求整体依然处于偏弱状态，且传统渠道面临一定压力。公司聚焦品质、健康与个性化需求，升级差异化产品矩阵，拓展全渠道，推出烤肠、丸滑类产品推动肉制品等业务增长。

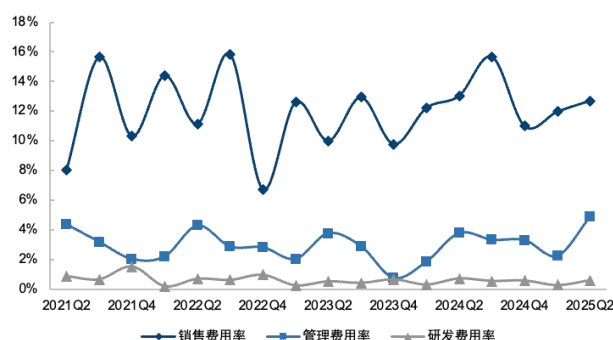
阶段性促销投入增加，盈利水平承压。2025 年上半年公司毛利率 22.7%，同比-2.2pct，主因阶段性促销力度加大以及产品结构变化。2025 年第二季度公司销售费用率/管理费用率 12.7%/4.9%，同比-0.3/+1.1pct，源于建筑物维修费增长。由此 2025Q2 扣非归母净利率同比下滑 0.6pct 至 4.4%。

图3：2021Q2-2025Q2 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021Q2-2025Q2 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

组织与渠道改革持续推进，聚焦核心业务与新兴增量。公司组建肉制品事业部，明确其为第二增长曲线；同时成立新部门专门负责经销商管理与服务，更好地抓住渠道变革机遇。渠道管控方面，公司 2025 年上半年经销商数量环比 2024 年末净减少 740 家至 3455 家，持续优化经销商结构，提升渠道质量。另外，公司积极

与大润发、永辉等头部 KA 系统合作开发定制品，与鸣鸣很忙集团、零食有鸣等零食连锁品牌深化合作，并拓展会员超市、硬折扣连锁等新兴渠道。

投资建议：由于速冻食品渠道表现疲弱，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 66.8/70.7/73.9 亿元（前预测值为 68.3/72.5/75.9 亿元），同比 0.8%/5.8%/4.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 5.3/5.6/5.6 亿元（前预测值为 5.6/6.0/6.2 亿元），同比-2.1%/5.7%/-0.4%；实现 EPS0.60/0.64/0.64 元；当前股价对应 PE 分别为 19.5/18.4/18.5 倍。维持中性评级。

表 1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6825	7255	7591	6683	7068	7391	-142	-187	-199
收入同比增速%	2.91%	6.29%	4.63%	0.77%	5.76%	4.57%	-2.14%	-0.53%	-0.06%
毛利率%	24.4%	24.5%	24.5%	23.7%	23.9%	23.9%	-0.70%	-0.59%	-0.61%
销售费用率%	12.78%	12.73%	12.68%	12.48%	12.43%	12.38%	-0.30%	-0.30%	-0.30%
净利率%	8.26%	8.29%	8.16%	7.95%	7.94%	7.56%	-0.31%	-0.35%	-0.60%
归母净利润（百万元）	564	602	620	531	561	559	-33	-41	-61
归母净利润同比增速%	3.92%	6.78%	2.98%	-2.08%	5.68%	-0.38%	-6.00%	-1.10%	-3.36%
EPS（元）	0.64	0.68	0.70	0.60	0.64	0.64	-0.04	-0.05	-0.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司估值表（2025 年 8 月 25 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				25E	26E	25E	26E		
002216.SZ	三全食品	19.84	11.76	0.60	0.64	19.5	18.4	103.39	中性
001215.SZ	千味央厨	42.22	30.66	1.02	1.16	30.1	26.5	29.79	优于大市
603345.SH	安井食品	17.82	77.06	4.79	5.30	16.1	14.5	256.83	优于大市
605338.SH	巴比食品	18.83	23.33	1.16	1.28	20.1	18.2	55.89	优于大市

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 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	815	573	508	678	905	营业收入	7056	6632	6683	7068	7391
应收款项	506	226	227	241	252	营业成本	5233	5026	5097	5380	5623
存货净额	1107	1070	1073	1130	1180	营业税金及附加	64	57	58	61	64
其他流动资产	110	106	106	112	118	销售费用	810	854	834	878	915
流动资产合计	3561	3200	3141	3387	3680	管理费用	162	194	224	236	246
固定资产	1852	1887	1923	1942	1892	研发费用	33	36	29	31	32
无形资产及其他	386	376	361	346	330	财务费用	(13)	2	17	14	11
投资性房地产	1416	2402	2402	2402	2402	投资收益	63	87	80	70	65
长期股权投资	307	277	277	277	277	资产减值及公允价值变动	11	38	(33)	(32)	(35)
资产总计	7521	8142	8104	8354	8581	其他收入	76	41	151	161	132
短期借款及交易性金融负债	261	638	500	500	500	营业利润	951	666	650	699	696
应付款项	1179	1467	1470	1549	1616	营业外净收支	7	19	20	10	10
其他流动负债	1474	1375	1378	1452	1515	利润总额	958	685	670	709	706
流动负债合计	2914	3479	3348	3501	3632	所得税费用	208	142	139	147	147
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	266	250	250	250	250	归属于母公司净利润	749	542	531	561	559
长期负债合计	266	250	250	250	250	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3180	3729	3598	3751	3882	净利润	749	542	531	561	559
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	13	(9)	1	1	(0)
股东权益	4340	4412	4504	4601	4698	折旧摊销	152	129	194	213	230
负债和股东权益总计	7521	8142	8104	8354	8581	公允价值变动损失	(11)	(38)	33	32	35
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(13)	2	17	14	11
每股收益	0.85	0.62	0.60	0.64	0.64	营运资本变动	(1582)	(502)	4	77	65
每股红利	0.36	0.51	0.50	0.53	0.53	其它	(12)	10	(1)	(1)	0
每股净资产	4.94	5.02	5.12	5.23	5.34	经营活动现金流	(692)	131	762	884	889
ROIC	21.50%	11.01%	10%	11%	12%	资本开支	0	(183)	(250)	(250)	(200)
ROE	17.27%	12.29%	12%	12%	12%	其它投资现金流	357	(203)	0	0	0
毛利率	26%	24%	24%	24%	24%	投资活动现金流	322	(357)	(250)	(250)	(200)
EBIT Margin	11%	7%	7%	7%	7%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-5%	-6%	1%	6%	5%	支付股利、利息	(314)	(448)	(439)	(464)	(462)
净利润增长率	-6%	-28%	-2%	6%	-0%	其它融资现金流	297	880	(138)	0	0
资产负债率	42%	46%	44%	45%	45%	融资活动现金流	(332)	(17)	(577)	(464)	(462)
股息率	3.0%	4.3%	4.2%	4.5%	4.5%	现金净变动	(702)	(242)	(64)	170	227
P/E	13.8	19.1	19.5	18.4	18.5	货币资金的期初余额	1517	815	573	508	678
P/B	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	货币资金的期末余额	815	573	508	678	905
EV/EBITDA	14.9	23.7	21.9	20.3	19.2	企业自由现金流	(840)	(187)	298	422	501
						权益自由现金流	(531)	693	146	411	492

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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.CSI）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 $\pm 10\%$ 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确观点
	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 $\pm 10\%$ 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

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中所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