

# 三全食品 (002216.SZ)

## 旺季销售改善，优化渠道结构

优于大市

### 核心观点

公司 2025 年实现营业总收入 65.41 亿元，同比下降 1.38%；实现归母净利润 5.45 亿元，同比增长 0.47%；实现扣非归母净利润 3.74 亿元，同比下降 9.82%。2026Q1 公司实现营业总收入 24.53 亿元，同比+10.58%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比+29.11%；扣非后归母净利润 1.95 亿元，同比+18.79%。

**米面产品吨价下滑幅度收窄，C 端市场增速转正。**2025 年速冻面米制品/速冻调制食品/冷藏及短保类分别实现收入 54.01/9.76/0.89 亿元，同比 -3.53%/+11.80%/-3.44%，其中速冻调制类产品对米面下滑产生一定补充。从单价角度看，2025 年下半年速冻米面单价同比下滑幅度收窄至 3.5%。2025 年下半年分市场餐饮/C 端销售收入同比-5.6%/+5.6%，C 端市场收入转正，餐饮市场降幅缩小。渠道端 2025 年经销/直营/直营电商分别实现收入 48.35/12.43/3.88 亿元，同比-3.29%/+3.38%/+7.08%，渠道质量不断优化。

**盈利能力改善，2026Q1 投资收益增厚利润。**2025/2026Q1 整体毛利率 23.5%/25.5%，同比-0.3/+0.3pct，受益猪肉等原材料成本低位。2026Q1 旺季销售费用率同比-0.1pct 至 11.9%，由此扣非归母净利率同比提升 0.6pct 至 7.9%。此外，2026Q1 公司处置长期股权投资增厚当期归母净利润表现。

**优化渠道结构，布局海外市场。**传统商超系统将紧跟渠道变革机遇，针对不同渠道特性、消费场景和核心人群全面推进产品定制化转型，整合供应链资源实现精准对接与闪电交付；新渠道方面则快速捕捉市场机会，依托敏捷高效的组织形态，持续布局即时零售业务并与各大平台建立深度的战略合作。公司重点加大对肉制品品类的研发投入与布局，随着对海外市场的拓展，拟计划在澳大利亚投资建设生产基地，拓展澳大利亚、新西兰及东南亚市场，将更多优质产品推向全球。

**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：**由于公司渠道销售态势恢复，我们上调此前盈利预测，预计 2026-2027 年公司实现营业总收入 71.3/76.7 亿元（前预测值为 68.8/72.0 亿元）并引入 2028 年收入 81.1 亿元，2026-2028 年同比增速为 9.0%/7.5%/5.7%；预计 2026-2027 年公司实现归母净利润 6.1/6.6 亿元（前预测值为 5.6/5.5 亿元）并引入 2028 年预测 7.0 亿元，同比增速为 12.8%/8.0%/5.6%；实现 EPS0.70/0.75/0.80 元；当前股价对应 PE 分别为 21.0/19.4/18.4 倍。若给予公司 2025 年 22-25 倍 PE，则对应股价 15.38-17.47 元，对应市值 135-154 亿元，相比当前有 7%-21%溢价。上调公司为“优于大市”评级。

### 公司研究 · 财报点评

#### 食品饮料 · 食品加工

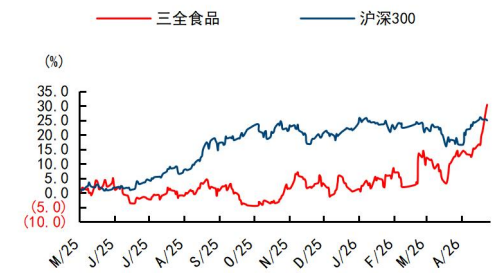
证券分析师：张向伟 联系人：王新雨  
021-60875135

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

#### 基础数据

投资评级 优于大市(上调)  
合理估值 14.65 元  
收盘价 12880/9237 百万元  
总市值/流通市值 14.77/10.62 元  
52 周最高价/最低价 160.99 百万元  
近 3 个月日均成交额

#### 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) - 收入端降幅收窄，主动控费提效》——2025-10-29
- 《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》——2025-08-27
- 《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

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,632	6,541	7,130	7,668	8,106
(+/-%)	-6.0%	-1.4%	9.0%	7.5%	5.7%
净利润(百万元)	542	545	615	664	701
(+/-%)	-27.6%	0.5%	12.8%	8.0%	5.6%
每股收益(元)	0.62	0.62	0.70	0.75	0.80
EBIT Margin	7.0%	6.1%	6.9%	7.4%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	11.7%	12.4%	12.6%	12.5%
市盈率 (PE)	23.8	23.6	21.0	19.4	18.4
EV/EBITDA	27.9	30.1	27.1	23.8	21.7
市净率 (PB)	2.92	2.76	2.60	2.44	2.29

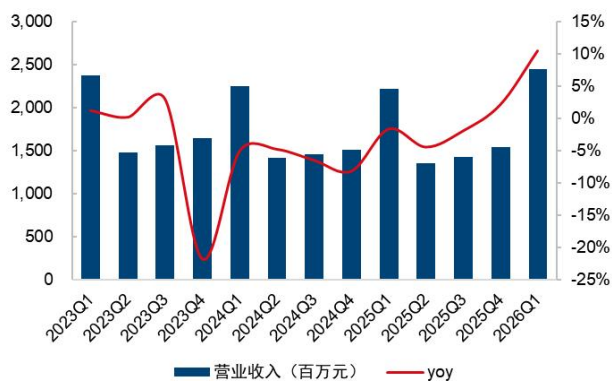
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

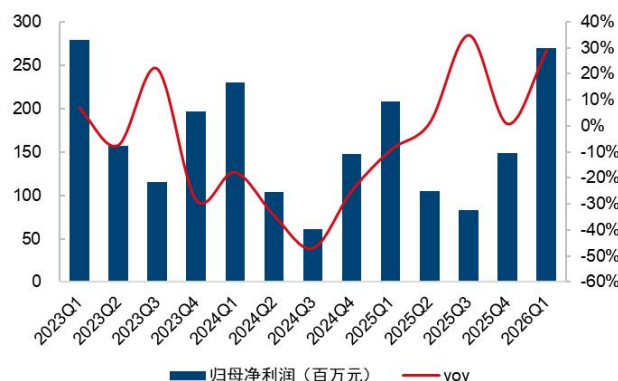
公司 2025 年实现营业总收入 65.41 亿元，同比下降 1.38%；实现归母净利润 5.45 亿元，同比增长 0.47%；实现扣非归母净利润 3.74 亿元，同比下降 9.82%。2026Q1 公司实现营业总收入 24.53 亿元，同比+10.58%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比+29.11%；扣非后归母净利润 1.95 亿元，同比+18.79%。

图1: 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: 公司归母净利润（百万元）及 yoy

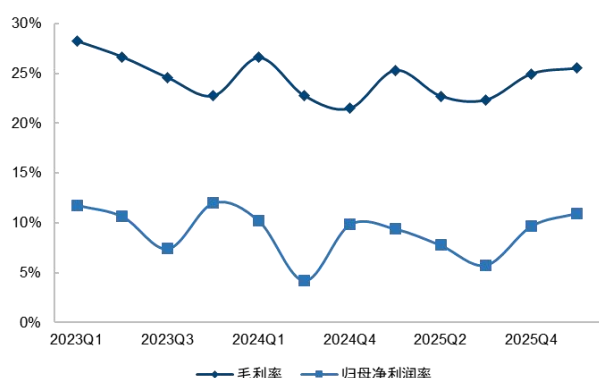


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**米面产品吨价下滑幅度收窄，C 端市场增速转正。**2025 年速冻面米制品/速冻调制食品 / 冷藏及短保类分别实现收入 54.01/9.76/0.89 亿元，同比 -3.53%/+11.80%/-3.44%，其中速冻调制类产品对米面下滑产生一定补充。从单价角度看，2025 年下半年速冻米面单价同比下滑幅度收窄至 3.5%。2025 年下半年分市场餐饮/C 端销售收入同比-5.6%/+5.6%，C 端市场收入转正，餐饮市场降幅缩小。渠道端 2025 年经销/直营/直营电商分别实现收入 48.35/12.43/3.88 亿元，同比-3.29%/+3.38%/+7.08%，渠道质量不断优化。

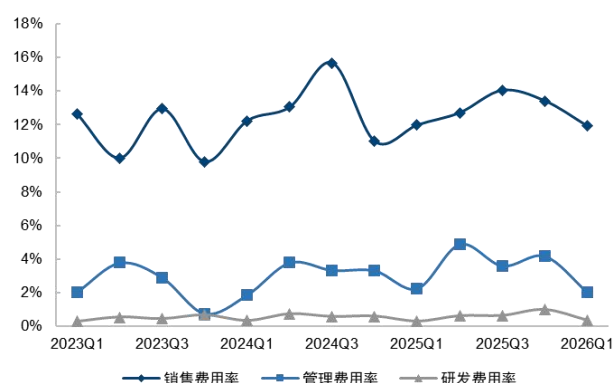
**盈利能力改善，2026Q1 投资收益增厚利润。**2025/2026Q1 整体毛利率 23.5%/25.5%，同比-0.3/+0.3pct，受益猪肉等原材料成本低位。2026Q1 旺季销售费用率同比-0.1pct 至 11.9%，由此扣非归母净利率同比提升 0.6pct 至 7.9%。此外，2026Q1 公司处置长期股权投资增厚当期归母净利润表现。

图3: 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: 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

**优化渠道结构，布局海外市场。**传统商超系统将紧跟渠道变革机遇，针对不同渠道特性、消费场景和核心人群全面推进产品定制化转型，整合供应链资源实现精

准对接与闪电交付；新渠道方面则快速捕捉市场机会，依托敏捷高效的组织形态，持续布局即时零售业务并与各大平台建立深度的战略合作。公司重点加大对肉制品品类的研发投入与布局，随着对海外市场的拓展，拟计划在澳大利亚投资建设生产基地，拓展澳大利亚、新西兰及东南亚市场，将更多优质产品推向全球。

**投资建议：**由于公司渠道销售态势恢复，我们上调此前盈利预测并且上调公司为“优于大市”评级。我们预计 2026-2027 年公司实现营业总收入 71.3/76.7 亿元（前预测值为 68.8/72.0 亿元）并引入 2028 年收入 81.1 亿元，2026-2028 年同比增速为 9.0%/7.5%/5.7%；预计 2026-2027 年公司实现归母净利润 6.1/6.6 亿元（前预测值为 5.6/5.5 亿元）并引入 2028 年预测 7.0 亿元，同比增速为 12.8%/8.0%/5.6%。实现 EPS0.70/0.75/0.80 元；当前股价对应 PE 分别为 21.0/19.4/18.4 倍。具体拆分如下：

**收入：**公司业务主要分为零售及创新市场、餐饮市场和其他业务，我们进行如下假设：1) 零售及创新市场：公司持续优化渠道布局，均衡下沉市场投入，预计 2026-2028 年收入分别为 55.71/59.93/63.18 亿元，同比增长 8.7%/7.6%/5.4%；2) 餐饮市场：受益于餐饮复苏及公司大客户拓展，预计 2026-2028 年收入分别为 14.77/15.81/16.76 亿元，同比增长 10.0%/7.0%/6.0%；3) 其他业务：主要包括 B2B 及创新服务，公司积极开拓新场景，预计 2026-2028 年收入分别为 0.82/0.94/1.13 亿元，同比增长 10.0%/15.0%/20.0%。**毛利率：**得益于公司稳定的供应链体系及产品结构优化，成本控制良好，预计 2026-2028 年毛利率分别为 24.3%/24.7%/24.8%。综上所述，预计未来 3 年公司实现营业总收入 71.30/76.68/81.06 亿元，同比增长 9.0%/7.5%/5.7%，毛利率 24.3%/24.7%/24.8%。

表 1：盈利预测拆分

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	7056	6632	6541	7130	7668	8106
<i>yoy</i>	-5.1%	-6.0%	-1.4%	9.0%	7.5%	5.7%
<b>毛利率</b>	25.8%	24.2%	24.1%	24.3%	24.7%	24.8%
<b>零售及创新市场</b>						
<b>收入</b>	5,570	5,119	5,123	5,571	5,993	6,318
<i>yoy</i>	-10.5%	-8.1%	0.1%	8.7%	7.6%	5.4%
<b>毛利率</b>	25.7%	24.0%	23.9%	24.2%	24.5%	24.6%
<b>餐饮市场</b>						
<b>收入</b>	1,430	1,445	1,343	1,477	1,581	1,676
<i>yoy</i>	17.9%	1.1%	-7.1%	10.0%	7.0%	6.0%
<b>毛利率</b>	24.8%	23.0%	22.0%	22.3%	22.5%	22.6%
<b>其他业务</b>						
<b>收入</b>	55	68	74	82	94	113
<i>yoy</i>	1.6%	22.7%	9.5%	10.0%	15.0%	20.0%
<b>毛利率</b>	69.8%	68.5%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

**表2: 盈利预测调整表**

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6883	7197	-	7130	7668	8106	247	471	-
收入同比增速%	5.74%	4.57%	-	9.01%	7.54%	5.72%	3.27%	2.97%	-
毛利率%	23.90%	23.90%	-	24.3%	24.7%	24.8%	0.45%	0.77%	-
销售费用率%	12.43%	12.38%	-	12.77%	12.62%	12.52%	0.34%	0.24%	-
净利率%	8.11%	7.61%	-	8.62%	8.66%	8.65%	0.51%	1.05%	-
归母净利润 (百万元)	558	548	-	615	664	701	57	116	-
归母净利润同比增速%	2.48%	-1.82%	-	12.80%	8.01%	5.61%	10.32%	9.83%	-
EPS (元)	0.63	0.62	-	0.70	0.75	0.80	0.07	0.13	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测

采用 PE 法估值, 选取业务模式相近的上市公司作为参照。安井食品的参照价值在于其成熟的速冻食品供应链, 涵盖规模化生产、全国仓储布局 and 高效冷链配送。千味央厨主攻餐饮渠道的大客户定制, 速冻米面制品是重要的产品。巴比食品主要产品为速冻米面, 品类结构类似。公司面对家庭高频刚需的烹饪需求。预制食品接受度逐步提升, 行业需求结构稳定。三全食品以零售及创新渠道为重点, 积极拓展餐饮市场。公司拥有集中采购带来的成本优势、全国化产能布局, 能够支撑下沉市场的持续渗透。基于现有业务布局 and 行业成长动力, 三全食品未来增长路径清晰。考虑到公司盈利改善趋势及餐饮渠道增量, 估值具备修复空间。若给予公司 2025 年 22-25 倍 PE, 则对应股价 15.38-17.47 元, 对应市值 135-154 亿元, 相比当前有 5%-19% 溢价。上调公司为 “优于大市” 评级。

**表3: 可比公司估值表 (2026 年 4 月 28 日)**

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				26E	27E	26E	27E		
002216.SZ	三全食品	21.27	14.65	0.70	0.75	21.0	19.4	128.80	优于大市
001215.SZ	千味央厨	69.36	46.21	0.90	1.08	51.3	42.9	44.90	优于大市
603345.SH	安井食品	24.48	99.84	5.16	5.80	19.3	17.2	332.76	优于大市
605338.SH	巴比食品	19.76	23.35	1.32	1.53	17.7	15.2	55.94	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

**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。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	573	1976	2182	2451	2781	营业收入	6632	6541	7130	7668	8106
应收款项	226	254	277	297	314	营业成本	5026	4968	5394	5777	6092
存货净额	1070	983	1074	1149	1211	营业税金及附加	57	55	60	65	69
其他流动资产	106	104	113	122	129	销售费用	854	845	910	967	1015
<b>流动资产合计</b>	<b>3200</b>	<b>4449</b>	<b>4779</b>	<b>5152</b>	<b>5568</b>	管理费用	194	232	240	250	255
固定资产	1887	1866	2039	2199	2298	研发费用	36	40	36	39	41
无形资产及其他	376	204	196	188	180	财务费用	2	10	2	(1)	(3)
投资性房地产	2402	1412	1412	1412	1412	投资收益	87	139	150	140	130
长期股权投资	277	232	232	232	232	资产减值及公允价值变动	38	39	41	41	41
<b>资产总计</b>	<b>8142</b>	<b>8164</b>	<b>8658</b>	<b>9184</b>	<b>9690</b>	其他收入	41	54	40	25	13
短期借款及交易性金融负债	638	547	500	500	500	营业利润	666	664	755	816	863
应付款项	1467	1392	1521	1628	1715	营业外净收支	19	14	10	10	10
其他流动负债	1375	1286	1399	1495	1572	<b>利润总额</b>	<b>685</b>	<b>678</b>	<b>765</b>	<b>826</b>	<b>873</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3479</b>	<b>3226</b>	<b>3420</b>	<b>3622</b>	<b>3788</b>	所得税费用	142	125	141	153	161
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	8	9	10	11
其他长期负债	250	271	271	271	271	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>542</b>	<b>545</b>	<b>615</b>	<b>664</b>	<b>701</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>250</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3729</b>	<b>3497</b>	<b>3692</b>	<b>3894</b>	<b>4059</b>	净利润	542	545	615	664	701
少数股东权益	1	1	5	10	15	资产减值准备	(9)	6	4	3	3
股东权益	4412	4666	4961	5280	5616	折旧摊销	129	143	123	135	147
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8142</b>	<b>8164</b>	<b>8658</b>	<b>9184</b>	<b>9690</b>	公允价值变动损失	(38)	(39)	(41)	(41)	(41)
						财务费用	2	10	2	(1)	(3)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(502)	915	123	101	82
每股收益	0.62	0.62	0.70	0.75	0.80	其它	10	(2)	1	1	2
每股红利	0.51	0.32	0.36	0.39	0.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>131</b>	<b>1567</b>	<b>824</b>	<b>864</b>	<b>895</b>
每股净资产	5.02	5.31	5.64	6.01	6.39	资本开支	0	(159)	(250)	(250)	(200)
ROIC	11.01%	8.81%	11%	14%	15%	其它投资现金流	(203)	94	0	0	0
ROE	12.29%	11.68%	12%	13%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(174)</b>	<b>(21)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(200)</b>
毛利率	24%	24%	24%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	7%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(448)	(283)	(320)	(345)	(365)
收入增长	-6%	-1%	9%	8%	6%	其它融资现金流	697	423	(47)	0	0
净利润增长率	-28%	0%	13%	8%	6%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(199)</b>	<b>(143)</b>	<b>(367)</b>	<b>(345)</b>	<b>(365)</b>
资产负债率	46%	43%	43%	43%	42%	<b>现金净变动</b>	<b>(242)</b>	<b>1404</b>	<b>206</b>	<b>268</b>	<b>330</b>
股息率	3.5%	2.2%	2.5%	2.7%	2.8%	货币资金的期初余额	815	573	1976	2182	2451
P/E	23.8	23.6	21.0	19.4	18.4	货币资金的期末余额	573	1976	2182	2451	2781
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3	企业自由现金流	(4)	1226	395	451	547
EV/EBITDA	27.9	30.1	27.1	23.8	21.7	权益自由现金流	692	1643	346	452	550

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 ±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 ±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提及的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