

Q1 恢复稳健增长，经营修复持续可期

三全食品(002216)

评级:		股票代码:	002216
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	15.06/10.62
目标价格:		总市值(亿)	126.43
最新收盘价:	14.38	自由流通市值(亿)	90.66
		自由流通股数(百万)	630.50

事件概述

2025年公司实现营业收入65.41亿元，同比-1.38%；归母净利润5.45亿元，同比+0.47%；扣非归母净利润3.74亿元，同比-9.82%。

26Q1实现营业收入24.53亿元，同比+10.58%；归母净利润2.69亿元，同比+29.11%；扣非归母净利润1.95亿元，同比+18.79%。

分析判断:

► 25年短期经营承压，26Q1迎恢复性增长

公司2025年收入受传统商超渠道客流下滑、渠道结构调整及原材料价格波动等因素影响同比有所调整，整体经营处于渠道优化、产品升级与成本管控的战略调整期，公司主动推进全渠道精耕、速冻面米与调制食品新品迭代及供应链效率提升，长期产品与渠道根基依然稳固。26Q1公司紧抓春节消费旺季与即时零售、会员商超、餐饮渠道等高势能渠道发展机遇，营收实现恢复性增长，同增10.57%至22.18亿元。

分品类来看，公司速冻面米制品/速冻调制食品/冷藏及短保类分别实现营业收入54.01/9.76/0.89亿元，分别同比-3.53%/+11.80%/-3.44%，水饺、汤圆等速冻面米核心品类基本盘稳健，速冻调制食品（烤肠、涮烤食材等）快速增长，冷藏短保类平稳调整。速冻面米持续推进口味创新与包装升级，巩固细分领域领先优势；速冻调制食品聚焦肉制品、预制食材方向，加快产品创新与市场推广；冷藏短保类持续优化产品矩阵。

分渠道来看，公司经销/直营/直营电商分别实现营业收入48.35/12.43/3.88亿元，分别同比-3.29%/+3.38%/+7.08%；分区域来看，长江以北/长江以南分别实现营业收入34.47/30.94亿元，分别同比+1.45%/-4.35%。传统经销渠道受线下商超疲软影响有所承压，直营、直营电商等新渠道稳健增长成为核心增量；北方区域保持增长，南方区域持续优化渠道质量，渠道结构持续改善。

Q1我们判断公司产品端水饺、汤圆等核心品类稳健回暖，肉制品、糍粑等成长品类弹性释放；渠道端春节旺季带动线下传统渠道企稳回升，即时零售、闪电仓、会员制超市、餐饮B端等新渠道延续较快增长趋势，带动Q1收入稳健高增10.58%至24.53亿元。

► 费用优化+规模效应带动26Q1盈利改善

成本端来看，2025年公司毛利率24.05%，同比-0.17pct，我们判断主要受面粉、肉类等核心原材料价格波动、速冻调制食品规模扩张初期毛利偏低影响，叠加渠道结构调整对毛利形成一定压制。

费用端来看，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为12.91%/3.55%/0.60%/0.15%，同比-0.11%/+0.62%/+0.07%/+0.46pct；销售费用率基本稳定，管理费用率因建筑物维修费增加、同期回冲股权激励费用有所上升，研发费用持续投入支持产品创新，财务费用率因短期借款利息增加、活期利息减少明显上升。综合来看，2025年公司经营受原料波动、渠道转型、费用刚性投入多重因素叠加影响，扣非盈利端承压，扣非归母净利润同比下降9.82%至3.74亿元。

26Q1经营端拆分来看，公司毛利率25.54%，同比+0.22pct，整体保持稳健；销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.06%/-0.22%/+0.05%/-0.35pct至11.91%/2.03%/0.35%/-0.27%，管理费用率优化明显，费用使用效率持续改善，销售费用随旺季营销与渠道拓展合理投入。得益于收入稳健增长、毛利保持稳健与费用端优化共振，26Q1公司盈利弹性释放，归母净利润同比提升29.11%至2.69亿元，相应归母净利率同比提升1.58pct至10.98%，盈利质量与经营效率同步改善。

► **渠道调整见效+成本管控推进，经营持续修复可期**

2025 年公司经历渠道转型与原料波动双重压力，经营主动调整、夯实根基，2026 年一季度已迎来营收稳健反弹、盈利持续改善，经营现金流同比大幅改善，回款能力显著增强。

26 年看好公司产品创新、渠道变革、成本改善三重共振，业绩修复趋势明确。产品端看好公司持续深化速冻食品技术创新，巩固水饺、汤圆、面点等经典品类优势，加快肉制品、预制菜肴、冷藏短保三大成长赛道布局，推动产品高端化、健康化、场景化升级；渠道端全场景发力，新渠道成为增长引擎，公司在巩固传统经销渠道基本盘同时，全力推进即时零售、闪电仓、会员店、餐饮 B 端等新渠道拓展，持续优化经销商体系，电商渠道保持高增，海外澳洲基地有序推进，全渠道协同助力收入稳健增长；成本端公司通过原材料战略采购、供应链精细化管理、全国多基地协同提效，平抑原料价格波动，叠加产品结构升级与规模效应显现，毛利率与净利率有望持续修复，看好盈利能力稳步改善。

投资建议

参考最新业绩报告，预计公司 26-28 年营业收入分别为 71.77/76.87/81.70 亿元，26-28 年 EPS 分别为 0.69/0.75/0.82 元，对应 2026 年 4 月 30 日收盘价 14.38 元的估值分别为 21/19/18 倍，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、涮烤汇推广不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	6,632	6,541	7,177	7,687	8,170
YoY (%)	-6.0%	-1.4%	9.7%	7.1%	6.3%
归母净利润 (百万元)	542	545	609	657	718
YoY (%)	-27.6%	0.5%	11.7%	8.0%	9.3%
毛利率 (%)	24.2%	24.1%	24.0%	23.8%	24.3%
每股收益 (元)	0.62	0.62	0.69	0.75	0.82
ROE	12.3%	11.7%	11.9%	11.4%	11.1%
市盈率	23.19	23.19	20.77	19.23	17.60

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,541	7,177	7,687	8,170	净利润	553	615	664	726
YoY(%)	-1.4%	9.7%	7.1%	6.3%	折旧和摊销	153	65	63	64
营业成本	4,968	5,454	5,858	6,185	营运资金变动	-97	98	108	83
营业税金及附加	55	61	65	69	经营活动现金流	486	685	714	741
销售费用	845	897	953	1,021	资本开支	-17	-25	-26	-23
管理费用	232	244	246	261	投资	322	-20	-20	0
财务费用	10	11	-4	-20	投资活动现金流	347	309	69	99
研发费用	40	43	46	49	股权募资	0	-152	0	0
资产减值损失	-33	0	0	0	债务募资	-31	-48	-56	-52
投资收益	139	108	115	123	筹资活动现金流	-317	-274	-66	-60
营业利润	664	755	817	892	现金净流量	510	710	718	780
营业外收支	14	13	13	15	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	678	768	830	907	成长能力 (%)				
所得税	125	154	166	181	营业收入增长率	-1.4%	9.7%	7.1%	6.3%
净利润	553	615	664	726	净利润增长率	0.5%	11.7%	8.0%	9.3%
归属于母公司净利润	545	609	657	718	盈利能力 (%)				
YoY(%)	0.5%	11.7%	8.0%	9.3%	毛利率	24.1%	24.0%	23.8%	24.3%
每股收益	0.62	0.69	0.75	0.82	净利率	8.3%	8.5%	8.6%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	6.7%	6.9%	6.8%	6.8%
货币资金	1,976	2,687	3,404	4,184	净资产收益率 ROE	11.7%	11.9%	11.4%	11.1%
预付款项	46	55		62	偿债能力 (%)				
存货	983	1,136	1,220	1,289	流动比率	1.38	1.54	1.71	1.88
其他流动资产	1,444	1,537	1,572	1,599	速动比率	1.05	1.19	1.35	1.51
流动资产合计	4,449	5,414	6,256	7,134	现金比率	0.61	0.77	0.93	1.10
长期股权投资	232	232	232	232	资产负债率	42.8%	42.2%	40.3%	38.2%
固定资产	1,590	1,536	1,482	1,428	经营效率 (%)				
无形资产	204	212	223	232	总资产周转率	0.80	0.84	0.83	0.81
非流动资产合计	3,715	3,425	3,404	3,380	每股指标 (元)				
资产合计	8,164	8,839	9,659	10,515	每股收益	0.62	0.69	0.75	0.82
短期借款	540	493	436	384	每股净资产	5.31	5.80	6.55	7.37
应付账款及票据	1,392	1,591	1,709	1,804	每股经营现金流	0.55	0.78	0.81	0.84
其他流动负债	1,293	1,427	1,521	1,608	每股股利	0.58	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,226	3,510	3,666	3,796	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.19	20.77	19.23	17.60
其他长期负债	271	222	222	222	PB	2.13	2.35	2.08	1.85
非流动负债合计	271	222	222	222					
负债合计	3,497	3,732	3,888	4,018					
股本	879	879	879	879					
少数股东权益	1	7	14	21					
股东权益合计	4,667	5,107	5,771	6,497					
负债和股东权益合计	8,164	8,839	9,659	10,515					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。