

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

三枝繁茂荣, 全面春光望

--- 三全食品公司深度报告

报告摘要:

速冻面米龙头三全新增长引擎出现, 渠道与产品端改革成果斐然。公司主营速冻米面制品, 已深耕速冻米面近三十载, 是成为该领域的龙头企业。此外, 公司已在速冻火锅料与预制菜肴领域持续发力, 叠加直营转经销、砍低毛利产品等改革成效凸显, 销售量与净利率持续提升。

速冻面米已进入成熟期, 速冻火锅料与预制菜高速增长, 人均速冻食品对标成熟市场仍有一倍以上空间。速冻食品行业中, 速冻面米行业增速逐渐放缓, 速冻火锅料和预制菜领域增长较快, 速冻火锅料 2012-2021 年 CAGR 达 15.26%, 预制菜 2019-2021 年 CAGR 达 20.56%。公司凭借速冻领域优势进军火锅料与预制菜领域, 预计公司营收将获得新动能、增长空间较大。对标成熟市场, 我国速冻食品领域具有较大发展空间, 目前我国人均速冻食品消耗量较低, 对标日本/美国具有一倍/六倍空间。

速冻调制东风起, 扶摇直上九万里。公司在速冻火锅料与预制菜领域的进军有望拔高公司整体增速。公司速冻调制制品与冷藏及短保类产品合计 3 年 CAGR 达 45.76%, 其中速冻调制制品 3 年 CAGR 更是实现 51.51%, 新领域的增长速度极快, 其营收占比已从 2016 年的 25.86% 提升至 2021 年的 34.33%, 预计未来其将继续作为营收的新引擎带动公司长期增长。展望未来, 我们合理预期疫情放开后餐饮端将迎来高增, 主由 B 端驱动的速冻调制制品将迎来修复。C 端在疫情期间培养的消费习惯延续, C 端为主的速冻面米将接续发展, BC 并起共同推动营收增长。

渠道改革旗开得胜、净利率显著攀升, 高专利数与高 SKU 凸显行业地位。公司近年开展的渠道改革有效将净利率从 2018 年的 1.84% 提升至 2021 年的 9.23%, 销售费用率 3 年下降 15.59pct。目前公司以 371 项专利位于行业第一, 拓展共计 400 余种 SKU 位于行业第一, 高专利数与高 SKU 体现公司强劲的研发能力和创新能力。

盈利预测: 新品与次新品发展迅猛, 三大系列新品即将正式铺开、放量在即, 已投放的高端系列也已站稳市场, 叠加渠道改革带来的盈利能力改善, 预计 2022-2024 年 EPS 为 0.84、0.95、1.09 元, 对应 PE 分别为 19X、17X、15X。维持“买入”评级。

风险提示: 行业增速放缓, 原材料价格波动, 盈利预测不及预期

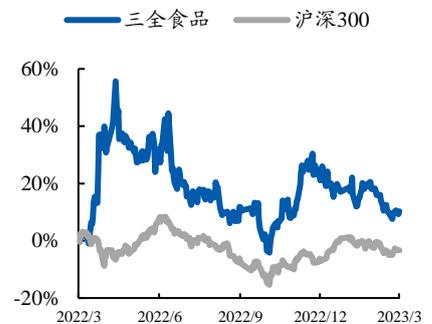
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,926	6,943	7,661	8,457	9,350
(+/-)%	15.71%	0.25%	10.34%	10.38%	10.57%
归属母公司净利润	768	641	734	832	954
(+/-)%	249.01%	-16.55%	14.61%	13.27%	14.72%
每股收益(元)	0.96	0.73	0.84	0.95	1.09
市盈率	27.03	27.68	19.39	17.12	14.92
市净率	6.93	5.50	3.49	2.71	2.15
净资产收益率(%)	29.39%	21.12%	17.98%	15.81%	14.39%
股息收益率(%)	3.37%	1.23%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	799	879	879	879	879

股票数据

2023/03/28

6 个月目标价(元)	21
收盘价(元)	16.20
12 个月股价区间(元)	14.08~23.10
总市值(百万元)	14,242.78
总股本(百万股)	879
A 股(百万股)	879
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	-9%	10%
相对收益	-5%	-13%	14%

相关报告

- 《三全食品(002216): 新品放量产品结构升级, Q3 利润实现高增》 --20221029
- 《三全食品(002216): 产品渠道双优化, 盈利修复超预期》 --20220718
- 《三全食品(002216): 商超端产品结构优化, 盈利能力稳步提升》 --20220421
- 《三全食品(002216): 餐饮渠道恢复性增长, 成本上行挤压毛利》 --20210902
- 《三全食品(002216): 渠道结构优化成效明显, 整体收入增长平稳》 --20210421
- 《速冻品行业深度: “速”食主义, 别有一番“冻”天》 --20210106

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-61002252 liqiang@nesc.cn

目 录

1.	公司概况：国内速冻米面首创，多年市占行业领先	5
1.1.	深耕速冻米面三十载，做“餐桌美食供应商的领导者”.....	5
1.2.	多品类矩阵式持续发展.....	6
1.3.	股权结构稳定，管理层经验丰富.....	7
2.	行业纵览：速冻食品前景广阔，市场规模扩容可期	9
2.1.	速食行业进入兴盛期，产业链完整且愈加成熟.....	9
2.2.	行业成长高景气，细分赛道差异化.....	11
2.2.1.	传统速冻米面稳步增长，新式米面成新增长点.....	11
2.2.2.	速冻火锅料：格局分散，行业延续高景气.....	13
2.2.3.	预制菜肴：前景广阔的万亿蓝海.....	14
3.	以日本速食为鉴，行业增量空间大	16
3.1.	日本速冻食品发展：BC 两端分离驱动.....	16
3.2.	日本速冻产品品类：国内调理食品中预制菜占冷冻食品比例高.....	18
3.3.	日本速冻产品：大单品带动行业快速增长.....	19
3.4.	中日对比：中日情况相似，我国速食有较大发展空间.....	20
3.4.1.	宏观层面：我国与日本 1970s-1980s 有相似的宏观背景.....	20
3.4.2.	消费层面：我国速食消费习惯尚有较大提升空间.....	21
4.	公司优势：稳步前行谋大势，坚守长远图发展	22
4.1.	产品与业务端：蹄疾步稳，攻守兼备.....	22
4.1.1.	防守中的激进：聚焦新面米，以防守面米业务.....	22
4.1.2.	激进中的防守：稳健发展预制菜与高端产品，蹄疾步稳再攀高峰.....	23
4.2.	科研端：掌握科技先机，专利量遥遥领先.....	24
4.3.	品牌端：匠心铸就领袖，三十载品牌沉淀.....	25
4.4.	供应链端：优质食品源源不断，供应链稳固保驾护航.....	25
4.5.	渠道端：C 端市场独领风骚，多元渠道开拓高峰.....	26
5.	未来展望：后疫情时代，重整旗鼓稳步前进	28
5.1.	产品布局：立足速冻米面主业优势，积极拥抱新兴产品需求.....	28
5.2.	渠道布局：BC 端双轮驱动，内部管理改革重点释放新增长空间.....	29
5.3.	市场表现：安全边际相对高，未来估值或见重塑.....	30

图表目录

图 1: 三全食品发展历程	6
图 2: 三全食品营业收入和归母净利润稳步增长	6
图 3: 三全食品产品矩阵	7
图 4: 三全围绕新场景、新人群拓宽自身的产品矩阵	7
图 5: 三全食品股权结构	8
图 6: 公司创始人——“中国速冻食品之父”陈泽民创造多项第一	8
图 7: 我国速冻食品行业 40 年发展历程	10
图 8: 速冻食品行业产业链	10
图 9: 速冻食品行业市场规模增长稳健	11
图 10: 分品类速冻米面占比最高	11
图 11: 中国速冻米面市场规模增长稳健	12
图 12: 中国速冻米面产量增长稳中有升	12
图 13: 中国速冻米面行业市场格局三足鼎立	12
图 14: 中国速冻米面食品市场品类产量结构	12
图 15: 速冻米面的零售端占比较高	12
图 16: 中国速冻米面头部企业营收及产品	12
图 17: 中国速冻火锅料市场规模增长迅猛	13
图 18: 中国速冻火锅料产量快速增长	13
图 19: 中国速冻火锅料集中度较低	13
图 20: 速冻火锅料各品类产值变化趋势	13
图 21: 火锅成为餐饮第一业态	14
图 22: 速冻火锅料的餐饮端占比较高	14
图 23: 预制菜不同的分类方式	14
图 24: 23 年中国预制菜市场规模有望突破 5000 亿元	15
图 25: 2014-2021 年中国新注册预制菜企业数量 (家)	15
图 26: 速冻食品行业各品类生命周期阶段	15
图 27: 日本冷冻食品生产量在餐饮端与家庭端的分布	17
图 28: B 端产量和商业土地价格之间的关系	17
图 29: C 端消费量和微波炉普及率呈正相关关系	17
图 30: 日本冷冻食品进口与国内消费结构	18
图 31: 日本冷冻产品国内消费品类结构占比	18
图 32: 日本冷冻产品国内消费品类结构	19
图 33: 日本冷冻产品国内消费品类结构占比	19
图 34: 日本“一人食”餐厅已十分普遍	20
图 35: 日式便当中炒饭与炸制品俱全	20
图 36: 中日城市化率进程演变 (联合国口径)	21
图 37: 中日人均 GDP 变化趋势 (世界银行口径)	21
图 38: 国内外微波炉与洗碗机普及率	22
图 39: 中国速冻食品人均消耗量较低 (kg/人)	22
图 40: 三全食品新面米业务营收规模与格局	22
图 41: 三全食品速冻米面业务毛利率水平	22
图 42: 三全速冻调制食品占比持续上升	23
图 43: 三全速冻调制食品稳定增长	23

图 44: 三全水饺汤圆基本实现全价格带覆盖.....	24
图 45: 三全汤圆营收持续增长、毛利改善明显.....	24
图 46: 三全拥有行业唯一一家博士后科研工作站.....	24
图 47: 三全食品专利数量行业领先.....	24
图 48: 三全采用双品牌并行发展战略.....	25
图 49: 三全品牌价值位于行业领军地位 (2021 年)	25
图 50: 三全产能持续上升.....	26
图 51: 三全在建产能情况 (2021 年)	26
图 52: 三全餐饮渠道部分大客户.....	27
图 53: 公司 C 端占比较高, B 端增长较快	27
图 54: 三全线上渠道四大业务板块 (2021 年)	28
图 55: 三全目前已经投放或即将投放的主打新品.....	29
图 56: 经销渠道占比持续提升, 渠道改革成功在望.....	30
图 57: 渠道改革促使三全归母净利率显著改善.....	30
图 58: 三全食品目前市盈率处于低位, 存在较高的安全边际.....	30
表 1: 三全管理层从业经历丰富.....	9
表 2: 日本冷冻食品主要品类 (按产值排序)	19
表 3: 中日部分宏观指标比较.....	20
表 4: 三全部分获财政补助的科研项目 (2021 年)	26
表 5: 速冻食品行业部分上市公司渠道模式 (2021 年)	27

1. 公司概况：国内速冻米面首创，多年市占行业领先

1.1. 深耕速冻米面三十载，做“餐桌美食供应商的领导者”

三全食品是国内首家速冻米面食品企业，深耕速冻米面近三十载，创造了 30 余项全国第一，拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌，致力于成为“餐桌美食供应商的领导者”。品类方面，三全食品专注于速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点等品类的生产与销售，同时积极拓展三全涮烤系列与预制菜新品类；渠道方面，三全食品注重发掘 O2O 现实业务与餐饮渠道业务，不断谋求新增长极。

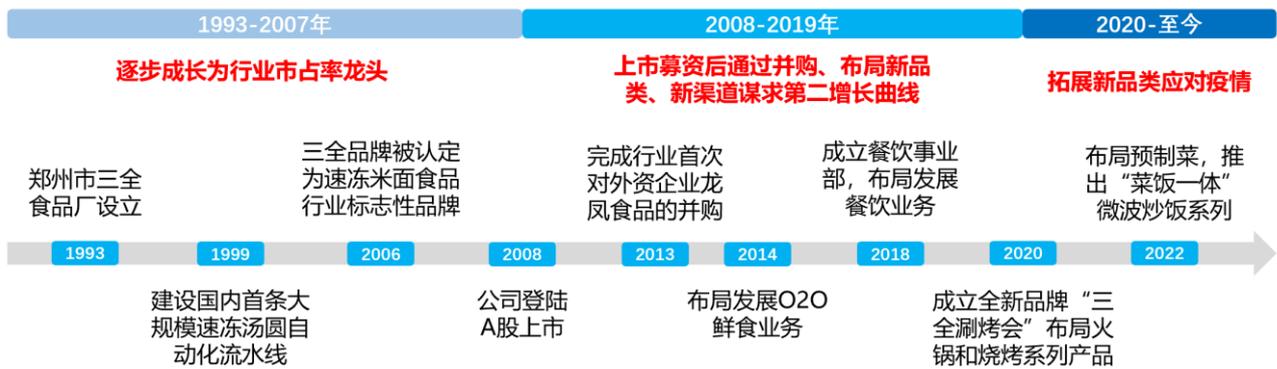
聚焦产品研发创新，赋能品牌迅发展（1993-2007 年）。1993 年郑州市三全食品厂成立，通过产品与渠道双驱动快速扩张，逐步成长为行业巨头。产品方面，1992 年三全创始人陈泽民先生研发我国第一颗速冻汤圆，并进行工业化生产和市场推广，1994 年三全推出三全凌汤圆并热销全国，市场占有率长期占据第一；在聚焦速冻汤圆的研发与推广的同时，1995 年三全食品研发我国第一颗速冻粽子，1998 年三全食品结合开封名店与广东灌汤饺的特点开发出速冻灌汤水饺，销量一直位于行业前列，2008 年度晋升为行业第一，2006 年三全品牌被中国品牌研究院认定为行业标志性品牌。

产品与渠道双轮驱动，产能释放促发展（2008-2012 年）。2008 年三全食品于深交所上市，成为速冻行业第一家 A 股上市公司，利用募集资金加大市场投入力度，通过产品创新与产能扩张双轮驱动实现高速增长。产品方面，2008-2012 年陆续上市三全东北水饺、三全珍鲜灌汤水饺、三全果然爱水果汤圆与三全新派汤圆，从工艺、口味与包装进行拓展与优化，贡献可观的营收增量。产能方面，三全利用上市募集资金投资建设郑州、太仓工厂，加速全国化产能扩张，同时投资近亿元建设速冻冷链项目，扩大产能覆盖半径，推动渠道拓展。随着产能逐步释放，叠加新品贡献增量，2008-2012 年营收 CAGR 达 18%，净利率水平相对稳定。

并购龙凤牢牢占据行业第一，拓展鲜食与餐饮业务献增量（2013-2019 年）。2013 年完成龙凤食品的收购后以 31% 的市占率成为行业第一。2014 年受经济增速放缓影响，三全食品发掘 O2O 鲜食市场潜力，谋求新增量，但这一期间消费者的餐饮堂食与外卖消费习惯占主导，鲜食业务大幅的市场投入并未达到预期，2015 年营收同比增速仅为 3.5%，净利率从 2014 年的 1.98% 下降至 2015 年的 0.83%。2018 年在营收增速放缓的情况下，三全食品成立餐饮事业部，布局发展餐饮业务，为营收增长注入新动能，2013-2019 年实现营收 CAGR 约 9%，同时逐步减少鲜食业务的市场投入，净利率水平逐步回升至 2019 年 3.68%。

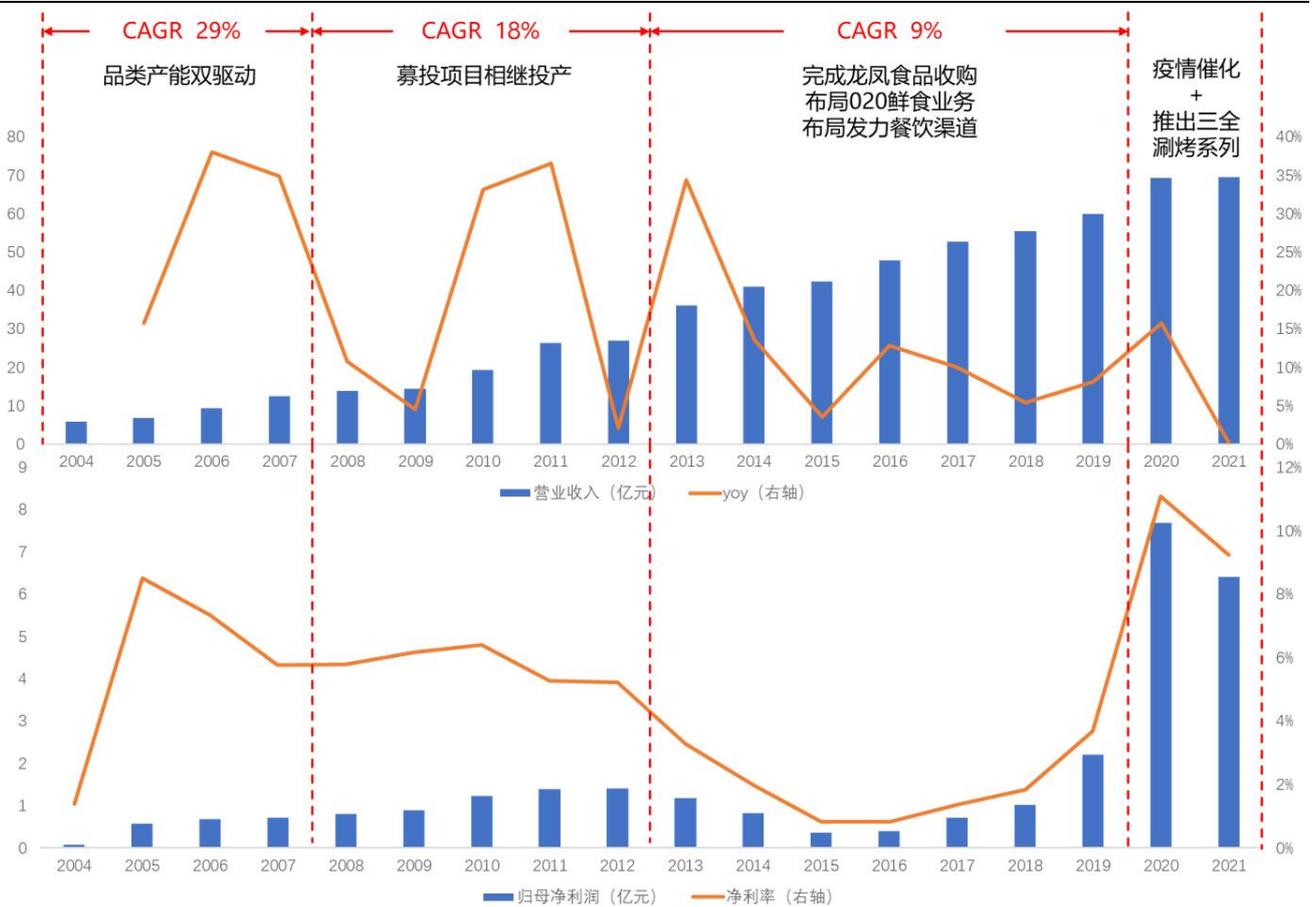
疫情催化叠加涮烤增量实现高增，产品与渠道结构调整提振净利（2020-至今）。2020 年新冠疫情爆发，疫情催化下家庭端速冻米面食品消费增加，重新回归速冻米面主业的三全顺应市场需求，拓展全新品牌“三全涮烤汇”，进军家庭端火锅烧烤料市场，推出牛肉丸、仿墨鱼丸等锁鲜装产品，连续两年实现高增。此外，2020 年三全大举进行渠道与产品结构调整与优化，缩减直营系统亏损，剔除部分低毛利产品，毛利率水平显著改善，同时推进降费控本，减少低效的销售费用投入，净利率同比高增。2022 年三全顺应市场趋势，推出“菜饭一体”微波炒饭系列、空气炸锅系列等预制菜产品，在疫情常态化局势下或可持续贡献增量。

图 1: 三全食品发展历程



数据来源: 招股说明书、公司公告、东北证券

图 2: 三全食品营业收入和归母净利润稳步增长

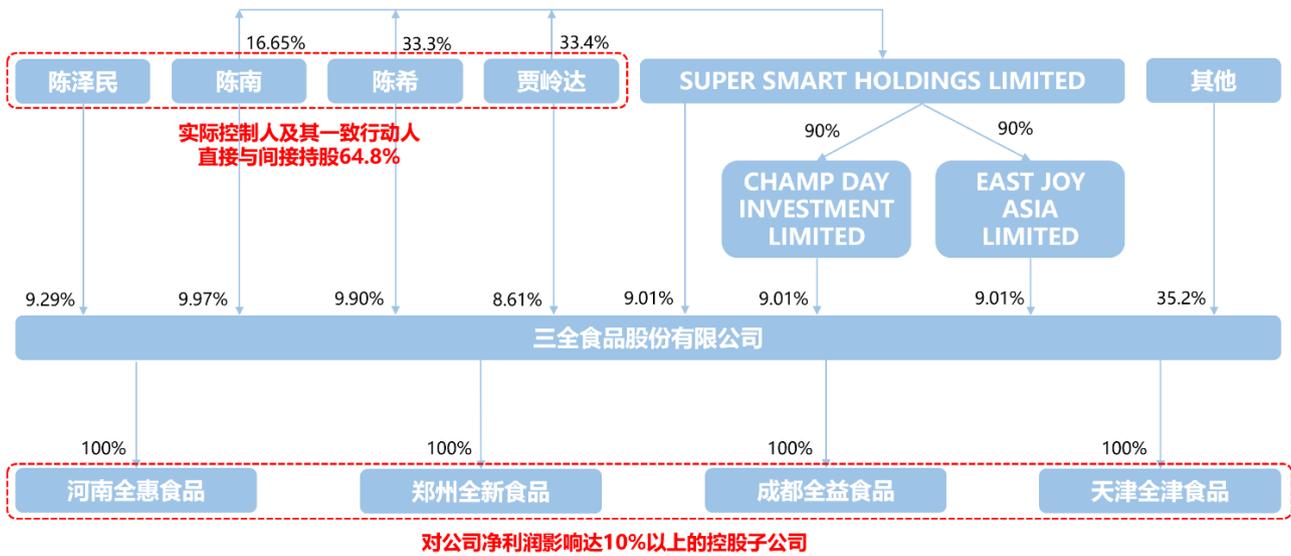


数据来源: 招股说明书、公司公告、东北证券

1.2. 多品类矩阵式持续发展

持续推进产品研发创新, 向不同消费人群与场景渗透。三全食品主业为速冻米面制品, 包括水饺、汤圆、粽子以及面点等产品, 通过持续地产品研发与创新渗透到不同的消费场景与人群。消费场景方面, 早餐场景以灌汤小笼包、油条、手抓饼、馅饼等面点产品为主, 私厨水饺、荤素馅水饺则瞄准午餐场景, 馄饨云吞、微波炒饭

图 5: 三全食品股权结构



数据来源：公司公告、东北证券

创始人速冻行业先驱，管理层从业经验丰富。公司创始人陈泽民从小便展现了“发明家”的天赋，1990年陈泽民发现汤圆的商机，并受冷冻饺子的启发，研制出中国第一颗速冻汤圆。随后，陈泽民不断创造着“第一”，自主设计第一条自动化汤圆生产线、研制我国第一颗速冻粽子、建成我国第一条大规模速冻汤圆自动流水线、设立行业首家博士后科研工作站，并于2008年带领公司成为国内首家A股速冻食品上市公司。2009年，陈泽民之子陈南出任公司董事长，核心管理团队均有10年以上从业经验，在陈希及其管理团队的共同努力下，2013年收购老对手龙凤食品，一举成为行业市占率龙头，后积极推进业务与渠道拓展，公司规模持续增长。

图 6: 公司创始人——“中国速冻食品之父”陈泽民创造多项第一

- 1965年：新乡医学院毕业
- 1984年：调任郑州市第二人民医院副院长
- 1989年：下海经商，创办三全冷饮部，经营软质冰淇淋
- 1990年：灵感迸发，研制出中国**第一颗**速冻汤圆（凌汤圆）
- 1992年：创办三全食品厂，自主设计制造我国**第一条**自动化汤圆生产线
- 1993年：深入一线改良生产工艺，发明“两次速冻法”并申请专利
- 1995年：研制我国**第一颗**速冻粽子
- 1999年：建成我国**第一条**大规模速冻汤圆自动流水线
- 2006年：设立速冻**行业首家**博士后科研工作站
- 2008年：登录深交所上市，成为**A股首家**速冻食品企业

数据来源：新浪财经、公司官网、东北证券

表 1: 三全管理层从业经历丰富

高管名称	现任职务	持股	相关履历
陈希	董事、总经理	9.90%	1973 年生，工商管理硕士，任郑州市工商联副主席。2001 年 6 月至 2009 年 7 月任公司董事、副总经理，2009 年 7 月至 2013 年 11 月任公司董事、总经理；2013 年 12 月至 2014 年 12 月任公司董事、总经理、财务负责人；2009 年 7 月至今，任公司董事、总经理。
李娜	董事、财务总监	不足 0.01%	1970 年生，大学学历，会计师。任河南省第十三届人大代表。1999 年 3 月至今任本公司财务经理、总会计师，2014 年 12 月 26 日至今任本公司财务总监；2016 年 5 月至今任公司董事。
王凯旭	副总经理	不足 0.01%	1978 年生，工商管理硕士。2008 年 8 月至今任公司副总经理。
张宁鹤	副总经理	不足 0.01%	1974 年生，大学学历。2009 年至 2012 年，任三全食品生产中心总经理；2011 年 4 月至 2013 年 1 月，任本公司监事会主席；2013 年至今，任三全食品营运副总经理，2014 年 8 月 26 日起任公司副总经理。
庞贵忠	副总经理	不足 0.01%	1963 年生，本科学历。2009 年至 2013 年，任康师傅（西安）饮品有限公司总厂长；2013 年 7 月至今，任三全食品股份有限公司供应链副总裁，2014 年 8 月 26 日起任本公司副总经理。
朱文丽	副总经理	不足 0.01%	1967 年生，本科学历。2007 年 4 月至 2012 年 4 月，任本公司工程建设中心总经理。2007 年 6 月至 2013 年 3 月，任本公司监事；2012 年 4 月至今，任本公司农产业事业部总经理，2014 年 8 月 26 日起任公司副总经理。
李鸿凯	副总经理 董事会秘书	不足 0.01%	1974 年生，大学学历。2012 年 2 月至 2017 年 12 月，曾任郑州航空港区建设投资公司副总经理、董事长；2017 年 12 月至 2018 年 4 月，任公司副总经理；2018 年 4 月至今任公司副总经理、董事会秘书。
仇晓康	副总经理	不足 0.01%	1967 年出生，大学学历。2003 年至 2016 年，任三全食品分部经理、大区总监、渠道中心总经理、营销副总裁等岗位；2019 年 3 月至今，负责三全食品速冻零售事业部相关工作。2020 年 4 月 27 日起任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东北证券

2. 行业纵览：速冻食品前景广阔，市场规模扩容可期

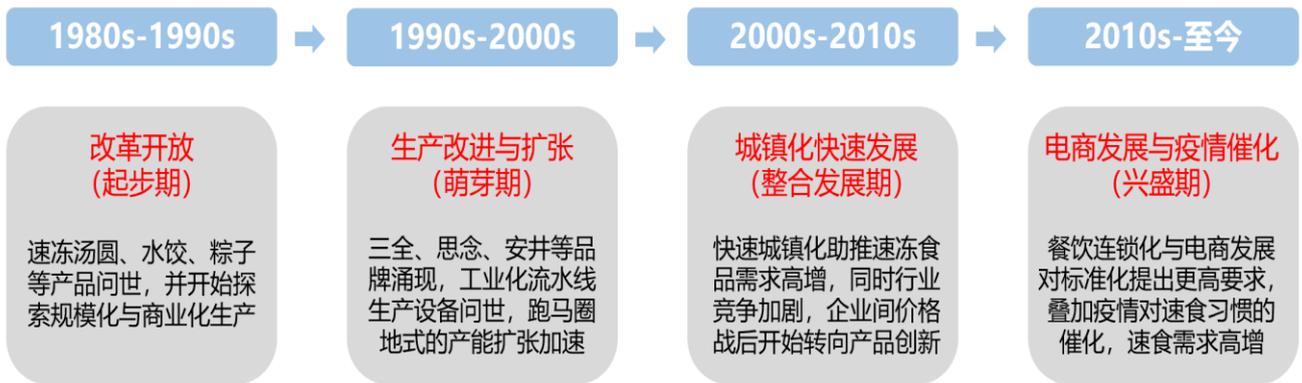
2.1. 速食行业进入兴盛期，产业链完整且愈加成熟

速冻食品较冷冻食品营养与口感更佳、保质期更长。冷冻食品一般指在日常生活中将食物放入冰箱冷冻区冷冻，因为温度下降缓慢，食物中的水会形成大块冰晶，破坏食物的细胞结构，导致营养流失，口感变差。而速冻食品则可以快速地把食品温度降低到远低于水的冰点（通常在-18℃以下）。由于降温速度快，水分形成的冰晶很小，不会严重破坏食物细胞，能最大程度地保留食物的营养和口感，同时低温可以限制了微生物的活动，使得速冻食品不易腐败变质，从而能够保存时间较长。

我国速食行业 40 年发展历程，大致可以分为四个阶段。起步阶段（1980s-1990s），速冻水饺、汤圆、粽子相继问世，以三全为代表的企业开始套索商业化运营与规模化生产；萌芽阶段（1990s-2000 年），速冻食品上市后反响热烈，三全、思念、安井、海欣等品牌相继入局，工业化生产流水线问世，产能扩张加速；整合发展阶段（2000s-

2010s), 城镇化进程加速, 叠加人均可支配收入的快速增长, 居民速食需求高增, 同时随着进入者不断增多, 行业竞争加剧, 10 年代初期爆发激烈的价格战, 众多小企业被清洗, 10 年代中期价格战难以为继, 企业间将战场转移至产品的多元创新, 水果汤圆、奶黄包等新式汤圆/面点涌现, 重整旗鼓步入整合发展期; **兴盛阶段 (2010s-至今)**, 电商业务的高速发展与餐饮连锁化加速对餐饮标准化提出更高的要求, 同时叠加 2020 年新冠疫情爆发对居民居家速食需求的催化, 速冻食品需求延续高增。

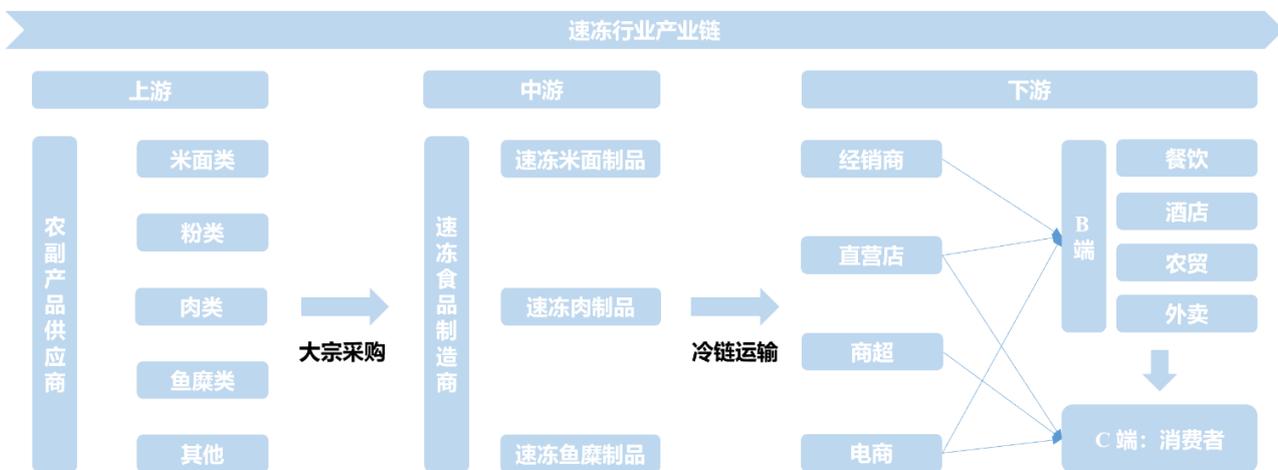
图 7: 我国速冻食品行业 40 年发展历程



数据来源: 安井食品招股说明书、东北证券

产业链上游对接大宗商品采购, 下游需通过冷链运输传达消费者。上游对接米面、粉、肉、鱼糜等农副产品供应商; 中游速冻食品制造商主要从事食品加工活动, 加工出速冻米面、速冻肉制品以及买速冻鱼糜制品; 下游通过经销商、直营店、商超、电商等渠道, 以冷链运输的模式销售并运输给餐饮、酒店、农贸市场以及终端消费者。目前我国已形成完整的产业链, 随着冷链物流的不断发展, 产业链有望愈加成熟。

图 8: 速冻食品行业产业链

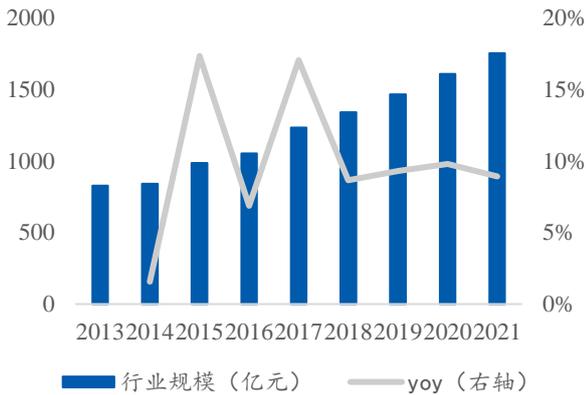


数据来源: 东北证券

2.2. 行业成长高景气，细分赛道差异化

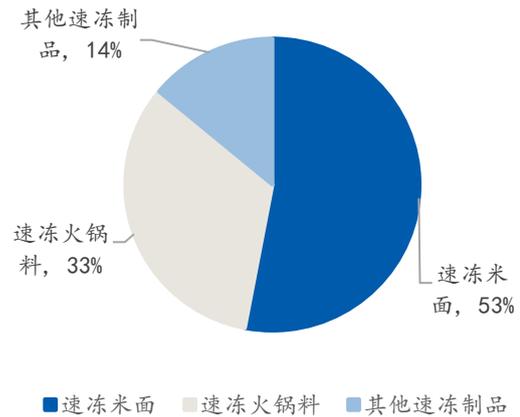
速冻行业增长稳健，速冻米面占比最大。根据艾媒数据，2021年中国速冻食品市场规模已超1500亿元，2013-2021年CAGR为11.4%，高于同期社零餐饮收入增速8%。分品类看，速冻食品包括速冻米面（汤圆、水饺、油条等）、速冻火锅料（鱼丸、肉丸、午餐肉、蟹棒等）、速冻其他制品（预制菜肴等），其中速冻米面份额占比最高（53%）。

图 9：速冻食品行业市场规模增长稳健



数据来源：艾媒咨询，东北证券

图 10：分品类速冻米面占比最高



数据来源：智研咨询，东北证券

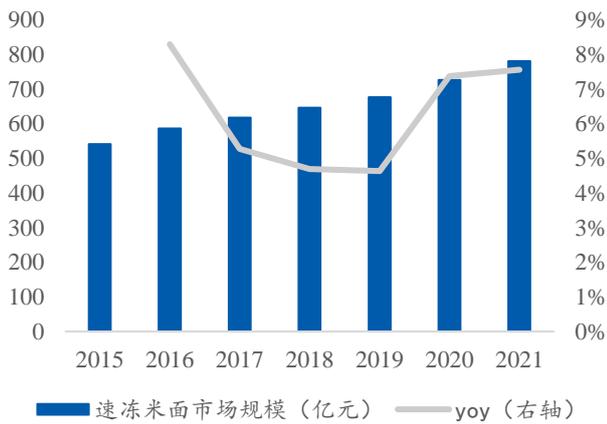
2.2.1. 传统速冻米面稳步增长，新式米面成新增长点

速冻米面供需稳增，龙头份额持续增长。需求端，速冻米面市场规模增长稳健，2015-2021年中国速冻米面市场CAGR为6.30%；供给端，2013-2016年受行业价格战影响，产量有所回落，后稳中有升，2020年受疫情催化，进一步刺激速冻米面产量提升。行业竞争方面，2015-2020年CR3从37%上升至48%，市场集中度高且趋于集中，龙头份额稳步增长。

水饺汤圆等传统品类增长放缓，新式面点发展呈现高景气。分品类看，饺子、汤圆两大传统品类占比高，但市场趋于饱和且增速放缓。新式面点紧随其后为第三大品类，现阶段是速冻米面行业中处于高景气阶段，近年来，手抓饼、春卷、茴香油条等新品层出不穷，贡献了可观的市场增量，随着消费升级不断深化，新式面点有望成为推动行业增长的主要动力。

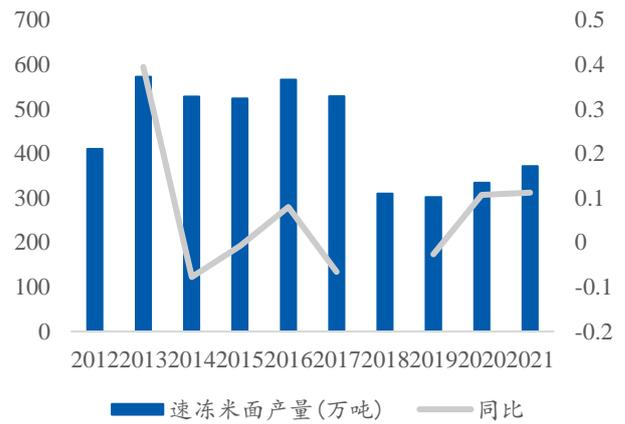
米面制品 C 端占比最大，B 端市场大有可为。分渠道看，目前速冻米面以 C 端为主，规模占比达 84%，主要系水饺、汤圆等传统米面制品消费场景集中在家庭端，零售端市场主要以三全、思念和湾仔码头为主。B 端餐饮渗透率目前较低，未来仍有较大的发展空间，涌现了如千味央厨等专注 B 端的速冻米面企业，部分速冻米面供应商也成立餐饮部门（三全绿标餐饮专供、思念 BP）或积极开发餐饮渠道（安井食品）。

图 11: 中国速冻米面市场规模增长稳健



数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

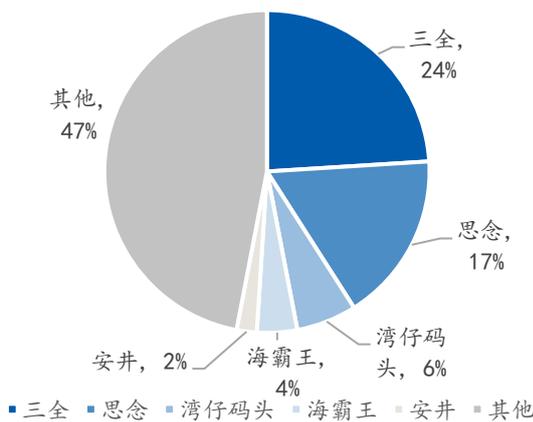
图 12: 中国速冻米面产量增长稳中有升



资料来源: Wind, 智研咨询, 东北证券

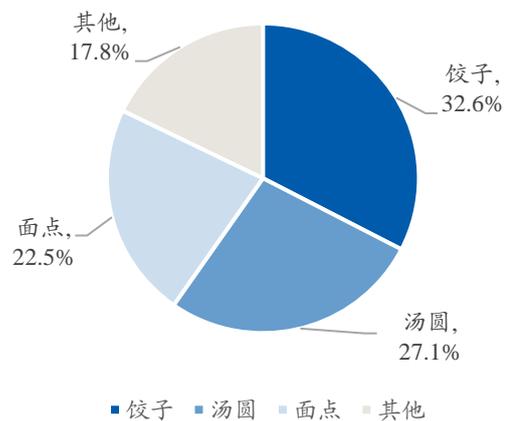
注: 2018 年的大幅下跌系统统计口径发生变化所致

图 13: 中国速冻米面行业市场格局三足鼎立



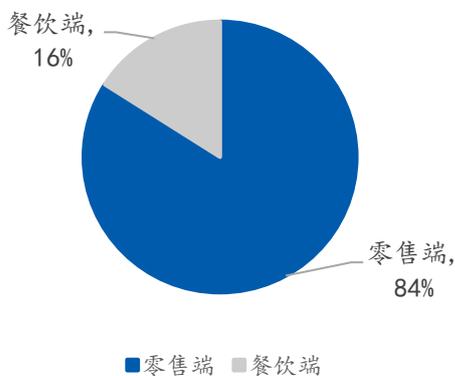
数据来源: 华经产业研究院, 东北证券

图 14: 中国速冻米面食品市场品类产量结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 15: 速冻米面的零售端占比较高



数据来源: IBIS, 东北证券

图 16: 中国速冻米面头部企业营收及产品

公司名称	餐饮品牌	速冻米面制品营收(2021年)	主要速冻米面产品
千味央厨	千味央厨	12.66亿元	油条、芝麻球、地瓜丸、卡通包
三全食品	三全绿标 餐饮专供	60.32亿元	水饺、包点等
安井食品	安井	20.54亿元	手抓饼、面点等

数据来源: 华经产业研究院, 东北证券

2.2.2. 速冻火锅料：格局分散，行业延续高景气

速冻火锅料延续高景气、行业竞争格局分散，速冻肉成亮点。需求端，疫情前速冻火锅料市场规模持续高增，2012-2021年CAGR达15.26%，受疫情影响，2020年市场规模小幅萎缩。2020年行业CR3仅为11%，竞争格局较为分散。分品类看，速冻鱼糜制品除2015年小幅下挫外整体处于增长状态，2011-2021年CAGR为0.15%；速冻肉制品起步较晚，但呈持续高增的发展态势，2011-2021年CAGR达17.99%，并于2016年超过速冻鱼糜制品产值。2020年火锅已成为中国餐饮业第一业态，随着火锅业态的持续发展，速冻火锅料仍有较大的发展空间。

速冻火锅料餐饮端为主，疫情催化下零售端空间广阔。分渠道看，速冻火锅料以餐饮端市场为主（占比60%），相关企业包括安井、海欣、惠发等，形成以安井为首的格局。2020年新冠疫情爆发，家庭火锅需求旺盛，涌现如专业的家庭火锅提供商锅圈食汇、切入零售市场的冻品先生（安井）以及三全涮烤汇（三全），后疫情时候消费习惯将得到延续，零售端速冻火锅料市场仍有较大的发展空间。

图 17：中国速冻火锅料市场规模增长迅猛



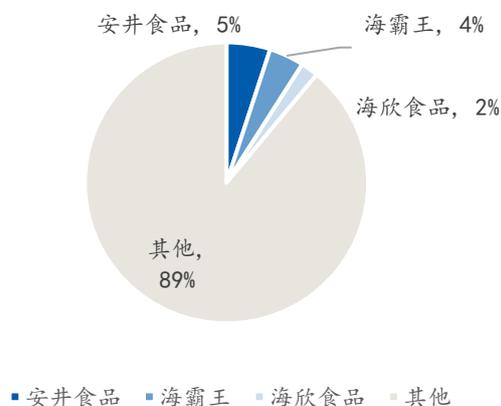
数据来源：中国速冻火锅料行业发展趋势分析与投资前景调研报告，东北证券

图 18：中国速冻火锅料产量快速增长



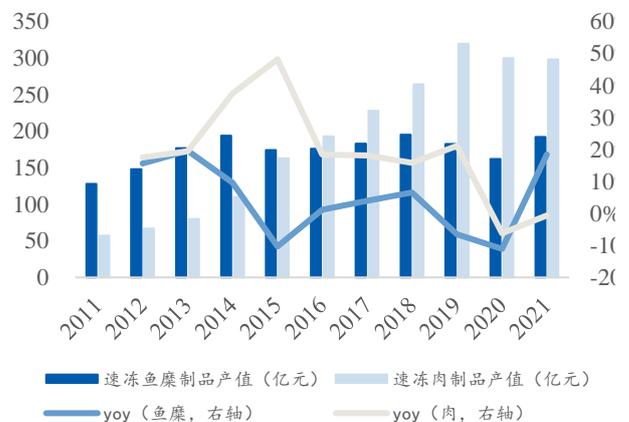
数据来源：智研咨询，东北证券

图 19：中国速冻火锅料集中度较低



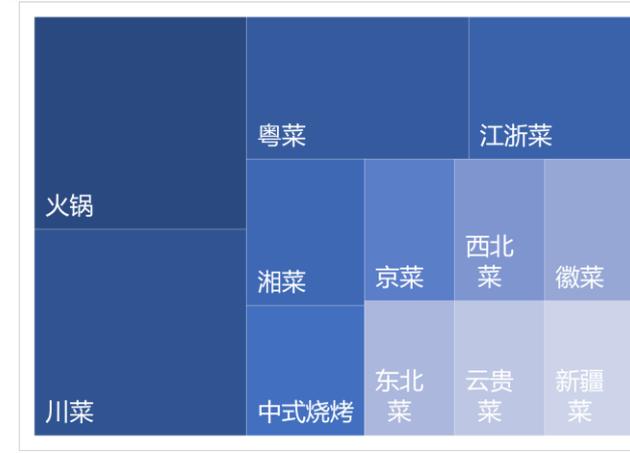
数据来源：中国产业信息网，东北证券

图 20：速冻火锅料各品类产值变化趋势



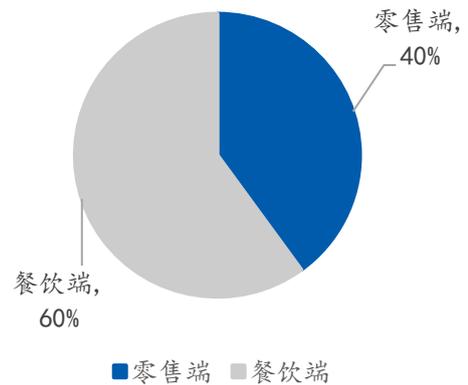
数据来源：智研咨询，华经产业研究院，东北证券

图 21: 火锅成为餐饮第一业态



数据来源: 华经产业研究院, 东北证券

图 22: 速冻火锅料的餐饮端占比较高

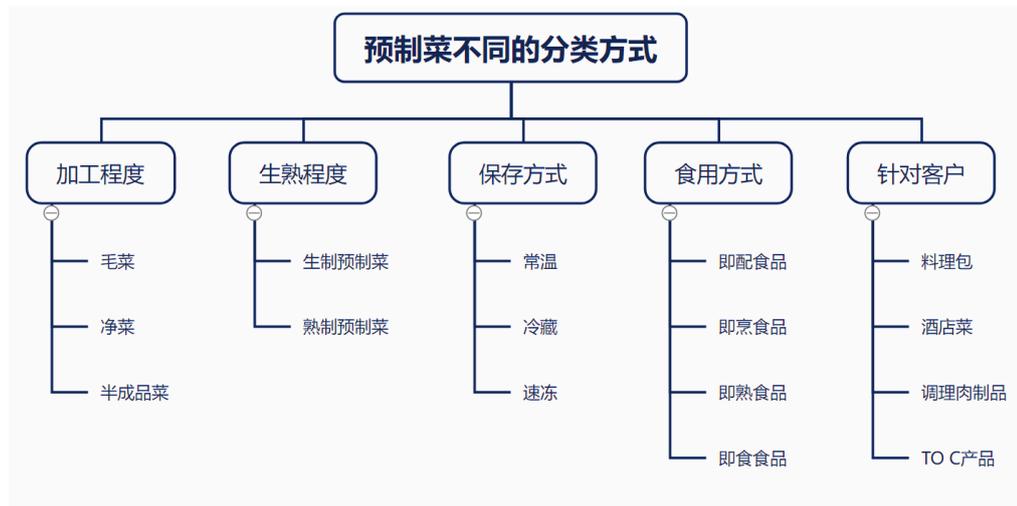


数据来源: IBIS, 东北证券

2.2.3. 预制菜肴: 前景广阔的万亿蓝海

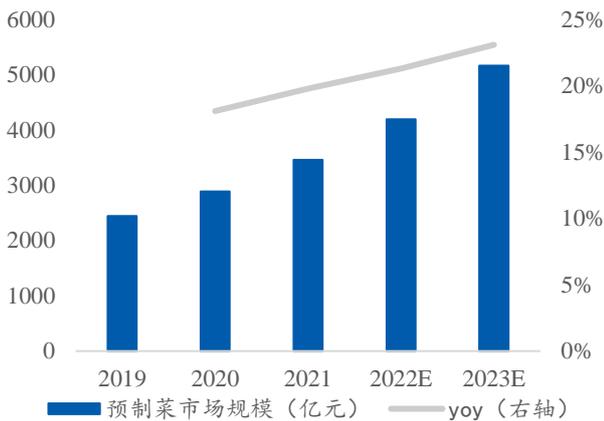
预制菜肴市场空间巨大, 新玩家入场格局愈加分散。 市场规模方面, 艾媒咨询数据显示, 2021 年中国预制菜市场规模约 3459 亿元, 未来随着消费升级以及冷链物流发展, 预制菜市场将向 BC 端同时加速发展, 2023 年市场规模有望突破 5000 亿元。行业竞争方面, 现阶段行业正处于发展萌芽期, 根据天眼查数据, 2020 年我国拥有超 7.2 万家预制菜相关企业, 且以中小企业为主, 叠加越来越多企业进入市场, 竞争格局会进一步分散。

图 23: 预制菜不同的分类方式



数据来源: 《2022 年中国连锁餐饮行业报告》, 东北证券

图 24: 23 年中国预制菜市场规模有望突破 5000 亿元



数据来源: 艾媒咨询, 东北证券

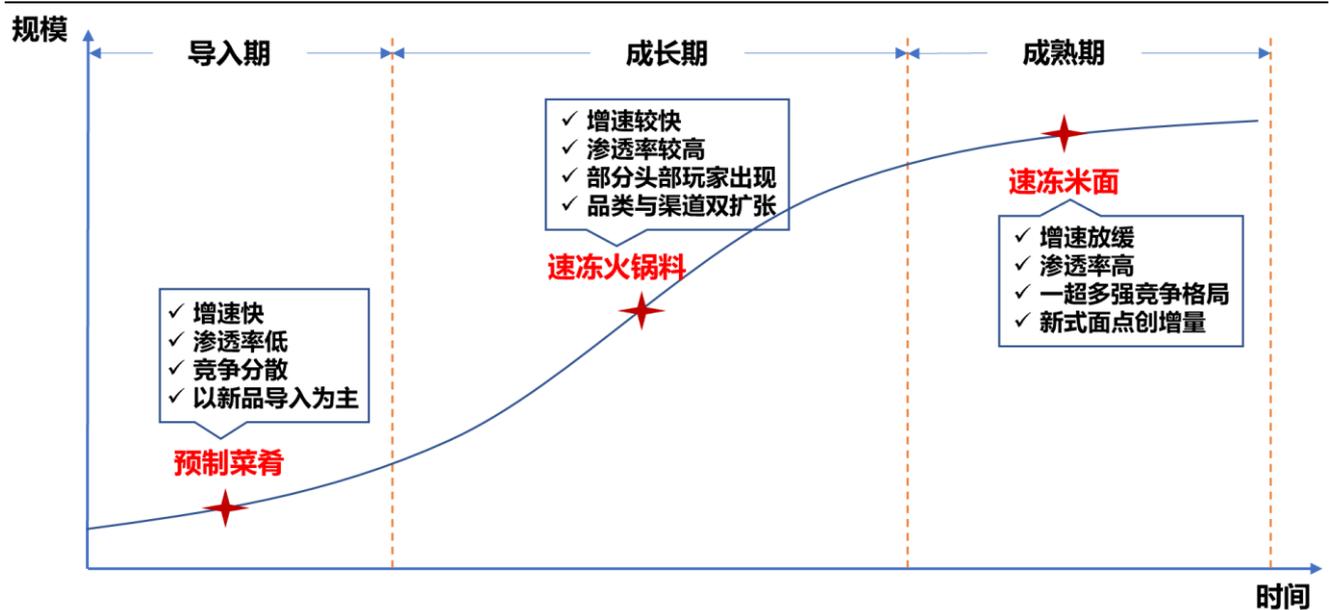
图 25: 2014-2021 年中国新注册预制菜企业数量(家)



数据来源: 企查查, 天眼查, 东北证券

速冻食品行业各品类处于不同的生命周期阶段。(1) 速冻米面行业发展最早, 目前已进入成熟期。30 年来以三全、思念为代表的企业已完成了全国化布局, 形成稳定的一超多强的竞争格局, 行业市场规模增速放缓, 近年来维持个位数增长, 其中新式面点为主要增量贡献, 手抓饼、广式茶点等大单品市场表现优异, 新式面点有望成为速冻米面的新增长极。(2) 疫情前速冻火锅料仍有双位数增长水平, 受疫情对火锅餐饮业态的影响, 近两年增速有所下滑, 但渠道下沉仍在继续, 渗透率有望进一步提升, 以安井、海霸王、海欣为代表的头部玩家仍在进行渠道与产能扩张, 火锅业态延续高景气, 未来仍有较大发展空间。(3) 预制菜肴起步最晚, 现阶段市场增速快, 行业玩家众多且以中小玩家为主, 竞争格局十分分散, 但渗透率与 SKU 数量较美日仍有很大的发展空间, 市场空间巨大。在疫情催化下, 消费者培育进程加速, 已诞生小酥肉、梅菜扣肉、酸菜鱼等全国性大单品, 在疫情常态化趋势下, 未来预制菜肴仍有较大的发展空间。

图 26: 速冻食品行业各品类生命周期阶段



数据来源: 东北证券

3. 以日本速食为鉴，行业增量空间大

3.1. 日本速冻食品发展：BC 两端分离驱动

回顾日本速冻食品发展，BC 两端呈现分离驱动态势。B 端：电冰箱、冷链运输成熟为基石，人力成本和土地价格为推手。1967 年，日本电冰箱普及率达到 70%，1965 年日本出台“冷藏链劝告”（‘Admonishment of Cold Chain’）开始大力扶持冷链基础设施建设，并于 70 年代中期在全国范围构建了较为完善的冷链体系。因此，B 端具备了发展的先决条件。与此同时，人力成本和土地价格的持续攀升迫使 B 端降本，而餐饮企业中成本占比第二高的人力成本可以有效通过速冻食品解决，因为标准化食材能够减少人工需求和厨房面积，从而减少房租和人工成本。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》中测算的数据，在堂食场景中，房租和人工租金摊销约占总成本的 25.00%，仅次于原材料成本。在外卖场景中，一份 17.5 元的卤肉饭使用了预制菜后可以降低 1.5 元的人工与租金摊销成本，使得人工租金成本下降达 60.00%，并将净利润从 0.5 元提高到 3 元，提高 14.29% 的净利润。除此之外，使用预制菜可以将顾客等候时长从 40 分钟降低到 28 分钟，周转率提高 30.00%。除此之外，还有日本餐饮连锁化率提升、日本女性就业率提高等次要原因共同推动日本 B 端的发展，但其并非主要因素。当土地价格和人力成本分别于 1991 年和 1997 年见顶之后，B 端的需求于 1997 年出现极点，随后开始下滑，B 端的大增长时代结束，此后 B 端产量再未回到最高水平，长期来看呈现下降态势。出现极点的原因有两种，其可能是源于供给冲击、即工厂数量锐减导致的产量下滑，也有可能来源于需求冲击、即需求端对调理食品的需求下滑。由于 1999 年后工厂数量与 B 端产量不存在显著的负相关关系，因此该极点出现的原因主要来自于需求一端；1997 年后 B 端工厂数量开始下滑，市场开始由增量竞争转向存量竞争。根据数据，工厂数量下滑的产量并未产生太多下降，说明单厂产量开始上升。

图 27: 日本冷冻食品生产量在餐饮端与家庭端的分布

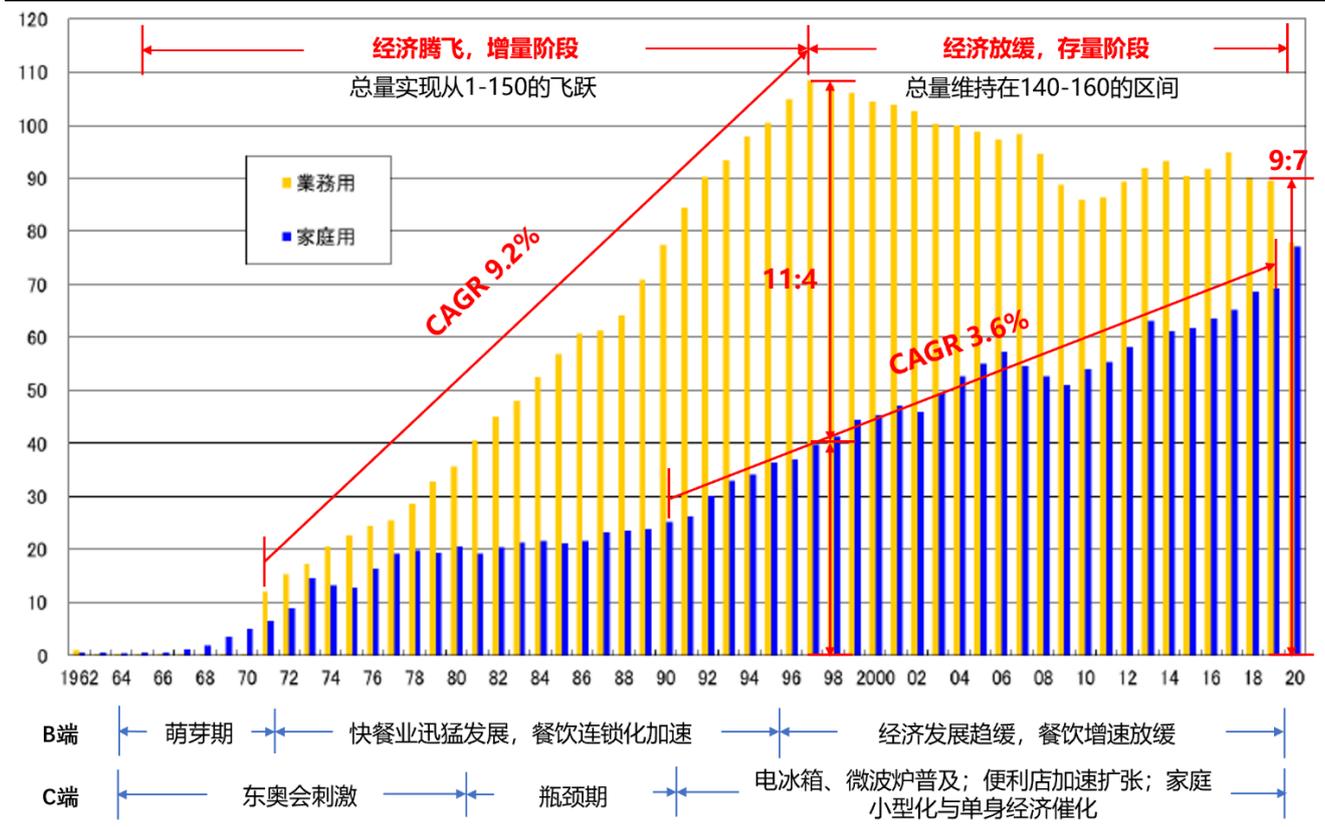
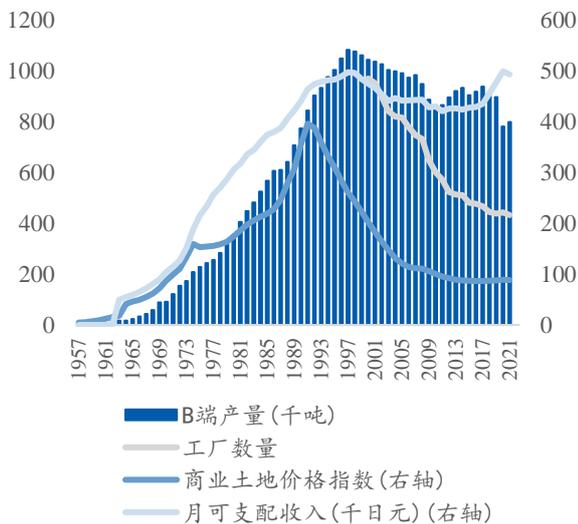
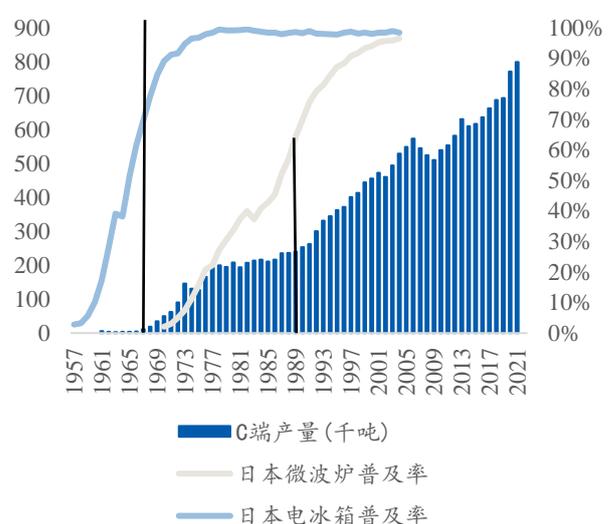


图 28: B 端产量和商业土地价格之间的关系



数据来源: Wind, 日本冷冻食品协会, 东北证券

图 29: C 端消费量和微波炉普及率呈正相关关系



数据来源: 日本内阁府经济社会研究所, 日本冷冻食品协会, 东北证券

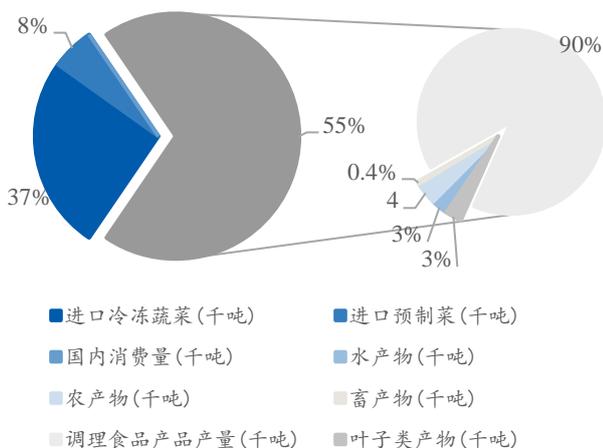
C 端: 电冰箱普及、冷链运输成熟为基石, 微波炉普及为引爆点。 C 端的增长驱动因素可以分为两种电器, 且均发生在两者普及率接近 70% 时。C 端的第一段增长源于电冰箱的普及。1956 年, 日本制定“电力五年计划”, 进入积极建立独立经济的新阶段。其带动耐用品消费热潮, 出现了“三神器”——电视机、洗衣机、冰箱。

1967年电冰箱普及率到达69.7%，C端开始了第一波增长。自1965年至1977年，速冻食品的C端产销量自约4千吨增长至近193千吨的产销量，其12年CAGR达39.08%，增速较高。C端的第二段增长源于微波炉的普及。1990年，微波炉普及率上升到69.7%，C端迎来了一波延续至今(除去2008年次贷危机时期)的持续涨幅。自1990年至1997年CAGR达6.78%。其背后的原因是日本企业致力于将冷冻产品“方便面化”，而微波炉的食品还原方式显然比水煮、油炸来的更为方便快捷，从产品来看，在日本“大家心中的排名网站”中，前15名的冷冻食品的还原方式中有13种产品都可以通过微波炉处理。

3.2. 日本速冻产品品类：国内调理食品中预制菜占冷冻食品比例高

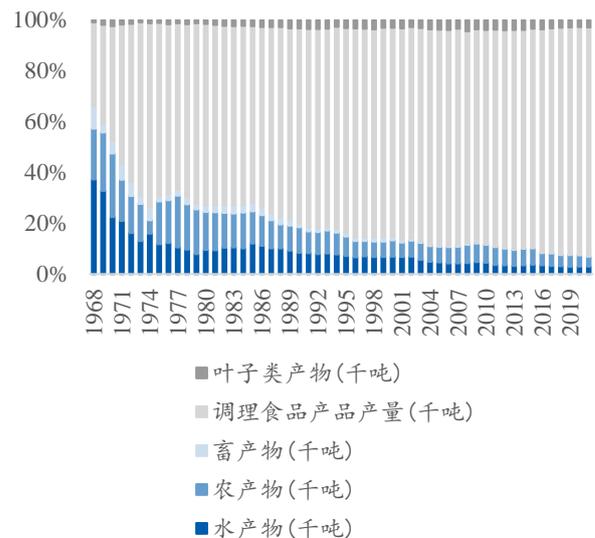
从横截面来说，日本冷冻食品消费有一半来源自产，速冻调理食品占比较高。2021年日本冷冻食品54.95%的消费来自国内，36.92%来源于进口冷冻蔬菜，8.13%来源于进口预制菜。进一步来看，国内速冻食品中89.85%来源于调理食品，3.92%来源于农产物，2.93%来源于水产品，2.86%来源于叶子类产物，0.44%来源于畜产物。根据我们的测算，日本国内生产的调理食品产量占速冻食品总消费量的49.37%。

图 30：日本冷冻食品进口与国内消费结构



数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

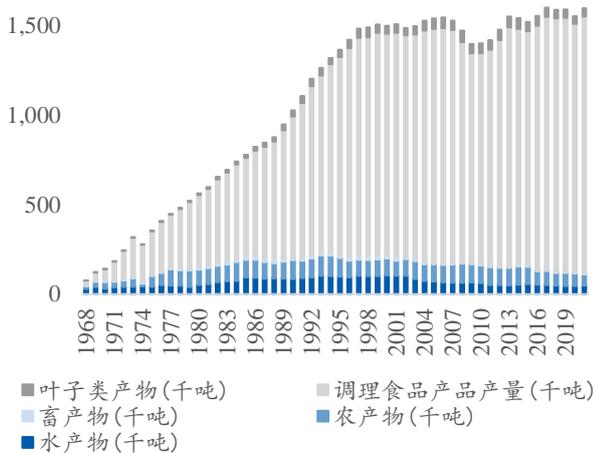
图 31：日本冷冻产品国内消费品类结构占比



数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

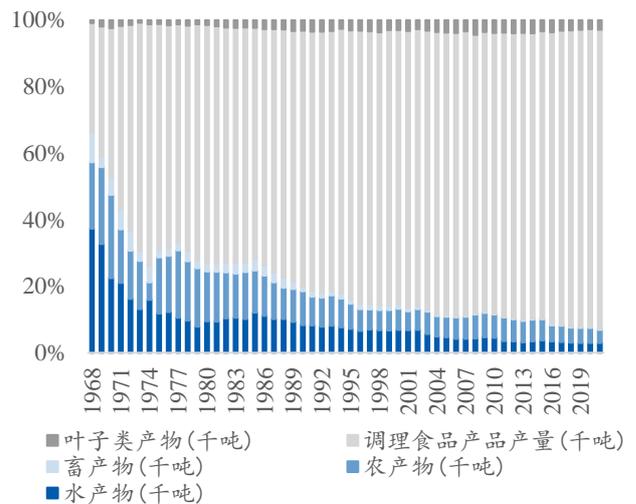
就时间序列而言，日本消费量中自产占比持续下降，并最终稳定在55%的结构上。日本国内消费量占比自1968年以来持续下降，并在2012年左右到达占比55%的稳态。一方面，由微波炉普及引发的高增长率已充分释放并转化成存量的高基数，致使后续增长率放缓。另一方面，由于日本蔬菜资源的稀缺、叠加冷链技术的成熟，进口冷冻蔬菜快速放量，从而导致国内消费量占比有所下降。日本国内消费品类的产量而言，调理食品产量占比持续增加并保持绝对多数占比。究其原因，首先是日本国内民众对于水产品、畜产物、叶子类产物、农产物的需求并没有显著增长，日本国内的速冻食品的增长几乎全由调理食品的增长而来。

图 32: 日本冷冻产品国内消费品类结构



数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

图 33: 日本冷冻产品国内消费品类结构占比



数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

3.3. 日本速冻产品：大单品带动行业快速增长

日本冷冻食品以米面制品为主，大单品为行业增长的动力引擎。日本冷冻食品主要包括炸肉丸、炸猪排等调理肉制品，饺子、炒饭、乌冬面等米面制品，以及西餐汉堡包等，其中炸肉丸产值最大，乌冬面产量最高。集中度方面，日本冷冻食品前六大单品总产值41%，大单品成为行业发展的主要动力引擎。

我国新品拓展空间巨大，大单品运营能力或为试金石。品类数量方面，我国速冻食品种类数量远低于欧美日等发达国家近3000种的数量，仍有充分的新品拓展空间。拓展模式方面，日本前六大单品市占率超过40%，大单品模式为行业发展的动力引擎，安井、三全、千味等行业龙头近年来利用自身的渠道资源对新单品进行铺货，通过不断地市场检验验证大单品逻辑，能够做出更多优质大单品的企业或能脱颖而出。

表 2: 日本冷冻食品主要品类（按产值排序）

主要品类	2020年产量 (万吨)	2020年产值 (亿日元)	2020年产值 (亿人民币)	产量占总产量比 例	产值占总产值比 例
炸肉丸	16.15	561.4	86.9	10%	9%
中国饺子	8.97	514.7	79.7	6%	8%
炒饭	9.95	433.2	67.1	6%	7%
炸猪排	5.46	364.6	56.4	4%	6%
汉堡包	6.26	354.4	54.9	4%	6%
乌冬面	19.99	299.7	46.4	13%	5%

数据来源：日本冷冻食品协会，东北证券

注：汇率选取的是2020年度平均汇率

图 34: 日本“一人食”餐厅已十分普遍



数据来源: 东北证券

图 35: 日式便当中炒饭与炸制品俱全



数据来源: 东北证券

3.4. 中日对比: 中日情况相似, 我国速食有较大发展空间

3.4.1. 宏观层面: 我国与日本 1970s-1980s 有相似的宏观背景

2010s 我国正经历与日本 1975-1984 年相似的宏观背景, 城市化率仍有上升空间。对比日本, 从人均 GDP 来看, 我国 2010s 与日本 1975-1984 年走势相似; 从城镇化率来看, 我国 10 年间提升近 10%, 处于快速城镇化阶段, 日本则相对稳定, 但整体水平更高, 2018 年日本城市化率已达 91.62%, 而我国仅有 59.15%, 我国城市化进程还有至少约 30% 的增长空间。

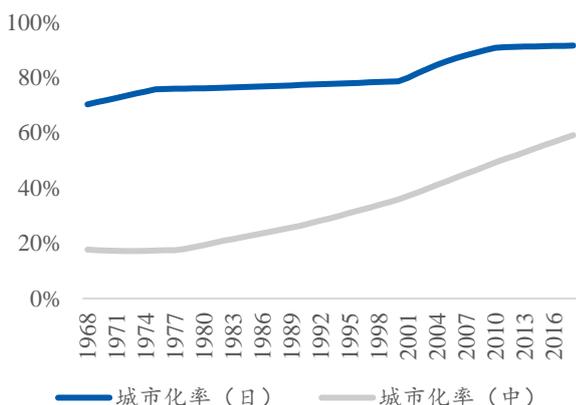
我国进入经济高质量发展时期, 人均速冻食品消费量增速趋稳。人均 GDP 增速与人均速冻食品消费量增速变动相近。根据习总书记在“关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明”中, 预计到 2035 年人均 GDP 实现翻一番, 可以测算出未来十五年人均 GDP 增速为 4.78%。借鉴日本平稳增长期 1.5% 左右的增速贡献率, 考虑到我国多元的饮食文化与鲜明的地域化特征, 保守估计预计未来十五年速冻食品人均消费量年复合增速有望超 5.5%。短期来看, 增速由 GDP 与渗透率双重驱动: 2020 年起疫情防控逐步常态化, 疫情催化下速冻食品消费加速渗透, 短期增速将由经济增速与渗透率双重驱动, 预计增速将达到两位数。

表 3: 中日部分宏观指标比较

国家	人均 GDP (\$)	城市化率	冷冻食品增速	人均冷冻食品消费量
日本 (1975-1984)	4674-10979	75.91%-76.74%	8.8% (产量)	3.4-7.6 (kg/人)
中国 (2010-2019)	4550-10144	49.23%-59.15%	10.02% (销售额)	4.5-9 (kg/人)

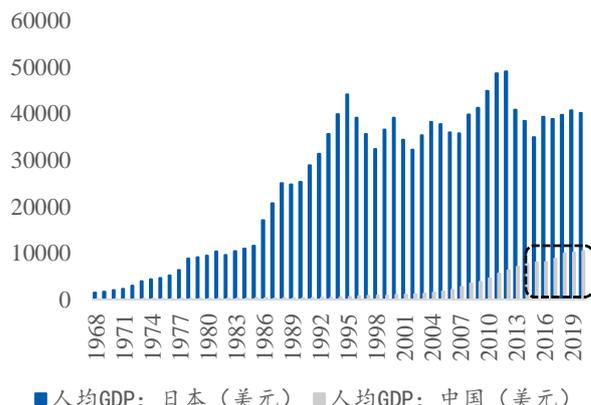
数据来源: 国家统计局, 联合国, 日本冷冻食品协会, Frost & Sullivan, 东北证券

图 36: 中日城市化率进程演变 (联合国口径)



数据来源: 联合国, 东北证券

图 37: 中日人均 GDP 变化趋势 (世界银行口径)



数据来源: 世界银行, 东北证券

3.4.2. 消费层面: 我国速食消费习惯尚有较大提升空间

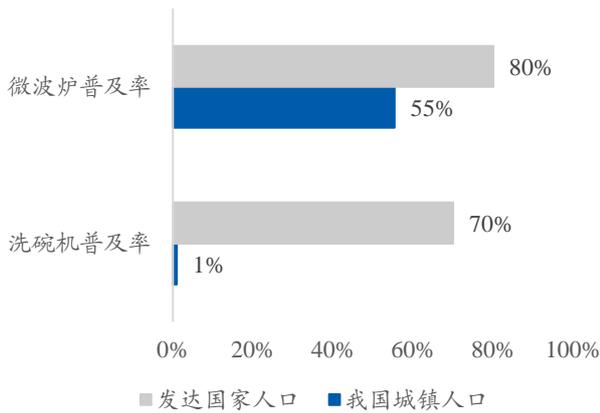
中日速冻食品市场规模增速相近, 人均冷冻食品消费具有至少 1 倍上升空间。从冷冻预制菜产量增速来看, 日本 1975-1985 年复合增速达 8.8%, 我国 2013-2019 年复合增速为 10.02%, 整体增速相近, 反映到人均消费规模来看, 日本人均消费量从 1975 年的 3.4kg 上升至 1985 年 7.9kg, CAGR 达 8.8%, 与我国 2012-2019 年的增速相近 (8.01%)。对标 2019 年美欧日经济体 60/35/20kg 的人均消耗量, 我国人均消费量仅有 9kg, 具有至少一倍上升空间, 主要系:

(1) 城镇化水平较低: 出于人流与消费力的考虑, B 端餐饮很少会深入农村地区, C 端受限于冷链物流体系难以覆盖至农村家庭, 因此城市化进程是影响渗透率的重要原因, 根据联合国数据, 2020 年日本城市化率 91.87%, 我国仅为 62.51%。

(2) B 端餐饮连锁化水平较低: 根据《中国餐饮大数据 2021》, 2020 年中国餐饮连锁化率仅为 15%, 而日美则已超过 50%, 地域辽阔下中央厨房与餐饮供应链建设水平较低, 叠加我国八大菜系下多元的口味差异, 全国化连锁难度更高。

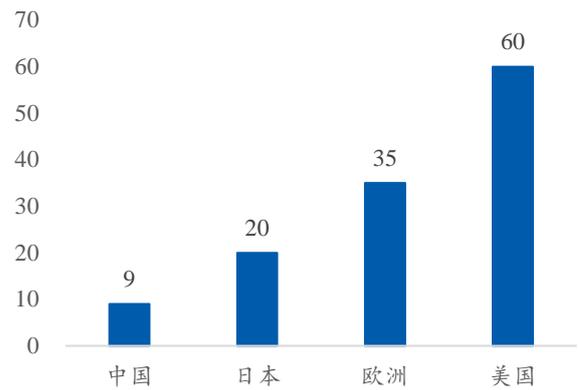
(3) C 端厨房设备普及率较低, 消费习惯仍处于培育期: 厨房设备方面, 微波炉与整体橱柜在日美等发达国家的普及率达 80%, 而我国城镇居民普及率仅为 55.4%; 消费习惯方面, 日本传统的海鲜食品代表的鲜食文化讲求食材的新鲜度, 洋快餐带来的快餐文化与炸物文化讲求食物的标准化和便捷化, 为速冻食品提供了良好的发展土壤。而我国则讲求食物的“色香味俱全”, 对食材调料的添加顺序、添加量以及火候的控制提出了很高要求, 不利于速食消费需求的养成。

图 38: 国内外微波炉与洗碗机普及率



数据来源: 国家统计局, 前瞻产业研究院, 东北证券

图 39: 中国速冻食品人均消耗量较低 (kg/人)



数据来源: 中国产业信息网, 东北证券

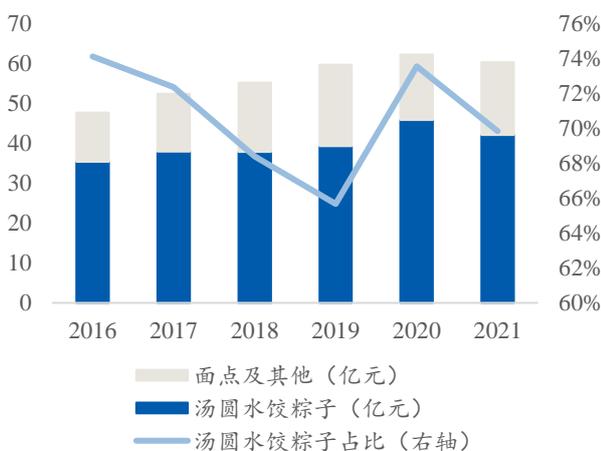
4. 公司优势: 稳步前行谋大势, 坚守长远图发展

4.1. 产品与业务端: 蹄疾步稳, 攻守兼备

4.1.1. 防守中的激进: 聚焦新面米, 以防守面米业务

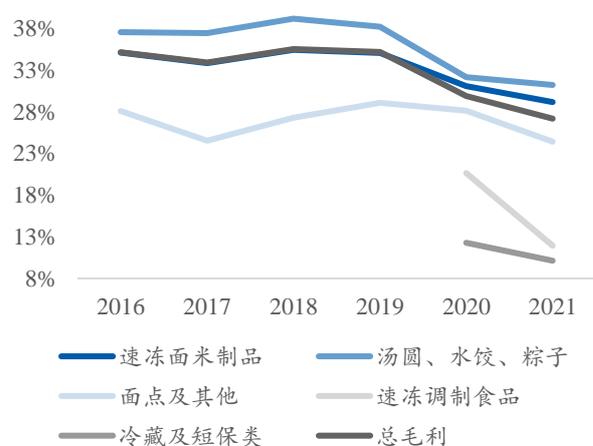
传速冻面米领域持续创新, 新面米成未来突破口。汤圆、水饺、粽子等传统速冻米面制品营收增长已经步入成熟阶段, 公司的米面营收增长逐渐转向由新米面业务拉动。至 2019 年, 传统速冻面米制品营收占速冻面米营收已逐渐降低至 65.8%, 2020 年受疫情影响, 传统米面制品需求旺盛, 营收占比回升至 73.6%。毛利率方面, 汤圆、水饺、粽子等传统速冻米面制品毛利率处于 35%-45% 区间, 整体高于面点及其他产品的 25%-30%, 新米面向上提价的空间较大。

图 40: 三全食品新面米业务营收规模与格局



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 41: 三全食品速冻米面业务毛利率水平



数据来源: 公司公告, Wind, 东北证券

4.1.2. 激进中的防守：稳健发展预制菜与高端产品，蹄疾步稳再攀高峰

面食龙头借预制菜风口持续发力速冻调制食品，或成未来主要增长点，三年 CAGR 达 51.51%。作为速冻面食行业的领军者，三全充分发挥自身在渠道、物流、资金方面的优势，持续发力预制菜领域。三全近三年速冻调制食品营收分别达 3.25 亿、5.26 亿和 7.46 亿，两年 CAGR 为 51.51%。

三全在速冻火锅料和预制菜领域探索以稳定增收为目标。公司认为如果急躁追进新领域，其产生的试错成本将对公司的损益情况产生负面影响，因此其更倾向于优先保证稳定增长。通过现有设备工艺逐渐探索新领域，公司将在现有的规模效应上获得更高效率。

图 42：三全速冻调制食品占比持续上升



数据来源：公司公告，东北证券

图 43：三全速冻调制食品稳定增长



数据来源：公司公告，东北证券

注：三全披露的速冻调制食品包括了少量传统的速冻火锅料品类，口径与味知香和安井略有不同

水饺汤圆高端布局成效显著。三全水饺、汤圆从基础品类不断向中高端延伸，推出儿童系列水饺、私厨系列水饺、炫彩小汤圆、醇香黑芝麻汤圆等，实现全价格带的覆盖。高端产品线方面，2012 年三全推出私厨系列与湾仔码头在高端品类抗衡，市场反应良好，公司水饺、汤圆营业收入持续增长。同时，新品往往具有更高的毛利，持续的推陈出新叠加产品结构高端化的逐步深入，公司的盈利能力也逐渐改善。

图 44: 三全水饺汤圆基本实现全价格带覆盖



资料来源: 天猫商城, 东北证券

注: 售价均使用原价而非促销价(2021年6月19日)

图 45: 三全汤圆营收持续增长、毛利改善明显



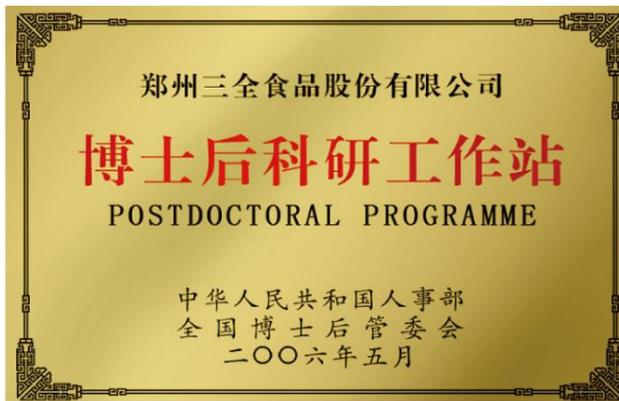
资料来源: 公司公告, 东北证券

注: 三全2020年起将汤圆和饺子的经营数据合并后披露

4.2. 科研端: 掌握科技先机, 专利量遥遥领先

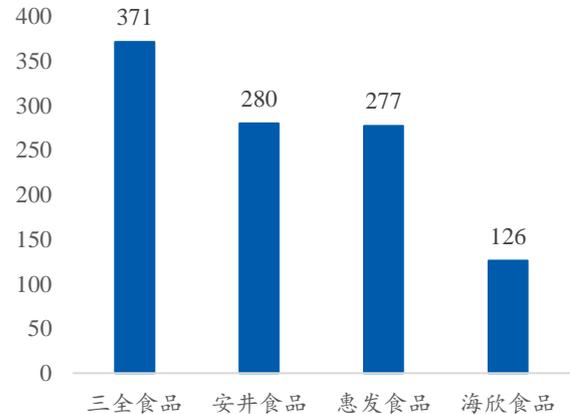
持续的研发创新能力为新品拓展保驾护航。产品的创新、迭代离不开持续而高效的研发创新能力, 三全2018年前研发费用率始终保持行业领先, 2018年起大力开拓餐饮业务, 研发投入力度小幅减弱, 仍保持行业平均水平, 目前三全食品以371项专利位于行业第一, 拓展共计400余种SKU位于行业第一。

图 46: 三全拥有行业唯一一家博士后科研工作站



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 47: 三全食品专利数量行业领先



数据来源: 公司公告, 企查查, 东北证券

研发团队结构稳定, 强研发能力受国家认可。三全研发团队结构稳定, 研发团队规模连续六年超百人, 2021年进一步加强研发团队建设, 保障新品拓展规划, 未来有望持续地为新品拓展保驾护航。同时, 三全拥有行业唯一一家博士后科研工作站, 成为“国家认定企业技术中心”, 公司与江南大学共同承担了“十一五”国家科技支撑计划重点项目, 与总后军需装备研究所共同承担了第五代军用野战食品的项目, 形成了产、学、研一体的研发体系和强大的新产品研发能力。

4.3. 品牌端：匠心铸就领袖，三十载品牌沉淀

屡创第一赋予传奇色彩，多元营销塑造品牌形象。三全近 30 年的发展历程中，创造了 30 余项国内第一，公司创始人陈泽民更是被誉为“中国速冻食品之父”，为三全品牌平添一份传奇色彩。品牌建设方面，三全通过空中广告、赞助综艺、电视剧、美食纪录片等方式，向消费者传递三全的厚重的历史底蕴、独到的产品理念以及优质美味的产品，实现了“提到水饺，就属三全”的品牌形象建设。

三全龙凤双品牌并行，牢牢占据零售市占率第一宝座。2013 年，三全收购龙凤食品后实施“双品牌并行”战略，保证三全和龙凤均保持自己的定位、风味和品牌的差异化，其中三全系列更注重新北方市场，龙凤系列更聚焦于华东市场，龙凤品牌的加入弥补了三全在部分细分市场的不足，牢牢占据零售端市场市占率第一的宝座。

图 48：三全采用双品牌并行发展战略



数据来源：公司公告，东北证券

图 49：三全品牌价值位于行业领军地位（2021 年）

公司名称	品牌价值	排名
三全食品	31.05亿元	468
思念食品	29.63亿元	476
湾仔码头	未上榜	未上榜

数据来源：《2021 中国品牌 500 强》榜单，东北证券

4.4. 供应链端：优质食品源源不断，供应链稳固保驾护航

三全创始人陈泽民从医出身，对食品安全始终保持着严谨之心，从原料采购、生产、物流到渠道终端实行全供应链安全保障，公司从未涉及到任何食品安全危机。食品安全的超高标准展现创始人的真知灼见、构成了公司发展最稳固的基石。

全国化布局积极扩建产能，产能利用率仍有提升空间。自上市以来，三全食品在不断进行产能扩张，在郑州、成都、天津等地共建有八大生产基地，2015-2021 年实际产能实现从 45 万吨到 65 万吨的突破，CAGR 达 6.4%。2020 年公司在天津的华北基地二期建设项目开启，2021 年底工程进度已达 95%，有望于 2022 年建成投产。此外，华东一期、华南一期工程也在稳步推进中，目前工程进度分别达 92%/82%，全部达产后，产能有望突破 90 万吨。产能利用率方面，2020/2021 年分别为 83%/85%。

图 50: 三全产能持续上升



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 51: 三全在建产能情况 (2021 年)

在建工程	设计产能	工程进度	预计达产
华东基地一期工程	合计23.5万吨	92.17%	未披露
华南基地一期工程		81.54%	
华北基地二期工程		94.93%	

数据来源: 公司公告, 东北证券

政府支持自主研发先进工艺, 提高生产效率保障食品安全。生产模式方面, 三全建立有完善的生产过程控制制度及出厂检验制度, 建设了高效的速冻食品自动化生产流水线及自动化立体冷库, 保证了产品的品质和安全。生产工艺方面, 三全依托自有行业内唯一的博士后科研工作站, 在政府的支持下积极开发先进工艺与品控技术, 提升生产效率与产品品质。

表 4: 三全部分获财政补助的科研项目 (2021 年)

序号	项目名称	补助金额
1	主食工业化关键技术与装备及其产业化规范	113 万元
2	主食产业化安全控制	126 万元
3	速冻面米食品高效节能与品质提升关键技术研究及产业化示范	150 万元
4	工业互联网创新发展工程及智能制造综合标准化与新模式应用	756 万元
5	十三五国家重点研发计划"应急救灾食品制造关键技术研究及新产品创制"2017YFD04005	53.5 万元
6	十三五国家重点研发计划"自热副食品品质精准调控技术与产品研制"2019	68 万元

数据来源: 公司公告, 东北证券

“自建+第三方”构筑全冷链系统, 全流程保障食品安全。2016 年前三全为保障冷链安全, 将冷链物流外包给专业第三方物流公司, 并对冷藏车温度采取了严格的控制, 不符合温度要求的产品尽数销毁。2016 年, 三全整合物流资源, 成立冻到家物流有限公司, 打造一个覆盖全国, 集干线零担、城市配送、仓储、宅配、物流方案、数据处理、IT 服务等功能为一体的专业冷链物流运营商。目前, 三全已构建覆盖全国的冷链系统, 配合基地自建智能冷库、配备温度自动控制仪的冷藏车以及零售端超过十万台的冷藏柜, 实现供应链全流程冷链体系的打造, 为公司餐饮业务开拓以及鲜食业务的拓展保驾护航。

4.5. 渠道端: C 端市场独领风骚, 多元渠道开拓高峰

直营模式聚焦头部客户, 大客户背书提升品牌形象。三全在线下渠道采取“直营+经销”模式。直营模式方面, 公司通过大型商超系统直营与大客户合作 (连锁餐饮为主, 为其提供标准化半成品及个性化预制品) 开拓业务, 一方面有利于公司快速推

广新品，另一方面也有利于为公司的研发力、产品力与品牌力背书。目前，公司已建立与百胜餐饮、海底捞、巴奴、呷哺呷哺等优质连锁餐饮客户的紧密合作。

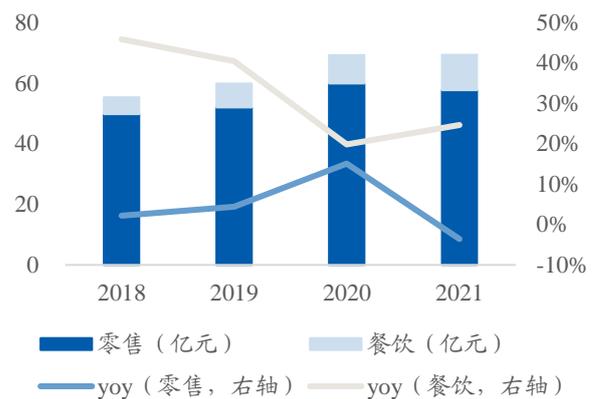
经销模式针对长尾客户，渠道拓展成效显著。经销模式方面，公司面向商超/便利店、农贸、酒店餐饮、团餐等场景，通过经销商实现对全国各省、市、县市场的覆盖，近年来公司积极推进渠道下沉，开拓乡镇市场经销商，同时将渠道进一步下沉到便利店与夫妻店，截止 2021 年末公司已有经销商 5638 家，经销商规模行业领先，且率先完成省市县渠道全覆盖并加速推进向乡镇市场下沉。

图 52：三全餐饮渠道部分大客户



数据来源：公司公告，东北证券

图 53：公司 C 端占比较高，B 端增长较快



数据来源：公司公告，东北证券

表 5：速冻食品行业部分上市公司渠道模式（2021 年）

	三全食品	安井食品	海欣食品	千味央厨
营收规模	69 亿元	93 亿元	16 亿元	13 亿元
渠道模式	直营+经销	直营+经销	流通+现代	直营+经销
经销占比	74%	83%	/	60%
经销商数量	5638	1652	2181	968
优势区域	北区为主	华东为主	华东为主	南区为主
渠道拓展	省市县基本全覆盖 向乡镇下沉	省市基本全覆盖 向区县、乡镇下沉	正处于省市县渠道拓展 阶段	尚处于省市县渠道拓 展阶段

数据来源：公司公告，东北证券

积极开拓线上渠道，四大业务板块全覆盖。三全积极加码线上渠道，设立专门的电商部门，通过直营加经销商授权的模式运营，目前已形成与线上电商平台（京东、天猫等）、生鲜电商（叮咚买菜、朴朴等）、社区电商（兴盛优选、美团优选等）以及卖场到家（京东到家等）四大业务板块，实现主流电商渠道的全面布局。2021 年三全直营电商营收规模达 1.59 亿元，同比增长 76.2%，占总营收的 2.3%，目前直营电商体量较小，但呈高增态势。

图 54：三全线上渠道四大业务板块（2021 年）



数据来源：公司公告，东北证券

5. 未来展望：后疫情时代，重整旗鼓稳步前进

5.1. 产品布局：立足速冻米面主业优势，积极拥抱新兴产品需求

次新品成长前景广阔，或成中流砥柱、进一步提高毛利。针对次新品，三全会持续观察其孵化和市场情况，并发掘其是否能成为大单品。经测算，目前公司次新品收入占比或已接近 20%左右，或将在未来成为中流砥柱。2023 年次新品表现直接影响了其是否能稳定完成产品迭代和创新，因此需要持续关注。与此同时，次新品所在的领域，如新面米、预制菜肴领域尚未产生龙头企业，市场对该类产品的定价不明晰，加上三全主动选择非低毛利产品，预计需要关注是否会观测到新品对毛利率的改善。

新品着力三大系列，预期将于 2023Q1 开始投放。三全的新品主要分为三大系列，分别是微波系列、空气炸锅系列、鲜食系列。该三类新品于 2022 年 5 至 7 月开始投放，但由于疫情反复，该三类新品未能有效、及时地在市场中铺开。鉴于当下的经济复苏状况，我们合理预计在消化完春节存货之后，三全将于 2023Q1 开展新品的投放工作。由于三全的战略基调并非激进，其推出的新品是否符合预期的稳定增长成为关键，此外新品的表现在长期上反映了公司的营销能力和即期的创新能力，因此 2023 年该三大系列的新品增长率表现将成关注焦点。

图 55: 三全目前已经投放或即将投放的主打新品



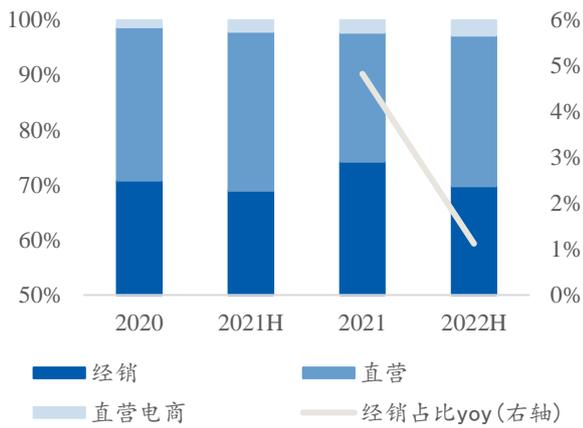
数据来源: 百度图片, 东北证券

预制菜市场中短期内为增量市场，长期来看稳住渠道为竞争力的核心要义。充分利用速冻米面行业龙头的企业优势，发力预制菜。三全拥有充沛的产能储备和自建的冷链物流系统将重点选择新领域发力。细分来看，预制菜分为预制食材和预制菜肴，渠道上分为 2B 和 2C。就预制菜肴而言，三全坚持自身米面龙头的比较优势，选择从生产技术和渠道上都比较相关的炒饭类产品首先发力，以充分评估米面制品延伸至菜饭一体的产品的可行性。就预制食材方面而言，三全将重点发展火锅料。三全将充分借鉴潮汕牛肉丸、福州鱼丸等产品的全国化过程，利用预制菜的风口将北方油炸丸子发展成区域型爆品；就渠道而言，在 2B 方面，三全将主攻菜市场 and 超市熟食区。在 2C 方面，三全将瞄准空气炸锅系列产品发力，将研发众多新品、充实自身的产品举证，或将生产高端烤肠、酥肉、春卷等新兴产品。

5.2. 渠道布局: BC 端双轮驱动，内部管理改革重点释放新增长空间

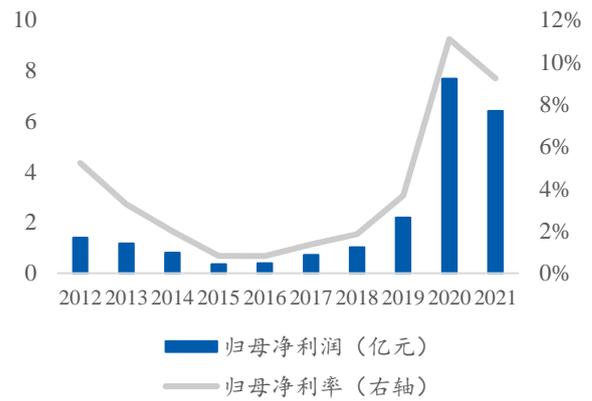
公司将搭建营销中心协调 BC 端资源，直营减亏、渠道改革成功在望。就渠道而言，三全过去较为依赖传统商超和大卖场。2022 年三全建设新营销中心，其单独针对绿标红标（红标零售、绿标餐饮）协调管理，并分离了相关的销售团队。除了 2B 的渠道，三全也将持续加码下沉渠道，对农贸菜市场渠道、KA 商超、便利店渠道针对性地开发合适的产品。三全 2021 年开始完整披露按销售模式，即经销、直营、直营电商的完整营收成本情况。2021 年公司对直营系统等渠道开始改革，2023 年业务回归正常后，公司能否有效提升渠道效率和渠道容量将成为关注焦点，我们合理预期风险偏好较低的三全将会逐步改善渠道表现。

图 56: 经销渠道占比持续提升, 渠道改革成功在望



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 57: 渠道改革促使三全归母净利率显著改善



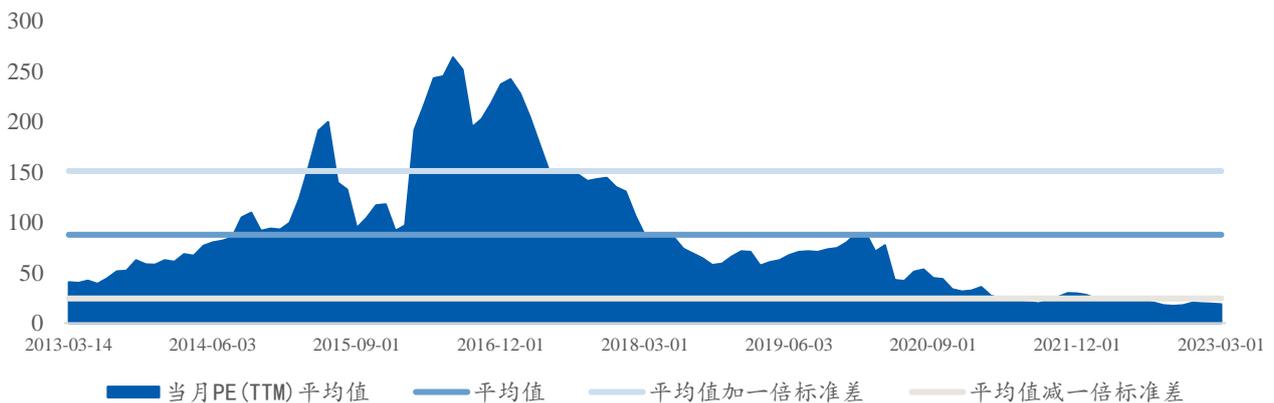
数据来源: Wind, 东北证券

倾斜资源重点开拓餐饮渠道, 加强渠道服务力。零售渠道速冻水饺汤圆增速放缓, 三全经销商团队上也已经分开。在绿标方面, 三全的组织架构已经基本成熟, 全国各地的营销已经搭建成功。三全或将利用自身在团餐领域的潜在表现, 通过经销商对团餐领域进行持续重点发力。

5.3. 市场表现: 安全边际相对高, 未来估值或见重塑

目前市场对三全的估值较低, 安全边际较高。总的来说, 三全未来将因为爆品的出现、渠道改革的成功、经营理念的改变而提升估值。目前三全食品的 PE(TTM)在 20 左右, 处于历史低位。三全或将比目前市场预期更有相对价值。

图 58: 三全食品目前市盈率处于低位, 存在较高的安全边际



数据来源: Wind, 东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,115	1,634	2,714	3,647
交易性金融资产	905	905	905	905
应收款项	407	370	478	467
存货	1,270	1,670	1,499	1,993
其他流动资产	216	253	245	283
流动资产合计	3,914	4,832	5,841	7,296
可供出售金融资产				
长期投资净额	252	252	252	252
固定资产	1,767	2,059	2,405	2,820
无形资产	235	235	235	235
商誉	16	16	16	16
非流动资产合计	2,669	2,978	3,332	3,752
资产总计	6,583	7,810	9,173	11,048
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,400	1,599	1,628	1,946
预收款项	0	179	99	127
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7
流动负债合计	2,981	3,359	3,544	4,051
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	369	369	369	369
长期负债合计	369	369	369	369
负债合计	3,350	3,728	3,913	4,420
归属于母公司股东权益合计	3,233	4,084	5,262	6,631
少数股东权益	0	-1	-2	-3
负债和股东权益总计	6,583	7,810	9,173	11,048

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,943	7,661	8,457	9,350
营业成本	5,057	5,578	6,144	6,782
营业税金及附加	58	64	71	78
资产减值损失	-26	0	0	0
销售费用	901	1,071	1,181	1,303
管理费用	197	235	259	284
财务费用	-9	-45	-65	-109
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	9	51	57	54
营业利润	814	909	1,041	1,192
营业外收支净额	0	3	2	3
利润总额	813	912	1,043	1,195
所得税	173	179	212	242
净利润	640	733	831	953
归属于母公司净利润	641	734	832	954
少数股东损益	-1	-1	-1	-1

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	640	733	831	953
资产减值准备	28	0	0	0
折旧及摊销	164	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	0	0	0
投资损失	-9	-51	-57	-54
运营资本变动	152	-21	256	-14
其他	-14	-2	0	-1
经营活动净现金流量	963	659	1,030	884
投资活动净现金流量	-568	35	49	49
融资活动净现金流量	-491	-176	0	0
企业自由现金流	568	618	982	804

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.73	0.84	0.95	1.09
每股净资产 (元)	3.68	4.64	5.98	7.54
每股经营性现金流量 (元)	1.09	0.75	1.17	1.01
成长性指标				
营业收入增长率	0.3%	10.3%	10.4%	10.6%
净利润增长率	-16.5%	14.6%	13.3%	14.7%
盈利能力指标				
毛利率	27.2%	27.2%	27.4%	27.5%
净利率	9.2%	9.6%	9.8%	10.2%
运营效率指标				
应收账款周转天数	18.53	18.26	18.06	18.21
存货周转天数	87.92	94.87	92.84	92.70
偿债能力指标				
资产负债率	50.9%	47.7%	42.7%	40.0%
流动比率	1.31	1.44	1.65	1.80
速动比率	0.84	0.90	1.19	1.27
费用率指标				
销售费用率	13.0%	14.0%	14.0%	13.9%
管理费用率	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%
财务费用率	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-1.2%
分红指标				
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	27.68	19.39	17.12	14.92
P/B (倍)	5.50	3.49	2.71	2.15
P/S (倍)	2.56	1.86	1.68	1.52
净资产收益率	21.1%	18.0%	15.8%	14.4%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选” 食品饮料行业第 1 名。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn