

2022年04月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

三全食品(002216):四季度环比改善, 餐饮市场持续发力

推荐 (首次)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-18

当前股价(元)	16.79
总市值(亿元)	147.6
总股本(百万股)	879.2
流通股本(百万股)	630.2
52周价格范围(元)	13.34-22.5
日均成交额(百万元)	187.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

2022年04月18日晚间, 公司发布2021年年报: 2021年营收69.43亿元, 同增0.25%; 归母净利润6.41亿元, 同减16.55%; 扣非净利润5.51亿元, 同减3.44%。

投资要点

■ 四季度业绩环比加速, 毛利率同比提升明显

公司2021年营收69.43亿元(+0.25%), 归母净利润6.41亿元(-16.55%), 扣非5.51亿元(-3.44%); 其中2021Q4营收18.64亿元(+8.24%), 归母净利润2.55亿元(+29.37%), 扣非2.41亿元(+39.02%)。四季度业绩环比加速, 系公司通过持续存量产品和渠道结构调整、产品推新、效率挖潜等措施所致。

毛利率2021年27.17%(同减2.7pct), 其中2021Q4为30.02%(同增20.91pct), 系四季度提价、产品结构优化等所致; 净利率2021年9.22%(同减1.9pct), 其中2021Q4为13.69%(同增2.2pct)。2021年销售费用9亿元, 同减10%, 系公司传统渠道结构优化和新兴渠道增长所致。2021年经营活动现金流净额9.63亿元(同减24%), 主要有以下几个原因: 1) 收入端: 2020H1受疫情影响, 销售回款明显高于往期; 2) 支出端: 2019年猪肉涨价, 公司大量囤肉提前支付货款, 致2020H1年贷款支出减少。

■ 餐饮占比持续提升, 速冻调制食品等量价齐升

分行业看, 2021年零售及创新市场营收57.72亿元(同减4%), 占比83.13%(同减3.3pct), 净利润5.08亿元(同增1%), 毛利率28.04%(同减3pct)。餐饮市场营收11.71亿元(同增25%), 占比16.87%(同增3pct), 净利润7.27亿元(同增10%), 毛利率21.63%(同减1.5pct)。

分产品看, 2021年速冻面米制品营收60.32亿元(同减3%), 占比86.87%(同减3pct), 毛利率29.16%(同减2pct)。速冻调制食品营收7.46亿元(同增42%), 占比10.74%(同增2.4pct), 毛利率11.93%(同减7pct)。冷藏及短保类营收1.23亿元(同增40%), 占比1.77%(同增0.5pct), 毛利率10.13%(同减2pct)。其他业务营收0.42亿元(同增33%), 占比0.62%(同增0.2pct), 毛利率(+30pct)。

速冻面米制品细拆: 2021年汤圆、水饺、粽子营收42.13亿

元（同减8%），占比69.85%（同减5.3pct），毛利率31.21%（同减1pct）。点心及面点类营收18.19亿元（同增10%），占比30.15%（同增5.3pct），毛利率24.41%（同减3.7pct）。

量价拆分，2021年主营业务收入69.43亿元（同增0.3%），总销量65.78万吨（同减0.4%），对应吨价为1.06万元/吨（同增5%）；速冻面米制品销量59.17万吨（同减1.7%），对应吨价为1.01万元/吨（同减1.5%）；速冻调制食品销量5.45万吨（同增12.5%），对应吨价为1.37万元/吨（同增12%）。冷藏及短保类销量0.72（同增32%），对应吨价为1.70万元/吨（同增6.5%）。公司目前在郑州、佛山、成都、天津、苏州、武汉等地建有生产基地，产能覆盖全国主要城市，在建产能23.5万吨。

分区域看，2021年东区营收15.95亿元（同减1%），占比22.97%（同减0.2pct）。南区营收13.53亿元（同减4%），占比19.49%（同减1pct）。西区营收14.15亿元（同减6%），占比20.38%（同减1.4pct）。北区营收25.80亿元（同增7%），占比37.16%（同增2.5pct）。

分渠道看，2021年经销营收51.24亿元（同增5%），占比73.80%（同增3pct）。直营营收16.17亿元（同减16%），占比23.29%（同减4pct）。直营电商营收1.59亿元（同增76%），占比2.29%（同增1pct）。其他业务营收0.42亿元（同增33%），占比0.61%（同增0.2pct）。

■ 线上线下齐发力，产品渠道双轮驱动

目前线下公司已建成覆盖全国各省、市、县销售渠道布局。截止2021年年底，公司共有5638家经销商，净增16家。线上方面，公司与京东等头部电商平台、叮咚买菜等生鲜电商、兴盛优选等社区电商、以及京东到家等卖场到家平台建立良好合作关系，并将不断加大线上业务投入。2021年聚焦零售终端，积极探索农贸市场渠道，推出高性价比和高品质产品系列，其中三全鲜食“生”系列产品引入大型商超系统。2022年公司将着力重点开展新品类的开发和新渠道的布局，新产品、新渠道的布局成果将逐步显现。

产品创新方面，早餐场景推出薄皮包子、杭州小笼包等；新品类推出香酥薄饼，沙县风味蒸饺、节庆型汤圆（零售端：“福”系列印字汤圆；餐饮端：小圆子系列）；涮烤场景方面，为商超提供定制化产品，保持较高增长；鲜食业务方面，与战略伙伴深度合作，强化研发创新能力。

■ 盈利预测

我们看好公司内部机制改革持续推进、深耕速冻米面市场及通过餐饮市场切入预制菜领域。预计2022-2024年EPS为0.74/0.89/1.06元，当前股价对应PE分别为23/19/16倍，首

次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、新品推广不及预期、股权激励目标不及预期、餐饮市场推进不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	6,943	7,841	8,842	9,850
增长率（%）	0.3%	12.9%	12.8%	11.4%
归母净利润（百万元）	641	651	781	929
增长率（%）	-16.5%	1.6%	20.0%	19.0%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.74	0.89	1.06
ROE（%）	19.8%	19.0%	20.9%	22.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	6,943	7,841	8,842	9,850
现金及现金等价物	1,115	1,318	1,643	2,141	营业成本	5,057	5,732	6,425	7,108
应收款	467	430	460	486	营业税金及附加	58	63	64	69
存货	1,270	1,349	1,422	1,475	销售费用	901	1,011	1,132	1,251
其他流动资产	1,061	1,170	1,262	1,333	管理费用	197	227	248	266
流动资产合计	3,914	4,267	4,788	5,434	财务费用	-9	-37	-46	-60
非流动资产：					研发费用	55	55	62	69
金融类资产	905	1,005	1,085	1,145	费用合计	1,143	1,257	1,395	1,526
固定资产	1,767	1,715	1,627	1,529	资产减值损失	-26	-22	-18	-15
在建工程	110	44	18	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	235	223	211	200	投资收益	9	8	7	6
长期股权投资	252	252	252	252	营业利润	814	820	983	1,169
其他非流动资产	305	305	305	305	加：营业外收入	4	6	7	8
非流动资产合计	2,669	2,539	2,413	2,294	减：营业外支出	4	2	3	4
资产总计	6,583	6,807	7,201	7,727	利润总额	813	824	987	1,173
流动负债：					所得税费用	173	173	206	244
短期借款	0	0	0	0	净利润	640	651	781	929
应付账款、票据	1,400	1,429	1,511	1,573	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	1,580	1,580	1,580	1,580	归母净利润	641	651	781	929
流动负债合计	2,981	3,009	3,092	3,153					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	369	369	369	369	营业收入增长率	0.3%	12.9%	12.8%	11.4%
非流动负债合计	369	369	369	369	归母净利润增长率	-16.5%	1.6%	20.0%	19.0%
负债合计	3,350	3,378	3,461	3,522	盈利能力				
所有者权益					毛利率	27.2%	26.9%	27.3%	27.8%
股本	879	879	879	879	四项费用/营收	16.5%	16.0%	15.8%	15.5%
股东权益	3,233	3,428	3,741	4,205	净利率	9.2%	8.3%	8.8%	9.4%
负债和所有者权益	6,583	6,807	7,201	7,727	ROE	19.8%	19.0%	20.9%	22.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	50.9%	49.6%	48.1%	45.6%
净利润	640	651	781	929	营运能力				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.3
折旧摊销	156	130	125	119	应收账款周转率	14.9	18.3	19.2	20.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	4.0	4.3	4.6	4.9
营运资金变动	168	-22	-33	-26	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	963	758	873	1021	EPS	0.73	0.74	0.89	1.06
投资活动现金净流量	-568	18	34	48	P/E	23.0	22.7	18.9	15.9
筹资活动现金净流量	-192	-456	-468	-464	P/S	2.1	1.9	1.7	1.5
现金流量净额	203	321	439	605	P/B	4.6	4.3	3.9	3.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。