

产品结构持续改善，Q2 业绩表现良好

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度业绩预告，22H1 预计实现归母净利润 4.03-4.45 亿元，同比增长 45%-60%；实现扣非归母净利润 3.32-3.74 亿元，同比增长 30.8%-47.2%。预计 22Q2 单季度公司实现归母净利润 1.42-1.84 亿元，同比增长 39.3%-80.2%，公司 Q2 业绩符合市场预期。
- **产品结构调整成果显现，Q2 利润端表现良好。**公司二季度业绩表现良好主要得益于：1) 公司持续推进产品结构调整，在大量优化低毛利以及亏损等竞争力不足的传统面点 SKU 的基础上，积极培育以小笼包、手抓饼为代表的新式面点以及酥肉、肉肠等火锅料产品，并开发空气炸锅、微波炒饭相关创新产品，整体产品结构优化拉动收入端持续增长；2) 今年二季度以来散点疫情频发下 C 端消费需求持续火热，带动渠道备货意愿高；此外 21Q2 受同期需求疲软影响，存在一定低基数效应。3) 公司确认约 7100 万元政府补助，叠加疫情影响下公司缩减费用投放力度并实施精细化管理优化经营效率，亦贡献部分 Q2 利润弹性。
- **成本端压力犹存，渠道结构改革持续。**2022 以来油脂、面粉等原材料价格持续上行，叠加油价上涨以及疫情管控带来物流成本提升，公司盈利能力预计有所承压。公司积极推进渠道结构调整，将过去高费用高毛利但利润薄弱的直营 KA 渠道逐渐转变为低费用率高净利率的经销系统。2022 年公司成立新营销中心，协调绿标红标的统一管理，在下沉及新兴渠道持续发力，优化公司整体渠道结构。
- **股权激励提振积极性，改革落地焕发活力。**1) 渠道方面，公司将持续推进渠道改革，一方面借助绿标及福满记等性价比产品进攻农贸及低线市场；另一方面加大餐饮新渠道开拓力度，持续提升餐饮渠道渗透率。2) 产品方面，米面类注重培育新式面点潜力大单品，火锅料在稳固供应链基础上持续提升自产比例；此外公司继续深化与 711、盒马等平台合作，鲜食类业务将维持高速增长。3) 公司 21 年末实施股权激励，目标覆盖范围广且增速目标设置稳健，有利于将公司未来发展与核心管理层利益深度绑定，有效提振团队信心激发活力。公司速冻米面行业龙头地位稳固，股权激励落地叠加新产能扩充，改革成效逐步展现下，公司下半年业绩高增可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.91 元、1.01 元、1.12 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、18 倍、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，新冠疫情反复风险，行业竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	6943.44	7898.37	8821.35	9760.14
增长率	0.25%	13.75%	11.69%	10.64%
归属母公司净利润（亿元）	640.84	801.88	889.36	981.43
增长率	-16.55%	25.13%	10.91%	10.35%
每股收益 EPS（元）	0.73	0.91	1.01	1.12
净资产收益率 ROE	19.79%	20.67%	19.47%	18.43%
PE	25	20	18	16
PB	4.91	4.09	3.48	2.98

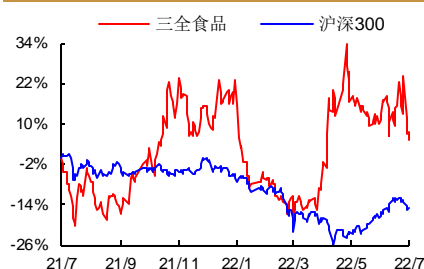
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：舒尚立
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.79
流通 A 股(亿股)	6.30
52 周内股价区间(元)	13.86-23.1
总市值(亿元)	158.60
总资产(亿元)	63.02
每股净资产(元)	3.98

相关研究

1. 三全食品（002216）：Q1 实现开门红，利润端表现出色（2022-04-20）
2. 三全食品（002216）：Q4 盈利明显改善，21 年顺利收官（2022-04-19）
3. 三全食品（002216）：收入保持平稳增长，渠道改革持续推进（2021-10-29）
4. 三全食品（002216）：粥烤汇增长良好，餐饮端实现爆发（2021-09-01）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6943.44	7898.37	8821.35	9760.14	净利润	639.94	800.76	888.12	980.06
营业成本	5056.92	5621.25	6261.59	6929.52	折旧与摊销	156.92	144.31	155.18	167.74
营业税金及附加	58.24	67.14	74.98	82.96	财务费用	-9.36	-35.27	-42.62	-63.52
销售费用	901.20	1018.89	1168.83	1317.62	资产减值损失	-26.04	-30.00	-20.00	-20.00
管理费用	196.78	252.75	264.64	283.04	经营营运资本变动	70.13	-579.48	-9.22	43.74
财务费用	-9.36	-35.27	-42.62	-63.52	其他	131.06	18.00	12.15	11.30
资产减值损失	-26.04	-30.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	962.65	318.31	983.60	1119.31
投资收益	9.06	9.00	9.00	9.00	资本支出	-62.47	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-0.22	-0.21	-0.23	-0.22	其他	-505.56	8.79	8.77	8.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-568.02	-291.21	-291.23	-291.22
营业利润	813.71	1012.41	1122.70	1239.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.43	1.21	1.50	1.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	813.27	1013.62	1124.21	1240.58	股权融资	78.58	0.00	0.00	0.00
所得税	173.33	212.86	236.08	260.52	支付股利	-479.55	-160.21	-200.47	-222.34
净利润	639.94	800.76	888.12	980.06	其他	-90.38	27.45	42.62	63.52
少数股东损益	-0.90	-1.12	-1.24	-1.37	筹资活动现金流净额	-491.35	-132.76	-157.85	-158.82
归属母公司股东净利润	640.84	801.88	889.36	981.43	现金流量净额	-96.74	-105.65	534.53	669.27
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1115.42	1009.77	1544.30	2213.57	成长能力				
应收和预付款项	503.57	540.13	592.66	678.41	销售收入增长率	0.25%	13.75%	11.69%	10.64%
存货	1270.25	1512.28	1628.77	1817.42	营业利润增长率	-15.45%	24.42%	10.89%	10.39%
其他流动资产	1025.00	1000.13	1011.21	1022.47	净利润增长率	-16.64%	25.13%	10.91%	10.35%
长期股权投资	252.28	252.28	252.28	252.28	EBITDA 增长率	-12.70%	16.66%	10.15%	8.76%
投资性房地产	69.12	69.12	69.12	69.12	获利能力				
固定资产和在建工程	1877.16	2040.45	2192.87	2332.73	毛利率	27.17%	28.83%	29.02%	29.00%
无形资产和开发支出	250.67	243.39	236.11	228.83	三费率	15.68%	15.65%	15.77%	15.75%
其他非流动资产	219.51	219.19	218.87	218.56	净利率	9.22%	10.14%	10.07%	10.04%
资产总计	6583.00	6886.74	7746.20	8833.41	ROE	19.79%	20.67%	19.47%	18.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.72%	11.63%	11.47%	11.09%
应付和预收款项	1744.70	2153.80	2269.70	2540.89	ROIC	87.80%	73.42%	56.98%	57.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.84%	14.20%	14.00%	13.77%
其他负债	1605.06	859.71	915.61	973.92	营运能力				
负债合计	3349.76	3013.51	3185.31	3514.80	总资产周转率	1.10	1.17	1.21	1.18
股本	879.18	879.18	879.18	879.18	固定资产周转率	4.02	4.39	4.67	4.88
资本公积	268.37	268.37	268.37	268.37	应收账款周转率	19.43	19.21	20.21	19.75
留存收益	2085.03	2726.70	3415.59	4174.68	存货周转率	4.02	3.97	3.93	3.97
归属母公司股东权益	3233.14	3874.25	4563.15	5322.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.36%	—	—	—
少数股东权益	0.10	-1.02	-2.26	-3.64	资本结构				
股东权益合计	3233.24	3873.23	4560.88	5318.60	资产负债率	50.89%	43.76%	41.12%	39.79%
负债和股东权益合计	6583.00	6886.74	7746.20	8833.41	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.31	1.54	1.70	1.82
					速动比率	0.89	0.96	1.12	1.24
					股利支付率	74.83%	19.98%	22.54%	22.65%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	961.27	1121.44	1235.26	1343.51	每股收益	0.73	0.91	1.01	1.12
PE	24.75	19.78	17.83	16.16	每股净资产	3.68	4.41	5.19	6.05
PB	4.91	4.09	3.48	2.98	每股经营现金	1.09	0.36	1.12	1.27
PS	2.28	2.01	1.80	1.63	每股股利	0.55	0.18	0.23	0.25
EV/EBITDA	13.96	12.06	10.51	9.17					
股息率	3.02%	1.01%	1.26%	1.40%					

数据来源：Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn