

短期收入承压，期待改革成效

2024 年 04 月 27 日

► **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报点评，23 年实现营收 70.56 亿元，同比-5.09%；归母净利润 7.49 亿元，同比-6.55%；扣非净利润 6.46 亿元，同比-8.95%。单季度看，23Q4 实现营收 16.41 亿元，同比-21.83%；归母净利润 1.97 亿元，同比-28.63%；扣非净利润 1.62 亿元，同比-38.76%。24Q1 实现营收 22.54 亿元，同比-5.01%；归母净利润 2.30 亿元，同比-17.76%；扣非净利润 1.97 亿元，同比-18.04%。23 年公司拟全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税），本次利润分配 4.40 亿元，占归母净利润 58.66%。

► **传统面米承压，B 端持续开拓。分市场：**23 年餐饮市场收入 14.30 亿元，同比+17.93%，B 端持续开拓，预计大 B 端增速高于小 B；零售创新市场收入 56.26 亿元，同比-9.58%，主因同期基数偏高叠加本年度零售市场消费力复苏较缓。**分产品：**23 年速冻面米收入 58.29 亿元，同比-9.46%，预计传统品类水饺、汤圆等除受春节跨期影响外，行业同质化竞争、商超分流下营收同比下滑，预计新品、次新品增长较快；速冻调制收入 10.76 亿元，同比+28.44%，冷藏及短保收入 1.0 亿元，同比-8.29%。**分渠道：**23 年经销/直营收入分别 55.18/12.54 亿元，同比-2.25%/-18.87%，直营渠道主要受商超经营影响同比下滑；直营电商收入 2.29 亿元，同比+20.71%，23 年线上主打单品“生水饺”销售额破亿，产品与线上渠道匹配度提升下线上持续放量。

► **毛利承压拖累盈利，23 年/24Q1 扣非净利率同比-0.39/-1.39pcts。**23 年/23Q4 公司毛利率分布 25.84%/22.76%，同比-2.23/-4.05pcts，预计毛利下滑主因：1) 大盘略有下滑下固定成本摊薄有限，2) 行业竞争下渠道投入加大（价格折扣），3) 水饺汤圆等占比下降；24Q1 毛利率同比-1.68pcts 至 26.60%。费用端，23 年销售/管理费用率 11.48%/2.30%，同比-0.41/-0.64pcts，零售端促销物料和促销人员投入持续精准化；24Q1 销售/管理费用率 12.23%/1.87%，同比-0.38/-0.18pcts。23 年实现扣非净利率 9.15%，同比-0.39pcts；24Q1 实现扣非净利率 8.76%，同比-1.39pcts。

► **经营改革有序推进，期待成效显现。**产品端传统面米稳健经营，持续发力创新产品；渠道端改革调整组织架构，直营渠道稳存量控费提效，发力电商等新渠，餐饮渠道跟进现有大客户、拓展泛区域化连锁客户，产品渠道匹配下有望实现稳健增长。

► **投资建议：**预计 2024-2026 年营收分别为 72.2/74.7/77.9 亿元，同比+2.3%/3.5%/4.2%；归母净利润为 7.6/7.8/8.1 亿元，同比+1.2%/2.7%/4.4%，当前股价对应 P/E 分别为 14/14/13 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品推新不及预期，渠道拓展不及预期，原材料价格大幅上行，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,056	7,221	7,472	7,786
增长率 (%)	-5.1	2.3	3.5	4.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	749	759	779	813
增长率 (%)	-6.5	1.2	2.7	4.4
每股收益 (元)	0.85	0.86	0.89	0.92
PE	14	14	14	13
PB	2.5	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.10 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1.三全食品 (002216.SZ) 2023 年三季报点评：收入增长稳健，费效优化盈利改善-2023/10/30

2.三全食品 (002216.SZ) 2023 年半年报点评：餐饮市场持续修复，经营改革有序推进-2023/08/23

3.三全食品 (002216.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年平稳收官，经营变革未来可期-2023/05/05

4.三全食品 (002216.SZ) 2022 年三季报点评：新产品表现亮眼，扣非净利润高增-2022/10/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,056	7,221	7,472	7,786
营业成本	5,233	5,391	5,592	5,884
营业税金及附加	64	58	60	62
销售费用	810	780	807	810
管理费用	162	166	172	179
研发费用	33	36	37	39
EBIT	880	918	936	973
财务费用	-13	-1	-8	-12
资产减值损失	-18	-16	-16	-17
投资收益	63	58	60	62
营业利润	951	961	987	1,030
营业外收支	7	6	6	6
利润总额	958	967	993	1,036
所得税	208	208	213	223
净利润	750	759	779	813
归属于母公司净利润	749	759	779	813
EBITDA	1,042	1,085	1,116	1,161

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	815	1,065	1,433	1,849
应收账款及票据	450	424	398	415
预付款项	45	43	45	47
存货	1,107	1,032	1,071	1,127
其他流动资产	1,144	1,143	1,145	1,149
流动资产合计	3,561	3,707	4,093	4,587
长期股权投资	307	307	307	307
固定资产	1,638	1,750	1,863	1,926
无形资产	386	386	386	386
非流动资产合计	3,961	4,194	4,244	4,244
资产合计	7,521	7,901	8,336	8,831
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	1,179	1,378	1,429	1,504
其他流动负债	1,635	1,498	1,548	1,612
流动负债合计	2,914	2,976	3,077	3,216
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	266	265	265	265
非流动负债合计	266	265	265	265
负债合计	3,180	3,241	3,342	3,481
股本	879	879	879	879
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	4,341	4,660	4,994	5,350
负债和股东权益合计	7,521	7,901	8,336	8,831

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.09	2.35	3.46	4.21
EBIT 增长率	-10.88	4.27	2.01	3.99
净利润增长率	-6.55	1.25	2.69	4.38
盈利能力 (%)				
毛利率	25.84	25.35	25.15	24.42
净利润率	10.62	10.51	10.43	10.44
总资产收益率 ROA	9.96	9.60	9.35	9.21
净资产收益率 ROE	17.27	16.28	15.60	15.20
偿债能力				
流动比率	1.22	1.25	1.33	1.43
速动比率	0.80	0.86	0.95	1.04
现金比率	0.28	0.36	0.47	0.58
资产负债率 (%)	42.28	41.02	40.09	39.42
经营效率				
应收账款周转天数	21.45	21.78	19.81	18.81
存货周转天数	79.95	71.43	67.71	67.24
总资产周转率	0.94	0.94	0.92	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	0.86	0.89	0.92
每股净资产	4.94	5.30	5.68	6.08
每股经营现金流	0.41	1.35	1.12	1.14
每股股利	0.50	0.51	0.52	0.54
估值分析				
PE	14	14	14	13
PB	2.5	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.06	9.66	9.40	9.03
股息收益率 (%)	4.13	4.18	4.30	4.48

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	750	759	779	813
折旧和摊销	162	168	180	188
营运资金变动	-514	282	50	26
经营活动现金流	365	1,186	982	1,000
资本开支	-221	-203	-215	-174
投资	-653	0	0	0
投资活动现金流	-836	-337	-155	-112
股权募资	0	0	0	0
债务募资	100	-150	0	0
筹资活动现金流	-222	-598	-459	-471
现金净流量	-694	250	368	417

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026