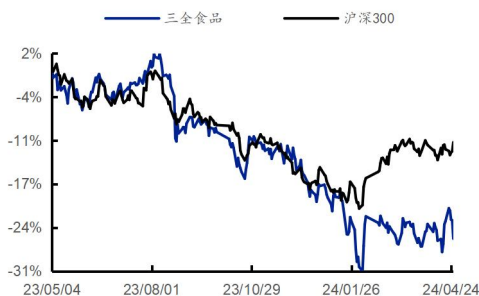


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

经营业绩短期承压，龙头改革成效可期

——三全食品 (002216) 2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



	2024/04/26		
表现	1M	3M	12M
三全食品	-0.1%	-3.4%	-26.4%
沪深 300	1.1%	7.5%	-9.5%

	2024/04/26
当前价格 (元)	12.10
52 周价格区间 (元)	10.85-16.95
总市值 (百万)	10,638.13
流通市值 (百万)	7,626.10
总股本 (万股)	87,918.40
流通股本 (万股)	63,025.62
日均成交额 (百万)	173.35
近一月换手 (%)	0.79

事件：

2024 年 4 月 25 日，三全食品发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 70.56 亿元，同比-5.1%；归母净利润 7.49 亿元，同比-6.6%；扣非归母净利润 6.46 亿元，同比-8.95%。2024Q1 公司实现营业收入 22.54 亿元，同比-5.01%；归母净利润 2.3 亿元，同比-17.76%；扣非归母净利润 1.97 亿元，同比-18.04%。

投资要点：

- **速冻米面短期拖累，压力下不乏亮点。**2023 年受终端需求较弱、居家消费场景减少、行业竞争加剧等因素影响，速冻米面行业面临量价双重压力。公司传统米面产品营收同比-15.74%至 36.89 亿元；冷藏及短保类产品同比-8.29%至 0.95 亿元，其中 2023H2 传统米面/冷藏及短保类营收分别同比下滑 24.54%/10.24%，主要系 2023Q4 水饺价格竞争加剧，同时猪肉价格长期磨底对销量产生负向影响。公司抓住调制食品及新兴米面趋势精准切入，调制食品聚焦牛羊肉及中西餐涮烤场景，收入同比+28.44%达 10.76 亿元；创新米面同比+3.91%达 21.4 亿元。分渠道看，公司加大 B 端开发力度，一方面积极开拓小 B；另一方面提升对大 B 的定制化和贴身服务能力，餐饮市场实现营收 14.3 亿元，同比+17.93%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比高增 67.1%。2023 年零售端实现营收 55.7 亿元，同比-9.68%，主要因占比较大的传统商超 2023 年客流遇冷，但公司当前加速布局会员超市、折扣连锁、生鲜便利及线上渠道，其中直营电商全年收入同比+21%，渠道优化在途。
- **餐饮盈利水平表现亮眼，精准营销提升费效比。**2023 年公司毛利率为 25.84%，同比-2.23pct。主要系高毛利的水饺等传统米面收入及毛利率均有下降，毛利率同比-3.31pct 至 29.94%，收入占比从 2022 年的 59%下滑至 52%，对整体仍有较大影响。从渠道来看，零售及餐饮毛利率分别为 25.67%/24.76%，分别同比-3.54%/+4.02%，餐饮端盈利水平实现较快增长，我们认为主要系随着餐饮客户开拓及新品导入，餐饮产品结构优化，高毛利产品占比提升。2023 年公司费用端控制稳健，公司加强对 C 端促销物料及促销人员的精准化投入，销售费用率同比-0.4pct 达 11.5%；在股权费用回冲影响下管理

费用率同比-0.64pct 达 2.3%。全年净利率降幅较毛利率大幅收窄，同比-0.15pct 为 10.62%。

- **产品渠道改革并进，速冻龙头改善可期。**考虑到当前宏观需求、行业竞争及较低的猪价水平，我们认为水饺等传统米面以及大卖场等传统渠道 2024Q1 仍对公司收入及利润产生拖累。2024Q1 毛利率/净利率分别为 26.6%/10.19%，分别同比-1.68/-1.59pct。公司作为速冻米面龙头具备较强的品牌知名度及认可度，当前产品端针对细分场景和人群打造创新产品。渠道端全方位优化：1) 大力开拓餐饮渠道，数量上固老开新，同时依托强研发力持续导入新品，加强服务能力，提升客户粘性；2) 布局各类 C 端新业态，引进专业电商团队发力线上业务，进一步放大品牌声量；3) 针对直营商超等传统渠道，动态调整和效率提升并行。公司产品及渠道结构持续优化，随着改革推进，速冻龙头经营改善值得期待。
- **重视股东回报，加大分红提高股息。**根据 2023 年年报，公司拟以总股本 879184048 为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元(含税)，共计 4.4 亿元，占归母净利润比例由 2022 年的 38%提升至 59%。根据 4 月 26 日收盘价，股息率为 4.1%，股息回报丰厚。
- **盈利预测与估值：**公司作为我国速冻米面的开创者和领导者，具备较强的品牌力及产品研发实力，当前在产品及渠道端全方位改革优化，新产品及新渠道具备较强增长潜力。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 72/76/80 亿元，同比增长 3%/5%/5%；归母净利润 7.64/7.97/8.53 亿元，分别同比增长 2%/4%/7%，对应 EPS 分别为 0.87/0.91/0.97 元，对应 PE 分别为 14X/13X/12X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 公司 B 端开拓不及预期；2) C 端需求复苏不及预期；3) 原材料成本上涨过快；4) 新品推广不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7056	7239	7584	7963
增长率(%)	-5	3	5	5
归母净利润(百万元)	749	764	797	853
增长率(%)	-7	2	4	7
摊薄每股收益(元)	0.85	0.87	0.91	0.97
ROE(%)	17	16	16	16
P/E	15.76	13.93	13.34	12.47
P/B	2.71	2.25	2.09	1.95
P/S	1.67	1.47	1.40	1.34
EV/EBITDA	10.80	8.89	8.34	7.58

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：三全食品盈利预测表

证券代码：	002216		股价：	12.10	投资评级：	增持	日期：	2024/04/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	16%	16%	16%	EPS	0.85	0.87	0.91	0.97
毛利率	26%	25%	25%	25%	BVPS	4.94	5.37	5.80	6.20
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值				
销售净利率	11%	11%	11%	11%	P/E	15.76	13.93	13.34	12.47
成长能力					P/B	2.71	2.25	2.09	1.95
收入增长率	-5%	3%	5%	5%	P/S	1.67	1.47	1.40	1.34
利润增长率	-7%	2%	4%	7%					
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.94	0.93	0.91	0.90	营业收入	7056	7239	7584	7963
应收账款周转率	16.79	16.48	17.23	17.10	营业成本	5233	5422	5662	5935
存货周转率	4.50	4.68	4.61	4.65	营业税金及附加	64	63	66	70
偿债能力					销售费用	810	829	876	916
资产负债率	42%	42%	41%	40%	管理费用	162	174	185	191
流动比	1.22	1.24	1.33	1.39	财务费用	-13	-8	-11	-15
速动比	0.81	0.82	0.91	0.98	其他费用/（-收入）	33	36	39	40
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	951	967	1011	1082
现金及现金等价物	1838	2042	2391	2699	营业外净收支	7	9	8	9
应收款项	450	428	452	479	利润总额	958	975	1019	1090
存货净额	1107	1212	1247	1305	所得税费用	208	212	221	237
其他流动资产	166	162	167	175	净利润	750	764	798	853
流动资产合计	3561	3844	4257	4658	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	1638	1580	1520	1467	归属于母公司净利润	749	764	797	853
在建工程	214	217	214	196	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	1802	2086	2189	2303	经营活动现金流	365	1040	872	932
长期股权投资	307	357	397	440	净利润	749	764	797	853
资产总计	7521	8085	8577	9064	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	100	125	146	156	折旧摊销	162	133	125	133
应付款项	1179	1340	1375	1432	公允价值变动	7	0	0	0
合同负债	738	812	845	880	营运资金变动	-514	226	30	30
其他流动负债	897	818	844	874	投资活动现金流	-836	-335	-119	-130
流动负债合计	2914	3095	3210	3343	资本支出	-221	-141	-136	-146
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-653	-68	-47	-53
其他长期负债	266	265	265	265	其他	37	-126	64	69
长期负债合计	266	265	265	265	筹资活动现金流	-222	-501	-404	-495
负债合计	3180	3360	3475	3608	债务融资	100	-125	21	10
股本	879	879	879	879	权益融资	0	0	0	0
股东权益	4341	4725	5102	5456	其它	-322	-375	-425	-505
负债和股东权益总计	7521	8085	8577	9064	现金净增加额	-694	205	349	308

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。