

2024年05月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

传统米面仍有承压，B端开拓持续推进

—三全食品（002216.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，三全食品发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

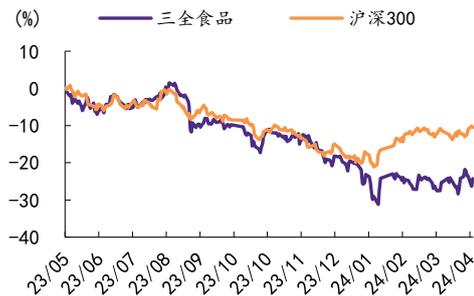
投资要点

基本数据

2024-04-30

| | |
|------------|------------|
| 当前股价（元） | 12.55 |
| 总市值（亿元） | 110 |
| 总股本（百万股） | 879 |
| 流通股本（百万股） | 630 |
| 52周价格范围（元） | 11.3-16.67 |
| 日均成交额（百万元） | 53.99 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《三全食品（002216）：业绩平稳增长，餐饮板块持续扩张》2023-10-26
- 《三全食品（002216）：业绩符合预期，期待旺季表现》2023-08-22
- 《三全食品（002216）：业绩符合预期，关注新品放量》2023-04-26

■ 市场需求仍弱，费投效率持续提升

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为70.56/16.41/22.54亿元，分别同减5%/22%/5%，归母净利润分别为7.49/1.97/2.30亿元，分别同减7%/29%/18%，主要系市场需求承压、行业竞争加剧影响所致。盈利端，由于高毛利水饺/汤圆销售承压，2023/2024Q1公司毛利率分别同减2pct/2pct至25.84%/26.60%；由于零售端促销物料和促销人员投入更加精准化，2023/2024Q1销售费用率分别同减0.4pct/0.4pct至11.48%/12.23%，管理费用率分别为2.30%/1.87%，分别同减1pct/0.2pct，主要系股权激励费用回冲等影响所致。综合导致2023/2024Q1公司净利率分别为10.62%/10.19%，分别同减0.2pct/2pct。现金流端，2024Q1公司经营净现金流为1.67亿元（2023Q1为-2.73亿元），主要系本期收到集采业务部分回款、采购款结算存在时间差异所致。分红计划，公司向全体股东每10股派发现金红利5元，分红率为59%，同比大幅提升。

■ 速冻面米短期承压，部分单品表现亮眼

水饺/汤圆市场表现承压，2023年公司速冻面米制品营收58.29亿元（同减9%），销量为60.95万吨（同减6%），吨价为0.96万元/吨（同减4%），量价均有下跌，受制于2022年高基数，叠加猪肉价格下跌后速冻水饺性价比下降，2023年水饺收入较同期下滑；由于春节延后，汤圆2024Q1有所回补，但总体需求端仍承压。2024年公司通过精准费投应对行业竞争，继续打造饺子王单品做中高档延伸，开发功能性汤圆，持续优化产品结构。速冻调制品量价齐增，2023年公司速冻调制食品营收为10.76亿元（同增28%），销量为7.85万吨（同增6%），吨价为1.37万元/吨（同增21%），呈现量价齐升趋势，其中小笼包/糍粑/烤肠等单品收入同比高增。冷藏及短保产品销量承压，2023年公司冷藏及短保类产品营收为0.95亿元（同减8%），销量为0.77万吨（同减9%），吨价为1.23万元/吨（同增1%）。

■ 商超渠道竞争加剧，B端开拓持续推进

北区表现相对稳健，2023年公司东区/南区/西区/北区营收分别为13.19/11.78/14.32/31.27亿元，分别同比-16%/-16%/-5%/+6%。商超渠道预计持续承压，B端开拓力度加大，2023年公司经销/直营/直营电商营收分别为55.18/12.54/2.29亿元，分别同比-2%/-19%/+21%。电商渠道表现突出；直营商超渠道竞争加剧，2024年以控制性发展为主，后续预计仍呈现承压状态。公司针对BC端渠道结构进行深度调整，推进团餐/宴席等B端渠道发展，同时在组织架构上，推进基层业务人员竞聘管理岗位，提高团队的市场敏锐度，预计人员整合磨合期过渡后，渠道积极性有望明显提升。

■ 盈利预测

公司作为速冻米面制品龙头企业，品牌势能依然强劲，我们看好公司针对渠道/组织结构进行优化调整，市场需求恢复后有望释放势能。根据年报与一季报，预计2024-2026年EPS分别为0.94/1.04/1.14元，当前股价对应PE分别为13/12/11倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、新品推广不及预期、餐饮市场推进不及预期。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 7,056 | 7,682 | 8,255 | 8,719 |
| 增长率（%） | -5.1% | 8.9% | 7.5% | 5.6% |
| 归母净利润（百万元） | 749 | 824 | 911 | 998 |
| 增长率（%） | -6.4% | 9.9% | 10.6% | 9.6% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.85 | 0.94 | 1.04 | 1.14 |
| ROE（%） | 17.3% | 16.8% | 16.4% | 16.0% |

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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 815 | 2,066 | 2,828 | 3,670 |
| 应收款 | 506 | 421 | 430 | 430 |
| 存货 | 1,107 | 1,245 | 1,251 | 1,227 |
| 其他流动资产 | 1,133 | 930 | 980 | 1,008 |
| 流动资产合计 | 3,561 | 4,662 | 5,488 | 6,334 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 1,023 | 823 | 873 | 903 |
| 固定资产 | 1,638 | 1,657 | 1,598 | 1,512 |
| 在建工程 | 214 | 86 | 34 | 14 |
| 无形资产 | 386 | 366 | 347 | 329 |
| 长期股权投资 | 307 | 307 | 307 | 307 |
| 其他非流动资产 | 1,416 | 1,416 | 1,416 | 1,416 |
| 非流动资产合计 | 3,961 | 3,832 | 3,703 | 3,578 |
| 资产总计 | 7,521 | 8,494 | 9,191 | 9,912 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 100 | 160 | 200 | 220 |
| 应付账款、票据 | 1,179 | 1,369 | 1,367 | 1,367 |
| 其他流动负债 | 897 | 897 | 897 | 897 |
| 流动负债合计 | 2,914 | 3,310 | 3,369 | 3,392 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 266 | 266 | 266 | 266 |
| 非流动负债合计 | 266 | 266 | 266 | 266 |
| 负债合计 | 3,180 | 3,576 | 3,635 | 3,658 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 879 | 879 | 879 | 879 |
| 股东权益 | 4,341 | 4,918 | 5,555 | 6,254 |
| 负债和所有者权益 | 7,521 | 8,494 | 9,191 | 9,912 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 750 | 824 | 911 | 998 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 152 | 128 | 129 | 124 |
| 公允价值变动 | -7 | -5 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -531 | 286 | 4 | 29 |
| 经营活动现金净流量 | 365 | 1233 | 1044 | 1151 |
| 投资活动现金净流量 | -836 | 309 | 60 | 77 |
| 筹资活动现金净流量 | 1723 | -187 | -233 | -279 |
| 现金流量净额 | 1,251 | 1,355 | 871 | 948 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 7,056 | 7,682 | 8,255 | 8,719 |
| 营业成本 | 5,233 | 5,610 | 6,013 | 6,322 |
| 营业税金及附加 | 64 | 69 | 73 | 74 |
| 销售费用 | 810 | 876 | 933 | 976 |
| 管理费用 | 162 | 184 | 206 | 227 |
| 财务费用 | -13 | -51 | -71 | -94 |
| 研发费用 | 33 | 54 | 58 | 61 |
| 费用合计 | 991 | 1,062 | 1,126 | 1,170 |
| 资产减值损失 | -18 | -19 | -10 | 0 |
| 公允价值变动 | -7 | -5 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 63 | 45 | 40 | 35 |
| 营业利润 | 951 | 1,059 | 1,168 | 1,277 |
| 加:营业外收入 | 8 | 6 | 5 | 4 |
| 减:营业外支出 | 1 | 2 | 1 | 0 |
| 利润总额 | 958 | 1,063 | 1,172 | 1,281 |
| 所得税费用 | 208 | 239 | 261 | 283 |
| 净利润 | 750 | 824 | 911 | 998 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 749 | 824 | 911 | 998 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | -5.1% | 8.9% | 7.5% | 5.6% |
| 归母净利润增长率 | -6.4% | 9.9% | 10.6% | 9.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.8% | 27.0% | 27.2% | 27.5% |
| 四项费用/营收 | 14.1% | 13.8% | 13.6% | 13.4% |
| 净利率 | 10.6% | 10.7% | 11.0% | 11.4% |
| ROE | 17.3% | 16.8% | 16.4% | 16.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.3% | 42.1% | 39.6% | 36.9% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 14.0 | 18.3 | 19.2 | 20.3 |
| 存货周转率 | 4.7 | 4.6 | 4.9 | 5.2 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.85 | 0.94 | 1.04 | 1.14 |
| P/E | 14.7 | 13.4 | 12.1 | 11.1 |
| P/S | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| P/B | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6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。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

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 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；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）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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。