

经营压力延续，B 端持续开拓

2024 年 08 月 30 日

► **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 实现营业收入 36.65 亿元，同比-4.91%；实现归母净利润 3.33 亿元，同比-23.75%；实现扣非净利润 2.69 亿元，同比-29.60%。单季度看，24Q2 实现营业收入 14.12 亿元，同比-4.74%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比-34.36%；实现扣非净利润 0.71 亿元，同比-49.36%。

► **传统面米压力延续，B 端持续开拓。分市场看，**24H1 零售及创新市场实现收入 29.85 亿元，同比-7.5%，主因 KA 系统客流量持续下滑，叠加公司对直营商超系统加强应收账款风险控制；餐饮市场实现收入 6.80 亿元，同比+8.1%，餐饮大客户部门通过产品品质改良、工艺效率提升、客户系统性服务加强等措施，推出一系列创新产品。**分产品看，**24H1 速冻面米制品实现收入 31.41 亿元，同比-5.77%，其中汤圆、水饺、粽子收入合计 20.61 亿元，同比-7.77%，创新类面米制品收入 10.80 亿元，同比-1.70%；速冻调制食品实现收入 4.64 亿元，同比+2.00%；冷藏及短保类收入 0.30 亿元，同比-21.81%。**分渠道看，**24H1 经销实现收入 27.57 亿元，同比-7.14%，截至 24H1 公司经销商数量为 3911 家，较年初净减少 334 家（长江以北-152 家，长江以南-182 家），主因渠道质量优化；直营实现收入 7.06 亿元，同比-5.97%；直营电商实现收入 1.73 亿元，同比+60.12%，电商渠道引进专业人才下运营能力持续提升。

► **毛利下滑、费投增加，24Q2 盈利承压。**24H1/24Q2 公司实现毛利率 25.94%/24.87%，同比-1.73/-1.80pcts，毛利率下滑预计主因水饺汤圆等占比下降、促销力度增加、大盘下滑固定成本摊薄有限。24Q2 销售费用率为 13.04%，同比+3.04pcts，费率同比提升主因市场费用增加；管理/研发/财务费用率分别为 3.79%/0.74%/0.01%，同比+0.01/+0.19/+0.10pcts；此外出于谨慎性考虑，公司针对部分机器设备计提减值准备，单 Q2 资产减值损失同比增加 1079 万元。上述因素综合影响下，24Q2 实现归母净利率 7.32%，同比-3.30pcts；实现扣非净利率 5.05%，同比-4.45pcts。

► **投资建议：**公司顺应行业发展趋势，持续优化产品体系，C 端持续推新，米面类推出三全黄金比例饺子、上新粽子系列；B 端聚焦资源发力速冻火锅食材赛道，加大在火锅丸类、牛羊肉制品的资源投入，逐步发力速冻预制菜赛道。预计 2024-2026 年营收分别为 69.0/69.8/70.9 亿元，同比-2.3%/+1.2%/+1.6%；归母净利润为 6.3/6.6/7.0 亿元，同比-15.5%/+4.5%/+5.9%，当前股价对应 P/E 分别为 15/14/13 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，食品安全风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

10.48 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 年年报及 2024 年一季报点评：短期收入承压，期待改革成效-2024/04/27

2.三全食品 (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

3.三全食品 (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

4.三全食品 (002216.SZ) 2022 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

5.三全食品 (002216.SZ) 2022 年三季报点评：新产品表现亮眼，扣非净利润高增-2022/11/27

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	6,897	6,980	7,090
增长率 (%)	-5.1	-2.3	1.2	1.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	749	634	662	701
增长率 (%)	-6.5	-15.5	4.5	5.9
每股收益 (元)	0.85	0.72	0.75	0.80
PE	12	15	14	13
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

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	6,897	6,980	7,090
营业成本	5,233	5,129	5,187	5,257
营业税金及附加	64	55	56	57
销售费用	810	862	852	865
管理费用	162	172	174	177
研发费用	33	34	35	35
EBIT	880	765	800	846
财务费用	-13	-1	-2	-6
资产减值损失	-18	-15	-15	-15
投资收益	63	55	56	57
营业利润	951	807	843	893
营业外收支	7	6	6	6
利润总额	958	812	849	899
所得税	208	179	187	198
净利润	750	634	662	701
归属于母公司净利润	749	634	662	701
EBITDA	1,042	933	980	1,035

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	815	610	901	1,231
应收账款及票据	450	405	372	378
预付款项	45	41	41	42
存货	1,107	982	993	1,007
其他流动资产	1,144	1,139	1,140	1,141
流动资产合计	3,561	3,178	3,449	3,799
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	4,450	4,500	4,500
资产合计	7,521	7,628	7,949	8,300
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	1,179	1,311	1,326	1,343
其他流动负债	1,635	1,437	1,453	1,473
流动负债合计	2,914	2,848	2,878	2,916
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	266	250	250	250
非流动负债合计	266	250	250	250
负债合计	3,180	3,098	3,128	3,166
股本	879	879	879	879
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	4,341	4,530	4,820	5,133
负债和股东权益合计	7,521	7,628	7,949	8,300

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	-2.25	1.20	1.58
EBIT 增长率	-10.88	-13.05	4.60	5.78
净利润增长率	-6.55	-15.46	4.48	5.94
盈利能力 (%)				
毛利率	25.84	25.64	25.69	25.86
净利润率	10.62	9.19	9.48	9.89
总资产收益率 ROA	9.96	8.31	8.33	8.45
净资产收益率 ROE	17.27	13.99	13.73	13.66
偿债能力				
流动比率	1.22	1.12	1.20	1.30
速动比率	0.80	0.74	0.82	0.92
现金比率	0.28	0.21	0.31	0.42
资产负债率 (%)	42.28	40.61	39.35	38.15
经营效率				
应收账款周转天数	21.45	22.31	20.03	19.05
存货周转天数	79.95	73.32	68.56	68.49
总资产周转率	0.94	0.91	0.90	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	0.72	0.75	0.80
每股净资产	4.94	5.15	5.48	5.84
每股经营现金流	0.41	1.16	0.95	0.97
每股股利	0.50	0.42	0.44	0.47
估值分析				
PE	12	15	14	13
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.43	9.41	8.96	8.49
股息收益率 (%)	4.77	4.03	4.21	4.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	750	634	662	701
折旧和摊销	162	168	180	188
营运资金变动	-514	230	19	-14
经营活动现金流	365	1,023	836	849
资本开支	-221	-203	-215	-174
投资	-653	0	0	0
投资活动现金流	-836	-607	-159	-118
股权募资	0	0	0	0
债务募资	100	-150	0	0
筹资活动现金流	-222	-620	-386	-402
现金净流量	-694	-204	291	330

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