

**事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 74.3 亿元，同比+7.1%；实现归母净利润 8.0 亿元，同比+25.0%；实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+28.6%。单 Q4 实现营收 21.0 亿元，同比+12.6%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比+7.8%；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比+9.0%。23Q1 实现营收 23.7 亿元，同比+1.3%；实现归母净利润 2.8 亿元，同比+7.0%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+0.3%。公司拟每 10 股派 3.5 元（含税）。

**产品推新渠道增质，收入利润呈现双增态势。**22Q4/23Q1 营收同比+12.6%/+1.3%。产品方面，22 年公司以“十元三包”形式优化水饺、汤圆等存量产品并扩大发面小笼包、手抓饼等次新品，推出鲜食生系列、微波系列、空气炸锅系列等新品，速冻面米制品/速冻调制食品实现营收 64.4/8.4 亿元，同比+6.7%/+12.3%；渠道方面，经销商减量增质、电商渠道加速拓展布局，经销渠道/直营电商渠道实现营收 56.4/1.9 亿元，同比+10.2%/+19.2%，直营渠道受商超经营影响同比-4.4%，但盈利情况在产品结构调整后有所改善。

**费用投放效率提升，盈利能力持续改善。**22Q4/23Q1 公司毛利率为 26.8%/28.3%，同比-3.2pcts/-2.7pcts，主要系原材料价格阶段性上涨、22Q4 宏观环境影响产能库存，以及春节前置使旺季销售周期缩短所致。23Q1 销售费用率为 12.6%，同比-1.8pcts；管理费用率为 2.0%，同比-0.2pcts。公司渠道结构优化、业务结构升级，精细化管控有效提高费用投放效率，盈利能力也持续改善，23Q1 归母净利率为 11.8%，同比+0.6pcts。

**23 年发力新品类开发和新渠道布局，经营变革助推业绩稳步增长。**产品方面，23 年公司将加大传统产品创新改良力度，新品类实施大单品策略，通过场景细分把握消费者偏好。**渠道方面**，直营渠道稳定存量市场并加强生鲜布局，经销渠道丰富品类、提质增效，餐饮渠道提高大客户占比推动业务扩张，电商渠道提高线上品牌运营能力，同时发挥节日品类属性开发礼品渠道，实现产品与渠道精准匹配。公司产品升级有望打开增长空间，渠道变革有望贡献增长动能，公司盈利能力或将持续改善。

**投资建议：**Q1 在原材料涨价、节日产品库存不足等不利影响下增速放缓，我们看好公司 23 年在产品推新、渠道延拓及内部管理强化下营收稳步增长，中长期成长性良好。我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 82/91/100 亿元，同比增长 10.3%/10.3%/10.0%；归母净利润分别为 9/10/11 亿元，同比增长 13.0%/13.3%/10.6%，当前股价对应 P/E 分别为 16/14/13 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，原材料价格波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7434	8202	9050	9952
增长率 (%)	7.1	10.3	10.3	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	801	904	1024	1133
增长率 (%)	25.0	12.9	13.3	10.6
每股收益 (元)	0.91	1.03	1.17	1.29
PE	18	16	14	13
PB	3.7	3.2	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**16.44 元**

**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

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

- 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
- 三全食品 (002216.SZ) 2022 年一季报点评：21Q1 收入同比持平，利润改善明显-2022/04/20
- 三全食品 (002216.SZ) 2021 年年报点评：21 年主业收入同比持平，经营业绩逐季改善-2022/04/19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7434	8202	9050	9952
营业成本	5348	5892	6495	7164
营业税金及附加	63	66	72	80
销售费用	884	927	993	1070
管理费用	218	254	290	318
研发费用	46	66	72	80
EBIT	987	1142	1287	1416
财务费用	-13	-12	-21	-30
资产减值损失	-26	-40	-44	-49
投资收益	55	61	67	74
营业利润	1021	1158	1312	1451
营业外收支	6	1	1	1
利润总额	1026	1159	1313	1452
所得税	225	255	289	319
净利润	801	904	1024	1133
归属于母公司净利润	801	904	1024	1133
EBITDA	1138	1310	1485	1631

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1517	2232	3074	4010
应收账款及票据	390	408	450	495
预付款项	34	35	39	43
存货	1217	1300	1433	1580
其他流动资产	1508	1526	1535	1544
流动资产合计	4667	5501	6529	7671
长期股权投资	272	332	399	473
固定资产	1702	1828	1915	2000
无形资产	228	228	227	227
非流动资产合计	2864	2954	3041	3147
资产合计	7531	8455	9570	10818
短期借款	150	150	150	150
应付账款及票据	1416	1566	1726	1904
其他流动负债	1814	1911	2093	2302
流动负债合计	3380	3627	3969	4356
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	271	263	260	270
非流动负债合计	271	263	260	270
负债合计	3650	3890	4229	4625
股本	879	879	879	879
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	3881	4565	5341	6193
负债和股东权益合计	7531	8455	9570	10818

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.07	10.32	10.34	9.97
EBIT 增长率	23.71	15.67	12.72	9.99
净利润增长率	24.98	12.87	13.33	10.57
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.07	28.16	28.23	28.01
净利润率	10.77	11.02	11.32	11.38
总资产收益率 ROA	10.63	10.69	10.70	10.47
净资产收益率 ROE	20.64	19.81	19.18	18.29
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.38	1.52	1.65	1.76
速动比率	0.99	1.13	1.26	1.37
现金比率	0.45	0.62	0.77	0.92
资产负债率 (%)	48.47	46.01	44.19	42.76
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.17	19.00	19.00	19.00
存货周转天数	83.09	83.00	83.00	83.00
总资产周转率	1.05	1.03	1.00	0.98
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.91	1.03	1.17	1.29
每股净资产	4.41	5.19	6.07	7.04
每股经营现金流	1.58	1.33	1.52	1.68
每股股利	0.35	0.28	0.32	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	18	16	14	13
PB	3.7	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	11.52	9.47	7.78	6.51
股息收益率 (%)	2.13	1.72	1.94	2.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	801	904	1024	1133
折旧和摊销	151	167	197	215
营运资金变动	391	66	97	109
经营活动现金流	1385	1165	1341	1481
资本开支	-441	-233	-221	-251
投资	-409	0	0	0
投资活动现金流	-797	-210	-221	-251
股权募资	0	0	0	0
债务募资	150	3	-8	0
筹资活动现金流	-36	-239	-278	-294
现金净流量	552	715	841	936

## 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