

营收稳健增长，产品+渠道优化推动盈利能力提升

三全食品 (002216.SZ)

核心观点

公司 22Q4 因产能投放未达预期，使得部分节日类产品库存不足，但公司通过积极调整，整合产销资源，加之 12 月初对部分产品进行提价，使得公司在行业传统旺季，营收端总体实现双位数的稳健增长。公司 22 年加快老品优化和新品推出，注重提升经销商质量和销售积极性，在电商渠道亦加大投入。利润方面，在公司推动业务结构优化以及费投效率改善的情况下，盈利能力同比出现提升。23 年公司将深化业务变革，经营有望实现稳健增长。

事件

公司发布 2022 年年度报告：

报告期内，公司实现营业收入 74.34 亿元，同比增长 7.07%；实现归母净利润 8.01 亿元，同比增长 24.98%；实现扣非归母净利润 7.08 亿元，同比增长 28.57%。

Q4 单季，公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 12.64%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 7.80%；实现扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长 8.96%。

简评

产品推新叠加渠道质量提升，营收总体保持稳健

公司 22Q4 因产能投放未达预期，使得部分节日类产品库存不足，出现断货的情况。但公司通过积极调整，整合产销资源，加之自 12 月初对部分产品进行了提价，使得公司总体上在 Q4 行业传统旺季下，营收端实现了双位数的稳健增长。分终端类型来看，公司 22 年在零售及创新市场（占比 83.69%）的销售同比增长 7.78%，而餐饮渠道（占比 16.31%）的销售在终端需求疲软的情况下增速偏慢，同比增长 3.56%。分产品来看，公司目前主要的速冻面米制品业务（占比 86.60%）在公司不断优化汤圆、水饺等存量产品以及扩大发面小笼包、饼类、烧麦、蒸饺等次新品的情况下，总体实现了 6.73% 的稳健增长。与此同时，公司速冻调制食品（占比 11.27%）的表现相对较好，同比增长 12.27%，主要得益于公司鲜食“生”系列、微波系列以及空气炸锅系列等新产品保持较好增长势头。此外，公司冷藏及短保类业务（占比 1.40%）销售同比下降 15.36%。分渠道来看，公司目前仍以经销渠道为主，占

维持

增持

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518100010

SFC 编号:BQE111

发布日期：2023 年 04 月 25 日

当前股价：15.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.67/-1.33	-7.67/-8.00	-19.64/-25.74
12 月最高/最低价 (元)		23.10/14.08
总股本 (万股)		87,918.40
流通 A 股 (万股)		63,025.62
总市值 (亿元)		139.61
流通市值 (亿元)		100.08
近 3 月日均成交量 (万)		630.19
主要股东		
陈南		9.97%

股价表现



相关研究报告

- 2022-10-26 【中信建投食品饮料】三全食品 (002216):新品贡献增长动力,持续推动业务优化
- 2022-08-24 【中信建投食品加工】三全食品 (002216):C 端新品带动增长,结构优化提振盈利

比为 75.93%，22 年销售同比增长 10.15%，主要系公司加大对经销渠道的优化与服务，至 22 年底，公司共拥有 4923 家经销商，同比减少 715 家，进一步推动经销商减量增质，提高经销商的盈利能力及销售积极性。同时，公司在电商渠道加大投入，在生鲜电商的份额进一步提升，22 年直营电商业务（占比 2.55%）同比增长 19.17%。而公司直营渠道（占比 20.79%）受大客户经营影响，营收同比下降 4.42%。从销售区域看，除东区（占比 21.16%）小幅下滑 1.36% 外，其余区域销售均实现增长，其中北区（占比 39.70%）销售表现突出，同比增长 14.41%，而南区（占比 18.92%）和西区（占比 20.22%）同比分别增长 3.91%、6.20%。

业务结构优化+费投效率改善，带动盈利能力同比提升

公司 22Q4 毛利率为 26.80%，同比下降 3.22pcts，主要受原材料成本上涨的影响。而在公司推动渠道结构变革，加大渠道费用投放效率优化的情况下，公司 22Q4 销售费率同比下降 3.57pcts。其余费用方面，公司 22Q4 管理费用率同比增加 0.79pcts，主要因计提相关管理人员的股权激励费用所致。而财务和研发费率分别得益于资金收益的同比增加以及研发费用使用效率的提升，同比分别下降 0.18/0.56pcts。此外，公司对部分老旧设备进行升级替代，使得当期出现资产处置损失，最终综合使得公司 22Q4 归母净利率同比下降 0.59pcts。全年来看，公司 22 年毛利率同比小幅上升 0.90pcts 至 28.07%，主要系产品及渠道结构的优化。而费率方面，销售/管理/研发/财务费率同比变动分别为 -1.09/+0.10/-0.17/-0.03pcts，最终公司归母净利率同比增加 1.54pcts 至 10.77%。

经营变革持续推进，有望实现稳健增长

公司于 22 年加快产品品类创新以及新销售场景打造，满足消费者的多元化需求，如高性价比的 10 元 3 包系列、走高品质路线的三全鲜食“生”系列、契合年轻群体消费习惯的空气炸锅系列和微波系列等，在渠道端也加大线上布局，通过直播等形式为新产品积攒口碑。23 年，公司将加大传统产品的创新与改良力度，对销售趋势向好的新品类加强市场渗透，形成大单品的规模效应。渠道方面，精准规划产品与渠道的匹配度与融合度，持续优化提升经销商质量，同时加大餐饮等大客户开发，推动餐饮业务扩张。此外，对于线上新渠道进行针对性投入，促进线上销售快速增长。而在管理方面，公司将继续优化生产布局，统筹安排各基地产能规划，加强产销协同，提升资源利用效率。总体而言，公司近几年持续对业务进行优化，预计未来稳健增长态势有望延续。

盈利预测：

根据公司经营情况，我们预计 2023-2025 年公司实现收入 82.25、90.62、99.73 亿元，实现归母净利润 9.04、10.06、11.25 亿元，对应 EPS 为 1.03、1.14、1.28 元/股。

风险提示：

1) 原材料价格上涨风险：速冻食品原材料涉及种类众多，若部分原材料价格出现超预期上涨将对公司盈利造成较大压力；**2) 新品表现不及预期：**公司需要通过持续推新品来扩展业务范围，优化业务结构，若公司新品的市场表现不及预期，将影响公司后续增长；**3) 渠道拓展不及预期：**公司商超渠道优势较大，近年来加大对流通、餐饮、线上等渠道的拓展，若渠道拓展不及预期，将影响公司的产品及费用投放规划。**4) 行业竞争加剧：**公司在预制菜肴、新式面点等新业务领域面临的竞争压力较大，若竞争进一步加剧，将影响公司的盈利能力。

预测和比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万）	7,434.30	8,224.97	9,061.71	9,973.02
营业收入增长率	7.07%	10.64%	10.17%	10.06%
净利润（百万）	800.91	904.04	1,006.39	1,125.09
净利润增长率	24.98%	12.88%	11.32%	11.79%
EPS（元）	0.91	1.03	1.14	1.28
P/E	17.43	15.44	13.87	12.41

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

陈语匆：英国阿斯顿大学金融专业硕士，2019 年 11 月加入中信建投食品饮料团队，专注调味品研究，拥有跨行业复合研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk