

公司研究/公告点评

2021年01月12日

食品饮料/食品

投资评级：买入（维持评级）

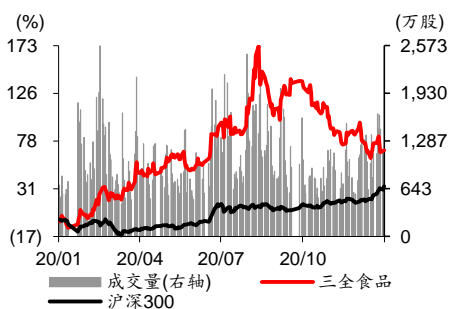
当前价格(元): 24.88  
目标价格(元): 36.00

龚源月 SAC No. S0570520100001  
研究员 SFC No. BQL737  
gongyuanyue@htsc.com  
张墨 SAC No. S0570119030032  
联系人 SFC No. BQM965  
zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1 《三全食品(002216 SZ,买入): 收入保持较快增长, 扣非净利率显著改善》2020.10
- 2 《三全食品(002216 SZ,买入): 强化经营和内部改善促Q3业绩大增》2020.10
- 3 《三全食品(002216 SZ,买入): 更关注收入增长的稳定和可持续性》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩超预期, 看好产品和渠道扩张

## 三全食品(002216)

### 2020年利润超预期, 产品拓展和渠道下沉有望推动收入持续较快增长

1月31日公司发布20FY业绩预告, 预计20年实现归母净利7.26-7.92亿元, YOY+230%~260%, 扣非归母净利YOY+172%~+206%, 非经常性损益1.96亿元主要系子公司股权转让收益及疫情期政府补助, 公司利润表现超预期(我们前次预计20年归母净利YOY+208%), 对应20Q4归母净利YOY+82%(按预告中枢), 业绩快速增长主要系公司调整渠道结构、优化产品, 瞄准大品类, 发挥渠道优势, 针对性地进行新产品设计研发, 扩大了生产规模。目前公司进入春节旺季备货阶段, 发货节奏正常, 21年有望迎开门红, 我们预计20-22年EPS0.95/0.90/1.01元, 维持“买入”。

### 产品拓展聚焦三大场景, 打开收入增长新空间

公司20年定位业务发展年, 核心策略在于产品拓场景带动收入增长, 疫情过后公司20H2依然实现了业绩的较快增长, 主要系: 1) 内部组织变革卓有成效, 不断适应市场变化; 2) 新品增长态势良好, 围绕备餐/涮烤及早餐三大场景发力, 新品拓展上瞄准大品类, 扩大和布局了生产规模, 有望成为未来收入增长的重要驱动力; 3) B端餐饮市场在疫情后也恢复了收入的较快增长, 20H2将农贸市场纳入餐饮业务范围进行渠道下沉, 成为新的增长点。三全发展逻辑较清晰, 其对消费场景和市场空间的挖掘是营收内生增长力的体现, 我们看好其未来产品应用场景突破带来收入增长新空间。

### 疫情影响为短期扰动, 渠道布局重新梳理

关于收入端, 我们判断20Q4收入增速环比有所放缓但仍有希望维持双位数增长, 主要系春节错位及冷链冷库备货受影响所致(疫情影响), 得益于溯源和检测的完善, 12月开始公司发货量已经开始恢复正常, 我们预计21年望迎来开门红。展望未来, 我们认为除产品拓展外, 新渠道开拓和渠道下沉有望贡献增长动能, 公司渠道改革卓有成效, 零售市场直营商超20年大幅减亏并在疫情后保持了较好的利润率, 新渠道开发上, 电商、2B渠道和下沉市场均取得了较好进展, 我们预计Q4零售市场利润率同比改善幅度依然较大, 预计未来有望在保证利润率前提下实现收入的稳定增长。

### 看好三全未来收入增长的持续性, 维持“买入”评级

我们认为三全作为冷冻食品龙头, 通过机制改革激发活力, 并立足场景突破、产品研发以挖掘市场潜力, 零售+餐饮双轮驱动, 不断强化自身品牌/渠道/产品优势, 我们看好未来三全在保持较高经营质量的同时能够实现收入的较快增长。考虑20年利润表现超预期, 我们调整盈利预测, 预计20-22年EPS为0.95/0.90/1.01元(前次为0.85/0.90/1.01元), 参考可比公司21年平均PE43x(Wind一致预期), 公司20-22年归母净利润CAGR(54%)低于可比均值(128%), 给予一定估值折价, 我们给予三全21年40xPE, 对应目标价36.00元(前次为42.30元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	799.26
流通A股(百万股)	565.34
52周内股价区间(元)	13.54-40.25
总市值(百万元)	19,886
总资产(百万元)	5,682
每股净资产(元)	3.44

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,539	5,986	7,168	8,246	9,411
+/-%	5.39	8.06	19.75	15.04	14.12
归属母公司净利润(百万元)	101.90	220.02	761.72	719.44	808.75
+/-%	41.49	115.91	246.20	(5.55)	12.41
EPS(元, 最新摊薄)	0.13	0.28	0.95	0.90	1.01
PE(倍)	195.14	90.38	26.11	27.64	24.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
收入增速 (%)	19.1%	13.9%	14.5%	19.8%	15.0%	14.1%	0.7pct	1.1pct	-0.4pct
毛利率 (%)	36.4%	36.4%	36.1%	37.7%	37.2%	37.1%	1.3pct	0.8pct	1.0pct
费用率 (%)	28.3%	27.7%	27.6%	28.3%	27.7%	27.6%	0pct	0pct	0pct
净利率 (%)	9.5%	8.8%	8.7%	10.6%	8.7%	8.6%	1.1pct	-0.1pct	-0.1pct
归母净利润 (百万元)	677	717	806	762	719	809	12.1%	0.0%	0.2%
EPS (元)	0.85	0.90	1.01	0.95	0.90	1.01	12.1%	0.0%	0.2%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

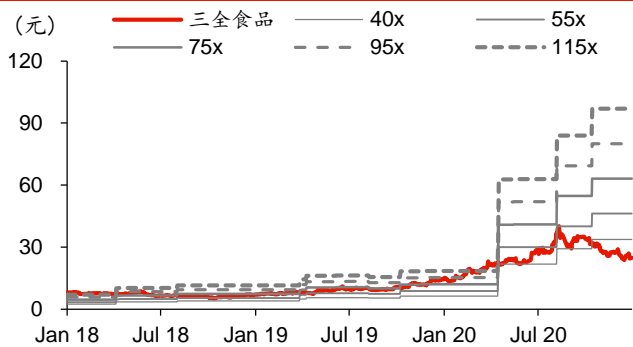
公司简称	股票代码	市值(mn)				PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR
		2020/1/12	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
安井食品	603345 CH	43,998	111	79	60	47	1.67	2.35	3.08	3.92				33%
海欣食品	002702 CH	4,019	589	47	37	29	0.01	0.18	0.22	0.29				173%
惠发食品	603536 CH	3,218	468	45	32	22	0.04	0.42	0.59	0.86				178%
<b>平均值</b>		<b>17,078</b>	<b>389</b>	<b>57</b>	<b>43</b>	<b>33</b>	<b>0.57</b>	<b>0.98</b>	<b>1.30</b>	<b>1.69</b>				<b>128%</b>
中间值		3,218	468	45	32	22	0.04	0.42	0.59	0.86				178%
<b>三全食品</b>	<b>002216 CH</b>	<b>19,886</b>	<b>90</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>0.28</b>	<b>0.95</b>	<b>0.90</b>	<b>1.01</b>				<b>54%</b>

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期, 三全食品盈利预测为华泰预测

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

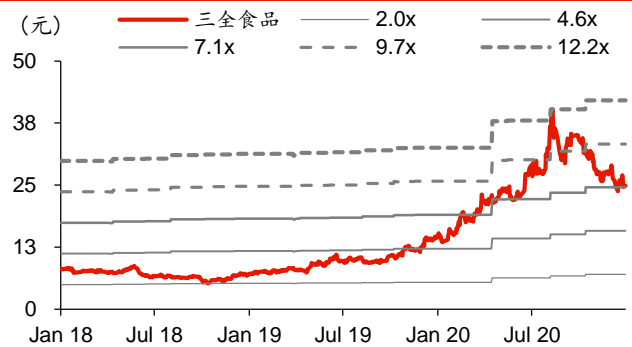
## PE/PB - Bands

图表3: 三全食品历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 三全食品历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,466	3,098	4,287	5,193	6,277
现金	833.00	589.03	1,497	2,069	2,802
应收账款	368.92	327.61	392.32	451.32	515.06
其他应收账款	54.28	99.79	119.51	137.48	156.90
预付账款	25.36	20.71	23.84	27.63	31.57
存货	1,012	1,407	1,601	1,854	2,117
其他流动资产	171.99	654.35	654.35	654.35	654.35
非流动资产	2,144	2,185	2,285	2,383	2,470
长期投资	0.22	49.56	49.56	49.56	49.56
固定投资	1,649	1,676	1,626	1,630	1,661
无形资产	211.30	216.99	222.53	227.92	233.15
其他非流动资产	283.52	242.67	387.61	475.98	525.86
资产总计	4,610	5,283	6,573	7,577	8,746
流动负债	2,340	2,870	3,449	3,902	4,423
短期借款	70.00	70.07	70.07	70.07	70.07
应付账款	1,156	1,283	1,477	1,712	1,956
其他流动负债	1,114	1,517	1,901	2,120	2,397
非流动负债	207.57	184.24	184.24	184.24	184.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	207.57	184.24	184.24	184.24	184.24
负债合计	2,547	3,055	3,633	4,087	4,608
少数股东权益	(0.32)	(0.10)	(3.11)	(5.96)	(9.16)
股本	809.66	799.26	799.26	799.26	799.26
资本公积	286.22	225.19	225.19	225.19	225.19
留存公积	1,008	1,204	1,918	2,472	3,123
归属母公司股东权益	2,063	2,229	2,943	3,496	4,148
负债和股东权益	4,610	5,283	6,573	7,577	8,746

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	489.11	391.39	1,117	954.80	1,092
净利润	101.90	220.02	761.72	719.44	808.75
折旧摊销	128.57	137.04	142.06	148.13	156.63
财务费用	(4.16)	(11.20)	(9.98)	(28.24)	(39.57)
投资损失	(8.70)	(1.03)	(101.03)	(1.03)	(1.03)
营运资金变动	215.79	(9.87)	323.30	114.98	166.52
其他经营现金	55.70	56.43	1.35	1.52	1.17
投资活动现金	(316.34)	(557.39)	(141.55)	(245.05)	(242.16)
资本支出	386.95	226.51	242.58	246.08	243.19
长期投资	(40.00)	348.73	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(30.61)	(17.85)	(101.03)	(1.03)	(1.03)
筹资活动现金	(60.79)	(65.36)	(68.16)	(137.78)	(117.24)
短期借款	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(2.99)	(10.41)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(6.97)	(61.03)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(50.83)	6.01	(68.16)	(137.78)	(117.24)
现金净增加额	111.99	(231.36)	907.72	571.97	733.07

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,539	5,986	7,168	8,246	9,411
营业成本	3,572	3,880	4,468	5,178	5,916
营业税金及附加	59.61	49.02	51.53	59.28	67.65
营业费用	1,583	1,591	1,719	1,945	2,220
管理费用	193.64	219.81	263.23	302.82	345.59
财务费用	(4.16)	(11.20)	(9.98)	(28.24)	(39.57)
资产减值损失	(50.12)	(33.27)	(39.84)	(12.37)	(14.12)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.70	1.03	101.03	1.03	1.03
营业利润	129.19	252.79	870.24	822.05	923.84
营业外收入	5.64	5.70	5.70	6.70	6.70
营业外支出	1.82	7.71	7.71	8.71	8.71
利润总额	133.00	250.79	868.24	820.04	921.84
所得税	31.51	31.64	109.53	103.45	116.29
净利润	101.49	219.15	758.71	716.59	805.55
少数股东损益	(0.41)	(0.87)	(3.01)	(2.85)	(3.20)
归属母公司净利润	101.90	220.02	761.72	719.44	808.75
EBITDA	260.40	382.14	808.11	908.72	1,019
EPS (元, 基本)	0.13	0.28	0.95	0.90	1.01

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.39	8.06	19.75	15.04	14.12
营业利润	31.58	95.68	244.25	(5.54)	12.38
归属母公司净利润	41.49	115.91	246.20	(5.55)	12.41
获利能力 (%)					
毛利率	35.52	35.17	37.67	37.20	37.14
净利率	1.84	3.68	10.63	8.72	8.59
ROE	5.02	10.25	29.46	22.35	21.16
ROIC	7.49	14.19	34.54	43.75	51.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.26	57.82	55.28	53.94	52.68
净负债比率 (%)	2.75	3.28	1.93	1.71	1.52
流动比率	1.05	1.08	1.24	1.33	1.42
速动比率	0.62	0.59	0.78	0.86	0.94
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.21	1.21	1.17	1.15
应收账款周转率	14.02	17.19	19.91	19.55	19.48
应付账款周转率	3.03	3.18	3.24	3.25	3.22
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.28	0.95	0.90	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.49	1.40	1.19	1.37
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.79	3.68	4.37	5.19
估值比率					
PE (倍)	195.14	90.38	26.11	27.64	24.59
PB (倍)	9.64	8.92	6.76	5.69	4.79
EV_EBITDA (倍)	71.95	49.03	23.18	20.62	18.39

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师蔡源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com