

# 三全食品 (002216.SZ)

## 收入超预期，疫情期零售业务或较快增长

### 核心观点:

- **经营改善以及春节提前推动公司收入超预期。**公司发布 2019 年业绩快报，19 年收入 59.92 亿元，同比增长 8.16%；19Q4 收入同比增长 32.24%，超市场预期。我们认为主要由于：(1) 受春节提前影响，经销商在四季度提前为春节备货；(2) 公司前三季度预收账款同比增长 87.90% 达 4.87 亿元，我们推测在四季度有所确认；(3) 公司加大经销渠道扩张，叠加提价因素，我们推测 19Q4 公司零售业务加速增长；公司深耕渠道餐饮业务，我们推测 19Q4 有望延续 40% 左右高增长。19 年归母净利润 2.11 亿元，同比增长 106.69%，贴近业绩预告上限；19Q4 归母净利润同比增长 658.46%。我们认为主要由于：(1) 公司传统零售市场经营效益显著提升，前三季度期间费用率降低 0.87pct，我们预计 19Q4 费用率延续下降趋势。(2) 去年四季度由于饺子机升级换代，计提资产减值损失 0.37 亿元，该影响因素在 19Q4 消除。
- **疫情期公司零售业务或较快增长，餐饮业务占比较小受影响有限。**疫情期水饺面点等作为家庭备餐的作用凸显，速冻面米需求量上升，公司零售业务或较快增长。根据公司 20 年 2 月 2 日投资者关系记录表，公司春节后部分地区部分终端门店速冻水饺和面点等产品出现缺货情况，经销商及商超节前库存消化较快，渠道库存低于历史同期。公司餐饮业务收入占比较低(18 年收入占比 10%)，公司餐饮客户主力是早餐店、外卖店，外卖占比高，受影响程度相对餐饮行业整体情况较低。
- **盈利预测。**我们预计 19-21 年公司归母净利润为 2.11/3.22/4.39 亿元，同比增长 106.70%/52.78%/36.31%，EPS 为 0.26/0.40/0.55 元/股，对应 PE 为 67/44/32 倍。参考可比公司估值，考虑公司业绩高成长性，给予 20 年 48 倍 PE，对应合理价值 19.2 元/股，给予买入评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧；成本上涨超预期；食品安全问题。

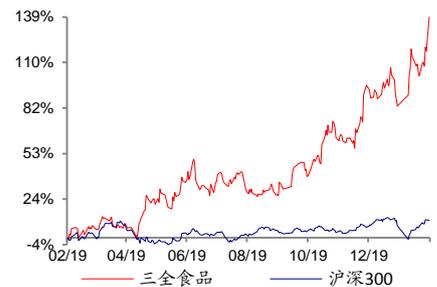
### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,256	5,539	5,992	6,687	7,455
增长率(%)	9.9	5.4	8.2	11.6	11.5
EBITDA(百万元)	160	242	297	456	604
净利润(百万元)	72	102	211	322	439
增长率(%)	82.5	41.5	106.7	52.8	36.3
EPS(元/股)	0.09	0.13	0.26	0.40	0.55
市盈率(P/E)	91.40	57.84	67.17	43.96	32.25
市净率(P/B)	3.29	2.86	6.25	5.47	4.68
EV/EBITDA	37.13	21.23	44.55	27.97	20.24

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 备注: 本表净利润为归母净利润

公司评级	买入
当前价格	17.7 元
合理价值	19.2 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-24

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师:

王文丹



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究:

三全食品(002216.SZ): 净利 2019-12-19  
润超预期, 基本面改善逻辑确  
认

三全食品(002216.SZ): 预收 2019-10-23  
账款大幅增长, 净利率有望持  
续提升

联系人:

陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

公司发布2019年业绩快报，2019年公司收入59.92亿元，同比增长8.16%；归母净利润2.11亿元，同比增长106.69%。公司收入超市场预期，点评如下：

## 一、经营改善以及春节提前推动公司收入超预期

公司19年公司收入59.92亿元，同比增长8.16%；19Q4收入17.82亿元，同比增长32.24%，环比加速增长，超市场预期。我们认为主要由于：（1）受春节提前影响，经销商在四季度提前为春节备货；（2）公司前三季度预收账款同比增长87.90%达4.87亿元，我们推测在四季度有所确认；（3）公司加大经销渠道扩张，叠加提价因素，我们推测19Q4公司零售业务（直营商超和经销渠道）加速增长；公司今年加大产品研发、扩大生产规模、深耕渠道餐饮业务，根据公司中报，19年上半年公司餐饮业务收入增速为42.4%，我们推测19Q4有望延续40%左右高增长。

19年归母净利润2.11亿元，同比增长106.69%，贴近业绩预告上限；19Q4归母净利润0.94亿元，同比增长658.46%。19Q4净利率达5.28%，同比提升4.36pct。我们认为主要由于：（1）公司传统零售市场通过优化产品结构，积极拓展销售渠道，加大内部组织效率等策略实现经营效益显著提升，前三季度公司期间费用率降低0.87pct，我们预计19Q4费用率延续下降趋势。（2）去年四季度由于饺子机升级换代，计提资产减值损失0.37亿元，该影响因素在19Q4消除。

## 二、疫情期间公司零售业务或较快增长，餐饮业务占比较小受影响有限

疫情期间水饺面点等作为家庭备餐的作用凸显，速冻面米需求量上升，公司零售业务或较快增长。公司20年2月2日投资者关系记录表披露，公司春节后部分地区部分终端门店速冻水饺和面点等产品出现缺货情况，经销商及商超节前库存消化较快，渠道库存低于历史同期。公司餐饮业务收入占比较低（18年收入占比10%），公司餐饮客户主力是早餐店、外卖店，外卖占比高，受影响程度相对餐饮行业整体情况较低。

我们认为公司基本面改善显著，未来3年盈利能力有望持续提升。（1）公司商超直营渠道处于大幅亏损状态，随着速冻面米在商超渠道增长停滞，竞争格局稳定，公司和竞争对手将逐渐缩减商超费用，19年上半年公司在零售渠道净利率仅为2.44%，未来有望持续提升。（2）随着餐饮标准化需求提升，推动餐饮速冻半成品行业高速增长，三全积极布局餐饮渠道，我们预计未来3年公司餐饮市场收入有望维持30%左右高速增长；根据公司中报，19年上半年餐饮渠道净利率为6.46%，餐饮渠道收入占比提升有望提升公司净利率。（3）公司深化内部结构调整，优化绩效考核，降低冗余费用，公司前三季度支付给职工现金同比增长48.06%，员工薪资水平大幅提升，有望激活团队活力。

### 三、盈利预测与投资建议

我们预计19-21年公司收入分别为59.92/66.87/74.55亿元，同比增长8.16%/11.61%/11.48%，归母净利润分别为2.11/3.22/4.39亿元，同比增长106.70%/52.78%/36.31%，EPS分别为0.26/0.40/0.55元/股，对应PE为67/44/32倍。

**可比公司估值。**我们选取大众品龙头安井食品、海天味业作为三全食品可比公司，20年可比公司平均PE为42倍。三全食品基本面逐渐改善，未来3年业绩成长性优于可比公司，理应享有一定估值溢价。参考可比公司估值，考虑公司业绩高成长性，给予20年48倍PE，对应合理价值19.2元/股，给予买入评级。

表 1：可比公司估值对比（截止2020年2月24日收盘价）

证券简称	EPS (元/股)			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
安井食品	1.58	1.64	2.33	43	41	29
海天味业	1.96	2.39	2.87	53	43	36
平均值	1.77	2.02	2.60	48	42	33
三全食品	0.26	0.40	0.55	67	44	32

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：盈利预测为广发食品饮料团队预测

### 四、风险提示

原材料成本上涨超预期，导致毛利率低于预期；行业竞争加剧，费用投放超预期；食品安全风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2,377</b>	<b>2,466</b>	<b>2,763</b>	<b>3,398</b>	<b>4,138</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>359</b>	<b>489</b>	<b>293</b>	<b>571</b>	<b>659</b>
货币资金	694	833	930	1,385	1,930	净利润	72	101	211	322	439
应收及预付	461	406	483	533	596	折旧摊销	110	129	138	145	153
存货	1,031	1,012	1,129	1,252	1,376	营运资金变动	134	181	-54	109	79
其他流动资产	192	215	221	228	236	其它	43	78	-1	-5	-11
<b>非流动资产</b>	<b>1,985</b>	<b>2,144</b>	<b>2,122</b>	<b>2,098</b>	<b>2,070</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-259</b>	<b>-316</b>	<b>-115</b>	<b>-116</b>	<b>-115</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-206	-374	-122	-127	-130
固定资产	1,411	1,649	1,697	1,698	1,692	投资变动	-60	40	0	0	0
在建工程	223	154	90	70	55	其他	7	18	7	11	15
无形资产	217	211	205	199	193	<b>筹资活动现金流</b>	<b>8</b>	<b>-61</b>	<b>-81</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	134	129	129	129	129	银行借款	30	0	-70	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,362</b>	<b>4,610</b>	<b>4,885</b>	<b>5,496</b>	<b>6,208</b>	股权融资	2	0	-3	0	0
<b>流动负债</b>	<b>2,158</b>	<b>2,340</b>	<b>2,415</b>	<b>2,704</b>	<b>2,978</b>	其他	-25	-61	-8	0	0
短期借款	70	70	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>97</b>	<b>455</b>	<b>544</b>
应付及预收	1,721	1,865	1,976	2,216	2,440	<b>期初现金余额</b>	<b>580</b>	<b>687</b>	<b>833</b>	<b>930</b>	<b>1,385</b>
其他流动负债	367	404	439	488	537	<b>期末现金余额</b>	<b>687</b>	<b>800</b>	<b>930</b>	<b>1,385</b>	<b>1,930</b>
<b>非流动负债</b>	<b>201</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>208</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	201	208	208	208	208						
<b>负债合计</b>	<b>2,359</b>	<b>2,547</b>	<b>2,623</b>	<b>2,912</b>	<b>3,185</b>						
股本	813	810	799	799	799						
资本公积	293	286	294	294	294						
留存收益	923	1,008	1,219	1,541	1,979						
归属母公司股东权益	1,998	2,063	2,263	2,585	3,023						
少数股东权益	5	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,362</b>	<b>4,610</b>	<b>4,885</b>	<b>5,496</b>	<b>6,208</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,256</b>	<b>5,539</b>	<b>5,992</b>	<b>6,687</b>	<b>7,455</b>
营业成本	3,473	3,572	3,925	4,361	4,793
营业税金及附加	54	60	54	60	67
销售费用	1,455	1,583	1,642	1,740	1,918
管理费用	203	194	187	188	197
研发费用	20	19	24	27	30
财务费用	-6	-4	-8	-12	-17
资产减值损失	22	50	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	9	7	11	15
<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>129</b>	<b>224</b>	<b>388</b>	<b>542</b>
营业外收支	8	4	5	4	6
<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>229</b>	<b>392</b>	<b>548</b>
所得税	34	32	18	71	110
<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>101</b>	<b>211</b>	<b>322</b>	<b>439</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>72</b>	<b>102</b>	<b>211</b>	<b>322</b>	<b>439</b>
EBITDA	160	242	297	456	604
EPS (元)	0.09	0.13	0.26	0.40	0.55

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	9.9%	5.4%	8.2%	11.6%	11.5%
营业利润增长	1319.6%	31.6%	73.6%	73.2%	39.6%
归母净利润增长	82.5%	41.5%	106.7%	52.8%	36.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.9%	35.5%	34.5%	34.8%	35.7%
净利率	1.4%	1.8%	3.5%	4.8%	5.9%
ROE	3.6%	4.9%	9.3%	12.5%	14.5%
ROIC	2.5%	6.6%	11.0%	21.3%	33.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.1%	55.3%	53.7%	53.0%	51.3%
净负债比率	1.6%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.10	1.05	1.14	1.26	1.39
速动比率	0.61	0.61	0.66	0.78	0.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.23	1.23	1.26	1.29	1.27
应收账款周转率	12.46	13.60	13.20	13.33	13.28
存货周转率	3.44	3.50	3.48	3.48	3.48
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.09	0.13	0.26	0.40	0.55
每股经营现金流	0.44	0.60	0.37	0.71	0.82
每股净资产	2.46	2.55	2.83	3.23	3.78
<b>估值比率</b>					
P/E	91.40	57.84	67.17	43.96	32.25
P/B	3.29	2.86	6.25	5.47	4.68
EV/EBITDA	37.13	21.23	44.55	27.97	20.24

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。