

三全食品 (002216)

利润率拐点迹象明显，看好长期业务价值

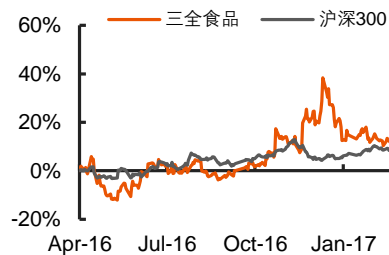
强烈推荐（维持）

现价：8.46 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.sanquan.com
大股东/持股	陈泽民/10.34%
实际控制人/持股	陈泽民/%
总股本(百万股)	815
流通 A 股(百万股)	571
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	68.92
流通 A 股市值(亿元)	48.28
每股净资产(元)	2.34
资产负债率(%)	53.90

行情走势图



相关研究报告

- 《三全食品*002216*系列报告十五：营收快增长，弹性现曙光》 2017-02-28
- 《三全食品*002216*真实的改善，确定的反转》 2016-12-22
- 《三全食品*002216*系列报告十三：主业周期向上，鲜食、餐饮新发展》 2016-12-01
- 《三全食品*002216*营收保持快车道，净利率曲线平缓向上》 2016-10-26
- 《三全食品*002216*系列报告十二：拐点或已至，长坡应可期》 2016-09-30

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

三全食品公布 16 年报，实现营收 47.8 亿元，同比+12.8%，归母净利 0.39 亿元，同比+13.1%，EPS0.05 元。4Q16 营收 12.95 亿元，同比+14.5%，归母净利-0.29 亿元。年度分配预案为每 10 股派现 0.1 元。

平安观点：

- **4Q16 营收、净利基本符合此前业绩预告。**
- **利润率拐点迹象明显。**4Q16 营业利润、利润总额分别为-0.49 亿元、-0.23 亿元，较 4Q15 减亏约 0.6 亿元、0.5 亿元。一方面源于控制鲜食业务亏损，另一方面受益于规模效应稍显、龙凤从下降转为增长的效果。全年看，销售费用率、管理费用率均微降，利润率拐点迹象已明显。
- **收入已回快车道，17 年营收有望增 10-15%。**2Q16 开始三全营收增速显著上升，4Q16 预收款余额环比增约 2.9 亿，表明营收增速趋势不错。动力包括：一是渠道改革效果显现，经销商动力得到加强；二是持续多年的产品升级效果可能加速体现，儿童水饺是代表，而渠道改革正推动高端产品如儿童、私厨、状元等提升在经销商体系渗透率；三是业务市场作用得到重视，这是容易上量的市场，也能发挥三全品牌、规模优势；四是通过销售独立，龙凤已走上持续复苏之路，相当于双品牌发力。
- **三全吸引力在于利润率弹性和未来业务扩展性。**经历 13-16 年多重因素迭加拖累后，三全利润率曙光已现。和其他快消公司类似，营收增长带来规模效应、高端产品占比上升等有望推动利润率持续提升。同时，三全逐步建立了品牌、工厂、网络基础，未来业务扩展性强，如三全鲜食、中央厨房 BTB 业务、加工食品巨大风口等。
- **虽非股市风口，看好长期业务价值，继续“强烈推荐”。**维持 17、18 年盈利预测不变，预计 17-18 年 EPS 0.15、0.27 元，同比增 200%、84%，动态 PE58、32 倍。公司主业利润率经历大底后有望持续回升，不仅弹性大且是长趋势；鲜食业务仍在探索 2H17 有望加速；食品工业化更是符合中国消费大势。虽短期 PE 高并非股市风口，但 17 年 PS 仅 1.3 倍也够安全，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：主业增长低于预期与食品安全事件。**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,237	4,781	5,387	6,081	6,888
YoY(%)	3.5	12.8	12.7	12.9	13.3
净利润(百万元)	35	39	118	218	349
YoY(%)	-56.8	13.1	199.7	83.9	60.2
毛利率(%)	32.9	35.1	35.5	36.0	36.5
净利率(%)	0.8	0.8	2.2	3.6	5.1
ROE(%)	1.9	2.1	6.1	10.6	15.5
EPS(摊薄/元)	0.04	0.05	0.15	0.27	0.43
P/E(倍)	197.5	174.6	58.3	31.7	19.8
P/B(倍)	3.7	3.6	3.5	3.2	2.9

图表1 年报快读：4Q16营收、归母净利分别同比14.5%、10.9%

单位：百万元，元/股

	4Q15	4Q16	同比变化	2015	2016	同比变化	
营业收入	1,130	1,295	14.5%	4,237	4,781	12.8%	16年营收增长加速
营业成本	786	815	3.7%	2,842	3,101	9.1%	
毛利率	30.5%	37.0%	6.6%	32.9%	35.1%	2.2%	4Q16毛利率超预期,或受益于汤圆产品结构升级
毛利	344	480	39.3%	1,395	1,680	20.4%	
营业税金及附加	35	15	-58.5%	35	47	34.1%	
销售费用	376	436	15.9%	1,258	1,417	12.6%	费用略有下行,预计将持续
管理费用	62	76	22.4%	176	197	11.8%	
财务费用	9	-1	-111.0%	10	4	-58.2%	
资产减值损失	3	3	1.4%	12	10	-14.3%	
公允价值变动收益	1	0	-100.0%	1	-1	-200.0%	
投资收益	1	0	-67.1%	40	4	-90.0%	
营业利润	-109	-49	55.4%	-55	7	112.4%	4Q16营业利润减亏0.6亿
营业利润率	-9.7%	-3.8%	5.9%	-1.3%	0.1%	1.4%	
营业外收入	36	26	-956.4%	58	60	3.1%	主要是增值税退税
营业外支出	0	0	-24.0%	3	3	-20.8%	
利润总额	-74	-23	69.1%	0	64	20889.7%	
所得税	-42	6	114.1%	-35	24.7	171.4%	
所得税率	37.8%	-11.9%	-49.7%	36.4%	917.1%	880.7%	之前确认递延所得税资产转回
少数股东权益	0	0.00	-64.1%	0.00	-0.01	-2100.2%	
归属于母公司净利润	-32	-29	10.9%	35	39	13.1%	
净利率	-2.9%	-2.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.0%	
EPS	-0.04	-0.04	10.9%	0.04	0.05	13.1%	归母净利基本符合此前预告

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

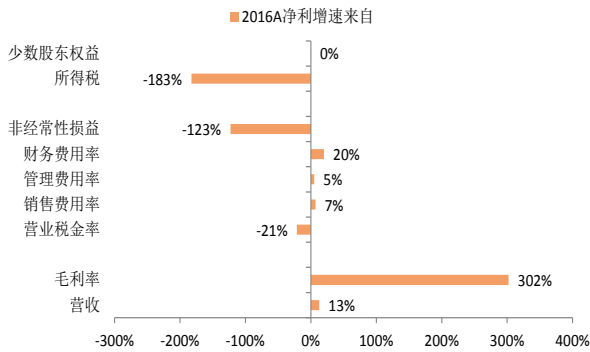
图表2 2H16汤圆增39.3%，饺子增14.3%，面点及其他增10.9%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
水饺	755	888	762	887	813	1,014
同比增长	20.6%	6.2%	0.9%	-0.1%	6.7%	14.3%
毛利率	35.9%	40.8%	36.0%	34.4%	34.6%	33.0%
同比变化	-1.0%	4.4%	0.1%	-6.4%	-1.4%	-1.4%
汤圆	834	456	844	390	887	543
同比增长	17.0%	6.1%	1.1%	-14.6%	5.1%	39.3%
毛利率	33.6%	32.5%	34.0%	42.7%	36.6%	52.8%
同比变化	-2.3%	-3.0%	0.5%	10.2%	2.6%	10.1%
面点及其他	434	464	487	586	584	650
同比增长	23.2%	15.8%	12.3%	26.3%	19.9%	10.9%
毛利率	31.5%	26.1%	28.8%	21.3%	30.0%	26.3%
同比变化	-3.0%	2.3%	28.8%	-4.8%	1.3%	5.0%
粽子	192	56	199	68	240	37
同比增长	26.7%	-35.0%	3.6%	20.7%	20.5%	-45.7%
毛利率	48.3%	-3.2%	46.4%	-3.2%	43.1%	-15.9%
同比变化	-2.4%	-26.5%	-2.0%	-0.1%	-3.3%	-12.7%

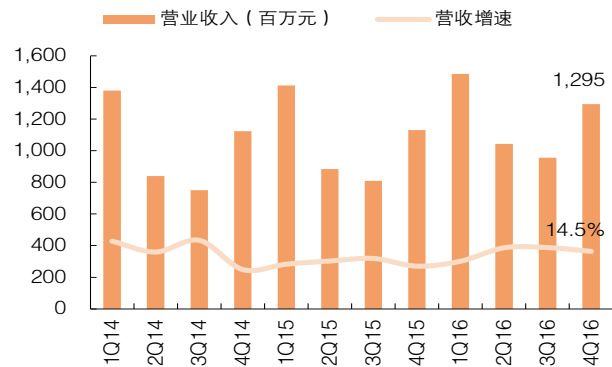
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表1 利润受益于收入增长、毛利率提升、费用率下降



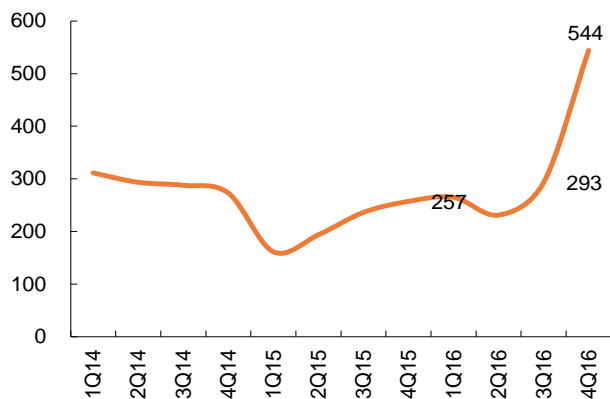
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表2 4Q16公司营收同比增14.5%



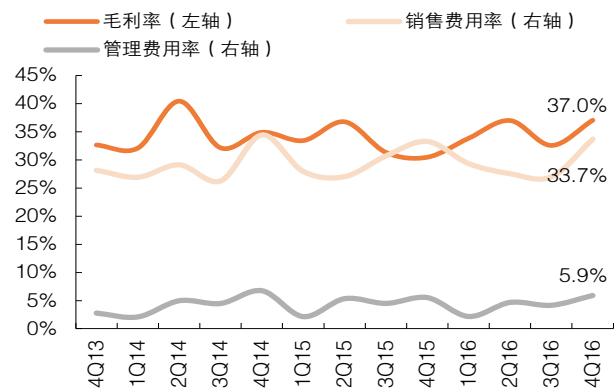
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表3 4Q16末预收款环比3Q16升至2.5亿 单位：百万元



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表4 4Q16毛利率同比提升，销售与管理费用率同比下



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2190	1896	2567	3000
现金	602	283	659	905
应收账款	409	453	516	582
其他应收款	56	63	71	80
预付账款	67	52	71	73
存货	988	962	1160	1257
其他流动资产	67	83	89	104
非流动资产	1962	2158	2154	2170
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1584	1734	1736	1749
无形资产	223	234	234	235
其他非流动资产	155	189	184	186
资产总计	4152	4054	4721	5171
流动负债	2021	1852	2366	2572
短期借款	20	20	20	20
应付账款	1088	1190	1351	1507
其他流动负债	913	642	995	1045
非流动负债	216	216	216	216
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	216	216	216	216
负债合计	2237	2068	2582	2788
少数股东权益	5	5	5	5
股本	815	815	815	815
资本公积	282	282	282	282
留存收益	859	930	1082	1326
归属母公司股东权益	1910	1981	2134	2378
负债和股东权益	4152	4054	4721	5171

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	337	-8	540	452
净利润	39	118	218	349
折旧摊销	109	112	122	0
财务费用	4	3	5	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	190	-260	155	0
其他经营现金流	-7	19	40	99
投资活动现金流	-114	-296	-124	-136
资本支出	-108	-274	-124	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-6	-22	0	-136
筹资活动现金流	-233	-15	-41	-70
短期借款	-260	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	27	-15	-41	-70
现金净增加额	-10	-319	376	246

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4781	5387	6081	6888
营业成本	3101	3473	3894	4372
营业税金及附加	47	53	60	68
营业费用	1417	1559	1684	1818
管理费用	197	213	228	242
财务费用	4	3	5	5
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
营业利润	7	80	204	377
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	64	137	262	434
所得税	25	19	44	86
净利润	39	118	217	348
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	39	118	218	349
EBITDA	56	34	20	13
EPS (元)	0.05	0.15	0.27	0.43

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	12.8	12.7	12.9	13.3
营业利润(%)	-112.4	1080.2	155.8	84.6
归属于母公司净利润(%)	13.1	199.7	83.9	60.2
获利能力				
毛利率(%)	35.1	35.5	36.0	36.5
净利率(%)	0.8	2.2	3.6	5.1
ROE(%)	2.1	6.1	10.6	15.5
ROIC(%)	-4.7	3.1	7.5	13.8
偿债能力				
资产负债率(%)	53.9	51.0	54.7	53.9
净负债比率(%)	-19.1	-2.4	-19.8	-28.1
流动比率	1.08	1.02	1.08	1.17
速动比率	0.59	0.50	0.59	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.20	1.31	1.39	1.39
应收账款周转率	11.9	13.2	13.2	13.3
应付账款周转率	3.1	3.1	3.2	3.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.15	0.27	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.01	0.66	0.56
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.43	2.62	2.92
估值比率				
P/E	174.6	58.3	31.7	19.8
P/B	3.6	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	55.7	34.4	20.2	13.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033