

## 三全食品 (002216)

## 系列报告十七：净利率如期回升，反转之路已开启

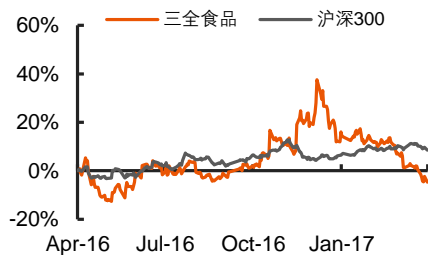
## 强烈推荐（维持）

现价：8.45 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)	68.84
流通 A 股市值(亿元)	48.23
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\*利润率拐点迹象明显，看好长期业务价值》 2017-04-21
- 《三全食品\*002216\*系列报告十五：营收快速增长，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

## 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：

三全公布一季报，1Q17 营收 16.9 亿元，同比+13.6%，归母净利 0.27 亿，同比+39.5%。公司同时预计 1H17 归母净利同比增 0-30%。

## 平安观点：

- 1Q17 营收略超我们预期，因汤圆销售增长强劲，归母净利略低于预期，因递延所得税转回，但营业利润同比增 137%基本符合预期。
- 1Q17 收入维持快速增长，奠定全年 10-15%增速基础。2Q16 开始三全营收恢复快速增长趋势，推动力包括：渠道改革效果显现，经销商占比上升，且高端产品在经销商渠道渗透率提升；二是持续多年的产品升级效果加速体现，1Q17 炫彩小汤圆、儿童水饺等高端产品仍增幅领先；三是业务市场维持快速增长；四是龙凤品牌发力。1Q17 未预收款仍有 3.24 亿，同比增 0.6 亿，或预示 2Q17 营收增速有望维持。
- 营业利润增 137%，利润率拐点再次得到确认。1Q17 营业利润、利润总额分别同比+137%、+48.7%，扣非净利更是大增 210%，是受营收增长、高端产品占比上升推动毛利率升 0.6Pct、销售费用率降 1.3Pct 等的合力推动，再次确认了三全利润率拐点已过。
- 利润率曲线向上弹性大且长，养猪更可能是财务投资。三全 16 年销售净利率仅 0.8%，受益于产品结构升级、猪肉成本下降、费用规模效应缓步体现，三全利润率弹性大且可能持续回升，17 年开始猪价进入下降通道更是利好利润率提升。公司公告拟首期投资 3.5 亿元在河南汝州市养猪，我们理解，可能是低成本土地资源和前期团队积累已完成后的财务投资。
- 反转之路已开启，继续强烈推荐。考虑递延所得税等非经常性因素影响，下调 17、18 年 EPS 约预测 20%、4%至 0.12、0.26 元，同比增 152%、113%，动态 PE 为 69、33 倍。公司主业利润率反转之路已开启，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。17 年 PS 仅 1.3 倍，足够安全，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	100	212	342
YoY(%)	-56.8	13.1	152.4	112.9	61.1
毛利率(%)	32.9	35.1	35.5	36.0	36.5
净利率(%)	0.8	0.8	1.8	3.5	5.0
ROE(%)	1.9	2.1	5.1	10.4	15.3
EPS(摊薄/元)	0.04	0.05	0.12	0.26	0.42
P/E(倍)	197.2	174.4	69.1	32.5	20.1
P/B(倍)	3.7	3.6	3.5	3.3	2.9

**图表1 1季报快读：1Q17营收同比+13.6%、营业利润同比+137%** **单位：百万元**

	1Q16	1Q17	QoQ	
营业收入	1,486	1,688	13.6%	
营业成本	983	1,106	12.5%	
毛利率	33.8%	34.5%	0.6%	高端产品占比上升，猪肉成本下降
毛利	503	582	15.8%	
营业税金及附加	13	20	59.8%	
销售费用	436	474	8.7%	
管理费用	32	43	34.2%	股权激励费用影响
财务费用	1	1	46.9%	
资产减值损失	5	6	25.4%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	-0	1	308.3%	
营业利润	16	38	137.4%	利润率弹性显现
营业利润率	1.1%	2.3%	1.2%	
营业外收入	15	8	-48.7%	1Q16有收到退回的部分龙凤收购价款
营业外支出	0	0	-66.0%	
利润总额	31	46	48.7%	
所得税	12	19	63.1%	
所得税率	71.2%	50.9%	-20.3%	1Q17转回递延所得税资产
少数股东损益	-0	0	1700.6%	
归属于母公司净利润	19	27	39.5%	
净利率	1.3%	1.6%	0.3%	
EPS	0.02	0.03	39.5%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

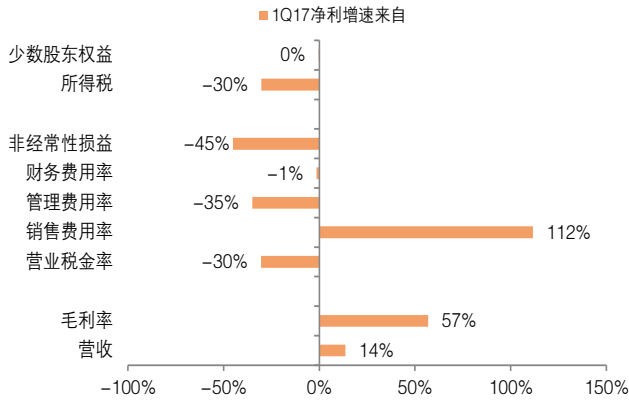
**图表2 2H16汤圆增39.3%，饺子增14.3%，面点及其他增10.9%** **单位：百万元**

	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%

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
同比变化	-2.4%	-26.5%	-2.0%	-0.1%	-3.3%	-12.7%

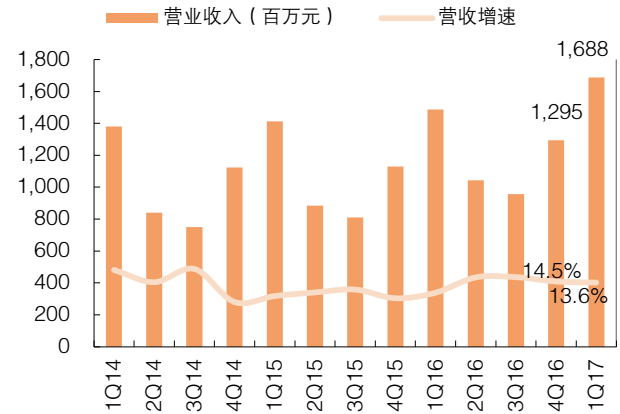
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表1 1Q17受益于收入增长、毛利率提升、费用率下降



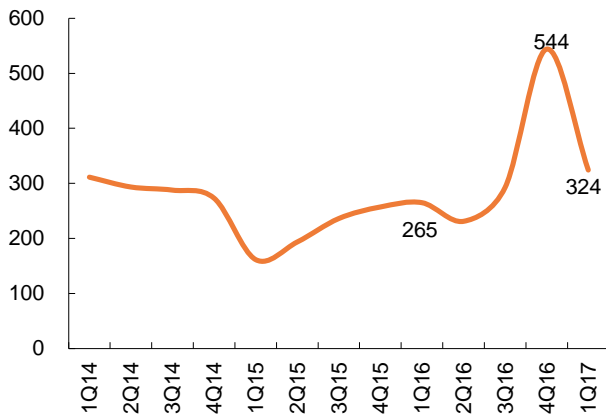
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表2 1Q17公司营收同比增13.6%



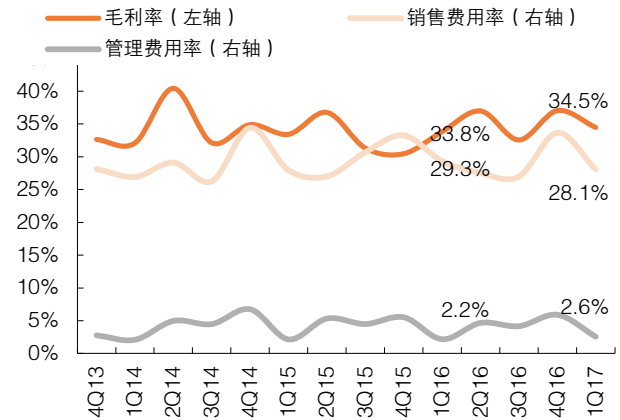
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表3 1Q17末预收款同比1Q16升0.6亿 单位：百万元



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表4 1Q17毛利率同比提升，销售费用率同比下行



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
<b>流动资产</b>	2190	2105	2675	3189
现金	602	491	767	1093
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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	4152	4263	4829	5359
<b>流动负债</b>	2021	2073	2491	2782
短期借款	20	20	20	20
应付账款	1088	1190	1351	1507
其他流动负债	913	863	1120	1255
<b>非流动负债</b>	216	216	216	216
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	216	216	216	216
<b>负债合计</b>	2237	2289	2707	2998
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	917	1065	1305
<b>归属母公司股东权益</b>	1910	1968	2117	2356
<b>负债和股东权益</b>	4152	4263	4829	5359

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	337	200	434	530
净利润	39	100	212	342
折旧摊销	109	112	122	122
财务费用	4	3	4	4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	190	-33	54	24
其他经营现金流	-7	19	40	37
<b>投资活动现金流</b>	-114	-296	-124	-136
资本支出	-108	-274	-124	-136
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-6	-22	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-233	-14	-34	-68
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	-14	-34	-68
<b>现金净增加额</b>	-10	-111	275	326

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	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	4	4
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
<b>营业利润</b>	7	80	205	378
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	64	138	262	435
所得税	25	38	50	93
<b>净利润</b>	39	100	212	342
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	39	100	212	342
EBITDA	120	195	332	504
EPS(元)	0.05	0.12	0.26	0.42

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	12.8	12.7	12.9	13.3
营业利润(%)	-112.4	1087.9	155.2	84.3
归属于母公司净利润(%)	13.1	152.4	112.9	61.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.1	35.5	36.0	36.5
净利率(%)	0.8	1.8	3.5	5.0
ROE(%)	2.1	5.1	10.4	15.3
ROIC(%)	-4.7	2.2	7.9	14.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	53.9	53.7	56.1	55.9
净负债比率(%)	-19.1	-13.0	-25.0	-36.3
流动比率	1.08	1.02	1.07	1.15
速动比率	0.59	0.55	0.61	0.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.20	1.28	1.34	1.35
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.12	0.26	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.25	0.53	0.65
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.42	2.60	2.89
<b>估值比率</b>				
P/E	174.4	69.1	32.5	20.1
P/B	3.6	3.5	3.3	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替行使独立判断。

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股份有限公司的立场。

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