

# 三全食品 (002216)

## 低谷已归去，静待利润来

2017年05月31日

投资评级：增持（维持）

投资要点：

■ **公司营收恢复双位数增长，行业有足够发展空间。**公司营收连续四季度超过10%增长，原因一是宏观环境改善；二是行业竞争格局改善；三是企业内部渠道调整后负面影响逐渐消失，前端拉动作用逐渐体现。未来速冻行业仍有发展空间，主要考虑到：（1）类比日本，我国人均速冻食品消费量仍较低（2）外食人口增多，市场足够大，目前行业渗透率仅60%，仍有提升空间；（3）餐饮业高速发展，半成品市场前景广阔，食品工业化是未来大趋势。

■ **三因素叠加导致净利率降至低位，利润转折点已至。**公司近年来利润率持续下行，主因在于三因素叠加：一是13年收购龙凤产生亏损；二是竞争环境恶化，思念退市后动作激进，通过价格战等抢夺市场份额，三全被迫应战，同时自身进行渠道变革；三是鲜食业务开始投资，前期亏损。以上三因素现均出现明显改善，16年财报显示，在高基数投资收益的基础上，公司利润仍有增长，反映出过往叠加因素在慢慢消化，1Q17净利增40%，持续保持高增速。

■ **餐饮市场快速增长，升级与品类扩张是发展方向。**16年餐饮市场增速超过40%，规模接近10亿。公司将大力发展餐饮市场，采取为客户定制开发产品模式，已有案例是帮助海底捞开发小油条等产品，净利率水平介于自营与经销之间。三全力争为消费者提供全套餐饮解决方案，未来产品升级与品类扩张是发展方向。新品开发包括老品类的升级与新产品的研发，二者是循环往复的过程。

■ **鲜食仍在探索期，三代机日益成熟。**鲜食现在是渠道与产品的尝试，亏损已大幅降低（16年亏损约4500万）。目前鲜食已有持续盈利的商业模式，正在探索从战略上如何支持公司可持续发展。从产品端看公司对于菜肴类产品研发深度更全，包括主食以及菜肴产品。从渠道端看，除了自有机器外，还为小型便利店（自己无工厂提供盒饭服务的便利店）提供产品。三代机已有改进：一是SKU数量增加；二是可单独取放；三是有展示功能。按照现在测试结果，规模化生产后鲜食项目已可盈利。鲜食模式一旦成功，标志公司从备餐市场切入正餐领域，将带来巨大成长空间。

■ **盈利预测与投资建议：**预计17-19年公司营收增+15%、+14%、+13%；净利+204%、+63%、+42%，EPS分别为0.15、0.24、0.34元。考虑到公司主业营收增速可保持双位数增长，净利率处于回升趋势，鲜食三代机成功概率高，且公司17年仅1.27倍PS估值仍低，维持“增持”投资评级。

■ **风险提示：**主业增长低于预期与食品安全事件。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

[mahb@dwzq.com.cn](mailto:mahb@dwzq.com.cn)

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

[zhangyg@dwzq.com.cn](mailto:zhangyg@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	8.61
一年最低价/最高价	7.59/12.2
市净率	3.61
流通市值（亿）	49.14

### 基础数据

每股净资产	2.39
资产负债率	46.60
总股本（百万股）	814.68
流通股A股（百万股）	570.73

### 相关研究

1. 三全食品：营收增速持续回暖，利润回升趋势不变——20170421
2. 三全食品：业绩如期增长，改善趋势确立——20170425

图表 1: 三全食品三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2189.8</b>	<b>2516.1</b>	<b>2896.7</b>	<b>3152.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>4781.0</b>	<b>5502.2</b>	<b>6252.7</b>	<b>7064.2</b>
现金	602.1	650.0	783.7	778.2	营业成本	3101.1	3547.3	4009.2	4491.3
应收款项	465.7	580.2	659.4	745.0	营业税金及附加	46.9	54.0	61.4	69.3
存货	987.8	1129.9	1277.0	1430.6	营业费用	1417.3	1558.2	1719.5	1907.3
其他	134.2	155.9	176.5	198.8	管理费用	197.3	231.1	250.1	275.5
<b>非流动资产</b>	<b>1962.3</b>	<b>2039.2</b>	<b>2128.9</b>	<b>2229.4</b>	财务费用	4.1	5.4	4.9	4.3
长期股权投资	0.2	0.2	0.2	0.2	投资净收益	4.1	4.1	4.1	4.1
固定资产	1583.5	1667.9	1764.8	1872.1	其他	-11.5	-0.0	0.0	0.0
无形资产	223.2	215.8	208.6	201.6	<b>营业利润</b>	<b>6.8</b>	<b>110.2</b>	<b>211.7</b>	<b>320.5</b>
其他	155.4	155.4	155.4	155.4	营业外净收支	57.4	50.0	50.0	50.0
<b>资产总计</b>	<b>4152.1</b>	<b>4555.3</b>	<b>5025.6</b>	<b>5381.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>64.2</b>	<b>160.2</b>	<b>261.7</b>	<b>370.5</b>
<b>流动负债</b>	<b>2020.8</b>	<b>2363.9</b>	<b>2736.1</b>	<b>2953.4</b>	所得税费用	24.7	40.1	65.4	92.6
短期借款	19.9	314.4	300.0	300.0	少数股东损益	-0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1088.2	1215.9	1390.5	1548.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>39.5</b>	<b>120.2</b>	<b>196.2</b>	<b>277.9</b>
其他	912.7	833.6	1045.5	1104.8	EBIT	18.3	111.5	212.5	320.8
<b>非流动负债</b>	<b>216.0</b>	<b>216.0</b>	<b>216.0</b>	<b>216.0</b>	EBITDA	127.7	260.8	379.8	504.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	216.0	216.0	216.0	216.0	每股收益(元)	0.05	0.15	0.24	0.34
<b>负债总计</b>	<b>2236.8</b>	<b>2579.9</b>	<b>2952.1</b>	<b>3169.4</b>	每股净资产(元)	2.34	2.42	2.54	2.71
少数股东权益	5.2	5.2	5.2	5.2	发行在外股份(百万股)	814.7	814.7	814.7	814.7
归属母公司股东权益	1910.1	1970.2	2068.3	2207.2	ROIC(%)	0.5%	3.9%	7.0%	10.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4152.1</b>	<b>4555.3</b>	<b>5025.6</b>	<b>5381.9</b>	ROE(%)	2.1%	6.1%	9.5%	12.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	35.1%	35.5%	35.9%	36.4%
经营活动现金流	336.6	34.4	503.2	417.0	EBIT Margin(%)	0.4%	2.0%	3.4%	4.5%
投资活动现金流	-114.1	-220.9	-257.0	-283.6	销售净利率(%)	0.8%	2.2%	3.1%	3.9%
筹资活动现金流	-232.6	234.4	-112.5	-138.9	资产负债率(%)	53.9%	56.6%	58.7%	58.9%
现金净增加额	-9.0	47.9	133.7	-5.5	收入增长率(%)	12.8%	15.1%	13.6%	13.0%
企业自由现金流	256.5	-217.9	209.4	96.1	净利润增长率(%)	13.1%	204.4%	63.3%	41.6%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

