

# 三全食品 (002216)

## 2Q17营业利润同比增74%，延续反转之路

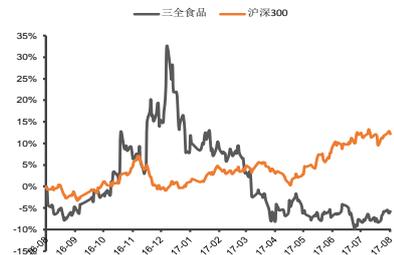
### 强烈推荐 (维持)

现价: 8.67 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/10.34%
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)	70.63
流通 A 股市值(亿元)	49.48
每股净资产(元)	2.39
资产负债率(%)	46.60

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《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》 2017-04-24  
 《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

#### 证券分析师

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

#### 研究助理

刘彪 一般从业资格编号  
 S1060117050002  
 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN  
 蒋寅秋 0755-33547523  
 JIANGYINQIU660@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17年中报, 1H17实现营收28.4亿, 同比增12.3%; 归母净利0.73亿, 同比增16.7%; 每股收益0.09元。测算2Q17收入11.5亿, 同比增10.4%; 归母净利0.46亿, 同比增6.7%; 每股收益0.06元。公司预计1-3Q17归母净利润同比增0-30%。

#### 平安观点:

- 2Q17 营收同比+10.4%，营业利润同比 73.7%，基本符合预期；归母净利同比增 6.7%，略低于预期。
- 收入维持较快增长，全年有望实现 10-15%增速：公司自 2Q16 已连续 5 个季度营收增速维持在 10%上，营收推动力体现在：1、渠道调整效果显现，经销商占比超 50%，且动力加强；2、产品结构升级，公司在产品创新上走在行业前列，儿童水饺及私厨、炫彩等产品系列均为行业首创，且渠道改革提升高端产品在经销商体系的渗透率。3、龙凤并表不利因素已消除，产品线完成整合，销售独立，现已实现扭亏为盈，往后看双品牌发力，有望进一步提升公司市占率和影响。
- 面点及其他、汤圆增速快，各产品线毛利率略升：分产品看，1H17 面点及其他、汤圆、水饺收入同比增速较快，分别为 18%、16%、10%，其中中高端炫彩小汤圆、儿童水饺增速较快，粽子或受产品抽检影响收入降 4% 但体量较小整体影响不大。各产品线毛利率均略有提升，一定程度上受益于年初以来猪价下滑。鲜食业务亏损收窄，估计亏约 1000 万，未来食品工业化符合中国消费趋势，鲜食值得期待。
- 营业利润、利润总额增 74%、31%，利润率拐点已过：1H17 营业利润、利润总额分别增 93%，37%，2Q 增 74%、31%；行业竞争现趋缓迹象，2Q 销售费用率降 1.4pct；管理费用率略增 0.5pct，因 1500 万股股权激励费用确认；净利率 4%，降 0.1pct，受递延所得税资产转回同比增加影响较

	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)	201.4	178.1	70.6	33.1	20.6
P/B(倍)	3.7	3.7	3.6	3.3	3.0

多。因 2Q16 利润基数大，是 16 利润大季，17 年利润弹性体现在其他季，下半年尤为明显，全年看营收较快增长+产品结构升级+费用率下降，三全延续反转之路。

- **盈利预测：**维持 17、18 年盈利预测不变，预计 17-18 年 EPS0.12、0.26 元，同比增 152%、113%，动态 PE71、33 倍。三全不利因素基本已消除，行业竞争趋缓、渠道调整效果显现、龙凤整合完毕。未来营收或将保持较快增长，高端产品继续发力，三全龙凤双品牌进一步提升份额，鲜食业务值得期待。公司业绩增速持续回暖，反转之路越走越好，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。

图表1 中报快读：2Q17收入增10.4%，净利增6.7%

单位：百万元，元/股

	2Q16	2Q17	QoQ	1H16	1H17	HoH	
营业收入	1043.8	1152.5	10.4%	2529.7	2840.4	12.3%	
营业成本	657.7	730.7	11.1%	1640.9	1836.8	11.9%	
<b>毛利</b>	<b>386.1</b>	<b>421.7</b>	<b>9.2%</b>	<b>888.8</b>	<b>1003.6</b>	<b>12.9%</b>	
<b>毛利率</b>	<b>37.0%</b>	<b>36.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>35.1%</b>	<b>35.3%</b>	<b>0.2%</b>	
营业税金及附加	11.9	14.7	23.9%	24.5	34.8	42.3%	
销售费用	287.5	301.1	4.7%	723.4	775.0	7.1%	销售费用率同比下降
管理费用	48.7	60.0	23.0%	81.0	103.3	27.5%	1500 万股股权激励费用确认
财务费用	2.9	-2.9	-199.0%	3.8	-1.7	-144.8%	利息支出减少
资产减值损失	0.8	-0.7	-179.8%	5.6	5.3	-5.4%	
公允价值变动收益	-1.2	0.0	-100.0%	-1.2	0.0	-100.0%	
投资收益	3.6	1.9	-47.0%	3.3	2.6	-20.3%	
<b>营业利润</b>	<b>36.6</b>	<b>63.6</b>	<b>73.7%</b>	<b>52.7</b>	<b>101.7</b>	<b>93.1%</b>	
<b>营业利润率</b>	<b>3.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.5%</b>	
营业外收入	15.4	4.5	-71.1%	30.3	12.1	-60.1%	
营业外支出	0.8	1.2	49.4%	1.0	1.2	26.5%	
<b>利润总额</b>	<b>51.3</b>	<b>66.9</b>	<b>30.5%</b>	<b>81.9</b>	<b>112.5</b>	<b>37.3%</b>	
所得税	7.8	20.6	162.6%	19.5	39.6	103.1%	递延所得税资产转回同比增加
所得税率	15.3%	30.8%	15.5%	23.8%	35.2%	11.4%	
<b>净利润</b>	<b>43.4</b>	<b>46.3</b>	<b>6.7%</b>	<b>62.4</b>	<b>72.9</b>	<b>16.8%</b>	
少数股东损益	0.0	0.0	0.0%	0.0	0.1	-	
归属于母公司净利润	43.4	46.3	6.7%	62.4	72.8	16.7%	
<b>净利率</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.1%</b>	
<b>EPS</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>6.7%</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>16.7%</b>	

资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

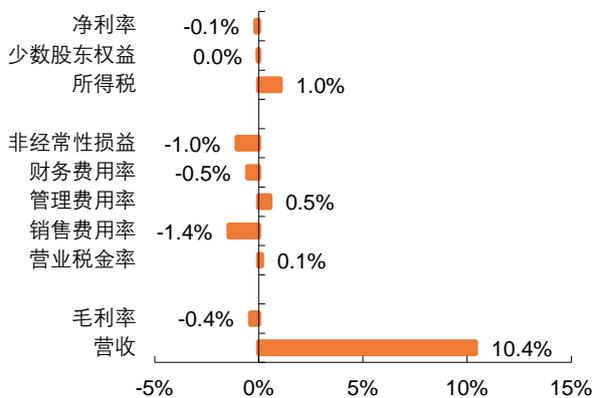
图表2 1H17汤圆增15.8%，水饺增9.7%，面点及其他增17.7%，粽子降4.4%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17
水饺	755.2	887.7	762.2	886.4	813.3	1013.9	892.4
同比增长	20.6%	6.2%	0.9%	-0.2%	6.7%	14.4%	9.7%
毛利率	35.9%	40.8%	36.0%	34.4%	34.6%	33.0%	35.2%
同比变化	-1.0%	4.4%	0.1%	-6.4%	-1.4%	-1.3%	0.5%
汤圆	834.4	456.4	843.6	390.3	886.8	543.3	1026.9
同比增长	17.0%	6.1%	1.1%	-14.5%	5.1%	39.2%	15.8%
毛利率	33.6%	32.5%	34.0%	42.6%	36.6%	52.9%	36.9%
同比变化	-2.3%	-3.0%	0.5%	10.2%	2.6%	10.2%	0.2%
面点及其他	433.8	463.6	487.0	585.6	583.9	649.8	687.0
同比增长	23.2%	15.8%	12.3%	26.3%	19.9%	11.0%	17.7%
毛利率	31.5%	26.1%	28.8%	21.3%	30.0%	26.3%	30.3%
同比变化	-2.9%	2.3%	-2.7%	-4.8%	1.2%	5.0%	0.3%
粽子	192.2	56.3	199.0	67.9	239.8	37.1	229.3
同比增长	26.7%	-35.0%	3.6%	20.7%	20.5%	-45.4%	-4.4%
毛利率	48.3%	-3.1%	46.4%	-3.3%	43.1%	-15.4%	43.4%
同比变化	-2.4%	-26.5%	-1.9%	-0.1%	-3.3%	-12.2%	0.3%

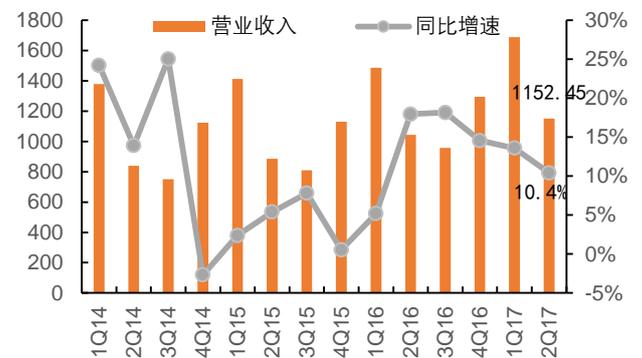
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 2Q17净利的同比变动主要来自营收增长、所得税的增长和销售费用率的下降



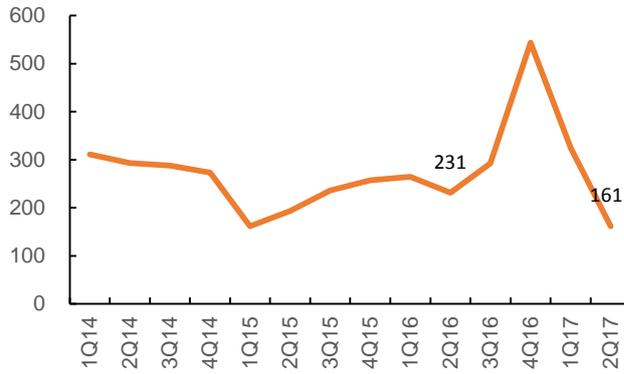
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表4 2Q营收同比增10.4%



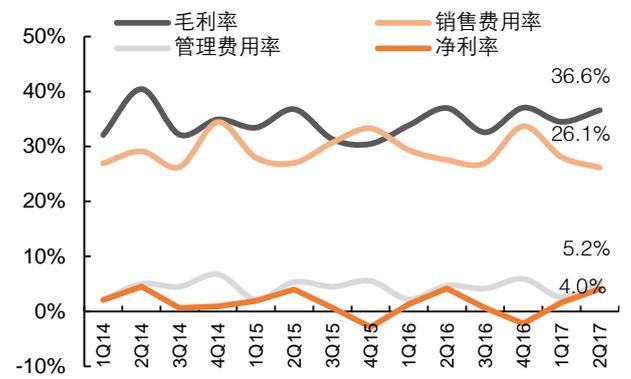
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表5 2Q17末预收款环比1Q17降至1.6亿 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表6 2Q17销售费用率同比下降，毛利率和净利率略降



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

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	178.1	70.6	33.1	20.6
P/B	3.7	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	56.9	35.1	20.6	13.6

## 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他人。

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。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 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