

公司调研点评

三全食品 (002216)

食品饮料 | 食品加工

行业龙头品牌力强，餐饮业务未来可期

2019年11月10日

评级 **谨慎推荐**

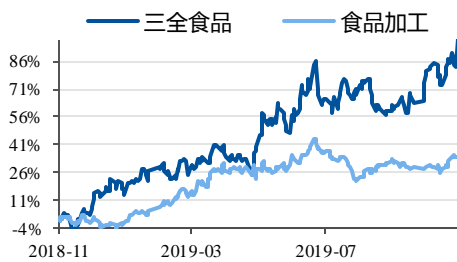
评级变动 首次

合理区间 **10.8-12.15元**

交易数据

当前价格 (元)	11.72
52周价格区间 (元)	5.68-11.89
总市值 (百万)	9397.28
流通市值 (百万)	6620.48
总股本 (万股)	80181.56
流通股 (万股)	56488.71

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
三全食品	13.13	15.92	100.63
食品加工	3.78	10.52	35.55

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

何颖

执业证书编号: S0530519070004
heyiny@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403345

分析师

0731-89955758

研究助理

0731-84403358

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	5255.87	5539.32	5716.57	5978.39	6277.31
净利润 (百万元)	72.02	101.90	128.85	212.61	279.45
每股收益 (元)	0.09	0.13	0.16	0.27	0.35
每股净资产 (元)	2.49	2.57	2.74	2.94	3.21
P/E	120.80	85.37	67.52	40.92	31.13
P/B	4.35	4.22	3.96	3.69	3.38

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 2019年11月7日, 我们与公司管理层进行了交流。

投资要点:

- 速冻龙头尽显优势, 着手进军餐饮市场。**早期公司渠道结构由商超主导, 近年来公司开拓餐饮市场, 基于自身产品研发、生产及采购规模化能力、质量管控与冷链配送平台等优势, 为连锁餐饮提供一站式标准化及个性化产品的食材供应服务, 目前餐饮业务业绩保持高速增长。
- 三季报情况: 渠道结构优化, 整体盈利改善。**公司收入端今年年初受猪瘟事件影响, 主营产品销售端同比增速大幅下滑, 直至三季度事件影响逐渐削弱, 增速回复至正常水平。利润方面, 因餐饮业务低费用的属性, 其营收占比的提升助推业务盈利性改善, 此外公司对费用也实施了一定的管控。2019年三季度公司收到两笔政府补贴 (分别为1057.39万元、1088.37万元), 叠加费用与渠道结构的利好, 最终利润增长超市场预期。
- 未来看点: 绿标餐饮循序渐进, 红标零售推陈出新。**公司在餐饮服务行业内核心竞争力强, 业务有较大的发展空间, 同时餐饮营收占比的提升将支撑公司整体净利率持续改善。红标传统业务方面, 公司一方面削减低效单品, 一方面研发鲜食类、短保类产品向便利店等新零售渠道推广。此外, 以业绩增长为导向的部门绩效考核制度收效良好, 今年已引入红标业务团队, 预期将充分调动团队运作效率。
- 投资建议与盈利预测。**公司是速冻行业龙头具有品牌优势, 未来餐饮结构占比提升、红标新品放量将为业绩提升提供强劲支撑; 此外, 公司还加大了原材料猪肉的囤积, 成本端稳定后更可加速利润释放。我们预计公司2019-2021年营收分别为57.16/59.78/62.77亿元, 净利润为1.29/2.13/2.79, EPS为0.16/0.27/0.35元, 目前股价对应PE分别为74/43/33倍。目前速冻行业的同业公司估值均在40倍左右, 公司属于龙头企业拥有品牌优势, 同时餐饮业务成长空间较大, 因此可承担一定的估值溢价, 我们给予公司2020年40-45倍PE, 股价合理区间为10.8-12.15元。目前股价已进入合理区间, 首次推荐, 给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动风险; 食品安全风险; 餐饮渠道开拓不及预期风险**

1 公司简介：速冻龙头尽显优势，着手进军餐饮市场

速冻食品行业龙头，品牌渠道优势显著。三全食品股份有限公司成立于 2001 年，于 2008 年在深交所上市。公司的主营业务是速冻汤圆、水饺、粽子、面点等速冻米面食品和常温方便食品的生产及销售。公司是国内首家速冻米面食品企业，生产能力和装备水平平均处于国内领先地位，产品研发能力强；此外，公司地处丰产小麦、优质畜产品生产加工的农业大省河南，坐落于国内重要交通枢纽郑州，具有先天的区域性优势。历经多年耕耘，公司已是中国生产速冻食品最早、规模最大、市场网络最广的企业之一，市场占有率多年位居行业第一，具有较强的品牌优势。

设立餐饮事业部，推行渠道结构多样化。早期公司渠道结构由商超主导，近年来公司着手开拓餐饮市场，基于自身的产品研发、生产及采购规模化能力、质量管控与冷链配送平台等优势，为连锁餐饮提供一站式标准化及个性化产品的食材供应服务，比如预制半成品等，目标是成为“餐桌美食供应商的领导者”。餐饮部门的销售模式是“直销+经销覆盖”，一方面与百胜、海底捞、呷哺呷哺直接达成深度合作，为各个知名餐饮连锁机构供应定制化产品；一方面通过经销商推广销售“三全”品牌的标品来覆盖市场上快餐、火锅等的餐饮市场，实现渠道下沉。2018 年年中公司将“绿标”餐饮业务作为独立事业部运作，产品与原“红标”传统业务有一定差别，部门激励制度相较以前也更能动员员工积极性，目前公司餐饮业务业绩保持高速增长。

图 1：三全食品的红标与绿标



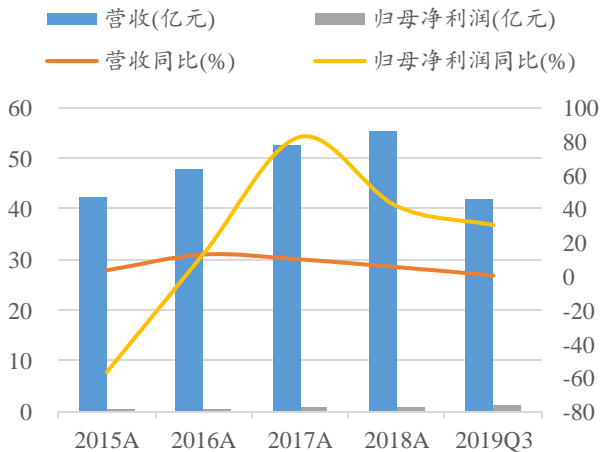
资料来源：公司官网，财富证券

2 三季报情况：渠道结构优化，整体盈利改善

猪瘟影响逐渐减弱，餐饮业务增厚净利。公司 2019 年前三季度实现营收 42.10 亿元，同比增长 0.43%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比增长 30.26%；实现扣非后的归母净利润 0.87 亿元，同比增长 17.43%。2019 年单三季度实现营收 11.68 亿元，同比增长 4.78%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 280.26%；实现扣非后的归母净利润 0.12 亿元，同比增长 139.21%。**收入：**今年年初受猪瘟事件影响，公司主营产品销售端同比增速大幅下滑，直至三季度事件影响逐渐削弱，增速回复至正常水平。**利润：**今年以来，因餐饮业务低费用的属性，其营收占比的提升助推业务盈利性改善，此外公司对费用也实施了一定的管控。2019 年三季度公司收到两笔政府补贴(分别为 1057.39 万元、1088.37 万元)，叠加费用与渠道结构的利好，最终利润增长超市场预期。

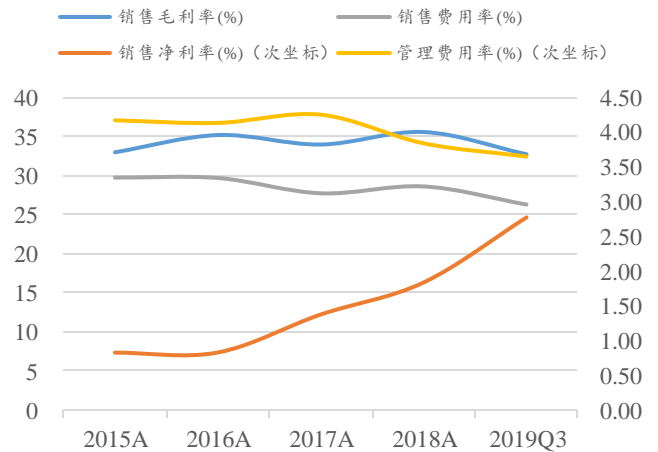
多项调整助推费用下行，整体盈利能力改善。今年以来猪肉价格延续上涨态势，成本压力下公司销售毛利率同比降低 1.52 个百分点至 32.68%。在费用方面，公司今年以来主动进行费用管控，叠加渠道结构的调整、部门考核机制的优化，公司整体经营效率有所改善，销售/管理费用率同比下降 0.63/0.11 个百分点至 26.25%/3.64%。最终销售净利率同比提升 0.63 个百分点至 2.77%。

图 2：2015A-2019Q3 公司业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财富证券

图 3：2015A-2019Q3 公司盈利能力变化



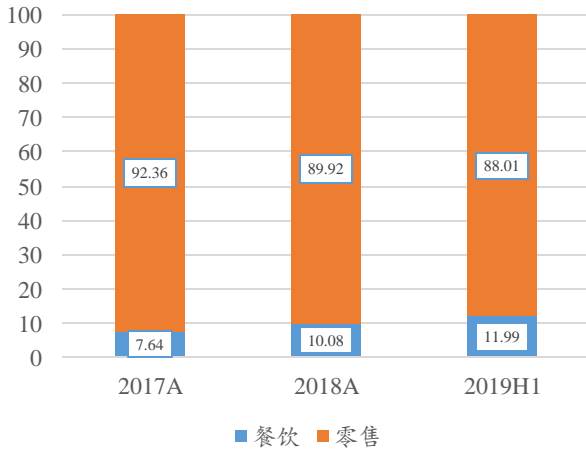
资料来源：WIND 数据库，财富证券

3 未来看点：绿标餐饮循序渐进，红标零售推陈出新

餐饮行业稳步扩张，快餐与连锁造就第三方需求。近年来，我国餐饮行业整体规模持续扩大，2018 年全国餐饮业收入达到了 4.2 万亿元，同比增长 9.5%，增速高于同期社会消费品零售总额增速。此外，由于消费人群对餐饮品牌、品质的要求提升，以及连锁化经营的规划及品牌效应，我国餐饮行业连锁化程度也在逐渐增强。公司将绿标业务定位于，作为第三方供应商，为知名连锁品牌与小型餐饮业客户提供标准化的产品，以提升客户餐品的稳定性，并削弱原材料、人力等成本波动带来的风险，提升客户的经营效率。

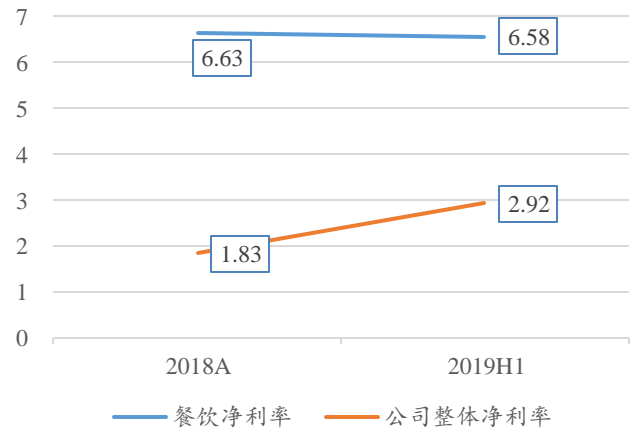
速冻龙头优势凸显，整体净利改善可期。公司作为速冻产品的龙头品牌价值高，同时研发实力雄厚、生产规模大、冷链系统成熟，可及时、高效地为客户提供针对性的产品。目前市场目前暂未出现具有话语权的龙头品牌，公司核心竞争力强，餐饮业务仍有较大的发展空间。2019 年上半年，公司餐饮市场实现营收 3.65 亿元，同比增长 42.45%；实现归母净利润 2356.62 万元，同比提升 130.58%。餐饮业务的净利率为 6.58%，远高于公司整体净利率。2019H1 餐饮业务的营收占比为 11.99%，同比去年提升 3.67 个百分点，餐饮营收占比的提升将平滑费用，支撑公司整体净利率持续改善。

图 4: 2017A-2019H1 公司零售与餐饮渠道营收占比(%)



资料来源: WIND 数据库, 财富证券

图 5: 2018A-2019H1 餐饮业务与整体净利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 财富证券

新产品新渠道, 传统红标注入活力。红标传统业务方面, 2019 年上半年公司零售业务实现营收 26.77 亿元, 在总营收中占比较高, 但同比下降 5.11 个百分点。目前国内零售渠道的速冻产品市场格局已相对稳定, 三全是行业龙头, 市占率近 30%。但由于商超渠道的新品进场费、合同费、促销活动等费用较多, 公司在该渠道的盈利水平不高, 营收增长也因竞争激烈面临瓶颈。今年以来, 公司一方面削减低效单品, 一方面研发鲜食类、短保类产品向便利店等新零售渠道推广。目前鲜食业务快速成长, 2019H1 营业收入同比增长 223.9%, 当期亏损额收窄。此外, 已在绿标团队实行的、以业绩增长为导向的部门绩效考核制度收效良好, 今年已引入红标业务团队, 预期将充分调动团队运作效率。新模式成熟后有望改善零售业务盈利能力, 为公司贡献业绩。

4 投资建议与盈利预测

公司是速冻行业龙头具有品牌优势, 未来餐饮结构占比提升、红标新品放量将为业绩提升提供强劲支撑; 此外, 公司还加大了原材料猪肉的囤积, 成本端稳定后更可加速利润释放。我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 57.16/59.78/62.77 亿元, 净利润为 1.29/2.13/2.79, EPS 为 0.16/0.27/0.35 元, 目前股价对应 PE 分别为 68/41/31 倍。目前速冻行业的同业公司估值均在 40 倍左右, 公司属于龙头企业拥有品牌优势, 同时餐饮业务长期来看成长空间较大, 因此可承担一定的估值溢价, 我们给予公司 2020 年 40-45 倍 PE, 股价合理区间为 10.8-12.15 元。目前股价已进入合理区间, 首次评级, 给予公司“谨慎推荐”评级。

5 主要风险提示

原材料价格波动风险; 食品安全风险; 餐饮渠道开拓不及预期风险。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5255.87	5539.32	5716.57	5978.39	6277.31	成长性					
减:营业成本	3,472.84	3,571.72	3,875.84	4,032.43	4,230.91	营业收入增长率	9.9%	5.4%	3.2%	4.6%	5.0%
营业税费	54.46	59.61	58.95	61.58	65.65	营业利润增长率	1352.6%	31.6%	28.1%	66.1%	31.4%
销售费用	1,455.29	1,582.52	1,503.46	1,464.71	1,475.17	净利润增长率	82.5%	41.5%	26.4%	65.0%	31.4%
管理费用	223.15	193.64	185.79	185.33	194.60	EBITDA 增长率	19.2%	52.7%	26.7%	38.1%	21.6%
财务费用	-6.42	-4.16	-6.93	-10.41	-13.94	EBIT 增长率	203.9%	173.6%	75.4%	66.7%	31.3%
资产减值损失	22.32	50.12	-16.00	-10.00	-10.00	NOPLAT 增长率	830.0%	53.5%	27.9%	66.7%	31.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.7%	-6.0%	4.4%	-19.3%	-8.0%
投资和汇兑收益	5.23	8.70	50.00	20.00	26.23	净资产增长率	4.6%	2.9%	6.5%	7.5%	9.1%
营业利润	98.18	129.19	165.46	274.76	361.16	利润率					
加:营业外净收支	8.24	3.81	1.70	1.00	1.00	毛利率	33.9%	35.5%	32.2%	32.6%	32.6%
利润总额	106.41	133.00	167.16	275.76	362.16	营业利润率	1.9%	2.3%	2.9%	4.6%	5.8%
减:所得税	34.31	31.51	38.45	63.43	83.30	净利润率	1.4%	1.8%	2.3%	3.6%	4.5%
净利润	72.02	101.90	128.85	212.61	279.45	EBITDA/营业收入	2.7%	4.0%	4.9%	6.4%	7.4%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	0.6%	1.6%	2.8%	4.4%	5.5%
货币资金	693.87	833.00	833.55	1,242.30	1,536.76	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	93	99	100	89	78
应收帐款	477.10	368.92	617.03	378.95	650.11	流动营业资本周转天数	-28	-34	-35	-32	-33
应收票据	12.73	11.57	25.60	10.48	24.93	流动资产周转天数	156	157	168	175	191
预付帐款	26.63	25.36	73.92	16.41	71.84	应收帐款周转天数	31	27	31	30	30
存货	1,030.63	1,012.25	1,168.07	1,138.07	1,268.46	存货周转天数	69	66	69	69	69
其他流动资产	136.33	214.70	139.33	163.46	172.50	总资产周转天数	292	292	299	294	298
可供出售金融资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	投资资本周转天数	84	80	77	68	55
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.31	0.22	0.22	0.22	0.22	ROE	3.6%	4.9%	5.9%	9.0%	10.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	2.2%	2.6%	4.4%	5.1%
固定资产	1,411.14	1,648.84	1,536.14	1,423.44	1,310.74	ROIC	5.2%	7.5%	10.3%	16.4%	26.6%
在建工程	222.74	154.10	154.10	154.10	154.10	费用率					
无形资产	217.18	211.30	205.00	198.71	192.42	销售费用率	27.7%	28.6%	26.3%	24.5%	23.5%
其他非流动资产	133.81	129.40	139.52	134.24	134.39	管理费用率	4.2%	3.5%	3.3%	3.1%	3.1%
资产总额	4,362.47	4,609.69	4,892.51	4,860.40	5,516.49	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	70.00	70.00	-	-	-	三费/营业收入	31.8%	32.0%	29.4%	27.4%	26.4%
应付帐款	1,439.01	1,156.00	1,752.56	1,276.74	1,865.72	偿债能力					
应付票据	5.50	83.30	36.00	38.84	48.60	资产负债率	54.1%	55.3%	55.1%	51.5%	53.3%
其他流动负债	643.67	1,030.44	699.86	979.77	821.04	负债权益比	117.7%	123.5%	122.8%	106.0%	114.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.10	1.05	1.15	1.29	1.36
其他非流动负债	200.69	207.57	208.09	205.45	207.04	速动比率	0.62	0.62	0.68	0.79	0.90
负债总额	2,358.87	2,547.32	2,696.52	2,500.80	2,942.40	利息保障倍数	-5.15	-21.76	-22.88	-25.39	-24.91
少数股东权益	5.33	-0.32	-0.45	-0.73	-1.31	分红指标					
股本	812.65	809.66	801.82	801.82	801.82	DPS(元)	0.02	0.03	0.04	0.06	0.08
留存收益	1,215.90	1,294.58	1,394.63	1,558.51	1,773.59	分红比率	22.6%	23.8%	22.4%	22.9%	23.0%
股东权益	2,003.59	2,062.37	2,195.99	2,359.60	2,574.09	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	72.10	101.49	128.85	212.61	279.45	EPS(元)	0.09	0.13	0.16	0.27	0.35
加:折旧和摊销	110.34	128.57	118.99	118.99	118.99	BVPS(元)	2.49	2.57	2.74	2.94	3.21
资产减值准备	22.32	50.12	-	-	-	PE(X)	120.80	85.37	67.52	40.92	31.13
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.35	4.22	3.96	3.69	3.38
财务费用	-6.42	2.42	-6.93	-10.41	-13.94	P/FCF	161.00	48.92	1,477.88	19.23	24.19
投资收益	-5.23	-8.70	-50.00	-20.00	-26.23	P/S	1.66	1.57	1.52	1.46	1.39
少数股东损益	0.08	-0.41	-0.13	-0.27	-0.59	EV/EBITDA	56.39	36.14	27.91	19.16	15.12
营运资金的变动	15.62	388.27	-182.01	126.12	-39.03	CAGR(%)	43.3%	40.1%	48.3%	43.3%	40.1%
经营活动产生现金流量	351.17	489.11	8.77	427.05	318.66	PEG	2.79	2.13	1.40	0.94	0.78
投资活动产生现金流量	-254.42	-316.34	50.00	20.00	26.23	ROIC/WACC	0.49	0.72	0.98	1.56	2.54
融资活动产生现金流量	10.86	-60.79	-58.23	-38.30	-50.43	REP	12.92	9.26	6.38	4.69	3.01

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438