

三全食品 (002216.SZ) 买入 (首次评级)

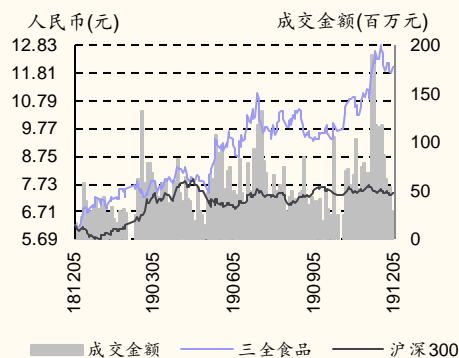
公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.06 元

目标价格 (人民币): 14.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通 A 股(亿股)	5.65
总市值(亿元)	96.15
年内股价最高最低(元)	12.83/10.85
沪深 300 指数	3879
中小板综	9106



改革加速利润释放, 餐饮扩大渠道覆盖

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.09	0.13	0.18	0.25	0.33
每股净资产(元)	2.46	2.55	2.70	2.91	3.21
每股经营性现金流(元)	0.43	0.60	0.23	0.45	0.63
市盈率(倍)	91	58	68	48	36
净利润增长率(%)	82.45%	41.49%	38.25%	41.38%	33.33%
净资产收益率(%)	3.60%	4.94%	6.45%	8.44%	10.21%
总股本(百万股)	812.65	809.66	799.26	799.26	799.26

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **速冻食品供需两旺, 三全领军速冻米面:** 我国速冻食品人均消费量预计随着城镇化率提升、社会分工明确和烹饪时间缩短等持续提升, 向发达国家靠拢; 同时国家支持冷链物流发展等都给予行业增长的动能, 供需两旺预计速冻食品行业将维持两位数的高速增长。速冻米面是占比最高的速冻食品品类, 产值超过 800 亿。三全是速冻米面行业知名度最高的企业, 产能储备、产品研发和渠道覆盖均做到行业第一, 已形成了极强的竞争壁垒, 看好公司携手行业共同成长。
- **改革窗口期, 聚焦利润释放:** 公司正值积极改革新阶段, 加速利润释放是改革的核心: 产品端加快新品研发和市场投放, 实现结构升级并扩大目标消费群; 渠道端注重餐饮渠道建设, 将公司在 C 端的优势延伸至 B 端的同时提升盈利能力; 内部考核更加注重利润的增长, 倒逼费用投放有效性的提升。我们看好公司此次以改革促发展, 解决内忧外患, 进入利润释放新周期。
- **餐饮渠道价值凸显, 推动收入扩张、利润优化:** 连锁化餐饮飞速发展、人工成本上升等推动标准化餐饮原料供应需求的快速提升, 公司瞄准赛道机会积极布局。公司通过直营+经销的模式加快渠道覆盖的步伐, 与多家知名连锁品牌签订合作, 2018 年餐饮业务收入 5.58 亿, 净利润 3702 万, 占比分别达到 10%和 36%, 已成为收入扩张、利润优化的核心动力。餐饮业务净利率 (6.6%) 远高于原有零售业务 (1.3%), 且公司餐饮渠道仍在开发初期, 未来有望随着规模扩张进而提升公司盈利能力。
- **上下游议价能力优异, 降低费用率是提升净利率的核心:** 资产端来看, 公司近几年应付账款周转天数超过 100 天, 应收账款周转天数不足 25 天, 展现了超强的上下游议价能力, 处产业链核心位置。利润端来看, 公司净利率较低主要受销售费用率高企压制, 随着公司改变战略方向, 提升利润考核的重要性, 有望实现“有质量”的成长。我们长期看好公司聚焦费用投放效率, 提升利润空间。

投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 56.2/62.3/68.2 亿, 同比 +1.4%/10.8%/9.5%; 实现归母净利润 1.4/2.0/2.7 亿, 同比 +38.3%/41.4%/33.3%; 实现每股收益 0.18/0.25/0.33 元, 当前股价对应 PE 分别为 69/49/36 倍。给予 2020 年 56 倍估值, 目标价 14 元。

风险提示

- 行业竞争加剧、原材料成本上涨、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

1、中国速冻食品行业领跑者	5
2、速冻米面行业积累深厚，传统渠道深度覆盖	6
2.1 速冻米面行业发展正酣	6
2.2 产品：速冻米面开创者，研发能力行业领先	8
2.3 建设了完善的冷链物流体系	11
2.4 三全+龙凤双子星品牌竞争力足	12
3. 餐饮渠道散发新活力	13
3.1 行业标准化程度不高，竞争格局未定	13
3.2 三全瞄准赛道机会，积极布局	14
3.3 餐饮业务提升业绩规模，优化盈利能力	15
4. 线上战场方启，三全加速掘金	16
4.1 速冻行业线上规模超百亿，阿里京东齐发力	16
4.2 速冻米面线下优势向线上延伸	17
4.3 三全积极布局，差异化产品打造亮点	18
5. 周转效率领先，盈利能力持续改善	19
5.1 稳中有升，毛利率水平行业领先	19
5.2 上下游议价能力强，ROE 持续改善	23
6. 盈利预测	26
7. 风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：18 年水饺与汤圆合计营收占比超过 60%	5
图表 3：18 年水饺与汤圆合计毛利占比达到 70%	5
图表 4：18 年餐饮业务占营收比重超 10%	6
图表 5：餐饮行业收入维持 10% 增速	6
图表 6：全球速冻食品行业规模（亿美元）	6
图表 7：中国速冻食品行业规模（亿元）	6
图表 8：速冻米面总产值超过 800 亿	7
图表 9：速冻米面分品类需求（亿元）	7
图表 10：我国各类速冻食品人均消费量仍然较低（kg/人/年）	7
图表 11：速冻米面行业竞争格局	7
图表 12：冷链物流行业规模超过 3000 亿	8
图表 13：政策端为冷链物流发展保驾护航	8
图表 14：16 年以来公司推出的部分新品	9
图表 15：公司五大生产基地	9
图表 16：公司产品结构不断多元化	10

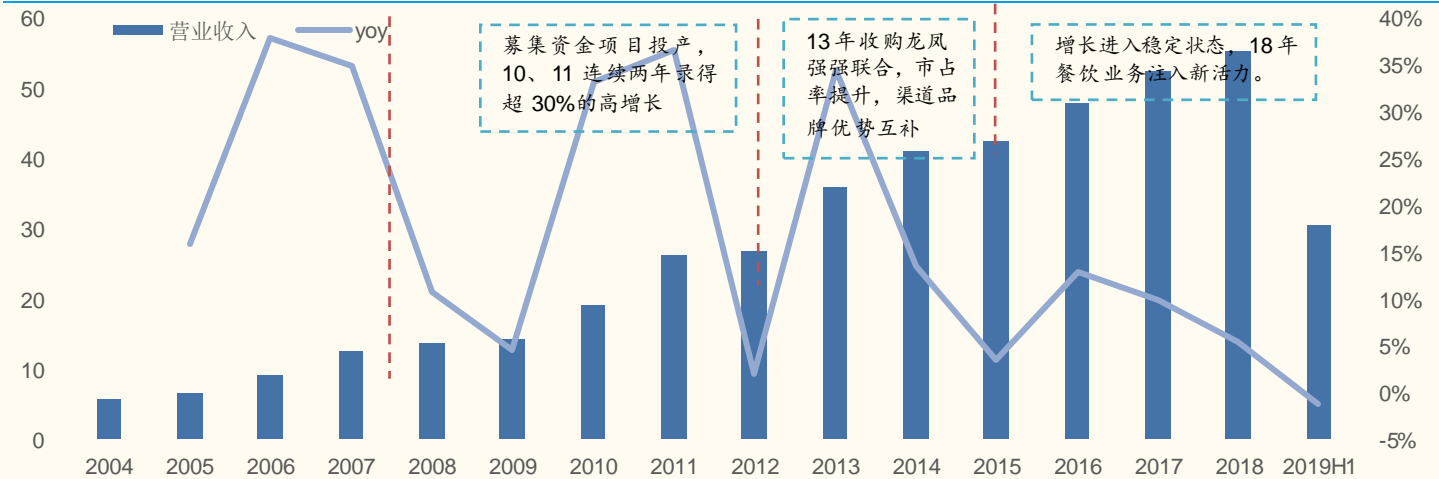
图表 17: 公司分业务毛利率情况.....	10
图表 18: 公司四大核心品类分析.....	10
图表 19: 公司建立了成熟的冷链运输体系.....	11
图表 20: 公司市占率超过 28%.....	12
图表 21: 龙凤品牌收入规模超 10 亿 (亿)	12
图表 22: 龙凤品牌利润逐步改善 (万)	12
图表 23: 公司拥有众多副线品牌.....	13
图表 24: 公司近两年加大综艺和电视剧投放.....	13
图表 25: 2019 年饭店各项成本变动情况.....	14
图表 26: 近两年商铺价格上涨明显 (元/日)	14
图表 27: 连锁餐饮企业逐年增加.....	14
图表 28: 餐饮类型占比.....	14
图表 29: 公司针对餐饮渠道研发多款产品.....	15
图表 30: 公司已经覆盖的部分客户.....	15
图表 31: 餐饮业务收入快速增长.....	16
图表 32: 餐饮业务净利润释放.....	16
图表 33: 速冻食品线上规模快速提升 (亿)	16
图表 34: 阿里面点品类各品牌市占率.....	17
图表 35: 京东面点品类各品牌市占率.....	17
图表 36: 阿里水饺/馄饨品类各品牌市占率.....	17
图表 37: 京东水饺/馄饨品类各品牌市占率.....	17
图表 38: 各品牌消费者分区域占比.....	18
图表 39: 公司线上水饺/馄饨逐月增长情况.....	18
图表 40: 公司粽子逐月增长情况.....	18
图表 41: 湾仔码头儿童水饺销售情况.....	19
图表 42: 三全儿童水饺销售情况.....	19
图表 43: 公司营业收入情况.....	19
图表 44: 公司分业务占比.....	19
图表 45: 各企业收入增速对比.....	20
图表 46: 公司毛利率持续波动.....	20
图表 47: 猪瘟影响敏感性测试.....	21
图表 48: 各公司毛利率对比.....	21
图表 49: 各公司速冻食品毛利率对比.....	21
图表 50: 各企业销售费用率对比.....	22
图表 51: 三全销售费用细拆 (亿)	22
图表 52: 各企业管理费用率对比.....	22
图表 53: 公司归母净利润变化情况 (亿)	22
图表 54: 各公司利润增速对比.....	23
图表 55: 公司净利率情况.....	23

图表 56: 公司归母净利润变化情况 (亿)	23
图表 57: 各公司资产负债率对比.....	24
图表 58: 各公司流动比率对比.....	24
图表 59: 各企业应收账款周转天数对比.....	24
图表 60: 各企业应付账款周转天数对比.....	24
图表 61: 各企业存货周转天数对比.....	24
图表 62: 各企业现金周转周期对比.....	24
图表 63: 各企业 ROE 对比	25
图表 64: 各企业 ROE 分项对比	25
图表 65: 各企业核心财务指标对比.....	25
图表 66: 公司分业务预测.....	26
图表 67: 可比公司盈利预测.....	27

1、速冻食品行业领跑者

- 公司前身是成立于 1993 年的郑州三全食品厂，2008 年在中小板成功上市。公司始终专注于汤圆、饺子、面点等速冻食品的研发、生产与销售，作为国内第一颗速冻汤圆、第一只速冻粽子的发明者，三全食品历经 26 年的发展已经成为国内速冻食品行业的龙头企业。

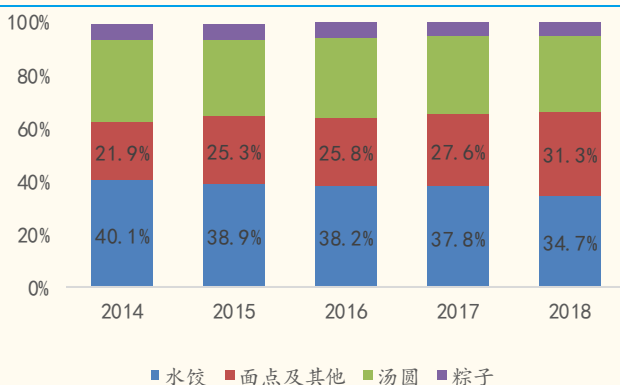
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

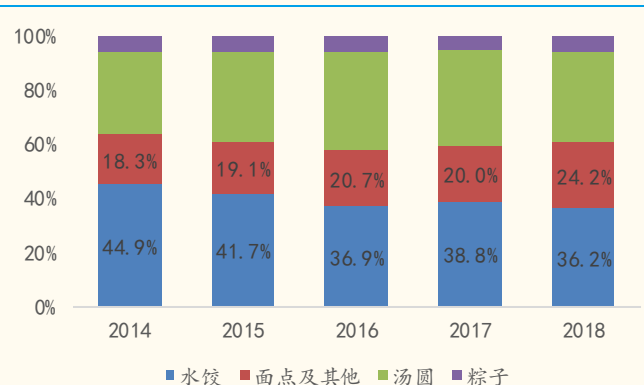
- 速冻汤圆、水饺是主要收入与利润来源，速冻米面占比提升。公司主要产品是速冻汤圆和水饺，2018 年水饺和汤圆分别占营收 34.7%和 28.7%，占毛利 36.2%和 33.7%，是公司收入与利润的主要贡献点。水饺和汤圆是公司整个速冻食品行业的传统支柱产品，但随着近年来消费升级，大众饮食需求也日益多元，新品层出不穷填补市场空白并抢占传统食品市场。2014 年-2018 年水饺与汤圆合计营收占比从 71.6%下降到 63.4%，毛利占比从 75.3%下降至 70%。公司新品研发力度向“速冻面点及其他食品”倾斜，面点及其他产品的营收和毛利占比呈现逐年上升趋势，14-18 年间营收占比增长了 10 个百分点，毛利占比增长了 6 个百分点。公司强大的新品的研发能力赋予公司乃至整个速冻食品行业更多的可能性。

图表 2：18 年水饺与汤圆合计营收占比超过 60%



来源：公司公告、国金证券研究所

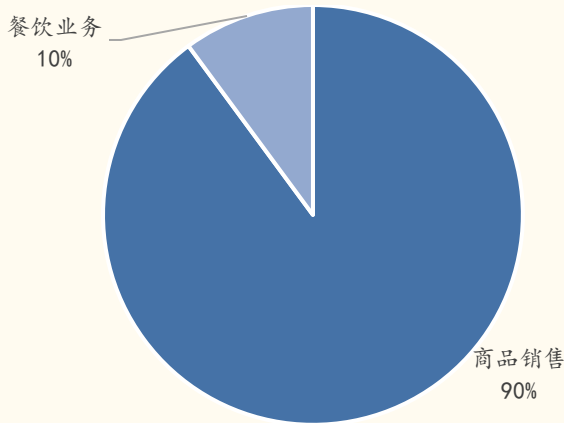
图表 3：18 年水饺与汤圆合计毛利占比达到 70%



来源：公司公告、国金证券研究所

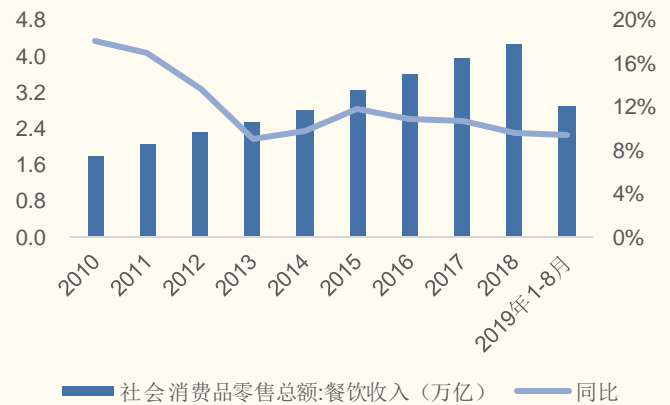
- 渠道重大战略调整，重点发力餐饮业务市场。公司作为速冻食品行业领跑者，在研发能力、品牌影响力以及生产各环节的把控力等方面都有打入餐饮市场的先天优势。公司战略调整后资源投放亦开始向餐饮业务倾斜，辅以餐饮行业自身高景气的东风，餐饮业务未来有望成为公司收入利润新的增长点。18 年公司餐饮业务交出满意成绩，实现收入 5.58 亿元，实现毛利 1.37 亿元，收入、毛利分别占公司总体的 10%、7%；实现净利润 3702.4 万，同比增长 997.56%。

图表 4：18 年餐饮业务占营收比重超 10%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：餐饮行业收入维持 10% 增速



来源：wind、国金证券研究所

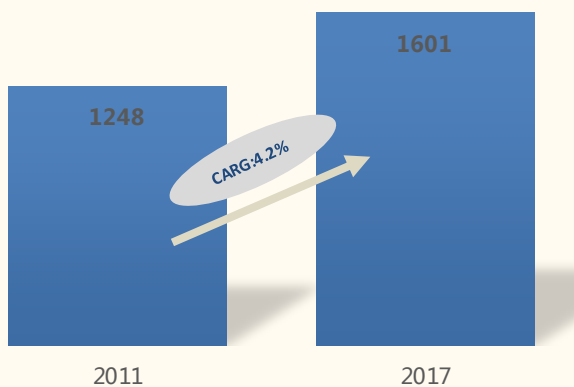
2、速冻米面行业积累深厚，传统渠道深度覆盖

2.1 速冻米面行业发展正酣

2.1.1 速冻食品提高居民生活便捷性

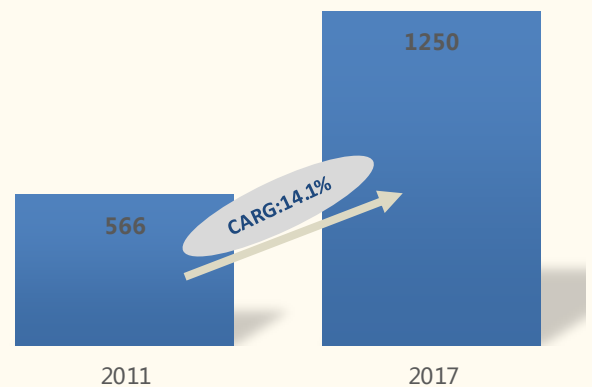
- 国内速冻行业加速成长：**国内速冻行业虽然起步较晚，但发展迅速。2011 年全球速冻食品行业规模约为 1248 亿美元，国内仅为 566 亿元；到了 2017 年全球速冻食品行业规模达到 1601 亿美元，年复合增长 4.2%，国内的速冻行业规模增长到 1250 亿元，年复合增长 14.1%，国内速冻行业增速高于世界平均水平，加速成长。

图表 6：全球速冻食品行业规模 (亿美元)



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

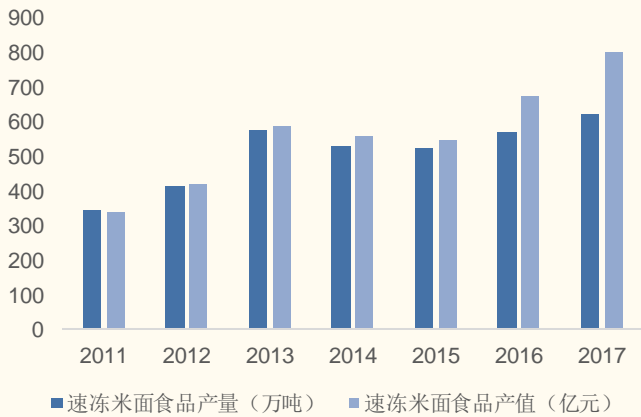
图表 7：中国速冻食品行业规模 (亿元)



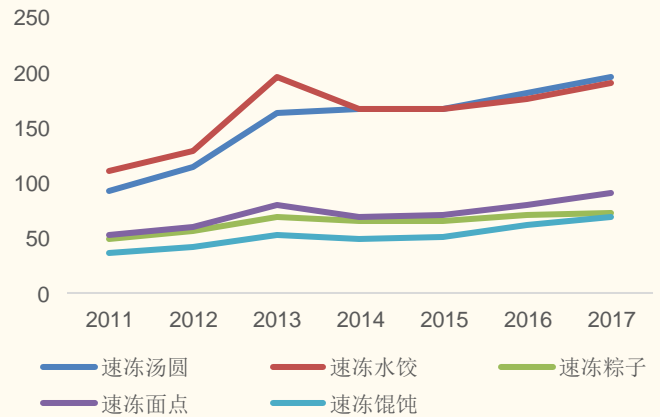
来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

- 速冻米面占整个市场规模的 64%：**速冻食品中速冻米面作为规模最大、发展最为成熟的品类，占整个速冻产业市场规模的 64%，我国农业大国也为速冻米面制品提供了足够的原材料。速冻米面行业得益于技术不断发展和物流配送产业的不断成熟，2017 年速冻食品产量达到 951.7 万吨，总产值超过 800 亿，其中速冻汤圆和速冻水饺仍是需求量最大的品类。

图表 8：速冻米面总产值超过 800 亿



图表 9：速冻米面分品类需求 (亿元)

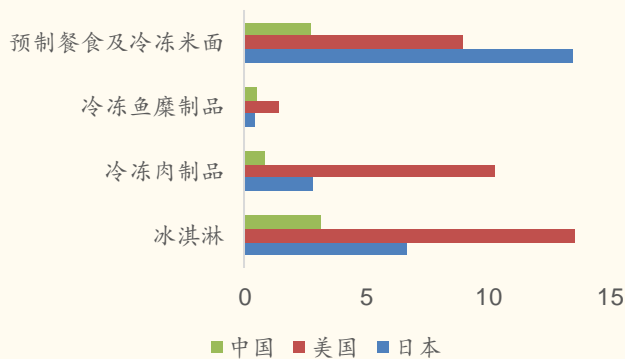


来源：智研咨询、国金证券研究所

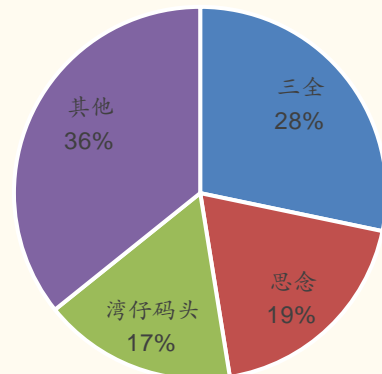
来源：智研咨询、国金证券研究所

- **我国人均消费量仍有较大提升空间：**我国速冻食品仍在成长阶段，与城市化率高、社会分工更为明确和速冻食品行业发展更为成熟的美国、日本相比，人均消费量仍然较低。对比来看，日本人民速冻食品消费主要集中在预制餐食及速冻米面，而美国人民消费速冻肉制品和冰淇淋的量更大；国内消费者的速冻食品消费集中在预制餐食及速冻米面，速冻鱼糜制品和速冻肉制品人均消费量不足 1 千克。四大类速冻产品中，国内的人均消费量与美、日两国均有较大的差异；并且国内城市化率、冷链行业发展等都仍有提升空间，预计未来人均消费量也将随着行业规模的扩张而持续提升。
- **行业三足鼎立，新进入者差异化突围：**经过多年的整合的发展，国内速冻米面行业竞争格局已相对成熟。行业三大领跑者三全、思念和湾仔码头经过多年的行业探索和渠道扩张占据近 7 成市场份额。随着速冻食品用户群体和使用场景的不断扩充，行业中也出现了安井、广州酒家等新进入者，新进入者主要通过差异化竞争，重点布局速冻面点等高景气度行业。整体来看，我们认为行业仍有成长空间，未来速冻米面公司成长一方面来自于品类扩张，另一方面来自于突破速冻米面结界向多品类速冻食品发展。

图表 10：我国各类速冻食品人均消费量仍然较低 (kg/人/年)



图表 11：速冻米面行业竞争格局



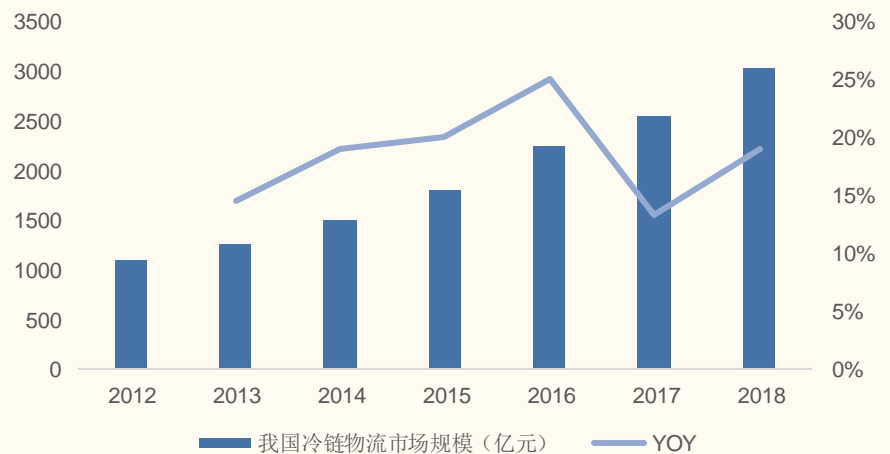
来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

2.1.2 冷链物流支持速冻行业发展

- **冷链物流行业蓬勃发展：**冷链物流是速冻行业发展的基础和支撑。近几年，国家出台相关政策，对冷链物流产业发展目标、冷链运输行业标准以及冷链物流供应链体系建设等方面给予了指导，推动其规范化成长。同时线上速冻行业的崛起也进一步推动了我国冷链物流行业的快速发展。我国冷链物流行业市场规模从 2012 年 1100 亿增长到 2018 年的 3035 亿，年复合增长 19%，市场规模也突破 3000 亿，预计我国冷链物流行业将与速冻食品行业继续携手增长。

图表 12：冷链物流行业规模超过 3000 亿



来源：wind、国金证券研究所

- 今年以来出台了多项冷链物流行业利好政策。2019 年 7 月份召开的中共中央政治局会议指出，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设；另外年初国家发改委、商务部等 24 个有关部门联合发布的《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》中，也涉及多项冷链物流发展意见；同时今年《餐饮冷链物流服务规范》行业标准的推广还将进一步加强；而《冷链物流分类与基本要求》国家标准也将进入编制起草阶段；多项政策密集出台利好行业发展。
- 冷链物流行业大发展将利好速冻米面行业：目前我国生鲜食品的综合冷链流通率仅 20% 左右，远低于欧美发达国家 90% 以上的水平，仍处在发展的初级阶段，无论保鲜量占比还是损耗率，与发达国家相比均有较大的差距。未来随着政策推动和食品药品安全意识的提升，冷链覆盖率和流通率有望得到较快提升；扩大冷链物流产品的覆盖范围和运输成本。速冻米面作为重要的冷链物流下游子行业，有望整体受益于冷链运输行业的成长和优化。

图表 13：政策端为冷链物流发展保驾护航

时间	颁发主体	政策文件&主要内容
2019 年 7 月 31 日	中央政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2019 年 2 月 26 日	初国家发改委、商务部等 24 个有关部门联合发布	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》 加强农产品物流骨干网络和冷链物流体系建设。探索开行国内冷链货运班列和“点对点”铁路冷链运输。
2018 年 9 月 1 日	市场监管总局	《市场监管总局办公厅关于加强冷冻冷藏食品经营监督管理的通知》 加强冷藏冷冻食品监督管理，严打违法违规行为。各地食品药品监督管理部门要强化对冷藏冷冻食品和食用农产品经营、贮存等场所的监督检查。
2018 年 3 月 22 日	商务部办公厅、国家标准化管理委员会办公室	《关于开展农产品冷链流通标准化示范工作的通知》 指出在农产品冷链温度监控、全程冷链、农产品产地预冷等方面对试点城市和试点企业加强指导和服务，推动试点城市和试点企业对照《工作通知》中评估考核要求加快示范

来源：公开资料，国金证券研究所

2.2 产品：速冻米面开创者，研发能力行业领先

2.2.1 产品上新效率行业第一，丰富产品品类

- 产品矩阵丰富：公司创始人陈泽民先生 1992 年研发出中国第一颗速冻汤圆，开启了国内速冻米面行业发展。1993 年成立公司前身三全食品厂后，继续在速冻米面行业深耕，研发了速冻水饺、速冻粽子、速冻面点和方便食品等产品，拥有超过 400 个产品矩阵。

- **具备行业前瞻力，上新效率行业第一：**公司不断推出新品提升产品竞争力和领先力，一方面持续在水饺、汤圆、粽子三大核心领域深耕，推出水晶汤圆、儿童水饺、私厨水饺、状元水饺和心愿粽等新品；另一方面近两年更是不断攻克难题，推出速冻牛排、速冻披萨、自热米饭、帕尼尼和台式红烧牛肉面等新品，强化在面点和方便食品领域的竞争力，公司是行业内较早推出自热食品的企业，拥有行业前瞻力和研发领先力。

图表 14：16 年以来公司推出的部分新品

时间	新品	产品图	所属品类
2016 年	自加热米饭（一碗饭）		面点及其他
	蒸蛋糕		面点及其他
2017 年	自加热火锅		面点及其他
2018 年	心愿粽		粽子
	超级小龙虾饺		水饺
2019 年	帕尼尼		面点及其他
	台式红烧牛肉面		面点及其他

来源：公司公告、公司官网、国金证券研究所

2.2.2 五大生产基地，产能行业领先

- 公司目前在郑州、成都、天津、太仓、佛山等五地建有生产基地，总产能超过 75 万吨，并拟建成都基地，通过遍布全国的生产基地提升产能供给和消费者覆盖。

图表 15：公司五大生产基地

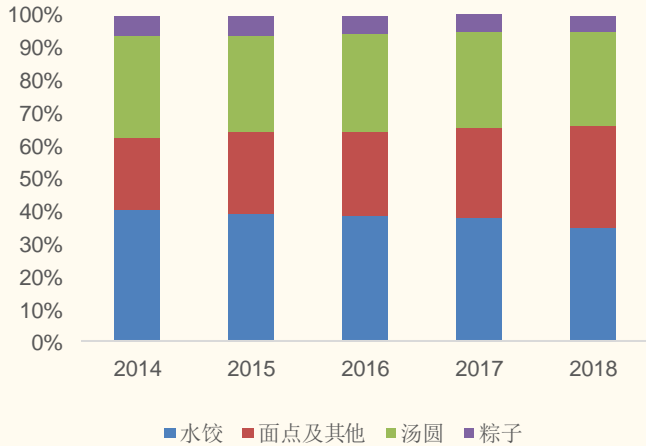
生产基地	产能	发展概述	基地分布
郑州基地	36.66 万吨	公司的大本营和核心基地市场	
成都基地	11 万吨	成都三全成立于 2004 年 8 月，上市后公司使用自有资金建立了成都新基地，2015 年建设完成，补充成都基地产能供给能力	
天津基地	9 万吨	公司上市前在天津仅有主营批发和零售的子公司，上市后建设了天津基地，累计投入超过 2 亿，2018 年建设基本完成，补充华北市场扩张的需求	
太仓基地	7 万吨	IPO 募集资金用于建设华东基地 120 吨/日速冻饺子车间、100 吨/日速冻汤圆车间、75 吨/日速冻面点车间、30 吨/日速冻粽子车间；形成日产各类速冻米面食品 325 吨、年产 7 万吨速冻食品的生产规模，是公司华东的核心基地	
佛山基地	11.76 万吨	公司 2013 年设立佛山全瑞，用以完善全国生产结构布局。截止 2018 年，华南基地建设已投入 2.7 亿，华南地区产能结构不断完善	
武汉基地	拟建	公司于 2018 年 10 月公告拟在武汉江夏区大桥现代产业园以全汉食品有限公司为实施主体建设三全食品长江中部基地，用地约 143 亩，投资总额约 8 亿元	

来源：公司公告、国金证券研究所

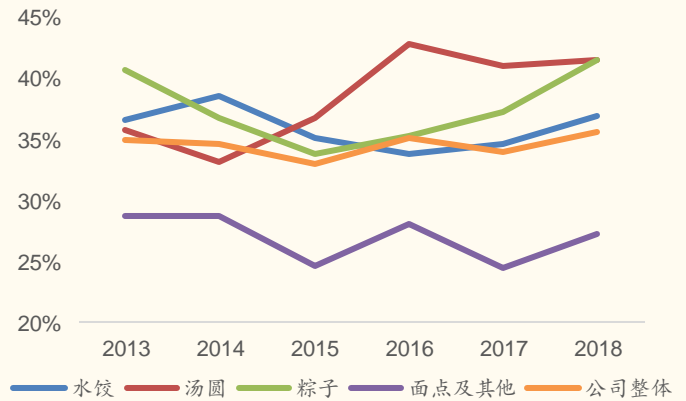
3.2.3 丰富的速冻米面产品矩阵，基础业务稳固

- **四大业务各有特色，结构不断多元化：**公司速冻米面业务结构完善，饺子、汤圆、粽子和面点业务持续增长，产品结构不断多元化。从结构来看，面点业务占比持续增长，饺子和汤圆业务占比略有下滑，粽子业务占比基本稳定。从毛利率来看，汤圆和粽子毛利率较高且不断提升，饺子毛利率在35%左右基本稳定，面点业务毛利率波动中上升。

图表 16：公司产品结构不断多元化



图表 17：公司分业务毛利率情况



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：公司四大核心品类分析

品类	发展分析	公司现状	分业务业绩
速冻汤圆： 三全首创， 突破场景限制	<ul style="list-style-type: none"> ■ 汤圆是中国传统消费：汤圆属于中国传统节日食品，消费区域性减弱但存在一定的季节性，每年10月到次年3、4月份的销售旺季占全年销售的60%左右。 ■ 速冻汤圆突破消费场景限制：自公司成功研发第一颗速冻汤圆以来，汤圆消费打破了时间和消费场景的限制，速冻汤圆的消费场景更多定义在早餐、夜宵及休闲食品。特别是在公司上线了小汤圆、水果汤圆等新品后，消费者粘性进一步提升，消费群体也逐年年轻化。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司作为行业领导者，规模超过15亿：2018年公司汤圆业务收入规模已达到15.87亿，上市10年年化增长达到15%，一直是公司的核心业务，通过公司的努力也不断使汤圆更加的日常和多元化。公司生产规模和效率的提升，汤圆业务毛利率稳中有升，2018年达到41.51%。汤圆未来仍将是公司的核心业务，公司仍将以汤圆行业领导者的姿态推动业务增长。 	
速冻水饺： 占比最高， 毛利率稳中有升	<ul style="list-style-type: none"> ■ 水饺是认知最为广泛的速冻食品：水饺在速冻食品中消费者认知度最广，占比最高。水饺在全国很多地区是作为正餐消费的，消费频次和消费数量较大，并且没有明显的季节差异。速冻水饺的出现解决了消费者想吃水饺但制作流程过于复杂的需求，不断改进的生产工艺也使得速冻水饺更加接近手工质感和口感。另一方面，水饺属于典型的“面包菜”，通过馅料和口味的多样化，也更容易研发新品，拓展产品品类、提升消费体验。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 速冻水饺毛利率稳中有升：公司速冻水饺也随着行业升级和消费者需求的变化不断升级，相继推出的状元水饺、灌汤水饺、私厨水饺、素水饺和儿童水饺产品受到消费者喜欢和认可。公司水饺业务收入规模从2008年的5.66亿增加到2018年的19.23亿，经历了快速成长期后进入稳健增长阶段，毛利率在35%左右稳定，但也能看到近几年随着高质高端产品销量增加，带动毛利率稳中有升。 	

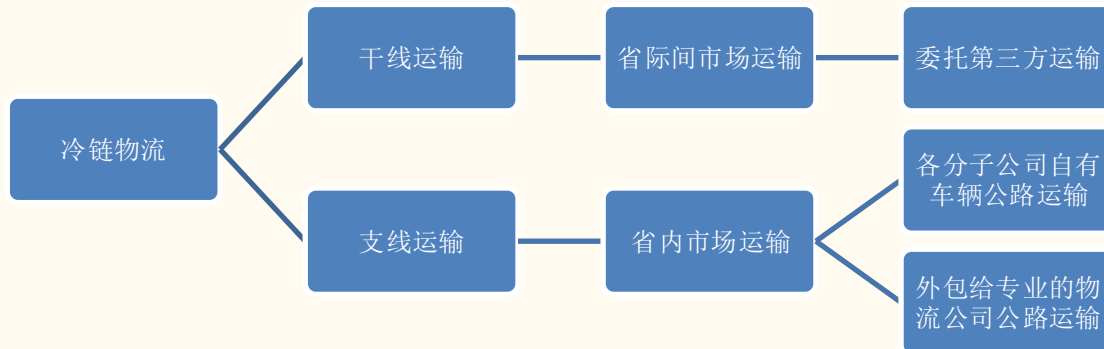
品类	发展分析	公司现状	分业务业绩
速冻粽子: 消费场景不断拉长, 业务规模稳定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 粽子消费场景和消费周期不断拉长: 粽子因原材料粽叶季节性较强以及端午节庆等因素, 季节性消费更为明显。近几年粽子消费也逐渐打破季节限制, 被消费者作为早点和日常充饥的点心食品, 消费场景和消费周期不断拉长。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司粽子业务规模基本稳定: 公司的速冻粽子主要定位于节日消费、早餐以及点心消费, 开发真空系列、区域性的特色产品和礼品系列等丰富产品种类。在公司的努力之下, 粽子业务稳中有升, 但粽子季节性消费属性依旧明显, 整体业务规模增长不大, 2018 年粽子业务实现收入 2.79 亿。 	
速冻面点: 种类丰富, 增长亮点	<ul style="list-style-type: none"> ■ 速冻面点因口味和工艺要求较高, 目前该产品多以广式点心和区域性特色产品为主。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 速冻面点业务快速增长: 公司速冻面点产品定位为早餐和正餐消费的主食, 开发了馒头、包子、手抓饼等产品, 实现全国推广。公司仍在不断开发新的面点产品, 满足其不断变化的需求, 相继推出的油条、手抓饼、速冻披萨等产品受到消费者喜欢。近几年面点业务依旧维持 20% 左右的稳定增长, 是公司业绩增长的核心推动力。2018 年速冻面点业务实现营业收入 17.36 亿, 同比增长 19.9%。 	

来源: 公司公告、国金证券研究所

2.3 建设了完善的冷链物流体系

- 公司拥有覆盖全国的冷链物流系统: 公司自成立之初便开始进行速冻生产和冷链物流的探索和建设, 已经建成了多个自动化立体冷库, 掌握产业链核心资源。公司在五大基地自建冷库, 拥有了覆盖 33 个大城市、1700 多个中小城市和县城的冷链运输网络, 在零售终端有超过 10 万台冷冻柜, 以确保产品始终新鲜安全。

图表 19: 公司建立了成熟的冷链运输体系



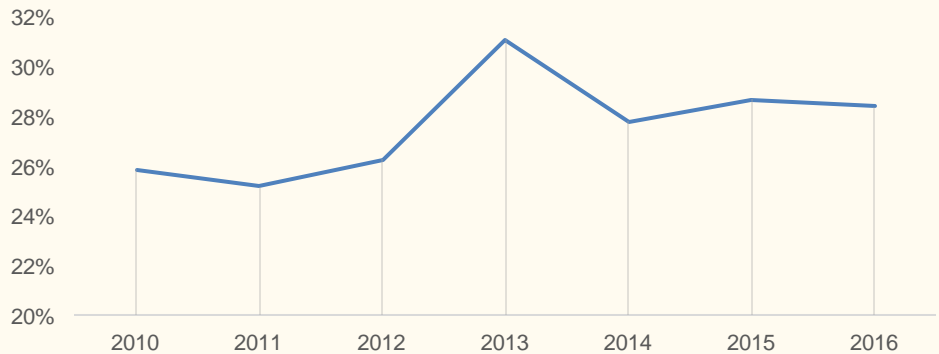
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 立体自动冷库, 产品新鲜可控: 公司建立了国内行业首个速冻 2 万吨数码电脑自动控制的立体自动冷库, 通过计算机管理实现库内装卸、堆垛作业、库温控制和制冷设备运行的自动化, 遵循“先进先出”进行订单式管理。立体自动冷库将国内冷冻食品管理和储藏水平提升到了全新的高度, 推动行业进步的同时提升产品质量保障能力。
- 整合冷链资源, 实现效用最大化: 2016 年公司成立冻到家物流有限公司, 打造覆盖全国, 集干线零担、城市配送、仓储、宅配、物流方案、数据处理、IT 服务等功能为一体的专业冷鲜物流运营商。冻到家运营过程中不仅负责三全自有产品的配送, 还服务第三方, 已经与上海的十多家大型商超开展配送合作, 服务超过十家的大型企业, 将冷链资源向社会开放, 实现冷链运输优势的效用最大化。

2.4 三全+龙凤双子星品牌竞争力足

- **三全市占率超过 28%:** 三全品牌自成立之初就是国内速冻米面的领军品牌和知名企业，引领国内速冻米面行业的发展。三全在国内的市场占有率达到 28%以上，连续多年位居行业第一。

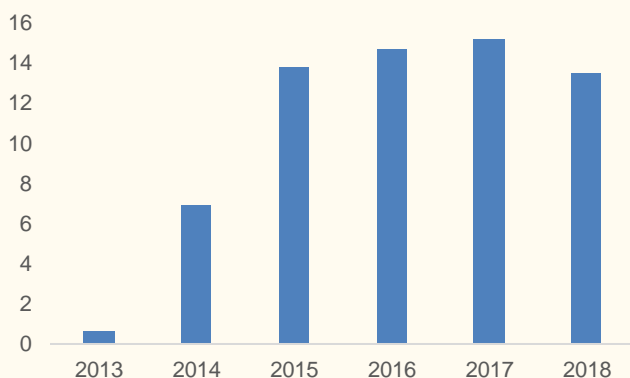
图表 20: 公司市占率超过 28%



来源: 公司官网、国金证券研究所

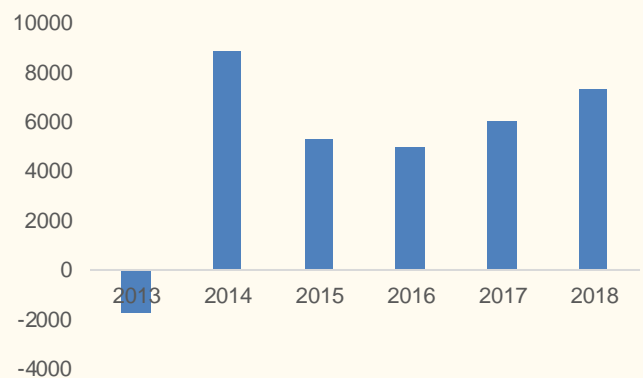
- **收购龙凤, 增加品牌势能:** 龙凤食品 1977 年成立于中国台湾, 1992 年进入大陆, 曾是国内速冻行业的知名企业。龙凤食品 2004 年被亨氏收购, 2004-2007 年市场占有率基本稳定在 10-11%, 位居行业第三。2008 年龙凤经营开始走下坡路, 2012 年市占率仅为 4%, 市场份额持续萎缩。2013 年三全通过现金收购各龙凤实体, 正式将龙凤品牌并入三全体内, 公司拥有两大速冻食品知名品牌。
- **龙凤并入三全后, 一改业绩颓势重回增长:** 2013 年龙凤正式并入三全后, 当年仍在整合改革期, 收入仅 6300 万, 仍在亏损。2014 年开始在上海、北京等地拥有较高知名度的龙凤汤圆、龙凤水饺等借助三全的渠道优势大力进行市场拓展, 实现双剑合璧, 2014 年收入规模便超过 6 亿, 净利润超过 8000 万, 重新进入速冻食品领先行列。经过公司和龙凤管理层的共同努力, 2018 年上海国福龙凤有限公司实现营业收入 13.44 亿, 净利润 7332 亿元, 成为公司业绩增长的重要组成部分。

图表 21: 龙凤品牌收入规模超 10 亿 (亿)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 22: 龙凤品牌利润逐步改善 (万)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **培育副线品牌, 实现品牌与品类的匹配:** 公司在发展两大主品牌的同时着力培育了“三全凌”、“三全状元”、“面点坊”、“龙舟粽”、“果然爱”、“三全私厨”、“三全炫彩”、“三全儿童”等副品牌, 将副线品牌与细分品类或细分系列完全匹配。通过副线品牌既强化了三全的品牌影响力, 又帮助三全实现产品结构划分, 有助于公司通过针对性的产品覆盖更多的目标群体, 提升品牌质感和张力。

图表 23：公司拥有众多副线品牌



来源：公司官网、国金证券研究所

- **广告投放持续而有效：**三全是最早一批在央视投放广告的品牌，前期通过央视的平台和电视广告效应迅速打开品牌知名度，后续公司进一步将广告投放范围扩大至地方卫视；并不断拥抱新媒体、新营销渠道的转变，电梯广告、互联网广告、综艺冠名和电视植入等模式均成为三全品牌推广的重要渠道。特别是在近两年，三全通过冠名综艺《风味人间》、《大叔小馆》，植入电视剧《小欢喜》、《带着爸爸去留学》等美食、家庭类综艺和电视剧加大目标消费者的粘性和覆盖程度。公司用于推广的市场费用近两年维持在 5-6 亿，助力公司不断深化品牌影响力；同时近两年市场费用占营业收入的总比重持续下降，费用投放效率也在边际提升。

图表 24：公司近两年加大综艺和电视剧投放

年份	类别	冠名产品	节目	播出平台	冠名形式
2016	综艺	三全儿童水饺	我们的法则	安徽卫视	独家冠名
2017	综艺	三全儿童水饺	开心剧乐部	浙江卫视	独家冠名
2018	电视剧	三全儿童水饺	你和我的倾城时光	浙江卫视、东方卫视、爱奇艺、腾讯视频	特别赞助
2018	综艺	三全私厨水饺	风味人间	浙江卫视、腾讯视频	特别赞助
2018	综艺	三全儿童水饺	下一站传奇	东方卫视	节目指定产品
2019	综艺	三全水饺	大叔小馆	西瓜视频、江苏卫视	独家冠名
2019	电视剧	三全水饺	小欢喜	浙江卫视、东方卫视、爱奇艺、腾讯视频	广告植入
2019	电视剧	三全水饺	带着爸爸去留学	东方卫视、浙江卫视、腾讯视频、爱奇艺、优酷	广告植入

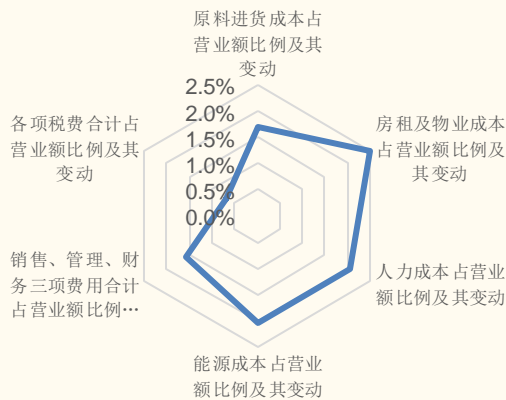
来源：百度百科、国金证券研究所

3. 餐饮渠道散发新活力

3.1 行业标准化程度不高，竞争格局未定

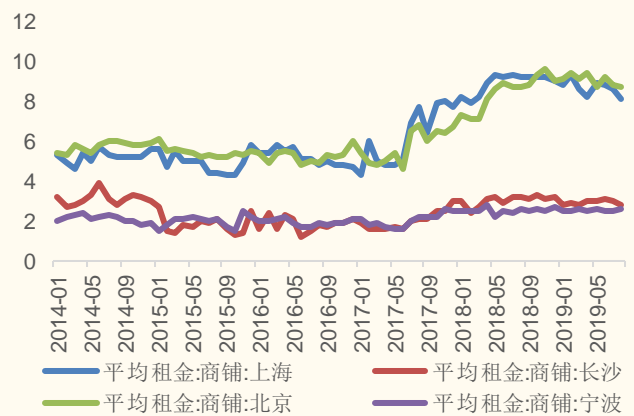
- **餐饮供应链兴起正当时：**中餐基础性原料多，基于商业模式全链条考虑规划的半成品、标准品较少。我国餐饮供应链标准化仍在起步阶段，目前仍面临着供应和销售两端小而散、交易环节众多、品种复杂而交易效率低下等问题。但随着连锁化餐饮飞速发展和人工成本上升等影响，国内供应链标准化餐饮成品或半成品正在兴起。
- **餐厅运营成本上涨：**虽然我国餐饮行业规模逐年攀升，但不可以否认餐厅经营的租金、人工和原材料等成本不断上涨，也使得餐饮业务成本承压。参考最新的《2019 年中国餐饮业年度报告》，各项成本占营业额比例较去年同期均有一定程度的上涨，其中人力成本和房租及物业成本占比分别同比提升 2.04pct/2.5pct，上涨最为明显。相应的一、二、三线城市的商铺租金自 2017 年开始出现明显的上涨。成本压力使得各餐饮主寻求更能降低成本和提升效率的方式。预制速冻食品一方面降低了食品制作的难度，提高出品稳定性和效率；更重要的是能够降低一定的人员和租金支出，解决餐饮业务面临的成本压力难题。

图表 25：2019 年饭店各项成本变动情况



来源：中国饭店协会、国金证券研究所

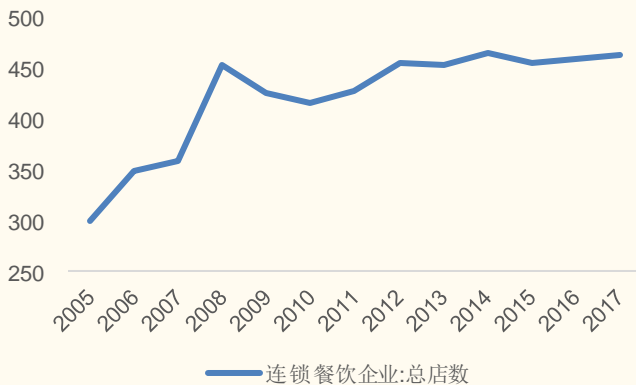
图表 26：近两年商铺价格上涨明显（元/日）



来源：wind、国金证券研究所

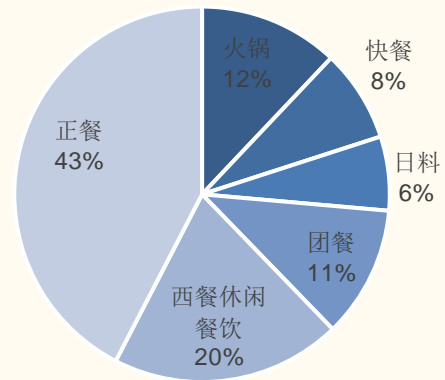
- **类标准化和连锁餐饮兴起：**中餐的特色在于多元化和烹饪技艺的差异化，依赖当地食材和厨师掌勺能力。但随着餐饮行业发展，也逐渐出现了复合调味料和预制食品等标准化半成品原料，还原菜品口味的同时提升效率和可复制性。餐饮内部业态也在不断调整，一方面连锁餐饮企业数量逐年上升，另一方面外卖和火锅成为近两年发展最快的两大类型。连锁餐饮对于统一原材料供给需求更高，半成品的预制食品很好的满足了需求。外卖主追求快速和便捷，火锅追求新鲜和多样，与半成品的应用场景匹配。

图表 27：连锁餐饮企业逐年增加



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 28：餐饮类型占比

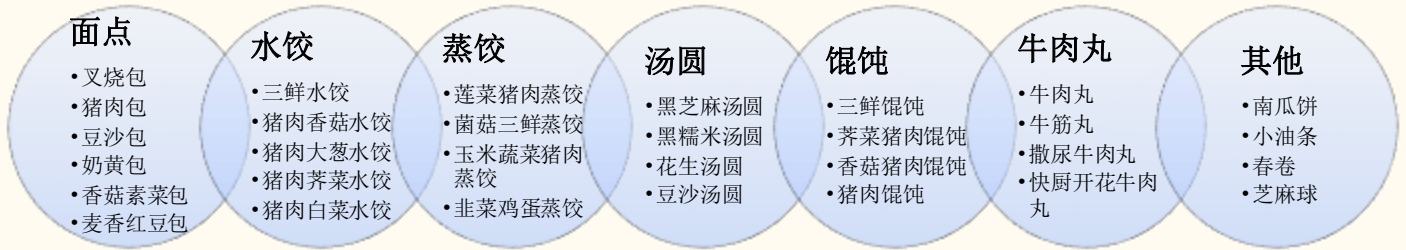


来源：中国饭店协会、国金证券研究所

3.2 三全瞄准赛道机会，积极布局

- **2016 年开始积极布局：**公司 2016 年成立郑州快厨餐饮管理有限公司开展餐饮渠道布局，进军潜力巨大的 B 端餐饮市场。基于公司自身的产品研发、生产及采购规模化能力、质量管控与冷链配送平台，积极开拓餐饮市场，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，将公司在 C 端建立的研发和品牌优势向 B 端延伸。
- **进行全品类的标准化产品供应：**公司以标准化团餐为应用场景，研发上市针对 B 端的面点、水饺、蒸饺、汤圆、馄饨、牛肉丸等餐饮产品，主打大包装、高效和便捷，也推出了彩蔬蒸饺等爆款产品。公司具备行业领先的冷冻食品研发制造能力，B 端业务上线后迅速研发了超过 50 种面向 B 端的标准化产品，将产品优势外延，具备 B 端业务发展的核心竞争力。未来有望继续拓展产品储备，以丰富的产品供应提升餐饮端用户粘性。

图表 29：公司针对餐饮渠道研发多款产品



来源：公司官网、国金证券研究所

- **直营+经销提升服务有效性：**公司大众餐饮通过经销商将流通渠道优势向餐饮拓展，直营以定制提升合作有效性。公司餐饮渠道通过“直营+经销覆盖”的模式深耕快餐、火锅、团餐等渠道场景，已经构建出服务于全国餐饮食材的经销服务网络，同时与知名餐饮连锁品牌形成深度合作，进入其供应链体系，构建品类+场景+通路的供应链矩阵结构，将三全的价值最大化。
- **渠道开发仍在初期：**公司标准化餐饮业务通过销售分公司与当地经销商对接，仍存较大的渠道拓展空间。一方面流通渠道与餐饮渠道经销商有一定的重合性，公司借助已有的稳定合作的经销商加速开拓餐饮业务；另一方面公司也通过新增专职餐饮经销商，拓展餐饮终端覆盖。
- **与多家知名连锁品牌合作：**公司通过直营服务百胜餐饮集团、海底捞、巴奴、呷哺呷哺、永和大王、真功夫、华住酒店集团、康帕斯和索迪斯等知名连锁品牌，为客户定制化的研制配套产品，实现双赢。公司研制的茴香小油条，在海底捞、巴奴等餐饮店成为爆款产品，验证了双赢互惠的逻辑，公司定制的牛肉丸等产品也受到餐饮店消费者的喜爱。

图表 30：公司已经覆盖的部分客户



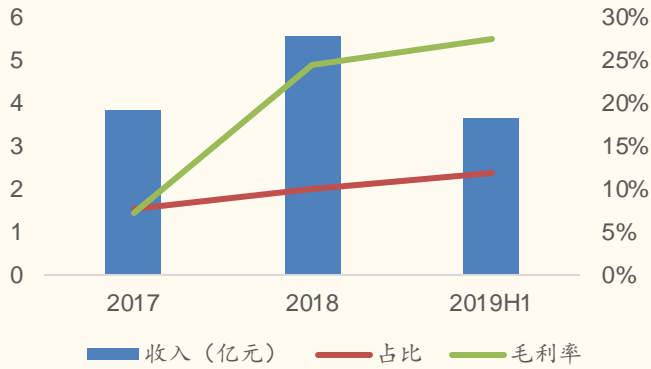
来源：公司公告、国金证券研究所

3.3 餐饮业务提升业绩规模，优化盈利能力

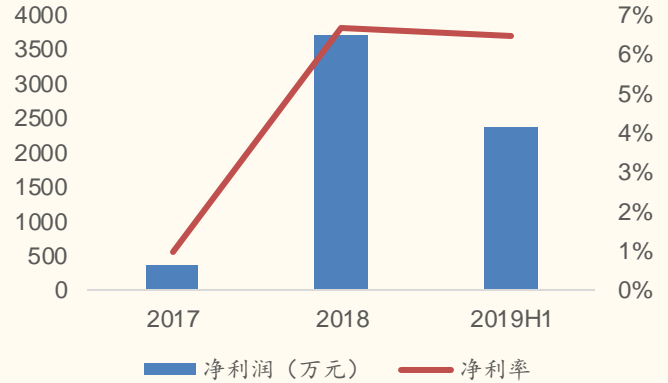
- **公司聚焦餐饮渠道后迎来高速增长：**公司 2018 年餐饮业务实现营业收入 5.58 亿，同比增长 46%，占收入的比重也从 7.6% 增加到 10.1%。2017 年餐饮业务净利润仅 337 万，2018 年餐饮业务实现利润已经达到 3702 亿，成为提升公司利润水平的重要渠道。2019 年上半年延续了高速增长，半年时间录得收入 3.65 亿，同比 42%，占收入的比重提升至 12%；实现净利润 2357 万，同比+131%，快速成长。

- **餐饮业务扩张带动公司整体利润率改善：**随着业务规模体量的提升，餐饮业务的毛利率实现有效的提升，从 17.3% 增长到 27.4%。同时由于餐饮业务销售费用投放低，用户粘性高，餐饮业务的净利率也远高于零售流通市场，2018 年餐饮业务实现净利率 6.6%，而零售市场仅为 1.3%，也带动公司整体净利率从 1.37% 提升到 1.83%。公司的餐饮业务目前仍处发展初期，未来随着规模扩张仍有带动利润率上行的空间，我们看好餐饮业务带动公司进入盈利能力提升的新阶段。

图表 31：餐饮业务收入快速增长



图表 32：餐饮业务净利润释放



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

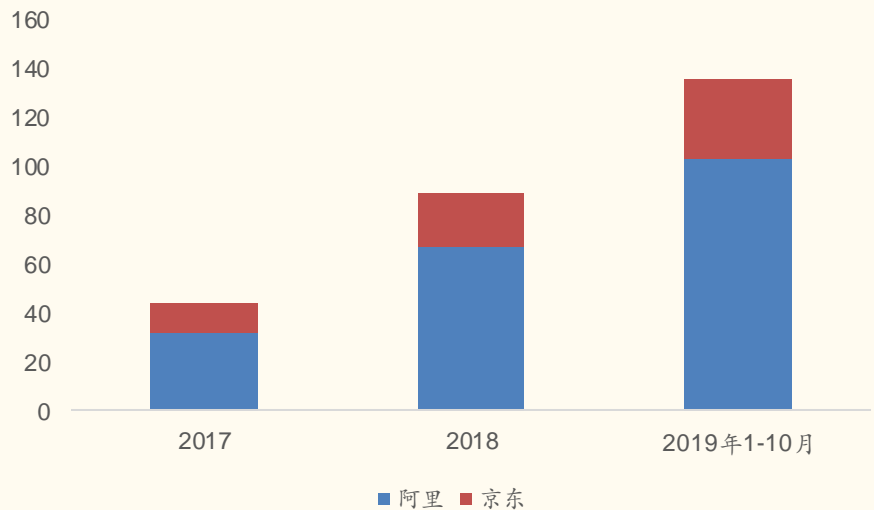
4. 线上战场方启，三全加速掘金

- 我们参考国金证券研究创新中心线上速冻业务数据，重点分析了速冻米面行业近两年的发展，线上渠道增长进入了加速期。

4.1 速冻行业线上规模超百亿，阿里京东齐发力

- **线上速冻市场规模超百亿，进入高速增长通道：**2018 年阿里和京东两大平台的线上速冻食品整体销售额超过 98 亿，同比增长 102%；19 年前 10 个月线上速冻食品销售规模已达到 135.4 亿，继续维持 108% 的高速增长。虽然目前线上渠道仅占速冻食品市场规模的 7%，但正处高速增长通道。线上速冻业务的飞速增长主要得益于运输成本的有效降低，过去每单的仓储+配送的成本合计近 30 元，现在各大电商平台通过线下前置仓和门店结合等方式正在大幅降低速冻物流运输成本，线上速冻食品的增长通道开启。

图表 33：速冻食品线上规模快速提升 (亿)

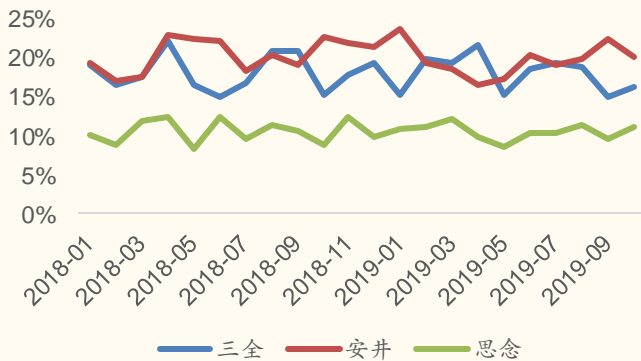


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

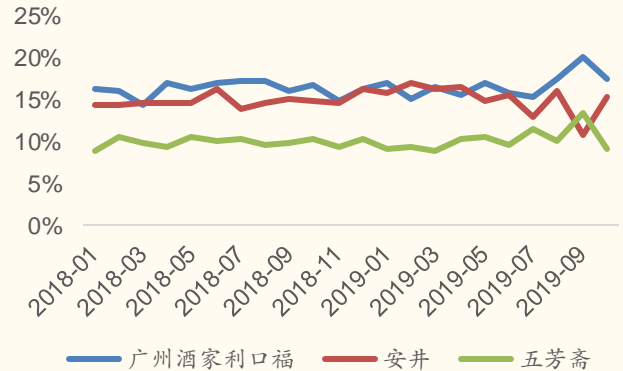
4.2 速冻米面线下优势向线上延伸

- **优势企业从线下延伸至线上：**面点、水饺、汤圆三大速冻米面品类中市占率前三的品牌仍以传统优势品牌居多，三全、湾仔码头和思念等品牌市占率在线上依旧领先；其中三全位列阿里面点品类第二、水饺品类第三和京东水饺品牌第二；湾仔码头的水饺在两大平台均位列第一。
- **互联网渠道出现网红品牌：**米面制品中也出现了如船歌鱼水饺和缸鸭狗等网红品牌在京东排名靠前，互联网已经成为品牌发展差异化突围的重要渠道。

图表 34：阿里面点品类各品牌市占率



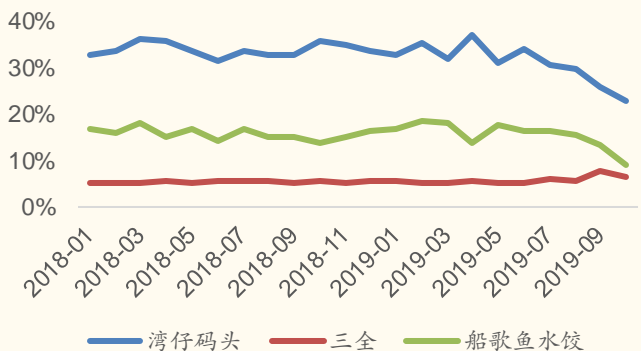
图表 35：京东面点品类各品牌市占率



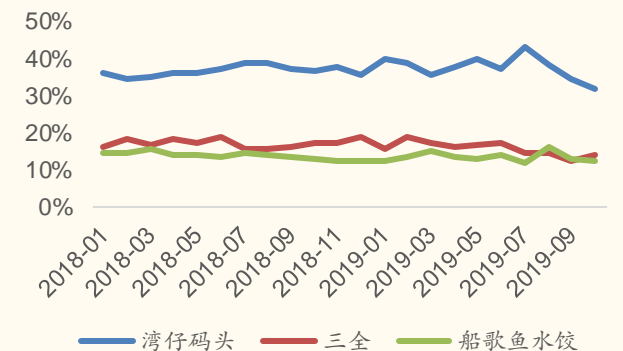
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

图表 36：阿里水饺/馄饨品类各品牌市占率



图表 37：京东水饺/馄饨品类各品牌市占率

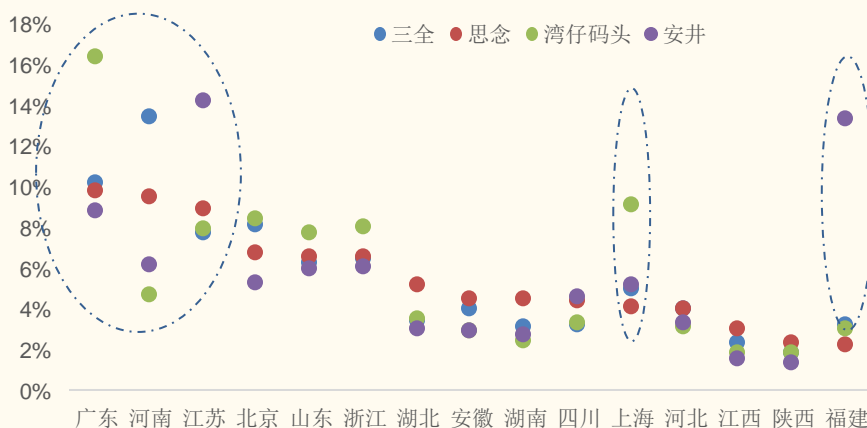


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- **三全和思念全国化趋势明显：**从分布区域来看，经济发达地区和面食消费大省线上消费占比也相对靠前，其中广东、河南和江苏是速冻米面消费三大省。各品牌的核心省份占比差异较大，思念广东、河南、江苏三大省份消费者占比相当；三全大本营河南市场消费者占比高达 13.5%，江苏地区占比略低；湾仔码头在广东、上海、浙江等经济发达地区占比明显较高；安井福建、上海、广东三地消费占比合计超过 36%，区域性质较为明显。整体来看，三全和思念的消费者区域分布更偏全国化，结构也较为相似；湾仔码头和安井有一定的区域性，湾仔码头在经济发达省份销售状况更为亮眼，安井集中在沿海和华东地区。

图表 38：各品牌消费者分区域占比

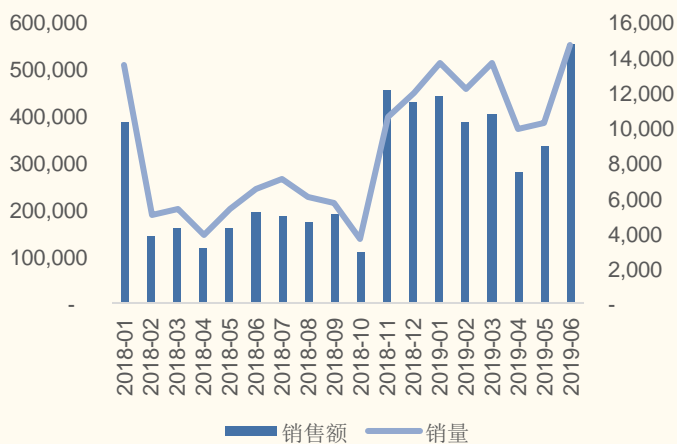


来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

4.3 三全积极布局，差异化产品打造亮点

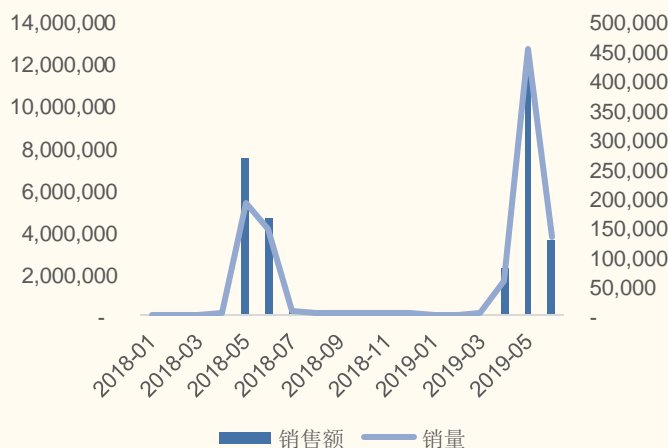
- 抓住风口，积极布局：**随着近几年线上速冻食品的崛起，三全也抓住行业风口，通过自营商城、天猫、京东等平台加速产品销售，线上也成为公司品牌推广和扩大用户覆盖范围的窗口。通过公司的努力和布局，三全做到阿里面点品类第二、水饺品类第三和京东水饺品类第二，很好的将线下优势转移到线上。线上推广的过程中，公司也开发出了手抓饼、儿童水饺、自热米饭等表现亮眼的品类。
- 三全线上渠道增长亮眼：**根据国金证券研究创新中心数据，公司水饺馄饨类产品 2019 上半年销售额同比增长 135.9%，其中销售量增长 115.7%，销售均价提升 9.4%，实现量价齐升。公司粽子线上收入主要集中在 4-6 月份，其中 2019 年 5 月单月销售额达到 1215 万，4 月份和 6 月份分别收入 228 万和 359 万，表现也较为亮眼，但其他月份动销较慢。

图表 39：公司线上水饺/馄饨逐月增长情况



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

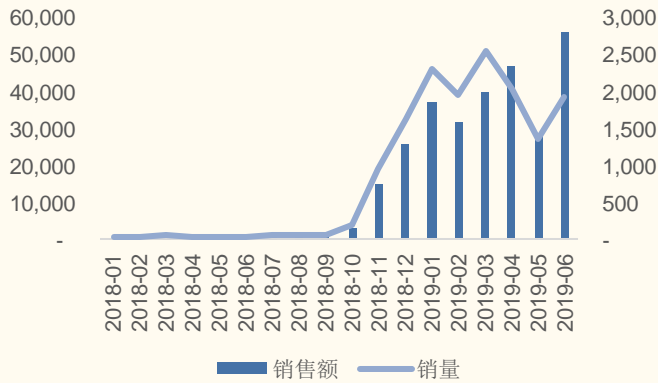
图表 40：公司粽子逐月增长情况



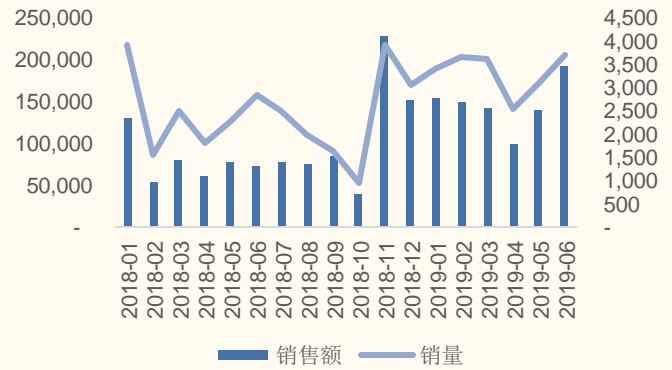
来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

- 儿童水饺：19 年增长提速，市场表现可圈可点：**儿童水饺是水饺品类中增长最为亮眼的分品类，三全和湾仔码头是表现最好的两大品牌，其中湾仔码头儿童水饺自 2018 年 10 月开始爆发，规模不断创新高。三全 2017 年便开始推出儿童水饺、2018 年持续推出新品，市场认可度高，是公司近几年表现较为亮眼的品类。公司线上儿童水饺业务自 2018 年 11 月起规模增长加速，月均销售额在 15 万以上，19 年上半年增长 107%，是全网儿童水饺销售最好的企业。

图表 41: 湾仔码头儿童水饺销售情况



图表 42: 三全儿童水饺销售情况



来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

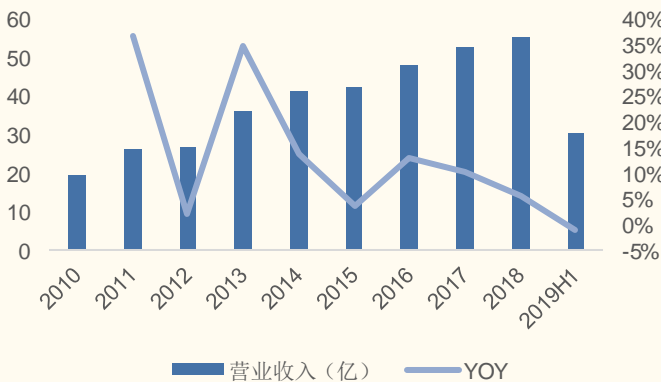
来源: 国金证券研究创新中心、国金证券研究所

5. 周转效率领先, 盈利能力持续改善

5.1 稳中有升, 毛利率水平行业领先

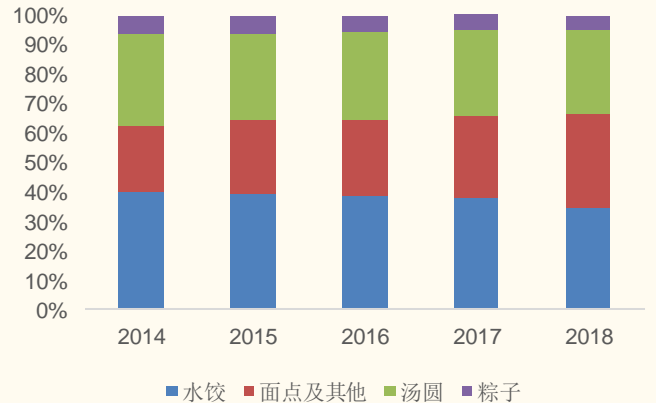
- **业绩稳中有升, 收入结构不断优化:** 公司上市以来收入规模持续扩张, 实现了 11 年的连续增长, 从 14.45 亿增长到 2018 年的 55.39 亿, 年复合增长 16.1%, 稳坐速冻米面行业的第一把交椅, 建立了极强的规模壁垒和优势。近几年速冻面点业务的持续扩张为公司业绩增长提供了新的动能, 收入结构也在不断优化。19 年受猪瘟影响, 上半年业绩同比略有下跌。

图表 43: 公司营业收入情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

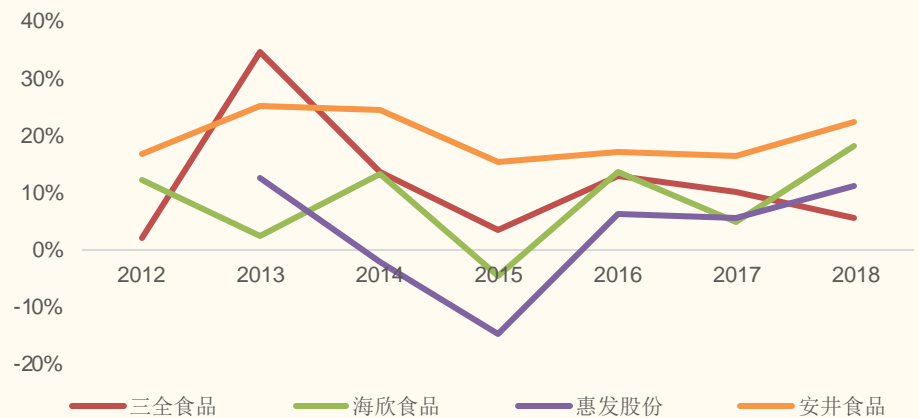
图表 44: 公司分业务占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **A 股中主营速冻食品的企业还有安井食品、海欣食品、惠发股份和广州酒家。** 安井食品主要从事速冻火锅料制品和米面制品的研发、生产和销售; 海欣食品形成了以速冻鱼糜制品为核心, 兼顾速冻肉制品等其他速冻食品的产业格局; 惠发股份主营速冻丸类制品、油炸类制品、串类制品等速冻调理肉制品; 广州酒家近几年重点开拓了以广式糕点为核心速冻米面制品。几家公司除广州酒家外速冻食品均是其占比 90% 以上的核心业务, 广州酒家速冻食品收入占比约为 16%, 三全食品、安井食品和广州酒家业务中包含速冻米面制品。
- **安井增速领先, 三全近两年增长降速:** 对比几家企业收入增长来看, 安井食品因战略清晰, B 端和 C 端同时发力, 近几年收入维持 15% 以上的增长, 增速领先; 海欣食品和惠发股份因行业竞争加剧, 15-17 年业绩波动明显, 18 年两家企业强化品牌和渠道下沉等措施初现成效, 收获两位数增长; 三全因入局者竞争加剧和多元化战略不达预期等影响, 近几年收入增速放缓。

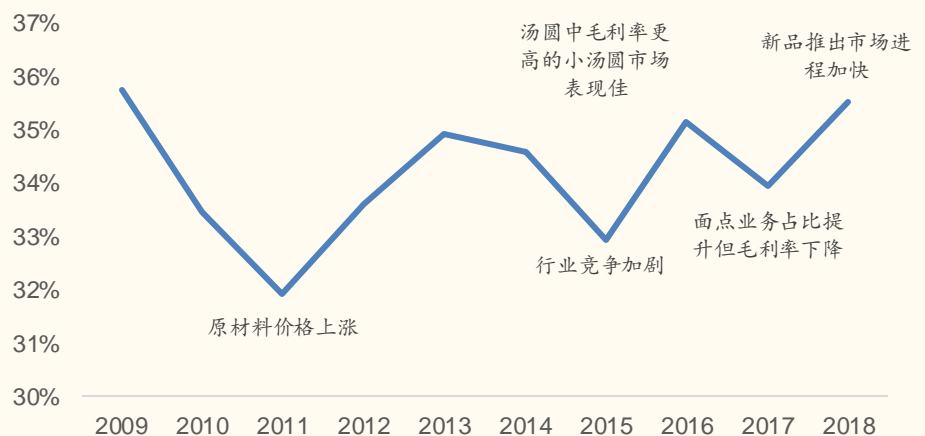
图表 45：各企业收入增速对比



来源：公司公告、国金证券研究所

- 原材料价格波动+产品结构变化是影响毛利率的核心因素：**公司近十年来毛利率持续波动，长期在 35%左右徘徊，并未出现持续性的增长，我们认为核心受几个因素压制：1) 公司成本中 80%由原材料构成，猪肉等核心原材料价格波动有一定的周期性且规模效应难以完全覆盖原材料价格的波动，如公司毛利率较低的 2011 和 2019 年主要受原材料价格上涨影响；2) 公司产品结构相对稳定，新品贡献收入较少，未出现长期的结构升级趋势，18 年得益于新品推出市场进程加快，毛利率上行；3) 行业竞争激烈，行业内差异化产品较少，公司并未完全掌握定价权，甚至在竞争激烈的年份出现降价以确保收入份额，2015 年毛利率较低主要受竞争加剧影响；4) 公司核心产品包含 4 大类，品类结构的变化对毛利率影响也较为明显，近几年面点类产品增长亮眼，但其毛利率较低也对公司整体毛利率有所影响；5) 另外公司制造端成本受持续的新产能投产影响并未出现明显边际下行，也未对毛利率产生较为明显的拉升作用。综合来看，我们认为原材料价格波动和产品结构变化是影响毛利率的核心因素。
- 寻找结构升级的机会是提升毛利率的有效方式：**在影响公司毛利率的各项因素中，原材料价格波动相对不可控，公司只能通过经验尽可能的降低其对公司成本端的影响。我们认为寻找持续的结构升级机会是提升毛利率的有效方式，如小汤圆对汤圆毛利率的拉动、儿童水饺对水饺毛利率的拉动等；类似符合健康大趋势的产品也能使得公司在竞争中占据优势，尽可能的避免行业恶性竞争，对毛利率的提升也更加持续。

图表 46：公司毛利率持续波动



来源：公司公告、国金证券研究所

- **猪瘟对毛利率的影响在 2 个点以内：**今年受猪瘟影响，公司毛利率承压，但我们测算后认为猪瘟对公司毛利率的影响在 2 个点以内，仍相对可控。参考公司公告的数据，我们以预测的 19 年收入为基准，对公司猪肉水饺营收占比和猪肉水饺毛利率进行假设测算；预计 19 年的合理毛利率在 33.03%-34.28%之间，相较于 2018 年 35.52%的毛利率相差 1.2-2.5pct。整体来看，猪瘟一定会对公司毛利率有所影响，但经过公司内部和市场策略调整，影响已基本消除，仍在可控范围内。

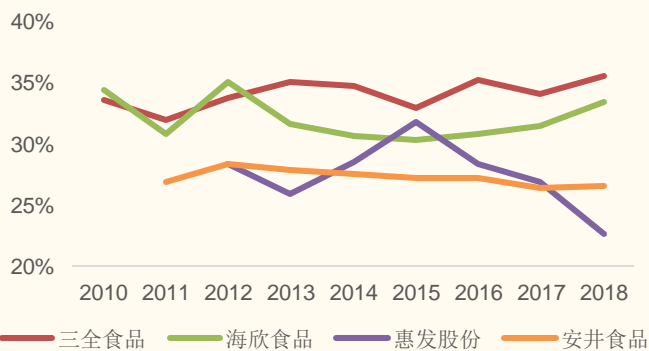
图表 47：猪瘟影响敏感性测试

猪肉水饺营收占比 \ 猪肉水饺毛利率	20%	22%	24%	26%	28%
33%	34.28%	34.25%	34.22%	34.18%	34.15%
32%	34.08%	34.03%	33.98%	33.92%	33.87%
31%	33.88%	33.81%	33.74%	33.66%	33.59%
30%	33.68%	33.59%	33.50%	33.40%	33.31%
29%	33.48%	33.37%	33.26%	33.14%	33.03%

来源：公司公告、国金证券研究所

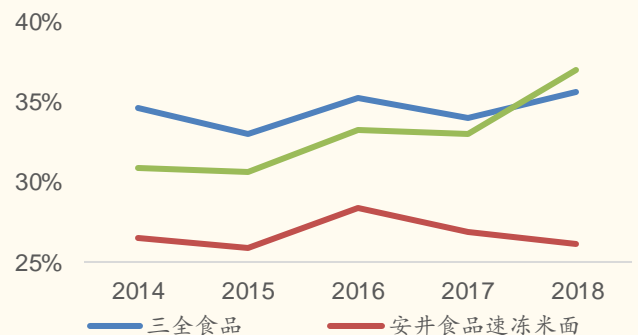
- **三全毛利率行业领先，C 端和高端产品毛利率更可观：**行业内各公司毛利率对比来看，三全因品类（速冻米面为主，其他公司以速冻肉制品为主）和渠道优势（2C 为主，其他公司以 2B 为主）毛利率处行业领先地位，长期来看毛利率仍有较强的领先优势。而将公司毛利率与安井食品的速冻米面业务和广州酒家的速冻食品业务毛利率做更有针对性的对比可以看到，安井速冻米面毛利率较低主要系其产品以 B 端主流价格带为主且规模不大，而广州酒家虽然速冻食品规模不大，但在 2018 年毛利率甚至超过三全食品，我们认为这跟公司产品 2C 端为主和价格带更高有关。对比来看，我们认为 2C 端和高价格带是高毛利率的核心因素。

图表 48：各公司毛利率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

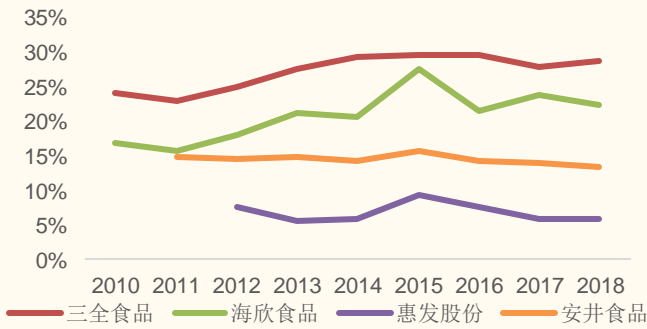
图表 49：各公司速冻食品毛利率对比



来源：公司公告、国金证券研究所

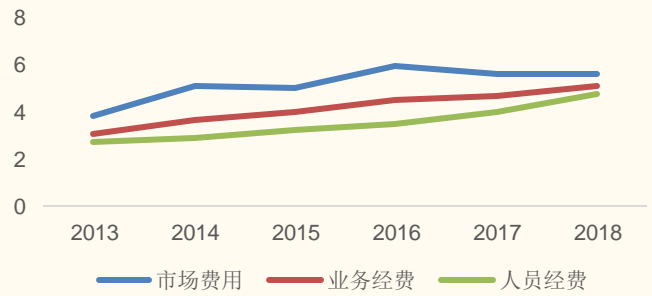
- **销售费用率行业领先，市场布局积极主动；**行业对比来看，速冻肉制品的行业竞争相对缓和，各企业的销售费用率均低于三全食品，其中惠发股份和安井食品因部分业务面向餐饮市场，销售费用投放更低。长期来看，我们认为随着公司机制的调整和餐饮渠道不断成熟，销售费用率仍有下降的空间，但受限于业务模式的差异，费用率仍将处于同行业上市公司的首位。
- **以收入增长为考核目标使得销售费用率较高，新阶段关注利润、销售费用率大概率下行：**公司的销售费用率长期维持在 20%以上，一方面源于公司的经营策略是面向全国消费市场，品牌宣传更加高举高打；另一方面公司 2014 和 2016 年的两期股权激励中均将收入增长作为核心考核条件，管理层更加注重收入的增长，而销售费用的投放对收入的促进作用更加直接和有效，公司销售费用率在 2014 年达到 29.31%，此后长期处于高位，大概率是管理层更注重收入增长的印证。公司两期股权激励在 2018 年已全部完成，并且顺利达到限售解禁条件。2019 年开始的增长新阶段，公司更加注重利润增长和业绩提升，我们认为新的考核方向会倒逼管理层提升销售费用投放的有效性，成长新阶段管理费用率大概率将下行。

图表 50: 各企业销售费用率对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

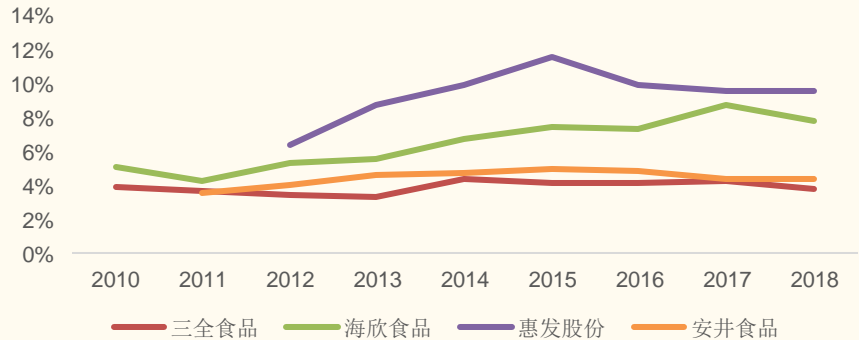
图表 51: 三全销售费用细拆 (亿)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **管理费用率处行业低位, 效率较高:** 公司管理费用率不足 4%, 管理费用投放更加有效。管理费用主要系人员和业务经费, 金额不大, 占收入的比重也较小。行业中海欣食品和惠发股份管理费用率较高, 安井食品管理费用率也处于低位, 这与公司管理经营模式相关性较高。

图表 52: 各企业管理费用率对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **利润增长提速, 盈利能力提升:** 2012 年之前, 速冻食品特别是速冻米面市场正处快速发展期, 各企业以攻城略地、提升市场覆盖率为核心, 公司也随着行业的发展盈利水平不断提升, 2012 年归母净利润达到 1.4 亿, 净利率水平也达到 6.81% 的历史高位。2012-2015 年间行业内各企业竞争加剧, 公司规模扩张的同时销售费用投放也相应增加, 盈利能力受挫。2015 年开始, 公司通过战略性业务规模扩张和增加创新性产品等方式重回增长通道, 利润增速回正, 净利率稳步提升, 2018 年公司实现归母净利润 1.02 亿, 同比增长 41.5%。

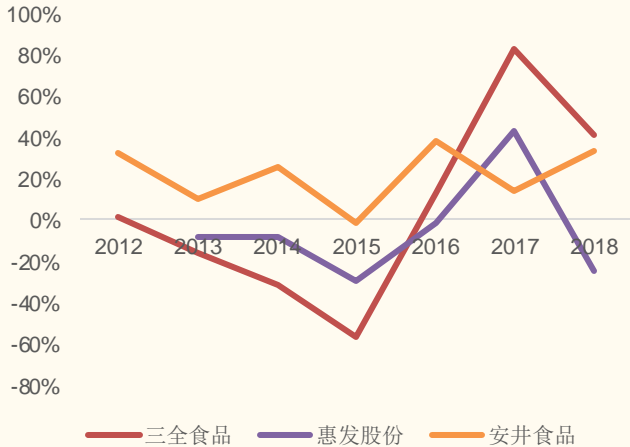
图表 53: 公司归母净利润变化情况 (亿)



来源: 公司公告、国金证券研究所

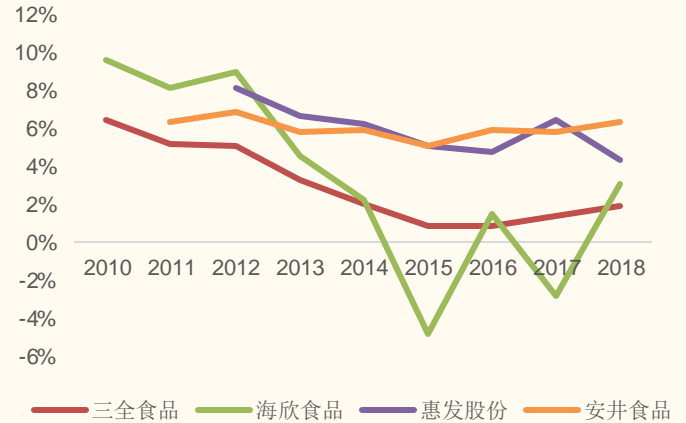
- **利润增速行业领先，利润率水平仍更有较大提升空间：**公司近几年利润增长亮眼，增速领先于行业内其他公司，速冻米面行业龙头正在不断优化自己的盈利能力。虽然利润规模快速增长，但速冻米面制品企业相较于速冻肉制品企业利润率水平仍然偏低，虽然公司净利率提升至 1.83%，但相较于行业内其他企业仍然偏低，但公司历史上净利率水平最高超过 6%，可改善空间较大。

图表 54：各公司利润增速对比



来源：公司公告、国金证券研究所

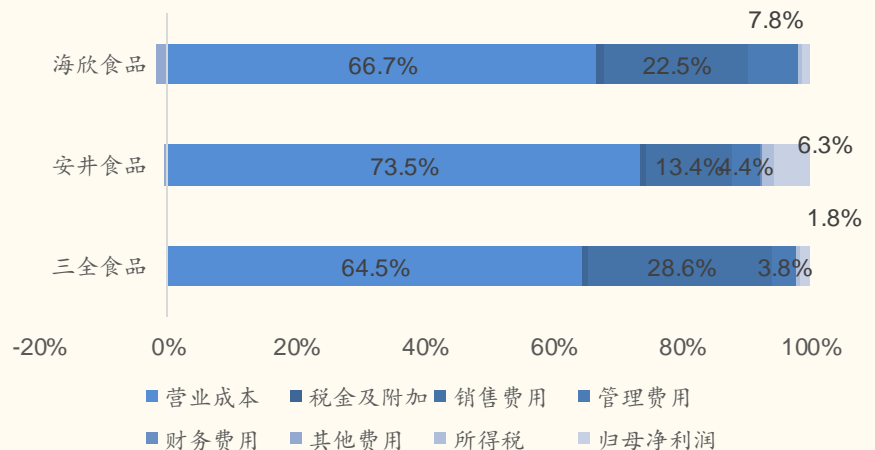
图表 55：公司净利率情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **销售费用率高企是影响净利率水平的核心因素：**我们将几家上市公司损益表进行拆解后对各企业净利率水平的影响因素做了剖析。对比可知，三全净利率较低主要系其销售费用率较安井食品高 14pct，较海欣食品高 5pct，而公司毛利率和管理费用率均较其他公司表现优秀，因此销售费用率高企是拉低三全食品净利率水平的核心因素。我们认为公司内部改革将有效的降低销售费用率，进而提升净利率水平，我们看好公司进入利润改善通道。

图表 56：公司归母净利润变化情况（亿）

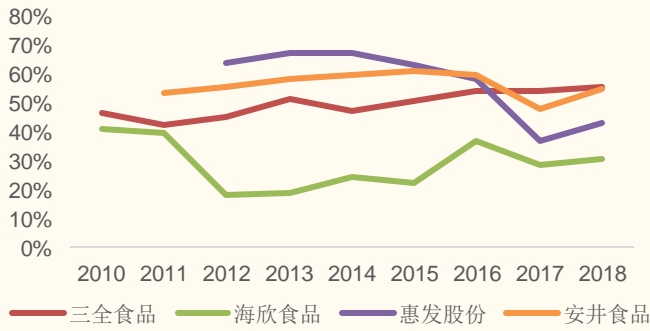


来源：公司公告、国金证券研究所

5.2 上下游议价能力强，ROE 持续改善

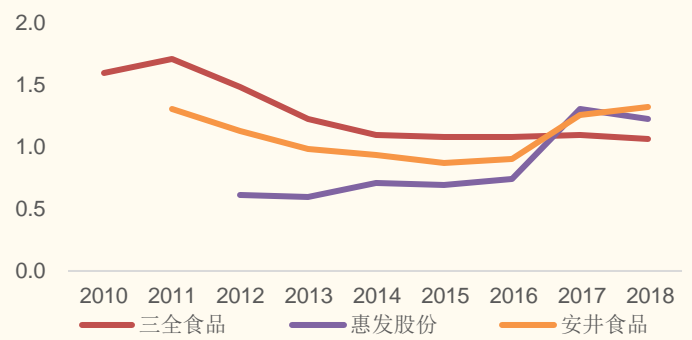
- **资金杠杆率略有提升，流动性相对较低：**公司应付账款和预收款项略有提升使得负债总额增加，使得资产负债率有所增加，2018 年资产负债率为 55.3%，略高于行业内其他公司，但近几年已基本稳定，波动不大。同时公司流动比率前几年变化较大，近几年也基本稳定，维持在 1 左右，对比来看，公司整体资金的流动性相对较低。

图表 57: 各公司资产负债率对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

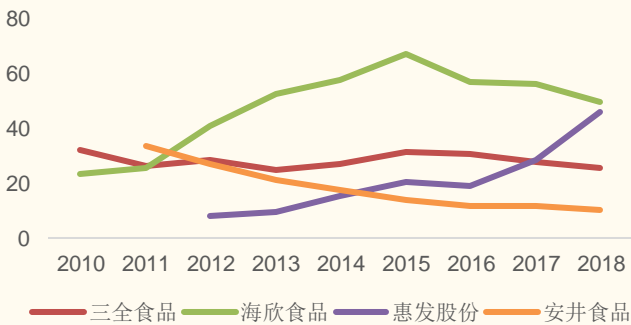
图表 58: 各公司流动比率对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

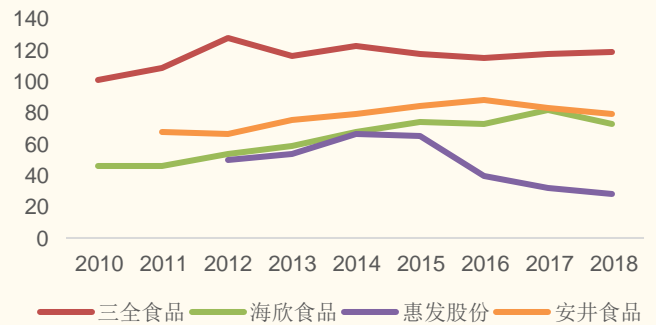
- **上下游议价能力强:** 公司上游主要是面粉、猪肉、白砂糖等原材料供应商, 较为分散, 公司所处的河南省是国内农业大省, 原材料供给充足, 因此公司对上游供应商的议价能力较强, 公司近几年应付账款总额超过 10 亿, 周转天数超过 100 天, 处可比公司首位。公司下游客户主要是经销商、商超和少数零售客户, 应收账款主要系商超用户的账期, 应收账款周转天数逐年减少, 下游议价能力提升。结合来看, 公司作为规模超过 50 亿的速冻米面制品龙头企业, 拥有超强的上下游议价能力。
- **现金周转效率优异:** 公司存货周转效率与行业内各公司相差不大, 但存货中有 4 成左右为未到商超月结周期的“发出商品”, 因此实际的周转效率更高。结合公司应收账款、应付账款和存货等周转天数的变化, 以现金周转周期综合评价公司资金使用效率和运营效率, 公司的现金周转天数不足 10 天, 远低于其他公司, 公司资金使用和运营效率表现十分优异。

图表 59: 各企业应收账款周转天数对比



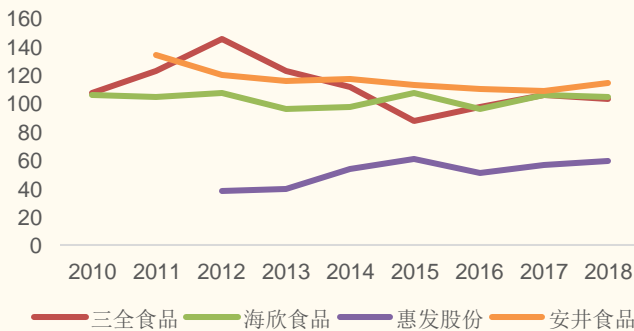
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 60: 各企业应付账款周转天数对比



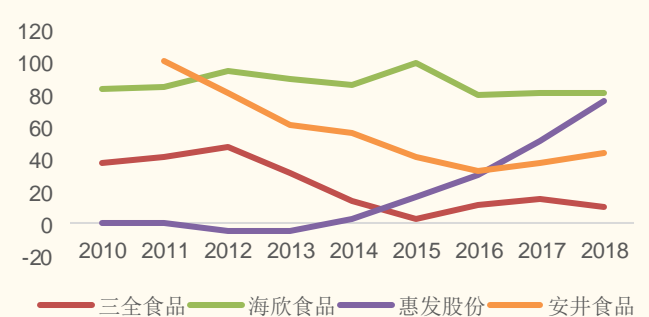
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 61: 各企业存货周转天数对比



来源: 公司公告、国金证券研究所

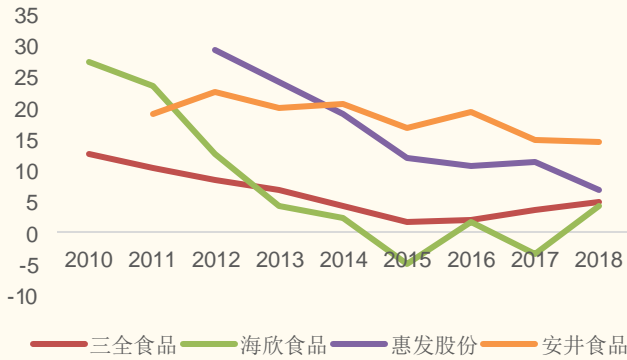
图表 62: 各企业现金周转周期对比



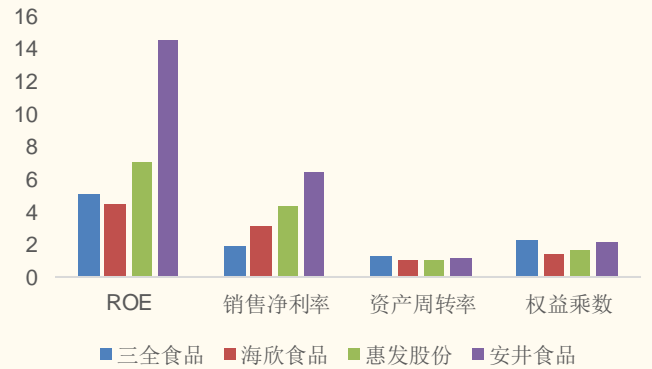
来源: 公司公告、国金证券研究所

- **低净利、高周转，ROE 持续改善：**公司 ROE 受净利率影响在 2015 年处最低谷，从 2015 年开始了明显的底部反弹，2018 年公司 ROE 达到 5.02%。虽然在逐年改善，但公司 ROE 仍处在行业较低位置，主要受净利率较低影响，周转效率和资金杠杆率已做到行业领先，未来 ROE 的提升仍有赖于净利率的持续改善。

图表 63：各企业 ROE 对比



图表 64：各企业 ROE 分项对比



来源：公司公告、国家统计局、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- **综合对比来看，三全的 ROE 较低主要受制于净利率偏低，提升盈利水平是提高公司经营水平的核心因素。**

图表 65：各企业核心财务指标对比

主营业务	目标市场	毛利率	销售费用率	净利率	利润端分析	流动性分析	上下游议价能力分析	ROE
三全食品 速冻米面	零售为主， 餐饮为辅 (10%)	35.5%	28.6%	1.8%	公司零售为主使得 毛利率可观而销售 费用高企，未来降 低销售费用率是提 升净利率的关键	1.05	公司近几年应付账款 总额超过 10 亿，周 转天数超过 100 天， 处可比公司首位；应 收账款周转天数逐年 减少，降至 25 天左 右，上下游议价能力 优秀	低净利、 高杠杆、 低 ROE 4.94%
安井食品 速冻火锅料制 品和速冻面米 制品、速冻菜 肴制品	餐饮流通渠 道为主、商 超电商渠道 为辅	26.5%	13.4%	6.3%	公司餐饮为主使得 毛利率不高但销售 费用投入较少，净 利率水平领先；未 来随着不断拓宽商 超电商渠道有望提 升毛利率水平	1.33	应收账款周转天数不 足 10 天，应付账款 周转天数 80 天左右， 上下游议价能力优秀	高净利、 高杠杆、 高 ROE 13.20%
海欣食品 速冻鱼肉制品 与速冻肉制品 和常温鱼肉制 品和肉制品的 生产和销售	经销和直营 为主，面向 零售端	33.3%	22.5%	3.0%	公司面向零售端毛 利率在 30% 以上， 速冻肉制品竞争相 较于速冻米面较为 缓和，净利率高于 三全食品	2.13	应收账款周转天数 50 天左右，应付账款周 转天数 70 天左右， 上下游议价能力一般	低净利、 低杠杆、 低 ROE 4.34%

来源：公司公告、国金证券研究所 注：所有数据均为 2018 年年报数据

6.盈利预测

■ 核心假设

- 公司是速冻米面的领军企业，经营速冻水饺、汤圆、粽子和面点等。公司今年上半年因猪瘟使得水饺销售受影响，出现了 17.6% 的下滑；下半年影响已基本消除，并且公司今年新研发上市多款产品。结合来看，预计 19 年全年水饺仍有 12% 的下跌，20/21 年分别同比+3%/2%。
- 汤圆和粽子是公司稳定的收入来源，且集中在上半年销售，结合 19 年上半年销售情况，预计公司 19-21 年汤圆销售同比+3%/+3%/3%，粽子销售同比+18.0%/5.0%/5.0%。
- 面点及其他业务增长一方面受益于面点业务扩张，另一方面餐饮渠道扩张也是增长的核心推动力。预计公司 19 年餐饮业务增速将超过 40%，20 和 21 年增速也都在 30% 以上；结合来看，预计公司 19-21 年面点及其他业务收入分别同比+12%/+25%/+20%。
- 整体来看，预计公司 19-21 年收入端分别同比增长 +1.4%/+10.8%/+9.5%，19 年受猪瘟影响增速短期内处于低位，20-21 年将重回稳定增长。

图表 66：公司分业务预测

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
水饺	收入	19.85	19.23	16.92	17.43	17.78
	占比	37.8%	34.7%	30.1%	28.0%	26.1%
	YOY	8.7%	-3.1%	-12.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	34.7%	36.8%	30.0%	32.0%	36.0%
汤圆	收入	15.44	15.87	16.35	16.84	17.34
	占比	29.4%	28.7%	29.1%	27.0%	25.4%
	YOY	8.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	41.0%	41.5%	42.0%	42.3%	42.5%
粽子	收入	2.67	2.79	3.29	3.46	3.63
	占比	5.1%	5.0%	5.9%	5.6%	5.3%
	YOY	-3.5%	4.5%	18.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	37.2%	41.5%	42.0%	41.5%	41.8%
面点及其他	收入	14.48	17.36	19.44	24.3	29.16
	占比	27.6%	31.3%	34.6%	39.0%	42.8%
	YOY	17.4%	19.8%	12.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	24.5%	27.3%	27.0%	27.5%	27.8%
其他业务	收入	0.11	0.14	0.19	0.23	0.27
	占比	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
	YOY	-18.6%	28.5%	35.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	75.5%	79.4%	60.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	52.56	55.39	56.19	62.25	68.19
	YOY	9.9%	5.4%	1.4%	10.8%	9.5%
	毛利率	33.9%	35.5%	33.3%	33.6%	34.5%

来源：wind、国金证券研究所

- 参照假设，我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 56.2/62.3/68.2 亿，同比 +1.4%/10.8%/9.5%；实现归母净利润 1.4/2.0/2.7 亿，同比 +38.3%/41.4%/33.3%；实现每股收益 0.18/0.25/0.33 元，当前股价对应 PE 分别为 69/49/36 倍。给予 2020 年 58 倍估值，目标价 14 元。

图表 67：可比公司盈利预测

		收盘价	PE(TTM)	总市值	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002216.SZ	三全食品	12.05	74.54	96.15	0.18	0.25	0.33	66.83	48.12	36.45
603345.SH	安井食品	63.30	46.68	145.63	1.41	1.71	2.19	44.89	37.02	28.90
002702.SZ	海欣食品	4.14	97.16	19.90	-	-	-	-	-	-
603536.SH	惠发股份	12.29	-136.57	20.65	-	-	-	-	-	-

来源：wind、国金证券研究所

注：数据以 12 月 5 日收盘价为基准

7.风险提示

- **行业竞争加剧的风险：**速冻米面行业的参与者既有三全、思念、湾仔码头等传统优势企业，又有广州酒家、船歌鱼、缸鸭狗等新入局的竞争者。市场参与者的不断多元化也使得竞争不断加剧，各品牌的产品和渠道相似度高，可能存在行业竞争加剧，公司盈利能力改善不达预期的风险。但我们认为公司深耕速冻食品行业超过 25 年，拥有丰富的应对行业竞争的经验。
- **原材料成本上涨的风险：**公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。虽然公司原材料供给充分、价格稳定，但作为公司重要原材料的猪肉今年以来上涨明显，可能会使公司成本端承压。公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。
- **餐饮渠道发展不达预期：**公司餐饮市场业务收入超过 5 亿，占比超过 10%，是公司目前重点开拓和发展最快的渠道。公司餐饮近几年才全力开拓餐饮市场，餐饮市场供给和渠道较为稳定，易守难攻，公司仍在开拓期，未来仍存在渠道开拓进程缓慢，发展不达预期的风险。
- **食品安全的风险：**公司作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	4,781	5,256	5,539	5,619	6,225	6,819	货币资金	602	694	833	993	1,244	1,715	
增长率	9.9%	5.4%	1.4%	10.8%	9.5%		应收款项	466	490	435	412	451	473	
主营业务成本	-3,101	-3,473	-3,572	-3,748	-4,134	-4,466	存货	988	1,031	1,012	1,047	1,076	1,101	
%销售收入	64.9%	66.1%	64.5%	66.7%	66.4%	65.5%	其他流动资产	134	163	186	166	199	251	
毛利	1,680	1,783	1,968	1,871	2,092	2,352	流动资产	2,190	2,377	2,466	2,619	2,970	3,541	
%销售收入	35.1%	33.9%	35.5%	33.3%	33.6%	34.5%	%总资产	52.7%	54.5%	53.5%	55.5%	59.0%	63.8%	
营业税金及附加	-47	-54	-60	-59	-64	-70	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	1,584	1,634	1,803	1,697	1,582	1,454	
销售费用	-1,417	-1,455	-1,583	-1,495	-1,619	-1,766	%总资产	38.1%	37.5%	39.1%	36.0%	31.4%	26.2%	
%销售收入	29.6%	27.7%	28.6%	26.6%	26.0%	25.9%	无形资产	244	238	232	229	226	223	
管理费用	-197	-223	-194	-185	-199	-218	非流动资产	1,962	1,985	2,144	2,102	2,063	2,012	
%销售收入	4.1%	4.2%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	%总资产	47.3%	45.5%	46.5%	44.5%	41.0%	36.2%	
研发费用	0	0	-19	-28	-31	-34	资产总计	4,152	4,362	4,610	4,720	5,033	5,553	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	20	70	70	70	0	0	
息税前利润 (EBIT)	18	50	113	104	179	264	应付款项	1,840	1,957	2,094	2,054	2,164	2,338	
%销售收入	0.4%	1.0%	2.0%	1.9%	2.9%	3.9%	其他流动负债	161	132	176	217	302	398	
财务费用	-4	6	4	6	7	8	流动负债	2,021	2,158	2,340	2,341	2,466	2,736	
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-10	-22	-50	10	10	10	其他长期负债	216	201	208	197	207	217	
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0	负债	2,237	2,359	2,547	2,538	2,673	2,953	
投资收益	4	5	9	10	10	10	普通股股东权益	1,910	1,998	2,063	2,183	2,360	2,600	
%税前利润	6.3%	4.9%	6.5%	5.5%	3.9%	2.9%	其中：股本	815	813	810	810	810	810	
营业利润	7	98	129	180	256	342	未分配利润	809	869	952	1,068	1,243	1,476	
营业利润率	0.1%	1.9%	2.3%	3.2%	4.1%	5.0%	少数股东权益	5	5	0	0	0	0	
营业外收支	57	8	4	3	3	3	负债股东权益合计	4,152	4,362	4,610	4,720	5,033	5,553	
税前利润	64	106	133	183	259	345	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	1.3%	2.0%	2.4%	3.3%	4.2%	5.1%	每股收益	0.048	0.089	0.126	0.176	0.249	0.332	
所得税	-25	-34	-32	-42	-59	-79	每股净资产	2.345	2.459	2.548	2.696	2.915	3.212	
所得税率	38.5%	32.2%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%	每股经营现金净流	0.413	0.432	0.604	0.229	0.447	0.630	
净利润	39	72	101	141	199	266	每股股利	0.010	0.020	0.030	0.030	0.030	0.040	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	回报率							
归属于母公司的净利润	39	72	102	141	199	266	净资产收益率	2.07%	3.60%	4.94%	6.45%	8.44%	10.21%	
净利率	0.8%	1.4%	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	总资产收益率	0.95%	1.65%	2.21%	3.02%	4.04%	4.93%	
							投入资本收益率	0.58%	1.62%	3.99%	3.51%	5.76%	7.73%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	12.83%	9.93%	5.39%	1.44%	10.79%	9.53%	
							EBIT增长率	N/A	173.64%	125.61%	-8.08%	71.87%	47.69%	
							净利润增长率	13.09%	82.45%	41.49%	38.25%	41.38%	33.33%	
							总资产增长率	8.09%	5.07%	5.67%	1.10%	5.31%	9.17%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	30.7	28.0	26.0	22.0	22.0	21.0	
							存货周转天数	97.5	106.1	104.4	102.0	95.0	90.0	
							应付账款周转天数	116.6	118.5	120.6	110.0	107.0	105.0	
							固定资产周转天数	99.8	98.0	108.6	102.2	87.8	76.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-30.39%	-31.14%	-37.00%	-42.30%	-52.73%	-65.96%	
							EBIT利息保障倍数	4.5	-7.8	-27.2	-17.3	-25.5	-33.0	
							资产负债率	53.87%	54.07%	55.26%	53.26%	52.11%	51.75%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	6
增持	0	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.50	1.50	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH