

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：12.30

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

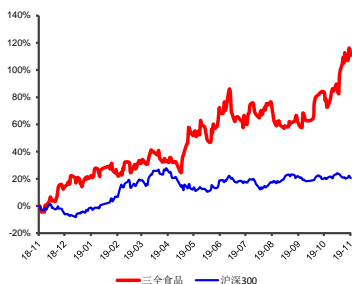
研究助理：房昭强

Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	799
流通股本(百万股)	565
市价(元)	12.30
市值(百万元)	9831
流通市值(百万元)	6949

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,256	5,539	5,862	6,373	7,039
增长率 yoy%	9.93%	5.39%	5.83%	8.71%	10.45%
净利润(百万元)	72	102	164	258	363
增长率 yoy%	82.45%	41.49%	61.08%	57.22%	40.63%
每股收益(元)	0.09	0.13	0.20	0.32	0.45
每股现金流量	0.44	0.61	0.20	0.71	0.49
净资产收益率	3.60%	4.94%	2.75%	4.17%	5.46%
P/E	136.50	96.47	60.67	38.59	27.44
PEG	2.59	1.83	1.00	0.73	0.52
P/B	4.92	4.77	1.67	1.61	1.50

备注：股价为2019年12月13日收盘价。

投资要点

- 公司治理改善：大力改革适应市场竞争，内部活力明显释放。**今年年初公司董事长回归管理一线，进行大刀阔斧的改革，组织架构方面为红标和绿标事业部制，独立运营，分开考核，且红标内部将直营和经销业务板块分开考核；考核机制改收入导向为利润导向的“3+1”机制，激发员工积极性和活力。公司改革一是顺应行业变化，发力快速成长的餐饮市场；二是前期市占率导向的考核制度对公司盈利形成掣肘。随着机制改善，公司有望在零售提利+餐饮放量驱动下进入增长快车道。
- 速冻食品行业持续扩容，公司未来成长空间可期。**我国速冻食品行业收入1149亿元，八年CAGR13.5%，增速较快。细分行业看，2017年速冻米面规模647亿元，四年CAGR2.9%，已进入成熟阶段，竞争格局稳定，CR3约64%；速冻火锅料规模411亿元，顺应火锅产业链高成长，处于快速成长期，CR3约13%，集中度低，龙头整合空间大。通过中日速冻食品对比研究，我们认为速冻食品两大趋势：一是顺应餐饮安全便捷效率的预制菜肴速冻食品成长较快；二是当社会步入滞胀时期，家庭消费抬头，结合80-90后群体消费习惯，高效便捷的外卖和健康易加工的家庭预制菜和速冻食品热销。
- 红标提效，绿标发力，净利率有望持续提升。**1) 红标业务控费提效是第一目标。红标在2019年属于调整年，速冻米面格局已定，预计未来3年公司红标收入保持个位数稳健增长，产品结构升级+渠道控费提效驱动净利率持续提升。我们预计中性假设下，2019-2021年收入增速为2.0%、3.9%、4.3%，净利率分别为2.2%、3.4%、4.5%，估算红标净利润增速为72%、60%、38%。2) 绿标业务放量，低毛利低费用特点，净利率水平较高。公司绿标收入保持40%以上快速增长，员工市场化激励下积极性提升，我们预计中性假设下，2019-2021年收入增速40%，净利率分别为6.7%、7.2%、7.5%，估算绿标净利润增速分别为41%、50%、46%。
- 同业竞争对比：三全产能、品牌与供应链优势显著，盈利改善空间大。**我们认为公司竞争优势一是已塑造全国品牌力，在速冻食品消费者评价榜位居前列；二是生产基地已覆盖全国，产能充足为公司扩张提保障；三是全国供应链配送优势，上中下游形成供应链闭环，冷链配送能力发达，销售网络能够做到全国范围快速响应。
- 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司具有产能、供应链以及品牌优势，未来红标控费提效，绿标放量增利。预计2019-21年公司收入为58.62/63.73/70.39亿元，同比增长5.83%/8.71%/10.45%；净利润为

1.64/2.58/3.63 亿元，同比增长 61.08%/57.22%/40.63%，对应 EPS 分别为 0.20、0.32、0.45 元。

- 风险提示：食品安全风险、市场竞争加剧、原材料价格波动。

内容目录

公司治理改善：大力改革适应市场竞争，内部活力明显释放	- 6 -
董事长回归管理一线，大刀阔斧改革组织架构与考核机制	- 6 -
行业变化和盈利掣肘是公司改革的外因和内因	- 8 -
行业空间：速冻食品行业持续扩容，未来成长空间广阔	- 9 -
速冻食品行业稳健增长，火锅料子行业最具成长性	- 9 -
行业驱动力：家庭消费普及，餐饮消费扩容	- 11 -
行业趋势：餐饮市场跟随经济快速增长，未来经济放缓速冻食品相对受益	- 12 -
业绩拆分：红标提效，绿标发力，净利率有望持续提升	- 14 -
收入端：红标收入以稳为主，绿标有望维持高增长	- 14 -
成本端：公司具备成本传导能力，产品结构升级是毛利率提升的主要动力	- 17 -
费用端与净利率：控费提效驱动费用率下降，驱动净利率持续提升	- 18 -
竞争优势与同业对比：品牌与供应链优势显著，盈利能力改善空间大	- 20 -
竞争优势：品牌优势突出，打造供应链闭环高壁垒	- 20 -
主营产品：细分品类竞争激烈，三全具备性价比优势	- 24 -
收入空间：对标安井火锅料有提升空间，产能布局完善保障收入扩张	- 25 -
财务指标：红标高毛利高费用模式下净利率较低，未来有望持续提升	- 27 -
营运能力：杠杆水平较高，营运能力优秀	- 29 -
投资建议：	- 31 -
风险提示	- 31 -

图表目录

图表 1：陈氏家族是公司实际控制人	- 6 -
图表 2：公司零售市场销售流程	- 7 -
图表 3：公司餐饮市场销售流程	- 7 -
图表 4：公司销售人员情况	- 7 -
图表 5：2018 年公司员工平均薪酬大幅增加	- 7 -
图表 6：公司考核机制由收入导向变为利润导向	- 7 -
图表 7：成长性：速冻米面 vs 速冻火锅料	- 8 -
图表 8：市场格局：速冻米面 vs 速冻火锅料	- 8 -
图表 9：近年来公司归母净利润快速回升	- 9 -
图表 10：近年来公司净利率有所回升	- 9 -
图表 11：近年来我国速冻食品产量稳健增长	- 9 -
图表 12：近年来我国速冻食品行业收入较快增长	- 9 -
图表 13：我国速冻食品人均消费量与发达国家差距较大	- 10 -
图表 14：近年来我国速冻面米市场稳健增长	- 10 -

图表 15: 当前我国速冻面米市场格局基本稳定.....	- 10 -
图表 16: 近年来我国速冻火锅料市场快速成长.....	- 11 -
图表 17: 当前我国速冻火锅料市场 CR3 仅为 13%.....	- 11 -
图表 18: 我国居民人均可支配收入不断提高.....	- 11 -
图表 19: 近年来我国餐饮行业收入保持较快增长.....	- 12 -
图表 20: 当前我国速冻食品在餐饮消费中占比较低.....	- 12 -
图表 21: 上世纪 60-80 年代日本 GDP 高速增长.....	- 12 -
图表 22: 上世纪 60-80 年代日本国民收入快速提升.....	- 12 -
图表 23: 近年来日本餐饮市场规模有所萎缩.....	- 13 -
图表 24: 近年来日本方便食品市场持续增长.....	- 13 -
图表 25: 2010-2017 年中国在线订餐市场规模.....	- 14 -
图表 26: 2011-2018 年中国在线订餐市场用户规模.....	- 14 -
图表 27: 2019H1 公司零售业务收入占比约为 88%.....	- 14 -
图表 28: 公司红标主营产品品类一览.....	- 15 -
图表 29: 三全绿标主营产品一览.....	- 16 -
图表 30: 未来三年红标业务收入测算.....	- 16 -
图表 31: 未来三年绿标业务收入测算.....	- 17 -
图表 32: 公司成本构成以原材料为主.....	- 17 -
图表 33: 未来红标和绿标毛利率趋势展望.....	- 18 -
图表 34: 公司销售费用率保持平稳.....	- 19 -
图表 35: 公司销售费用构成.....	- 19 -
图表 36: 未来三年红标业务净利率测算.....	- 19 -
图表 37: 未来三年绿标业务净利率测算.....	- 20 -
图表 38: 公司在速冻食品领域双品牌运作.....	- 21 -
图表 39: 公司持续推出新产品抢占消费者心智.....	- 21 -
图表 40: 公司位居速冻食品消费者评价榜前列.....	- 21 -
图表 41: 公司广告突出核心竞争力.....	- 21 -
图表 42: 公司广告采取多种形式投放.....	- 21 -
图表 43: 公司速冻食品产能充足.....	- 22 -
图表 44: 三全渠道实施“直营+经销”渠道模式.....	- 23 -
图表 45: 三大龙头企业馄饨产品对比.....	- 24 -
图表 46: 三大龙头企业点心产品对比.....	- 25 -
图表 47: 三全收入体量相对领先.....	- 25 -
图表 48: 三全食品产品结构.....	- 26 -
图表 49: 安井食品产品结构.....	- 26 -

图表 50: 惠发食品产品结构	- 26 -
图表 51: 海欣食品产品结构	- 26 -
图表 52: 三全工厂覆盖全国保障响应能力	- 27 -
图表 53: 安井工厂生产因地制宜、布局合理	- 27 -
图表 54: 三全毛利率高于同行	- 27 -
图表 55: 三全销售费用率高于同行	- 28 -
图表 56: 三全管理费用率低于同行	- 28 -
图表 57: 三全研发投入处于较高水平	- 29 -
图表 58: 三全净利率处于中等水平	- 29 -
图表 59: 三全资产负债率处于较高水平	- 30 -
图表 60: 应付账款在三全负债中占比较高	- 30 -
图表 61: 三全资产周转率高于同行	- 30 -
图表 62: 三全存货周转率处于中等水平	- 30 -
图表 63: 食品饮料公司估值表	- 31 -
图表 64: 三全食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 32 -

公司治理改善：大力改革适应市场竞争，内部活力明显释放

董事长回归管理一线，大刀阔斧改革组织架构与考核机制

- 董事长回归一线，主导事业部制改革。**公司董事长今年年初回归管理一线，回归后对公司组织架构和考核机制进行了大刀阔斧的改革，将红标直营和经销业务板块分开，不同团队采用不同考核方向，目前改革效果良好，餐饮市场业务连续几个季度保持 40% 以上增长。从股权结构来看，陈氏家族是公司实际控制人，持股比例合计达 60% 以上，我们认为董事长回归后对公司经营管理带来明显改善，随着公司改革持续推进，公司业绩有望在零售+餐饮双轮驱动下进入增长快车道。

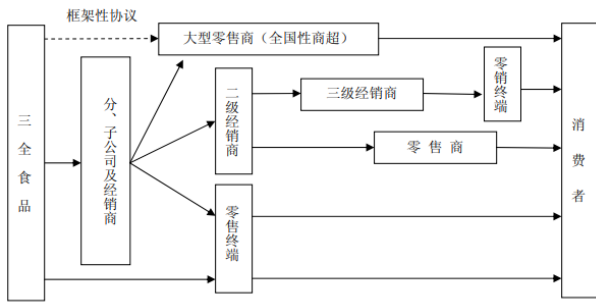
图表 1：陈氏家族是公司实际控制人

2019Q3	持股比例 (%)	2018	持股比例 (%)	2017	持股比例 (%)
陈泽民	10.51	陈泽民	10.41	陈泽民	10.37
陈南	9.94	陈南	9.84	陈南	9.81
陈希	9.87	陈希	9.77	陈希	9.74
SUPER SMART HOLDINGS LIMITED	8.98	SUPER SMART HOLDINGS LIMITED	8.89	SUPER SMART HOLDINGS LIMITED	8.86
EAST JOY ASIA LIMITED	8.98	EAST JOY ASIA LIMITED	8.89	EAST JOY ASIA LIMITED	8.86
CHAMP DAY INVESTMENT LIMITED	8.98	CHAMP DAY INVESTMENT LIMITED	8.89	CHAMP DAY INVESTMENT LIMITED	8.86
贾岭达	8.58	贾岭达	8.50	贾岭达	8.47
文银施罗德	3.06	明河投资	1.47	明河投资	0.94
文银施罗德	2.59	明河投资	1.22	明河投资	0.92
明河投资	1.50	明河投资	0.90	中央汇金资产管理有限责任公司	0.79
陈氏家族	65.84	陈氏家族	65.19	陈氏家族	64.97

来源：公司年报，中泰证券研究所

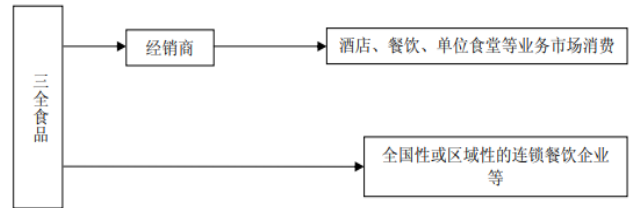
- 改革一——组织架构：零售和餐饮两个部门独立运营，员工绩效奖金充分市场化。**为激发员工活力，公司于 2018 年开始在餐饮市场试点事业部制，考核绩效奖金充分市场化，运行效果很好，后于 2019 年 3 月开始对整个公司进行事业部改革调整，至 10 月份结束。目前，红标事业部负责零售市场的开发销售推广，绿标事业部负责餐饮市场的开发销售推广。两个事业部有独立的产品研发和推广渠道团队，生产、渠道、市场三个经营板块充分市场化，围绕市场需求进行产品的研发和推广。
- 从两个事业部的区别来看，绿标事业部的产品主要是火锅料，油条，蒸饺等，采用低毛利率，低销售费用率的经营模式。红标事业部的产品主要是速冻米面类的产品，主营渠道是高毛利率，高销售费用率的模式。供应链和中后台系统两个事业部共享，公司的生产和供应链系统为两个事业部服务，提升供应链的协同效应。**
- 从公司员工薪酬水平可以看到，2018 年公司员工平均薪酬水平大幅增加，同比提升 48%，主要是公司事业部制改革下员工考核绩效奖金充分市场化，随着 2018 年公司业绩大幅增长，员工薪酬也得到同步提升，受益于此，员工积极性明显提升，市场化改革卓有成效。**

图表 2: 公司零售市场销售流程



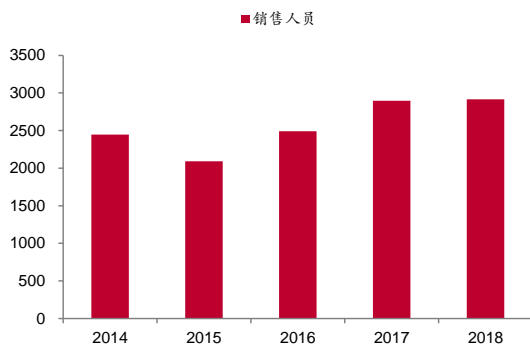
来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 3: 公司餐饮市场销售流程



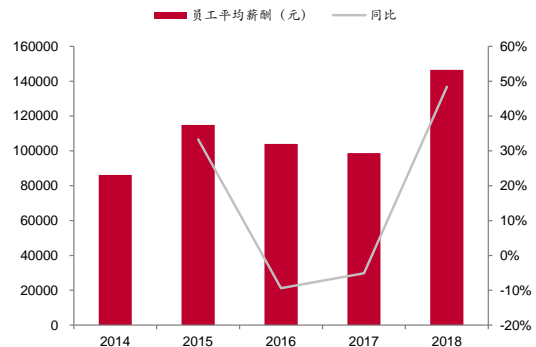
来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 4: 公司销售人员情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2018 年公司员工平均薪酬大幅增加



来源: wind, 中泰证券研究所

- 改革二——考核机制: 从高举高打的市占率导向, 转变为利润导向。**公司对两个事业部分开考核, 实行“3+1”考核机制, 3 是创造绩效的部门生产 (考核制造费用), 渠道 (考核收入及销售费用率), 市场 (考核产品研发和推广速度、市场费用效率), 1 是中后台是服务部门 (控费提效)。新的机制以激发员工能动性为主, 考核目标由收入转变为利润, 通过控费提效, 解决之前费用浪费和渠道不合理的问题。考核机制改革自 2018 年实施以来效果明显, 公司 2019 年前三季度净利润同比增长 30.2%, 净利率由 2018 年的 1.8% 提升至 2.8%, 盈利能力持续提升。

图表 6: 公司考核机制由收入导向变为利润导向

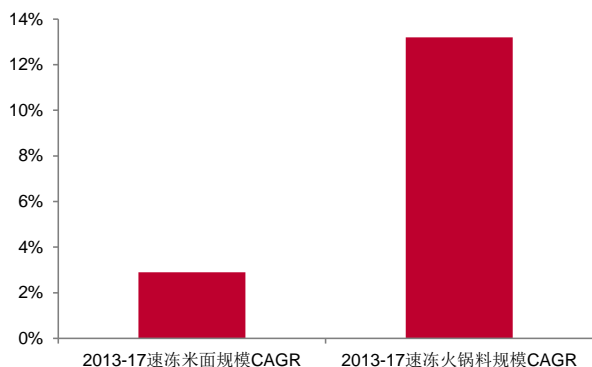


来源: 中泰证券研究所

行业变化和盈利掣肘是公司改革的外因和内因

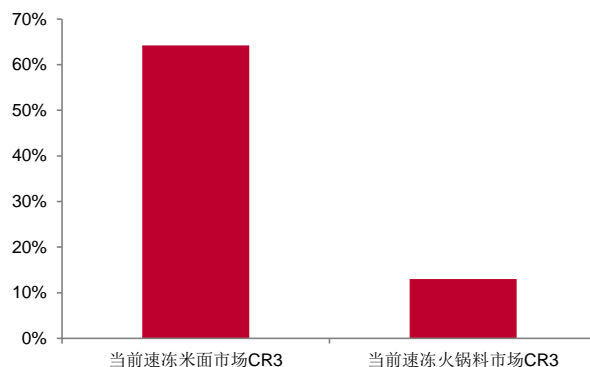
- 外因：速冻米面市场进入成熟期，零售端格局稳定，速冻火锅料市场处于成长期，市场集中度低而空间大。**2008年之前是中国速冻食品开疆拓土的时期，三全食品靠费用投入迅速提高市场占有率，成为速冻食品行业的龙头企业，收入迅速增加。但是近年来速冻米面行业进入增速放缓的成熟期，4年收入CAGR为2.9%，且零售端市场格局趋于稳定，CR3达到约64.2%。相较而言，速冻火锅料市场近年来进入快速成长阶段，在餐饮行业占比也持续提升，同时市场格局亟待整合，CR3仅为13%，集中度有较大提升空间。
- 过去公司深耕零售市场，当前开始加大餐饮市场开拓力度，主动适应行业变化。**公司过去在以收入为导向的考核机制下，在大卖场投入了大量精力。为了顺应行业变化，公司开始加大对餐饮市场的开拓，我们认为，公司在餐饮市场具备产品研发能力及采购规模化能力、质量管控与冷链配送平台的优势，具有开发B端市场的先天便利，因此，三全积极切入餐饮市场有助于分享行业快速发展的红利，实现规模与盈利能力的同步提升。

图表 7：成长性：速冻米面 vs 速冻火锅料



来源：中国食品工业协会，中泰证券研究所

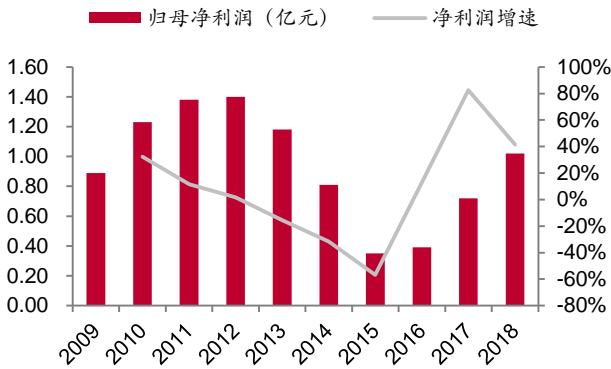
图表 8：市场格局：速冻米面 vs 速冻火锅料



来源：中国食品工业协会，中泰证券研究所

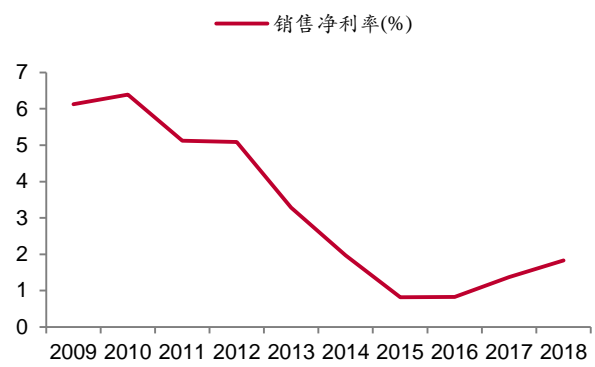
- 内因：过去考核机制注重收入，费用高投放无法带来利润增长，因此公司开始转变经营思路，从粗放管理向精细化考核转变。**公司过去考核机制以收入为主，经销商更加注重销量而非效益，因此更愿意选择低价甚至亏损的产品进行销售，导致公司利润率水平一直较低。为此，公司积极转变经营思路。由于速冻米面零售渠道竞争格局与啤酒相类似，格局趋于稳定，公司开始意识到费用的高投入无法带来利润的增长，因此公司米面市场的经营思路开始从要量转变为要利润，开始从粗放管理逐渐转变为精细化考核。公司当前已经逐渐砍掉地利润率的产品，同时在自主研发生产模式下，事业部可以根据市场反馈来选择高利润的产品进行生产销售，从今年来看考核机制改革对利润水平的改善已有所见效，净利率水平持续提升。

图表 9: 近年来公司归母净利润快速回升



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 近年来公司净利率有所回升



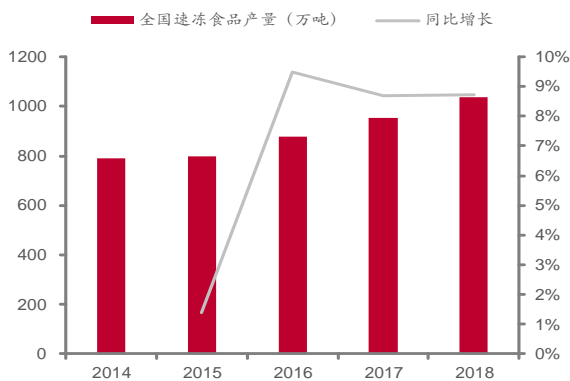
来源: wind, 中泰证券研究所

行业空间: 速冻食品行业持续扩容, 未来成长空间广阔

速冻食品行业稳健增长, 火锅料子行业最具成长性

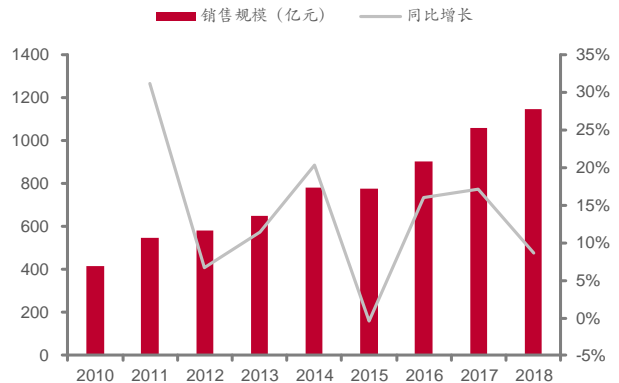
- 我国速冻食品行业处于稳健增长期, 销售收入保持较快增长。根据中物联冷链委数据显示, 近3年我国速冻食品行业产量增速均保持在8%以上, 增长趋于稳健, 2018年产量达1035万吨, 同比增长8.72%。2010-2018年, 我国速冻食品行业销售收入呈波动增长趋势, 复合增速达到13.51%, 总体保持较快增长, 其中2018年销售规模为1149.25亿元, 同比增长8.66%。

图表 11: 近年来我国速冻食品产量稳健增长



来源: 中物联冷链委, 中泰证券研究所

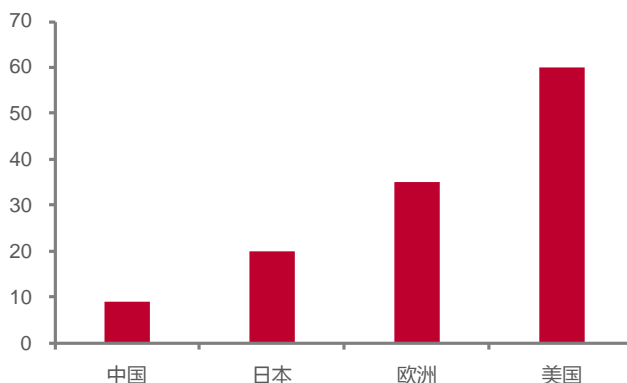
图表 12: 近年来我国速冻食品行业收入较快增长



来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

- 与发达国家相比, 我国速冻食品人均消费量低, 仍有较大增长空间。据中国产业信息网统计, 我国速冻食品人均消费量为9千克, 距美国人均消费量60千克, 欧洲人均消费量35千克, 日本人均消费量20千克仍存在较大差距。随着社会分工精细化、快节奏生活方式的普及, 预计我国人均速冻食品消费量将逐步向发达国家靠拢, 增长空间大。

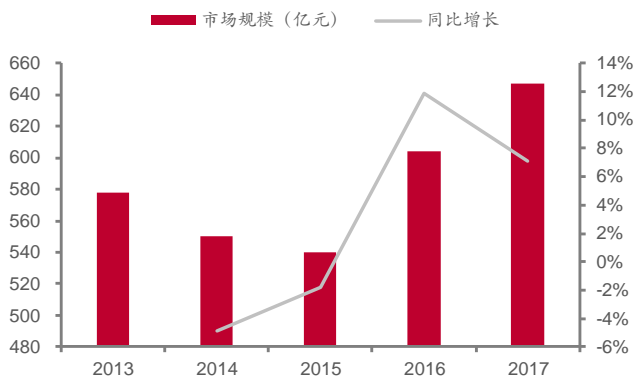
图表 13: 我国速冻食品人均消费量与发达国家差距较大



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所；单位：Kg

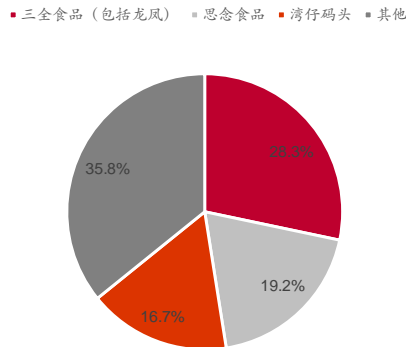
- **从细分市场来看，我国速冻食品行业可分为速冻面米、速冻火锅料、速冻菜肴三大品类。**其中，速冻面米行业规模大，已经处于成熟阶段，市场格局基本稳定；速冻火锅料行业增速快，处于快速成长阶段；而速冻菜肴刚刚起步，市场规模尚低，但发展潜力较大，有望成为速冻食品下一个蓝海市场。
- **1) 速冻面米市场：行业规模大，稳健增长；市场集中度高，格局基本稳定。**近年来，我国速冻面米市场规模逐年增长，2017 年市场规模已达到 647 亿元，行业规模大，四年 CAGR 为 2.9%，增长放缓，处于行业成熟阶段。另外，目前我国速冻面米市场的 CR3 达到 64.2%，市场集中度高，速冻面米市场格局已基本稳定。

图表 14: 近年来我国速冻面米市场稳健增长



来源：中国食品工业协会，中泰证券研究所

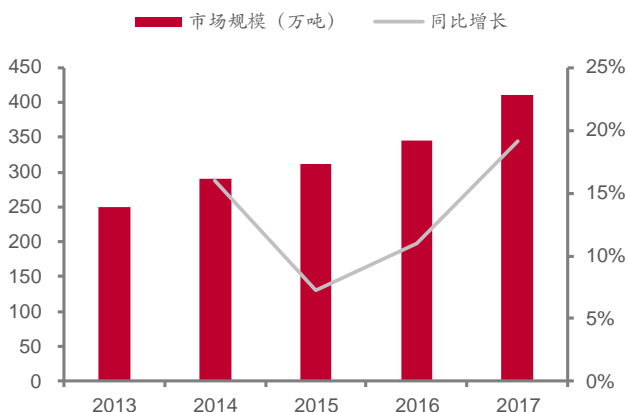
图表 15: 当前我国速冻面米市场格局基本稳定



来源：中国食品工业协会，中泰证券研究所

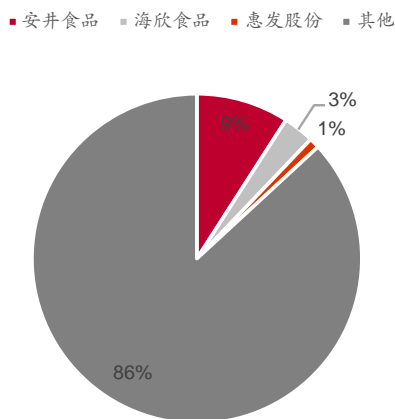
- **2) 速冻火锅料市场：处于快速成长阶段，市场集中度高，有较大提升空间。**据美团点评发布的《中国餐饮报告白皮书 2017》显示：我国火锅行业销售额不断上升，已占餐饮行业总销售额的 22%，是餐饮第一大品类，也是唯一一占两成以上的品类。火锅市场的稳增长、外卖行业的迅速扩张、速冻火锅料广泛的应用场景加速了速冻火锅料需求的上涨。2017 年我国速冻火锅料产量为 255 万吨，市场规模约为 411 亿元，同比增长近 20%，近年来增速逐年上升，处于快速成长阶段。同时，目前我国速冻火锅料市场格局较为分散，CR3 仅为 13%，集中度有较大提升空间。

图表 16: 近年来我国速冻火锅料市场快速成长



来源: 中国食品工业协会, 中泰证券研究所

图表 17: 当前我国速冻火锅料市场 CR3 仅为 13%

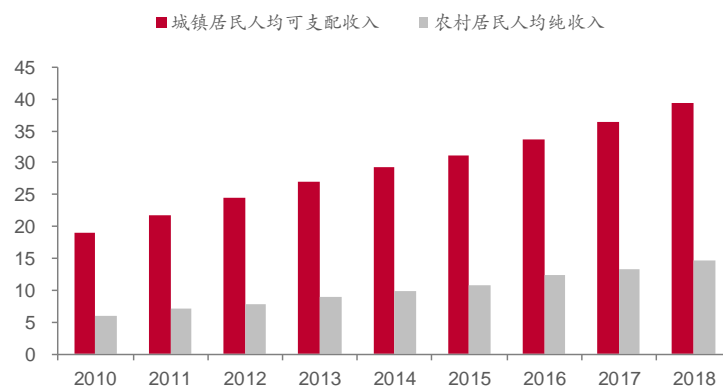


来源: 中国食品工业协会, 中泰证券研究所

行业驱动力: 家庭消费普及, 餐饮消费扩容

- 行业驱动因素一: 家庭消费
- 居民可支配收入持续提升, 家庭消费空间广阔。截至 2018 年年底, 我国城镇居民人均收入达到人民币 39,251 元, 相较于 2010 年的 19,109 元增长 105.4%, 年均复合增长率达到 9.41%; 农村居民人均纯收入达到 14,617 元, 相较于 2010 年 5,919 元增长 146.95%。不断增长的人均可支配收入带来广阔的家庭消费市场。

图表 18: 我国居民人均可支配收入不断提高

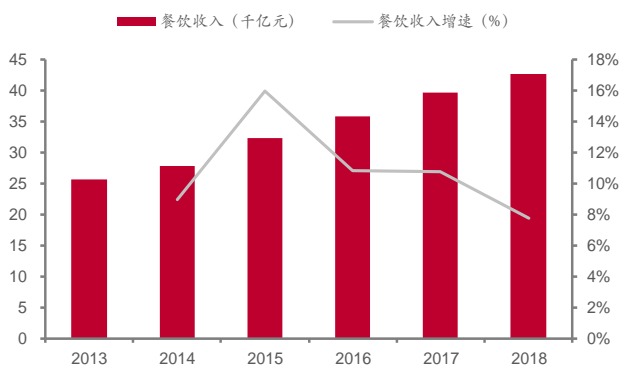


来源: wind, 中泰证券研究所; 单位: 千元

- 近年来, 受益于顺应消费者心理变化的趋势, 速冻食品在家庭消费中逐渐普及。一方面, 由于生活节奏日趋加快, 烹饪复杂且环节多, 年轻人下厨做饭的时间减少, 且下厨意愿并不强烈。虽然外卖非常普遍且便捷, 但由于各种卫生及健康问题, 速冻食品更能满足易烹饪、食材营养的需求, 又顺应了年轻人懒、宅的心理, 是推动速冻食品等便捷性食品发展的主要因素。另一方面, 速冻食品不添加防腐剂, 依靠低温来保鲜保质, 符合人们追求健康、卫生的消费观念, 因而在家庭餐桌上愈加常见。

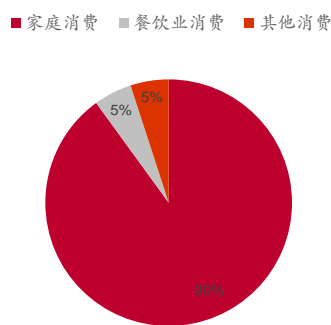
- 行业驱动因素二：餐饮消费
- 我国速冻食品在餐饮消费中占比不大，对标饮食结构相似的日本仍有较大提升空间。根据全国餐饮市场数据显示，2018年，我国餐饮行业规模已突破4.2万亿元，同比增长9.5%，14-18年复合增速达10.85%。目前中国速冻食品消费中餐饮业消费占比尚不足5%，从国际经验来看，发达国家的速冻食品在餐饮消费的占比在60%以上，而行业相对发达的日本更是高达70%，日本速冻食品的最主要下游是餐饮渠道，占比有6成左右，消费者零售渠道占比只有4成，而目前国内的几大龙头速冻食品企业B端餐饮收入占比都不高（B端需求开发很好的安井食品，其餐饮渠道收入占比也仅有35%左右），由此可见，餐饮渠道有望成为消化速冻食品产能的主力，我国与发达国家相比还有很大发展空间。

图表 19: 近年来我国餐饮行业收入保持较快增长



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 20: 当前我国速冻食品在餐饮消费中占比较低

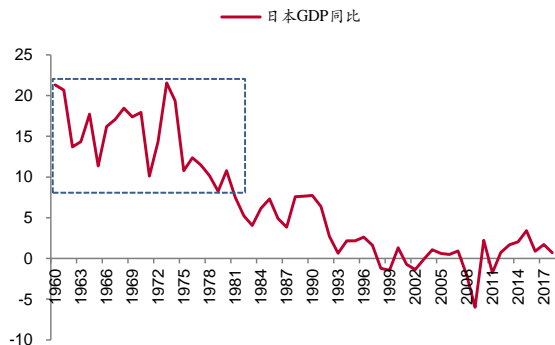


来源：食品监局，中泰证券研究所

行业趋势：餐饮市场跟随经济快速增长，未来经济放缓速冻食品相对受益

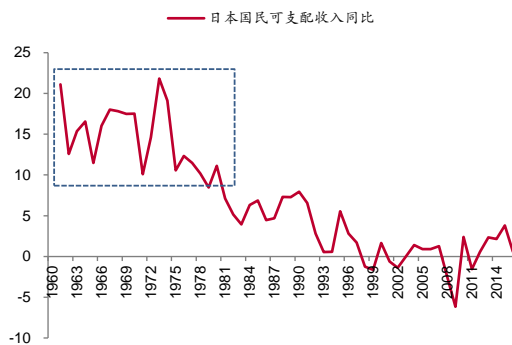
- 对标日本：当前我国处于日本 20 世纪 60-80 年代，随着国民收入快速提升，餐饮市场成长性最高。当前我国仍处于经济较快增长期，对标日本来看，相当于日本的 20 世纪 60-80 年代，即日本经济快速增长的后期。这一时期的特点是，GDP 较快增长，人均可支配收入水涨船高，同时女性就业率逐渐提升。在这种时代背景下，人们愈发注重生活的便捷性，外卖市场开始兴起，餐饮市场迎来蓬勃发展。因此通过对标日本过去发展阶段来看，当前我国餐饮市场的商机最大，未来成长性最高。

图表 21: 上世纪 60-80 年代日本 GDP 高速增长



来源：wind，中泰证券研究所

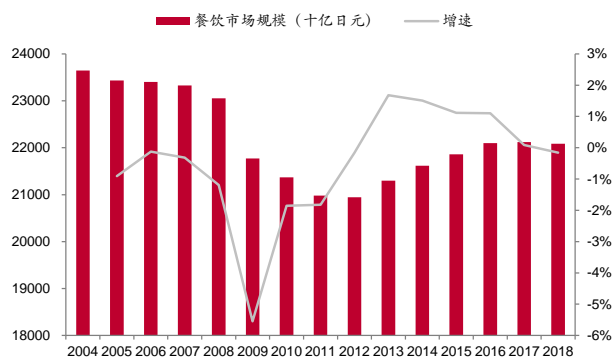
图表 22: 上世纪 60-80 年代日本国民收入快速提升



来源：wind，中泰证券研究所

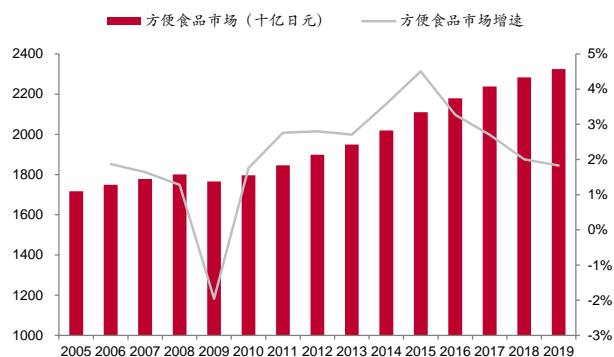
- **未来随着经济增速放缓、家庭消费提升，速冻食品市场规模将持续增长。**日本食品饮料行业已进入成熟期，大多数子行业规模近年来有所萎缩，而速冻食品行业规模仍保持持续增长，2005年以来复合增速超过2%。其背后逻辑在于人口老龄化导致大多数食品饮料子行业需求下降，而速冻食品行业则受益于食品便捷化消费的趋势，人们对于速冻食品的消费需求持续提升。一方面，家庭消费占比提升，家庭预制菜肴需求兴起，这是未来速冻食品的另一方向；另一方面，随着我国逐渐进入老龄化、晚婚晚育社会，速冻食品更能满足人们便捷性的需求，且其保鲜保质符合人们追求健康生活的消费观念，未来我国速冻食品行业有望复制日本速冻食品行业发展路径，市场规模有望持续提升。

图表 23: 近年来日本餐饮市场规模有所萎缩



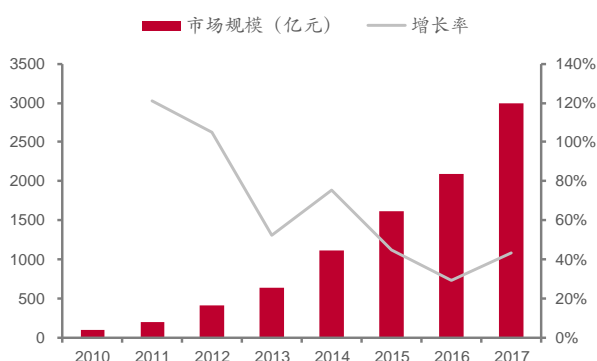
来源：欧睿，中泰证券研究所

图表 24: 近年来日本方便食品市场持续增长

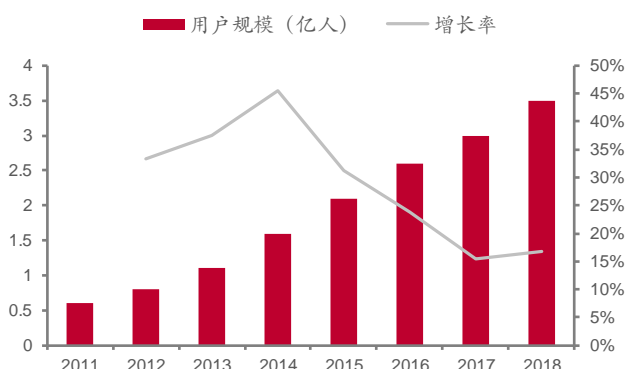


来源：欧睿，中泰证券研究所

- **经济放缓、存量竞争时代，具备规模效应和强大经销商体系的速冻食品企业有望胜出。**随着经济放缓，整个消费市场步入存量竞争时代，人们注重性价比，具备规模效应、成本管控强、效率高的企业才可以胜出。食品除了保鲜技术外，本质配方并无显著壁垒，壁垒体现在规模成本优势、冷链供应链配送优势、产品做到最高性价比，因此是消费者认可度提升、市占率提升的逻辑。同时，经销商体系是当前中国发展阶段下，解决配送效率和渠道投入维护最有效率的渠道模式。中国幅员辽阔，直控终端最大的优势在于价格体系的管控和渠道的议价，符合我国目前区域市场试点，外部扩张还是需要构建较强的经销体系。
- **近年来，我国整个餐饮行业的需求虽然有所放缓，但每年仍保持着近 10% 的快速增长，其中外卖行业对餐饮需求的拉动作用尤其明显。**根据美团点评发布的《中国餐饮报告 2018》显示：2017 年我国餐饮外卖市场规模约 3000 亿左右，同比增长 43.4%，增速远超中国餐饮市场整体增速（约 10%），虽然外卖行业整体增速近年来有所放缓，但外卖行业的快速增长已经对整体餐饮业的发展形成了非常有力的拉动，从而助力速冻食品在餐饮消费中占比的逐年提升。

图表 25: 2010-2017 年中国在线订餐市场规模


来源: 美团点评公告《中国餐饮报告 2018》, 中泰证券研究所

图表 26: 2011-2018 年中国在线订餐市场用户规模


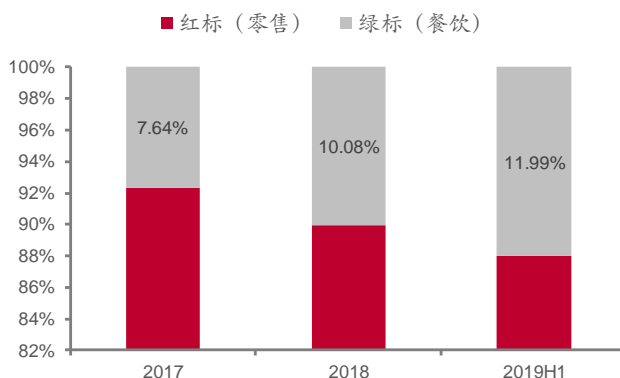
来源: 美团点评公告《中国餐饮报告 2018》, 中泰证券研究所

- 另外, 餐饮行业近两年出现的两个变化趋势也对于速冻食品在餐饮消费中的逐年普及有显著的推动作用。1) 无论是全国型连锁还是区域型连锁, 开店速度都有加速趋势, 行业连锁化率提升, 且各类中小餐饮企业的连锁化诉求也在增强; 2) 各类型餐饮企业都在面临越来越大的租金和人工成本压力, 而当前的经济背景下, 又几乎不可能将成本压力转移给消费者。因此, 上述两点行业变化使得餐饮企业有更多动力去采购标准化的预制半成品食材, 以此来替代人工制作, 进而降低成本, 典型的预制半成品就有速冻食品、复合调味料等。

业绩拆分: 红标提效, 绿标发力, 净利率有望持续提升

收入端: 红标收入以稳为主, 绿标有望维持高增长

- 红标: 公司传统主营业务, 零售市场以稳为主。**2018 年, 公司零售业务总营收为 48.81 亿元, 同比增长 2.21%, 2019 年上半年公司零售业务实现营收 26.77 亿元, 占据公司营收主要份额, 达到 88.01%。由于公司在商超渠道的新品进场费、合同费、促销活动等费用较多, 红标盈利水平不高, 因此近年来, 公司积极进行调整, 一方面开始进行产品升级, 削减低效单品, 另一方面下沉渠道, 增加经销渠道占比。

图表 27: 2019H1 公司零售业务收入占比约为 88%


来源: wind, 中泰证券研究所

- **红标产品品类丰富，新品开发加速。**零售端主营产品包括：速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点等速冻米面食品和常温方便食品等，可以分为水饺系列、粽子系列、汤圆系列和其他四大品类。近年来公司零售市场持续推出新品，2017 年公司推出私厨素水饺、儿童深海鱼系列、炫彩小汤圆合拼装系列、自加热火锅等新品，2019 年又推出了私厨超级小龙虾、超级墨鱼、超级鲑鱼等“超级海鲜”水饺、“帕尼尼”意式系列早餐、常温红烧牛肉自热与微波拉面等 20 多个系列 70 多个口味新品，市场反响良好，赢得了消费者的信赖和认可。

图表 28：公司红标主营产品品类一览

	产品系列	产品/口味	价格
三全零售	水饺系列	三全私厨系列	28.6/袋
		真鲜灌汤水饺	17.5/袋
		三全状元水饺	20.9/袋
		儿童系列水饺	26.6/袋
	粽子系列	礼品粽	168/袋
		猪肉粽	68/袋
	汤圆系列	三全果然爱汤圆	29.9-49.9/袋
		炫彩小汤圆	21.9/袋
	其他系列	点心系列	5.9-10.9/袋
		自热方便食品系列	19.9-34.9/袋

来源：三全食品天猫官方旗舰店，中泰证券研究所

- **绿标：绿标发力餐饮市场，成为公司全新增长引擎。**公司 2018 年以来最显著的战略调整即“重点发展餐饮市场业务”，2018 年餐饮市场实现收入 5.6 亿元，净利润 3702 万元，收入、净利润分别占公司总体的 10% 和 36%，且目前餐饮业务的规模还在逐渐扩大。我们认为，公司具备产品研发能力及采购规模化能力、质量管控与冷链配送平台的优势，具有开发 B 端市场的先天便利。因此，公司做出组织架构、研发创新和激励机制调整，致力于从单一商超渠道向多渠道发展，从家庭餐桌的供应扩张到餐饮渠道，打造成为中高端餐饮市场的核心服务商。
- **绿标品类日益丰富，围绕餐饮场景自主研发产品。**分产品而言，目前公司已经在餐饮渠道开发了 6 个系列 78 种产品，包括面点、点心、水饺、汤圆、火锅、菜肴等多个品类，以差异化产品和特定消费场景的优势其中，茴香小油条以其独特的外形和口感，在 2017 年推出市场后 3 个月实现了在巴奴火锅 44 万份、52.8 万根的战绩，目前，茴香小油条已经进入巴奴、海底捞、小龙坎等多家火锅连锁品牌，实现每年约 3 亿根的销量，占该品类 70% 的市场份额。

图表 29: 三全绿标主营产品一览

	产品系列	产品/口味	价格
三全餐饮	水饺系列	猪肉大葱、猪肉香菇、猪肉荠菜、猪肉韭菜、猪肉芹菜、猪肉白菜、三鲜、韭菜鸡蛋...	12.9-33.9/包 (450-1200g)
	面点系列	奶黄包、豆沙包、香菇素菜包、春笋猪肉包	7.9-11.8/包 (360g)
		油条	19/包 (400g)
	点心系列	豆沙春卷、素馅春卷	5.9/包 (210g)
		豆沙馅芝麻球	5.9/包 (260g)
		香芋地瓜丸	8.9/包 (300g)
		豆沙南瓜饼	6.9/包 (300g)
	汤圆系列	炫彩小汤圆、炫彩甜品汤圆	21.9-22.9/包 (260g)
	火锅系列	马铃薯宽粉粉条、茴香小油条、精品牛肉丸、精品肉肠、精品贡丸、鱼豆腐	9.9-53.9/包 (160-2500g)
	米饭系列	红烧牛肉、咖喱鸡丁、鱼香肉丝、家常豆腐、梅菜扣肉、野山椒滑鸡	12.9/盒 (375g)

来源: 天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

- 红标收入测算: 今年是调整的一年, 未来三年有望跟随行业取得平稳增长。**公司 3 月以来对红标业务作出一定改革, 今年红标属于调整的一年, 2019 年上半年公司红标收入增速约为-5%。从未来三年来看, 我们分别按直营渠道和经销渠道对收入进行预测: 对于红标直营, 由于公司加大对直营渠道的控制和调整, 因此中性预测下未来三年直营渠道收入增速将保持在-5%; 对于红标经销, 由于公司未来将加大经销渠道开拓, 经销渠道占比将持续提升, 因此中性预测下未来三年经销渠道收入增速将保持在 9%, 以此计算得出未来三年公司红标业务收入增速分别为 3.89%、4.33%和 4.75%。

图表 30: 未来三年红标业务收入测算

中性预测-红标直营	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	1992.45	1852.98	1760.33	1672.31	1588.70
同比(%)		-7.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
占比	40%	36%	33%	30%	28%
中性预测-红标经销	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	2988.67	3227.77	3518.26	3834.91	4180.05
同比(%)		8.00%	9.00%	9.00%	9.00%
占比	60%	64%	67%	70%	72%
中性预测-红标	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	4981.12	5080.74	5278.59	5507.22	5768.75
同比(%)		2.00%	3.89%	4.33%	4.75%
悲观预测-红标直营	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	1992.45	1852.98	1723.27	1585.41	1442.72
同比(%)		-7.00%	-7.00%	-8.00%	-9.00%
占比	40%	36%	33%	30%	27%
悲观预测-红标经销	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	2988.67	3227.77	3453.71	3660.93	3843.98
同比(%)		8.00%	7.00%	6.00%	5.00%
占比	60%	64%	67%	70%	73%
悲观预测-红标	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	4981.12	5080.74	5176.98	5246.34	5286.70
同比(%)		2.00%	1.89%	1.34%	0.77%
乐观预测-红标直营	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	1992.45	1852.98	1760.33	1689.91	1639.22
同比(%)		-7.00%	-5.00%	-4.00%	-3.00%
占比	40%	36%	33%	30%	28%
乐观预测-红标经销	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	2988.67	3227.77	3518.26	3870.09	4295.80
同比(%)		8.00%	9.00%	10.00%	11.00%
占比	60%	64%	67%	70%	72%
乐观预测-红标	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	4981.12	5080.74	5278.59	5560.01	5935.02
同比(%)		2.00%	3.89%	5.33%	6.74%

来源: 中泰证券研究所;

- 绿标收入测算：2018 年以来增速保持在 40% 以上，未来三年有望维持高速增长。**受益于餐饮行业与火锅市场的持续扩容，绿标业务保持快速增长，2018 年至今绿标收入增长一直保持 40% 以上，员工绩效奖金充分市场化，积极性极大释放，2019 年上半年公司绿标收入增速约为 42%，预计全年收入增速达到 40%。未来三年来看，公司具备出色的产品研发能力以及冷链配送能力等优势，我们认为在外部餐饮行业持续增长+内部考核激励市场化的情况下，公司绿标业务将维持快速增长，在中性预测下，我们预计未来三年公司绿标业务收入增速将保持在 40%，悲观预测下增速分别为 40%、30%、20%，乐观预测下增速分别为 40%、50%、60%。

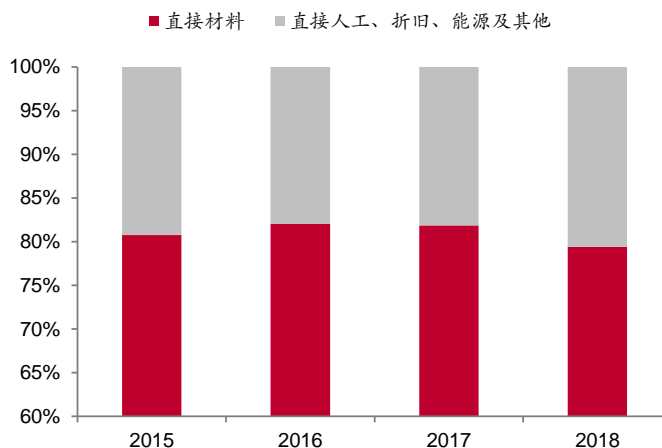
图表 31：未来三年绿标业务收入测算

餐饮渠道	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中性预测-收入（百万元）	382.63	558.19	781.47	1094.05	1531.67	2144.34
同比（%）		45.88%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
悲观预测-收入（百万元）	382.63	558.19	781.47	1094.05	1422.27	1706.72
同比（%）		45.88%	40.00%	40.00%	30.00%	20.00%
乐观预测-收入（百万元）	382.63	558.19	781.47	1094.05	1641.08	2625.73
同比（%）		45.88%	40.00%	40.00%	50.00%	60.00%

来源：中泰证券研究所

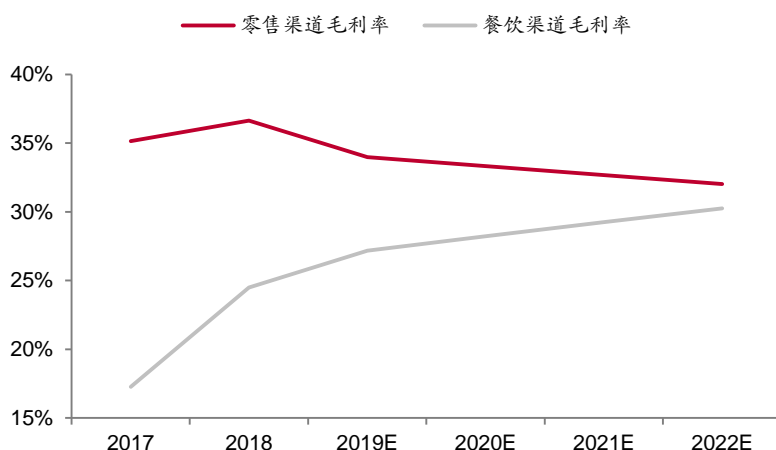
成本端：公司具备成本传导能力，产品结构升级是毛利率提升的主要动力

- 成本构成：成本以原材料为主，公司具备成本价格传导能力。**成本构成来看，由于公司产品成本主要来自于原材料，因此直接材料占据成本的绝大部分，2018 年占比有所降低，达到 79.42%。公司主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、蔬菜、芝麻、花生等农副产品，今年以来猪肉价格持续上涨对公司成本造成一定影响，上半年处于猪肉价格向产品价格传导过程中，因此利润受到一定冲击，下半年以来价格顺利传导下去之后，利润恢复了较快增长，预计四季度将得以体现，因此公司具备成本价格向产品价格传导的能力。

图表 32：公司成本构成以原材料为主


来源：wind，中泰证券研究所

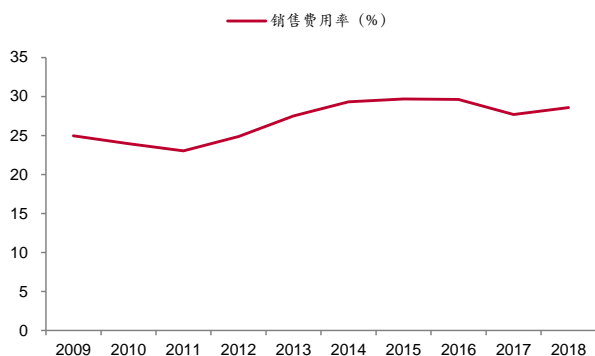
- **毛利率：单看毛利率参考意义不大，产品结构升级是驱动毛利率提升的主要动力。**过去来看，红标业务主要面对零售市场，以直营渠道为主，毛利率较高，而绿标业务主要面对餐饮市场，以经销渠道为主，毛利率较低，2018 年红标和绿标毛利率分别为 36.64%和 24.49%。但是由于公司红标高毛利、高费用，绿标低毛利、低费用，因此只看毛利率的绝对值意义不大，重要的是看“毛销差”，这一方面来自于毛利率变化，另一方面来自于费用率变化。此处我们先来分析毛利率变化趋势。
- 红标业务而言，公司未来将调整红标渠道结构，在直营渠道保持适度品牌露出的情况下，加大经销商体系比重，因此红标毛利率将逐渐下降(但同时经销渠道费用率也较低，因此红标整体盈利能力是提升的)；绿标业务而言，公司绿标产品多为自己研发，未来在以盈利为导向的考核下事业部将加大高毛利产品的研发，因此绿标毛利率有望持续提升。

图表 33：未来红标和绿标毛利率趋势展望


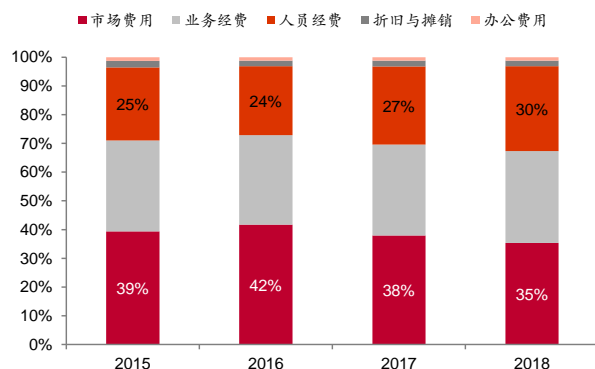
来源：wind，中泰证券研究所

费用端与净利率：控费提效驱动费用率下降，驱动净利率持续提升

- **销售费用构成：市场费用占比下降，人员经费占比提升，未来销售费用率有望持续下降。**公司销售费用包括市场费用、业务经费、人员经费等，主要存在三个特征：1)近两年市场费用占比下降，市场费用包括广告费、商场费用、经销商返利等，其中广告费每年相对固定，但是投放形式会跟随市场变化，如今年压缩了电视广告，而加大了重点城市的电梯广告，将来在商超将保持适度品牌露出的情况下，预计市场费用占比将继续下降；2)近两年人员经费占比逐渐提升，表明公司去年开始加大了对员工的激励，与公司考核机制市场化的策略相一致，我们认为这有助于公司政策的落地，员工积极性将充分释放；3)随着公司经销渠道占比提升以及规模效应的持续体现，销售费用率有望持续下降，控费提效将驱动盈利能力持续提升。

图表 34: 公司销售费用率保持平稳


来源: wind、中泰证券研究所

图表 35: 公司销售费用构成


来源: wind、中泰证券研究所

- 红标净利率: 产品结构和渠道结构优化将驱动盈利能力提升。**今年利润导向考核去年在绿标事业部尝试, 今年在红标事业部开始推行, 效果非常明显, 今年红标净利率有望明显提升。展望未来三年, 我们分别对红标直营和经销渠道的净利润进行预测: 直营渠道方面, 直营未来以减亏为主, 我们预计未来每年减亏约 1 个百分点左右, 即中性预测下未来三年直营渠道净利率分别为-13%、-12%和-11%; 经销渠道方面, 经销未来随着规模扩张, 规模效应将持续体现, 预计未来净利率持续小幅提升, 即中性预测下未来三年直营渠道净利率分别为 11.6%、11.7%和 11.8%, 以此计算, 未来三年红标净利率分别为 3.40%、4.50%、5.52%。

图表 36: 未来三年红标业务净利率测算

红标直营	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	1992.45	1852.98	1760.33	1672.31	1588.70
同比 (%)		-7.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
占比	40%	36%	33%	30%	28%
净利 (百万元)	-278.94	-259.42	-228.84	-200.68	-174.76
净利率	-14.00%	-14.00%	-13.00%	-12.00%	-11.00%
红标经销	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	2988.67	3227.77	3518.26	3834.91	4180.05
同比 (%)		8.00%	9.00%	9.00%	9.00%
占比	60%	64%	67%	70%	72%
净利 (百万元)	343.82	371.19	408.12	448.68	493.25
净利率	11.50%	11.50%	11.60%	11.70%	11.80%
红标	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	4981.12	5080.74	5278.59	5507.22	5768.75
同比 (%)		2.00%	3.89%	4.33%	4.75%
净利润 (百万元)	64.87	111.78	179.28	248.01	318.49
同比 (%)		72.30%	60.39%	38.34%	28.42%
净利率	1.30%	2.20%	3.40%	4.50%	5.52%

来源: 中泰证券研究所; 注: 由于篇幅有限, 故只展示中性预测下的净利率测算

- **绿标净利率：市场化考核下加大高毛利产品研发，驱动净利率持续提升。**公司餐饮市场低毛利低销售费用，整体净利率高于公司平均。公司绿标产品多为自己研发，未来在以盈利为导向的考核机制下下绩效奖金充分市场化，事业部将加大高毛利产品的研发，盈利能力有望持续提升，在中性预测下，我们预计未来三年公司绿标业务净利率将分别为 7.2%、7.5%、8%，悲观预测下分别为 6.8%、6.8%、6.8%，乐观预测下分别为 7.5%、8%、8.4%。

图表 37：未来三年绿标业务净利率测算

中性收入预测下	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中性预测-净利率	6.63%	6.70%	7.20%	7.50%	8.00%
对应净利润(百万元)	37.02	52.36	78.77	114.88	171.55
对应净利润增速		41.43%	50.45%	45.83%	49.33%
悲观预测-净利率	6.63%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%
对应净利润(百万元)	37.02	53.14	74.40	104.15	145.82
对应净利润增速		43.54%	40.00%	40.00%	40.00%
乐观预测-净利率	6.63%	6.80%	7.50%	8.00%	8.40%
对应净利润(百万元)	37.02	53.14	82.05	122.53	180.12
对应净利润增速		43.54%	54.41%	49.33%	47.00%

来源：中泰证券研究所

竞争优势与同业对比：品牌与供应链优势显著，盈利能力改善空间大

竞争优势：品牌优势突出，打造供应链闭环高壁垒

- **1、品牌：品牌优势突出，广告持续抢占消费者心智**
- **在众多速冻米面食品企业中，公司具有突出的品牌优势。**经过多年的品牌培育，三全食品的主品牌“三全”、“龙凤”在消费者心中热认可度高，具有相当品牌忠诚度的顾客，品牌粘度高，进而在水饺、汤圆等食品的定价中具有一定的溢价能力。同时，公司在食品领域不断开发新的系列和品类，2019年公司先后推出帕尼尼意式系列早餐、红烧牛肉自热等 20 多个系列 70 多个口味新品，持续用新品抢占消费者心智，消费者培育持续见效。从行业地位来看，三全食品在速冻米面领域市占率连续多年保持第一，且常年在全国速冻食品消费者评价榜上位居前列，三全食品独特的品牌粘度和市场占有率形成其核心竞争优势。

图表 38: 公司在速冻食品领域双品牌运作



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 39: 公司持续推出新产品抢占消费者心智



来源: 天猫、中泰证券研究所

图表 40: 公司位居速冻食品消费者评价榜前列

品牌	品牌发源地	C-CSI	C-CSI构成		
			客户忠诚度	总体满意度	要素满意度
好利来	北京	74.9	73.1	75.6	75
思念	河南	72.3	75.7	74.5	68.3
湾仔码头	香港	71.7	75.2	73.2	68.6
三全	河南	69.9	73.5	71.4	66.7
海霸王	台湾	66.3	72.5	69.6	59.8
胖哥	河南	64	66.1	70.2	56.7
龙凤	台湾	61.5	62.6	63	59.5
狗不理	天津	61.1	63.1	63.6	57.6
六味斋	山西	57.9	58.5	59	56.6
西格玛	黑龙江	54	52.5	56.8	51.8
天方	河南	52	51.8	52.1	52
金城	广东	51.3	47.1	57.5	47.2
行业均值		69.5	72.8	71.3	66

来源: Chnbrand2018 年中国顾客满意度指数 (C-CSI), 中泰证券研究所

- **广告持续投入保证品牌露出, 实现精准投放。**三全食品处于快消品行业, 行业内企业广告费用的投入普遍占比高。随着三全食品逐渐成熟化, 目前每年的广告投入比较固定, 在维持相对稳定的品牌露出度的同时, 实现控费提效的作用。在广告投放的策略上, 公司采用精准投放, 通过分析目标消费人群的流量的变化, 确定广告投入的比率。随着移动互联网发展下电视收视率下降, 在电视广告中的投入压缩, 由于大城市加班时长增加对速冻食品的需求增加, 对重点城市电梯广告投入加大。

图表 41: 公司广告突出核心竞争力



来源: 天猫、中泰证券研究所

图表 42: 公司广告采取多种形式投放



来源: 百度、中泰证券研究所

- **2、供应链：生产加工能力强，冷链配送系统发达，上中下游形成供应链闭环，全国范围快速响应**
- **上游：生产基地覆盖全国，生产能力行业领先，为公司持续扩张提供充足保障。**从上游生产供应来看，公司在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建有生产基地，2018年底又投资8亿元拟在武汉建立三全食品长江中部基地，形成遍布全国各地的产能系统。每个生产基地拥有现代化的厂房，自动化生产包装线，生产能力和装备水平均处于国内领先地位，遍布全国的生产基地和充足的产能为公司持续扩张提供了充足保障。

图表 43：公司速冻食品产能充足

基地名称	产能 (万吨)	生产状态
郑州	37	已投产
佛山	12	2018年底已建成70%
成都	11	已投产
天津	9	将投产
太仓	7	2018年底已建成66%
武汉	-	2018年10月公告拟投建

来源：公司年报，中泰证券研究所

- **中游：冷链运输系统发达，掌握冷链运输核心竞争力。**从中游的冷链物流运输来看，公司领先实现立体自动冷库，按照“先进先出”原则自动化生产，提高了商品贮藏质量和减少损耗。通过“第三方+自建”、“铁路+公路”的模式进行冷链运输，及时、有效保证公司在全国销售网络的供货。自有冷藏车可深入第三方无法覆盖的地配送，其支线冷冻物流网是目前国内分布最广最密集的网络。截至目前，三全已建成覆盖全国的冷链物流系统，拥有五大基地的自建冷库，覆盖33个大城市、1700多个中小城市和县城的冷链运输网以及零售终端超过10万台的冷藏柜。同时公司旗下有冻到家冷链物流公司，向中小食品企业开放，打造三全自己的冷链运输品牌，进一步掌握冷链运输的核心竞争力。
- **下游：销售网络遍布全国，分销体系优势明显。**公司下属的分、子公司及经销商共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络，保证公司产品短期内完成生产并迅速推广到全国各地的终端市场。直营渠道对接大客户、大卖场商超等，速冻米面食品销售业绩良好，市占率高。近年来积极拓展速冻鲜食领域，积极与711，便利蜂等零售便利店合作，通过O2O模式更好地服务消费者。速冻食品行业虽然企业众多，但中等企业向全国拓展支撑不了销售渠道的费用，三全食品共享全国性的销售渠道帮助中等企业做分销，形成全国性的速冻米面和餐饮的分销体系。
- **公司在餐饮市场方面实施“直营+经销覆盖”的销售模式，已构建出服务于全国餐饮食材经销服务网络。**分渠道而言，公司餐饮业务以经销渠道为主，经销渠道占比约为90%，大客户定制占比约为10%。经销渠道主要看重产品，产品推广成熟后价格相对透明，低毛利、低费用率，产品承接升级和价格体系维护较为重要；大客户定制产品体现公司的研发优

势和产品品质保证，高毛利率、低费用率，净利率水平高于社会餐饮（小 B）和传统零售。

- 1) 针对大型连锁餐饮，公司通过直销渠道、大客户制，提供定制化产品与服务。公司主要深耕于快餐、火锅和团餐场景，合作对象包括：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、索迪斯等众多知名餐饮连锁品牌。比如：公司 2015 年开始和海底捞进行合作，为其推出茴香小油条、捞面等产品，深入产品设计、研发、生产、物流、营销等一系列环节，提供一体化服务；公司与永和大王进行合作，为其推出素春卷、手抓饼等产品，定制菜品和烹饪方案。随着餐饮连锁化率上升、成本上涨，预计公司的大型定制客户数量将继续维持上涨。
- 2) 针对小型餐饮主体，如社区网点、地方性连锁店、小餐馆等，公司通过经销商渠道，提供标准化产品。对于标准化产品的推广销售，主要由旗下“郑州快厨餐饮管理有限公司”负责，目前同时使用“三全绿标（餐饮专用）”和“快厨”两大包装 logo，汤圆、水饺、面点、火锅料产品使用“快厨”全新包装，其他品类使用“三全绿标（餐饮专用）”包装。截至 2018 年底，三全食品在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地均建有现代化厂房设施和先进生产能力的生产基地，厂房多位于省会城市及直辖市，子公司以及近千家经销商共同组成遍布全国 40 个省、市、县的销售渠道和网络，保证公司产品短期内完成生产并迅速推广到全国各地的终端市场。

图表 44：三全渠道实施“直营+经销”渠道模式



来源：中泰证券研究所

主营产品：细分品类竞争激烈，三全具备性价比优势

- **速冻食品零售市场竞争格局基本稳定，三全、思念、湾仔码头三强鼎立；但在馄饨、点心等一些细分品类上，竞争依然激烈。**速冻面米是速冻食品行业中规模最大的品类，在这一品类上，三全食品、思念食品、湾仔码头占据行业龙头地位，其市占率分别为 28%、19%、17%，CR3 达到 64.2%，竞争格局已基本稳定。但在一些细分品类上，品牌竞争仍然十分激烈，比如：大部分速冻面米零售企业都有涉猎馄饨和点心两大品类，大品牌挤压小品牌，价格战四起，因此差异化口味、包装等成为发展的必然趋势。
- **1) 馄饨品类：三大龙头企业在馄饨品类上差异不大，三全食品具有价格优势、其推出的儿童系列馄饨产品具有差异化竞争优势。**三大龙头企业都有上汤小云吞和上海风味馄饨两种产品，口味众多，充分满足了不同消费者的消费需求。对比每 100g 馄饨的价格发现：三全食品在上汤小云吞和上海馄饨两种产品上都具有明显的价格优势，思念和湾仔码头的价格差异不大，而湾仔码头的优势在于口味选择更多元化。另外，三全还了推出儿童馄饨特色产品，包括虾仁玉米、鱼肉蔬菜等口味，满足了儿童所需的营养元素，具有差异化竞争优势。

图表 45：三大龙头企业馄饨产品对比

品牌	产品名称	口味	价格	每100g价格	图示
三全	玲珑小云吞	荠菜猪肉	14.9/50只 (400g)	3.7	
		鲜美猪肉	14.9/50只 (400g)	3.7	
		珍味三鲜	14.9/50只 (400g)	3.7	
	上海风味馄饨	菜肉	15.9/40只 (500g)	3.2	
		三鲜	15.9/40只 (500g)	3.2	
思念	上汤小云吞	珍味三鲜	21.5/50只 (400g)	5.4	
		鲜美猪肉	21.9/50只 (400g)	5.5	
		荠菜猪肉	21.9/50只 (400g)	5.5	
	上海大馅馄饨	三鲜	21.5/40只 (400g)	5.4	
	金牌虾云吞	虾仁玉米, 虾仁三鲜	34.9/20只 (317g)	11.0	
湾仔码头	上汤小馄饨	鲜美纯肉、香菇菜肉、荠菜猪肉、黑松露鲜美虾...	33.9/75只 (600g)	5.7	
	上海风味大馄饨	虾仁三鲜、芹菜香干猪肉、荠菜猪肉...	33.9/30只 (600g)	5.7	
	港式云吞皇	鲜美大虾	43.9/24只 (360g)	12.2	

来源：天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

- **2) 点心品类：三全食品的点心品类更多样化，价格也更加亲民。**在点心品类上，思念和湾仔码头品类较为单一，集中在中华传统面点上，相比之下思念的产品系列更为完善，油炸型和蒸煮型小点心在市场上销量都非常好，口味、形状等也颇具创意，比如猪猪包、小熊维尼奶黄包等深受儿童市场的欢迎。而三全的产品品类较多，主要推出蒸蛋糕、香芋地瓜丸、儿童面点、面点坊（奶黄包、猪肉包和香菇素菜包）等多种产品，价格也更为低廉。

图表 46: 三大龙头企业点心产品对比

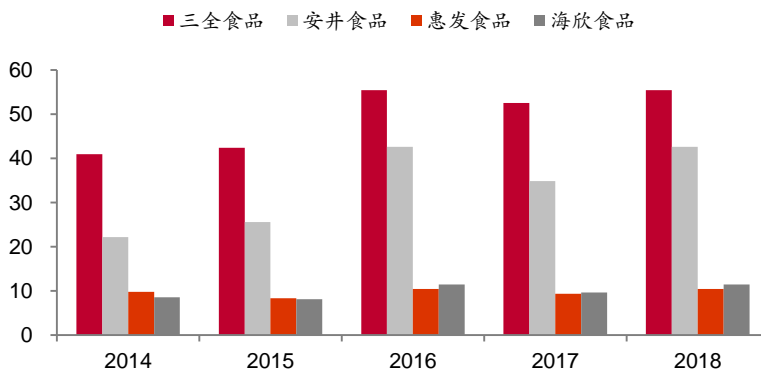
品牌	产品名称	口味	价格	图示
三全	面点坊	香菇素菜包、春笋猪肉包	11.8	
		奶黄	7.9	
	手抓饼	原味、葱香、辣酱	9.9	
		香芋地瓜丸	8.9	
		茴香小油条	9.9	
	帕尼尼	蛋香烤鸡、黑椒烤鸡	12.9	
		海鲜虾皇	15.9	
思念	中华面点	奶黄包、薏米紫薯包、豆沙包...	19.9	
		猪肉包、葱油花卷、香菇素菜包...	14.9	
		叉烧包...	16.9	
		红糖燕麦馒头...	21.9	
湾仔码头	面点	蜜汁叉烧包	18.9	
		鲜肉大包子	17.9	
		奶黄包、香菇素菜包、爆汁流沙包、豆沙包	14.9	
		燕麦蜂蜜馒头	11.5	

来源：天猫官方旗舰店、中泰证券研究所

收入空间：对标安井火锅料有提升空间，产能布局完善保障收入扩张

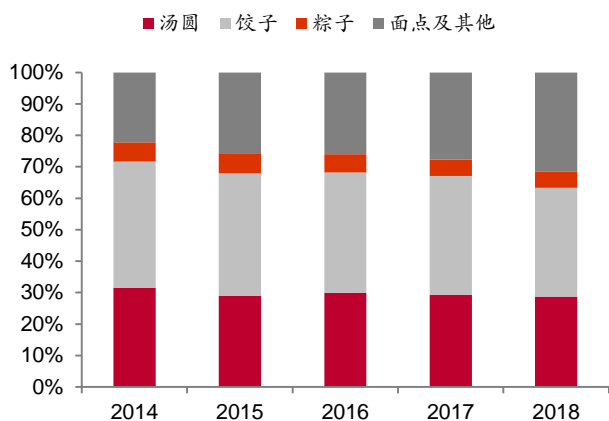
- 收入:三全收入规模领先，产品结构以速冻米面为主，速冻火锅料占比仍有较大提升空间。与同类上市公司相比，三全食品收入规模领先，安井食品位列次席。但是从产品结构来看，三全食品以速冻米面食品为主，火锅料制品占比较少，2018 年餐饮市场收入占比仅约为 10%，而安井的速冻米面产品占比较少，火锅料等产品占比较大，2018 年火锅料制品收入占比约为 65%。因此，与安井等主营火锅料的公司相比，三全的餐饮产品业务仍有较大提升空间，随着餐饮产品的快速增长，占比有望持续提升，并成为公司总营收增长的全新引擎。

图表 47: 三全收入体量相对领先



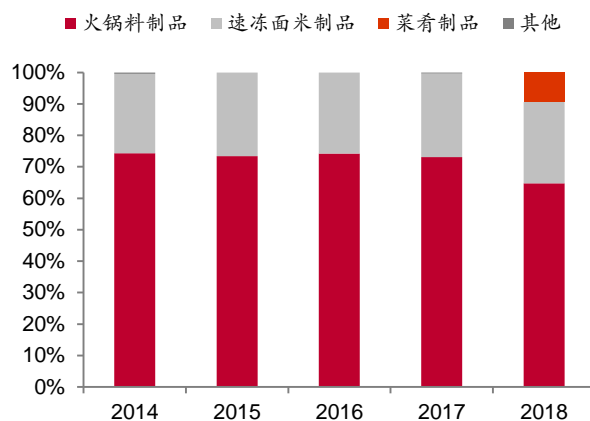
来源：wind，中泰证券研究所；单位：亿元

图表 48: 三全食品产品结构



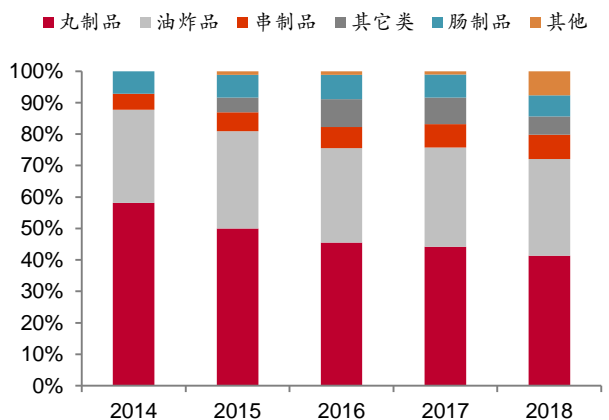
来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 安井食品产品结构



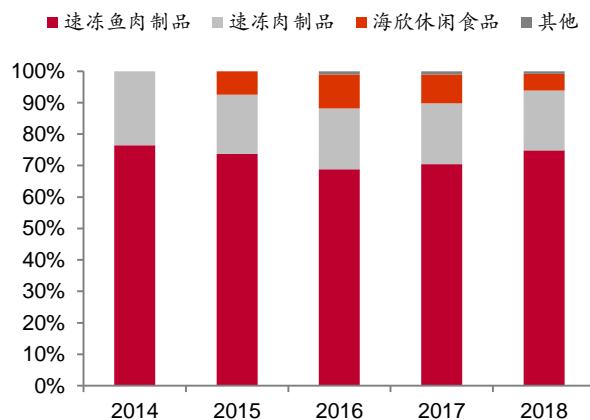
来源: wind、中泰证券研究所

图表 50: 惠发食品产品结构



来源: wind、中泰证券研究所

图表 51: 海欣食品产品结构



来源: wind、中泰证券研究所

- 工厂分布: 龙头工厂均覆盖全国, 三全大多位于省会或枢纽城市, 保障快速响应能力。从工厂分布来看, 三全在成都、太仓、郑州、佛山、天津等地建有生产基地, 这些城市大多坐落于省会城市或交通枢纽中心, 且辐射全国, 有利于生产后向周边覆盖区域运输, 全国范围内保障快速响应能力; 安井则在江苏、河南、四川、湖北、辽宁、福建等地建有生产基地, 其中江苏主要生产米面产品, 河南、四川主要生产火锅料产品, 且生产产品主要覆盖周边省份, 因地制宜、布局合理。从产能产量来看, 三全 2018 年产量为 56.92 万吨, 同比增长 2.09%, 销量 56.59 万吨, 同比增长 3.98%, 产销量同步增长; 安井 2018 年产能约为 40 万吨, 且仍处于持续扩产中, 以有效应对产能瓶颈问题。

图表 52: 三全工厂覆盖全国保障响应能力



来源: wind、中泰证券研究所

图表 53: 安井工厂生产因地制宜、布局合理

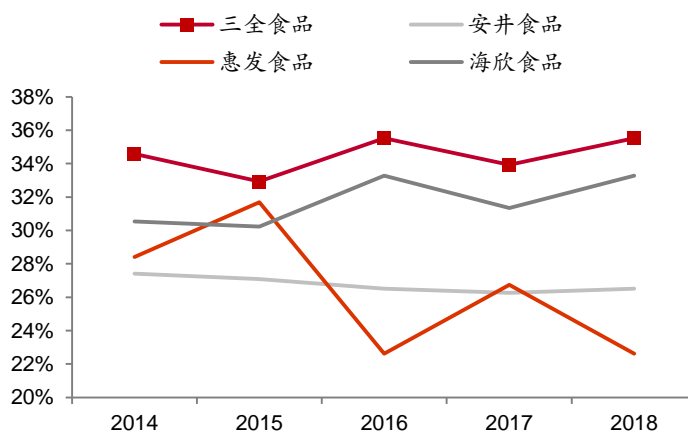


来源: wind、中泰证券研究所

财务指标: 红标高毛利高费用模式下净利率较低, 未来有望持续提升

- **毛利率:**三全直营渠道占比高, 毛利率领先。从毛利率来看, 2018 年三全食品毛利率为 35.52%, 领先于其他三家公司。这是由于, 三全当前产品结构仍以速冻米面食品为主, 主要面对零售市场, 以直营渠道为主, 而另外三家公司以火锅料等餐饮产品为主, 以经销渠道为主。2018 年三全零售市场毛利率为 36.64%, 餐饮市场毛利率为 24.49%, 即零售市场毛利率高于餐饮市场, 导致三全毛利率较高。

图表 54: 三全毛利率高于同行

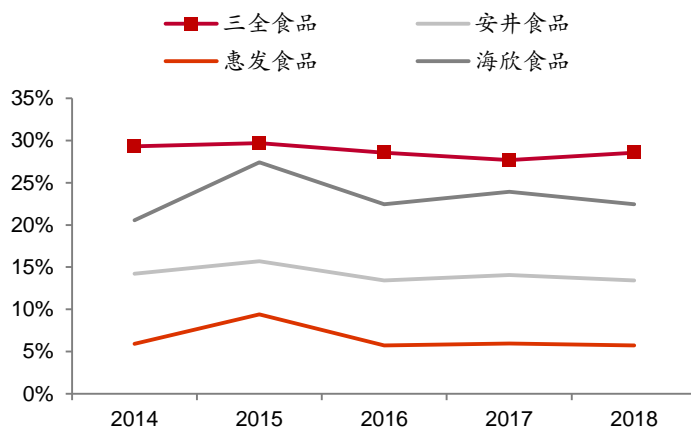


来源: wind, 中泰证券研究所

- **销售费用率:**三全直营渠道投入较大, 销售费用率领先同行。从销售费用率来看, 2018 年三全食品销售费用率为 28.57%, 近年来基本保持平稳, 且明显高于其他公司。这同样与公司收入结构有关, 三全当前直营和经销渠道比例基本各占 50%, 其中直营渠道对接 KA 大客户、大商场卖场等, 为了培育品牌力和进行消费者教育, 公司投入合同费用、活动费用、货折等多项费用, 因此费用率高, 而经销体系主要取决于产品, 价格相对

透明，因此低毛利低费用。相比之下，安井等其他公司以经销渠道为主，因此销售费用率低于三全。

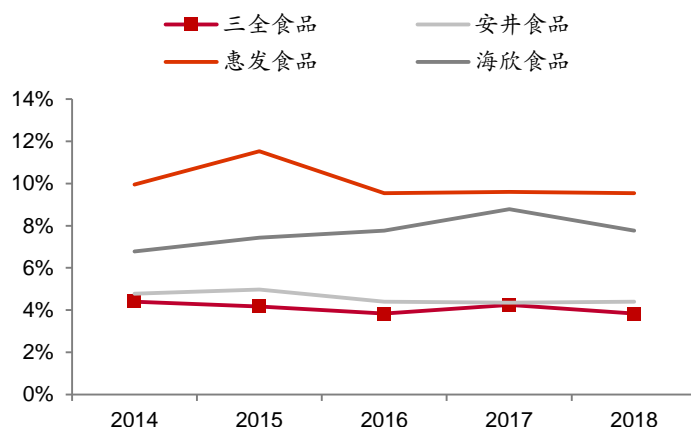
图表 55: 三全销售费用率高于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

- **管理费用率: 三全管理费用率低于同行, 费用管控能力较强。**从管理费用率来看, 2018 年三全食品管理费用率为 3.83%, 同比下降 0.41pct, 且明显低于其他公司。这主要得益于三全费用管控效率高, 公司开展内部结构调整, 优化绩效考核机制, 管理费用率持续改善, 2019 年前三季度管理费用率为 3.24%, 同比下降 0.20pct, 后续有望持续优化。

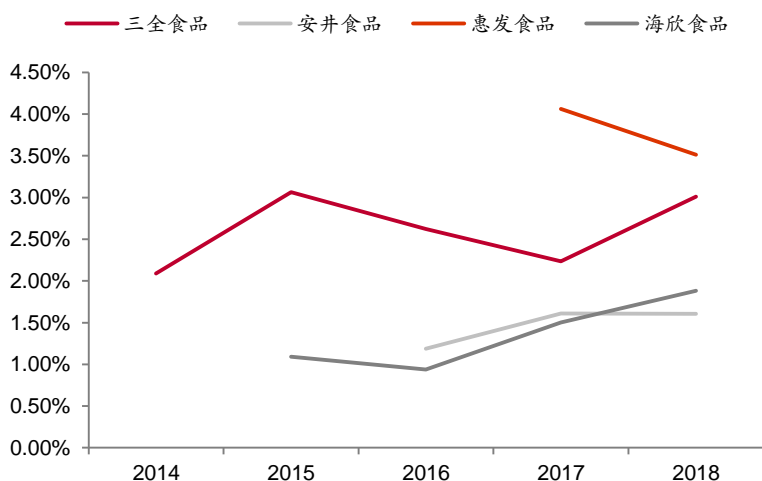
图表 56: 三全管理费用率低于同行



来源: wind, 中泰证券研究所

- **研发费用率: 三全研发投入处于较高水平, 有利于品类拓展与消费者培育。**从研发投入来看, 2018 年三全食品研发投入占收入比例为 3.01%, 同比提升 0.77pct, 在行业中处于较高水平。速冻食品行业对产品品质要求高, 尤其是餐饮渠道以产品驱动为主, 研发项目的稳步推进有利于公司核心竞争力的提升, 对公司开拓打开餐饮市场、拓宽产品品类以及消费者培育等具有促进作用。

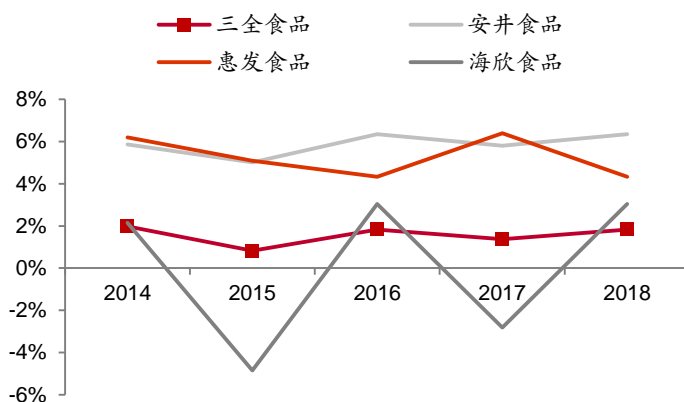
图表 57: 三全研发投入处于较高水平



来源: wind, 中泰证券研究所

- 净利率: 三全过去考核收入为主, 利润水平较低, 未来有望持续提升。**从净利率来看, 2018 年三全食品净利率为 1.83%, 同比提升 0.46pct, 位于行业中等水平。这主要是由于公司当前仍以红标业务为主, 红标中主营渠道为直营, 直营系统虽然毛利率高达 60%左右, 但是货折体现在费用里, 因此是高毛利、高费用模式, 导致净利率不高。展望未来, 我们认为在考核机制由收入优先改为利润优先的情况下, 一方面公司将加大对费用投放效率的管控, 另一方面经销体系盈利能力更强, 随着经销体系占比提升, 将带动整体盈利能力提升, 未来公司净利率有望提升至 5%以上。

图表 58: 三全净利率处于中等水平



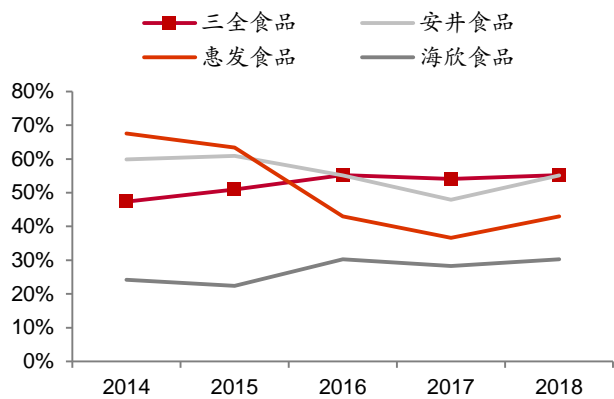
来源: wind, 中泰证券研究所

营运能力: 杠杆水平较高, 营运能力优秀

- 资产负债率: 三全杠杆水平较高, 应付账款具有季节性。**从资产负债率来看, 2018 年三全食品资产负债率为 55.26%, 同比提升 1.19pct, 杠杆水平高于其他公司。进一步的, 我们对公司高负债率的原因进行分析,

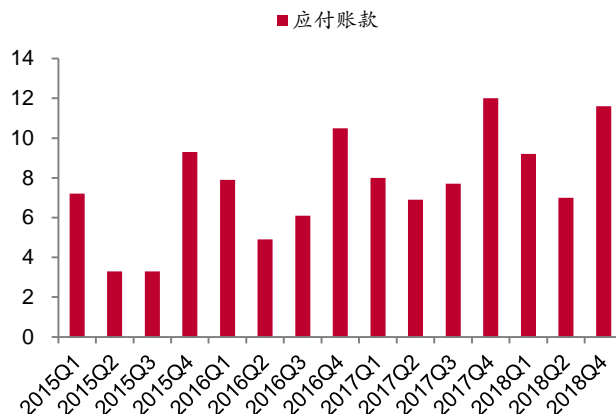
发现三全食品应付账款占比很高，这是由于三全食品业务具有明显季节性，年末因集中备货原因导致应付账款明显上升，因此资产负债率大幅增加并在年末达到一年中的高峰。

图表 59: 三全资产负债率处于较高水平



来源: wind、中泰证券研究所

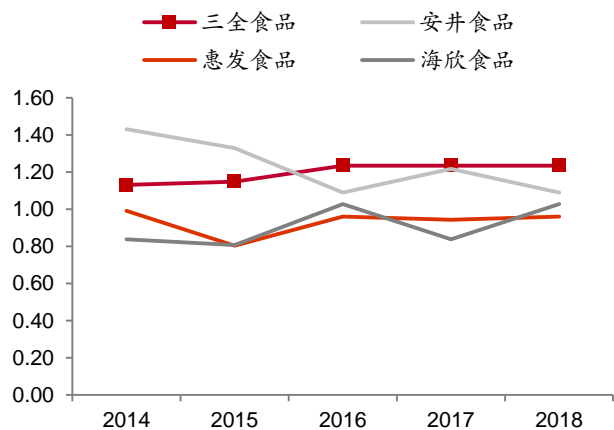
图表 60: 应付账款在三全负债中占比较高



来源: wind、中泰证券研究所

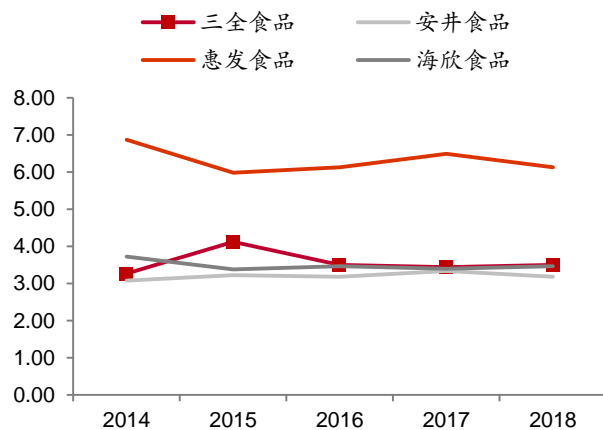
- **资产周转率: 资产周转快, 营运能力较强。**从资产周转率来看, 2018 年三全食品资产周转率为 1.23, 与去年持平, 高于其他公司, 从存货周转率来看, 2018 年三全食品存货周转率为 3.50, 同比+0.06, 位于行业中等水平。综合来看, 公司整体周转效率相对较高, 营运能力较强。

图表 61: 三全资产周转率高于同行



来源: wind、中泰证券研究所

图表 62: 三全存货周转率处于中等水平



来源: wind、中泰证券研究所

投资建议:

- 公司具有产能、供应链以及品牌优势，未来红标控费提效，绿标放量增利。预计 2019-21 年公司收入为 58.62/63.73/70.39 亿元，同比增长 5.83%/8.71%/10.45%；净利润为 1.64/2.58 /3.63 亿元，同比增长 61.08%/57.22%/40.63%。

图表 63: 食品公司估值表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
伊利股份	30.65	1868.8	1.06	1.13	1.19	28.92	27.12	25.76
绝味食品	43.72	266.1	1.56	1.88	2.22	28.03	23.26	19.69
元祖股份	17.64	42.3	1.01	1.44	1.72	17.47	12.25	10.26
青岛啤酒	53.12	679.3	1.05	1.37	1.76	50.45	38.77	30.18
重庆啤酒	58.34	282.3	0.83	1.05	1.23	70.29	55.56	47.43
中炬高新	38.63	307.7	0.76	0.91	1.17	50.66	42.45	33.02
海天味业	107.50	2902.9	1.62	1.94	2.33	66.36	55.41	46.14
安琪酵母	29.70	244.8	1.04	1.13	1.31	28.57	26.28	22.67
双汇发展	29.09	965.6	1.49	1.57	1.69	19.53	18.53	17.21
恒顺醋业	14.21	111.3	0.39	0.42	0.48	36.56	33.83	29.60

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- **食品安全风险:** 公司产品主要是速冻食品，对储藏、运输、销售环节温度环境有特殊要求的产品，产品升温解冻会造成微生物繁殖超标。现无法完全掌控冷链运输和终端销售等工厂之外的流通环节食品温度的波动问题。公司将进一步加强和完善全链条的质量管控体系，提高全员的质量和风险意识。加强对物流车辆的监管，采用先进的技术手段追踪、监督货物流程，如应用温度监控仪、电子化标签、温度超限报警，在冷藏车中使用多采点智能温度仪等措施。另外公司也在不断的加强对终端储存冷柜的监控，以保证产品在储存及运输过程中的质量。
- **市场竞争加剧:** 近年来，我国速冻食品行业快速发展，市场规模持续提升，但同时市场参与者数量也在不断增加，提升了市场竞争的激烈程度。虽然公司在速冻米面市场具备领先地位，整体竞争实力较强，但如果未来行业增速放缓，市场参与者数量不断增加，导致行业竞争进一步加剧，则对公司的市场占有率及经营业绩存在不利影响。
- **原材料价格波动:** 公司主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、蔬菜、芝麻、花生等农副产品，公司存在由于主要原材料价格发生变动而导致的经营业绩波动的风险以及新品推广的风险。如果公司产品销售价格的调整无法同步于原材料价格的波动，则可能会对公司的经营业绩产生影响。尤其在原材料价格上涨的情况下，若公司继续保持恒定的产品售价，则公司产品的毛利水平将会下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。面对原材料价格的波动风险，公司将加强生产经营和财务管理，提高资金使用效率，持续改善供应链管理、优化生产工艺，控制成本费用，从而不断提高公司盈利能力。

图表 64: 三全食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,256	5,539	5,514	5,968	6,552	货币资金	694	833	4,411	4,823	5,242
增长率	9.9%	5.4%	-0.5%	8.2%	9.8%	应收款项	490	435	486	511	583
营业成本	-3,473	-3,572	-3,693	-4,035	-4,463	存货	1,031	1,012	1,100	1,207	1,345
%销售收入	66.1%	64.5%	67.0%	67.6%	68.1%	其他流动资产	163	186	189	191	195
毛利	1,783	1,968	1,820	1,933	2,089	流动资产	2,377	2,466	6,185	6,732	7,365
%销售收入	33.9%	35.5%	33.0%	32.4%	31.9%	%总资产	54.5%	53.5%	74.9%	77.0%	79.3%
营业税金及附加	-54	-60	-55	-60	-66	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,411	1,649	1,564	1,476	1,386
营业费用	-1,455	-1,583	-1,428	-1,481	-1,530	%总资产	32.3%	35.8%	18.9%	16.9%	14.9%
%销售收入	27.7%	28.6%	25.9%	24.8%	23.3%	无形资产	217	211	199	187	175
管理费用	-223	-194	-165	-164	-182	非流动资产	1,985	2,144	2,077	2,007	1,925
%销售收入	4.2%	3.5%	3.0%	2.7%	2.8%	%总资产	45.5%	46.5%	25.1%	23.0%	20.7%
息税前利润 (EBIT)	50	132	172	229	312	资产总计	4,362	4,610	8,262	8,739	9,290
%销售收入	1.0%	2.4%	3.1%	3.8%	4.8%	短期借款	70	70	57	0	48
财务费用	6	4	-1	1	3	应付款项	1,956	2,094	2,055	2,436	2,508
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	132	176	176	176	176
资产减值损失	22	50	10	10	10	流动负债	2,158	2,340	2,288	2,612	2,732
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	5	9	10	10	10	其他长期负债	201	208	208	208	208
%税前利润	5.7%	4.4%	5.0%	3.7%	2.8%	负债	2,359	2,547	2,495	2,820	2,940
营业利润	84	195	191	250	335	普通股股东权益	1,998	2,063	5,768	5,921	6,353
营业利润率	1.6%	3.5%	3.5%	4.2%	5.1%	少数股东权益	5	0	-1	-2	-3
营业外收支	8	4	8	18	18	负债股东权益合计	4,362	4,610	8,262	8,739	9,290
税前利润	92	199	199	268	353						
利润率	1.8%	3.6%	3.6%	4.5%	5.4%						
所得税	-34	-32	-42	-58	-78						
所得税率	37.2%	15.9%	21.1%	21.7%	22.2%						
净利润	72	101	137	190	254						
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1						
归属于母公司的净利润	72	102	138	191	255						
净利率	1.4%	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	72	101	137	190	254	每股指标					
加: 折旧和摊销	110	129	121	124	126	每股收益 (元)	0.09	0.13	0.17	0.24	0.32
资产减值准备	22	50	0	0	0	每股净资产 (元)	2.50	2.58	7.12	7.31	7.85
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	0.44	0.61	0.09	0.69	0.28
财务费用	-6	2	1	-1	-3	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.03	0.05	0.06
投资收益	-5	-9	-10	-10	-10	回报率					
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	净资产收益率	3.60%	4.94%	2.38%	3.22%	4.02%
营运资金的变动	16	214	-181	247	-143	总资产收益率	1.65%	2.20%	1.66%	2.18%	2.74%
经营活动现金净流	351	489	68	550	225	投入资本收益率	5.19%	7.53%	11.04%	13.44%	24.16%
固定资本投资	-50	-169	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-254	-316	-44	-44	-34	营业总收入增长率	9.93%	5.39%	-0.47%	8.24%	9.78%
股利分配	-16	-16	-28	-38	-51	EBIT增长率	203.94%	173.58%	90.15%	33.26%	36.10%
其他	27	-45	3,581	-55	279	净利润增长率	82.45%	41.49%	34.97%	38.77%	33.83%
筹资活动现金净流	11	-61	3,554	-94	228	总资产增长率	5.07%	5.67%	79.24%	5.77%	6.31%
现金净流量	108	112	3,578	412	419	资产管理能力					
						应收账款周转天数	31.4	29.3	29.3	29.3	29.3
						存货周转天数	69.1	66.4	69.0	69.6	70.1
						应付账款周转天数	116.9	118.9	117.9	118.4	118.2
						固定资产周转天数	93.1	99.4	104.9	91.7	78.6
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-38.08%	-210.48%	-82.65%	-88.56%	-125.00%
						EBIT利息保障倍数	-5.1	-21.8	203.8	-163.2	-112.0
						资产负债率	54.07%	55.26%	30.20%	32.27%	31.65%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。