

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.00
合理价格区间(元): 15.64~15.98

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

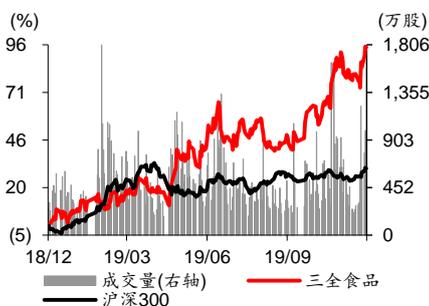
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《三全食品(002216 SZ,买入): Q3 业绩+280%, 利润率显著提升》2019.10
- 2 《三全食品(002216 SZ,买入): 事件对水饺业务的冲击超预期》2019.08
- 3 《三全食品(002216,买入): 市场对三全食品的3个主要分歧》2019.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

餐饮高成长, 零售利润率迎改善

三全食品(002216)

拐点显现, 走出盈利的低谷期

作为速冻食品龙头, 三全在品牌、产能布局和供应链上具有明显优势, 19年伴随着公司架构调整、绩效改制成果初显, 且零售市场商超减亏、经销扩张, 餐饮市场和创新业务作为重点发展方向的战略明晰, 长期以来压制三全低利润率的因素有望解除, 未来公司利润有望在收入稳定增长的状态下保持快速增长, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 0.24/0.34/0.48 元, 给予 20 年 46~47 倍 PE, 目标价 15.64-15.98 元, 维持“买入”评级。

核心优势: 品牌+产能布局+供应链优势

三全具有较强的产品创新能力, 陆续推出果然爱、私厨水饺和儿童水饺等业内知名的高档产品, 品牌形象深入人心, 产品创新领先业内。产能布局优势和渠道优势: 三全食品在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建布局有生产基地, 速冻产品合计产能 75 万吨。三全食品的厂房多数分布在省会城市以及直辖市, 这有利于三全食品利用便利的交通枢纽系统给更广泛范围的经销商提供支持。此外, 三全在冷链物流和储存方面都具有先进的技术和基础设施设备, 可以及时、有效保证全国销售网络的供货。

架构调整, 机制改善, 激励重整

18 年餐饮市场试点激励机制改革, 19 年 3 月-10 月整个公司进行绩效机制改造完成, 效果明显。公司根据业务属性设计绩效机制由目标任务导向转变为损益结果为导向, 考核利润的同时兼顾收入, 即在有收入增长前提下实现利润率改善。同时推进内部组织分细化, 规范化, 实现组织分离、价格体系调整分离、产品切分, 部分产品按直营和经销渠道不同分割, 避免不同业态冲击对方市场。

餐饮渠道大有可为, 零售市场着力减亏+渠道下沉

餐饮市场为低毛利低费用模式, 速冻食品餐饮渠道高景气推动公司餐饮市场 40% 以上的收入高增长, 且与传统红标产品共用生产供应链系统, 餐饮市场以经销商模式为主, 实现了较高利润率水平。直营商超减亏: 目前 KA 渠道消费品收入放缓、公司产品渗透率已较高, 公司主动缩减亏损商超渠道以解决费用过高问题。零售市场经销渠道扩张: 18 年零售市场-经销商渠道营收 30 亿, 净利润 3.4 亿, 利润率 12%。预计未来利润率有望维持, 公司积极推进零售市场营销渠道下沉, 经销商扩张有望带动 19-21 年零售市场-经销商渠道收入和利润均有望实现 8% 的复合增速。

看好三全餐饮增长潜力和零售市场利润率回升, 维持“买入”评级

我们认为三全具有明显的品牌/产品优势, 协同在餐饮渠道的经销网络布局, 具有捕捉餐饮渠道增长机遇的能力。预计 19~21 年营收 57.7/63.4/69.9 亿, 同比增速 4.2%/9.9%/10.1% (前值 4.6%/11.0%/13.4%); EPS 0.24/0.34/0.48 元(前值 0.20/0.27/0.35 元), 同比+86.3%/+42.9%/+40.0%, 参考可比公司 2020 年平均 32 倍 PE, 三全利润增速快于可比公司, 认可享有估值溢价, 给予 46~47 倍 PE, 目标价 15.64-15.98 元, 维持“买入”。

风险提示: 餐饮市场增长不及预期、销售费用率下降不达预期、竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,256	5,539	5,774	6,344	6,986
+/-%	9.93	5.39	4.23	9.87	10.13
归属母公司净利润 (百万元)	72.02	101.90	189.89	271.31	379.77
+/-%	82.45	41.49	86.35	42.88	39.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.09	0.13	0.24	0.34	0.48
PE (倍)	144.27	101.96	54.72	38.30	27.36

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司基本资料

总股本 (百万股)	799.26
流通 A 股 (百万股)	564.92
52 周内股价区间 (元)	6.70-13.03
总市值 (百万元)	10,390
总资产 (百万元)	4,065
每股净资产 (元)	2.67

资料来源: 公司公告

正文目录

三全食品：具备核心竞争力，机制重整焕活力	4
财务表现：收入规模稳步扩大，低利润率压制业绩增长	5
核心优势：品牌+产能布局+供应链优势	7
架构调整，机制改善，激励重整	9
餐饮渠道大有可为，零售市场着力减亏+渠道下沉	10
看好 B 端餐饮市场的增长潜力	11
零售市场——直营商超减亏，期待利润率改善	12
零售市场——经销渠道扩张，收入稳健增长	12
盈利预测及估值	14
盈利预测	14
估值与投资建议	16
风险提示	17
PE/PB - Bands	17

图表目录

图表 1: 三全食品主要产品分类	4
图表 2: 2014-2019H1 三全分产品收入情况	4
图表 3: 2014-2019H1 三全分产品毛利率情况	4
图表 4: 2014-2019 年前三季度三全食品营业总收入及增速	5
图表 5: 2014-2019 年前三季度三全食品归母净利润及增速	5
图表 6: 三全与可比公司毛利率情况	5
图表 7: 三全与可比公司费用率情况	5
图表 8: 三全与可比公司净利率情况	6
图表 9: 三全与可比公司资产周转率情况	6
图表 10: 三全食品收现比情况	6
图表 11: 三全食品预收账款情况	6
图表 12: 三全具有品牌培育具备优势	7
图表 13: 三全食品 2012~2017 年研发费用投入情况	7
图表 14: 三全食品产能布局	8
图表 15: 2017 年河南省占全国的小麦产量的 26.90%	8
图表 16: 2017 年河南省占全国肉类产量的 8.21%	8
图表 17: 公司业务模型	9
图表 18: 公司内部考核机制转变	9
图表 19: 受益于行业高增长, 餐饮渠道快速增长	10
图表 20: 餐饮高利润率及占比提升带动整体利润率改善	10
图表 21: 速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速	11
图表 22: 餐饮供应链行业的主要参与者	11
图表 23: 三全食品产品吨-促销费用(市场费)高于同行	12
图表 24: 三全食品销售费用率显著高于同行	12
图表 25: 零售市场采用精细化、扁平化的渠道管理模式	13
图表 26: 积极推行经销渠道扩张有望带动零售市场-经销渠道 19-21 年净利润符合增速 8%	13
图表 27: 三全食品收入预测明细(单位:百万元)	14
图表 28: 三全食品毛利率预测明细	15
图表 29: 三全食品费用率预测明细	15
图表 30: 盈利预测调整表	16
图表 31: 可比公司估值表	16
图表 32: 三全食品历史 PE-Bands	17
图表 33: 三全食品历史 PB-Bands	17

三全食品：具备核心竞争力，机制重整焕活力

三全食品在1993年于河南郑州成立，是国内首家速冻米面食品企业，亦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。公司市场份额多年位居行业第一，是中国速冻食品行业的领导者，并于2008年2月在深圳证券交易所挂牌上市。2003年-2012年，三全食品连续入选“中国500最具价值品牌”。2017年由三全食品生产的含蛋奶面点首次登录美国市场，开启了三全食品的海外扩张之路。2018年，为了满足餐饮市场的需求，公司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，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。

公司主要从事速冻汤圆、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的生产及销售。按照产品分类，公司产品主要分为水饺系列、粽子系列、汤圆系列和其他系列。水饺系列主要包括三全私厨水饺、珍鲜灌汤水饺、三全状元水饺以及三全儿童水饺；粽子系列包括礼品粽和猪肉粽；汤圆系列包括炫彩小汤圆、三全果然爱汤圆和爆香大圆子。

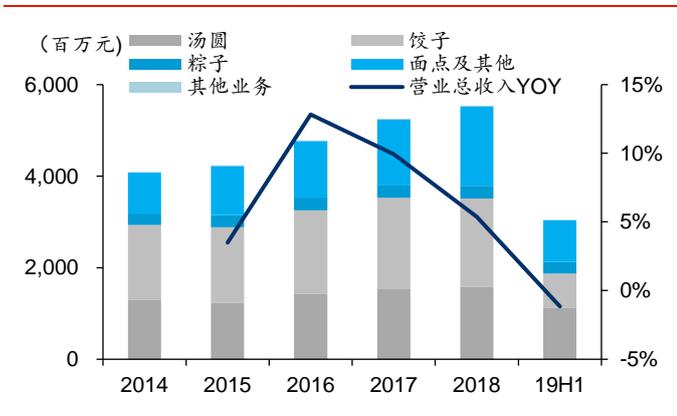
图表1：三全食品主要产品分类



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

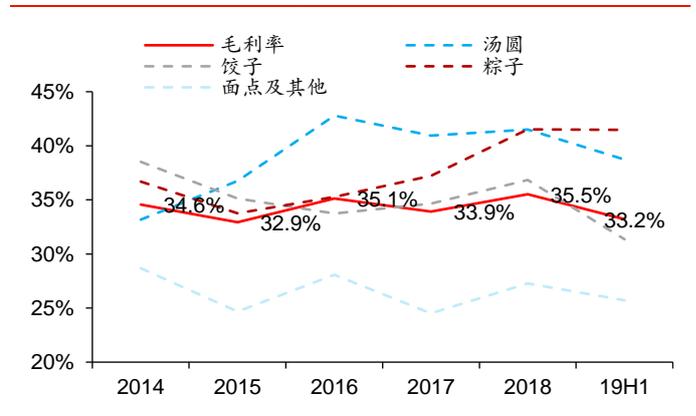
2018年三全速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子、速冻面点实现收入15.9亿、19.2亿、2.8亿、17.4亿，占营业收入比例分别为28.7%、34.7%、5.0%、31.3%，对应收入增速分别为2.8%、-3.1%、4.5%、19.8%，其中速冻面点保持较快增速，14-18年收入CAGR=18%。2019年上半年公司整体营收同比-1.1%，主要系食品安全事件给水饺业务带来的冲击（19年2月公司产品传出疑似猪瘟负面信息），饺子营收同比-17.6%的影响。毛利率层面看，2014-2019H1整体毛利率维持在33%~35%区间，19H1整体毛利率同比下滑2.3pct，主要系饺子和汤圆毛利率下滑较多所致。

图表2：2014-2019H1三全分产品收入情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2014-2019H1三全分产品毛利率情况



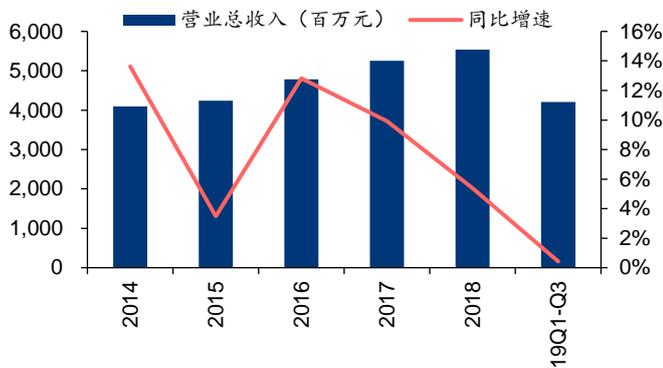
资料来源：Wind，华泰证券研究所

财务表现：收入规模稳步扩大，低利润率压制业绩增长

三全食品的净利率在 2013~2018 年一直处于较低的状态，引发了部分投资者对于行业的担忧，认为低净利率是行业常态。虽然集中度较高的背景下的寡头的费用竞争在一定程度上影响了三全主业的盈利能力，但是 2013 年整合龙凤品牌和 2015 年拓展鲜食业务给公司盈利带来的冲击也不可忽视。

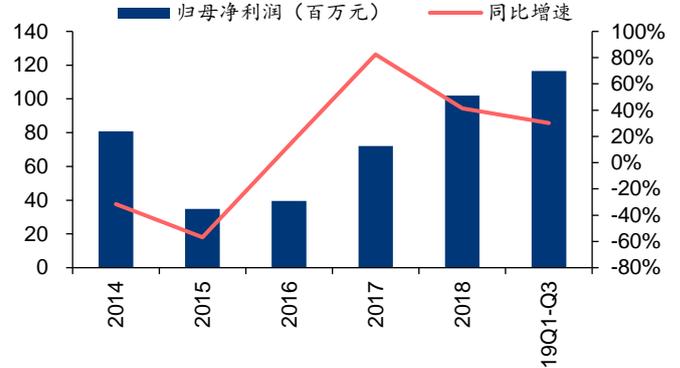
收入规模稳步扩大，14-18 年利润复合增速-4%，但 19Q3 利润率改善显著。 2014-2018 年，公司收入规模稳步扩张，14-18 年收入复合增速 11%，但是利润增长面临压力，归母净利润复合增速-4%，13 年之后，14 年利润开始下行，且 15 年利润表现跌入谷底，之后进入缓慢复苏阶段。19 年前三季度公司实现营收 42.1 亿，同比+0.4%，实现归母净利 1.2 亿，同比+30.3%，扣非归母净利 0.87 亿，同比+17.4%；19Q3 实现营收 11.7 亿，同比+4.8%，实现归母净利 2782 万元，同比+280.3%。营收增速回暖，19Q3 毛利率 31.3%，同比-1.2pct，原材料涨价导致毛利率继续承压，但降幅较 Q2 已明显收窄。费用管控效果显著（19Q3 四费率同比-1.8pct），公司费用投放策略率先从份额优先向利润优先转变效果显著，推动 19Q3 利润率同比+1.7pct 至 2.4%，创 09 年以来单三季度利润率水平新高。

图表4： 2014-2019 年前三季度三全食品营业总收入及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

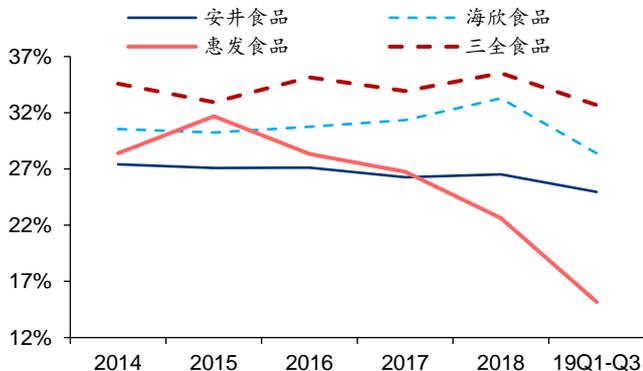
图表5： 2014-2019 年前三季度三全食品归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

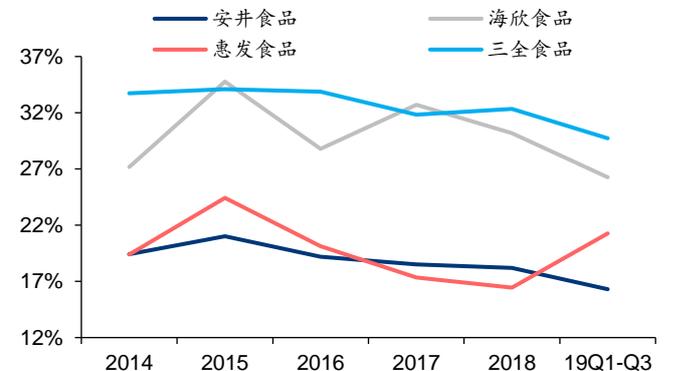
由于直营商超占比相对速冻行业可比公司较高，导致三全属于高毛利率、高费用率公司。横向比较看，公司 14 年至 19 前三季度，毛利率一直高于可比的安井食品、海欣食品、惠发食品，费用率则显著高于安井食品和惠发食品，最终导致净利率低于同样收入规模量级的安井食品（19 年前三季度三全净利率为 2.8%vs 安井净利率 6.8%）。

图表6： 三全与可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

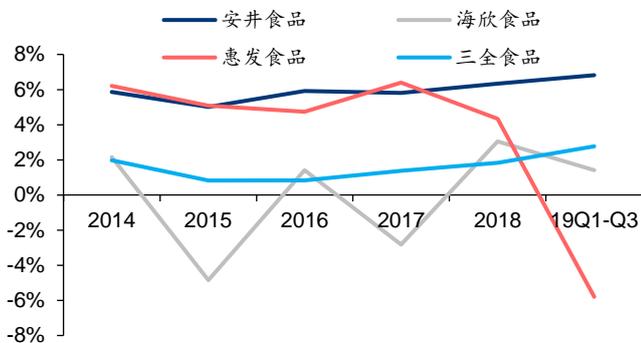
图表7： 三全与可比公司费用率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

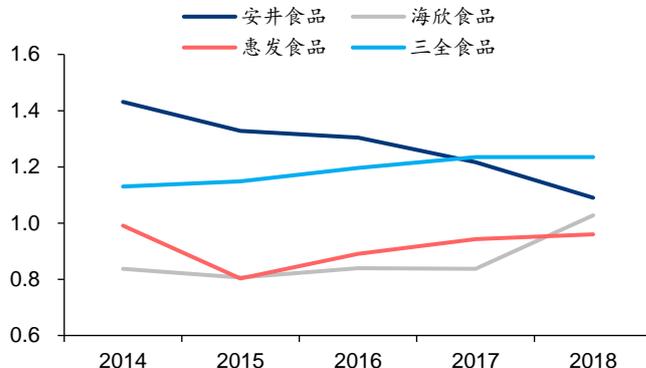
资产周转率角度看，三全食品14-18年资产周转率水平维持在1.1-1.2左右，18年已经超越安井食品，成为可比的安井食品、海欣食品、惠发食品中最高者，较高的资产周转率表明公司总资产周转速度快、资产管理效率更高，这对于速冻食品公司（相对重资产的企业）来讲是尤为重要的。

图表8：三全与可比公司净利率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

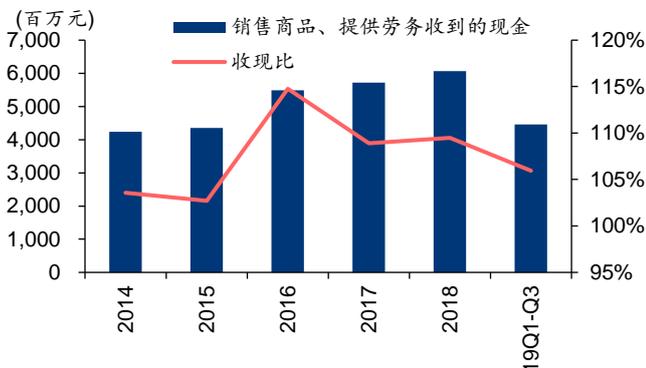
图表9：三全与可比公司资产周转率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

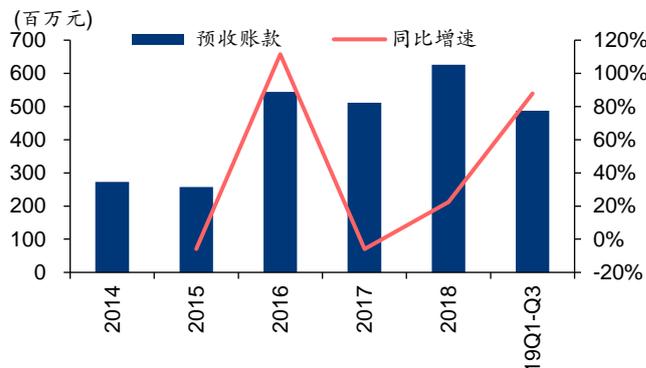
预收账款和收现比均有良好表现。19前三季度公司销售商品、提供劳务收到现金44.6亿，同比+2%，增速略快于收入增速，收现比106%（18Q1~3为104%），付现比109%（18Q1~3为102%），公司预收账款4.9亿，同比+88%，公司对下游议价能力增强。

图表10：三全食品收现比情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：三全食品预收账款情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

核心优势：品牌+产能布局+供应链优势

品牌和产品优势：品牌形象深入人心，产品创新领先业内。2018 年速冻米面行业销售收入中三全市占率为 30%。经过多年的品牌培育，在发展三全的主品牌“三全”、“龙凤”的同时着力培育“三全凌”/“三全状元”/“面点坊”/“龙舟粽”/“果然爱”/“三全私厨”等副品牌，拥有了庞大的具有相当品牌忠诚度的顾客，市场份额多年位居行业第一。三全食品在研发资金的投入上远超同行业的其他公司，主要支出表现在：试验设备设施投入、新产品市场调研支出、研发人员薪酬、新产品开发试验用原料等。层出不穷的新品对消费者的培育也有积极的作用。

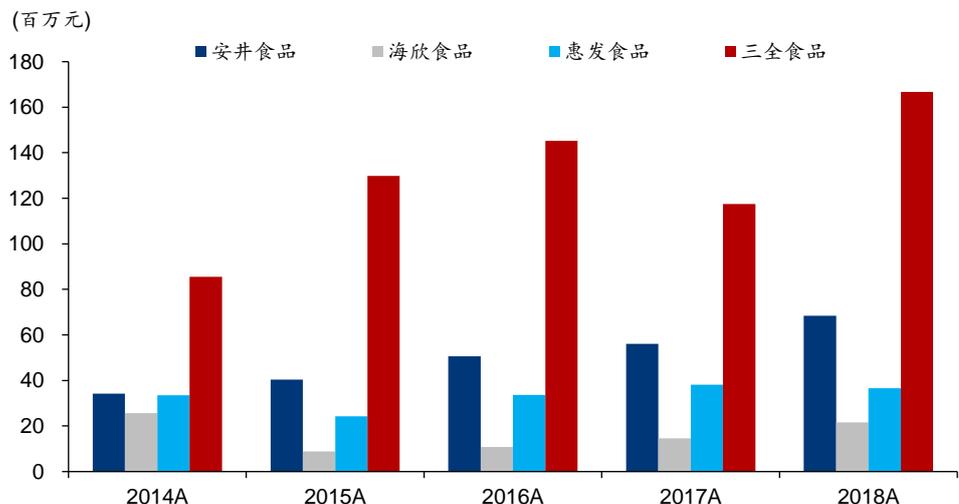
图表12：三全具有品牌培育具备优势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三全食品十分重视研发能力的提升，不断加大研发方面的投入。三全是行业内唯一设立了“博士后科研工作站”的企业，同时公司还设有“国家认定企业技术中心”、“河南省速冻食品工程技术研究中心”来保证产品的品质以及新品的开发。研发费用方面，三全食品 15-18 年科研投入资金复合增长率为 18%，15-18 年的公司投入研发资金每年均突破 1 亿元人民币，在所在行业处于领先地位。

图表13：三全食品 2012-2017 年研发费用投入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产能布局优势和渠道优势：三全食品在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建布局有生产基地，速冻产品合计产能 75.4 万吨。三全食品的厂房多数分布在省会城市以及直辖市，这有利于三全食品利用便利的交通枢纽系统给更广范围的经销商提供支持。

原零售市场（红标）生产设备可与餐饮市场（绿标）形成共享：产品、研发、销售等体系是独立分开的，但整个生产供应链系统（采购、生产、计划调整）和中后台服务的职能部门是协同共享的。零售市场和餐饮市场对厂房和设备的要求相似（对定制产品会有专门的设备，但是整体改造幅度不大）。

图表14：三全食品产能布局

序号	基地	总投资额（万元）	投产时间	产能（万吨）	速冻饺子	速冻汤圆	速冻面点	速冻粽子	鲜食
1	郑州三全食品		2006年前	5.0	2.3		1.2	1.4	
2	郑州全新食品		2006年前	4.9	2.1	2.8	0.1		
3	成都西南基地一期	23,163	2015年	5.0	1.7	2.3	0.6	0.5	
4	成都西南基地二期	22,393	2015年	6.0	2.0	2.7	0.8	0.5	
5	郑州综合基地一期	40,180	2017年	11.8	4.6	3.0	2.0	2.2	
6	郑州综合基地二期	50,638	2017年	15.0	8.6	6.4			
7	天津华北基地一期	30,000	2019年	9.0	3.2	4.0	1.0	0.8	
8	佛山华南基地一期	53,906	2020E	11.8	2.7	3.1	3.0	0.9	2.0
9	太仓华东基地一期	34,640	2020E	7.0	2.8	2.1	1.8	0.4	
10	武汉长江中部基地	80,000	拟建中						
合计		334,920		75.4	29.9	26.5	10.4	6.6	2.0

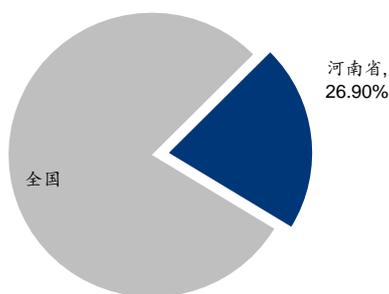
资料来源：华泰证券研究所

交通和原料供应优势：三全食品得天独厚的地理位置：2017年河南小麦产量占全国 26.9%，肉类产量占全国的 8.2%，可以为公司提供稳定且优质的生产原料。

先进的自动化立体冷库系统：已建成覆盖全国的冷链物流系统，包括生产基地的自建冷库，覆盖 33 个大城市、1700 多个中小城市和县城的冷链运输网。

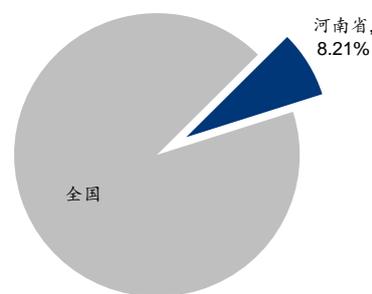
高效且通畅的物流体系：物流采用公路运输和铁路运输相结合，通过有效地整合冷藏运输、贮存资源，可以及时、有效保证全国销售网络的供货。在供应链管理上，管理层有着多年丰富的供应链物流管理经验。

图表15：2017年河南省占全国的小麦产量的26.90%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表16：2017年河南省占全国肉类产量的8.21%



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

架构调整，机制改善，激励重整

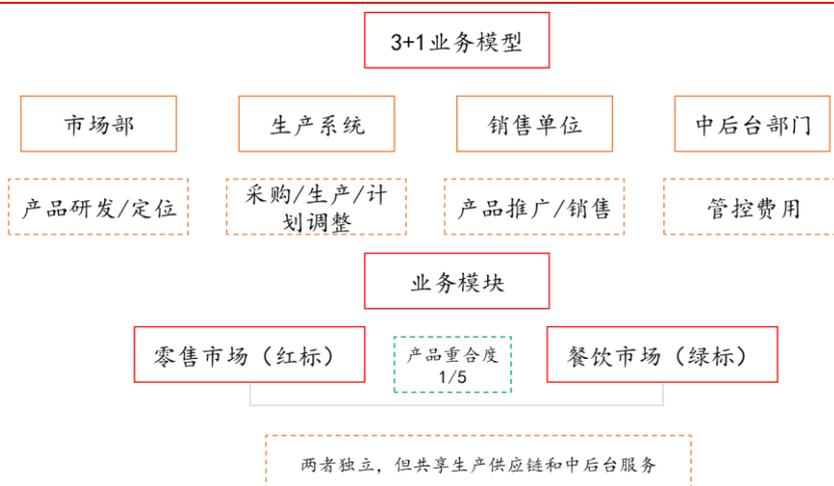
董事长19年3月重回一线经营，对公司架构调整（高管分工、业务模型调整），机制改善（组织分化、调整绩效机制），激活团队活力，有望推动净利润高速增长。

公司3+1业务模型：“3”指市场部，包括产品及开发、定位；销售单位；生产系统。三者属于不同的经营部门，绩效管理不同，使用的测算模型不同。“1”指中后台部门，主要管控费用，提高效率。公司根据业务属性设计绩效机制，以业绩为导向，业务收益的增长为公司的中心工作，且绿红标不同。

绩效机制调整：18年绿标试点激励机制改革，19年3月-10月整个公司绩效机制改造完成，效果较为明显。由目标任务导向转变为损益结果为导向，考核利润的同时兼顾收入，即在有收入增长前提下实现利润率改善。

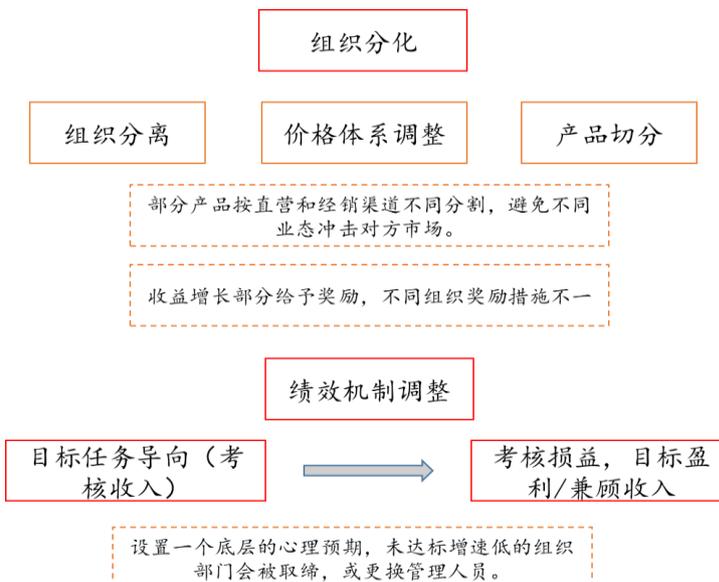
组织分化：组织的细分化和规范化包括三个部分：组织分离；价格体系调整；产品切分，部分产品按直营和经销渠道不同分割，避免不同业态冲击对方市场。

图表17：公司业务模型



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表18：公司内部考核机制转变



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

餐饮渠道大有可为，零售市场着力减亏+渠道下沉

餐饮市场（绿标）潜力凸显，有望保持快速增长态势。三全食品2018年年报开始单独披露餐饮市场经营情况，凸显了其对该市场的战略重视。根据公司公告，2018年餐饮市场实现收入5.58亿元，同比增长45.88%，实现净利润3702.40万元，同比增长997.56%，餐饮渠道净利率为6.8%。餐饮市场的增长速度显著高于传统的零售渠道（2018年收入增速2.21%）。中长期看，三全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，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，其销售模式为“直营+经销覆盖”，主要深耕快餐、火锅、团餐渠道场景，已构建出服务于全国餐饮食材的经销服务网络，同时与百胜餐饮集团、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、索迪斯等知名餐饮连锁品牌形成深度合作。值得注意的是，餐饮市场并非大经销商制度：目前经销商极度分散。

零售市场（红标）综合利润率相对较低（直营商超模式由于高费用支出导致其亏损，经销商利润率相对较高）。零售市场18年实现营收49.8亿（其中直营商超为20亿左右，零售渠道经销商营收为29.8亿），零售市场18年实现净利润0.64亿，净利率仅为1.3%。零售市场直营商超渠道是品牌展示和消费者教育阵地，可以带来流量，集中度较高的背景下的寡头的费用竞争在一定程度上影响了三全的盈利能力。站在当前时点，公司关注新业态，由于目前消费场景多样化、分散化，商超流量减少，冲击传统商超，迫切需要开发经销商业务，故公司提出零售市场直营商超减亏、零售市场经销扩张的策略。

图表19：受益于行业高增长，餐饮渠道快速增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表20：餐饮高利润率及占比提升带动整体利润率改善



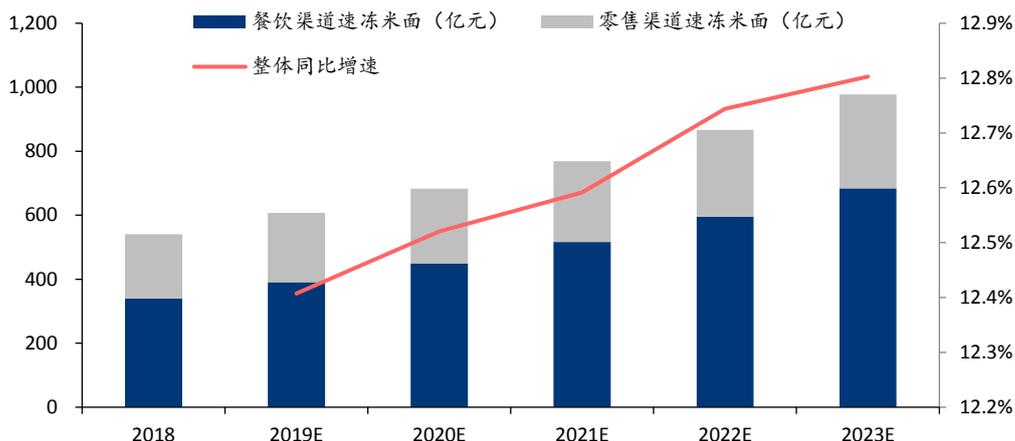
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

创新业务方面，主要包括鲜食和短保，收入体量相对小，未来可能具备成为主要盈利点可能性。公司加大新业务、新产品、新模式的创新与尝试，整体业务持续向好。鲜食及其配套的便利店可能成为未来的发展趋势。公司早期2014年起进行鲜食的布局，国内头部的711、便利蜂皆为公司客户。另外一块产品是短保，保质期是在0到5天之内的。这一块相当于产品处于孵化阶段，由于前期没有满负荷生产，固定资产折旧等因素会拉低利润。公司的鲜食产品种类多，且三全在全国核心城市都有生产基地，有助于其覆盖核心城市群，根据调研，公司18年通过鲜食业务的战略调整（之前主要通过自动贩卖机售卖），19年收入已经恢复较快增长状态。根据19半年报，创新业务板块营业收入19H1同比增长223.9%，且实现了当期亏损额收窄。

看好 B 端餐饮市场的增长潜力

速冻面米：速冻面米细分领域发展迅速（根据中国产业信息网，2011 年至 2018 年复合增长率达到 15%，且 2019-2024 年速冻面米市场规模复合增长率有望保持在 10%），但随着**餐饮渠道的渗透率提升，我们预计速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速，成长性依然较快**。根据中国饭店协会数据，2018 年中国速冻面米市场规模为 540 亿元，其中餐饮渠道 340 亿元，零售渠道 200 亿元。其中餐饮渠道：预计 2019~2023 年 CAGR=15%，到 2023 年规模达到 684 亿元；零售渠道：预计 2019~2023 年 CAGR=8%，到 2023 年规模达到 294 亿元。

图表21：速冻面米餐饮渠道 2019-2023 年有望维系 15% 的复合增速



资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

餐饮供应链市场主要参与者包括四类：1) 餐饮企业的关联公司，以服务关联企业逐步面向全市场的蜀海为代表；2) 独立生鲜电商平台，以在生鲜品类供应较强的美菜网为代表等；3) 互联网企业的关联公司，凭借互联网平台粘性切入餐饮供应链的快驴进货等；4) 预制品、半成品及冻品类食品加工企业，以安井食品、三全食品等为代表。

图表22：餐饮供应链行业的主要参与者



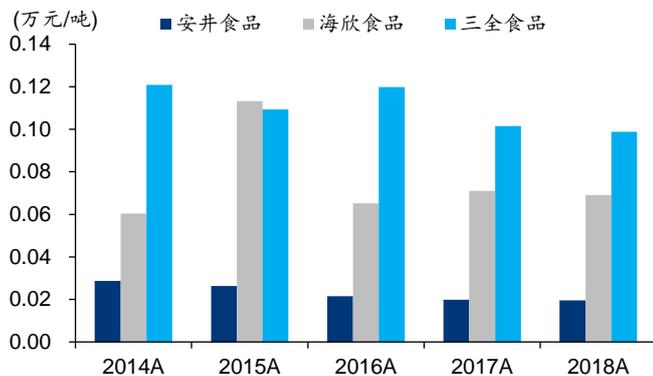
资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

餐饮市场为低毛利低费用模式，速冻食品餐饮渠道高景气推动公司餐饮市场 40%以上的收入高增长，且与传统红标产品共用生产供应链系统，餐饮市场以经销商模式为主，实现了较高利润率水平。餐饮市场长期来看可能性价比并不是最核心的，更重要的是食品安全、供应链效率。随着供应链的成熟，大企业还是对大企业，未来品牌集中度的趋势上还是存在，往集中化发展，主要考核产品、效率。在餐饮渠道增长动力方面，目前公司主要针对餐饮研发，餐饮行业对预制半成品的需求刚起步，市场空间容量大，公司工业化制造能力和研发能力强，公司自下而上驱动组织结构激活，拓展餐饮市场机会。三全食品餐饮市场高增长：18年收入5.6亿，同比增长46%，净利率6.6%；2019H1餐饮市场实现营业收入3.65亿元，同比增长42.45%，实现净利润0.24亿元，同比增长130.58%，对应净利率为6.5%。

零售市场——直营商超减亏，期待利润率改善

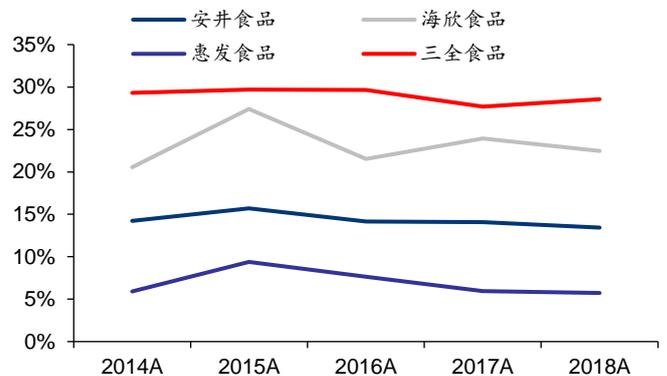
零售市场（红标）一直营商超渠道为高毛利高费用模式。零售市场直营商超渠道是品牌露出和消费者教育阵地，带来流量。但直营商超高费用导致常年亏损。直营费用包括新品入场费/赞助连接费用/折价费/合同费用/其它费用等，使得三全销售费用率显著高于行业可比公司。从销售费用中的促销费用可以看出，三全的吨促销费用远高于可比公司。

图表23：三全食品产品吨-促销费用（市场费）高于同行



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24：三全食品销售费用率显著高于同行



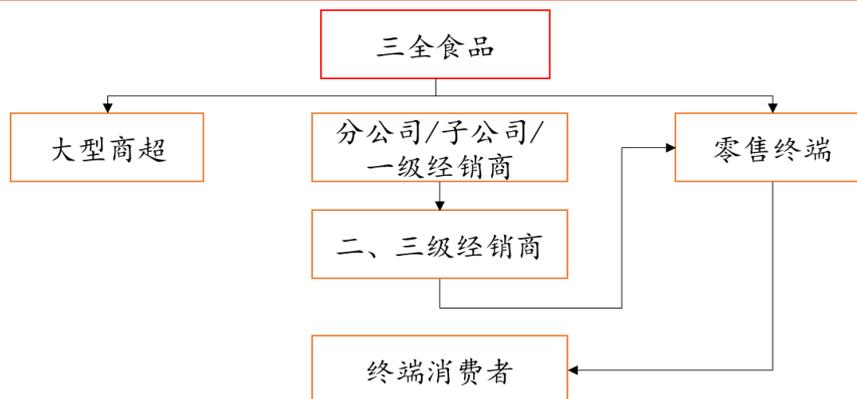
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

减亏措施：1) 将餐饮渠道的内部机制改革引入零售渠道，加大员工开发新品、推广产品的积极性，优化运行效率有望提升。2) 目前 KA 渠道消费品收入放缓、公司产品渗透率已较高，公司主动缩减亏损商超渠道以解决费用过高问题。

零售市场——经销渠道扩张，收入稳健增长

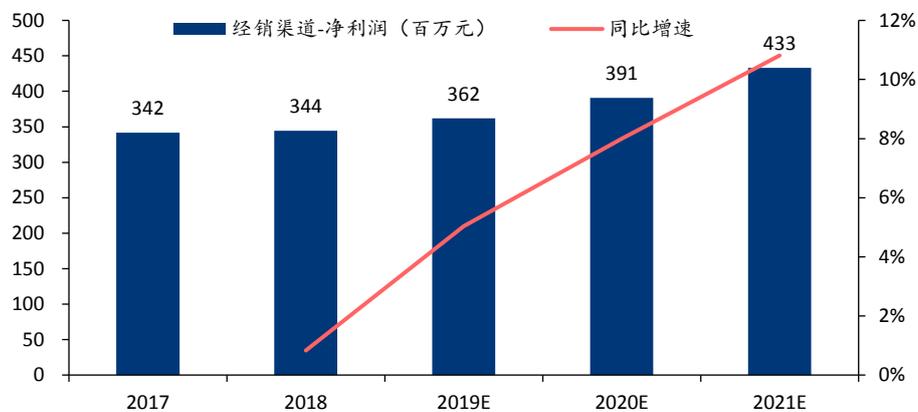
零售市场——经销商渠道扩张（19年4月开始零售市场内部机制改革，着力经销商扩张，预计20年开始有望进入平稳增长，预计19-21年经销商渠道收入增速5%/8%/11%）。渠道深耕与优化：公司采用精细化、扁平化的渠道管理，采用大经销商模式，在重要的地区设立销售分公司或者子公司，同时在其他地区派销售专员，与经销商形成紧密合作。下一步目标：零售市场营销渠道下沉，新品开发带给经销商更多利润。经销商在销售成熟期产品时市场价格较透明，因此利润率较低。新产品能得到更高溢价，带给经销商高利润。18年零售市场-经销商渠道营收30亿，净利润3.4亿，利润率12%，18年利润率水平与17年持平，考虑到公司在绿标餐饮市场推行的收入考核转为利润考核成效显著，且将考核机制复制推行到红标餐饮市场，我们预计未来零售市场——经销商渠道利润率有望维持在此水平，经销商扩张带动19-21年经销商渠道收入回归8%收入复合增速，净利润率水平维持在12%左右（2017-2018年零售市场经销商渠道净利率水平均为12%），则19-21年经销商渠道净利润有望同步实现8%的复合增速（由18年的3.44亿增长至21年的4.3亿）。

图表25：零售市场采用精细化、扁平化的渠道管理模式



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表26：积极推行经销渠道扩张有望带动零售市场-经销渠道 19-21 年净利润符合增速 8%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

收入预测：我们预计三全食品 2019~2021 年的收入将分别达到 57.74 亿元，63.44 亿元和 69.86 亿元。

收入预测的核心假设如下：

- 1) 汤圆：我们认为三全凭借其传统品牌“三全”和水果口味品牌“果然爱”有望充分受益于汤圆市场的扩容，同时公司亦有望持续扩大其在汤圆领域的市场份额，2019H1 收入同比增长 1.5%。预计三全食品汤圆业务 2019~2021 年的收入增速分别为 2%、2%和 2%。
- 2) 水饺：我们认为高档的“私厨水饺”和“私厨素水饺”在水饺业务中的占比上升将推升其水饺产品的平均价格，带动水饺业务的收入实现稳健增长。2019 上半年由于食品安全事件给水饺业务带来的冲击导致 2019H1 水饺业务收入为 7.56 亿元，同比下降 17.59%，伴随着公司积极澄清应对，2019Q3 受事件影响已经弱化，预计 2020-2021 年能够恢复正常增速（2016-2018 年水饺板块营收复合增速 5%）。预计水饺业务 2019~2021 年的收入增速分别为-5%、5%和 5%。
- 3) 粽子：我们认为三全食品的粽子业务将保持相对较快增长，2019H1 收入同比增长 18.8%，营收的快速增长主要受益于端午期间促销力度的加强，以及消费者对速冻粽子品牌的认可的提升，我们预计未来粽子业务可能延续较快增长，但行业扩容有限且受制于端午节日的影响，增速可能较 19 年小幅下滑，预计粽子业务 2019~2021 年的收入增速分别为 20%、15%和 10%。
- 4) 面点及其他：我们认为三全在餐饮市场的发力将有力的推动公司的面点业务放量，餐饮渠道将成为三全食品渠道多元化的重要突破口，2018 年面点业务实现 20%的收入增速，2019H1 收入同比仅增长 8.0%，主要系 2 月份公司产品传出疑似猪瘟病毒负面信息，后续处理导致对面点及其他业务的收入也造成了一定冲击，我们预计 19 年下半年将重回 20%的增速水平，对应 19 年全年收入增速为 14%；由于公司对餐饮板块的重视和积极投入，我们认为 2020-2021 年有望维持在 20%的较高增速水平。我们预计面点及其他业务 2019~2021 年的收入增速分别为 14%、20%和 20%。

图表27：三全食品收入预测明细（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,781	5,256	5,539	5774	6344	6986
YoY	12.8%	9.9%	5.4%	4.2%	9.9%	10.1%
汤圆	1,430	1,544	1,587	1619	1651	1684
YoY	15.9%	8.0%	2.8%	2.0%	2.0%	2.0%
饺子	1,827	1,985	1,923	1827	1918	2014
YoY	10.8%	8.6%	-3.1%	-5%	5%	5%
粽子	277	267	279	335	385	424
YoY	3.7%	-3.5%	4.5%	20%	15%	10%
面点及其他	1,234	1,448	1,736	1979	2374	2849
YoY	15.0%	17.4%	19.8%	14%	20%	20%
其他业务	13	11	14	14	14	14
YoY	-14.4%	-18.6%	28.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

毛利率预测：2019H1 汤圆、水饺、粽子和面点及其他的毛利率分别为 38.7%（同比上升 0.3pct）、31.4%（同比下降 4.2pct）、41.5%（同比下降 3.1pct）和 25.7%（同比下降 1.1pct）。我们预计三全食品 2019~2021 年的毛利率将分别为 34.20%、33.86%和 33.47%。2019~2021 年公司整体毛利率处于小幅上升趋势的原因：19 年受安全事件影响影响产品销量，拖累毛利率，以及成本端肉类价格上涨带来压力，19 年毛利率同比下降较多，但预计 20-21 随着成本端原材料压力缓解，毛利率可能小幅提升。

- 1) 汤圆：汤圆 16-18 年毛利率维持相对平稳状态，波动较小，19H1 汤圆毛利率同比基本持平，我们预计未来其原材料米面的价格可能维持相对稳定状态，我们预计 2019~2021 年的毛利率约为 41.5%/41.5%/41.5%，2019 年毛利率相较 2018 年的 41.51%持平。
- 2) 水饺：考虑到三全水饺业务产品的升级和中高档产品占比的提升，预计 2019~2021 年的毛利率约为 34.33%/34.53%/34.73%，2019 年毛利率相较 2018 年的 36.83%下降 2.5pct，19 年毛利率下降主要受安全事件影响以及原材猪肉价格上涨影响，预计 2020 年影响消除且原材料上行压力将缓解(我们预计 2020 年下半年猪肉等肉类价格将回落)，2020 年毛利率可能小幅提升，2021 年毛利率水平有望延续提升态势。
- 3) 粽子：19H1 粽子毛利率同比小幅下滑，我们预计未来其原材料糯米等价格可能维持相对稳定状态，我们预计 2019~2021 年的毛利率约为 41.02%/41.02%/41.02%，2019 年毛利率相较 2018 年的 41.52%小幅下滑 0.5pct。
- 4) 面点及其他：考虑到面点业务中餐饮渠道的占比提升，毛利率可能处于下滑通道（餐饮渠道为低毛利低费用模式），预计 2019~2021 年的毛利率约为 26.8%/26.7%/26.6%，2019 年毛利率相较 2018 年的 27.3%下降 0.5pct，下降原因主要系餐饮渠道营收占比增加，餐饮渠道毛利率相对低于传统零售市场。

图表28：三全食品毛利率预测明细

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
汤圆毛利率	42.79%	40.95%	41.51%	41.51%	41.51%	41.51%
水饺毛利率	33.75%	34.65%	36.83%	34.33%	34.53%	34.73%
粽子毛利率	35.26%	37.21%	41.52%	41.02%	41.02%	41.02%
面点及其他毛利率	28.07%	24.51%	27.28%	26.78%	26.68%	26.58%
其他业务毛利率	55.96%	75.46%	79.44%	59.44%	59.44%	59.44%
综合毛利率	35.14%	33.92%	35.52%	34.20%	33.86%	33.47%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用率预测：我们预计 2019~2021 年三全食品的销售费用率分别为 27.57%，26.07%和 24.57%，下降的主要原因是与商超渠道相比，餐饮渠道销售费用率较低（2015~2018 年以商超为主的三全食品的平均销售费用率为 29%，显著高于以餐饮渠道为主的安井食品的 15%和惠发股份的 8%）。以米面制品为代表的产品在餐饮渠道销售收入的快速增长将减轻公司的销售费用压力。管理费用率分别为 3.30%、3.10%和 2.90%，下降的主要原因是销售收入增长带来的规模效应。

图表29：三全食品费用率预测明细

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	29.64%	27.69%	28.57%	27.57%	26.07%	24.57%
管理费用率	4.13%	4.25%	3.50%	3.30%	3.10%	2.90%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

净利润预测：预计公司 2019-2021 年净利润分别增长 86.3%/42.9%/40.0%至 1.90/2.71/3.80 亿元，19-21 年净利润复合增速 55%。业绩快速增长主要系餐饮渠道高增长，零售市场直营商超减亏，经销商渠道扩张，推动整体利润率回升，19-21 年对应利润率为 3.3%、4.3%、5.4%。

盈利预测调整说明:本次报告盈利预测较上次上调较多主要系,11月我们调研走访了公司,对公司的架构调整、绩效改制成果的,零售市场商超减亏、经销扩张,餐饮市场和创新业务作为重点发展方向的战略认知更为明晰。收入小幅下调的原因主要系公司在推进零售市场减亏的过程中,其实会造成收入的小幅下滑,而由于零售市场利润率本身为负(18年为-14%),收入的缩减反而会带来利润率的提升。毛利率的小幅下调、费用率的较大幅度下调主要系:1)公司在推进餐饮市场的扩张中,餐饮渠道本身相较于零售市场具有低毛利率低费用率的特征,餐饮市场收入占比的提升,会使得整体费用率下降。2)商超减亏,零售市场商超渠道本身为高毛利率高费用率的特征,在推进商超减亏的过程中,费用会完成相应的缩减。

图表30: 盈利预测调整表

项目	原预测(调整前)			现预测(调整后)			变化幅度		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速(%)	4.6%	11.0%	13.4%	4.2%	9.9%	10.1%	-0.41pct	-1.10pct	-3.24pct
毛利率(%)	34.4%	34.7%	34.8%	34.2%	33.9%	33.5%	-0.21pct	-0.83pct	-1.34pct
期间费用率(%)	31.4%	31.0%	30.5%	31.0%	29.3%	27.5%	-0.40pct	-1.70pct	-3.02pct
净利率(%)	2.8%	3.4%	3.8%	3.3%	4.3%	5.4%	0.46pct	0.89pct	1.61pct
归母净利润(百万元)	164	218	279	190	271	380	16%	24%	36%
EPS(元)	0.20	0.27	0.35	0.24	0.34	0.48	16%	24%	36%

资料来源:华泰证券研究所

估值与投资建议

可比公司的平均估值水平是2020年的32倍PE,考虑到三全食品在当前较低净利率基础上出现较为明显的盈利能力改善,认可享有一定的估值溢价,给予三全2020年46~47倍PE估值(估值溢价率提升主要系我们上调了三全19-21年的净利润复合增速至55%,前次为40%),目标价范围为15.64-15.98元,给予“买入”评级。

图表31: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(X)		市净率(X)		EPS 预测		2019-2021 净利润 CAGR
				19E	20E	19E	20E	19E	20E	
海天味业	600872.SH	38.45	30,631	42	34	7.20	6.16	0.91	1.13	22%
安井食品	603345.SH	61.26	14,094	42	30	6.14	5.30	1.44	2.05	34%
桃李面包	603866.SH	43.65	28,760	40	33	7.53	6.72	1.10	1.31	5%
平均值			24,495	42	32	6.96	6.06			20%
中间值			28,760	42	33	7.20	6.16			22%
三全食品	002216.SZ	13.00	10,390	55	38	4.66	4.23	0.24	0.34	55%

资料来源:Wind,华泰证券研究所,可比公司估值为Wind一致预期,三全为华泰预测估值日期为2019年12月18日

风险提示

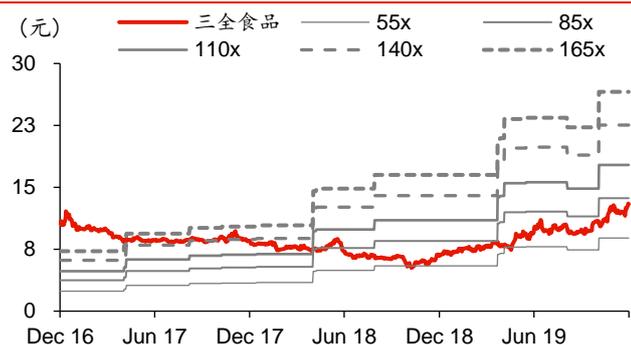
公司餐饮事业部的销售增长不达预期。由于餐饮事业部是拉动公司未来 3 年收入增长的重要力量，如果餐饮事业部的销售增长不达预期，则公司的收入增长存在不及预期的风险。

公司销售费用率的下降不达预期。由于公司销售费用率直接影响公司的净利率水平，如果销售费用率的下降不达预期，则公司盈利能力的改善幅度和节奏存在不及预期的风险。

食品安全问题。如果出现食品安全问题，则会对消费者的购买意向产生负面影响。

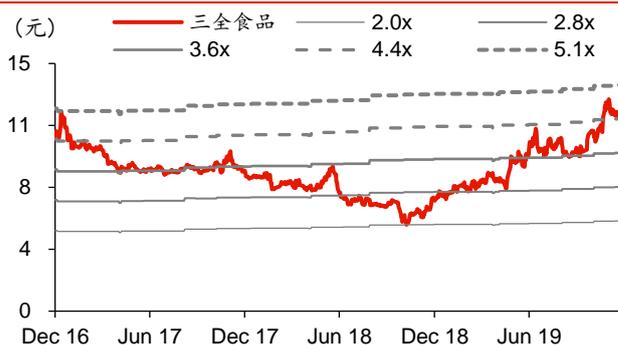
PE/PB - Bands

图表32: 三全食品历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 三全食品历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,377	2,466	2,620	3,034	3,568
现金	693.87	833.00	895.06	1,143	1,490
应收账款	421.52	368.92	384.54	422.48	465.27
其他应收账款	55.58	54.28	56.58	62.16	68.45
预付账款	26.63	25.36	41.99	46.37	51.37
存货	1,031	1,012	1,070	1,186	1,317
其他流动资产	149.06	171.99	172.48	173.67	175.01
非流动资产	1,985	2,144	2,259	2,362	2,450
长期投资	0.31	0.22	0.22	0.22	0.22
固定投资	1,411	1,649	1,726	1,824	1,916
无形资产	217.18	211.30	205.58	200.04	194.66
其他非流动资产	356.56	283.52	327.41	338.18	339.74
资产总计	4,362	4,610	4,879	5,396	6,018
流动负债	2,158	2,340	2,444	2,735	3,044
短期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00
应付账款	1,204	1,156	1,230	1,358	1,504
其他流动负债	884.29	1,114	1,145	1,307	1,469
非流动负债	200.69	207.57	207.57	207.57	207.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	200.69	207.57	207.57	207.57	207.57
负债合计	2,359	2,547	2,652	2,943	3,251
少数股东权益	5.33	(0.32)	(1.09)	(2.17)	(3.69)
股本	812.65	809.66	799.26	799.26	799.26
资本公积	293.19	286.22	286.22	286.22	286.22
留存公积	922.72	1,008	1,143	1,370	1,685
归属母公司股东权益	1,998	2,063	2,229	2,455	2,771
负债和股东权益	4,362	4,610	4,879	5,396	6,018

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	351.17	489.11	330.89	537.25	651.48
净利润	72.02	101.90	189.89	271.31	379.77
折旧摊销	110.34	128.57	144.04	156.02	169.08
财务费用	(6.42)	(4.16)	(5.50)	(8.61)	0.00
投资损失	(5.23)	(8.70)	(8.70)	(8.70)	(8.70)
营运资金变动	140.07	215.79	15.56	129.46	125.09
其他经营现金	40.39	55.70	(4.39)	(2.23)	(13.76)
投资活动现金	(254.42)	(316.34)	(250.28)	(250.46)	(248.76)
资本支出	214.70	386.95	258.99	259.17	257.47
长期投资	60.00	(40.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(20.28)	(30.61)	(8.70)	(8.70)	(8.70)
筹资活动现金	10.86	(60.79)	(18.56)	(38.71)	(55.44)
短期借款	50.10	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(2.03)	(2.99)	(10.41)	0.00	0.00
资本公积增加	10.99	(6.97)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(48.20)	(50.83)	(8.15)	(38.71)	(55.44)
现金净增加额	107.61	111.99	62.05	248.08	347.27

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,256	5,539	5,774	6,344	6,986
营业成本	3,473	3,572	3,799	4,196	4,648
营业税金及附加	54.46	59.61	50.59	52.41	54.22
营业费用	1,455	1,583	1,592	1,654	1,716
管理费用	223.15	193.64	190.29	196.38	202.29
财务费用	(6.42)	(4.16)	(5.50)	(6.12)	(8.61)
资产减值损失	22.32	50.12	11.83	13.00	14.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.23	8.70	8.70	8.70	8.70
营业利润	98.18	129.19	206.33	314.10	441.18
营业外收入	10.38	5.64	5.64	5.64	5.64
营业外支出	2.14	1.82	1.82	1.82	1.82
利润总额	106.41	133.00	210.15	317.91	445.00
所得税	34.31	31.51	21.01	47.69	66.75
净利润	72.10	101.49	189.13	270.23	378.25
少数股东损益	0.08	(0.41)	(0.76)	(1.09)	(1.52)
归属母公司净利润	72.02	101.90	189.89	271.31	379.77
EBITDA	160.47	260.40	286.23	401.25	534.42
EPS (亿元, 基本)	0.09	0.13	0.24	0.34	0.48

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.93	5.39	4.23	9.87	10.13
营业利润	1,353	31.58	59.72	52.23	40.46
归属母公司净利润	82.45	41.49	86.35	42.88	39.97
获利能力 (%)					
毛利率	33.92	35.52	34.20	33.86	33.47
净利率	1.37	1.84	3.29	4.28	5.44
ROE	3.69	5.02	8.85	11.59	14.53
ROIC	1.17	7.49	8.97	14.20	21.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.07	55.26	54.35	54.54	54.02
净负债比率 (%)	2.97	2.75	2.64	2.38	2.15
流动比率	1.10	1.05	1.07	1.11	1.17
速动比率	0.62	0.62	0.63	0.68	0.74
营运能力					
总资产周转率	1.23	1.23	1.22	1.23	1.22
应收账款周转率	13.05	14.02	15.33	15.72	15.74
应付账款周转率	3.08	3.03	3.19	3.24	3.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.13	0.24	0.34	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.61	0.41	0.67	0.82
每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.58	2.79	3.07	3.47
估值比率					
PE (倍)	144.27	101.96	54.72	38.30	27.36
PB (倍)	5.20	5.04	4.66	4.23	3.75
EV_EBITDA (倍)	62.01	38.21	34.77	24.80	18.62

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com