

## 三全食品(002216)/饮料制造

## 业绩超预期, 改革进入快车道

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 12.79

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**
**研究助理: 房昭强**

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S074051807005**

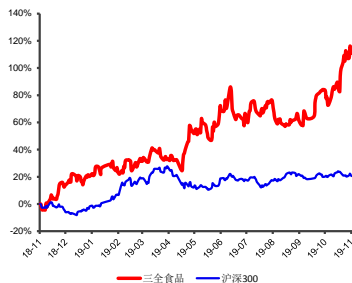
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**分析师: 熊欣慰**
**执业证书编号: S0740519080002**

Email: xiongxiw@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)	12.79
市值(百万元)	10200
流通市值(百万元)	7225

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 三全股份\_深度报告: 零售提效+ 餐饮放量, 改革红利加速释放

**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	5,852	6,349	7,021
增长率 yoy%	9.93%	5.39%	5.65%	8.49%	10.58%
净利润	72	102	199	290	393
增长率 yoy%	82.45%	41.49%	95.25%	45.54%	35.67%
每股收益(元)	0.09	0.13	0.25	0.36	0.49
每股现金流量	0.44	0.61	0.24	0.75	0.53
净资产收益率	3.60%	4.94%	3.33%	4.67%	5.93%
P/E	141.94	100.32	52.05	35.76	26.36
PEG	2.42	1.77	0.73	0.61	0.46
P/B	5.12	4.96	1.74	1.67	1.56

备注:

**投资要点**

- **事件: 公司发布 2019 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 1.83 亿-2.14 亿元, 同比增长 80%-110%。**
- **业绩超预期, 四季度明显提速。**公司预计全年净利润增速 80%-110%, 其中计算可得 19Q4 实现净利润 0.66-0.97 亿元, 同比增长 450%-708%, 考虑到去年四季度计提部分资产减值损失, 预计 19Q4 扣非净利润将取得高双位数增长, 四季度业绩释放明显提速, 带动全年利润超预期。
- **零售市场调结构、提效益, 餐饮市场继续高增。**分业务板块来看: 1) 零售市场调结构、提效益: 直营渠道方面, 公司以减亏为主, 通过优化产品结构改善盈利水平, 预计今年利润率水平已有所改善; 经销渠道方面, 公司积极开拓经销渠道, 加大利润率更高的经销渠道占比, 预计今年在零售业务占比进一步提升至 60% 以上。2) 餐饮市场发力, 收入高增: 餐饮业务低毛利低费用, 净利率水平较高, 在加快新品研发与渠道招商的带动下, 今年前三季度公司绿标业务收入一直保持 40% 以上快速增长, 预计 Q4 延续这一势头, 未来三年仍有望持续高增。
- **公司治理改善, 改革进入快车道。**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。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。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, 改革红利有望持续释放。
- **投资建议: 调整盈利预测, 维持“买入”评级。**公司具有产能、供应链以及品牌优势, 在红标控费提效、绿标放量增利的带动下, 四季度明显提速, 预计未来有望延续快速增长势头。我们调整盈利预测, 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 58.52/63.49/70.21 亿元, 同比增长 5.65%/8.49%/10.58%; 净利润分别为 1.99/2.90/3.93 亿元, 同比增长 95.25%/45.54%/35.67%, 对应 EPS 分别为 0.25、0.36、0.49 元(前次为 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。**

**图表 1: 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
<b>营业总收入</b>	<b>5,256</b>	<b>5,539</b>	<b>5,852</b>	<b>6,349</b>	<b>7,021</b>	货币资金	694	833	4,682	5,112	5,617
增长率	9.9%	5.4%	5.6%	8.5%	10.6%	应收款项	490	435	542	518	654
营业成本	-3,473	-3,572	-3,920	-4,292	-4,783	存货	1,031	1,012	1,230	1,225	1,511
%销售收入	66.1%	64.5%	67.0%	67.6%	68.1%	其他流动资产	163	186	192	191	199
毛利	1,783	1,968	1,932	2,057	2,238	流动资产	2,377	2,466	6,646	7,046	7,981
%销售收入	33.9%	35.5%	33.0%	32.4%	31.9%	%总资产	54.5%	53.5%	76.2%	77.8%	80.6%
营业税金及附加	-54	-60	-59	-63	-70	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	-1,446	-1,462	-1,483	%总资产	32.3%	35.8%	17.9%	16.3%	14.0%
%销售收入	27.7%	28.6%	24.7%	23.0%	21.1%	无形资产	217	211	199	187	175
管理费用	-223	-194	-176	-174	-195	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%	23.8%	22.2%	19.4%
息税前利润 (EBIT)	50	132	252	358	491	<b>资产总计</b>	<b>4,362</b>	<b>4,610</b>	<b>8,723</b>	<b>9,053</b>	<b>9,906</b>
%销售收入	1.0%	2.4%	4.3%	5.6%	7.0%	短期借款	70	70	69	0	76
财务费用	6	4	-1	1	3	应付款项	1,956	2,094	2,305	2,474	2,825
%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	2,550	2,649	3,077
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%	3.6%	2.5%	1.9%	<b>负债</b>	<b>2,359</b>	<b>2,547</b>	<b>2,757</b>	<b>2,857</b>	<b>3,285</b>
营业利润	84	195	271	379	513	<b>普通股股东权益</b>	1,998	2,063	5,967	6,198	6,625
营业利润率	1.6%	3.5%	4.6%	6.0%	7.3%	少数股东权益	5	0	-1	-2	-4
营业外收支	8	4	8	18	18	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,362</b>	<b>4,610</b>	<b>8,723</b>	<b>9,053</b>	<b>9,906</b>
税前利润	92	199	279	397	531						
利润率	1.8%	3.6%	4.8%	6.3%	7.6%	<b>比率分析</b>					
所得税	-34	-32	-61	-89	-120						
所得税率	37.2%	15.9%	21.8%	22.3%	22.6%	<b>每股指标</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	72	101	198	288	391	每股收益 (元)	0.09	0.13	0.25	0.36	0.49
少数股东损益	0	0	-1	-1	-2	每股净资产 (元)	2.50	2.58	7.37	7.66	8.18
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>72</b>	<b>102</b>	<b>199</b>	<b>290</b>	<b>393</b>	每股经营现金净流 (元)	0.44	0.61	0.24	0.75	0.53
净利率	1.4%	1.8%	3.4%	4.6%	5.6%	每股股利 (元)	0.02	0.02	0.05	0.07	0.10
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	3.60%	4.94%	3.33%	4.67%	5.93%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	1.65%	2.20%	2.27%	3.19%	3.95%
净利润	72	101	198	288	391	投入资本收益率	5.19%	7.53%	16.18%	21.99%	38.49%
加: 折旧和摊销	110	129	121	124	126	<b>增长率</b>					
资产减值准备	22	50	0	0	0	营业总收入增长率	9.93%	5.39%	5.65%	8.49%	10.58%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	203.94%	173.58%	178.61%	41.97%	37.22%
财务费用	-6	2	1	-1	-3	净利润增长率	82.45%	41.49%	95.25%	45.54%	35.67%
投资收益	-5	-9	-10	-10	-10	总资产增长率	5.07%	5.67%	89.23%	3.79%	9.42%
少数股东损益	0	0	-1	-1	-2	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	16	214	-121	199	-78	应收账款周转天数	31.4	29.3	29.3	29.3	29.3
<b>经营活动现金净流</b>	<b>351</b>	<b>489</b>	<b>190</b>	<b>600</b>	<b>426</b>	存货周转天数	69.1	66.4	69.0	69.6	70.1
固定资本投资	-50	-169	-60	-60	-50	应付账款周转天数	116.9	118.9	117.9	118.4	118.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-254</b>	<b>-316</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>	<b>-34</b>	固定资产周转天数	93.1	99.4	98.8	86.2	73.4
股利分配	-16	-16	-40	-58	-79	<b>偿债能力</b>					
其他	27	-45	3,743	-68	191	净负债/股东权益	-38.08%	-223.62%	-84.53%	-90.65%	-125.00%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>-61</b>	<b>3,703</b>	<b>-126</b>	<b>113</b>	EBIT利息保障倍数	-5.1	-21.8	298.7	-254.7	-176.3
<b>现金净流量</b>	<b>108</b>	<b>112</b>	<b>3,849</b>	<b>430</b>	<b>505</b>	资产负债率	54.07%	55.26%	31.61%	31.56%	33.16%

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。