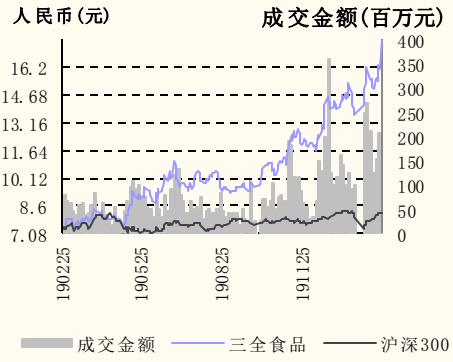
三全食品 (002216.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：17.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通 A 股(亿股)	5.66
总市值(亿元)	141.47
年内股价最高最低(元)	17.70/14.06
沪深 300 指数	4133
中小板综	11020



相关报告

1.《利润释放超预期，改革加速推进-三全食品点评报告》，2019.12.23

2.《改革加速利润释放，餐饮扩大渠道覆盖-三全食品深度报告》，2019.12.8

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

Q4 业绩高增长，改革初见成效

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5256	5539	5992	6325	7019
营业收入增长率	9.93%	5.39%	8.16%	5.57%	10.97%
归母净利润(百万元)	72	102	210	270	358
归母净利润增长率	82.45%	41.49%	105.92%	28.46%	32.81%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.13	0.26	0.34	0.45
每股经营性现金流净额	0.43	0.60	0.41	0.50	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.60%	4.94%	9.32%	10.78%	12.64%
P/E	91	58	67	52	40
P/B	3.29	2.86	6.36	5.73	5.06

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 三全食品发布业绩快报，2019 年实现营业收入 59.92 亿元，同比+8.16%；归母净利润 2.11 亿元，同比+106.69%；每股收益 0.27 元。

经营分析

- **Q4 收入高增 32.3%，渠道持续改善：**公司 Q4 单季度实现营业收入 17.82 亿元，同比+32.3%，增长超预期。公司 Q4 收入高增长主要源于：1）春节提前使得经销商提前订货；2）为应对原材料价格上涨，年初公司对部分产品进行了提价；3）优化零售市场产品结构，积极拓展销售渠道，向高附加值、差异化产品倾斜，综合吨价提升；4）大力开拓餐饮渠道带来较大业务增量，预计餐饮渠道增长在 50%以上。公司全年收入增长 8.16%，有效的化解了猪瘟的冲击，并进一步挖掘渠道潜力，使得传统零售渠道经营效率提升，餐饮渠道规模快速扩张，预计收入突破 7 亿元，渠道重要性不断提升。
- **全年利润翻番，内部改革加速利润释放：**公司 Q4 实现归母净利润 0.94 亿元，同比+683.3%，低基数下实现高成长。公司全年归母净利润增长 106.69%，对应净利率 3.52%，相较于去年同期提升 1.69pct，经营效率明显提升。公司利润翻倍增长主要受益于：1）19 年进行了组织架构和激励机制的优化，明确以利润为导向，减少低效的费用投放，提升了净利率水平；2）净利率更高的餐饮渠道收入占比明显提升，预计餐饮渠道收入占比从不足 10%提升至 13%以上；3）资产减值损失减少和政府补助金额增加对利润增长亦有助力。公司 19 年开始全面改革初见成效，利润率改善落到实处。
- **疫情加大家庭端速冻食品用量，助力公司延续利润改善趋势：**受新冠病毒疫情影响，速冻食品在家庭端的需求急剧增加，公司各类产品供不应求，随着各地生产物流逐步复工，不断补足终端需求，整体来看疫情对公司速冻食品的销售影响十分有限。公司内部改革仍在推进，我们长期看好公司从内部激励、渠道拓展和产品结构调整等多维度进行全面改善，特别是持续加快在餐饮渠道的市场布局，进一步奠定公司的行业竞争力，延续利润改善趋势。

盈利预测

- 因公司利润增长超预期，我们调整了盈利预测；预计公司 19-21 年实现营业收入 59.9/63.2/70.2 亿元，同比+8.2%/+5.6%/+11.0%；实现归母净利润 2.1/2.7/3.6 亿元，同比+105.9%/+28.5%/+32.8%，分别较上次预测的归母净利润提升+6.4%/+1.2%/+2.4%；实现每股收益 0.26/0.34/0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 67/52/40 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料成本上涨、餐饮渠道扩张不达预期、食品安全、限售股解禁

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**4,781**	**5,256**	**5,539**	**5,992**	**6,325**	**7,019**
增长率		9.9%	5.4%	8.2%	5.6%	11.0%
主营业务成本	-3,101	-3,473	-3,572	-3,984	-4,200	-4,597
%销售收入	64.9%	66.1%	64.5%	66.5%	66.4%	65.5%
毛利	1,680	1,783	1,968	2,007	2,125	2,421
%销售收入	35.1%	33.9%	35.5%	33.5%	33.6%	34.5%
营业税金及附加	-47	-54	-60	-63	-65	-72
%销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,417	-1,455	-1,583	-1,522	-1,556	-1,706
%销售收入	29.6%	27.7%	28.6%	25.4%	24.6%	24.3%
管理费用	-197	-223	-194	-196	-202	-225
%销售收入	4.1%	4.2%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用	0	0	-19	-30	-32	-35
%销售收入	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润（EBIT）	18	50	113	197	270	384
%销售收入	0.4%	1.0%	2.0%	3.3%	4.3%	5.5%
财务费用	-4	6	4	6	7	8
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-10	-22	-50	10	10	10
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	9	7	10	10
%税前利润	6.3%	4.9%	6.5%	2.6%	2.9%	2.2%
营业利润	7	98	129	270	347	462
营业利润率	0.1%	1.9%	2.3%	4.5%	5.5%	6.6%
营业外收支	57	8	4	3	3	3
税前利润	64	106	133	273	350	465
利润率	1.3%	2.0%	2.4%	4.5%	5.5%	6.6%
所得税	-25	-34	-32	-63	-81	-107
所得税率	38.5%	32.2%	23.7%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	39	72	101	210	270	358
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**39**	**72**	**102**	**210**	**270**	**358**
净利率	0.8%	1.4%	1.8%	3.5%	4.3%	5.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	39	72	101	210	270	358
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	120	133	179	120	126	136
非经营收益	23	20	28	-10	-16	-16
营运资金变动	154	126	181	8	28	163
经营活动现金净流	**337**	**351**	**489**	**329**	**408**	**641**
资本开支	-136	-206	-374	-144	-197	-222
投资	0	-60	40	20	-20	-30
其他	22	12	18	7	10	10
投资活动现金净流	**-114**	**-254**	**-316**	**-117**	**-207**	**-242**
股权募资	46	2	0	4	2	7
债权募资	-260	30	0	25	-25	12
其他	-17	-22	-60	-26	-26	-34
筹资活动现金净流	**-231**	**11**	**-60**	**-101**	**-14**	**-17**
现金净流量	**-9**	**107**	**112**	**186**	**374**	**562**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	602	694	833	1,048	1,200	1,583
应收款项	466	490	435	439	458	487
存货	988	1,031	1,012	1,113	1,093	1,134
其他流动资产	134	163	186	168	199	252
流动资产	2,190	2,377	2,466	2,768	2,950	3,456
%总资产	52.7%	54.5%	53.5%	55.5%	55.6%	57.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,584	1,634	1,803	1,816	1,872	1,949
%总资产	38.1%	37.5%	39.1%	36.4%	35.3%	32.7%
无形资产	244	238	232	229	226	223
非流动资产	1,962	1,985	2,144	2,220	2,354	2,508
%总资产	47.3%	45.5%	46.5%	44.5%	44.4%	42.1%
资产总计	**4,152**	**4,362**	**4,610**	**4,988**	**5,304**	**5,964**
短期借款	20	70	70	104	69	71
应付款项	1,840	1,957	2,094	2,182	2,195	2,402
其他流动负债	161	132	176	253	334	442
流动负债	2,021	2,158	2,340	2,539	2,598	2,915
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	216	201	208	197	207	217
负债	**2,237**	**2,359**	**2,547**	**2,736**	**2,805**	**3,132**
普通股股东权益	**1,910**	**1,998**	**2,063**	**2,252**	**2,499**	**2,832**
其中：股本	815	813	810	810	810	810
未分配利润	809	869	952	1,137	1,383	1,708
少数股东权益	5	5	0	0	0	0
负债股东权益合计	**4,152**	**4,362**	**4,610**	**4,988**	**5,304**	**5,964**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.048	0.089	0.126	0.263	0.337	0.448
每股净资产	2.345	2.459	2.548	2.782	3.087	3.498
每股经营现金净流	0.413	0.432	0.604	0.406	0.504	0.792
每股股利	0.010	0.020	0.030	0.030	0.030	0.040
回报率						
净资产收益率	2.07%	3.60%	4.94%	9.32%	10.78%	12.64%
总资产收益率	0.95%	1.65%	2.21%	4.25%	5.18%	6.17%
投入资本收益率	0.58%	1.62%	3.99%	6.35%	8.01%	10.09%
增长率						
主营业务收入增长率	12.83%	9.93%	5.39%	8.16%	5.57%	10.97%
EBIT 增长率	N/A	173.64%	125.61%	73.76%	37.43%	42.15%
净利润增长率	13.09%	82.45%	41.49%	105.92%	28.46%	32.81%
总资产增长率	8.09%	5.07%	5.67%	6.91%	5.10%	11.38%
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	98.8	94.5	87.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.39%	-31.14%	-37.00%	-41.92%	-45.24%	-53.40%
EBIT 利息保障倍数	-7.8	-27.2	-29.5	-38.0	-46.6	-7.8
资产负债率	54.07%	55.26%	52.71%	51.08%	50.12%	54.07%

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	0	7	10
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.13**	**1.36**

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-08	买入	12.06	14.00～14.00
2	2019-12-23	买入	14.07	N/A

来源：国金证券研究所

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH