

速冻米面行业龙头，机制改革构建增长新动能

公司深度

孙山山 (分析师)

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号: S0280520030002

王言海 (联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌 (联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 内部改革成效显著，首次覆盖给予“推荐”评级

公司作为速冻米面制品龙头，在知名度、产能储备和渠道覆盖方面积累了深厚的护城河。2019 年开始内部机制调整，改目标任务导向为损益结果导向，内部活力明显释放。未来公司将在业务层面发力，着手经营质量的改善。随着餐饮渠道放量和零售渠道减亏，未来收入和利润有望保持双增长。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.85/5.53/6.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.69/0.79 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 37.8、33.2 和 29.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 速冻食品规模破千亿，餐饮食材标准化打开行业增长新空间

根据前瞻产业研究院，2018 年我国速冻食品行业市场规模已达 1149.25 亿元，而米面制品作为速冻食品中最大的细分市场，2019 年市场规模为 677 亿元。我国速冻米面行业已进入成熟期，增速放缓，4 年收入 CAGR 为 4.87%。国内速冻米面行业竞争格局已相对稳定，行业三大龙头三全、思念和湾仔码头 CR3 为 65%，三全市占率达 28%，市场集中度高。根据国家统计局数据，2019 年我国餐饮业收入达 46721 亿元，随着餐饮行业标准化、规模化需求加深，带动上游规模化采集需求，速冻食品餐饮端未来成长空间巨大。

● 速冻米面制品龙头，C 端行业领跑，B 端开疆拓土

公司作为国内首家速冻米面食品企业，市场占有率连续 10 余年位居行业第一，收入规模从 2013 年的 36.03 亿元增长到 2019 年的 59.86 亿元，复合增速 8.83%。公司着力打造多系列产品矩阵，拥有果然爱汤圆和私厨水饺等高端产品系列，并且不断研发推出新品，进一步丰富产品线。公司长期耕耘 C 端消费者，使其拥有突出的品牌优势，“三全”品牌已连续 5 年入围中国最具价值品牌 100 强。公司生产基地覆盖全国，八大基地速冻产品产能合计 75 万吨，并配置现代化的先进厂房设施，生产能力和装备水平均处于国内领先地位。公司率先构建了覆盖全国的直营销售渠道，拥有销售终端 20 万个，C 端销售网络成功覆盖全国各省、市、县。目前正在积极拓展 B 端渠道，构建全国餐饮经销服务网络。

● 机制改革导向损益，激发组织活力

公司 2019 年开始进行大刀阔斧的内部改革，以“3+1 模型”转变导向机制，改目标任务导向为损益结果导向，内部激励效果显著。并且将绿标餐饮和红标零售独立运营，通过直营减亏和经销减费打通渠道，推动内部组织细化。此外，餐饮端已成为公司业绩增长的核心动力，2019 年实现营收 7.84 亿元 (+40.45%)，未来将继续加大产品研发、扩大生产规模、深耕渠道，持续发力。公司将继续保持 C 端优势，同时利用其现有的品牌影响力和渠道，积极推动具有较大成长空间的 B 端的发展，通过 C 端+B 端双轮驱动企业发展。

● 风险提示：餐饮渠道发展不及预期、原材料成本上涨、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,539	5,986	6,753	7,514	8,370
增长率(%)	5.4	8.1	12.8	11.3	11.4
净利润(百万元)	102	220	485	553	631
增长率(%)	41.5	115.9	120.5	13.9	14.2
毛利率(%)	35.5	35.2	34.9	34.9	34.6
净利率(%)	1.8	3.7	7.2	7.4	7.5
ROE(%)	4.9	9.8	18.2	17.3	16.6
EPS(摊薄/元)	0.13	0.28	0.61	0.69	0.79
P/E(倍)	180.1	83.4	37.8	33.2	29.1
P/B(倍)	8.9	8.2	6.9	5.7	4.8

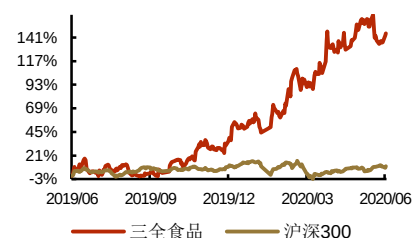
推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2020.06.16

收盘价(元):	22.96
一年最低/最高(元):	9.25/24.88
总股本(亿股):	7.99
总市值(亿元):	183.51
流通股本(亿股):	5.66
流通市值(亿元):	129.85
近 3 月换手率:	96.16%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.85	16.0	131.95
绝对	-1.25	23.69	141.79

相关报告

投资要件

关键假设

1. B 端渠道维持高成长性;
2. 公司零售端利润率水平持续改善;
3. 公司在内部机制调整到位的基础上,发力业务层面,着力经营质量的改善。

我们区别于市场的观点

1.公司 C 端市场优势作为主体仍将保持显著领跑优势,在餐饮食材标准化提升的趋势背景下,公司优质产品、产能及供应链优势将推动 B 端增量占比持续提升。2019 年公司零售端实现营收 52.02 亿元(+4.43%),餐饮端营收 7.84 亿元(+40.45%)。B 端是未来比较大的成长空间,是公司积极看重的新领域。然而 C 端是公司长期优势领域,过去公司的销售大部分是靠 C 端,C 端优势带来了品牌影响力和渠道的搭建。公司将继续保持 C 端优势,同时利用其现有的品牌影响力和渠道,积极推动具有较大成长空间的 B 端的发展,通过 C 端+B 端双轮驱动企业发展。

2.公司机制改革的持续推进,为业务的中期有效拓展夯实了基础。公司 2019 年开始进行大刀阔斧的内部改革,以“3+1 模型”转变导向机制,改目标任务导向为损益结果导向,内部激励效果显著。并且将绿标餐饮和红标零售独立营运,通过直营减亏和经销减费打通渠道,推动内部组织细化。内部改革成效显著,推动 2019 年业绩高增长,也为业务的中期有效拓展夯实了基础。2020 业务年度,公司将不断挖掘场景,在业务上寻求突破点,追求利润和收入的双增长。

股价上涨的催化因素

短期疫情强化了家庭用餐需求;公司餐饮端拓展超预期;零售端利润率大幅改善;中报业绩超预期。

估值和目标价格

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.85/5.53/6.31 亿元,对应 EPS 分别为 0.61/0.69/0.79 元。首次覆盖,给予“推荐”评级。

投资风险

餐饮渠道发展不及预期、原材料成本上涨风险、食品安全风险。

目 录

1、速冻食品规模破千亿，餐饮食材标准化打开增长新空间	5
1.1、速冻食品行业规模破千亿，冷链发展及 B 端新需求打开成长空间	5
1.2、行业整合提速与渠道下沉是趋势	7
1.2.1、我国速冻食品行业发展历程	7
1.2.2、速冻面食市场格局稳定，新进入者差异化突围	8
1.2.3、日本案例或是行业发展方向	9
2、双品牌、多产品、高产能、全冷链，造就强竞争壁垒	10
2.1、成立 27 载，市占率连续 10 余年位居行业第一	10
2.2、双品牌战略+多渠道广告营销，铸就品牌价值	12
2.3、多系列产品矩阵+高研发投入，提高公司核心竞争力	13
2.4、全国八大生产基地，75 万吨产能国内领先	15
2.5、构建“全冷链”供应系统，实现库存动态管控	15
2.6、充足的产能配合强大的营销，销售网络布局全面	15
3、财务表现：盈利能力改善，净利率有望持续提升	16
3.1、公司分析：毛利率结构稳定，餐饮占比稳步上升	16
3.2、可比公司对比：高毛利率，强议价能力，积极改善费用占比	17
4、机制改革导向损益，激发组织活力	21
4.1、修炼内功，变革组织架构及激励机制	21
4.1.1、专业化组织分离，变革激励机制	21
4.1.2、改目标任务导向为损益结果导向	21
4.2、餐饮渠道拓展放量，零售渠道提利减亏	21
5、盈利预测与估值	23
6、风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

图 1：2013-2018 我国速冻食品产量从 789 万吨增至 1035 万吨	5
图 2：2013-2018 我国速冻食品销售收入从 649 亿元增至 1149 亿元	5
图 3：2013-2017 我国速冻面食制品产量从 573 万吨增至 621 万吨	5
图 4：2015-2019 我国速冻面食制品市场规模从 542 亿元增至 677 亿元	5
图 5：2013-2019 年，我国餐饮收入从 25569 亿元增至 46721 亿元	6
图 6：我国速冻食品餐饮渠道占比仅 5%，对标日本成长空间巨大	6
图 7：2013-2019 我国居民人均可支配收入从 18311 元增至 30733 元	6
图 8：我国速冻食品人均消费量仅 10.6 千克/人，对标其他国家增长空间大	6
图 9：2012-2018 我国冷链物流行业市场规模从 1100 亿增长至 3035 亿	7
图 10：2014-2019 我国冷库总容量从 3320 万吨增长至 6053 万吨	7
图 11：我国冷库保有量占比前三的区域为华东、华中、华北	7
图 12：2014-2018 我国冷藏车保有量从 7.59 万台增长至 18 万台	7
图 13：速冻面食市场行业集中度高，CR3 为 65%	8
图 14：日本速冻食品行业 CR5=79%	9
图 15：我国生鲜运输损耗率高于发达国家水平	9
图 16：我国冷藏运输率对比发达国家有较大提升空间	9
图 17：三全食品成立于 1993 年，为国内首家速冻米面食品企业	10

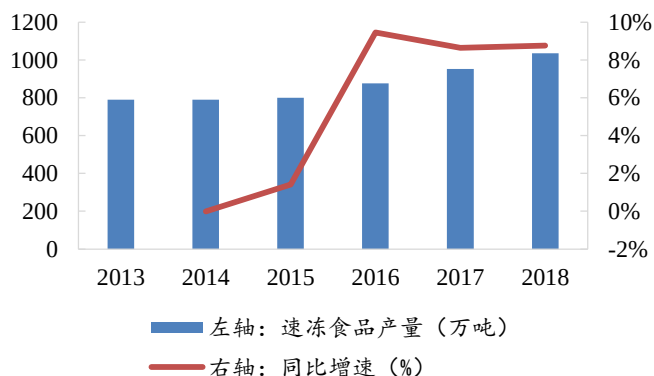
图 18: 公司股权结构稳定.....	10
图 19: 2013-2019 公司营业收入从 36.03 亿元增长至 59.86 亿元.....	11
图 20: 2013-2019 公司归母净利润从 1.18 亿元增长至 2.2 亿元.....	11
图 21: 2015-2019 公司前三大主营产品收入占比总和均高于 90%.....	11
图 22: 公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌.....	12
图 23: 三全连续五年入围中国最具价值品牌 100 强.....	12
图 24: 三全食品积极投入广告营销.....	13
图 25: 三全食品产品矩阵丰富.....	13
图 26: 2019 年公司推出的部分新品.....	14
图 27: 2014-2019 三全食品研发投入占收入比重在行业中处于较高水平.....	14
图 28: 2015-2019 公司三大主营产品毛利率维持稳定.....	16
图 29: 2017-2019 公司餐饮市场营收占比从 7% 上升至 13%.....	16
图 30: 2015-2019 公司长江以北收入占比从 51.66% 提升至 59.24%.....	17
图 31: 2014-2019 三全食品营业收入位居可比公司前列.....	17
图 32: 2014-2019 三全食品毛利率高居可比公司之上.....	18
图 33: 2014-2019 三全食品净利率低于可比公司.....	18
图 34: 2014-2019 三全食品期间费用率高于可比公司.....	18
图 35: 2014-2019 三全食品销售费用率高于可比公司.....	19
图 36: 2014-2019 三全食品管理费用率低于可比公司.....	19
图 37: 近两年三全食品资产负债率高于可比公司.....	19
图 38: 近两年三全食品总资产周转率高于可比公司.....	20
图 39: 2014-2019 三全应付账款周转率低于可比公司.....	20
图 40: 2014-2019 三全食品净资产收益率低于可比公司.....	20
图 41: “3+1 模型”改收入导向为利润导向.....	21
图 42: 2017-2019 公司餐饮渠道收入由 3.83 亿元增长至 7.84 亿元.....	22
图 43: 2019 年公司餐饮渠道占比提升改善整体毛利率水平.....	22
表 1: 我国速冻食品行业发展经历了工业大时代、商贸大时代、互联网时代以及移动互联网时代四个阶段.....	7
表 2: 三全食品、思念食品、湾仔码头为行业三大龙头.....	8
表 3: 三全食品八大生产基地合计产能约 75 万吨.....	15
表 4: 三全食品分业务收入预测明细.....	23
表 5: 可比公司估值.....	24

1、速冻食品规模破千亿，餐饮食材标准化打开增长新空间

1.1、速冻食品行业规模破千亿，冷链发展及 B 端新需求打开成长空间

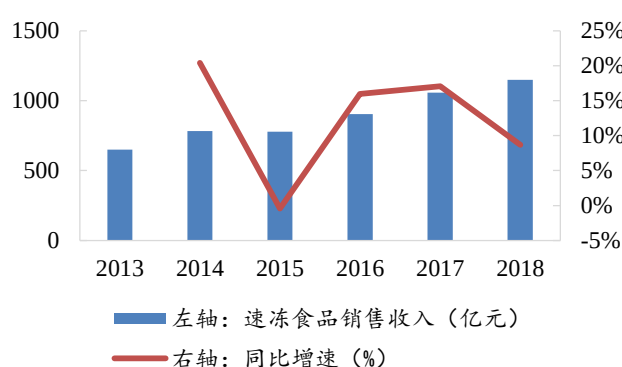
我国速冻食品市场规模千亿，稳步增长。2018 年我国速冻食品行业产量为 1035 万吨，同增 8.75%，2013-2018 年速冻食品销售收入从 649 亿元增至 1149.25 亿元，CAGR 为 12.08%

图1： 2013-2018 我国速冻食品产量从 789 万吨增至 1035 万吨



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

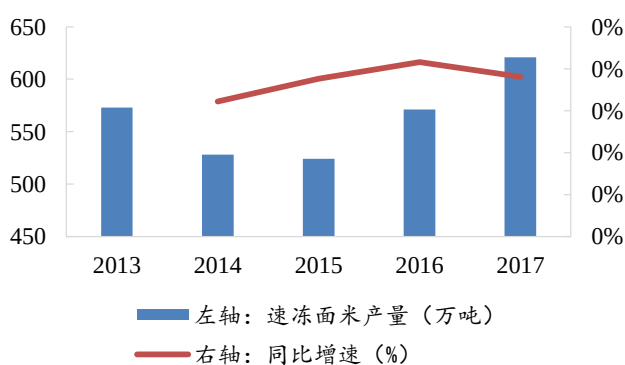
图2： 2013-2018 我国速冻食品销售收入从 649 亿元增至 1149 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

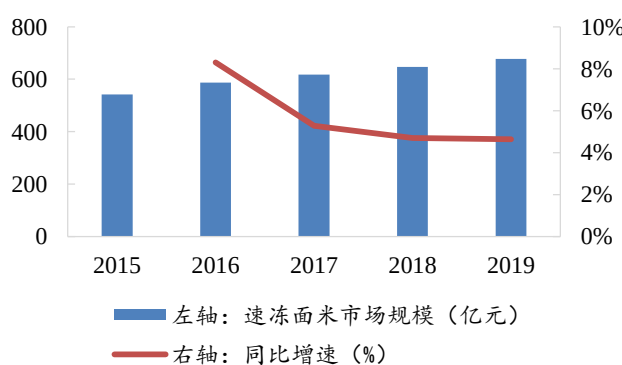
速冻面米市场规模大、发展成熟。作为速冻食品最大的细分市场，速冻面米市场占速冻食品总产量比例超过 60%。2015-2019 年市场规模 CAGR 为 5.72%，其中 2019 年 677 亿元，同增 4.64%。

图3： 2013-2017 我国速冻面米制品产量从 573 万吨增至 621 万吨



资料来源：中国食品工业协会，新时代证券研究所

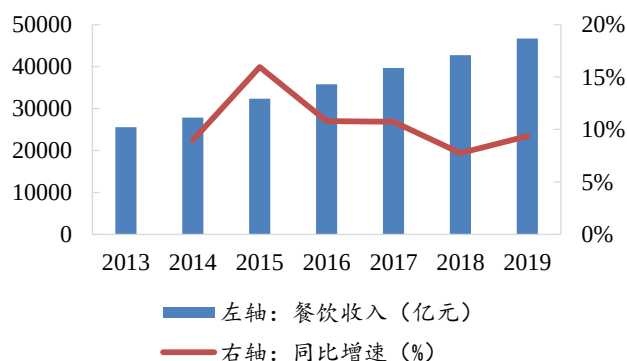
图4： 2015-2019 我国速冻面米制品市场规模从 542 亿元增至 677 亿元



资料来源：中国食品工业协会，新时代证券研究所

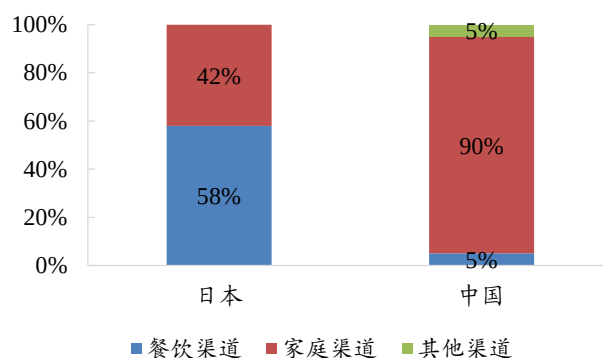
随着餐饮行业标准化、规模化需求加深，带动上游规模化采集需求，速冻行业成为受益行业。2013-2019 年，我国餐饮收入从 25569 亿元增至 46721 亿元，CAGR 达 10.57%。对标日本，餐饮渠道是消化速冻食品产能的主力占比达到 60%，而目前国内几大龙头速冻食品企业 B 端餐饮收入占比均不高，速冻行业助力餐饮端标准化，未来成长空间巨大。

图5： 2013-2019 年，我国餐饮收入从 25569 亿元增至 46721 亿元



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

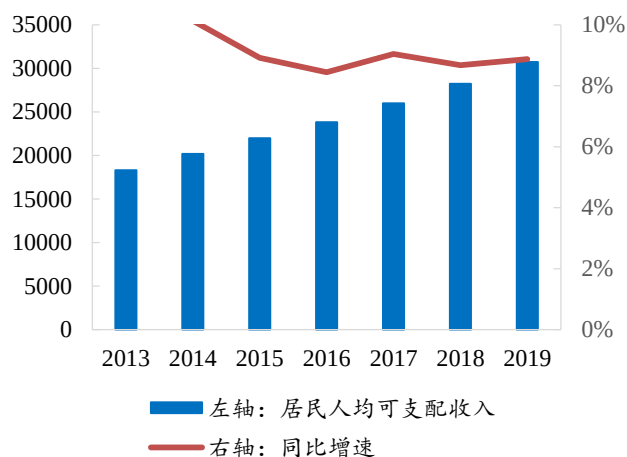
图6： 我国速冻食品餐饮渠道占比仅 5%，对标日本成长空间巨大



资料来源：日本速冻食品协会，中国速冻食品行业概览，新时代证券研究所

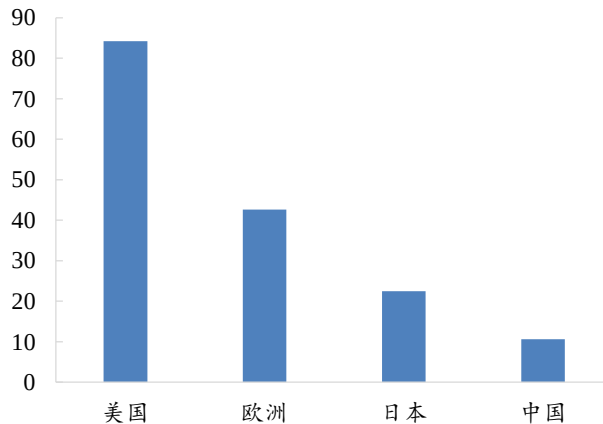
人均可支配收入持续提升，家庭消费潜力大。2013-2019 年，我国居民人均可支配收入从 18311 元增至 30733 元，CAGR 为 9%，同时随着生活节奏的加快，速冻食品的家庭消费需求只增不减。对比日本，作为亚洲第一大速冻食品消费市场，日本速冻食品的人均消费量约 22.5 千克，而我国 10.6 千克仅为日本消费的 50%，增长空间大。

图7： 2013-2019 我国居民人均可支配收入从 18311 元增至 30733 元



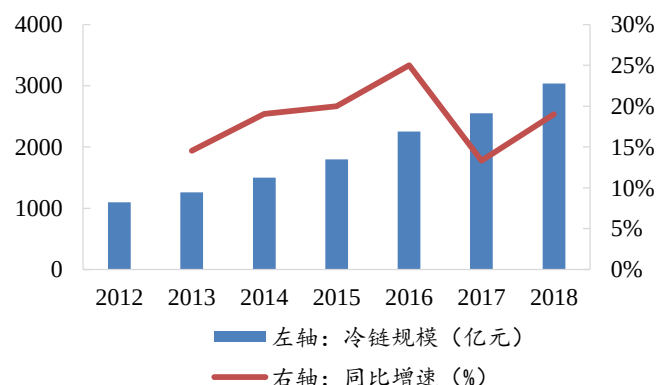
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图8： 我国速冻食品人均消费量仅 10.6 千克/人，对标其他国家增长空间大

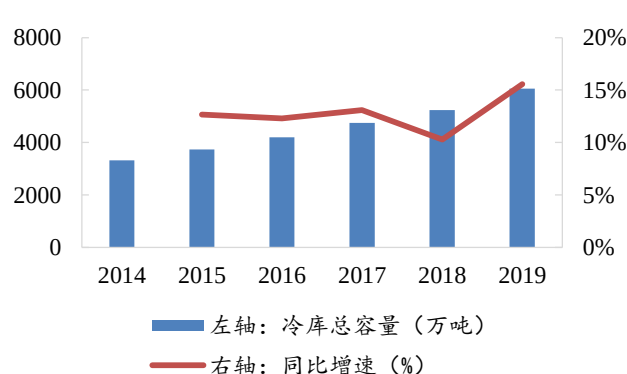


资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

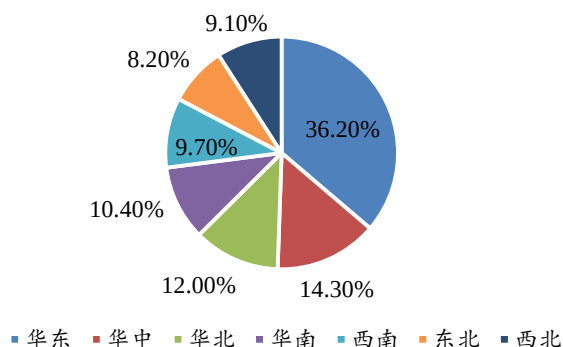
冷链技术完善物流，驱动速冻食品发展。我国冷链物流行业市场规模从 2012 年 1100 亿增长到 2018 年的 3035 亿，CAGR 为 19.02%，2014-2019 我国冷库总容量 CAGR 为 12.76%，其中 2019 年容量为 6053 万吨，同增 15.56%，2018 年冷藏车保有量为 18 万辆，同增 28.57%，冷链物流的崛起，提高了速冻食品的运输效率。另外，近年来出台多项政策利好冷链物流，随着政策推动冷链技术有望快速发展、降本增效，速冻食品的辐射范围也将进一步提升。

图9： 2012-2018 我国冷链物流行业市场规模从 1100 亿增长至 3035 亿

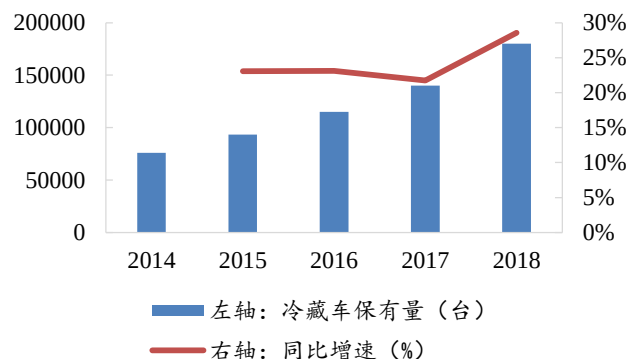
资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图10： 2014-2019 我国冷库总容量从 3320 万吨增长至 6053 万吨

资料来源：商务部，前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图11： 我国冷库保有量占比前三的区域为华东、华中、华北

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图12： 2014-2018 我国冷藏车保有量从 7.59 万台增长至 18 万台

资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

1.2、行业整合提速与渠道下沉是趋势

1.2.1、我国速冻食品行业发展历程

我国速冻食品兴起于上世纪 80-90 年代，伴随着社会的进步、人们生活方式的转变与生活水平的提高，实现了快速的发展。纵观我国速冻食品行业的发展历程，可以大致分为四个阶段：工业大时代、商贸大时代、互联网时代以及移动互联网时代。

表1： 我国速冻食品行业发展经历了工业大时代、商贸大时代、互联网时代以及移动互联网时代四个阶段

阶段	时间	主要特征
工业大时代	80-90 年代	当时正处于改革开放初始阶段，社会生产力落后，因此解决温饱、安全问题是当时社会的主要需求，加之速冻设备较为落后且数量稀缺，速冻食品行业呈现出“产品为王”特征的高利润、无品牌时代，也是速冻行业发展的萌芽阶段。
商贸大时代	90 年代末-2010 年	随着改革开放的逐步推进，人们生活水平变化较大此时速冻食品行业步入了“渠道为王”的传统品牌时代，兴起了三全、思念、龙凤、湾仔码头等一大批优秀的传统家庭速冻品牌，此阶段为行业快速扩张阶段，产

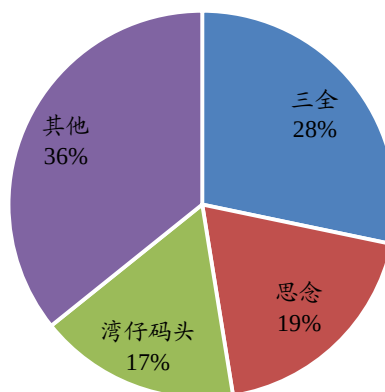
阶段	时间	主要特征
互联网时代	2010-2015 年	品同质化较高，商贸销售渠道成为了提升竞争力的关键。
		在此阶段我国已成为世界第二大经济体，也是互联网电商爆发的阶段，速冻食品品类不断丰富，食品个性化需要成为主题，速冻食品行业正式进入了“定位为王”的时代，供给端的渠道和品牌迅速分化，行业龙头逐步崛起，同时火锅餐饮品牌井喷式发展，餐饮行业进入了快车道。
移动互联网时代	2015 至今	速冻行业迎来了“流量为王”的时代，倡导多品类、多场景，大型供应链崛起，并要求在解决个性化需求的同时能够提供高标准化的食材，不但突破自身面临的需求瓶颈而且能迎合餐饮行业规模化、流程化、标准化的取材需求，餐饮标准化供应品牌正快速发展。

资料来源：千味央厨，新时代证券研究所

1.2.2、速冻面米市场格局稳定，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，行业三大龙头三全、思念和湾仔码头在行业内部多年深耕，凭借品牌认可度和渠道优势市占率分别达到 28%/19%/17%，CR3 为 65%，市场集中度高。随着速冻食品用户扩张和场景拓展，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抢占市场份额。

图13：速冻面米市场行业集中度高，CR3 为 65%



资料来源：全国超市连锁店信息网，新时代证券研究所

表2：三全食品、思念食品、湾仔码头为行业三大龙头

	三全食品	思念食品	湾仔码头
股东结构	陈泽民 10.51%，陈南 9.94%，陈希 9.87%	艺晋集团有限公司 100%	通用磨坊贸易（中国）有限公司 100%
品牌划分	全国性品牌	全国性品牌	高端品牌
渠道模式	区域销售公司直营+经销商分销	河南省直营+省外经销商分销	一线城市直营+二、三线城市经销商分销
销售模式	一、二线城市 KA 卖场采用直营方式，零河南省内实行直营，省外除异地网点渠道依靠经销商；公司负责二、三线城市网点、农贸市场和三、四线城市开拓依建产区域设立分公司外，其他区市 KA 卖场的开拓和市场管理，经销商仅负责经销商。销售公司负责产品结构和价格域没有分公司，公司产品主要依靠产品的配送。公司给予二、三线城市经销商政策制定，给予经销商指导和激励	靠经销商销售	一线城市 KA 卖场采用直营，便利店和零售 商丰厚的利润空间，而一线城市经销商的利润空间小

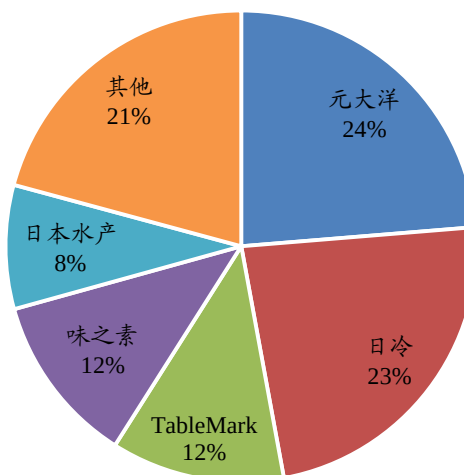
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2.3、日本案例或是行业发展方向

日本速冻食品消费变迁：70 年代高速增长——90 年代行业整合——20 世纪稳健增长。日本速冻食品行业自 1960-1998 充分享受经济高速增长带来的行业成长潜力，其中餐饮端的提升也驱动了行业的高增长；90 年代末开始，经济增长逐渐放缓，甚至出现倒退，居民收入及消费力基本零增长，行业进入 10 年低谷；随着日本老龄化问题加重、家庭规模减小、便捷化饮食消费需求兴起，速冻食品因安全、方便、价格适中受到家庭消费者的喜爱，2012 年后行业恢复、稳健增长。

行业具备整合属性，对比日本空间大。我国速冻食品行业发展较晚，日本速冻食品的行业集中度约为我国的 1 倍。由于速冻食品行业受到技术创新影响较小、品牌壁垒形成固定的消费者认同、规模经济带来更大的成本优势使得龙头市占率集中趋势明显。截止到 2016 年，日本速冻食品行业 CR5=79%。对标日本，我国速冻食品未来至少能容纳 1-2 家市占率超过 20%的企业。

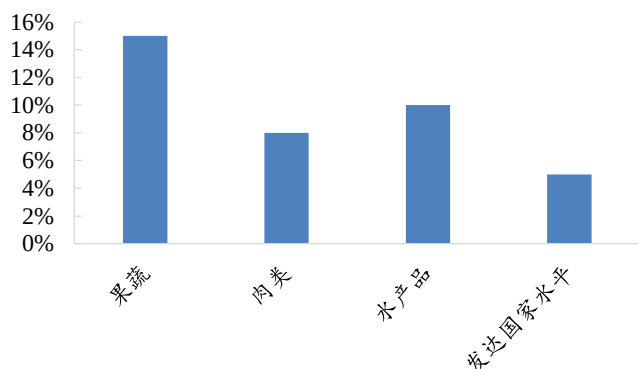
图14： 日本速冻食品行业 CR5=79%



资料来源：日经产业新闻，新时代证券研究所

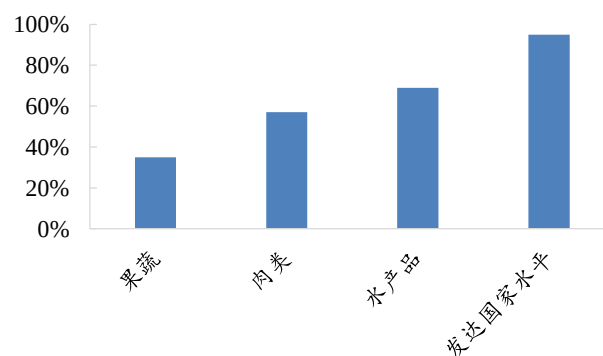
借鉴日本冷链冷库建设，夯实基础逐步实现渠道下沉。日本政府于 1965 年出台大量政策支持冷链发展，现如今日本肉类冷链运输率达 100%，果蔬冷链流通率达 95%以上。相比之下，从 2010 年到 2015 年，我国果蔬/肉类/水产品冷藏运输率从仅有 15/30/40%升至 35/57/69%，依然具备向上空间，冷链建设完善促进速冻食品从一二线城市向三四线城市下沉，实现速冻食品板块新扩容。

图15： 我国生鲜运输损耗率高于发达国家水平



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

图16： 我国冷藏运输率对比发达国家有较大提升空间



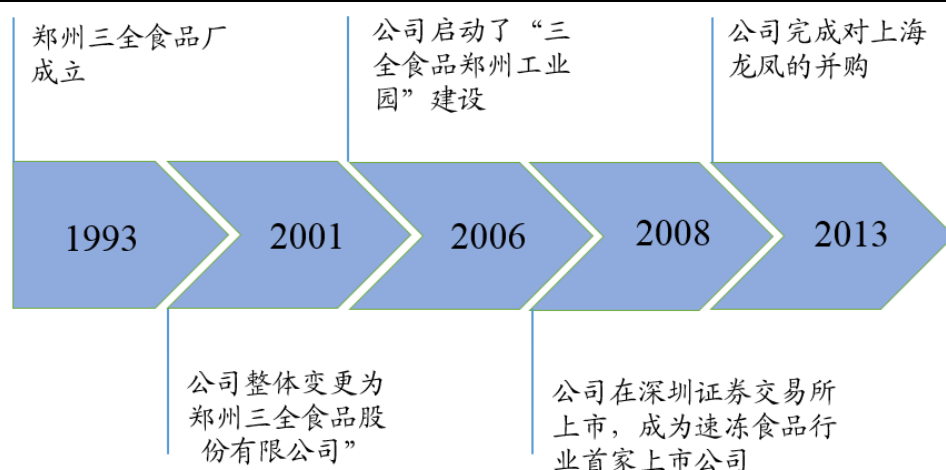
资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

2、双品牌、多产品、高产能、全冷链，造就强竞争壁垒

2.1、成立 27 载，市占率连续 10 余年位居行业第一

三全食品是国内首家速冻米面食品企业，主要从事速冻食品和常温方便食品的生产与销售。其前身是郑州三全食品厂，2008 年登陆中小板上市成功，股票代码 002216。公司坚持以“消费者满意”为服务导向，注重食品安全管理，致力于新品的研制和开发，率先构建覆盖全国的直营销销售渠道，终端网络 20 万个，并在行业中最早取得自营进出口权。其市场占有率连续 10 余年位居行业第一，2018 年市占率为 29.4%。

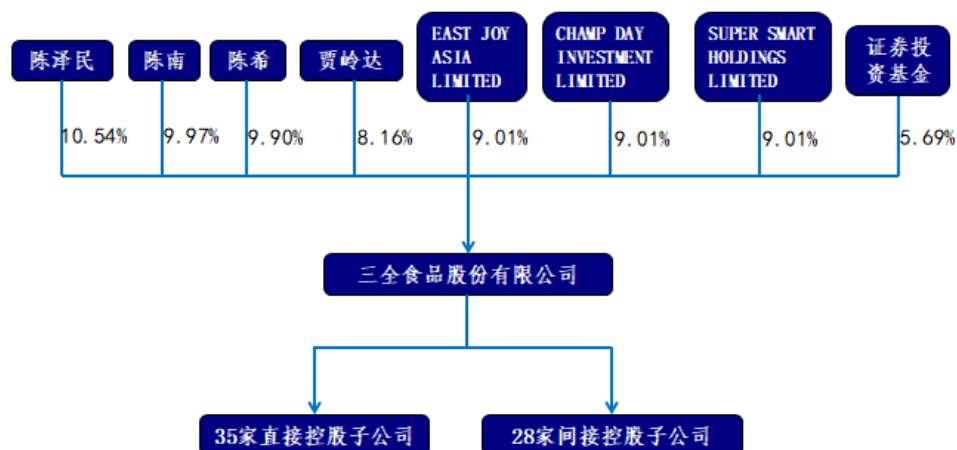
图17：三全食品成立于 1993 年，为国内首家速冻米面食品企业



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

股权结构稳定，拥有 35 家直接控股子公司。公司创始人陈泽民先生被公认为中国速冻食品行业开拓者，并于 2018 年 10 月入选中央统战部、全国工商联“改革开放 40 年百名杰出民营企业企业家”。陈泽民、陈南、陈希和贾岭达为公司的实际控制人，合计持股比例为 38.57%。截至 2019 年 12 月 31 日三全食品下设河南全惠食品有限公司等 35 家直接控股子公司，以及全资及控股子公司下属的北京三全食品销售有限公司、杭州三全食品有限公司等 28 家间接控股子公司。

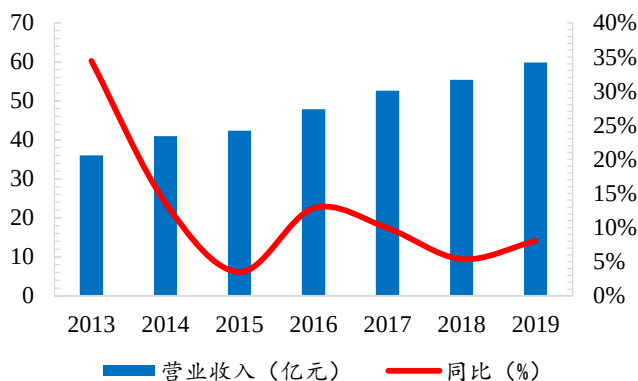
图18：公司股权结构稳定



资料来源：公司年报、新时代证券研究所

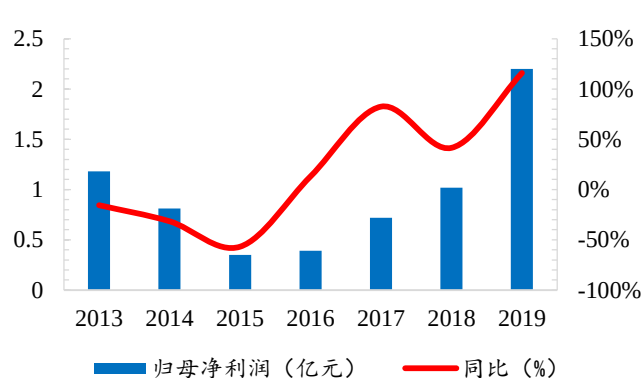
营业收入稳定增长，净利润触底反弹后持续提升。公司的收入规模从2013年的36.03亿元增长到2019年的59.86亿元，复合增速为8.83%。每年增速波动较大，但整体呈上升趋势。公司的净利润呈现先降后增的趋势，从2013年的1.18亿元下降到2015年的0.35亿元，触底反弹后净利润持续上升，2019年实现2.20亿元的净利润，同比增115.91%。2019年业绩大幅增长主要是由于传统零售市场通过优化产品结构，积极拓展销售渠道，加大内部组织效率等实现经营效益的提升，同时餐饮业务市场保持了业绩的稳定增长。公司2020Q1实现净利润2.57亿元，同比增长540.19%，主因受疫情影响，C端市场需求增大，公司通过产品结构调整，渠道质量改善，利润率得到较好恢复。同时，转让郑州全生农牧科技有限公司股权获得非经常性损益预计为1.02亿元。

图19： 2013-2019 公司营业收入从 36.03 亿元增长至 59.86 亿元



资料来源：Wind、公司公告、新时代证券研究所

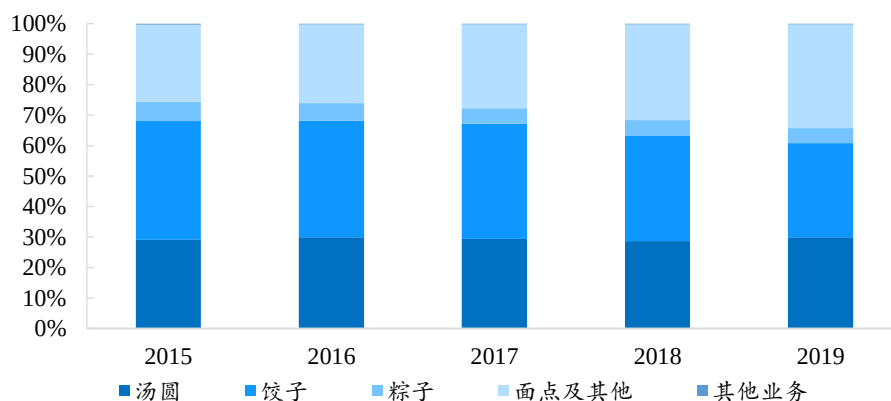
图20： 2013-2019 公司归母净利润从 1.18 亿元增长至 2.2 亿元



资料来源：Wind、公司公告、新时代证券研究所

三大系列占比突出。从销售占比来看，公司前三大主营产品系列为：水饺系列、汤圆系列和面点系列。从2015年到2019年，三大系列的销售占比总和均高于90%，汤圆系列的占比基本保持不变，面点系列的占比有一定提高，水饺系列有略微下滑，主要是由于2019年上半年期间，受媒体报道三全水饺抽检出疑似非洲猪瘟病毒核酸阳性的影响，水饺系列销售下滑，但全年来看影响有限。

图21： 2015-2019 公司前三大主营产品收入占比总和均高于 90%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、双品牌战略+多渠道广告营销，铸就品牌价值

双品牌战略并行。公司拥有较为突出的品牌优势，自 2013 年完成对上海龙凤的并购后，全力打造“三全”和“龙凤”双品牌并行的战略，同时不断扩充旗下子品牌，推出了“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”等多个副品牌。其中“三全”品牌连续 5 年入围中国最具价值品牌 100 强。

图22： 公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图23： 三全连续五年入围中国最具价值品牌 100 强

2014年				2015年				2016年				2017年				2018年			
排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	品牌价值 年增速	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	品牌价值 年增速	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	品牌价值 年增速	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	品牌价值 年增速	排名	品牌	品牌价值 (百万美元)	品牌价值 年增速
1	中国移动	61399	21%	1	腾讯	66077	95%	1	腾讯	82107	24%	1	腾讯	106181	29%	1	腾讯	132213	25%
2	ICBC	39658	-2%	2	工商银行	59684	新上榜	2	中国移动	57157	2%	2	工商银行	58009	22%	2	工商银行	88623	53%
3	腾讯	33879	68%	3	中国移动	55927	-9%	3	工商银行	47605	-20%	3	中国移动	57899	1%	3	中国移动	49231	-15%
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4	ICBC	37213	18%
75	三全	312	新上榜	69	三全	441	新上榜	78	三全	438	-6%	81	三全	396	-5%	5	三全	24990	5%
76	三全	308	新上榜	76	三全	402	31%	79	三全	418	4%	82	三全	380	-13%	6	三全	24115	18%
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
98	万家乐	135	新上榜	98	TCL	171	新上榜	98	三全	252	新上榜	98	三全	234	-30%	98	三全	351	1%
99	伊莱恩	134	新上榜	99	三全	170	12%	99	三全	252	新上榜	99	三全	229	新上榜	99	三全	346	-13%
100	三全	132	新上榜	100	三全	167	26%	100	三全	245	6%	100	三全	228	新上榜	100	TCL	311	14%

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

从品牌站位出发，制定营销策略。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。公司与东方卫视、安徽卫视和江苏卫视等多家卫视建立了合作关系，同时赞助包括《十二道锋味》、《中国好声音》、《如懿传》等在内的多部热门美食节目、综艺节目和影视剧。除了积极投入广告营销，三全也多次在国际舞台上大放光彩。2019 博鳌亚洲论坛上，三全食品旗下水

饺、汤圆、油条、馄饨等 26 款速冻食品成为博鳌亚洲论坛专供产品。2019 年国际食品安全与健康大会上，三全以大会“指定食品”身份亮相大会酒店宴会现场。

图24: 三全食品积极投入广告营销



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

2.3、多系列产品矩阵+高研发投入，提高公司核心竞争力

产品矩阵丰富。公司的主要产品为汤圆系统、水饺系列、粽子系列、面点系列和其他。汤圆系统包括汤圆凌汤圆、高端汤圆、炫彩汤圆；水饺系列包括状元水饺、珍鲜灌汤水饺和儿童水饺；粽子系列包括礼品粽和猪肉粽；面点系列包括私厨面点、面点坊、蒸蛋糕、点心；此外还有方便速食产品和西餐类产品。公司 2018 年报显示，公司的主食产品高达 400 多种。

图25: 三全食品产品矩阵丰富



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

研发助力新品推出。公司在现有的多主食产品的基础上，不断开发新的系列和新的品类，进一步丰富产品线。如在 19 年上半年期间，公司就先后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等 20 多个系列 70 多个口味新品，市场反应良好。目前，三全食品拥有行业唯一一家“博士后科研工作站”，另外公司还设有“国家认定企业技术中心”、“河南省速冻食品加工工程技术研究中心”，公司实验室通过 CNAS 认证认可。近几年来，公司大力开发新型产品，处于行业领先水平的达 310 项；承担国家各类科技攻关项目 15 项，主持 12 项；主持制修订国家、行业标准 16 项；获得省部级及以上新产品奖、科技成果奖等奖项 16 个；获得国家专利 171 项。

图26： 2019 年公司推出的部分新品

超级水饺系列



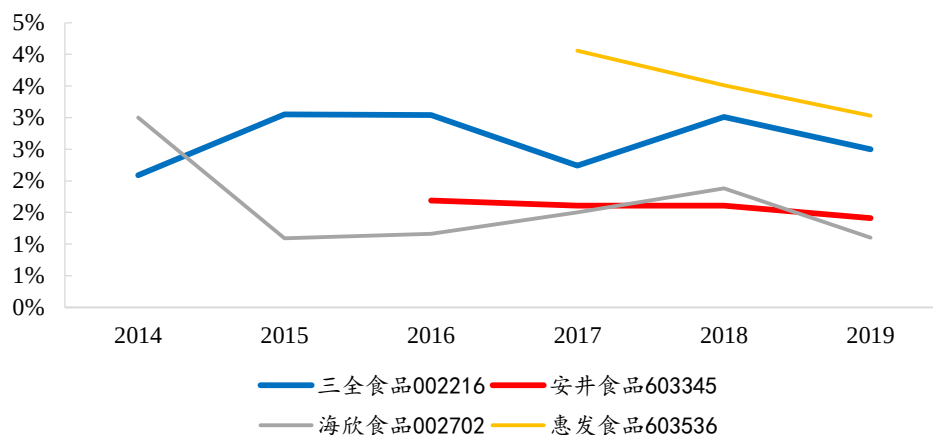
帕尼尼早餐系列



资料来源：京东、新时代证券研究所

高研发投入提升公司核心竞争力。在高收入的情况下，三全的研发投入占收入比重在行业中处于较高水平。2019 年三全研发投入约为 1.50 亿元，占营业收入比例为 2.50%，同比下降 0.51 个百分点，仍处于行业较高水平。惠发食品的研发占比高出三全 0.53%，主要系惠发食品收入规模有限。

图27： 2014-2019 三全食品研发投入占收入比重在行业中处于较高水平



资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.4、全国八大生产基地，75 万吨产能国内领先

八大基地产能充足。公司在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地共建有八大生产基地，并配置现代化的先进厂房设施，生产能力和装备水平均处于国内领先地位，目前，八大基地速冻产品产能合计 75 万吨。

表3：三全食品八大生产基地合计产能约 75 万吨

基地名称	投资总额	投产时间	产能（万吨）
郑州原基地		2006 年前	9.9 万吨
成都西南基地一期	2.32 亿元	2015 年	5.0 万吨
成都西南基地二期	2.24 亿元	2015 年	6.0 万吨
郑州综合基地一期	4.02 亿元	2017 年	11.8 万吨
郑州综合基地二期	5.06 亿元	2017 年	15.0 万吨
天津华北基地一期	3.00 亿元	2019 年	9.0 万吨
佛山华南基地一期	5.39 亿元	建设中	11.8 万吨
太仓华东基地一期	3.46 亿元	建设中	7.0 万吨
武汉长江中部基地	8.00 亿元	建设中	暂无

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2.5、构建“全冷链”供应系统，实现库存动态管控

冷链系统保证食品新鲜。为了确保食品的健康和新鲜，公司践行出厂到终端的冷链一体化。公司在基地建立了电脑自动控制的立体冷库，可实现货物存取自动化、温度控制智能化、设备运行可视化，提高了商品贮藏质量和减少了商品损耗。物流运输方面，公司主要采取公路运输和铁路运输结合的方式。在过程中同样保持了冷链运输，并在运输车内配备了温度控仪实时监测温度。终端则是利用专用冰柜配备的移动通信无线收发模块实行后台的温度检测。

公司构建了覆盖 33 个大城市、1700 多个中小城市和县城的完善的“全冷链”系统，在保证产品始终新鲜、安全的基础上，加速了智慧产业的布局，实现了库存动态管控及精准追溯，提高了作业效率，降低了运营成本。

2.6、充足的产能配合强大的营销，销售网络布局全面

销售网络布局全面。公司全面布局销售网络，利用下属的分、子公司及经销商加速下沉市场推进，合力打造 C 端销售网络。目前，公司已完成全国布局分公司 40 余个，经销商网络 2500 多家，销售终端 20 万个，C 端销售网络成功覆盖全国各省、市、县。

B 端相对 C 端起步较晚，但蕴藏巨大市场空间。公司目前正积极拓展餐饮渠道、便利店渠道以开阔 B 端市场。公司于 17 年作出战略调整，进军餐饮业，与海底捞、肯德基、呷哺呷哺等餐饮业连锁品牌达成合作关系。未来会与 7-Eleven 合作，共享销售渠道，从而实现鲜食供应链业务的品类结构调整和合作渠道扩容。

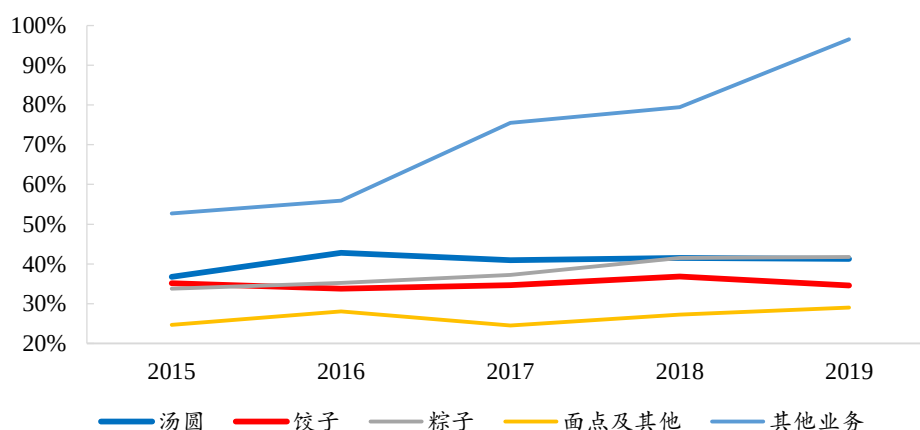
充足的基地产能配合强大的营销网络布局，保证了公司产品能在短期内完成生产并迅速推广到全国各地的终端市场。而公司也表示，未来将依托已布局一线城市的综合生产基地，实现大城市群鲜食供应链的全覆盖。

3、财务表现：盈利能力改善，净利率有望持续提升

3.1、公司分析：毛利率结构稳定，餐饮占比稳步上升

产品毛利率稳定。2019年三全食品毛利率为35.17%，同比下降0.35个百分点。主要系本期原材料价格上涨，产品成本增加。水饺系列的毛利率基本稳定在34%以上，汤圆系列和粽子系统的毛利率近年超40%，面点系列的毛利率相对吃力，在25%上下浮动。其他业务的毛利率波动较大，但其营收占比比较小，可以忽略不计。总的来说，公司三大支柱产品的毛利率稳定，使得产品总和的毛利率长期保持30%以上的水平。

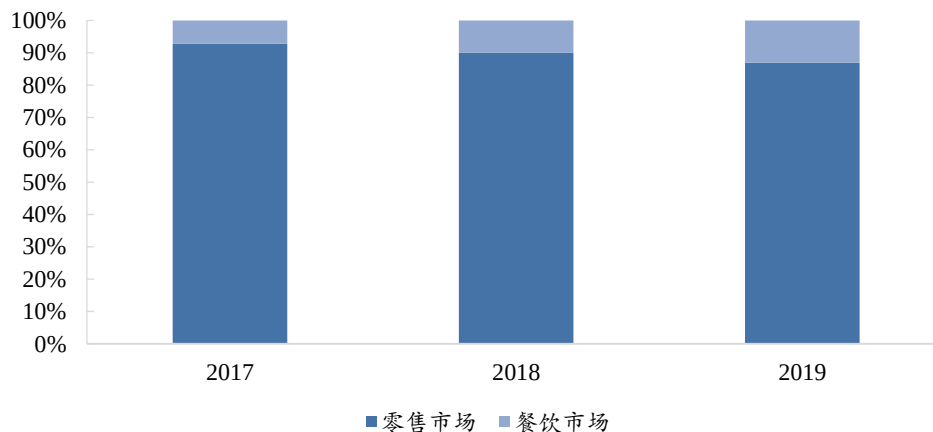
图28： 2015-2019 公司三大主营产品毛利率维持稳定



资料来源：Wind、新时代证券研究所

餐饮市场营收占比稳步上升。面对日益成熟的餐饮市场，公司17年做出决策调整，开始餐饮市场的布局。三年来，公司采用“直营+经销覆盖”模式，深耕快餐、火锅、团餐等多场景，为多家连锁餐饮提供一站式标准化及个性化食材供给，目前已与百胜餐饮、海底捞、呷哺呷哺、华住酒店等知名餐饮品牌形成深度合作。从财务数据上来看，餐饮市场的营收占比从17年的7%上升至19年的13%，处于稳步上升阶段。

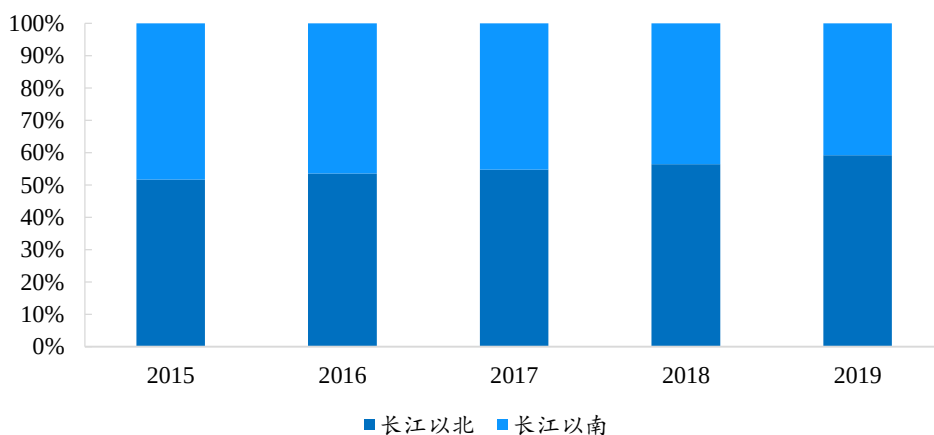
图29： 2017-2019 公司餐饮市场营收占比从7%上升至13%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

南北区域占比相当。公司销售区域简单分为长江以北和长江以南。从近年数据来看，长江以北的收入占比有小幅度的提升，从2015年的51.66%上升至2019年的59.24%。

图30： 2015-2019 公司长江以北收入占比从 51.66%提升至 59.24%

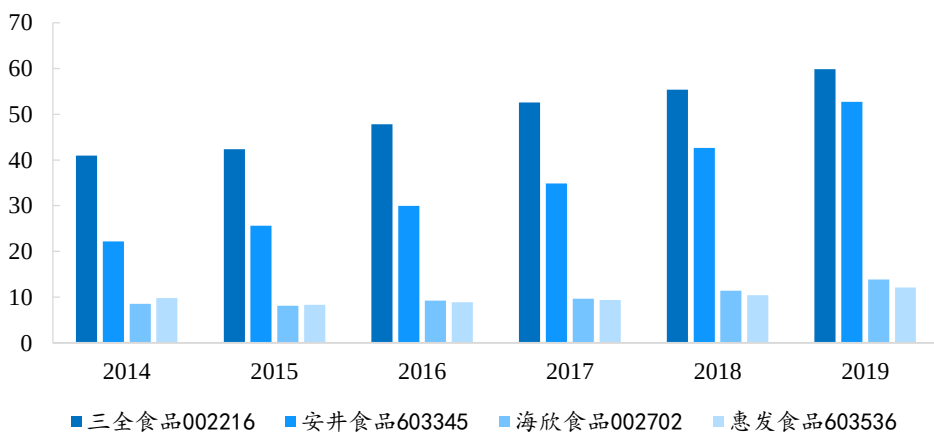


资料来源：Wind、新时代证券研究所

3.2、可比公司对比：高毛利率，强议价能力，积极改善费用占比

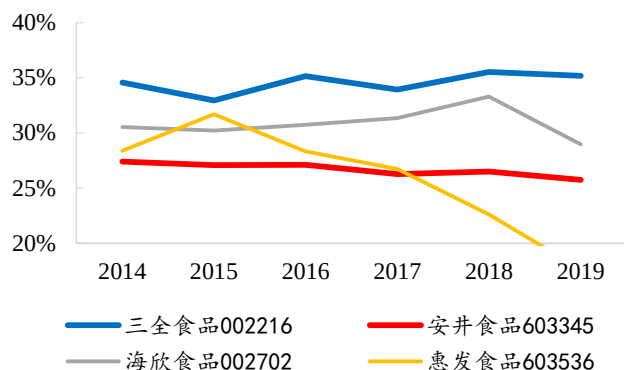
营业收入位列前茅。三全食品的营业收入居于可比公司前列，且呈现稳定上升的趋势，其营业收入从2014年的40.94亿元上升至2019年的59.86亿元，复合增长率为7.89%。可比公司中另一营收较高的公司为安井食品，营业收入从2014年的22.2亿元上升至2019年的52.67亿元。

图31： 2014-2019 三全食品营业收入位居可比公司前列

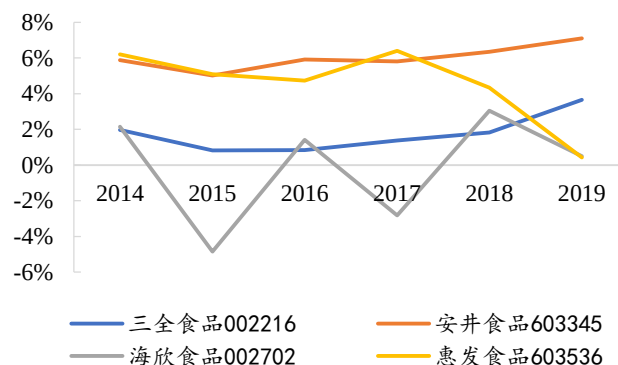


资料来源：Wind、新时代证券研究所

毛利率居高，净利率改善明显。从毛利率水平来说，行业可比企业的毛利率区间大致为20%到40%。其中，三全食品的毛利率均在30%以上，高居于行业可比企业之上。三全食品净利率改善明显，2019年提升至3.66%，但仍然低于安井食品，这是由C端渠道高费用率模式导致的，也是速冻米面制品利润率水平天然的低于速冻肉制品导致的。

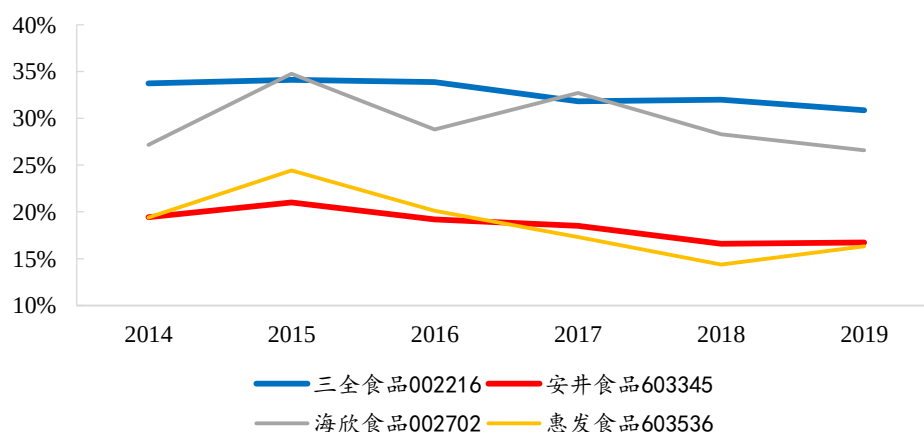
图32: 2014-2019 三全食品毛利率高居可比公司之上

资料来源: Wind、新时代证券研究所

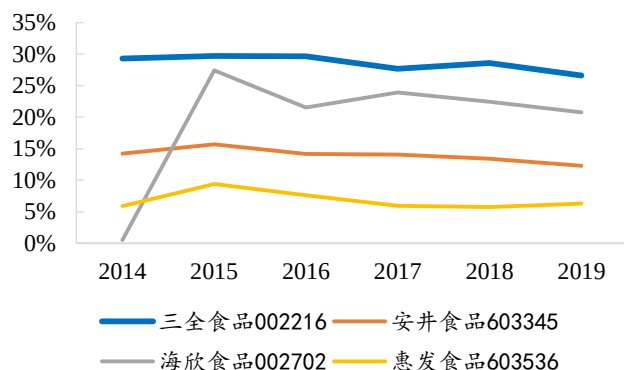
图33: 2014-2019 三全食品净利率低于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

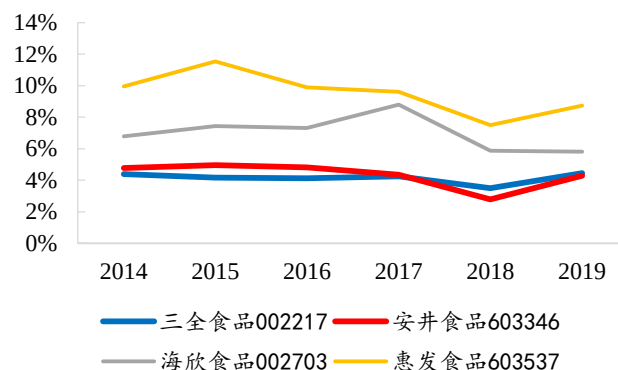
销售费用占比较大,有下降空间。三全食品净利率偏低主要受销售期间费用率影响,近年来,其销售期间费用率均高于30%,居于行业前列。其中,销售费用占比较大,在28%上下浮动。三全食品的销售费用主要为:市场费用、业务经费和人员经费。由于三全定位于全国市场,因此需要持续的广告投入,市场费用长期居高不下。同时,零售模式下的商超直营,相较于经销途径往往对应更高的销售费用,而三全相对于可比企业拥有更为宽广的直营渠道,间接使得销售费用的负担更重。随着三全逐渐加大下沉市场布局,后期经销途径占比会进一步增加,同时对产品经理的考核从任务导向转变为损益导向,我们相信销售费用占比存在进一步下降的趋势。三全的管理费用占比在4%上下浮动,在行业中处于较低费用水平,说明三全的管理投入有效。

图34: 2014-2019 三全食品期间费用率高于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

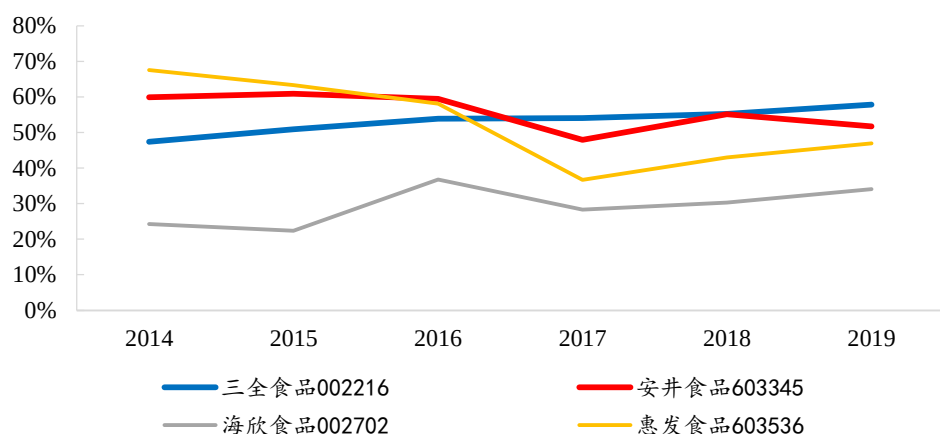
图35: 2014-2019 三全食品销售费用率高于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图36: 2014-2019 三全食品管理费用率低于可比公司

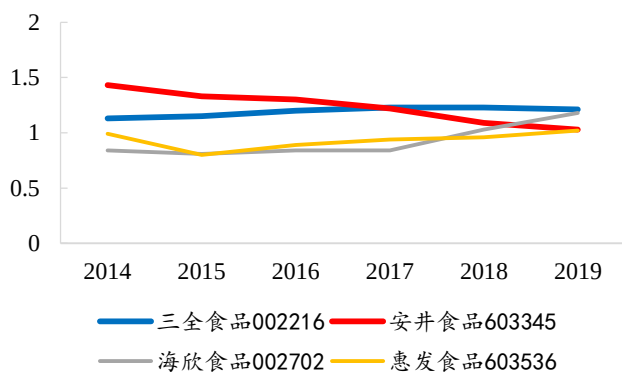
资料来源: Wind、新时代证券研究所

负债水平高, 应付货款数额大。三全食品的资产负债率呈平缓上升趋势。但从近两年数据来看, 其 55% 左右的资产负债率高于可比公司平均水平。三全的负债水平高主要在于存在较大数额的应付款项, 属于无息负债, 并不会给三全带来额外的利息负担。三全的流动比率均大于 1, 说明其具备一定的短期偿债能力。且结合流动比率、速动比率进行行业对比, 可比企业间差异并不大, 说明三全的高负债率处在可控范围内。

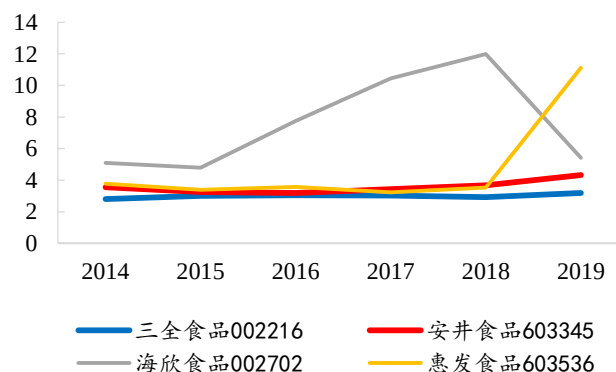
图37: 近两年三全食品资产负债率高于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

掌握上游话语权, 下游账期缩短, 资产周转率处领先地位。三全食品总资产周转率居于可比企业领先地位。具体表现为: 应付账款周转率较低, 说明其占用供应商资金较多, 主要原因为三全食品供应商大多为原材料提供商, 比较分散, 话语权不足。19 年年报披露其第一大供应商占比仅为 3.99%。因此三全相对上游具有较强的议价能力。另一方面, 三全食品应收账款周转率优于可比企业平均水平, 主要系下游商超的账期缩短所致。存货周转率、固定资产周转率行业内差异不大。

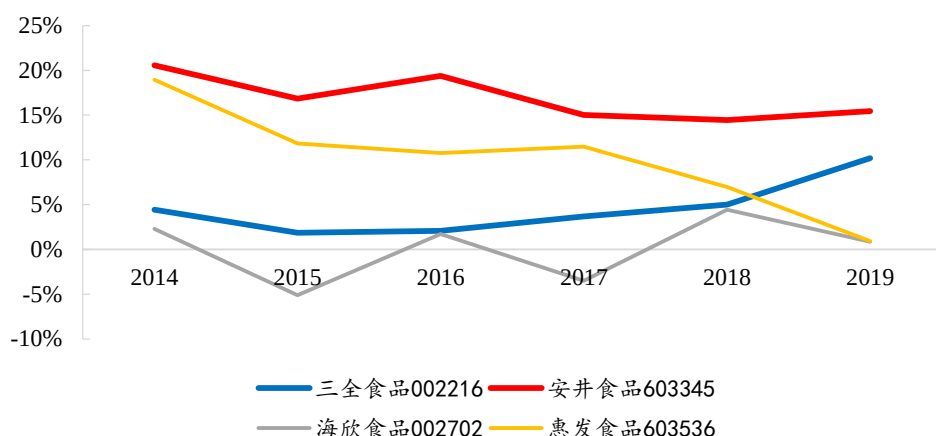
图38: 近两年三全食品总资产周转率高于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

图39: 2014-2019 三全应付账款周转率低于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

净资产收益率上升,但低于同行业平均水平。三全食品的净资产收益率呈上升趋势,从2015年的1.87%持续上升至2019年的10.20%。与同行业可比企业对比,三全食品的净资产收益率低于平均水平,主要是高收入高费用的政策下,其净利润一再被压缩,导致企业的权益净利率低于可比企业均值。

图40: 2014-2019 三全食品净资产收益率低于可比公司

资料来源: Wind、新时代证券研究所

综合对比而言,三全的净资产收益率低主要受限于高额的销售费用。从杜邦财务分析体系来看,三全的总资产周转率略优于行业平均水平,也很好地利用了财务杠杆,负债集中于无息的应付款项,提高了权益乘数但不会引发付息风险。这两方面三全都优于行业水平的。三全产品本身具备较高的毛利率,但由于高额的销售费用压缩了三全的净利润,其销售净利率表现不佳,直接作用于最后的净资产收益率偏低。三全目前也在积极的进行调整,无论是进军销售费用相对较低的餐饮市场,还是公司内部考核方法的改进,都可能促进未来三全销售费用的下降。

4、机制改革导向损益，激发组织活力

4.1、修炼内功，变革组织架构及激励机制

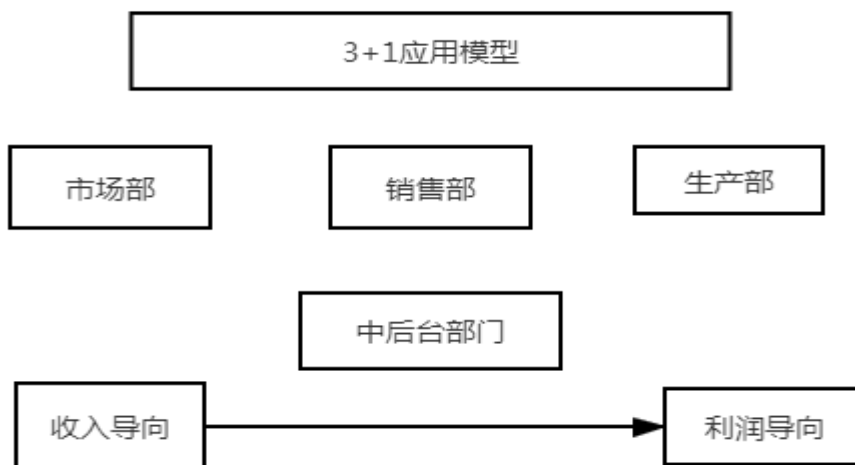
4.1.1、专业化组织分离，变革激励机制

绿标餐饮和红标零售独立营运，直营减亏和经销减费打通渠道。2019年初公司设立绿标事业部和红标事业部，分别管理餐饮板块和零售板块，均有独立开发、销售和推广的团队。试点一年后，绿标产品由汤圆、水饺等逐渐转向油条、蒸饺、火锅料、点心类，红标产品以速冻米面类产品为主，两条产品线差异化建设，分离度达80%。同时，“高费用直营+低费用经销”覆盖各餐饮端销售场景，通过老品类提价，减少亏损产品走量，以及开发新品增强盈利能力，完善直营模式；改变“两高”，即高毛利高费用模式，提高经销商积极性，加固经销模式，至此直营经销基本对半分布，避免相互冲击。

4.1.2、改目标任务导向为损益结果导向

3+1模型，转变导向机制：“3”指市场、销售和和生产，其一市场部负责产品开发和产品定义，其二销售单位负责产品销售和推广，其三生产企业进行采购、生产链条的调整，每个组织都有独立的经营绩效测算模型；“1”指中后台，隶属职能部门，通过管控费用来提高效益。同时，根据不同部门、不同生产车间的业务属性来设计合适的绩效测算模型。此外，公司的考核机制也由以市占率和收入为导向，转变为以利润为导向，新的机制更能激发员工的能动性。新考核机制自2018年实施以来效果明显，公司2019年的净利润同比增长115.92%。整体而言，公司以业务成长、业务收益作为目标，从收入导向转为业绩导向，以损益结果指引发展方向。

图41：“3+1模型”改收入导向为利润导向



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2、餐饮渠道拓展放量，零售渠道提利减亏

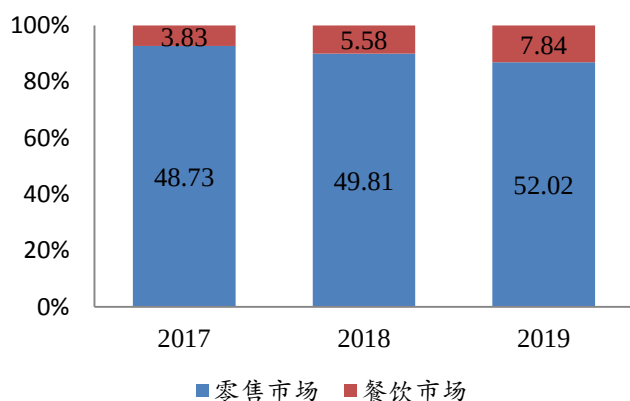
餐饮渠道着力于规模优势，“直营+经销”双驱动。公司餐饮市场2019年营收达7.84亿元，同增40.45%，毛利率达27.27%，同增2.78%，显著高于零售市场增速。2019年公司预收账款同比增加34%，收现比由2018年的109%增加至2019年的112%，主要系经销渠道结构占比提升，导致其议价能力提升。餐饮端将通品打

造为大单品,提升研发能力满足直营高端定制产品的需求,每年培育 1-2 个大品类,增强产品竞争力。且公司与传统红标产品共用生产供应链系统,具有开发 B 端市场的天然优势。餐饮渠道通过“直营+经销覆盖”的模式,构建服务于全国餐饮食材的经销服务网络。由于餐饮渠道较为分散,通过价格管控和范围划定来保护经销商利益,鼓励新经销商进入,激发餐饮端新活力。

零售渠道提价降费,减亏增收。我国速冻米面行业已进入成熟期,增速放缓,4 年收入 CAGR 为 4.87%,零售市场已经基本形成了三全、思念、湾仔码头等三强鼎立的格局,CR3 达 65%。公司未来需要通过差异化口味、包装等战略吸引消费者。公司零售端 2019 年实现营收 52.02 亿元,同增 4.43%,同时营业成本为 33.10 亿元,同减 5.08%,实现毛利率 36.36%。零售端实行产品淘汰机制,筛选优质单品,对于历史走量较差单品,进行压量销售减少亏损。同时,由于猪瘟事件影响,原材料成本同比上涨超过 2 亿元,适当提价来确保肉类产品质量以及改善利润率。自 2019 年初公司开始零售渠道结构调整,以“产品经理”为中心,以损益作为考核核心,通过产品结构调整和渠道结构调整(加大经销比例)促进收入和利润率回升。从 2019 年报可见,其销售费用率下降,其中市场费用下滑 5.9%,降费成效初显。

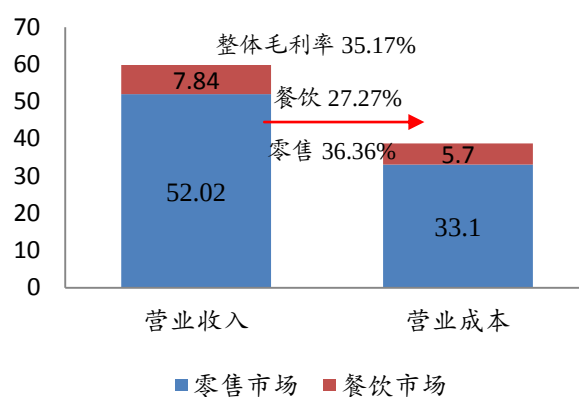
保持 C 端优势,加速 B 端发展,双轮驱动业绩增长。三全食品的传统零售市场通过优化产品结构,积极拓展销售渠道,直营转经销,降费提效显著提升净利率;餐饮市场则继续加大产品研发、扩大生产规模、深耕渠道,持续发力。零售市场提效降费,餐饮市场持续发力,共同带来了公司 2019 年净利率的提升。2020 年,三全食品将继续保持 C 端领域的优势,同时利用其现有的品牌影响力和渠道,积极推动具有较大成长空间的 B 端发展,通过 C 端+B 端双轮驱动企业发展。

图42: 2017-2019 公司餐饮渠道收入由 3.83 亿元增长至 7.84 亿元



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

图43: 2019 年公司餐饮渠道占比提升改善整体毛利率水平



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

5、盈利预测与估值

核心假设:

- (1) **汤圆:** 汤圆业务为公司三大核心业务之一, 2019 年业务增速大幅提升至 12.72%, 由于汤圆市场扩容有限, 我们预计未来增速将小幅放缓。预计公司汤圆业务 2020-2022 年收入增速为 8%/7%/6%。
- (2) **水饺:** 公司 2019 上半年受猪瘟影响, 水饺销售同比下降 17.59%, 由于公司积极应对, 全年下降仅 3.89%, 与 2018 年增速基本持平。随着高毛利率新品的上市, 预计未来三年水饺业务将恢复正常增长。预计公司水饺业务 2020-2022 年收入增速为 5%/5%/5%。
- (3) **粽子:** 2020 上半年受疫情影响, 公司产能向保障民生的面米制品倾斜, 预计粽子产品有一定程度的减产, 或将小幅推升盈利空间, 预计 2020 年粽子业务营收增速小幅上涨至 6%。但粽子作为节日食品, 行业扩容有限, 我们预计 2021-2022 年增速将小幅下滑。预计公司粽子业务 2020-2022 年收入增速为 6%/5%/4%。
- (4) **面点及其他:** 公司在餐饮渠道的扩张有利于推动面点业务放量, 看好面点业务维持较高增速水平, 预计公司面点及其他业务 2020-2022 年收入增速为 25%/20%/20%。

表4: 三全食品分业务收入预测明细

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汤圆	收入	1,544.31	1,587.23	1,789.18	1,932.31	2,067.58	2,191.63
	YOY	7.99%	2.78%	12.72%	8.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	40.95%	41.51%	41.27%	41.30%	42.50%	43.50%
水饺	收入	1,985.20	1,923.22	1,848.48	1,940.90	2,037.95	2,139.85
	YOY	8.65%	-3.12%	-3.89%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	34.65%	36.83%	34.57%	36.00%	37.20%	38.00%
粽子	收入	267.21	279.33	294.19	311.84	327.43	340.53
	YOY	-3.50%	4.54%	5.32%	6.00%	5.00%	4.00%
	毛利率	37.21%	41.52%	41.74%	43.00%	43.00%	43.00%
面点及其他	收入	1,448.40	1,735.74	2,041.72	2,552.15	3,062.58	3,675.10
	YOY	17.41%	19.84%	17.63%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	24.51%	27.28%	29.07%	28.00%	27.00%	26.30%
其他业务	收入	10.74	13.81	12.15	15.80	18.95	22.74
	YOY	-18.64%	28.58%	-12.02%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.42%	79.44%	96.54%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	5,255.86	5,539.33	5,985.72	6,753.00	7,514.49	8,369.85
	YOY	9.93%	5.39%	8.06%	12.82%	11.28%	11.38%
	毛利率	33.92%	35.52%	35.17%	34.92%	34.86%	34.62%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 67.53/75.14/83.70 亿元, 同比增长 12.8%/11.3%/11.4%; 归母净利润分别为 4.85/5.53/6.31 亿元, 同比增长 120.5%/13.9%/14.2%; 对应 EPS 分别为 0.61/0.69/0.79 元, 当前股价对应 2020-2022

年 PE 分别为 37.8、33.2 和 29.1 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价	市值（亿）	EPS（元）			PE(倍)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002216.SZ	三全食品	22.96	184	0.61	0.69	0.79	37.8	33.2	29.1
603345.SH	安井食品	117.98	279	1.80	2.48	3.15	63.89	46.39	36.59
002702.SZ	海欣食品	7.41	64.04	-	-	-	-	-	-
603536.SH	惠发食品	15.15	25.45	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，新时代证券研究所（可比公司估值为 Wind 一致预期，数据以 6 月 16 日收盘价为基准）

6、风险提示

餐饮渠道发展不及预期：公司餐饮业务占比超 10%，是未来三年收入增长的重点。目前公司餐饮业务仍处在开拓期，存在增长不及预期的风险。

原材料成本上涨风险：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。

食品安全风险：食品安全问题是食品企业的红线，若出现问题，将会降低消费者的信任度，影响消费者的购买意向。公司将进一步加强和完善全链条的质量管控体系，从生产、储存、运输和销售环节对产品品质和食品安全进行严格把控。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2466	3098	3694	4421	5270
现金	833	589	755	1377	1790
应收票据及应收账款合计	380	328	611	393	691
其他应收款	54	100	74	119	96
预付账款	25	21	31	27	38
存货	1012	1407	1523	1635	1785
其他流动资产	160	654	700	870	870
非流动资产	2144	2185	2303	2397	2502
长期投资	0	50	50	50	50
固定资产	1649	1676	1797	1899	2011
无形资产	211	217	207	197	188
其他非流动资产	284	243	249	251	253
资产总计	4610	5283	5997	6818	7772
流动负债	2340	2870	3148	3441	3794
短期借款	70	70	70	70	70
应付票据及应付账款合计	1239	1323	1602	1674	1959
其他流动负债	1030	1477	1476	1696	1764
非流动负债	208	184	184	184	184
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	208	184	184	184	184
负债合计	2547	3055	3332	3625	3978
少数股东权益	-0	-0	-1	-2	-4
股本	810	799	799	799	799
资本公积	286	225	225	225	225
留存收益	1008	1204	1581	2008	2495
归属母公司股东权益	2063	2229	2666	3195	3798
负债和股东权益	4610	5283	5997	6818	7772

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	489	391	373	840	648
净利润	101	219	484	551	629
折旧摊销	129	137	128	145	162
财务费用	-4	-11	-13	-25	-40
投资损失	-9	-1	-104	-20	-20
营运资金变动	183	3	-122	188	-83
其他经营现金流	89	44	0	0	0
投资活动现金流	-316	-557	-143	-219	-247
资本支出	387	227	118	94	105
长期投资	40	-349	-1	0	0
其他投资现金流	111	-680	-26	-125	-142
筹资活动现金流	-61	-65	-65	1	12
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	-10	0	0	0
资本公积增加	-7	-61	0	0	0
其他筹资现金流	-51	6	-65	1	12
现金净增加额	112	-231	166	622	413

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5539	5986	6753	7514	8370
营业成本	3572	3880	4395	4895	5472
营业税金及附加	60	49	66	73	81
营业费用	1583	1591	1661	1728	1858
管理费用	194	220	267	286	318
研发费用	19	47	25	38	46
财务费用	-4	-11	-13	-25	-40
资产减值损失	50	-33	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	55	85	95	90	65
投资净收益	9	1	104	20	20
营业利润	129	253	551	629	719
营业外收入	6	6	7	6	6
营业外支出	2	8	4	4	5
利润总额	133	251	554	631	720
所得税	32	32	70	80	91
净利润	101	219	484	551	629
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	102	220	485	553	631
EBITDA	241	374	667	748	839
EPS(元)	0.13	0.28	0.61	0.69	0.79

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.4	8.1	12.8	11.3	11.4
营业利润(%)	31.6	95.7	117.9	14.2	14.3
归属于母公司净利润(%)	41.5	115.9	120.5	13.9	14.2
获利能力					
毛利率(%)	35.5	35.2	34.9	34.9	34.6
净利率(%)	1.8	3.7	7.2	7.4	7.5
ROE(%)	4.9	9.8	18.2	17.3	16.6
ROIC(%)	6.0	14.6	28.3	33.6	33.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.3	57.8	55.6	53.2	51.2
净负债比率(%)	-28.3	-15.4	-20.2	-36.4	-41.5
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	13.6	16.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.9	3.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.28	0.61	0.69	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.41	0.47	1.05	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.79	3.34	4.00	4.75
估值比率					
P/E	180.1	83.4	37.8	33.2	29.1
P/B	8.9	8.2	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA	73.8	47.1	26.2	22.5	19.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>