

分析师: 刘冉

登记编码: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

公司销售增长的可持续性

——三全食品(002216)2020年业绩快报点评

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

市场数据(2021-01-12)

发布日期: 2021年01月14日

收盘价(元)	24.88
一年内最高/最低(元)	40.38/12.21
沪深300指数	5596.35
市净率(倍)	8.92
流通市值(亿元)	140.66

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	3.44
每股经营现金流(元)	1.20
毛利率(%)	36.73
净资产收益率-摊薄(%)	20.74
资产负债率(%)	51.58
总股本/流通股(万股)	79925.82/56534.01
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- **事件: 公司发布2020年业绩快报。**2020年, 公司实现归母净利润7.26至7.92亿元, 同比增长230%至260%。
- **2020年可能是公司的转折年份。**公司是一家传统的食品工业企业, 已经经历了二十余年的长足发展, 其工业和研发基础雄厚, 供应链管理能力强。公司曾经因速冻米面市场增长缓慢、产品老化等传统企业都会面临的问题而被资本市场低估。2020年, 由于特殊原因, 速冻米面市场面临着突如其来的一次发展机遇, 消费市场对于速冻食品的认知有了跨越式转变, 市场需求被激发。由此, 我们认为, 2020年可能是公司的一个转折年, 表现为: 管理层被注入新生代的活力和视角; 产品的消费场景步入多层次化, 从根本上扩容了市场, 并且提高了消费频次, 从而保证了公司收入增长的可持续性; 产品的升级在潜移默化的市场教育中兑现。公司未来的增长主要来自: 扩大其在存量市场的份额; 规模扩大后利润率的提升; 向速冻肉糜细分市场的拓展。
- **我们密切关注公司在“后疫情”时代的发展, 及速冻米面市场在“后疫情”时期的增长潜力。**2011至2017年, 全球速冻食品市场的年均复合增长率为4.2%, 2017年规模为1600亿美元, 合计人民币超过10000亿元。2005至2013年, 国内的速冻米面市场经历快速扩产的发展阶段, 产量口径的年均增长率高达25.98%; 2013年之后行业产出进入低增长阶段, 部分年份出现负增长, 产出口径的年均增长为2.84%。随着行业产出增长放缓, 市场格局逐步稳定下来: 截止2019年, 产量口径下公司的市场份额是20.74%。2020年, 由于疫情的原因, 速冻米面市场的增长有所提升, 1-6月的产量增速为5.8%, 较常态提升了3个百分点。我们认为, 随着疫情平复, 速冻米面市场的增长仍会修复至较低的常态水平, 而公司的销售增长将远高于行业平均, 其市份额有望持续而显著地加大, 未来公司的增长主要来自存量市场。

速冻米面市场的情况可与酱油市场对标: 2005至2011年期间, 生产口径下酱油市场的年均增长率是17.9%; 而2012至2019年期间, 酱油市场的年均增长率降至6.96%。截止2019年, 以销售收入为口径,

海天酱油在酱油市场的份额达到 25%。速冻米面和酱油两大市场的发展阶段类似，市场头部企业的销售增长情况也趋同：2011-2019 年期间，海天的销售收入年均增长 15.3%，三全增长 14.04%。不同的地方在于：三全在 2017、2018、2019 年的销售增长放缓，而海天的增长相当稳定。三全前一阶段的增长放缓可能源于产品结构的老化，而老品类的市场已经饱和。随着公司不断地开发新品以推陈出新，速冻米面业务的增速有望修复至双位数。

- **公司的利润率仍有长期的提升空间。**2020 年前三季度，公司的毛利率提高 4 个百分点，达到 36.73%；净利润率提高 8 个百分点，达到 10.96%。2020 年，公司的盈利水平大幅跃升有以下原因：一，由于市场供不应求，产能利用率高，规模效益促进了毛利率提升；二，由于市场供不应求，产品促销活动少，减少了销售费用。但是，同期，作为主要原料的猪肉，其价格处于历史高位，否则公司的当期毛利率将会更高。对于今年，我们需要判断上述推升盈利的要素可否持续。我们认为，公司的销售保持较高增长，从而规模效益日益突出，这一红利可以持续；叠加猪肉成本中期下行的因素，综合看毛利率仍有望提升。但是，公司的市场投入和促销力度将会较 2020 年加大，因而净利率将较 2020 年的高位略有回落。
- **公司正在向速冻肉糜市场拓展，这是一个快速增长的市场。**我们在二三线市场调研时发现，公司在地方商超渠道已经开始布局速冻肉糜新品类。速冻肉糜市场正在快速增长，目前的市场头部企业包括安井、桂冠等。参考安井的增长数据（2012 至 2019 年销售收入年均增长 20.07%），我们判断速冻肉糜市场的增长大致在 10-15% 区间（销售入口口径），目前属于快速增长的一个细分市场。公司的渠道基础扎实，新品类在全国铺货的效率应高于竞品，速冻肉糜品类的增长有望成为公司的新看点。
- **公司是估值相对较低的二线消费蓝筹，**速冻米面市场与酱油相比，二者的市场发展阶段类似，头部企业的市占率相当，品牌响亮度不分伯仲，产品消费频次也相类，但是公司的市值仅是海天味业市值的 2.25%（按照 2021 年 1 月 13 日收盘价）。因而，我们认为公司是被市场低估了的二线蓝筹标的。
- **投资建议** 我们预测公司 2020、2021、2022 年的 EPS 分别为 0.92 元、1.25 元、1.38 元，同比增 228.57 %、35.87%、10.4%，按照 1 月 14 日的收盘价 27.92 元，对应的市盈率分别为 30.35 倍、22.34 倍、20.23 倍，给予公司“买入”评级，6 个月内的目标价 33 元。

风险提示：市场销售增长低于预期。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5539.3	5985.7	11372.9	12851.3	14342.1
增长率	5.4%	8.1%	90.0%	13.0%	11.6%
净利润(百万元)	31.5	31.6	128.9	217.9	274.4
增长率	41.5%	115.9%	228.6%	35.9%	10.4%
每股收益(元)	0.13	0.28	0.92	1.25	1.38
市盈率(倍)	214.7	99.7	30.4	22.3	20.2

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5539.3	5985.7	11372.9	12851.3	14342.1	成长性					
减: 营业成本	3,571.7	3,880.3	7,187.7	8,044.9	8,920.8	营业收入增长率	5.4%	8.1%	90.0%	13.0%	11.6%
营业税费	59.6	49.0	91.0	102.8	114.7	营业利润增长率	31.6%	95.7%	238.7%	41.0%	13.4%
销售费用	1,582.5	1,591.5	2,502.0	3,084.3	3,513.8	净利润增长率	41.5%	115.9%	232.7%	36.0%	10.6%
管理费用	193.6	219.8	511.8	488.4	530.7	EBITDA 增长率	52.7%	90.2%	131.9%	34.5%	10.9%
财务费用						EBIT 增长率	173.6%	209.0%	195.9%	40.3%	12.2%
资产减值损失	-4.2	-11.2	-29.6	-47.4	-67.3	NOPLAT 增长率	53.5%	121.3%	232.9%	35.4%	9.5%
加: 公允价值变动收益	50.1	-33.3	10.0	16.0	20.0	投资资本增长率	-6.0%	3.9%	-91.0%	941.7%	-132.4%
投资和汇兑收益	-	-	-246.7	41.1	54.8	净资产增长率	2.9%	8.1%	25.3%	27.4%	23.9%
营业利润	8.7	1.0	3.0	4.0	5.0	利润率					
加: 营业外净收支	129.2	252.8	856.3	1,207.4	1,369.2	毛利率	35.5%	35.2%	36.8%	37.4%	37.8%
利润总额	3.8	-2.0	3.0	3.0	3.0	营业利润率	2.3%	4.2%	7.5%	9.4%	9.5%
减: 所得税	133.0	250.8	859.3	1,210.4	1,372.2	净利润率	1.8%	3.7%	6.4%	7.7%	7.7%
净利润	31.5	31.6	128.9	217.9	274.4	EBITDA/营业收入	4.0%	7.0%	8.5%	10.1%	10.0%
资产负债表	101.9	220.0	732.1	995.9	1101.3	EBIT/营业收入	1.6%	4.7%	7.3%	9.0%	9.1%
货币资金	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	运营效率					
交易性金融资产	833.0	589.0	2,557.5	2,228.6	4,567.1	固定资产周转天数	99	100	52	42	34
应收帐款	-	370.0	123.3	164.4	219.3	流动营业资本周转天数	-34	-38	-38	-32	-31
应收票据	368.9	427.4	583.5	701.6	892.0	流动资产周转天数	157	167	150	163	183
预付帐款	11.6	-	51.3	23.2	24.9	应收帐款周转天数	27	24	16	18	20
存货	25.4	20.7	107.4	11.3	120.9	存货周转天数	66	73	67	67	68
其他流动资产	1,012.2	1,407.0	2,849.6	1,944.2	3,442.6	总资产周转天数	292	297	215	213	224
可供出售金融资产	214.7	284.3	132.2	130.8	121.0	投资资本周转天数	80	73	21	18	10
持有至到期投资	0.0	-	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	9.9%	26.2%	27.9%	24.9%
投资性房地产	0.2	49.6	49.6	49.6	49.6	ROA	2.2%	4.1%	8.8%	14.4%	10.0%
固定资产	-	-	-	-	-	ROIC	7.5%	17.7%	56.8%	850.4%	89.4%
在建工程	1,648.8	1,675.5	1,580.6	1,438.1	1,288.3	费用率					
无形资产	154.1	94.3	16.3	-4.1	-7.2	销售费用率	28.6%	26.6%	22.0%	24.0%	24.5%
其他非流动资产	211.3	217.0	210.9	204.7	198.6	管理费用率	3.5%	3.7%	4.5%	3.8%	3.7%
资产总额	129.4	148.4	16.1	16.1	16.1	财务费用率					
短期债务	4,609.7	5,283.2	8,278.2	6,908.4	10,932.8	三费/营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
应付帐款	70.0	70.1	-	-	-	偿债能力	32.0%	30.1%	26.2%	27.4%	27.7%
应付票据	1,156.0	1,528.0	3,730.9	2,034.4	4,329.1	资产负债率					
其他流动负债	83.3	40.0	125.0	88.4	153.2	负债权益比	55.3%	57.8%	66.3%	48.5%	59.7%
长期借款	1,030.4	1,232.2	1,629.6	1,227.4	2,041.7	流动比率	123.5%	137.1%	196.4%	94.2%	148.0%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.05	1.08	1.17	1.55	1.44
负债总额	207.6	184.2	-	-	-	利息保障倍数	0.62	0.59	0.65	0.97	0.91
少数股东权益	2,547.3	3,054.5	5,485.5	3,350.2	6,524.0	分红指标	-21.76	-24.94	-27.97	-24.49	-19.36
股本	-0.3	-0.1	-1.8	-5.2	-8.7	DPS (元)					
留存收益	809.7	799.3	799.3	799.3	799.3	分红比率	0.03	0.06	0.21	0.28	0.31
股东权益	1,294.6	1,429.5	1,995.2	2,764.1	3,618.3	股息收益率	23.8%	21.8%	22.7%	22.8%	22.4%
现金流量表	2,062.4	2,228.7	2,792.7	3,558.2	4,408.8	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (元)	0.13	0.28	0.92	1.25	1.38
加: 折旧和摊销	101.5	219.2	732.1	995.9	1,101.3	BVPS (元)	2.58	2.79	3.50	4.46	5.53
资产减值准备	128.6	137.0	139.1	139.1	139.1	PE (X)	214.7	99.7	30.4	22.3	20.2
公允价值变动损失	50.1	42.9	-	-	-	PB (X)	10.6	9.8	7.8	6.1	5.0
财务费用	-	-	-246.7	41.1	54.8	P/FCF	123.0	107.5	12.4	-380.9	8.3
投资收益	2.4	1.7	-29.6	-47.4	-67.3	P/S	3.9	3.7	1.9	1.7	1.5
少数股东损益	-8.7	-1.0	-3.0	-4.0	-5.0	EV/EBITDA	97.2	50.2	19.9	15.0	11.9
营运资金的变动	-0.4	-0.9	-1.7	-3.4	-3.5	CAGR (%)	235.5	71.1%	116.4%	113.8%	71.1%
经营活动产生现金流量	388.3	-153.4	1,078.9	-1,222.4	1,383.7	PEG	223.1	1.4	0.3	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	489.1	391.4	1,669.2	-101.1	2,603.1	ROIC/WACC	17.9	1.7	5.4	81.0	8.5
融资活动产生现金流量	-316.3	-557.4	536.3	-48.2	-84.6	REP	3.8	10.0	31.7	0.2	-5.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。