



日常消费 食品、饮料与烟草

2021-04-15

公司点评报告

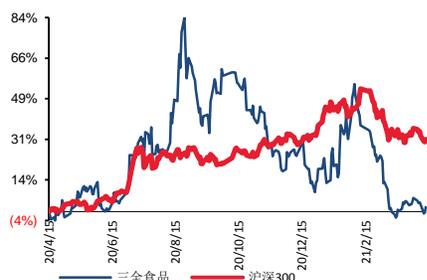
增持/维持

三全食品(002216)

昨收盘: 22.36

三全食品：改革效果显现，期待行业需求升级下的发展机遇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	799/565
总市值/流通(百万元)	17,871/12,641
12 个月最高/最低(元)	40.25/21.16

相关研究报告：

三全食品(002216)《三全食品：受益疫情利润大幅增长，看好公司中长期逻辑》--2020/04/05

三全食品(002216)《三全食品三季报点评：收入增速略有下降，盈利水平持续提升》--2017/10/25

三全食品(002216)《三全食品半年报点评：收入增长盈利提升，期待产品升级和市场转暖》--2017/08/25

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 69.26 亿元、7.68 亿元、5.71 亿元，同比+15.7%、+249%、+193.1%。Q4 营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 17.22 亿元、1.94 亿元、1.74 亿元，同比+9%、+91%、+61%。

深耕 C 端疫情期间持续受益，全年量价齐升。公司全年实现营收 69.26 亿元，按去年同口径，全年营收同比+19.22%，Q4 同比增长 8.79%，主要系春节较晚致经销商备货延后以及渠道调整。拆分量价，2020 年全年销售量 66 万吨，同增 14%，吨价 1.08 元/吨，同增 4%（同口径）。公司全年保持高增长，主要系 1) 疫情下速冻食品需求旺盛。2) 公司机制改革逐步见效。3) 产品结构、渠道结构调整，新品增速喜人。

主力产品两位数增长，涮烤类新品表现亮眼。分品类来看，公司传统面米/面点/速冻调制/冷藏短保业务分别实现营收 45.83/16.48/5.26/0.88 亿元，同比+16.6%/+4.1%/+61.9%/+4.9%。今年由于疫情原因，C 端速冻食品消费增多，公司向深耕 C 端，在传统速冻面米产品上有较强的品牌认可度，获两位数增长，此外公司去年推出涮烤类火锅料，增速亮眼。分行业来看，零售及创新市场/餐饮市场分别实现营收 59.85 亿元/9.4 亿元，同比+19.12%/+19.88%，净利率 8.4%/7.3%，同比+5.7/0.2pct。公司 2017 年以来加大餐饮市场开发，在疫情影响下全年餐饮渠道增速 20%左右，体现公司餐饮渠道情况良好，目前餐饮渠道占比 13.5%，期待后续贡献更多增量。分地区来看，南区和西区增速较快，约 20%左右，东区/北区同比增长 9%/12.7%。

净利率显著提升，主要系产品，渠道结构调整以及疫情期间费用投放减少贡献。公司全年实现归母净利润 7.68 亿元，同比+249%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为+541%/+301%/+325%/+91%），2020 年净利率 11.09%，同比提升 7.41 pct。同口径下，全年毛利率为 36.54%，同比+1.49pct，经销渠道毛利率 33.20%，同比+0.2pct。费用端，销售费用率（同口径）21.5%，同比-5.04pct。2020 年毛销差 15.5%，同比提升 6.9pct，主要系 1) 疫情期间公司在商超减少促销力度和费用投放。2) 公司进行产品优化，从生产线上砍去低毛利高费用的产品，减少费用投放，提高利润。3) 公司深化渠道改革，高净利率的经销渠道营收增长更快占比提升明显。2020 年管理费用率 4.08%，同比

执业资格证书编码：S1190517050002

-0.38pct。

布局三大消费场景，涮烤汇新品发力。新业务年公司加码布局新品，围绕三大消费场景（备餐、涮烤、早餐），瞄准大品类，利用渠道优势，针对性地进行产品设计和研发，扩大生产规模。公司于 2020 年 Q3 推出的新品，包括涮烤汇（一站式火锅料购买平台）以及传统丸类，上市后动销情况良好，部分产品出现缺货现象，新品有望成为公司新的增长引擎。我们预计 2021 年涮烤类火锅料继续保持高增长，带动公司毛利率提升。

全年新增千余家经销商，期待公司渠道下沉和餐饮渠道的发展。在传统渠道方面，公司通过渠道结构调整，向净利率高的经销渠道倾斜，2020 年公司直营、经销渠道分别增长 4%/22%，直营和经销渠道良好发展。在新渠道开发方面，电商渠道、2B 渠道和下沉市场均有较好的进展。2020 年公司在四个大区均增加经销商 300 家左右，全年共增加 1316 家经销商，同比增长 30%。随着疫情逐步好转，B 端餐饮业务收入逐渐恢复正常增长，公司将农贸市场划入 B 端餐饮渠道，未来有望成为 B 端新增长点。

展望 2021 年，2021 年春节较晚，导致经销商备货有部分延至 21 年 Q1，叠加 20 年一季度因疫情所致的低基数，公司有望在 21 年一季度取得较大增长。放眼全年，预计涮烤汇产品将持续发力，保持高增长。B 端餐饮逐步恢复，公司加大新渠道开发力度，餐饮端业务迎来增长有力。

盈利预测与评级：短期来看，疫情减退、新品发力、内部机制改革红利释放将推动公司加速增长。中长期来看，速冻行业景气度高，公司作为龙头企业，老品牌深入人心，产能、渠道优势明显，将持续享受行业红利。公司自 19 年开始推动内部机制改革，深化渠道结构与产品结构调整，经营效率显著提升，推动盈利能力提升。我们认为公司未来成长路径清晰，有望加强龙头地位，未来可期。预计 2021-2023 年收入增速 10%，14.3%，14%，利润增速 2%，15.2%，15%，维持增持评级。

风险提示

行业竞争加剧，食品安全问题，成本上升风险。

■ 主要财务指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6926.08	7618.69	8708.16	9918.59
yoy	15.71%	10.00%	14.30%	14%
净利润(百万元)	767.9	783.26	902.31	1037.66
yoy	249.01%	2.00%	15.20%	15.00%
摊薄每股收益(元)	0.96	0.98	1.13	1.30
PE	23	23	20	17
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。