

发力聚焦涮烤新场景，积极探索新品类供应链布局

三全食品 (002216.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

分析师

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

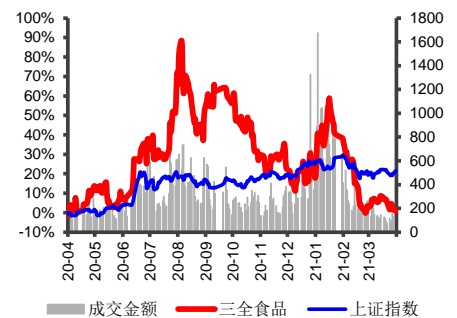
分析师登记编码: S0130511090001

市场数据

2021-04-16

A股收盘价(元)	21.81
A股一年内最高价(元)	34.91
A股一年内最低价(元)	20.96
上证指数	3,426.62
市盈率	22.70
总股本(百万股)	799.26
实际流通A股(百万股)	565.35
限售的流通A股(百万股)	233.91
流通A股市值(亿元)	123.30

相对上证表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **事件** 2020 全年公司实现营业总收入 69.26 亿元, 同比增长 15.71% (公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则, 营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化, 调整至去年同期口径下, 全年营业收入同比增长 19.22%); 实现归母净利润 7.68 亿元, 同比增长 249.01%, 扣非归母净利润 5.71 亿元, 同比增长 193.08%。
- **公司收入增速良好, 收入增速高于销量增速, 扣非净利润增幅 193%** 2020 全年公司实现销售量 660,255.54 吨, 同比增长 14.42%; 收入实际增长接近 20%; 净利润增速 390%, 扣非净利润增速 193.08%。四季度单季实际收入增速 9%, 低于全年增速, 主要由于农历春节相对靠后, 及渠道结构调整所致。
- **发力聚焦新场景, 涮烤业务收入大幅提升** 公司零售及创新市场实现营业收入 59.87 亿元, 同比增长 15.09%, 调整至去年同期口径下, 同比增长 19.12%; 随着我国餐饮业逐步回暖, 公司餐饮业务二季度后实现迅速恢复, 公司同时也加大了渠道建设与新产品的推广, 在巩固原有备餐场景的优势外, 也更加聚焦于涮烤及早餐等新场景的打造, 推动餐饮市场收入增速达 20%。
- **渠道拓展推动经销商数量增加, 线上销售同比增长超 200%** 2020 年末, 公司经销商数量为 5622 家, 相比 2019 年末增加 1316 家, 同比增长 30.56%; 其中东、西、南、北区分别增加 295、359、325、337 家。线上销售实现营业收入 2.96 亿元, 同比增长 204.55%, 全年毛利率调整至去年口径增加 6.54PCT。
- **投资建议** 预计公司 2021-2023 年度营业收入分别为 76.71、87.89、99.87 亿元, 同比增长 10.76、14.57、13.63%, 归母净利润 6.93、8.09、9.37 亿元, 同比增长-9.73、16.75、15.87%, 对应 2021-2023 年 EPS 为 0.87、1.01、1.17 元, 目前价格对应 PE 倍数为 25、22、19, “推荐”评级。
- **风险提示** 食品安全的风险; 下游需求疲软的风险; 新场景及新业务开拓不及预期的风险。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,926.08	7671.33	8789.04	9986.99
收入增长率%	15.71%	10.76%	14.57%	13.63%
净利润(百万元)	767.90	693.19	809.29	937.73
净利润增长率%	249.01%	-9.73%	16.75%	15.87%
EPS(元)	0.96	0.87	1.01	1.17
PE	23	25	22	19

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

目 录

一、事件.....	1
二、我们的观点.....	1
(一) Q4 单季实际收入增速 9%.....	1
(二) 发力聚焦新场景，涮烤业务收入大幅提升.....	1
(三) 渠道拓展推动经销商数量增加，线上销售同比增长超 200%.....	3
(四) 毛利率实际提升 1.49PCT，扣非净利率提升 5PCT 至 8.24%.....	4
三、投资建议.....	4
四、风险提示.....	5
五、附录.....	6

一、事件

三全食品发布 2020 年报。2020 全年公司实现营业总收入 69.26 亿元，同比增长 15.71%（公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则，营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化，调整至去年同期口径下，全年营业收入同比增长 19.22%）；实现归母净利润 7.68 亿元，同比增长 249.01%，扣非归母净利润 5.71 亿元，同比增长 193.08%。

二、我们的观点

（一）Q4 单季实际收入增速 9%

2020 年收入实际增长接近 20%，明显高于前几年增速水平，净利润增速 390%，扣非净利润增速 193.08%。

四季度单季实际收入增速 9%，低于全年增速，主要由于农历春节相对靠后，及渠道结构调整所致。从单季度数据来看，20Q1-4 公司营业收入分别为 22.17、15.13、14.75、17.22 亿元，体现增速分别为 16.14、33.48、26.26、-3.03%；但其中值得注意的是，公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则，营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化，调整至去年同期口径下，全年营业收入同比增长 19.22%（体现增速为 15.71%），其中第四季度营业收入若调整为去年同期口径，实际同比增长 8.79%，相较全年增速略低，主因为农历春节延后以及渠道结构调整，对第四季度收入造成一定影响。20Q1-4 公司归母净利润分别为 2.58、1.95、1.18、1.97 亿元，同比增速分别为 541.13、300.88、324.87、90.77%。

（二）发力聚焦新场景，涮烤业务收入大幅提升

2020 全年销售量 660,255.54 吨，同比增长 14.42%；其中速冻米面制品、速冻调制食品、冷藏及短保类、其他产品销售量 606,384.09、47,021.86、5,470.04、1,379.54 吨。目前公司供应链整体产能利用率约 83%，在建产能 18.5 万吨。

2020 全年，公司执行新会计准则，商超费用对冲了营业收入，实现主营收入 68.94 亿元，同比增长 15.41%；若调整至去年同期口径下，全年主营业务收入同比增长 18.92%，全年毛利率为 36.54%，实际同比增加 1.49PCT。

2020 全年，公司零售及创新市场实现营业收入 59.87 亿元，同比增长 15.09%，调整至去年同期口径下，同比增长 19.12%；餐饮市场上半年受突发疫情因素影响较大，收入略有下降，全年实现营业收入 9.40 亿元，同比增长 19.84%；归属于上市公司股东的扣非后净利润 5.71 亿元，同比增加 193.08%，其中，零售及创新市场实现净利润 5.02 亿元，同比增长 255.20%，餐饮市场实现净利润 0.68 亿元，同比增长 28.17%。

主营业务分产品来看，公司的速冻米面类（汤圆、水饺、粽子；点心及面点类）、速冻调制食品（涮烤等食品）、冷藏及短保类、其他类产品营业收入分别为 62.31、5.26、0.88、0.50 亿元，同比变动 12.98、61.90、4.92、-0.93%；毛利率为 31.09、28.13、12.28、3.71%，同比变

动-5.54、2.47、14.12、-28.67PCT。

表 1:公司 2020 年度主营业务经营情况 (单位: 亿元)

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比上年同期增减
分行业						
零售及创新市场	59.55	41.14	30.91%	14.74%	24.30%	-5.31%
餐饮市场	9.40	7.22	23.14%	19.84%	26.65%	-4.13%
分产品						
一、速冻面食制品	62.31	42.94	31.09%	12.98%	22.86%	-5.54%
汤圆、水饺、粽子	45.83	31.10	32.15%	16.56%	27.88%	-6.01%
点心及面点类	16.48	11.84	28.13%	4.09%	11.37%	-4.69%
二、速冻调制食品	5.26	4.17	20.64%	61.90%	57.01%	2.47%
涮烤等产品	5.26	4.17	20.64%	61.90%	57.01%	2.47%
三、冷藏及短保类	0.88	0.77	12.28%	0.05	-0.10	14.12%
四、其他	0.50	0.48	3.71%	-0.01	0.41	-28.67%
分地区						
东区	15.74	11.23	28.67%	9.18%	16.16%	-4.29%
南区	14.07	9.91	29.58%	23.20%	33.98%	-5.98%
西区	15.09	10.40	31.09%	19.97%	31.38%	-5.15%
北区	24.03	16.82	30.01%	12.76%	21.72%	-5.20%
合计	68.94	48.36	29.85%	15.41%	24.64%	-5.20%

注: 公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则, 营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化, 运费调整至营业成本, 商超费用对冲了营业收入, 调整至去年同期口径下, 全年主营业务收入同比增长 18.92%, 全年毛利率为 36.54%, 同比增长 1.49%。

资料来源: 公司定期财务报告, 中国银河证券研究院

2020 年, 公司零售市场、餐饮市场均实现收入两位数增长, 餐饮市场占整体收入比重稳步提升至 14%。2020 年, 公司应对疫情紧急部署、迅速反应。零售市场方面, 通过渠道结构调整和产品优化, 改善公司业务质量, 同时在传统产品基础上加大了新品类和新品种的研发与推广, 实现零售市场收入两位数提升。餐饮市场方面, 随着我国餐饮业逐步回暖, 公司餐饮业务二季度后实现迅速恢复, 公司同时也加大了渠道建设与新产品的推广, 在巩固原有备餐场景的优势外, 也更加聚焦于涮烤及早餐等新场景的打造, 推动餐饮市场收入增速达 20%。

加强鲜食业务深度合作, 致力成为鲜食供应链领军企业。2020 年, 公司加强业务创新, 其中鲜食业务不断探索新渠道, 开拓新品类, 发掘新机会, 供应链提前布局初见成效, 逐步与 7-ELEVEN、盒马等行业领先企业建立了深度合作关系, 并积极参与军民融合项目, 致力于成为鲜食供应链领军企业。

丰富家用速冻领域丰富产品线; 聚焦涮烤场景, 发力成长。公司拥有“三全”和“龙凤”两大知名品牌, 2020 年, 公司先后在家庭用速冻食品领域推出了聚焦早餐场景的薄皮馅饼、动物城卡通包、蒸煎饺、锅贴、烧麦等, 丰富了小笼包、手抓饼等系列的产品线; 聚焦涮烤场景, 结合渠道特性的锁鲜装、涮烤配菜、零售小包装、农贸高性价比大包装爆品等; 传统品类产品升级的高品质“黑金系列”水饺、私厨超级海鲜水饺、仙芋小汤圆、虾仁馄饨等多款新

产品；在餐食用业务市场推出酥脆升级油条系列、金鱼馄饨系列等预制速冻食品；在鲜食领域增加了便利店店内即食产品和军用野战食品。

公司主营业务中，速冻面米类收入占业务总占比 90%，涮烤类占比快速提升 2.19PCT 达 7.62%。目前，速冻面米制品仍为公司收入、毛利贡献第一业务，占 2020 全年主营业务收入、毛利比例分别为 90.38、94.12%，其中汤圆、水饺、粽子收入、毛利占总比可达 66.48、71.59%。得益于公司聚焦于涮烤等新场景打造，2020 年度涮烤业务收入增速达到 61.90%，大幅高于整体增速，毛利率比上年明显提升 2.47PCT，业务收入、毛利占总比为 7.62、5.27%，比上年同期提升 2.19、2.45PCT。

（三）渠道拓展推动经销商数量增加，线上销售同比增长超 200%

公司的销售渠道主要为线上销售及线下销售，其中线下销售主要分为经销商模式、大型商超系统直营模式及大客户定制模式。

在结算方式上，公司对经销商主要采取现款发货政策，根据产品销售的淡旺季特点，对部分经销商给予一定的授信额度。

2020 全年，公司经营模式下速冻面米类（汤圆、水饺、粽子；点心及面点类）、速冻调制食品（涮烤等食品）、其他类产品销售收入分别为 43.67、4.48、0.18 亿元，同比变动 18.97、60.36、-15.31%；毛利率为 30.78、18.48、22.43%，同比变动-3.67、3.96、-3.65%。

经销模式下，速冻面米类收入占业务总占比 90%，涮烤类占比快速提升 2.24PCT 达 9.28%。目前，速冻面米制品仍为公司收入、毛利贡献第一业务，占 2020 全年收入、毛利比例分别为 90.39、93.96%，其中汤圆、水饺、粽子收入、毛利占总比可达 67.89、73.98%。得益于公司聚焦于涮烤等新场景打造，2020 年度涮烤业务收入增速达到 60.36%，大幅高于整体增速，毛利率比上年明显提升 3.96PCT，为各项业务中唯一毛利正向提升品类，业务收入、毛利占总比为 9.28、5.79%，比上年同期提升 2.24、2.69PCT。与前对比可以看出，涮烤业务在经销模式下虽然毛利率、推广速度相对略低一点，但对毛利率增量贡献更大。

表 2:公司 2020 年度经销模式下主营业务经营情况 (单位: 亿元)

产品类型	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比上年同期增减
一、速冻面米制品	43.67	30.23	30.78%	18.97%	25.62%	-3.67%
汤圆、水饺、粽子	32.80	22.22	32.27%	22.02%	29.56%	-3.94%
点心及面点类	10.87	8.01	26.29%	10.62%	15.87%	-3.34%
二、速冻调制食品	4.48	3.66	18.48%	60.36%	52.94%	3.96%
涮烤等产品	4.48	3.66	18.48%	60.36%	52.94%	3.96%
三、冷藏及短保类	-	-	-	-	-	-
四、其他	0.16	0.12	22.43%	-15.31%	-11.13%	-3.65%
合计	48.32	34.01	29.61%	21.72%	27.89%	-3.39%

注：公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则，营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化，运费由销售费用调整至营业成本，调整至去年同期口径下，经销模式全年毛利率为 33.20%，同比增长 0.20%。

资料来源：公司定期财务报告，中国银河证券研究院

渠道拓展推动 2020 年末经销商数量同比增长 30.56%。2020 年末,公司经销商数量为 5622 家,相比 2019 年末增加 1316 家,其中东、西、南、北区分别增加 295、359、325、337 家。

公司在线上渠道采取直营加经销商授权的模式进行销售。公司的线上销售业务目前分为四个部分:一是传统的线上电商平台,例如京东、天猫;二是生鲜电商,例如每日优鲜、叮咚买菜;三是社区电商,例如兴盛优选、美团优选;四是基于卖场的到家业务,例如京东到家、淘鲜达等。

表 3:公司 2020 年度线上销售模式下经营情况(单位:亿元)

产品类型	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率比上年同期增减
线上销售	2.96	2.09	29.50%	204.55%	195.17%	2.24%

注:公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则,营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化,调整至去年同期口径下,线上销售全年毛利率同比增长 6.54%。

资料来源:公司定期财务报告,中国银河证券研究院

公司在线上主要依托天猫、京东、淘宝、每日优鲜、叮咚买菜等平台,销售“三全”及“龙凤”品牌,销售产品品种有速冻米面、速冻涮烤、常温食品等。

(四) 毛利率实际提升 1.49PCT, 扣非净利率提升 5PCT 至 8.24%

2020 毛利率实际提升 1.49PCT。2020 全年公司毛利率为 29.87%,表现出同比下降 5.31PCT;但由于公司自 2020 年 1 月 1 日开始执行新收入准则,营业收入、营业成本和费用的核算口径发生变化,运费调整至营业成本,商超费用对冲了营业收入,调整至去年同期口径下,全年主营业务收入同比增长 18.92%,全年毛利率为 36.54%,同比增长 1.49PCT。

表 4:公司 2020 年度费用调整变动(单位:亿元)

	2020 年	2019 年	同比增减	重大变动说明
销售费用	9.99	15.91	-37.23%	报告期依据新收入准则要求,运费调整至营业成本,商超费用对冲了营业收入将相关费用调至营业收入和营业成本所致。
管理费用	2.34	2.20	6.46%	
财务费用	-0.07	-0.11	41.68%	报告期利息支出增加所致。
研发费用	0.48	0.47	2.54%	

资料来源:公司定期财务报告,中国银河证券研究院

2020 全年公司净利润率提升 7.42PCT 至 11.08%,扣非净利润率提升 4.99PCT 至 8.24%。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年度营业收入分别为 76.71、87.89、99.87 亿元,同比增长 10.76、14.57、13.63%,归母净利润 6.93、8.09、9.37 亿元,同比增长-9.73、16.75、15.87%,对应 2021-2023 年 EPS 为 0.87、1.01、1.17 元,目前价格对应 PE 倍数为 25、22、19,“推荐”评级。

四、风险提示

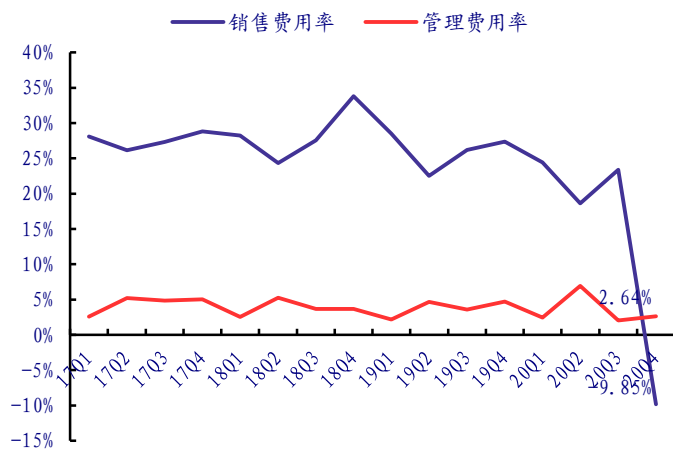
食品安全的风险；下游需求疲软的风险；新场景及新业务开拓不及预期的风险。

五、附录

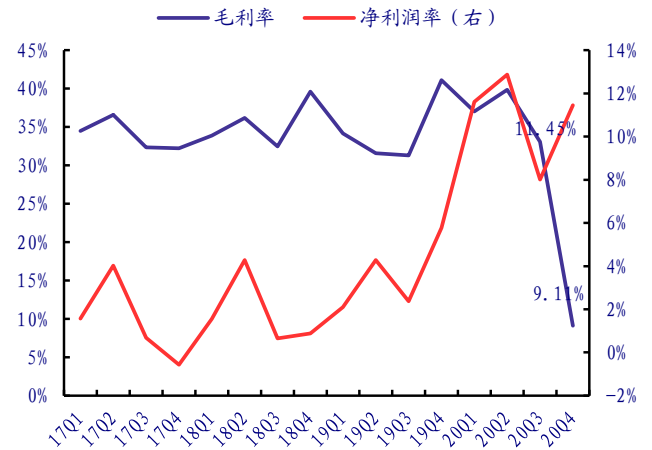
表 5:公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,539.32	5,985.72	6,926.08	7671.33	8789.04	9986.99
营业收入增长率	5.39%	8.06%	15.71%	10.76%	14.57%	13.63%
归属净利润（百万元）	101.90	220.02	767.90	693.19	809.29	937.73
净利润增长率	41.49%	115.91%	249.01%	-9.73%	16.75%	15.87%
EPS（元）（摊薄）	0.13	0.28	0.96	0.87	1.01	1.17
P/E	172	80	23	25	22	19

资料来源：公司定期财务报告，中国银河证券研究院（PE 对应 2021 年 3 月 31 收盘价）

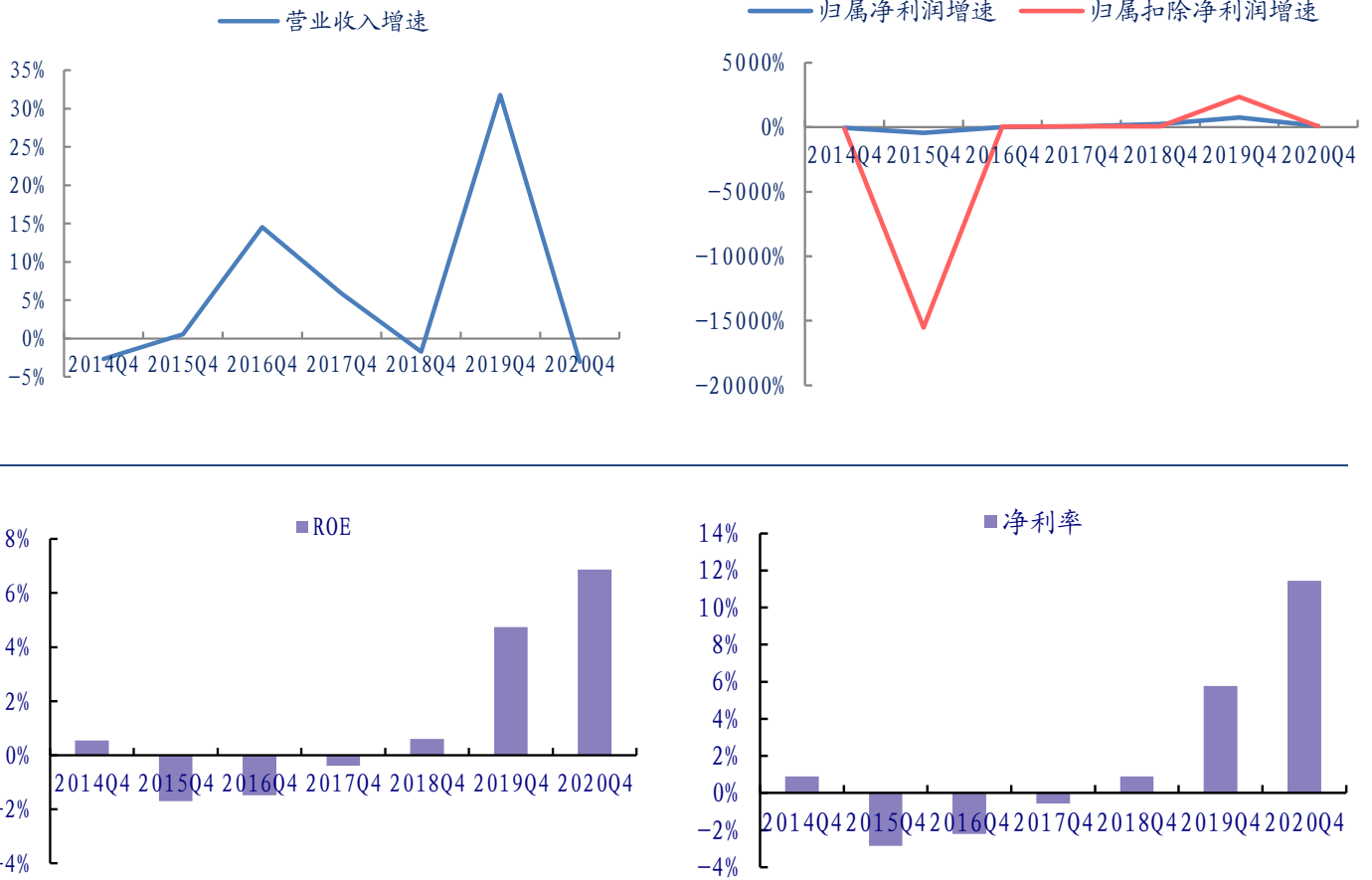
图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动


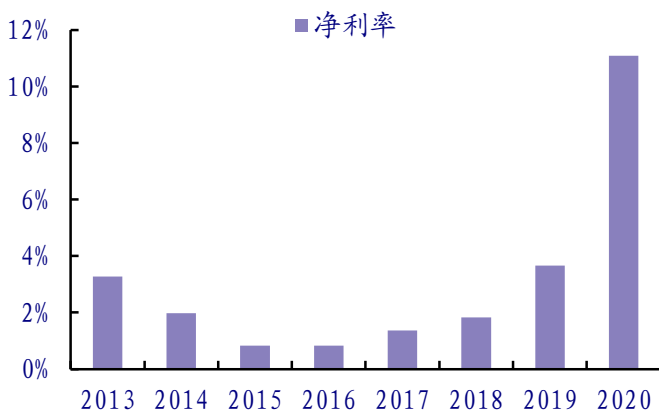
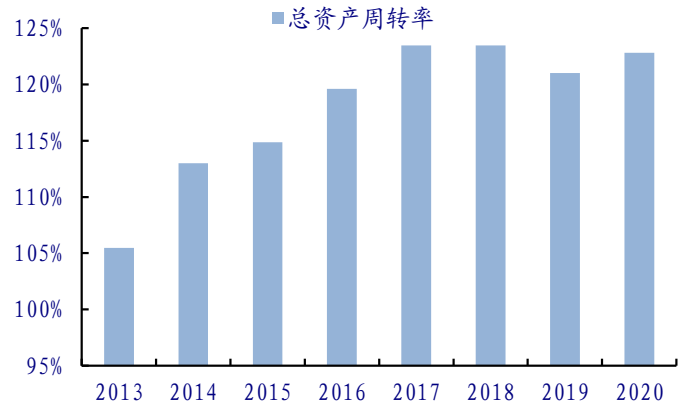
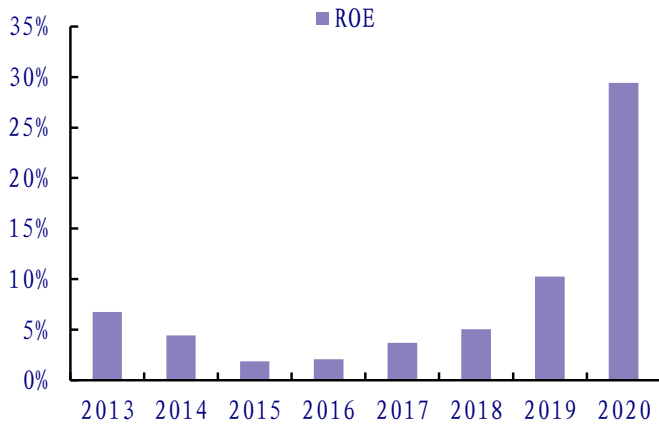
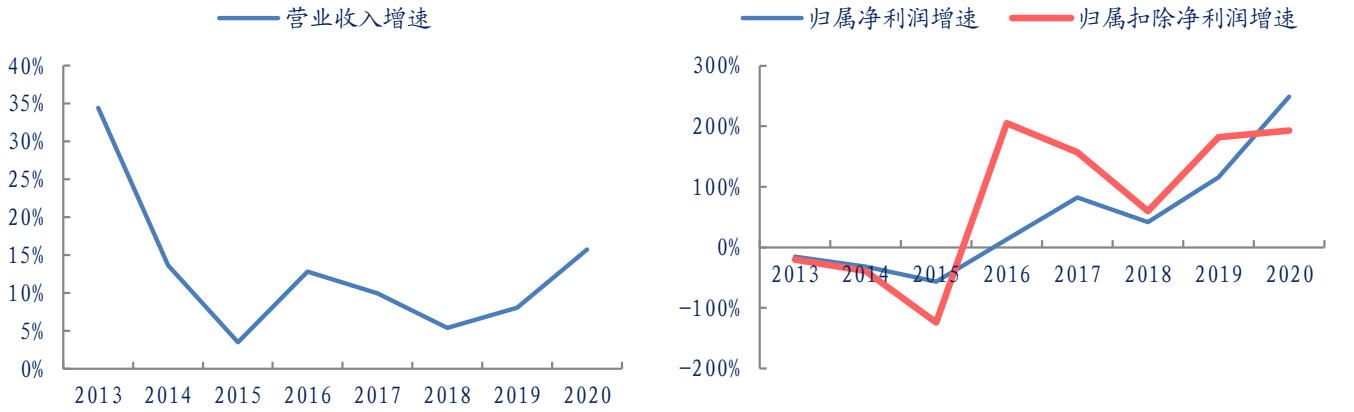
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (四季度单季)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn