

Q1 恢复稳健增长，静待场景拓展提升成长空间

三全食品(002216)

评级:	买入	股票代码:	002216
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	40.38/20.71
目标价格:		总市值(亿)	166.81
最新收盘价:	20.87	自由流通市值(亿)	117.99
		自由流通股数(百万)	565.35

事件概述

公司发布一季报，实现营收 23.31 亿元，同比+5.17%；归母净利润 1.76 亿元，同比-31.71%；扣非归母净利润 1.72 亿元，同比+10.36%。

分析判断：

▶ 高基数+疫情影响减弱，收入恢复稳健增长

公司一季度报表端实现营收 23.31 亿，按照新会计收入准则还原至去年同口径后，实现收入 24.06 亿元，同比+8.53%，恢复至稳健增长。

公司收入降至个位数，主因一方面去年基数较高，另一方面疫情好转后消费者对于速冻食品的消费热度有所降低。分品类来看，预计速冻米面制品中速冻汤圆因基数较低增长较快，水饺同比有小幅增长；以涮烤等产品为主的速冻调理制品，继续贡献收入增长，拓宽公司产品的消费场景。

▶ 毛利率下降+投资收益减少，利润端承压

公司 Q1 毛利率和净利率分别为 28.65%和 7.54%，分别同比-8.38 和-4.07pct，毛利率下降和投资收益减少是影响盈利水平的核心因素。公司毛利率下降较多主因会计准则调整，排除影响后预计公司毛利率同比口径下仍小幅下降，主因去年同期疫情期间产品结构更优。费用端来看，公司销售费用率还原至可比口径下同比下降 1.63pct，管理费用率微降 0.06pct，公司持续推进费用投放效率提升。同时，投资收益相较于去年同期减少 1 亿左右对利润亦有所影响，主因去年同期转让全生农牧股权收益较高。综合来看，去年同期较高的利润基数使得公司 Q1 归母净利润同比有所下降，但排除非主营业务影响后，扣非归母净利润同比+10.36%，并且 21Q1 净利率 7.54%相较于 19Q1 的 2.11%亦有大幅提升，整体经营效率明显提升，前期机制改善以及产品和渠道调整效用仍然较为明显。

▶ 高基数下利润短期增长压力加大，长期关注场景丰富后行业竞争力提升

公司 20 年已经实现了利润的恢复性增长，未来将进一步提升产品多样化和市场占有率，同时优化运营质量。20 年业绩高增也使得 21 年增长压力较大，但公司战略方向依旧清晰，经营仍然稳健，长期仍需重点关注聚焦三大场景后对于经营的带动和优化。

公司 20 年开始在巩固原有备餐场景的优势外，更加聚焦于涮烤及早餐等新场景的打造，未来公司将持续聚焦三大场景，围绕大场景寻找品类成长空间，加大新品研发、产品结构调整、渠道质量改善，提升业绩天花板，提高市场占有率和业绩水平；内部将继续优化管理，降低生产经营成本，提高运营效率，持续强化公司在速冻食品行业的领导地位。

投资建议

维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年营业收入分别同比+15.0%/+13.0%/+9.0%；实现归母净利润 7.73/8.77/10.10 亿元，分别同比+0.6%/+13.5%/+15.2%；实现每股收益 0.97/1.10/1.26 元，当前股价对应 PE 分别为 22/19/17 倍，维持买入评级。

风险提示

行业竞争加剧、涮烤汇推广不达预期、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,986	6,926	7,965	9,000	9,810
YoY (%)	8.1%	15.7%	15.0%	13.0%	9.0%
归母净利润(百万元)	220	768	773	877	1,010
YoY (%)	115.9%	249.0%	0.6%	13.5%	15.2%
毛利率 (%)	35.2%	29.9%	29.0%	29.1%	29.3%
每股收益 (元)	0.28	0.96	0.97	1.10	1.26
ROE	9.9%	25.7%	20.5%	18.9%	17.9%
市盈率	75.81	21.72	21.59	19.02	16.52

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,926	7,965	9,000	9,810	净利润	768	772	877	1,009
YoY (%)	15.7%	15.0%	13.0%	9.0%	折旧和摊销	145	50	50	50
营业成本	4,858	5,655	6,381	6,936	营运资金变动	392	-14	23	-100
营业税金及附加	58	64	72	78	经营活动现金流	1,267	720	856	852
销售费用	999	1,195	1,350	1,452	资本开支	-229	-126	-96	-96
管理费用	234	263	288	304	投资	-475	-240	-140	-140
财务费用	-7	-25	-21	-36	投资活动现金流	-680	-286	-164	-158
资产减值损失	-41	5	18	25	股权募资	0	0	0	0
投资收益	124	80	72	78	债务募资	500	0	0	0
营业利润	962	962	1,092	1,258	筹资活动现金流	-126	0	0	0
营业外收支	4	4	4	4	现金净流量	461	433	692	695
利润总额	966	966	1,096	1,262	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	198	193	219	252	成长能力				
净利润	768	772	877	1,009	营业收入增长率	15.7%	15.0%	13.0%	9.0%
归属于母公司净利润	768	773	877	1,010	净利润增长率	249.0%	0.6%	13.5%	15.2%
YoY (%)	249.0%	0.6%	13.5%	15.2%	盈利能力				
每股收益	0.96	0.97	1.10	1.26	毛利率	29.9%	29.0%	29.1%	29.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	11.1%	9.7%	9.7%	10.3%
货币资金	1,046	1,479	2,171	2,866	总资产收益率 ROA	12.8%	10.5%	10.2%	10.4%
预付款项	23	30	33	36	净资产收益率 ROE	25.7%	20.5%	18.9%	17.9%
存货	1,200	1,649	1,841	1,961	偿债能力				
其他流动资产	1,342	1,696	1,899	2,095	流动比率	1.33	1.46	1.63	1.85
流动资产合计	3,611	4,855	5,944	6,957	速动比率	0.88	0.96	1.12	1.32
长期股权投资	95	135	175	215	现金比率	0.38	0.45	0.60	0.76
固定资产	1,684	1,719	1,737	1,762	资产负债率	50.1%	48.9%	45.8%	41.7%
无形资产	213	213	213	213	经营效率				
非流动资产合计	2,385	2,510	2,617	2,732	总资产周转率	1.16	1.08	1.05	1.01
资产合计	5,996	7,364	8,561	9,689	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.96	0.97	1.10	1.26
应付账款及票据	1,184	1,648	1,811	1,940	每股净资产	3.75	4.71	5.81	7.07
其他流动负债	1,535	1,667	1,824	1,814	每股经营现金流	1.59	0.90	1.07	1.07
流动负债合计	2,720	3,315	3,636	3,754	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	284	284	284	284	PE	21.72	21.59	19.02	16.52
非流动负债合计	284	284	284	284	PB	6.93	4.75	3.85	3.16
负债合计	3,003	3,599	3,919	4,038					
股本	799	799	799	799					
少数股东权益	0	-1	-1	-1					
股东权益合计	2,993	3,765	4,642	5,651					
负债和股东权益合计	5,996	7,364	8,561	9,689					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。