

公司研究

业绩短期承压，后续有望改善

——三全食品（002216.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：三全食品 2021 年上半年实现营业收入 36.39 亿元，同比下降 2.44%（按照去年同期口径营收同比增长 0.3%），归母净利润 2.78 亿元，同比下降 38.55%。Q2 单季营收 13.08 亿元，同比下降 13.58%，归母净利润 1.02 亿元，同比下降 47.59%。

传统速冻产品收入承压，餐饮渠道增长亮眼。1) **分市场来看**，21H1 零售及创新市场营收 31.06 亿元，按照可比口径同比下滑 5%，收入占比达 85.36%，餐饮市场营收 5.33 亿元，同比增长 50.4%，收入占比 14.64%，餐饮市场增长显著，一方面因去年同期基数较低，另一方面公司继续加大渠道建设与新产品推广，餐饮市场保持良好增长态势。2) **分渠道来看**，21H1 经销/直销/直营电商收入 24.99/10.47/0.75 亿元，同比+2.15%/-15.17%/+96.91%，截至上半年末经销商数量 5631 个，相较 2020 年末净增加 9 个。3) **分产品来看**，21H1 速冻米面制品/速冻调制食品/冷藏及短保类/其他新产品收入为 32.17/2.43/0.57/1.06 亿元，同比-7.45%/+25.67%/+71.14%/+502.12%，销量同比-2.05%/+19.62%/+61.35%/+356.28%，速冻米面制品收入下滑，其中汤圆、水饺、粽子类收入 23.64 亿元，同比下降 11.46%，估计主要因去年同期基数较高，叠加 C 端渠道客流有所减少。点心及面点类收入 8.53 亿元，同比增长 5.82%，速冻调制食品以涮烤类为主，目前基数较低，呈现稳步发展态势。

毛利率短期承压，费用投放效率提升。1) 21H1 主营业务毛利率 32.82%（还原口径），同比下降 5.33pct，速冻米面制品毛利率下滑相对明显。2) 21H1 销售费用率 20.33%（还原口径），同比下降 2.37pct，主要系渠道结构优化。21H1/Q2 管理费用率 3.10%/4.39%，同比-1.15pct/-2.54pct，主要系人员经费下降所致（上半年人员经费同比减少 57.22%）。3) 综合来看 21H1/Q2 扣非净利率 6.98%/6.27%，同比下降 1.44pct/4.24pct。4) 21H1 经营活动现金流净额 0.53 亿元，同比下降 92.14%，主要因 2019 年猪肉涨价，公司大量囤肉提前支付货款，导致 2020 年上半年货款支出减少、基数较低，同时上半年汇算缴纳上年企业所得税同比增加较多。

盈利预测、估值与评级：考虑传统速冻米面产品增速放缓，涮烤类等新品放量及渠道改革仍需一定时间，下调 2021-23 年净利润预测至 6.07/6.97/7.99 亿元（较前次预测-10%/-11%/-11%），对应 EPS 分别为 0.69/0.79/0.91 元，当前股价对应 P/E 为 20/18/16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险，行业竞争加剧，原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,986	6,926	7,180	8,041	9,253
营业收入增长率	8.06%	15.71%	3.66%	11.99%	15.08%
净利润（百万元）	220	768	607	697	799
净利润增长率	115.91%	249.01%	-20.98%	14.81%	14.66%
EPS（元）	0.28	0.96	0.69	0.79	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.87%	25.65%	19.45%	18.85%	18.34%
P/E	51	15	20	18	16
P/B	5.1	3.8	4.0	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-30
注：2021 年 5 月因股本转增，总股本从 7.99 亿股增至 8.79 亿股

增持（维持）

当前价：14.12 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

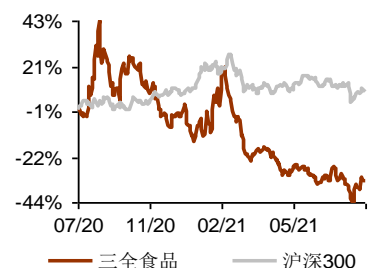
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.79
总市值(亿元):	124.14
一年最低/最高(元):	15.11/37.17
近 3 月换手率:	63.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.92	-10.28	-60.33
绝对	-11.36	-20.00	-55.13

资料来源：Wind

相关研报

Q1 表现平稳，期待新品与渠道后续发力——三全食品（002216.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-22）

净利率提升显著，继续看好新品类发力——三全食品（002216.SZ）2020 年报点评（2021-04-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,986	6,926	7,180	8,041	9,253
营业成本	3,880	4,858	5,054	5,671	6,558
折旧和摊销	137	145	186	201	219
税金及附加	49	58	61	68	79
销售费用	1,591	999	1,002	1,119	1,286
管理费用	220	234	239	265	296
研发费用	47	48	47	52	46
财务费用	-11	-7	-8	-13	-19
投资收益	1	124	0	0	0
营业利润	253	962	761	874	1,002
利润总额	251	966	764	877	1,005
所得税	32	198	157	180	206
净利润	219	768	607	697	799
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	768	607	697	799
EPS(按最新股本计)	0.28	0.96	0.69	0.79	0.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	391	1,267	42	940	1,070
净利润	220	768	607	697	799
折旧摊销	137	145	186	201	219
净营运资金增加	-94	-63	1,141	75	111
其他	128	418	-1,892	-33	-59
投资活动产生现金流	-557	-680	551	-325	-330
净资本支出	-216	-229	-270	-300	-330
长期投资变化	50	95	0	0	0
其他资产变化	-391	-546	821	-25	0
融资活动现金流	-65	-126	-372	-109	-120
股本变化	-10	0	80	0	0
债务净变化	30	-100	100	0	0
无息负债变化	477	49	-722	299	420
净现金流	-231	461	220	507	620

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.2%	29.9%	29.6%	29.5%	29.1%
EBITDA 率	7.6%	15.6%	13.6%	13.3%	13.0%
EBIT 率	5.3%	13.5%	11.0%	10.8%	10.7%
税前净利润率	4.2%	13.9%	10.6%	10.9%	10.9%
归母净利润率	3.7%	11.1%	8.5%	8.7%	8.6%
ROA	4.1%	12.8%	10.4%	10.4%	10.3%
ROE (摊薄)	9.9%	25.7%	19.5%	18.9%	18.3%
经营性 ROIC	13.5%	36.3%	19.3%	20.1%	21.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	50%	43%	42%	42%
流动比率	1.08	1.33	1.59	1.70	1.79
速动比率	0.59	0.89	1.01	1.13	1.22
归母权益/有息债务	22.23	-	31.20	36.95	43.54
有形资产/有息债务	49.50	-	55.97	64.76	75.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,283	5,996	5,812	6,686	7,766
货币资金	589	1,046	1,266	1,773	2,393
交易性金融资产	370	850	0	0	0
应收帐款	328	308	628	704	810
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	100	86	89	100	115
存货	1,407	1,200	1,249	1,404	1,628
其他流动资产	117	99	99	99	99
流动资产合计	3,098	3,611	3,416	4,167	5,135
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	50	95	95	95	95
固定资产	1,676	1,684	1,738	1,801	1,871
在建工程	94	133	140	150	162
无形资产	217	213	204	200	196
商誉	16	16	11	11	11
其他非流动资产	44	153	183	183	183
非流动资产合计	2,185	2,385	2,396	2,520	2,631
总负债	3,055	3,003	2,381	2,680	3,100
短期借款	70	0	0	0	0
应付账款	1,283	1,131	1,177	1,320	1,527
应付票据	40	54	56	62	72
预收账款	838	0	0	0	0
其他流动负债	0	97	123	212	337
流动负债合计	2,870	2,720	2,150	2,449	2,870
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	116	198	198	198	198
非流动负债合计	184	284	230	230	230
股东权益	2,229	2,993	3,119	3,695	4,354
股本	799	799	879	879	879
公积金	287	372	432	502	582
未分配利润	1,142	1,822	1,808	2,314	2,893
归属母公司权益	2,229	2,993	3,120	3,695	4,354
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	26.59%	14.42%	13.95%	13.92%	13.90%
管理费用率	3.67%	3.38%	3.33%	3.30%	3.20%
财务费用率	-0.19%	-0.09%	-0.11%	-0.16%	-0.21%
研发费用率	0.79%	0.70%	0.65%	0.65%	0.50%
所得税率	13%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.60	0.14	0.16	0.18
每股经营现金流	0.49	1.59	0.05	1.07	1.22
每股净资产	2.79	3.75	3.55	4.20	4.95
每股销售收入	7.49	8.67	8.17	9.15	10.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	51	15	20	18	16
PB	5.1	3.8	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.9	9.6	12.5	11.1	9.4
股息率	0.4%	4.2%	1.0%	1.1%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE