

2021年08月31日

证券研究报告·2021年半年报点评

三全食品(002216) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 14.48元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 涮烤汇增长良好, 餐饮端实现爆发

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年报, 实现营收36.4亿元, 同比下降2.4%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比下降100%。其中21Q2实现营收13.1亿元, 同比下降13.6%, 实现归母净利润1.02亿元, 同比下降47.7%, Q2低于市场预期。
- **涮烤汇增长良好, 餐饮端实现爆发。** 21H1速冻米面产品实现收入32.2亿元, 同比下降7.5%; 其中汤圆水饺类实现收入23.6亿元(-11.5%), 点心及面点实现收入8.5亿元(+5.8%)。传统面点类产品增速下滑主要受1)去年同期疫情影响下高基数; 2)二季度整体餐饮端需求疲软; 3)社区团购带来低价竞争问题及传统渠道客源流失等因素影响。得益于公司加大费用倾斜, 涮烤类产品表现良好, 实现收入2.4亿元, 同比增长25.7%; 公司持续加深与盒马、7-11等零售行业领军企业合作, 鲜食业务实现爆发, 同比大幅增长71.1%。公司加强渠道建设与新品推广, 餐饮渠道增长提速迅猛, 实现收入5.3亿元, 同比提升50.41%。公司积极建设线上渠道, 重点推进线上电商平台和分销商的开发和合作, 直营电商模式实现收入7.5亿元, 同比大幅增长96.6%。渠道持续精耕叠加BC双轮驱动战略实施, 公司业绩有望稳定增长。
- **原材料成本大幅上行, Q2业绩承压明显。** 21H1公司毛利率为26.8%, 同比下降11.3pp, 其中Q2毛利率28.7%, 同比下降8.4pp。成本端压力主要系1)包材等原材料价格上涨; 2)社区团购全面铺开, 低价位大容量产品占比增加; 3)会计准则变更致使运杂费调至营业成本。若调至去年同期口径, 则公司营收同比增长0.5%。费用率方面, 销售费用率16.2%, 同比大幅下降8.2pp, 剔除会计准则影响后销售费用率同比下降2.3pp, 主要由于公司不断优化渠道结构控制费用投放所致; 内部管理机制持续优化, 管理费用率同比下降0.1pp至2.4%。原材料成本承压明显, 致使21H1整体净利率下降4pp至7.6%。
- **产品升级助力零售重焕活力, 发力餐饮保障长期业绩增长。** 1)公司产品结构持续升级, 不断用新品和高端产品替代利润率低的米面老品, 同时利用强品牌力开拓火锅料零售业务, 未来1-3年有望迎来爆发式增长。2)公司于18年末独立餐饮业务部, 重点发力餐饮战略。从产品、人员、渠道等方面进行差异化管理和资源倾斜, 业务拓展良好; 与零售端共享研发和供应链优势, 公司餐饮端高净利率拉动整体利润率上行。3)速冻食品餐饮渠道仍以跑马圈地为主线, 竞争格局尚好, 预计公司餐饮业务未来3-5年仍有望保持30%以上增速, 成为公司业绩增长新引擎。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.75元、0.94元、1.14元, 对应动态PE分别为19倍、15倍、13倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 疫情出现反复风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6926.08	7162.21	8269.61	9458.33
增长率	15.71%	3.41%	15.46%	14.37%
归属母公司净利润(百万元)	767.90	661.48	822.52	1002.22
增长率	249.01%	-13.86%	24.35%	21.85%
每股收益EPS(元)	0.87	0.75	0.94	1.14
净资产收益率ROE	25.65%	19.10%	19.97%	20.39%
PE	17	19	15	13
PB	4.25	3.68	3.09	2.59

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
 执业证号: S1250513110001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 王书龙  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖  
 电话: 021-58351959  
 邮箱: xialj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.79
流通A股(亿股)	6.30
52周内股价区间(元)	13.86-36.46
总市值(亿元)	127.22
总资产(亿元)	58.29
每股净资产(元)	4.01

### 相关研究

1. 三全食品(002216): 零售优势巩固, 餐饮大有可为(2021-06-21)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6926.08	7162.21	8269.61	9458.33	净利润	767.69	661.30	822.29	1001.94
营业成本	4857.58	5049.15	5799.43	6628.61	折旧与摊销	145.25	139.40	150.67	163.43
营业税金及附加	57.89	60.88	70.29	80.40	财务费用	-6.53	-33.70	-41.19	-62.98
销售费用	998.92	1074.33	1182.55	1300.52	资产减值损失	-40.99	-30.00	-20.00	-20.00
管理费用	234.01	214.87	248.09	274.29	经营营运资本变动	365.05	-395.88	26.43	62.07
财务费用	-6.53	-33.70	-41.19	-62.98	其他	37.02	16.96	12.12	11.42
资产减值损失	-40.99	-30.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1267.49	358.08	950.31	1155.87
投资收益	123.81	9.00	9.00	9.00	资本支出	-56.28	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-0.30	-0.15	-0.18	-0.19	其他	-624.11	8.85	8.82	8.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-680.39	-291.15	-291.18	-291.19
<b>营业利润</b>	962.35	835.53	1039.26	1266.31	短期借款	-70.07	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.63	1.56	1.61	1.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	965.97	837.08	1040.88	1268.28	股权融资	44.53	0.00	0.00	0.00
所得税	198.29	175.79	218.58	266.34	支付股利	-47.93	-191.98	-165.37	-205.63
净利润	767.69	661.30	822.29	1001.94	其他	-52.28	32.80	41.19	62.98
少数股东损益	-0.21	-0.18	-0.23	-0.28	<b>筹资活动现金流净额</b>	-125.75	-159.17	-124.18	-142.65
归属母公司股东净利润	767.90	661.48	822.52	1002.22	<b>现金流量净额</b>	461.34	-92.24	534.96	722.04
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1045.98	953.74	1488.70	2210.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	416.80	516.70	566.59	635.30	销售收入增长率	15.71%	3.41%	15.46%	14.37%
存货	1199.91	1475.04	1679.07	1882.47	营业利润增长率	280.69%	-13.18%	24.38%	21.85%
其他流动资产	948.72	935.65	948.94	963.20	净利润增长率	250.30%	-13.86%	24.35%	21.85%
长期股权投资	94.56	94.56	94.56	94.56	EBITDA 增长率	190.80%	-14.52%	22.05%	18.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1817.06	1984.55	2140.77	2284.22	毛利率	29.87%	29.50%	29.87%	29.92%
无形资产和开发支出	229.02	222.26	215.50	208.73	三费率	17.71%	17.53%	16.80%	15.98%
其他非流动资产	244.19	244.06	243.94	243.81	净利率	11.08%	9.23%	9.94%	10.59%
<b>资产总计</b>	5996.24	6426.55	7378.06	8523.03	ROE	25.65%	19.10%	19.97%	20.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.80%	10.29%	11.15%	11.76%
应付和预收款项	1619.20	2314.09	2554.09	2842.43	ROIC	78.00%	60.90%	57.07%	64.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.90%	13.14%	13.89%	14.45%
其他负债	1384.08	651.06	705.65	765.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3003.28	2965.16	3259.74	3608.41	总资产周转率	1.23	1.15	1.20	1.19
股本	799.26	879.18	879.18	879.18	固定资产周转率	4.12	4.15	4.53	4.87
资本公积	269.72	189.79	189.79	189.79	应收账款周转率	21.80	20.36	20.13	20.96
留存收益	1923.41	2392.91	3050.07	3846.65	存货周转率	3.67	3.72	3.64	3.68
归属母公司股东权益	2993.28	3461.89	4119.04	4915.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.59%	—	—	—
少数股东权益	-0.31	-0.50	-0.73	-1.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2992.97	3461.39	4118.32	4914.63	资产负债率	50.09%	46.14%	44.18%	42.34%
负债和股东权益合计	5996.24	6426.55	7378.06	8523.03	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.33	1.45	1.57	1.71
					速动比率	0.89	0.90	1.01	1.15
					股利支付率	6.24%	29.02%	20.11%	20.52%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1101.07	941.23	1148.74	1366.76	每股收益	0.87	0.75	0.94	1.14
PE	16.58	19.25	15.48	12.70	每股净资产	3.40	3.94	4.68	5.59
PB	4.25	3.68	3.09	2.59	每股经营现金	1.44	0.41	1.08	1.31
PS	1.84	1.78	1.54	1.35	每股股利	0.05	0.22	0.19	0.23
EV/EBITDA	8.57	11.35	8.84	6.90					
股息率	0.38%	1.51%	1.30%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn