

公司研究

Q3 环比改善，渠道改革继续推进

——三全食品（002216.SZ）2021 年三季报点评

要点

事件：三全食品发布 2021 年三季报，公司前三季度实现营收 50.80 亿元，同比下滑 2.39%，按照去年同期口径同比增长 0.2%，归母净利润 3.86 亿元，同比下滑 32.42%，扣非归母净利润 3.09 亿元，同比下滑 22.02%。Q3 单季营收 14.41 亿元，同比下降 2.27%，按照可比口径同比基本持平，归母净利润 1.08 亿元，同比下降 8.98%，扣非归母净利润 0.56 亿元，同比下滑 32.76%。

Q3 收入环比改善，餐饮渠道维持稳健发展。受消费需求疲软、去年同期疫情下基数较高、C 端商超渠道客流有所下滑，公司 Q3 收入仍存在阶段性压力，但环比 Q2 明显改善（21Q2 营收同比下滑 13.58%）。估计 C 端零售渠道表现有所承压，B 端餐饮渠道在低基数、以及公司持续加大渠道建设与新品推广下，保持稳健增长态势。产品方面，公司涮烤类产品表现相对较好，新产品锁鲜装、牛肉丸等系列产品维持良好发展态势，并挖掘馅饼类等潜力产品，在传统产品基础上加大新品类与新品种的研发推广，继续拓宽消费场景。

毛利率短期承压，现金流增幅明显。1) 21Q3 销售毛利率 24.33%，同比下滑 8.71pct，主要因运输费用调整至营业成本影响。若还原至同期口径，前三季度毛利率 32.4%，同比下降 4.3pct，短期有所承压，估计与原材料价格上行有关。2) 21Q3 销售费用率 15.64%，同比下降 7.76pct，还原口径下前三季度销售费用率同比下降 1.9pct，主要因渠道结构优化。21Q3 毛销差同比下滑 0.95pct，存在小幅波动。管理及研发费用率 3.88%，同比提升 0.81pct。综合来看销售净利率 7.44%，同比小幅下滑 0.57pct。3) 21Q3 销售回款 17.04 亿元，同比下降约 5%，经营活动净现金流 3.72 亿元，同比增加 31.54%，主要因购买商品服务、支付员工现金等较去年同期有所减少。

渠道改革、产品调整稳步推进，后续有望逐步改善。公司未来将继续推进渠道改革与产品调整，涮烤类新品在继续铺设渠道的同时，会加大渠道下沉和渗透，产能亦进行调整布局。餐饮渠道发展态势良好，有望成为公司另一内生增长驱动，未来将进一步下沉渠道、拓展市场。在传统线下渠道受冲击背景下，公司积极推动改革，后续收入增长有望逐步改善。

盈利预测、估值与评级：考虑传统速冻米面产品增速放缓、线下渠道客流减少，新品放量及渠道改革效果仍需一定时间，下调 2021-23 年净利润预测至 5.30/6.08/7.01 亿元（较前次预测-13%/-13%/-12%），对应 EPS 分别为 0.60/0.69/0.80 元，当前股价对应 P/E 为 30/26/22 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	7,015	7,866	8,903
营业收入增长率	8.06%	15.71%	1.28%	12.13%	13.18%
净利润（百万元）	220	768	530	608	701
净利润增长率	115.91%	249.01%	-31.03%	14.89%	15.22%
EPS（元）	0.28	0.96	0.60	0.69	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.87%	25.65%	17.41%	17.16%	17.00%
P/E	65	19	30	26	22
P/B	6.4	4.8	5.2	4.4	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26
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：17.84 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

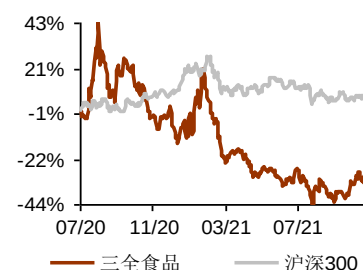
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.79
总市值(亿元):	156.85
一年最低/最高(元):	13.34/30.81
近 3 月换手率:	65.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.65	20.82	-48.71
绝对	7.41	25.28	-35.53

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-08-31）

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	7,015	7,866	8,903
营业成本	3,880	4,858	5,016	5,639	6,393
折旧和摊销	137	145	186	201	219
税金及附加	49	58	60	67	76
销售费用	1,591	999	979	1,095	1,237
管理费用	220	234	233	260	285
研发费用	47	48	46	51	45
财务费用	-11	-7	-8	-12	-17
投资收益	1	124	0	0	0
营业利润	253	962	663	763	879
利润总额	251	966	666	766	882
所得税	32	198	137	157	181
净利润	219	768	530	608	701
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	768	530	608	701
EPS(元)	0.28	0.96	0.60	0.69	0.80

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	391	1,267	-41	853	964
净利润	220	768	530	608	701
折旧摊销	137	145	186	201	219
净营运资金增加	-94	-63	1,123	74	95
其他	128	418	-1,880	-31	-51
投资活动产生现金流	-557	-680	570	-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	840	-25	0
融资活动现金流	-65	-126	-373	-94	-104
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	-755	299	359
净现金流	-231	461	156	434	530

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.2%	29.9%	28.5%	28.3%	28.2%
EBITDA 率	7.6%	15.6%	12.5%	12.2%	12.2%
EBIT 率	5.3%	13.5%	9.9%	9.6%	9.7%
税前净利润率	4.2%	13.9%	9.5%	9.7%	9.9%
归母净利润率	3.7%	11.1%	7.5%	7.7%	7.9%
ROA	4.1%	12.8%	9.3%	9.4%	9.4%
ROE (摊薄)	9.9%	25.7%	17.4%	17.2%	17.0%
经营性 ROIC	13.5%	36.3%	17.1%	17.7%	19.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58%	50%	44%	43%	42%
流动比率	1.08	1.33	1.57	1.66	1.74
速动比率	0.59	0.89	0.99	1.08	1.17
归母权益/有息债务	22.23	-	30.42	35.45	41.24
有形资产/有息债务	49.50	-	54.88	62.94	72.36

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	5,703	6,505	7,443
货币资金	589	1,046	1,202	1,636	2,165
交易性金融资产	370	850	0	0	0
应收账款	328	308	614	688	779
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	100	86	87	97	110
存货	1,407	1,200	1,240	1,396	1,586
其他流动资产	117	99	99	99	99
流动资产合计	3,098	3,611	3,326	4,004	4,830
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	164	164	164
非流动资产合计	2,185	2,385	2,377	2,501	2,612
总负债	3,055	3,003	2,348	2,647	3,006
短期借款	70	0	0	0	0
应付账款	1,283	1,131	1,168	1,313	1,488
应付票据	40	54	55	62	70
预收账款	838	0	0	0	0
其他流动负债	0	97	106	194	301
流动负债合计	2,870	2,720	2,118	2,417	2,775
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	3,042	3,545	4,124
股本	799	799	879	879	879
公积金	287	372	424	485	555
未分配利润	1,142	1,822	1,739	2,180	2,690
归属母公司权益	2,229	2,993	3,042	3,545	4,124
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%	13.96%	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%	-0.15%	-0.19%
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	0.12	0.14	0.16
每股经营现金流	0.49	1.59	-0.05	0.97	1.10
每股净资产	2.79	3.75	3.46	4.03	4.69
每股销售收入	7.49	8.67	7.98	8.95	10.13

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	65	19	30	26	22
PB	6.4	4.8	5.2	4.4	3.8
EV/EBITDA	31.4	12.3	17.7	15.9	13.7
股息率	0.3%	3.4%	0.7%	0.8%	0.9%

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的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所载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