

业绩短期承压，改革红利逐渐释放

——三全食品 2021 年三季度报点评

事件：公司发布三季度报，21Q3 营收 14.41 亿元/-2.3% yoy，归母净利润 1.08 亿元/-9.0% yoy，扣非归母净利润 0.56 亿元/-32.8%。

核心观点

- **高基数之下业绩短期承压。**公司 21Q3 营收 14.41 亿元/-2.3% yoy，可比口径下同持平，归母净利润 1.08 亿元/-9.0% yoy，扣非归母净利润 0.56 亿元/-32.8% yoy；前三季度营收 50.80 亿元/-2.4% yoy，可比口径下同同比增长 0.2%，归母净利润 3.86 亿元/-32.4% yoy。业绩承压主要由于去年疫情商超渠道高基数压力，同时促销力度加大拖累毛利率，导致利润下降幅度更大。
- **毛利率短期承压，销售费用优化，盈利能力仍较疫情前有明显改善。**公司今年执行新收入准则，还原至同口径下前三季度和 21Q3 毛利率为 32.4%/30.9%，同比下降 4.3/2.1pct，主要由于原材料价格上涨、折扣力度加大、以及低毛利低费用的餐饮渠道收入占比提升；可比口径下前三季度和 21Q3 销售费用率为 20.6%/22.6%，同比下降 1.9/0.8pct，主要受益于市场用较低的经销、餐饮渠道占比上升。21Q3 扣非净利率 3.9%/-1.7pct yoy，但仍高于 19Q3；前三季度净利率/扣非净利率分别为 7.6%/6.1%，分别同比下降 3.4/1.5pct，但仍显著高于 19Q1-3 的 2.8%/2.1%，改革红利显现。
- **品类创新和渠道改革持续推进。**产品方面，公司聚焦涮烤、早餐、备餐三大场景，今年先后推出薄皮馅饼、薄皮包子、小笼包等新品反馈良好，涮烤汇主打肉类产品形成差异化竞争；渠道方面，针对不同场景、渠道梳理细化经销商体系，餐饮业务发力小 B 端经销商和大客户开发。随着新大单品涌现和渠道改革深入，我们认为公司收入端和盈利能力均有望迎来持续改善。

财务预测与投资建议

- 由于去年疫情影响下 C 端速冻食品需求和商超客流高基数，以及公司仍在进行渠道调整，我们调整 21-23 年 EPS 预测为 0.64/0.74/0.86 元（按最新股本计算，调整前为 0.77/0.87/1.03 元）。根据可比公司估值法给予 21 年 34 倍估值，对应目标价 21.93 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 新品表现不及预期；渠道改革不及预期；食品安全事件；原材料涨价等

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,986	6,926	7,152	7,816	8,578
同比增长(%)	8.1%	15.7%	3.3%	9.3%	9.7%
营业利润(百万元)	253	962	688	795	915
同比增长(%)	95.7%	280.7%	-28.6%	15.6%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	220	768	567	655	754
同比增长(%)	115.9%	249.0%	-26.2%	15.5%	15.1%
每股收益(元)	0.25	0.87	0.64	0.74	0.86
毛利率(%)	35.2%	29.9%	27.4%	27.1%	27.3%
净利率(%)	3.7%	11.1%	7.9%	8.4%	8.8%
净资产收益率(%)	10.3%	29.4%	18.7%	20.3%	21.2%
市盈率	72.9	20.9	28.3	24.5	21.3
市净率	7.2	5.4	5.2	4.7	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	18.24 元
目标价格	21.93 元
52周最高价/最低价	30.81/13.34 元
总股本/流通 A 股(万股)	87,918/63,017
A 股市值(百万元)	16,036
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.35	12.04	31.22	-33.57
相对表现	7.84	7.43	30.61	-37.29
沪深 300	-1.49	4.61	0.61	3.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

联系人 zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

20 年盈利能力显著改善，21 年产品和渠道有望继续发力：——三全食品年报点评 2021-04-19
老牌速冻米面龙头，迎来变革红利期 2020-11-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

由于去年疫情影响下 C 端速冻食品需求和商超客流高基数,以及公司仍在进行渠道调整,我们调整 21-23 年 EPS 预测为 0.64/0.74/0.86 元(按最新股本计算,调整前为 0.77/0.87/1.03 元)。根据可比公司估值法给予 21 年 34 倍估值,对应目标价 21.93 元,维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2021/10/27	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E
广州酒家	19.99	0.82	0.95	1.17	1.36	24.4	21.0	17.1	14.7
安井食品	186.37	2.47	3.29	4.31	5.49	75.4	56.6	43.2	33.9
立高食品	138.46	1.37	1.78	2.21	3.01	101.0	77.9	62.5	46.0
巴比食品	32.79	0.71	1.29	1.06	1.23	46.3	25.4	30.9	26.7
元祖股份	17.17	1.25	1.38	1.53	1.69	13.7	12.4	11.2	10.2
调整后平均						34	30	25	

数据来源: wind, 东方证券研究所 注: 2021-2023 年数据为 wind 一致预期

风险提示

新品表现不及预期; 渠道改革不及预期; 食品安全事件; 原材料涨价等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	589	1,046	853	1,266	1,725	营业收入	5,986	6,926	7,152	7,816	8,578
应收票据、账款及款项融资	344	322	318	347	381	营业成本	3,880	4,858	5,196	5,698	6,233
预付账款	21	23	24	26	29	营业税金及附加	49	58	60	65	72
存货	1,407	1,200	1,633	1,791	1,959	营业费用	1,591	999	1,012	1,055	1,100
其他	737	1,020	1,023	1,031	1,041	管理费用及研发费用	267	282	294	319	344
流动资产合计	3,098	3,611	3,851	4,462	5,134	财务费用	(11)	(7)	(9)	(11)	(15)
长期股权投资	50	95	95	95	95	资产、信用减值损失	43	63	51	14	15
固定资产	1,676	1,684	1,645	1,535	1,425	公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	94	133	133	133	133	投资净收益	1	124	(10)	20	5
无形资产	217	213	207	200	194	其他	85	166	150	100	80
其他	148	260	260	260	260	营业利润	253	962	688	795	915
非流动资产合计	2,185	2,385	2,339	2,223	2,107	营业外收入	6	5	5	5	5
资产总计	5,283	5,996	6,190	6,684	7,241	营业外支出	8	1	1	1	1
短期借款	70	0	0	0	0	利润总额	251	966	691	799	919
应付票据及应付账款	1,323	1,184	1,267	1,389	1,520	所得税	32	198	124	144	165
其他	1,477	1,535	1,560	1,631	1,713	净利润	219	768	567	655	754
流动负债合计	2,870	2,720	2,826	3,020	3,233	少数股东损益	(1)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	220	768	567	655	754
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.87	0.64	0.74	0.86
其他	184	284	284	284	284						
非流动负债合计	184	284	284	284	284	主要财务比率					
负债合计	3,055	3,003	3,110	3,304	3,517		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	成长能力					
股本	799	799	879	879	879	营业收入	8.1%	15.7%	3.3%	9.3%	9.7%
资本公积	225	270	190	190	190	营业利润	95.7%	280.7%	-28.6%	15.6%	15.1%
留存收益	1,204	1,923	2,011	2,311	2,656	归属于母公司净利润	115.9%	249.0%	-26.2%	15.5%	15.1%
其他	0	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,229	2,993	3,080	3,380	3,724	毛利率	35.2%	29.9%	27.4%	27.1%	27.3%
负债和股东权益总计	5,283	5,996	6,190	6,684	7,241	净利率	3.7%	11.1%	7.9%	8.4%	8.8%
						ROE	10.3%	29.4%	18.7%	20.3%	21.2%
						ROIC	9.5%	28.5%	18.3%	19.9%	20.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	219	768	567	655	754	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	79	112	116	116	116	流动比率	1.08	1.33	1.36	1.48	1.59
财务费用	(11)	(7)	(9)	(11)	(15)	速动比率	0.58	0.88	0.73	0.83	0.93
投资损失	(1)	(124)	10	(20)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(10)	366	(446)	(18)	(16)	应收账款周转率	17.2	21.8	22.9	23.5	23.5
其它	116	152	51	14	15	存货周转率	3.2	3.7	3.5	3.1	3.1
经营活动现金流	391	1,267	288	737	849	总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(51)	(167)	(0)	(0)	0	每股指标(元)					
长期投资	(49)	(45)	0	0	0	每股收益	0.25	0.87	0.64	0.74	0.86
其他	(457)	(469)	(10)	20	5	每股经营现金流	0.49	1.59	0.33	0.84	0.97
投资活动现金流	(557)	(680)	(10)	20	5	每股净资产	2.54	3.40	3.50	3.84	4.24
债权融资	(0)	(30)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(30)	45	0	0	0	市盈率	72.9	20.9	28.3	24.5	21.3
其他	(35)	(140)	(470)	(344)	(394)	市净率	7.2	5.4	5.2	4.7	4.3
筹资活动现金流	(65)	(126)	(470)	(344)	(394)	EV/EBITDA	45.4	13.6	18.3	16.1	14.3
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	60.2	15.2	21.4	18.5	16.1
现金净增加额	(231)	461	(193)	413	459						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn