

三全食品

收入增速超预期，新品前期投入较大

业绩回顾

3Q 收入好于预期，业绩符合预期

三全食品公布 1-9 月业绩：营业收入 34.9 亿元，同比增长 12.2%；归属母公司净利润 0.68 亿元，同比增长 1.6%，对应每股盈利 0.08 元。业绩增速位于预告区间之内，但若剔除去年 3Q 一笔 3,340 万元的一次性投资收益影响，净利润同比增速 102%。

发展趋势

3Q 单季收入增速 18%，份额显著提升。继 2Q 之后，3Q 单季收入继续保持 18% 的增长，远超行业增速，份额进一步提升，主要得益于公司高端化与品类扩张的产品战略。今年大力推广的高端新品儿童系列和炫彩汤圆的快速放量，预计 1-9 月儿童系列收入规模 1.1 亿元，炫彩汤圆收入规模 5,500 万元。此外，今年公司开始重视餐饮渠道的拓展，取得良好效果，预计 1-9 月同比增速 40% 以上。3Q 是公司内部业务年度的开始，3Q 的良好开局有利于奠定未来一年的快速增长。4Q 将进入传统旺季，我们预计收入端将能保持较好表现。随着行业第三湾仔码头份额的收缩，以及第二思念的价格战力度减弱，我们看好公司份额的进一步提升，保持收入持续超行业增长。

鲜食业务减亏明显，新品期初仍需投入。我们预计 1-9 月鲜食业务亏损不到 4,000 万元，全年有望减亏 2,000-3,000 万元。我们测算 1-9 月剔除鲜食影响，公司销售费用率同比有 1-2pct 下降。但因儿童、炫彩等新品仍在投入期，预计 4Q 将有较大广告卫视广告及赞助投入，销售费用率短期仍将维持高位。按照公司指引，16 全年剔除投资收益影响的业绩增速区间为 186%-216%，但对应 4Q 单季仍将亏损 2,600-3,700 万元，与旺季所需的销售费用投入需要有关。我们仍看好 17 年净利润率的进一步恢复。

盈利预测

我们将 2016、2017 年每股盈利预测分别从人民币 0.1 元与 0.19 元下调 45% 与 13% 至人民币 0.06 元与 0.16 元。因新品放量带动收入增速好于预期，上调 16/17 年收入预测 1.0%/2.1%，因新品期初费用投放高于预期，下调 16/17 年归母净利润预测 44.7%/13.0%

估值与建议

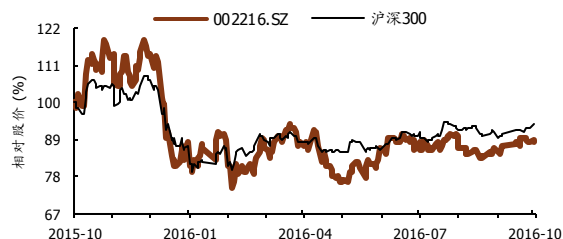
目前，公司股价对应 17 年 1.36 倍 P/S。我们维持推荐的评级和人民币 14.70 元的目标价，对应 17 年 2.3 倍 P/S，较目前股价有 63.52% 上行空间。

风险

竞争对手价格战加剧、新品不达预期、鲜食业务减亏低于预期。

维持推荐

股票代码	002216.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 8.99
目标价	人民币 14.70
52 周最高价/最低价	人民币 12.46~7.44
总市值(亿)	人民币 72
30 日日均成交额(百万)	人民币 32.86
发行股数(百万)	804
其中：自由流通股(%)	71
30 日日均成交量(百万股)	3.68
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	4,094	4,237	4,764	5,342
增速	13.6%	3.5%	12.4%	12.1%
归属母公司净利润	81	35	47	131
增速	-31.4%	-56.9%	33.8%	179.6%
每股净利润	0.10	0.04	0.06	0.16
每股净资产	2.31	2.34	2.38	2.53
每股股利	0.05	0.01	0.02	0.05
每股经营现金流	0.18	0.06	0.26	0.37
市盈率	89.3	207.1	154.8	55.4
市净率	3.9	3.8	3.8	3.6
EV/EBITDA	75.2	230.0	47.0	25.2
股息收益率	0.3%	0.1%	0.2%	0.5%
平均总资产收益率	2.3%	1.0%	1.2%	3.2%
平均净资产收益率	4.4%	1.9%	2.5%	6.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨，CFA

袁霏阳

分析师

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080002

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: BEE828

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	4,094	4,237	4,764	5,342	营业收入	13.6%	3.5%	12.4%	12.1%
营业成本	2,679	2,842	3,149	3,482	营业利润	-108.2%	N.M.	N.M.	N.M.
营业税金及附加	33	35	39	44	EBITDA	-52.1%	-67.3%	386.9%	83.1%
营业费用	1,200	1,258	1,378	1,487	净利润	-31.4%	-56.9%	33.8%	179.6%
管理费用	180	176	181	203	盈利能力				
财务费用	1	10	9	6	毛利率	34.6%	32.9%	33.9%	34.8%
其他	-15	-12	-5	-5	营业利润率	-0.2%	-1.3%	0.2%	2.2%
营业利润	-10	-55	7	119	EBITDA 利润率	2.2%	0.7%	3.1%	5.0%
营业外收支	48	95	60	59	净利率	2.0%	0.8%	1.0%	2.4%
利润总额	38	41	67	178	偿债能力				
所得税	-47	-35	16	44	流动比率	1.09	1.07	1.08	1.14
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	0.63	0.69	0.67	0.70
归属母公司净利润	81	35	47	131	现金比率	0.25	0.35	0.30	0.31
EBITDA	92	30	146	268	资产负债率	44.8%	47.8%	48.1%	47.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	390	604	542	573	回报率分析				
应收账款及票据	358	481	541	607	总资产收益率	2.3%	1.0%	1.2%	3.2%
预付款项	44	42	47	52	净资产收益率	4.4%	1.9%	2.5%	6.6%
存货	709	670	742	820	每股指标				
其他流动资产	170	71	71	71	每股净利润 (元)	0.10	0.04	0.06	0.16
流动资产合计	1,671	1,868	1,942	2,122	每股净资产 (元)	2.31	2.34	2.38	2.53
固定资产及在建工程	1,409	1,541	1,568	1,583	每股股利 (元)	0.05	0.01	0.02	0.05
无形资产及其他长期资产	287	292	285	277	每股经营现金流 (元)	0.18	0.06	0.26	0.37
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	3,477	3,840	3,934	4,122	市盈率	89.3	207.1	154.8	55.4
短期借款	70	280	180	80	市净率	3.9	3.8	3.8	3.6
应付账款及票据	1,188	1,202	1,328	1,464	EV/EBITDA	75.2	230.0	47.0	25.2
其他流动负债	273	257	289	324	股息收益率	0.3%	0.1%	0.2%	0.5%
流动负债合计	1,531	1,739	1,797	1,868					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	80	80	80					
负债合计	1,556	1,836	1,894	1,965					
股东权益合计	1,856	1,880	1,916	2,033					
少数股东权益	5	5	5	5					
负债及股东权益合计	3,417	3,721	3,815	4,003					
现金流量表									
净利润	81	35	47	131					
折旧和摊销	90	104	130	142					
营运资本变动	7	-80	21	22					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	143	52	207	301					
投资活动现金流入	114	390	0	0					
投资活动现金流出	146	137	137	137					
投资活动现金流	-368	-97	-150	-150					
股权融资	0	80	0	0					
银行借款	0	545	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-77	263	-119	-120					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-302	220	-63	31					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

三全食品股份有限公司是全国最大的速冻食品生产企业，主营业务为速冻汤圆、速冻水饺、速冻粽子以及速冻面点等速冻米面食品的生产和销售，产品目前已经达到近 400 个品种。公司目前在郑州、广州、成都、苏州等地建有生产基地，拥有遍布全国的销售网络，享有“国家免检产品”等荣誉称号。三全在国内市场的占有率连续多年位居行业第一。



图表 1：半年业绩回顾

(人民币百万元)	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	YoY	QoQ	1-3Q YoY	2016E	1-3Q as % of FY
收入	1,412.65	884.89	809.59	1,130.27	1,485.91	1,043.79	956.60	18.2%	-8.4%	12.2%	4,764	73.2%
毛利	472.11	325.35	253.61	344.37	502.69	386.09	311.52	22.8%	-19.3%	14.2%	1,615	74.3%
营业利润	32.23	27.96	-5.37	-109.46	16.04	36.63	2.90	-154.0%	-92.1%	1.4%	7	757.8%
净利润	26.51	35.07	5.55	-32.23	19.03	43.40	5.75	3.6%	-86.7%	1.6%	47	146.0%
全面摊薄每股收益 (元)	0.03	0.04	0.01	-0.04	0.02	0.05	0.01	3.6%	-86.7%	1.6%	0.06	146.0%
毛利率	33.4%	36.8%	31.3%	30.5%	33.8%	37.0%	32.6%	1.2ppt	-4.4ppt	0.6ppt	33.9%	
营业利润率	2.3%	3.2%	-0.7%	-9.7%	1.1%	3.5%	0.3%	1ppt	-3.2ppt	-0.2ppt	0.2%	
净利润率	1.9%	4.0%	0.7%	-2.9%	1.3%	4.2%	0.6%	-0.1ppt	-3.6ppt	-0.2ppt	1.0%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：主要财务指标对比

人民币百万元	2016.1-9	2015.1-9	YoY	3Q2016	3Q2015	YoY	1H2016	1H2015	YoY
营业总收入	3,486	3,107	12.2%	957	810	18.2%	2,530	2,298	10.1%
营业收入	3,486	3,107	12.2%	957	810	18.2%	2,530	2,298	10.1%
营业成本	2,286	2,056	11.2%	645	556	16.0%	1,641	1,500	9.4%
毛利率	34.4%	33.8%	0.6%	32.6%	31.3%	1.2%	35.1%	34.7%	0.4%
营业税金及附加	32	29	12.9%	8	7	10.0%	24	21	13.9%
营业税金率	0.9%	0.9%	0.0%	0.8%	0.9%	-0.1%	1.0%	0.9%	0.0%
销售费用	981	882	11.2%	258	248	3.8%	723	634	14.1%
销售费用率	28.1%	28.4%	-0.2%	27.0%	30.7%	-3.7%	28.6%	27.6%	1.0%
管理费用	121	114	6.0%	40	36	9.5%	81	78	4.4%
管理费用率	3.5%	3.7%	-0.2%	4.2%	4.5%	-0.3%	3.2%	3.4%	-0.2%
财务费用	5	1	303.7%	1	0	818.1%	4	1	239.0%
营业利润	56	55	1.4%	3	-5	-154.0%	53	60	-12.5%
营业利润率	1.6%	1.8%	-0.2%	0.3%	-0.7%	1.0%	2.1%	2.6%	-0.5%
营业外收入	34	22	50.7%	4	12	-69.9%	30	11	184.7%
营业外支出	2	3	-20.5%	1	1	8.7%	1	2	-42.3%
利润总额	87	74	17.1%	5	5	-1.7%	82	69	18.6%
所得税	19	7	163.1%	-1	0	77.3%	20	8	158.8%
所得税率	21.7%	9.6%	12.0%	-13.0%	-7.2%	-5.8%	23.8%	10.9%	12.9%
净利润	68	67	1.6%	6	6	3.6%	62	62	1.4%
净利润率	2.0%	2.2%	-0.2%	0.6%	0.7%	-0.1%	2.5%	2.7%	-0.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部预测

图表 3：盈利预测变动对比表

人民币百万元	2016E			2017E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	4,714	4,764	1.0%	5,234	5,342	2.1%
毛利率	33.9%	33.9%	0.0%	34.8%	34.8%	0.0%
销售费用	1,317	1,378	4.6%	1,431	1,487	3.9%
销售费用率	27.9%	28.9%	1.0%	27.3%	27.8%	0.5%
管理费用	175	181	3.8%	194	203	4.8%
管理费用率	3.7%	3.8%	0.1%	3.7%	3.8%	0.1%
营业利润	58	7	-87.3%	145	119	-17.9%
营业利润率	1.2%	0.2%	-1.1%	2.8%	2.2%	-0.5%
有效税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
归母净利润	84	47	-44.7%	150	131	-13.0%
净利润率	1.8%	1.0%	-0.8%	2.9%	2.4%	-0.4%
每股收益 (元)	0.10	0.06	-44.7%	0.19	0.16	-13.0%

资料来源：中金公司研究部预测

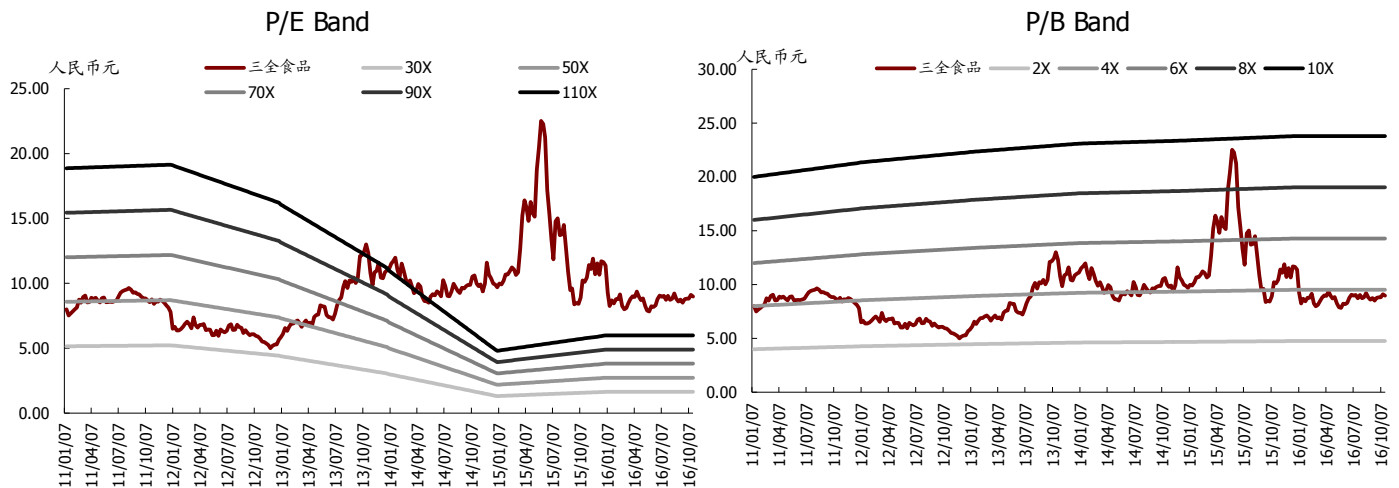


图表 4：可比公司估值表

	代码	当前股价 2016/10/25	市值 亿元	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
										2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
综合食品板块																		
承德露露	000848.SZ	11.46	112	24.2	22.3	20.7	6.7	6.2	5.8	27.6	27.9	27.9	3.4	3.6	3.9	15.3	13.7	12.6
三全食品	002216.SZ	8.99	72	207.1	154.8	55.4	1.9	1.9	1.8	0.9	1.2	3.2	0.1	0.2	0.5	360.4	74.6	41.1
洽洽食品	002557.SZ	17.30	88	24.1	22.0	19.8	3.1	2.9	2.8	12.8	13.3	13.9	2.9	3.0	3.3	16.9	16.4	15.0
克明面业	002661.SZ	17.26	58	53.7	46.7	37.8	2.9	2.8	2.6	5.4	6.0	7.0	0.7	0.7	0.7	26.5	21.7	17.2
涪陵榨菜	002507.SZ	13.79	73	46.1	33.6	30.9	5.3	4.8	4.3	11.4	14.1	13.8	5.7	3.0	3.2	34.5	23.2	20.6
好想你	002582.SZ	38.05	98	-3,034.5	147.9	89.8	7.1	3.0	3.0	-0.2	2.1	3.3	0.7	0.7	0.0	247.2	54.3	39.8
综合食品板块总体平均				-446.5	71.2	42.4	4.5	3.6	3.4	9.7	10.8	11.5	2.2	1.8	1.9	116.8	34.0	24.4

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5：历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来6~12个月，某个股的绝对收益在30%以上；绝对收益在20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来6~12个月某行业会跑赢大盘10%以上；“标配”，估测未来6~12个月某行业表现与大盘的关系在-10%与10%之间；“低配”，估测未来6~12个月某行业会跑输大盘10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

