

三全食品（002216）简要分析

一、基本情况

总市值（亿）	69	总股本（亿）	8.02
主营收入（19E）（亿）	60	净利润（19E）（亿）	1.5
EPS（19E）	0.20	净资产	2.57

二、主要观点

1、全国布局

全国唯一完成全国范围冷链布局的速冻食品上市公司。郑州总部辐射中南华北、天津基地辐射华北东北、太仓基地辐射华东、佛山基地辐射华南、成都基地辐射西南。收购龙凤品牌后，进一步巩固华东地区。这种全国性的布局，对于速冻食品企业而言，是最核心的竞争力，尤其对于未来将大规模开展业务市场来说。这也是市场最忽略的，而我们最看好的地方。

三全食品工厂布局情况（截至 2018 年底）

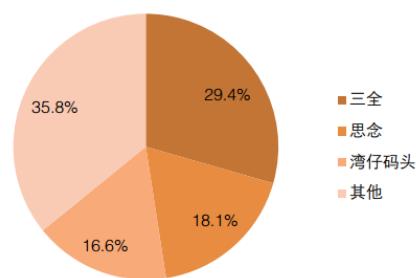


2、行业竞争胜出机会大

公司在速冻食品行业，长期占据绝对的龙头地位，市占率接近 30%。但目前速冻食品的渗透率仅 60%，人均消费 4KG，未来的空间应该是 90%和 20KG 以上。同时，三全的全国铺市率仅 34%。这意味着，三全未来在零售市场，仍将享受行业成长及渠道扩张的红利。

2014 年以来，大家狠狠地打了一场价格战，结果俱伤，现在大家基本安稳下来做好产品研发。三全每年的研发费用过亿，保持了产品的领先性。

三全作为中端品牌，往上可以拓展高端，往下可以覆盖低端。而主要竞争对手湾仔码头处于高端，市场空间扩张慢，难以往下拓展。思念多元化发展的背景，始终执行跟随策略。三全更能从行业竞争中胜出。



3、业务市场的巨大空间

相对零售市场，我们更看重的是巨大的业务市场。基于以下 4 个因素：1) 餐饮从业员工工资成本上升；2) 房租等运营成本大幅上升；3) 食品卫生及安全要求的提升；4) 快餐式消费习惯的改变。目前，我国的速冻食品业务市场占比低于 5%，全球和日本市场占比在 60%左右，一旦进入拐点，将会是爆发式地超预期增长。

如果说速冻食品的零售市场属于红海，那么业务市场绝对属于一片大蓝海，目前除了三全，根本没有能实现全国性布局的速冻食品企业。而业务市场讲求的是协同效应，因此，一旦业务市场爆发，三全将能充分享受其带来的巨大红利。

4、财务数据的改善潜力

三全的估值一直以来偏高，但实际上，它存在巨大的改善潜力。基于以下 4 个因素：1）现金流数据非常好，近 3 年都是净利润的 4 倍以上。说明目前的净利润远远未体现公司的实际盈利水平。

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
销售收到的现金/营业收入	1.09	1.09	1.15	1.03	1.04	1.04	1.06
经营净现金流量/净利润	4.82	4.87	8.53	1.49	1.77	1.36	2.22

2）资产质量好。短期借款 7000 万，长期借款 0，财务费用近 2 年都是负的，大量现金做理财，不缺钱。

3）账款议价能力强。应付账款 11 亿，预收款 6.2 亿，相对于只有 3.6 亿的应收款，反映公司对上下游的议价能力非常强。

4）roe 提升空间大。近年毛利率维持稳定，净利率在 14 年开始大幅下滑，主要为了市场竞争。近年开始逐步显著回升。

公司实际用了 20 亿的固定资产投入，每年收入 55 亿，净利润却只有 1 亿出头。这显示公司未来整个财务数据有很大的改善潜力。

5、市值提升空间

我们认为，三全食品应该用 PS 估值，目前只有 1.2 倍，远低于食品加工 6.7 倍。未来三全收入应该在百亿级，4 倍的 PS，相对于目前至少有 5 倍的上升空间。