

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年06月04日

市场数据

目前股价	6.68
总市值（亿元）	65.35
流通市值（亿元）	56.70
总股本（万股）	97,831
流通股本（万股）	84,882
12个月最高/最低	7.86/4.10

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

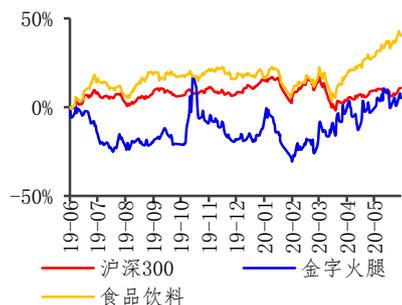
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<19年利润恢复性增长，植物肉具备先发优势>> 2020-04-24

<<进口冻肉存货优势凸显，提升业绩确定性>> 2020-04-20

<<调理肉、传统肉、植物肉三箭齐发，进口肉贡献利润弹性>> 2020-04-02

全面发力电商渠道，调理肉制品新品上架

——金字火腿（002515）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	426	282	767	1276	1824
(+/-%)	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
净利润	-8	34	180	320	464
(+/-%)	-107.8%	-497.9%	437.1%	77.7%	44.8%
摊薄 EPS	-0.01	0.03	0.18	0.33	0.47
PE	-775	195	36	20	14

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 京东旗舰店上架3款新品，均为调理肉制品，分别为“10度鲜”低温香肠、腊排、淡咸肉。产品具备两大特色：**1. 调理肉制品，方便易加工，满足家庭餐桌便捷的需要。2. 主打10摄氏度低温保鲜，模拟自然10摄氏度风干，打造“鲜”口感。
- 全面发力电商渠道，线上业务有望实现高速增长。**公司2019年线上销售额为7559.46万元，较上年同比增长44.24%。在现有线上渠道基础上，系统性做好网红直播、生鲜电商、内容电商、社交电商的开拓，有望打造立体化线上网络。
 - 覆盖面更广&适销对路。**公司将扩大与新零售平台的合作，建立覆盖面更广的新营销网络，同时根据不同产品的不同属性，与调性相适应的平台进行合作与分销。
 - 头部&腰部主播并行合作。**公司将通过与头部直播机构、平台的合作，树立品牌形象，提升知名度。通过挖掘有潜力的腰部直播，建立直播的网络，双线并行做好直播渠道。
 - 推出线上复购率较高的产品，增强消费粘度。**根据不同层次以及年龄消费层的需求，有望逐步描绘用户画像，将产品研发与新零售以及电商平台紧密结合，推出消费频次与复购率双高的产品。
- 未来增长看点：特色肉制品+调理肉制品+进口品牌肉有望高速增长，火腿稳步增长，植物肉蓝海具备先发优势。**
 - 特色肉制品。**香肠、腊肉、酱肉、咸肉等特色肉制品，生产周期短，消费频次高，提高了盈利水平。其中，以麻辣香肠为代表的是公司人气产品，产品特色鲜明，优势突出。
 - 调理肉制品。**搭载消费变迁的新趋势，迎接家庭消费新趋势。新品上架京东，产品方便快捷，有望放量。
 - 进口品牌肉。**进口国外高品质猪肉，进行精细化分割，搭载生鲜电商以及社区电商等平台，有望实现高品质品牌效应。
 - 植物肉。**在产品方面，定位清晰，有望推出更多适应国人口味的新产品。
- 具备成本优势，增厚利润弹性。**截止2020年4月22日，公司进口猪肉库存8887.55吨，在途10397.45吨，共计19285吨，为今明两年的生产都能

提供充足的原料保障。原料库存充足，国外采购渠道通畅，采购成本相对可控。

- **盈利预测与投资建议：**调理肉制品搭载家庭消费新趋势，有望放量。公司特色肉制品+调理肉制品+进口品牌肉有望高速增长，火腿稳步增长，植物肉蓝海具备先发优势，增长看点清晰。我们预计近几年将进入业绩快速发展期，预计公司 20-22 年营收分别为 7.7、12.8、18.2 亿元，净利润为 1.8、3.2、4.6 亿元，EPS 分别为 0.18、0.33、0.47 元，对应的 PE 分别为 36、20、14X。考虑到公司调理肉制品行业 and 人造肉行业发力迅速，叠加品牌肉以及猪肉价差利润优势。预计净利润增速快于可比公司，可享受一定的估值溢价，我们给予 20 年 PE 为 50 倍，对应的目标价为 9 元，对应市值为 90 亿元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦，猪肉采购价格波动较大，新品销售不及预期，渠道开拓速度放缓，资产减值损失，食品安全问题等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	426.42	281.54	766.63	1276.49	1823.90	成长性					
营业成本	246.96	158.81	434.97	724.97	1024.67	营业收入增长	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
销售费用	70.76	29.38	76.66	153.18	200.63	营业成本增长	16.6%	-35.7%	173.9%	66.7%	41.3%
管理费用	92.57	13.98	46.00	89.35	127.67	营业利润增长	-158.1%	137.8%	486.4%	80.0%	44.9%
研发费用	21.98	3.41	15.33	25.53	27.36	利润总额增长	-158.9%	-137.5%	485.7%	80.7%	44.8%
财务费用	-8.55	-3.00	35.83	21.89	33.37	净利润增长	-107.8%	-497.9%	437.1%	77.7%	44.8%
其他收益	9.26	7.91	10.00	11.00	11.00	盈利能力					
投资净收益	5.75	1.77	97.58	176.10	227.85	毛利率	42.1%	43.6%	43.3%	43.2%	43.8%
营业利润	-95.23	35.95	210.81	379.53	549.90	销售净利率	-22.7%	11.8%	23.8%	25.9%	26.2%
营业外收支	-0.74	0.03	-0.03	1.27	1.44	ROE	-7.0%	2.5%	12.6%	18.6%	21.2%
利润总额	-95.96	35.98	210.78	380.80	551.35	ROIC	-9.2%	2.6%	4.4%	6.3%	5.5%
所得税	0.80	2.81	28.03	50.65	73.33	营运效率					
少数股东损益	-88.33	-0.37	2.56	9.90	14.34	销售费用/营业	16.6%	10.4%	10.0%	12.0%	11.0%
净利润	-8.43	33.55	180.19	320.25	463.68	管理费用/营业	21.7%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业	5.2%	1.2%	2.0%	2.0%	1.5%
流动资产	1124.56	1035.91	4966.59	5793.98	9749.10	财务费用/营业	-2.0%	-1.1%	4.7%	1.7%	1.8%
货币资金	259.95	86.59	981.58	1634.40	2335.29	投资收益/营业	-6.0%	4.9%	46.3%	46.4%	41.4%
应收票据及应收账款	16.28	17.82	94.40	75.07	178.04	所得税/利润总	-0.8%	7.8%	13.3%	13.3%	13.3%
其他应收款	667.64	490.57	2663.23	2588.10	4915.17	应收账款周转率	10.99	16.52	13.75	15.13	14.44
存货	163.97	380.63	1111.01	1375.11	2138.75	存货周转率	1.42	0.58	0.58	0.58	0.58
非流动资产	370.14	405.18	1121.88	1830.35	2518.95	流动资产周转	0.36	0.26	0.26	0.24	0.23
固定资产	284.36	281.54	943.85	1527.53	2009.87	总资产周转率	0.22	0.19	0.20	0.19	0.18
资产总计	1494.70	1441.09	6088.46	7624.33	12268.05	偿债能力					
流动负债	55.24	67.21	4580.75	5786.46	9952.17	资产负债率	7.8%	8.8%	76.2%	76.7%	81.6%
短期借款	0.00	0.00	4462.58	5604.18	9698.86	流动比率	20.36	15.41	1.08	1.00	0.98
应付款项	14.98	37.97	22.14	80.61	82.41	速动比率	17.09	9.30	0.82	0.75	0.75
非流动负债	61.12	59.79	59.79	59.79	59.79	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	-0.01	0.03	0.18	0.33	0.47
负债合计	116.36	127.00	4640.54	5846.25	10011.96	每股净资产	1.41	1.34	1.48	1.80	2.28
股东权益	1378.34	1314.09	1447.92	1778.08	2256.09	每股经营现金流	-0.28	0.01	-2.88	0.16	-2.81
股本	978.31	978.31	978.31	978.31	978.31	每股经营现金	31.99	0.15	-15.64	0.50	-5.92
留存收益	297.70	331.25	380.75	349.84	392.22	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.37	2.92	12.83	27.17	PE	-775	195	36	20	14
负债和权益总计	1494.70	1441.09	6088.46	7624.33	12268.05	PEG	3.02	13.93	2.11	-0.08	0.10
现金流量表	(百万)					PB	4.74	4.97	4.52	3.70	2.93
经营活动现金流	-123.72	-129.22	-2817.37	158.78	-2746.99	EV/EBITDA	-98.69	120.01	34.63	21.41	19.44
其中营运资本减	-255.40	-42.74	-2984.73	-110.45	-3183.22	EV/SALES	14.86	23.01	13.11	8.26	7.65
投资活动现金流	-66.22	180.28	-665.47	-625.66	-613.44	EV/IC	4.40	4.72	1.68	1.42	1.16
其中资本支出	33.85	4.46	666.69	588.47	488.60	ROIC/WACC	-1.40	0.40	0.68	0.97	0.88
融资活动现金流	-107.77	-97.43	-84.75	-21.89	-33.37	REP	-3.15	11.76	2.49	1.46	1.32
净现金总变化	-297.58	-46.36	-3567.60	-488.77	-3393.80						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>