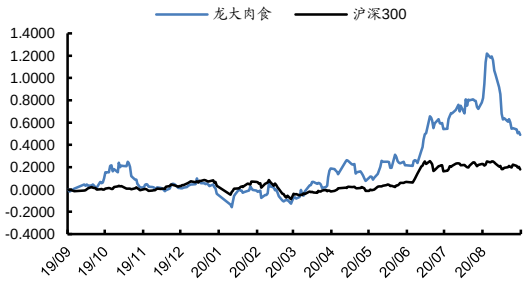
全力布局屠宰和肉制品业务，平抑猪周期持续正增长

——龙大肉食（002726）调研简报

研究所
证券分析师：余春生　S0350513090001
021-68591576　yucs@ghzq.com.cn
联系人　：赵宁宁　S0350120070040
021-61981322　zhaonn@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
龙大肉食	-16.3	22.3	45.7
沪深 300	-4.2	10.2	17.9

市场数据	2020-09-24
当前价格（元）	10.03
52 周价格区间（元）	5.27 - 15.40
总市值（百万）	10012.84
流通市值（百万）	9838.40
总股本（万股）	99828.90
流通股（万股）	98089.72
日均成交额（百万）	223.92
近一月换手（%）	72.48

相关报告

《龙大肉食（002726）中报点评：行业身处万亿市场，大股东有实力有动力》——2020-08-11

《龙大肉食（002726）中报业绩预告点评：全产业链逆周期扩张，打开各项业务成长空间》——2020-07-15

《龙大肉食（002726）调研报告：看好大股东战略格局和公司业务高盈利弹性》——2020-06-03

《龙大肉食（002726）动态点评：全产业链布局快速扩张的肉类龙头》——2020-04-19

投资要点：

■屠宰业务：后周期受益+规模扩大+深加工转型　公司屠宰业务受益生猪后周期，主要源于两方面：一是由于猪肉市场价格调整滞后于生猪价格，生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升；二是屠宰量增加，产能利用率提高，单位固定成本费用摊销降低和单位人工成本开支减少。

我国屠宰行业集中度很低，龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头，只占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%。而美国屠宰行业前三占比 60%以上的水平，因此，我国屠宰行业龙头企业仍然有很大的市场扩展和整合空间。龙大在历史上也是以屠宰业务为主，2021 年-2023 年，处于猪价下行周期，我们预计公司每年能以 40%-50%的增速实现屠宰量增加。而随着屠宰量过千万头，公司屠宰业务的规模效应也将得以突出，各项费用率降低，上游议价权增强，单头盈利也有望出现较大幅度的提高。

随着居民对生活品质的要求提高，不同收入水平以及不同生活习惯的居民对肉的细分结构需求不一样，导致肉类需求从白条肉向分割肉方向变化，分割肉已渐渐成为未来的发展趋势。而由于分割肉对工人的技术要求更高，所需工作量也更大，整体附加值也更高。公司未来在渠道方面将重点做好中高端餐饮和大型商超，提高分割肉的销售比例，实现从粗加工向深加工转型。尤其是根据终端的需求，在做好自身屠宰业务的同时，做好结构性产品贸易（如海底捞对猪脑、黄喉需求大，除了自身屠宰的量供给外，还从其他屠宰厂采购供应），以此进一步提高屠宰业务毛利率。

■　肉制品业务：战略高度重视，品类多元化+市场全国化+渠道多样化

目前我国肉制品产量仅占肉类总产量的 3.6%，年人均不足 2kg，而发达国家肉制品占肉类产量的 50%，相比较而言还存在很大的差距，未来仍然有很大的提升空间。

从品类来看，随着居民对食品健康化、休闲化的追求，高温肉制品发展相对成熟，但是随着 80 后、90 后成为上班族的主力，年轻人煮饭

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

烧菜意愿低，以及餐饮中央厨房化，具有佐餐属性的低温肉制品、调理肉制品、酱卤肉制品需求呈现快速增长趋势，发展空间广阔。

公司的肉制品主要分为三大类：低温肉制品，目前占比约 45%；调理肉（主要供应餐饮），目前占比约 40%；酱卤肉制品，主要面向 C 端，目前占比约 10%；高温肉制品，目前占比约 5%。与双汇、金锣以高温肉制品为主的产品战略相比，公司肉制品的重点是大力发展低温肉制品、调理肉制品和酱卤肉制品，以构成差异化竞争优势。

从市场布局来看，2019 年以前，公司 B 端业务已面向全国，而 C 端业务主要集中在山东市场。从 2020 年开始，C 端业务，开始陆陆续续走出山东，目前已在江苏、安徽、河南河北、东北等都有拓展和布局，全国化步伐正在加快推进。

从销售渠道来看，公司产品销售主要涉及餐饮、商超、龙大专卖店、便利店和食品企业五大渠道。未来餐饮和商超是重点，同时大力发展休闲肉制品和酱卤肉制品，重点拓展便利超市渠道。

我们认为，公司肉制品“多品类，全国化，全渠道”的布局，有望带来公司业绩的快速增长。

■ 盈利预测与评级

生猪后周期，虽然猪价下跌对公司养殖业务有一定的冲击，但公司的业务重点仍然是屠宰和肉制品，屠宰和肉制品业务是受益生猪价格下跌带来毛利率的提高，以及屠宰量增加单位固定成本费用摊销和单位人工成本开支减少，预计未来几年公司净利润仍能保持较好的正增长。从长期来看，公司全产业链布局，从养殖、屠宰、肉制品每项业务都实现较高增长，将从“一个龙大”到“若干个龙大”的发展变化。

预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.89/1.16/1.56 元，对应 PE 分别为 11.28/8.63/6.44 倍，鉴于公司发展较快，估值较低，维持“买入”评级。

■ 风险提示

公司屠宰业扩张不达预期；公司肉制品发展不达预期；公司养殖业扩张不达预期；猪价涨跌不符合预期；猪瘟控制不达预期；食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	16822	21350	26460	29540
增长率(%)	92%	27%	24%	12%
归母净利润（百万元）	241	888	1160	1554
增长率(%)	36%	269%	31%	34%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.89	1.16	1.56
ROE(%)	9.40%	24.55%	23.24%	22.74%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、屠宰业务：后周期受益+规模扩大+深加工转型

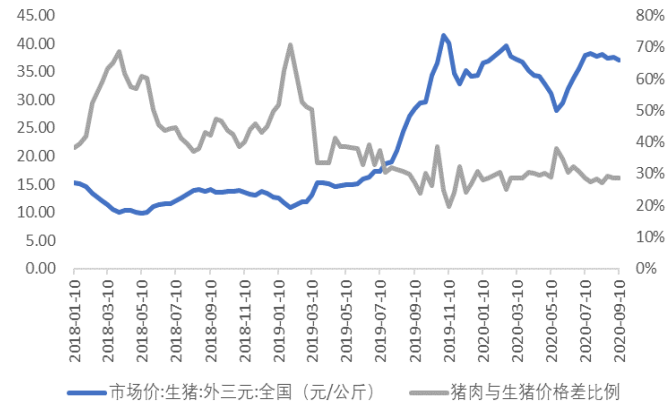
1.1、公司屠宰业务受益生猪后周期

公司屠宰业务受益生猪后周期，主要源于两方面：一是猪肉与生猪价差拉大，毛利率提高；二是屠宰量增加，产能利用率提高，单位固定成本费用摊销降低；

具体而言，由于猪肉市场价格变动灵敏度低于生猪市场，猪肉市场价格调整滞后于生猪价格。所以当生猪和猪肉价格上涨时，价差缩小，毛利率下降；生猪和猪肉价格下降时，价差扩大，毛利率提升。

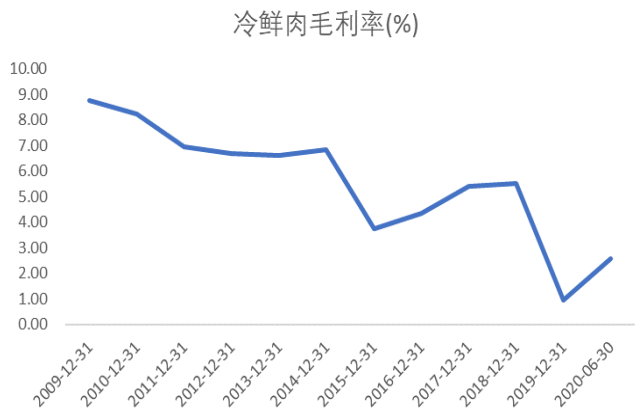
此外，在猪价下跌时，生猪供应一般较为充足，公司屠宰量扩大，公司产能利用率提高（屠宰量大时产能利用率可以达到标准值的 130%多，即 8 小时工作制可通过加班加点延长到 10-11 小时）。由此，带来单位固定成本费用摊销降低和单位人工成本开支减少，这也有利于毛利率较大幅度提升。

图 1：猪肉与生猪价格差的比例



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：公司屠宰业务历史毛利率情况



资料来源：wind，国海证券研究所

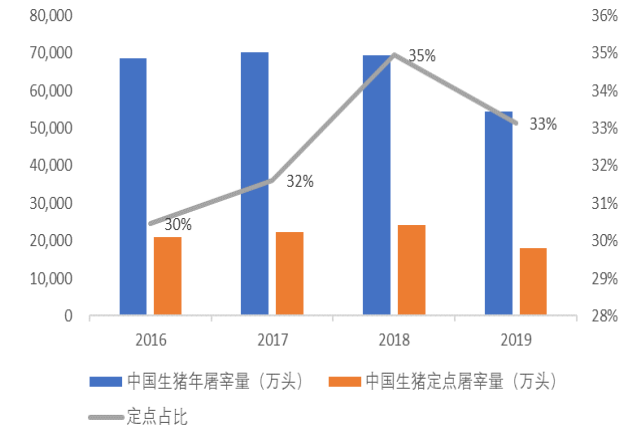
1.2、屠宰行业集中度低，公司屠宰业务规模快速扩大

从 2009 年到 2019 年的历史数据来看，我国生猪平均年出栏量约在 6.8 亿头左右。但我国屠宰行业集中度很低，龙头双汇发展 2019 年屠宰生猪 1320 万头，占 2019 年全国生猪屠宰量 54419 万头的 2.42%。其他行业内规模较大的上市公司，如雨润食品 2019 年生猪屠宰量 624 万头，行业占比仅为 1.14%。龙大肉食 2019 年生猪屠宰量 501.28 万头，行业占比不到 1%。我国规模以上生猪定点屠宰量占全国生猪总屠宰量比重虽然逐年提高，但到 2019 年，仍然只有 33%的水平。因此，相比较于美国屠宰行业前三占比 60%以上的水平，我国屠宰行业集中度仍然非常低，龙头企业仍然有很大的市场扩展和整合空间。

龙大肉食自从更换大股东为四川蓝润集团后，在各项业务上将更为积极进取。公司在历史上也是以屠宰业务为主，在屠宰行业具有丰富的经验和广泛的销售

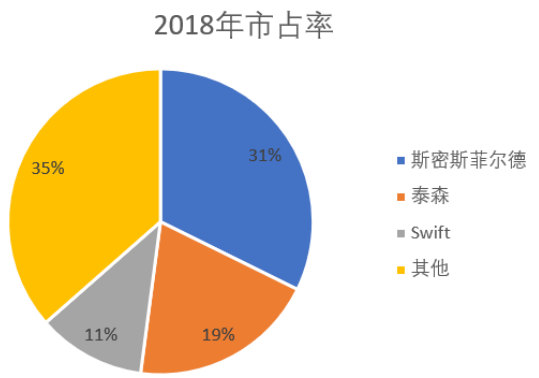
渠道，2021 年-2023 年，处于猪价下行周期，我们预计公司能以每年 40%-50%的增速实现屠宰量增加。而随着屠宰量过千万头，公司屠宰业务的规模效应也将得以突出，各项费用率降低，上游议价权增强，公司单头盈利也有望出现较大幅度的增加。

图 3：我国定点屠宰企业占比情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：美国生猪屠宰行业市占率情况



资料来源：智研咨询，国海证券研究所

1.3、从简单白条肉粗加工向分割肉深加工转型，毛利率较大幅度提升

历史上，屠宰业务基本上以白条肉销售为主，屠宰业务属于简单的粗加工，整体毛利率偏低。但随着居民对生活品质的要求提高，不同收入水平以及不同生活习惯的居民对肉的细分结构需求不一样，导致肉类需求从白条肉向分割肉方向变化，分割肉已渐渐成为未来的发展趋势。此外，部分餐饮和食品加工企业在打造产品特色方面也聚焦于某个结构品类，比如以烤猪蹄为特色的小吃店和以背脊肉做馅料的速冻饺子食品企业，都需要分割肉。而由于分割肉对工人的技术要求更高，所需工作量也更大，整体附加值也更高。

公司新的大股东蓝润集团入驻后，对屠宰业务的盈利能力要求更高。公司未来在渠道方面将重点做好中高端餐饮和大型商超，以提高分割肉的销售比例，实现从粗加工向深加工转型，以此提高盈利能力。尤其是根据终端的需求，在做好自身屠宰业务的同时，做好结构性产品贸易（如海底捞对猪脑、黄喉需求大，除了自身屠宰的量供给外，还从其他屠宰厂采购供应），以此进一步提高屠宰业务毛利率。

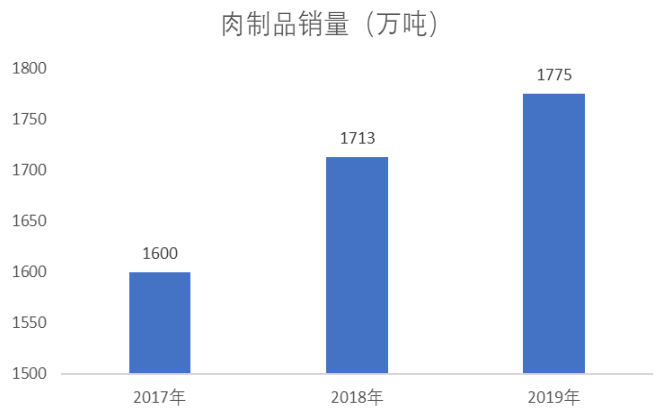
在公司屠宰业务从粗加工到深加工的转型过程中，我们预计公司屠宰业务的毛利率会逐渐提高，单头盈利水平也会逐渐提高。

2、肉制品业务：战略高度重视，品类多元化+市场全国化+渠道多样化

近几年，我国肉制品保持着稳定的增长。2017年全国肉制品产量突破1600万吨，2018年我国肉制品产量达1713万吨，同比增长约7%，2019年我国肉制品产量达1775万吨，同比增长约3.6%。而目前我国肉制品产量仅占肉类总产量的3.6%，年人均不足2kg，而发达国家肉制品占肉类产量的50%，相比较而言还存在很大的差距，未来仍然有很大的提升空间。

从品类来看，随着居民对食品健康化、休闲化的追求，高温肉制品发展相对成熟，但是低温肉制品、调理肉制品和中式酱卤肉制品、休闲肉制品均发展很快，尤其是面向餐饮和家庭餐桌消费的调理肉制品和中式酱卤肉制品发展空间广阔。随着80后、90后成为上班族的主力，年轻人煮饭烧菜意愿低，具有佐餐属性的调理肉制品、酱卤肉制品需求呈现快速增长趋势。尤其是随着冷鲜肉的发展，冷链系统的完善，调理肉制品和中式酱卤肉制品可采取与冷鲜肉相同的渠道进行销售，具体的终端形式如：橱窗店、经销商直营店、加盟店、商超店中店、现有生鲜品店单划熟食区等等，终端渠道与冷鲜肉的相同性，使得调理肉制品和酱卤肉制品得以快速发展成为现实的可能。而对餐饮业而言，随着人工成本和场地租金的大幅上升，迫切需要类似中央厨房的食品工厂提供半成品，如肉类企业提供如梅干菜扣肉、小酥肉等速冻调理肉制品，以提高运营效率，大幅降低运营成本。

图5：我国肉制品行业销量情况



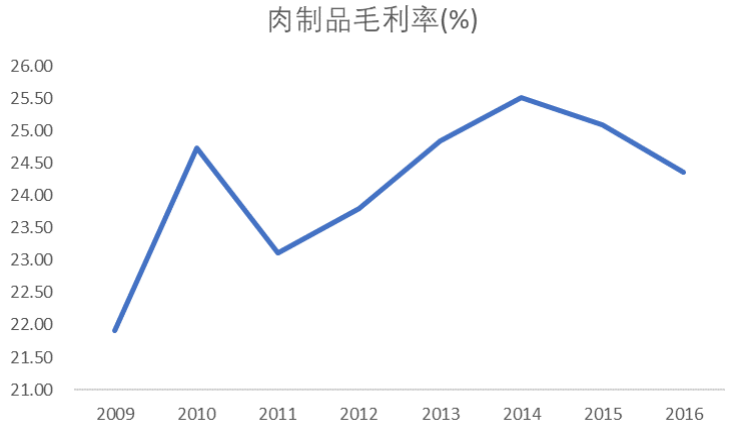
资料来源：中商产业研究院，中国产业信息网，国海证券研究所

公司的肉制品主要分为三大类：低温肉制品，目前占比约45%；调理肉（主要供应餐饮），目前占比约40%；酱卤肉制品，主要面向C端，目前占比约10%；高温肉制品，目前占比约5%。与双汇、金锣以高温肉制品为主的产品战略相比，公司肉制品的重点是大力发展低温肉制品、调理肉制品和酱卤肉制品，以构成差异化竞争优势。

从市场布局来看，2019年以前，公司B端业务已面向全国，而C端业务主要集

中在山东市场。从 2020 年开始，C 端业务，开始陆陆续续走出山东，目前已在江苏、安徽、河南河北、东北等都有拓展和布局，全国化步伐正在加快推进。

图 6：公司肉制品业务历史毛利率情况



资料来源：wind，国海证券研究所

从销售渠道来看，主要涉及餐饮、商超、龙大专卖店、便利店和食品企业五大渠道。未来餐饮和商超是重点，同时大力发展休闲肉制品和酱卤肉制品，重点拓展便利超市渠道。目前公司大的餐饮客户有 30 多家，面向餐饮的经销商 140-150 多个，面向 C 端的经销商 240-250 个，预计到今年年底面向 C 端的经销商能开发到 300 多家。

图 7：龙大主要肉制品产品图

资料来源：wind，国海证券研究所

肉制品相对于屠宰业务，是深加工程度更高毛利率更高的肉类业务，公司在战略上高度重视，预计公司未来肉制品业务保持每年 50%以上的收入增速是大概率事件。短期来看，肉制品终端价格调整滞后于生猪原料价格调整。因此，也受益生猪后周期。

3、公司分项业务盈利预测

表 1：公司分项业务盈利预测

业务模块	分项	2020 年	2021 年	2022 年	2023	2024	备注
养殖业务	出栏量（万头）	40	60	130	166	350	
	头猪标准体重(公斤/头)	110	110	110	110	110	
	市场价预测（元/公斤）	30	23	16	13	16	
	成本价	16	14	13	13	13	正常成本约 12 元/公斤，因防疫增加成本
	净利润（亿元）	6.2	5.9	4.3	0.0	11.6	
屠宰业务	数量（万头）	500	800	1200	1600	2000	
	头猪收入（元）	3430	2670	1920	1600	1920	头猪收入=头猪市场价*头猪标准体重+成本费用约 100 元+头均盈利
	收入（亿元）	172	214	230	256	384	
	头均盈利（元/头）	30	40	60	70	60	
	净利润（亿元）	1.5	3.2	7.2	11.2	12	
肉制品业务	收入（亿元）	12	16	25	40	55	
	正常净利率	10%	10%	10%	10%	10%	
	猪价下跌增加净利率	0%	1%	2%	3%	2%	
	规模扩大增加净利率	0	0	1%	1%	2.0%	
	合计净利率	10.0%	11.0%	13.0%	14.0%	14.0%	
	净利润（亿元）	1.2	1.76	3.25	5.6	7.70	
进出口业务	收入（亿元）	30	35	40	50	60	牛羊肉和国内外存价差的结构性肉类产品
	净利率	0%	2.0%	2.0%	2%	2%	
	净利润（亿元）	0.015	0.7	0.8	1	1.2	
净利润合计（不含养殖）		1.38	2.715	5.66	11.25	17.8	
总计收入（亿元）		214	265	295	346	499	
	同比增长	27%	24%	12%	17%	44%	
总计净利润（亿元）		8.88	11.60	15.54	17.80	32.45	
同比增长			31%	34%	15%	82%	

资料来源：国海证券研究所

4、盈利预测与评级

生猪后周期，虽然猪价下跌对公司养殖业务有一定的冲击，但公司的业务重点仍然是屠宰和肉制品，屠宰和肉制品业务是受益生猪价格下跌带来毛利率的提高，以及屠宰量增加单位固定成本费用摊销和单位人工成本开支减少，预计未来几年公司净利润仍能保持较好的正增长。从长期来看，公司全产业链布局，从养殖、屠宰、肉制品每项业务都实现较高增长，将从“一个龙大”到“若干个龙大”的发展变化。

预测 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.89/1.16/1.56 元,对应 PE 分别为 11.28/8.63/6.44 倍，鉴于公司发展较快，估值较低，维持“买入”评级。

5、风险提示

1）公司屠宰业扩张不达预期;

2）公司肉制品发展不达预期;

3）公司养殖业扩张不达预期;

4）猪价涨跌不符合预期;

5）猪瘟控制不达预期;

6）食品安全;

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	16822	21350	26460	29540
增长率(%)	92%	27%	24%	12%
归母净利润（百万元）	241	888	1160	1554
增长率(%)	36%	269%	31%	34%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.89	1.16	1.56
ROE(%)	9.40%	24.55%	23.24%	22.74%

附表：龙大肉食盈利预测表

财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力				
ROE	9%	25%	23%	23%
毛利率	6%	10%	10%	12%
期间费率	4%	4%	4%	4%
销售净利率	1%	4%	4%	5%
成长能力				
收入增长率	92%	27%	24%	12%
利润增长率	36%	269%	31%	34%
营运能力				
总资产周转率	2.66	2.74	1.80	1.65
应收账款周转率	39.91	31.49	35.20	33.24
存货周转率	5.92	5.92	5.92	5.92
偿债能力				
资产负债率	59%	54%	66%	62%
流动比	1.29	1.94	1.49	1.62
速动比	0.57	0.92	1.03	1.18

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	718	1019	6686	9333
应收款项	422	678	752	889
存货净额	2670	3253	4018	4416
其他流动资产	989	1255	1555	1736
流动资产合计	**4798**	**6205**	**13010**	**16373**
固定资产	936	842	1108	997
在建工程	42	217	42	42
无形资产及其他	52	50	49	48
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**6318**	**7805**	**14700**	**17951**
短期借款	1825	1825	1825	1825
应付款项	805	849	5869	7166
预收帐款	792	234	734	845
其他流动负债	298	298	298	298
流动负债合计	**3722**	**3207**	**8726**	**10135**
长期借款及应付债券	20	970	970	970
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	**33**	**983**	**983**	**983**
负债合计	**3755**	**4190**	**9709**	**11118**
股本	989	998	998	998
股东权益	2563	3616	4990	6832
负债和股东权益总计	**6318**	**7805**	**14700**	**17951**

每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标				
EPS	0.24	0.89	1.16	1.56
BVPS	2.35	3.17	4.27	5.75
估值				
P/E	41.16	11.28	8.63	6.44
P/B	4.27	3.16	2.35	1.74
P/S	0.59	0.47	0.38	0.34

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**16822**	**21350**	**26460**	**29540**
营业成本	15819	19258	23782	26137
营业税金及附加	12	15	18	20
销售费用	330	396	555	666
管理费用	218	255	319	367
财务费用	50	117	71	49
其他费用/（-收入）	50	1	1	1
营业利润	**350**	**1309**	**1716**	**2302**
营业外净收支	7	9	7	6
利润总额	**358**	**1318**	**1723**	**2308**
所得税费用	60	222	290	388
净利润	297	1097	1433	1920
少数股东损益	57	209	273	366
归属于母公司净利润	**241**	**888**	**1160**	**1554**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**(1371)**	**(220)**	**6173**	**3090**
净利润	297	1097	1433	1920
少数股东权益	57	209	273	366
折旧摊销	93	95	85	112
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(1818)	(591)	(6658)	(2125)
投资活动现金流	**(227)**	**(81)**	**(91)**	**111**
资本支出	(107)	(81)	(91)	111
长期投资	0	0	0	0
其他	(120)	0	0	0
筹资活动现金流	**1900**	**906**	**(58)**	**(78)**
债务融资	1179	950	0	0
权益融资	70	0	0	0
其它	651	(44)	(58)	(78)
现金净增加额	**302**	**604**	**6024**	**3123**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8 年实业经验，10 年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师 50 强榜 2017 年第 44 名和 2018 年第 30 名。
赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020 年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。