

# 渠道开拓、营收稳增 猪价上涨未来可期

## 事件

4月13日，龙大肉食公布2019年3月份销售情况简报。

简报表示，龙大肉食全资子公司龙大养殖2019年3月份共销售生猪2.49万头，实现销售收入0.43亿元。3月份，龙大养殖商品猪销售均价为15.42元/公斤，比2019年2月份上涨30.90%。2019Q1累计销售生猪7.41万头，累计实现销售收入1.11亿元。

## 我们的分析和判断

### “全产业链”提升盈利，客户渠道多元开拓

龙大肉食是集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉食品加工及销售，食品安全检测及销售渠道建设为一体的“全产业链”肉食品加工企业。公司主营业务为生猪养殖、生猪屠宰和肉制品加工，主要产品有商品猪、冷鲜猪肉、冷冻猪肉及肉制品。在“全产业链”模式下，公司不断扩大自有标准化生猪养殖基地规模，实现养殖、屠宰加工和销售的全面协同发展，保障猪肉原料供给安全可靠，屠宰过程标准高效，产品销售稳定增长，通过上下游的全面结合，实现更高的盈利水平。

公司加强销售渠道的多元开拓和品牌建设，实现了销售网络的广泛布局。公司与山东家家悦、烟台振华量贩、大润发等大中型商场超市建立了长期合作关系，并与上海荷美尔、避风塘、上海梅林、厦门程泰等多个食品加工企业建立了供销关系。同时，公司加大餐饮客户的开发力度，主要餐饮客户有百胜中国（肯德基、必胜客）、避风塘、呷哺呷哺、真功夫、永和大王、上海盘古和泉盛餐饮等。

### 营业收入稳定增长，净利润小幅下滑

公司2018年实现营业收入87.78亿元人民币，同比增长33.56%，保持平稳较快增长。营业收入增长的主要原因为：（1）销售渠道进一步开拓，尤其加强经销商和连锁餐饮企业的开发力度，实现冷鲜冻肉和冷冻调理肉制品销量增长；（2）公司控股子公司进口贸易业务实现大幅度的提升；（3）公司于2018年11月完成收购潍坊振祥70%股权，合并潍坊振祥11-12月份营业收入3.69亿元。

公司2018年实现归母净利润1.74亿元，同比下降7.38%。

请参阅最后一页的重要声明

## 龙大肉食 (002726)

首次评级

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

发布日期：2019年04月22日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
8.62/0.95	32.81/6.22	-1.55/-4.55
12月最高/最低价(元)		11.48/6.32
总股本(万股)		75,554.8
流通A股(万股)		75,032.2
总市值(亿元)		76.16
流通市值(亿元)		75.63
近3月日均成交量(万)		870.39
主要股东		
龙大食品集团有限公司		25.96%

### 股价表现



### 相关研究报告

2018.12.10 2019年投资策略报告：猪价拐点起，饲料市占增，宠食内销拓

归母净利润小幅下降的原因为 2018 年度生猪价格下降，致使公司养殖环节利润同比下降 55.68%，制约了相关利润指标的增长。

### 毛利率下降，费用率略增，未来期间有望改善

从毛利率看，公司 2018Q1-3 营业收入为 58.91 亿元，营业成本为 54.77 亿元，毛利率为 7.56%，相较于 17 年同期毛利率 9.05% 下降 1.49 个百分点，生猪价格下降而养殖成本基本保持不变是毛利率降低的主要原因。从费用率看，公司 2018Q1-3 费用率为 4.52%，相较于 17 年同期费用率 4.48% 上涨了 0.04pct。2018Q1-3 公司的销售费用率、管理费用率分别为 2.79%、1.82%，同比分别增长 0.50pct、降低 0.58pct。销售费用率上升的主要原因为公司销量增加导致运费等增加，以及本期增加子公司销售费用；管理费用基本保持稳定，但由于 18Q1-3 营业收入增长，所以管理费用率下降。财务费用率由 2017Q1-3 的 -0.22% 增加至 -0.09%，同比增长 0.13pct。财务费用率增加的主要原因系本期融资增加导致利息支出增长。

### 投资建议：

我们预计 2019-2020 年龙大肉食营业收入分别为 110.87 亿元、134.94 亿元，同比分别增长 26.30% 和 21.70%；归母净利润分别为 2.48 亿元和 3.14 亿元，同比增长 42.53% 和 26.61%，对应 PE 为 32.8x 和 25.9x。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示：

非洲猪瘟疫情扩散，公司肉制品和屠宰业务拓展不及预期。

**图表 1：龙大肉食财务数据（亿元）**

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业总收入	14.76	14.29	16.38	20.30	18.41	17.82	22.68	28.87
同比	22.91%	6.27%	21.81%	30.12%	24.73%	24.74%	38.45%	42.24%
归母净利润	0.77	0.56	0.32	0.23	0.79	0.08	0.40	0.47
同比	39.93%	-27.99%	-56.29%	-14.53%	1.89%	-85.68%	26.98%	103.87%
扣非归母净利润	0.74	0.54	0.31	0.22	0.75	0.07	0.38	
同比	47.47%	-26.32%	-52.60%	20.22%	0.65%	-87.26%	24.18%	
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A
营业总收入	14.76	29.05	45.43	65.73	18.41	36.23	58.91	87.78
同比	22.91%	14.12%	16.78%	20.60%	24.73%	24.74%	29.68%	33.56%
归母净利润	0.77	1.33	1.65	1.88	0.79	0.87	1.27	1.74
同比	39.93%	0.26%	-19.78%	-19.18%	1.89%	-34.84%	-22.90%	-7.38%
扣非归母净利润	0.74	1.28	1.59	1.80	0.75	0.82	1.20	
同比	47.47%	3.80%	-15.61%	-12.50%	-1.08%	-36.29%	-24.60%	

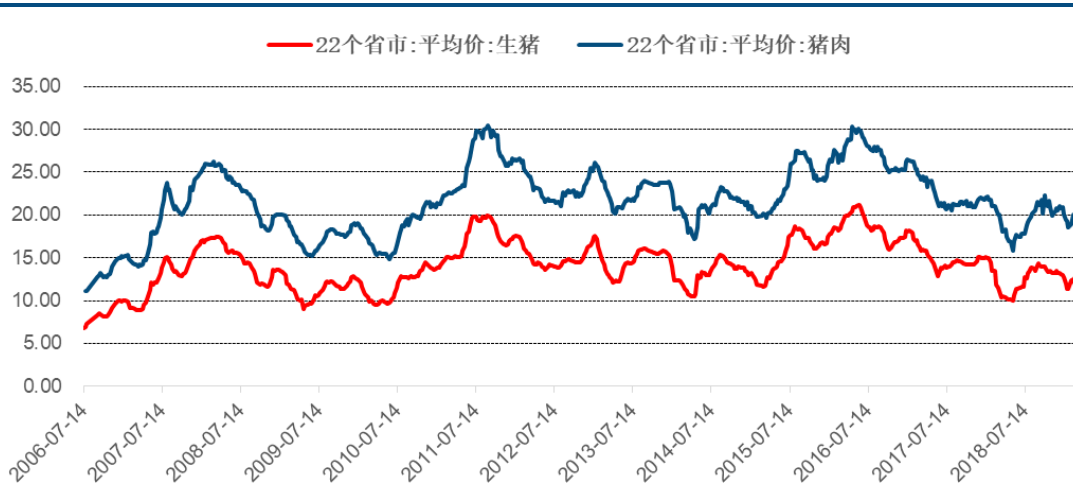
资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2：龙大肉食分产品收入情况

	2014	2015	2016	2017
<b>冷冻肉（亿元）</b>	<b>5.88</b>	<b>6.23</b>	<b>6.13</b>	<b>9.47</b>
占比(%)	16.57	14.59	11.24	14.41
同比(%)	8.45	6.07	-1.67	54.50
毛利率(%)	4.37	11.41	18.39	7.53
<b>冷鲜肉（亿元）</b>	<b>25.43</b>	<b>29.69</b>	<b>39.31</b>	<b>45.73</b>
占比(%)	71.69	69.53	72.13	69.57
同比(%)	11.18	16.78	32.40	16.32
毛利率(%)	6.83	3.75	4.33	5.41
<b>熟食制品（亿元）</b>	<b>3.46</b>	<b>4.19</b>	<b>4.78</b>	<b>5.26</b>
占比(%)	9.76	9.80	8.77	8.00
同比(%)	33.41	20.91	14.16	10.07
毛利率(%)	25.51	25.10	24.37	
<b>商品猪（亿元）</b>	<b>0.002</b>	<b>1.58</b>	<b>1.09</b>	<b>1.04</b>
占比(%)	0.01	3.70	1.99	1.58
同比(%)	-92.06	67022.96	-31.20	-4.28
毛利率(%)	15.64	18.82	36.27	
<b>检测费（亿元）</b>	<b>0.08</b>	<b>0.07</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>
占比(%)	0.22	0.17	0.17	0.16
同比(%)	-14.29	-8.28	24.09	15.40
毛利率(%)	42.53	29.83	44.46	
<b>其他（亿元）</b>	<b>0.52</b>	<b>0.94</b>	<b>3.10</b>	<b>4.13</b>
占比(%)	1.47	2.21	5.69	6.28
同比(%)	3.09	81.06	229.39	32.94
毛利率(%)	3.99	28.91	14.27	

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：22 省市生猪和猪肉平均价（元/kg）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：龙大肉食每月生猪销售情况

月份	生猪销量		商品猪价格	
	当月（万头）	同比	当月（元/公斤）	同比
2018 年 1-2 月	5.5	-3.51%	14.95	
2018 年 3 月	2.9	20.83%	11.07	-31.83%
2018 年 4 月	2.7	-12.90%	10.45	-35.21%
2018 年 5 月	3.1	10.71%	11.12	-22.94%
2018 年 6 月	2.4	-22.58%	11.9	-19.87%
2018 年 7 月	2.38	-4.80%	12.51	-14.14%
2018 年 8 月	1.85	-19.57%	13.87	-4.41%
2018 年 9 月	2.85	29.55%	14.1	-3.75%
2018 年 10 月	2.83	-5.67%	13.37	-4.77%
2018 年 11 月	2.98	2.76%	12.81	-9.41%
2018 年 12 月	3.27	48.64%	13.68	
2019 年 1 月	2.69		12.69	
2019 年 2 月	2.23	-10.55%	11.78	
2019 年 3 月	2.49	-14.14%	15.42	39.30%

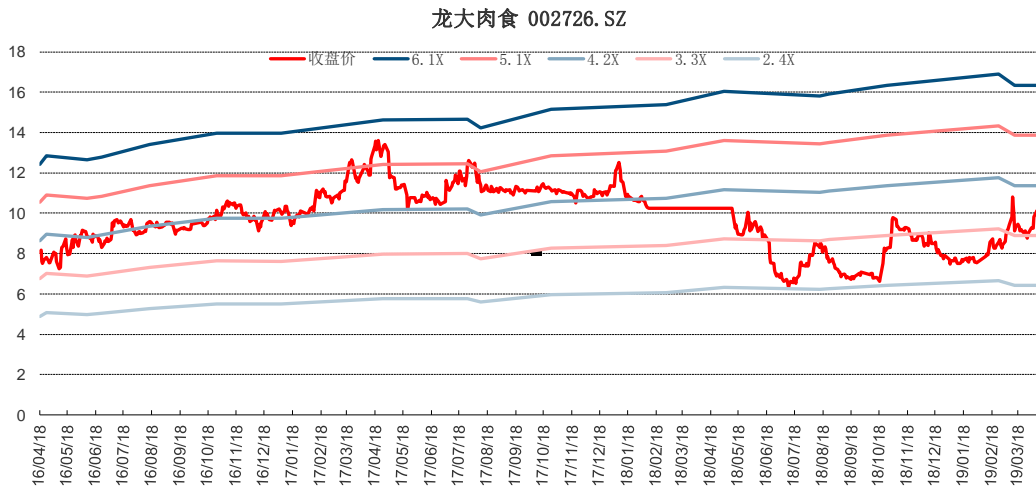
资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 5：公司历史 PE band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 6：公司历史 PB band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**孙小伟：**中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

**孙金琦：**农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券。

## 报告贡献人

王泽选 010-86451441 wangzexuan@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859