

金字火腿 (002515.SZ) 火腿龙头再起航，向中式肉制品迈进

2021年01月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

叶松霖（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

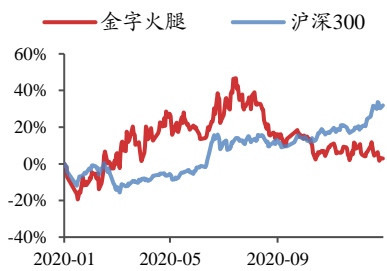
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120030038

日期	2021/1/18
当前股价(元)	5.62
一年最高最低(元)	8.23/4.13
总市值(亿元)	54.98
流通市值(亿元)	49.33
总股本(亿股)	9.78
流通股本(亿股)	8.78
近3个月换手率(%)	95.6

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

● 专注肉制品主业，向中式肉制品迈进，首次覆盖给予“增持”投资评级

公司已形成定制品牌肉、火腿、特色肉制品、植物肉等内部协同效应强的运营模式。随着渠道布局完善、消费场景多元化，公司仍处快速发展期。预计2020-2022年归母净利润分别为1.1(考虑计提等)、2.4、3.9亿元，EPS为0.11、0.24、0.40元，当前股价对应PE为48.9、23.0、14.0倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 肉制品行业成长空间广阔，中式肉制品发展潜力大

中国为肉类消费大国，但目前肉制品消费占比仍较低，2019年仅为17%，远低于发达国家70%、世界平均45%的水平。其中，中式肉制品消费占比约50%，西式约45%。展望未来，随着收入增加、消费升级，风味丰富、纯肉制作、营养健康的中式肉制品发展潜力大。目前行业正处粗放式发展阶段，集中度可提升。

● 精耕肉制品主业，内部协同效应强，全渠道布局下仍处发展黄金期

公司协同效应强：（1）定制品牌肉：掌握世界猪肉行情，抓住国内外猪价价差，为toB、toC客户提供个性化定制的原料，开创国内个性化定制肉类先河，没有可比性，市场空间较大，并可满足生鲜电商、社群电商等新模式及连锁餐饮、食品加工企业的个性化定制需求，提供稳定、优质的肉类产品供应链保障，共同快速发展。公司具备6万吨冷库，且有自用材料需求，可灵活享受国内外猪价价差红利，业绩弹性大；（2）火腿：开拓烧烤、火锅等新消费场景，打破原先调味场景，增加消费频次；（3）特色肉制品：进口国外猪肉，成本较低。且制作周期短，可加快公司资金周转，提升资金利用效率，优化业务结构；（4）植物肉：提前布局，增长潜力大。未来随着线上、线下渠道布局进一步完善，各项业务放量可期。

● 债权公开拍卖，消除应收款风险

公司并购中钰资本后，医疗投资业务及肉制品业务是由两个团队分别管理。因此剥离医疗健康及投资业务对公司肉制品业务经营影响有限。此外，目前公司已计提了1.1亿元坏账准备，且创始人竞拍债权，对公司未来业绩影响有限。

● 风险提示：猪肉价格波动风险、食品质量安全风险、疫情风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	426	282	800	1,393	1,997
YOY(%)	14.6	-34.0	184.0	74.2	43.4
归母净利润(百万元)	-8	34	112	239	393
YOY(%)	-107.8	-497.9	235.1	112.3	64.8
毛利率(%)	42.1	43.6	30.7	28.8	29.0
净利率(%)	-2.0	11.9	14.1	17.1	19.7
ROE(%)	-7.0	2.5	8.2	14.9	19.8
EPS(摊薄/元)	-0.01	0.03	0.11	0.24	0.40
P/E(倍)	-654.5	163.9	48.9	23.0	14.0
P/B(倍)	4.0	4.2	4.0	3.4	2.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 以肉制品为主业，火腿龙头再起航	4
2、 猪周期步入下行周期，肉制品行业成长空间广阔	6
2.1、 猪周期迎拐点，步入下行阶段	6
2.2、 肉制品行业成长空间大，集中度持续提升	10
3、 专注肉制品主业，内部产业协同强，线上线下齐发力	11
3.1、 专注肉类主业，品牌肉、火腿、特色肉制品、植物肉并进	11
3.1.1、 竞争优势显著，定制品牌肉发展较快	11
3.1.2、 火腿消费场景多样化，发展潜力大	13
3.1.3、 特色肉制品市场空间广阔，可优化业务结构	14
3.1.4、 植物肉市场仍处于起步阶段，公司提前布局占位	15
3.2、 冷库资源丰富，地处冷链物流集散中心	17
3.3、 积极探索产业互联网模式，线上线下协同发展	18
3.3.1、 销售渠道日趋完善，线上线下协同发力	18
3.3.2、 推出产品互联网平台，打造肉类一站式交易服务平台	20
3.4、 剥离中钰资本，未来对业绩影响有限	20
4、 盈利预测与投资建议	21
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 金字火腿为中式传统肉制品品牌，品牌力强	4
图 2： 公司股权结构较为集中，创始人持股合计达 29.3%	5
图 3： 2020Q1-Q3 营收增速高达 189%	6
图 4： 2020Q1-Q3 归母净利润增速高达 94.8%	6
图 5： 火腿和定制品牌肉是公司重要收入来源	6
图 6： 猪周期或迎拐点，步入下行周期	7
图 7： 从能繁母猪到生猪出栏一般需要 10 个月左右时间	7
图 8： 2020 年 12 月 4 日猪肉价格同比-8.2%	8
图 9： 2020 年 9 月生猪存栏数量同比+20.7%	8
图 10： 2019 年 10 月能繁母猪存栏数量回升	8
图 11： 原材料购买占公司营业成本 67.18%	8
图 12： 中国 94% 以上的养殖场养殖规模都是 50 头以下	9
图 13： 中美饲料价格差距持续存在	9
图 14： 中国饲料成本高于美国	9
图 15： 美国肉类消费以牛肉和鸡肉为主	9
图 16： 中国肉类消费以猪肉为主	9
图 17： 2019 年中国居民人均猪肉消费量约 20 千克	10
图 18： 2014 年以来我国人均可支配收入持续增加	10
图 19： 中国肉制品消费占肉类消费比例较低	10
图 20： 2019 中国约 47.9% 的餐饮企业拥有中央厨房	12
图 21： 中国火腿年产量仍较低	13
图 22： 火腿产品营养丰富	14

图 23: 公司火腿新品将陆续上线	14
图 24: 人们工作压力较大, 生活节奏快	15
图 25: 全球植物肉市场发展潜力较大, 预计 2025 年达 280 亿美元	16
图 26: 2019 年美国植物基食品销售额高达 50 亿美元	16
图 27: 2019 年美国植物肉市场销售额增速高达 18%	16
图 28: 2019 年, 公司推出各类植物肉产品	17
图 29: 金字冷冻食品城拥有 6 万吨级大型冷库和 5 万平米交易中心	17
图 30: 2020H1 金字火腿线上销售增速较快	18
图 31: 金字火腿积极探索直播领域	19
图 32: 金字火腿形成品牌直播生态圈	19
图 33: “肉掌门”APP 打肉类一站式交易服务平台	20
表 1: 金字火腿是一家专业生产特色肉制品的现代化食品加工企业	4
表 2: 公司核心管理团队稳定	5
表 3: 双汇发展产品以西式肉制品为主, 金字火腿产品以中式肉制品为主	11
表 4: 公司由火腿企业向肉类企业转型	11
表 5: 金字火腿采取四类直播模式	19
表 6: 金字火腿剥离中钰资本	21
表 7: 收入预测: 火腿肉制品业务仍是主要收入增量来源	22
表 8: 可比公司估值: 金字火腿高于行业平均水平	22

1、以肉制品为主业，火腿龙头再起航

公司为火腿龙头，以肉制品为主业。1994年金字火腿始创于浙江金华，以火腿系列产品起家，为火腿龙头。2010年，金字火腿在深交所中小板挂牌上市。经过多年深耕发展，公司目前以肉制品为主业，现已涵盖火腿、特色肉制品、进口品牌肉和植物肉等多类业务。目前公司已成为业内生产规模最大的企业，具有领先的现代化厂房和生产设备，形成覆盖全国的销售网络，终端用户数量不断增加，在火腿行业内拥有较高的行业地位和品牌声誉。

表1: 金字火腿是一家专业生产特色肉制品的现代化食品加工企业

时间	事项
1994年11月	金华市火腿有限公司创立
1996年12月	“金字”商标注册成功
2005年11月	公司研发低盐火腿获得国家发明专利
2008年2月	公司完成股份制改造，整体变更为金字火腿股份有限公司
2008年7月	“金字”商标被认定为“中国驰名商标”
2008年12月	认定为全国火腿行业唯一的国家级高新技术企业
2009年1月	公司投资建设的中国火腿博览馆正式开馆
2010年6月	通过食品GMP优质制造标准考核
2010年11月	制定了国内首个发酵肉制品标准
2010年12月	在深交所中小板成功挂牌上市，股票代码：002515
2011年10月	推出国内首个发酵肉制品品牌-巴玛火腿
2011年12月	公司旗下食品购物网站——巴玛商城正式上线
2018年5月	重点发展香肠、酱肉、腊肉等特色肉制品产品
2019年10月	推出植物肉产品，抢占市场先机
2019年12月	公司首个肉类交易平台“肉掌门”上线

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

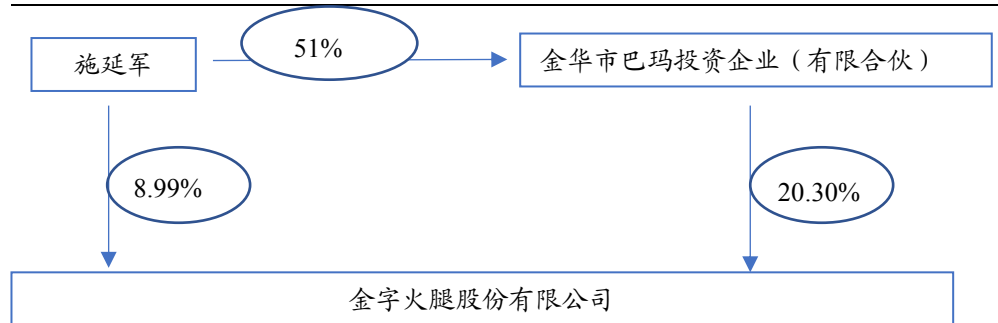
图1: 金字火腿为中式传统肉制品品牌，品牌力强



资料来源：公司官网

公司股权结构集中，核心管理团队稳定性较强。公司的实际控制人是创始人施延军，其直接持股 8.99%，通过金华市巴玛投资企业（有限合伙）间接持股 20.30%，共计持股 29.29%，为公司第一大股东。2020Q3 公司实控人及一致行动人持股合计达 34.67%。公司核心管理团队大多伴随公司共同成长，具有较强稳定性。

图2：公司股权结构较为集中，创始人持股合计达 29.3%



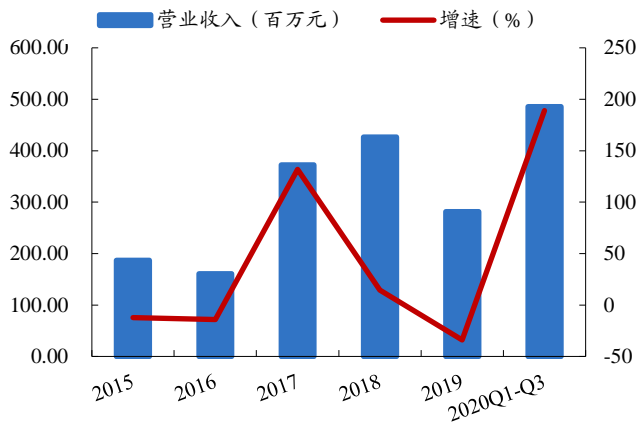
资料来源：公司公告，开源证券研究所

表2：公司核心管理团队稳定

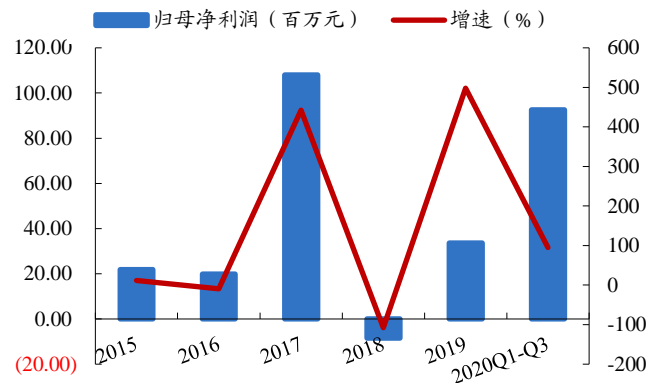
姓名	职务	主要工作经历
施延军	董事长	1994 年创办金华市火腿有限公司并于 1994 年至 2001 年任金华市火腿有限公司总经理，1997 年至 2007 年任金华市火腿有限公司执行董事，2008 年至 2017 年任金字火腿股份有限公司董事长，2018 年 4 月至 2020 年 3 月任金字火腿股份有限公司总裁，2020 年 4 月至今任金字火腿股份有限公司董事长。
薛长煌	副董事长	2006 年至 2007 年任金华市火腿有限公司董事长助理，2008 年至 2011 年任金字火腿股份有限公司董事、副董事长，2011 年至 2014 年 5 月任金字火腿股份有限公司董事、总经理；2014 年 5 月至今任金字火腿股份有限公司董事、副董事长。
吴月肖	董事、总裁	1995 年至 2007 年历任金华市火腿有限公司部门经理、总经理助理、副总经理；2008 年至 2014 年 5 月任金字火腿股份有限公司董事、副总经理；2014 年 5 月至 2017 年 7 月任金字火腿股份有限公司董事、总经理；2017 年 7 月至 2020 年 3 月任金字火腿股份有限公司董事、副总裁；2020 年 4 月至今任金字火腿股份有限公司董事、总裁兼财务总监。
王启辉	董事、副总裁、 董事会秘书	2005 年 3 月至 2008 年 12 月，任金华市火腿有限公司董事长秘书。2009 年至 2011 年 4 月，任金字火腿股份有限公司总经理助理。2011 年 4 月至 2016 年 3 月任金字火腿股份有限公司副总经理，2016 年 4 月至今任金字火腿股份有限公司董事、董事会秘书、副总裁。

资料来源：公司公告，开源证券研究所

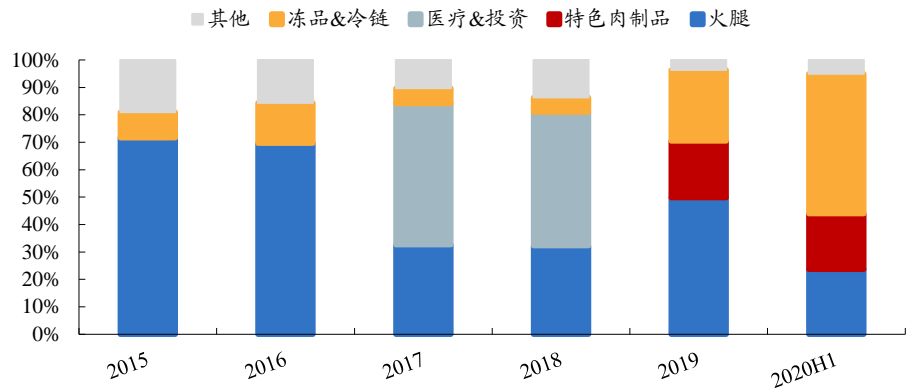
营收、净利快速增长，火腿肉制品业务为主要收入来源。2019 年金字火腿营业收入为 2.8 亿元，同比下降 33.9%，系公司剥离医疗医药业务和投资管理业务，中钰资本不再纳入合并报表所致。经过业务调整，公司专注肉制品业务发展，大力发展定制品牌肉、特色肉制品业务，拓展新零售、线上销售渠道，营收、净利均实现高速增长。2020Q1-Q3，公司营收、净利增速分别高达 189%和 94.8%。分产品来看，当前公司主要产品为火腿和定制品牌肉。2020H1 火腿的收入占比为 23.68%，定制品牌肉的收入占比为 51.03%。火腿和定制品牌肉为公司的主要收入来源。

图3: 2020Q1-Q3 营收增速高达 189%


数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

图4: 2020Q1-Q3 归母净利润增速高达 94.8%


数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

图5: 火腿和定制品牌肉是公司重要收入来源


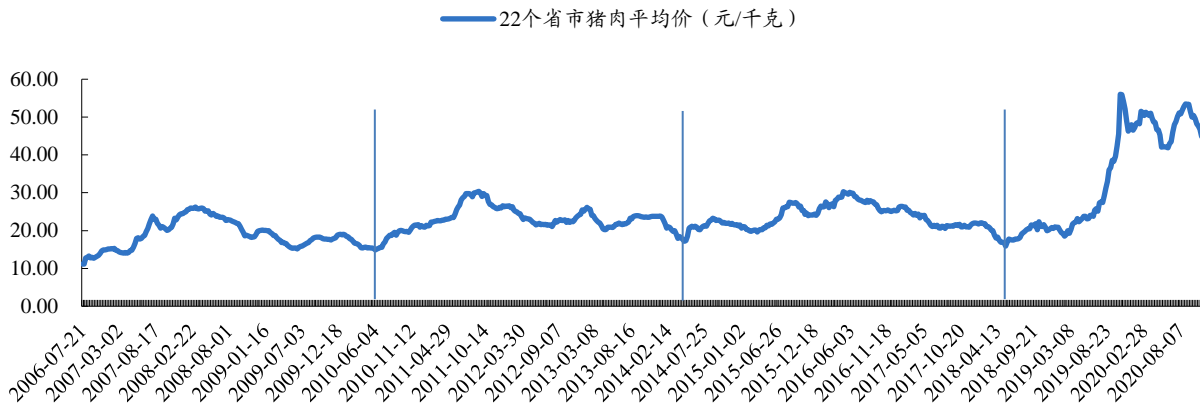
数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

2、猪周期步入下行周期，肉制品行业成长空间广阔

2.1、猪周期迎拐点，步入下行阶段

我国经历了三轮猪周期，第四轮猪周期自 2018H2 开始。回顾历史，2006 年以来，我国经历了三轮完整的猪周期：（1）2006 年-2010 年：历时 4 年。猪价自 2006 年 7 月上涨，在 2008 年 3 月到达 26.2 元/公斤的高点，之后开始下跌；（2）2010 年至 2014 年：历时 4 年，猪价自 2010 年 6 月上涨，在 2011 年 9 月到达 30.4 元/公斤的高点，之后开始下跌；（3）2014 年至 2018 年：历时 4 年，猪价自 2014 年 5 月开始上涨，在 2016 年 4 月到达 30.3 元/公斤的高点，于 2016 年 6 月开始下跌。历年的猪周期时长约 4 年，每轮周期上涨至最高点和下跌至低点皆需要约 1-2 年。我国自 2018H2 开始步入第四轮猪周期，由于受到非洲猪瘟影响，猪肉价格大幅上涨，猪周期加速上行，2019 年 10 月猪肉价格达到峰值 56.02 元/千克。

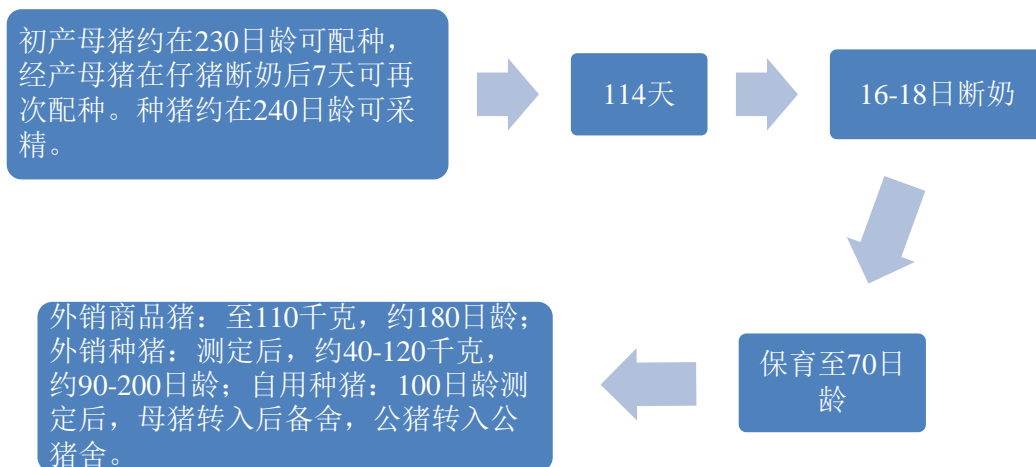
图6: 猪周期或迎拐点, 步入下行周期



数据来源: Wind、开源证券研究所

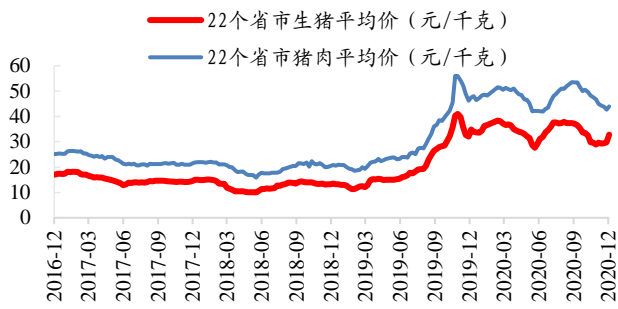
2020H2 猪肉价格呈下降趋势, 猪周期步入下行阶段。在 2019 年 10 月, 能繁母猪存栏数量出现反弹, 稳步上升。从能繁母猪到生猪出栏一般需要 10 个月左右时间, 2020H2 生猪存栏数同比逐渐恢复, 2020 年 9 月生猪存栏数量同比增 20.7%。2020 年 12 月 4 日, 22 个省市生猪及猪肉均价分别为 32.9 元/千克和 44 元/千克, 同比分别降 3.2%、8.2%。

图7: 从能繁母猪到生猪出栏一般需要 10 个月左右时间



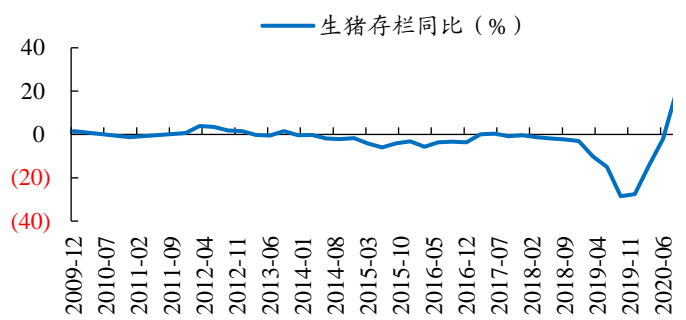
资料来源: 开源证券研究所

图8: 2020年12月4日猪肉价格同比-8.2%



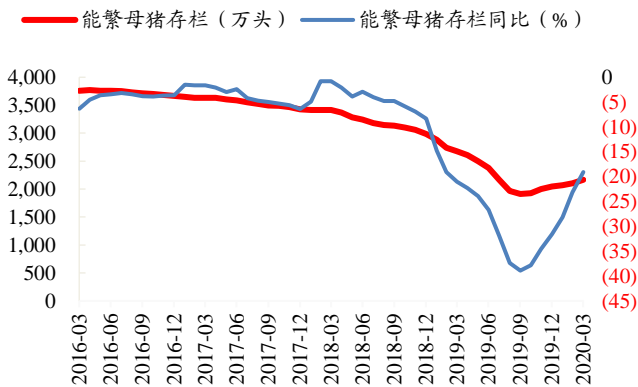
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2020年9月生猪存栏数量同比+20.7%



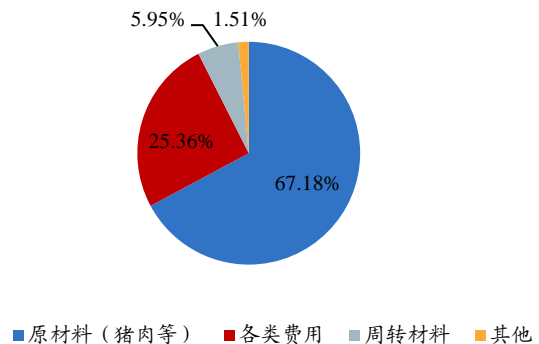
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2019年10月能繁母猪存栏数量回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 原材料购买占公司营业成本 67.18%

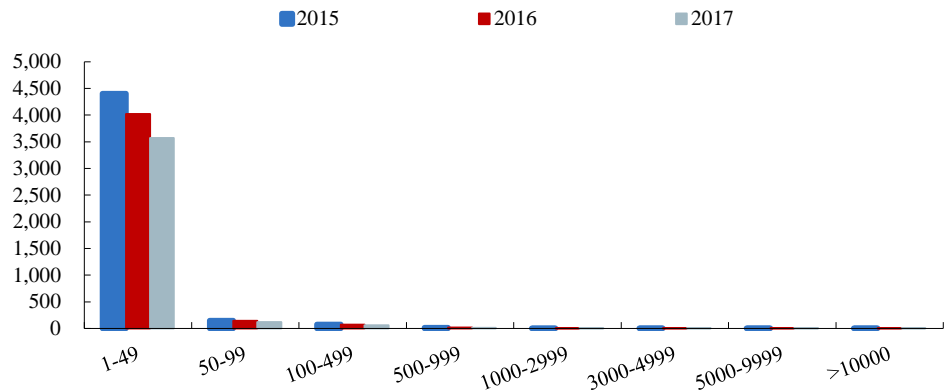


数据来源: Wind、开源证券研究所

国外猪肉价格显著低于国内。相较于国内猪肉价格,国外猪肉价格普遍偏低。国内外猪肉价格差距较大主因:

(1) 国外养猪业高度集约化。国外养猪业普遍采用公司化运营,且养殖场之间分工明确。国外 98%的猪肉出自规模猪场,内部分为繁殖场、仔猪哺育场和育肥猪养殖场,细化工作流程,使得效率提高。而国内的养殖模式一直以散户为主,大型养殖企业数量不多,94%以上的养殖场养殖规模都是 50 头以下。在养殖模式上,国外养殖场通过规模化养殖,机械化程度高、规模效应明显,可节约人工等费用,从而降低成本。

图12: 中国 94%以上的养殖场养殖规模都是 50 头以下

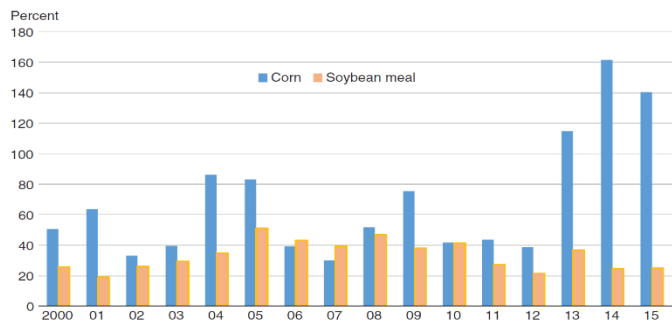


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 国外饲料成本偏低。国外玉米、大豆等农作物可大型机械化作业, 种植成本低, 用于养殖的猪饲料价格也偏低。另外玉米秆可加工为有机饲料, 补充蛋白质, 使得存栏猪更健康, 患病几率减少, 降低兽药支出。

图13: 中美饲料价格差距持续存在

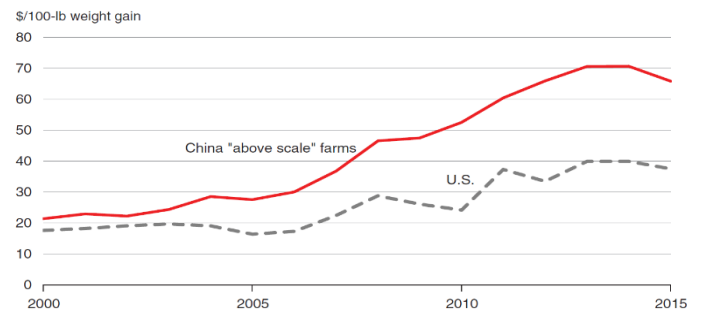
Difference between China and U.S. feed ingredient prices, 2000-15



资料来源: USDA

图14: 中国饲料成本高于美国

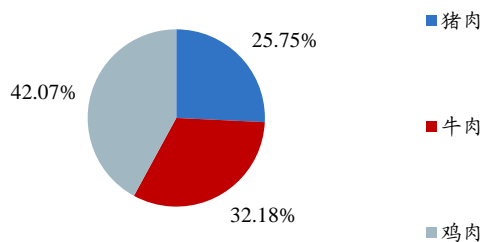
Feed costs per 100-lb weight gain: China and U.S. hog farms



资料来源: USDA

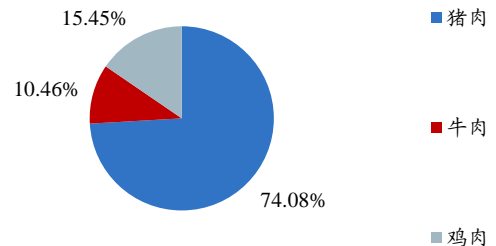
(3) 国内外存在饮食习惯差异。在饮食上, 国外更偏好鸡肉和牛肉, 对猪肉的消耗并不大, 因此国外猪肉供给量较大, 猪肉价格相对较低。而我国更喜欢消费猪肉, 对猪肉需求量高, 猪肉需求占约全球需求的一半, 因此猪肉供应偏紧, 猪肉价格相对较高。

图15: 美国肉类消费以牛肉和鸡肉为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 中国肉类消费以猪肉为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

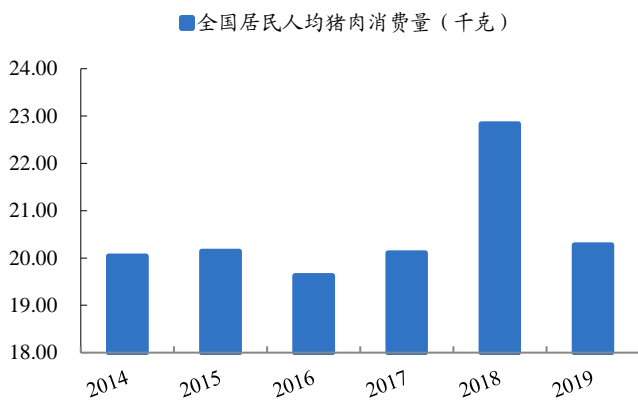
国内外价差构成主要源于结构化原因, 价差将长期存在, 受国内猪周期下行影响, 请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

响较小。国内外猪肉价格价差的形成原因主要为结构化的原因，短期内造成价差的原因不会改变，因此国内外猪肉价差仍会长期存在。未来国内猪肉价格步入下行周期后，预计国外猪肉价格仍会低于国内肉价，而金字火腿的原材料供应主要以进口猪肉为主，相比于其他企业，仍具有显著的成本优势。

2.2、肉制品行业成长空间大，集中度持续提升

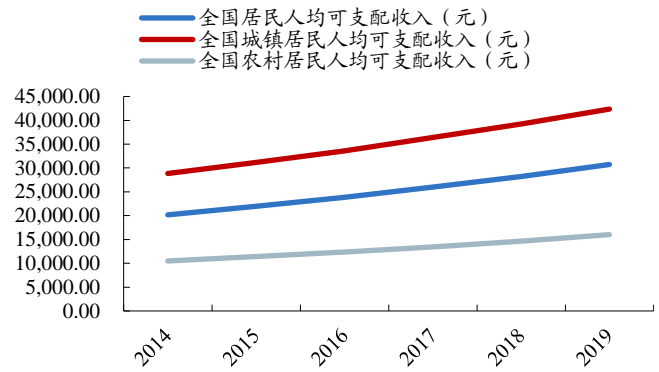
我国肉制品消费占比仍较低，市场空间广阔。按《中国统计年鉴》的统计数据看，中国的肉类消费以猪肉消费为主，2019年中国居民人均猪肉消费量约20千克。但目前我国肉类消费中，肉制品消费占比仍较低。目前世界肉制品占肉类总产量的40%，发达国家占约60%，而我国2019年肉制品产量仅占肉类总产量的14.6%；我国肉制品消费占肉类消费比例约17%，而发达国家占比高达70%，世界平均水平约45%，我国的肉制品加工业发展空间较大。

图17: 2019年中国居民人均猪肉消费量约20千克



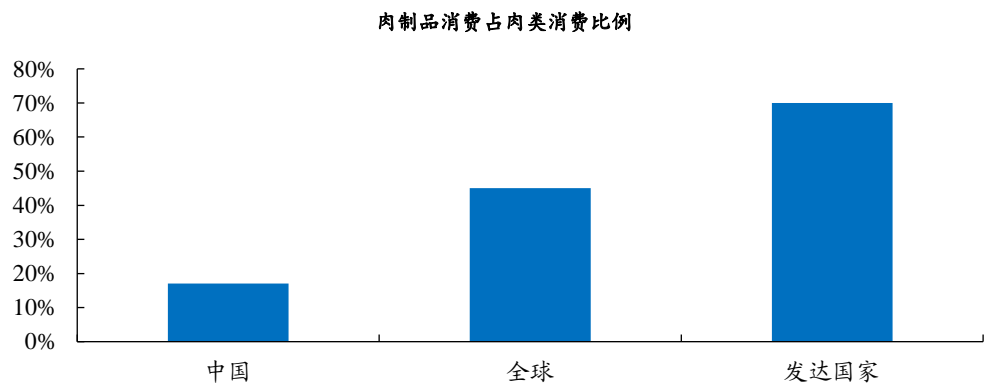
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2014年以来我国人均可支配收入持续增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 中国肉制品消费占肉类消费比例较低



数据来源: 公司官网、开源证券研究所

中式肉制品发展较快。我国肉制品市场最初主要以火腿肠、午餐肉等西式肉制品消费为主。但随着居民收入增加、消费升级，消费者对食物的品质要求提高，更倾向于消费有纯肉制作、有中国特色的中式肉制品。近年来中式肉制品发展较快，市场占比已经超过西式肉制品，中式肉制品占比约50%，西式肉制品占比约45%。相较于口味单一的西式肉制品，中式肉制品纯肉制作、营养健康、风味丰富，逐渐受到广

大消费者喜爱。

行业集中度仍较低，未来集中度提升空间大。目前中式肉制品行业还处于从粗放逐步走向规范、成熟发展的过程中，行业集中度不到 10%，没有形成较大的领导品牌。未来随着消费者品牌意识增强、产业加速集中，行业集中度可进一步提升。金字火腿在传统肉制品最具知名度，定位高端产品，品牌和用户认可度高。公司近年来着力发展各式中式肉制品，有望成为中式肉制品的领导品牌。

表3: 双汇发展产品以西式肉制品为主，金字火腿产品以中式肉制品为主

双汇发展	金字火腿
<ul style="list-style-type: none"> · 高温肉制品：火腿肠、午餐肉、鳕鱼肠、泡面拍档、厨筷系列 · 中低温肉制品：培根、厚切火腿、猪蹄、牛肉、烧鸡 · Smith Filed 品牌：培根肉片、美式香肠、美式火腿片 	<ul style="list-style-type: none"> · 金字火腿：中式火腿、淡火腿、发酵火腿、巴玛火腿 · 传统肉制品：香肠、低温香肠、酱肉、腊肉、淡咸肉 · 定制品牌肉 · 植物肉：植物肉饼、植物肉香肠、植物肉丸、黄金酥肉

资料来源：公司官网，开源证券研究所

3、 专注肉制品主业，内部产业协同强，线上线下载发力

3.1、 专注肉类主业，品牌肉、火腿、特色肉制品、植物肉并进

剔除医疗业务，专注肉制品业务发展。2018 年，金字火腿进行业务重整，剔除医疗健康业务和投资管理业务，并出售控股子公司中钰资本 51% 股权。公司专注于肉制品主业，2019 年公司肉制品业务营收占比自 42.4% 增至 88.65%，净利扭亏为盈。2018 年后，公司自火腿业务不断向外延伸，扩大主营业务范围，陆续推出传统肉制品、植物肉、定制品牌肉，业务线不断丰富，从火腿细分行业进入肉制品大产业，从火腿企业向肉类企业转型。

表4: 公司由火腿企业向肉类企业转型

时间	产品	产品介绍
1994 年	金字火腿	整腿、烘焙用腿、火腿块、火腿片及火腿制品
2011 年	巴玛火腿	整腿、液压块、巴玛切片及巴玛火腿制品
2018 年	传统肉制品	香肠、腊肠、酱肉、腊肉、淡咸肉及卤牛肉、休闲即食类等
2019 年	植物肉	植物肉饼、植物肉丸子、植物肉香肠等
2019 年	定制品牌肉	猪肉、分割包装肉、中式调理肉等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

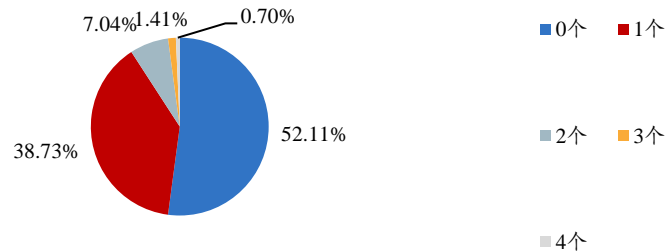
3.1.1、 竞争优势显著，定制品牌肉发展较快

猪瘟发生后转向国外采购，抓住国内外猪价价差，开展定制品牌肉业务。2018 年之前公司基本上以采购国内原料为主，2018 年猪瘟发生后转向国外采购，但最初仍以自用为主。随着国内猪肉价格大幅上涨，国外进口猪肉猪价相较国内偏低，公司 2019Q4 开始涉足经营定制品牌肉类，2019Q4 肉类业务月入 4000 万元左右。2020 年，公司成立专门的团队开展肉类业务，2020H1 品牌肉实现营收 1.60 亿元，占营收的比重高达 51.03%，增速较快。

ToB、ToC 双管齐下，定制品牌肉业务发展较快。公司自西班牙、法国、德国、加拿大等地进口猪肉，toB、toC 双管齐下销售。在 toB 渠道，公司主要为食品加工企业和餐饮企业提供个性化定制的原料，2019 年公司客户约 100 多个，目前已有约千名客户。在 toC 渠道，公司主要在第三方传统电商平台（如天猫、京东等）、到家电商平台、社区团购平台以及自建会员平台等平台销售定制品牌肉。

中央厨房模式兴起，调理肉制品需求增加。中央厨房的发展也使得调理肉制品需求增加。中央厨房通过集中规模采购、集约生产的方式大幅降低采购成本、加工成本、租金成本及人力成本。根据《2019 中国餐饮业年度报告》，约 47.9% 的餐饮企业拥有中央厨房，其中 80.88% 的企业只拥有 1 个中央厨房。调理肉制品由于是已经经过分割的标准化、定制化产品，餐饮企业可以用来直接加工，有助于提升餐饮企业的效率，降低成本，符合中央厨房简便高效的运作模式。随着餐饮业的快速发展，中央厨房市场预计将持续扩容，有望带动调理肉制品需求大幅增长。

图20: 2019 中国约 47.9%的餐饮企业拥有中央厨房



数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

公司经营定制品牌肉业务优势显著。金字火腿在经营品牌肉业务上具有诸多优势：

(1) 全球供应商资源优势。国外猪肉价格较国内猪肉价格低。而公司经营肉制品业务多年，已储备丰富的上游供应链资源及完善的下游销售渠道优势。公司可从西班牙、法国、丹麦等国家采购猪肉，与全球各地猪肉供应厂具备长期、稳定的良好合作关系。

(2) 社群电商、生鲜电商的兴起，将推动定制品牌肉业务迅速发展。随着互联网、电商的不断发展，社群电商、生鲜电商快速兴起，成为市民买菜、购买食材的新模式。而社群电商、生鲜电商也需要稳定、可靠、优质的品牌供应商和品牌产品，金字火腿的定制品牌肉就可以成为首选，与社群、生鲜等电商平台共同发展。

(3) 形成内部产业链闭环，综合利用率高。公司自产肉制品，有较大的自用原料需求。品牌肉业务的发展可以与公司原有火腿、肉制品业务等相结合，形成内部产业链。公司肉制品业务可以充分消化利用分割加工的原料。如一些品牌肉分割后的部分公司可以用于生产火腿、传统肉制品等，综合利用率较同业高 5%，减少损耗和浪费。

(4) 自有冷库储存优势。公司当前拥有 6 万吨自建冷库，包含 5 万吨的 -22℃ 低温冷冻库和 1 万吨的 ±0℃ 至 4℃ 冷藏库，并配有 5 万平方米的物流配送中心。公司冷库目前已满负荷使用。随着冷库扩建，公司自有冷库储存优势可进一步增强。自有冷库可存放猪肉两年，使得公司具备仓储优势，有利于公司对冲猪肉价格周期的影

响。

(5) 个性化定制优势。品牌肉业务服务连锁餐饮、肉类加工企业、终端消费者，可为客户提供定制化服务，提供满足其个性化需求的优质肉类产品。

(6) 猪价预判经验丰富优势。金字火腿经营肉类行业多年，经验丰富，可掌握全球行情，对猪价判断较为准确。公司可利用自有 6 万吨大型冷库优势，在国内国外两个市场进行采购，猪肉价格低的时候多采购，价格高时少采购，以此来平滑猪肉价格波动的影响，降低风险，提高盈利能力。

(7) 品牌力强，具备定价权。公司品牌影响力较强，具备一定的市场定价权，可在成本上行期间对产品进行提价。

猪肉价格变动对公司业绩影响可控。2020H2 猪肉价格步入下行周期，公司可采取多种措施控制猪价变动影响：(1) 公司计划根据市场情况对采购数量进行调整，利用自有 6 万吨冷库优势，平滑猪肉价格波动的影响。冷库存放猪肉可以放两年时间。

(2) 公司自身有自用原料需求，猪肉可以自己消化，制作肉制品。(3) 公司原材料来自国外采购，即使国内猪肉价格下跌，国外猪肉价格仍然低于国内猪肉价格，进口品牌肉依旧具有成本优势。(4) 公司从生产企业变成品牌企业，品牌价值不断提升，具有较强的定价权，可以根据市场与成本情况进行产品价格调整，从而消化原料价格波动对公司的影响。

3.1.2、火腿消费场景多样化，发展潜力大

火腿行业发展空间大。火腿是中国的传统美食，最初起源于唐代，于北宋最早出现火腿二字。火腿的风味独特，营养价值丰富。目前我国火腿行业仍处于工业化初期的阶段，火腿企业的规模较小，居民消费量相对较低。未来随着生产设备升级、现代加工技术提升，火腿的风味、口感、品类等仍有较大开发空间，发展潜力大。

图21：中国火腿年产量仍较低



资料来源：公司官网

火腿产品营养丰富，消费场景逐渐多样化。火腿的制作经历鲜猪腿验收、修割腿坯、上盐（共六次）、浸腿、洗腿（盖印、共两次）、晒腿、整形（若干次）、发酵保管（修干刀、虫害检查）、落架分级、堆叠（翻堆擦油）、成品等八十几道工序。火腿制作工艺复杂，制作时间也较长，通常需要 1-3 年。但火腿营养价值丰富，含有丰富的蛋白质、脂肪、维生素以及矿物质等成分，还含有人体内所必需的 18 种氨基酸，具有吸收率高、饱腹性强等优点。火腿能够维持钾钠平衡，消除水肿，提高人体免疫

力。目前火腿的消费场景逐渐多样化，除了在烹饪时作为调味品调味，也可制作菜品。此外，还可作为日常零食、野炊菜肴等场景食用。

图22: 火腿产品营养丰富



资料来源: 公司官网

公司火腿新品上线，自调味消费场景转为吃肉消费场景。公司最近推出“淡火腿”、“火锅火腿”、“烤肉火腿”、“乡村火腿”等新品，从以前的调味场景转为正餐场景。如新品淡火腿既有火腿风味，又有盐分低、肉质嫩的特点。通过上线淡火腿、火锅火腿等新产品，布局火锅、烧烤等场景，可打破原有以调味为主的消费习惯或场景，增加消费频次，扩大市场规模。此外，火锅是餐饮里的大品类，市场空间较大：

(1) 火锅渠道客户的规模较大，客户源稳定，潜在客户较多。(2) 火锅是中国第一大餐饮品种，火锅类产品能标准化生产。随着公司与火锅企业合作，火腿新品发展潜力大。

图23: 公司火腿新品将陆续上线



资料来源: 公司官网

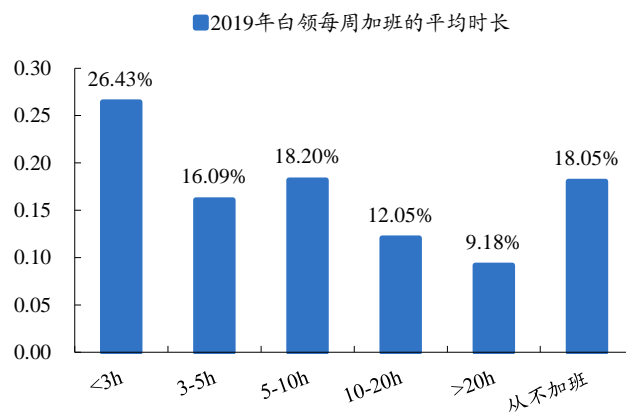
3.1.3、特色肉制品市场空间广阔，可优化业务结构

中式肉制品市场空间广阔，集中度可进一步提升。特色肉制品是经过腌制初加工，初步具备风味，可以经过简单处理直接食用的肉制品，如香肠、腊肠、腊肉、酱肉、淡咸肉等产品。目前我国肉类消费中，肉制品的比例还不高。随着人们生活水平的提高，对中式肉制品的需求会越来越高，因此我国肉制品的发展空间还很大。由于我国人口众多、地大物博，各个地区均有不同的风味和产品，中式肉制品产业目前还

比较分散，没有大的品牌。往未来展望，有品牌、技术、市场、产品等优势的企业会不断提高市场份额，行业集中度可进一步提升。2018 年来金字火腿开始重点发展特色肉制品，2020H1 公司特色肉制品实现营收 6352 万元，营收同比增 123.9%，增速较快。

居民生活节奏快，便于加工的特色肉制品需求增加。随着人们工作压力加剧、生活节奏加快，用于做饭时长相应减少，根据智联招聘数据，仅 18.1% 的白领每周不需要加班。而特色肉制品如腊肠、酱肉等已经经过腌制初加工，只需要简单处理便可以直接食用，以简便快捷为特征的特色肉制品可成为当代白领的主要选择之一。

图24：人们工作压力较大，生活节奏快



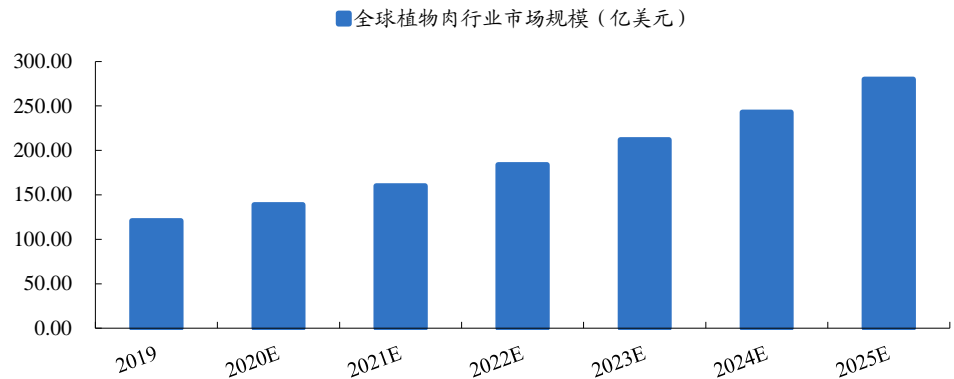
数据来源：智联招聘、开源证券研究所

特色肉制品制作周期较火腿短，可优化业务结构。相较于火腿，特色肉制品消费群体广，食用方便，重复消费频次高，线上复购率可达 30%。此外，特色肉制品的生产周期仅需几天，相对火腿 1-3 年的制作周期而言非常短，可有效减少公司资金沉淀，加快资金周转，提高资金利用效率，增加公司的盈利。最后，布局特色肉制品业务可优化业务结构，平衡淡旺季。2020H1 火腿产品的毛利率约 45.9%，而肉制品的毛利率约 59%。特色肉制品与火腿业务构成了良好的互补结构。

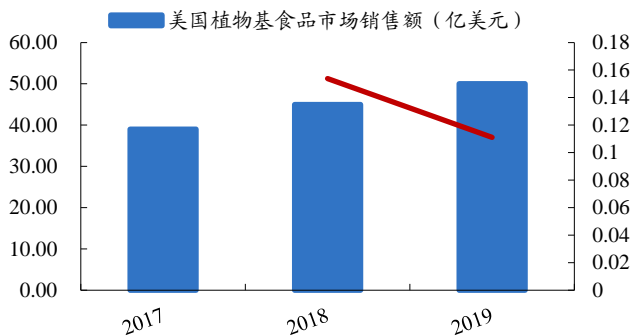
新品储备丰富，线上线下齐发力。公司将专注中式肉制品产业，在产品上，不断改进、找到适合市场的产品。公司近期新推出“低温香肠”，销量增长较快，口味、口感的市场反应都较好，未来具备成为爆款产品的潜力。在渠道上，公司将线上渠道作为重点，积极拓展社区电商、生鲜电商等渠道和平台；巩固提升线下市场，不断完善和提升餐饮、食品加工企业以及商超等线下渠道。未来随着渠道布局完善，特色肉制品可放量。

3.1.4、植物肉市场仍处于起步阶段，公司提前布局占位

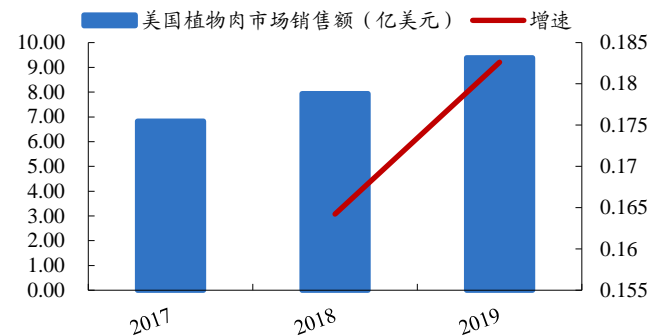
全球植物肉市场处于起步期，增速较快。根据前瞻产业研究院数据，2019 年全球植物肉的市场规模约为 121 亿美元，预计每年将以 15% 的复合增长率增长，到 2025 年将有望达到 280 亿美元。以全球最大植物肉市场的美国为例，根据 The Good Food Institute 数据，2019 年美国植物基食品销售额高达 50 亿美元，同比增长 11%。美国植物肉市场保持 18% 的高增速，销售额达 9.39 亿美元，占美国包装肉零售额的 2%，销售额增速远超增速仅为 4% 的零售业。

图25: 全球植物肉市场发展潜力较大, 预计 2025 年达 280 亿美元


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图26: 2019 年美国植物基食品销售额高达 50 亿美元


数据来源: The Good Food Institute、开源证券研究所

图27: 2019 年美国植物肉市场销售额增速高达 18%


数据来源: The Good Food Institute、开源证券研究所

中国素食消费者数量增长, 植物肉市场发展潜力大。2019 年, 中国偏素食主义者约占总人口比例的 4%, 且处于持续上升阶段, 日益增加的潜在消费人群为植物肉发展奠定良好基础: (1) 首先, 中国消费者具有素食习惯, 动物肉消费比例低于欧美消费者, 对于豆制品食用较多, 观念上把植物肉等同于豆制品。(2) 其次, 近年来, 国内逐渐出现一定比例的弹性素食者。弹性素食者不承诺吃素, 为了健康和饮食平衡, 每周平均吃素 1-2 次。弹性素食消费人群的诉求主要是时尚、健康, 核心是不愿意牺牲口味。而金字火腿的产品研发迎合同人口味, 在色香味上大幅度还原真肉的口感和形状, 可作为动物肉制品的有效补充。(3) 植物肉产品具有零胆固醇、低脂肪、易吸收, 不含激素, 不含抗生素。随着人们健康意识兴起, 未来中国植物肉市场发展潜力较大。

公司在技术、设备等方面具有显著优势。金字火腿通过与美国杜邦全资子公司丹尼斯克合作, 拥有较为显著的技术、设备优势, 目前已推出以大豆蛋白等植物蛋白为原材料的新型植物肉。2019 年 10 月, 公司已成功结合中国人的口味开发出牛肉味植物肉饼、猪肉味植物肉饼、植物肉狮子头等产品, 并在 10 月下旬开始生产, 一定程度上抢占了国内市场先机。此外, 公司生产植物肉无需新增设备投入, 可利用原有设施设备进行研发生产, 为植物肉业务的发展奠定坚实基础。

图28: 2019年, 公司推出各类植物肉产品



WWW.JINZICHINA.COM

资料来源: 公司官网

3.2、冷库资源丰富, 地处冷链物流集散中心

提前打造三位一体的冷冻食品城, 为公司发展奠定基础。公司投资 3 亿元打造金字冷冻食品城, 占地 83.1 亩, 拥有 6 万吨级大型冷库和 5 万平米交易中心。金字冷冻食品城集中冷冻贮藏、批发交易、物流配送三位一体, 通过交易、仓储、配送的方式集约食品冷链的上下游, 降低流通成本, 可为客户节约成本, 也为公司发展奠定了基础。

图29: 金字冷冻食品城拥有 6 万吨级大型冷库和 5 万平米交易中心



资料来源: 公司官网

(1)冷库: 容量大, 有助于公司全球采购、储备冻肉原料。公司冷库容量较大, 其中具备 5 万吨库容的-22℃低温冷冻库和 1 万吨的 0℃~+5℃冷藏库。金字火腿冷库可满足不同层次的冷冻冷藏需求, 服务范围涵盖适合家畜畜牧等肉类冻品、海水

产品、调理食品、速冻食品、冷饮、奶制品、海鲜干货、水果蔬菜、火腿、香菇、名贵中药材、茶叶、进口食品等。公司的冷库具备国际化的冷冻设备、优质的恒温化管理，可减少冷冻品消耗，具有较高的冷冻储藏质量保障。

(2) 冷链物流：地处物流集散中心，成本较低。 金字冷冻食品城地处浙江中心金华，具备优越的地理位置。冷冻食品城毗邻国道、与城市主干道、高速公路相连，可与所辖八县市构成半小时交通圈，配送网络辐射范围较广，可覆盖江西、福建等省。金字冷冻食品城具备明显的价格优势、便捷优势和地理优势。

(3) 交易中心：方便客户实现一站式冷链贸易。 金字冷冻食品城拥有 5 万平方交易中心面积，方便经营客户实现一站式冷链贸易。通过螺旋车道设计，可更方便地实现人流、物流的快速流通。金字冷冻食品城交易中心是综合性的大型食品交易市场，涉及品类较多，包括肉类冻品、速冻食品、调理食品、海鲜干货、进口食品、茶叶、红酒、奶制品、中药等。

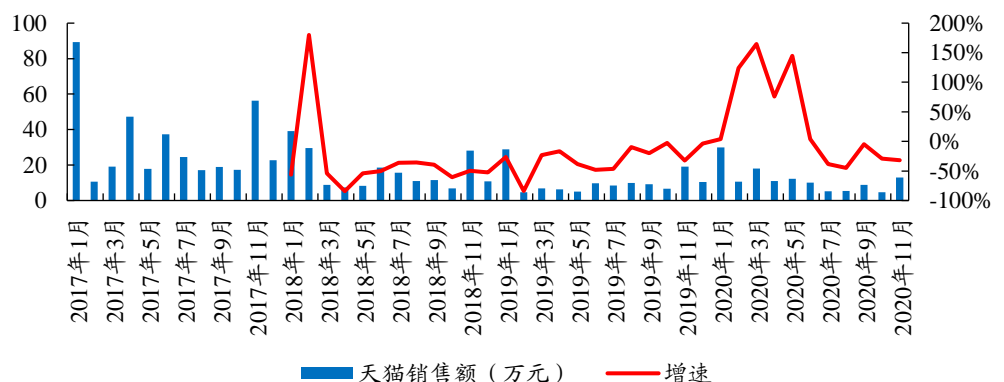
3.3、积极探索产业互联网模式，线上线下协同发展

3.3.1、销售渠道日趋完善，线上线下协同发力

开拓线上、新零售等渠道，线上业务增速较快。 公司线下渠道以连锁餐饮、食品加工、精品超市和大型商超为主，结合团购、企业采购、食品加工等方式，进行立体式推广。线上渠道主要分为传统电商和新零售平台。传统电商主要以天猫、京东、苏宁为主。新零售平台包括直播电商、内容电商、社交电商和生鲜电商等。此外，公司还和下厨房、小红书等内容平台合作，全面覆盖各类消费群体，在线上全渠道发力。2020H1 公司线上销售为 9,272.56 万元，较同期增长 112.78%，占销售收入的 65.69%（不含品牌肉）。

开拓 C2M 模式，提高消费者触达机会及消费频次。 公司积极开拓 C2M 模式，与社群电商、生鲜电商等合作，去中间化，将生产好的产品通过成熟的城市配送体系直接送达用户家中，满足消费者即时、多样化的消费场景。通过 C2M 模式，公司增加与消费者的触达机会，并可增加消费者的消费频次。

图30：2020H1 金字火腿线上销售增速较快

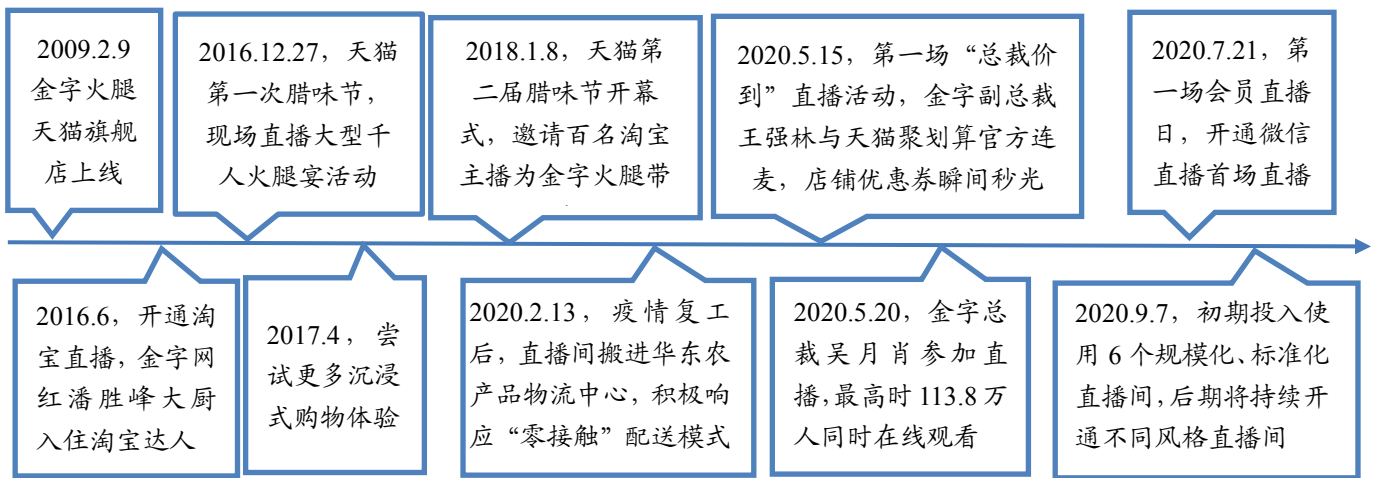


数据来源：萝卜投资、开源证券研究所

积极探索直播领域，直播效果较好。 从 2016 年淘宝直播萌芽期时，金字火腿就已积极探索直播领域。截止目前，公司已在淘宝、抖音、快手、京东等众多平台布局开展直播工作。其中在网红直播区块，已与多达 100+ 主播建立了常年合作关系。目

前公司成立直播事业部，分别与头部、腰部、尾部三类网红合作，并对直播效果复盘考核，使直播成为推广品牌、宣传新品、增强用户粘性的有效途径。

图31: 金字火腿积极探索直播领域



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

表5: 金字火腿采取四类直播模式

模式	内容
直播+供应链	整合产业链资源, 创新生产力, 为供应做好保障
直播+主播	扩展多元主播, 与网红达人、明星艺人、垂直kol建立常年合作关系
直播+平台	不断拓展覆盖范围, 布局淘宝、抖音、快手、京东等众多平台
直播+用户	直播间分享美食、福利等内容输出, 让直播消费习惯养成

资料来源: 开源证券研究所

形成品牌直播生态圈, 加强用户粘性。公司还在不断探索金字直播间新模式。通过内容+场景共振, 打造直播多场景。目前公司的直播已经不是传统的直播带货模式, 而是形成品牌直播生态圈, 多维度地和用户进行高频交流互动, 如通过美食烹饪课程、溯源透明工厂、线下门店联动、美好生活方式分享和云游博览馆等方式, 增强用户粘性、更快把握用户需求。

图32: 金字火腿形成品牌直播生态圈



资料来源: 公司官网

3.3.2、推出产品互联网平台，打造肉类一站式交易服务平台

推出“肉掌门”交易平台，打造肉类产业网上交易平台。“肉掌门”交易平台是由金字火腿控股子公司金字优品电子商务有限公司开发并运营。在此平台上，公司邀请西班牙、意大利及法国等全球知名肉类供应商入驻；同时，也邀请国内肉类食品加工企业、贸易商、餐饮企业等肉类精准客户入驻平台，负责上下游对接，撮合供应方和需求方。此外，公司在积累行业资源和用户数量的基础上，定位于肉类一站式交易服务平台，即肉类商品垂直 B2B 平台，为入驻企业提供免费发布肉类供求信息、肉类行业资讯，整合肉类行业供需资源，入驻企业只需提供产品报盘，就可在线下单采购全球冷冻猪肉，轻松实现全球采购，从而推动肉类产业互联网化进程。

图33：“肉掌门”APP 打肉类一站式交易服务平台



资料来源：肉掌门官网

3.4、剥离中钰资本，未来对业绩影响有限

公司谋求转型，收购中钰资本以进军大健康产业。2012-2016 年间，受火腿行业需求放缓及猪肉价格上涨等因素影响，金字火腿开始谋划转型。中钰资本专注于大健康产业投资，产业投资和整合经验丰富，故公司决定与中钰资本合作，进军医疗大健康领域，实现双主业发展。2016 年 7 月，公司正式对外宣告将收购中钰资本股权，用 4.3 亿元现金受让中钰金控及禹勃等股东持有的中钰资本股份。在此次交易完成后，金字火腿持有中钰资本 43% 的股权。2016 年 12 月，公司又以 1.63 亿元对中钰资本进行增资，完成对中钰资本 51% 股权的持有，实现了对中钰资本的控制。金字火腿也间接控制了中钰资本旗下在新三板上市的中钰医疗。

中钰资本与金字火腿签订业绩补偿承诺。根据收购协议约定，交易对方娄底中钰、禹勃、马贤明、金涛、王波宇、王徽承诺，中钰资本在 2017 年至 2019 年年度净利润每年分别不低于 2.5 亿元、3.2 亿元、4.2 亿元。同时，中钰资本将每年度进行现金分红，比例原则上不少于当年可分配利润的 60%。

由于政策变化，中钰资本业绩不及预期，请求回购股份。由于政策变化，资本市场去杠杆，众多并购项目无法顺利开展。2017 年中钰资本实际完成净利润仅为

1281.39 万元。2018 年 8 月，金字火腿与娄底中钰、禹勃、马贤明、金涛、王波宇、王徽及中钰资本等签署《股权回购协议》，约定后者回购金字火腿所持 51% 中钰资本股权，并在 2018 年 11 月通过股东大会审议。

金字火腿剥离中钰资本，陆续回收款项。2018 年 12 月，中钰资本 51% 股权的交割与工商变更手续完成，公司不再持有中钰资本的股权。由于付款进度滞后与回购方现金回流、经营状况不如预期等原因，2020 年 8 月，公司同意回购方提出的调整股权回购款支付事项，将股权回购款调整为按公司实际投资本金 5.93 亿计算（已收到 8605 万元），在 2020 年 11 月前支付 2.64 亿元，2021 年 11 月 30 日前支付剩余的 2.43 亿元。截至 2020 年底，公司共收到回购款项 1.59 亿元。娄底中钰等回购方尚欠公司回购款 4.34 亿元。

债权公开拍卖转让，消除应收款风险。金字火腿并购中钰资本后，中钰资本和金字火腿的业务由两个团队分别管理，实现在经营方面的隔离，从而使得火腿业务受中钰资本的后续影响小。且公司发布拍卖债权公告，公司创始人施廷军计划按 3 亿元价格购买债权保护上市公司，且公司已合计计提 1.1 亿元坏账准备，对公司业绩影响较小。

表6: 金字火腿剥离中钰资本

时间	事项
2016 年 7 月	金字火腿以 4.3 亿元取得中钰资本公司 43% 的股权，并签订股权收购协议
2016 年 12 月	金字火腿以 1.6 亿元增资取得中钰资本公司 8% 的股权，合计取得中钰资本公司 51% 的股权
2018 年 8 月	中钰资本业绩不及预期，双方签订股份回购协议，业绩承诺方依约回购金字火腿所持 51% 中钰资本公司股权
2018 年 10 月	双方签订回购协议，议定回购金额以及资金支付时间
2018 年 12 月	办妥股权变更的工商登记手续，金字火腿不再持有中钰资本公司的股权
2020 年 4 月	金字火腿收到中钰资本承诺函，恳请将股权回购款调整为实际投资本金，并重新约定还款时间
2020 年 7 月	金字火腿收到娄底中钰支付的股权回购款 3,605 万元，截止此披露日，公司共收到回购款项 8,605 万元。
2020 年 8 月	金字火腿审议通过中钰资本于 2020 年 4 月提出的调整方案
2020 年 10 月	金字火腿同意公司与中钰资本及其控股子公司中钰医疗签署房产抵债协议，购买其所拥有的北京、成都房产，交易价格为 6,313.27 万元
2020 年 11 月	公司收到中钰资本管理（北京）有限公司支付的股权回购款 1000 万元
2020 年 11 月	金字火腿发布关于拟拍卖转让中钰资本股权回购款剩余债权的公告

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们预计金字火腿 2020 年营业收入增速约 184%。分产品来看，火腿肉制品业务仍旧为公司的主要收入来源，其中：（1）火腿：公司推出火腿新品，将火腿消费场景自传统的调味场景拓展至火锅、烧烤等场景，并全渠道同步发力，预计 2020 年增速约 30%；（2）定制品牌肉：国内外猪价价差尚存，发力开拓 toB、toC 渠道显效，有望放量，预计 2020 年增速约 670%；（3）特色肉制品：公司内部形成产业链闭环，进口国外低价猪肉，特色肉制品成本较低，毛利率较高。随着渠道布局进一步完善，特色肉制品有望继续放量，预计 2020 年增速达 200%。我们预计公司 2020-2022 年营收分别增长 184%、74.2%、43.4%。

表7: 收入预测: 火腿肉制品业务仍是主要收入增量来源

		2019A	2020E	2021E	2022E
火腿	收入(百万元)	132	172	229	321
	YOY	28%	30%	33%	40%
	毛利率	40%	45%	47%	47%
特色肉制品	收入(百万元)	58	175	263	381
	YOY	12%	200%	50%	45%
	毛利率	57%	58%	59%	60%
定制品牌肉	收入(百万元)	51	393	825	1,197
	YOY	11%	670%	110%	45%
	毛利率	37%	10%	12%	12%
火腿制品	收入(百万元)	8	12	17	26
	YOY	-25%	50%	50%	50%
	毛利率	51%	39%	40%	40%
冷链	收入(百万元)	22	22	23	23
	YOY	-5%	2%	2%	2%
	毛利率	27%	27%	27%	27%
其他	收入(百万元)	10	26	36	50
	YOY		150%	40%	40%
	毛利率	77%	77%	77%	77%
合计	收入(百万元)	282	800	1,393	1,997
	YOY	-34.0%	184.0%	74.2%	43.4%
	毛利率	44%	31%	29%	29%

数据来源: Wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要肉制品企业的估值水平, 可发现 2020 年行业平均估值在 20.9 倍 PE 左右, 而金字火腿估值 48.9 倍 PE, 高于行业平均水平。我们认为金字火腿经营思路发生较大转变, 精耕肉制品行业, 自火腿企业向中式肉制品企业迈进, 未来仍处于快速发展时期, 可享受估值溢价。

表8: 可比公司估值: 金字火腿高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000895.SZ	双汇发展	49.92	1.92	2.24	2.40	26.0	22.3	20.8
002840.SZ	华统股份	9.43	0.50	1.46	2.03	19.0	6.5	4.6
600073.SH	上海梅林	9.83	0.56	0.60	-	17.6	16.4	-
平均值						20.9	15.1	12.7
002515.SZ	金字火腿	5.62	0.11	0.24	0.40	48.9	23.0	14.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、除金字火腿、双汇发展外, 其他企业均使用 Wind 一致预期

2、最新股价采用 1 月 18 日收盘价

投资建议: 预计 2020-2022 年归母净利分别为 1.1 亿(考虑计提等)、2.4 亿、3.9 亿, EPS 分别 0.11、0.24、0.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 48.9、23.0、14.0 倍。

中国目前肉制品消费占比仍较低，未来提升空间大，而其中风味丰富、含肉量高的中式肉制品具备发展潜力。金字火腿聚焦肉制品业务，自火腿向中式肉制品业务拓展，目前已经形成品牌肉、火腿、特色肉制品、植物肉等内部协同效应较强的运营模式。展望未来，随着渠道布局进一步完善、消费场景多元化，金字火腿各项业务放量可期，仍处于快速发展时期，业绩可较快增长，首次覆盖给予“增持”投资评级。

5、风险提示

猪肉价格波动风险、食品质量安全风险、疫情风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1125	1036	2224	3028	4228
现金	260	87	1024	1783	2558
应收票据及应收账款	16	18	32	55	70
其他应收款	668	491	576	539	793
预付账款	16	18	78	89	150
存货	164	381	472	520	615
其他流动资产	1	42	42	42	42
非流动资产	370	405	1111	1793	2321
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	284	282	989	1672	2201
无形资产	21	21	19	17	15
其他非流动资产	65	103	103	104	104
资产总计	1495	1441	3334	4821	6549
流动负债	55	67	1897	3157	4507
短期借款	0	0	1625	2834	3985
应付票据及应付账款	15	38	147	184	289
其他流动负债	40	29	126	139	232
非流动负债	61	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	60	60	60	60
负债合计	116	127	1957	3217	4567
少数股东权益	-0	0	0	0	0
股本	978	978	978	978	978
资本公积	176	176	176	176	176
留存收益	298	331	403	533	702
归属母公司股东权益	1378	1314	1377	1604	1981
负债和股东权益	1495	1441	3334	4821	6549

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-124	-129	106	331	299
净利润	-97	33	112	239	393
折旧摊销	40	21	45	97	146
财务费用	-9	-3	-5	-7	-11
投资损失	-6	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-154	-229	-45	5	-227
其他经营现金流	102	51	-0	-0	-0
投资活动现金流	-66	180	-749	-777	-672
资本支出	34	4	706	682	528
长期投资	-167	-80	0	0	0
其他投资现金流	-199	105	-43	-95	-144
筹资活动现金流	-108	-97	-44	-5	-4
短期借款	-50	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-60	0	0	0	0
其他筹资现金流	2	-97	-44	-5	-4
现金净增加额	-298	-46	-687	-450	-377

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	426	282	800	1393	1997
营业成本	247	159	554	992	1419
营业税金及附加	6	3	10	17	24
营业费用	71	29	52	74	100
管理费用	93	14	28	27	38
研发费用	22	3	8	7	10
财务费用	-9	-3	-5	-7	-11
资产减值损失	39	0	37	32	0
其他收益	9	8	5	6	7
公允价值变动收益	-73	0	0	0	0
投资净收益	6	2	2	2	2
资产处置收益	5	0	0	0	0
营业利润	-95	36	123	259	427
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	0
利润总额	-96	36	122	259	426
所得税	1	3	10	20	33
净利润	-97	33	112	239	393
少数股东损益	-88	-0	0	0	0
归母净利润	-8	34	112	239	393
EBITDA	-64	54	150	313	507
EPS(元)	-0.01	0.03	0.11	0.24	0.40

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.6	-34.0	184.0	74.2	43.4
营业利润(%)	-158.1	137.8	241.0	111.5	64.6
归属于母公司净利润(%)	-107.8	-497.9	235.1	112.3	64.8
获利能力					
毛利率(%)	42.1	43.6	30.7	28.8	29.0
净利率(%)	-2.0	11.9	14.1	17.1	19.7
ROE(%)	-7.0	2.5	8.2	14.9	19.8
ROIC(%)	-7.3	2.2	3.2	4.4	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	7.8	8.8	58.7	66.7	69.7
净负债比率(%)	-14.4	-2.0	47.9	69.3	75.1
流动比率	20.4	15.4	1.2	1.0	0.9
速动比率	17.1	9.3	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	11.0	16.5	32.0	32.0	32.0
应付账款周转率	15.7	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.01	0.03	0.11	0.24	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	-0.13	0.11	0.34	0.31
每股净资产(最新摊薄)	1.41	1.34	1.41	1.64	2.03
估值比率					
P/E	-652.2	163.9	48.9	23.0	14.0
P/B	4.0	4.2	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	-82.5	100.8	40.7	21.0	13.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn