

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021年01月29日

市场数据

目前股价	5.05
总市值（亿元）	49.40
流通市值（亿元）	44.33
总股本（万股）	97,831
流通股本（万股）	87,776
12个月最高/最低	8.23/4.104.10

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

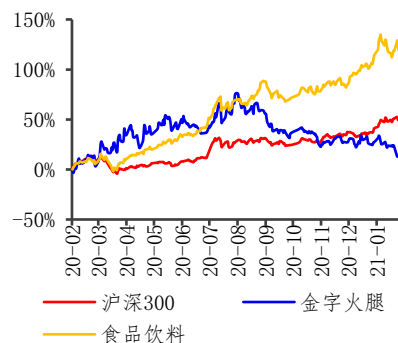
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：陈姝 S1070120070051

☎ 0755-83516207

✉ chenshu@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<全面起航，三季度营收利润高增长>>

2020-10-23

<<三季度业绩预期实现高增长，聚焦肉制品主业>> 2020-10-12

<<聚焦肉制品主业，业绩实现高增长>>

2020-08-11

聚焦主业快速发展，新品切入新赛道

——金字火腿（002515）公司专题报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	426	282	767	1276	1824
(+/-%)	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
净利润（百万元）	-8	34	71	227	310
(+/-%)	-107.8%	-497.9%	112.5%	219.0%	36.4%
摊薄 EPS（元/股）	-0.01	0.03	0.07	0.23	0.32
PE	-586	147	69	22	16

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**公司发布业绩预告，预计20年公司扣非后归母净利润在11000万元-13000万元之间，同比增长507.30%-617.71%，业绩实现高增长。由于截至2020年12月31日，中钰资本股权回购款剩余债权仍处于公开拍卖阶段，预计对剩余债权计提减值金额3600万元-6300万元，因此归母净利润在6000万元-8000万元之间，同比增长78.86%-138.48%。

■ **综合来看，我们认为驱动业绩增长因素有2点：产品力+渠道力。**

产品力：公司产品聚焦肉类产业，发展3大业务，即火腿、特色肉制品、个性化定制品牌肉类，同时公司试水新品，中式化再尝试，不断拓宽消费场景。**1.产品结构优化。**公司在火腿基础上，不断延伸业务领域，进入肉制品、肉类大赛道，个性化定制品牌肉类业务增长迅速，传统肉制品业务体量与火腿业务体量基本接近，产品结构不断丰富，香肠、腊肉、咸肉、酱肉、品牌肉类等产品用户群体广，消费频次高，市场空间大，生产周期短，有效扩大公司收入规模，平滑淡旺季现象，提高运营效率，增强盈利能力。**2.新品研发成果明显。**20年Q4公司推出金字火锅火腿、金字牛肉火锅火腿、金字低温香肠、金字咸肉等新品，重点培育大众消费爆款。火锅火腿系业内首创，跻身火锅赛道，主要面向火锅连锁品牌及家庭消费，兼具消费者基础及需求，有望带来增量。低温香肠主打低温工艺，定位香肠高端市场。金字咸肉则以现代工艺提升传统产品，为用户提供更安全、优质的产品。**3.产品竞争力不断增强。**公司作为传统肉制品品牌企业，充分利用供应链优势和自用原料优势，构建以品牌肉类为上游、肉制品加工为下游的内部产业链，提高综合利用率，产品竞争力不断加强。

渠道力：搭建线上营销销售渠道，不断完善销售网络。公司拓展线上营销渠道，涵盖社交电商、网红直播、内容电商、生鲜电商等，线上销售占比不断提高，培育用户基础及消费者粘度。公司除巩固淘宝天猫商店、京东店铺外，积极布局有赞小程序、拼多多、社区团购、拼购等平台，与市场发展趋势保持一致，新渠道放量。**2019年公司网络销售额为7559.46万元，同比增长44.24%；2020年上半年，线上销售额为9272.56万元，**

较上年同期增长 **112.78%**，已超过 **2019 年全年**。未来有望依托其不断扩张创新的线上渠道，成为年轻态、高频消费化的互联网快消品牌。同时，公司也积极巩固提升线下市场，加强与连锁餐饮品牌、食品加工企业、商超卖场等客户渠道的合作，服务群体和市场覆盖面不断扩大。

- **盈利预测与投资建议：**公司不断试水新品，进行中式化尝试，新品切入火锅赛道。线上渠道放量明显，完善渠道建设。公司采购具备优势，有望平滑成本。20 年公司归母净利润预计受剩余债权计提减值金额影响，但营业利润实现高增，聚焦主业快速发展，我们认为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 7.67、12.76、18.24 亿元，净利润为 0.71、2.27、3.1 亿元，EPS 分别为 0.07、0.23、0.32 元，对应的 PE 分别为 69、22、16X，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，渠道开拓速度放缓以及开拓数量不及预期，资产减值损失，疫情带来的不确定性影响，食品安全问题等。

目录

1. 业绩预告.....	5
2. 完善产品结构，新品切入火锅赛道.....	5
2.1 新品切入火锅赛道，丰富消费场景.....	5
2.2 优势中式赛道，优渥消费者基础.....	6
3. 丰富线上渠道，加强渠道建设.....	7
4. 盈利预测及估值水平.....	9
5. 风险提示.....	9
附：盈利预测表.....	10

图表目录

表 1: 公司火锅火腿产品价格	5
图 1: 新品火锅火腿	5
图 2: 中国餐饮行业规模及增速	6
图 3: 中式餐饮规模分类及占比 (17 年)	6
图 4: 火锅市场规模及增速	6
图 5: 消费者选择火锅时的就餐人数	7
图 6: 消费者外出就餐选择火锅频率	7
图 7: 中国网上销售额	7
图 8: 公司电商营销及销售平台	8
图 9: 公司线上销售额 (万元)	9

1. 业绩预告

公司发布业绩预告，预计 20 年公司扣非后归母净利润为 11000 万元-13000 万元之间，同比增长 507.30%-617.71%。由于中钰资本股权回购款剩余债权仍处于公开拍卖阶段，预计本期对剩余债权计提减值金额 3600 万元-6300 万元，因此归母净利润为 6000 万元-8000 万元之间，同比增长 78.86%-138.48%。

综合来看，我们认为 20 年公司聚焦肉类产业，专注火腿、特色肉制品、个性化定制品牌肉类三大业务，在产品力、渠道力具备优势，驱动业绩增长。同时新品切入火锅新赛道，切入中式优良赛道，有望未来带来增量。

2. 完善产品结构，新品切入火锅赛道

2.1 新品切入火锅赛道，丰富消费场景

公司于 20 年 Q4 上新火锅火腿新品，跻身火锅食材赛道，延展消费场景。目前产品已经在多个电商平台上线，分为金字火锅火腿以及金字牛肉火锅火腿两种，终端反馈较为良好。

图 1: 新品火锅火腿



资料来源：天猫旗舰店，长城证券研究所

表 1: 公司火锅火腿产品价格

平台	产品名称	产品规格	价格（元）
天猫	金字火锅火腿	64g	18
	金字牛肉火锅火腿	64g	25
京东	金字火锅火腿	256g	58
	金字牛肉火锅火腿	192g	68
拼多多	金字火锅火腿	64g	16.8
	金字牛肉火锅火腿	64g	19.8
苏宁易购	金字火锅火腿	256g	72
	金字牛肉火锅火腿	192g	75

有赞精选	金字火锅火腿	192g	49
	金字牛肉火锅火腿	192g	69
盒马	金字火锅火腿	256g	59
	金字牛肉火锅火腿	256g	78

资料来源：相关APP，长城证券研究所（日期截止为2020.01.25）

2.2 优势中式赛道，优渥消费者基础

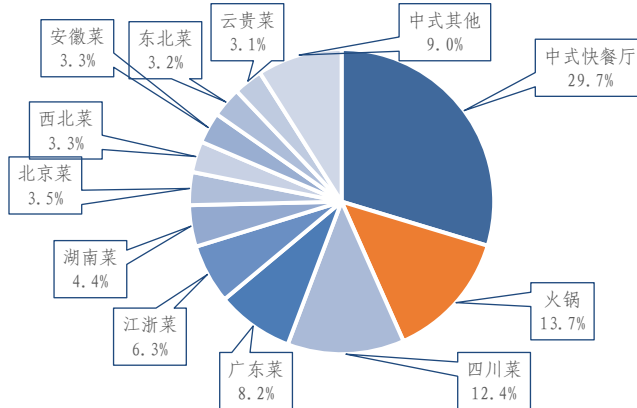
餐饮行业稳步增长，中式餐饮占比较高。我国餐饮业市场规模稳定增长，由2010年的1.76万亿元增加至2019年的4.67万亿元，复合年增长率为11.5%。我国餐饮业市场由三个分部组成，即中式餐饮、西式餐饮及其他餐饮。中式餐饮是最大组成部分，中式餐饮总收入由2014年的2.38万亿增至2019年的3.71万亿元，CAGR为9.3%。具体来讲，2019年中式餐饮总收入37108亿元，份额占比达79.42%。按照中式餐饮的规模以及分类，2017年火锅规模占比13.7%。

图 2：中国餐饮行业规模及增速



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

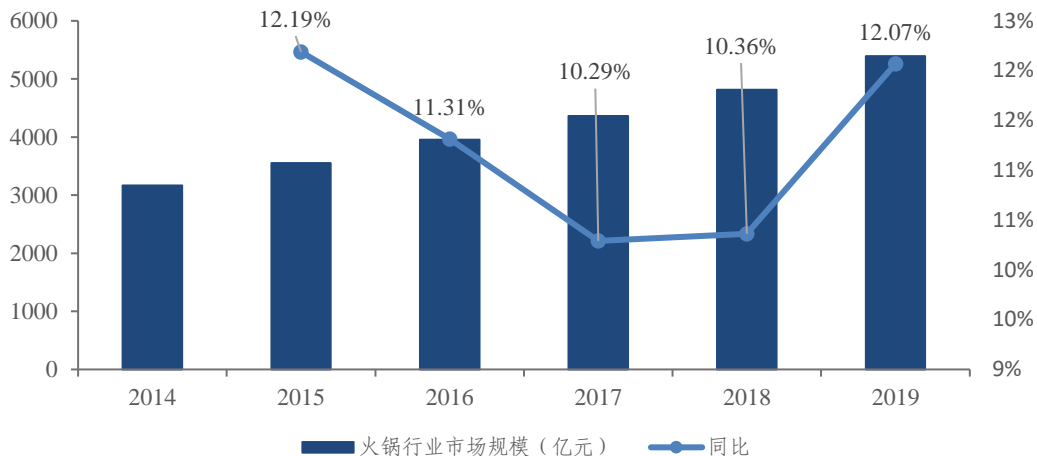
图 3：中式餐饮规模分类及占比（17年）



资料来源：海底捞招股说明书，长城证券研究所

火锅市场规模稳步增长，有望维持增速，兼具消费者基础。2019年火锅餐饮市场规模为5395亿元，2014-2019年火锅餐饮市场规模复合增速11.2%，根据第三方数据，2019-2024年火锅行业有望维持超过10%的复合增速。火锅作为中式餐饮中规模稳步增长的良好赛道，也具备优渥消费者基础。

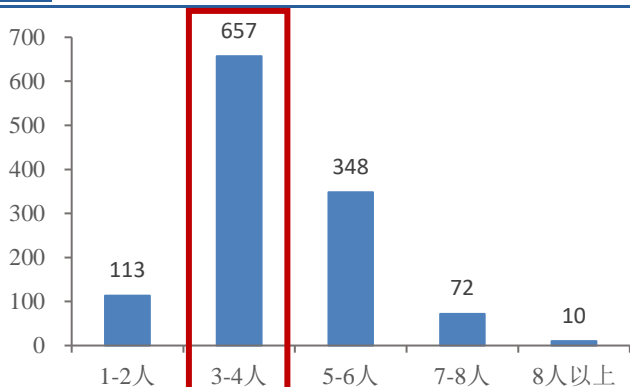
图 4：火锅市场规模及增速



资料来源: 中国饭店业协会, 长城证券研究所

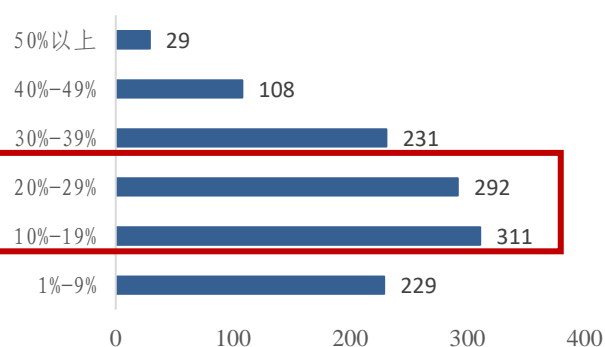
我们认为火锅具备强社交属性, 具备复购率及消费人群基础, 有望带来产品增量。根据就餐人数来看, 3-4人火锅就餐成为首选, 具备社交、聚餐、聚会属性, 消费人群较为广泛。消费者外出就餐时, 过半消费者外出就餐时有 10%-30%选择火锅, 具备复购率的基础。

图 5: 消费者选择火锅时的就餐人数



资料来源: 36kr 研究院, 长城证券研究所

图 6: 消费者外出就餐选择火锅频率

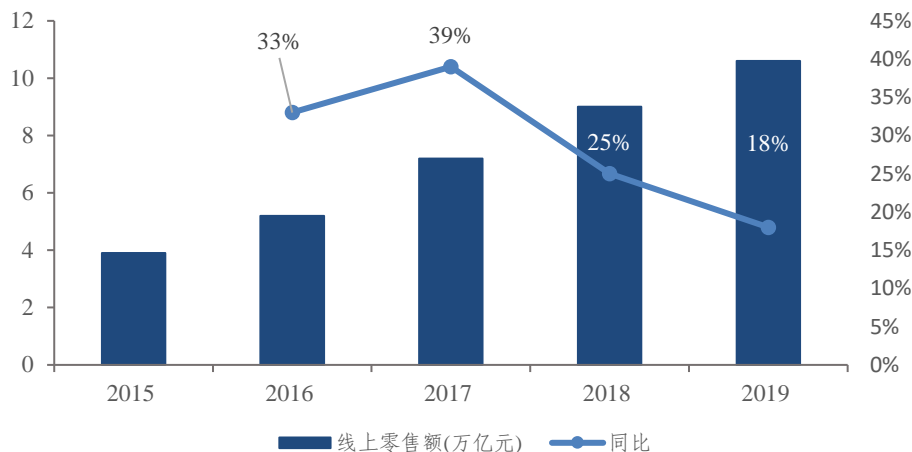


资料来源: 36kr 研究院, 长城证券研究所

3. 丰富线上渠道, 加强渠道建设

2015年至2019年, 网络零售持续稳健发展, 拉动消费增长。2019年中国网上零售额达10.6万亿元, 同比增长18.1%。疫情催化企业, 特别是新业态、新模式和新产品的加快成长, 网络购物、生鲜电商、“无接触”服务、新兴服务需求快速扩张, 开辟产业线上发展的新空间。

图 7: 中国网上零售额



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

线上线下相融合等创新销售模式在满足便捷购买需求的同时，优化消费体验，成为消费升级时代食品零售创新的典型之一。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。

公司搭建线上营销以及销售渠道，完善销售网络。公司拓展网上营销渠道，涵盖社交电商、网红直播、内容电商、生鲜电商等，线上销售占比不断提高，培育用户基础及消费者粘度。公司除巩固淘宝天猫商店、京东店铺外，积极布局微信有赞小程序、拼多多等社区团购、拼购电商平台，与市场发展趋势保持一致，有望助力公司肉制品及品牌肉类产品迅速放量。

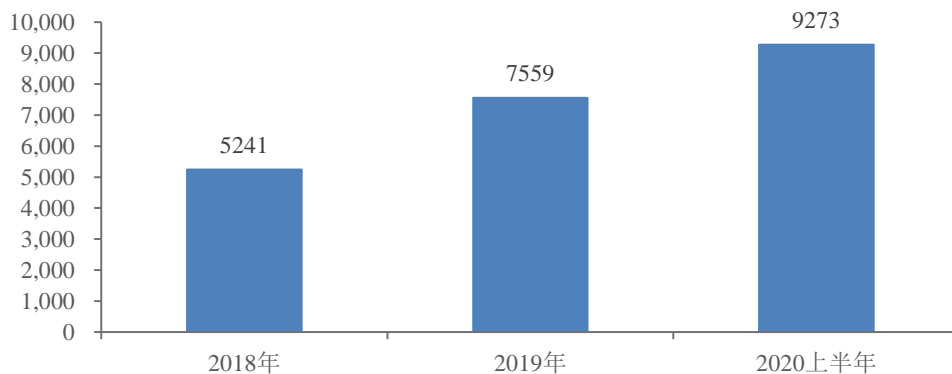
图 8：电商营销及销售平台

渠道			
天猫	京东	拼多多	苏宁易购
抖音	京东到家	有赞	云集
小米有品	盒马鲜生	叮咚买菜	每日优鲜

资料来源：各APP，长城证券研究所

2019年公司网络销售额为7559.46万元，同比增长44.24%；2020年上半年，线上销售额为9272.56万元，较上年同期增长112.78%，并成功超过2019年全年。未来公司有望依托其不断扩张创新线上渠道，成为年轻态、高频消费化的品牌。

图 9：公司线上销售额（万元）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

4. 盈利预测及估值水平

公司不断试水新品，进行中式化尝试，新品切入火锅赛道。线上渠道放量明显，完善渠道建设。公司采购具备优势，有望平滑成本。20年归母净利润预计受剩余债权计提减值金额影响，但营业利润实现高增，聚焦主业快速发展，预计近几年将进入业绩快速发展期，我们预计公司20-22年营收分别为7.67、12.76、18.24亿元，净利润为0.71、2.27、3.1亿元，EPS分别为0.07、0.23、0.32元，对应的PE分别为69、22、16X，给予“推荐”评级。

5. 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，渠道开拓速度放缓以及开拓数量不及预期，资产减值损失，疫情带来的不确定性影响，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	543.54	893.55	1258.49	营业收入增长	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
销售费用	70.76	29.38	43.70	63.82	91.19	营业成本增长	16.6%	-35.7%	242.3%	64.4%	40.8%
管理费用	92.57	13.98	19.93	31.91	43.77	营业利润增长	-158.1%	137.8%	236.6%	105.9%	36.6%
研发费用	21.98	3.41	7.67	12.76	18.24	利润总额增长	-158.9%	-137.5%	118.4%	219.0%	36.4%
财务费用	-8.55	-3.00	-9.96	-30.07	-13.02	净利润增长	-107.8%	-497.9%	112.5%	219.0%	36.4%
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	3.85	2.81	3.33	毛利率	42.1%	43.6%	29.1%	30.0%	31.0%
营业利润	-95.23	35.95	121.02	249.19	340.44	销售净利率	-22.7%	11.8%	9.4%	18.1%	17.2%
营业外收支	-0.74	0.03	-42.44	1.50	1.50	ROE	-7.0%	2.5%	5.4%	14.7%	16.7%
利润总额	-95.96	35.98	78.58	250.69	341.94	ROIC	-9.2%	2.6%	4.5%	11.2%	13.9%
所得税	0.80	2.81	6.29	20.06	27.36	营运效率					
少数股东损益	-88.33	-0.37	1.01	3.23	4.40	销售费用/营业收入	16.6%	10.4%	5.7%	5.0%	5.0%
净利润	-8.43	33.55	71.28	227.41	310.18	管理费用/营业收入	21.7%	5.0%	2.6%	2.5%	2.4%
						研发费用/营业收入	5.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
资产负债表					(百万)	财务费用/营业收入	-2.0%	-1.1%	-1.3%	-2.4%	-0.7%
流动资产	1124.56	1035.91	1854.36	2439.30	3200.91	投资收益/营业利润	-6.0%	4.9%	3.2%	1.1%	1.0%
货币资金	259.95	86.59	383.31	765.90	1276.73	所得税/利润总额	-0.8%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
应收票据及应收账款	16.28	17.82	72.86	74.63	131.34	应收账款周转率	10.99	16.52	13.75	15.13	14.44
其他应收款	667.64	490.57	518.15	255.48	36.34	存货周转率	1.42	0.58	0.95	0.90	0.90
存货	163.97	380.63	763.65	1222.00	1574.64	流动资产周转率	0.36	0.26	0.53	0.59	0.65
非流动资产	370.14	405.18	523.68	602.36	647.54	总资产周转率	0.22	0.19	0.40	0.47	0.53
固定资产	284.36	281.54	395.65	469.54	508.46	偿债能力					
资产总计	1494.70	1441.09	2378.03	3041.65	3848.45	资产负债率	7.8%	8.8%	43.8%	48.4%	51.1%
流动负债	55.24	67.21	980.78	1413.76	1905.97	流动比率	20.36	15.41	1.89	1.73	1.68
短期借款	0.00	0.00	823.12	1272.02	1635.54	速动比率	17.09	9.30	1.02	0.80	0.77
应付款项	14.98	37.97	34.50	25.07	56.12	每股指标 (元)					
非流动负债	61.12	59.79	59.79	59.79	59.79	EPS	-0.01	0.03	0.07	0.23	0.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.41	1.34	1.37	1.60	1.92
负债合计	116.36	127.00	1040.57	1473.55	1965.76	每股经营现金流	-0.28	0.01	-0.35	0.02	0.24
股东权益	1378.34	1314.09	1337.47	1568.11	1882.69	每股经营现金	31.99	0.15	-4.85	0.07	0.76
股本	978.31	978.31	978.31	978.31	978.31						
留存收益	297.70	331.25	350.83	329.24	357.12	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.37	1.38	4.61	9.01	PE	-586	147	69	22	16
负债和权益总计	1494.70	1441.09	2378.03	3041.65	3848.45	PEG	2.28	10.53	-4.97	-0.09	0.14
						PB	3.58	3.76	3.70	3.16	2.64
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	-73.85	90.47	49.88	19.65	14.52
经营活动现金流	-123.72	-129.22	-345.57	15.43	234.28	EV/SALES	11.12	17.35	7.06	4.29	2.93
其中营运资本减	-255.40	-42.74	-431.28	-218.27	-122.08	EV/IC	3.29	3.56	2.44	1.89	1.50
投资活动现金流	-66.22	180.28	-141.89	-111.82	-99.98	ROIC/WACC	-1.06	0.31	0.52	1.36	1.69
其中资本支出	33.85	4.46	118.49	78.68	45.18	REP	-3.10	11.65	4.68	1.40	0.88
融资活动现金流	-107.77	-97.43	211.05	30.07	13.02						
净现金总变化	-297.58	-46.36	-276.40	-66.32	147.32						

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>