

**投资评级：推荐（维持）**
**报告日期：2020年10月23日**
**市场数据**

目前股价	6.21
总市值（亿元）	60.75
流通市值（亿元）	54.51
总股本（万股）	97,831
流通股本（万股）	87,776
12个月最高/最低	8.23/4.10

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

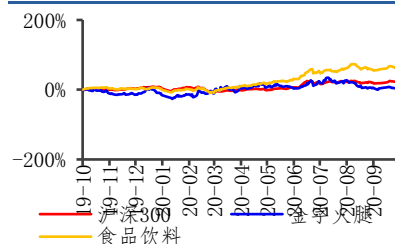
☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

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**

&lt;&lt;三季度业绩预期实现高增长，聚焦肉制品主业&gt;&gt; 2020-10-12

&lt;&lt;聚焦肉制品主业，业绩实现高增长&gt;&gt; 2020-08-11

&lt;&lt;全面回归主业，聚焦肉制品行业发展&gt;&gt; 2020-08-03

# 全面起航，三季度营收利润高增长

## ——金字火腿（002515）公司动态点评

**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	180	320	464
(+/-%)	-107.8%	-497.9%	437.2%	77.7%	44.8%
摊薄 EPS（元/股）	-0.01	0.03	0.18	0.33	0.47
PE	-721	181	34	19	13

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 20年前三季度公司实现营业收入4.86亿元，同比增长188.97%，主要是公司特色肉制品和品牌肉收入增加，归母净利润0.93亿元，同比增长94.79%。单看第三季度实现营业收入1.72亿元，同比增长305%，归母净利润0.29亿元，同比增长244.47%。**
- 单三季度费用率有所改善，控费效果明显。**前三季度公司销售毛利率为27.52%，同比下降16.73pct，销售净利率为18.93%，同比下降9.32pct。单三季度来看，公司销售毛利率环比提升1.22pct至23.54%，销售净利率环比提升4.24%至16.40%。费用端，从单三季度来看，销售费用率下降1.25pct至5.08%，管理费用率下降1.11pct至1.85%。
- 加大采购力度，有望平滑成本。**公司目前存货5.82亿元，主要原因是加大了采购力度，期末原材料有所增加。截止2020年8月10日，公司猪肉原料库存17300吨，在途3950吨，共计21250吨，大部分都是今年采购的。公司自有冷库6万吨，可配合原材料储备及调整。
- 截至目前，公司共收到回购款项14,918.27万元。**2020年9月，公司已将中钰资本及其控股子公司中钰医疗所属的北京房产过户至公司名下。2020年10月，公司已将中钰资本所属的成都房产过户至公司名下。
- 盈利预测与投资建议：**公司三季度营收以及利润均实现高增长，全面回归肉制品主业。肉制品产品结构逐步搭建，线上线下齐发力。公司采购具备优势，有望平滑成本。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34、19、13X，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。

## 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	<b>成长性</b>					
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%	485.8%	80.7%	44.8%
财务费用	-8.55	-3.00	2.90	-7.55	-16.86	净利润增长	-107.8%	-497.9%	437.2%	77.7%	44.8%
其他收益	9.26	7.91	10.00	11.00	11.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	5.75	1.77	64.65	146.66	177.60	毛利率	42.1%	43.6%	43.3%	43.2%	43.8%
营业利润	-95.23	35.95	210.82	379.53	549.91	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	210.79	380.80	551.36	ROIC	-9.2%	2.6%	12.1%	17.3%	25.1%
所得税	0.80	2.81	28.03	50.65	73.33	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	-88.33	-0.37	2.56	9.90	14.34	销售费用/营业收入	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/营业收入	21.7%	5.0%	6.0%	7.0%	7.0%
						研发费用/营业收入	5.2%	1.2%	2.0%	2.0%	1.5%
<b>资产负债表</b>					(百万)	财务费用/营业收入	-2.0%	-1.1%	0.4%	-0.6%	-0.9%
流动资产	1124.56	1035.91	1625.80	2293.24	2827.36	投资收益/营业利润	-6.0%	4.9%	30.7%	38.6%	32.3%
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%	13.3%	13.3%	13.3%
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	535.10	1075.95	1201.10	流动资产周转率	0.36	0.26	0.58	0.65	0.71
非流动资产	370.14	405.18	540.75	709.99	904.92	总资产周转率	0.22	0.19	0.43	0.49	0.54
固定资产	284.36	281.54	395.65	469.54	508.46	<b>偿债能力</b>					
资产总计	1494.70	1441.09	2166.55	3003.23	3732.28	资产负债率	7.8%	8.8%	33.2%	40.8%	39.6%
流动负债	55.24	67.21	658.83	1165.36	1416.39	流动比率	20.36	15.41	2.47	1.97	2.00
短期借款	0.00	0.00	542.77	1035.38	1207.69	速动比率	17.09	9.30	1.52	0.97	1.04
应付款项	14.98	37.97	20.03	28.31	37.80	<b>每股指标 (元)</b>					
非流动负债	61.12	59.79	59.79	59.79	59.79	EPS	-0.01	0.03	0.18	0.33	0.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.41	1.34	1.48	1.80	2.28
负债合计	116.36	127.00	718.62	1225.15	1476.17	每股经营现金流	-0.28	0.01	-2.88	0.16	-2.81
股东权益	1378.34	1314.09	1447.93	1778.08	2256.11	每股经营现金	31.99	0.15	-15.64	0.50	-5.92
股本	978.31	978.31	978.31	978.31	978.31						
留存收益	297.70	331.25	380.76	349.85	392.22	<b>估值</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.37	2.92	12.83	27.17	PE	-721	181	34	19	13
负债和权益总计	1494.70	1441.09	2166.55	3003.23	3732.28	PEG	2.81	12.95	1.96	-0.08	0.09
						PB	4.41	4.62	4.20	3.44	2.73
<b>现金流量表</b>					(百万)	EV/EBITDA	-91.53	111.50	26.32	15.74	10.58
经营活动现金流	-123.72	-129.22	-96.07	-59.03	397.12	EV/SALES	13.78	21.38	8.18	5.00	3.32
其中营运资本减	-255.40	-42.74	-244.32	-270.93	55.43	EV/IC	4.08	4.38	3.06	2.23	1.73
投资活动现金流	-66.22	180.28	-98.16	-58.54	-75.47	ROIC/WACC	-1.01	0.29	1.34	2.02	2.89
其中资本支出	33.85	4.46	118.49	78.68	45.18	REP	-4.03	15.07	2.29	1.11	0.60
融资活动现金流	-107.77	-97.43	198.19	7.55	16.86						
净现金总变化	-297.58	-46.36	3.95	-110.02	338.52						

**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，若给您造成不便，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.cqws.com>