

2020年12月22日

火腿老字号发新芽，新产品打开想象空间

金字火腿(002515)

分析判断:

深耕肉制品多年，特色、品牌肉制品表现亮眼

2020年，公司面临疫情发展不确定的外部环境，积极开发线上电商渠道；同时，公司对产品进行不断升级创新，产品结构从相对单一的火腿类产品扩充到火腿、香肠、酱肉、淡咸肉、腊肉、腊肠等特色肉制品。2020年前三季度，公司业绩表现亮眼，实现营业收入4.86亿元，yoy+188.97%；实现归母净利润9253万元，yoy+94.79%。从盈利能力上看，2020年前三季度，公司火腿、肉制品业务毛利率继续保持较高水平。

产品结构不断丰富，新品有望成为公司新的增长点

公司经营火腿、传统肉制品、品牌肉类、肉掌门肉类网上交易平台、植物肉等，产品结构不断丰富，品牌和技术优势明显。在新品推出上，公司新推出的火锅火腿、淡火腿、低温香肠等产品，健康营养，风味优美，食用方便，用途多样，是业内首创产品，实现火腿消费由辅料到主料的飞跃，开创行业全新发展空间。在渠道拓展上，公司线上线下同时发力，线下进入餐饮酒店、食品加工、商超卖场等众多渠道，线上积极探索生鲜电商、社区电商、内容电商、网红直播等新型销售渠道。线上线下同时发力有助于公司构建多元化的销售渠道。在今年新冠肺炎疫情的影响下，线下渠道受到一定影响，但线上渠道的布局帮助公司仍然保持快速增长节奏。我们认为，随着公司产品结构的不断丰富以及线上线下渠道的持续布局，公司有望充分利用自身优势资源，打造肉类品牌消费品，开启金字新的发展征程！

猪价下行趋势确立，成本下行增厚利润空间

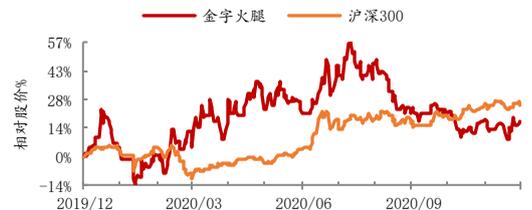
生猪采购成本是公司生产成本的重要组成部分，在养殖高盈利的刺激下，行业补栏积极性大幅抬升，带动生猪产能快速恢复。根据农业农村部数据，全国能繁母猪产能于2019年10月实现首次环比转正，2020年6月实现同比转正；2020年10月，全国能繁母猪存栏已达3950万头，yoy+32%，恢复至2017年年末的88%左右，生猪存栏3.87亿头，yoy+27%；2020年11月，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的90%以上，产能恢复速度非常快。随着下游生猪产能向生猪存栏的传导，猪价下行趋势较为明确，有望进一步增厚公司利润空间。

消费、产业双升级，助推打造传统肉制品领导品牌

在消费升级、产业升级的大趋势背景下，金字火腿明确了全力打造传统肉制品领导品牌的发展定位。首先是消费升级。肉类行业在经历了快速发展之后，已经进入一个新的阶段，消费者的需求已经“从无到有”、“从有到优”转变为“从优到健康”。改革

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	6.02
股票代码:	002515
52周最高价/最低价:	8.23/4.13
总市值(亿)	58.89
自由流通市值(亿)	52.84
自由流通股数(百万)	877.76



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110005
联系电话: 0755-23947349

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话:

研究助理: 施腾

邮箱: shiteng@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

华西农业 & 食品饮料联合覆盖

相关研究

1. 【华西农业】金字火腿(002515): 电商收入表现亮眼, 业绩高速增长可期

2020.08.16

开放以来，西式肉制品发展迅速，成为肉制品消费的主要产品。但近年来，随着消费升级，用纯肉制作，使用天然辅料口味丰富多样的中式传统肉制品成为人们肉制品消费的新趋势，占比不断提升，引领了肉制品消费的新增长。其次是产业升级。国内传统肉制品目前尚无领导品牌。随着我国经济发展进入“新常态”阶段，供给侧改革的不断深入，传统肉制品产业将会加快整合，提高产业集中化程度，从而彻底改变目前“小而散”的行业格局。在产业升级过程中，具有品牌、技术、渠道等综合优势的规模化企业将明显受益。

投资建议

猪价下行增厚公司利润空间，新品发力有望成为公司新的利润增长点。我们维持对公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.14/0.23/0.31 元的预测不变，当前股价对应的 PE 分别为 43/26/19X，维持“增持”评级。

风险提示

食品安全风险，疫情不确定性风险，猪价下行不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	426	282	650	904	1,249
YoY (%)	14.6%	-34.0%	131.0%	39.0%	38.2%
归母净利润(百万元)	-8	34	137	226	305
YoY (%)	-107.8%	497.9%	306.9%	65.2%	35.3%
毛利率 (%)	42.1%	43.6%	41.2%	55.5%	44.0%
每股收益 (元)	-0.01	0.03	0.14	0.23	0.31
ROE	-0.6%	2.6%	9.4%	13.5%	15.4%
市盈率	-691.67	173.81	42.72	25.85	19.10

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 深耕肉制品多年，特色、品牌肉制品表现亮眼.....	4
2. 产品结构不断丰富，新品有望成为公司新的增长点.....	4
3. 猪价下行趋势确立，成本下行增厚利润空间.....	6
4. 消费、产业双升级，助推打造传统肉制品领导品牌.....	6
5. 投资建议.....	7
6. 风险提示.....	7

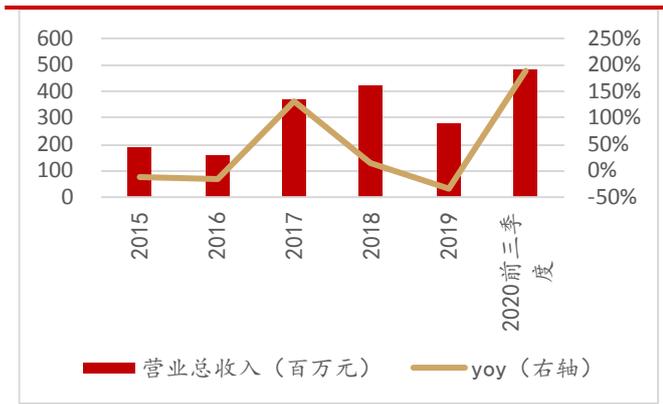
图表目录

图 1 2015-2020 前三季度，公司营收与增速情况.....	4
图 2 2015-2020 前三季度，公司归母净利与增速情况.....	4
图 3 公司主要产品矩阵示意图.....	5
图 4 2017-2020 年，全国生猪价格走势.....	6
表 1 可比公司盈利预测.....	7

1. 深耕肉制品多年，特色、品牌肉制品表现亮眼

2020年，公司面临疫情发展不确定的外部环境，积极开发线上电商渠道；同时，公司对产品进行不断升级创新，产品结构从相对单一的火腿类产品扩充到火腿、香肠、酱肉、淡咸肉、腊肉、腊肠等特色肉制品。2020年前三季度，公司实现营业收入4.86亿元，yoy+188.97%；实现归母净利润9253万元，yoy+94.79%。从盈利能力上看，2020年前三季度，公司火腿、肉制品业务毛利率继续保持较高水平。

图1 2015-2020前三季度，公司营收与增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 2015-2020前三季度，公司归母净利润与增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 产品结构不断丰富，新品有望成为公司新的增长点

金字火腿是中国火腿行业龙头企业、传统肉制品品牌企业、肉类产业互联网创新企业，2010年12月在深交所上市。公司经营火腿、传统肉制品、品牌肉类、肉掌门肉类网上交易平台、植物肉等，主要产品有金字火腿、淡火腿、火锅火腿、发酵火腿、低温香肠、腊肠、腊肉、酱肉、淡咸肉等传统肉制品，个性化定制优质猪肉、牛肉等品牌肉类，黄金火腿等植物基食品。

3. 猪价下行趋势确立，成本下行增厚利润空间

生猪采购成本是公司生产成本的重要组成部分，在养殖高盈利的刺激下，行业补栏积极性大幅抬升，带动生猪产能快速恢复。根据农业农村部数据，全国能繁母猪产能于 2019 年 10 月实现首次环比转正，2020 年 6 月实现同比转正；2020 年 10 月，全国能繁母猪存栏已达 3950 万头，yoy+32%，恢复至 2017 年年末的 88%左右，生猪存栏 3.87 亿头，yoy+27%；2020 年 11 月，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的 90%以上，产能恢复速度非常快。随着下游生猪产能向生猪存栏的传导，猪价下行趋势较为明确，有望进一步增厚公司利润空间。

图 4 2017-2020 年，全国生猪价格走势



资料来源：猪易通，华西证券研究所

4. 消费、产业双升级，助推打造传统肉制品领导品牌

在消费升级、产业升级的大趋势背景下，金字火腿的发展定位是全力打造传统肉制品领导品牌。

首先是消费升级。肉类行业在经历了快速发展之后，已经进入一个新的阶段，消费者的需求已经“从无到有”、“从有到优”转变为“从优到健康”。改革开放以来，西式肉制品发展迅速，成为肉制品消费的主要产品。但近年来，随着消费升级，用纯肉制作，使用天然辅料口味丰富多样的中式传统肉制品成为人们肉制品消费的新趋势，占比不断提升，引领了肉制品消费的新增长。

其次是产业升级。国内传统肉制品目前尚无领导品牌。随着我国经济发展进入“新常态”阶段，供给侧改革的不断深入，传统肉制品产业将会加快整合，提高产业集中化程度，从而彻底改变目前“小而散”的行业格局。在产业升级过程中，具有品牌、技术、渠道等综合优势的规模化企业将明显受益。

5. 投资建议

猪价下行增厚公司利润空间，新品发力有望成为公司新的利润增长点。我们维持对公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.14/0.23/0.31 元的预测不变，当前股价对应的 PE 分别为 43/26/19X，维持“增持”评级。

表 1 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000895.SZ	双汇发展	47.45	1.64	1.88	2.16	2.45	28.93	25.24	21.97	19.37
002840.SZ	华统股份	11.00	0.47	0.46	1.27	1.74	23.40	23.91	8.66	6.32
600073.SH	上海梅林	10.67	0.39	0.56	0.60	-	27.36	19.05	17.78	-
平均							26.57	22.74	16.14	12.84

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 12 月 22 日收盘价

6. 风险提示

食品安全风险，疫情不确定性风险，猪价下行不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	282	650	904	1,249	净利润	33	200	380	400
YoY (%)	-34.0%	131.0%	39.0%	38.2%	折旧和摊销	21	11	18	16
营业成本	159	382	402	700	营运资金变动	-229	28	-98	-313
营业税金及附加	3	9	12	16	经营活动现金流	-129	181	255	34
销售费用	29	85	99	137	资本开支	-4	54	11	26
管理费用	14	32	45	62	投资	-80	0	0	0
财务费用	-3	0	0	0	投资活动现金流	180	109	52	91
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	2	54	42	65	债务募资	0	0	0	0
营业利润	36	207	403	419	筹资活动现金流	-97	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-46	290	308	125
利润总额	36	207	403	419					
所得税	3	7	23	19	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	33	200	380	400	成长能力				
归属于母公司净利润	34	137	226	305	营业收入增长率	-34.0%	131.0%	39.0%	38.2%
YoY (%)	497.9%	306.9%	65.2%	35.3%	净利润增长率	497.9%	306.9%	65.2%	35.3%
每股收益	0.03	0.14	0.23	0.31	盈利能力				
					毛利率	43.6%	41.2%	55.5%	44.0%
					净利率	11.8%	30.7%	42.0%	32.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	2.3%	7.9%	10.6%	11.6%
货币资金	87	376	684	809	净资产收益率 ROE	2.6%	9.4%	13.5%	15.4%
预付款项	18	19	20	35	偿债能力				
存货	381	21	18	29	流动比率	15.41	8.96	10.59	8.39
其他流动资产	551	969	1,085	1,483	速动比率	9.48	8.70	10.37	8.16
流动资产合计	1,036	1,386	1,807	2,355	现金比率	1.29	2.43	4.01	2.88
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	8.8%	12.4%	10.8%	12.9%
固定资产	282	211	174	121	经营效率				
无形资产	21	41	65	93	总资产周转率	0.20	0.38	0.43	0.47
非流动资产合计	405	343	317	279	每股指标 (元)				
资产合计	1,441	1,728	2,124	2,634	每股收益	0.03	0.14	0.23	0.31
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	1.34	1.48	1.71	2.02
应付账款及票据	38	58	67	122	每股经营现金流	-0.13	0.19	0.26	0.03
其他流动负债	29	96	104	159	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	67	155	171	281	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	173.81	42.72	25.85	19.10
其他长期负债	60	60	60	60	PB	4.07	4.02	3.48	2.94
非流动负债合计	60	60	60	60					
负债合计	127	215	230	340					
股本	978	978	978	978					
少数股东权益	0	64	218	313					
股东权益合计	1,314	1,514	1,894	2,294					
负债和股东权益合计	1,441	1,728	2,124	2,634					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。