



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 电商渠道快速增长、低价原料采购加码

### ——金字火腿（002515）调研快报

2014 年 05 月 21 日

推荐/首次

金字火腿

调研快报

#### 关注 1：公司战略——坚持发展高端肉类食品

肉类产品是一个大市场，公司定位还是在做高端肉制品：传统火腿稳步发展、巴玛火腿重点发展、特色肉制品也是重要发展。传统火腿公司已经是龙头，未来会去整合，可能 2-3 年传统火腿行业整合。特色肉制品主要是香肠、腊肉、五香牛肉等，主要是因为电商渠道中这些产品走量最大，并且相比火腿没有明显淡季。公司在上海收购一个工厂，未来会考虑把营销中心设置在上海。

#### 关注 2：巴玛火腿遭遇困难但仍然是重点产品

巴玛火腿是公司准备了 12 年产品，推广也有 3 年，去年下滑受三公消费影响，酒店渠道下降。巴玛火腿是世界上认可的食品，中国市场迟早会发展起来，并且巴玛火腿是可以走向大众。巴玛产品的推广还主要是推广文化，推广巴玛火腿美食文化，借助了一些红酒圈子、浙商圈子去推广，巴玛的运作思路从经营产品到经营用户转变。

#### 关注 3：传统火腿未来看点在行业整合

2004 年，全国火腿行业公司大约有 100 家，2010 年火腿行业开始走下坡路，目前全国火腿生产公司也只有 50-60 家，实际能开工生产的 40 家左右。公司的火腿市场份额已经接近 40%。预计 2014 年、2015 年可能是火腿行业最差的阶段，未来行业内厂商数量可能会下降到 10 家左右，2016 年后行业格局会发生重大转变。未来 2-3 年将会是行业并购的好时机。

#### 关注 4：渠道转型中，电商渠道快速增长

三公消费对酒店渠道的销售影响显著，2013 年公司酒店渠道销售占比 12%，2014 年一季度酒店渠道销售占比已经下降到 4.85%。但酒店渠道公司还是会坚持做下去，今年会针对酒店渠道需求开发一些半成品。从大的方面看，火腿传统的消费多是礼品消费，现在要往家庭消费端引导，商超终端是最主要的渠道。公司还扩展了直供餐饮渠道，上海有一家米线连锁餐饮公司是公司客户，以前的订货量是 70-80 公斤，现在订货量是 400-500 公斤，虽然订货量还不是

#### 焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512090001

#### 徐昊

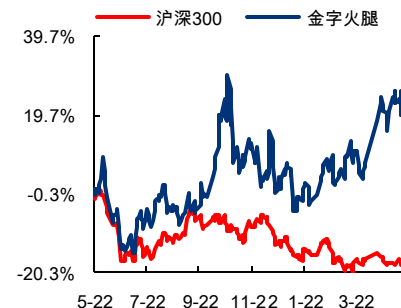
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	17.34-13.8
总市值（亿元）	24.85
流通市值（亿元）	15.19
总股本/流通 A 股（万股）	14333/8760
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.45

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

很大但餐饮渠道的价格比较贵，能达到 150 元/公斤，餐饮直供渠道的盈利水平也不错。

电商渠道 2011 年 11 月开始运作，当时就 2-3 个人的团队，2012 年才开始建团队，现在的团队有 16 个人。公司的电商还是依托第三方来运作，通过第三方平台的收入占比在 80% 以上，主要是天猫、京东、1 号店等，但 B2C、B2B 和 C2C 的模式都有，全网来看网上销售店已经有 20 多个。

考虑现在移动电商增长很快，2012 年通过移动平台销售的占比 8%，2013 年移动平台销售占比到 20%。公司也会重点在移动电商布局，在天猫、京东等电商的移动平台推广。下一步要利用微信、微薄社会化媒体做营销。2012 年电商渠道销售额 1000 万，2013 年电商渠道销售额 2000 万，2014 年前 4 个月电商渠道销售额超过 800 万，2014 年的销售目标还是翻倍。公司电商渠道的模式还是产品销售，2011 年开始电商渠道一直都是盈利的，盈利总额不高，扣除所有费用后，净利率水平在 12%-15%。

#### 关注 5：猪价低谷增加原料储备带来未来业绩增长弹性

目前公司库存火腿约 110 万条，存货市值约 2 个多亿。2014 年公司原先并没有计划大量储藏原材料，但一季度猪价下跌到历史低位，公司正在加大原料储备，全年计划采购原料腿 110 万条，目前已经采购 40 万条原料腿。2015 年猪价同比幅上升是大概率事件，传统火腿有 10 个月的生产周期，低价原料带来的盈利增长将在 2015 年体现。

公司冷链业务 2013 年 7 月开始运营，一期冷库储藏能力 6 万吨，二期建设完成后会达到 10 万吨。公司建设冷库的最初目的是为了公司自用，目前火腿产能并没有完全释放，冷库业务也对外经营。今年猪价便宜，冷库的储备冻肉功能也得到发挥。近期公司向双汇采购了两批猪肉合计 2300 吨，有了冷库就可以做平滑成本的工作。

具体看冷藏业务分三块：1）交易；2）储存出租；3）自用。交易主要是招经营户入场，2014 年招商情况比 2013 年好很多，库存也增长很多。对外纯储存业务对外知名度在逐步提高，2014 年量是 2013 年的 2-3 倍。目前冷库 6 万吨的产能利用率达到 75%，但定价相比上海冷藏库价格要低一些，要给市场一个逐步认识的过程。冷库现在已经取得国家猪肉收储库资格，还没有冻猪肉储备指标，国家收储冻猪肉会有一定财政贴息。近期冷库也取得了进口商品的备案库资格，将被海关指定为进口冷冻制品的存放库。

#### 结论：

公司目前正在调整渠道结构，加大商超渠道和电商渠道扩展，冷库业务增长较快，盈利水平较低业绩贡献不充分。2014 年是猪价小年，公司适时加大了原料采购力度，2015 年将享受低价成本带来盈利弹性。我们预计公司 2014 年-2016 年的营业收入分别为 2.28 亿元、2.69 亿元和 3.16 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 2272 万元、3504 万元和 4680 万元，假设定增 2014 年内可以完成，全面摊薄后的每股收益分别为 0.12 元、0.18 元和 0.24 元，对应 PE 分别为 150X、97X、73X。考虑公司主业有望在 2015 年出现业绩拐点，首次关注给予“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	683	526	1396	1361	1425	<b>营业收入</b>	185	203	228	269	316
货币资金	303	39	877	783	801	<b>营业成本</b>	98	125	136	157	185
应收账款	18	22	25	30	8	营业税金及附加	1	2	2	3	3
其他应收款	2	3	4	5	5	营业费用	41	42	44	46	48
预付款项	4	10	12	16	19	管理费用	16	20	22	23	25
存货	272	290	316	366	430	财务费用	-2	18	2	2	2
其他流动资产	84	161	161	161	161	资产减值损失	-0.06	0.36	0.50	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	388	644	588	533	477	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	139	139	139	139	投资净收益	3.01	32.12	0.00	0.00	0.00
固定资产	189.10	443.78	391.85	338.17	285.49	<b>营业利润</b>	34	26	23	38	54
无形资产	25	29	26	23	20	营业外收入	5.34	7.97	6.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.35	0.10	1.00	2.00	3.00
<b>资产总计</b>	1071	1170	1984	1893	1902	<b>利润总额</b>	39	34	28	44	59
<b>流动负债合计</b>	26	269	293	186	174	所得税	4	6	5	9	12
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	36	28	23	35	47
应付账款	9	35	35	41	48	少数股东损益	0	5	2	3	4
预收款项	8	10	13	16	19	归属母公司净利润	36	23	21	32	43
一年内到期的非	0	210	231	115	92	EBITDA	69	88	80	95	112
<b>非流动负债合计</b>	202	7	307	307	307	<b>BPS (元)</b>	0.25	0.16	0.12	0.18	0.24
长期借款	0	0	300	300	300	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	229	276	600	493	481	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	43	45	48	52	营业收入增长	4.99%	9.84%	12.42%	18.08%	17.43%
实收资本 (或股	143	143	179	179	179	营业利润增长	-24.36%	-23.19%	-13.96%	66.47%	41.55%
资本公积	531	531	975	975	975	归属于母公司净利润	-8.29%	54.63%	-8.29%	54.63%	33.60%
未分配利润	147	153	156	161	167	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	842	851	1339	1352	1369	毛利率 (%)	47.05%	38.27%	40.52%	41.58%	41.56%
<b>负债和所有者权</b>	1071	1170	1984	1893	1902	净利率 (%)	19.26%	13.76%	9.96%	13.01%	14.80%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)	3.32%	1.93%	1.04%	1.69%	2.25%
单位:百万元						ROE (%)	4.22%	2.66%	1.55%	2.37%	3.13%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	35	14	51	43	69	资产负债率 (%)	21%	24%	30%	26%	
净利润	36	28	23	35	47	流动比率	26.18	1.96	4.77	7.31	8.19
折旧摊销	36.31	42.97	0.00	55.55	55.55	速动比率	15.76	0.88	3.69	5.34	5.72
财务费用	-2	18	2	2	2	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-3	-5	22	总资产周转率	0.19	0.18	0.14	0.14	0.17
预收帐款增加	0	0	3	3	3	应收账款周转率	9	10	10	10	17
<b>投资活动现金流</b>	-39	-184	0	0	0	应付账款周转率	19.26	9.28	6.53	7.06	7.10
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.16	0.12	0.18	0.24
投资收益	3	32	0	0	0	每股净现金流 (最新	0.92	-1.45	4.68	-0.52	0.10
<b>筹资活动现金流</b>	136	-38	787	-137	-51	每股净资产 (最新摊	5.88	5.94	7.47	7.54	7.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	300	0	0	P/E	69.36	108.38	150.08	97.06	72.65
普通股增加	48	0	36	0	0	P/B	2.95	2.92	2.32	2.30	2.27
资本公积增加	-48	0	444	0	0	EV/EBITDA	31.67	30.25	34.46	28.74	24.22
<b>现金净增加额</b>	132	-207	838	-94	18						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

## 联系人简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。