



船小好掉头，期待电商渠道爆发

——金字火腿（002515）调研快报

2014年09月10日

推荐/维持

金字火腿

调研快报

关注 1：电商渠道收入占比快速提升

公司于 2011 年开始运作电商销售，当年销售仅 200 万元，收入占比 1.34%，2013 年电商渠道收入 1400 万元，收入占比 7.3%，2014 年上半年电商渠道收入超过 1000 万元，收入占比提升到 9.5%，预计 2014 年公司电商渠道收入有望接近 3000 万元。电商渠道的快速增长将成为公司业绩增长点。

公司目前电商渠道模式是采取与第三方电商平台合作的模式，已经和天猫淘宝、京东、1 号店等大型电商平台建立合作关系。其中天猫淘宝店是主力平台。2013 年天猫平台食品销售额约 120 亿元，销售占比不到 10%，2014 年上半年天猫平台食品销售额约 90 亿元。天猫淘宝从 2013 年开始重视食品类的销售，相比家电、日用品等商品，食品销售额在天猫淘宝的增长空间还很大。天猫平台上食品销售的保持快速增长，公司依托成熟第三方电商平台增长的模式暂无较大风险，金字火腿电商将借天猫水涨而船高。

关注 2：产能改造，适应电商产品销售

传统火腿产品和肉制品在电商渠道的销售比例接近 1:1，肉制品的消费需求增长要强于火腿产品，公司将开发更适应电商渠道销售的休闲类肉制品，产品包装更“萌萌哒”。肉制品的产能相对电商渠道需求的增长已显得不足，公司已开始产能改造。预计 10 月底产能改造完毕，虽然会错过天猫“双 11”活动放量，但不会错过 2015 年元旦和春节销售，公司计划 2015 年继续改造肉制品产能。

关注 3：2015 年充分享受低价原料福利

2014 年上半年是猪肉价格低点，公司顺势改变计划，利用自有冷库加大了原料猪肉的收购，上半年生产火腿 80 万条。公司改用先进先出核算原料成本，按照火腿 10 个月的生产发酵周期计算，2014 年上半年的低价原料结算入销售的时间点是 2015 年上半年。我们预计 2015 年生猪价格将比 2014 年有明显上升，火腿行业会采取提价的方式消化成本压力。而纵观行业内也少有公司拥有储备低价原料的能力和资金，金字火腿将充分享受低价原料福利。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

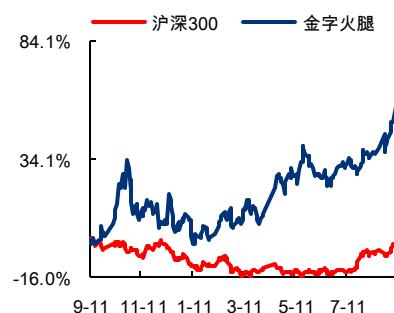
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间（元）	22.06-13.75
总市值（亿元）	31.62
流通市值（亿元）	19.71
总股本/流通 A 股(万股)	14333/8936
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.2

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《金字火腿（002515）：电商渠道快速增长、低价原料采购加码》2014-05-22

关注 4: 巴玛火腿试水直销, 暂未爆发

巴玛火腿仍然是公司的重点产品, 上半年巴玛火腿销售收入 2200 万元。巴玛火腿销售总体相比顶峰时期下滑约 1/3, 但是从今年春节、端午节以及近期中期节销售趋势看, 也不会再持续下滑, 消费在逐步恢复。巴玛火腿在上海地区已经开始直供餐饮的销售模式, 但目前销量规模较小。

结论:

公司发布了三季度业绩预期, 预计同比增长 0%-20%, 驱动利润增长的可能是投资收益增加。推荐公司的短期逻辑是 2015 年受猪价周期的影响, 公司储备了大量低价原料, 如果提价则对净利率弹性大。对于公司长期逻辑我们认为需要理解公司在电商模式的成长: 从产品角度看, 公司产品有品牌效应、品类优势和质量保证, 适应电商渠道销售特点。从增长动力看, 现在采取的依托第三方电商平台的模式短期内可以支撑销售增长, 但我们预计当公司电商渠道销售规模足够大的时候, 电商模式将会发生变化, 才能支撑更长周期增长。金字火腿电商收入占比预计将很快达到 20%以上, 而电商渠道始终保持了盈利状态, 是有良好现金流的销售模式。公司已经对食品电商做了充分了解, 未来会有更清晰的发展模式, 这也是公司最值的期待的地方。

我们预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 0.21 元、0.25 元和 0.30 元, 对应 PE 分别为 101.5X、82.8X、69.8X, 对公司向电商模式转型的期待支撑公司暂时高估值, 维持公司“推荐”的评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	683	526	980	1043	1228	营业收入	185	203	221	254	289
货币资金	303	39	287	229	260	营业成本	98	125	138	149	168
应收账款	18	22	36	35	32	营业税金及附加	1	2	2	2	3
其他应收款	2	3	4	4	5	营业费用	41	42	47	48	51
预付款项	4	10	17	24	32	管理费用	16	20	22	24	26
存货	272	290	396	368	368	财务费用	-2	18	10	19	22
其他流动资产	84	161	240	383	531	资产减值损失	-0.06	0.36	0.50	0.00	0.00
非流动资产合计	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	30.00	30.00	30.00
固定资产	189.10	443.78	391.85	338.17	285.49	营业利润	34	26	32	40	51
无形资产	25	29	26	23	20	营业外收入	5.34	7.97	6.00	6.00	6.00
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	4.00
资产总计	1071	1170	1568	1575	1705	利润总额	39	34	37	44	53
流动负债合计	26	269	645	625	722	所得税	4	6	7	8	10
短期借款	0	0	371	345	436	净利润	36	28	30	36	43
应付账款	9	35	38	41	44	少数股东损益	0	5	0	0	0
预收款项	8	10	13	15	19	归属母公司净利润	36	23	30	36	43
一年内到期的非	0	210	210	210	210	EBITDA	69	88	97	116	128
非流动负债合计	202	7	7	7	7	EPS (元)	0.25	0.16	0.21	0.25	0.30
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	229	276	652	632	729	成长能力					
少数股东权益	0	43	43	43	43	营业收入增长	4.99%	9.84%	8.83%	15.07%	13.85%
实收资本(或股)	143	143	143	143	143	营业利润增长	-24.36%	-23.19%	19.48%	28.46%	25.42%
资本公积	531	531	531	531	531	归属于母公司净利润	31.77%	22.57%	31.77%	22.57%	18.64%
未分配利润	147	153	168	186	207	获利能力					
归属母公司股东	842	851	873	900	933	毛利率 (%)	47.05%	38.27%	37.67%	41.30%	41.98%
负债和所有者权	1071	1170	1568	1575	1705	净利率 (%)	19.26%	13.76%	13.48%	14.36%	14.97%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3.32%	1.93%	1.90%	2.32%	2.54%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	4.22%	2.66%	3.41%	4.05%	4.64%
经营活动现金流	35	14	-135	-34	-57	偿债能力					
净利润	36	28	30	36	43	资产负债率 (%)	21%	24%	42%	40%	
折旧摊销	36.31	42.97	0.00	55.55	55.55	流动比率	26.18	1.96	1.52	1.67	1.70
财务费用	-2	18	10	19	22	速动比率	15.76	0.88	0.91	1.08	1.19
应收账款减少	0	0	-14	1	3	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2	3	3	总资产周转率	0.19	0.18	0.16	0.16	0.18
投资活动现金流	-39	-184	30	30	30	应收账款周转率	9	10	8	7	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.26	9.28	6.11	6.47	6.84
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	32	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.16	0.21	0.25	0.30
筹资活动现金流	136	-38	353	-55	59	每股净现金流(最新)	0.92	-1.45	1.73	-0.41	0.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.88	5.94	6.09	6.28	6.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	48	0	0	0	0	P/E	84.32	131.75	101.49	82.80	69.79
资本公积增加	-48	0	0	0	0	P/B	3.59	3.55	3.46	3.36	3.24
现金净增加额	132	-207	248	-58	32	EV/EBITDA	39.45	36.35	34.03	28.98	26.62

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学学硕士, 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, 6 年食品饮料行业研究经验。

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

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：

看好评好：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。