

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2020年04月02日
市场数据

目前股价	6.16
总市值（亿元）	60.26
流通市值（亿元）	50.58
总股本（万股）	97,831
流通股本（万股）	82,108
12个月最高/最低	7.92/4.134.13

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

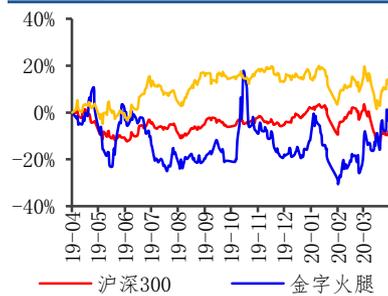
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

调理肉、传统肉、植物肉三箭齐发，进口肉贡献利润弹性

——金字火腿（002515）公司深度报告

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	372	426	282	767	1277
(+/-%)	131.8%	14.6%	-33.9%	172.3%	66.5%
净利润	108	-8	41	178	284
(+/-%)	442.7%	-107.8%	-585.4%	334.9%	59.5%
摊薄 EPS	0.11	-0.01	0.04	0.18	0.29
PE	56	-718	148	34	21

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 确立三级火箭的发展战略，思路清晰透彻，初见成效。**18年公司业务重新回归到肉制品的轨道上来，经过管理层人员调整，公司明确了三级火箭的发展战略：1、快速发展火腿及特色肉制品，作为公司的基础业务，不断提高品牌溢价能力；2、大力发展进口品牌肉及调理肉制品，作为公司新增业务；3、持续培育肉类产业互联网和植物肉业务，作为公司未来业务。1H19公司的火腿行业收入占比由同期的44.9%提升至84.7%，归母净利润较同期增长582.8%；1Q20净利润预计同比增长41%-73%，调整效果初见成效。
- 增长看点：调理肉制品+传统肉制品+植物肉三箭齐发，同时拓渠道、发力线上、提升品牌影响力，业务亟待放量，进口猪价差贡献利润弹性。**1、**调理肉制品行业空间广阔，1Q20公司试水较为成功。**随着家庭消费观念的转变与中央厨房的兴起，调理肉制品行业进入新的发展契机，未来空间广阔。1Q20公司试销仔排猪肉等产品，销售乐观，后续将继续推出新品与渠道开发，调理肉制品放量在即。2、**传统肉制品产品线持续升级与丰富，发力线上，打造产业互联网品牌。**公司以传统火腿为基础，不断推出香肠、酱肉、腊肉、腊肠、淡咸肉、休闲类肉制品等，丰富产品线结构；同时发力线上，目前各类合作电商客户达160家，将持续优化与平台电商、社交电商、直播电商、内容电商、生鲜电商的深入合作。3、**率先进入植物肉蓝海，培育市场，具有先发优势。**2019年10月“金字植物肉饼”在淘宝旗舰店上架，目前共上架3款与植物肉相关产品。公司将继续开发，主攻混合肉，未来会丰富植物肉丸、植物肉狮子头、植物腊肠等产品，同时开发市场渠道，加强宣传与推广，将成为未来新的增长点。4、**布局进口猪肉，享受猪价差红利，增加利润弹性。**18年10月公司全部使用进口猪肉原料，产品成本大幅降低，毛利水平改善明显。公司拥有6万吨冷库，借助与欧美等全球各地猪肉供应厂商的合作，进口国外优质猪肉，原料供应较为充足。
- 盈利预测与投资建议。**公司聚焦肉制品主业，发力调理肉制品、特色肉制

品等，目前公司处于品牌影响力提高，管理与基本面较以往大幅改善，近几年将进入业绩快速发展期。我们预计公司 20-21 年营收分别为 7.7、12.8 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.8 亿元，EPS 分别为 0.18、0.29 元，对应的 PE 分别为 34、21X。考虑调理肉制品行业和人造肉行业未来三年的复合增速超过 40%，公司将享受行业红利，同时公司的基本面较以往有大幅改善，业绩增长开始进入加速阶段，预计净利润增速快于可比公司，可享受一定的估值溢价，我们给予 20 年 PE 50 倍，对应的目标价为 9.0 元，对应市值为 89 亿元，首次覆盖给予“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，资产减值损失，食品安全问题等。

目录

1. 公司简介：深耕火腿行业，作出三大调整	5
1.1 深耕火腿二十五载，沉淀品牌深入人心	5
1.2 三大改变见效，发展环境有利	5
1.3 1Q20 净利润扭亏为正，业绩步入新的发展阶段	6
2. 确立三大火箭战略，聚焦肉制品主业	7
2.1 三级火箭战略，思路清晰透彻	7
2.2 实施战略前期准备充分，发展后劲足	7
2.3 创始人真抓实干，经营成效显著	8
3. 增长看点一：调理肉制品步入蓝海，进口猪肉成本优势明显	10
3.1 家庭消费观念转变与餐饮业的中央厨房化，调理肉制品开始步入蓝海	10
3.2 全球采购进口猪肉，拓宽利润弹性	11
3.3 进口品牌肉有 2B、2C 模式，满足国内需求	13
4. 增长看点二：传统肉制品发力线上，打造产业互联网品牌	14
4.1 发力线上渠道，形成多元化营销	14
4.2 丰富肉制品产品线，推陈出新，打造网红单品	15
4.3 线上收入高增长，客户定位更精准	15
5. 增长看点三：顺应健康消费趋势，布局植物肉，具有先发优势	16
5.1 2019 见证植物肉元年，植物肉市场前景巨大	16
5.2 提前与丹尼斯克合作，抢占国内市场先机	17
5.3 产品研发和渠道两手抓，市场尚在培育期	17
6. 盈利预测与投资建议	17
7. 风险提示	19
附：盈利预测表	20

图表目录

图 1:	公司业绩进新的发展阶段, 2019 年归母净利润同比增长达 582.8%	6
图 2:	公司确立三级火箭的发展战略, 思路清晰透彻	7
图 3:	金字冷冻食品城拥有 6 万吨容量的冷库	8
图 4:	1H19 公司火腿行业收入占比由同期的 44.9% 提升至 84.7%	9
图 5:	2017 年中国白领平均加班比例高达 84.9%	10
图 6:	人均冷库面积逐年提升	10
图 7:	08-18 年餐饮行业营收 CAGR 达 9.04%	11
图 8:	拥有中央厨房企业中, 80.9% 企业仅有一个	11
图 9:	餐饮行业的原材料、房租及物业、人力成本占营业额比例均升高	11
图 10:	全国居民人均食品肉类消费中, 猪肉遥遥领先	12
图 11:	2019 年国内猪肉产量下滑, 猪肉进口量上升	12
图 12:	本轮猪周期, 中美猪肉价差进一步拉大	12
图 13:	2019 年中国猪肉进口量在欧美五国均呈现攀升	12
图 14:	“肉掌门” app, 垂直 BtoB 平台	13
图 15:	2019 年内合作电商平台新增 100 家	14
图 16:	特色肉制品品类丰富	15
图 17:	通过与电商平台合作, 19 年 9 月线上销售额同比增长高达 75.8%	16
图 18:	植物肉市场预计将以 15% 的 CAGR 成长, 2025 年或达 279 亿美元	16
图 19:	目前天猫旗舰店上线 3 款植物肉相关食品	17
表 1:	公司发展历程	5
表 2:	研发团队深耕十载, 2020 年获“国家科技进步二等奖”	8
表 3:	现任管理层兼具产业经验	9
表 4:	各业务拆分 (百万元)	18
表 5:	相关上市公司估值比较	19

1. 公司简介：深耕火腿行业，作出三大调整

1.1 深耕火腿二十五载，沉淀品牌深入人心

公司于 1994 年成立，于 2010 年 12 月上市。公司历经 26 年行业积累，已经从火腿产业延伸至特色肉制品产业，2020 年开始更进入调理肉制品行业，目前涵盖火腿、特色肉制品、进口品牌肉、植物肉等多种业务，旗下拥有金华金字火腿有限公司、金字冷冻食品城有限公司等业务运作公司。公司经过二十多年的发展，已成为火腿行业生产规模最大的企业，具有领先的现代化厂房和生产设备，已形成覆盖全国的销售网络，在餐饮、烘焙、商超、食品加工、团购、流通、电子商务等渠道具有明显优势。公司的品牌也深入人心，其中“金字”商标为中国驰名商标、“巴玛”商标为国内首个发酵肉制品高端品牌、“新味和”和“公记”为具有百年历史的老字号品牌。

表 1: 公司发展历程

时间	事项
1994 年 11 月	金华市火腿有限公司创立
1996 年 12 月	“金字”商标注册成功
2008 年 02 月	完成股份制改造，整体变更为金字火腿股份有限公司
2009 年 01 月	投资建设的中国火腿博览馆正式开馆
2010 年 12 月	在深交所挂牌上市
2011 年 10 月	推出国内首个发酵肉制品品牌-巴玛火腿
2012 年 11 月	拥有 6 万吨冷库的金字冷冻食品城建成运营
2018 年 05 月	重点发展特色肉制品，推出香肠、酱肉、腊肉等产品
2019 年 10 月	率先推出植物肉产品
2019 年 12 月	推出肉类网上交易平台--肉掌门

资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.2 三大改变见效，发展环境有利

三大改变见效，呈现全新局面。2018 年来，金字大力推动三大改变，进展顺利，成效明显。一是由生产企业向品牌企业发展。以打造品牌消费品为目标，坚持以好原料、好工艺做好产品、树好品牌的经营思路，不断夯实金字品牌的护城河，品牌溢价能力不断提升。二是由火腿企业向肉类企业发展。业务范围从火腿细分行业进入肉制品、肉类大产业，市场空间不断扩大。2018 年起大力发展特色肉制品，占比不断提高；2020 年进入肉类产业，开展进口品牌肉业务，发展较好。三是由传统企业向网络企业发展。网络销售业务占比不断提高，并推出产业互联网平台，互联网化程度不断提高。

商业模式优势明显，可以平滑原料价格波动。公司自身没有养殖、屠宰等相关业务，避免养殖的疫病风险和市场价格波动风险。公司所有原料都通过外采，然后进行生产销售，获得品牌溢价。公司自有 6 万吨大型冷库，原料可以通过国内、国外两个市场采购，猪

肉价格低的时候多采购，价格高少采购，可以平滑原料价格波动。而且公司享有品牌优势，具有较强的定价权。

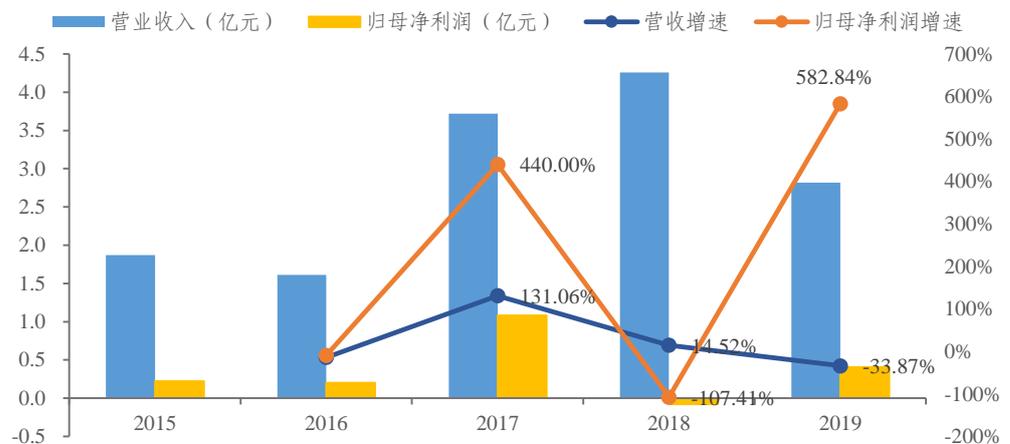
公司发展面临有利市场环境。2018年8月以来，国内非洲猪瘟疫情的爆发及近年来的环保政策变化等综合因素，使国内猪肉供应出现了较大缺口，猪肉价格大幅上升。2020年以来，新冠疫情的爆发，更是对生猪的养殖、屠宰、运输等提出了新的要求，对猪肉的采购、消费产生新的深远影响。因此，国内猪肉供应将在较长一个时期内持续短缺。2018年以来，公司加大了猪肉国外采购力度，充分利用自有冷库进行储存，有比较大的成本优势。公司原料库存充足，国外采购渠道通畅，采购成本相对可控，面临有利的发展机遇期。

1.3 1Q20 净利润扭亏为正，业绩步入新的发展阶段

公司经过 18、19 年的调整，开始进入新的发展阶段。根据公司业绩预告，2019 年公司营业收入 2.8 亿元，比上年同期下降 33.9%，主要是中钰资本不纳入合并范围，医疗健康业务被剥离，但火腿与其他肉制品业务增长可观；归母净利润 0.4 亿元，同比 582.8%，若剔除对中钰资本回购应收款减值 0.49 亿元，对应的净利润提升至 0.9 亿元。公司前期收购中钰资本，业绩未能兑现，18 年开始剥离医疗健康业务，回归到火腿等肉制品主业的轨道上来，进入新的发展阶段。

疫情期间刺激需求，1Q20 业绩大幅增长。根据公司预告，预计 1Q20 实现盈利 4500-5500 万元，同比增长 41.2%至 72.5%，主要得益于：1) 火腿等传统肉制品及香肠、腊肠、腊肉、酱肉、咸肉等特色肉制品在疫情期间的需求旺盛，2) Q1 家庭消费场景被打开，同时公司加大线上的投入，线上渠道收入实现大幅增长，3) 大力发展进口品牌肉业务，试水调理肉制品，销售情况较为乐观，4) 公司原材料多使用欧美地区的进口猪肉，可享受猪肉价差红利。

图 1：公司业绩进新的发展阶段，2019 年归母净利润同比增长达 582.8%



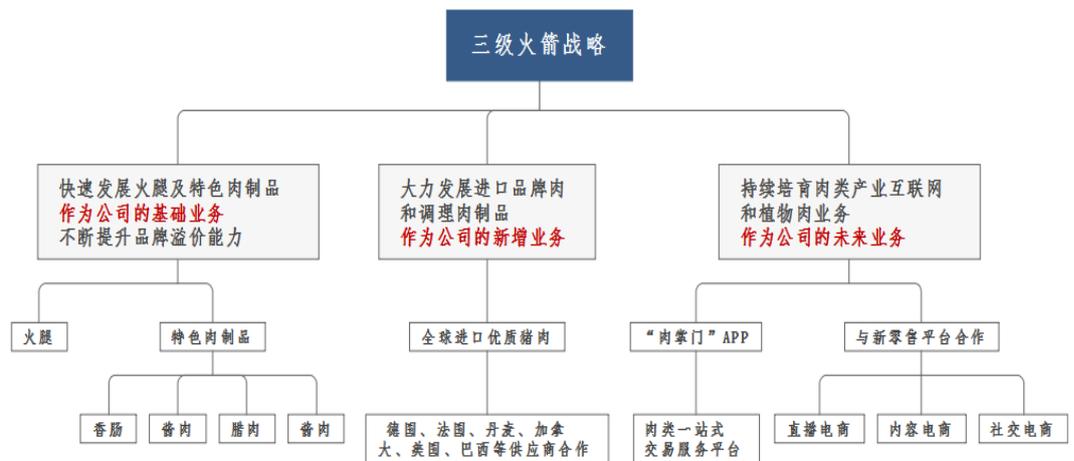
资料来源：公司公告，长城证券研究所

2. 确立三大火箭战略，聚焦肉制品主业

2.1 三级火箭战略，思路清晰透彻

公司明确了三级火箭的发展战略，思路清晰透彻。1、快速发展火腿及特色肉制品，作为公司的基础业务，不断提高品牌溢价能力。公司将在金字火腿、巴玛火腿等火腿产品及香肠、酱肉、腊肉、咸肉等特色肉制品方面不断发力。2、大力发展进口品牌肉及调理肉制品，作为公司新增业务。由于国内猪肉短缺，2020年开始，公司将借助与西班牙、德国、法国、丹麦、美国、加拿大、巴西等全球各地猪肉供应厂商的合作关系，进口国外优质猪肉，开展进口品牌肉和调理肉制品业务，为企业用户和终端消费者提供方便、快捷、安全、营养的产品，满足市场需求。3、持续培育肉类产业互联网和植物肉业务，作为公司未来业务。公司在积累行业资源和用户数量的基础上，定位于肉类一站式交易服务平台，整合肉类行业供需资源，打造“肉掌门”APP，可在线下单采购全球冷冻猪肉，推动肉类产业互联网化进程。另一方面，与时俱进，与新零售平台合作，包括直播电商、内容电商、社交电商等，逐步提升网络承载力。在植物肉方面，将在现有基础上，加大产品研发与市场拓展，开发适合国人口味的产品，并进入各种消费场景，促进植物肉业务的发展。

图 2：公司确立三级火箭的发展战略，思路清晰透彻



资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.2 实施战略前期准备充分，发展后劲足

提前布局 6 万吨大型冷库，为全球采购冷冻猪肉奠定基础。2012 年 11 月，公司投资近 3 亿元的金字冷冻食品城一期冷库试营业。2013 年 7 月，冷冻食品城冻品交易区正式开业，该冷冻城占地面积 83.1 亩，拥有 6 万吨容量的冷库，其中 5 万吨的-22℃低温冷冻库和 1 万吨的±0℃至 4℃冷藏库，并配有 5 万平方米的物流配送中心，为实现打造肉类商品垂直 B2B 平台，奠定了坚实的基础。从供应链方面来看，冷库立足浙中，面向长三角，辐射江西、安徽、福建等省，是浙江乃至华东地区重要的冷链物流集散中心。

图 3: 金字冷冻食品城拥有 6 万吨容量的冷库



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

公司研发持续推进, 储备沉淀各项先进技术与加工工艺。在食品安全方面, 速冻隧道、测温技术、杀菌技术、包装技术得到充分应用, 可以根据不同的需求采用不同的包装。同时, 测温、消毒、杀菌等技术应用更加全面系统, 充氮气包装、真空包装均可以根据产品保鲜需要, 在线完成, 大幅度提升产品品质。

表 2: 研发团队深耕十载, 2020 年获“国家科技进步二等奖”

时间	事件名称	基本介绍
2019	中国轻工业联合会科学技术进步奖	轻工行业技术奖励的最高级别, 也一直被认为是轻工业的“荣誉勋章”。
2019	肉制品中脂肪替代及风味补偿关键技术研究与应用项目实现工业化	项目实施期间得到国家自然科学基金等机构支持, 已实现产业化应用。
2019	与丹尼斯克(中国)合作	聚焦植物肉饼及系列植源肉产品的技术合作。
2020	国家科技进步二等奖	与国家肉研中心合作的国家级科技项目《传统特色肉制品现代化加工关键技术及产业化》, 荣获国家科技进步二等奖(食品行业最高等级)。

资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

2.3 创始人真抓实干, 经营成效显著

公司创始人施延军回归, 履新管理层与公司发展契合度高。18 年至 19 年, 中钰系人员相继辞去公司职务。公司创始人施延军回归, 其丰富的产业经验, 将助力公司深耕肉制品赛道。履新上任的管理层, 均是伴随着金字火腿的成长, 与公司未来的战略契合度高, 熟悉肉制品的产业模式, 易于发挥专业优势, 达成公司愿景。公司通过主动出击, 业绩初见成效。

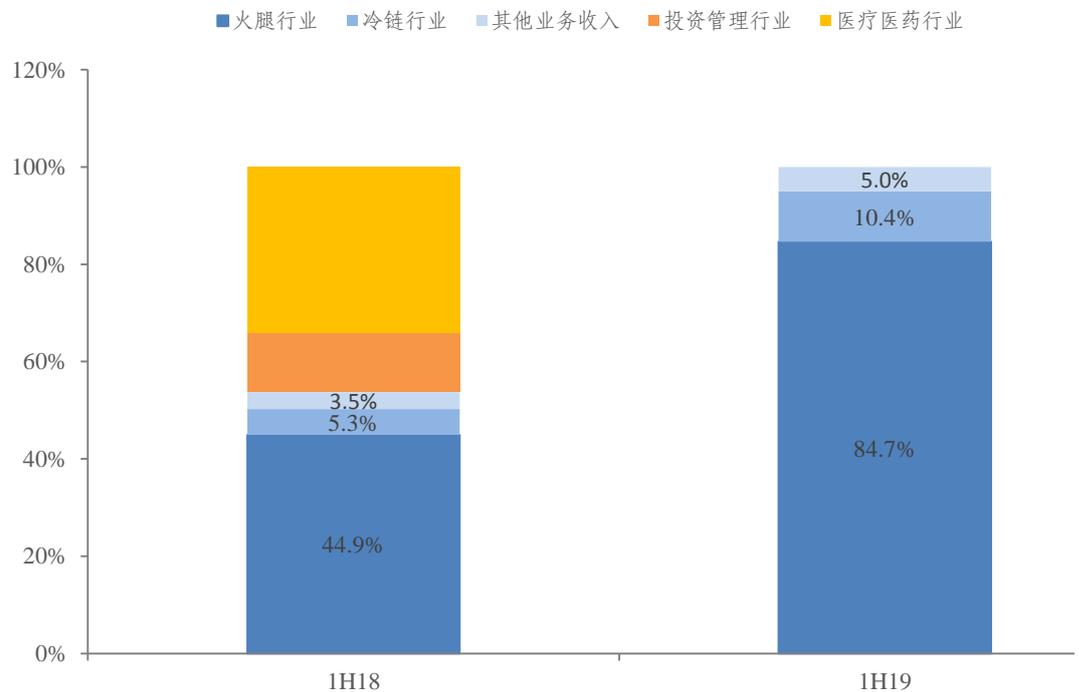
表 3: 现任管理层兼具产业经验

管理层人员	现任职位	出生年份	基本介绍
施延军	总裁	1964	1994 年创办金华市火腿有限公司；公司实际控制人，国家肉禽蛋专业委员会委员。
吴月肖	总裁兼财务总监	1977	1995 年加入公司至今，持股 3307080 股。第二、三届中国肉禽水产制品国家评委。
马晓钟	总工程师	1964	2013 年 10 月起任公司副总经理，中国传统食品工艺大师，高级工程师，国家肉禽水产制品国家评委。
王强林	副总裁	1978	2014 年至 2018 年任娃哈哈集团销售公司总经理，2018 年 9 月加入公司，负责渠道开拓等工作。

资料来源: Wind, 长城证券研究所

聚焦肉制品主业，火腿与特色肉制品增长较好。18 年起公司聚焦肉制品行业，营业收入占比大幅提升。目前，公司专注肉类主业，以火腿和特色肉制品为基础业务，新增进口品牌肉业务，蓄力调理肉制品和植物肉业务，搭建了符合公司实际情况的发展框架。1H19 公司的火腿业务营收占比由同期的 44.9% 提升至 84.7%，毛利率提升 22.7% 至 44.48%。2019 年国内猪肉价格高速上涨，肉制品行业的原材料成本压力持续增长，但公司的火腿业务毛利率不降反升，与其采购国外猪肉原料有直接关系。

图 4: 1H19 公司火腿行业收入占比由同期的 44.9% 提升至 84.7%



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

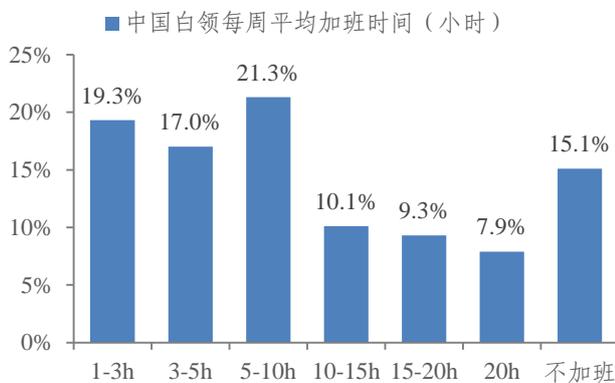
3. 增长看点一：调理肉制品步入蓝海，进口猪肉成本优势明显

3.1 家庭消费观念转变与餐饮业的中央厨房化，调理肉制品开始步入蓝海

调理肉制品具有便利、美味、营养均衡的特点。调理肉制品是以畜禽肉为主要原料加工配成而成，经简便处理即可食用的肉制品，按其加工方式和运储特性分为：低温调理类（冷冻-18℃以下，冷藏2-8℃）、常温调理类。调理肉制品适合现代快节奏消费需求，企业利用现代化的装备和技术，标准化的生产对肉类进行加工，消费者拿到产品以后，只需要在家里非常简单的加工一下，就可以端上餐桌，吃到安全美味的肉类食品。

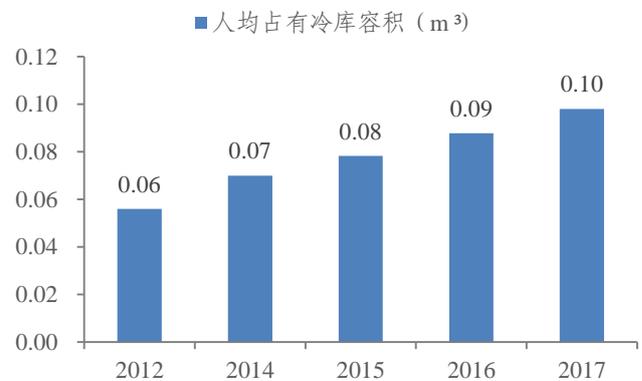
生活节奏加快，消费观念转变是调理肉制品发展的新契机。随着社会经济的发展，人们生活节奏加快，根据2017年智联招聘发布的白领加班时长显示，中国白领平均加班比例高达84.9%，其中21.3%的白领每周加班5-10小时，平均每天加班约1-2小时，去除上下班的通勤时间，每日做饭时长有限。在这样的背景下，有助提升效率的调理肉制品菜品具备一定的市场发展基础和空间。过去消费者对调理肉制品的营养价值以及新鲜程度存有疑虑，但是随着工艺的不断进步以及冷链的发展，产品质量逐步提升，消费者的疑虑会进一步消除，助力调理肉制品的发展。

图 5：2017 年中国白领平均加班比例高达 84.9%



资料来源：智联招聘，长城证券研究所

图 6：人均冷库面积逐年提升



资料来源：Wind，长城证券研究所

中央厨房是餐饮风向标，调理肉制品市场前景广阔。2018年餐饮行业营业收入达到8222亿元，过去10年间CAGR达9.04%，按照此增速，预计2021年将突破“万亿”大关。但餐饮行业成本端依旧承压，根据《2019中国餐饮业年度报告》，餐饮行业原料进货成本占营业额比例较上年变化变动1.72%，房租及物业成本占营业额比例较上年变化2.50%，人力成本占营业额比例较上年变化2.04%，成本端承压上升推动了餐饮行业的中央厨房发展，以期提升经济效益。根据中国饭店协会数据，2018年47.9%的企业拥有中央厨房，且这部分中，80.9%的企业只有一个中央厨房，在成本逐渐施压下，预期中央厨房数量将呈现

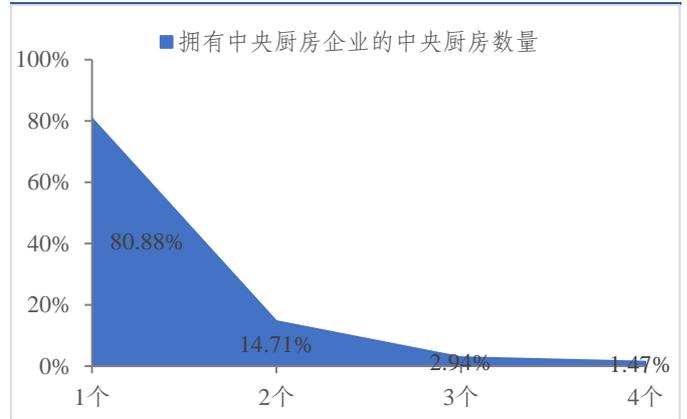
上升趋势。而调味肉制品符合中央厨房的操作要求，简便易操作，有助于提升餐饮企业的效率，降低成本，具有广阔的成长空间。

图 7: 08-18 年餐饮行业营收 CAGR 达 9.04%



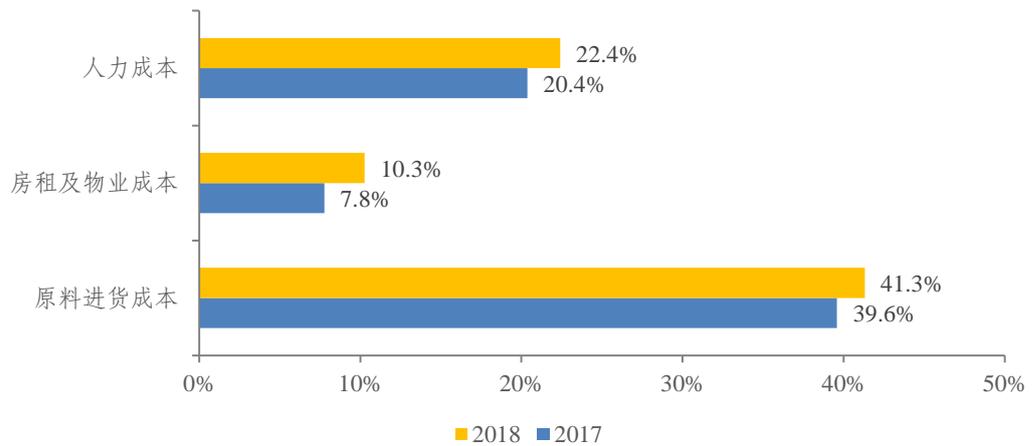
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: 拥有中央厨房企业中, 80.9%企业仅有一个



资料来源: 中国饭店协会, 长城证券研究所

图 9: 餐饮行业的原材料、房租及物业、人力成本占营业额比例均升高

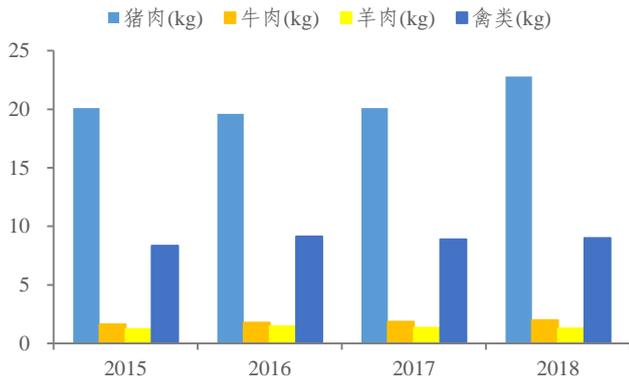


资料来源: 《2019 中国餐饮业年度报告》, 长城证券研究所

3.2 全球采购进口猪肉, 拓宽利润弹性

猪肉是国内居民首要的肉类消费, 19年中国猪肉产量下滑 21.26%, 进口量同比增长 75%。15-18 年, 全国居民人均食品肉类消费量中, 猪肉遥遥领先, 是国内居民心中的基础性肉类食品。18 年全国居民人均食品肉类消费量中, 猪肉分别是牛肉、羊肉的 11.43、17.72 倍, 是第二大肉类消费量(禽类)的 2.5 倍。2019 年, 19 年中国猪肉产量下滑 21.26%, 进口量同比增长 75%, 由进口弥补供给短缺。

图 10: 全国居民人均食品肉类消费中, 猪肉遥遥领先



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 11: 2019 年国内猪肉产量下滑, 猪肉进口量上升



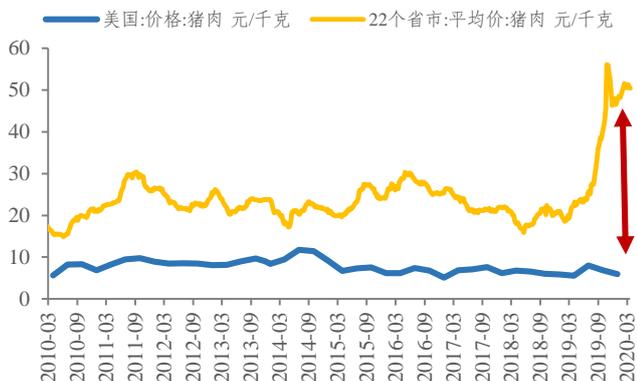
资料来源: Wind, 长城证券研究所

中外猪肉价差进一步拉大, 欧美进口量攀升。18 年中至今, 受非洲猪瘟影响, 猪价持续走高, 截至目前, 本轮猪周期内, 猪价最高涨幅达到 201.83%, 进一步拉大中外猪肉价差。根据 2019 年中国猪肉进口数量来看, 德国、西班牙、美国、丹麦、法国等主要猪肉进口国的进口量均呈现攀升。

公司借助全球采购, 有效控制原料成本。2018 年下半年以来, 金字火腿加大了猪肉国外采购力度, 充分利用自有冷库, 成本优势明显。公司借助与西班牙、德国、法国、丹麦、美国、加拿大、巴西等全球各地猪肉供应厂商的合作, 进口国外优质猪肉, 打通上下游产业链, 为肉制品加工业提供原料保障, 保持可持续发展的动力。为应对猪肉价格上涨, 公司自 2018 年 10 月以来加大海外的猪肉采购力度, 并且全部以国外进口猪肉代替国内猪肉原料。截至 2019 年 5 月已经进口 5000 多吨肉类原料, 满足其生产需要并可有效控制原料成本, 2-3Q19 公司存货不断增加, 为加大原料采购所致。

进口猪肉受疫情的整体影响不大。尽管新冠肺炎疫情短期内对外贸进出口造成一定冲击, 我国经济贸易具有较强的韧性和惯性, 外加大宗商品装船期和企业进口节奏的原因, 今年 1-2 月进口仅有小幅下降, 疫情对进口的影响尚不明显。海关统计显示, 今年 1-2 月整体猪肉进口量增加 1.6 倍, 有力保障了春节前后市场供应和重点民生商品价格的稳定。目前海外疫情对生猪养殖的影响不大, 再加上公司结合上下游产业链优势, 预计不会对进口原料产生冲击。

图 12: 本轮猪周期, 中美猪肉价差进一步拉大



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 2019 年中国猪肉进口量在欧美五国均呈现攀升



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.3 进口品牌肉有 2B、2C 模式，满足国内需求

国内猪肉短缺，进口肉类增加。据国家统计局 2 月 28 日发布《2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年我国猪肉产量 4255 万吨，相比 18 年猪肉产量 5404 万吨，下降 21.3%，由于我国猪肉消费量在 2018 年之前连续几年均维持平稳，可以估算 2019 年国内猪肉市场中有 1149 万吨的潜在消费需求没有被满足。根据 1 月 14 日海关总署在国新办新闻发布会上的介绍，我国 2019 年全年进口猪肉 210.8 万吨，增加 75%；进口牛肉 165.9 万吨，增加 59.7%。由此看出，我国 19 年全年进口猪肉、牛肉的总量，还远不能满足国内猪肉产能缺口，未来进口猪肉的量和占比都会持续上升。

开展进口品牌肉业务，优势明显。一是公司与国外厂商有紧密合作，渠道畅通。公司与西班牙、德国、法国、丹麦、美国、加拿大等全球各地猪肉供应厂商均有良好合作。二是公司掌握国内采购商和企业用户需求，并有网络终端用户数据，有较好的客户基础。三是公司自有 6 万吨大型冷库，具有仓储优势。四是公司自用生产原料需求扩大，为进口肉类业务奠定基础。五是公司具有资金、团队、经验等综合优势，业务发展较快。进口品牌肉业务，既可为公司发展火腿、特色肉制品、调理肉制品等提供原料保障，又可为企业用户、终端个人用户提供优质安全肉类产品，从而增加收入，扩大营业规模，提升盈利能力。

公司自用进口肉，可平滑成本，有望进一步贡献利润弹性。采购的进口肉类可兼具 2B 与 2C 端优势，国内需求很大。2B 端，主要是餐饮、食品加工企业等。采购企业也可通过公司“肉掌门”平台，进行下单，垂直进行 B2B 交易。2C 端，主要是生鲜电商、盒马生鲜、叮咚买菜等。公司拥有 6 万吨冷库，可以储存原料。因中国与国外的猪肉差价不断加大，根据公司 2019 年度业绩快报，公司的净利率约为 32%，公司采购国外猪肉作为原料，可进一步平滑成本，提升公司盈利水平。

图 14: “肉掌门” app，垂直 BtoB 平台



资料来源：“肉掌门”APP，长城证券研究所

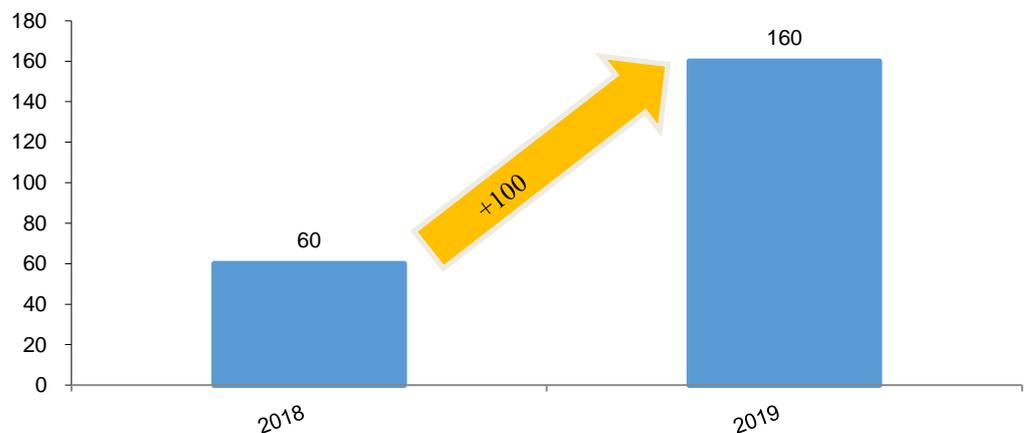
4. 增长看点二：传统肉制品发力线上，打造产业互联网品牌

4.1 发力线上渠道，形成多元化营销

线上加速发展，开拓平台，创新玩法，发力网红直播、社交电商、内容电商、社群团购等，进行线上全渠道推广。2018年公司电商部在巩固提升天猫、京东等传统电商平台的基础上，发展垂直电商、社交电商、生鲜电商平台等近40家。2019年，再增加各类合作客户及平台100家。公司持续推进营销创新和渠道变革，尤其重视发展网络销售，提高互联网销售占比，直接与终端用户交流，扩大用户群体，推动品牌和产品更加适应市场环境的变化，积极探索网红直播模式，取得了较好成果。同时，线下快速布局新渠道，形成线上线下齐头并进的局面。

电商执行迅速，动态追踪零售打法。2018年初，公司新成立电商新零售事业部，启动金字优品社交新零售项目，推出金字优品西班牙肉感香肠，得到消费者认可。2018年电商部在巩固提升天猫、京东等电商平台的基础上，发展了社交化电商、生鲜平台等近60家合作平台，2019年新增加各类合作客户及平台100家。公司一直在推进营销创新和渠道变革，尤其重视发展网络销售，提高互联网销售占比，直接与终端用户交流，扩大用户群体，推动品牌和产品更加适应市场环境的变化，网红直播也是这样的一种尝试。

图 15: 2019 年内合作电商平台新增 100 家



资料来源：公司调研，长城证券研究所

未来公司将持续优化与平台电商、社交电商、网红直播、内容电商、生鲜电商、社群团购的深入合作，持续发力。依托这些平台，电商业务实现快速增长。目前，公司已入驻阿里、京东、拼多多等传统电商平台，还入驻了环球捕手、云集微店等社交电商平台及盒马鲜生叮咚买菜、每日优鲜等生鲜电商平台；在微信端，有赞小程序、微盟旺铺、大型分销团队等微商分销新零售渠道也已打通。此外，公司还与小米有品、网易严选、招商银行商城、工行融e购商城建立了全面合作关系。

4.2 丰富肉制品产品线，推陈出新，打造网红单品

特色肉制品不断推陈出新，守正出奇。公司重塑了肉制品产品结构，除了火腿产品，增加了香肠、酱肉、腊肉、腊肠、淡咸肉、休闲食品等多种特色肉制品，还推出了植物肉产品。香肠（腊肠）是中国传统肉制品的代表之一，主要有浙味、广味、川味三大风格，浙味香肠以醇香为特色。公司生产的主要是浙味香肠，坚持纯肉制作，具有食用方便、风味浓郁、消费群体覆盖广的优势。目前，天猫旗舰店上架有家庭火腿、火腿礼盒、香肠腊味、冻肉冻品、休闲零食 5 大肉制品品类，产品多元化，品类覆盖齐全。

图 16: 特色肉制品品类丰富



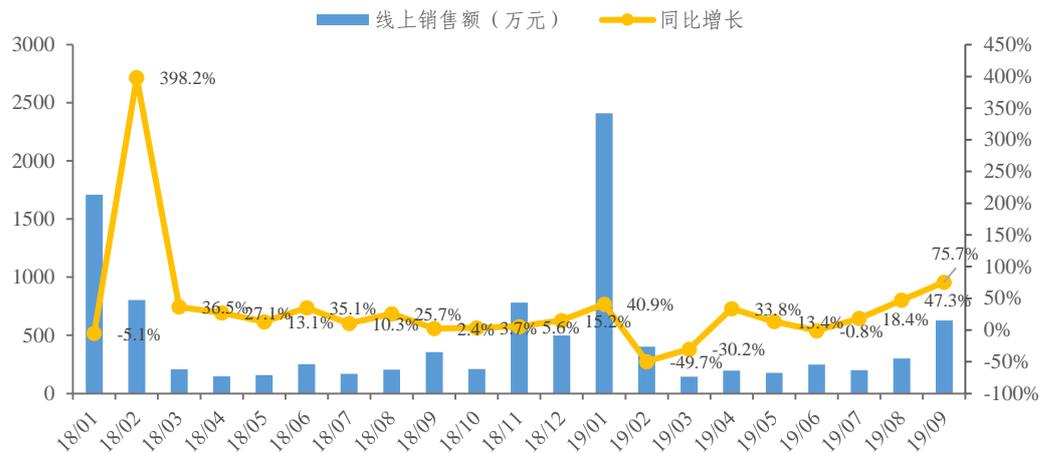
资料来源：金字火腿天猫旗舰店，长城证券研究所

打造其新的爆款产品，成功推出麻辣香肠网红单品。金字火腿旗下拥有金字、巴玛、金字优品、公记、新味和等五大特色肉制品品牌。通过多品类肉制品推广，培育了更多增长极，同时也打造出了麻辣香肠这一爆款网红单品。通过持续推广香肠、酱肉、淡咸肉、调理肉等特色肉制品，覆盖更多消费人群，也找到了新的增长方向与增量来源。

4.3 线上收入高增长，客户定位更精准

公司产品结构不断改善与丰富，再通过线上的营销，扩大销售范围，线上销售实现高增长。根据 Wind 公布的线上销售额数据（直接来自于各家上市公司在天猫、京东等线上电商平台开设的旗舰店、直营店的每日销售情况），线上销售经过电商平台的积累，19 年 1-9 月，有 6 个月线上销售额同比实现双位数增长，其中 19 年 9 月同比增长高达 75.75%。产品线上销售情况，复购率，消费频次也可很快反馈给公司，辅助公司精准定位用户画像以及消费者需求，不断总结优化，研发更加满足市场需求的产品，形成良性发展的循环。

图 17: 通过与电商平台合作, 19 年 9 月线上销售额同比增长高达 75.8%



资料来源: Wind, 长城证券研究所

5. 增长看点三：顺应健康消费趋势，布局植物肉，具有先发优势

5.1 2019 见证植物肉元年，植物肉市场前景巨大

2019 植物肉元年，迎来市场蓝海。全球资本根据全球知名市场研究咨询公司 Markets and Markets 预测，2019 年全球植物性人造肉的市场规模约为 121 亿美元，预计每年将以 15% 的复合增长率增长，到 2025 年将达到 279 亿美元。同时，非洲猪瘟在全球蔓延，肉类供给出现缺口，市场开始关注肉类可能出现的替代品。2019 年可以看做是植物肉元年，美国 Beyond Meat 公司作为人造肉概念股，在上市当日创金融危机以来最好的 IPO 首日表现。另外，传统肉类公司如嘉吉、荷美尔、泰森食品等，均通过投资或合作进入了植物肉产业。2019 年 4 月与麦当劳达成合作，在德国销售植物肉汉堡。

图 18: 植物肉市场预计将以 15% 的 CAGR 成长，2025 年或达 279 亿美元



资料来源: Markets and Markets, 长城证券研究所

5.2 提前与丹尼斯克合作，抢占国内市场先机

金字火腿提前布局与丹尼斯克合作，抢占国内市场先机。公司与美国杜邦全资子公司丹尼斯克合作推出以植物蛋白为原材料的植物肉，利用大豆蛋白等植物蛋白的优化组合来模拟出动物肉的质构和口感，用植物脂肪来实现肉类食品的多汁感，最后利用复合功能配料技术和天然色素等来实现咀嚼感和肉色泽。该技术与其他植物肉相比，口感更加接近于肉制品，且拥有零胆固醇、易吸收等优点。公司将利用自身优势，打造植物肉的健康食品产业，进一步丰富其产品结构。2019年，公司也完成了植物肉的研发、标准备案、生产许可等工作，在国内处于领先地位。

“金字植物肉饼”上线已5月有余，目前上架3款与植物肉相关产品。2019年10月16日，“金字植物肉饼”在淘宝旗舰店上架，该产品为生鲜冷冻产品，煎熟后可用于制作汉堡或直接食用，也可搭配蔬菜、水果沙拉等一起食用。同时，天猫旗舰店还上新植物肉腊肠2款，分别为猪肉+植物肉、牛肉+猪肉+植物肉，上架后非常畅销，今年公司将继续加大植物肉业务的布局，将成为新的增长点。

图 19: 目前天猫旗舰店上线 3 款植物肉相关食品



资料来源：金字火腿天猫旗舰店，长城证券研究所

5.3 产品研发和渠道两手抓，市场尚在培育期

公司目前正在做植物肉的产品开发和市场培育两方面的工作，一是继续研发适合国人消费的植物肉产品，在持续改进牛肉饼的基础上，主攻混合肉，植物肉加上一部分动物肉，未来会推出植物肉丸、植物肉狮子头、植物腊肠等产品；二是持续开发市场渠道，面向 B 端用户和 C 端消费者进行消费引导，引领植物肉行业健康发展。植物肉是未来食品的发展趋势，目前尚处于市场培育期，收入和利润对公司影响相对较小。公司把植物肉作为未来发展的重点产品，加大开发、培育、推广的力度，推动这块业务的持续发展。

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测基本假设：

1) 火腿产品：公司冲新聚焦主业后，不断对火腿产品改良升级，继续坚持中高端定位，同时加大宣传推广力度，发力线上渠道，力争实现快速增长。公司从 18 年 10 月份起，开始使用进口猪肉作为原料，充分享受猪价差红利，毛利率较以往大幅提高。

2) 其他火腿等肉制品：为适应消费升级趋势，公司持续推出符合消费者需求的特色肉制品，叠加渠道铺货红利与宣传推广加强，将实现快速放量。受益于猪价差红利，毛利率将稳步提升。

3) 调理肉制品：1Q20 公司新增调理肉制品业务，采取 2B、2C 两种销售模式，销售情况可观，随着多种新品推出，放量在即。

4) 植物肉：该业务产品在 19 年 10 月新上市，销售表现良好，受众消费群体广泛，是公司重点培育的业务之一，为公司持续发展提供动力。植物肉属于高端产品，定价较高，相应毛利率也较高，在 43% 左右。

综合上述假设，预计公司的各项业务在 20-21 年将有良好的表现，我们预计 20-21 年火腿收入分别为 2.1、2.8 亿元，其他火腿制品收入分别为 1.2、1.9 亿元，调理肉制品及冻品收入分别为 3.0、6.0 亿元，植物肉收入分别为 0.2、0.9 亿元。

表 4: 各业务拆分 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	372	426	282	767	1278
yoy	131.8%	14.6%	-33.9%	172.3%	66.5%
营业成本	212	247	162	435	726
yoy	90.3%	16.6%	-34.4%	168.8%	66.7%
毛利	160	179	120	332	552
yoy	225.5%	11.9%	-33.2%	177.0%	66.3%
毛利率	43.1%	42.1%	42.5%	43.3%	43.2%
火腿收入	111	127	143	214	281
yoy	7.9%	14.6%	12.4%	49.4%	31.3%
毛利率	26.2%	26.2%	45.0%	45.6%	44.3%
其他火腿制品收入	42.6	53.3	64.0	123.5	189.0
yoy	15.2%	25.1%	20.0%	93.0%	53.0%
毛利率	36.0%	37.6%	40.0%	39.7%	40.6%
调理肉及冻品收入	1.7	0.2	0.8	301.0	595.9
yoy	-75.6%	-88.8%	300.0%	39500.0%	98.0%
毛利率	17.1%	21.1%	35.0%	44.3%	44.2%
植物肉收入			10.0	23.5	90.7
yoy				135.0%	286.0%
毛利率			40.0%	42.0%	43.0%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

盈利预测与投资建议。公司聚焦肉制品主业，发力调理肉制品、特色肉制品等，目前公司处于品牌影响力提高，管理与基本面较以往大幅改善，近几年将进入业绩快速发展期。我们预计公司 20-21 年营收分别为 7.7、12.8 亿元，归母净利润分别为 1.8、2.8 亿元，EPS 分别为 0.18、0.29 元，对应的 PE 分别为 34、21X。考虑调理肉制品行业和人造肉行业未来三年的复合增速超过 40%，公司将享受行业红利，同时公司的基本面较以往有大幅改善，业绩增长开始进入加速阶段，预计净利润增速快于可比公司，可享受一定的估值溢价，我们给予 20 年 PE 50 倍，对应的目标价为 9.0 元，对应市值为 89 亿元，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 5: 相关上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新 股价	总市值 亿元	流通市值 亿元	EPS			PE		
					2019	2020	2021	2019	2020	2021
002515.SZ	金字火腿	6.16	60	51	0.04	0.18	0.29	148	34	21
000895.SZ	双汇发展	39.40	1,308	1,308	1.63	1.96	2.35	24	20	17
002695.SZ	煌上煌	21.39	110	110	0.43	0.53	0.70	50	40	31
002840.SZ	华统股份	13.98	39	39	0.51	0.38	0.40	27	37	35
600073.SH	上海梅林	8.65	81	81	0.38	0.48	0.52	23	18	17
平均值		17.92	320	318	0.60	0.71	0.85	54	30	24

资料来源：公司公告、Wind，长城证券研究所

7. 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，资产减值损失，食品安全问题等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	372.17	426.42	281.71	767.09	1277.27	成长性					
营业成本	211.74	246.96	161.91	435.24	725.41	营业收入增长	131.8%	14.6%	-33.9%	172.3%	66.5%
销售费用	81.71	70.76	59.44	111.23	168.60	营业成本增长	90.3%	16.6%	-34.4%	168.8%	66.7%
管理费用	107.51	92.57	60.37	107.39	166.04	营业利润增长	663.1%	-158.1%	147.0%	367.3%	60.1%
研发费用	0.00	21.98	20.56	38.35	63.86	利润总额增长	506.2%	-158.9%	-146.6%	370.9%	59.6%
财务费用	1.40	-8.55	-4.40	-8.47	20.33	净利润增长	442.7%	-107.8%	-583.8%	334.2%	59.6%
其他收益	6.74	9.26	10.00	11.00	11.00	盈利能力					
投资净收益	169.09	5.75	100.18	179.68	271.22	毛利率	43.1%	42.1%	42.5%	43.3%	43.2%
营业利润	163.98	-95.23	44.78	209.28	335.01	销售净利率	30.5%	-22.7%	14.7%	23.8%	22.8%
营业外收支	-1.17	-0.74	-0.07	1.28	1.11	ROE	5.5%	-7.0%	2.9%	11.4%	15.4%
利润总额	162.81	-95.96	44.72	210.56	336.13	ROIC	11.7%	-9.2%	35.2%	6.2%	10.7%
所得税	49.37	0.80	3.35	28.00	44.71	营运效率					
少数股东损益	5.47	-88.33	0.58	5.48	8.74	销售费用/营业收入	22.0%	16.6%	21.1%	14.5%	13.2%
净利润	107.97	-8.43	40.79	177.08	282.68	管理费用/营业收入	28.9%	21.7%	21.4%	14.0%	13.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	5.2%	7.3%	5.0%	5.0%
						财务费用/营业收入	0.4%	-2.0%	-1.6%	-1.1%	1.6%
流动资产	1263.27	1124.56	1401.99	2533.47	2164.58	投资收益/营业利润	103.1%	-6.0%	223.7%	85.9%	81.0%
货币资金	430.48	259.95	1293.70	297.30	495.04	所得税/利润总额	30.3%	-0.8%	7.5%	13.3%	13.3%
应收票据及应收账款合计	61.35	16.28	38.45	106.32	136.85	应收账款周转率	9.53	10.99	0.00	0.00	0.00
其他应收款	181.96	667.64	0.00	1528.35	1016.48	存货周转率	1.15	1.42	1.42	1.42	1.42
存货	183.96	163.97	64.13	549.06	472.95	流动资产周转率	0.50	0.36	0.22	0.39	0.54
非流动资产	1041.92	370.14	156.14	1007.99	1876.92	总资产周转率	0.20	0.22	0.18	0.30	0.34
固定资产	422.49	284.36	28.78	756.96	1421.22	偿债能力					
资产总计	2305.19	1494.70	1558.13	3541.46	4041.50	资产负债率	10.2%	7.8%	8.9%	54.8%	53.1%
流动负债	208.86	55.24	77.31	1878.08	2086.69	流动比率	6.05	20.36	18.14	1.35	1.04
短期借款	50.00	0.00	0.00	1676.31	1853.18	速动比率	3.81	17.09	17.23	1.03	0.79
应付款项	16.48	14.98	5.95	45.73	39.25	每股指标 (元)					
非流动负债	26.42	61.12	61.12	61.12	61.12	EPS	0.11	-0.01	0.04	0.18	0.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.56	1.41	1.45	1.63	1.92
负债合计	235.28	116.36	138.43	1939.20	2147.81	每股经营现金流	-0.50	-0.28	0.75	-2.01	0.75
股东权益	2069.91	1378.34	1419.71	1602.26	1893.69	每股经营现金/EPS	-4.52	31.99	18.07	-11.08	2.60
股本	978.31	978.31	978.31	978.31	978.31	估值					
留存收益	306.13	297.70	339.06	521.62	813.04	PE	56	-718	148	34	21
少数股东权益	546.92	0.00	0.58	6.06	14.80	PEG	0.87	2.80	6.54	1.99	-0.09
负债和权益总计	2305.19	1494.70	1558.13	3541.46	4041.50	PB	3.98	4.39	4.27	3.79	3.22
现金流量表						EV/EBITDA	32.06	-91.23	84.83	30.55	16.72
						EV/SALES	16.42	13.73	17.12	9.78	5.86
经营活动现金流	18.60	-123.72	736.99	-1962.18	734.46	EV/IC	3.86	4.07	3.26	2.25	1.97
其中营运资本减少	-415.49	-255.40	778.38	-2003.41	598.36	ROIC/WACC	1.12	-0.88	3.38	0.77	1.32
投资活动现金流	143.39	-66.22	292.35	-719.00	-693.27	REP	3.43	-4.62	0.96	2.91	1.49
其中资本支出	102.43	33.85	-263.48	732.37	669.44						
融资活动现金流	246.84	-107.77	4.40	8.47	-20.33						
净现金总变化	408.72	-297.58	1033.74	-2672.71	20.86						

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>