

证券研究报告—深度报告

食品饮料

食品

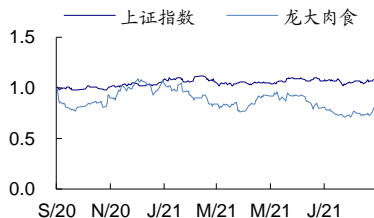
龙大肉食(002726)

买入

合理估值: 13.2-13.8 元 昨收盘: 10.4 元 (调高评级)

2021年09月05日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,078/993 |
| 总市值/流通(百万元) | 11,209/10,330 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,582/14,180 |
| 12个月最高/最低(元) | 14.70/8.86 |

证券分析师: 鲁家瑞

电话: 021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110002

联系人: 李瑞楠

电话: 021-60893308

E-MAIL: liruinan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

屠宰精加工先锋, 加码布局食品赛道

● 肉食品屠宰精加工的领先企业, 发力食品业务提升盈利能力

龙大肉食是我国领先的屠宰及肉制品企业, 2020 年实现生猪屠宰量 406.5 万头, 位列行业第二。公司 2020 年营收 241 亿元, 同比+43%, 归母净利润 9.1 亿元, 同比+276%, 处于高速高质量扩张期, 2021 上半年公司确立了“以食品为主体, 以养殖和屠宰为支撑”的“一体两翼”发展战略, 产品结构有望持续优化, 盈利水平或将更加稳定。

● 屠宰行业集中度提升, 预制菜等新品不断涌现

在非瘟常态化背景下, 国家陆续出台新政策打击私屠滥宰, 落后产能出清, 同时上游养殖规模化和下游餐饮连锁化趋势加速, 利好规模屠宰企业发展。另外, 我国肉制品需求增速迅猛, 其中, 功能性肉制品和休闲肉制品备受青睐, 预制菜市场或迎爆发性机遇, 未来发展看好。

● 持续优化产品结构, 个性化定制食品业务将成为利润核心

相比于一般屠宰企业销售原料肉, 公司产品优势来自于个性化定制的生食精加工和肉制品业务, 凭借在对日出口业务中积累的先进生产工艺和丰富实践经验, 可以满足大型餐饮及食品企业对原材料严苛的加工标准, 叠加强大的新品研发能力, 形成品质化和差异化的竞争优势。

● 产品+渠道+品牌打造餐饮供应商壁垒, 有望受益央厨行业红利

在产品优势支持下, 公司持续优化渠道, 一方面, B 端大客户业务稳定增长, 另一方面, 试水新零售开发 C 端客户, 进展较好。公司凭借严格的食品安全体系和良好的客户口碑塑造了卓越的品牌形象, 目前拥有海底捞、百胜、荷美尔、上海梅林、湾仔码头等数个收入超过 1 亿的大客户, 通过与大客户加强合作, 公司市占率有望进一步提升。另外, 公司省外渠道拓展加速, 未来有望发展为全国性肉制品品牌。

● 风险提示

生猪价格波动风险, 市场竞争风险, 不可控动物疫情引发的潜在风险。

● 给予“买入”评级

考虑公司在食品业务布局带来的成长性, 未来长期看好。我们预计公司 2021-23 年每股收益 1.02/1.28/1.51 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 24,102 | 32,358 | 40,773 | 50,840 |
| (+/-%) | 43.3% | 34.3% | 26.0% | 24.7% |
| 净利润(百万元) | 906 | 1103 | 1377 | 1630 |
| (+/-%) | 276.1% | 21.8% | 24.8% | 18.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.91 | 1.02 | 1.28 | 1.51 |
| EBIT Margin | 4.4% | 4.5% | 4.4% | 4.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 26.8% | 26.5% | 27.0% | 26.2% |
| 市盈率(PE) | 11.0 | 9.8 | 7.9 | 6.6 |
| EV/EBITDA | 12.8 | 10.5 | 8.8 | 7.8 |
| 市净率(PB) | 2.96 | 2.60 | 2.12 | 1.74 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为龙大肉食未来业绩有望维持较好表现。一方面，公司屠宰精加工的领先优势稳固，公司充分受益上游养殖规模化和下游餐饮连锁化趋势的浪潮，市场占有率有望通过与 B 端大客户深化合作实现进一步提升。另一方面，公司具有产品开发、渠道拓展、品牌管理等核心竞争力，肉制品业务有望凭借全产业链优势成为公司利润结构的核心和快速增长点，将充分受益消费升级带来的红利。我们预计公司 2021-2023 年每股收益 1.02/1.28/1.51 元，未来一年合理估值区间 13.2-13.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，公司是屠宰精加工领域的优质领先公司，受益屠宰行业的集中化趋势，公司屠宰规模有望进一步做大做强。

第二，公司全产业链优势明显，肉制品业务打造餐饮食品一体化供应链模式，低温肉制品和预制菜将成为公司重点发展方向和新盈利点，未来增长可期。

与市场的差异之处

2020 年公司的生猪屠宰量在行业内排名第二，仅次于双汇发展，市场关注较低。相比于一般屠宰企业，我们认为龙大肉食正在向餐饮食品供应商转型，在屠宰精加工和肉制品有望实现超预期的表现。其核心优势在于强劲的研发实力、大客户渠道拓展能力和卓越的品牌形象，为食品业务快速扩张奠定基础。同时叠加疫情和政策面出清落后产能，上游规模养殖和下游连锁餐饮化将加速屠宰行业集中度提升，公司规模屠宰优势将得到体现，进一步降低整体运营成本。

股价变化的催化因素

第一，公司屠宰精加工业务稳定增长，产能逐步投向市场，规模效益进一步增加。

第二，依托全产业链优势和消费升级红利，预制菜和休闲肉制品等新品成为公司利润结构的核心和快速增长点。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，生猪价格波动风险。

第二，市场竞争风险。

第二，不可控的动物疫情引发的潜在风险。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 估值与投资建议..... | 6 |
| 绝对估值: 13.2-13.8 元..... | 6 |
| 绝对估值的敏感性分析..... | 6 |
| 相对法估值: 13.3-13.8 元..... | 7 |
| 投资建议..... | 7 |
| 公司概况: 肉食品屠宰精加工的领先企业..... | 8 |
| 公司简介: 屠宰精加工和肉制品全产业链发展..... | 8 |
| 公司治理: 股权相对集中, 新控股股东实力雄厚..... | 9 |
| 经营情况: 屠宰精加工及肉制品业务稳定增长, 盈利指标有望改善..... | 11 |
| 行业概况: 屠宰行业集中度提升, 肉制品新宠涌现..... | 14 |
| 屠宰行业: 行业整合空间广阔, 冷鲜肉发展前景看好..... | 14 |
| 肉制品行业: 低温肉制品有望主导市场, 新宠不断涌现..... | 17 |
| 公司看点: 产品+渠道+品牌共同打造食品供应商壁垒..... | 20 |
| 产品: 发力食品业务, 核心业务高质量增长..... | 20 |
| 渠道: B端大客户业务稳定增长, C端受益新零售布局..... | 24 |
| 品牌: 食品安全体系塑造卓越品牌, 大客户声誉助推市占率提升..... | 26 |
| 盈利预测..... | 28 |
| 假设前提..... | 28 |
| 盈利预测的敏感性分析..... | 29 |
| 风险提示..... | 30 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 31 |
| 国信证券投资评级..... | 32 |
| 分析师承诺..... | 32 |
| 风险提示..... | 32 |
| 证券投资咨询业务的说明..... | 32 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司实现养殖、屠宰、食品加工的全产业链发展..... | 8 |
| 图 2: 2020 年公司归母净利润实现 9.1 亿元, 同比+276%, 迎来跨越式高质量增长期.. | 9 |
| 图 3: 公司招股说明书披露的上市后股权结构..... | 9 |
| 图 4: 龙大肉食股东结构图(截止 2021 中报)..... | 10 |
| 图 5: 2003-2020 年公司营业收入增长稳定, 2021H1 收入受猪价下跌影响, 屠宰业绩有所放缓..... | 11 |
| 图 6: 公司归母净利润 2020 年同比增长 276%, 2021H1 同比增长 1%, 基本维稳..... | 11 |
| 图 7: 2020 年公司营业收入构成(按产品分类)..... | 11 |
| 图 8: 2020 年公司各产品毛利占比(按产品分类)..... | 11 |
| 图 9: 2018-2020 年公司鲜冻肉营业收入 CAGR 为 37%..... | 12 |
| 图 10: 2020 年公司肉制品营业收入同比增长 54%..... | 12 |
| 图 11: 2014-2020 年公司肉制品毛利率高于鲜冻肉..... | 12 |
| 图 12: 2013-2020 年公司鲜冻肉和肉制品毛利稳健增长..... | 12 |
| 图 13: 2014-2019 年公司生猪养殖毛利率平均 30%..... | 13 |
| 图 14: 龙大肉食 ROE 同比增长 192%, 与双汇发展持平..... | 13 |
| 图 15: 2018 年我国屠宰行业 CR3 仅为 4%..... | 14 |
| 图 16: 我国规模以上定点屠宰企业数量大幅减少..... | 14 |
| 图 17: 我国规模以上定点屠宰企业规模明显提升..... | 14 |
| 图 18: 我国冷鲜肉需求有望进一步释放..... | 15 |
| 图 19: 我国冷鲜肉市场占比距发达国家存在较大差距..... | 15 |
| 图 20: 未来 5 年我国生猪养殖规模化会加速推进, 2025 年 CR10 预计达 45%..... | 16 |
| 图 21: 2015-2019 年我国餐饮行业营收 CAGR 为 8%..... | 17 |
| 图 22: 2013-2017 年我国餐饮连锁化率在 5%左右..... | 17 |
| 图 23: 2003-2019 年我国餐饮行业平均工资持续上升..... | 17 |
| 图 24: 美国生猪产业链整合“自上而下”..... | 17 |
| 图 25: 2014-2019 年我国肉类和猪肉量逐年下降..... | 18 |
| 图 26: 2011-2018 年我国肉制品占比逐年提升..... | 18 |
| 图 27: 我国低温肉制品市场 CR10 为 55%, 集中度较高..... | 18 |
| 图 28: 欧美日等成熟市场的肉制品消费以高温肉制品为主..... | 18 |
| 图 29: 2011-2019 年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 6%..... | 19 |
| 图 30: 2019 年我国肉类零食占休闲食品高达 13.5%..... | 19 |
| 图 31: 2020 年公司实际屠宰量达 407 万头..... | 20 |
| 图 32: 公司屠宰产能主要集中于山东及周边地区, 全国化布局正稳步推进..... | 20 |
| 图 33: 公司拥有先进的生产工艺和丰富的实践经验, 屠宰精加工产品丰富..... | 21 |
| 图 34: 2020 年公司肉制品营收同比+54%至 11.5 亿元..... | 22 |
| 图 35: 2013-2020 年公司肉制品毛利率保持在 25%左右..... | 22 |
| 图 36: 2020 年公司研发支出达 415.72 万元..... | 22 |
| 图 37: 2020 年公司研发人员数量占比较 2019 年增加 0.02%..... | 22 |
| 图 38: 公司肉制品产品线种类丰富..... | 23 |
| 图 39: 2020 年神户物产营业收入达人民币 219 亿元..... | 23 |
| 图 40: 2020 年日冷公司营业收入达人民币 383 亿元..... | 23 |

| | |
|--|----|
| 图 41: 我国中央厨房市场规模快速增长 | 24 |
| 图 42: 公司餐饮食品供应链业务模式 | 24 |
| 图 43: 2020 年公司经销商数量突破性增长至 700 余家 | 25 |
| 图 44: 2020 年公司前五大客户销售额占比 7.31% | 25 |
| 图 45: 公司近年来开发的爆款产品 | 26 |
| 图 46: 2015-2020 年公司山东省外营收 CAGR 为 46% | 26 |
| 图 47: 2020 年山东省外营收占比 67% | 26 |
| 图 48: 公司旗下子公司杰科检测的资格认证 | 27 |
| 图 48: 公司先后积累了一批优质国内外知名食品企业和餐饮客户 | 27 |
| | |
| 表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) | 6 |
| 表 2: 资本成本假设 | 6 |
| 表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) | 7 |
| 表 4: 龙大肉食同类公司估值比较 | 7 |
| 表 5: 公司陆续开展三次股权激励计划 | 10 |
| 表 6: 我国生猪屠宰行业政策法规 | 15 |
| 表 7: 生鲜肉品三种类型对比 | 15 |
| 表 8: 肉制品两种类型对比 | 19 |
| 表 9: 公司检测水平高于国家标准 | 27 |
| 表 10: 公司主要业务经营预测 | 28 |
| 表 11: 未来 3 年利润表预测 (单位: 百万元) | 28 |
| 表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观) | 29 |

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算合理价值区间。

绝对估值：13.2-13.8 元

凭借在屠宰精加工行业多年的积淀及对预制菜等肉制品新业务的前瞻性布局，公司将在屠宰精加工和肉制品领域获得较好的市场份额提升。一是屠宰精加工业务领先地位稳固，随着产能进一步释放，规模优势将逐步体现；二是受益消费升级红利，预制菜和休闲肉制品等新品成为公司利润结构的核心和快速增长点。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2021-23 年营业收入增速达到 34%/26%/25%，毛利率为 7.3%/7.6%/7.7%，管理费用率及销售费用率由于品牌业务拓展导致的市场投入加大而略有增加。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率 | 43.27% | 34.26% | 26.01% | 24.69% | 9.00% | 7.00% | 6.00% | 5.00% | 4.00% |
| 毛利率 | 6.42% | 7.27% | 7.61% | 7.74% | 7.50% | 7.51% | 7.52% | 7.53% | 7.54% |
| 管理费用/营业收入 | 1.13% | 1.38% | 1.45% | 1.80% | 1.72% | 1.71% | 1.70% | 1.69% | 1.68% |
| 销售费用/销售收入 | 0.81% | 1.30% | 1.60% | 1.68% | 1.60% | 1.59% | 1.58% | 1.57% | 1.56% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.06% | 0.10% | 0.11% | 0.09% | 0.22% | 0.21% | 0.20% | 0.20% | 0.20% |
| 所得税税率 | 4.22% | 15.20% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 股利分配比率 | 14.08% | 30.00% | 31.00% | 32.00% | 30.00% | 40.00% | 33.00% | 10.00% | 31.00% |

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

| | | | |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.27 | T | 15.20% |
| 无风险利率 | 2.50% | Ka | 11.64% |
| 股票风险溢价 | 7.20% | 有杠杆 Beta | 1.55 |
| 公司股价（元） | 10.05 | Ke | 13.65% |
| 发行在外股数（百万） | 1078 | E/(D+E) | 79.41% |
| 股票市值(E, 百万元) | 10832 | D/(D+E) | 20.59% |
| 债务总额(D, 百万元) | 2808 | WACC | 11.77% |
| Kd | 5.30% | 永续增长率（10年后） | 2.0% |

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 13.2-13.8 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

| | | WACC 变化 | | | | |
|-------------------------|-------------|---------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 13.5% | 13.6% | 13.65% | 13.8% | 13.9% |
| 永续 增长 率 变 化 | 2.3% | 13.69 | 13.53 | 13.38 | 13.23 | 13.08 |
| | 2.2% | 13.62 | 13.47 | 13.31 | 13.16 | 13.01 |
| | 2.1% | 13.56 | 13.40 | 13.25 | 13.10 | 12.95 |
| | 2.0% | 13.49 | 13.34 | 13.19 | 13.04 | 12.90 |
| | 1.9% | 13.43 | 13.28 | 13.13 | 12.98 | 12.84 |
| | 1.8% | 13.36 | 13.21 | 13.07 | 12.92 | 12.78 |
| | 1.7% | 13.30 | 13.15 | 13.01 | 12.87 | 12.72 |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 13.3-13.8 元

业绩方面, 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.02/1.28/1.51 元。估值方面, 我们选取与公司业务相近的屠宰精加工和肉制品行业的国内公司作比较, 主要为双汇发展、华统股份、金字火腿。

采用 PE 法估值: 我们选择同样以屠宰及肉制品加工为主营业务的双汇发展、华统股份作为可比公司。由于双汇发展为屠宰行业龙头, 且“双汇”已成为肉制品龙头品牌, 因此双汇发展相较于龙大肉食理应享有一定估值溢价。另外, 对于华统股份, 由于其食品业务占比较小, 且整体毛利率与头部同业相比较低, 考虑到龙大肉食的肉制品(食品)业务将成为利润结构的核心和快速增长点, 未来有望成为肉制品行业的标杆企业, 因此龙大成长性更好, 相比于华统股份应享有估值溢价。此外, 金字火腿的火腿肉制品业务在 2020 年营收占比超过 95%, 因此金字火腿的食品消费属性更强, 产品附加值及品牌溢价更高, 由此 PE 也显著高于其他食品业务占比稍逊色的公司。

综合考虑, 我们给予公司 13.5-14.0 倍 PE, 对应 2021 年合理目标价格区间分别为 13.3-13.8 元。

表 4: 龙大肉食同类公司估值比较

| 代码 | 简称 | 收盘价 (9月2日) | EPS (元) | | | PE | | | 主要业务 |
|-----------|------|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 24.86 | 1.79 | 2.02 | 2.23 | 13.89 | 12.31 | 11.15 | 屠宰、肉制品 |
| 002840.SZ | 华统股份 | 8.37 | 1 | 1.09 | 1.46 | 8.37 | 7.68 | 5.73 | 屠宰、肉制品 |
| 002515.SZ | 金字火腿 | 5.54 | 0.17 | 0.24 | 0.23 | 32.59 | 23.08 | 24.09 | 肉制品 |
| 均值 | | | | | | 18.28 | | | |

资料来源: WIND、国信证券经济研究所(盈利预测采用万得一致预测)

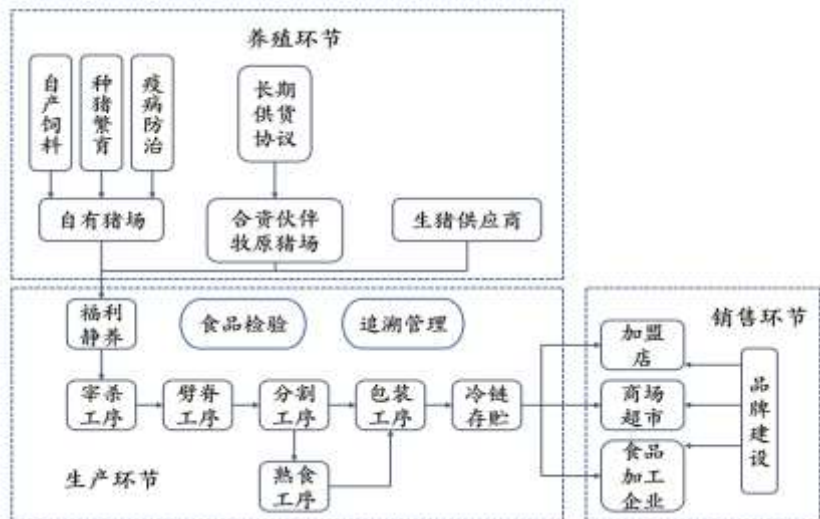
投资建议

通过多角度估值, 我们得出公司合理估值区间 13.2-13.8 元。考虑公司在生猪屠宰精加工领域的领先地位, 肉制品前瞻布局带来的成长性, 我们预计公司 2021-23 年每股收益 1.02/1.28/1.51 元, 净利润增速分别为 21.8%/24.8%/18.4%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司概况：肉食品屠宰精加工的领先企业

龙大肉食是一家以屠宰精加工和肉制品为核心、以生猪养殖和进口贸易为配套全产业链发展的肉食品屠宰精加工领先企业，是中国肉食品行业三大品牌之一。公司凭借 20 多年对日出口的品质优势和山东省内深厚的品牌影响力，目前与超过 500 家肉类品牌加工企业、60 家大型餐饮连锁企业达成长期合作关系，贸易合作遍布全球 20 多个国家和地区。截止 2020 年底，公司实际屠宰产能达 1000 万头/年，肉制品板块产能达 6 万吨/年，养殖产能为 60 万头/年。2020 年，公司生猪屠宰量 406.5 万头，生猪出栏量 31.85 万头，营业收入 241 亿元，同比增长 43%，归母净利 9.1 亿元，同比增长 276%，处于高速高质量扩张上升期。公司在 2021 上半年明确了“以食品为主体，以养殖和屠宰为支撑”的“一体两翼”总体发展战略，据 2021 中报披露，公司 2021 年上半年实现营业收入 106 亿元，同比-8.61%，归母净利 3.1 亿元，同比+1.26%，其中，屠宰业务实现营收 76.8 亿元，同比-12.57%，主要系猪价下跌及冻品销量减少影响，食品业务迅速发展，实现营收 7.7 亿元，同比+19.96%，从 2020 年数据来看，食品毛利率约 20%，屠宰业务毛利率仅约 5%，预计在公司以食品为核心的发展战略下，整体产品结构有望持续优化，盈利水平将更加稳定。

图 1：公司实现养殖、屠宰、食品加工的全产业链发展



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司简介：屠宰精加工和肉制品全产业链发展

龙大肉食的发展历程可分为四个阶段：

初创探索期（1996-2004 年）：公司前身为烟台龙大肉类加工厂，专业从事对日出口业务，业务覆盖生猪养殖、屠宰、肉食品加工，生猪日屠宰量超 800 头，为龙大肉食的快速增长奠定了坚实基础。1999 年，公司布局冷鲜肉在烟台上市销售，开创性打造冷鲜肉进店模式，设立店内保鲜柜及冷链运输，同时引入德国技术开发低温类肉制品。2003 年，正式成立山东龙大肉食品有限公司。

深耕前行期（2005-2010 年）：经过初创期 10 年的探索，公司将战略布局调整为深耕山东市场，以生食和熟食为发展中心，成立生食事业部和熟食事业部，分别负责生食和熟食的生产及销售，逐步在山东省形成深厚的品牌影响力。历经四次增资，2010 年龙大肉食改制为中外合资股份制公司，龙大集团、伊藤忠

(中国)、银龙投资分别持股 62%、27%、11%。

快速成长期 (2011-2017 年)：2011 年公司与铭基食品合作，成为麦当劳原料供应商，自此开启肉食品行业大客户合作新篇章。2014 年，公司于深交所挂牌上市，募集金额总计 5 亿元，迎来快速发展新机遇，成为中国肉食品行业三大品牌之一。2011-2017 年公司营收持续保持高双位数增长，CAGR 达 17%。

跨越式高质量增长期 (2018 年-至今)：2018 年，受非洲猪瘟疫情爆发的催化，屠宰行业产能收缩、效率受损，猪周期提前反转，公司于行业周期低点扩大投资，持续整合以屠宰精加工和肉制品为核心、以生猪养殖和进口贸易为配套的产业链，分别收购潍坊振祥食品 70% 股权以及临沂顺发食品 60% 股权，全年营收近百亿元，同比增长 30% 以上，开启跨越式增长元年。2020 年，公司产能持续扩张，生猪屠宰实际产能达 1000 万头/年，全年总营收 241 亿元，同比增长 43.3%，归母净利润 9.1 亿元，同比增长 276%。2018 年-2020 年营业收入高速高质量增长，CAGR 达 40%。

图 2：2020 年公司归母净利润实现 9.1 亿元，同比+276%，迎来跨越式高质量增长期

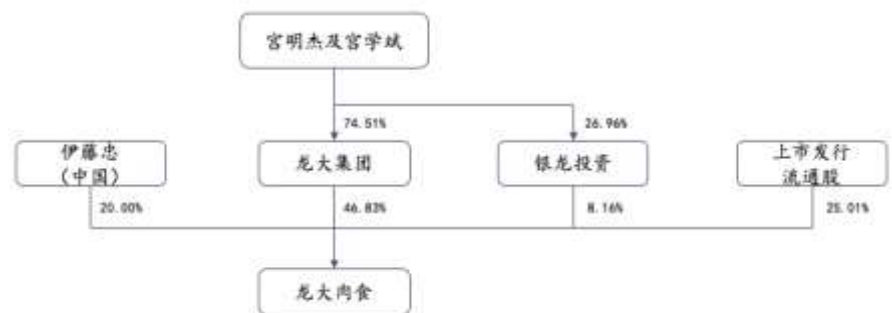


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司治理：股权相对集中，新控股股东实力雄厚

根据公司招股说明书，上市后公司直接控股股东为龙大集团，持股比例为 46.83%。除龙大集团以外，伊藤忠（中国）持股比例为 20.00%，银龙投资持股比例为 8.16%。宫学斌及宫明杰父子直接持有龙大集团 74.51% 股份、持有伊藤忠（中国）27% 股份，两人构成一致行动人，上市后通过龙大集团控股龙大肉食 46.83% 股权，为公司实际控制人。

图 3：公司招股说明书披露的上市后股权结构

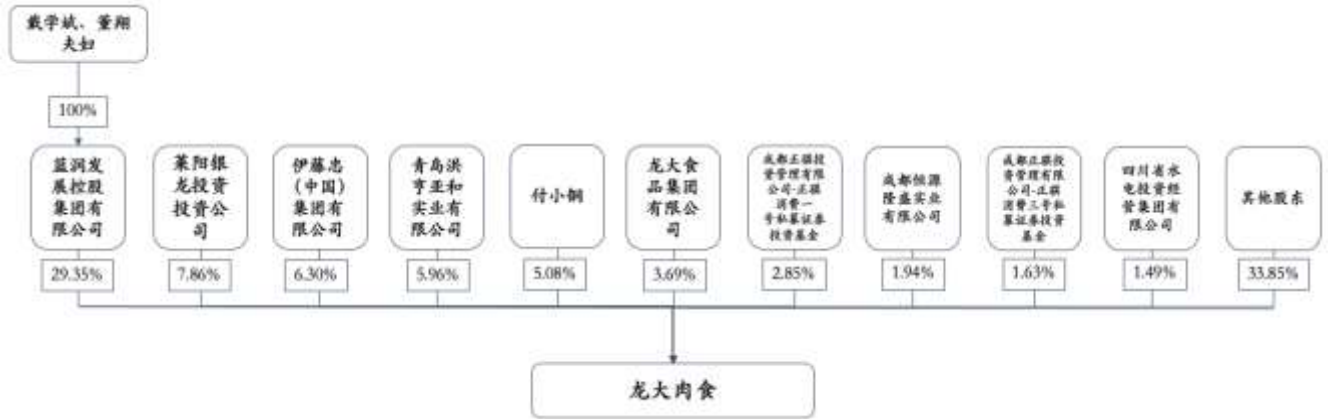


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新控股股东蓝润发展实力雄厚，公司迎来发展新机遇。2018-2019 年，蓝润发

展三次出手收购龙大肉食股权，总计耗资约 32 亿元，股权转让完成后龙大集团所持股份占比降至 16%，蓝润发展所持股份占比增至 30%，成为公司控股股东，蓝润发展实际控制人戴学斌、董翔夫妇成为龙大肉食实际控制人。据公司 2021 年半年度报告披露，第一大股东蓝润发展持股 29.35%，拥有绝对控制权；第二大股东莱阳银龙投资持股 7.86%，第三大股东伊藤忠（中国）持股 6.30%。

图 4：龙大肉食股东结构图（截止 2021 中报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

蓝润发展是由蓝润集团 100% 控股的全资子公司，蓝润集团是一家以农牧产业为主体的综合性集团，深耕我国西南地区市场，构建起涵盖肉类养殖加工、资产运营管理、供应链服务、医疗康养等板块的产业体系。新战略投资者蓝润发展的引入降低了家族企业龙大集团对于龙大肉食重大经营管理决策的影响，主要为公司带来了三大变化：

新管理团队。通过改组董监事会、保留生产经营团队、优化人事结构，确保了有能力的人得到使用，进一步提升管理水平，为公司的发展带来更多的动力。

新发展区域。蓝润发展积极布局四川生猪产业链项目，包括年 23 万头种猪饲养项目、年 500 万头生猪养殖项目、年 450 万头生猪屠宰项目、年 12 万吨肉制品深加工项目及配套冷库、冷链、物流、仓储等项目。根据公司公告披露，未来蓝润发展有望充分利用在四川深耕多年的资源优势以及与当地良好的关系，推进生猪产业链项目投资建设，其承诺在项目成熟并满足注入上市公司条件时优先注入公司，助推公司在西南地区的发展布局。

新激励计划。蓝润发展坚持“共创，共享，共赢”的理念，2019 年提出了新的股权激励计划。对比 2016 年限制性股票激励计划，2019 年激励草案将限制性股票激励计划的激励对象由 62 人提升至 162 人，同时增添面向 221 名中层管理人员和核心业务人员的股票期权激励计划，放大激励人群和激励比重，不断完善激励制度，加强员工、公司与股东利益的绑定程度，以充分调动员工的主观能动性，助力公司实现战略目标。

表 5：公司陆续开展三次股权激励计划

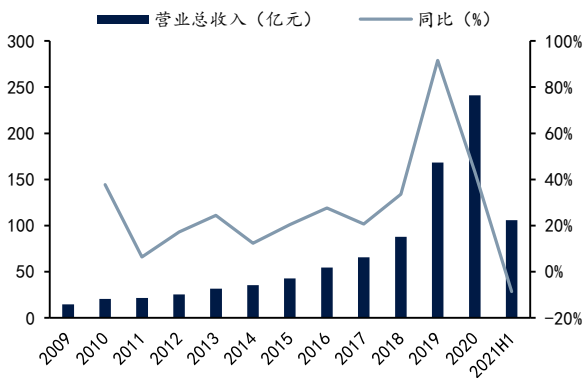
| 时间 | 激励方式 | 激励方式的特点 | 激励对象 |
|--------|-------|---|-----------------------------|
| 2016 年 | 限制性股票 | 公司通过设定解锁条件，可以对激励对象的工作年限或业绩目标进行限定，股票价格直接影响激励对象的收益。 | 62 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员 |
| 2019 年 | 限制性股票 | 公司通过设定解锁条件，可以对激励对象的工作年限或业绩目标进行限定，股票价格直接影响激励对象的收益。 | 162 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员 |
| 2019 年 | 股票期权 | 激励对象可通过行权获得未来股价上涨的收益，同时也能放弃该权利，无需承担股价下跌的损失；同时公司无需立即支付现金，节省了资金成本，适合扩张期和成长期的企业。 | 221 名中层管理人员和核心业务人员 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

经营情况：屠宰精加工及肉制品业务稳定增长，盈利指标有望改善

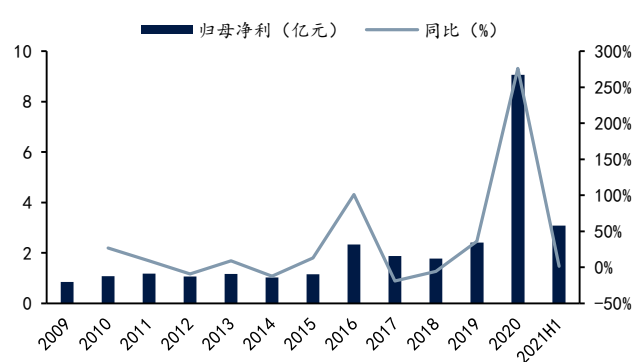
营业收入稳健增长，销售毛利率未来有望复苏。自上市以来，公司营收规模增长稳定，2009-2020年CAGR为26%。2020年，公司营业收入达241亿元，同比增长43%，近三年CAGR为40%；归母净利润达9.1亿元，同比增长276%，近三年CAGR为72%。盈利指标三年的高增速表现出公司经营成长性，迎来跨越式增长。同时，受益于新战略投资者的加入，公司管理能力及运营能力有望提升显著，生猪屠宰精加工和肉制品业务增长明显，ROE由2018年低点8%提升至2020年31%。

图 5：2003-2020 年公司营业收入增长稳定，2021H1 收入受猪价下跌影响，屠宰业绩有所放缓



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

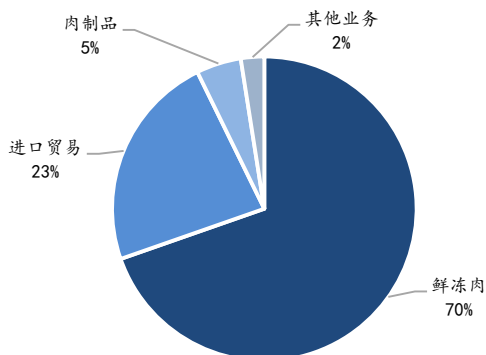
图 6：公司归母净利润 2020 年同比增长 276%，2021H1 同比增长 1%，基本维稳



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

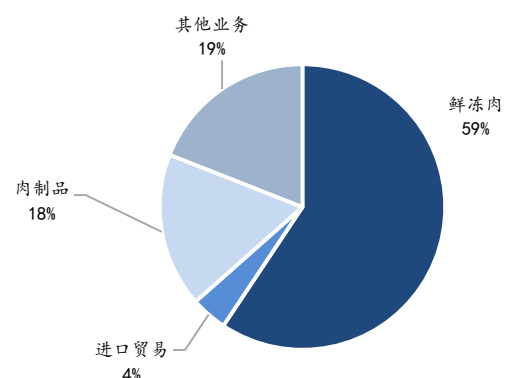
公司业务以屠宰精加工和肉制品为主，进口贸易和生猪养殖协同发展。公司主营业务为屠宰精加工、肉制品、进口贸易以及生猪养殖。从上下游来看，屠宰精加工业务（鲜冻肉）为公司贡献主要业绩，2020年收入和毛利占比分别为70%和59%；肉制品业务是公司对于生猪产业链向下游消费端的延伸，2020年收入和毛利占比分别为5%和18%。受益于大客户采购持续放量和公司品牌的加快渗透，屠宰精加工的营收增长较快，2009-2020年CAGR为24%；近几年受益国内消费升级以及公司不断建设新零售渠道，开拓全国化销售区域，肉制品的营业收入保持高速增长，2018-2020年CAGR为30%。

图 7：2020 年公司营业收入构成（按产品分类）



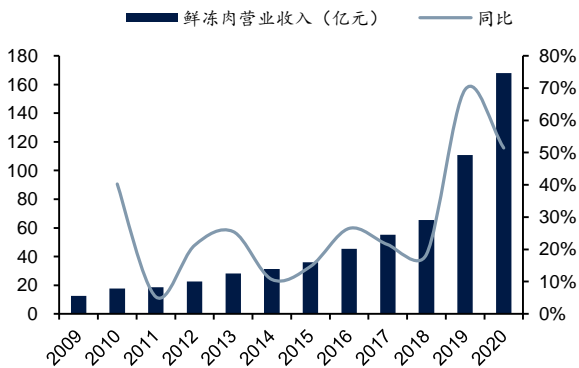
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年公司各产品毛利占比（按产品分类）



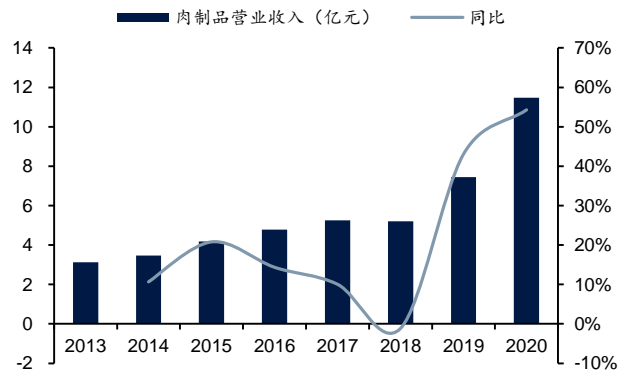
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 2018-2020 年公司鲜冻肉营业收入 CAGR 为 37%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

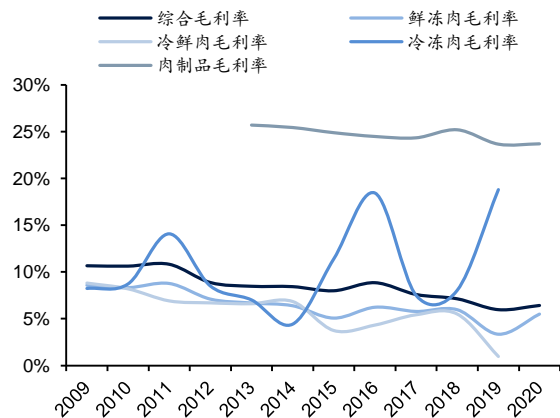
图 10: 2020 年公司肉制品营业收入同比增长 54%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

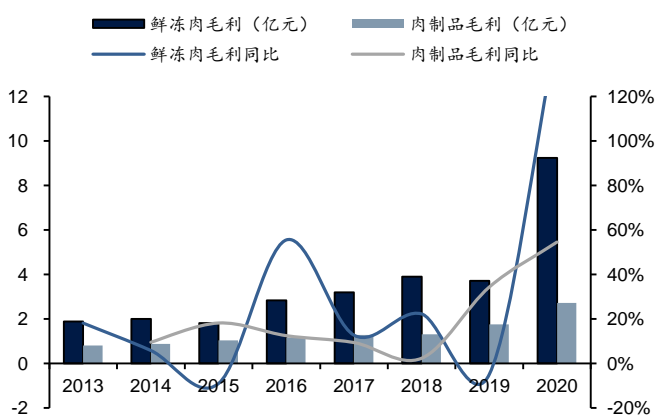
屠宰精加工和肉制品是公司盈利主要来源，毛利率稳步提升。公司的利润主要来源于鲜冻肉产品和肉制品，相比于鲜冻肉产品，肉制品的毛利率较高。2013-2020 年，公司鲜冻肉平均毛利率仅为 6%，肉制品平均毛利率高达 25%。从鲜冻肉细分产品来看，冷冻肉毛利率较高，2013-2019 年平均为 11%，而冷鲜肉毛利率较低，只有 5%。自上市以来至 2019 年，受生猪采购价格波动、非瘟疫情以及新市场开拓的影响，公司销售毛利率走低。2020 年销售毛利率为 6%，同比增长 8%，略有改善，主要系肉制品业务规模的扩大对公司整体毛利率的提升贡献突出。2021H1 公司整体毛利率达 6.18%，同比+16.6%，预计随着国内消费升级以及肉制品需求提升，公司未来整体盈利能力有望再次提升。从行业可比公司来看，2018-2020 年公司平均 ROE 为 15%，位于可比公司第二位，仅次于双汇发展，2021H1 龙大肉食 ROE 为 8.8%，与双汇发展基本持平。

图 11: 2014-2020 年公司肉制品毛利率高于鲜冻肉



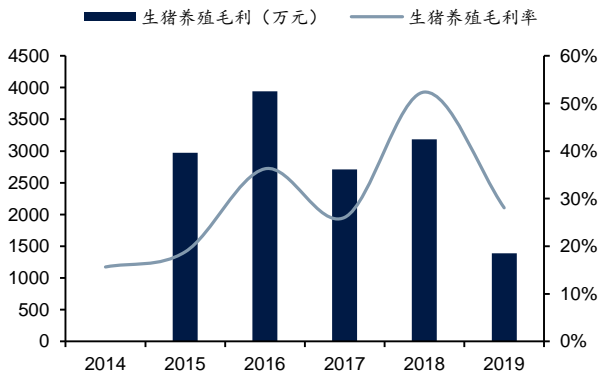
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 2013-2020 年公司鲜冻肉和肉制品毛利稳健增长



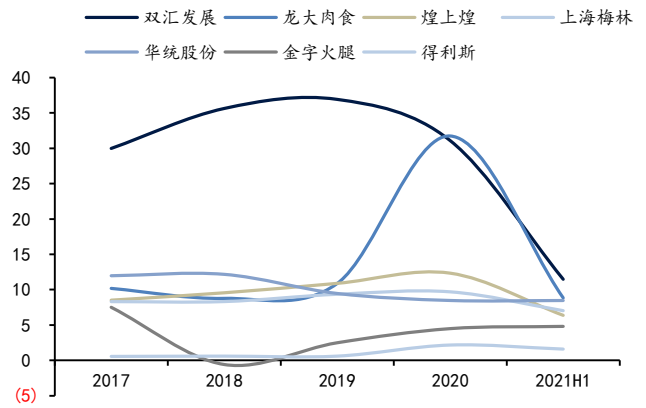
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 2014-2019 年公司生猪养殖毛利率平均 30%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 龙大肉食 ROE 同比增长 192%，与双汇发展持平



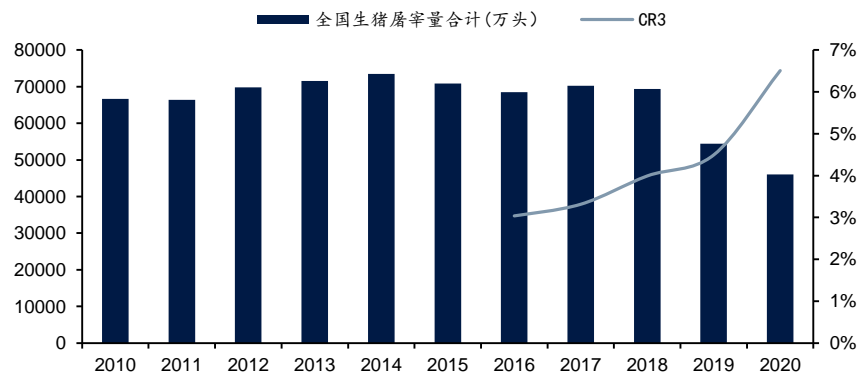
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

行业概况：屠宰行业集中度提升，肉制品新宠涌现

屠宰行业：行业整合空间广阔，冷鲜肉发展前景看好

行业高度分散，市场份额持续向头部集中。2018 年我国屠宰行业 CR3 为 4%，其中龙头企业双汇发展占比仅为 2%，而美国屠宰行业 2015 年的 CR3 已经为 61%，因此我国屠宰行业处于高度分散的水平，与国外存在较大的差距，行业整合升级空间广阔。另外，我国屠宰行业持续向头部企业集中的趋势明显，我国屠宰行业 CR3 由 2016 年 3% 提升至 2020 年 7%，近 5 年 CAGR 为 16%。

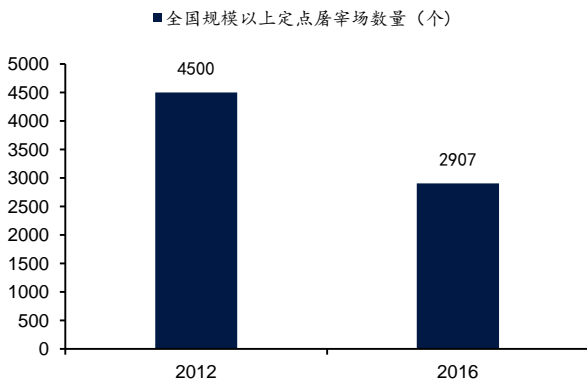
图 15：2018 年我国屠宰行业 CR3 仅为 4%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

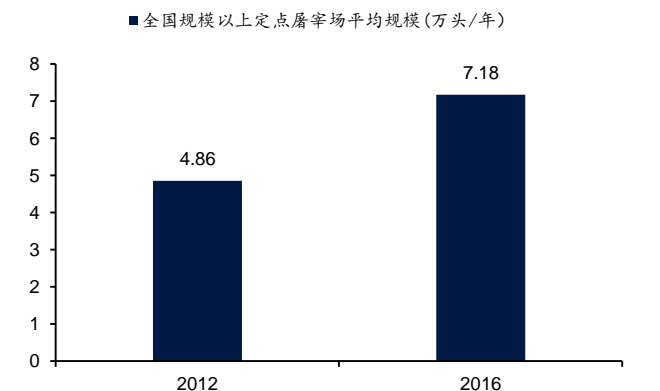
非洲猪瘟大背景下，政策加码推动行业集中度加速提升，利好规模屠宰企业。自 2013 年以来，国家开始着手对生猪屠宰行业管理和食品安全监管体制进行改革，新政策陆续出台打击私屠滥宰，倒逼大量违法违规的养殖和屠宰企业退出市场。根据农业部新闻，2016 年农业部查处屠宰违法案件 4839 起，捣毁私屠滥宰窝点 2715 个。2018 年非瘟爆发促使政策再次加码，农业部发布多项文件，要求加快推进生猪屠宰的清理整顿和标准化创建，鼓励屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式。多项政策共同作用下，中小屠宰场的环保、检疫成本大幅提升，落后产能持续去清，规模企业专业化规范化的优势得到更好的体现，因此政策面长期利好屠宰行业集中度加速提升。

图 16：我国规模以上定点屠宰企业数量大幅减少



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：我国规模以上定点屠宰企业规模明显提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 6：我国生猪屠宰行业政策法规

| 时间 | 发布单位 | 政策法规 | 主要内容 |
|--------|-------|---|---|
| 2015 年 | 农业部 | 《关于做好 2015 年畜禽屠宰行业管理工作的通知》 | 指出畜禽屠宰行业管理与畜禽屠宰产业发展长期积累的问题尚未得到根本改变，屠宰企业“多、乱、小、散、差”并存，屠宰企业产能严重过剩，收费代宰现象普遍，屠宰违法行为时有发生，要求加快推进市县两级畜禽屠宰监管职责调整，尽早建立上下贯通、运转顺畅的畜禽屠宰监管新体制。是新中国成立以来第一个生猪生产发展规划，综合考虑环境承载能力、资源禀赋、消费偏好和屠宰加工等因素，充分发挥区域比较优势，分类推进重点发展区、约束发展区等促进生猪生产协调发展，而山东省被划分为重点发展区，推进“就近屠宰、冷链配送”经营方式，提高综合生产能力和市场竞争力。 |
| 2016 年 | 农业部 | 《全国生猪生产发展规划（2016 年-2020 年）》 | |
| 2016 年 | 农业部 | 《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》 | 到 2020 年，基本形成权责一致、分工明确、运行高效的屠宰环节质量安全监管体系，规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系，屠宰环节肉品质量安全抽检合格率稳定在 97% 以上，生猪“代宰率”下降 10% 以上，生猪屠宰场点“小、散、乱”情况得以基本改善。 |
| 2017 年 | 环境保护部 | 《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》 | 屠宰及肉类加工行业排污许可证于 2018 年启动核发，生猪屠宰行业按照规模不同实行差异化管理。 |
| 2018 年 | 农业部 | 《打击生猪屠宰领域违法行为做好非洲猪瘟防控专项行动方案》、《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》、《关于开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理行动的通知》 | 要结合非洲猪瘟防控实际，在非洲猪瘟防控风险较大的重点市县深入开展生猪屠宰企业清理行动，联合生态环境部门，加大屠宰资格清理、压点提质力度，加快屠宰行业转型升级，对屠宰非洲猪瘟疫区、受威胁区生猪等违法违规行的小型生猪屠宰场点，一律要求停业限期整改，整改仍达不到要求的，坚决予以取缔。 |
| 2019 年 | 司法部 | 《生猪屠宰管理条例(修订草案征求意见稿)》 | 国家鼓励生猪养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化发展，推行标准化屠宰，支持建设冷链流通和配送体系。 |

资料来源：国信证券经济研究所整理

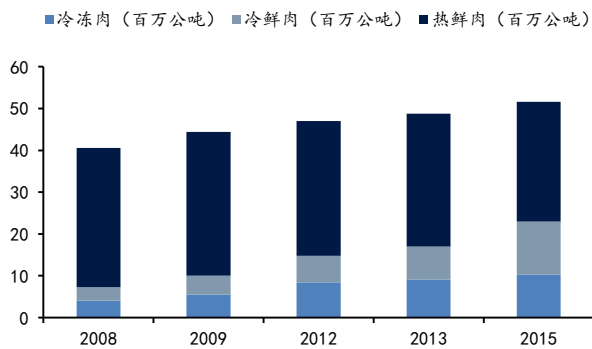
猪肉消费习惯由热鲜肉向冷鲜肉转变，冷鲜肉需求有望进一步释放。生鲜肉品主要包含热鲜肉、冷鲜肉和冷冻肉三种类型。综合来看，冷鲜肉在安全性、营养性、口感度和保质期等方面均优于热鲜肉和冷冻肉。但目前在我国热鲜肉仍占主导地位，2015 年市场占比为 55%，冷鲜肉市场占比较低，2015 年仅约 25%，距发达国家 90% 的占比存在较大差距。在消费升级、城镇化加速、猪肉消费观念转变、政策由调猪向调肉转变等多重因素影响下，我国冷鲜肉市场快速发展，占肉类消费比由 2008 年的 8% 稳健提升至 2015 年的 25%，2008-2015 年 CAGR 实现 15%，考虑到我国冷鲜肉占比基数仍较低，预计未来需求有望进一步释放。

表 7：生鲜肉品三种类型对比

| 类型 | 安全性 | 营养性 | 口感度 | 保质期 | 销售渠道 |
|-----|---|-----------------------------|-----------------|--------------------|------------|
| 热鲜肉 | 无特殊杀菌处理，从加工到销售过程受到空气、运输车和包装等方面污染，细菌大量繁殖。 | 没有经过排酸处理，不利于人体吸收营养成分。 | 肉质较硬，肉汤较浑，香味较淡。 | 常温下半天甚至更短。 | 农贸市场 |
| 冷鲜肉 | 0-4 度无菌加工、运输、销售，24-48 小时冷却排酸，是目前最为安全的食用肉。 | 保留肉品绝大部分营养成分，并且其营养成分易被人体吸收。 | 肉质鲜嫩、口感更佳。 | 0-4 度保存 3-7 天。 | 超市、零售店、专卖店 |
| 冷冻肉 | 宰杀后预冷处理，-18 度速冻，深层温度可达到 6 度以下，有害物质被抑制。 | 冰晶破坏猪肉组织，造成大量营养成分流失。 | 肉质干硬、不够鲜美。 | -18 度以下保存 12 个月以上。 | 餐饮加工渠道 |

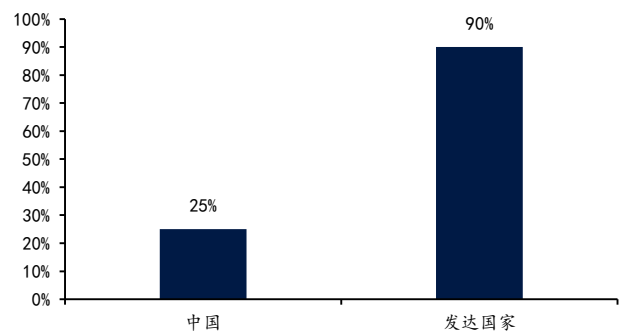
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 18：我国冷鲜肉需求有望进一步释放



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 19：我国冷鲜肉市场占比距发达国家存在较大差距

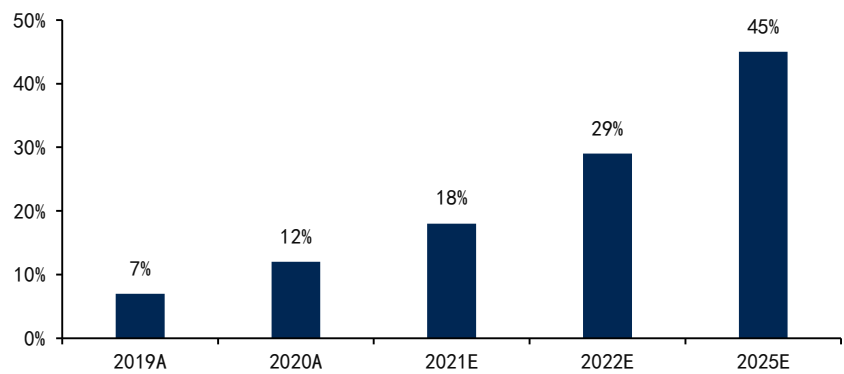


资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

上游规模养殖和下游连锁餐饮强强联合，助推屠宰行业集中度提升

(一) 从上游端来看，生猪养殖规模化进程加速，反哺屠宰行业。在非洲猪瘟疫情或成常态的情形下，规模养殖企业的市占率有望加速提升，行业集中逻辑强化。从上市养殖企业 2019-2020 年出栏以及 2021-2022 年出栏预测数据来看，三年时间头部 10 家的市占率可能会从 2020 年的 12% 短期提升到 30%，到 2025 年有望提升到 40%-50%，行业完成规模化进程。对比美国生猪产业链屠宰端的规模化自下而上推动养殖端的规模化，国内生猪养殖头部企业市占率的加速提升有利于大型屠宰企业获取稳定的高品质生猪供给，进一步扩大市占率，中小规模屠宰企业的生存空间或将持续恶化。

图 20：未来 5 年我国生猪养殖规模化会加速推进，2025 年 CR10 预计达 45%

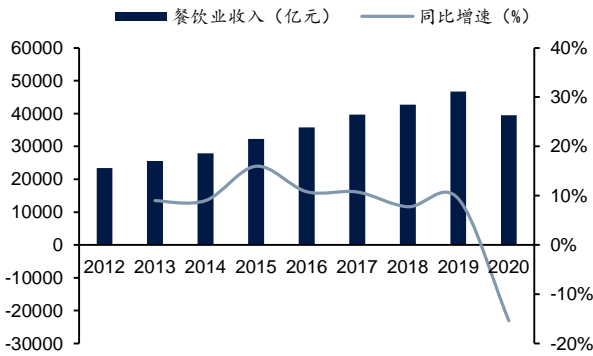


资料来源：国信证券经济研究所整理

(二) 从下游端来看，连锁餐饮业蓬勃发展，倒逼原材料供应商集中。近年来，我国连锁餐饮及食品加工行业处于稳健扩张阶段，市场规模持续壮大，2019 年国内餐饮行业的规模超过 4.7 万亿元，2020 年受新冠疫情影响略降至 4 万亿，2015-2019 年复合增速为 8%。另外，我国餐饮品牌的连锁化率也快速提升，连锁门店增速是行业整体门店增速的 3 倍，但是我国餐饮连锁化率远低于发达国家，2013-2017 年一直保持 5% 左右，相比美国和日本 50% 左右的连锁化率，我国餐饮连锁化率仍有很大提升空间。

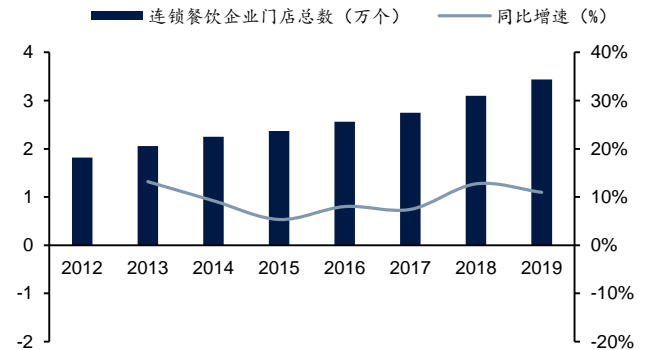
参照美国下游终端零售业自上世纪 80 年代开始大规模扩张，倒逼屠宰企业整合升级的发展经验，由于连锁餐饮及大型食品加工企业对供应商在品质的要求不断提高，预计我国生猪屠宰行业集中度将逐步提升。由于面临人力成本压力以及受益中央厨房模式的快速发展，我国餐饮及食品加工企业越来越倾向于将原料预处理工序前置到供应商，以节省人力和成本，因而对屠宰企业精细挑选原料肉以及定制化精加工的能力提出更高要求，由此更加利好规模屠宰企业。

图 21: 2015-2019 年我国餐饮行业营收 CAGR 为 8%



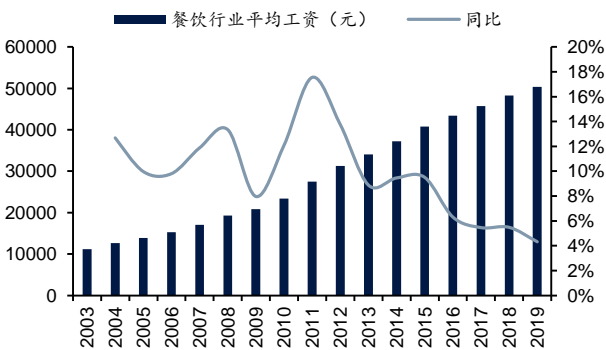
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2013-2017 年我国餐饮连锁化率在 5%左右



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2003-2019 年我国餐饮行业平均工资持续上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 美国生猪产业链整合“自上而下”

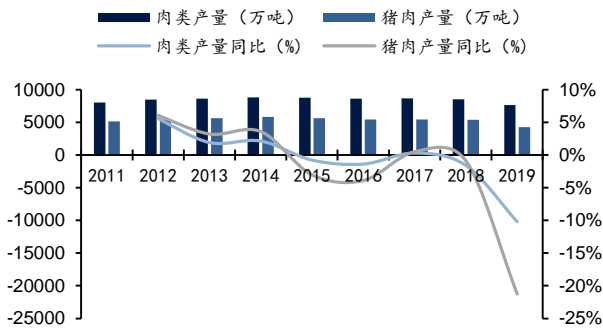


资料来源: 国信证券经济研究所整理

肉制品行业: 低温肉制品有望主导市场, 新宠不断涌现

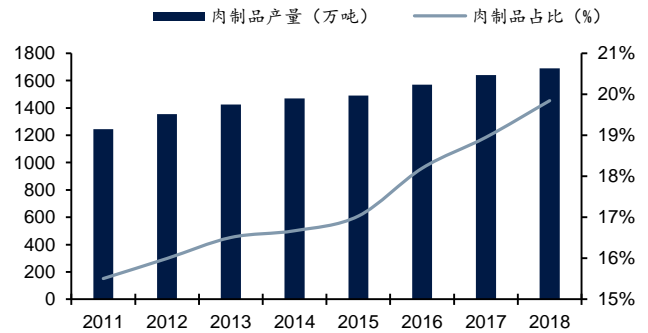
肉制品产量占比或将进一步提升, 行业发展前景广阔。我国肉制品行业发展经历了计划—起步—发展—跨越四个阶段, 如今具备成熟的产业发展规模, 但是肉制品产量在整体肉类产量中占比依然较低。2018 年我国肉制品产量为 1700 万吨, 占肉类产量 20%, 而欧美日等成熟市场同期占比约 40%-50%, 还存在很大差距。从时间维度来看, 我国肉制品占比从 2011 年 16%稳健提升至 2018 年 20%。从需求弹性来看, 在近几年猪肉产量受非洲猪瘟干扰明显下降的背景下, 肉制品行业规模仍实现稳定增长, 更表明肉制品需求旺盛, 市场发展迅速。由此我们看好肉制品发展前景, 肉制品在整体肉类产量占比有望保持增长趋势。

图 25: 2014-2019 年我国肉类和猪肉量逐年下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 2011-2018 年我国肉制品占比逐年提升

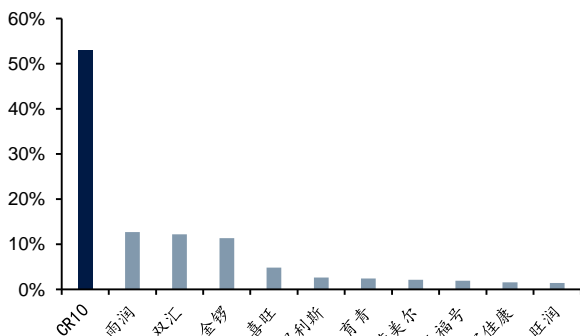


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

低温肉制品行业集中度较高，其规模有望进一步扩张主导市场。我国肉制品消费结构中以高温肉制品为主，低温肉制品占比与欧美、日本的差距较大。在日本家庭消费的肉制品中，三大类低温肉制品（培根、火腿、香肠）占比高达 99%，而我国低温肉占比为 37%。从品牌监测情况来看，中国低温肉制品市场集中度较高，2015 年 CR10 达到 55%左右，雨润、双汇和金锣成为热销的三大品牌。参考成熟市场的发展经验，我们认为低温肉制品将成为肉类制品消费的新热点，主要基于以下三大原因：

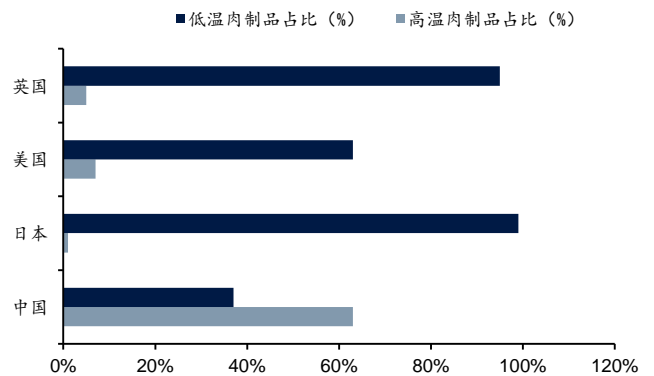
- 1) 冷链技术成熟:** 随着国内禽畜产品冷链物流体系的铺设推进、国家政策鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业落地“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜加工”模式，低温肉制品的发展将摆脱冷链运输和储存条件的限制；
- 2) 产品品质优异:** 相比于高温肉制品，低温肉制品具有鲜嫩、脆软、可口、风味佳的特点，最大程度上保持了原有营养和固有的风味；
- 3) 消费观念转变:** 我国消费者目前比较关注肉制品的品种和口味，相比于发达肉制品消费国的重视营养、品牌等特点还有较大差距，随着人们生活水平提高和健康饮食观念的强化，低温肉将受到越来越多消费者的喜爱。

图 27: 我国低温肉制品市场 CR10 为 55%，集中度较高



资料来源: 中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 28: 欧美日等成熟市场的肉制品消费以高温肉制品为主



资料来源: 中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

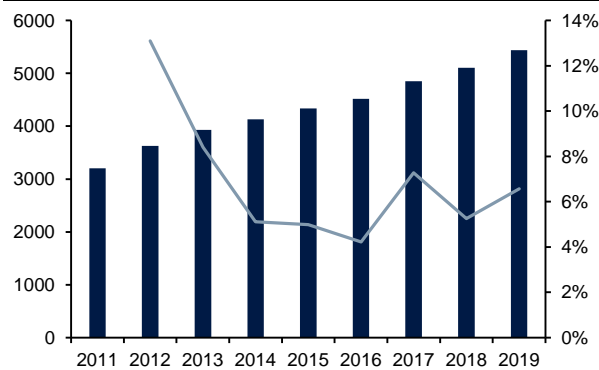
表 8: 肉制品两种类型对比

| 类型 | 安全性 | 营养性 | 口感度 | 保质期 | 销售渠道 |
|-------|--|------------------------------|-------------------|--------------|------------|
| 高温肉制品 | 无特殊杀菌处理, 从加工到销售过程受到空气、运输车和包装等方面污染, 细菌大量繁殖。 | 没有经过排酸处理, 不利于人体吸收营养成分。 | 肉质较硬, 肉汤较浑, 香味较淡。 | 常温下半天甚至更短 | 农贸市场 |
| 低温肉制品 | 0-4度无菌加工、运输、销售, 24-48小时冷却排酸, 是目前最为安全的食用肉。 | 保留肉品绝大部分营养成分, 并且其营养成分易被人体吸收。 | 肉质鲜嫩、口感更佳。 | 0-4度保存 3-7 天 | 超市、零售店、专卖店 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

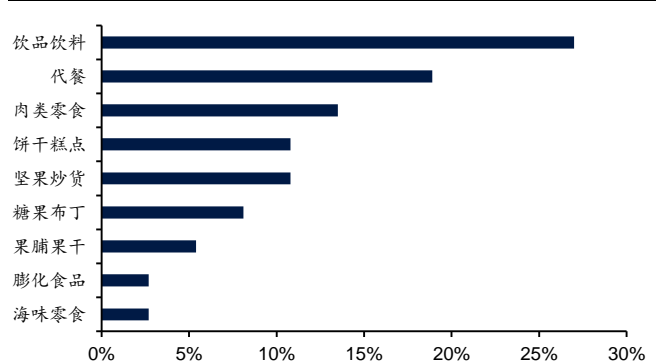
肉制品产品种类不断丰富, 新宠将占据更多市场份额。肉制品因口味及加工方式的多样性, 品种日益多元化, 其中功能性肉制品和休闲肉制品备受青睐, 市场前景广阔。功能性肉制品指将营养保健元素通过适当载体添加到传统肉制品中, 经食用能达到一定保健目的的肉制品, 目前发展前景较好的功能性肉制品包括低脂肉制品、低盐肉制品、含膳食纤维的肉制品。根据 Zion Market Research 预计, 到 2025 年全球功能性原料市场将达到近 1 亿美元, 具有功能性的原料会以更多样的形式应用于食品饮料中。此外, 随着休闲生活逐渐流行, 休闲食品的消费量逐渐增大, 2019 年我国市场规模为 5439 亿元, 2011-2019 年 CAGR 为 6%, 而肉类零食 2019 年占比高达 13.5%, 仅次于饮品饮料和代餐。此外, 休闲食品行业较为分散, 尚未有强势品牌出现, 具有口味创新实力的企业或将受益。

图 29: 2011-2019 年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 6%



资料来源: 中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 30: 2019 年我国肉类零食占休闲食品高达 13.5%



资料来源: 中国产业信息网、智研咨询国信证券经济研究所整理

公司看点: 产品+渠道+品牌共同打造食品供应商壁垒

产品: 发力食品业务, 核心业务高质量增长

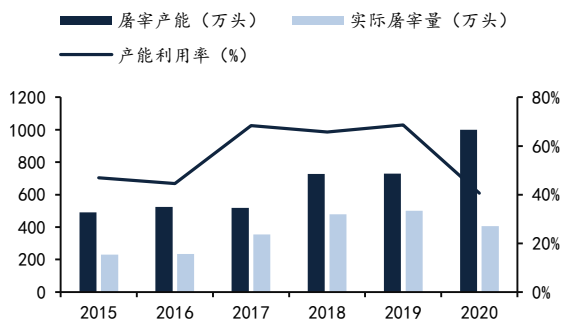
传统屠宰: 产能稳定增长, 猪价下行利好屠宰业务发展

2020 年屠宰量位列行业第二, 屠宰收入大幅增长。截止 2020 年底, 公司生猪屠宰实际产能为 1000 万头, 2020 年屠宰量达 407 万头, 位列同行业上市公司第二位。2020 年公司屠宰行业营业收入实现 168 亿元, 同比增长 51%。

猪价步入下行周期, 屠宰企业迎来黄金发展机遇。农业农村部最新监测数据显示, 2021 年 5 月, 能繁母猪存栏量实现连续 20 个月环比增长, 同比增长 19.3%, 相当于 2017 年年末的 98.4%。生猪存栏量同步增长, 同比增长 23.5%, 相当于 2017 年年末的 97.6%。在生猪产能逐步恢复的背景下, 猪价步入下行周期, 生猪采购成本将有所下降, 利好屠宰企业发展。

产能稳步扩张, 有望实现全国化布局。公司将把握未来快速发展窗口期, 在全国范围布局屠宰和肉制品工厂, 逐步实现屠宰产能的全国化布局。据公司 2020 年报披露, 公司计划到 2025 年将年生猪设计屠宰产能增加到约 5000 万头/年, 另外, 在屠宰区域布局上, 目前公司产能集中于山东地区, 未来公司将完成在东北、华东、华中和华南等区域的投资, 实现真正意义上的全国布局和覆盖。

图 31: 2020 年公司实际屠宰量达 407 万头



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32: 公司屠宰产能主要集中于山东及周边地区, 全国化布局正稳步推进



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

屠宰精加工: 大客户服务能力领先, 个性化定制打造行业竞争壁垒

相比于一般屠宰企业销售简单的原料肉, 公司的产品优势主要来自于个性化定制的猪肉精加工服务。2020 年公司屠宰精加工业务营业收入为 17.68 亿元, 同比增长 15.28%。屠宰精加工业务主要面向大型餐饮及食品加工企业, 产品主要为精加工和定制加工等非标冷冻产品, 相较于传统屠宰业务盈利有较大提升, 相应地, 大客户销售渠道对供应商及产品的要求也远高于批发商、商超和加盟店等传统屠宰销售渠道。公司凭借在对日出口中长期积累的产品研发能力、柔性生产加工能力、品质控制能力以及客户服务能力, 准确把握大型餐饮企业及食品加工企业在规格、尺寸、口味等方面的需求, 打造多种产品形态, 满足不同市场和渠道要求, 进一步减少客户后端甄别和精修环节, 降低 B 端生产成本。

公司在大客户渠道具备先发优势, 已积累 1000 家以上优质大客户资源。公司先后定制出黄喉、把子肉、余水猪骨、伊比利亚黑猪五花切片等多款产品, 与百胜系统、麦当劳系统、荷美尔(中国)、上海梅林、海底捞、通用磨坊等 1000

余家客户形成长期合作关系，在工人熟练度、管理流程、品质控制和加工供应等方面已有 3-5 年积累沉淀，由此形成规模化、品质化、差异化的竞争优势，有效提升公司生猪单头价值，改善整体盈利能力。此外，基于大客户产品供应和服务经验，公司有望通过继续拓展中小餐饮企业客户和线上销售渠道，打开未来业务发展空间。

图 33: 公司拥有先进的生产工艺和丰富的实践经验，屠宰精加工产品丰富



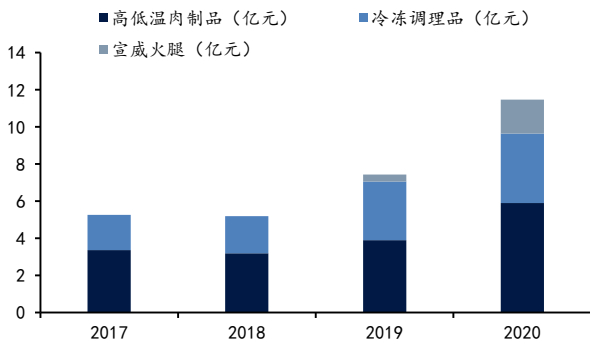
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

肉制品：致力于打造央厨品牌，有望成为公司利润结构中的核心和快速增长点

细分品类多样，满足客户多元化需求。公司的肉制品业务包括高低温肉制品、冷冻调理品、休闲肉制品和宣威火腿，细分种类高达几百种。截止 2020 年底，公司肉制品板块产能 6 万吨/年，2020 年肉制品营业收入达 11.5 亿元，同比增长 54%，其中高低温肉制品 5.9 亿元、调理预制品 3.7 亿元、宣威火腿 1.8 亿元，分别同比增长 51%、19%、372%。相比于屠宰精加工，肉制品具有高毛利属性，2013-2020 年毛利率保持在 25%左右，相较于行业龙头双汇发展肉制品业务有 31%的毛利率，公司肉制品毛利率仍有较大提升空间。

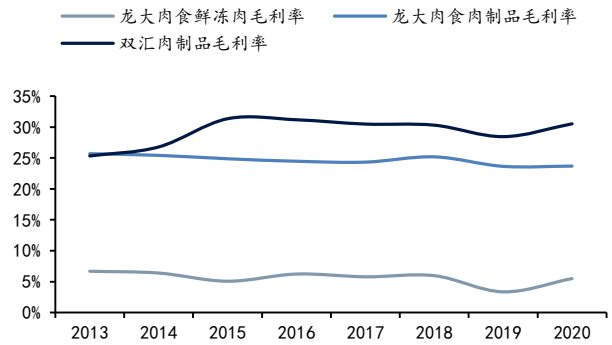
肉制品业务与屠宰精加工业务形成有效协同，公司成本优势进一步巩固。屠宰精加工业务的一大盈利难点在于，精加工后的猪肉边角料如果无法得到有效利用，就会增加公司的经营成本。而龙大肉食凭借先进的肉制品加工技术优势较好地解决了这一难题，经过精加工后的原材料碎渣被制作成灌肠、香肠等多种深加工肉制品，实现二次利用与创收，从而巩固公司屠宰精加工及肉制品业务的低成本发展壁垒。

图 34: 2020 年公司肉制品营收同比+54%至 11.5 亿元



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

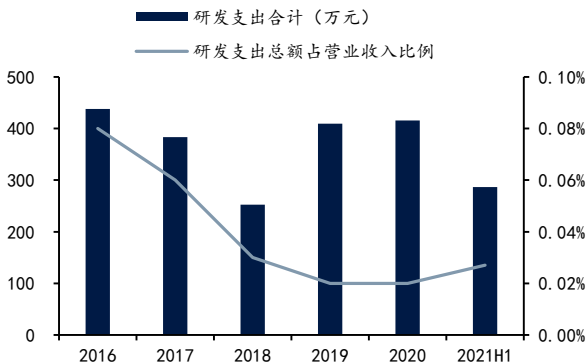
图 35: 2013-2020 年公司肉制品毛利率保持在 25%左右



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

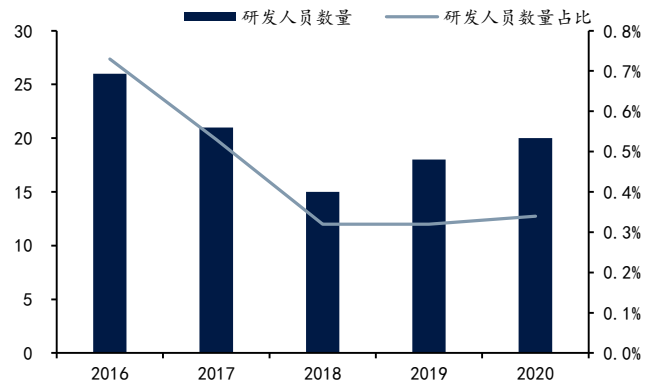
产品研发方面, 公司不断优化肉制品产品结构, 持续推进“技术创新”战略, 冷冻调理品、预制菜、高端休闲肉制品等新品开发实力强劲。2020 年, 公司成功研发革新蛋白改性、新型仿肉蛋白、胶体交联等新技术, 上市鸡肉肠、尚品火腿肠、香嫩煎烤淀粉肉肠、无淀粉王中王、百草味火腿肠等多款爆款产品, 全年新增产品达 120 余款, 同时扩建莱阳研发中心、成立上海研发中心、筹建成都研发中心, 研发费用达到 415.7 万元。此外, 熟食板块拥有销售收入过亿元的大单品梨木火腿, 蒜味肠、小酥肉和酱卤牛肉等产品销售规模也都超过千万元。根据公司 2020 年年报披露, 计划 2025 年肉制品板块营收规模超百亿, 肉制品将成为公司利润结构最核心的输出和快速增长板块。

图 36: 2020 年公司研发支出达 415.72 万元



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 2020 年公司研发人员数量占比较 2019 年增加 0.02%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 38: 公司肉制品产品线种类丰富

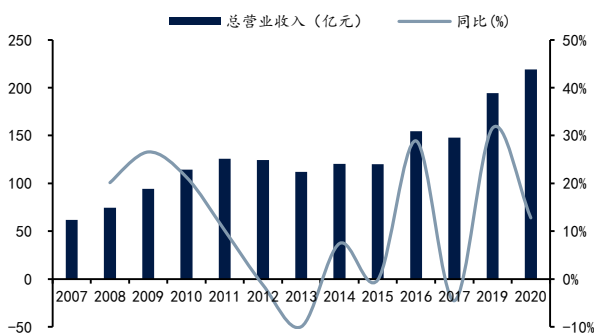


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

预制菜: 积极布局餐饮大客户渠道, 把握中央厨房行业红利

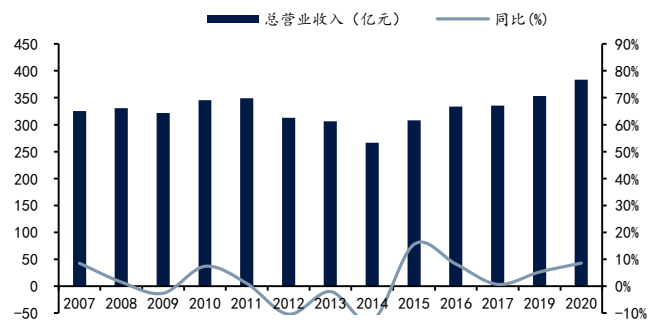
国内预制菜市场或将迎来爆发性机遇, 预制菜成为公司肉制品业务的重点发力方向。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料, 经预加工而成的成品或半成品, 起源于美国 20 世纪 60 年代, 成熟于日本上世纪 70 年代末 80 年代初。目前, 在日本市场, 预制菜的渗透率已达到 60% 以上, 头部企业神户物产和日冷公司发展向好, 营收规模近年来稳步扩大, 2020 年分别达 219 亿元及 383 亿元。参考日本市场经验, 预计我国预制菜市场发展潜力较大, 随着需求释放, 或将迎来飞跃式发展。一方面, 国内餐饮企业面临人工成本提高的压力, 同时连锁餐饮对于食材供应标准化的要求提升, 因此能够降低生产成本而又可以保质保量的预制菜愈发受到 B 端餐饮及食品企业青睐; 另一方面, 伴随着城市生活节奏日益加快, 个人消费者对于便捷、省时的烹饪方式的需求越发强烈, 未来随着企业对消费者教育投入的力度加大, 预制菜在 C 端市场的渗透率也有望加速提升。2018 年我国中央厨房市场规模已达到 2758 亿元, 5 年复合增速为 23.2%。预制菜作为中央厨房行业的核心产品, 看好其未来发展前景。

图 39: 2020 年神户物产营业收入达人民币 219 亿元



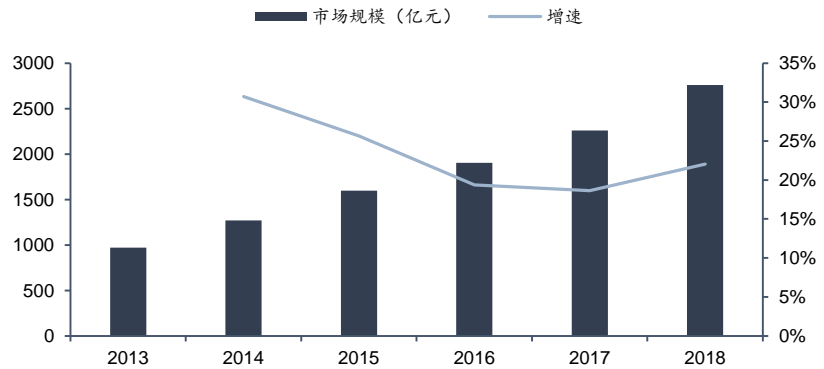
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 2020 年日冷公司营业收入达人民币 383 亿元



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

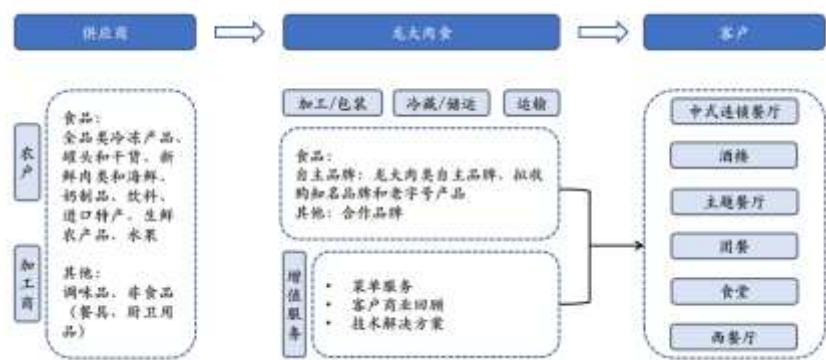
图 41：我国中央厨房市场规模快速增长



资料来源：中研普华产业研究院、国信证券经济研究所整理

龙大肉食作为行业领先者或充分受益预制菜及中央厨房行业快速发展的红利。公司在预制菜业务上有以下发展优势：一方面，公司在屠宰精加工及肉制品业务积累了较好的中高端大客户服务经验，有望在现有大客户基础上拓宽业务合作边界，将业务从肉类分割产品逐步渗透至屠宰精加工产品，乃至预制菜，持续提升供应产品附加值。另一方面，公司熟食业务已在山东具备一定品牌知名度与影响力，在产品、销售和研发上组建了专业的业务团队，并形成了一套较为完善的发展模式，为未来拓展全国市场奠定基础。此外，公司整体上打造了以屠宰精加工和肉制品为核心、以生猪养殖和进口贸易为配套的全产业链经营发展模式，餐饮食品供应链业务的开拓帮助公司从“肉类产品生产者”蜕变为“全面饮食方案解决者”，向消费者提供从源头直达餐桌的肉类食品，有效把握当下预制菜及中央厨房客户对于食品安全可追溯的需求，同时为 B 端客户提供定制化服务，增强客户粘性。

图 42：公司餐饮食品供应链业务模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

渠道：B 端大客户业务稳定增长，C 端受益新零售布局

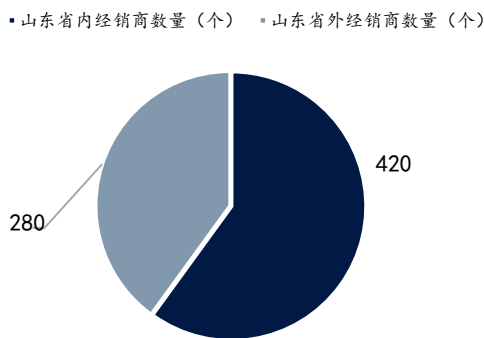
公司的主要销售渠道为批发商、加盟商、大中型商场超市、食品加工企业和大型连锁餐饮企业。在大中型商场市场方面，公司与山东家家悦、烟台振华量贩、大润发等大中型商场超市建立了长期合作关系，积极推进区域风味产品的升级

改造，深耕山东省内市场，依托特色化差异化的食材优势，发力高端市场。在食品加工企业方面，公司已与上海荷美尔、避风塘、上海梅林、厦门程泰、湾仔码头等众多食品加工企业建立了供销关系。此外，公司经销商数量出现了突破性的增长，截止 2020 年底，熟食板块的经销商数量增长至 700-800 家左右。

B 端大客户：餐饮食品供应链业务稳定增长，预制菜大有可为

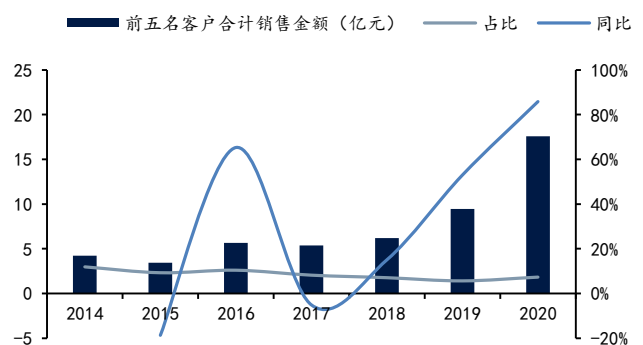
随着城镇化率提升和消费升级的持续推进，餐饮食品行业在质量和规模上都具备较大发展潜力，国内刚起步的冷冻调理品（预制菜）未来增长空间巨大。公司从 1994 年开始做冷冻调理品出口业务，主要出口日本，覆盖所有品类，研发和生产经验丰富。龙大肉食以大客户为主导销售渠道，凭借在餐饮 OEM 产品定制和品质管理的竞争优势，成功地成为百胜中国(肯德基、必胜客)、海底捞、阿香米线、呷哺呷哺、宏状元、永和大王等大型餐饮连锁客户提供产品，同时拥有荷美尔、上海梅林、湾仔码头、厦门古龙等数个收入超过 1 亿的大客户。目前，冷冻调理品系列月均销量超 1500 吨，服务超 1000 家客户，已成为龙大肉食熟食板块发展矩阵的增长核心。根据公司公告披露，公司预计同大客户合作的销售收入将持续放量，2021 年冷冻调理品销售收入规模有望达 7-8 亿元。

图 43：2020 年公司经销商数量突破性增长至 700 余家



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44：2020 年公司前五大客户销售额占比 7.31%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

除 B 端贡献营收及利润以外，预制菜有望通过 B 端渗透 C 端。以 2020 年初公司新上市的椒香酥肉为例，其从餐饮大客户向流通领域逐步渗透。龙大肉食巧妙地将在 2017 年为某全国连锁火锅店定制开发的椒香酥肉推向流通领域。作为一款已经在大客户渠道获得品质和口碑认可的冷冻调理品，在口味上全新升级的椒香酥肉一在流通领域上市便广受客户和消费者喜爱，成为明星单品，有效带动公司肉制品产品在流通市场快速发展。

新零售渠道：布局 C 端，试水新盈利渠道

随着电商和新零售成为年轻一代主要的消费渠道，公司于 2019 年完成天猫、京东、苏宁易购三大传统电商业务布局，于 2020 年设立新零售部门开始微商、社交电商、社区团购等渠道建设。冷冻调理品系列当中的椒香酥肉、超燃里脊肉、四喜丸子、厚切猪排等新培育的大单品，成为拓展新渠道、新客户的利器，在线下流通、线上直播、大客户开发等方面屡有精彩表现，椒香酥肉更是创下了直播中 5 分钟就被抢购 2.3 万袋的记录，销售业绩亮眼。

图 45: 公司近年来开发的爆款产品

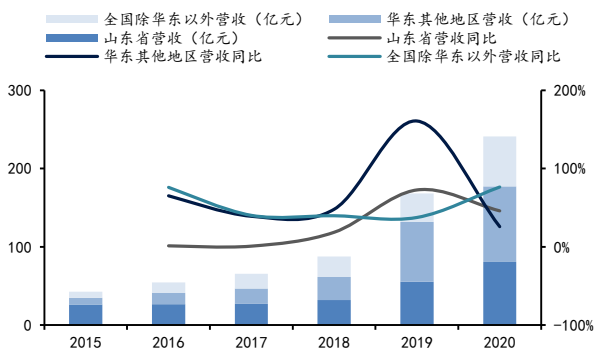


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

全国渠道开拓: 省外销售渠道拓展加速, 全国辐射与市场下沉双发力

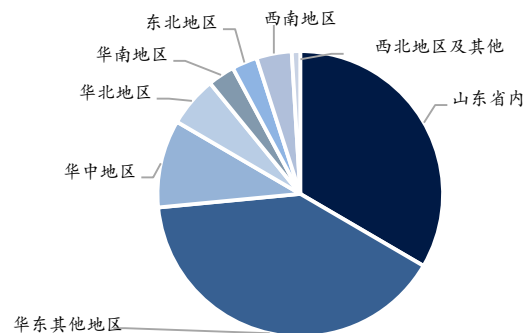
除了深耕山东省内市场, 公司 2015 年开始向全国市场拓展, 通过加快电商渠道建设、开发 C 端客户带动产品向全国辐射、向市场下沉, 逐步完成由区域性领导品牌向全国性一流品牌的战略转型。2020 年, 山东省外实现营收 160.5 亿元, 同比增长 42%, 占总营收 67%, 2015-2020 年 CAGR 为 46%。

图 46: 2015-2020 年公司山东省外营收 CAGR 为 46%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 2020 年山东省外营收占比 67%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

品牌: 食品安全体系塑造卓越品牌, 大客户声誉助推市占率提升

公司食品安全体系行业领先, 品控管理水平先进。近年来, 三氯氰胺、瘦肉精等事件频发, 食品安全成为大客户采购和终端消费者考量的重要指标之一。龙大肉食致力于打造以源头控制、质量体系、产品检测为核心的食品安全保证体系, 做到批批检验、全程可追溯, 实现对原料、生产、产品的全过程把关, 从源头控制到质量体系到产品检测形成了一些列标准化制度和技术规范, 确保终端产品的食品安全, 让老百姓的“菜篮子”更加安全放心。

杰科检测是食品行业为数不多的国家级检测机构, 真正实现全程可控和全程追溯。公司全资子公司杰科检测是经中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认可, 为专业食品安全检测机构, 已获得山东省科技厅的高新技术企业认定, 并多次通过 FAPAS 能力验证, 成为具有法律效力的第三方检测机构, 拥有 6 项发明专利, 先后引进液相色谱串联质谱联用仪、超高效液相色谱仪、气质联用仪、气相色谱串联质谱联用仪等食品检测设备, 建立行业检测中心。一方面, 杰科检

测可以对微生物、理化、重金属、农药残留、抗生素残留、食品添加剂、过敏性物质等 1072 项指标进行检测；另一方面，杰科的药残等检测项目与日本最新标准保持同步，高于国家水平，如关于甲硝唑检出限的国内标准为 0.2-0.5 $\mu\text{g}/\text{Kg}$ ，而杰科检测的执行标准为 0.05 $\mu\text{g}/\text{Kg}$ 。

表 9：公司检测水平高于国家标准

| 项目 | 杰科方法检出限($\mu\text{g}/\text{Kg}$) | 中国标准($\mu\text{g}/\text{Kg}$) | 日本标准($\mu\text{g}/\text{Kg}$) |
|--------|------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| 盐酸克伦特罗 | 0.05 | 0.2-0.5 | 0.05 |
| 甲硝唑 | 0.1 | 0.5 | 0.1 |
| 地美硝唑 | 0.2 | 0.5-1 | 0.2 |

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 48：公司旗下子公司杰科检测的资格认证



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

食品安全塑造卓越品牌形象，大客户声誉创造更大的市场占有率和品牌影响力。叠加特色市场营销战略、产品研发能力以及持续稳定的供应能力，公司先进的食品安全体系获得消费者和客户高度认可。2020 年 11 月，泛长三角肉类供应链创新联盟正式揭牌，龙大肉食担任首届联盟主席单位，董事长余宇出任首届联盟主席。商业客户方面，公司是百胜系统连续多年 T1 供应商和铭基集团连续八年的优秀供应商，在海底捞众多供应商中脱颖而出，被评为“最佳诚信供应商”。蝉联泰森食品(中国)“优秀供应商”大奖，成为唯一一家连续四年获该奖项的猪肉供应商企业。通过服务国内外知名食品餐饮企业客户，公司有望凭借良好的口碑和示范效应进一步抢夺更大的市场占有率。

图 48：公司先后积累了一批优质国内外知名食品企业和餐饮客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

屠宰精加工: 公司的屠宰精加工业务收入稳健增长, 市占率仍有提升空间, 我们预计 2021-2023 年公司生猪屠宰量为 600/700/770 万头, 业务营收为 244/320/412 亿元, 同比增长 45%/31%/29%。

肉制品: 公司功能性肉制品、休闲肉制品、预制菜等业务近年才开始布局, 起步较晚, 但是产品、研发、渠道方面优势突出, 因此看好未来发展。我们预计 2021-2023 年公司肉制品板块收入为 18/24/29 亿元, 同比增长 55%/34%/22%, 毛利率维持稳定。

表 10 : 公司主要业务经营预测

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|
| 生猪屠宰量 (万头) | 600 | 700 | 770 |
| 屠宰精加工收入 (百万元) | 24394 | 31956 | 41224 |
| yoy | 45% | 31% | 29% |
| 毛利率 | 6.5% | 6.7% | 6.7% |
| 毛利 (百万元) | 1580 | 2141 | 2762 |
| 肉制品收入 (百万元) | 1781 | 2383 | 2901 |
| yoy | 55.2% | 33.8% | 21.7% |
| 毛利率 | 23% | 23% | 24% |
| 毛利 (百万元) | 410 | 560 | 704 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 11: 未来 3 年利润表预测 (单位: 百万元)

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 24102 | 32358 | 40773 | 50840 |
| 营业成本 | 22555 | 30005 | 37669 | 46905 |
| 营业税金及附加 | 13 | 32 | 45 | 46 |
| 销售费用 | 195 | 421 | 652 | 854 |
| 管理费用 | 275 | 449 | 594 | 917 |
| 财务费用 | 68 | 62 | 71 | 65 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | (25) | 20 | 15 | 30 |
| 其他收入 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1019 | 1409 | 1758 | 2082 |
| 营业外净收支 | (2) | 4 | 2 | 1 |
| 利润总额 | 1017 | 1414 | 1760 | 2083 |
| 所得税费用 | 43 | 215 | 264 | 312 |
| 少数股东损益 | 69 | 95 | 119 | 141 |
| 归属于母公司净利润 | 906 | 1103 | 1377 | 1630 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.03/13.77/16.30 亿元, EPS 分别为 1.02/1.28/1.51 元。

盈利预测的敏感性分析

表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 16822 | 24102 | 32,399 | 40,867 | 51,007 |
| (+/-%) | 91.6% | 43.3% | 34.4% | 26.1% | 24.8% |
| 净利润(百万元) | 241 | 906 | 1228 | 1540 | 1836 |
| (+/-%) | 276.1% | 51.0% | 35.6% | 25.4% | 19.2% |
| 摊薄 EPS | 0.24 | 0.91 | 1.14 | 1.43 | 1.70 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 16822 | 24102 | 32,358 | 40,773 | 50,840 |
| (+/-%) | 91.6% | 43.3% | 34.3% | 26.0% | 24.7% |
| 净利润(百万元) | 241 | 906 | 1103 | 1377 | 1630 |
| (+/-%) | 276.1% | 51.0% | 21.8% | 24.8% | 18.4% |
| 摊薄 EPS(元) | 0.24 | 0.91 | 1.02 | 1.28 | 1.51 |
| 悲观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万元) | 16822 | 24102 | 32,316 | 40,679 | 50,672 |
| (+/-%) | 91.6% | 43.3% | 34.1% | 25.9% | 24.6% |
| 净利润(百万元) | 241 | 906 | 979 | 1215 | 1424 |
| (+/-%) | 276.1% | 51.0% | 8.1% | 24.1% | 17.2% |
| 摊薄 EPS | 0.24 | 0.91 | 0.91 | 1.13 | 1.32 |
| 总股本 (百万股) | 989 | 996 | 1,078 | 1,078 | 1,078 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 13.2-13.8 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险。
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下行的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年生猪屠宰精加工产量的预测、肉制品业务拓展的假定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司生猪屠宰量、肉制品销售额的预测过于乐观，从而导致盈利偏乐观的风险。
- 2、公司食品业务若出现销售投入较大，但利润不及预期，可能会拖累业绩表现。

经营风险

公司由于肉制品研发布局及生猪屠宰精加工业务拓展而使得费用支出超出预期的风险。生猪养殖场的建设会带来费用开支的大幅增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

生猪价格波动风险

公司冷鲜肉和熟食制品的销售价格调整相对滞后于生猪采购价格变动，未来若生猪采购价格出现大幅波动，公司不能及时适度调整产品价格并保持合理存货规模，公司存在主营业务毛利率波动的风险，从而影响经营业绩稳定性。

市场竞争风险

未来猪肉及猪肉制品的竞争越来越体现为产业链竞争，双汇发展、新希望、中粮集团、温氏股份、牧原股份等食品和农牧头部公司皆积极布局生猪产业链，因此，如公司不能继续强化自身优势，则将面临越来越大的市场竞争风险。

动物疫病、非洲猪瘟等系统性风险

非瘟防控、蓝耳病近年频发，带来的风险包括两类，一是疫病的发生将导致生猪的死亡，直接导致生猪产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求减少，对公司经营造成不利影响。若公司周边地区或自身疫病发生频繁，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将面临生猪发生疫病所引致产量下降、盈利下降、甚至亏损的风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 2397 | 2000 | 1900 | 2073 | 营业收入 | 24102 | 32358 | 40773 | 50840 |
| 应收款项 | 510 | 913 | 1149 | 1432 | 营业成本 | 22555 | 30005 | 37669 | 46905 |
| 存货净额 | 2595 | 3358 | 4205 | 5223 | 营业税金及附加 | 13 | 32 | 45 | 46 |
| 其他流动资产 | 831 | 1422 | 1751 | 2132 | 销售费用 | 195 | 421 | 652 | 854 |
| 流动资产合计 | 6332 | 7693 | 9005 | 10861 | 管理费用 | 275 | 449 | 594 | 917 |
| 固定资产 | 1434 | 2028 | 2563 | 2575 | 财务费用 | 68 | 62 | 71 | 65 |
| 无形资产及其他 | 57 | 56 | 55 | 54 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 728 | 728 | 728 | 728 | 资产减值及公允价值变动 | (25) | 20 | 15 | 30 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8551 | 10506 | 12351 | 14218 | 营业利润 | 1019 | 1409 | 1758 | 2082 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1937 | 2008 | 2053 | 1800 | 营业外净收支 | (2) | 4 | 2 | 1 |
| 应付款项 | 991 | 1430 | 1784 | 2209 | 利润总额 | 1017 | 1414 | 1760 | 2083 |
| 其他流动负债 | 1109 | 1710 | 2116 | 2598 | 所得税费用 | 43 | 215 | 264 | 312 |
| 流动负债合计 | 4037 | 5147 | 5954 | 6608 | 少数股东损益 | 69 | 95 | 119 | 141 |
| 长期借款及应付债券 | 801 | 801 | 801 | 801 | 归属于母公司净利润 | 906 | 1103 | 1377 | 1630 |
| 其他长期负债 | 19 | 19 | 18 | 17 | | | | | |
| 长期负债合计 | 819 | 820 | 819 | 817 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 4856 | 5967 | 6773 | 7425 | 净利润 | 906 | 1103 | 1377 | 1630 |
| 少数股东权益 | 309 | 381 | 470 | 576 | 资产减值准备 | (73) | (15) | (9) | (3) |
| 股东权益 | 3386 | 4158 | 5108 | 6217 | 折旧摊销 | 97 | 143 | 192 | 223 |
| 负债和股东权益总计 | 8551 | 10506 | 12351 | 14218 | 公允价值变动损失 | 25 | (20) | (15) | (30) |
| | | | | | 财务费用 | 68 | 62 | 71 | 65 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 43 | (732) | (661) | (779) |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | 132 | 86 | 98 | 108 |
| 每股收益 | 0.91 | 1.02 | 1.28 | 1.51 | 经营活动现金流 | 1131 | 565 | 982 | 1149 |
| 每股红利 | 0.13 | 0.31 | 0.40 | 0.48 | 资本开支 | (453) | (701) | (701) | (201) |
| 每股净资产 | 3.40 | 3.86 | 4.74 | 5.77 | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | 19% | 18% | 20% | 20% | 投资活动现金流 | (453) | (701) | (701) | (201) |
| ROE | 27% | 27% | 27% | 26% | 权益性融资 | 56 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 6% | 7% | 8% | 8% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 4% | 4% | 4% | 4% | 支付股利、利息 | (128) | (331) | (427) | (522) |
| EBITDA Margin | 5% | 5% | 5% | 5% | 其它融资现金流 | 1200 | 70 | 46 | (253) |
| 收入增长 | 43% | 34% | 26% | 25% | 融资活动现金流 | 1001 | (261) | (381) | (775) |
| 净利润增长率 | 276% | 22% | 25% | 18% | 现金净变动 | 1679 | (397) | (100) | 173 |
| 资产负债率 | 60% | 60% | 59% | 56% | 货币资金的期初余额 | 718 | 2397 | 2000 | 1900 |
| 息率 | 1.3% | 3.3% | 4.3% | 5.2% | 货币资金的期末余额 | 2397 | 2000 | 1900 | 2073 |
| P/E | 11.0 | 9.8 | 7.9 | 6.6 | 企业自由现金流 | 706 | (60) | 371 | 1043 |
| P/B | 3.0 | 2.6 | 2.1 | 1.7 | 权益自由现金流 | 1907 | (43) | 357 | 734 |
| EV/EBITDA | 12.8 | 10.5 | 8.8 | 7.8 | | | | | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032