

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2021年03月26日
市场数据

目前股价	4.84
总市值（亿元）	47.35
流通市值（亿元）	42.48
总股本（万股）	97,831
流通股本（万股）	87,776
12个月最高/最低	8.23/4.104.50

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

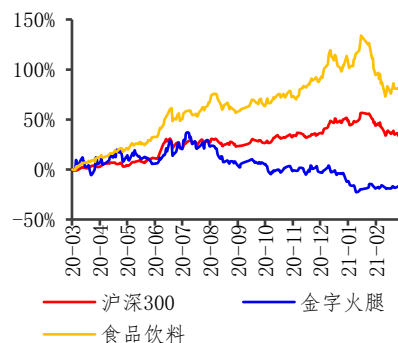
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

联系人（研究助理）：陈姝 S1070120070051

☎ 0755-83516207

✉ chenshu@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<聚焦主业快速发展，新品切入新赛道>>

2021-01-28

<<全面起航，三季度营收利润高增长>>

2020-10-23

<<三季度业绩预期实现高增长，聚焦肉制

品主业>> 2020-10-12

主业启航，轻装上阵

——金字火腿（002515）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	426	282	767	1276	1824
(+/-%)	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
归母净利润（百万元）	-8	34	71	227	310
(+/-%)	-107.8%	-497.9%	112.5%	219.0%	36.4%
摊薄 EPS（元/股）	-0.01	0.03	0.07	0.23	0.32
PE	-562	141	66	21	15

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**3月9日，公司召开第五届董事会第十二次会议审议通过了《关于向公司关联人转让中钰资本股权回购款剩余债权暨关联交易的议案》，公司拟向关联人金华市巴玛投资企业人民币以3亿元转让中钰资本股权回购款剩余债权。

根据公司公告，金华市巴玛投资企业为出价人以人民币3亿元竞价成功拍得中钰资本股权回购款剩余债权。金华市巴玛投资企业为公司持股5%以上的股东，其执行事务合伙人施延军为公司董事长，因此金华市巴玛投资企业为公司关联法人。公司转让上述债权是为了保护上市公司利益，增加款项回收的确定性，化解风险，减少对公司的影响，专心主业经营，促进公司持续健康发展。

■ **聚焦主业发展，丰富线上渠道。**公司主业聚焦肉类产业，其主业共有三大业务，即火腿，特色肉制品，个性化定制品牌肉类。同时公司试水新品，切入火锅火腿赛道，不断拓宽消费场景。公司产品结构优化，在火腿肉的基础上，不断延伸业务领域和研发新品，产品矩阵丰富，香肠、腊肉、咸肉、酱肉、品牌肉类等产品用户群体广，市场空间大。叠加公司大力拓展线上营销渠道，不断完善销售网络，涵盖社交电商，直播，内容电商，生鲜电商，社区团购，拼购等多个渠道平台，培育用户基础以及消费者粘度，提高营销效率，有望扩大公司收入规模，实现利润高增长。

■ **盈利预测与投资建议：**20年公司归母净利润预计受剩余债权计提减值金额影响，但公司已有相应对策减少该剩余债权对公司财务的负面影响。公司营业利润实现高增，聚焦主业快速发展，不断试水新品，进行中式化尝试。线上渠道放量明显，完善渠道建设。公司采购具备优势，有望平滑成本。我们认为近几年将进入业绩快速发展期，预计公司20-22年营收分别为7.67、12.76、18.24亿元，归母净利润为0.71、2.27、3.1亿元，EPS分别为0.07、0.23、0.32元，对应的PE分别为66、21、15X，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

开拓速度放缓以及开拓数量不及预期，资产减值损失，疫情带来的不确定性影响，食品安全问题等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	426.42	281.54	766.63	1276.49	1823.90	成长性					
营业成本	246.96	158.81	543.54	893.55	1258.49	营业收入增长	14.6%	-34.0%	172.3%	66.5%	42.9%
销售费用	70.76	29.38	43.70	63.82	91.19	营业成本增长	16.6%	-35.7%	242.3%	64.4%	40.8%
管理费用	92.57	13.98	19.93	31.91	43.77	营业利润增长	-158.1%	137.8%	236.6%	105.9%	36.6%
研发费用	21.98	3.41	7.67	12.76	18.24	利润总额增长	-158.9%	-137.5%	118.4%	219.0%	36.4%
财务费用	-8.55	-3.00	-9.96	-30.07	-13.02	归母净利润增长	-107.8%	-497.9%	112.5%	219.0%	36.4%
其他收益	9.26	7.91	10.00	11.00	11.00	盈利能力					
投资净收益	5.75	1.77	3.85	2.81	3.33	毛利率	42.1%	43.6%	29.1%	30.0%	31.0%
营业利润	-95.23	35.95	121.02	249.19	340.44	销售净利率	-22.7%	11.8%	9.4%	18.1%	17.2%
营业外收支	-0.74	0.03	-42.44	1.50	1.50	ROE	-7.0%	2.5%	5.4%	14.7%	16.7%
利润总额	-95.96	35.98	78.58	250.69	341.94	ROIC	-9.2%	2.6%	4.5%	11.2%	13.9%
所得税	0.80	2.81	6.29	20.06	27.36	营运效率					
少数股东损益	-88.33	-0.37	1.01	3.23	4.40	销售费用/营业收入	16.6%	10.4%	5.7%	5.0%	5.0%
归母净利润	-8.43	33.55	71.28	227.41	310.18	管理费用/营业收入	21.7%	5.0%	2.6%	2.5%	2.4%
						研发费用/营业收入	5.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
资产负债表						财务费用/营业收入	-2.0%	-1.1%	-1.3%	-2.4%	-0.7%
						投资收益/营业利润	-6.0%	4.9%	3.2%	1.1%	1.0%
流动资产	1124.56	1035.91	1854.36	2439.30	3200.91	所得税/利润总额	-0.8%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
货币资金	259.95	86.59	383.31	765.90	1276.73	应收账款周转率	10.99	16.52	13.75	15.13	14.44
应收票据及应收账款	16.28	17.82	72.86	74.63	131.34	存货周转率	1.42	0.58	0.95	0.90	0.90
其他应收款	667.64	490.57	518.15	255.48	36.34	流动资产周转率	0.36	0.26	0.53	0.59	0.65
存货	163.97	380.63	763.65	1222.00	1574.64	总资产周转率	0.22	0.19	0.40	0.47	0.53
非流动资产	370.14	405.18	523.68	602.36	647.54	偿债能力					
固定资产	284.36	281.54	395.65	469.54	508.46	资产负债率	7.8%	8.8%	43.8%	48.4%	51.1%
资产总计	1494.70	1441.09	2378.03	3041.65	3848.45	流动比率	20.36	15.41	1.89	1.73	1.68
流动负债	55.24	67.21	980.78	1413.76	1905.97	速动比率	17.09	9.30	1.02	0.80	0.77
短期借款	0.00	0.00	823.12	1272.02	1635.54	每股指标 (元)					
应付款项	14.98	37.97	34.50	25.07	56.12	EPS	-0.01	0.03	0.07	0.23	0.32
非流动负债	61.12	59.79	59.79	59.79	59.79	每股净资产	1.41	1.34	1.37	1.60	1.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.28	0.01	-0.35	0.02	0.24
负债合计	116.36	127.00	1040.57	1473.55	1965.76	每股经营现金	31.99	0.15	-4.85	0.07	0.76
股东权益	1378.34	1314.09	1337.47	1568.11	1882.69	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	978.31	978.31	978.31	978.31	978.31	PE	-562	141	66	21	15
留存收益	297.70	331.25	350.83	329.24	357.12	PEG	2.19	10.09	-4.76	-0.09	0.14
少数股东权益	0.00	0.37	1.38	4.61	9.01	PB	3.44	3.60	3.54	3.03	2.53
负债和权益总计	1494.70	1441.09	2378.03	3041.65	3848.45	EV/EBITDA	-70.65	86.67	47.98	18.92	13.96
						EV/SALES	10.64	16.62	6.79	4.13	2.81
现金流量表						EV/IC	3.15	3.41	2.35	1.82	1.44
						ROIC/WACC	-1.06	0.31	0.52	1.36	1.69
经营活动现金流	-123.72	-129.22	-345.57	15.43	234.28	REP	-2.96	11.16	4.50	1.34	0.85
其中营运资本减	-255.40	-42.74	-431.28	-218.27	-122.08						
投资活动现金流	-66.22	180.28	-141.89	-111.82	-99.98						
其中资本支出	33.85	4.46	118.49	78.68	45.18						
融资活动现金流	-107.77	-97.43	211.05	30.07	13.02						
净现金总变化	-297.58	-46.36	-276.40	-66.32	147.32						

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>