

金字火腿 (002515.SZ) 肉禽鱼产品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢
 分析师 SAC 执业编号：S1130511030031
 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

肖喆
 联系人
 (8621)61038276
 xiaozhe@gjzq.com.cn

巴玛新品强发展，中式火腿稳增长；

事件

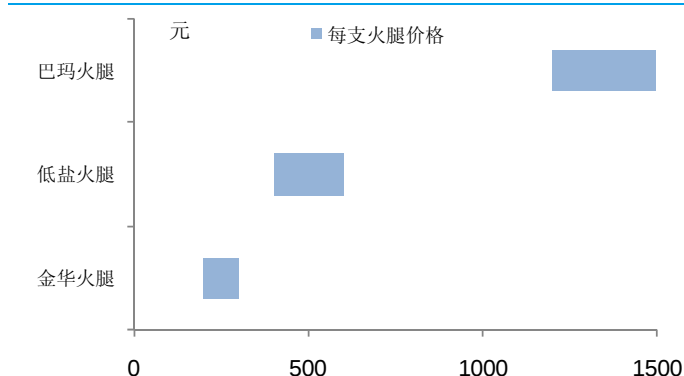
我们近期前往金字火腿调研，了解公司近期经营情况如下。

评论 1：巴玛火腿--从小众传播到消费风潮尚需时日

■ 公司希望将巴玛火腿打造为未来的明星产品：

- 公司产品策略为传统的金华火腿实现稳定增长，寄希望于将巴玛火腿打造成公司的明星产品。公司主打的巴玛火腿，是一种意式发酵火腿，工艺和口感上介乎西班牙的帕尔玛火腿和意大利的伊比利亚火腿。公司通过融合两者的工艺，并结合本土消费者的口味，希望打造中国顶级高端发酵肉制品。

图表2：公司三种火腿售价



来源：国金证券研究所

图表2：三类火腿比较

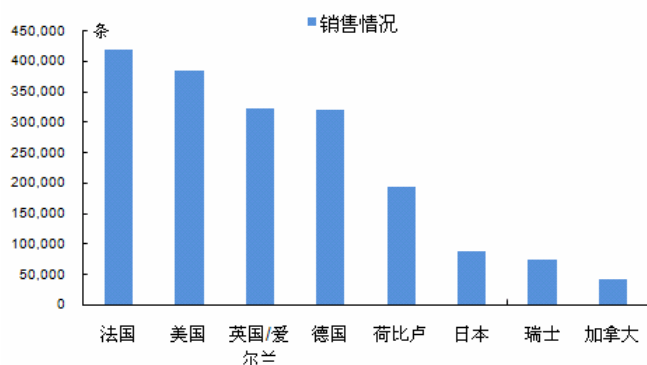
火腿品种	含盐量	发酵时间	食用方法
金华火腿	9%-12%	10个月	烹调主辅料
低盐火腿	6%以下	8个月	烹调主辅料
巴玛火腿	4%-6%	18个月	即食

来源：国金证券研究所

■ 从帕尔玛火腿消费市场分析，看中国市场前景：

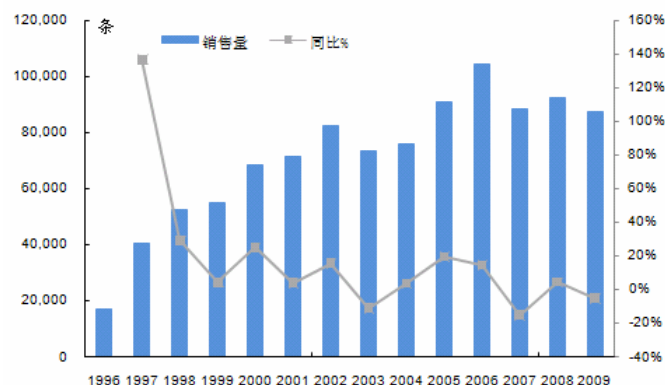
- 帕尔玛火腿作为世界三大发酵火腿之一（伊比利亚火腿、帕尔玛火腿及金华火腿），全世界年销售量接近 1000 万条，市场容量为 8 亿欧元，单只腿的出厂价为 80 欧元。主销区以欧美为主，意大利市场占比接近 80%，法英德美荷比卢市场占比接近 15%。亚洲以日本、新加坡、香港地区为主销区，日本年销售 9 万条、新加坡和香港年销售量分别都接近 8000 条。
- 以日本地区为例，96 年正式批准帕尔玛火腿进口后，在 97 和 98 年实现了销售的井喷（增速超过 50%），但在过去 10 年间复合增速不到 5%，09 年日本的市场销售收入为 700 万欧元左右。帕尔玛火腿在日本市场已经培育了 15 年，在初期的新品蜜月期后，很快进入缓慢增长期，日本市场的情况显示出，由于饮食习惯的变化和文化融合比较缓慢，因此新的食材在新的消费群体中的增长将是渐进式的。由于日本与中国同属东亚文化圈，在文化和消费习惯上有相近之处，因此我们推断西式发酵火腿在中国市场的发展有可能呈现出与日本市场相类似的情况。
- 欧式发酵火腿在中国是否会迅速发展还需拭目以待。目前，帕尔玛火腿和伊比利亚火腿在中国还是一种舶来品，消费者认知度不高，只在沿海部分地区已经形成消费习惯。以伊比利亚火腿为例，09 年正式进入中国大陆以来，销量一直没有打开，大陆地区销量甚至一度不如香港地区。消费引导的缺乏和饮食习惯的差异（中国消费者并没有直接食用生肉的习惯，在口感上也比较难接受）导致新的舶来品被市场接受需一个过程。

图表3：09年帕尔玛火腿主要销售情况



来源：国金证券研究所；公司公告；

图表4：日本地区帕尔玛火腿销售情况



来源：国金证券研究所；公司公告；

■ 我们认为 11-12 年将是巴玛火腿的培育期：

- 公司目前的战略类似多年前的张裕，洋为中用，实现国外消费品的本土化。相对国外的公司，我们认为中国公司更加了解中国消费者、更加贴近市场渠道、市场投放的资源更加集中，先发优势明显。在国外公司无暇顾及中国市场的情况下，本土公司的竞争优势更加突出。
- 目前公司在传播上，紧紧扣住“至尊品味，红酒绝配”的产品定位，将巴玛火腿与红酒做消费连接，我们对此非常认同。近几年来，进口红酒数量增长迅猛，国内红酒产量也逐年提高，中国人渐渐培养起了红酒习惯，这也间接创造了巴玛火腿的消费市场。在这之前，西式火腿主要依靠进口，售价在 800-2000 元/公斤，与进口西式火腿相比，金字巴玛具备价格优势、服务优势，并且更香浓，更加符合中国人的口味。
- 总体上，我们认同公司巴玛火腿产品的推广思路，但从小众传播到形成大众风潮需要较长的市场和品牌培育时间（一般一种新产品和品牌的培育时间在 3-5 年）。能否形成消费风潮，取决于公司的产品引导策略及消费者接受情况。10 年以来，沿海一些城市消费西式火腿渐成风潮，以温州为例，伊比利亚火腿和帕尔马火腿成为当地酒店酒庄最热门的饭局单品，特别是高级商务宴请的必备菜色。

■ 公司 11-12 年将为未来可能的品类高速发展做积极的准备工作：

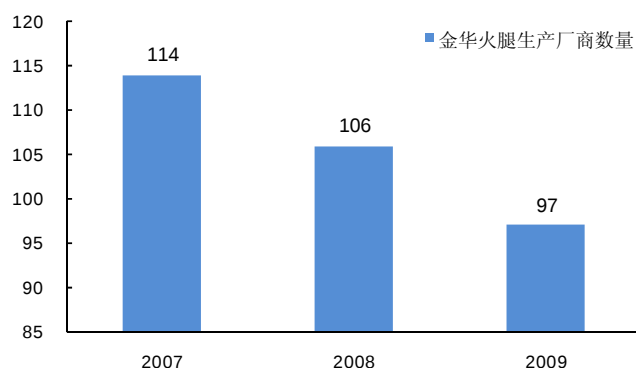
- 渠道网络建设：针对巴玛产品的推广，公司计划在全国主要城市建立自己的营销网络，在北上广杭建立营销中心和体验店（目前营销中心已经在杭州和北京设立，在杭州已经开设一家体验店），在重点城市建立办事处以帮助当地经销商做销售；预计 11 年建立 20 个办事处，12 年建立 150-200 家办事处；针对中式火腿的推广，公司主要是精细化江浙沪的销售网络，试水本地专卖店业务。
- 以体验式营销为核心，宣传及推广产品：公司巴玛火腿主要以品鉴会的形式，公关核心消费领袖；从前几期的品鉴会结果来看，此前从未尝试过的客人，有 80% 表示接受并愿意再尝试巴玛火腿产品（小样本的消费者反馈可能没有太多代表性，一般对红酒比较接受的以及有国外留学经历的对巴玛产品的接受度会比较高）。
- 以加盟代理的方式发展新业务：设置区域代理，厂商办事处辅佐的方式开拓新市场。
- 火腿半成品的储备：由于发酵火腿需要较长的生产周期，并需要一段更长的存放时间以保证品质。11 年公司产量预计为 110 万条，其中巴玛火腿产量为 35 万条（预计 3 年后投放市场），另外 75 万条中式火腿（预计 1-2 年内投放市场）。
- 上游原料的控制：公司之前公布生态养猪场的计划，未来将实现原料的自给，严格控制原料质量。

评论 2：中式火腿稳增长，结构调整有潜力

■ 公司传统火腿业务已处于领导地位，未来主要看产品结构的调整和升级：

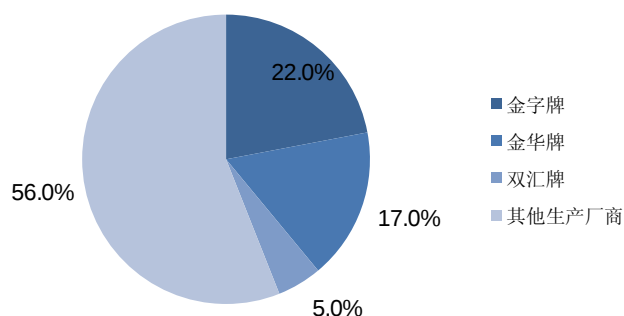
- 公司作为国内最大的火腿生产和销售企业，产销量占到行业 22% 左右，10 年销售超过 60 万条金华火腿。公司未来希望将中式火腿的产量扩大到 110 万条，即接近整个行业产量的 1/3。
- 由于金华火腿主要是一种菜肴和佐料，受限于饮食习惯，主要消费地区以江浙沪市场为主。

图表5：市场集中度不断提高



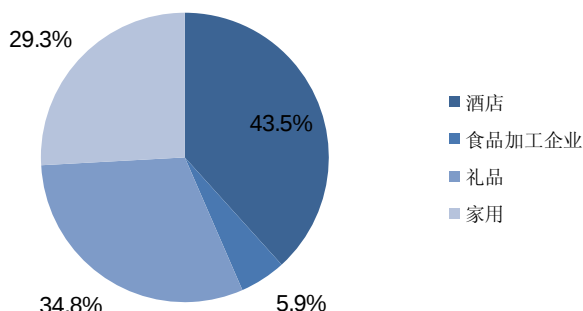
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表6：金华火腿市场格局



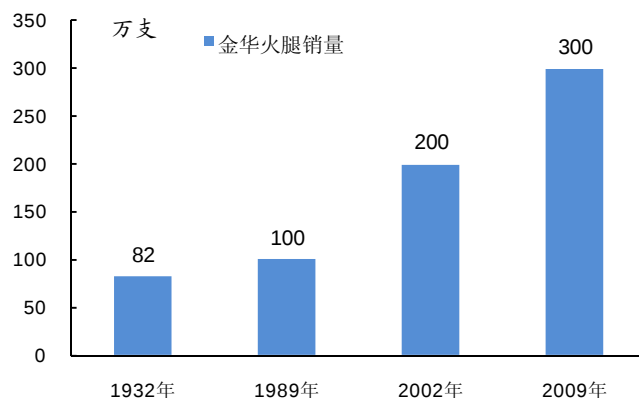
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表7：酒店餐饮是金字火腿主要的消费市场



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表8：金华火腿历年销量



来源：wind，国金证券研究所

- 10 年公司推出低盐火腿，打造火腿市场新卖点。低盐火腿满足了现代人健康和方便两方面的诉求，是未来火腿的发展趋势，该系列产品的含盐量在 6%以内，并且采用了去骨技术，有利于产品被更多的消费者接受。低盐火腿的售价一般为传统金华火腿的 2 倍，约为 400-600 元/支。
- 公司将逐步扩大低盐火腿的产量，将其作为传统金华火腿的升级替代产品，在 12 年产量全面超过金华火腿的数量，11-13 年，低盐火腿的年产量分别为 40 万只、85 万只和 100 万只。
- 公司预计 11 年仍为低盐火腿产品的推广期，12 年为产品的高增长期。我们认为低盐火腿最大的需求将来自于礼品市场（更高的价格、更好的品质、更健康的诉求）。

盈利预测及投资建议

■ 盈利预测及投资建议：

- 中式火腿业务（传统火腿、低盐火腿及火腿制品）11-13 年增速分别为 18.5%、15%和 20%。
- 巴玛火腿业务 11-12 年为培育期，收入分别实现 0.12 和 0.24 亿。
- 考虑到 11-12 年，销售团队大规模扩充及品牌投入的加大，销售费用 11-13 年假设为 10%、11%及 12%。
- 11-13 年净利润为 0.62、0.81 和 1.13 亿，同比增长 32.21%、29.52%和 40.82%。对应 EPS 为 0.846、1.096 和 1.544 元。考虑到公司业绩未来的高增长弹性，以 11 年 40 倍确定 6-12 个月的目标价为 44.0 元，公司业绩总体尚需时间换空间。

图表9：销售预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
传统火腿销售收入							
平均售价（元/公斤）	36.82	55.68	54.63	54.71	57.44	60.31	63.33
增长率（YOY）	N/A	8819.01%	-1.89%	0.14%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（万支）	48.87	48.16	61.38	58.78	65.31	31.04	25.03
增长率（YOY）		-99.89%	27.45%	-4.25%	11.11%	-52.46%	-19.39%
销售收入（百万元）	71.98	107.27	134.13	128.62	150.06	74.90	63.40
增长率（YOY）		-60.01%	25.04%	-4.11%	16.67%	-50.09%	-15.35%
毛利率	44.37%	34.84%	36.90%	39.50%	39.50%	39.50%	39.00%
销售成本（百万元）	40.04	69.90	84.64	77.81	90.78	45.31	38.67
增长率（YOY）	-84.81%	-59.98%	21.09%	-8.06%	16.67%	-50.09%	-14.66%
毛利（百万元）	31.94	37.37	49.49	50.80	59.27	29.58	24.72
增长率（YOY）	N/A	-60.06%	32.43%	2.64%	16.67%	-50.09%	-16.43%
占总销售额比重	79.71%	88.17%	91.06%	79.42%	73.11%	30.33%	18.63%
占主营业务利润比重	86.22%	90.48%	91.75%	75.20%	66.93%	24.94%	14.48%
低盐火腿销售收入							
平均售价（元/公斤）				75.00	78.75	82.69	86.82
增长率（YOY）				N/A	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（万支）				4.82	6.35	36.28	48.95
增长率（YOY）				N/A	31.74%	471.43%	34.92%
销售收入（百万元）				14.46	20.00	120.00	170.00
增长率（YOY）				N/A	38.33%	500.00%	41.67%
毛利率				50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）				7.23	10.00	60.00	85.00
增长率（YOY）				N/A	38.33%	500.00%	41.67%
毛利（百万元）				7.23	10.00	60.00	85.00
增长率（YOY）				N/A	38.33%	500.00%	41.67%
占总销售额比重				8.93%	9.74%	48.59%	49.96%
占主营业务利润比重				10.70%	11.29%	50.57%	49.79%
火腿制品销售收入							
平均售价（千元/吨）	36.97	81.47	70.45	73.97	77.67	81.55	85.63
增长率（YOY）	N/A	12949.15%	-13.53%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售数量（吨）	327.20	59.12	118.04	138.36	175.15	191.18	218.04
增长率（YOY）		-99.86%	99.67%	17.21%	26.59%	9.15%	14.05%
销售收入（百万元）	12.10	4.82	8.32	10.23	13.60	15.59	18.67
增长率（YOY）		-98.20%	72.66%	23.07%	32.92%	14.61%	19.75%
毛利率	25.75%	27.77%	35.26%	49.92%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	8.98	3.48	5.38	5.13	6.80	7.80	9.34
增长率（YOY）	-96.59%	-98.01%	54.76%	-4.80%	32.71%	14.61%	19.75%
毛利（百万元）	3.11	1.34	2.93	5.11	6.80	7.80	9.34
增长率（YOY）	N/A	-98.57%	119.23%	74.24%	33.14%	14.61%	19.75%
占总销售额比重	13.40%	3.96%	5.65%	6.32%	6.63%	6.31%	5.49%
占主营业务利润比重	8.41%	3.24%	5.44%	7.56%	7.68%	6.57%	5.47%
巴玛火腿销售收入							
平均售价（元/公斤）				217.19	300.00	300.00	300.00
增长率（YOY）				N/A	38.13%	0.00%	0.00%
销售数量（万支）				0.09	1.00	2.00	6.00
增长率（YOY）				N/A	1020.69%	100.00%	200.00%
销售收入（百万元）				1.26	12.00	24.00	72.00
增长率（YOY）				N/A	852.61%	100.00%	200.00%
毛利率				80.00%	80.00%	73.00%	65.00%
销售成本（百万元）				0.25	2.40	6.48	25.20
增长率（YOY）				N/A	N/A	170.00%	288.89%
毛利（百万元）				1.01	9.60	17.52	46.80
增长率（YOY）				N/A	N/A	82.50%	167.12%
占总销售额比重				0.78%	5.85%	9.72%	21.16%
占主营业务利润比重				1.49%	10.84%	14.77%	27.41%
其他收入							
销售收入（百万元）	6.23	9.58	4.86	7.38	9.59	12.47	16.21
增长率（YOY）			N/A	51.88%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	31.91%	27.09%	31.27%	46.17%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本（百万元）	4.24	6.98	3.34	3.97	6.72	8.73	11.35
增长率（YOY）			N/A	18.96%	69.05%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）	1.99	2.59	1.52	3.41	2.88	3.74	4.86
增长率（YOY）			N/A	124.22%	-15.53%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	6.90%	7.87%	3.30%	4.56%	4.67%	5.05%	4.76%
占主营业务利润比重	5.37%	6.28%	2.82%	5.04%	3.25%	3.15%	2.85%
销售总收入（百万元）	90.31	121.66	147.31	161.95	205.25	246.96	340.28
销售总成本（百万元）	53.27	80.36	93.36	94.39	116.70	128.32	169.56
毛利（百万元）	37.04	41.30	53.95	67.56	88.55	118.64	170.72
平均毛利率	41.02%	33.95%	36.62%	41.71%	43.14%	48.04%	50.17%

来源：国金证券研究所

图表10：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	123	148	163	205	247	340
增长率		20.6%	10.1%	25.8%	20.3%	37.8%
主营业务成本	-81	-94	-97	-117	-128	-170
% 销售收入	65.8%	63.3%	59.4%	56.9%	52.0%	49.8%
毛利	42	54	66	89	119	171
% 销售收入	34.2%	36.7%	40.6%	43.1%	48.0%	50.2%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-6	-8	-14	-21	-27	-41
% 销售收入	4.7%	5.2%	8.6%	10.0%	11.0%	12.0%
管理费用	-4	-6	-6	-9	-11	-15
% 销售收入	3.4%	4.0%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	32	40	46	58	80	114
% 销售收入	25.9%	27.2%	28.0%	28.3%	32.2%	33.4%
财务费用	-4	-1	-1	5	3	2
% 销售收入	3.4%	0.9%	0.6%	-2.7%	-1.1%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26	39	44	63	82	116
营业利润率	20.8%	26.1%	27.3%	30.9%	33.3%	34.0%
营业外收支	0	2	4	0	0	0
税前利润	26	40	48	63	82	116
利润率	21.0%	27.1%	29.4%	30.9%	33.3%	34.0%
所得税	0	-1	-1	-1	-2	-2
所得税率	1.0%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	26	39	47	62	81	113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	26	39	47	62	81	113
净利率	20.8%	26.7%	28.9%	30.3%	32.6%	33.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26	39	47	62	81	113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	3	5	14	21	26
非经营收益	6	1	0	3	3	3
营运资金变动	7	-37	-48	-15	-37	-94
经营活动现金净流	41	7	4	63	68	48
资本开支	-59	-32	-38	-229	-75	-76
投资	5	0	0	-1	0	0
其他	1	27	0	0	0	0
投资活动现金净流	-53	-5	-37	-230	-75	-76
股权募资	0	23	590	0	-11	0
债权募资	5	-23	-10	-19	0	1
其他	-12	2	-7	-3	-3	-3
筹资活动现金净流	-7	1	572	-22	-14	-2
现金净流量	-19	3	540	-188	-20	-29

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	13	9	548	360	340	310
应收账款	9	14	17	16	19	26
存货	80	108	151	176	211	302
其他流动资产	32	2	7	10	11	14
流动资产	134	133	723	562	580	652
% 总资产	64.4%	56.7%	84.6%	61.9%	59.2%	59.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	70	98	127	339	393	443
% 总资产	33.8%	41.7%	14.9%	37.4%	40.1%	40.2%
无形资产	4	4	3	4	4	5
非流动资产	74	102	131	346	399	450
% 总资产	35.6%	43.3%	15.4%	38.1%	40.8%	40.8%
资产总计	207	235	854	908	980	1,102
短期借款	33	10	8	0	0	0
应付款项	31	11	10	17	19	25
其他流动负债	1	-2	-2	3	3	4
流动负债	65	19	16	19	22	29
长期贷款	48	48	40	40	40	41
其他长期负债	0	12	11	0	0	0
负债	113	79	67	59	62	70
普通股股东权益	94	156	787	849	918	1,032
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	207	235	854	908	980	1,102

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.511	0.718	0.640	0.846	1.096	1.544
每股净资产	1.882	2.838	10.703	11.549	12.493	14.036
每股经营现金净流	0.811	0.124	0.059	0.863	0.928	0.654
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.16%	25.30%	5.98%	7.33%	8.78%	11.00%
总资产收益率	12.32%	16.82%	5.51%	6.85%	8.22%	10.30%
投入资本收益率	17.94%	18.50%	5.36%	6.41%	8.14%	10.37%
增长率						
主营业务收入增长率	33.78%	20.64%	10.11%	25.85%	20.32%	37.79%
EBIT增长率	3.42%	26.87%	13.29%	27.50%	36.87%	42.62%
净利润增长率	-14.60%	54.47%	19.15%	32.21%	29.52%	40.82%
总资产增长率	13.94%	13.16%	263.75%	6.34%	7.91%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.7	26.1	32.8	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	346.6	365.9	488.2	550.0	600.0	650.0
应付账款周转天数	36.0	41.6	26.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	58.2	168.1	207.4	407.7	381.1	302.9
偿债能力						
净负债/股东权益	72.69%	31.43%	-63.55%	-37.71%	-32.64%	-26.12%
EBIT利息保障倍数	7.6	28.8	46.8	-10.7	-30.3	-49.6
资产负债率	54.63%	33.50%	7.88%	6.52%	6.30%	6.36%

来源：国金证券研究所

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室