

投资评级：中性（首次）

报告日期：2020 年 05 月 17 日

市场数据

目前股价	6.89
总市值（亿元）	34.59
流通市值（亿元）	34.58
总股本（万股）	50,200
流通股本（万股）	50,187
12 个月最高/最低	11.28/5.45

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

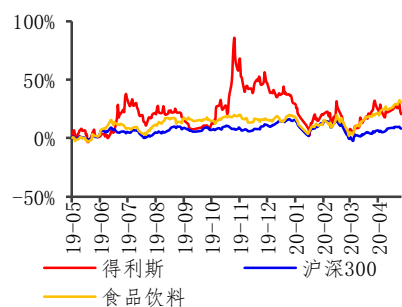
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：何长天 S1070520040001

☎ 021-31829697

✉ hechangtian@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

行业红利带来未来业绩增长

——得利斯（002330）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2019	2346	2700	3500	4500
(+/-%)	25.5%	16.2%	15.1%	29.6%	28.6%
净利润	8	8	12	16	20
(+/-%)	7.8%	-0.1%	50.1%	30.1%	28.2%
摊薄 EPS	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
PS	1.35	1.92	1.33	1.02	0.80

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **冷冻肉未来占比有望提升，猪瘟之下价格持续高位：**1) 冷冻肉占比增加，未来有望替代更多热鲜肉份额：我国冻肉产量从 2010 年的 369 万吨提升到 2018 年的 573 万吨，产量和占比逐步提升。我国目前仍是以热鲜肉为主，预计未来冷冻肉将会替代更多热鲜肉份额。2) 冷冻肉毛利率与猪肉价格正相关，猪瘟导致猪肉价格未来维持高位：由于先收储再出售的特点，冷冻肉价格与猪肉价格相关性格外显著；受猪瘟影响，猪肉价格预计未来维持高位。
- **行业竞争激烈，低温肉制品未来有望成为热点：**1) 低温肉制品行业竞争激烈，市场集中度有望提升：我国低温肉制品占比约 35%，未来发展空间大。由于规模经济，低温肉制品龙头企业市场份额继续加大，行业集中度有望增加。目前低温肉制品业内竞争激烈；高温肉制品价格优势明显，作为替代品威胁较大；猪瘟导致猪肉价格上升，行业集中度提高，纵向一体化程度加大，供应商议价能力增强。2) 未来发展前景广阔，低温肉制品有望成为下一个热点：冷链物流的快速发展，肉类产业链整合，低温肉制品品牌化和市场规范化都为低温肉制品创造机遇，低温肉制品行业集中度的提升则有助于龙头企业销量、利润增加。
- **抓住机遇提高核心竞争力，未来再上新台阶：**1) 扩大低温肉制品业务：低温肉制品是公司利润的主要来源之一，毛利贡献率约为 40%。公司应占据低温肉制品市场更大份额，提高行业集中度。2) 持续拓展牛肉业务全球产业链：供应链方面，公司同澳大利亚、新西兰、美国、加拿大、巴西、乌拉圭、阿根廷、智利等牛肉出口大国的生产商、经销商均有合作，为公司肉牛加工项目提供了高品质、安全、稳定的牛肉原材料。销售渠道方面，积极拓展电商、流通餐饮、贸易市场、商超等渠道，尽快抢占牛肉类产品市场。3) 全面进行市场布局，广泛拓展营销渠道：公司在山东、吉林、北京、西安均有自己的生产基地，猪肉供应来源稳定，区位优势合理，具有销售网点 2 万余个；形成“线上+线下”双渠道运营格局。4) 新领导团队注入活力，依靠国有企业优势带动自身发展：公司目前的管理团队较为年轻化，有现代化经营理念，有助于公司未来快速发展。未来，得利斯将

在国有资本背景下更加快速的发展。

- **投资建议：**量价齐增，公司业绩有望快速释放。我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 27/35/45 亿元，归母净利润分别为 1200/1560/2000 万元，对应 EPS 分别为 0.02/0.03/0.04 元/股，目前股价对应 P/S 分别为 1.33/1.02/0.80，首次给予“中性”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，盈利不达预期风险。

目录

1. 公司基本业务情况	6
2. 长期看，冷冻肉与冷却肉未来占比有望提升，行业集中度或将提高	8
2.1 冷冻肉占比不断提升，未来有望替代更多热鲜肉份额	8
2.2 我国行业集中度较低，未来集中度有望大幅提升	9
3. 短期看，冷冻肉有望受益于坚挺的猪价，继续维持高位	10
3.1 冷冻肉主要成本来自生猪，下游主要是食品加工企业	10
3.2 冷冻肉毛利率一般与猪价正相关，预计 2020 年猪价维持高位运行	11
3.1 进口猪肉是冷冻肉的一大重要补充，其价格与国内价格同步变动	13
4. 肉制品利润率更高，是决定公司盈利的关键	14
5. 低温肉制品相关概念与介绍	15
5.1 低温肉制品行业相关定义	15
5.2 低温肉制品主要分类	15
5.3 低温肉制品主要优势	15
6. 我国低温肉制品行业市场概况与分析	15
6.1 我国肉类总产量概况	15
6.2 我国肉制品产量与结构份额	16
7. 中国低温肉制品行业竞争结构分析（波特五力模型）	19
7.1 行业内竞争者	19
7.2 潜在进入者	19
7.3 替代品威胁	21
7.4 供应商议价能力	21
7.5 买方议价能力	23
8. 低温肉制品行业未来发展前景	24
8.1 冷链物流的发展为低温肉制品创造机遇	24
8.2 肉类产业链的整合为低温肉制品发展提供保障	25
8.3 我国低温肉制品的品牌化有利于市场规范化	25
8.4 低温肉制品行业集中度提升有助于龙头企业销量利润增加	25
9. 得利斯公司优势	26
9.1 追求大众消费趋势，扩大肉牛加工项目	26
9.2 产业升级品类细分，针对不同消费群体	26
9.3 市场布局全面，营销渠道广泛	27
9.4 生产技术优势	27
10. 新管理层管理能力改善	27
10.1 “新、老”董事长的接替使公司迸发新的活力	27
10.2 由民营企业向国有企业的转变	28
11. 投资建议	28
12. 风险提示	28
附：盈利预测表	29

图表目录

图 1: 得利斯收入情况 (季度)	6
图 2: 得利斯净利润情况 (季度)	6
图 3: 得利斯 2019 年收入结构	7
图 4: 得利斯 2019 年毛利润结构	7
图 5: 冻肉占比逐步提升	9
图 6: 国际屠宰集中度对比	9
图 7: 我国屠宰集中度情况	9
图 8: 美国屠宰集中度对比	9
图 9: 我国屠宰集中度情况	9
图 10: 龙大肉食 2011-2013 冷冻肉成本结构	10
图 11: 龙大肉食 2011-2013 冷却肉成本结构	10
图 12: 龙大肉食 2011-2013 冷冻肉下游结构可作参考	10
图 13: 龙大肉食 2011-2013 冷却肉下游结构可作参考	10
图 14: 肉制品占比不断提升	11
图 15: 得利斯冷却肉及冷冻肉毛利率与猪价关系	12
图 16: 龙大肉食的冷冻肉毛利率与猪肉价格显著正相关	12
图 17: 近期猪价快速上涨	12
图 18: 2 号肉鲜品与冻品的价差情况	13
图 19: 肋排鲜品与冻品的价差情况	13
图 20: 我国进口猪肉规模 (万吨)	13
图 21: 进口肉的价格也会与国内猪价同步上涨	13
图 22: 可比公司 2019 年收入结构对比	14
图 23: 可比公司 2019 年毛利润结构对比	14
图 24: 三家公司不同业务毛利率对比 (%)	14
图 25: 得利斯肉制品毛利率 2018 年反超双汇	14
图 26: 我国肉类总产量 (万吨)	16
图 27: 我国各种肉类总产量 (万吨)	16
图 28: 我国各种肉类产品结构图	16
图 29: 肉制品消费占肉类消费占比	17
图 30: 2018-2019 我国肉制品产量 (万吨)	17
图 31: 我国肉制品市场份额 (种类)	17
图 32: 我国高低温肉市场份额	18
图 33: 中国肉制品销售规模及增速	18
图 34: 我国肉制品加工企业概况	19
图 35: 双汇肉制品 2015~2019 年产量变动 (万吨)	20
图 36: 双汇肉制品吨价变动 (百元/吨)	20
图 37: 猪牛羊禽类生产价格指数当季值 (上年同期=100)	22
图 38: 2019~2024 年中国猪肉产量走势 (万吨)	22
图 39: 居民人均可支配收入及消费支出变化	23
图 40: 中国冷链物流市场规模	25
图 41: 我国高温肉制品龙头企业市场份额	25
图 42: 我国低温肉制品龙头企业市场份额	25

图 43: 我国猪肉与牛肉总产量 2015~2019 年变化对比 (万吨)	26
---	----

表 1: 公司主要业务介绍	6
---------------------	---

表 2: 各类肉制品加工、消毒、存储等对比条件	15
-------------------------------	----

表 3: 我国低温肉制品三大龙头企业注册资本	20
------------------------------	----

1. 公司基本业务情况

公司以冷却肉及冷冻肉为主业，在屠宰行业中具有较好的品牌效应：公司是以生猪屠宰、冷却肉及冷冻肉、低温肉制品及肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉、牛肉食品综合加工企业，国内少数几家拥有先进生猪屠宰流水线和低温肉制品生产工艺，布局合理的市场营销网络、完善的冷链运输体系的公司之一。公司已在中高端猪肉及肉制品的生产与销售领域树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源，建立了完善的营销服务网络，占据国内同行业的领先地位。目前在中国肉业网“全国生猪屠宰 10 强”中排名第七，“全国肉制品加工 10 强”排名第 10。

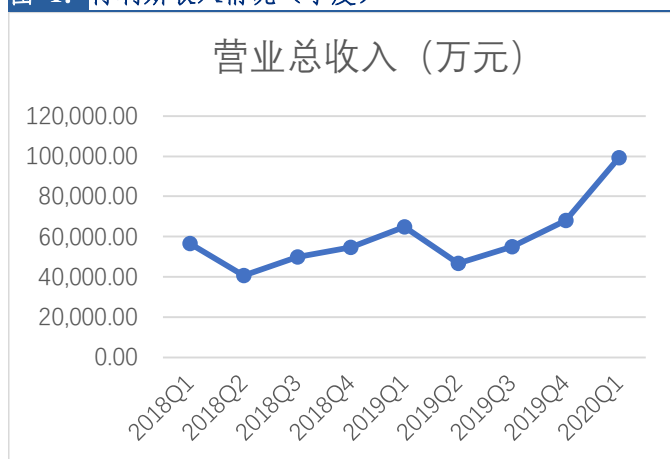
表 1：公司主要业务介绍

品类	基本概念
冷却肉	指将严格检疫合格的畜禽经科学工艺屠宰后，胴体置于-18℃的环境下持续 1-2 小时，后转入 0-4℃的环境中脱酸 16-24 小时，并在后续加工、流通和零售过程中始终保持在温度范围内的畜禽肉，又称为冷却肉。
冷冻肉	指屠宰后的胴体经过冷冻工艺过程，其肌肉中心温度低于-15℃的生肉。
热鲜肉	宰杀后未经冷却处理直接上市销售的鲜肉。（不是公司主要产品）
牛肉产品	采用牛肉为主要原料，主要有鲜冻分割类产品及结合得利斯独特加工工艺的牛肉制品。
低温肉制品	指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使肉制品的中心温度达到 72℃—85℃，并通过杀菌处理加工，在包装、贮存、流通销售过程中始终保持低温的肉制品。

资料来源：公开信息整理，长城证券研究所

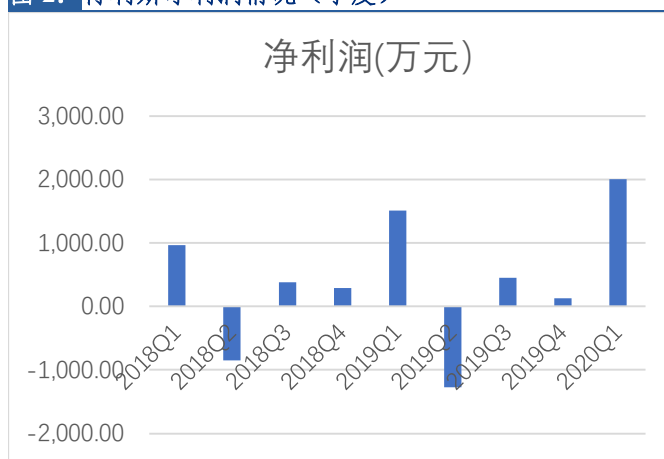
公司是以冷却肉及冷冻肉和低温肉制品的生产与销售为主营业务的大型猪肉、牛肉食品综合加工企业。冷却肉及冷冻肉占主营业务收入约 65%，低温肉制品占主营业务收入约 15%，牛肉产品（公司 2019 年中旬投产的肉牛加工项目）占主营业务收入约 5%。

图 1：得利斯收入情况（季度）



资料来源：wind，长城证券研究所

图 2：得利斯净利润情况（季度）

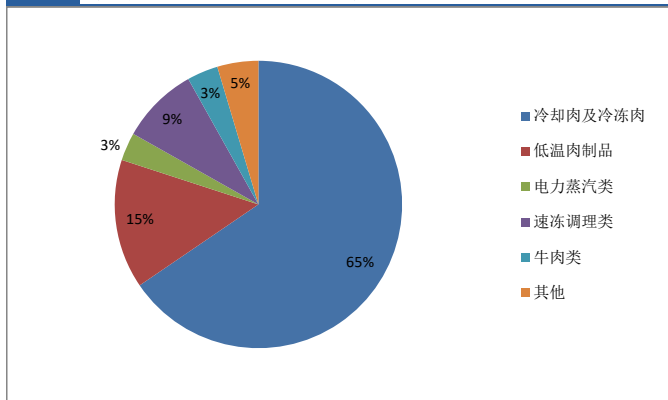


资料来源：wind，长城证券研究所

公司低温肉制品仍有较大上升空间：目前我国市场低温肉制品仅占肉制品市场份额的 35% 左右，然而未来低温肉制品会成为新的热点，行业集中度也逐渐提高。公司的主营业务

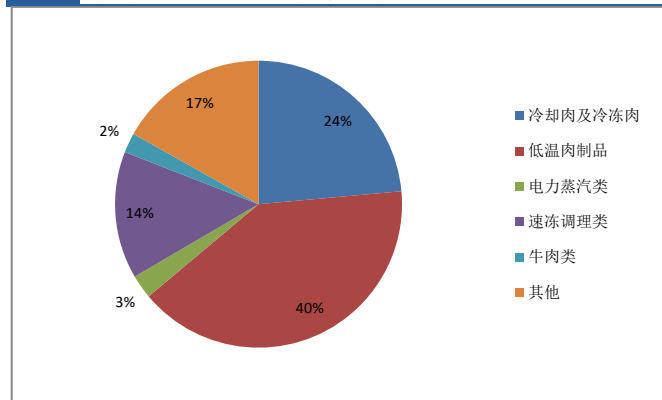
目前以冷却肉和冷冻肉为主，冷却肉及冷冻肉占主营业务收入约 65%，低温肉制品占主营业务收入约 15%。冷却肉及冷冻肉毛利较低，毛利贡献率约为 24%，低温肉制品是公司利润的主要来源，毛利贡献率约为 40%。公司应该主动出击，将扩大低温肉制品业务作为新的发展方向，占据更大份额的低温肉制品市场，以优质多样化的产品提供给消费者，提高品牌知名度，使其成为新的利润增长点。

图 3：得利斯 2019 年收入结构



资料来源：wind，长城证券研究所

图 4：得利斯 2019 年毛利润结构



资料来源：wind，长城证券研究所

公司持续新品开发，加快低温肉制品产品技术升级，提高市场竞争力：现如今，肉制品加工行业很依赖技术升级，虽然我国低温肉制品加工尚未成熟，但低温肉制品广阔的发展空间使得行业内龙头企业纷纷瞄准了产品技术升级，特别是在一些规模化企业中，具有国际先进水平的生产设施设备和工艺技术可以高效快速生产，扩大产量，迅速占据大量市场份额，极大地增强企业综合竞争力和产品结构的调整。

引进国外先进生产设备，吸收了国际前沿技术，如腌制技术、乳化技术、栅栏技术及危害分析关键点控制管理体系等。

在低温肉制品的包装材料、辅料及添加剂生产方面寻求突破：提升部分高档包装材料（高档的纤维以及纤维素肠衣）的国产化水平，减少对于进口包装材料的依赖，降低产品成本，提高利润率。

辅料和添加剂方面，时刻关注消费者所关注的食品安全问题，人工合成的香料和精油，以及其他添加剂在符合国家标准的同时应注重产品的口味及品质。

以及针对消费者健康饮食的消费需求及趋势，推出针对不同人群如儿童，老年人，工作繁忙的白领，对口味要求较高的青少年的定制低温肉制品。

季报点评：营收端增长明显，低温类、牛肉类产品增速亮眼：从得利斯发布的 2020 年一季度报上看，Q1 公司实现营收 9.94 亿元，去年同期为 6.49 亿元，同比增长 53.16%。归母净利润 1999.7 万元，上年同期为 1490.3 万元，同比增长 34.18%，主要原因为 2020 年 Q1 同比低温类、牛肉类产品销量增加及主要产品销售均价提高所致。归母扣非净利润 1837.7 万元，去年同期为 1472.5 万元，同比增加 24.80%。

疫情导致毛利率略有下降，公司寻找新的销量增长点，预计未来利润率稳步增长：Q1 销售净利率为 2.01%，去年同期为 2.32%，同比减少 13.36%，销售毛利率为 9.76%，去年同期销售毛利率为 11.65%，同比减少 16.22%。主要由于公司经营受到疫情冲击，原材料运输等成本均有上升，因此销售净利率与销售毛利率同比略有下降。2020 年，公司将强化

生产成本目标管控措施，将成本管理细化到各个生产环节，规范研发流程管理，推进智能管理与生产，降低人工成本，建立更加合理的采购政策，降低生产过程中原辅料库存，减少资金占用。同时，公司将根据不同销售渠道的特点开展针对性的营销活动，推广全员微店，大力布局电商渠道及社区营销，继续加快调整和优化客户结构。着力拓展牛肉类新产品的市场，力争使牛肉类产品成为公司销量与利润的新增长点。预计未来公司毛利率与净利率均将会稳步增长。

Q1 得利斯期间费用率 6.57%，去年同期为 8.34%，同比下降 21.22PCT，其中销售费用率 4.50%（同比下降 16.51PCT），销售费用 Q1 为 4475.00 万元，上年同期为 3496.00 万元，同比增加 28.00%，主要原因为公司疫情期间大力拓展优化市场渠道，提升产品知名度及认知度，努力把产品和品牌价值最大化，市场投入及品牌宣传费用增加。管理费用率 1.79%（同比减少 33.70PCT），管理水平不断提升。财务费用率 0.28%（同比增加 12PCT）。

Q1 得利斯预付账款 3889.89 万元（同期增加 41.58%），主要因为报告期内公司预付的材料款增加。应收账款 1.79 亿元（同比增加 36.20%），主要因为报告期内销售收入增加。存货为 2.03 亿元，同比减少 6.45%。经营活动产生的现金流量净额为 3941.41 万元，较去年同期增加 298.32%，主要是因为报告期内销售收入增加，应收账款周转率提高。

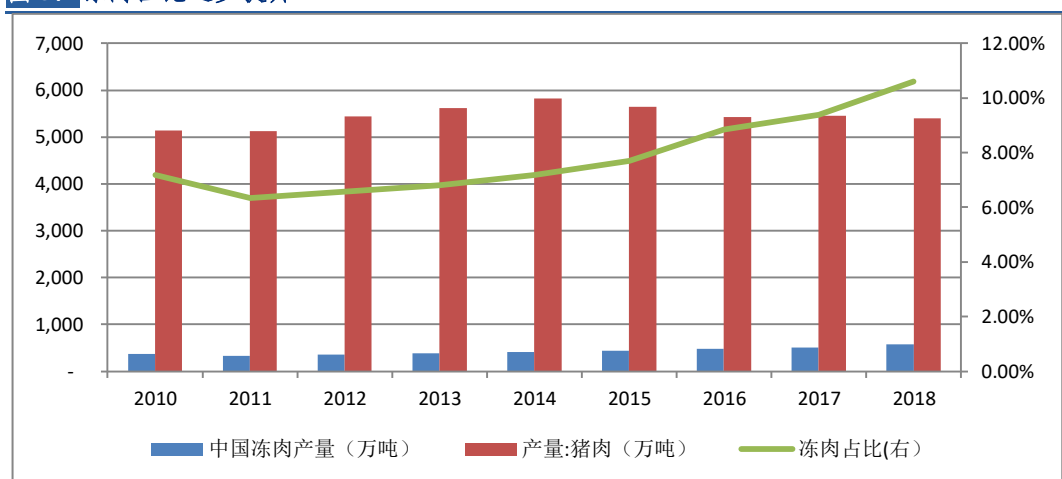
从 2020 一季度表现来看，此次疫情对公司的产销的影响在可控范围内。通过此次疫情，公司对未来的市场建设和产品结构有了全新的认识，这将为公司提供未来发展的机遇，相信在疫情过后，将迎来消费品市场的重大发展机遇。

2. 长期看，冷冻肉与冷却肉未来占比有望提升，行业集中度或将提高

2.1 冷冻肉占比不断提升，未来有望替代更多热鲜肉份额

冻肉占比逐步提高，未来有望替代更多来自热鲜肉的份额。我国冻肉产量从 2010 年的 369 万吨提升到 2018 年的 573 万吨，与我国猪肉产量相比，这一比例也从 2010 年的 7.18% 提升到 2018 年的 10%，占比逐步提升。考虑到我国目前仍是以热鲜肉为主，而欧美国家是以冷却肉为主，因此预计未来热鲜肉占比将逐步下降，其份额将被冷却肉占据，而冷冻肉也有望在这一过程中替代一定的份额增长。

图 5: 冻肉占比逐步提升

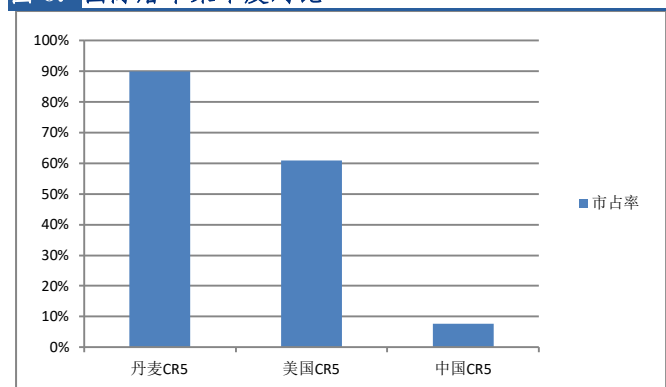


资料来源: 智研咨询, wind, 长城证券研究所

2.2 我国行业集中度较低, 未来集中度有望大幅提升

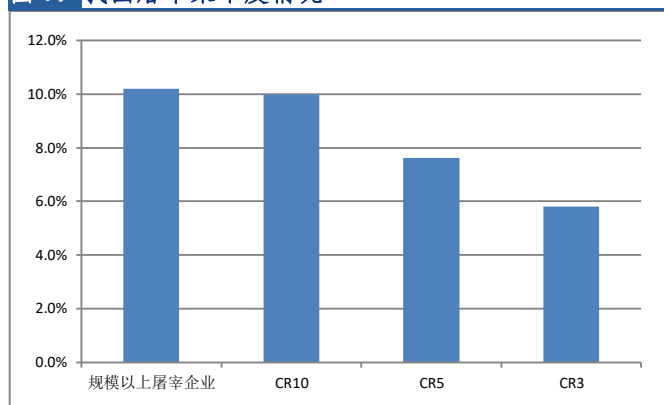
我国屠宰集中度极低, 未来集中度的提升有望带动龙头公司市占率提升。我国目前的屠宰集中度极低, CR5 集中度仅不到 8%, 相较于丹麦的 90% 和美国的 61%, 我国的市场集中度还有较大的提高空间。

图 6: 国际屠宰集中度对比



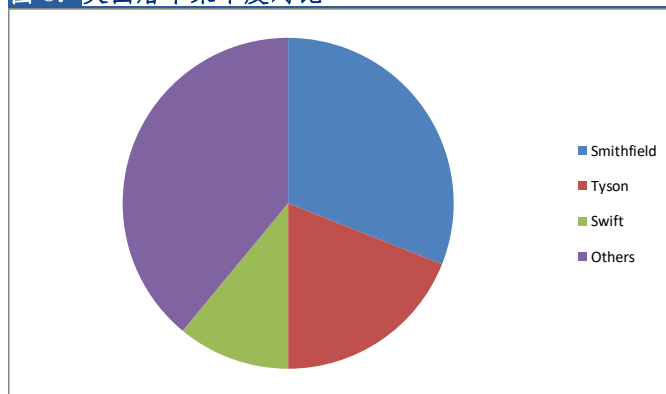
资料来源: 猪 e 网, 长城证券研究所

图 7: 我国屠宰集中度情况



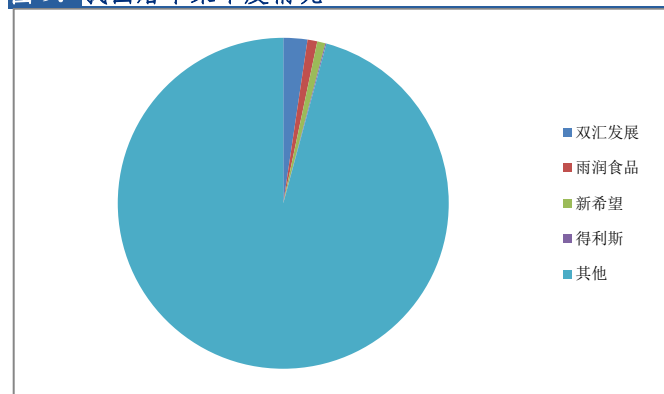
资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

图 8: 美国屠宰集中度对比



资料来源: 华经情报网, 长城证券研究所

图 9: 我国屠宰集中度情况



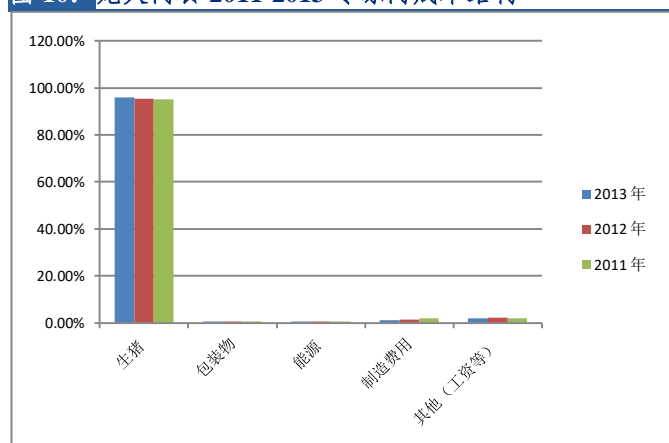
资料来源: 中国产业信息网, 长城证券研究所

3. 短期看，冷冻肉有望受益于坚挺的猪价，继续维持高位

3.1 冷冻肉主要成本来自生猪，下游主要是食品加工企业

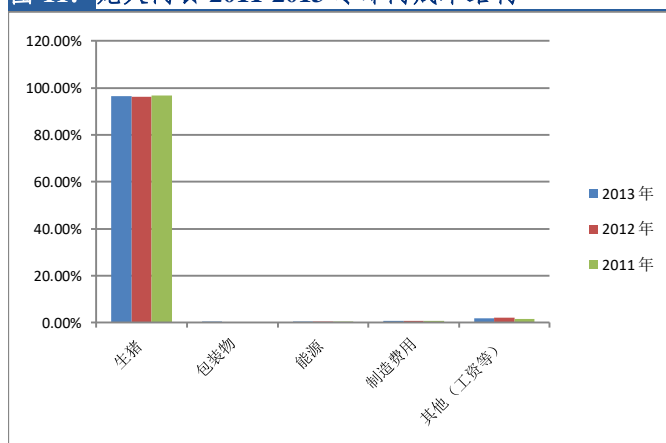
通过可比公司数据以作参考，冷冻肉与冷却肉的主要成本均来自生猪。参考龙大肉食的情况，可以看出不论是冷冻肉还是冷却肉，其成本超过 95% 都是来自生猪，因此生猪价格的变动会对冷冻肉成本产生极大的影响。

图 10: 龙大肉食 2011-2013 冷冻肉成本结构



资料来源：龙大肉食招股说明书，长城证券研究所

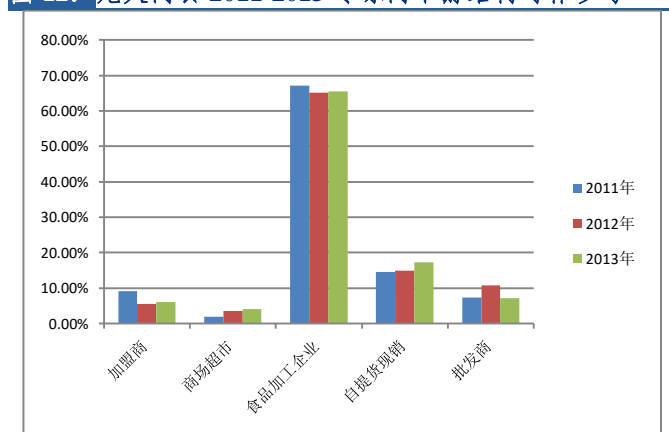
图 11: 龙大肉食 2011-2013 冷却肉成本结构



资料来源：龙大肉食招股说明书，长城证券研究所

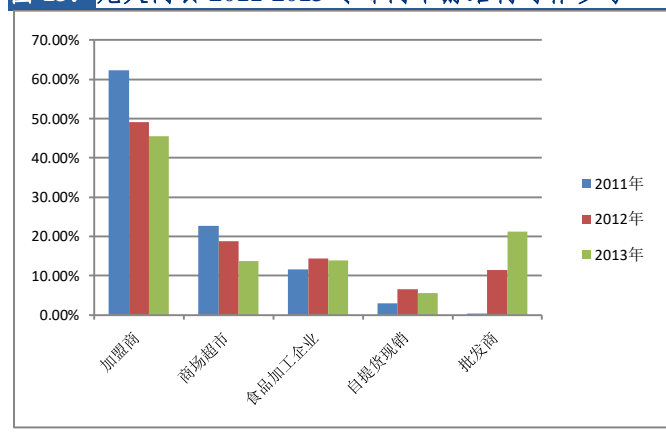
通过可比公司数据以作参考，冷冻肉下游需求以食品加工企业为主。通过根据龙大肉食披露，2011-2013 年其冷冻肉的下游需求中有超过 60% 是加工企业，而冷却肉的下游中超过 40% 是加盟商，考虑到 2011-2013 年冷冻肉的下游需求比例相对稳定，我们可以用龙大肉食的数据近似估算行业需求结构。

图 12: 龙大肉食 2011-2013 冷冻肉下游结构可作参考



资料来源：龙大肉食招股说明书，长城证券研究所

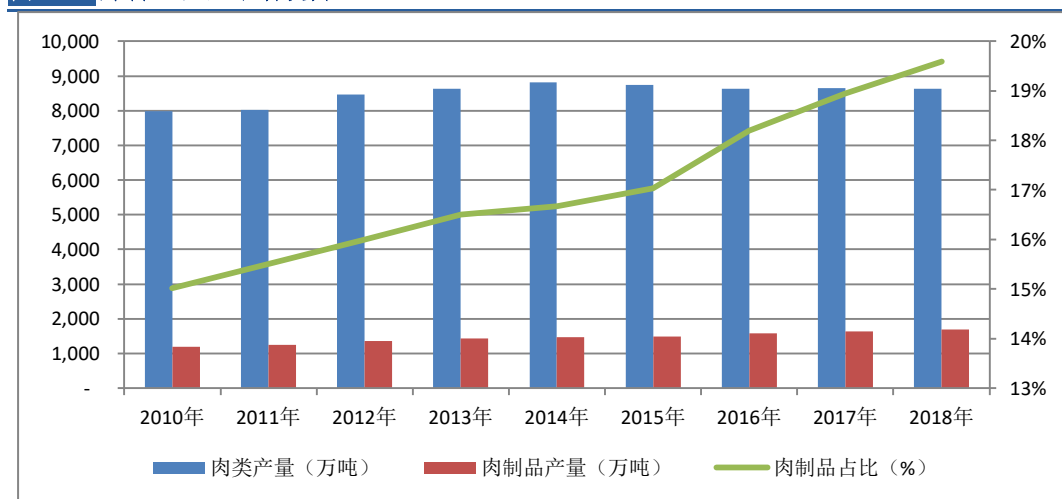
图 13: 龙大肉食 2011-2013 冷却肉下游结构可作参考



资料来源：龙大肉食招股说明书，长城证券研究所

肉制品行业不断扩大，公司冷冻肉下游需求不断上升。由于冷冻肉的主要下游需求为食品加工企业，考虑到肉制品占比不断提升，随着居民消费的不断升级，预计肉制品的需求也会不断增长，由此带动冷冻肉下游需求的不断扩张。

图 14：肉制品占比不断提升

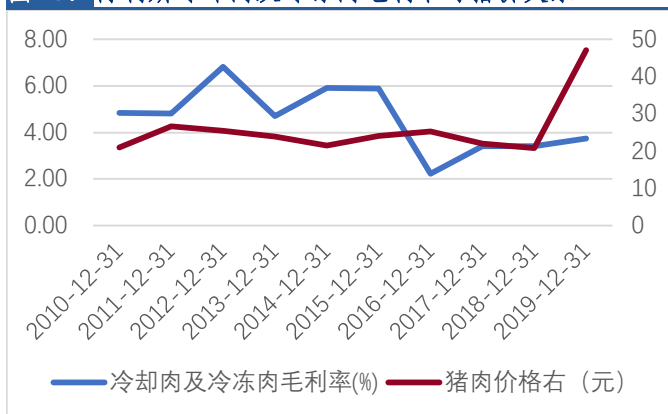


资料来源：智研咨询，wind，长城证券研究所

3.2 冷冻肉毛利率一般与猪价正相关，预计 2020 年猪价维持高位运行

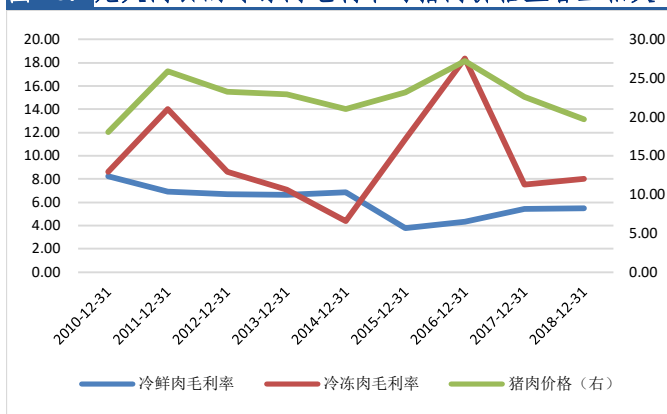
冷冻肉毛利率与猪肉价格正相关，猪肉价格的判断可作为预测基础。公司冻肉毛利率受生猪价格影响较大，这主要是与公司冻肉先收储再出售有关。屠宰公司一般结合猪粮比（6：1）和毛猪市场价格状况，当毛猪市场价格低于养殖户成本约 10% 时，公司开始大规模收储猪肉。当生猪价格越低的时候，收储量越多，入库买入金额大于出库销售金额。而当猪价上涨的时候，开始快速出货，以此获取较好的收益。由于冷冻肉本身可储存长达 4 个月，因此在猪价处于上行周期时，作为成本端的生猪买入价格相对较低，而之后冷冻肉卖出时由于猪肉价格有所上涨，因此冷冻肉价格也会提升，导致毛利率提高。因此，猪肉价格的走势判断是我们预测冷冻肉短期毛利率变化的关键。得利斯的这一现象并不明显，主要原因在于该公司未披露冷却肉与冷冻肉各自的毛利率，冷冻肉与猪价关系更紧密，而冷却肉（即冷却肉）的相关性不那么显著，因此参考龙大肉食的情况可以更加明确。

图 15: 得利斯冷却肉及冷冻肉毛利率与猪价关系



资料来源: wind, 长城证券研究所

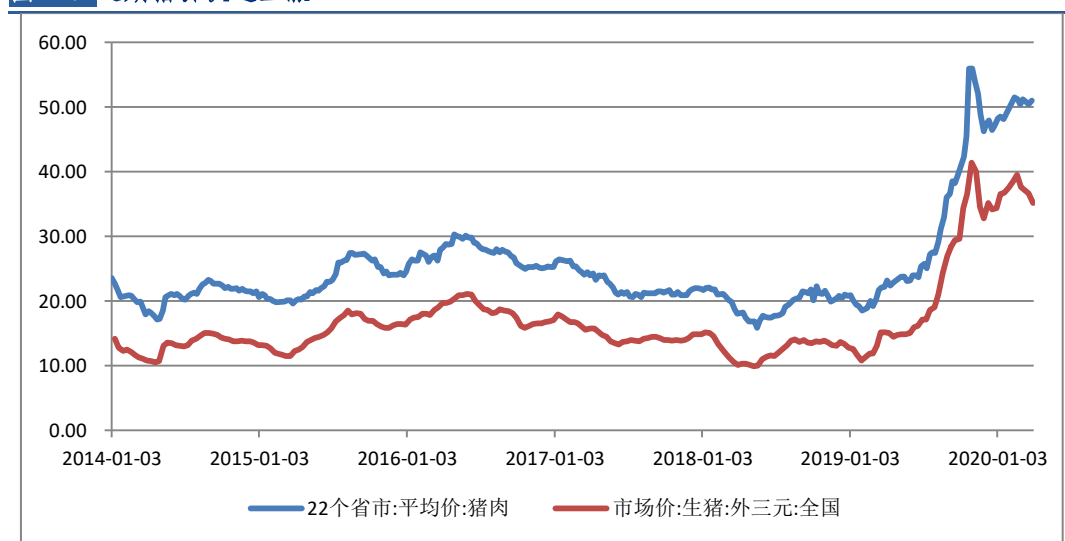
图 16: 龙大肉食的冷冻肉毛利率与猪肉价格显著正相关



资料来源: wind, 长城证券研究所

猪肉价格近年来快速上升, 预计 2020 年猪价有望维持高位。非洲猪瘟疫情在全国范围内仍然持续发生, 部分地区有加重趋向。虽然三元猪留种短期增加母猪数量, 但是生猪出栏量恢复至正常水平仍需较长时间。2019 年至今猪价快速上升, 我们根据市场一致预期, 即 2020 年生猪有望维持高位, 中枢价格或将维持在 30-35 元/公斤。

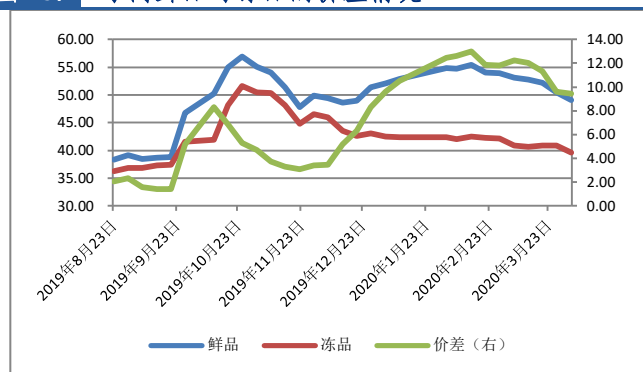
图 17: 近期猪价快速上涨



资料来源: wind, 长城证券研究所

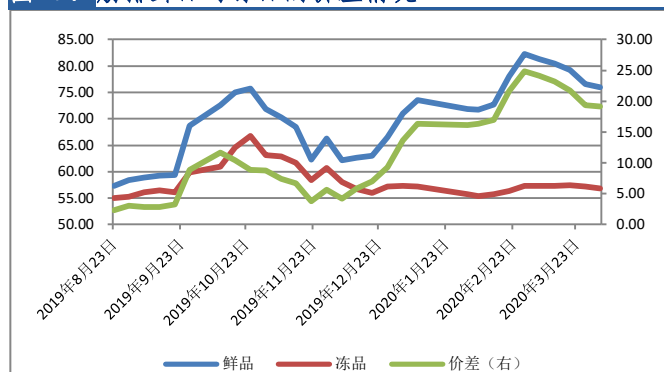
预计 2020 年冻肉价格中枢将在 32-48 元/公斤。考虑到现在猪价与生猪价差约为 15 元/公斤, 预计 2020 年猪肉价格中枢约为 45-50 元/公斤。考虑到近期 2 号肉鲜品和冻品价差约为 20 元/公斤, 按比例估算, 鲜肉与冷冻肉的价差为 12-13 元。综上, 我们预计, 冻肉价格中枢约为 32-48 元/公斤。

图 18: 2 号肉鲜品与冻品的价差情况



资料来源: 涌益咨询, 长城证券研究所

图 19: 肋排鲜品与冻品的价差情况

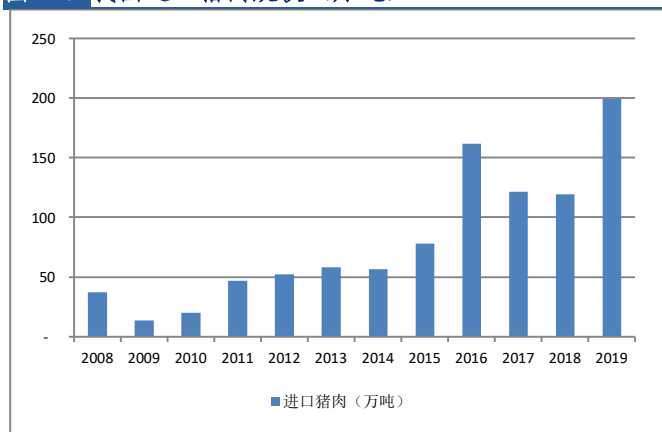


资料来源: 涌益咨询, 长城证券研究所

3.1 进口猪肉是冷冻肉的一大重要补充, 其价格与国内价格同步变动

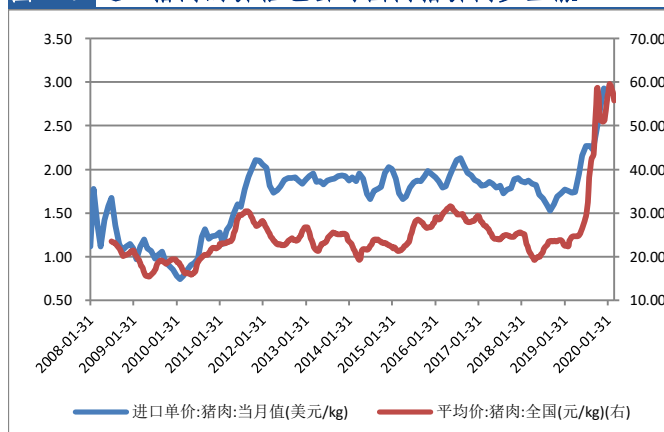
我国进口猪肉规模不断上升, 是冷冻肉的重要补充。我国进口猪肉从 2008 年的 37 万吨提高到 2019 年的 199 万吨, 虽然相较于整个猪肉产量来说规模有限, 但是考虑到进口猪肉主要以猪杂碎和冷鲜冻猪肉为主, 其规模相较于我国 500 万吨左右的冷冻肉来说是一个十分重要的补充。从进口价格看, 进口猪肉由于是国内猪肉的替代品, 因此其价格也与国内猪价相关度较高。

图 20: 我国进口猪肉规模 (万吨)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 21: 进口猪肉的价格也会与国内猪价同步上涨



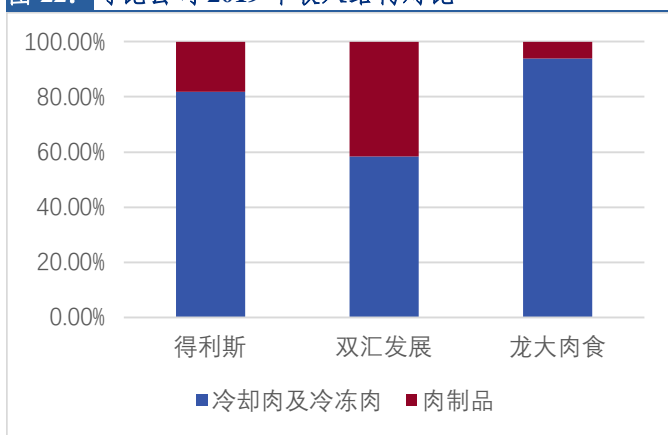
资料来源: wind, 长城证券研究所

短期的猪价支撑与长期的消费升级均利好得利斯。短期来看, 得利斯主营业务为冷却肉及冷冻肉, 冷冻肉毛利率与生猪价格呈正相关关系, 猪肉价格保持高位为冷冻肉带来获利空间。长期来看, 下游食品加工行业发展, 冷冻肉销量有望提升。目前, 中国肉制品中猪肉占比 60%, 牛羊肉制品 20%。猪肉制品在未来很长一段时间内仍将是消费者的首选, 但猪肉制品消费相对比重会下降, 牛肉、禽肉则逐渐上升。得利斯肉牛加工项目的布局有望提升整体销量。从下游来看, 得利斯冷冻肉主要销往稳定的客户群体, 并为公司低温肉制品提供原材料, 以此使得肉制品加工业务具有较低的成本, 助力得利斯在肉制品加工行业的布局扩张。

4. 肉制品利润率更高，是决定公司盈利的关键

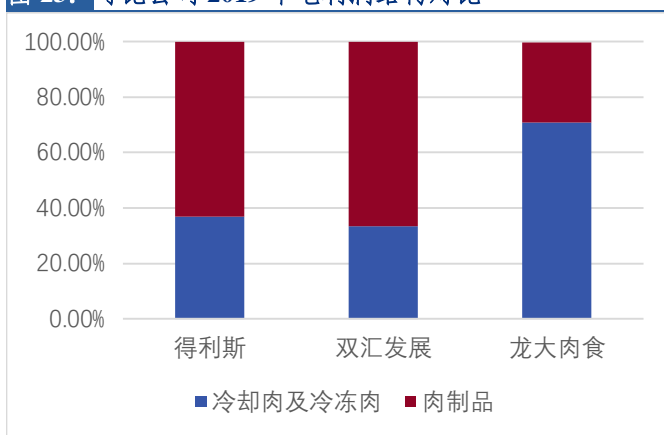
对比可比公司可发现，企业的冷冻肉及冷却肉业务收入更高，但毛利润却以肉制品为主。无论是得利斯还是可比公司双汇发展、龙大肉食等，其收入都是以“冷却肉及冷冻肉”为主，但是毛利润的贡献却都是以肉制品为主。比如得利斯 2019 年“冷却肉及冷冻肉”的收入规模是肉制品的 4 倍，但是其毛利润仅是其 36%，这一现象在双汇发展和龙大肉食也一样存在。

图 22：可比公司 2019 年收入结构对比



资料来源：wind，长城证券研究所

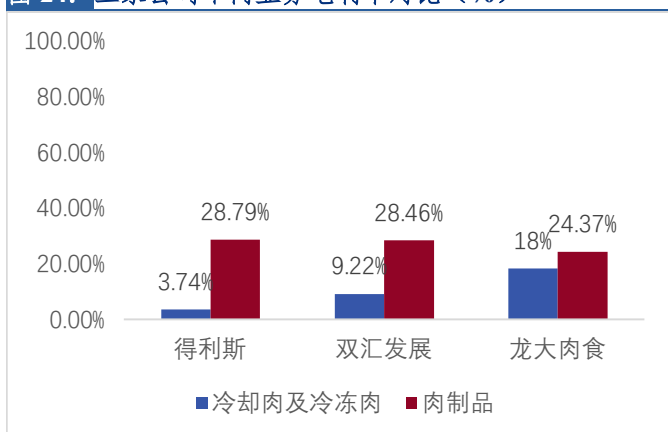
图 23：可比公司 2019 年毛利润结构对比



资料来源：wind，长城证券研究所 注：龙大肉食为 2016 年

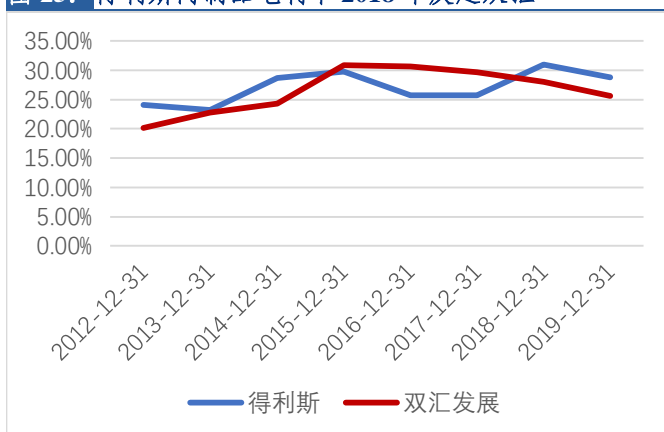
肉制品业务是决定公司盈利能力的关键，得利斯 2018 年的肉制品毛利率反超双汇。肉制品的毛利率显著高于冷冻肉及冷却肉，因此企业想要大幅提升盈利，关键在于做大做强肉制品业务。得利斯肉制品业务毛利率较高，2018 年反超双汇发展，主要的原因在于提高经营效率，同时进行牛肉业务全球产业链的扩展。

图 24：三家公司不同业务毛利率对比 (%)



资料来源：wind，长城证券研究所 注：龙大肉食为 2016 年

图 25：得利斯肉制品毛利率 2018 年反超双汇



资料来源：wind，长城证券研究所

5. 低温肉制品相关概念与介绍

5.1 低温肉制品行业相关定义

低温肉制品：是相对于高温肉制品（指经过 121 摄氏度高温蒸煮的包装肉制产品。）而言的，是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤等加工过程，使肉制品的中心温度达到 72℃-85℃，并通过杀菌处理加工，在包装、贮存、流通销售过程中始终使肉制品处于较低温度（0-4℃）环境用以抑制微生物生长的肉类制品。由于低温肉制品对原材料及加工工艺和运输存储方式要求都非常严格，同时能够最大限度的保证肉制品的营养和风味，所以其价格相对较高。

5.2 低温肉制品主要分类

主要包括纯低温产品(火腿、香肠及培根)、休闲产品(怡口肠、烤香肠)、中式产酱卤产品等。

5.3 低温肉制品主要优势

低温肉制品具有鲜嫩、脆软、可口的特点，且其加工技术先进，营养损失少，可基本保留肉类蛋白质和氨基酸等营养成分以及肉类完整的纤维组织，因此在品质上明显优于高温肉制品，大限度保持原有营养和固有的风味。同时随着人们生活水平的提高和对饮食健康的追求，低温肉制品也成为越来越多消费者喜爱的肉制品。

表 2：各类肉制品加工、消毒、存储等对比条件

品类	主要工艺及加工温度	消毒方式	储备条件	代表产品
高温肉制品	将肉经过斩碎、搅碎、乳化高温蒸煮等工序处理后而制得的产品	121℃的高温杀菌	常温	双汇王中王，肉类金属罐头
低温肉制品	0℃~4℃低温腌制，80℃以下低温蒸煮，低温无菌灌装	巴氏杀菌	0℃~4℃冷链运输贮藏	精致培根，脆皮热狗肠，调味牛排

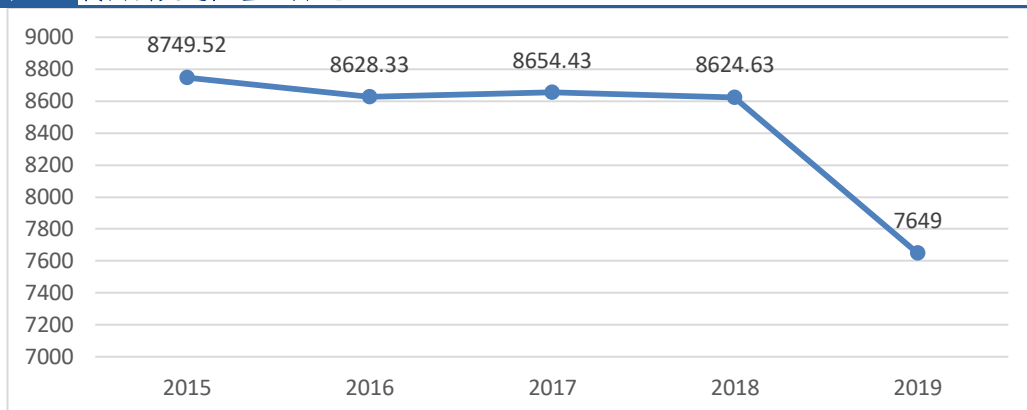
资料来源：公开信息整理，长城证券研究所

6. 我国低温肉制品行业市场概况与分析

6.1 我国肉类总产量概况

我国肉类总产量：2019 年我国肉类总产量较上年有较大幅度下降，（国家统计局）2019 年肉类总产量 7649 万吨，相较前一年同比下降 11.3%。2018 年肉类总产量为 8624.63 万吨，相较前一年同比下降 0.34%，2016~2018 肉类总产量基本持平，较为稳定，2019 年由于非洲猪瘟（2018 年年末传入我国），肉类总产量大幅度下降 11%左右。

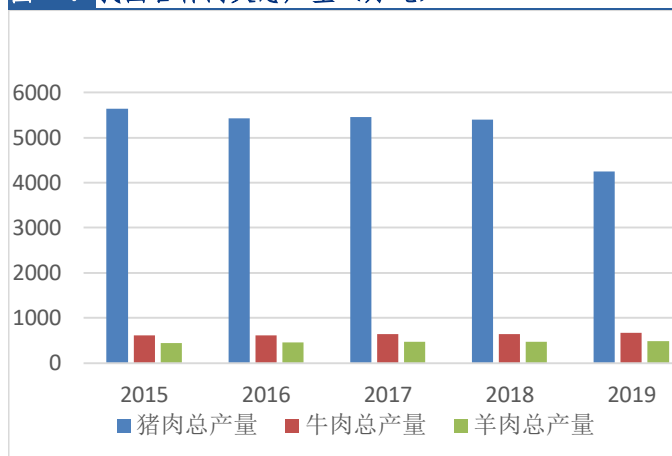
图 26：我国肉类总产量（万吨）



资料来源：wind，长城证券研究所

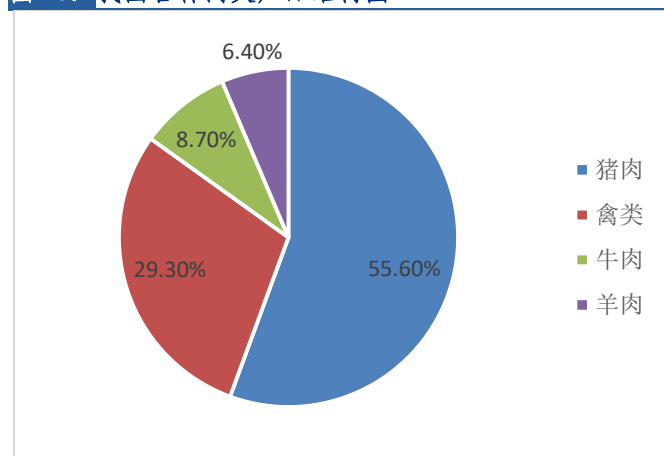
我国各种肉类总产量：我国肉类总产量占世界总产量三分之一左右，其中猪肉占到一半以上。2019 年猪牛羊肉总产量 5410 万吨，相较前一年（2018 年猪牛羊肉总产量 6522.8 万吨）同比下降 17.1%。其中，牛肉和羊肉产量同比分别增长 3.6 和 2.7%，猪肉产量下降 21.3%。

图 27：我国各种肉类总产量（万吨）



资料来源：wind，长城证券研究所 注：龙大肉食为 2016 年

图 28：我国各种肉类产品结构图



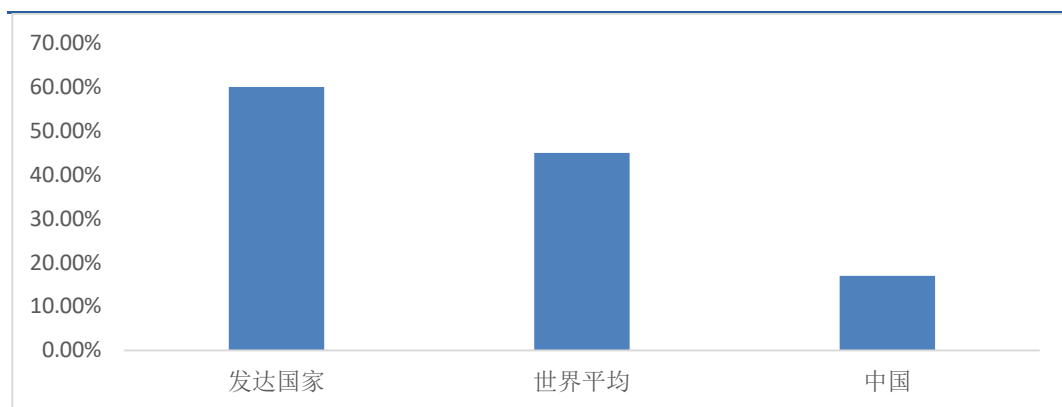
资料来源：wind，长城证券研究所

6.2 我国肉制品产量与结构份额

肉制品的定义：用畜禽肉为主要原料，经调味制作的熟肉制成品或半成品。如香肠、火腿、培根、酱卤肉、烧烤肉等。

我国肉制品的产量与结构份额：我国肉制品消费量占比：我国肉类消费主要以鲜肉为主，占 83% 左右；肉制品消费量占比很低仅为 17%，远远低于 45% 的世界平均水平，因此预测未来肉制品消费增长空间巨大。

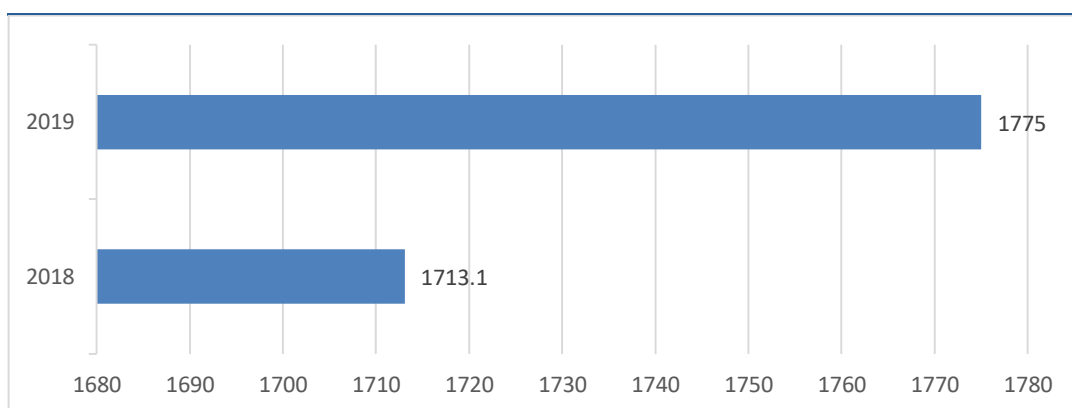
图 29：肉制品消费占肉类消费占比



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

我国肉制品的产量：2017 年全国肉制品产量突破 1600 万吨，2018 年全国肉制品产量达 1713.1 万吨，到 2019 年达 1775 万吨。随着人们收入、生活水平的提高和生活节奏的加快，越来越多的年轻人在繁忙的工作之余选择快速方便的肉制品作为日常摄入肉食来源，因此肉制品产量逐年攀升。

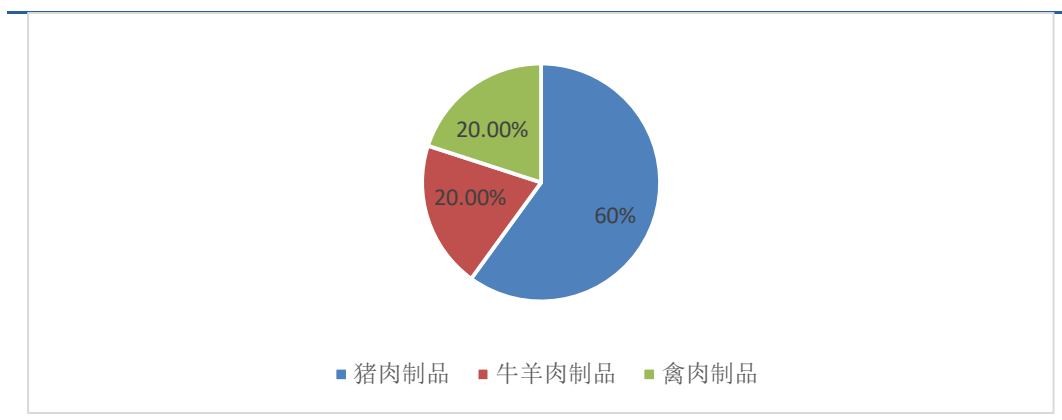
图 30：2018-2019 我国肉制品产量（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

我国肉制品消费结构（肉的种类）：从我国肉制品类食品消费结构来看，国内猪肉制品所占的市场份额最大，占比超 60%；其次是禽肉制品和牛羊肉制品，占比各约 20%。

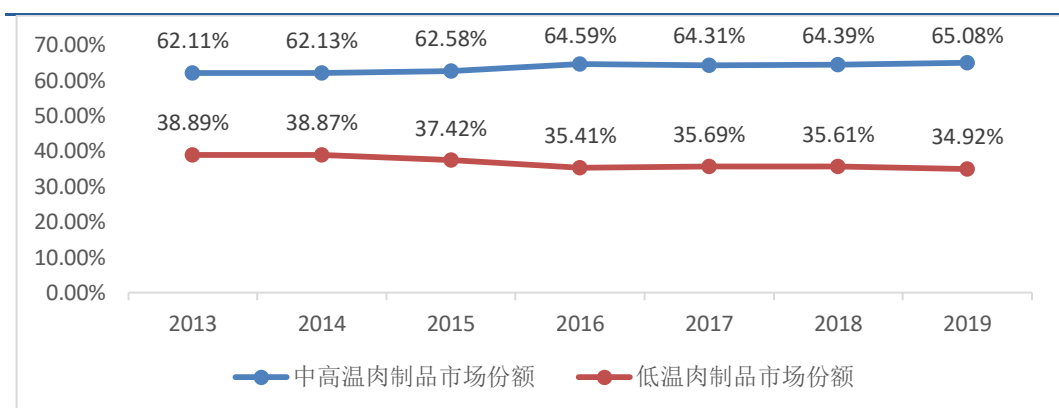
图 31：我国肉制品市场份额（种类）



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

我国高、低温肉制品市场份额：总体从我国肉制品行业产业结构来看，近 5 年高、低温肉制品占比基本稳定，中高温肉制品占肉制品市场份额 62~65%，低温肉制品占肉制品市场份额 34%~37%，中高温肉制品占据肉制品的主导地位。此外 2017 年全国肉制品产量达 1600 万吨，其中中高温肉制品产量达 1072 万吨，低温肉制品产量达 595 万吨。2018 年全国肉制品产量达 1713.1 万吨，其中中高温肉制品产量达 1103 万吨，低温肉制品达 610.1 万吨，到 2019 年全国肉制品产量达 1775 万吨，中高温肉制品产量达 1155.5 万吨，低温肉制品产量达 620 万吨，占肉制品总产量的 34.92%。虽然低温肉制品市场占比近三年略有下降，但产量依旧呈增加趋势。

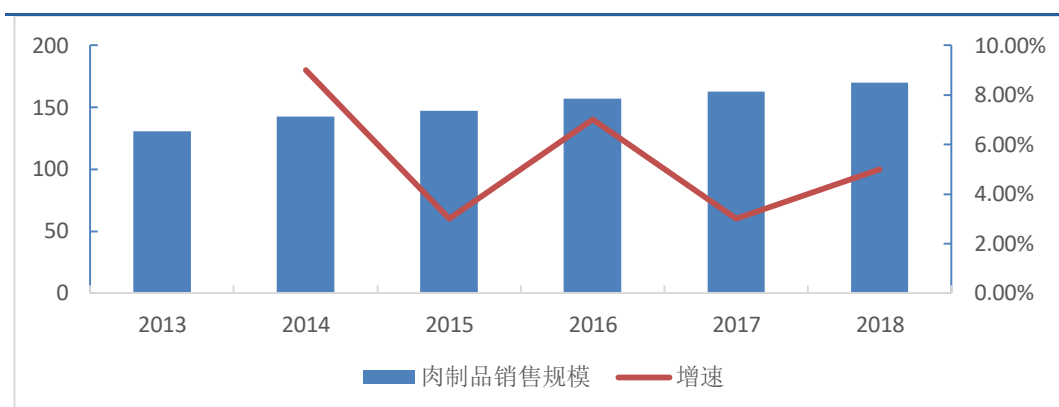
图 32：我国高低温肉市场份额



资料来源：中商产业研究院，长城证券研究所

我国肉制品行业收入变化：我国为肉类生产及消费大国，其中肉类产量占世界总量约三分之一，受非洲猪瘟影响，据国家统计局数据显示，肉制品行业收入方面，2018Q1 肉制品行业收入为 162.86 亿元，2019Q1 肉制品行业收入为 173 亿元，同比增长 6.2%，肉制品行业在猪肉产量明显下降的背景下，仍实现稳定增长显示肉制品较为刚需。

图 33：中国肉制品销售规模及增速



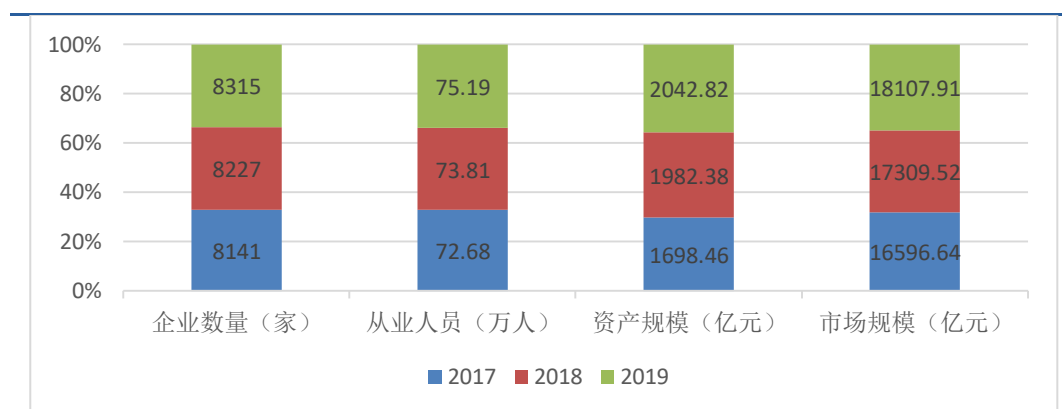
资料来源：欧睿，长城证券研究所

7. 中国低温肉制品行业竞争结构分析（波特五力模型）

7.1 行业内竞争者

行业内企业数量：我国肉制品行业企业数量逐年稳定增加，同时绝大多数企业同时选择了中高温肉制品和低温肉制品。我国低温肉制品市场集中度较高，低温肉制品市场前四品牌市场占有率达到 25% 左右。龙头企业主要以双汇，金锣，雨润，得利斯为主。

图 34：我国肉制品加工企业概况



资料来源：公开数据整理，长城证券研究所

行业市场增长速度：我国低温肉制品目前仅占肉制品行业市场份额的 35% 左右，仍有很大的增长空间，低温肉制品价格增速明显高于高温肉制品，而随着消费者收入的增加，消费习惯的改变，肉类消费的升级和冷链物流低温仓储行业技术的发展，未来低温肉制品将会是新的增长热点。

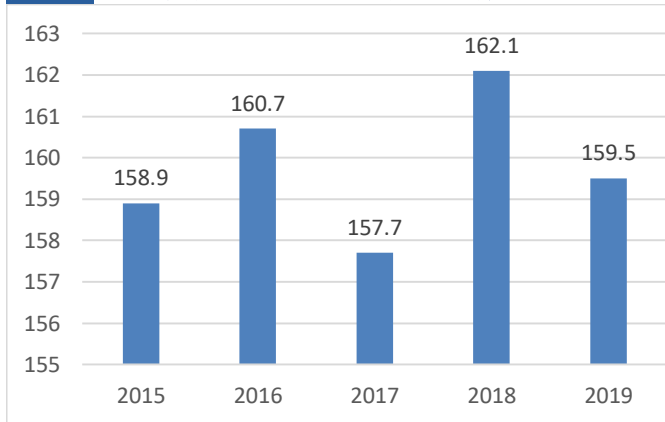
行业内企业的差别化：我国低温肉制品行业的龙头企业为了在激烈的竞争中找到适合自己的发展特色，不同企业拓展方向也有所不同：双汇选择了建立冷链生产，冷链配送，冷链销售，连锁经营的营销模式，并且把传统的肉类加工业转化为现代物流业，将传统销售转化为连锁经营，并且在低温肉制品的创新方面进行改革，改进完善西式产品，丰富了产品品种、规格以及口味，以迎合消费升级和消费者对于肉制品需求的变化。金锣：选择根据不同年龄消费者的差异化需求进行定制研发，肉粒多和金锣王分别针对年轻上班族和少年儿童，并且加大了品牌传播和市场推广力度，由主线品牌带动其他品牌的销售，建立销售网络，完成从生产型企业到营销型企业的转变。

7.2 潜在进入者

规模经济：规模经济指企业的生产平均成本随着产量的增加而下降。对于我国低温肉制品行业来说，由于超过四分之一的市场份额集中在双汇，金锣，雨润，得利斯等龙头企业里面，其营业收入，净利润，年产量均处于较高数量级，而市场集中度较高。双汇作为肉制品行业的龙头老大，2015~2018 年产量变化不明显，然而肉制品吨价却呈逐年上涨趋势，2018 年底为了应对非洲猪瘟带来的肉类原料成本大幅上涨，双汇进行了多次累计将近 11% 的提价，然而产量却相对稳定，这说明双汇在低温肉制品行业里面有着很强的定价能力。因此大规模生产使得企业有着更低的生产成本。这样会迫使低温肉制品进入

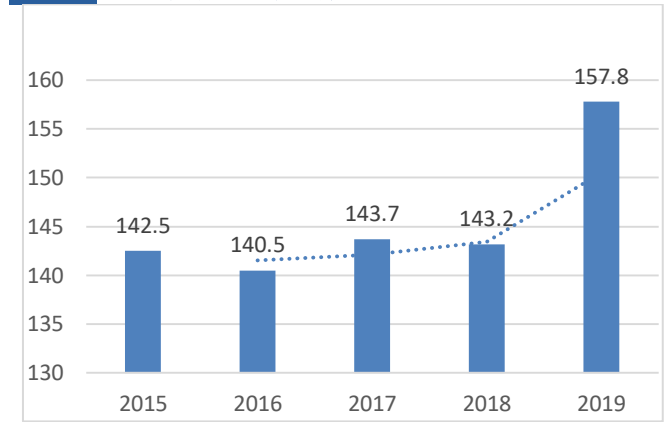
者一开始就以大规模生产，同时要承担龙头企业的强烈对抗风险，或者以较小的规模进入市场进行生产但被迫要接受成本上涨带来的销售劣势。

图 35: 双汇肉制品 2015~2019 年产量变动 (万吨)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 36: 双汇肉制品吨价变动 (百元/吨)



资料来源: wind, 长城证券研究所

制品行业的前三大龙头企业的注册资本均为十亿级别，并且均为发展早期进入到了肉制品市场，已经有了二十年左右的发展经验和经历，因此低温肉制品行业对于一次性进入投资资金需求较高，尤其是属于食品饮料类的高风险行业投资，此外在近几年实体经济环境冰冻时期以及非洲猪瘟、禽流感、新冠肺炎疫情等因素的影响下，对于新进入的企业来说也是不小的挑战。

表 3: 我国低温肉制品三大龙头企业注册资本

企业名称	注册资本	成立时间	进入市场时期
双汇	331928 万元	1998.10	早期
雨润	424000 万元	2006.10	早期
金锣	246500 万元	1994.10	早期

资料来源: 企查查数据, 长城证券研究所

销售渠道: 我国低温肉制品尤其是龙头企业，主要是在全国各大省份大中型城市建立分支机构和销售办事处，或者在重点销售区域内建厂，依靠主线品牌的规划和推广，带动其他产品进行销售生产网络的建立和拓展。并且通过多年形成的渠道优势，可以在短时间内将新产品进行较为深度的分销。

例如双汇销售主要以经销商模式为主，在全国各省大城市设立销售分支办事处，直接负责当地的市场品牌推广和产品销售。并且通过直营和招商加盟等方式，加快了连锁店在各大城市的分布，因此拥有全国各地的销售网络。

因此新的进入者要想打入现有低温肉制品已经建立起来的全面完整的销售渠道网络中，壁垒较高，需要有着更优质的产品质量，更优惠的价格，以及要加强产品的广告宣传力度。

经营特色与用户忠诚度: 国内前三大肉制品企业在现有的肉制品行业中已经树立了较好的企业形象，用户忠诚度较高。因此新的进入者要想树立良好的企业和品牌形象，使自己的产品取得消费者的青睐就要付出很大的代价。此外双汇在主要销售市场的当地卫视投放广告宣传，提升了双汇在当地市场的品牌影响力，因此拉动全线品牌销量的增加。

例如：双汇集团的代言人为黄磊，金锣集团代言人为中国女排，这些明星名人在广大消费者心中有着较高知名度和信任度，此外明星所带来的粉丝效应也是不可小觑的。

7.3 替代品威胁

高温肉制品作为替代品威胁较大：我国现如今肉类制品消费量主要以中高温肉制品为主，占比 60%以上，且每年产量稳定增长，随着未来肉制品产量增加，高温肉制品产量也会逐年攀升。高温肉制品相对于低温肉制品来说有着食用方便快捷，易于储存运输等优势，在高温高压的处理下基本上已经实现了无菌，且常温下相较于低温肉制品有较长的货架期，相对适合我国目前冷链物流、食品低温储存等亟待发展的市场环境。

火腿肠：例如中高温肉的龙头企业双汇集团中的王中王系列，为火腿肠中的主力军，作为双汇集团盈利的主要来源，2015 年后公司肉制品业务呈缓慢上升趋势，2019 年高温肉制品收入增速为 6.00%，相较于低温肉制品收入增速 1.12%，增速较快。从我国消费市场上看，火腿肠总产量的 60%以上是在城镇被消费的，只有不足 40%在农村市场消费。今后随着农村经济的发展，农村市场将进一步扩大，火腿肠销量也将持续增长。

罐头类高温肉制品：罐头类高温肉制品也颇受我国消费者喜爱，中式罐头相比于火腿肠等其他高温肉制品和低温肉制品有着口感种类丰富多样的优势，此外用罐头烹饪各种菜肴也是方便快捷又美味的。其中深海鱼类罐头近年消费量也迅速增长，它特有的优势：高营养，高蛋白，富含 DHA，深海无污染等也成为消费者追捧的主要原因。但其价格略高，且鱼类相比猪牛羊等肉类并不是中国人主要的肉类来源是其劣势。

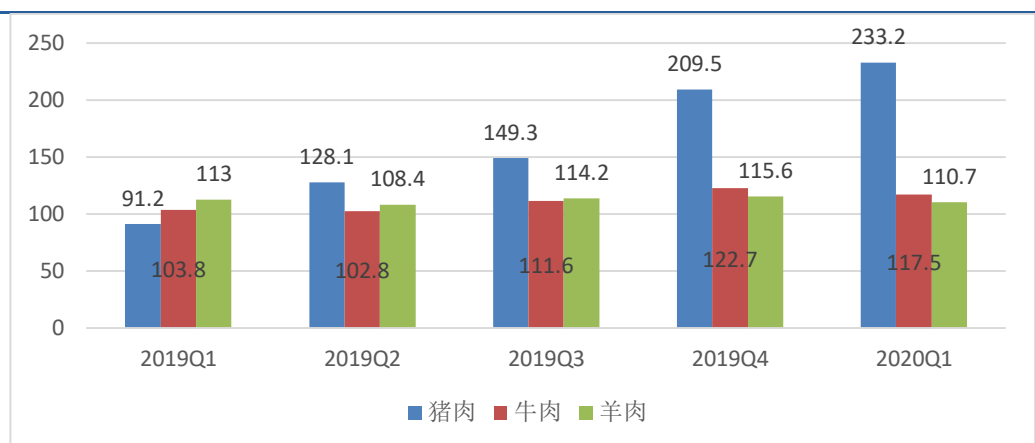
高温肉制品产品改革：此外，各个龙头企业也在针对其中高温肉制品进行产品改革，改变消费者对于传统高温肉制品如火腿肠的传统认识，推出包括乳酸菌肠等高品质的产品，同时提高价格，开拓高端销售渠道；生产不含香精色素的产品，用以迎合消费者目前健康生活、绿色环保的饮食消费习惯，同时开发多种口味，满足消费者对于口味多样化、丰富化的需求。随着加工工艺、生产设备、产品研发等不断的发展和完善，中高温肉制品的生产量将呈逐年上升趋势，将会有极大的发展空间。因此，中高温肉制品将会是低温肉制品强有力的替代品威胁者。

冷冻肉和冷却肉作为替代品存在威胁：冷冻肉，冷却肉等未经加工过的肉类是很多中老年人，餐饮业的首选，因为相对于调味腌制熏烤过的肉制品，这些消费者更喜欢未经调味的肉类，虽然烹饪过程较为繁琐，时间较长，但是肉类的烹饪方法口味也更加多样。此外冷却肉是将肉制品进行迅速降温处理，在严格控制的温度及湿度环境下进行冷藏，多种酶的活跃促使肉纤维小片化转变，同时丰富了肉香味，更有利于人体消化吸收。

7.4 供应商议价能力

非洲猪瘟使原材料成本增加：由于 2018 年下半年的非洲猪瘟引发了超级猪周期，导致猪肉产量下降，生猪价格暴涨。生猪价格指数 2020 年第一季度 233.2，较前一个季度同比增长 11.3%，2019 年第四季度为 209.5，较前一个季度同比增长 40.3%；2019 年第三季度为 128.1，较前一个季度同比增长 16.5%。受非洲猪瘟疫情影响，导致国内生猪存栏量一路下降，根据中国政府网的数据，截至 2019 年 8 月，生猪存栏量已经降至 1.978 亿头，2018 年 8 月的生猪存栏量为 3.224 亿头，同比降幅达 38.6%。19 年 11 月生猪存栏同比下降 39.8%，在生猪供给大幅减少的情况下，猪价出现大幅上涨，20 年 2 月底生猪价约 37 元/公斤，同比上涨近 200%。

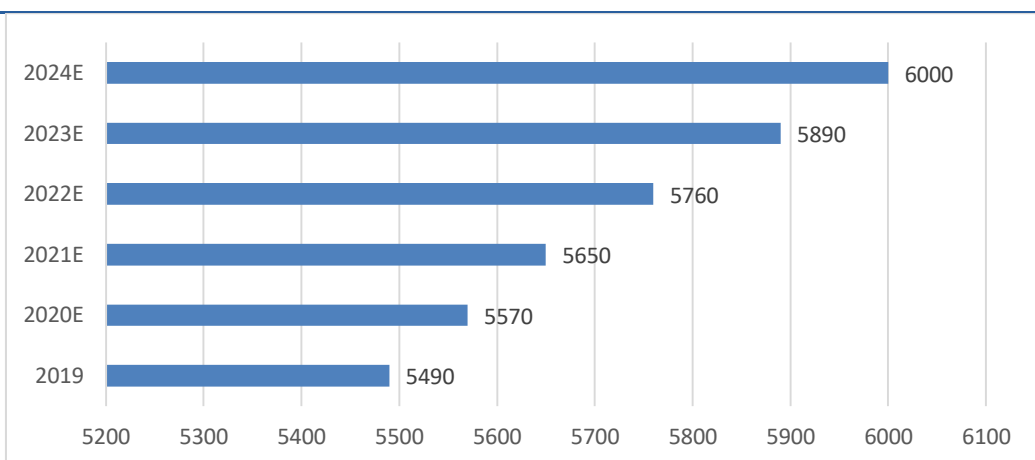
图 37: 猪牛羊禽类生产价格指数当季值 (上年同期=100)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

预计 2020 年下半年猪肉产量回升: 农业农村部表示 2019 年 10 月生猪生产主要指标出现积极变化, 全国能繁母猪存栏首次止降回升 0.6%, 这是自 2018 年 4 月以来环比首次增长, 全国年出栏 5000 头以上的规模猪场生猪存栏上涨 0.5%, 能繁母猪存栏上涨 4.7%, 因此预测全国生猪存栏降幅将进一步收窄, 生猪生产恢复面不断扩大, 市场供给或将在 2020 年下半年明显增加, 力争 2020 年底生猪存栏基本恢复到常年 80% 左右水平。

图 38: 2019~2024 年中国猪肉产量走势 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

根据《全国生猪生产发展规划 (2016-2020 年)》，要实现生产稳定略增，2020 年全国猪肉产量要达到 5760 万吨, 而 2018 年我国猪肉产量距离规划要求仍有 350 万吨左右的差距, 2019 年下半年和 2020 年全年, 我国将会在加强疫病控制的情况下提高产量, 以缩小和规划目标的差距, 及至 2024 年我国猪肉产量或将达到 6000 万吨。

非洲猪瘟或使我国生猪养殖行业集中度变高: 我国的生猪养殖业产业集中度较低, 存在着大量散户, 没有形成比较大的规模企业和较为完整的产业链。由于非洲猪瘟的爆发, 散户以及小规模养猪场抵御风险的能力差, 他们会更倾向于采取宰杀生猪以减少亏损的行为, 许多散户处于观望甚至退出市场的状态, 逐渐补入市场的绝大多数为规模企业。随着我国对非洲猪瘟疫情的控制, 未来养殖行业的风险将有所降低。同时在猪肉价格暴涨下, 将会一定程度上刺激我国生猪养殖规模的扩大。短期内猪肉仍将占据主体地位,

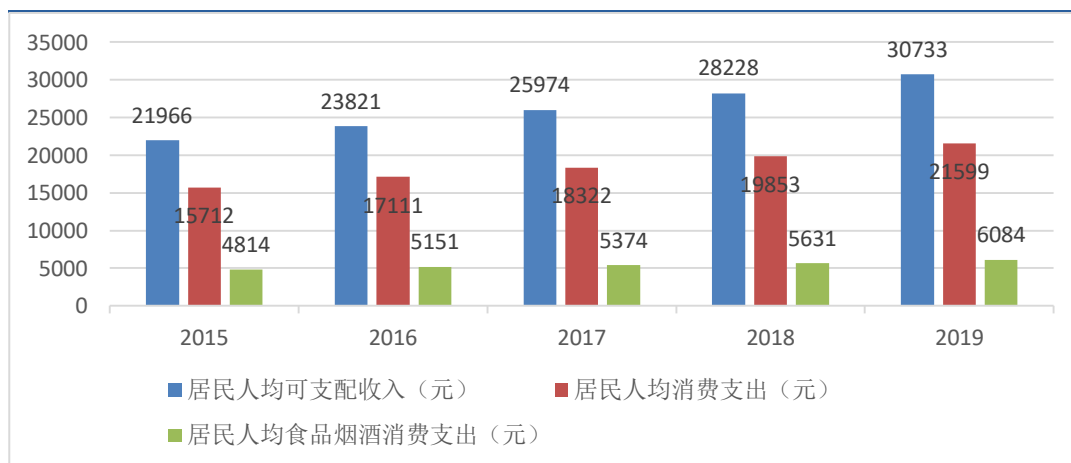
在产业规模化、环保化趋势影响下，散户养殖将逐渐退出市场，规模养殖扩大，生猪养殖的行业集中度将会有个显著提高，行业将进入产业升级、产量增长的拐点期。

未来我国生猪养殖或将增大纵向一体化程度：例如低温肉制品龙头企业双汇发展的母公司并购了美国最大的生猪养殖企业，实现了产业链的延伸，其公司主营业务覆盖了养殖、屠宰、冷却肉销售、肉制品加工及销售的全产业链业务。在未来我国市场或将出现更多集饲料生产、生猪养殖、肉制品加工于一身的完整产业链的大型肉类食品集团。因此供应商将会表现出前向一体化（向自身下游企业发展）的现实威胁，同时供应商未来的集中度将逐渐变高，因此上游供应商议价能力将会由弱变强。

7.5 买方议价能力

收入增加，肉制品需求增加：我国人均可支配收入逐年增加，对肉制品的需求增长很快。中国肉类的消费水平基本与人均收入正相关，虽然目前中国是肉类产量大国，但肉制品所占比重也仅有 17%，未来还有巨大的增长空间和增长可能性。此外，中高层收入人群的快速增长确保了低温肉制品市场的未来潜在需求以及人们对于食品安全问题的重视程度，对肉制品消费种类多样化的偏好不断增强，西式肉制品逐渐发展，人们生活节奏的加快，这些都促使方便快捷的肉制品需求逐渐增加。人均可支配收入的提升，恩格尔系数的降低，对于高端健康饮食生活的追求也使得下游买方的价格敏感度降低，并且我国低温肉制品的前端龙头企业行业集中度的加大、企业的名声、产品质量、品牌效应，使得消费者的相对议价能力降低，因此导致下游买方议价能力的削弱。

图 39：居民人均可支配收入及消费支出变化



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

冷链物流发展，追求健康加快升级脚步：此外冷链物流和低温仓储的不断发展逐渐打破了低温肉制品运输环境的苛刻要求、成本较高的瓶颈，同时人们对于健康饮食的追求也加快了肉制品的肉类升级。其主要表现为：

从猪肉消费向牛羊肉的消费升级：非洲猪瘟导致猪肉消费量下降，价格升高，猪肉产量的下降留下巨大的肉类缺口，然而牛肉在这种环境下价格随之升高，但消费量反而稳步上升，我国猪肉占肉类消费量约 60%，而牛肉仅有 8.7%。此外牛肉虽相较于猪肉脂肪含量更低，但却含有大量的蛋白质和多种营养物质，且牛肉的氨基酸组成比猪肉更接近人体需要，可以增强肌肉力量，促进蛋白质的新陈代谢和合成。因此随着我国年轻消费者对于减肥健身和健康饮食的追求，越来越多的人将选择用牛肉替代猪肉作为主要肉类摄入来源。

从鲜肉消费到肉制品的消费升级：冷却肉虽然是绝大多数中老年消费者的选择，但是由于冷却肉保鲜期相比低温肉制品较短，同时需要从屠宰地直接空运到目的地，因此物流成本较高，价格也相对较高。此外鲜肉未做无菌处理，因此在运输过程或者保存过程中导致细菌滋生，肉质腐败，口感变质，而且不易于常温贮存，也不利于随身携带。而肉制品保质期较长，方便快捷，在包装出厂之前均作了高温高压消毒或者巴氏无菌处理等，食用起来更加安心。

从高温肉制品到低温肉制品的消费升级：虽然现阶段低温肉制品所占肉制品比重仅有 35% 左右，但随着消费者对于营养健康认知的提升，新时期的消费者对于肉制品更加挑剔和理性，低温肉制品相比高温肉制品加工工艺最大限度的保有蛋白质的特性，使得其肉质更加鲜嫩，同时低温杀菌保证了营养成分和原有的风味，肉类种类口味更加多样化，适应了不同种类人群的偏好喜爱。因此人们的消费习惯将逐步从高温肉制品向低温肉制品转变。

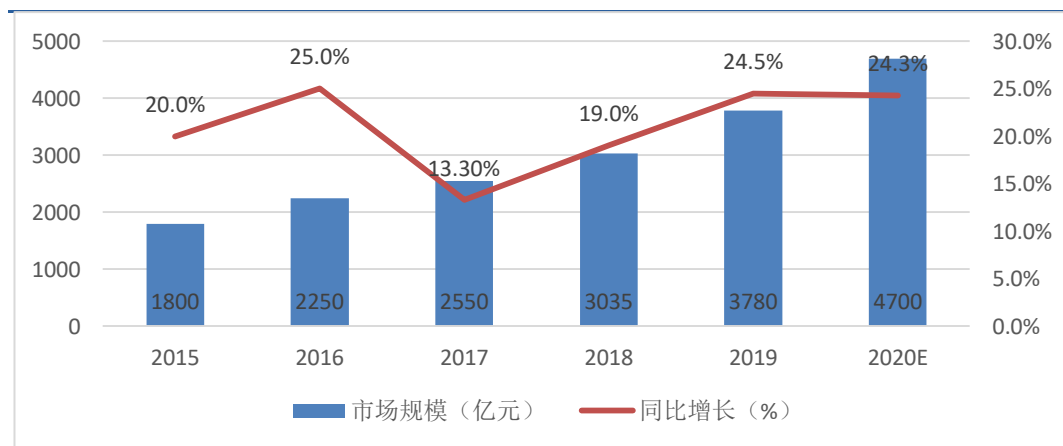
8. 低温肉制品行业未来发展前景

8.1 冷链物流的发展为低温肉制品创造机遇

冷链物流发展迅猛：2018 年我国冷链物流市场规模达 3035 亿元，同比增长 19%，2019 年达 3780 亿元，同比增长 24.5%，2020 年预计增长 24.3%。我国冷链物流正处于快速发展时期，市场规模逐年增加，冷链物流的建立和完善是低温肉制品发展的重要保障，同时冷链物流的快速发展也有利于促使低温肉制品销售渠道的延伸和下沉。因此冷链物流的发展也是促进高温肉制品向低温肉制品消费升级的一个重要因素。

冷链物流的政策的出台，有利于推进其发展和技术转型，进而有效推进低温肉制品的转型和升级。例如：2019 年国务院中共中央发布的《关于深化改革加强食品安全工作的意见》中提到要大力发展专业化、规模化的冷链物流企业，建立覆盖物流配送，销售终端全链条的配送系统；2018 年中央发布了《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》中提到要建设现代化农产品冷链仓储物流体系。这些政策有利于冷链物流的快速发展，同时政策的发布也说明未来国家对于冷链物流的重视程度越来越高，因此未来由冷链物流推动低温肉制品行业的发展也必将迎来新的机遇。

图 40：中国冷链物流市场规模



资料来源：中物联冷链委，长城证券研究所

8.2 肉类产业链的整合为低温肉制品发展提供保障

肉类全产业链逐步完善：我国从生猪饲养、屠宰、加工、运输、销售的全产业链正在正逐步完善，产业链的形成和相关产业的升级有利于为消费者提供安全的肉食来源。

食品安全问题受到重视：此外越来越多的消费者关注食品安全和健康生活，同时国家出台的有关食品安全的政策也越来越密集，因此相较于高温肉制品的高温高压加工工艺使得肉制品乳化且看不到肉的完整形态，加重了消费者对于原料肉来源的担忧，低温肉制品的生产过程更加安全，最大限度的保留了肉的完整性以及营养，受到了更多消费者的喜爱与追捧。

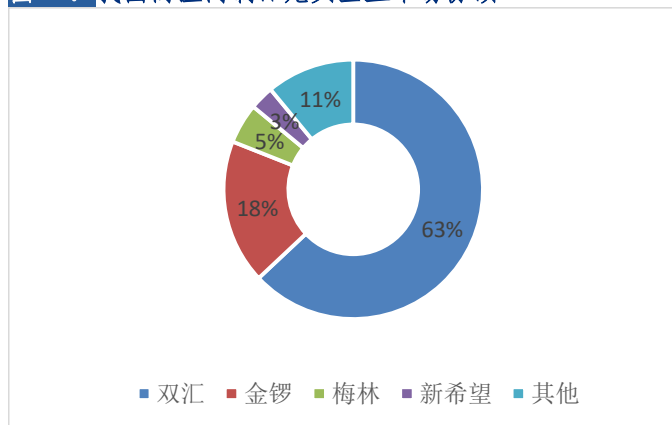
8.3 我国低温肉制品的品牌化有利于市场规范化

低温肉制品品牌化提升：我国各大龙头企业为了提高企业品牌知名度，同时为了在集中度较高、较为激烈的市场竞争中赢得一席之地，不断在产品研发和品牌推广上加大投入，不断提高产品品质，提升品牌形象，因此低温肉制品行业整体的发展氛围积极向好，前景广阔。

8.4 低温肉制品行业集中度提升有助于龙头企业销量利润增加

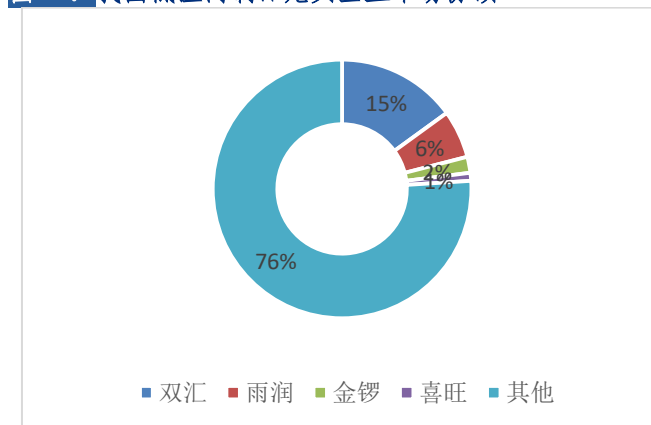
低温肉制品行业集中度存在较大提升空间：现阶段我国低温肉制品市场集中度还有待提高，相较于高温肉制品行业的市场竞争格局，双汇、金锣占据了超过 80% 的市场份额，龙头优势明显。而低温肉制品市场前四品牌市场占有率达到 25% 左右。双汇作为国内最大的肉制品加工企业，持续领先，市占率在 15% 左右。从低温肉制品未来的发展趋势来看，行业集中度仍有上升空间。随着企业规模经济的增加，市场份额的增加，原料生产成本的增加以及对于生产技术的更严格管控，小企业将会逐渐退出，而低温肉制品的龙头企业市场份额将继续扩大，销量利润也会随之提升。而龙头企业的生猪养殖、屠宰、肉制品加工、销售产业链日趋完整，因此单头屠宰对应的固定成本将下降，利润将提升。

图 41：我国高温肉制品龙头企业市场份额



资料来源：欧睿，长城证券研究所

图 42：我国低温肉制品龙头企业市场份额



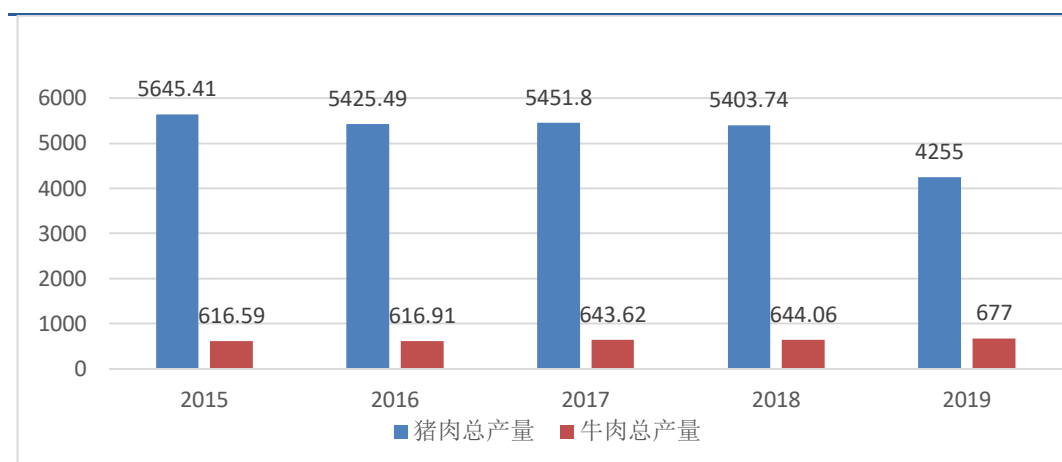
资料来源：欧睿，长城证券研究所

9. 得利斯公司优势

9.1 追求大众消费趋势，扩大肉牛加工项目

2018 年受到非洲猪瘟的影响，猪肉产量相比往年同期大幅下降，猪肉价格暴涨，牛肉作为猪肉的替代品，价格随之增加，在肉类总产量下降的情况下依旧稳步增长。同时，随着现代消费者对于健康饮食，减肥健身的追求，越来越多的人选择牛肉作为猪肉的替代品。牛肉相比猪肉富含肌氨酸，这对增长肌肉、增强力量很有效。因此是很多健身年轻人的不二之选。同时牛肉相比猪肉蛋白质较多，富含维生素 B6，可增强免疫力，促进蛋白质的新陈代谢和合成；随着现在大多数人们的生活压力增加，因此一些人养成了高糖重油的饮食习惯，运动时间变少，高血压、血管硬化、冠心病和糖尿病病人逐渐增多，而牛肉相比猪肉含脂肪和胆固醇较低，因此，牛肉适合此类人群适量食用。

图 43: 我国猪肉与牛肉总产量 2015~2019 年变化对比（万吨）



资料来源：国家统计局，长城证券研究所

积极进行牛肉生产研发，扩大牛肉生产加工厂房：得利斯积极进行牛肉产品的生产研发和市场拓展，2018 年 11 月，得利斯投资 2.7 亿元的 30 万头/年肉牛加工项目厂房建成并于 2019 年上半年正式投产。厂房配备三位一体拉伸膜包装机、红外线等重砍排机、全自动真空斩切机、三维切丁机等全球一流智能生产设备，增强了公司核心竞争力。截止目前，公司已同澳大利亚、新西兰、美国、加拿大、巴西、乌拉圭、阿根廷、智利等牛肉出口大国的生产商、经销商均有合作，为公司肉牛加工项目提供了高品质、安全、稳定的牛肉原材料。销售渠道方面，公司积极拓展电商、流通餐饮、贸易市场、商超等渠道，尽快抢占牛肉类产品市场。

9.2 产业升级品类细分，针对不同消费群体

得利斯积极紧跟大众消费潮流，加快产品升级，调整产品结构。针对不同消费群体有着特定的重点销售产品，例如将发酵火腿与其他高端产品搭配销售，主要定位白领，中高

收入人群，同时将高端产品的主要销售渠道选定为四星级以上酒店、高级会所、高档西餐厅等。此外，得利斯中低端产品也注重创新，充分适应消费者的需要，中低端产品与高端产品的相互促进与拉动弥补了消费者受众群体的空白，也使产品销量逐步提升。

9.3 市场布局全面，营销渠道广泛

猪肉供应来源稳定充足：得利斯本部山东所在地区是国内最大的生猪养殖基地之一。子公司吉林得利斯位于松辽平原，属于新兴生猪养殖区，猪肉供应较充足，且得利斯主要养殖基地均为无规定动物疫病区。这些都为充足稳定的生猪供应提供了保障。尤其在猪瘟期间，养猪散户由于生产技术落后，产量小，规模经济无法满足等问题不得已选择宰杀母猪这种短期防止猪瘟扩散，减少损失的做法。而得利斯这种业内龙头企业有着自己安全充足稳定的货源，在一定程度上缓解了非洲猪瘟造成的成本上升、产量减少的压力。

销售网点覆盖广泛：得利斯分别在山东、北京、西安、吉林有自己的大型生产基地，区位优势合理。此外，得利斯拥有 2 万余个销售网点，全面覆盖包括连锁超市、经销商、大型肉制品生产企业、餐饮等，销售网络全面覆盖广大地区，市场容量巨大，并且拥有多层次客户群体和完善冷链物流运输体系。

形成“线上+线下”渠道运营格局：得利斯拓展营销渠道，成立专业电商独立运营团队，与天猫、京东、苏宁易购等达成线上合作，依托电商、流通餐饮、贸易、商超四大渠道展开销售。

9.4 生产技术优势

得利斯冷却肉是在生猪宰杀后胴体即时冷却降温后脱酸排毒 16-24 小时，生产集安全、卫生、营养、美味于一体的“得利斯”冷却肉。同时在低温肉制品的生产工艺方面，得利斯不断研发改进与创新，形成了一整套独特先进的低温肉制品加工配方及工艺，使产品在营养、色泽上均达到最佳。

公司引进意大利先进设备及工艺技术，选取优良黑猪作为原料，聘请意大利原产地专家团队参与，经过自然发酵培育出高端美食得利斯从意大利引进整套生产线和技术工艺，创出新品帕洛斯发酵火腿以及“萨拉米”、“库巴”等其他西式发酵类产品，得到业界及消费者的一致好评。

10. 新管理层管理能力改善

10.1 “新、老”董事长的接替使公司迸发新的活力

得利斯于 2015 年召开的董事会上正式完成董事长职务的新老接替。公司创始人郑和平辞任并由其女儿，当时 38 岁的郑思敏接任董事长。郑思敏在德国留学三年，深入学习了德国先进的肉制品加工技术，具有国际化视野和现代化的经营理念，在肉制品领域有着独到认识，充分结合国内肉制品行业现状，制定公司战略方向。此外，现在的得利斯有着一个非常年轻的管理团队，平均年龄不足 41 岁，专业化水平高，受教育水平高，思想灵活开放。这些都为得利斯未来的快速发展、全面提升提供了有利条件。

10.2 由民营企业向国有企业的转变

新疆中泰未来将成为得利斯控股最大股东：得利斯与新疆中泰签署了《股份转让框架协议》，将当前公司最大控股股东诸城同路人（持股比例 46.66%）持有的公司 145,580,000 股无限售流通股股份（占公司总股本的 29%）以协议转让的方式转让给新疆中泰。若完成股权转让，新疆中泰将成为得利斯最大控股股东，得利斯也将变身国企。

新疆中泰是由新疆人民政府出资、自治区国资委直接监管的国有独资公司。产业涵盖化工、现代农业、金融贸易、现代物流等行业和领域，是目前新疆区属资产规模最大的国有公司。2018 年末新疆中泰总资产、收入突破“双千亿”，利税达到 60 亿元。

强强联手，聚集优势产业资源：新疆有着丰富优质的肉类等农产品，此外其优质高产的玉米等资源也可以降低生猪的养殖成本。此外新疆凭借山东港口发达的海运物流，可以将其优质农产品运输到世界各地，形成贯穿全国的通往世界的国际贸易通道。

新疆中泰有着其国有企业的优势，在现今国家加快深化国有企业制改革，扩大国有资本影响力，多项政策大力发展西北部地区经济贸易的大环境下，得利斯转变为国有企业更有助于国家扶持国有企业发展，可借助宏观经济平台更快速成长，提高在我国肉制品加工行业的核心竞争力。

11. 投资建议

量价齐增，公司业绩有望快速释放。我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 27/35/45 亿元，归母净利润分别为 1200/1560/2000 万元，对应 EPS 分别为 0.02/0.03/0.04 元/股，目前股价对应 P/S 分别为 1.33/1.02/0.80，首次给予“中性”评级。

12. 风险提示

应注意食品安全风险和盈利不达预期的风险。

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	2018.53	2346.47	2700.08	3500.12	4500.10	成长性					
营业成本	1803.08	2102.90	2386.06	3084.31	3951.99	营业收入增长	25.5%	16.2%	15.1%	29.6%	28.6%
销售费用	110.23	134.07	187.66	242.91	314.56	营业成本增长	27.3%	16.6%	13.5%	29.3%	28.1%
管理费用	59.83	56.99	78.57	100.80	130.05	营业利润增长	52.5%	162.9%	-190.2%	86.5%	1101.3%
研发费用	0.00	1.82	2.43	3.85	3.60	利润总额增长	-32.2%	-50.5%	174.8%	15.4%	17.3%
财务费用	2.56	9.78	24.27	44.15	72.15	净利润增长	7.8%	-0.1%	50.1%	30.1%	28.2%
其他收益	1.71	1.56	1.91	2.39	1.89	盈利能力					
投资净收益	0.88	0.28	1.11	1.01	0.82	毛利率	10.7%	10.4%	11.6%	11.9%	12.2%
营业利润	-4.92	3.09	-2.79	-0.38	3.76	销售净利率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业外收支	11.94	0.38	12.34	11.40	9.18	ROE	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%
利润总额	7.03	3.48	9.55	11.02	12.94	ROIC	1.1%	2.8%	2.4%	3.8%	5.1%
所得税	-0.93	-4.78	-1.52	-3.38	-6.38	营运效率					
少数股东损益	-0.04	0.26	-0.93	-1.20	-0.68	销售费用/营业收入	5.5%	5.7%	7.0%	6.9%	7.0%
净利润	8.00	7.99	12.00	15.61	20.00	管理费用/营业收入	3.0%	2.4%	2.9%	2.9%	2.9%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动资产	680.80	734.52	1126.52	1295.09	1708.54	财务费用/营业收入	0.1%	0.4%	0.9%	1.3%	1.6%
货币资金	76.46	74.38	278.53	361.05	464.20	投资收益/营业利润	-17.9%	8.9%	-39.6%	-267.9%	21.7%
应收票据及应收账款	194.25	131.32	293.73	222.53	462.82	所得税/利润总额	-13.3%	-137.4%	-15.9%	-30.7%	-49.3%
其他应收款	34.27	14.85	41.67	31.60	62.60	应收账款周转率	11.00	14.41	12.70	13.56	13.13
存货	210.31	256.52	273.17	411.53	465.79	存货周转率	9.45	9.01	9.01	9.01	9.01
非流动资产	1113.41	1185.77	1307.63	1616.61	1979.55	流动资产周转率	3.11	3.32	2.90	2.89	3.00
固定资产	735.02	799.59	920.31	1221.56	1572.96	总资产周转率	1.17	1.26	1.24	1.31	1.36
资产总计	1794.21	1920.28	2434.15	2911.71	3688.08	偿债能力					
流动负债	457.00	587.33	1090.14	1554.29	2312.61	资产负债率	25.6%	30.7%	44.9%	53.5%	62.8%
短期借款	130.00	230.00	656.55	1001.63	1609.96	流动比率	1.49	1.25	1.03	0.83	0.74
应付款项	154.34	145.79	219.49	236.14	358.08	速动比率	0.67	0.48	0.62	0.43	0.45
非流动负债	2.16	2.18	2.18	2.18	2.18	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
负债合计	459.17	589.51	1092.32	1556.47	2314.79	每股净资产	2.65	2.64	2.67	2.70	2.73
股东权益	1335.04	1330.77	1341.83	1355.24	1373.30	每股经营现金流	0.02	0.20	-0.04	0.32	0.05
股本	502.00	502.00	502.00	502.00	502.00	每股经营现金/EPS	1.24	12.70	-1.76	10.42	1.30
留存收益	342.26	337.78	347.35	359.32	377.16						
少数股东权益	4.07	4.27	3.33	2.13	1.45	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债和权益总计	1794.21	1920.28	2434.15	2911.71	3688.08	PE	447.32	447.76	298.32	229.37	178.97
现金流量表	(百万)					PEG	-15.43	-3008.90	12.51	10.49	5.46
经营活动现金流	22.64	80.17	-21.08	162.65	25.95	PB	2.69	2.70	2.67	2.65	2.61
其中营运资本	-49.14	35.34	-111.60	33.03	-160.31	EV/EBITDA	52.87	49.62	44.58	33.61	26.58
投资活动现金流	-122.70	-191.39	-177.06	-380.05	-457.72	EV/SALES	1.80	1.57	1.45	1.19	1.04
其中资本支出	123.54	133.56	120.61	307.73	361.68	EV/IC	2.49	2.36	1.95	1.77	1.56
融资活动现金流	89.70	109.15	-24.27	-45.15	-73.41	ROIC/WACC	0.12	0.30	0.25	0.42	0.59
净现金总变化	-10.34	-2.07	-222.40	-262.55	-505.18	REP	20.79	7.90	7.73	4.25	2.63

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，若给您造成不便，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>