

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

龙头公司稀缺性持续提升

——白酒、肉制品行业中报点评

2020年9月21日

分析师:

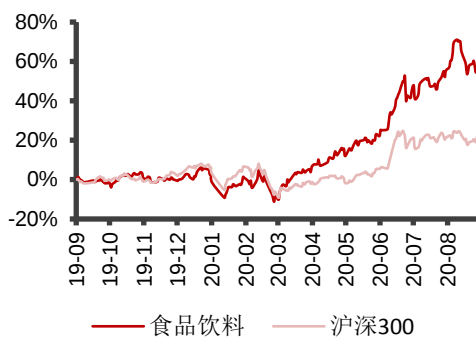
黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

食品饮料与沪深300指数走势图



行业评级

强于大市

相关报告

- 1、山西汾酒(600809)首次覆盖报告: 改革焕发活力, 后续成长空间大 20200901
- 2、对白酒板块估值的思考 20200611
- 3、龙头业绩坚韧, 把握消费复苏-白酒行业 2019 年报及 2020 年一季报总结 20200525
- 4、疫情短期利好必选食品, 中长期投资逻辑不变 20200210

内容提要:

2020年上半年, 由于食品饮料板块中调味品、肉制品、部分食品公司产品具有需求刚性, 同时附加值及净利率较高的C端商品受益于“宅经济”销量增长, 因此板块业绩表现亮眼, 实现营收、净利润双增长。

白酒板块: 2020年上半年, 18家白酒上市公司实现营业收入1295.73亿元, 同比增长2.29%, 营业利润664.76亿元, 同比增长7.55%, 归母净利润178.80亿元, 同比增长8.09%。发展趋势: 1、疫情使行业加速集中, 龙头公司稀缺地位不断凸显; 2、高端白酒亮眼业绩得益于稳定的需求及不断强化的终端把控力; 3、中端白酒业绩波动较大, 中秋旺季销售或放量; 4、部分公司改革红利将持续。投资建议: 目前, 大部分核心白酒上市公司PEttm处于食品饮料板块均值附近, 但未来三年净利润增速大概率将明显高于行业平均水平, 因此性价比仍然具有比较优势, 建议关注高端白酒龙头公司茅台、五粮液, 改革加速落地的山西汾酒, 业绩增速有望改善的口子窖。

肉制品板块: 2020年上半年, 7家肉制品上市公司实现营业总收入684.25亿元, 同比增长36.34%, 实现归母净利润39.99亿元, 同比增长30.45%, 总体来看, 净利润增速低于营收增速。发展趋势: 1、猪周期将现拐点, 中下游行业即将迎来利润释放期; 2、马太效应加剧下, 龙头业绩稳定不断增强; 3、销售投入提升, 积极拥抱新零售, 借此培育出大单品及客群的公司盈利能力或能快速提升。投资建议: 建议关注双汇发展, 公司屠宰、肉制品业务均处于龙头地位、国外猪肉进口渠道畅通且积极拓展新品类、新业态的双汇具有明显竞争优势, 业绩稳定性及确定性突出。

风险提示: 国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧; 消费税征收政策变动导致行业税率上升; 相关行业政策出现重大调整影响公司业绩; 公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期; 猪肉价格超预期提升; 国内外二级市场系统性风险; 国内外宏观经济形势急剧恶化; 其他黑天鹅事件。

目录

1、食品饮料板块整体情况	4
1.1 板块业绩领先市场	4
1.2 毛利率维持高水平，费用率小幅提升	5
1.3 盈利能力	7
2、白酒板块	8
2.1 上半年业绩回顾	8
2.2 行业发展趋势	14
2.3 投资建议	16
3、肉制品板块	17
3.1 上半年业绩回顾	17
3.2 行业发展趋势	21
3.3 投资建议	23
4、重点公司	23
4.1 贵州茅台	23
4.2 五粮液	24
4.3 山西汾酒	24
4.4 口子窖	25
4.5 双汇发展	26
5、风险提示	27

图表目录

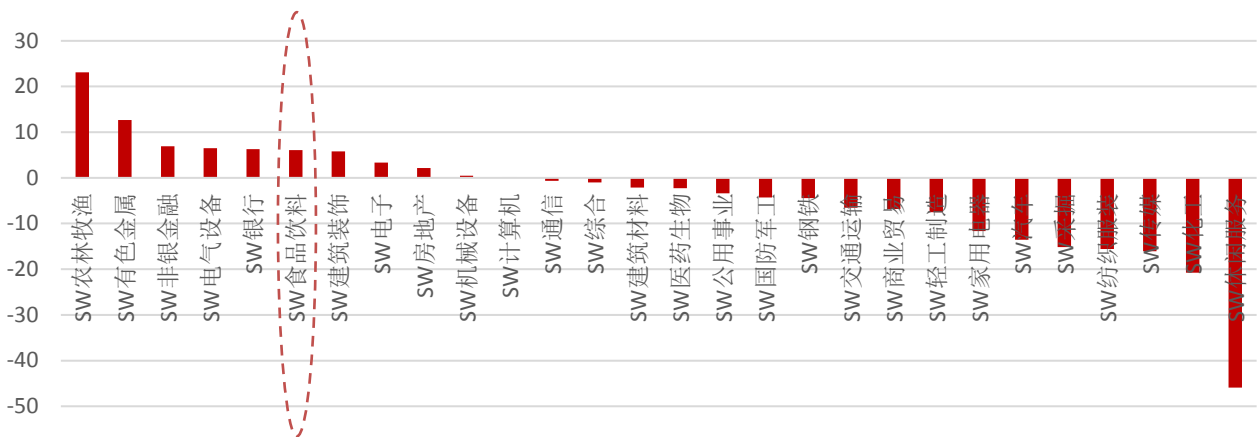
图 1: 2020 年上半年申万 28 个一级行业营业收入同比增速 (%)	4
图 2: 2020 年上半年申万 28 个一级行业归母净利润同比增速 (%)	4
图 3: 申万 28 个一级行业毛利率 (%)	6
图 4: 申万 28 个一级行业费用率增长对比 (%)	6
图 5: 申万 28 个一级行业盈利能力对比 (%)	7
图 6: 规模以上白酒企业产量情况	8
图 7: 规模以上白酒企业产量当月同比 (%)	8
图 8: 规模以上白酒企业营收情况	9
图 9: 规模以上白酒企业利润情况	9
图 10: 不同组别白酒公司单季度毛利率变动 (%)	11
图 11: 不同组别白酒公司单季度销售费用率变动 (%)	11
图 12: 不同组别白酒公司单季度管理费用率变动 (%)	11
图 13: 不同组别白酒公司单季度财务费用率变动 (%)	11
图 14: 不同组别白酒公司单季度净利率变动 (%)	12
图 15: 不同组别白酒公司单季度 ROE 变动 (%)	12
图 16: 2020H1、2019H1 白酒上市公司销售回款/营业收入对比	12
图 17: 2020 年前两季度白酒上市公司销售回款/营业收入变动	12
图 18: 行业重点子板块估值对比 (收盘日期 2020 年 9 月 21 日, 单位: 倍)	16
图 19: 能繁母猪存栏量变动	18
图 20: 生猪价格变动	18
图 21: 猪肉平均价格变动	18
图 22: 生猪定点屠宰企业屠宰量	18
图 23: 肉制品上市公司毛利率变化 (%)	19
图 24: 肉制品上市公司销售费用率变化 (%)	19
图 25: 肉制品上市公司管理费用率变化 (%)	20
图 26: 肉制品上市公司财务费用率变化 (%)	20
图 27: 肉制品上市公司销售净利率 (%)	20
图 28: 肉制品上市公司销售扣非 ROE (%)	20
表 1: 食品饮料子板块单季度营收、归母净利润增速	5
表 2: 食品饮料子板块费用率情况 (%)	7
表 3: 食品饮料子板块毛利率及 ROE 情况 (%)	7
表 4: 白酒上市公司分类	9
表 5: 白酒上市公司营收、归母净利润增速	10
表 6: 白酒上市公司预收款增长变化	13
表 7: 行业部分公司估值对比 (收盘日期 2020 年 9 月 21 日, 单位: 倍)	17
表 8: 肉制品上市公司营收、归母净利润情况	18
表 9: 肉制品上市公司收入质量	21
表 10: 重点公司估值情况	27

1、食品饮料板块整体情况

1.1 板块业绩领先市场

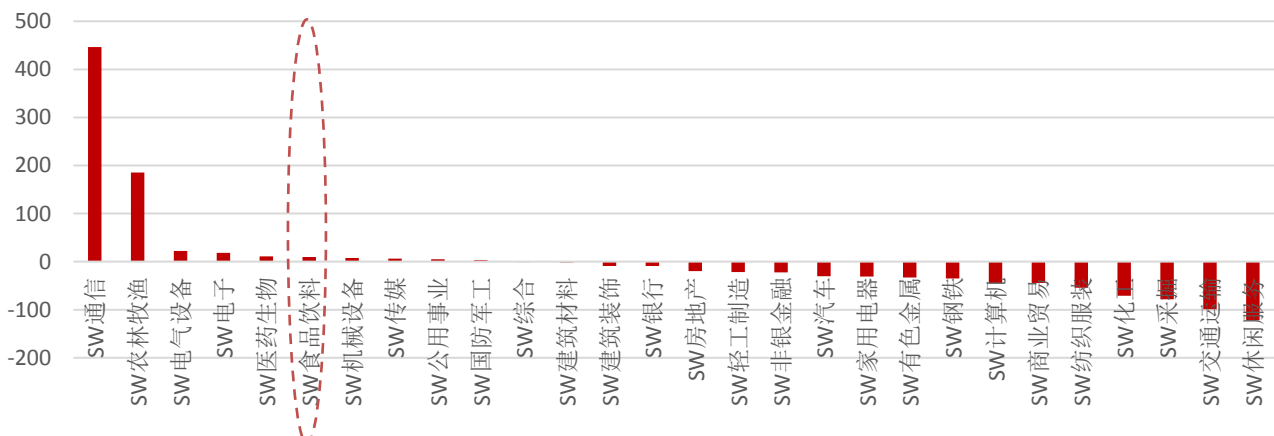
受益于刚需性及“宅经济”，板块业绩领先市场。2020年春节爆发新冠疫情，绝大多数行业受到负面影响。但由于食品饮料板块中调味品、肉制品、部分食品公司产品具有需求刚性，同时附加值及净利率较高的C端商品受益于“宅经济”销量增长，因此食品饮料上市公司2020年上半年表现较为亮眼，28个申万一级行业中仅5个行业实现营收、净利润双增长，食品饮料板块是其中之一。

图 1: 2020 年上半年申万 28 个一级行业营业收入同比增速 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2: 2020 年上半年申万 28 个一级行业归母净利润同比增速 (%)



资料来源：WIND，国开证券研究部

具体来看，2020年上半年，食品饮料行业实现营业收入3734.25亿元，同

比增长6.05%，增速在申万28个一级行业中排名第6，较去年同期提升1名。实现归母净利润719.87亿元，同比增长9.83%，增速在申万28个一级行业中排名第6，较去年同期提升2名。

与2019年同期相比，2020年上半年食品饮料板块整体实现稳增长，增速较2019年回落，但在经历新冠疫情的背景下，验证了行业产品的刚需性及龙头公司业绩的稳定性，在申万行业中比较优势明显。

刚需性行业维持快速成长，高端白酒需求稳定。分子板块来看，营收方面，产品具有刚需性的肉制品、调味品及食品综合增速表现明显领先板块；乳制品保质期较短且高端产品受影响较大，一季度出现负增长，但二季度显著改善；白酒高端公司需求较强，带动整个子板块收入稳增。其他子板块景气度则相对较弱，其中葡萄酒及黄酒收入增速垫底。

归母净利润方面，其他酒类、食品综合、肉制品及调味品维持高速增长，主要受益于疫情期间商超渠道销售增长及疫情期间销售费用率下降，葡萄酒、黄酒及软饮料近年景气度低迷+疫情导致净利率下滑幅度较大。

表 1：食品饮料子板块单季度营收、归母净利润增速

板块	收入增速 (%)						归母净利润增速 (%)					
	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 9Q4	2020 Q1	2020 Q2	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2
白酒	23	15	13	14	1	4	28	22	16	4	9	6
啤酒	8	5	0	4	-28	12	22	19	34	11	-70	42
其他酒类	-4	7	42	-18	-24	9	183	-49	865	-126	-58	750
软饮料	0	6	1	2	-37	-18	-1	12	1	-122	-49	-13
葡萄酒	-8	-5	-1	-6	-51	-42	1	-3	24	53	-66	-135
黄酒	-9	4	7	9	-36	-23	-17	197	47	413	-56	143
肉制品	6	28	31	45	42	31	20	-14	25	22	14	51
调味发酵品	13	16	16	13	2	24	17	37	23	41	10	24
乳品	15	8	12	13	-11	18	9	12	10	32	-61	59
食品综合	9	15	12	15	3	10	17	11	4	-173	3	136

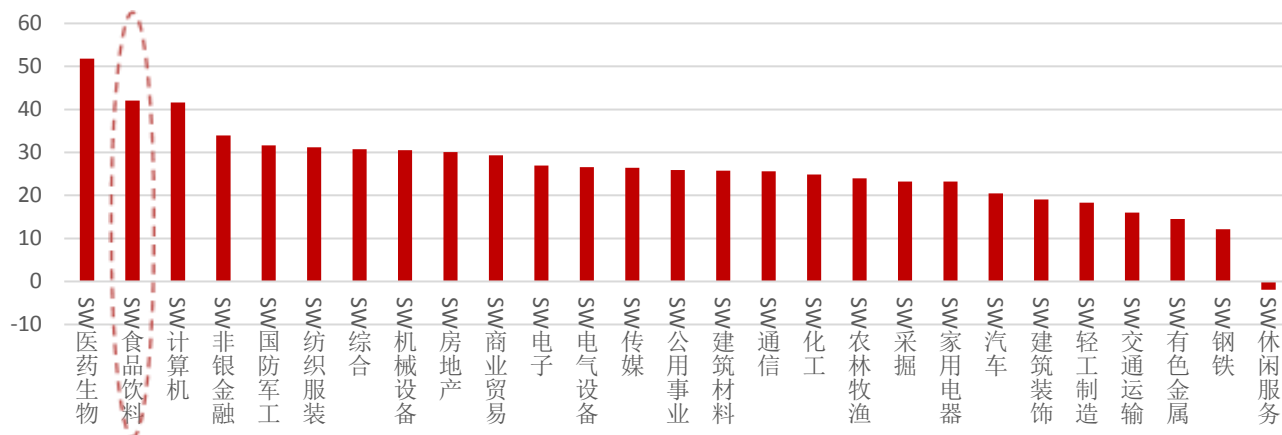
资料来源：WIND，国开证券研究部

1.2 毛利率维持高水平，费用率小幅提升

毛利率维持较高水平。2020年上半年，食品饮料板块上市公司平均毛利率达42.04%，同比小幅下降0.7个百分点，在申万28个行业中排名第2，名次同比持平，成本有小幅提升主要由于部分公司因会计政策调整将运输费用归入成本，但部分公司因涨价、零售端收入占比提升等因素使毛利率维持较高水平。

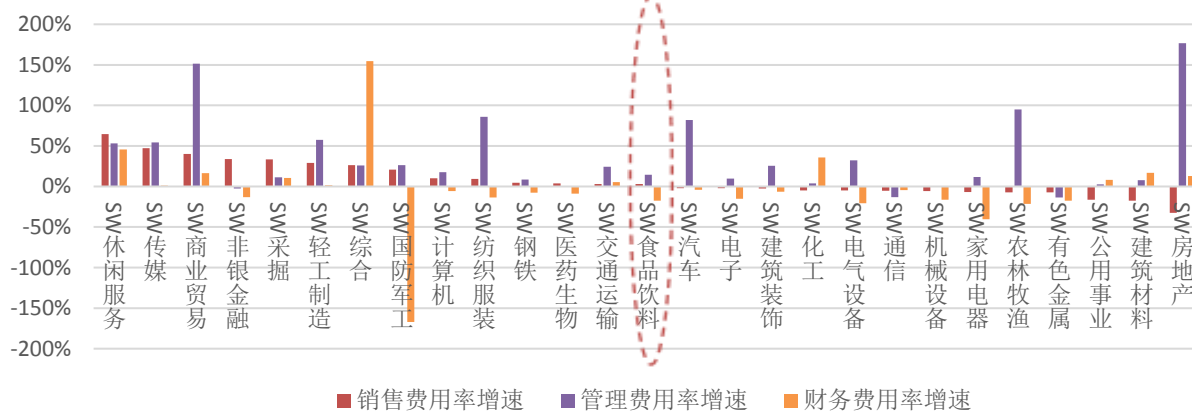
费用率小幅提升。2020年上半年食品饮料板块平均期间费用率25.98%，同比小幅提升1.71个百分点，提升速度显著低于整体A股上市公司水平。具体来看，销售、管理及财务费用率同比分别增长3%、15%及-0.17%，销售费用率一季度较低，主要由于疫情期间促销费用下降，二季度普遍有所回升，财务费用率下降主要得益于现金流质量较高及动销较为稳定。

图 3：申万 28 个一级行业毛利率（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 4：申万 28 个一级行业费用率增长对比（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

子板块中，葡萄酒、软饮料销售费用率同比提升，其他景气度较高的板块均有所下降，考虑到部分公司运费从销售费用归入成本，实际可比口径费用率提升更多。子板块中仅白酒及肉制品管理费用率有所下降，费用进一步精细化管理；财务费用率调味品、软饮料、啤酒及白酒板块同比下降明显。

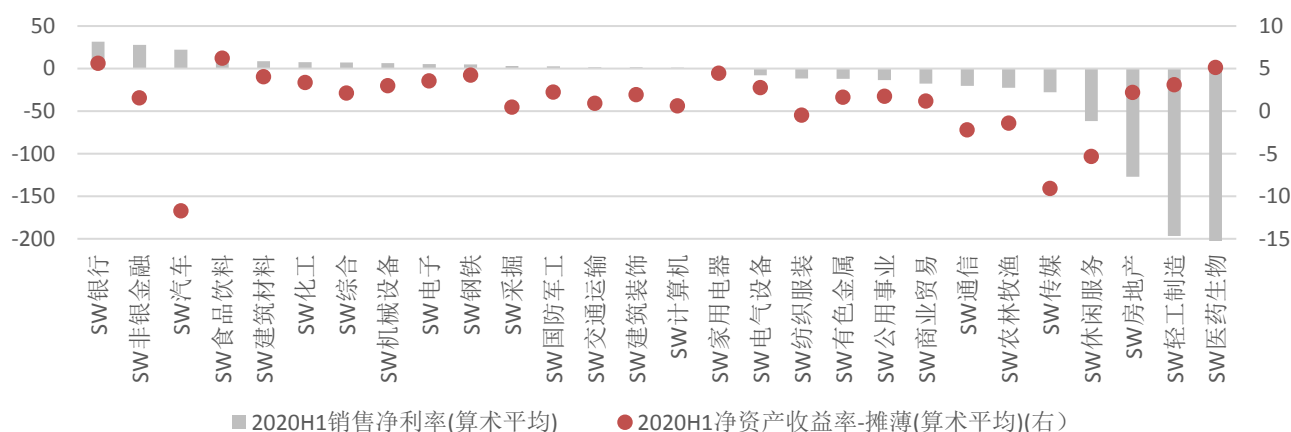
表 2: 食品饮料子板块费用率情况 (%)

板块	2019H1 销售费率	2020H1 销售费率	2019H1 管理费率	2020H1 管理费率	2019H1 财务费率	2020H1 财务费率
SW 白酒	17.39	17.19	9.74	9.05	1.99	-0.03
SW 啤酒	12.70	11.97	8.50	9.13	1.28	0.81
SW 其他酒类	25.58	24.59	12.91	13.60	0.61	0.82
SW 软饮料	14.74	20.82	4.09	7.57	0.30	-2.11
SW 葡萄酒	22.11	40.88	12.11	28.13	0.15	1.56
SW 黄酒	15.14	15.17	12.05	15.29	-0.09	-0.05
SW 肉制品	5.96	5.01	3.93	2.87	-0.14	0.25
SW 调味发酵品	11.71	10.53	9.14	10.30	0.00	-0.96
SW 乳品	19.38	19.96	6.64	6.75	1.87	3.58
SW 食品综合	18.64	17.15	6.41	6.96	-0.04	-0.06

资料来源: WIND, 国开证券研究部

1.3 盈利能力

图 5: 申万 28 个一级行业盈利能力对比 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

表 3: 食品饮料子板块毛利率及 ROE 情况 (%)

板块	2019H1 销售净利率	2020H1 销售净利率	2019H1 ROE (摊薄、算术平均)	2020H1 ROE (摊薄、算术平均)
SW 白酒	17.04	22.48	11.72	9.01
SW 啤酒	5.33	3.25	4.48	6.39
SW 其他酒类	1.69	0.22	-0.80	-0.03
SW 软饮料	13.39	14.63	7.07	4.66
SW 葡萄酒	8.96	-34.75	1.84	-2.49
SW 黄酒	9.10	5.32	1.81	0.80
SW 肉制品	9.80	7.34	6.24	8.02

SW 调味发酵品	15.33	14.94	7.18	7.64
SW 乳品	4.91	0.68	3.90	3.09
SW 食品综合	11.40	16.13	5.45	7.75

资料来源：WIND，国开证券研究部

2020年上半年，食品饮料板块销售净利率达10.39%，较去年同期增长4.25个百分点，在申万28个一级行业中排名第4，增长幅度明显领先市场。净资产收益率（摊薄、算术平均）达6.24%，同比下降4.87个百分点，但在申万一级行业中排名仍保持第1。毛利率有所提升，费用率小幅下降，整体盈利能力维持较高水平。分子板块来看，白酒依旧在净利率及ROE两指标中均排名板块第一，受益于C端销售增长，调味品及食品综合盈利能力提升明显。

2、白酒板块

2.1 上半年业绩回顾

2.1.1 行业基本面

图 6：规模以上白酒企业产量情况

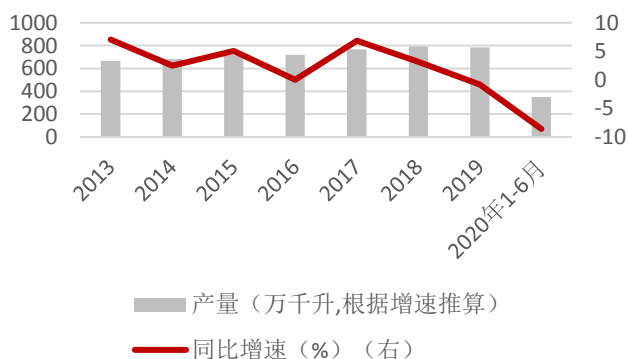
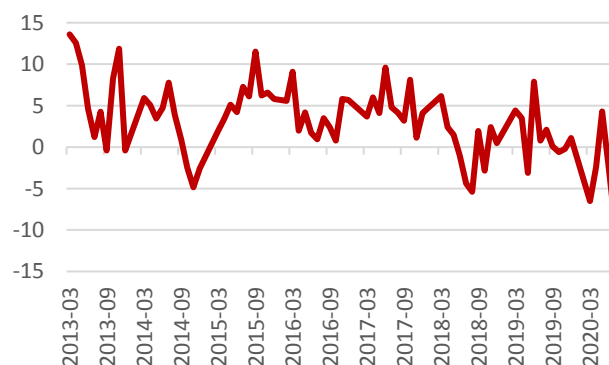


图 7：规模以上白酒企业产量当月同比（%）



资料来源：国家统计局，国开证券研究部

资料来源：国家统计局，国开证券研究部

行业受疫情影响较大，五月出现补偿式消费。2020年1-6月，规模以上白酒产量达350.15万千升，同比下降8.59%，受新冠肺炎影响较大。具体来看，3月白酒产量同比下降6.5%，主要由于社交关闭、居家隔离，在4月防疫取得一定进展后，5月白酒产量同增4.3%，与2019年同期增速相当，验证了社交消费的恢复及消费者在劳动节对传统春节的补偿式消费。2020年6-7月，由于北京、东北等地出现疫情反复，白酒产量又进入下滑区间。可以看到，短期内影响规模以上白酒企业产量的主要因素为消费量，而消费情况则与疫情防控情况高度相关，若疫情较为稳定则立即出

现向好趋势。

图 8: 规模以上白酒企业营收情况

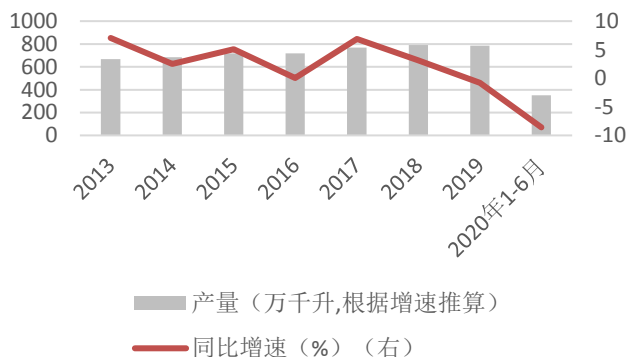


图 9: 规模以上白酒企业利润情况



资料来源: 国家统计局, 国开证券研究部

资料来源: 国家统计局, 国开证券研究部

收入及利润方面, 2020年1-6月规模以上白酒企业收入达2736.68亿元, 同比小幅下滑1.27%, 利润达729.92亿元, 同比增长2.22%, 略高于收入增速。相比产量, 行业增速、利润表现更为坚韧, 我们认为主要由于高端白酒需求旺盛, 销售量保持稳增长, 导致整体白酒行业消费结构上移所致。

2.1.2 上市公司业绩表现

上市公司方面, 我们将白酒18家上市公司按主要产品价格档次及销售规模等特点分类如下:

表 4: 白酒上市公司分类

分类	公司
高端	贵州茅台、五粮液、泸州老窖
次高端	洋河股份、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒
地域性龙头	古井贡酒、今世缘、口子窖
低端	顺鑫农业
三四线白酒	老白干酒、金徽酒、迎驾贡酒、伊力特、金种子酒、甘肃皇台 (ST 皇台)

资料来源: WIND, 国开证券研究部

疫情下马太效应加剧。2020年上半年, 18家白酒上市公司实现营业收入1295.73亿元, 同比增长2.29%, 营业利润664.76亿元, 同比增长7.55%, 归母净利润178.80亿元, 同比增长8.09%。上市公司表现整体优于行业平均水平, 龙头公司的品牌力、渠道力及快速组织复工复产的经营管理能力等优势在疫情下放大, 马太效应持续发酵。

表 5：白酒上市公司营收、归母净利润增速

证券简称	2020H1 营业收入 (亿元)	营收增速(%)			2020H1 归 母净利润 (亿元)	归母净利润增速(%)		
		2020H1	2020Q1	2020Q2		2020H1	2020Q1	2020Q2
贵州茅台	456.34	10.84	12.54	8.79	226.02	13.29	16.69	8.92
五粮液	307.68	13.32	15.05	10.13	108.55	16.28	18.98	10.16
洋河股份	134.29	-16.06	-14.89	-18.57	54.01	-3.24	-0.46	-10.39
顺鑫农业	95.20	13.12	15.93	9.45	5.48	-15.36	-17.64	-10.91
泸州老窖	76.34	-4.72	-14.79	6.20	32.20	17.12	12.72	22.51
山西汾酒	69.00	7.80	1.71	18.44	16.05	33.05	39.36	16.11
古井贡酒	55.20	-7.82	-10.55	-3.51	10.25	-17.89	-18.71	-16.51
今世缘	29.14	-4.67	-9.42	3.76	10.20	-4.92	-9.52	1.91
口子窖	15.70	-35.12	-42.92	-25.07	4.86	-45.65	-55.36	-30.53
老白干酒	14.93	-23.79	-34.19	-9.04	1.17	-39.55	-44.05	-32.65
迎驾贡酒	13.68	-27.32	-33.55	-17.30	3.33	-25.14	-34.07	9.40
舍得酒业	10.26	-15.95	-42.02	18.83	1.64	-11.45	-73.46	62.02
水井坊	8.04	-52.41	-21.63	-90.08	1.03	-69.64	-12.64	-172.59
伊力特	7.94	-15.60	-70.45	51.78	1.46	-27.54	-94.42	163.08
酒鬼酒	7.22	1.87	-9.68	12.89	1.85	18.42	32.24	6.35
金徽酒	7.12	-12.67	-33.37	22.70	1.20	-10.93	-47.00	141.69
金种子酒	4.10	-19.09	-32.94	-0.72	-0.54	-71.05	-391.83	30.93
*ST 皇台	0.39	135.35	19.10	220.82	0.03	118.47	0.85	195.59

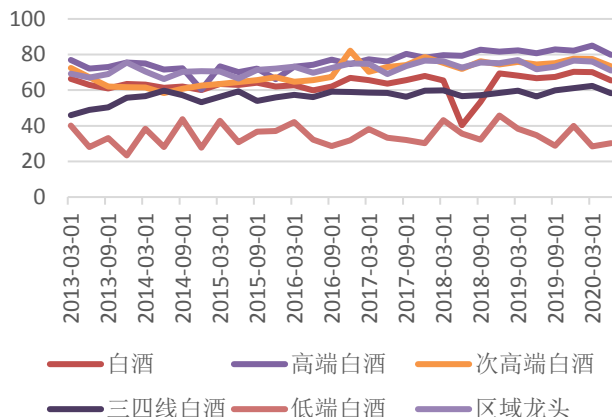
资料来源：WIND，国开证券研究部

2020年上半年，18家公司中6家实现营收同比增长，其中茅台、五粮液及酒鬼酒均受益于高端产品稳增长。同时，18家上市公司中，销售收入体量较大的公司业绩稳定性更强，除洋河股份外，收入排名前八位（上半年收入高于20亿元）的公司营收增速均高于-10%，茅台、五粮液收入增速以10.84%及13.32%排名前两位。分季度看，2020年二季度共有13家公司营收同比增速有所改善，11家公司恢复正增长，主要得益于我国快速控制疫情，五一劳动节消费明显改善，弥补了部分春节旺季消失的影响。但是，与2019年同期相比，2020年二季度白酒板块未恢复正常增长水平。

2020年上半年，18家公司中6家实现归母净利润同比增长，其中汾酒、酒鬼酒增幅居前，一方面是由于疫情期间减少了期间费用，尤其是销售费用的支出，另一方面，两公司产品销售结构实现显著提升。2020年上半年，白酒上市公司中，中低端产品销售占比较大的公司，如口子窖、老白干、迎驾贡，以及没有大本营市场的水井坊净利润下降幅度较大。分季度看，2020年二季度共有12家公司归母净利润同比增长、12家公司归母净利润增速较一季度有所改善，主要得益于五一劳动节消费复苏，

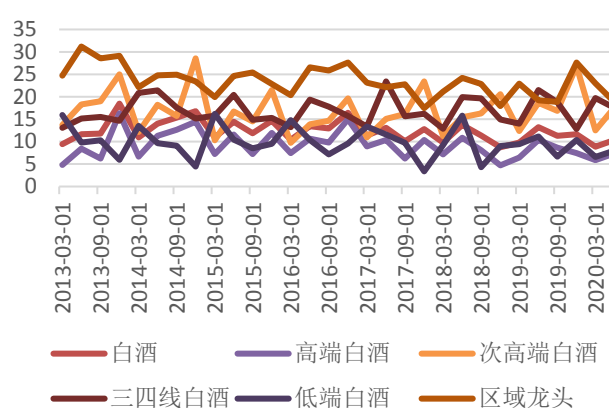
且消费升级趋势仍然持续。

图 10: 不同组别白酒公司单季度毛利率变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

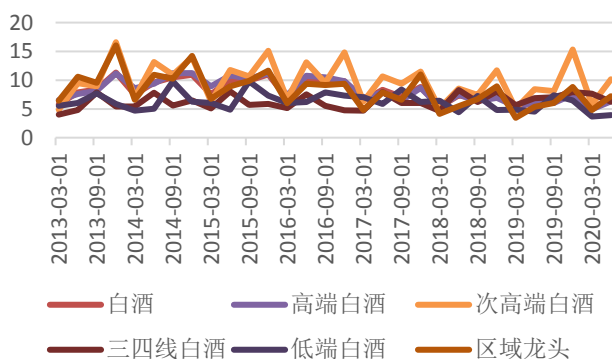
图 11: 不同组别白酒公司单季度销售费用率变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

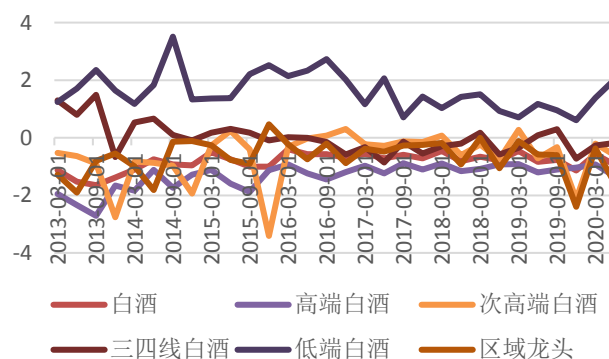
毛利率下行, 运输费归入成本影响短期表现。2020年上半年, 所有组别白酒公司毛利率均同比下行, 其中共同原因为会计政策调整将运输费用归入成本短期影响毛利率表现, 其中一季度毛利率除低端及区域龙头外, 其他组别均提升, 主要由于消费升级持续, 二季度毛利率基本持平, 疫情影响商务宴请、家宴及聚餐, 中低端消费升级有所停滞且厂商给予部分费用支持影响毛利率表现。

图 12: 不同组别白酒公司单季度管理费用率变动 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 13: 不同组别白酒公司单季度财务费用率变动 (%)

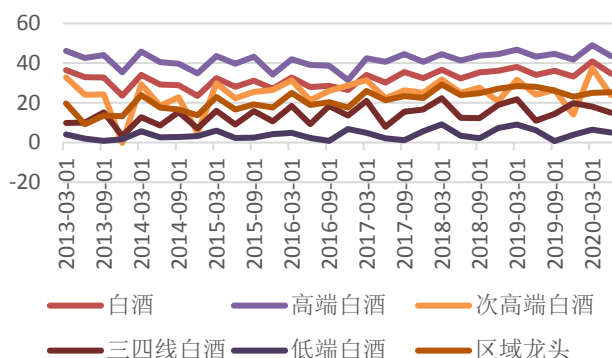


资料来源: WIND, 国开证券研究部

期间费用率整体下降, 部分公司销售投放更积极。2020年上半年, 白酒板块整体期间费用率同比有所下降, 其中销售、管理、财务费用率同比分别变动为-2.85、0.45、-0.10个百分点。销售费用率下降较为明显的原因一是由于运输费归入成本, 二是由于疫情期间的广告费用的投放、终端

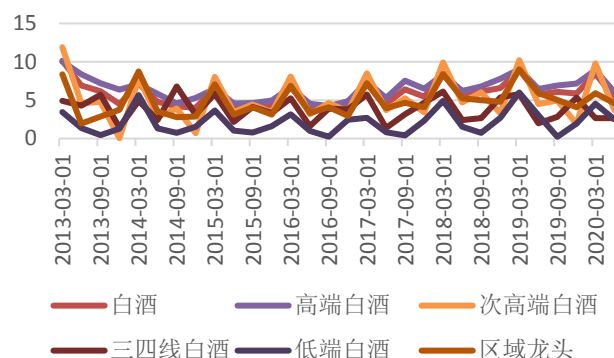
促销等普遍有所下降。但部分公司，如五粮液、口子窖等公司上半年主动加大市场费用投放力度，意在增强经销商推动力、提升市占率。分组别来看，除区域龙头及三四线白酒公司外，其他组别公司平均销售费用率2020年二季度环比提升，印证疫情逐步平稳后，白酒行业景气度以五一劳动节为契机得到改善。

图 14：不同组别白酒公司单季度净利率变动 (%)



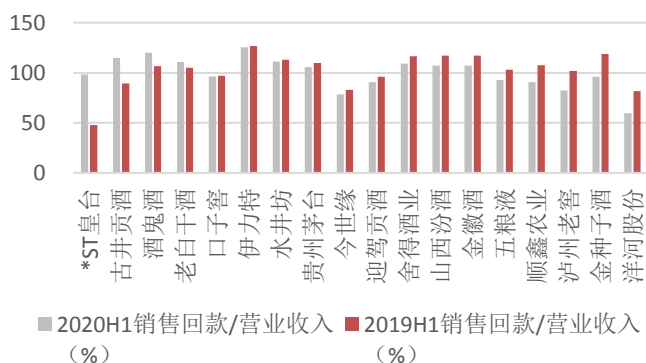
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 15：不同组别白酒公司单季度 ROE 变动 (%)



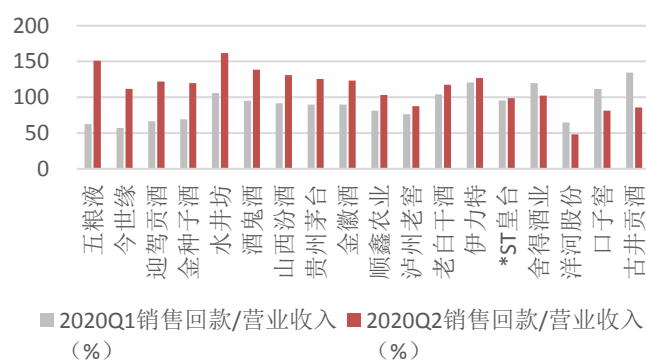
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 16：2020H1、2019H1 白酒上市公司销售回款/营业收入对比



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 17：2020 年前两季度白酒上市公司销售回款/营业收入变动



资料来源：WIND，国开证券研究部

净利率提升，ROE小幅下降、维持高位。2020年一季度、二季度白酒板块整体净利率分别为49.07%、43.54%，分别同比提升2.34、0.34个百分点。板块一季度净利润的高增长主因高端、次高端白酒净利率分别同比提升2.34个百分点、5.69个百分点，两价位段消费主体均倾向于节前消费，春节旺季销售受疫情影响较小，价格同比提升、结构升级导致净利率大幅提升。相较之下，中低端白酒利润率一季度小幅下降，受疫情影

响较大。二季度，多数白酒公司处于去库存阶段，利润率受到影响。2020年上半年，白酒板块ROE（摊薄，整体法）14.35，同比小幅下降0.87个百分点，继续维持高位，排名申万四级行业中第四名。

二季度收入质量改善明显。资金流方面，2020年上半年，由于疫情对行业带来冲击，18家上市公司中，仅老白干、酒鬼、古井及皇台4家公司销售回款/收入同比有所提升，其余公司小幅下降，其中洋河在渠道改革调整期间遭遇疫情，销售回款下降幅度较大。但值得注意的是，2020年二季度行业销售回款/收入明显改善，14家公司环比一季度提升，其中五粮液、今世缘、迎驾贡等公司表现突出，主要由于一季度大部分公司主动为经销商减少或取消打款要求从而缓解其资金压力，而二季度随着动销的改善及库存的消化，经销商逐渐恢复打款。作为业绩“蓄水池”的预收货款表现分化，其中高端白酒普遍同比下降，主要由于厂家上半年对经销商减少配额及打款要求，保证终端动销的良性发展，次高端、地域性龙头白酒公司除水井坊及口子窖外，预收货款均上涨，一方面竞争不断升级下厂商争取经销商资源，另一方面，经销商在疫情下主动聚焦资金至名优白酒，其中改革势头良好的汾酒及高端发力的酒鬼酒预收货款增长较为亮眼。

表 6：白酒上市公司预收款增长变化

证券简称	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
贵州茅台	391.39%	54.86%	-44.09%	23.30%	-22.79%
五粮液	610.32%	24.77%	-19.82%	-1.47%	-16.89%
洋河股份	620.77%	29.26%	40.69%	-13.53%	121.87%
顺鑫农业	14.54%	28.69%	64.94%	43.99%	-28.12%
泸州老窖	-38.96%	22.91%	34.38%	27.23%	-57.74%
山西汾酒	-2.35%	25.64%	120.79%	80.56%	44.81%
古井贡酒	79.26%	-30.57%	9.22%	-35.62%	40.66%
今世缘	-1.90%	80.29%	30.56%	29.42%	14.52%
口子窖	32.48%	97.06%	30.00%	-12.12%	-15.82%
老白干酒	-48.36%	76.10%	-5.69%	-47.90%	87.77%
迎驾贡酒	66.89%	-15.36%	18.20%	-28.62%	51.26%
舍得酒业	-18.18%	5.11%	-9.30%	-4.75%	22.42%
水井坊	15.40%	91.84%	-52.55%	82.21%	-20.15%
伊力特	-9.82%	71.69%	36.93%	-53.65%	-66.62%
酒鬼酒	21.32%	-28.49%	-17.80%	-18.25%	187.51%
金徽酒	——	-7.28%	30.72%	-12.23%	3.96%
金种子酒	-41.79%	-0.80%	-45.44%	22.52%	-18.22%

资料来源：WIND，国开证券研究部

2.2 行业发展趋势

2.2.1 马太效应将持续，龙头标的稀缺地位不断凸显

2020年春节期间新冠肺炎疫情突然爆发，行业因此受到严重影响，但是白酒上市公司营收、净利润增速普遍显著高于行业平均增速，我们认为原因有三：第一，龙头公司的内部运营效率更高，应对迅速，能快速、有效地组织复工复产、终端调研、经销商支持等工作；第二，经销商盈利能力、资金流等情况较好，抗风险能力强，且部分经销商将资源集中至名优白酒销售，龙头公司的渠道资源进一步增强；第三，危机中部分中小厂商退出市场，龙头公司市占率提升，消费逐渐恢复后，龙头公司加速复苏。

实际上，上市公司在应对疫情时业绩也出现较为明显的分化。2020年上半年，营收前8的白酒上市公司营收、净利润分别增长6.33%、11.58%，而其他白酒上市公司的营收、净利润分别下滑23.39%、26.19%，体量较大的公司销售业绩明显更加稳定。

在2015年开始的行业复苏中，一二线白酒率先快速增长，市占率逐步拉开差距，而在此次疫情下，一二线白酒在品牌力、渠道力、市场稳定性等方面的优势被进一步巩固。我们预计随着马太效应的持续，白酒行业的排位或越来越清晰，龙头标的稀缺地位将不断凸显。

2.2.2 高端白酒公司市场地位大概率持续加固

此次疫情中，高端白酒销售表现出刚需性。茅台、五粮液的营收、净利润增速均实现双位数增长，泸州老窖高端酒营收占比突破60%，酒鬼酒则因适时推出内参获得较大增长动能，营收及净利润分别增长1.87%、18.42%，为上半年收入低于56亿元（第7名）的白酒上市公司中唯一实现正增长的公司。2020年一季度，由于高端白酒消费场景主要为送礼及商务宴请，多在节前完成，因此在高景气下高端白酒品牌春节旺季销量大多实现开门红。3月以后，随着复工复产及抗疫展现积极成果，除具有持续自饮消费的低端白酒外，高端白酒动销率先复苏，其中飞天茅台一批价格首先出现波动，此后普五、国窖陆续开始发货。也就是说，不论疫情前后，高端白酒的需求均领先行业，我们认为一方面，随着高净值人群的提升，高端送礼需求已经变为刚需，另一方面，在预期货币政策将持续较为宽松的背景下，高端白酒的金融属性凸显，因此投资需求提升。

值得注意的是，茅台、五粮液、泸州老窖三家公司在此次应对疫情时均快速组织经销商及终端调研，主动调整发货量，其中五粮液根据不同经销商给予相应支持并安排任务，泸州老窖取消2、3月份配额，5月逐步开始发货，最终实现了动销的恢复及一批价格的不断提升，体现了高端龙头企业对终端动销的把控能力不断增强。此外，茅台、五粮液品牌力优秀、卖方市场地位稳固，因此两公司均加码直营投放比例。我们认为，经销商是白酒的传统销售渠道，未来仍将是主要的市场推动力，增加直营一方面能提升盈利空间，另一方面能增强话语权及对经销商的管控能力，从而提升战略及战术的执行效率，叠加正在推行的数字化改革，未来高端龙头公司对终端市场的把握能力将进一步增强。

总体来看，消费者基数的不断增长及公司市场运营、治理水平的不断提升将使为高端白酒未来业绩提供稳定的基础，市场地位或将持续加固。

2.2.3 名优中端白酒业绩或见底，中秋旺季销售有望放量

此次中端白酒公司业绩受疫情影响较大，2020年上半年收入、净利润分别同比下降14.35%及19.68%，一方面由于春节旺季中家宴、聚会场景消失，另一方面疫情仍未完全结束，6月餐饮消费同比仅恢复60-70%，部分中端白酒的经销商及终端普遍库存仍处于去化过程。但值得注意的是，二季度开始，部分中端酒企，如今世缘、伊力特及金徽酒的营收、净利润均重拾增长，业绩大幅下滑后明显改善，主要是在疫情有效控制的背景下，几家公司大本营市场的社交消费在五一节大幅提升。根据调研反馈，二季度末大部分名优酒企的库存降至低位，动销快速恢复中，6-7月开始恢复供货。因此我们判断名优中端白酒公司业绩或在中报见底，若疫情仍能维持目前较为稳定的状态，中秋旺季中端白酒有望迎来补偿性消费，销量有望超预期，业绩或大幅改善。

2.2.4 部分公司改革红利将持续

2013-15年白酒行业经历危机，部分公司走出低谷后开始启动对营销架构、体制机制等方面的改革，包括聚焦大单品的泸州老窖、数字化改革的五粮液、混改的山西汾酒等。这些公司通过改革理顺了产品线，重塑了营销体系，在市场恢复性增长中取得了明显优于其他竞争对手的销售业绩，而此次疫情下，这些公司业绩增速持续保持优异水平，成长势头并未被突发事件打断，改革红利持续释放。

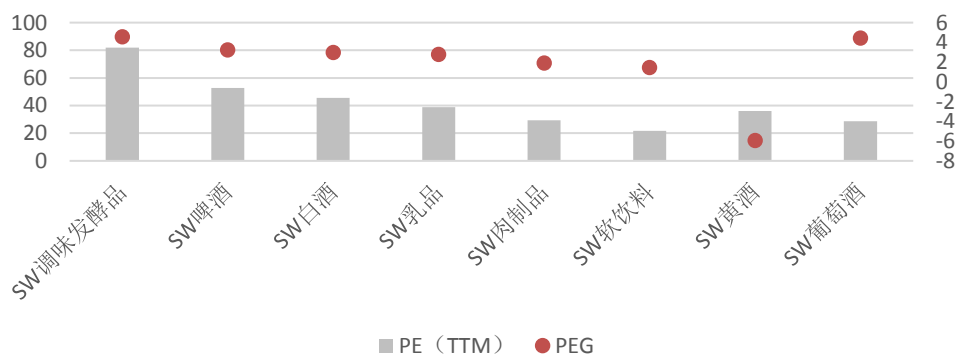
其中山西汾酒不断落实“拔中高，控底部”的新战略，聚焦次高端青花系列，

上半年青花20、30销售增速达30%以上。公司宣布七月青花价格上涨，品牌价值持续提升。此外，2020年2月公司成立竹叶青大健康产业项目筹备组，竹叶青战略地位提高，上半年增速达30%以上。在结构升级的带动下，公司净利润增速达33%。五粮液继续深化数字化改革，与新浪战略合作签约暨臻久网“五粮液数字酒证”（锚定区块链加密电子提货凭证），设立四川五粮液新零售管理有限公司，重点构建以新零售和企业团购为核心的优质新增销售渠道。酒鬼方面，公司稳步推进“全国第四大高端酒”品牌和推进内参全国化的战略，2020年上半年内参营收同比增长75.2%，二季度公司对紫坛、红坛酒鬼酒进行提价，并从渠道扩张、市场推广、客户结构等多个维度进行同步改良和升级，不断提升品牌价值和深化次高端产品线改革。

我们认为，这些公司均处于改革红利的释放期，且后续仍有继续深化的空间，在消费复苏下，将迎来快速增长。

2.3 投资建议

图 18：行业重点子板块估值对比（收盘日期 2020 年 9 月 21 日，单位：倍）



资料来源：WIND，国开证券研究部

随着疫情的稳定及防疫常态化，市场正在如期复苏。分价位来看，高端市场高景气度持续，一批价格不断上涨；低端市场消费较为稳定，上半年因疫情影响市场覆盖及渗透速度有所放缓，预计下半年龙头集中度将加速提升；中低端市场受影响较大，但后期恢复或超预期。销售体量上看，白酒公司业绩的稳定性和确定性与销售规模相关度较高，龙头的市占率不断提升势不可挡，标的稀缺性不断凸显。目前，大部分核心白酒上市公司 PEttm 处于食品饮料板块均值附近（2020 年 9 月 21 日行业

PEttm46倍)，但未来三年的业绩增速大概率将明显高于行业平均水平（预计未来行业净利润增速约为13%），因此性价比仍然具有比较优势，建议关注高端白酒龙头公司茅台、五粮液，改革加速落地的山西汾酒，业绩增速有望改善的口子窖。

表 7：行业部分公司估值对比（收盘日期 2020 年 9 月 21 日，单位：倍）

证券简称	市盈率			2020 年 PEG
	TTM	2020 年预测值	2021 年预测值	
广州酒家	45.42	37.10	27.60	6.64
古井贡酒	59.35	49.12	39.46	6.13
香飘飘	39.90	28.54	22.48	6.05
恒顺醋业	63.01	57.80	49.88	5.04
良品铺子	78.92	62.33	47.05	4.50
海天味业	86.88	80.41	67.97	4.42
青岛啤酒	49.22	48.04	40.24	3.23
今世缘	40.73	35.29	28.74	3.13
贵州茅台	47.74	44.44	37.17	3.10
中炬高新	62.94	58.57	47.01	2.82
山西汾酒	73.44	69.84	55.42	2.52
泸州老窖	40.25	38.44	31.43	2.50
天味食品	95.60	92.52	69.92	2.49
五粮液	46.14	42.76	35.40	2.47
洽洽食品	43.27	39.07	32.84	1.59

注：2020、2021 年市盈率及 PEG 数值为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，国开证券研究部

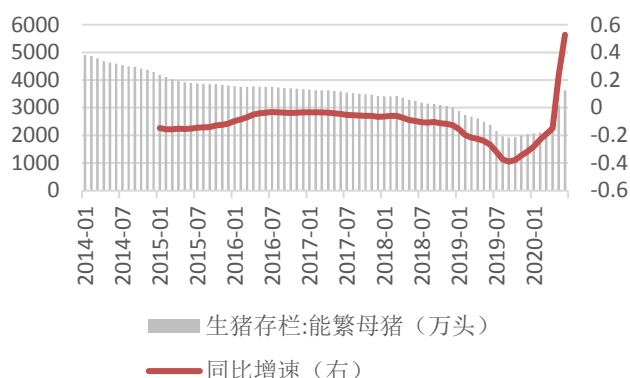
3、肉制品板块

3.1 上半年业绩回顾

3.1.1 行业基本面

猪价仍处于上涨周期，生猪存栏量有所改善。农业农村部数据显示，2020 年 3 月末全国能繁母猪存栏量为 2164 万头，同比下滑 0.19%，幅度收窄；6 月末全国能繁母猪存栏 3629 万头，同比增速首次由负转正，已恢复到 2017 年年末的 81.2%，生猪存栏接近去年同期水平，相当于 2017 年年末的 77%。

图 19: 能繁母猪存栏量变动



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 20: 生猪价格变动



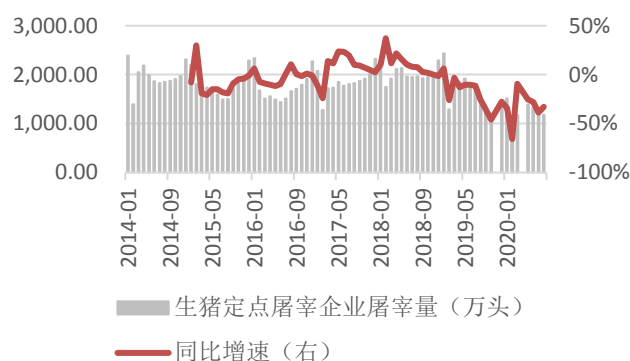
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 21: 猪肉平均价格变动



资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 22: 生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源: WIND, 国开证券研究部

生猪存栏量的逐步提升,加之冻肉销售比例提升、非理性集中出栏,2020年二季度生猪价格及猪肉价格均出现松动,但较2019年同期,生猪及猪肉价格分别上涨148%、118%,猪周期仍处于上升阶段。由于生猪供应量处于低位、价格较高,生猪定点屠宰企业屠宰量继续下滑,上半年共屠宰1327万头,同比下降28%,冻肉销售同比增长明显。

3.1.2 上市公司业绩表现

表 8: 肉制品上市公司营收、归母净利润情况

证券简称	2020H1 营业收入 (亿元)	营收增速%			2020H1 归 母净利润 (亿元)	归母净利润增速%		
		2020H1	2020Q1	2020Q2		2020H1	2020Q1	2020Q2
双汇发展	363.73	42.99	46.94	39.48	30.41	26.74	13.82	41.69
上海梅林	129.67	0.76	-0.86	2.44	3.48	10.48	34.18	18.11
龙大肉食	116.00	90.23	116.31	69.04	3.04	218.24	53.35	106.02
华统股份	40.19	19.11	59.69	-7.49	0.75	1.19	2.08	20.75

得利斯	17.87	60.39	53.16	70.47	0.10	322.46	77.83	955.35
煌上煌	13.65	16.77	8.28	23.11	1.58	12.25	-6.93	15.54
金字火腿	3.14	149.68	103.34	286.76	0.64	63.21	-16.21	44.50

资料来源：WIND，国开证券研究部

板块受疫情影响较小，收入、利润双增长。2020年上半年，7家肉制品上市公司实现营业总收入684.25亿元，同比增长36.34%，实现归母净利润39.99亿元，同比增长30.45%，总体来看，净利润增速低于营收增速。由于猪价上涨且疫情期间具有必需属性的肉制品销量受影响较小，大部分公司营业收入呈现较快增长，但增速均低于猪肉价格涨幅。其中金字火腿、龙大肉食及得利斯涨幅居前，金字火腿、得利斯收入增长主要得益于销售品类及业务板块的拓展。2020年二季度，双汇、龙大肉食营收增速有所放缓，主要由于猪肉价格增长放缓，得利斯及金字火腿营收增速环比提升主要由于新品类销售增速提升，煌上煌营收则因门店逐步恢复营业且门店拓展上持续发力加速成长。归母净利润方面，板块4家公司归母净利润增速低于营收增速，主要由于销售价格增长低于成本增长幅度。其中二季度除上海梅林外，其余肉制品上市公司净利润增速均不同程度提升，主要由于疫情逐渐平稳且猪肉价格增速放缓。

图 23：肉制品上市公司毛利率变化（%）

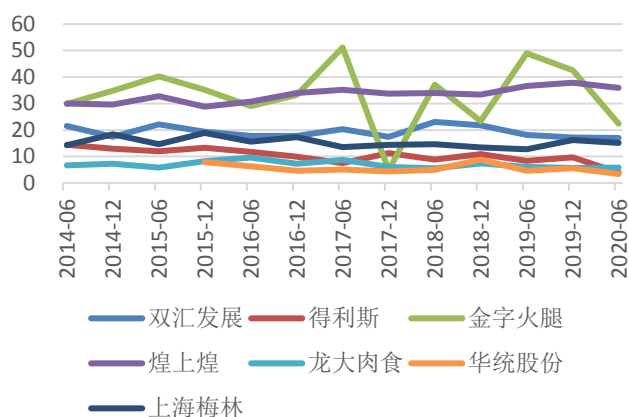
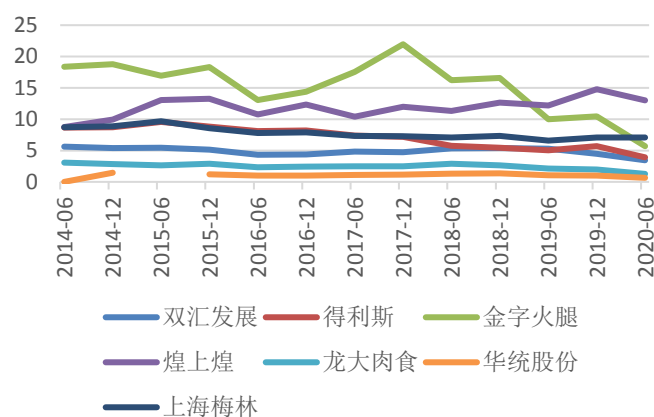


图 24：肉制品上市公司销售费用率变化（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

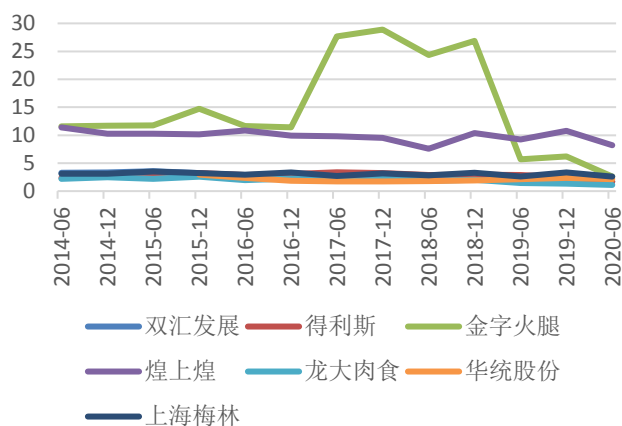
资料来源：WIND，国开证券研究部

毛利率受猪周期影响提升。所有肉制品公司毛利率因原材料成本同比较大幅度提升，猪肉相关业务毛利率均不同程度下降。煌上煌、龙大肉食及双汇发展毛利率下降幅度较小，其中煌上煌肉制品附加值较高，龙大肉食受益于产业一体化，双汇发展则通过大幅增加猪肉进口平抑成本。

费用率下降，主要由于收入上升及渠道结构改善。2020年上半年，7家肉制品上市公司中，除上海梅林外，其余6家公司期间费用率均下降，除营收因猪价快速上涨外，2020年上半年疫情影响，农贸市场关闭，商超消

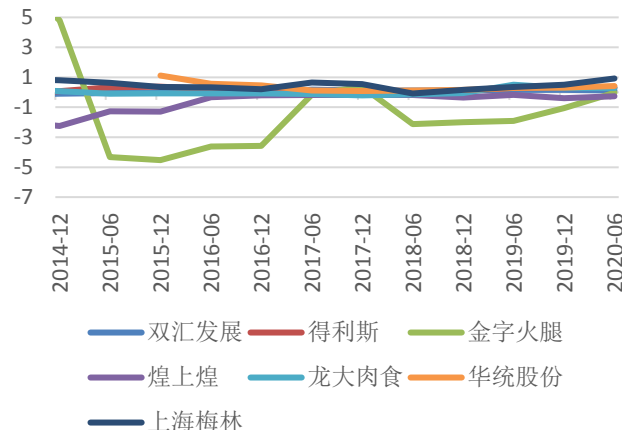
费比例大幅提升，肉制品具有必需消费品属性，因此肉制品上市公司商品降价、买赠等销售费用下降。管理费用率也同比下降，主要由于费用增速低于营收增速。

图 25: 肉制品上市公司管理费用率变化 (%)



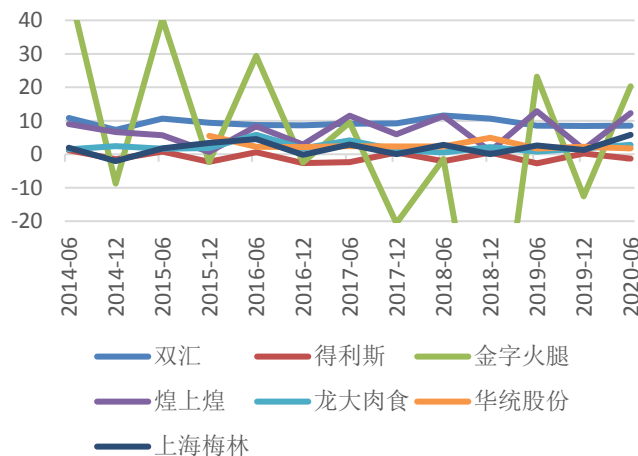
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 26: 肉制品上市公司财务费用率变化 (%)



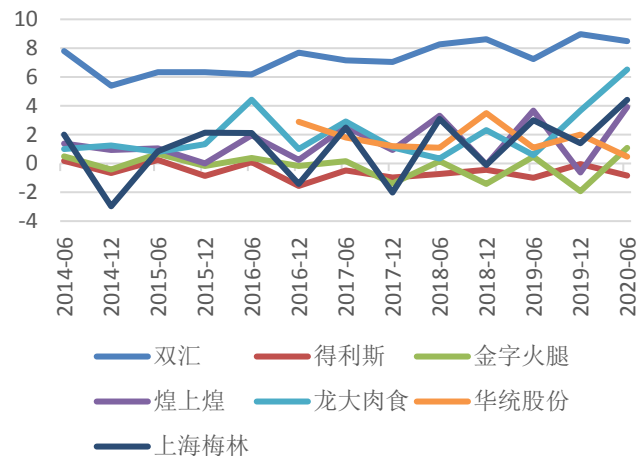
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 27: 肉制品上市公司销售净利率 (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 28: 肉制品上市公司销售扣非 ROE (%)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

盈利能力增减不一，双汇波动最小、确定性最强。销售净利率方面，金字火腿、煌上煌及双汇三家公司同比小幅下降，主要由于猪价上涨、成本提升所致，其他公司净利率上涨，主要由于新品类、新业务的增加及费用率下降所致。但整体来看，肉制品行业的利润率仍然分化明显，其中肉制品占比较高的金字火腿、煌上煌及双汇上半年利润率分别为 20.32%、12.24%、8.5%，其他公司则低于 6%，得利斯二季度出现亏损。资产回报率方面，双汇继续以 8.5% 领先于板块，同比提升 1.2 个百分点，

龙大肉食则得益于冷鲜肉毛利率大幅提升，净利率提升5.9个百分点，增速最快，其他公司除华统股份外，ROE均有所改善。整体来看，凭借屠宰、进口、肉制品的协同效应及规模效应，占据肉制品龙头地位的双汇盈利能力最为稳定。

表 9：肉制品上市公司收入质量

证券简称	销售回款/营业收入 (%)				预收账款 (亿元)	
	2020H1	2019H1	2020Q1	2020Q2	2020H1	2019H1
双汇发展	106.76	108.87	109.35	104.33	14.09	10.67
上海梅林	104.31	101.53	98.95	109.68	7.79	7.47
龙大肉食	121.72	115.77	123.85	119.51	12.49	5.02
华统股份	108.01	131.78	107.35	108.75	0.41	0.56
得利斯	109.22	106.50	94.86	127.20	0.55	0.40
煌上煌	100.74	95.91	113.41	92.43	0.09	0.13
金字火腿	106.64	100.33	99.18	118.25	0.17	0.07

资料来源：WIND，国开证券研究部

收入质量较优，预收款增速普遍不及收入增速。2020年上半年，7家肉制品上市公司的销售回款/营业收入均超100%，且绝大部分公司实现同比提升。预收货款方面，双汇、龙大肉食、金字火腿、得利斯同比提升，但仅龙大肉食预收款增速超过收入增速。

3.2 行业发展趋势

3.2.1 猪周期将现拐点，中下游行业即将迎来利润释放期

猪肉行业具有明显的周期性，主要由于完整的生猪扩繁周期超过3年，对市场供需变化反应具有滞后性，从而使生猪市场价格大幅波动。一般我国生猪周期为2-4年，产业链上、中、下游企业的收入及利润情况均随周期出现较大波动。在猪价上升过程中，屠宰场、肉制品加工厂可通过冻肉及进口肉平抑成本大幅上涨，此外利润被大幅挤压将导致中小企业退出市场，为龙头公司快速提升市占率的窗口期。当母猪及生猪存栏量提升，生猪价格开始下跌时，上游企业将面临收入、净利润同时下降的困境，中下游企业则迎来收入下降但净利润快速上升的繁荣期。

本轮猪周期始于2018年5月，养殖场及养殖户较低的盈利水平叠加非洲猪瘟疫情，造成了小规模养殖户加快抛售退出，导致存栏量显著减少，供需出现较大缺口，推动生猪价格大幅上涨。目前，大型畜牧养殖企业已经开始扩充产能，若非洲猪瘟疫情处于可控状态，预计生猪价格或在

2020年年底或2021年迎来拐点，肉制品公司将迎来利润的释放期。

3.2.2 龙头公司业绩稳定不断增强

此次猪肉价格的上升周期实际上同时伴随着不同的猪周期及非洲猪瘟疫情，因此价格上涨幅度大超市场预期。但是，我们看到以双汇为代表的肉制品龙头公司的收入及盈利能力波动远低于猪肉价格波动。首先，部分公司，如双汇、龙大、华统等，均正在筹备或扩大上游养猪业务，从而实现产业一体化经营、增强公司对上游的议价能力。其次，随着市场占有率的不断提升，龙头公司成本控制能力不断提升，且部分公司，如双汇，并通过释放冷冻肉、提升猪肉进口量等多途径有效调节了原料价格。我们认为，能有效对抗猪周期意味着较强的议价能力、较高的成本控制能力及较高的产品附加值，是企业的重要核心竞争力，随着马太效应的加剧，龙头业绩的稳定性将进一步增强。

3.2.3 销售投入提升，积极拥抱新零售

肉制品业务较为强势的双汇、煌上煌、金字火腿等企业均在提升销售费用的投放，并积极拥抱新零售。

双汇不断加强营销推广，2020年营销费用预计同比增长30%，主要工作有六：一是聚焦重点产品，打造明星产品调结构，二是洞察消费需求，三是开展线上线下联合营销，推动肉制品上规模，四是发挥明星代言效应，驱动产品年轻化，五是开展线上线下联合营销，提升粘性，促进动销上规模，节日要做线上线下联合营销，六是加大公共场所的广告。随着工作的逐步落地，公司广告曝光度大幅提升。

煌上煌持续打造数字中心创新业务、赋能销售，稳步推进CRM系统、POS系统上线运行，通过两微一抖、淘宝、同城乐家、益客联微商城、社区电商等互联网智能平台，快速实现线上线下融合的全渠道销售模式，同时借助后疫情时代“文旅购物节”扩大了公司品牌影响力。

金字火腿在传统电商的基础上，对线上进行全渠道布局，重点开拓网红直播和社交电商，带动线上销售全面增长。2020年上半年，公司网络销售额为7559.46万元，较上年同比增长44.24%。

我们认为，随着科技的进步，厂家与消费者交流的广度与深度将不断提升，肉制品公司的产品创新及营销创新能力在后续的竞争中将扮演重要角色，板块销售费用率或进入上升通道，而借此培育出大单品及客群的公司盈利能力或能快速提升。

3.3 投资建议

综上所述，行业方面，随着国家各级政府相继出台相关政策稳定国内生猪生产以及规模化养殖企业产能扩张，国内生猪产能已开始持续恢复，周期或在年底或明年出现拐点，位于产业链中下游的屠宰、肉制品业务将迎来利润释放期。公司方面，经历了猪价超预期上涨及监管政策的不断加码，行业中小公司及散户不断退出，龙头公司的市场占有率持续提升。其中，在屠宰、肉制品业务均处于龙头地位、国外猪肉进口渠道畅通且积极拓展新品类、新业态的双汇具有明显竞争优势，业绩稳定性及确定性突出，建议关注。

4、重点公司

4.1 贵州茅台

产能逐步释放+强品牌+稀缺性，中长期量价齐升

产量方面，短期来看，2015年以来茅台酒基酒产量增速改善，为2020-25年成品酒产量稳增长打下基础，中长期来看，公司产能项目将于今明两年落地，2025年成品产量大概率将明显提升；价格方面，随着中秋国庆旺季将至，飞天茅台一批价格由2月1900元/瓶的低点已经上涨至2800元/瓶左右，需求良好，卖方市场地位稳固。我们判断，在直营、经销商两渠道调整完毕之前，公司大概率不会上调出厂价格，但直营比例的持续提升将持续带动公司吨价稳步上涨。

改革红利持续释放

中报印证公司渠道改革加速落实，后续对终端、经销商的把控力度会不断增强，公司的政策、战略落实将更加顺畅。此外公司正在积极推进数字化改革，积极搭建数字化平台，预计运营效率将持续增强，改革红利将不断释放。

估值波动幅度有望下降

由于业绩兼具稳定性及成长，资金抱团显现较为明显，且在经济下行压力较大、国内外经济形势较为复杂的背景下，机构持仓比例或继续提升，公司估值波动幅度有望下降。

4.2 五粮液

品牌价值不断提升，需求持续向好

五粮液自2017年开始加速改革，持续贯彻落实“三性一度”原则，即要确保五粮液品质的纯正性、包装的一致性、产品的等级性，增强品牌的辨识度。随着主品牌的强势聚焦，公司品牌价值稳步提升，在行业高景气度的背景下，需求持续改善。目前，大部分地区普五一批价格已达960元/瓶，部分地区上探至970元/瓶，全渠道利润率提升至18-20%。

产品品类逐渐有序增加

在产品线理顺后，公司开始进一步丰富和完善五粮液“1+3”产品体系，501五粮液、经典版五粮液将在年内正式上市；39度五粮液正在进行产品包装升级。同时，公司完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲等三个全国性战略品牌新品升级，新品上市工作全面展开。我们认为公司产品线理顺后的品类有序扩张，将为未来持续增长提供引擎。

改革继续深化

2019年，公司成功搭建数字化平台，2020年，公司继续深化改革，系列酒开始引入数字平台，且在臻久网创建与五粮液实物酒一一锚定的区块链加密电子提货凭证，升级防伪手段、提升收藏价值。此外，公司加速直营体系建设，设立四川五粮液新零售管理有限公司，为五粮液云店之后又一数字化渠道能力建设，重点构建以新零售和企业团购为核心的优质新增销售渠道。围绕新科技，五粮液积极建设新渠道运行机制，终端掌控能力、渠道运行效率将不断提升。

4.3 山西汾酒

改革红利持续释放，后续仍有深化空间

近年来，公司通过混改、营销渠道改革、建立市场化考核激励机制等一系列措施，大幅提升了经营效率及全体员工及经销商的活力和积极性，未来改革红利将持续释放。同时，公司仍有继续改革的空间：1、实现集团整体上市后，汾酒、配制酒、系列酒三大产品线协同发展空间仍大。2、通过加强与华润的战略协同，强化契约化管理及精细化管理，探索大数据与人工智能，运营效率有望进一步提升。

清香型绝对龙头，各核心品牌均有较大发展空间

作为清香型龙头公司，汾酒高端大单品青花系列应对标浓香的普五及酱香的飞天茅台，随着品牌价值的重塑及提升，有望持续量价齐升。玻汾定位高线光瓶，以高品质纯粮固态发酵树立了较高的竞争壁垒，受益于低端市场品牌化及消费升级，正经历快速全国化过程，对标牛栏山当前销量，后续成长可期。随着玻汾的开疆扩土及青花系列的品牌塑造，曾夺金奖的老白汾系列或将开启全国化进程。

营销势能持续提升

公司营销体系效率不断提升，一方面由于营销公司事业部制及混改大幅提升各销售分支的权利及动能，另一方面对经销商全面评估，灵活给予任务。同时，公司省外销售区域持续裂变，2020年开始执行“1357”战略，继续因地制宜的思路，大幅拓展机会市场。预计在体制机制及地域布局策略的共同作用下，公司强势地区渗透率及空白市场覆盖率有望持续提升。

4.4 口子窖

持续加强产业基础设施建设，原酒产能提升稳步落地

由于消费升级使中高档产品销量的不断增加，近年来公司陆续开始建设大曲酒酿造提质增效、优质白酒酿造技改、优质白酒陈化老熟和存储等项目，以提升总体酿酒规模及优质基酒产能储备，目前已拥有发酵池上万余条，实现了优质原酒年产3万余吨，原酒储酒20余万吨的产能规模。

营销开始加码

口子窖近年业绩增速低于省内竞争对手，一方面由于对手抓住消费升级机遇快速扩张，另一方面公司近年来主要专注于厂区基础设施建设，市场营销策略较为保守，在对手强势扩张下丢失了部分终端网点。2019年底开始，公司逐步在产品、渠道、费用等方面发力。产品方面，顺应消费升级趋势推出初夏、仲秋等新品，丰富中端、次高端产品矩阵。渠道方面，自2019年四季度开始省内调整，连续三个月召开全省经销商会议对渠道相应问题进行梳理，对新品实施单独考核进行分产品管理，提高终端网点布局等。费用方面，加大省内费用及资源投放，加大广告的投放力度，全面参与省内市场竞争。公司产品质量优秀，叠加营销端发力，后续增

长可期。

最差时点或已过，业绩或将迎来明显改善

公司不向渠道压货，中报业绩较为充分地反映了疫情影响，最差时点或已过。中秋国庆旺季将至，由于长途旅行受阻，省内消费补偿性增长叠加公司营销端发力，业绩有望迎来明显改善。

4.5 双汇发展

行业龙头地位稳固

双汇为国内最大的肉类供应商，形成了饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、商业外贸等完善的产业链，年产销肉类产品近400万吨。

屠宰业务盈利能力突出，行业集中度提升利好长期发展

双汇为中国第一家引进现代化、规模化、标准化的屠宰冷分割生产线的公司，2019年屠宰量达1320万头，16年复合增长率达9.28%。公司冷鲜肉业务盈利能力显著高于行业其他公司，主要由于：1、因规模屠宰+肉制品深加工高度协同；2、分布较广的屠宰基地+完善的冷链物流；3、收购美国史密斯菲尔德公司而拥有顺畅的生猪进口渠道。行业集中度加速提升及鲜肉品牌化将持续利好公司发展。

肉制品业务积极寻找产品升级突破口，有望重拾增长。2019年公司肉制品市场占有率超35%，为绝对龙头。2016年以来，公司产品研发重心主要聚焦高端化、健康化、时尚化、西式产品本土化，培育出一批吨价较高、贴近消费升级趋势、市场反响较好的新产品。后续新品的聚焦+市场运作精细化+费用投放更加积极等一系列举措或将帮助公司重拾销售增长。

坚定主业，积极求变

公司围绕主业积极求变，正试水布局上游产业链，有望进一步平抑成本、提升抗风险能力，同时将收购杜邦蛋白公司，拥抱植物蛋白领域，有望与现有业务形成良好互补。

表 10：重点公司估值情况

公司简称	收盘价（元）	EPS 一致预期（元/股）		PE（倍）	
		2020E	2021E	2020E	2021E
贵州茅台	1,666.80	36.78	42.78	45.32	38.96
五粮液	224.90	5.20	6.03	43.25	37.30
山西汾酒	198.29	2.90	3.67	68.38	54.03
口子窖	55.06	2.71	3.14	20.28	17.52
双汇发展	51.18	1.96	2.26	26.11	22.65

注：口子窖2020-2021年EPS、PE系Wind一致预期，其它公司EPS、PE系作者预测值。

资料来源：Wind，国开证券研究部

5、风险提示

国内外疫情超预期变化导致消费恢复不及预期；食品安全问题；行业竞争加剧；消费税征收政策变动导致行业税率上升；相关行业政策出现重大调整影响公司业绩；公司因销售增速下降、改革推进不顺利等导致业绩增长低于预期；猪肉价格超预期提升；国内外二级市场系统性风险；国内外宏观经济形势急剧恶化；其他黑天鹅事件。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层