

增持 (维持)

双汇发展 (000895)

肉制品销量稳健增长，屠宰盈利表现较好

2023年04月26日

市场数据

日期	2023-04-25
收盘价(元)	26.11
总股本(百万股)	3,464.66
流通股本(百万股)	3,464.12
净资产(百万元)	23,341.15
总资产(百万元)	42,856.32
每股净资产(元)	6.74

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《双汇发展: 肉制品吨利如期提升, 冻品增厚屠宰利润》2023-03-29

《双汇发展: 冻肉贡献利润弹性, 肉制品吨利有所回落》2022-10-26

《双汇发展: Q2 盈利相对稳健, Q3 业绩弹性较大》2022-08-17

分析师:

金旻

jinhan@xyzq.com.cn

S0190521080003

投资要点

- **事件:** 公司公告 2023 年一季报, 23Q1 实现营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 157.09/14.88/14.01 亿元, 同比+13.90%/+1.90%/+2.31%。
- **肉制品: 销量稳健增长, 吨利环比提升。** Q1 肉制品业务收入 71.13 亿元 (同比+4.7%), 经营利润 16.32 亿元 (同比-6.8%)。拆分来看: Q1 预计外销肉制品 39.7 万吨, 同比增长 3%, 主要系疫情需求稳定复苏。Q1 预计吨价 1.79 万元, 同比增长 1%, 主要系 22Q4 为应对高价成本采取小幅提价及费用收缩等措施。Q1 预计吨经营利润超 4100 元, 环比提升, 但由于 22Q1 成本低位, 吨利基数高致同比下滑。
- **屠宰: 生鲜冻品外销量小幅增长, 盈利同比大幅增长。** Q1 屠宰业务收入 79.03 亿元 (同比+14.8%), 经营利润 3.04 亿元 (同比+126.3%)。拆分来看: 受益于去年生鲜品渠道拓展, Q1 生鲜冻品外销量稳健增长。Q1 经营利润大幅增长, 主要系低猪价下鲜品利润表现较好、冻品储备有部分贡献、去年同期利润低基数。
- **盈利预测与投资建议:** 维持此前盈利预测不变, 预计 2023-2025 年公司实现营收 659.87/716.27/768.74 亿元, 同比+5.19%/+8.55%/+7.33%, 归母净利 59.62/66.54/72.82 亿元, 同比+6.07%/+11.61%/+9.43%, EPS 为 1.72/1.92/2.10 元; 对应 2023 年 4 月 25 日收盘价, PE 为 15.17/13.59/12.42X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原料成本提升、食品安全问题、肉制品销量不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	62731	65987	71627	76874
同比增长	-6.09%	5.19%	8.55%	7.33%
归母净利润(百万元)	5621	5962	6654	7282
同比增长	15.51%	6.07%	11.61%	9.43%
毛利率	16.60%	16.99%	17.25%	17.24%
ROE	25.72%	26.79%	28.60%	30.07%
每股收益(元)	1.62	1.72	1.92	2.10
市盈率	16.09	15.17	13.59	12.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司公告 2023 年一季报，23Q1 实现营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 157.09/14.88/14.01 亿元，同比+13.90%/+1.90%/+2.31%。

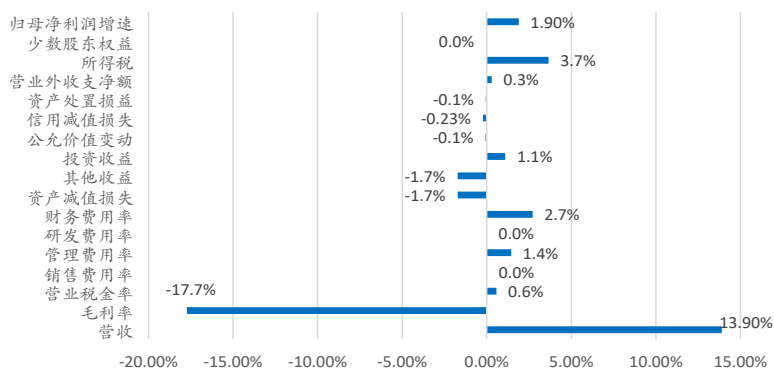
点评

- **肉制品：销量稳健增长，吨利环比提升。**
 - ✓ Q1 肉制品业务收入 71.13 亿元（同比+4.7%），经营利润 16.32 亿元（同比-6.8%）。拆分来看：Q1 预计外销肉制品 39.7 万吨，同比增长 3%，主要系疫情需求稳定复苏。Q1 预计吨价 1.79 万元，同比增长 1%，主要系 22Q4 为应对高价成本采取小幅提价及费用收缩等措施。Q1 预计吨经营利润超 4100 元，环比提升，但由于 22Q1 成本低位、吨利基数高致同比下滑。
 - ✓ 肉制品改革举措持续落地，结构积极调整。产品端，推新品调结构，辣吗？辣、火炫风、双汇筷厨等新品表现出良好的增长潜力；预制菜快速成长，借助主业肉制品网络拓展批发渠道，同时 B 端业务及门店熟食类产品齐发力。渠道端，公司遍布全国 100 多万个销售网点，持续优化云商系统，加强终端标准化建设。营销端，通过明星代言、综艺广告、直播带货等创新营销方式，促进品牌年轻化。随着疫情扰动褪去，渠道网点将有明显恢复，预计今年肉制品销量有望实现稳健增长。
- **屠宰：生鲜冻品外销量小幅增长，盈利同比大幅增长。**
 - ✓ Q1 屠宰业务收入 79.03 亿元（同比+14.8%），经营利润 3.04 亿元（同比+126.3%）。拆分来看：受益于去年生鲜品渠道拓展，Q1 生鲜冻品外销量稳健增长。Q1 经营利润大幅增长，主要系低猪价下鲜品利润表现较好、冻品储备有部分贡献、去年同期利润低基数。
 - ✓ 展望未来：短期看，预计 23 年猪价先低后高，且波动区间窄于 22 年，冻品利润相对有限，鲜品盈利将有增长。长期看，双汇有望受益屠宰行业整合趋势，市占率有翻倍以上空间，而全国领先的生鲜渠道优势将对其屠宰扩张起到良好的支撑作用。

- **盈利预测与投资建议**

维持此前盈利预测不变，预计 2023-2025 年公司实现营收 659.87/716.27/768.74 亿元，同比+5.19%/+8.55%/+7.33%，归母净利 59.62/66.54/72.82 亿元，同比+6.07%/+11.61%/+9.43%，EPS 为 1.72/1.92/2.10 元；对应 2023 年 4 月 25 日收盘价，PE 为 15.17/13.59/12.42X，维持“增持”评级。

图 1、2023Q1 净利润同比增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

原料成本提升、食品安全问题、肉制品销量不及预期。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16076	18279	20769	22522
货币资金	5769	7725	9310	10166
交易性金融资产	1031	1248	1139	1194
应收票据及应收账款	237	248	270	289
预付款项	105	128	132	144
存货	6121	5898	6635	7104
其他	2813	3032	3283	3626
非流动资产	20336	18548	17836	17636
长期股权投资	182	228	238	250
固定资产	15165	15279	15318	15326
在建工程	2726	1363	547	229
无形资产	1224	1273	1333	1409
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	60	36	13	10
其他	980	369	388	412
资产总计	36412	36827	38605	40158
流动负债	13501	13636	14219	14621
短期借款	3147	2855	2800	2705
应付票据及应付账款	3919	4119	4458	4780
其他	6435	6661	6961	7136
非流动负债	729	455	478	508
长期借款	12	11	10	9
其他	716	444	468	499
负债合计	14230	14091	14697	15129
股本	3465	3465	3465	3465
资本公积	8063	8063	8063	8063
未分配利润	8369	8787	9796	10739
少数股东权益	330	478	641	818
股东权益合计	22182	22737	23908	25030
负债及权益合计	36412	36827	38605	40158

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	5621	5962	6654	7282
折旧和摊销	1267	1410	1534	1667
资产减值准备	277	-74	29	18
资产处置损失	-124	-52	-68	-91
公允价值变动损失	-4	7	13	7
财务费用	134	-76	-108	-109
投资损失	-106	-100	-100	-100
少数股东损益	96	149	163	177
营运资金的变动	1034	269	-634	-585
经营活动产生现金流量	7565	7667	7755	8516
投资活动产生现金流量	-3488	182	-581	-1340
融资活动产生现金流量	-6415	-5892	-5589	-6320
现金净变动	-2337	1956	1585	856
现金的期初余额	7574	5769	7725	9310
现金的期末余额	5769	7725	9310	10166

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	62731	65987	71627	76874
营业成本	52319	54777	59270	63620
税金及附加	342	324	352	378
销售费用	1927	2143	2263	2379
管理费用	1134	1188	1253	1307
研发费用	168	162	176	189
财务费用	-61	-76	-108	-109
其他收益	313	309	330	328
投资收益	106	100	100	100
公允价值变动收益	4	-7	-13	-7
信用减值损失	3	-2	-2	-1
资产减值损失	-279	0	-80	0
资产处置收益	124	52	68	91
营业利润	7141	7920	8824	9621
营业外收入	36	28	29	30
营业外支出	17	38	33	31
利润总额	7160	7911	8820	9620
所得税	1443	1800	2003	2162
净利润	5717	6111	6817	7459
少数股东损益	96	149	163	177
归属母公司净利润	5621	5962	6654	7282
EPS(元)	1.62	1.72	1.92	2.10

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-6.09%	5.19%	8.55%	7.33%
营业利润增长率	14.46%	10.91%	11.41%	9.04%
归母净利润增长	15.51%	6.07%	11.61%	9.43%
盈利能力				
毛利率	16.60%	16.99%	17.25%	17.24%
归母净利率	9.11%	9.26%	9.52%	9.70%
ROE	25.72%	26.79%	28.60%	30.07%
偿债能力				
资产负债率	39.08%	38.26%	38.07%	37.67%
流动比率	1.19	1.34	1.46	1.54
速动比率	0.73	0.90	0.98	1.04
营运能力				
资产周转率	1.78	1.80	1.90	1.95
应收帐款周转率	337.85	343.68	347.69	346.21
存货周转率	8.63	8.90	9.20	9.00
每股资料(元)				
每股收益	1.62	1.72	1.92	2.10
每股经营现金	2.18	2.21	2.24	2.46
每股净资产	6.31	6.42	6.72	6.99
估值比率(倍)				
PE	16.09	15.17	13.59	12.42
PB	4.14	4.06	3.89	3.74

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn