

# 业绩如期改善，产品升级构筑长期动力

——双汇发展 22 年报点评

## 核心观点

- 公司发布 22 年报，22 年实现营业总收入 627.3 亿元(-6.1%)，归母净利润 56.2 亿元(+15.5%)；单 Q4 实现营业总收入 180.9 亿元(+14.8%)，15.6 亿元(+10.1%)。
- **肉制品：销量回暖已现，吨利改善明显。**1) 22 年公司肉制品业务实现收入 271.9 亿(-0.6%)，其中销量 156.2 万吨(+0.3%)，或因四季度开始需求有回暖迹象，且春节提前促进销售；售价 1.7 万元/吨(-0.9%)，吨价稳中略降，估计因市场促销投入小幅增加。2) 22 年公司肉制品吨均利润 3957.2 元(+6.1%)，改善主要受益于全年低猪价行情下的成本红利。3) 展望未来，在行业需求回暖及公司产品多元化的主动布局下，肉制品销量有望持续提高，而吨价和吨利有望在公司极具竞争力的品牌能力、产业协同优势支撑下，实现稳健水平。
- **屠宰：进口规模减少，冻品利润释放。**1) 22 年公司屠宰业务实现收入 334.6 亿元(-14.4%)，其中对外交易收入 297.8 亿元(-13.6%)，对外销售生鲜品量 136.4 万吨(-16.5%)，因中美猪价差收窄、进口冻肉减少；对应外销生鲜品吨价 2.2 万元(+3.4%)。2) 22 年公司屠宰分部营业利润 7.9 亿(去年同期 0.9 亿)，主因公司经营策略成熟，借力全年由低走高的猪价行情实现国产冻肉低储高售，同时有效把握进口肉在国内的售卖时机，从而完成冻品利润有效释放，增厚整体屠宰业绩。
- **预制菜：协同基础强，赋能主业增长。**1) 公司积极进军预制菜业务，且基于产能配置、渠道网络、品牌实力等多方面核心优势，目前新业务销售进展顺利。2) 伴随经营效率化、用餐便捷化的产业趋势发展，及产品打磨、渠道精耕的企业策略推进，公司预制菜业务有望在中长期维度，对屠宰 toB 和肉制品 toC 端均贡献一定增量，进而从产品结构、品类升级的角度，持续赋能公司主业增长。

## 盈利预测与投资建议

- 由于产品结构升级对销售量价有所增益，且公司降本增效、控费得力，我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 1.75、1.88、2.01 元(调整前 23-24 年每股收益为 1.69、1.79 元)，采用可比估值法，我们认为目前公司的合理估值水平为 23 年的 18 倍市盈率，对应目标价为 31.5 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 肉制品销量低于预期；原料价格波动；屠宰复苏不及预期风险

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,682	62,576	67,570	71,916	76,005
同比增长(%)	-9.7%	-6.2%	8.0%	6.4%	5.7%
营业利润(百万元)	6,239	7,141	7,731	8,328	8,886
同比增长(%)	-22.1%	14.5%	8.3%	7.7%	6.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,866	5,621	6,053	6,519	6,954
同比增长(%)	-22.2%	15.5%	7.7%	7.7%	6.7%
每股收益(元)	1.40	1.62	1.75	1.88	2.01
毛利率(%)	15.4%	16.4%	16.5%	16.3%	16.7%
净利率(%)	7.3%	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%
净资产收益率(%)	20.9%	25.2%	24.4%	20.9%	18.4%
市盈率	18.3	15.8	14.7	13.7	12.8
市净率	3.9	4.1	3.2	2.6	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入 (维持)

股价(2023年04月14日)	25.7 元
目标价格	31.5 元
52 周最高价/最低价	31.42/22.65 元
总股本/流通 A 股(万股)	346,466/346,412
A 股市值(百万元)	89,042
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 04 月 16 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.46	0.75	-0.43	-7.77
相对表现	-0.7	-1.94	-0.86	-5.39
沪深 300	-0.76	2.69	0.43	-2.38



## 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

## 联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩如期高增，改善有望延续：——双汇发展 2022-10-31 三季报点评  
猪价激增影响利润，全年业绩弹性可期：——双汇发展 22 年中报点评  
Q1 肉制品高吨利验证成本红利，Q2-Q3 业绩将加速高增，持续推荐布局：——双汇发展 22 年一季报点评

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

由于产品结构升级对销售量价有所增益，且公司降本增效、控费得力，我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 1.75、1.88、2.01 元（调整前 23-24 年每股收益为 1.69、1.79 元），采用可比估值法，我们认为目前公司的合理估值水平为 23 年的 18 倍市盈率，对应目标价为 31.5 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值(2023/4/14)

公司	代码	每股收益（元）				市盈率			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华统股份	002840	-0.31	0.34	2.16	2.60	-59.11	54.65	8.60	7.15
煌上煌	002695	0.28	0.06	0.34	0.49	42.35	198.50	35.44	24.39
上海梅林	600073	0.32	0.54	0.52	0.55	26.23	15.80	16.27	15.37
涪陵榨菜	002507	0.84	1.01	1.12	1.28	29.39	24.26	22.00	19.25
三全食品	002216	0.73	0.88	0.99	1.10	21.73	17.99	16.00	14.35
	<b>调整平均</b>					25.79	32.30	18.09	16.32

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 风险提示

肉制品销量低于预期；原料价格波动；屠宰复苏不及预期风险

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,839	5,769	12,328	18,795	26,105	营业收入	66,682	62,576	67,570	71,916	76,005
应收票据、账款及款项融资	233	237	256	272	287	营业成本	56,445	52,319	56,397	60,170	63,278
预付账款	169	105	113	121	128	营业税金及附加	307	342	370	393	416
存货	5,669	6,121	6,598	7,040	7,403	营业费用	1,874	1,927	1,854	1,764	2,132
其他	3,609	3,844	3,762	3,778	3,794	管理费用及研发费用	1,225	1,303	1,344	1,332	1,445
<b>流动资产合计</b>	<b>17,520</b>	<b>16,076</b>	<b>23,057</b>	<b>30,006</b>	<b>37,717</b>	财务费用	(11)	(61)	114	49	(20)
长期股权投资	339	182	182	300	350	资产、信用减值损失	1,305	277	194	214	204
固定资产	10,835	15,165	14,755	14,207	13,665	公允价值变动收益	(25)	4	4	4	4
在建工程	3,074	2,711	3,565	4,233	4,576	投资净收益	222	106	106	106	106
无形资产	1,067	1,224	1,188	1,152	1,116	其他	506	563	324	224	224
其他	1,143	1,055	745	723	707	<b>营业利润</b>	<b>6,239</b>	<b>7,141</b>	<b>7,731</b>	<b>8,328</b>	<b>8,886</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,457</b>	<b>20,336</b>	<b>20,435</b>	<b>20,615</b>	<b>20,413</b>	营业外收入	22	36	36	36	36
<b>资产总计</b>	<b>33,977</b>	<b>36,412</b>	<b>43,492</b>	<b>50,621</b>	<b>58,130</b>	营业外支出	44	17	17	17	17
短期借款	2,338	3,147	3,147	3,147	3,147	<b>利润总额</b>	<b>6,216</b>	<b>7,160</b>	<b>7,750</b>	<b>8,347</b>	<b>8,905</b>
应付票据及应付账款	2,144	3,919	4,224	4,507	4,739	所得税	1,332	1,443	1,594	1,716	1,831
其他	5,493	6,435	7,248	7,464	7,667	<b>净利润</b>	<b>4,884</b>	<b>5,717</b>	<b>6,156</b>	<b>6,631</b>	<b>7,074</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9,974</b>	<b>13,501</b>	<b>14,619</b>	<b>15,118</b>	<b>15,553</b>	少数股东损益	18	96	104	112	119
长期借款	13	12	12	12	12	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,866</b>	<b>5,621</b>	<b>6,053</b>	<b>6,519</b>	<b>6,954</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.40	1.62	1.75	1.88	2.01
其他	840	716	567	567	567						
<b>非流动负债合计</b>	<b>853</b>	<b>729</b>	<b>579</b>	<b>579</b>	<b>579</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,828</b>	<b>14,230</b>	<b>15,198</b>	<b>15,697</b>	<b>16,132</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	341	330	433	545	664	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	营业收入	-9.7%	-6.2%	8.0%	6.4%	5.7%
资本公积	8,072	8,063	8,063	8,063	8,063	营业利润	-22.1%	14.5%	8.3%	7.7%	6.7%
留存收益	11,161	10,201	16,253	22,772	29,727	归属于母公司净利润	-22.2%	15.5%	7.7%	7.7%	6.7%
其他	111	125	80	80	80	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>23,150</b>	<b>22,182</b>	<b>28,294</b>	<b>34,925</b>	<b>41,998</b>	毛利率	15.4%	16.4%	16.5%	16.3%	16.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33,977</b>	<b>36,412</b>	<b>43,492</b>	<b>50,621</b>	<b>58,130</b>	净利率	7.3%	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%
						ROE	20.9%	25.2%	24.4%	20.9%	18.4%
						ROIC	18.8%	22.2%	21.9%	19.1%	16.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	31.9%	39.1%	34.9%	31.0%	27.8%
净利润	4,884	5,717	6,156	6,631	7,074	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	729	965	977	1,016	1,048	流动比率	1.76	1.19	1.58	1.98	2.43
财务费用	(11)	(61)	114	49	(20)	速动比率	1.17	0.74	1.13	1.52	1.95
投资损失	(222)	(106)	(106)	(106)	(106)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(66)	1,464	696	17	35	应收账款周转率	317.1	340.3	352.5	350.1	348.9
其它	720	(414)	265	210	200	存货周转率	9.1	8.7	8.9	8.8	8.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,034</b>	<b>7,565</b>	<b>8,102</b>	<b>7,817</b>	<b>8,229</b>	总资产周转率	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
资本支出	(3,892)	(5,023)	(1,558)	(1,292)	(1,000)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(178)	258	0	(118)	(50)	每股收益	1.40	1.62	1.75	1.88	2.01
其他	3,477	1,276	129	110	110	每股经营现金流	1.74	2.18	2.34	2.26	2.38
<b>投资活动现金流</b>	<b>(592)</b>	<b>(3,488)</b>	<b>(1,429)</b>	<b>(1,300)</b>	<b>(940)</b>	每股净资产	6.58	6.31	8.04	9.92	11.93
债权融资	(46)	52	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	(10)	0	0	0	市盈率	18.3	15.8	14.7	13.7	12.8
其他	(5,956)	(6,458)	(114)	(49)	20	市净率	3.9	4.1	3.2	2.6	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,002)</b>	<b>(6,415)</b>	<b>(114)</b>	<b>(49)</b>	<b>20</b>	EV/EBITDA	12.3	10.6	9.7	9.1	8.6
汇率变动影响	4	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.7	12.1	10.9	10.2	9.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(556)</b>	<b>(2,337)</b>	<b>6,559</b>	<b>6,468</b>	<b>7,310</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。