

需求稳步恢复，屠宰利润提升

——双汇发展 23 年一季报点评

核心观点

- **事件：**公司发布 23 年一季报，23Q1 实现收入 157.1 亿（+13.9%），归母净利润 14.9 亿（+1.9%），整体符合预期。
- **肉制品：销量稳步增长，利润较为稳定。**1) 23Q1 公司肉制品业务实现收入 71.1 亿（+4.7%），其中销量增长约 3.1%，单价增长约 1.5%。销售收入恢复因①随场景复苏，旅游、餐饮、学校等渠道消费增加；②近几年公司在新品推广、渠道建设、营销创新及团队激励方面措施到位，效果逐步释放。2) 23Q1 肉制品营业利润 16.3 亿（-6.8%），吨均利润 4129 元。虽原辅包成本上涨，但公司通过调价格、控费用等措施，进行部分对冲，保持利润水平相对稳定。3) 未来公司将聚焦重点大单品，并大力推广速冻、新式休闲等新赛道产品；推进新老网点扩张及薄弱渠道开发；深化云商系统及终端标准化运作，提升市场管理的效率和质量；有望持续提升核心能力，保持肉制品增长态势。
- **生鲜品：利润提升明显，冻鲜品应有贡献。**1) 23Q1 公司屠宰业务实现收入 79.0 亿（+14.8%），其中对外收入 69.5 亿（+15.5%）；鲜冻产品销量稳步增长，或因受益于生鲜品渠道拓展。2) 23Q1 公司屠宰业务营业利润 3.0 亿（+126.3%），其中鲜品和冻品贡献基本各占一半，公司产业资源和经营策略优势持续彰显。3) 未来公司应持续提升网点管控水平和信息化进程，同时基于自身国际肉类产业优势，审慎研判行情、积极把控成本，有望形成屠宰分部利润的中长期稳步增长。
- **展望：预制菜促进增长，养殖业深化协同。**1) 公司积极进军预制菜业务，且基于产能配置、渠道网络、品牌实力等多方面协同优势，有望在中长期维度积极发展，对屠宰 toB 和肉制品 toC 端销售贡献较明显增量。2) 公司养猪业和禽产业规模有所提升（23Q1 其他分部收入增幅较大），但受养殖行情波动及新项目产能爬坡影响，当前暂未实现季度盈利；随项目全部投产（在建新项目全部投产后应将拥有 100 万头养猪产能及 3 亿只禽养殖产能）及行情趋稳，公司有望强化协同效应，完善肉类产业化、经营多元化的集团优势。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 1.75、1.88、2.01 元，根据可比公司估值，给予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	18.0	15.6	14.5	13.4	12.6
市净率	3.8	4.0	3.1	2.5	2.1

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05月12日）	25.29 元
目标价格	31.50 元
52 周最高价/最低价	28.9/21.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	346,466/346,412
A 股市值（百万元）	87,621
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.61	2.45	4.11	-10.75
相对表现	3.58	6.34	8.21	-10.22
沪深 300	-1.97	-3.89	-4.1	-0.53



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

业绩如期改善，产品升级构筑长期动力：2023-04-16
——双汇发展 22 年报点评

业绩如期高增，改善有望延续：——双汇 2022-10-31
发展三季报点评

猪价激增影响利润，全年业绩弹性可期：2022-08-17
——双汇发展 22 年中报点评

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
流动资产合计	17,520	16,076	23,057	30,006	37,717	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	营业利润	6,239	7,141	7,731	8,328	8,886
非流动资产合计	16,457	20,336	20,435	20,615	20,413	营业外收入	22	36	36	36	36
资产总计	33,977	36,412	43,492	50,621	58,130	营业外支出	44	17	17	17	17
短期借款	2,338	3,147	3,147	3,147	3,147	利润总额	6,216	7,160	7,750	8,347	8,905
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	净利润	4,884	5,717	6,156	6,631	7,074
流动负债合计	9,974	13,501	14,619	15,118	15,553	少数股东损益	18	96	104	112	119
长期借款	13	12	12	12	12	归属于母公司净利润	4,866	5,621	6,053	6,519	6,954
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						
非流动负债合计	853	729	579	579	579	主要财务比率					
负债合计	10,828	14,230	15,198	15,697	16,132		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	341	330	433	545	664	成长能力					
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	获利能力					
股东权益合计	23,150	22,182	28,294	34,925	41,998	毛利率	15.4%	16.4%	16.5%	16.3%	16.7%
负债和股东权益总计	33,977	36,412	43,492	50,621	58,130	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						偿债能力					
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)	营运能力					
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
经营活动现金流	6,034	7,565	8,102	7,817	8,229	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)	每股指标(元)					
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
投资活动现金流	(592)	(3,488)	(1,429)	(1,300)	(940)	每股净资产	6.58	6.31	8.04	9.92	11.93
债权融资	(46)	52	0	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	(10)	0	0	0	市盈率	18.0	15.6	14.5	13.4	12.6
其他	(5,956)	(6,458)	(114)	(49)	20	市净率	3.8	4.0	3.1	2.5	2.1
筹资活动现金流	(6,002)	(6,415)	(114)	(49)	20	EV/EBITDA	12.1	10.4	9.5	8.9	8.5
汇率变动影响	4	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.5	11.9	10.7	10.0	9.5
现金净增加额	(556)	(2,337)	6,559	6,468	7,310						

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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

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。