

双汇发展(000895) 2023年一季报点评

肉制品量价齐升，经营稳健向好

事项:

❖ 双汇发展发布 2023 年一季报。23Q1 公司实现营业总收入 156.7 亿元，同增 13.8%，归母净利润 14.9 亿元，同增 1.9%。经营活动净现金流为 -555.5 万元，去年同期为 -2.3 亿元。

评论:

❖ 肉制品业务: 销量延续稳增，提价应对成本压力，支撑吨利维持高位。23 Q1 肉制品实现营收 71.1 亿元，同增 4.7%，其中销量/单价同比 3.0%/1.7%。结合部分渠道反馈，去年疫情导致基数较低，而 23Q1 礼赠、餐饮、学校等销售均有较明显好转，叠加 22Q4 对销量占比约 30% 的产品进行提价，预期整体吨价提升 1-2%，有望综合带动肉制品业务量价均实现稳健增长。利润端，由于去年同期猪价较低，今年肉制品业务成本端同比上涨约 2+ 亿元，但公司通过提价、并优化费用与工艺消化成本，Q1 肉制品吨利略高于 4100 元/吨，仍维持高位。高基数下肉制品经营利润小幅下降 6.8% 至 16.3 亿元，业务经营利润率同减 2.8pcts 至 22.9%。

❖ 屠宰业务: 冻肉贡献增加，盈利表现较好。23Q1 屠宰业务实现营收 79.0 亿元，同增 14.8%，其中销量同增约 11.5%，单价也因 23Q1 猪肉价格同比上行而同步上涨。利润端，屠宰业务实现经营利润 3.0 亿元，同增 126.3%，经营利润率同增 1.9pcts 至 3.8%，预计其中头均利润接近 100 元（鲜销、冻品约 1:1，冻品部分国产肉、进口肉贡献 1:1）。我们预计与 22Q1 相比，屠宰量小幅回落，利润上鲜销基本持平，而冻肉出库贡献有所增加。

❖ 年内看，肉制品利润引擎重启，有望带动经营稳中向好。肉制品方面，Q1 销量稳步增长，核心大单品王中王亦取得较好表现，23 年疫情缓和场景复苏之下，公司加强渠道建设、扩大销售网络，同时持续推广辣吗辣、火旋风等新品，肉制品销量有望延续稳增。而盈利端，预计 23 年猪价同比中枢略低、波幅更小，年内提价效应释放有望带动盈利稳中有升，且 H1 成本压力稍大，H2 加速可期。屠宰方面，预计猪价波动更小、中美价差收窄或致 23 年冻品出货利润贡献降低，但 23 年猪价中枢下行利好屠宰量扩大，规模效应显现有望带动鲜销利润贡献增加。综上，预计屠宰经营利润基本平稳，肉制品有望带动整体利润稳健增长。

❖ 投资建议: 经营稳健向好，高股息率突出，维持“强推”评级。考虑 23 年疫情影响减退，肉制品量增有望延续，叠加成本压力下再度提价兑现定价权，带动盈利稳中向好。同时，公司持续推进肉制品系列改革进程，并规范冻肉进口业务以降低经营波动，经营稳健性有望提升。我们维持 23-25 年 EPS 预测为 1.77/1.90/2.02 元，对应 PE 估值为 15/14/13 倍。当前安全边际较足，股息率达 6.1%，具备较好收益安全垫，维持目标价 36 元，对应 23 年 PE 约 20 倍，维持“强推”评级。

❖ 风险提示: 需求不及预期，新品推广不及预期，猪价波动及贸易策略失误等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	62,576	67,683	72,641	76,352
同比增速(%)	-6.2%	8.2%	7.3%	5.1%
归母净利润(百万)	5,621	6,137	6,597	7,008
同比增速(%)	15.5%	9.2%	7.5%	6.2%
每股盈利(元)	1.62	1.77	1.90	2.02
市盈率(倍)	16	15	14	13
市净率(倍)	4.1	4.1	4.0	3.9

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

强推(维持)

目标价: 36 元

当前价: 26.11 元

华创证券研究所

证券分析师: 欧阳予

邮箱: ouyangyu@hcyjs.com

执业编号: S0360520070001

证券分析师: 范子盼

邮箱: fanzipan@hcyjs.com

执业编号: S0360520090001

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

联系人: 严晓思

邮箱: yanxiaosi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	346,466.12
已上市流通股(万股)	346,412.37
总市值(亿元)	904.62
流通市值(亿元)	904.48
资产负债率(%)	44.73
每股净资产(元)	6.74
12 个月内最高/最低价	32.04/22.78

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《双汇发展(000895) 2022 年报点评: 肉制品重回量增, 高股息率延续》

2023-03-29

《双汇发展(000895) 2022 年三季报点评: 经营环比改善, 高股息率突出》

2022-10-26

《双汇发展(000895) 2022 年中报点评: 疫情扰动节奏, 绝对收益可期》

2022-08-17

图表 1 双汇发展分季度财务数据

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	18,318	16,592	16,135	15,753	13,791	14,172	16,677	18,091	15,709
营业总成本	16,639	15,442	15,172	13,917	12,004	12,655	15,059	16,420	13,895
其中：营业成本	15,607	14,205	13,240	13,394	11,153	11,743	14,037	15,386	12,963
营业税金及附加	86	65	79	77	89	76	89	89	93
销售费用	434	437	526	477	428	497	534	469	487
管理费用(含研发)	329	339	408	149	299	325	335	344	320
管理费用	305	316	346	114	261	285	290	299	276
研发费用	24	22	61	35	39	40	45	45	44
财务费用	6	-4	7	-20	-28	8	6	-46	-71
资产减值损失	-216	-438	-962	317	-61	2	-48	-172	-95
其他收益	122	62	168	54	86	18	55	153	73
营业利润	1,873	1,268	1,172	1,926	1,904	1,564	1,681	1,992	1,936
加：营业外收入	8	4	2	7	3	19	8	5	9
减：营业外支出	4	7	24	9	2	6	4	6	3
利润总额	1,877	1,265	1,150	1,923	1,905	1,578	1,686	1,991	1,941
减：所得税	425	164	237	506	429	286	328	399	436
净利润	1,452	1,101	914	1,417	1,475	1,292	1,358	1,592	1,505
减少数股东损益	11	5	-2	4	15	22	23	37	17
归母净利润	1,441	1,096	916	1,413	1,460	1,270	1,335	1,555	1,488
EPS	0.42	0.32	0.26	0.41	0.42	0.37	0.39	0.45	0.43
主要比率									
毛利率	14.6%	14.2%	20.2%	12.4%	19.0%	17.0%	15.6%	14.7%	17.3%
营业税金率	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
销售费用率	2.4%	2.6%	5.3%	0.9%	3.1%	3.5%	3.2%	2.6%	3.1%
管理费用率	1.7%	1.9%	2.1%	0.7%	1.9%	2.0%	1.7%	1.7%	1.8%
管理费用率(含研发)	1.8%	2.0%	2.5%	0.9%	2.2%	2.3%	2.0%	1.9%	2.0%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.5%
营业利润率	10.2%	7.6%	7.3%	12.2%	13.8%	11.0%	10.1%	11.0%	12.3%
实际税率	22.7%	13.0%	20.6%	26.3%	22.5%	18.1%	19.4%	20.1%	22.4%
归母净利率	7.9%	6.6%	5.7%	9.0%	10.59%	8.96%	8.01%	8.60%	9.5%
YoY									
收入增长率	4.1%	-11.7%	-16.8%	-13.3%	-24.7%	-14.6%	3.4%	14.8%	13.9%
营业利润增长率	-1.1%	-36.4%	-51.4%	12.9%	1.7%	23.3%	43.5%	3.4%	1.7%
归母净利润增长率	-1.6%	-30.5%	-51.7%	7.3%	1.3%	15.9%	45.8%	10.1%	1.9%

资料来源：Wind，华创证券

图表 2 肉制品业务核心数据

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
肉制品收入 (百万元)	7,150	6,507	7,274	6,420	6,797	6,457	7,120	6,815	7,113
YoY	7.6%	-11.6%	-5.9%	0.8%	-4.9%	-0.8%	-2.1%	6.1%	4.7%
肉制品销量 (万吨)	39.2	38.2	41.4	37.0	38.5	37.5	40.8	39.3	39.7
YoY	10.5%	-9.1%	-6.0%	1.8%	-1.6%	-1.6%	-1.3%	6.1%	3.0%
肉制品经营利润 (百万元)	1,436	1,199	1,660	1,512	1,751	1,469	1,495	1,467	1,632
YoY	6.3%	-24.2%	3.0%	25.0%	21.9%	22.5%	-9.9%	-3.0%	-6.8%
肉制品吨利 (元/吨)	3,669	3,142	4,010	4,081	4,544	3,914	3,660	3,733	4,110
YoY	-3.8%	-16.6%	9.5%	22.8%	23.9%	24.6%	-8.7%	-8.5%	-9.5%
肉制品经营利润率	20.1%	18.4%	22.8%	23.5%	25.8%	22.8%	21.0%	21.5%	22.9%

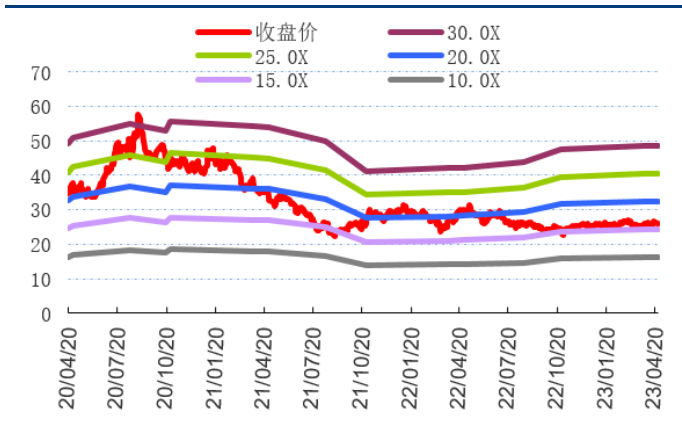
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 屠宰业务核心数据

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
屠宰业务收入 (百万元)	10,941	10,050	8,642	9,440	6,881	7,340	8,814	10,428	7,903
YoY	-6.0%	-18.0%	-28.2%	-23.4%	-37.1%	-27.0%	2.0%	10.5%	14.8%
屠宰经营利润 (百万元)	285	-53	-569	430	134	136	197	326	304
YoY	-30.3%	-118.0%	-214.4%	13.0%	-52.8%	-356.0%	-134.7%	-24.1%	126.3%
屠宰经营利润率	2.6%	-0.5%	-6.6%	4.6%	2.0%	1.8%	2.2%	3.1%	3.8%

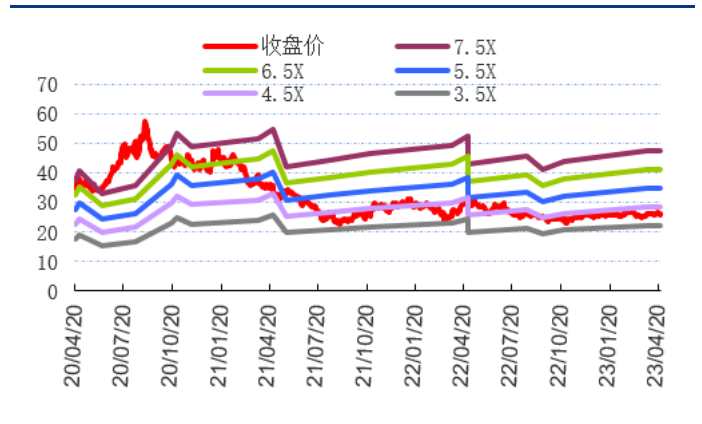
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4 双汇发展 PE-Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 双汇发展 PB-Band



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,769	5,759	7,057	7,647
应收票据	52	66	71	75
应收账款	184	171	184	193
预付账款	105	114	123	129
存货	6,121	6,631	7,142	7,507
合同资产	211	0	0	0
其他流动资产	3,845	2,699	2,697	2,832
流动资产合计	16,076	15,440	17,274	18,383
其他长期投资	0	0	1	2
长期股权投资	182	182	182	182
固定资产	15,165	14,760	14,392	13,661
在建工程	2,711	3,011	3,111	3,311
无形资产	1,224	1,298	1,369	1,437
其他非流动资产	1,054	1,066	1,077	1,085
非流动资产合计	20,336	20,317	20,132	19,678
资产合计	36,412	35,757	37,406	38,061
短期借款	3,147	3,447	3,747	3,247
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3,919	4,264	4,592	4,827
预收款项	1	0	0	0
合同负债	3,104	1,692	1,816	1,909
其他应付款	817	842	867	893
一年内到期的非流动负债	81	33	39	34
其他流动负债	2,431	2,178	2,339	2,466
流动负债合计	13,500	12,456	13,400	13,376
长期借款	12	12	12	12
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	717	533	580	637
非流动负债合计	729	545	592	649
负债合计	14,229	13,001	13,992	14,025
归属母公司所有者权益	21,853	22,321	22,866	23,368
少数股东权益	330	435	548	668
所有者权益合计	22,183	22,756	23,414	24,036
负债和股东权益	36,412	35,757	37,406	38,061

现金流量表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,565	7,400	7,969	8,372
现金收益	6,798	7,803	8,236	8,611
存货影响	-452	-510	-511	-365
经营性应收影响	340	283	326	350
经营性应付影响	1,838	369	354	261
其他影响	-958	-545	-435	-485
投资活动现金流	-3,488	-1,733	-1,213	-1,080
资本支出	-5,390	-1,512	-1,317	-1,025
股权投资	157	0	0	0
其他长期资产变化	1,745	-221	104	-55
融资活动现金流	-6,415	-5,677	-5,458	-6,702
借款增加	877	251	306	-506
股利及利息支付	-6,771	-6,271	-6,738	-7,149
股东融资	11	11	11	11
其他影响	-532	332	963	942

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	62,576	67,683	72,641	76,352
营业成本	52,319	56,928	61,316	64,448
税金及附加	342	370	397	418
销售费用	1,927	1,895	1,816	1,832
管理费用	1,134	948	1,017	1,069
研发费用	168	99	106	112
财务费用	-186	19	12	-4
信用减值损失	3	0	0	0
资产减值损失	-279	-293	-352	-370
公允价值变动收益	4	0	-6	-7
投资收益	106	138	145	152
其他收益	313	470	564	575
营业利润	7,141	7,805	8,392	8,913
营业外收入	36	30	29	31
营业外支出	17	18	18	18
利润总额	7,160	7,817	8,403	8,926
所得税	1,443	1,575	1,693	1,798
净利润	5,717	6,242	6,710	7,128
少数股东损益	96	105	113	120
归属母公司净利润	5,621	6,137	6,597	7,008
NOPLAT	5,569	6,257	6,720	7,124
EPS(摊薄) (元)	1.62	1.77	1.90	2.02

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-6.2%	8.2%	7.3%	5.1%
EBIT 增长率	14.1%	12.4%	7.4%	6.0%
归母净利润增长率	15.5%	9.2%	7.5%	6.2%
获利能力				
毛利率	16.4%	15.9%	15.6%	15.6%
净利率	9.1%	9.2%	9.2%	9.3%
ROE	25.3%	27.0%	28.2%	29.2%
ROIC	26.6%	29.6%	30.4%	31.9%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	36.4%	37.4%	36.8%
债务权益比	17.8%	17.7%	18.7%	16.3%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.9	1.9	2.0
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	21	26	26	26
存货周转天数	41	40	40	41
每股指标(元)				
每股收益	1.62	1.77	1.90	2.02
每股经营现金流	2.18	2.14	2.30	2.42
每股净资产	6.31	6.44	6.60	6.74
估值比率				
P/E	16	15	14	13
P/B	4	4	4	4
EV/EBITDA	14	13	12	11

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

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。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522