

双汇发展 (000895)

证券研究报告

2020年06月30日

产品结构持续优化，全产业链布局厚积薄发

事件：4月底，双汇与“吃豆人”IP联名，在天猫旗舰店上线植物素肉产品。6月14日，双汇推出八宝肠速食粥产品，再次布局非肉制品领域，丰富产品品类。

联名推出植物素肉，涉足植物肉新领域。4月底，双汇推出子品牌素食界，联名“吃豆人”，推出手撕蛋白肉、蛋白火腿肠、蛋白香肠、蛋白肉饼系列产品，涉足“植物蛋白肉”新领域。5月，双汇发布公告，拟收购控股股东罗特克斯持有的6家公司部分股权，其中包括专注植物蛋白领域的杜邦蛋白和杜邦食品。近年来人造肉行业渗透率不断提升，公司作为肉类行业龙头，积极涉足新领域，丰富公司产品品类，满足当下多样化的消费需求。

积极布局速食领域，迎合当下便捷化趋势。随着生活节奏加快，为满足消费者便捷化、标准化消费需求，双汇推出预制菜、油炸品、复合调味品等多种餐饮食材，例如速食鸡胸肉、红油卤猪蹄、红烧肉、梅菜扣肉等系列产品。在产品食材化方面，煎烤炒菜肠系列可作为主食材进行烹饪。近日，双汇推出八宝肠速食粥产品（米面制品），拓展非肉制品速食领域，进一步拓展产品品类，迎合消费者便捷化的需求。

肉制品品类丰富，产品结构持续优化升级。2019年公司推出的新产品数量减少，但质量不断提升。2019年公司培育出了双汇筷厨、无淀粉王中王、辣吗辣香肠、香菇粒肉肠、斜切特嫩烤火腿等主要新产品。2020年，公司将主推高端产品，聚焦产品优化升级，聚焦推广培育双汇筷厨、无淀粉王中王、辣吗辣香肠等数个年化万吨级新产品；重点培育金品壹号、香菇粒肉肠、斜切特嫩烤火腿、素食界、猪头肉等数个年化5000吨级新产品。伴随公司产品结构持续升级，叠加去年提价红利，吨价有望进一步上涨。

全产业链布局厚积薄发，上下游联动加固产业壁垒。5月18日，公司发布非公开发行股票预案，主要拓展布局上游肉鸡和生猪养殖业务，产业链触角不断延伸。2019年以来，非洲猪瘟形势严峻造成猪价高企，叠加疫情影响，屠宰行业面临更多来自上游的压力。标准化生猪养殖的扩张保障了安全稳定的生猪供应，提高了公司抗风险能力，为下游业务提供保障。受益于消费升级，预制调理产品和标准化餐饮食材需求量加大。双汇抓住机遇，率先布局餐饮产业链，丰富产品品类，在消费升级态势下稳步前行。

盈利预测：预计公司2020-2022年实现营收714.75/751.95/812.39亿元，同比增长18.44%/5.21%/8.04%，实现净利润65.56/75.65/90.67亿元，同比增长20.58%/15.38%/19.86%，EPS分别为1.98/2.28/2.73元，给予公司2020年30倍估值，目标价格59.4元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；食品安全风险；新冠疫情风险；销售不及预期风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	48,931.88	60,348.31	71,474.64	75,195.33	81,238.50
增长率(%)	(3.26)	23.33	18.44	5.21	8.04
EBITDA(百万元)	7,150.47	8,517.35	8,927.32	10,181.75	12,046.07
净利润(百万元)	4,914.50	5,437.61	6,556.46	7,564.62	9,066.79
增长率(%)	13.78	10.64	20.58	15.38	19.86
EPS(元/股)	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73
市盈率(P/E)	29.60	26.76	22.19	19.23	16.05
市净率(P/B)	11.21	8.82	8.68	8.61	8.52
市销率(P/S)	2.97	2.41	2.04	1.93	1.79
EV/EBITDA	10.69	10.97	15.83	13.90	11.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.06元
目标价格	59.4元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,319.28
流通A股股本(百万股)	882.02
A股总市值(百万元)	152,886.14
流通A股市值(百万元)	40,625.72
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	40.31
一年内最高/最低(元)	46.27/21.17

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《双汇发展-公司点评:再融资彰显扩张雄心，上下游联动加固产业壁垒》2020-05-18
- 《双汇发展-首次覆盖报告:厚积薄发，透视双汇老派王牌的后程发力》2020-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,617.94	3,455.33	7,147.46	6,015.63	6,499.08	营业收入	48,931.88	60,348.31	71,474.64	75,195.33	81,238.50
应收票据及应收账款	161.66	212.96	243.77	237.29	277.09	营业成本	38,323.64	48,976.78	57,604.39	59,917.55	63,940.62
预付账款	64.05	212.03	28.42	240.16	64.48	营业税金及附加	343.44	297.13	447.47	466.21	470.75
存货	4,228.36	8,801.43	7,199.79	9,776.84	8,339.66	营业费用	2,632.25	2,705.93	3,359.31	3,496.58	3,655.73
其他	2,689.05	3,621.50	3,740.62	3,847.14	3,764.58	管理费用	1,129.29	1,308.00	1,608.18	1,676.86	1,787.25
流动资产合计	9,761.07	16,303.25	18,360.06	20,117.07	18,944.91	研发费用	72.58	88.28	107.21	112.79	121.86
长期股权投资	177.79	177.52	177.52	177.52	177.52	财务费用	55.32	97.45	111.44	113.09	75.09
固定资产	11,098.47	10,575.39	10,109.51	9,633.72	9,138.99	资产减值损失	385.04	(334.91)	127.20	59.11	(49.53)
在建工程	111.51	174.31	140.59	132.35	109.41	公允价值变动收益	30.24	27.88	30.00	30.00	30.00
无形资产	942.12	983.44	954.75	926.06	897.36	投资净收益	47.53	142.74	88.14	92.80	107.89
其他	256.95	419.43	254.17	260.20	269.44	其他	(434.56)	187.34	(236.27)	(245.60)	(275.79)
非流动资产合计	12,586.84	12,330.10	11,636.53	11,129.85	10,592.73	营业利润	6,347.12	6,851.68	8,227.58	9,475.94	11,374.62
资产总计	22,347.91	28,633.34	29,996.59	31,246.92	29,537.64	营业外收入	14.01	16.58	15.29	15.93	15.61
短期借款	2,322.21	3,277.47	5,443.98	4,240.75	3,473.91	营业外支出	29.48	29.76	29.79	29.68	29.74
应付票据及应付账款	1,928.28	3,083.52	2,724.91	3,300.97	3,172.65	利润总额	6,331.64	6,838.49	8,213.08	9,462.20	11,360.49
其他	3,880.40	4,922.59	3,974.68	5,410.56	4,052.00	所得税	1,255.24	1,172.50	1,396.22	1,608.57	1,931.28
流动负债合计	8,130.89	11,283.57	12,143.57	12,952.28	10,698.56	净利润	5,076.40	5,665.99	6,816.86	7,853.63	9,429.20
长期借款	5.08	16.19	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	161.90	228.38	260.40	289.01	362.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,914.50	5,437.61	6,556.46	7,564.62	9,066.79
其他	212.72	218.19	213.49	214.80	215.50	每股收益(元)	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73
非流动负债合计	217.81	234.38	213.49	214.80	215.50						
负债合计	8,348.69	11,517.95	12,357.06	13,167.08	10,914.06						
少数股东权益	1,025.08	627.69	888.09	1,177.10	1,539.51	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	3,299.56	3,319.28	3,319.28	3,319.28	3,319.28	成长能力					
资本公积	1,924.53	1,250.18	1,250.18	1,250.18	1,250.18	营业收入	-3.26%	23.33%	18.44%	5.21%	8.04%
留存收益	9,650.10	13,104.34	13,432.16	13,583.45	13,764.79	营业利润	14.42%	7.95%	20.08%	15.17%	20.04%
其他	(1,900.04)	(1,186.10)	(1,250.18)	(1,250.18)	(1,250.18)	归属于母公司净利润	13.78%	10.64%	20.58%	15.38%	19.86%
股东权益合计	13,999.22	17,115.39	17,639.53	18,079.83	18,623.58	获利能力					
负债和股东权益总	22,347.91	28,633.34	29,996.59	31,246.92	29,537.64	毛利率	21.68%	18.84%	19.41%	20.32%	21.29%
						净利率	10.04%	9.01%	9.17%	10.06%	11.16%
						ROE	37.88%	32.98%	39.14%	44.75%	53.07%
						ROIC	46.60%	49.71%	51.08%	63.06%	73.31%
						偿债能力					
						资产负债率	37.36%	40.23%	41.19%	42.14%	36.95%
						净负债率	-2.07%	-0.55%	-9.53%	-9.65%	-16.03%
						流动比率	1.20	1.44	1.51	1.55	1.77
						速动比率	0.68	0.66	0.92	0.80	0.99
						营运能力					
						应收账款周转率	303.28	322.18	312.98	312.62	315.87
						存货周转率	13.67	9.26	8.93	8.86	8.97
						总资产周转率	2.15	2.37	2.44	2.46	2.67
						每股指标(元)					
						每股收益	1.48	1.64	1.98	2.28	2.73
						每股经营现金流	1.57	1.33	2.42	2.30	3.07
						每股净资产	3.91	4.97	5.05	5.09	5.15
						估值比率					
						市盈率	29.60	26.76	22.19	19.23	16.05
						市净率	11.21	8.82	8.68	8.61	8.52
						EV/EBITDA	10.69	10.97	15.83	13.90	11.67
						EV/EBIT	12.34	12.35	16.95	14.76	12.28

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,076.40	5,665.99	6,556.46	7,564.62	9,066.79
折旧摊销	975.76	972.38	588.30	592.71	596.36
财务费用	88.15	122.08	111.44	113.09	75.09
投资损失	(47.53)	(142.74)	(88.14)	(92.80)	(107.89)
营运资金变动	(1,523.07)	(2,673.13)	564.46	(859.15)	180.16
其它	625.13	479.05	290.40	319.01	392.41
经营活动现金流	5,194.85	4,423.62	8,022.93	7,637.48	10,202.93
资本支出	442.11	526.67	64.70	78.69	49.31
长期投资	2.03	(0.28)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,694.92)	(1,901.11)	(96.56)	(125.89)	(51.41)
投资活动现金流	(2,250.77)	(1,374.71)	(31.86)	(47.20)	(2.11)
债权融资	2,327.63	3,361.63	5,466.86	4,271.15	3,514.33
股权融资	128.71	(593.81)	(56.85)	5.58	43.58
其他	(8,813.21)	(5,152.66)	(9,708.94)	(12,998.85)	(13,275.28)
筹资活动现金流	(6,356.87)	(2,384.83)	(4,298.93)	(8,722.12)	(9,717.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,412.80)	664.08	3,692.13	(1,131.84)	483.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com