

## 双汇发展 (000895)

公司研究/点评报告

# 主业保持平稳增长，屠宰业务拖累利润端增速

——双汇发展 (000895) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 3 月 31 日

### 一、事件概述

3 月 30 日，双汇发展公布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 739.35 亿元，同比 +22.51%；实现归母净利润 62.56 亿元，同比 +15.04%，基本 EPS 为 1.86 元。公司拟每 10 股派发现金红利 1.68 元（含税）。

### 二、分析与判断

#### ➤ 2020 业绩保持稳健增长，毛利率小幅下滑拖累利润端增速

2020 年公司实现营收/归母净利润 739.35/62.56 亿元，同比分别 +22.51%/+15.04%，合 Q4 单季度实现营收/归母净利润 181.71/13.17 亿元，同比分别 -0.99%/-11.86%。总体看，公司全年收入、利润端均保持稳健增长。其中猪价维持相对高位是屠宰业务收入增速较高的主要原因，但是生猪出栏量仍处于恢复期，导致屠宰业务开工率仍略有不足，毛利率同比小幅下滑，拖累利润端增速。

**分产品看**，公司包装肉制品/生鲜产品分别实现营收 280.98/482.67 亿元，同比分别 +11.66%/+23.44%；合 H2 分别实现营收 140.98/243.62 亿元，同比分别 +6.00%/+1.25%。生鲜产品受猪价较高影响，同比增速较快，包装肉制品业务保持稳健增长。

**分销量看**，公司全年分别销售生鲜产品/包装肉制品/禽产品 138.07/157.73/8.12 万吨，同比分别 -7.02%/-1.13%/+38.80%。生鲜产品/包装肉制品分别实现销售单价 34959/17814 元/吨，同比分别 +32.76%/+12.94%。公司生鲜产品受屠宰量下降影响，销售量有所下滑，包装肉制品业务实现量价齐升。

**分渠道看**，公司全年经销/直销渠道分别实现收入 607.92/130.70 亿元，同比分别 +15.20%/+73.38%；分别实现毛利率 19.50%/6.86%，同比分别 -1.17ppt/+1.21ppt。经销渠道仍是主要收入来源；直销渠道增长较快，但毛利率相对较低。

**关联交易方面**，公司全年从国外采购进口肉、辅料等原材料共计 160.29 亿元，同比 +208.33%；合 Q4 单季度采购 58.22 亿元，同比 +218.81%。公司进口肉使用量同比大幅增加，有效控制包装肉制品的成本。

#### ➤ 屠宰业务拖累毛利率，肉制品动销顺畅降低销售费用率

2020 年公司销售毛利率为 17.26%，同比 -1.53ppt (Q4 为 16.36%，同比 -0.86ppt)，原因是屠宰业务毛利率下滑明显，拖累整体毛利率水平。公司全年肉制品/屠宰业务分别实现毛利率 30.54%/7.17%，同比分别 +2.09ppt/-2.05ppt。

2020 年期间费用率为 5.66%，同比 -1.30ppt (Q4 为 6.31%，同比 +0.43ppt)。其中销售费用率为 3.60%，同比 -0.89ppt (Q4 为 3.77%，同比 +0.38ppt)，原因是新收入准则导致运杂费计入成本。管理费用率为 1.88%，同比 -0.28ppt (Q4 为 2.30%，同比 -0.05ppt)。研发费用率为 0.13%，同比 -0.02ppt (Q4 为 0.17%，同比 -0.00ppt)。财务费用率为 0.04%，同比 -0.12ppt (Q4 为 0.06%，同比 +0.09ppt)，原因是报告期内公司定期存款结息较同期增加，且汇兑损失较同期下降。

推荐

维持评级

当前价格：

43.88 元

交易数据

2021-3-30

近 12 个月最高/最低	62.69/36.55
总股本 (百万股)	3464.66
流通股本 (百万股)	1343.45
流通股比例 (%)	39%
总市值 (亿元)	1520.29
流通市值 (亿元)	589.50

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004  
电话：010-85127513  
邮箱：yujie@mszq.com

#### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003  
电话：0755-22662016  
邮箱：xionghang@mszq.com

#### 相关研究

1. 双汇发展 (000895) 2020 年三季度报点评：肉制品业务表现亮眼，利润端增速稳健
2. 双汇发展 (000895) 2020 年半年报点评：20H1 业绩保持高增长，成本压力得到有效缓解

### ➤ 加强新品推广，提升品牌形象

2020年，公司增加餐饮新渠道，推进餐饮食材业务发展，新型休闲、熟食专柜渠道销量大幅增长。此外，公司坚持肉制品产品结构调整，大力推广中高端产品，肉制品特优级结构占比提升了2.1个百分点，核心产品王中王销量增幅超过10%。同时积极推广新品，新产品销量占肉制品总销量的比例提升1.1个百分点；辣吗？辣、无淀粉王中王、肉块王等新产品年销量均超过1万吨，火炫风刻花香肠、俄式大块香肠、斜切特嫩烤火腿等新产品年销量均超过5000吨。预计2021年公司仍将大力研发新品，改善产品结构，并推进餐饮新渠道的建设。

2020年，公司加大营销投入，针对火炫风、辣吗？辣、酱卤熟食等新产品引入明星代言，联合头部网红和流量明星大力开展直播带货，推动品牌的年轻化、时尚化，进一步提升品牌的影响力。

### 三、盈利预测与投资建议

预计2021-2023年公司实现营业收入701/759/814亿元，同比-5.1%/+8.2%/+7.3%；实现归属上市公司净利润71.56/77.54/84.98亿元，同比+14.4%/+8.4%/+9.6%，对应EPS为2.07/2.24/2.45元，目前股价对应PE为21/20/18倍。公司目前估值与肉制品板块19倍的平均估值（Wind一致预期，算数平均法）基本相当，未来屠宰业务有望受益生猪产能恢复，肉制品业务长期成长性良好，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

屠宰业务毛利率下滑超预期，肉制品业务发展不及预期，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,935	70,149	75,901	81,442
增长率（%）	22.5%	-5.1%	8.2%	7.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,256	7,156	7,754	8,498
增长率（%）	15.0%	14.4%	8.4%	9.6%
每股收益（元）	1.86	2.07	2.24	2.45
PE（现价）	23.5	21.2	19.6	17.9
PB	6.4	6.9	7.5	8.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,935	70,149	75,901	81,442
营业成本	61,141	57,256	61,799	65,740
营业税金及附加	341	387	381	411
销售费用	2,661	2,184	2,416	2,891
管理费用	1,392	1,403	1,670	1,792
研发费用	96	99	106	111
EBIT	8,304	8,820	9,530	10,497
财务费用	33	33	47	59
资产减值损失	(839)	10	4	17
投资收益	394	195	244	277
营业利润	8,004	9,198	9,924	10,902
营业外收支	(31)	3	0	(1)
利润总额	7,973	9,178	9,903	10,878
所得税	1,603	1,746	1,858	2,099
净利润	6,370	7,432	8,045	8,779
归属于母公司净利润	6,256	7,156	7,754	8,498
EBITDA	9,285	9,720	10,408	11,349
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8486	9881	8206	6760
应收账款及票据	281	248	275	297
预付款项	245	191	241	246
存货	6378	7005	8127	7990
其他流动资产	893	893	893	893
流动资产合计	22074	23999	23544	21953
长期股权投资	262	456	700	977
固定资产	10452	10080	9718	9414
无形资产	1027	1002	1004	1003
非流动资产合计	12630	11607	10744	10009
资产合计	34704	35606	34288	31961
短期借款	2383	2383	2383	2383
应付账款及票据	1712	2695	2842	2653
其他流动负债	1039	1039	1039	1039
流动负债合计	9995	12240	12602	12195
长期借款	15	15	15	15
其他长期负债	495	495	495	495
非流动负债合计	576	576	576	576
负债合计	10571	12816	13179	12772
股本	3465	3465	3465	3465
少数股东权益	370	645	937	1218
股东权益合计	24133	22789	21108	19188
负债和股东权益合计	34704	35606	34288	31961

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	22.5%	-5.1%	8.2%	7.3%
EBIT 增长率	20.0%	6.2%	8.0%	10.1%
净利润增长率	15.0%	14.4%	8.4%	9.6%
盈利能力				
毛利率	17.3%	18.4%	18.6%	19.3%
净利润率	8.5%	10.2%	10.2%	10.4%
总资产收益率 ROA	18.0%	20.1%	22.6%	26.6%
净资产收益率 ROE	26.3%	32.3%	38.4%	47.3%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.6	1.4	1.2	1.1
现金比率	1.4	1.3	1.1	1.0
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	44.7	42.0	44.0	44.0
总资产周转率	2.3	2.0	2.2	2.5
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	2.07	2.24	2.45
每股净资产	6.86	6.39	5.82	5.19
每股经营现金流	2.56	2.87	2.28	2.65
每股股利	2.32	2.55	2.81	3.09
估值分析				
PE	23.5	21.2	19.6	17.9
PB	6.4	6.9	7.5	8.5
EV/EBITDA	15.6	14.7	13.9	12.9
股息收益率	5.3%	5.8%	6.4%	7.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,370	7,432	8,045	8,779
折旧和摊销	1,819	910	882	869
营运资金变动	876	1,704	(861)	(278)
经营活动现金流	8,866	9,942	7,915	9,188
资本开支	1,137	(367)	(207)	(137)
投资	(2,730)	0	0	0
投资活动现金流	(3,652)	367	207	137
股权募资	6,966	0	0	0
债务募资	(720)	0	0	0
筹资活动现金流	(188)	(8,913)	(9,797)	(10,770)
现金净流量	5,025	1,395	(1,675)	(1,445)

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。