

双汇发展(000895)

年报业绩增长 15%，肉制品结构升级进行时
——双汇发展点评报告

✍️ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎️ : 021-80106029
✉️ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

3月31日，公司公告2020年报。2020年，公司实现营业总收入739.35亿元（同比+22.51%），营业收入738.63亿元（同比+22.47%），归母净利润62.56亿元（同比+15.04%），扣非归母净利润57.75亿元（同比+11.72%）。2020Q4，公司实现营业总收入181.71亿元（同比-0.99%），营业收入181.36亿元（同比-1.12%），归母净利润13.17亿元（同比-11.86%），扣非归母净利润12.01亿元（同比-15.46%）。

□ 2020年业绩增长15%，屠宰稳量提价，肉制品结构改善

1) 2020年，公司总营收同比增长22.51%。a) 屠宰业务实现营收482.67亿元（占比65.35%），同比+23.44%，屠宰端收入双位数增长主要是价格驱动；从价看，20年公司外购生猪价格同比+76.8%，公司顺势提价，生鲜产品外销价格同比+32.76%，体现强议价能力，从量看，猪瘟影响下肉价上涨、生鲜品需求下降，全年屠宰量下降44.52%，公司发挥中外协同优势、把握内外价差趋势，增加进口肉（史密斯菲尔德采购额同比+106.13%）、适时组织冻品出库（生鲜产品库存量同比-48.13%），稳量举措下，生鲜产品外销量仅下降7.02%。b) 肉制品端实现营收280.98亿元（占比38.04%），同比+11.66%，公司通过推新、调结构、提价对冲猪价/肉价上涨影响，20年肉制品毛利率+2.09pct，吨均利同比+24.71%。公司经销/直销实现营收607.92/130.70亿元（占比82.30%/17.70%），同比+15.20%/+73.38%，直销增速亮眼，主要是电商业务快速增长、新型休闲及熟食专柜渠道销量大幅增长带动。2) 2020年公司扣非归母净利润同比+11.72%，低于营收增速，主要由于毛利率下降1.50pct（至17.34%），减利约9.06亿元，主要是20年猪价上涨导致屠宰直接材料成本上涨幅度较大，叠加屠宰量减少、产能利用率下降影响。

□ 猪价下行屠宰端成本压力有望减轻，肉制品结构升级进行时

1) 屠宰端短期成本压力有望减轻，中长期受益集中度提升：截至21年3月19日生猪/猪肉价格较年初分别下降21.10%/12.55%，短期看，伴随猪价下行、屠宰端成本压力减轻，中长期看，屠宰业务有望受益行业集中度提升实现稳健增长。2) 肉制品推新+调结构+提价续航增长：a) 20年公司肉制品新品辣吗？辣香肠/无淀粉王中王/肉块王等年销量超1万吨，火腿/烟熏/俄式大肉块香肠/斜切特嫩烤火腿等销量超5,000吨，上新成功率和新品竞争力不断提高，全年新产品销量占肉制品总销量比例提升1.1pct；b) 持续优化肉制品结构，量利双升可期：20年肉制品特优级结构占比提升2.1pct，核心大单品王中王销量增长超10%。公司终端议价能力强，19/20年肉制品吨价同比+8.4%/+12.7%，对销量几无影响（同比+0.05%/-0.92%），猪价下行背景下肉制品提价红利有望持续释放，盈利能力有望提升。3) 经销网络持续做大做深，新兴渠道支撑放量：a) 公司线下销售以经销为主，截至20年末公司共有经销商17,355家，较年初净增2,587家（+17.52%），销售网点遍布全国、总数逾百万个；b) 20年公司成立专业餐饮部门对接餐饮客户，与呷哺呷哺、西贝等达成战略合作；新型休闲、熟食专柜渠道销量同比大幅增长，餐饮渠道未来有望带来新业绩增量。

□ 全产业链打通+中美布局协同优势凸显，肉制品国民品牌强者恒强

1) 全产业链打通赋能各环节提效：公司已形成饲料加工+养殖+屠宰分割+肉制品加工+物流配送+终端商业连锁的全产业链格局，赋能核心板块提效增收；公司持续加码养殖端布局，20年定增募资70亿元建设生猪/肉鸡/屠宰技改等项目，预计增加饲料产能130万吨/生猪养殖规模110万头/商品鸡出栏数2亿羽/商品鸡屠宰产能2亿羽，产业链条进一步完善。2) 全国化布局+中美协同，成本控制能力强：a) 截至20年末公司在全国17个省（市）建有30个现代化肉类加工基地和配套产业，屠宰产能超2,300万头，肉制品产能超200万吨；b) 公司背靠万洲国际，与史密斯菲尔德协同效果良好，20年进口肉销量/收入/利润创新高，有效对冲猪价上涨影响。3) 肉制品国民品牌，持续挖潜年轻群体：20年公司入选BrandZ™最具价值中国品牌100强，双汇品牌价值达704.32亿元。公司通过邀请顶流明星代言、网红直播等方式触达年轻群体，推动品牌年轻化、时尚化，挖深品牌护城河，赋能渠道提效、新品放量。

□ 投资建议

公司为国内屠宰、肉制品双龙头，短期受益猪价下行，屠宰端成本压力减轻，肉制品提价红利有望持续释放，全产业链打通+中美布局协同优势凸显，肉制品国民品牌强者恒强。预计2021-2023年归母净利润72.53/82.89/94.00亿元，同比+15.94%/+14.28%/+13.41%，对应3月31日估值19.59/17.14/15.11倍（市值1,421亿元）。

□ 风险提示

食品安全控制风险，原材料价格波动风险，新品销售不及预期风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥41.00

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.38

3Q/2020

0.55

2Q/2020

0.47

1Q/2020

0.44



公司简介

公司是国内最大的肉类加工企业，主要从事畜禽屠宰、肉制品的研产销，目前在全国17个省（市）建有30个现代化肉类加工基地和配套产业，形成了包含饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、连锁商业等在内的完善产业链，年产销肉类产品超300万吨。公司综合实力强、规模优势明显，营收及利润体量远超同行。

相关报告

- 1 《双汇发展：肉制品产品结构持续优化，盈利端表现稳健》2020.10.28
- 2 《双汇发展：提价叠加结构升级，肉制品盈利能力持续提升》2020.8.11
- 3 《双汇发展：Q1业绩增长14%，肉制品龙头市占率持续提升》2020.04.29
- 4 《双汇发展：猪瘟短期影响屠宰量，长期利好集中度提升》2019.07.23

分析师：邓晖

联系人：邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	73863	74643	78451	84308
(+/-)	22.47%	1.06%	5.10%	7.47%
净利润	6256	7253	8289	9400
(+/-)	15.04%	15.94%	14.28%	13.41%
每股收益(元)	1.81	2.09	2.39	2.71
P/E	22.71	19.59	17.14	15.11

表：双汇发展季度/年度财务数据一览表

单位(百万元)	2020A	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要									
营业总收入	73,935.19	18,171.50	19,390.29	18,781.75	17,591.65	18,353.97	16,556.89	13,481.18	11,974.31
YOY	22.51%	-0.99%	17.11%	39.48%	46.94%	49.67%	28.29%	15.50%	-0.71%
毛利率	17.26%	16.36%	18.66%	16.96%	16.96%	17.22%	19.24%	18.17%	21.00%
毛利	12,748.64	2,967.65	3,615.49	3,183.08	2,982.42	3,159.06	3,184.74	2,448.08	2,511.47
YOY	12.49%	-6.06%	13.53%	30.02%	18.75%	18.20%	16.85%	-8.66%	6.18%
期间费用率	5.66%	6.31%	5.89%	5.24%	5.17%	5.88%	6.89%	7.61%	7.77%
其中：销售费用	2,660.82	684.23	723.85	656.52	596.21	621.61	728.39	703.69	647.31
销售费用率	3.60%	3.77%	3.73%	3.50%	3.39%	3.39%	4.40%	5.22%	5.41%
其中：管理费用	1,392.26	418.24	409.87	286.51	277.64	431.16	342.12	277.36	256.81
管理费用率	1.88%	2.30%	2.11%	1.53%	1.58%	2.35%	2.07%	2.06%	2.14%
其中：研发费用	95.81	31.75	26.70	18.96	18.40	31.37	25.08	17.61	11.72
研发费用率	0.13%	0.17%	0.14%	0.10%	0.10%	0.17%	0.15%	0.13%	0.10%
其中：财务费用	32.51	11.66	-18.37	22.06	17.17	-5.12	45.85	27.37	14.70
财务费用率	0.04%	0.06%	-0.09%	0.12%	0.10%	-0.03%	0.28%	0.20%	0.12%
归母净利润	6,255.51	1,317.20	1,897.38	1,576.28	1,464.65	1,494.51	1,543.78	1,102.34	1,279.29
YOY	15.04%	-11.86%	22.90%	41.69%	13.82%	18.97%	23.88%	-16.58%	20.25%
归母净利率	8.46%	7.25%	9.79%	8.39%	8.33%	8.14%	9.32%	8.18%	10.68%
扣非归母净利润	5,775.43	1,201.43	1,750.91	1,433.58	1,389.50	1,421.14	1,517.56	1,008.91	1,222.10
YOY	11.72%	-15.46%	15.38%	42.09%	13.70%	19.33%	21.95%	-16.11%	20.94%
扣非归母净利率	7.81%	6.61%	9.03%	7.63%	7.90%	7.74%	9.17%	7.48%	10.21%
资产负债表摘要									
货币资金	8,485.89	8,485.89	7,462.73	4,598.96	5,331.09	3,455.33	2,178.81	1,636.53	1,564.18
交易性金融资产	5,735.62	5,735.62	9,048.65	2,613.24	3,349.80	3,052.71	3,379.39	2,868.39	3,845.79
应收票据及应收账款	280.51	280.51	230.30	243.08	280.16	212.96	190.12	174.03	137.01
YOY	31.72%	31.72%	21.14%	39.68%	104.49%	31.73%	28.33%	19.38%	10.16%
存货	6,377.70	6,377.70	6,286.20	9,367.82	8,754.68	8,801.43	7,760.57	7,203.68	5,270.52
YOY	-27.54%	-27.54%	-19.00%	30.04%	66.11%	108.15%	103.23%	76.53%	75.30%
预付账款	245.46	245.46	416.06	364.72	320.51	212.03	68.03	45.38	23.41
YOY	15.77%	15.77%	511.62%	703.70%	1269.11%	231.03%	108.12%	50.32%	-31.45%
应付账款及应付票据	1,712.28	1,712.28	1,871.05	1,941.08	2,997.10	3,083.52	2,386.00	3,215.93	2,165.50
YOY	-44.47%	-44.47%	-21.58%	-39.64%	38.40%	59.91%	25.57%	83.23%	30.67%
其它应付款	885.60	885.60	1,510.68	2,214.83	822.48	970.11	800.03	809.28	638.61
现金流量表摘要									
经营活动现金净流量	8,821.93	2,708.69	4,344.30	-16.18	1,785.12	1,739.23	1,146.01	1,208.28	330.11
筹资活动现金净流量	-187.95	-4,398.90	4,979.73	-1,200.60	431.82	-572.87	-506.41	-2,049.28	743.72
投资活动现金净流量	-3,652.26	2,736.58	-6,508.92	534.13	-414.04	64.69	-294.03	910.06	-2,055.43
资本开支	1,137.41	423.04	310.79	249.05	154.53	297.86	123.36	116.63	120.67
ROE	31.08%	5.44%	9.38%	9.34%	8.50%	9.44%	10.74%	7.93%	9.39%
YOY(+/-)	-5.83%	-4.00%	-1.36%	1.41%	-0.89%	0.31%	1.72%	-1.16%	2.37%
资产负债率	30.46%	30.46%	32.28%	45.92%	40.31%	40.23%	39.83%	40.65%	36.42%
YOY(+/-)	-9.76%	-9.76%	-7.55%	5.27%	3.89%	2.87%	5.33%	7.14%	7.04%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22074	32103	41559	52285	营业收入	73863	74643	78451	84308
现金	8486	18253	26765	36182	营业成本	61114	60749	63106	67296
交易性金融资产	5736	5736	5736	5736	营业税金及附加	341	344	362	389
应收账款	281	550	799	971	营业费用	2661	3379	3573	3805
其它应收款	55	58	66	60	管理费用	1392	1632	1693	1807
预付账款	245	203	246	252	研发费用	96	97	102	109
存货	6378	6583	7249	8313	财务费用	33	(66)	(198)	(335)
其他	893	721	699	771	资产减值损失	842	(336)	(235)	(169)
非流动资产	12630	11147	10297	9297	公允价值变动损益	(5)	(5)	(5)	(5)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	394	268	331	300
长期投资	262	0	147	136	其他经营收益	184	215	199	199
固定资产	10304	9421	8456	7453	营业利润	8004	9323	10573	11899
无形资产	1027	1039	1056	1071	营业外收支	(31)	(22)	(24)	(24)
在建工程	317	79	7	4	利润总额	7973	9301	10550	11875
其他	721	607	633	632	所得税	1603	1878	2088	2305
资产总计	34704	43250	51857	61582	净利润	6370	7423	8462	9570
流动负债	9995	11313	11430	11546	少数股东损益	114	170	173	170
短期借款	2383	2830	2606	2718	归属母公司净利润	6256	7253	8289	9400
应付款项	1712	2861	2904	2717	EBITDA	8946	9928	11044	12233
预收账款	0	1285	1272	939	EPS (最新摊薄)	1.81	2.09	2.39	2.71
其他	5900	4337	4647	5171	主要财务比率				
非流动负债	576	380	410	449		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	15	15	15	15	成长能力				
其他	561	365	394	434	营业收入	22.47%	1.06%	5.10%	7.47%
负债合计	10571	11694	11839	11995	营业利润	16.81%	16.49%	13.41%	12.54%
少数股东权益	370	540	713	883	归属母公司净利润	15.04%	15.94%	14.28%	13.41%
归属母公司股东权益	23763	31016	39304	48704	获利能力				
负债和股东权益	34704	43250	51857	61582	毛利率	17.26%	18.61%	19.56%	20.18%
					净利率	8.62%	9.94%	10.79%	11.35%
					ROE	30.33%	26.05%	23.16%	20.98%
					ROIC	24.26%	21.72%	19.77%	18.05%
					偿债能力				
					资产负债率	30.46%	27.04%	22.83%	19.48%
					净负债比率	22.69%	24.53%	22.40%	22.94%
					流动比率	2.21	2.84	3.64	4.53
					速动比率	1.57	2.26	3.00	3.81
					营运能力				
					总资产周转率	2.33	1.92	1.65	1.49
					应收账款周转率	378.87	374.06	451.44	445.07
					应付账款周转率	26.26	26.93	22.43	24.52
					每股指标(元)				
					每股收益	1.81	2.09	2.39	2.71
					每股经营现金	2.55	2.37	2.32	2.42
					每股净资产	6.86	8.95	11.34	14.06
					估值比率				
					P/E	22.71	19.59	17.14	15.11
					P/B	5.98	4.58	3.61	2.92
					EV/EBITDA	16.91	12.24	10.23	8.49

现金流量表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8822	8216	8041	8396
净利润	6370	7423	8462	9570
折旧摊销	980	697	695	696
财务费用	33	(66)	(198)	(335)
投资损失	(394)	(268)	(331)	(300)
营运资金变动	(483)	937	309	(21)
其它	2316	(506)	(896)	(1214)
投资活动现金流	(3652)	998	497	583
资本支出	29	531	381	341
长期投资	(84)	261	(146)	10
其他	(3597)	206	262	231
筹资活动现金流	(188)	553	(27)	439
短期借款	(895)	447	(224)	112
长期借款	(1)	0	0	0
其他	708	105	197	327
现金净增加额	4982	9767	8512	9418

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>