

双汇发展 (000895)

公司研究/点评报告

猪价短期大幅下跌冲击利润，长期经营仍稳健

——双汇发展 (000895) 2021 年三季度点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 10 月 27 日

一、事件概述

10 月 26 日，双汇发展公布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现营收 510.44 亿元，同比-8.46%；实现归母净利润 34.53 亿元，同比-30.08%，基本 EPS 为 1.00 元。21Q3 实现营收 161.35 亿元，同比-16.79%；实现归母净利润 9.16 亿元，同比-51.73%。

二、分析与判断

➤ 21Q3 业绩同比大幅下滑，猪肉价格大幅下跌短期冲击主业经营

21Q1 公司收入、利润同比均出现明显下滑，主要原因是：(1) 今年以来，猪价、肉价均出现持续快速下行，尽管猪肉价格下行有利于肉制品成本下降及生鲜冻品业务规模提升，但是国产冻品及进口冻品库存商品成本较高，在出库过程中产生亏损。(2) 公司对三季度末库存商品计提减值准备，未来若猪肉价格上行，该减值准备有可能做冲回处理。21 年前三季度公司肉类产品总外销量为 244.4 万吨，同比+5.8%；21Q3 为 86.4 万吨，同比+6.2%，生鲜冻品及肉制品销售量保持稳健增长。原料端，前三季度从罗特克斯采购原料 84.32 亿元，同比-17.39%；21Q3 为 23.70 亿元，同比-8.21%，亏损肉类进口量得到有效缩减。长期看，公司主业经营稳健，市场领先地位依然牢固。

➤ 21Q3 毛利率同比小幅提高，销售费用投入略有加大

21 年前三季度销售毛利率为 17.51%，同比-0.05pct (Q3 为 20.23%，同比+1.57pct)，原因是 (1) 屠宰业务开工率较高；(2) 猪肉价格下行有助于肉制品成本控制，增厚毛利率水平。21 年前三季度期间费用率同比小幅提升，其中销售费用率为 4.43%，同比+0.89pct (Q3 为 5.31%，同比+1.57pct)，原因是市场费用投入有所加大。管理费用率为 1.90%，同比+0.15pct (Q3 为 2.15%，同比+0.03pct)。研发费用率为 0.21%，同比+0.10pct (Q3 为 0.38%，同比+0.24pct)。财务费用率为 0.02%，同比-0.02pct (Q3 为 0.04%，同比+0.14pct)。

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们下调盈利预测。预计 21-23 年公司实现营业收入 675.82/731.24/784.62 亿元，同比-8.6%/+8.2%/+7.3%；实现归属上市公司净利润 50.56/62.08/69.22 亿元，同比-19.2%/+22.8%/+11.5%，对应 EPS 为 1.46/1.79/2.00 元，目前股价对应 PE 为 19/15/14 倍。公司目前估值低于肉制品板块 2021 年 29 倍估值水平 (Wind 一致预测)，未来屠宰业务有望受益生猪产能恢复，肉制品业务成长性良好，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	67,582	73,124	78,462
增长率 (%)	22.5%	-8.6%	8.2%	7.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,256	5,056	6,208	6,922
增长率 (%)	15.0%	-19.2%	22.8%	11.5%
每股收益 (元)	1.86	1.46	1.79	2.00
PE (现价)	14.5	18.5	15.1	13.5
PB	3.9	3.8	3.5	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

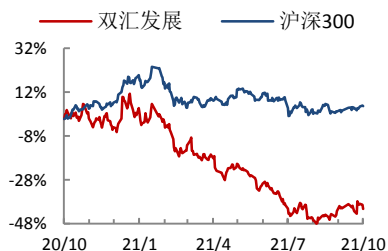
维持评级

当前价格：27.04 元

交易数据 2021-10-26

近 12 个月最高/最低	50.4/24.1
总股本 (百万股)	3464.66
流通股本 (百万股)	1488.82
流通股比例 (%)	43%
总市值 (亿元)	936.84
流通市值 (亿元)	402.58

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：王言海

执业证号：S0100521090002
电话：0755-22662016
邮箱：wangyanhai@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) 2021 年半年报点评：高基数及肉价下降为 21H1 业绩下滑主因
2. 双汇发展 (000895) 2021 年一季报点评：去年同期高基数下 21Q1 业绩表现平稳

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	67,582	73,124	78,462
营业成本	61,141	55,748	60,488	64,982
营业税金及附加	341	373	367	396
销售费用	2,661	2,568	2,998	2,825
管理费用	1,392	1,352	1,609	1,726
研发费用	96	96	102	107
EBIT	8,304	7,445	7,560	8,426
财务费用	33	33	40	50
资产减值损失	(839)	1,328	15	(28)
投资收益	394	195	244	277
营业利润	8,004	6,505	7,950	8,885
营业外收支	(31)	3	0	(1)
利润总额	7,973	6,485	7,929	8,861
所得税	1,603	1,234	1,487	1,710
净利润	6,370	5,251	6,442	7,151
归属于母公司净利润	6,256	5,056	6,208	6,922
EBITDA	9,285	8,345	8,438	9,278

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8486	12612	14362	17743
应收账款及票据	281	239	265	287
预付款项	245	186	235	244
存货	6378	7971	9487	9057
其他流动资产	893	893	893	893
流动资产合计	22074	26360	29716	32701
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	37967	40461	42709
短期借款	2383	2383	2383	2383
应付账款及票据	1712	2624	2782	2622
其他流动负债	1039	1039	1039	1039
流动负债合计	9995	12062	12443	12087
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	12638	13020	12663
股本	3465	3465	3465	3465
少数股东权益	370	565	798	1027
股东权益合计	24133	25329	27441	30047
负债和股东权益合计	34704	37967	40461	42709

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%	-8.6%	8.2%	7.3%
EBIT 增长率	20.0%	-10.3%	1.5%	11.4%
净利润增长率	15.0%	-19.2%	22.8%	11.5%
盈利能力				
毛利率	17.3%	17.5%	17.3%	17.2%
净利率	8.5%	7.5%	8.5%	8.8%
总资产收益率 ROA	18.0%	13.3%	15.3%	16.2%
净资产收益率 ROE	26.3%	20.4%	23.3%	23.9%
偿债能力				
流动比率	2.2	2.2	2.4	2.7
速动比率	1.6	1.6	1.7	2.1
现金比率	1.4	1.5	1.6	1.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
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	1.9	1.9	1.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	1.46	1.79	2.00
每股净资产	6.86	7.15	7.69	8.38
每股经营现金流	2.56	2.30	1.72	2.27
每股股利	2.32	1.19	1.25	1.31
估值分析				
PE	14.5	18.5	15.1	13.5
PB	3.9	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	9.3	9.9	9.6	8.3
股息收益率	8.6%	4.4%	4.6%	4.9%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,370	5,251	6,442	7,151
折旧和摊销	1,819	2,228	893	825
营运资金变动	876	578	(1,239)	67
经营活动现金流	8,866	7,954	5,944	7,861
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)	(4,194)	(4,401)	(4,617)
现金净流量	5,025	4,126	1,751	3,381

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

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。