

食品饮料

2022年04月26日

双汇发展 (000895)

—— 22Q1 肉制品吨利超预期，22Q2 将迎来业绩加速，维持买入评级

报告原因：有业绩公布需要点评

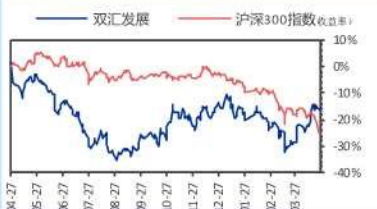
买入 (维持)

市场数据：	2022年04月26日
收盘价(元)	31.11
一年内最高/最低(元)	38.1/23.5
市净率	4.4
息率(分红/股价)	4.17
流通A股市值(百万元)	46317
上证指数/深证成指	2886.43/10206.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022年03月31日
每股净资产(元)	7
资产负债率%	36.29
总股本/流通A股(百万)	3465/1489
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《双汇发展(000895)深度：屠宰利润高增，肉制品吨利新高，22年迎来估值与业绩双击》2022/04/22

《双汇发展(000895)点评：22年业绩改善，估值位处底部，维持买入》2022/03/28

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

曹欣之
(8621)23297818×转
caoxz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2022年一季报。22Q1实现营业总收入137.9亿，同比下降25%，实现归母净利润14.6亿，同比增长1%，实现扣非归母净利润13.7亿，同比增长5.7%。我们在业绩前瞻中预测22Q1利润同比增长5%，扣非归母净利润表现符合预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测2022-24年归母净利润分别为62.8亿、68.5亿、73.9亿，分别同比增长29%、9%、8%，当前股价对应2022-2024年PE分别为17x、16x、15x，维持买入评级。21年公司业绩承压，但21Q4业绩增速已由负转正，预计22年增长趋势逐步向好，22Q2及22Q3业绩弹性明显加大。展望22年，预计屠宰业务实现量利齐升，叠加库存冻肉释放利润，有望加大屠宰业绩弹性。预计肉制品业务继续开新品拓品类调结构，实现销量稳定增长，肉制品利润受益于成本下行有望再创新高。我们认为公司22年经营与业绩改善趋势明确，且有一定增长弹性，将迎来估值与业绩双击！
- **22Q1屠宰量高增，屠宰利润下降主因21Q1冻肉利润贡献较大，22Q2预计屠宰利润高增。**22Q1屠宰收入68.8亿，同比下降37%，其中，对外交易收入60.2亿，同比下降39%，内转收入8.6亿，同比下降21.7%。拆量价看，22Q1屠宰头数344万头，同比增长约85%，生鲜外销量约35.5万吨，同比增长6.6%，其中国产肉销量同比增长30%，但由于去年同期进口肉销量基数较高，拉低整体生鲜品外销量的增长表现；生鲜品吨价同比下降约43%，主要系猪价下行。盈利端，22Q1屠宰利润1.34亿，同比下降52.8%，22Q1猪价下降推升国产鲜销肉需求，贡献利润约1.55亿，同比增长超10倍，但由于去年同期国产及进口冻肉利润贡献较大，导致22Q1进口冻肉利润贡献同比下降2亿，国产冻肉利润贡献同比下降0.5-0.8亿。

展望22年，一方面在猪价低位公司屠宰将大幅放量，实现生鲜品量利齐升，另一方面预计公司21年冻品库存基本消化完毕，22年冻品减值将大幅减少，且公司在22年猪价低位新增了冻品库存，有望在猪价上行时增厚利润，因此，预计22年屠宰利润弹性将明显加大。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	66,798	13,791	71,676	78,754	86,733
同比增长率(%)	-9.7	-24.7	7.3	9.9	10.1
归母净利润(百万元)	4,866	1,460	6,276	6,854	7,388
同比增长率(%)	-22.2	1.4	29.0	9.2	7.8
每股收益(元/股)	1.40	0.42	1.81	1.98	2.13
毛利率(%)	15.4	19.0	17.1	16.9	16.8
ROE(%)	21.3	6.0	25.2	25.4	25.2
市盈率	22		17	16	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **22Q1 肉制品销量基本稳定，肉制品吨均利创历史新高。**22Q1 肉制品收入 68 亿，同比下降 5%。拆量价看，22Q1 肉制品销量约 38.5 万吨，同比下降 2.5%，主要系 1) 去年同期基数较高，2) 低原料背景下，大众产品竞争加剧，3) 疫情防控措施影响市场运作；22Q1，公司持续重视对新产品的推广，像辣吗？辣、火炫风以及丸子三个新产品的年化销量超过了 2 万吨，双汇筷厨、轻享鸡肉肠的年化销量超过 1 万吨。同时，公司的餐饮业务收入实现逆势增长 6%，其中预制加工类的餐饮产品收入同比增长 23%。22Q1 肉制品吨价同比下降 2.5%，预计同样系竞争加剧影响。盈利端，22Q1 肉制品营业利润 17.5 亿，同比增长 22%，肉制品吨均利约 4549 元/吨，同比增长 25%，创历史新高，主要系 1) 去年同期猪价仍处于历史高位，2) 春节旺季高端产品收入占比提高。展望全年，虽然后续季度公司将加大营销投入及提升产品品质，但我们预计肉制品吨均利仍有望维持在 4000-4500 元/吨的区间，再创年度历史新高。公司今年将从以下几个方面，实现肉制品销量的稳步增长，1) 坚持聚焦主导调结构，辣吗？辣、火炫风、筷厨等新品持续推广，做成大单品；对存量大单品，王中王、中华火腿等既有高温、休闲和低温的产品，要继续培育，其中王中王 Q1 逆势实现了稳步增长；2) 专业开发新赛道，今年在 3 个方面布局高温、低温和休闲产品，a) 速冻产品上，一方面以丸子为主，终端投放速冻柜，推动丸子上规模，另一方面在直控网点、渠道进行升级，推广新式产品，并成立专职团队经营速冻产品，22Q1 实现了较好增长，b) 在方便休闲食品上，如自热米饭、干拌饭等，要在终端加快进店，对方便、即食类菜肴产品进行拓展、扩大销售区域，c) 对鸡腿、鸡翅等终端势头发展良好的产品，利用现有客户网络，在现有堆头、货架上，通过投放挂条展示产品，加大销售区域，d) 预制菜上，如中华菜肴等，进入商超、社区店、便利店等，迎合后疫情消费习惯的变化；3) 同时开发专业客户、构建专业网络、建立专区，创新网络开发，计划增加 4 万个以上的网点，增加产品渗透率、能见度，对于大型 KA、大型社区店等具有各种肉制品销售专区的，如速冻、休闲、方便食品区域，公司规划拓展 10 万个专区，同个超市公司产品能见区域增多；4) 坚持营销创新，继续主题活动，开展综艺、体育、音乐、游戏等跨界营销，实现品牌年轻化，再根据节假日开展专门营销；5) 原料价格下降，提升产品品质，回馈消费者，加大市场支持费用，助推市场发展；6) 通过 2 年的云商培育，已覆盖所有重要客户，实现信息化管控，提高终端运作效率；7) 队伍创新管理，激励和管理有 3 个方面，a) 推行本土化，熟悉当地市场，利用资源开发驻地市场，b) 薪酬创新，季度动态考评，上下浮工资标准，强调多劳多得，c) 业务考核上，考评销售收入、提高低温、新产品考核权重，通过推低温、推新品，落实调结构、上规模的大战略。

展望 22 年，肉制品改革持续推进，在新品占比提升的贡献下，考虑到后续季度肉制品销量基数较小，叠加疫情扰动消退，预计销量有望逐季改善，全年有望实现正增长。吨均利方面，我们预计全年生猪平均价格同比去年仍有下降空间，成本压力下，全年吨均利有望创历史新高，肉制品利润全年将实现双位数增长。

- **股价表现的催化剂：**收入利润增长超预期
- **核心假设风险：**食品安全事件

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	73,935	66,798	71,676	78,754	86,733
其中: 营业收入	73,863	66,682	71,600	78,666	86,640
减: 营业成本	62,130	56,445	59,336	65,406	72,108
减: 税金及附加	341	307	358	394	434
主营业务利润	11,392	9,930	11,906	12,866	14,098
减: 销售费用	1,645	1,874	2,867	2,756	2,949
减: 管理费用	1,392	1,082	1,326	1,654	1,908
减: 研发费用	96	144	154	169	186
减: 财务费用	33	-11	-7	32	38
经营性利润	8,227	6,842	7,566	8,255	9,017
加: 信用减值损失(损失以“-”填列)	-3	-7	0	0	0
加: 资产减值损失(损失以“-”填列)	-839	-1,298	-50	0	0
加: 投资收益及其他	546	587	402	480	416
营业利润	8,004	6,239	7,993	8,823	9,527
加: 营业外净收入	-31	-23	-23	-23	-23
利润总额	7,973	6,216	7,970	8,801	9,505
减: 所得税	1,603	1,332	1,566	1,807	1,966
净利润	6,370	4,884	6,404	6,994	7,539
少数股东损益	114	18	128	140	151
归属于母公司所有者的净利润	6,256	4,866	6,276	6,854	7,388
全面摊薄总股本	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465
每股收益(元)	1.86	1.40	1.81	1.98	2.13

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。