

猪价激增影响利润，全年业绩弹性可期

——双汇发展 22 年中报点评

核心观点

- **业绩略低于此前预期，高股息延续。** 22Q2 公司实现营收 141.7 亿 (-14.6%)，归母净利润 12.7 亿 (+16%)，扣非归母净利润 12.3 亿 (+21.6%)，主业利润增幅略低于此前预期，主因猪价自 6 月起的快速超预期上涨对屠宰量利及肉制品成本形成压力。同时，公司拟每 10 股派息 6 元，形成半年度股息率约 2.2%。
- **肉制品量价稳，全年有望达成高吨利水平。** 1) Q2 肉制品收入 64.6 亿 (-0.8%)，其中销量约 38 万吨 (-0.6%)，吨价约 1.7 万 (-0.1%)，在全季度平均较低的猪价水平下（猪价低则鲜肉对肉制品的替代效应增强），公司主产品的量价稳定性彰显其主业竞争力。2) Q2 肉制品实现营业利润 14.7 亿 (+22.5%)，吨均经营利润约 3900 元，同比增长约 23%、但环比有所下降，因猪价成本环比上升且公司增加销售费用投放。3) 展望全年，在全年平均猪价降低且公司通过低位囤储冻肉进一步平抑成本的背景下，公司有望实现 4000 左右的高水平吨均利润。
- **屠宰利润修复明显，全年弹性可期。** 1) Q2 屠宰实现收入 73.4 亿 (-27.0%)，其中外销收入 63.7 亿；实现经营利润 1.36 亿（同比扭亏为盈）。2) 拆分量价利，Q2 鲜冻肉外销量约 32 万吨 (-23.5%)，其中进口冻肉销售明显减少；外销吨价约 2 万元 (-4%)，与平均猪价较低有关；Q2 屠宰量 316 万头（基本持平），头均利润扭亏为盈，因去年同期受高价冻品减值拖累。3) 展望下半年，猪价高位震荡背景下，虽鲜品利润或有压力，但国产冻肉及进口冻肉转卖有望受益。预计下半年公司屠宰业务有望凭借冻品利润，实现明显的同比增长，并在全年维度贡献利润弹性。
- **业绩持续改善确定性强，估值低位，建议关注绝对收益机会。** 整体看公司业绩改善节奏稳健，Q3 弹性有望较 Q2 进一步强化，全年业绩增长确定性高；结合当前 22 年 PE 处于历史低位，推荐关注公司业绩兑现、估值修复带来的绝对收益机会。

盈利预测与投资建议

- 考虑猪价快速上行影响屠宰及肉制品盈利，我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.68、1.82、2.02 元（调整前 22-24 年 EPS 为 1.82、1.99、2.16 元），维持可比公司估值法给予 22 年 23 倍市盈率，对应目标价 38.62 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 肉制品销量低于预期；原料价格波动；屠宰复苏不及预期风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,935	66,798	63,111	70,228	83,503
同比增长(%)	22.5%	-9.7%	-5.4%	11.3%	18.9%
营业利润(百万元)	8,004	6,239	7,281	7,884	8,771
同比增长(%)	16.8%	-22.1%	16.7%	8.3%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	6,256	4,866	5,817	6,301	7,012
同比增长(%)	15.0%	-22.2%	19.5%	8.3%	11.3%
每股收益(元)	1.81	1.40	1.68	1.82	2.02
毛利率(%)	15.9%	15.4%	19.6%	18.6%	16.6%
净利率(%)	8.5%	7.3%	9.2%	9.0%	8.4%
净资产收益率(%)	31.1%	20.9%	22.6%	19.8%	18.3%
市盈率	14.9	19.1	16.0	14.8	13.3
市净率	3.9	4.1	3.3	2.7	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年08月16日）	26.89元
目标价格	38.62元
52周最高价/最低价	32.51/22.54元
总股本/流通A股（万股）	346,466/148,882
A股市值（百万元）	93,165
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022年08月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.01	-0.81	-9.77	0.42
相对表现	2.87	1.49	-9.17	24.68
沪深300	-0.86	-2.3	-0.6	-24.26



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

- Q1 肉制品高吨利验证成本红利，Q2-Q3 业绩将加速高增，持续推荐布局：——双汇发展 22 年一季报点评 2022-05-04
- 拐点已至、成本红利年享利润弹性，估值低水平、推荐布局：——双汇发展 21 年报告点评 2022-03-29
- 短期业绩承压，中期待屠宰量利回弹，长期看肉制品改革效益释放：——双汇发展半年报点评 2021-08-13

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,486	7,839	14,754	20,245	26,302	营业收入	73,863	66,682	63,111	70,228	83,503
应收票据、账款及款项融资	281	233	221	246	292	营业成本	62,130	56,445	50,745	57,150	69,671
预付账款	245	169	160	178	212	营业税金及附加	341	307	291	324	385
存货	6,378	5,669	5,096	5,740	6,997	营业费用	1,645	1,874	3,677	3,338	2,975
其他	6,684	3,609	7,862	7,898	7,965	管理费用及研发费用	1,488	1,225	1,488	1,590	1,745
流动资产合计	22,074	17,520	28,093	34,307	41,768	财务费用	33	(11)	36	(26)	(84)
长期股权投资	262	339	262	300	350	资产、信用减值损失	842	1,305	205	271	342
固定资产	10,304	10,835	10,671	10,383	10,087	公允价值变动收益	(5)	(25)	(25)	(25)	(25)
在建工程	317	3,074	3,910	4,570	4,910	投资净收益	394	222	222	222	222
无形资产	1,027	1,067	1,035	1,002	970	其他	230	506	414	107	107
其他	721	1,143	860	836	826	营业利润	8,004	6,239	7,281	7,884	8,771
非流动资产合计	12,630	16,457	16,737	17,091	17,143	营业外收入	31	22	22	22	22
资产总计	34,704	33,977	44,831	51,398	58,911	营业外支出	62	44	44	44	44
短期借款	2,383	2,338	2,338	2,338	2,338	利润总额	7,973	6,216	7,258	7,862	8,749
应付票据及应付账款	1,712	2,144	1,927	2,171	2,646	所得税	1,603	1,332	1,420	1,538	1,711
其他	5,900	5,493	10,960	10,960	10,960	净利润	6,370	4,884	5,838	6,324	7,037
流动负债合计	9,995	9,974	15,225	15,469	15,944	少数股东损益	114	18	21	23	25
长期借款	15	13	13	13	13	归属于母公司净利润	6,256	4,866	5,817	6,301	7,012
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.81	1.40	1.68	1.82	2.02
其他	561	840	636	636	636						
非流动负债合计	576	853	649	649	649	主要财务比率					
负债合计	10,571	10,828	15,874	16,117	16,593		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	370	341	362	385	411	成长能力					
实收资本(或股本)	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465	营业收入	22.5%	-9.7%	-5.4%	11.3%	18.9%
资本公积	8,072	8,072	8,072	8,072	8,072	营业利润	16.8%	-22.1%	16.7%	8.3%	11.2%
留存收益	12,117	11,161	16,978	23,279	30,291	归属于母公司净利润	15.0%	-22.2%	19.5%	8.3%	11.3%
其他	109	111	80	80	80	获利能力					
股东权益合计	24,133	23,150	28,957	35,281	42,318	毛利率	15.9%	15.4%	19.6%	18.6%	16.6%
负债和股东权益总计	34,704	33,977	44,831	51,398	58,911	净利率	8.5%	7.3%	9.2%	9.0%	8.4%
						ROE	31.1%	20.9%	22.6%	19.8%	18.3%
						ROIC	27.3%	18.8%	20.7%	18.3%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	30.5%	31.9%	35.4%	31.4%	28.2%
净利润	6,370	4,884	5,838	6,324	7,037	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	559	729	721	760	786	流动比率	2.21	1.76	1.85	2.22	2.62
财务费用	33	(11)	36	(26)	(84)	速动比率	1.55	1.17	1.50	1.83	2.16
投资损失	(394)	(222)	(222)	(222)	(222)	营运能力					
营运资金变动	1,904	(66)	144	(534)	(1,059)	应收账款周转率	377.7	317.1	352.5	380.9	392.8
其它	350	720	249	296	368	存货周转率	8.0	9.1	9.1	10.2	10.4
经营活动现金流	8,822	6,034	6,766	6,599	6,826	总资产周转率	2.3	1.9	1.6	1.5	1.5
资本支出	(554)	(3,892)	(1,558)	(1,292)	(1,000)	每股指标(元)					
长期投资	(84)	(178)	77	(38)	(50)	每股收益	1.81	1.40	1.68	1.82	2.02
其他	(3,014)	3,477	1,672	196	196	每股经营现金流	2.55	1.74	1.95	1.90	1.97
投资活动现金流	(3,652)	(592)	191	(1,134)	(854)	每股净资产	6.86	6.58	8.25	10.07	12.10
债权融资	(36)	(46)	(6)	0	0	估值比率					
股权融资	6,967	(0)	0	0	0	市盈率	14.9	19.1	16.0	14.8	13.3
其他	(7,120)	(5,956)	(36)	26	84	市净率	3.9	4.1	3.3	2.7	2.2
筹资活动现金流	(188)	(6,002)	(42)	26	84	EV/EBITDA	9.5	11.7	10.1	9.4	8.6
汇率变动影响	2	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.1	13.1	11.1	10.3	9.4
现金净增加额	4,984	(556)	6,915	5,491	6,056						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn