

# 双汇发展 (000895.SZ)

## 肉制品吨利维持高位，业绩弹性有望逐步释放

### 核心观点：

- **22Q2 收入业绩低于预期，肉制品吨利仍维持高位。**公司 22H1 收入/归母净利润 279.02/27.30 亿元，同比-19.92%/+7.62%；收入和业绩略低于预期，主要是肉制品销量同比下降、屠宰分部利润低于预期以及其他分部营业亏损 9787.25 万元。22Q2 收入/归母净利润 141.72/12.70 亿元，同比-14.59%/+15.87%。分业务：**肉制品** 22Q2 收入 64.57 亿元，同比下降 0.77%，销量/均价同比分别-1.01%/+0.24%。22Q2 肉制品营业利润 14.69 亿元，吨利 3921.54 元/吨，同比增长 23.77%。**屠宰业务** 22Q2 收入 73.40 亿元，同比下降 26.77%；营业利润率为 1.85%，环比 Q1 下降。现金流：22H1 销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 19.51%，22Q2 同比下降 12.37%，较 Q1 有所改善。截止 22H1 公司合同负债 23.51 亿元，同比增长 34.16%。
- **加大冻肉储备应对猪价上行，业绩弹性有望逐步释放。**展望下半年，随着疫情影响边际弱化和新品推广力度提升，预计肉制品销量有望恢复平稳增长。公司上半年加大冻肉和包装肉制品储备，有望帮助下半年肉制品吨利维持较好水平。屠宰业务方面，下半年屠宰头均利润有望持续回升。中长期来看，中高端产品增长带动结构优化，肉制品业务有望持续增长。屠宰集中度长期提升，公司持续加强冷鲜肉终端建设，有望带动屠宰业务收入和利润增长。此外公司加大新赛道开拓，上半年推出成品菜、自热米饭、丸子、调味酱等新品，有望带来新的成长亮点。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 22-24 年公司收入 636.60/732.12/814.16 亿元，同比增长-4.70%/15.00%/11.21%；归母净利润 58.18/64.22/71.13 亿元，同比增长 19.56%/10.39%/10.75%，对应 PE 估值 16/14/13 倍。公司历史估值中枢在 20 倍 PE 以上，给予公司 22 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 33.59 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**渠道拓展不及预期；新品销售不及预期；食品安全风险。

### 盈利预测：

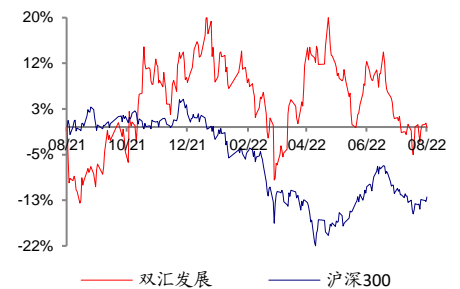
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	73,935	66,798	63,660	73,212	81,416
增长率 (%)	22.51	-9.65	-4.70	15.00	11.21
EBITDA (百万元)	9,285	7,970	8,647	9,494	10,375
归母净利润 (百万元)	6,256	4,866	5,818	6,422	7,113
增长率 (%)	15.04	-22.21	19.56	10.39	10.75
EPS (元/股)	1.81	1.40	1.68	1.85	2.05
市盈率 (x)	26.00	22.46	15.88	14.38	12.99
ROE (%)	26.32	21.33	24.40	26.23	28.67
EV/EBITDA (x)	16.86	13.06	10.46	9.68	9.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	26.66 元
合理价值	33.59 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-17

### 相对市场表现



### 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

### 分析师：

高鸿



SAC 执证号：S0260522010001



021-38003690



gfgaohong@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、高鸿并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 双汇发展 (000895.SZ) :成 2022-04-27
- 本红利释放，肉制品量、利有望较快增长
- 食品饮料行业:22Q2 基金持仓 2022-07-27
- 食品饮料行业:白酒行业调整 2022-06-24
- 仓食品饮料占比 15.87%，环比上升 3.12pct
- 接近尾声，大众品布局疫后复苏

请务必阅读末页的免责声明

公司发布 22 年中报，22H1 公司收入 279.02 亿元，同比下降 19.92%；归母净利润 27.30 亿元，同比增长 7.62%。其中 22Q2 收入 141.72 亿元，同比下降 14.59%；归母净利润 12.70 亿元，同比增长 15.87%。公司收入和业绩略低于市场预期，我们点评如下：

## 一、22Q2 收入业绩低于预期，肉制品吨利仍维持高位

公司 22H1 收入 279.02 亿元，同比下降 19.92%；归母净利润 27.30 亿元，同比增长 7.62%。其中 22Q2 收入 141.72 亿元，同比下降 14.59%；归母净利润 12.70 亿元，同比增长 15.87%，收入和业绩略低于预期，主要是肉制品销量同比下降、屠宰利润低于预期以及其他分部营业亏损 9787.25 万元。分业务来看：

肉制品业务 22H1 收入 132.54 亿元，同比下降 2.95%；其中 22Q2 肉制品业务收入 64.57 亿元，同比下降 0.77%。量价拆分来看，22Q2 肉制品销量为 37.47 万吨，同比下降 1.01%；均价 1.72 万元/吨，同比增长 0.24%。22Q2 肉制品销量降幅较 Q1 环比小幅改善，同比下降主要是疫情影响下新品销量低于预期以及餐饮酒店、食堂、旅游出行等消费渠道和场景受阻。盈利表现方面，22H1 肉制品营业利润为 32.20 亿元，同比增长 22.18%，其中 22Q2 肉制品营业利润为 14.69 亿元，同比增长 22.76%。由于二季度以来平均猪价环比提升，同比仍处于低位，公司 22Q2 肉制品吨利 3921.54 元/吨，同比增长 23.77%。

屠宰业务 22H1 收入 142.21 亿元，同比下降 32.25%；其中 22Q2 屠宰业务收入 73.40 亿元，同比下降 26.77%，降幅较 22Q1 收窄，屠宰量同比持平。盈利端：22H1 屠宰业务营业利润为 2.70 亿元，同比增长 16.50%，其中 22Q2 同比扭亏。

现金流层面，22H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 300.39 亿元，同比下降 19.51%；22Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 154.67 亿元，同比下降 12.37%，较 22Q1 的下降 25.91% 有所改善。截止 22H1 公司合同负债 23.51 亿元，同比增长 34.16%。22H1 公司经营活动现金流净额为 15.51 亿元，同比增长 21.68%。

## 二、加大冻肉储备应对猪价上行，业绩弹性有望释放

展望下半年，肉制品方面，随着疫情对物流发货影响边际弱化，叠加公司对新品铺货和推广力度提升，预计肉制品销量有望恢复平稳增长。公司预计全年猪价前低后高，故上半年加大冻肉和包装肉制品储备，22H1 肉制品库存量同比提升 32.26%，有望帮助下半年肉制品吨利维持较好水平，考虑到去年同期因大幅计提冻品减值导致低基数，下半年业绩弹性有望逐步释放。屠宰业务方面，2022 年全年受猪价低位影响，预计屠宰业务收入同比下降。随着猪价上行，预计下半年屠宰头均利润有望逐步回升。

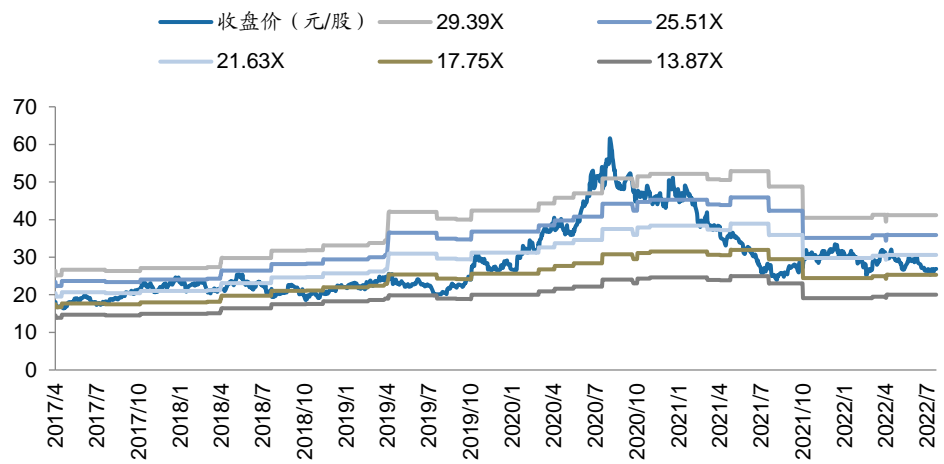
中长期来看，2018 年以来公司持续推动渠道扩张、品牌年轻化升级和薪酬激励改革，有望逐步收效，中高端产品持续增长带动结构优化，肉制品业务有望持续增长。屠宰行业集中度长期提升，公司持续加强冷鲜肉终端建设，有望带动屠宰业务收入和利润增长。此外，公司加大预制菜领域布局，围绕“一碗饭、一顿饭、一桌菜”进行产品研发，向肉蛋奶菜粮相结合转变，推出成品菜、自热米饭、丸子、调味酱等

新品，加快新赛道业务开拓。

### 三、盈利预测和投资建议

我们预计2022-2024年公司收入分别为636.60/732.12/814.16亿元，同比分别增长-4.70%/15.00%/11.21%；归母净利润58.18/64.22/71.13亿元，同比分别增长19.56%/10.39%/10.75%，对应PE估值16/14/13倍。公司历史估值中枢在20倍PE以上，给予公司22年20倍PE估值，对应合理价值33.59元/股，维持买入评级。

图1：公司历史PE估值中枢20倍以上



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 四、风险提示

疫情影响正常发货节奏和终端动销。

新品增长、渠道拓展不及预期；

食品安全风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>22,074</b>	<b>17,520</b>	<b>16,727</b>	<b>16,613</b>	<b>16,114</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>8,822</b>	<b>6,034</b>	<b>4,194</b>	<b>7,278</b>	<b>8,350</b>
货币资金	8,486	7,839	4,445	2,961	1,387	净利润	6,370	4,884	5,998	6,621	7,333
应收及预付	526	403	573	654	612	折旧摊销	980	1,047	958	943	946
存货	6,378	5,669	8,437	9,727	10,843	营运资金变动	829	-1,282	-3,038	-616	-233
其他流动资产	6,684	3,609	3,271	3,271	3,271	其它	643	1,385	277	330	305
<b>非流动资产</b>	<b>12,630</b>	<b>16,457</b>	<b>18,001</b>	<b>19,658</b>	<b>21,447</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,652</b>	<b>-592</b>	<b>-2,469</b>	<b>-2,621</b>	<b>-2,735</b>
长期股权投资	262	339	339	339	339	资本支出	-1,137	-3,919	-2,413	-2,586	-2,692
固定资产	10,304	10,835	10,874	10,791	10,734	投资变动	-2,730	3,127	0	0	0
在建工程	323	3,097	4,563	6,245	8,037	其他	215	200	-55	-34	-43
无形资产	1,027	1,067	1,009	966	920	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-188</b>	<b>-6,002</b>	<b>-5,119</b>	<b>-6,142</b>	<b>-7,189</b>
其他长期资产	714	1,119	1,216	1,317	1,417	银行借款	9,269	17,751	-25	-50	-100
<b>资产总计</b>	<b>34,704</b>	<b>33,977</b>	<b>34,728</b>	<b>36,270</b>	<b>37,561</b>	股权融资	6,966	6	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>9,995</b>	<b>9,974</b>	<b>9,511</b>	<b>10,216</b>	<b>10,957</b>	其他	-16,422	-23,759	-5,094	-6,092	-7,089
短期借款	2,383	2,338	2,313	2,263	2,163	<b>现金净增加额</b>	<b>4,984</b>	<b>-556</b>	<b>-3,394</b>	<b>-1,485</b>	<b>-1,573</b>
应付及预收	1,712	2,144	2,317	2,356	2,722	<b>期初现金余额</b>	<b>3,146</b>	<b>8,130</b>	<b>7,839</b>	<b>4,445</b>	<b>2,961</b>
其他流动负债	5,900	5,492	4,882	5,598	6,073	<b>期末现金余额</b>	<b>8,130</b>	<b>7,574</b>	<b>4,445</b>	<b>2,961</b>	<b>1,387</b>
<b>非流动负债</b>	<b>576</b>	<b>853</b>	<b>853</b>	<b>853</b>	<b>853</b>						
长期借款	15	13	13	13	13						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	561	840	840	840	840						
<b>负债合计</b>	<b>10,571</b>	<b>10,828</b>	<b>10,364</b>	<b>11,069</b>	<b>11,811</b>						
股本	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465						
资本公积	8,072	8,072	8,072	8,072	8,072						
留存收益	12,226	11,271	12,306	12,944	13,273						
归属母公司股东权益	23,763	22,809	23,843	24,482	24,811						
少数股东权益	370	341	521	720	940						
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,704</b>	<b>33,977</b>	<b>34,728</b>	<b>36,270</b>	<b>37,561</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>73,935</b>	<b>66,798</b>	<b>63,660</b>	<b>73,212</b>	<b>81,416</b>
营业成本	62,157	56,469	51,323	59,170	65,963
营业税金及附加	341	307	446	512	570
销售费用	1,645	1,874	2,546	3,075	3,419
管理费用	1,392	1,082	1,528	1,757	1,873
研发费用	96	144	127	146	163
财务费用	33	-11	9	37	47
资产减值损失	-839	-1,298	-320	-400	-373
公允价值变动收益	-5	-25	0	0	0
投资净收益	394	222	45	66	57
<b>营业利润</b>	<b>8,004</b>	<b>6,239</b>	<b>7,437</b>	<b>8,216</b>	<b>9,106</b>
营业外收支	-31	-23	60	60	60
<b>利润总额</b>	<b>7,973</b>	<b>6,216</b>	<b>7,497</b>	<b>8,276</b>	<b>9,166</b>
所得税	1,603	1,332	1,499	1,655	1,833
<b>净利润</b>	<b>6,370</b>	<b>4,884</b>	<b>5,998</b>	<b>6,621</b>	<b>7,333</b>
少数股东损益	114	18	180	199	220
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,256</b>	<b>4,866</b>	<b>5,818</b>	<b>6,422</b>	<b>7,113</b>
EBITDA	9,285	7,970	8,647	9,494	10,375
EPS (元)	1.81	1.40	1.68	1.85	2.05

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	22.51%	-9.65%	-4.70%	15.00%	11.21%
营业利润增长	16.81%	-22.05%	19.21%	10.47%	10.83%
归母净利润增长	15.04%	-22.21%	19.56%	10.39%	10.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.93%	15.46%	19.38%	19.18%	18.98%
净利率	8.62%	7.31%	9.42%	9.04%	9.01%
ROE	26.32%	21.33%	24.40%	26.23%	28.67%
ROIC	25.01%	21.14%	22.85%	24.69%	26.79%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.46%	31.87%	29.84%	30.52%	31.44%
净负债比率	43.80%	46.77%	42.54%	43.92%	45.87%
流动比率	2.21	1.76	1.76	1.63	1.47
速动比率	1.55	1.14	0.85	0.65	0.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.13	1.97	1.83	2.02	2.17
应收账款周转率	313.41	364.04	349.36	347.39	350.72
存货周转率	11.59	11.78	7.55	7.53	7.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.81	1.40	1.68	1.85	2.05
每股经营现金流	2.55	1.74	1.21	2.10	2.41
每股净资产	6.86	6.58	6.88	7.07	7.16
<b>估值比率</b>					
P/E	26.00	22.46	15.88	14.38	12.99
P/B	6.84	4.79	3.87	3.77	3.72
EV/EBITDA	16.86	13.06	10.46	9.68	9.00

## 广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。  
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
田荣振：高级分析师，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。  
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。  
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
廖承帅：研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。