

双汇发展 (000895)

证券研究报告

2022年08月18日

肉制品吨利有望维持高位，预计屠宰板块弹性较大

事件：公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营业收入 279.63 亿元，同比下降 19.90%；实现归母净利润 27.30 亿元，同比增长 7.62%。其中，22Q2 实现营业收入 141.72 亿元，同比下降 14.59%；实现归母净利润 12.70 亿元，同比增长 15.87%

上半年猪价先降后升，整体低于同期，公司利润端改善。公司 2022 年 H1 实现营收 279.63 亿元，同比下降 19.90%，Q1/Q2 同比增速为-24.71%/-14.59%，我们认为收入同比下滑主要原因系上半年猪价大幅下降，平均生猪价格较同期下滑 43.9%。生猪价格的下滑带动公司利润端改善，公司 22H1 实现归母净利润 27.30 亿元，同比增长 7.62%，Q1-Q2 同比增速为 1.35%/15.87%。2022H1 公司毛利率为 17.94%，较去年同期上升 1.69pcts，其中 Q2 毛利率为 16.95%，同比+0.72pct。公司 H1 实现净利率 9.92%，同比增加 2.59pcts，其中，Q2 实现净利率 9.14%，同比+2.49pcts。

基数较低叠加低价冻品储备，预计屠宰业务板块下半年弹性较大。2022H1 公司屠宰业务实现营收 142.21 亿元，同比下降-32.25%，伴随猪价下降，公司生猪屠宰量同比显著增加 31.2%。二季度来看，公司屠宰业务实现营收 73.4 亿，同比下降 26.97%，营业利润实现同比扭亏为盈。展望下半年，猪价或仍呈上升趋势，但预计公司上半年于猪价较低时储存冻肉，或于下半年释放利润，且去年同期基数相对较低，屠宰板块下半年弹性可能较大。

疫情反复下肉制品销量承压，全年吨利有望维持较高水平。2022H1 公司肉制品业务实现营收 132.54 亿元，同比下降 2.95%。其中二季度肉制品业务实现收入 64.6 亿，同比下降 0.77%。由于二季度疫情影响较大，公司餐饮、酒店、食堂等渠道受影响较大，且部分地区疫情反复，影响物流运输以及市场营销，因此肉制品销量有一定程度下滑。利润端来看，上半年公司肉制品板块单吨利润 4376 元，同比+24%左右，由于五六月份猪价有所回升，预计二季度单吨利润环比有所下降。在疫情趋缓下肉制品业务有望恢复正常增速，且公司已储备低价冻肉，我们预计全年吨利保持 4000 元左右较高水平。

展望全年，国内生猪产能恢复，预计猪价前低后高，下半年猪价或有所提升，有利于公司国产及进口冻肉释放利润。整体来看，屠宰业务有望实现量利双增，肉制品业务有望实现销量增长同时维持较高利润率。长期来看，公司坚持肉制品产品结构调整，大力推广中高端产品，肉制品板块有望在销量稳步增长的同时实现产品结构的持续升级。

盈利预测：预计公司 22-24 年实现营收 727/824/907 亿元，同比增长 8.87%/13.35%/10.08%，实现净利润 63.20/72.50/79.88 亿元，同比增长 29.88%/14.73%/10.17%，EPS 分别为 1.82/2.09/2.31 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；新冠疫情风险；成本持续上涨风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,935.19	66,797.55	72,723.90	82,432.60	90,739.91
增长率(%)	22.51	(9.65)	8.87	13.35	10.08
EBITDA(百万元)	10,608.44	9,581.88	9,551.35	10,214.77	10,712.80
净利润(百万元)	6,255.51	4,865.94	6,319.65	7,250.46	7,988.17
增长率(%)	15.04	(22.21)	29.88	14.73	10.17
EPS(元/股)	1.81	1.40	1.82	2.09	2.31
市盈率(P/E)	14.89	19.15	14.74	12.85	11.66
市净率(P/B)	3.92	4.08	3.20	2.56	2.10
市销率(P/S)	1.26	1.39	1.28	1.13	1.03
EV/EBITDA	14.18	10.60	8.59	6.84	6.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,464.66
流通 A 股股本(百万股)	1,488.82
A 股总市值(百万元)	93,164.74
流通 A 股市值(百万元)	40,034.48
每股净资产(元)	6.07
资产负债率(%)	36.89
一年内最高/最低(元)	33.90/23.50

作者

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

薛涵 联系人
xuehana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《双汇发展-季报点评:肉制品吨利创新高，屠宰板块量利双增可期》 2022-04-27
- 《双汇发展-年报点评报告:Q4 业绩环比改善，22 年有望迎量利双增》 2022-03-29
- 《双汇发展-季报点评:屠宰业绩承压，肉制品销量增速较快》 2021-04-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,485.89	7,839.21	9,400.10	21,551.96	24,590.47	营业收入	73,935.19	66,797.55	72,723.90	82,432.60	90,739.91
应收票据及应收账款	280.51	233.14	265.55	317.56	336.39	营业成本	61,114.01	56,445.02	59,140.60	68,320.17	75,637.61
预付账款	245.46	169.47	234.14	259.16	280.29	营业税金及附加	340.64	307.35	363.62	412.16	453.70
存货	6,377.70	5,668.92	10,759.02	8,598.36	12,832.29	销售费用	2,660.82	1,873.66	3,636.20	3,297.30	3,448.12
其他	6,684.39	3,316.94	2,693.51	2,943.93	3,150.57	管理费用	1,392.26	1,081.58	1,454.48	1,483.79	1,633.32
流动资产合计	22,073.94	17,227.68	23,352.32	33,670.97	41,190.01	研发费用	95.81	143.50	145.45	164.87	136.11
长期股权投资	261.80	339.00	339.00	339.00	339.00	财务费用	32.51	(10.71)	(84.70)	(268.36)	(400.06)
固定资产	10,303.82	10,835.28	9,846.15	8,857.01	7,867.87	资产/信用减值损失	(841.69)	(1,305.49)	(266.20)	(123.38)	20.08
在建工程	323.39	3,097.33	3,097.33	3,097.33	3,097.33	公允价值变动收益	(4.66)	(25.40)	30.00	30.00	30.00
无形资产	1,032.99	1,077.67	1,044.62	1,011.57	978.53	投资净收益	393.62	221.79	252.72	289.37	254.63
其他	707.95	1,108.06	686.34	773.33	834.09	其他	748.31	1,827.64	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	12,629.94	16,457.35	15,013.44	14,078.25	13,116.82	营业利润	8,003.57	6,238.61	8,084.78	9,218.66	10,135.82
资产总计	34,703.88	33,977.36	38,365.76	47,749.22	54,306.83	营业外收入	30.94	21.79	26.36	24.08	25.22
短期借款	2,382.65	2,337.96	0.00	0.00	0.00	营业外支出	61.55	44.38	45.23	50.39	46.66
应付票据及应付账款	1,712.28	2,143.87	2,767.17	2,466.84	3,280.79	利润总额	7,972.96	6,216.02	8,065.92	9,192.35	10,114.38
其他	3,451.16	3,270.38	5,472.37	7,684.80	5,309.73	所得税	1,603.16	1,332.39	1,613.18	1,838.47	2,022.88
流动负债合计	7,546.10	7,752.20	8,239.54	10,151.63	8,590.52	净利润	6,369.80	4,883.63	6,452.73	7,353.88	8,091.50
长期借款	15.10	12.83	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	114.29	17.69	133.08	103.42	103.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6,255.51	4,865.94	6,319.65	7,250.46	7,988.17
其他	561.11	840.42	539.91	647.15	675.83	每股收益(元)	1.81	1.40	1.82	2.09	2.31
非流动负债合计	576.21	853.25	539.91	647.15	675.83						
负债合计	10,571.16	10,827.65	8,779.45	10,798.78	9,266.34	主要财务比率					
少数股东权益	369.68	340.97	474.05	577.47	680.80		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	3,464.66	3,464.66	3,464.66	3,464.66	3,464.66	成长能力					
资本公积	8,072.27	8,072.21	8,072.21	8,072.21	8,072.21	营业收入	22.51%	-9.65%	8.87%	13.35%	10.08%
留存收益	12,116.72	11,160.95	17,480.60	24,731.06	32,719.24	营业利润	16.81%	-22.05%	29.59%	14.02%	9.95%
其他	109.39	110.93	94.80	105.04	103.59	归属于母公司净利润	15.04%	-22.21%	29.88%	14.73%	10.17%
股东权益合计	24,132.72	23,149.71	29,586.32	36,950.44	45,040.49	获利能力					
负债和股东权益总计	34,703.88	33,977.36	38,365.76	47,749.22	54,306.83	毛利率	17.34%	15.50%	18.68%	17.12%	16.64%
						净利率	8.46%	7.28%	8.69%	8.80%	8.80%
						ROE	26.32%	21.33%	21.71%	19.93%	18.01%
						ROIC	47.38%	42.17%	42.38%	39.71%	59.39%
						偿债能力					
						资产负债率	30.46%	31.87%	22.88%	22.62%	17.06%
						净负债率	-25.22%	-23.65%	-31.68%	-58.29%	-54.56%
						流动比率	2.21	1.76	2.83	3.32	4.79
						速动比率	1.57	1.19	1.53	2.47	3.30
						营运能力					
						应收账款周转率	299.65	260.09	291.66	282.74	277.51
						存货周转率	9.74	11.09	8.85	8.52	8.47
						总资产周转率	2.33	1.95	2.01	1.91	1.78
						每股指标(元)					
						每股收益	1.81	1.40	1.82	2.09	2.31
						每股经营现金流	2.55	1.74	1.05	3.36	0.70
						每股净资产	6.86	6.58	8.40	10.50	12.80
						估值比率					
						市盈率	14.89	19.15	14.74	12.85	11.66
						市净率	3.92	4.08	3.20	2.56	2.10
						EV/EBITDA	14.18	10.60	8.59	6.84	6.24
						EV/EBIT	15.58	11.84	9.62	7.60	6.90

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	6,369.80	4,883.63	6,319.65	7,250.46	7,988.17
折旧摊销	980.25	1,020.44	1,022.19	1,022.19	1,022.19
财务费用	98.65	130.84	(84.70)	(268.36)	(400.06)
投资损失	(393.62)	(221.79)	(252.72)	(289.37)	(254.63)
营运资金变动	1,206.13	(1,334.99)	(3,531.45)	3,809.07	(6,047.97)
其它	560.71	1,555.92	163.08	133.42	133.33
经营活动现金流	8,821.93	6,034.05	3,636.06	11,657.41	2,441.04
资本支出	621.65	4,145.22	300.51	(107.24)	(28.68)
长期投资	84.28	77.20	0.00	0.00	0.00
其他	(4,358.19)	(4,814.78)	(107.80)	336.61	223.30
投资活动现金流	(3,652.26)	(592.35)	192.72	229.37	194.63
债权融资	(995.23)	(24.34)	(2,251.76)	254.83	404.30
股权融资	(1,025.24)	(4,495.66)	(16.13)	10.24	(1.45)
其他	1,832.51	(1,481.95)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(187.95)	(6,001.95)	(2,267.89)	265.07	402.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,981.72	(560.25)	1,560.89	12,151.86	3,038.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com