

**双汇发展 (000895.SZ)**

2022 年 10 月 27 日

**屠宰冻品利润释放，肉制品吨利略降**
**——公司信息更新报告**
**投资评级：增持（维持）**

日期	2022/10/26
当前股价(元)	24.42
一年最高最低(元)	33.90/23.36
总市值(亿元)	846.07
流通市值(亿元)	845.94
总股本(亿股)	34.65
流通股本(亿股)	34.64
近 3 个月换手率(%)	17.31

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《屠宰业务扭亏，全年吨利预计可维持高位——公司信息更新报告》  
-2022.8.17

《纯屠宰持续恢复，肉制品吨利提升——公司信息更新报告》-2022.4.27

《业绩改善，量利齐升可期——公司信息更新报告》-2022.3.29

**张宇光（分析师）**

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

**叶松霖（分析师）**

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790521060001

**● 肉制品业务吨利预计可维持高位，维持“增持”评级**

双汇发展 2022Q3 实现总营收 166.8 亿元，同比增 3.4%；归母净利 13.4 亿元，同比增 45.8%。由于成本上行，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利分别为 56.1 (-5.9)、60.4 (-9.8)、66.2 (-11.4) 亿元，EPS 分别 1.62 (-0.11)、1.74 (-0.19)、1.91 (-0.17) 元，当前股价对应 PE 分别为 15.1、14.0、12.8 倍。公司分红率高，维持“增持”评级。

**● 猪价上行，冻品利润释放，屠宰业务扭亏**

2022Q3 屠宰量下滑：屠宰业务实现收入 88.14 亿元，同比增长 2.0%；实现利润 1.97 亿元，较 2021Q3 扭亏为盈，主因：(1) 猪价上行期，大量低价冻品肉出库增厚利润，冻品贡献大部分屠宰利润；(2) 2021Q3 计提较大冻品减值，利润基数较低。展望 2023 年，预计猪价呈现前高后低趋势，鲜品业务规模、盈利预计可明显提升；但冻品利润贡献有限，预计 2023 年屠宰业务承压。

**● 采取多种措施缓解成本上行压力，吨利预计可维持高位**

2022Q3 公司肉制品业务实现收入 71.20 亿元，同比下降 2.1%；实现利润 14.95 亿元，同比下降 9.9%。2022Q3 肉制品销量下降，主因：(1) 疫情影响，人员流动减少导致礼品类、休闲类产品下降；(2) 餐饮渠道受疫情影响，食材类产品显著下降；(3) 工地食堂等渠道受疫情影响，低端产品销量下滑。2022Q3 肉制品吨利下降，主因：(1) 猪价成本上行；(2) 加大市场促销；(3) 产品结构下降。2022Q4 销售旺季下预计肉制品销量可提升。展望 2023 年，网点持续扩张、新品推广下预计肉制品销量中个位数增长。2022Q4 公司已开始采取多项措施缓解成本上行压力：(1) 通过生产管理创新如节约化生产、合并车间等方式提高劳效，降低生产费用；(2) 工艺持续优化；(3) 产品结构持续调整；(4) 通过新赛道建设等，提升产销规模；(5) 选择性部分上调产品价格。预计 2023 年肉制品吨利可稳中有升。

**● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,863	66,682	60,564	64,298	67,651
YOY(%)	22.5	-9.7	-9.2	6.2	5.2
归母净利润(百万元)	6,256	4,866	5,608	6,038	6,619
YOY(%)	15.0	-22.2	15.2	7.7	9.6
毛利率(%)	17.3	15.4	17.2	16.6	16.6
净利率(%)	8.5	7.3	9.3	9.4	9.8
ROE(%)	26.4	21.1	23.5	20.2	18.0
EPS(摊薄/元)	1.81	1.40	1.62	1.74	1.91
P/E(倍)	13.5	17.4	15.1	14.0	12.8
P/B(倍)	3.6	3.7	3.5	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	22074	17520	19787	27330	33274	<b>营业收入</b>	73863	66682	60564	64298	67651
现金	8486	7839	10703	16844	23546	营业成本	61114	56445	50147	53647	56426
应收票据及应收账款	281	233	233	262	259	营业税金及附加	341	307	279	296	312
其他应收款	55	45	46	51	51	营业费用	2661	1874	1726	1820	1908
预付账款	245	169	207	193	228	管理费用	1392	1082	969	997	1015
存货	6378	5669	5033	6416	5627	研发费用	96	144	130	138	146
其他流动资产	6629	3564	3564	3564	3564	财务费用	33	-11	-62	-192	-381
<b>非流动资产</b>	12630	16457	14466	14388	14146	资产减值损失	-839	-1298	454	193	135
长期投资	262	339	438	539	643	其他收益	174	407	206	247	244
固定资产	10452	11021	9654	9955	9986	公允价值变动收益	-5	-25	-15	-20	-18
无形资产	1033	1078	1052	1035	1032	投资净收益	394	222	201	240	264
其他非流动资产	883	4020	3322	2859	2485	资产处置收益	11	7	16	10	11
<b>资产总计</b>	34704	33977	34253	41718	47420	<b>营业利润</b>	8004	6239	7328	7875	8593
<b>流动负债</b>	9995	9974	9010	10307	9282	营业外收入	31	22	22	22	22
短期借款	2383	2338	2338	2338	2338	营业外支出	62	44	41	44	48
应付票据及应付账款	1712	2144	1282	2383	1472	<b>利润总额</b>	7973	6216	7309	7853	8567
其他流动负债	5900	5493	5390	5586	5472	所得税	1603	1332	1567	1683	1836
<b>非流动负债</b>	576	853	849	846	843	<b>净利润</b>	6370	4884	5742	6170	6731
长期借款	15	13	9	6	3	少数股东损益	114	18	135	132	112
其他非流动负债	561	840	840	840	840	<b>归属母公司净利润</b>	6256	4866	5608	6038	6619
<b>负债合计</b>	10571	10828	9858	11153	10125	EBITDA	8844	7144	8045	8498	9101
少数股东权益	370	341	476	607	719	EPS(元)	1.81	1.40	1.62	1.74	1.91
<b>股本</b>	3465	3465	3465	3465	3465						
资本公积	8072	8072	8072	8072	8072	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	12117	11161	11596	12064	12574	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	23763	22809	23919	29957	36576	营业收入(%)	22.5	-9.7	-9.2	6.2	5.2
负债和股东权益	34704	33977	34253	41718	47420	营业利润(%)	16.8	-22.1	17.5	7.5	9.1
						归属于母公司净利润(%)	15.0	-22.2	15.2	7.7	9.6
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	17.3	15.4	17.2	16.6	16.6
						净利率(%)	8.5	7.3	9.3	9.4	9.8
						ROE(%)	26.4	21.1	23.5	20.2	18.0
						ROIC(%)	23.7	18.7	21.0	18.1	16.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.5	31.9	28.8	26.7	21.4
						净负债比率(%)	-23.8	-21.2	-31.9	-45.6	-55.3
						流动比率	2.2	1.8	2.2	2.7	3.6
						速动比率	1.5	1.0	1.4	1.8	2.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	2.3	1.9	1.8	1.7	1.5
						应收账款周转率	299.4	259.6	259.6	259.6	259.6
						应付账款周转率	25.5	29.3	29.3	29.3	29.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.81	1.40	1.62	1.74	1.91
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.55	1.74	1.73	1.89	1.97
						每股净资产(最新摊薄)	6.86	6.58	6.90	8.65	10.56
						<b>估值比率</b>					
						P/E	13.5	17.4	15.1	14.0	12.8
						P/B	3.6	3.7	3.5	2.8	2.3
						EV/EBITDA	8.3	11.0	9.4	8.2	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn