



布局预制菜带来新增长，肉制品行业龙头有望迎来估值修复 —双汇发展（000895.SZ）投资价值分析报告

● 屠宰业集中度有望提升，预制菜行业高速发展

目前我国屠宰行业竞争格局分散，大型企业整体市占率较低，从成本及环保角度出发，屠宰行业规模化、寡头化是发展趋势，行业领先企业有望受益于屠宰行业集中度提升。肉制品领域，近几年来，随着我国居民经济条件的改善，人们的健康意识逐渐增强，消费者对营养健康的肉制品需求也更加迫切，在消费者需求拉动下，我国低温肉制品市场增长空间较大。预制菜领域，随着外卖行业的蓬勃发展和因疫情催生的家庭端消费需求，预制菜行业从速冻米面等极少数品类拓展至多种菜品，从B端延伸至C端消费者，由一线城市延伸至二三四城市，行业迎来高速发展，目前行业参与者众多，大型企业受益于品牌优势及规模成本优势，有望快速打开B端及C端市场。

● 短期看，猪价下行有望带动整体毛利率水平提升

2022年，生猪价格“先抑后扬”并于近几个月有所回落，在能繁母猪数量及生猪出栏数量逐渐恢复，以及猪肉需求较为稳定的情况下，猪肉价格上涨空间有限，公司有望受益于猪价下行带来的盈利能力修复。2022年猪肉采购价格的降低，有利于肉制品业务毛利率提升，同时在公司适度升级产品品质、加大市场投入，积极参与市场竞争的背景下，预计全年肉制品吨均盈利将保持在较高水平，带动公司整体毛利率水平提升。

● 长期看，布局预制菜行业有望带来新增长点

公司有望受益于屠宰行业集中度提升，同时公司积极向上游养殖业拓展，与养殖企业建立战略合作关系，以上举措有望带来屠宰量的增加，降低生猪价格波动风险，长期看，屠宰业务毛利率有望提升；肉制品业务，公司积极布局低温肉制品，在消费升级背景下，公司有望受益于低温肉制品业务增长。此外，目前预制菜领域参与者众多，公司有望依托长期的品牌优势及规模成本优势，快速打开B端及C端市场，预制菜行业有望成为公司新的业绩增长点。

● 公司盈利预测与估值

预计公司2022-2024年营业收入分别为619.47、664.91、714.75亿元，YOY分别为-7.10%、7.33%、7.50%；EPS分别为1.62、1.82、1.96元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为32.40元/股，当前公司PE（TTM）百分位为14.72%，估值处于历史低位水平，有较大修复空间，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

市场风险、原材料价格波动风险、消费转型风险、社会成本上升风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	66,682.26	61,947.17	66,490.95	71,474.98
YOY	-7.10%	7.33%	7.50%	7.67%
归母净利润	4,865.94	5,625.66	6,298.60	6,797.18
EPS	1.40	1.62	1.82	1.96
P/E	18.46	15.97	14.26	13.22

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

食品饮料行业组

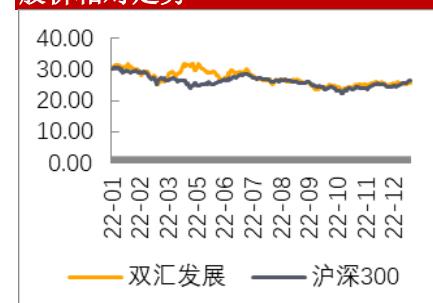
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.1.17

收盘价（元）	25.88
一年中最低/最高（元）	22.65/32.59
总市值（亿元）	896.7
ROE（加权）	18.19%
PE（TTM）	16.37

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1.屠宰业	5
1.2 肉制品	8
1.3 预制菜	14
二、公司主要业务板块经营情况分析	18
2.1.公司主营业务及产品介绍	18
2.2.公司经营业绩情况	21
2.3.公司核心资源和竞争优势分析	22
2.3.1 品牌优势	22
2.3.2 产品优势	24
2.3.3 渠道优势	25
2.3.4 成本控制优势	27
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	29
三、2022-2024 年公司整体业绩预测	31
四、公司估值分析	33
4.1.P/E 模型估值	33
4.2.PEG 模型	33
4.3.DCF 模型	34
五、公司未来六个月内投资建议	34
5.1.公司股价催化剂分析	34
5.2.公司六个月内的目标价	35
六、公司投资评级	35
七、风险提示	35



图表目录

图 1 各国人均猪肉消费量对比.....	5
图 2 猪肉消费量预测.....	5
图 3 能繁母猪存栏数量及增速.....	6
图 4 生猪出栏数量及增速.....	6
图 5 生猪及猪肉价格走势.....	6
图 6 2021 年中国生猪屠宰产业主要企业占比情况.....	8
图 7 规模以上生猪屠宰量及增速.....	8
图 8 规模以上定点屠宰量占比趋势.....	8
图 9 肉制品产业链.....	9
图 10 猪牛羊禽肉产量 (万吨)	9
图 11 2021 年肉类消费结构.....	9
图 12 生猪市场产品消费形式.....	10
图 13 猪肉细分品类占比情况.....	11
图 14 肉制品市场规模及增速.....	12
图 15 低温肉制品市场规模及增速.....	13
图 16 低温肉制品、高温肉制品产量占比.....	13
图 17 中国传统餐厅引入预制菜的餐厅成本结构.....	15
图 18 中国餐饮连锁化率 (2018-2021 年)	15
图 19 2022 年中国消费者未来购买预制菜频次.....	16
图 20 中国家庭户均人口结构.....	16
图 21 冷链运输减少运输损耗.....	16
图 22 冷链物流市场规模.....	16
图 23 预制菜行业规模及增长情况.....	18
图 24 双汇发展发展历程.....	19
图 25 公司营收及增速.....	21
图 26 公司净利润及增速.....	21
图 27 公司毛利率、净利率走势.....	22
图 28 营业收入构成及增速.....	22
图 29 毛利润构成及增速.....	22
图 30 分业务毛利率走势.....	25



图 31 双汇熟食门店.....	27
图 32 可比公司存货周转率对比.....	29
图 33 可比公司应收账款周转率对比.....	29
图 34 可比公司总资产周转率对比.....	30
图 35 可比公司销售费用率对比.....	30
图 36 可比公司管理费用率对比.....	30
图 37 可比公司财务费用率对比.....	30
图 38 可比公司毛利率对比.....	31
图 39 可比公司净利率对比.....	31
图 40 可比公司 ROE 对比.....	31
图 41 公司 PE(TTM)估值百分位.....	33
图 42 可比公司 PE(TTM)对比.....	33
表 1 近年生猪屠宰行业相关文件及政策.....	7
表 2 中国猪肉主要类型及销售渠道.....	10
表 3 肉制品分类 (按加热温度)	11
表 4 中国肉制品行业市场竞争格局情况.....	12
表 5 部分规模化肉制品加工企业的低温转型之路.....	13
表 6 预制菜定义与分类.....	14
表 7 预制菜行业参与者对比.....	17
表 8 包装肉制品介绍.....	19
表 9 公司生鲜产品介绍.....	21
表 10 中国快速消费品市场品牌榜单.....	24
表 11 2020 年定向增发投资项目情况.....	27
表 12 2022-2024 年公司收入预测	32
表 13 可比公司估值表 (截止 2022 年 12 月 30 日)	33
表 14 DCF 模型估值.....	34



一、公司所属主要行业情况分析

1.1. 屠宰业

我国是全世界猪肉消费量最大的国家，而生猪屠宰行业一头连着生猪养殖，一头连着肉品消费，是保障肉品质量安全的关键环节，也是影响猪肉市场行情的重要节点之一。目前我国生猪养殖整体规模已进入成熟期，市场趋近饱和，而整体屠宰行业市场相对混乱，在猪瘟和疫情淘汰中小企业的背景下，屠宰产业有望进入整合期。

未来我国猪肉消费量上涨空间有限，对比其他国家，2022年我国人均猪肉消费量28.49公斤/人，全球、美国、日本人均猪肉消费量分别为11.09、23.79、16.06公斤/人，根据OECD预测，2031年我国猪肉消费量预计为58,606.84千吨，人均猪肉消费量预计31.22公斤/人，较2022年复合增长率分别为1.15%、1.02%，猪肉消费量增长空间有限。

图 1 各国人均猪肉消费量对比

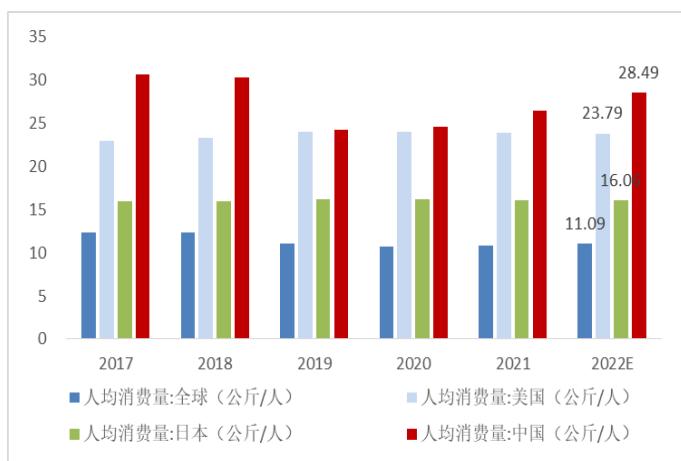


图 2 猪肉消费量预测



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

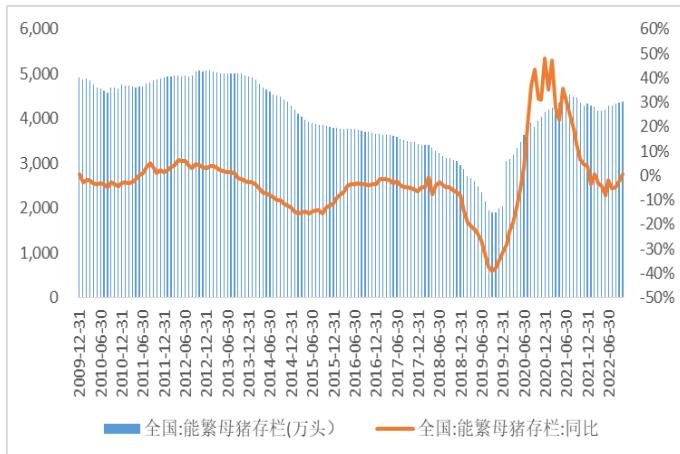
我国生猪养殖行业呈现周期性特征，生猪价格周期性波动明显，一般3-4年为一个周期。所谓猪周期是指遵循“母猪数量减少——生猪供应减少——猪肉价格上涨——母猪补栏增加——生猪供应增加——猪肉价格下跌——母猪去产能”的一个循环，市场价格机制推动产能变化是猪周期的成因。以往发生猪肉价格大幅失衡，国家层面会通过政策、资金、行政手段等方式促使猪肉价格尽快回调。近年来，随着生猪养殖规模化程度逐步提高，受价格影响的生猪产能波动有所减弱，猪周期出现延长趋势，同时自2021年9月起，国家坚持以预警调控为主，通过抓住“能繁母猪存栏量变化率”指标进行生猪产能调控，平滑猪周期的波动，未来猪价或将减少大幅波动，整体较为均衡。

2018年受非洲猪瘟影响，能繁母猪数量大幅下降，2018年底能繁母猪存栏量2,969.00万头，较同期下降8.30%，2019年底能繁母猪存栏量2,028.67万头，较同期下降31.40%，能繁母猪数量减少导致生猪出栏数量的减少，2019年底生猪出栏54,419万头，较同期下降21.60%，2020年底生猪出栏量52,704万头，较同期下降3.20%，受我国长期饮食习惯影响，下游猪肉需求较为稳定，生猪出栏数量的减少带来猪肉价格的大幅上涨，2019年10月生猪



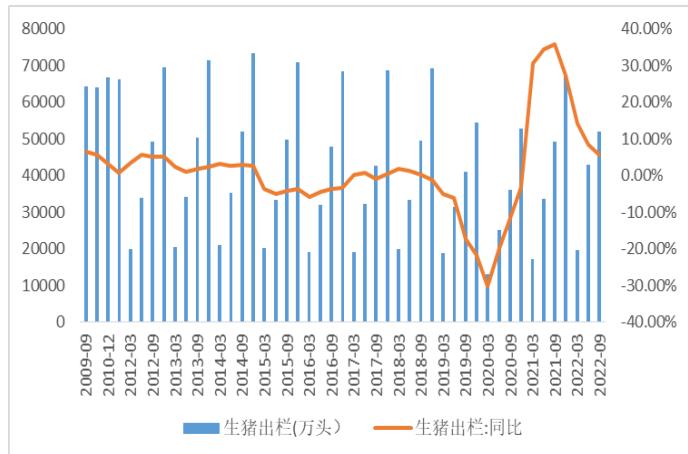
价格一度涨至 40.29 元/kg, 猪肉价格涨至 56.02 元/kg, 分别较同期上涨 170.88%、136.79%, 近几年随着猪瘟影响减弱, 2020 年能繁母猪数量及生猪出栏数量逐渐恢复, 带动生猪价格及猪肉价格逐渐降低。

图 3 能繁母猪存栏数量及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

图 4 生猪出栏数量及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

图 5 生猪及猪肉价格走势



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

由于屠宰企业的商业模式是购进生猪屠宰, 销售猪肉, 因此生猪与猪肉之间的价差是屠宰企业的利润来源, 一般当生猪价格先行上涨时, 猪肉价格跟随上涨, 且由于终端需求稳定、其他畜禽肉替代等因素, 猪肉价格上涨幅度将低于生猪价格上涨幅度。因此当猪价进入上行区间, 生猪与猪肉之间价差会缩小, 屠宰企业利润空间随着缩小, 反之, 当猪价下行, 屠宰企业利润空间随着增厚。因此屠宰价差与猪周期有紧密关联, 但是屠宰企业盈利能力基本与猪周期反向波动。

生猪屠宰行业产品高度同质化, 生猪采购价格以及猪肉销售价格受市场因素影响波动较大, 因此屠宰企业可通过提高屠宰量降低企业成本, 获得规模优势。拆分屠宰行业成本来看, 行业固定成本主要是设备及厂房折旧, 可变成本包括人工成本、检验检疫费用、水电费用等, 固定成本约占生猪屠宰成本的 20%, 可变成本约占 80%。大型企业通过先进的屠宰设备可大幅放量, 最大限度摊薄单头屠宰固定费用, 并以规模效应、管理精细化压缩人工、运输等可



变费用。此外，大型屠宰企业具备较强资源调控能力，可通过淡储旺销、产销区调运、进口猪肉等方式赚取季度价差、区域价差以及国际价差。

我国生猪屠宰整体市场集中度极低，主要为自屠自杀和私屠为主，占比超一半，企业生猪屠宰以中小企业为主，存在严重的管理规范缺失及食品安全问题。针对屠宰行业以上问题，1998年国务院颁布《生猪屠宰管理条例》，明确除农村地区自宰自食外，未经定点，任何单位和个人不得从事生猪屠宰活动。经过多年发展，生猪屠宰业相关法律法规不断完善，2019年农业农村部发布《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》的政策，取缔了4471家企业，除此之外2020年以来多条政策加强生猪屠宰管理规范，政策推动下预计生猪屠宰业市场集中度有望进一步提升。

表 1 近年生猪屠宰行业相关文件及政策

部门	时间	文件	内容
国务院	2021.8	新版《生猪屠宰管理条例》	在生猪进厂查验制度、屠宰全过程的质量管理制度等五大制度提高生猪管理要求。
农业农村部	2020.12	《关于开展严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动的通知》	严查重处生猪屠宰违法行为，加大对城乡结合部周边和已取缔的私屠滥宰点私屠滥宰易发多发区域的排查和巡查力度。
发改委	2020.3	《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》	适应从“运猪”到“运肉”的发展趋势，引导大型养殖企业就地就近配套发展生猪屠宰加工业，推动完善冷链物流基础设施网络。
广州农业农村局	2019.11	《广州市生猪屠宰布局和建设工作方案》	两年内全市生猪定点屠宰场减至5家，达到生猪定点屠宰厂资质等级4A级及以上标准。
农业农村部	2019.11	《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》	小型生猪屠宰场点，以县为单位计算，只减不增，取缔了4471家不符合要求的生猪定点屠宰厂。

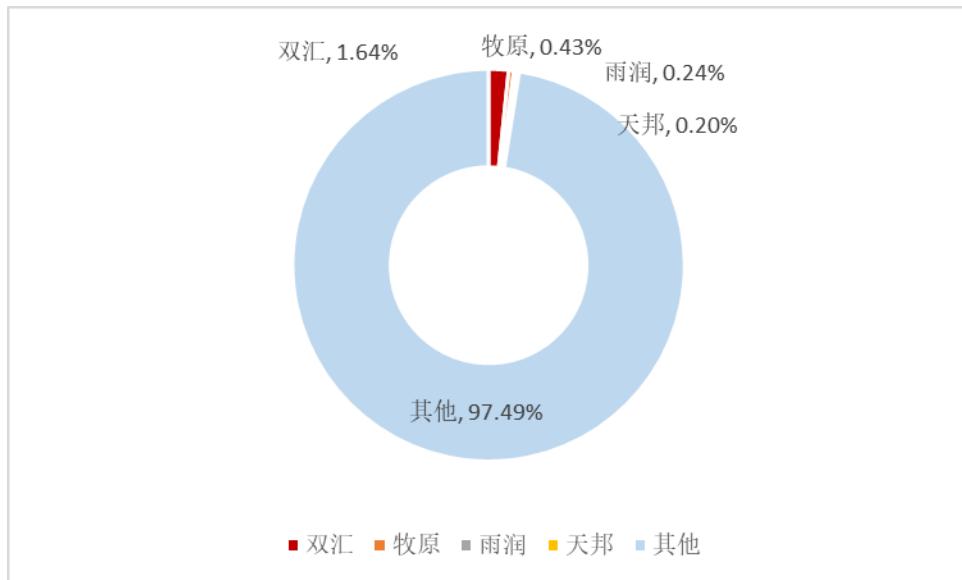
资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

目前国内生猪屠宰大型企业整体市占率较低，包括双汇、牧原、雨润和天邦、新希望和龙大美食等，目前大型企业整体除产能较低外，仍表现出较低的屠宰开工率，导致整体屠宰量份额较低，如牧原目前产能达2200万头/年，而2021年实际生猪屠宰量仅为289.7万头，仅为十分之一左右，根据农业农村部出栏量测算，2021年国内大型企业整体市占率较低，其



中行业龙头双汇仅占比 1.64%，规模以上仅占比 39.5%。随着相关规范政策要求持续提高和推进，预计市场集中度将提高。

图 6 2021 年中国生猪屠宰产业主要企业占比情况



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

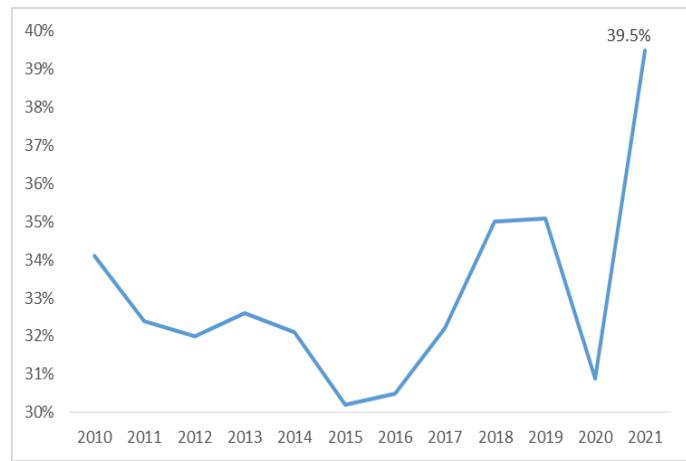
屠宰场具有污染大的特点，这也要求区域内屠宰场尽量少，以便治理环境，叠加食品安全方面的考虑，政府有足够的动力推动行业集中度提升。近几年，规模以上生猪屠宰量逐年上升，2021 年规模以上生猪屠宰量 2.65 亿头，较上年增长 62.5%，规模以上定点屠宰量 39.5%，综上，从成本及环保角度出发，屠宰行业规模化、寡头化应是发展趋势，行业领先企业有望受益于集中度提升。

图 7 规模以上生猪屠宰量及增速



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

图 8 规模以上定点屠宰量占比趋势

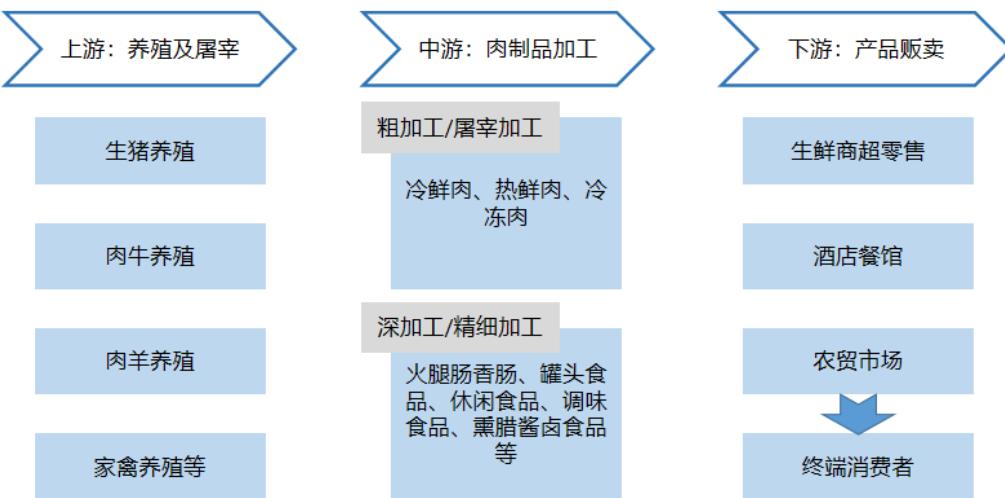


从肉制品行业产业链来看，我国肉制品行业产业链主要包括上游禽畜养殖和屠宰，中游肉制品的加工，再经过冷链物流运输等链条，最终到达消费者终端。粗加工猪肉产品主要包括冷鲜肉、热鲜肉及冷冻肉，深加工肉制品是指以鲜、冻畜禽肉为主要原料，经选料、修整、



腌制、调味、成型、熟化（或不熟化）和包装等工艺制成的肉类加工食品，如香肠、火腿、培根、酱卤肉、烧烤肉等。

图 9 肉制品产业链



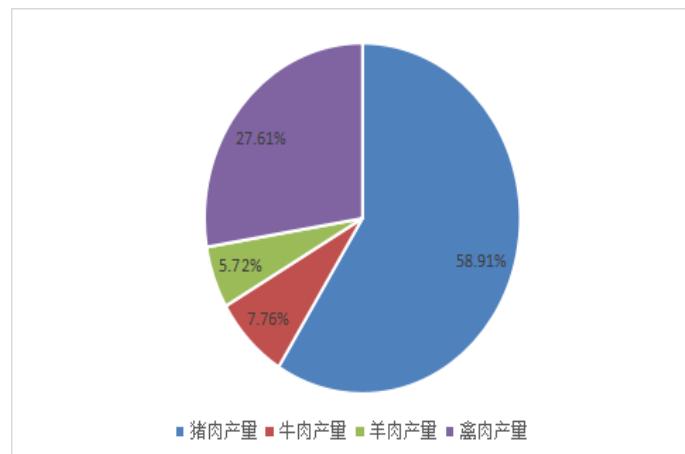
资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

2018 年，我国辽宁省首次发现非洲猪瘟病例，随后在仅五个月的时间里，扩散至我国 24 个省份，我国生猪大量死亡，猪肉产量大幅下降，因此我国肉类产量在 2018-2020 年持续下降。在我国陆续发布政策扶持生猪养殖以及鼓励肉羊肉牛、禽类生产的推动作用下，我国肉类产量在 2021 年呈现出较大幅度的回升，2021 年我国肉类产量达 8,989.99 万吨，同比上涨 16.02%，其中猪肉产量 5,295.93 万吨，同比上涨 28.75%。受传统饮食习惯和我国长期以来农业生产格局的影响，我国的肉类消费仍然以猪肉为主，2021 年猪肉产量占肉类产量占比 58.91%，其次是鸡鸭鹅等禽肉。因此，猪肉制品也是我国肉制品中最主要的分类。

图 10 猪牛羊禽肉产量（万吨）



图 11 2021 年肉类消费结构



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

猪肉产品中，受我国长期饮食习惯影响，热鲜肉仍是猪肉的主要消费类型，近几年，随着消费升级，以及现代零售商、餐饮、电商渠道的拓展和冷链物流的发展，冷鲜肉市场份额逐步提升，2021 年热鲜肉、冷鲜肉、冷冻肉市场份额分别是 44%，31%、25%，由于冷鲜肉



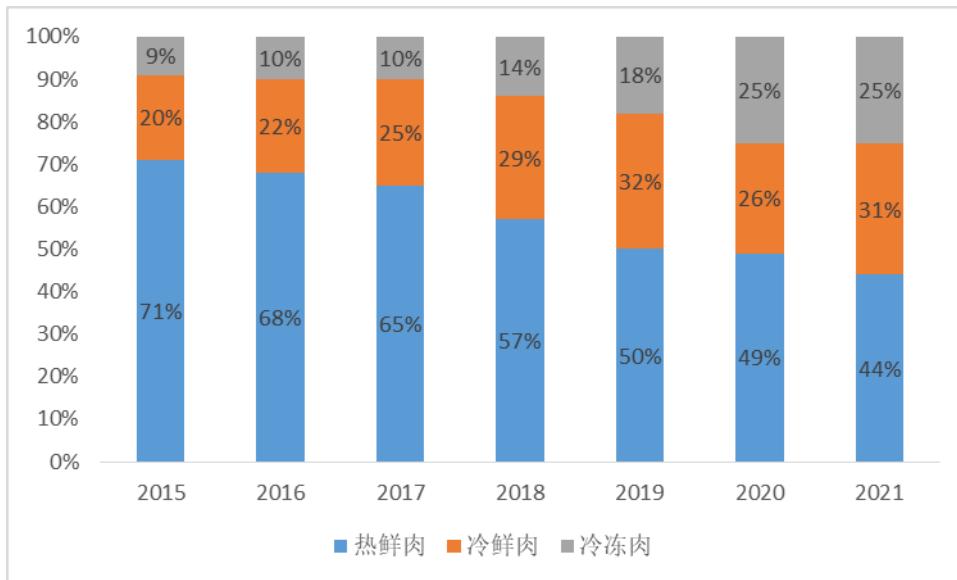
在保证产品健康的同时也保持了猪肉的自身营养，未来随着居民收入水平的不断提升，冷鲜肉的市场份额有望进一步提升。

表 2 中国猪肉主要类型及销售渠道

类别	热鲜肉	冷鲜肉	冷冻肉
特征	屠宰后直接食用或常温存放再食用，是最传统的食用方式，典型的是凌晨宰杀、早市售卖。其本身存在诸多缺陷，易污染腐败、不利于大工业化生产，限制了消费区域和时限，未来占比会越来越少	严格检疫合格的畜禽经过科学工艺屠宰后，置于零下 18 摄氏度的环境下 1-2 小时，后转入 0-4 摄氏度的环境中脱酸 16-24 小时，并在后续加工、流通和零售过程中始终保持在该温度范围内的畜禽肉，在保证产品健康的同时也保持了猪肉的自身营养，目前发达国家的超级市场里基本以冷鲜肉为主，将是我们未来消费升级的主要产品。	目前消费者一般不直接采购冻肉，但是每天都在食用，原因是冻肉经过次终端的加工后才触达消费端，目前我们外卖订餐用的多是以冻肉为主。
温度	室温	0-4 摄氏度	零下 18 摄氏度
保质期	1-2 天	7 天	6-12 个月
价格	中	高	低
销售渠道	农贸市场	农贸市场、加盟店、商超	食品加工企业、农贸市场、加盟店
市场份额	44%	31%	25%

资料来源：前瞻产业研究院、新浪财经、华通证券研究部

图 12 生猪市场产品消费形式



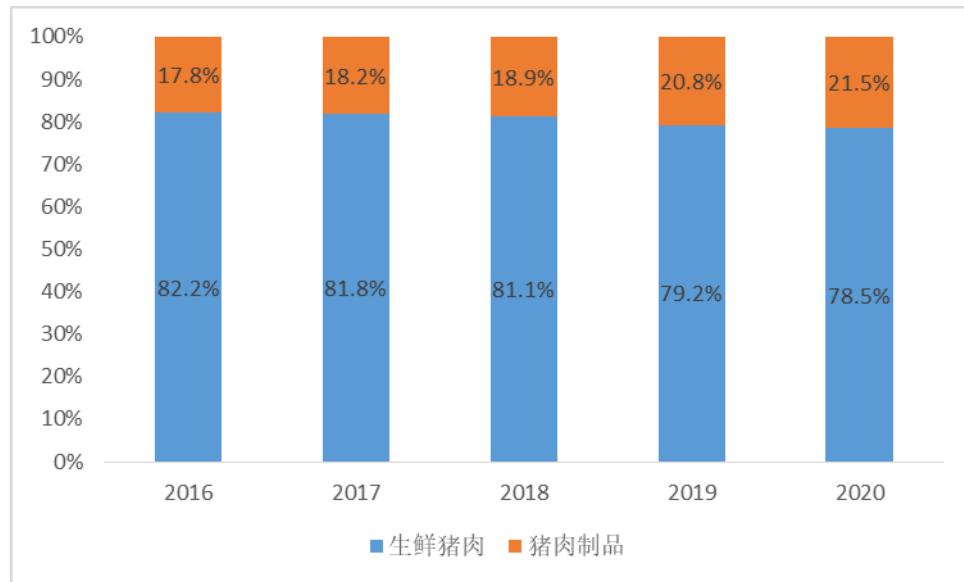
数据来源：新浪财经，华通证券研究部

我国虽然是世界上最大的肉类生产和消费大国，但肉类制品大多都是初加工产品，而精深加工的肉制品占比较低。根据华经产业研究院数据，2020 年生鲜猪肉产量占比 78.5%，猪肉制品产品占比 21.5%，猪肉制品产量占比逐步提升。但是从发达国家肉制品的发展历程看，我们还处于发达国家肉制品消费过程的第二阶段，根据前瞻产业研究院数据，2019 年我国加工肉制品占肉类消费比例为 20.8%，而全球平均标准为 45%，发达国家则超过 70%，我国肉



制品消费还有较大提升空间。

图 13 猪肉细分品类占比情况



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

从分类方式来看，肉制品可根据加热温度与加工工艺进行分类。根据加热温度，肉制品可分为高温肉制品及低温肉制品；按制作工艺的不同一般可以将肉制品分为腌腊肉制品、酱卤肉制品、熏烧烤肉制品、熏煮香肠火腿制品和发酵肉制品五类。与高温肉制品相比，低温肉制品最大程度上保证了肉类的口感和营养成分。近几年来，随着我国居民经济条件的改善，人们的健康意识逐渐增强，消费者对营养健康的肉制品需求也更加迫切，在消费者需求拉动下，我国低温肉制品市场增长空间较大。

表 3 肉制品分类（按加热温度）

分类	定义	加热及消毒方式	储藏方式	营养性	代表产品
高温肉制品	加热杀菌温度达到 115 至 120 摄氏度，病经过斩碎、搅碎、乳化高温蒸煮等工序，处于商业无菌状态的肉制品	121 摄氏度持续 4 分钟高温杀菌，中心温度高于 115 摄氏度并持续一段时间	常温保存	没有经过排酸处理，不利于人体营养成分的吸收	铁听罐头、铝箔软包装肉制品、耐高温膨胀薄膜纸盒灌制的火腿肠
低温肉制品	在 0 至 4 摄氏度的低温下腌制，采用 70 至 80 摄氏度进行低温加热消杀，经低温蒸煮的肉制品	采用巴氏杀菌法将微生物杀灭，加热时中心温度需达到 68-72 摄氏度并维持 30 分钟左右	0 至 4 摄氏度冷链运输及贮藏	保留肉制品绝大部分的营养成分，并且易被吸收	精致培根、脆皮热狗、调味牛排、中式酱卤产品

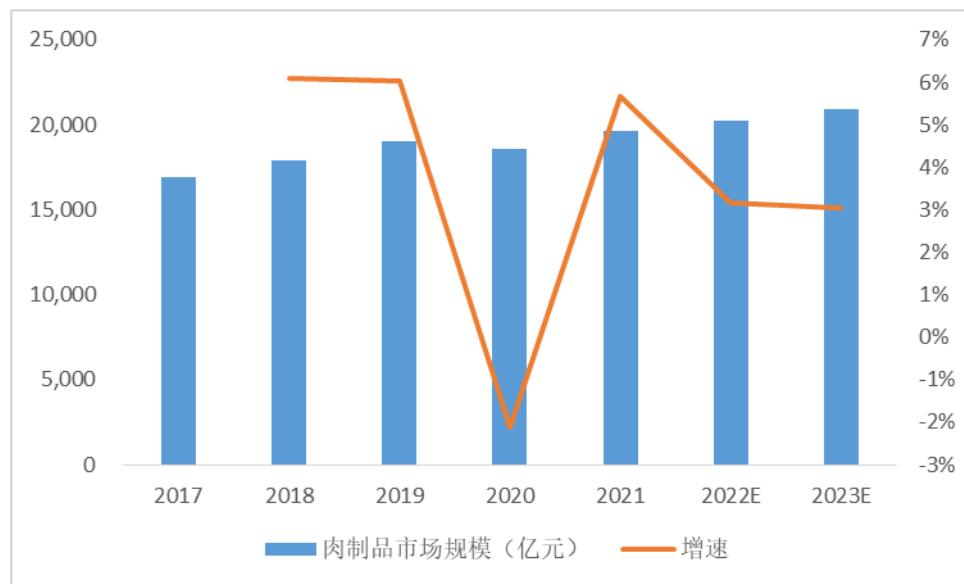
资料来源：华经产业研究院、华通证券研究部

随着人们生活节奏加快，和对产品便利性、安全性等方面要求的提升，肉制品易保存、



易加工、安全健康、风味多样等特性极大迎合消费者需求，未来随着肉制品加工工艺的不断提升，产品种类将更加丰富，市场前景广阔，根据中商产业研究院数据，我国肉制品市场规模由 2017 年的 16,892.36 亿元增长至 2022 年的 20,267.82 亿元，复合增长率为 3.71%，预计 2023 年我国内肉制品市场规模将达到 20,886.57 亿元。

图 14 肉制品市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院，华通证券研究部

从市场竞争格局来看，我国的中式肉制品产业还处在区域品牌多而散的阶段，产业集中度还很低，细分市场领域出现龙头企业。从肉制品市场占有率来看，2021 年双汇发展市场占有率位居第一达到 18.1%；其次，金锣占比 6.2%；众品食品和雨润市场占有率分别为 3.3% 和 1.3%。

表 4 中国肉制品行业市场竞争格局情况

竞争领域	竞争格局	市场区域	演变趋势
高温火腿肠	双汇、雨润、金锣三足鼎立	全国市场	双汇处于绝对市场优势，雨润以商超为主渠道；金锣持续下滑，市场份额越来越小；中小型火腿肠生产企业和区域品牌纷纷停产或半停产
低温肉制品	雨润、双汇为主体的竞争格局	全国市场	金锣、得利斯在低温产品上积极努力，从销售地域上突破，力争成为全国性大品牌，以喜旺、伯尼亞、龙大、美好、鹏程、诚信等为代表的区域强势品牌发展迅猛
冷却肉和生鲜肉	基本形成了双汇、雨润、金锣三家全国性品牌	区域市场与全国市场结合	以顺鑫农业、鹏程食品、四川高金、北大荒肉业为代表的区域性强势品牌发展迅速，河南众品、北京千喜鹤、新希望力图布局全国市场
散切熟食	没有全国代表性品牌	二、三、四级低端市场	未来三年内形不成全国性品牌，但二、三级市场竞争会逐渐转入中高端市场竞争，可能会形成更多的区域品牌
休闲肉制品	老四川、棒棒娃、绿盛、牛头牌	区域市场	该领域并没有形成真正的龙头，未来可能成为肉制品行业领先企业收购的重要选择
速冻调理肉制品	正大、龙凤、凤翔、大用、永达、海霸王、海欣	区域市场	目前行业属于新产品形态，第一集团涉猎较少，由于行业发展前景巨大，将会吸引更多肉制品行业领先企业进入，市场竞争会进一步加剧



资料来源：华经产业研究院，华通证券研究部

从生命周期看，高温肉制品已处于成熟期，增长动力略显不足，而健康化、品质化的低温肉制品逐渐成为行业升级的重点方向，吸引了诸多肉制品巨头进行战略布局。由于供给端研发技术、运输条件的差距及需求端消费习惯及消费能力的差异，我国低温肉制品的生产起步相较其他发达国家较晚。20世纪90年代，雨润等一批企业相继引进了低温肉制品成套生产设备，而后经过多年加工技术和生产设备改良，我国低温肉制品行业已实现蓬勃发展。以规模合计占据高温肉制品市场份额超过80%的双汇集团和金锣集团为例，双汇集团早在2012年便提出“开发大低温”战略，并与2013年引进美国史密斯菲尔德的全套低温肉制品设备、技术等，而金锣集团为创新低温肉制品生产技术成立了“科技研究院”，并每年保持10%的投入增幅。

表 5 部分规模化肉制品加工企业的低温转型之路

企业名称	相关事件
双汇集团	双汇集团2012年提出“开发大低温”战略，2013年以71亿美元买下全球最大的养猪及猪肉生产企业美国史密斯菲尔德，通过收购完善猪肉全产业链，提高生猪养殖水平，获得对方先进的低温肉制品设备、技术和管理经验；2017年双汇再次提出“稳高温、上低温”的产品策略并沿用至今。目前，双汇低温肉制品市占率已经达到15%左右，市场份额超过后十位竞争对手总和。
金锣集团	2018年，金锣集团为创新低温肉制品生产技术成立了“科技研究院”，持续强化研发实力，以标准化、智能化引领研发到生产的全流程，构建以质量为导向的研发体系，为企业持续深挖低温肉制品发展空间奠定了基础，金锣集团的低温肉制品产品矩阵也随之不断丰富，以多元口味满足全国各地消费者的差异化需求。

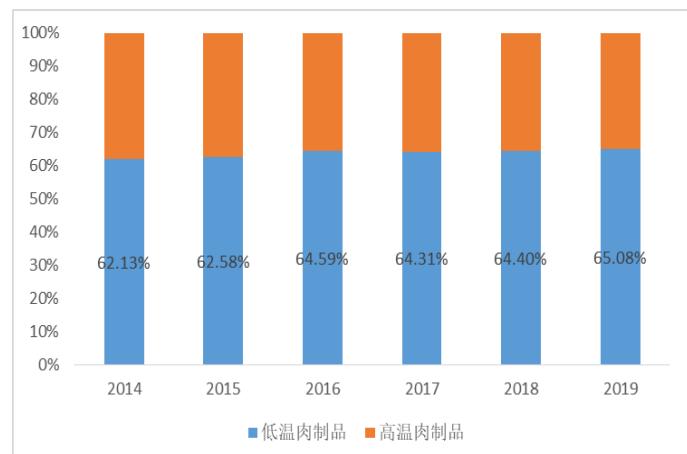
资料来源：36氪研究院，华通证券研究部

头豹研究院数据显示，我国低温肉市场规模在2017-2020年间由2,907亿元增长至4,348亿元，CAGR为14.36%。受到非洲猪瘟的影响，2021年低温肉市场规模出现下降，但随着低温肉制品的美味、健康得到更多肉类消费者的关注，预计2027年低温肉制品市场规模将达到7,086.4亿元，较2022年复合增长率为15.30%。另据中商研究院数据，2014年-2019年间，我国低温肉制品产量占比已由62.13%增长至65.08%，低温肉制品产量在2019年达到1,155.5万吨。

图 15 低温肉制品市场规模及增速



图 16 低温肉制品、高温肉制品产量占比





数据来源: 《2022年中国低温肉制品研究报告》, 华通证券研究部

1.3 预制菜

预制菜产品归属于“制造业”下的“农副食品加工业”。从预制菜产品映射至产业链, 农牧渔业、农副食品加工业、食品制造业、餐饮业、零售业等多个行业均涉及预制菜生产企业。

预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料, 配以各种辅料进行预加工(如分切、搅拌、腌制、滚揉、成型、调味)而成的成品或半成品, 经简单烹饪或加热后, 可作为日常正餐食用。2000年后, 深加工的半成品菜企业开始涌现, 但由于条件不成熟, 行业整体发展较为缓慢。直到2014年, 预制菜行业在B端步入放量期。到了2020年, C端的预制食品也开始迎来消费加速期。预制菜市场高速发展, 在服务了消费者的同时很好地为商家降本增效。

目前我国预制菜销售渠道85%以上集中于B端, 相较海外发达市场而言, 我国预制菜行业整体还较为落后, 仍然存在销售区域小、地域特征明显、参与者众多、行业集中度低、规模以上企业较少等特点。

表 6 预制菜定义与分类

	即食菜	即热菜	即烹菜	即配菜
定义	无需任何额外准备、加热或烹饪, 打开包装即可食用的产品。比如罐头类食品、卤味店部分食品、即食沙拉等	需微波炉等加热方可食用的成品食品, 如近年来市场上较为活跃的自热小火锅等	已初步深加工, 按份分装冷藏或常温保存的食材及必需的调味品, 可立即入锅调理的原料食品, 比如料理包等	新鲜食材已经过筛选、清洗、去皮、分切等简单预加工, 按份分装的半成品生料, 需自行烹饪与调味, 如小块肉、鱼片等
细分产品	沙拉、即食罐头、肉类熟食	自热小火锅、自热米饭、速冻面点	速冻、冷藏的半成品火成品菜肴	预配生制品与混合净菜
加工深度	深加工	较深加工	较深加工或半成品加工	初步加工
保质期限	新鲜(非罐头类)即食类通常为4-8天	阴凉常温储存的自热食品: 3-10个月 冷藏预制菜品: 6-8天 冷冻预制菜品: 10-18个月	冷藏预制菜品: 6-8天 冷冻预制菜品: 10-18个月	小于7天
冷运要求	均应采用冷藏车配送; 应对车厢进行预冷, 根据配送要求设置所需温度 实时连续监控并记录温度, 记录时间间隔不宜超过10min			
主要客群	主要面向C端销售	主要面向C端与B端餐饮企业销售	主要面向B端餐饮企业, C端零售逐步兴起	主要面向B端餐饮企业, C端常见于KA超市

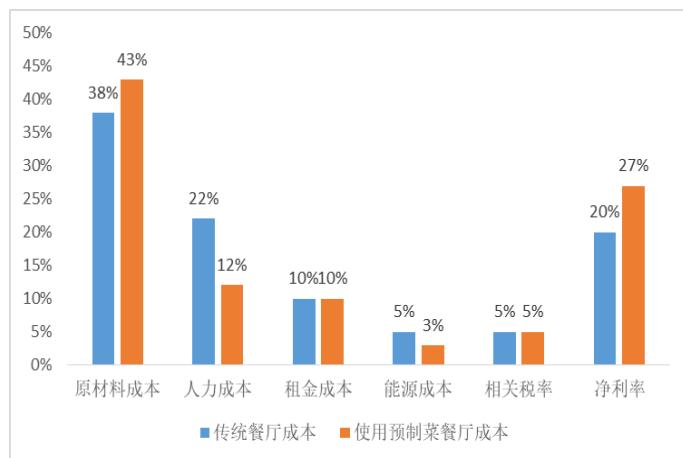


资料来源: 《2022 中国预制菜行业蓝皮书》, 华通证券研究部

中餐烹饪过程繁复、出餐效率低, 引入预制菜有助于提升翻台率。预制菜大大缩短了洗、切、腌制等相对费时的菜品准备环节耗时, 从而有助于提升出餐率与翻台率, 也降低了顾客等待时间, 助力餐饮企业提高顾客满意度。居高不下的成本压力倒逼餐饮供应链转型, 在租金及人力成本攀升的背景下, 餐饮企业可通过购买预制菜减少后厨人员配置和厨房面积, 以改善成本结构。根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 使用预制菜会将餐厅原材料成本占收入比由 38% 提升至 43%, 但餐厅人力成本占比会由 22% 降低至 12%, 能源成本占比由 5% 降低至 3%, 最终将餐厅净利率由 20% 提升至 27%。

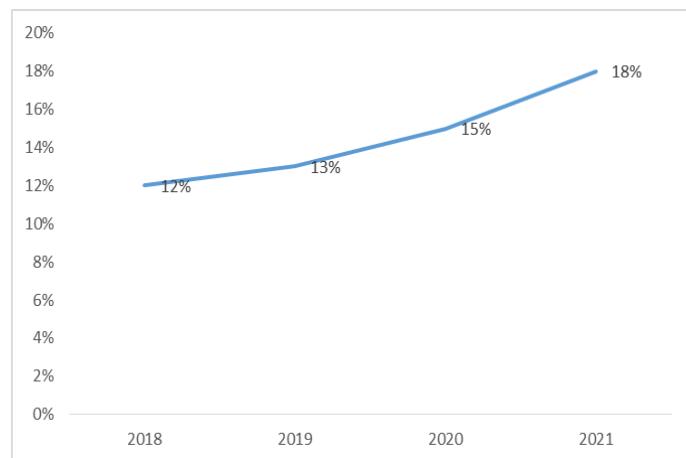
餐饮连锁化趋势下, 菜品标准化需求日益增长, 品牌化餐饮企业的跑马圈地推动中国餐饮连锁化率由 2018 年的 12% 提升至 2021 年的 18%。后疫情时代中小型餐饮企业的出清, 也为连锁化餐饮品牌提供了更广阔的生存土壤。随着未来连锁餐饮的进一步扩张拓店, 菜品稳定性有望成为品牌竞争力的核心, 用更易标准化的预制菜取代后厨烹饪加工的传统出菜模式可满足这一需求, 有望推动对预制菜的需求相应增长。

图 17 中国传统餐厅引入预制菜的餐厅成本结构



数据来源: 《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 华通证券研究部

图 18 中国餐饮连锁化率 (2018-2021 年)



数据来源: 《2022 中国预制菜市场展望》, 华通证券研究部

疫情下更多消费者保持居家, 预制菜即时需求提升, 消费习惯逐渐养成。根据德勤消费者问卷调研结果显示, 未来超 40% 的消费者将提高对预制菜的购买频次。与此同时, 消费者对预制菜的认知度和接受度不断提高, 这有助于即时增加的需求逐步转化为长期可持续的市场需求。此外, 2020 年以来, 疫情的反复造成堂食骤降, 餐饮企业面临门面空置压力, 部分企业, 如头部连锁火锅品牌及热门连锁西北风味餐厅, 也开始推出预制菜产品以增加销售回款, 而此类举措也有助于加深消费者对预制菜的接受度和认知度。

人口老龄化、家庭结构向小型化、多样化转变、双职工家庭较多等现象, 提高了对饮食便捷化的需求。近年来, 一人户及二人户家庭占比不断提升, 中国家庭发展呈现规模小型化、



类型多样化等特点。根据国家统计局数据，我国“一人户”家庭数量占比从 2015 年的 13% 增加至 2020 年的 25%，第七次人口普查数据显示，2020 年我国平均每个家庭户的人口为 2.62 人，较 2010 年减少 0.48 人，平均家庭规模缩小，此外，中国女性劳动参与率较高及老龄化趋势等都使得家庭用餐需求逐步向便捷化发展，“一人食”也成为刚需和搜索热词，方便快捷、分量控制精准的预制菜在 C 端市场的渗透率有望不断提升。

图 19 2022 年中国消费者未来购买预制菜频次

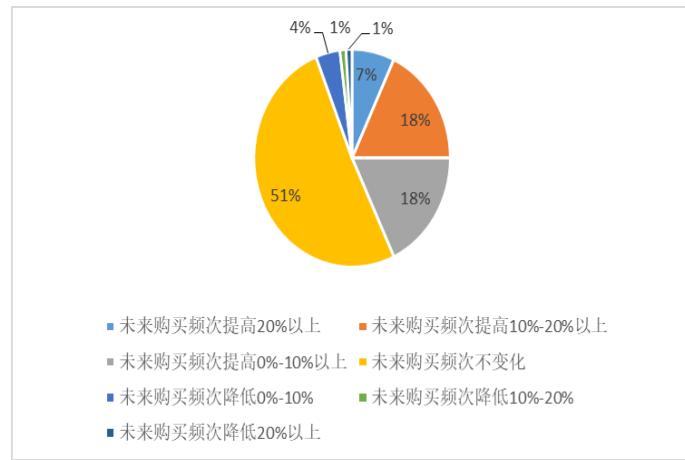
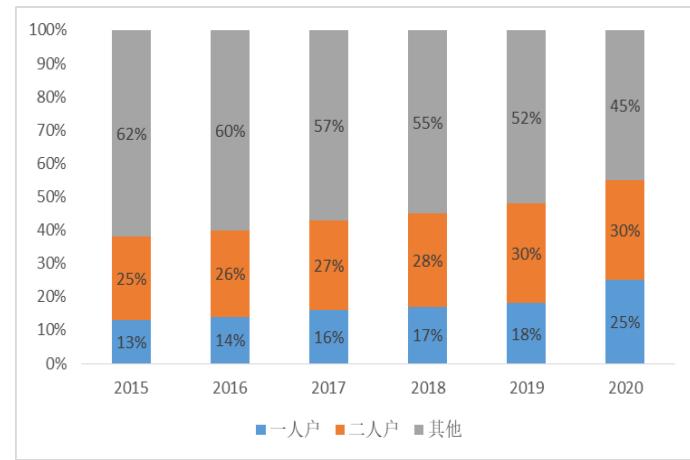


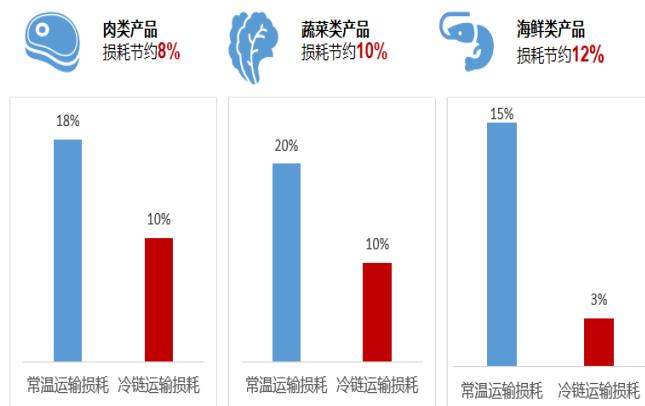
图 20 中国家庭户均人口结构



数据来源：《2022 中国预制菜市场展望》，华通证券研究部

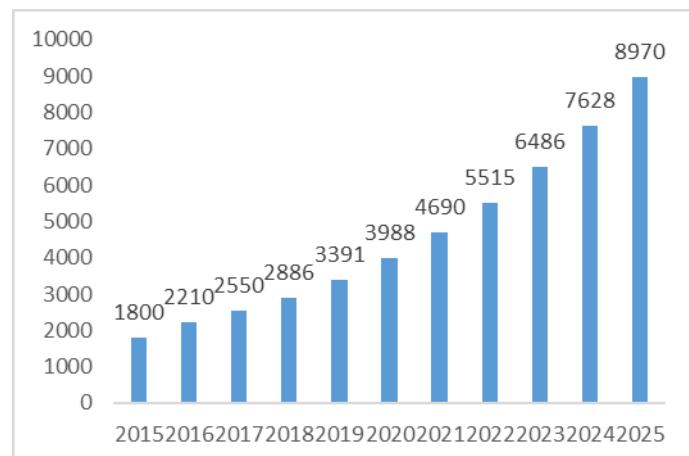
中国传统餐饮食材供应链环节众多且复杂，食材从原产地流通到餐饮终端一般需要经过多级批发商或经销商流转，不仅导致食材损耗率偏高，而且层层加价拉升餐饮企业采购成本、降低采购效率。自 2015 年以来国内冷链物流基础设施不断完善，第三方专业服务机构涌现，例如顺丰 2014 年底起正式成立冷运事业部，京东 2015 年开始打造冷链物流体系，2018 年正式推出京东冷链。预制菜电商交易也在 2016 年以后快速发展。据冷链专家访谈，目前中国除西藏和青海外，其他省会级一二线城市均覆盖，预计在 2025 年中国冷链乡镇覆盖率可达八成。随着冷链物流的不断完善，预制菜的可运输范围将进一步扩大，为预制菜行业规模扩张奠定基础。

图 21 冷链运输减少运输损耗



数据来源：《2022 中国预制菜行业蓝皮书》，华通证券研究部

图 22 冷链物流市场规模



数据来源：《2022 中国连锁餐饮报告》，华通证券研究部



目前，我国预制菜行业参与者类型众多，总体来看市场仍高度分散，行业形态和稳态竞争的格局尚未形成。同时，不同类型门派预制菜玩家具有差异化核心竞争力，也在基于各自的基因优势不断提升自身竞争力，驱动行业发展。

表 7 预制菜行业参与者对比

企业类型	主要客群	主要产品模式	生产方式	优势	挑战
专业预制菜企业	过去主要面向B端市场，近年来C端消费者市场也热度大增	聚焦特色菜品，同时主打爆款菜品	自建工厂或通过OEM代工	扎根预制菜行业多年，生产销售经验丰富，自主研发产品能力强	工厂规模较小，许多专注于最擅长的2-3个品类，部分品牌C端知名度有限
上游农林牧渔企业	主要面向B端市场	在原有的肉禽类等各类农产品基础上往下再加工	基本依靠自有生产基地，与原有初加工产品生产线有共用的部分	具备原材料资源优势和成本优势，拥有规模化生产能力，供应稳定，同时B端渠道布局已经较为成熟	2C端业务缺乏基因，品牌力较弱，对终端消费需求的感知与把控能力不强
传统速冻食品企业	面向C端客户和小B端客户为主	主要是传统的速冻面点、肉类、蔬菜、产品菜等，以标准化产品为主	自有生产基地，生产基地靠近原产地，部分找OEM代工	终端品牌力强，产品标准化程度高，擅长打造标准品；销售网络完善，渠道分销能力强	产品2B端定制化能力不强，同时易给C端消费者带来固有印象，误认为预制菜能力不强，仅能做速冻食品
食材供应链服务商	主要面向B端市场	以餐饮行业内所需的各类半成品或初加工食材为主	自有加工中心，可与原有生产线共用	针对B端的产品研发、生产加工以及采购、运输能力齐全，B端客户积累丰富；自建物流体系有助于布局下沉市场	上游受农产品价格周期波动，下游餐饮客户价格敏感度相对较高，或致自身利润率周期波动
餐饮企业	以C端客户为主	以还原自家门店招牌菜为主	自建中央厨房，原材料外采，部分OEM代工	线下门店经营品牌知名度高，具备强大的C端消费群体基础，对终端消费偏好更加敏感，易把控客户需求	依托自有中央厨房生产，难大規模生产
连锁商超、生鲜电商等零售企业	以C端客户为主	各式预制菜品，同时即热即食类菜品较多，产品整体丰富度	基本由OEM代工生产或与餐饮、食品品牌合作	直接面向C端的零售销售渠道优势明显，同时可准确把控	销售渠道单一，需自建仓储和冷链体系；对第三方工厂依赖

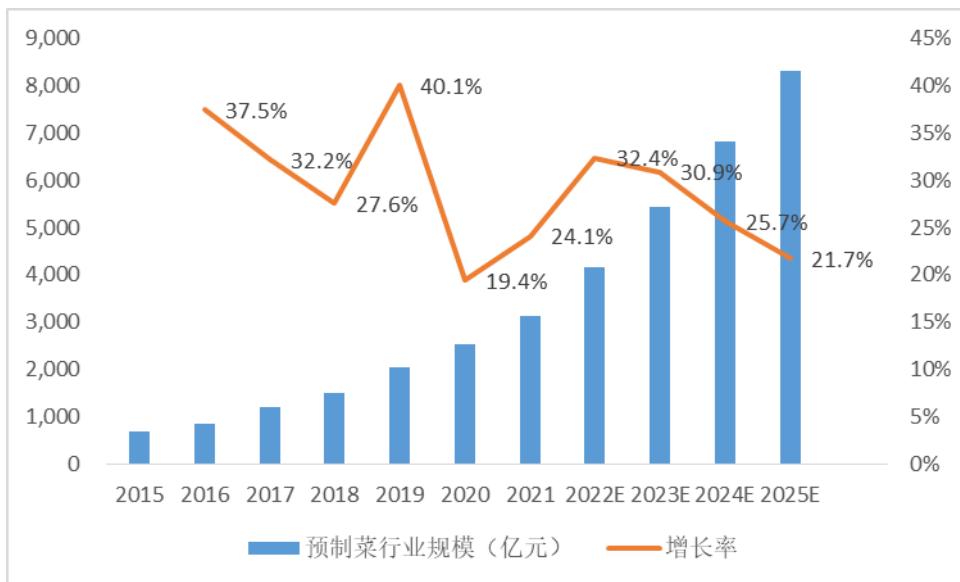


		较高		C 端消费者需求与偏好	度较高, 通常采取取代工厂模式加工, 同时 OEM 品控能力有限
--	--	----	--	-------------	----------------------------------

资料来源: 《2022 中国预制菜行业蓝皮书》, 华通证券研究部

随着外卖行业的蓬勃发展和因疫情催生的家庭端消费需求, 预制菜行业从速冻米面等极少数品类拓展至多种菜品, 从 B 端延伸至 C 端消费者, 由一线城市延伸至二三四城市, 行业迎来高速发展。NCBD (餐宝典) 数据显示, 2021 年中国预制菜市场规模在 3,100 亿元左右, 同比增长 24.1%。预计到 2025 年将会突破 8,300 亿元, 其中在 C 端市场的规模占比将接近 30%。

图 23 预制菜行业规模及增长情况



数据来源: 《2022 年中国连锁餐饮报告》, 华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2. 1. 公司主营业务及产品介绍

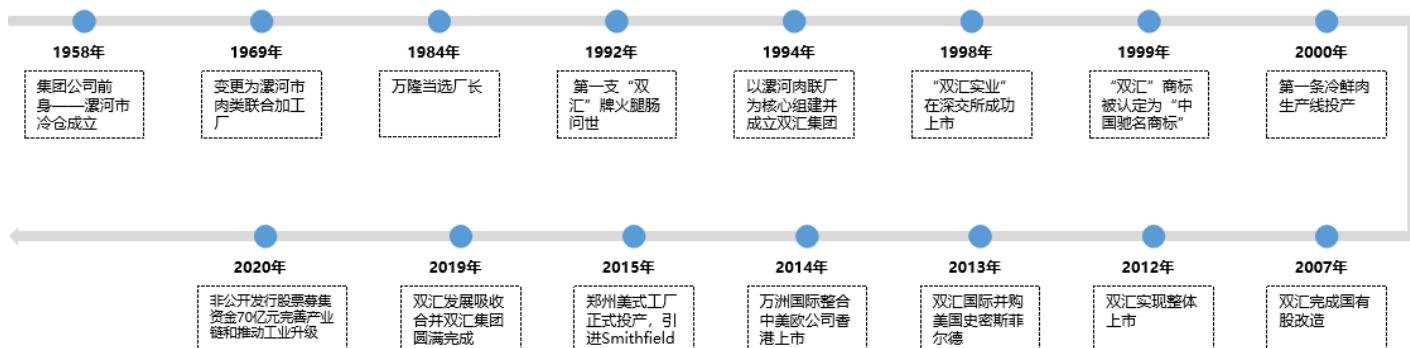
双汇发展 1998 年在深交所上市, 公司的控股母公司--万洲国际 (原双汇国际) 总部在香港, 2013 年双汇国际收购世界最大的猪肉企业美国史密斯菲尔德公司, 2014 年万洲国际整合中美欧 100 多家所属公司, 成功在香港上市。万洲国际拥有中国“双汇”、美国“Smithfield”等众多备受市场青睐的产品和品牌, 年屠宰生猪 5000 万头, 销售肉类产品 1000 多万吨, 业务辐射全球 40 多个国家和地区。国际化后的双汇, 利用全球资源和市场, 保持和巩固了在全国、全球的领先地位, 双汇牌冷鲜肉、双汇王中王在中国家喻户晓, Smithfield 品牌享誉欧美市场。

双汇发展始终坚持以屠宰业和肉类加工业为核心, 主要产品为生鲜产品及包装肉制品, 公司在全国 18 个省 (市) 建有 30 多家现代化肉类加工基地和配套产业, 拥有年加工肉制品 200 多万吨、单班年屠宰生猪 2,300 多万头的生产产能。在主业之外公司积极向上游发展饲料



业和养殖业，向下游发展包装业、商业，配套发展外贸业、调味品业等，形成了主业突出、行业配套的产业群，具有突出的集群效益和协同优势。2021 年，双汇入选“BrandZ™最具价值中国品牌 100 强”、“中国品牌价值 500 强”、“财富中国 500 强”，荣获“中国肉类食品行业最具价值品牌”、“中国肉类食品行业先进企业”等多项荣誉。“双汇”连续多年一直为肉类加工行业最具影响力的品牌之一，2021 年双汇品牌价值 738.46 亿元，连续多年领跑中国肉类行业。

图 24 双汇发展发展历程



资料来源：公司官网，华通证券研究部

公司坚定贯彻“继续调整结构，突出五大产业，整合全球资源，创新发展上规模”的战略方针，围绕消费转型升级，大力调整产品结构，持续开发新产品，推动产品结构向肉蛋奶菜粮结合转变，向一碗饭、一顿饭、一桌菜转变，进入千家万户、融入一日三餐，进一步实现产品形态多元化、消费功能多元化、消费人群多元化、消费情景多元化的目标。目前，公司培育了以包装肉制品和生鲜产品为主的产品群。

包装肉制品由火腿肠类、火腿类、香肠类、酱卤熟食类、餐饮食材类、罐头类等品类组成，品种多样、口味丰富，满足众多消费场景需要。双汇王中王为公司明星产品，深受消费者喜爱；双汇辣吗？辣、火炫风、双汇筷厨、双汇轻享鸡肉肠、智趣多鳕鱼肠、Smithfield 品牌产品等为公司近年推出的新产品，极大地迎合了消费升级的需求，表现出良好的增长潜力；公司酱卤熟食产品、中式菜肴产品、啵啵袋等方便速食产品将传统美食与现代食品加工工艺相结合，为消费者提供更加安全、美味、便捷的美食享受。

表 8 包装肉制品介绍

类别	品类描述	代表产品			
火腿肠类	主要指火腿肠类				



火腿类	主要指低温香肠、烤肠类	 双汇午餐方腿香肠	 双汇肘花火腿	 Smithfield 美式火腿片	 Smithfield 美式培根
香肠类	主要指低温香肠、烤肠类	 双汇玉米热狗肠	 双汇火炫风刻花香肠	 双汇香脆肠	 双汇Q趣香肠
酱卤熟食类	主要指酱卤类等	 红油卤猪蹄	 酱卤猪头肉	 香薰烤鸡	 酱卤牛肉
餐饮食材类	主要指丸子类、中式菜肴、腌制调理类、裹粉油炸类	 速冻丸子	 双汇家宴 (中式菜肴)	 双汇椒香小酥肉	 双汇波波袋 (方便速食)
罐头及其他类	主要指罐头类、素食类、蛋制品类等	 双汇午餐肉	 拌饭系列	 双汇手撕蟹味排	 双汇盐焗鸡蛋

资料来源：公司年报，华通证券研究部

生鲜产品以双汇冷鲜肉为主，公司引进了世界一流技术水平的屠宰与冷分割生产线，实现了生产过程中的预冷、精细分割和规模化生产，并通过全程冷链运输销往全国。公司采用冷却排酸、冷分割加工工艺，可以将一头猪分割成 200 多个产品，生产出的冷鲜肉肉品新鲜、质嫩味美、营养健康、安全卫生，满足消费者的多样化需求。



表 9 公司生鲜产品介绍

类别	品类描述	代表产品			
生 鲜 产 品	主要指 冷鲜猪 肉产品				

资料来源：公司年报，华通证券研究部

2.2. 公司经营业绩情况

自 1998 年上市以来，公司营收及净利润不断增长，2021 年因生猪产能恢复，生猪供应量增加，生猪价格大幅下降，公司生鲜产品销价同比下降超过 30%，影响公司营业收入同比下降 165 亿元，占同期收入的 22%，同时由于 2021 年生猪行情超预期波动，公司对冻品节奏把握出现偏差，造成国产冻品和进口肉猪肉出现亏损，导致生鲜冻品业务经营利润同比大幅下降。2021 年公司营收 666.82 亿元，较上年下降 9.72%，净利润 48.84 亿元，较上年下降 23.33%，2022 年前三季度公司营收 445.33 亿元，较上年下降 12.61%，净利润 41.25 亿元，较上年增长 19.00%。

图 25 公司营收及增速

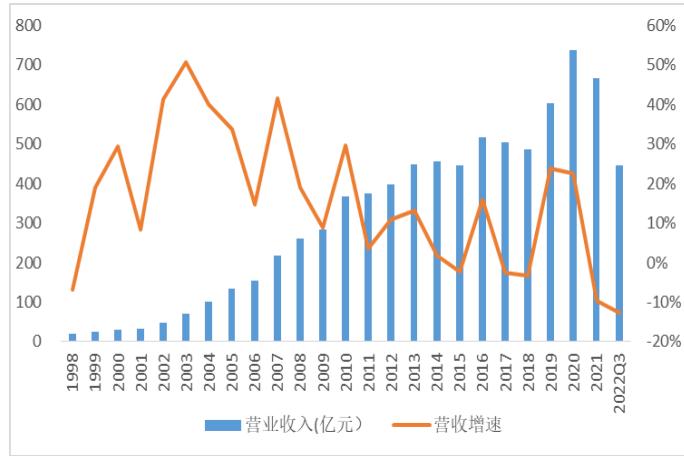
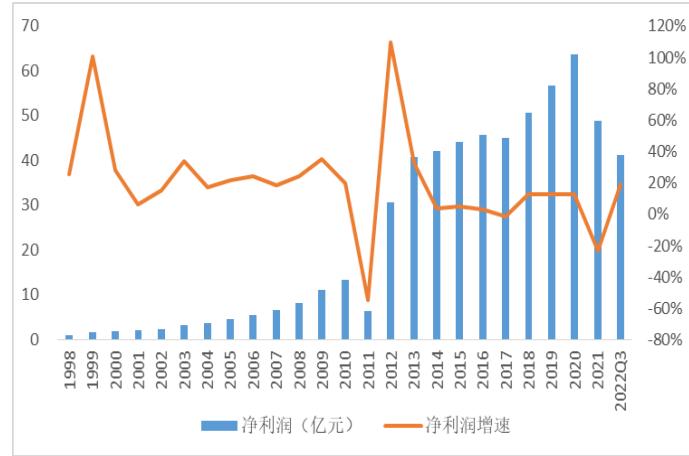


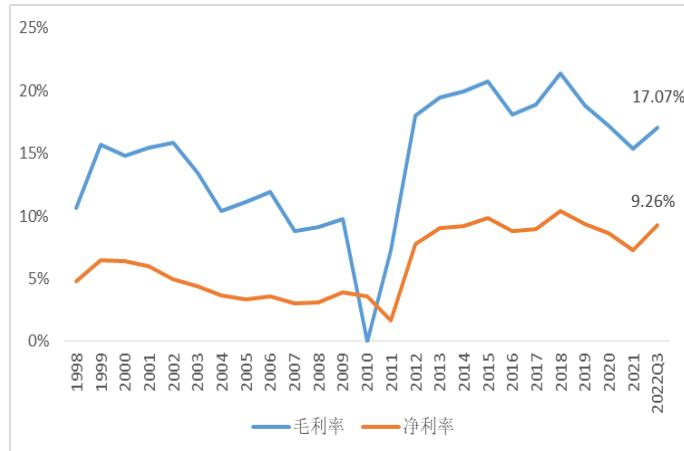
图 26 公司净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

自 1998 年上市以来，公司毛利率及净利率逐步改善，由于 2022 年生猪价格先降后升，因此屠宰业及肉制品业务猪原料成本下降较多，2022 年前三季度公司整体营业成本较去年同期下降 51.04 亿元，降幅 14.21%。2022 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 17.07%、9.26%，毛利率较去年同期下降 0.44 个百分点，净利率较去年同期上升 2.46 个百分点。

图 27 公司毛利率、净利率走势

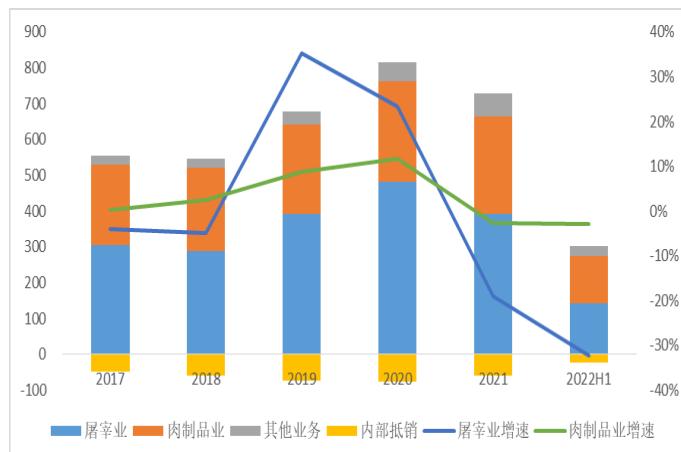


数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

公司营业收入主要来自屠宰业务及肉制品业务，2022年上半年屠宰业务实现收入 142.21 亿元，较上年下降 32.25%，肉制品业务实现收入 132.54 亿元，较上年下降 2.95%，屠宰业、肉制品业务分别占营业收入 50.97%、47.50%，相较于 2017 年屠宰业、肉制品业务分别占营业收入 60.27%、44.92%（由于存在内部抵销占营业收入-9.78%，因此屠宰及肉制品占营业收入比重大于 100%），肉制品业务占营业收入比重不断上升。

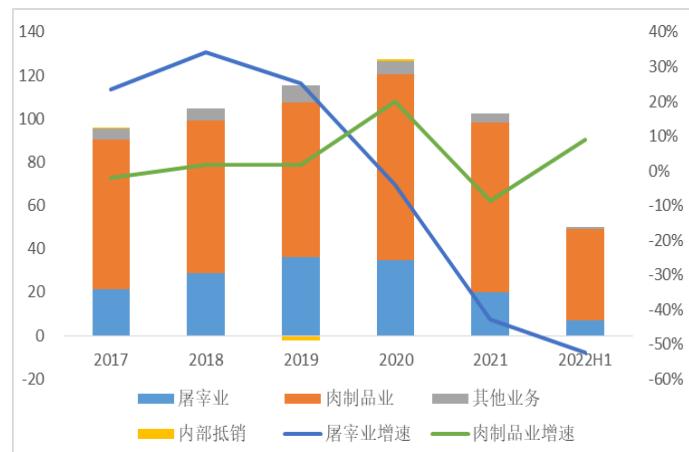
从毛利润构成来看，公司毛利润主要来自于肉制品业务，2022年上半年屠宰业毛利润 6.76 亿元，较上年下降 52.31%，肉制品毛利润 42.37 亿元，较上年增长 9.02%，屠宰业、肉制品业务分别占毛利润 13.50%、84.65%，相较于 2017 年屠宰业、肉制品业务分别占毛利润 22.50%、72.45%，肉制品业务占毛利润比重不断上升。

图 28 营业收入构成及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

图 29 毛利润构成及增速



2.3. 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌优势

在品牌营销方面，公司精心组织企业品牌宣传活动，聚焦主导产品、高质高效开展营销活动，通过以下项目，有效推动了品牌年轻化，提升了品牌声量：



一、积极开展各类营销，助力公司产品推广

1、节日营销：一是拍摄品牌营销新年微电影、菜品推广宣传片，开展抖音全民任务、微博话题营销等数字传播；二是开展“汇聚幸福 为爱做道菜”春节营销活动 58,000 多场，助推春节旺销。

2、综艺营销：一是联合头部综艺《向往的生活》，重点推广了双汇筷厨、肉力九十等食材产品；二是联合新锐综艺《一起露营吧》，重点推广了啵啵袋、拌饭、丸子等餐饮产品；三是联合芒果 TV 综艺《爸爸当家》，深度植入智趣多儿童鳕鱼肠，扩大儿童品牌影响。通过各类综艺营销，与目标群体加强沟通，推广重点新品，有效促进了品牌年轻化。

3、明星营销：一是发布多个明星广告，线上线下聚焦推广，助推双汇王中王、双汇辣吗？辣以及餐饮食材、中式产品等销售；二是举办明星代言双汇调味品暨全国招商启动仪式，微博、微信、抖音等多平台矩阵式传播，并开展明星主题营销活动 5000 多场，助力调味品渠道开拓和市场销售。

4、联合营销：一是联合网易、搜狐、凤凰、抖音等平台赞助行业科普、儿童成长等热门栏目；二是联合崇德动漫举办“与你共飞翔·乡村助幼”公益活动，提升品牌口碑。

二、推行“透明工厂”，增强与消费者互动

在全国各工业基地组织多家媒体及消费者参加“走进工厂看双汇”主题活动；同时通过视频号、抖音号等平台展示工厂现代化生产加工流程和冷鲜肉相关科普视频，让社会公众更深入、更全面、更真实地了解双汇。

三、积极履行社会责任，提升品牌美誉度

企业在疫情阻击战中一手抓疫情防控，一手抓民生供应，克服重重困难，加强上海、吉林等地区的肉类供应，积极履行企业主体责任，展现行业领军企业的责任和担当，提升品牌美誉度。

根据《2022 品牌足迹报告-中国快速消费品市场》，按消费者触及数排名，2021 年双汇集团位列中国快速消费品市场品牌第 5 名，消费者触及数 434.4 百万人，市场渗透率 62.3%，2021 年消费者平均选择次数为 3.7，远高于金锣集团 131.5 百万人，28.9% 的市场渗透率，以及 2.4 的消费者的平均选择次数，此外，双汇集团连续十年入选“中国消费者十大首选品牌”，其余五个始终蝉联前十的快消品品牌分别是伊利、蒙牛、康师傅、光明、旺旺。公司借助长期以来的品牌优势以及创新营销活动，带动终端动销良好增长，未来随着新产品的陆续推出，产品品类的不断完善，公司借助长期的品牌优势有望迎来业绩的持续增长，在目前预制菜行业竞争格局分散，行业前景广阔的背景下，公司预制菜产品有望借助品牌优势，获得 B 端及 C 端消费者信任，在预制菜行业获得良好增长。



表 10 中国快速消费品市场品牌榜单

排名	制造商	消费者触及数 (百万)	消费者触及数 增长率%	渗透率%	2021 平均选择 次数
5	双汇集团	434.4	-8.8	62.3	3.7
44	金锣集团	131.5	-4.9	28.9	2.4

数据来源: 《2022 品牌足迹报告-中国快速消费品市场》, 华通证券研究部

2.3.2 产品优势

产品力是核心竞争力, 双汇坚持以品质惠及消费者, 围绕一碗饭、一顿饭、一桌菜, 加大产品研发和结构调整力度, 以满足新形势下多元化的消费新需求。公司先后引进国际领先的技术设备 5000 多台套, 推动工业化、自动化、信息化升级, 在行业内率先建成了国家级企业技术中心和博士后工作站, 组建了 300 多人的专业研发团队, 1000 多人的品控团队, 每年投入大量资金, 进行技术攻关, 产品研发和食品安全保障。

公司持续在产品的创新研发领域进行投入, 目前已开发了适应全国性市场及地方特色市场的火腿肠、火腿、香肠、罐头、酱卤熟食、餐饮食材、生鲜产品等 1000 多个产品。强大的综合研发能力确保公司在生产加工技术和新产品开发方面始终领先于竞争对手, 保持了企业强大的活力和竞争优势, 每年双汇新产品销量占总体 10% 以上。

在双汇开发的产品中, 有围绕餐饮预制产品开发的丁丝条片及腌制调理类产品; 围绕餐桌开发的红烧肉、梅菜扣肉、香菇贡丸等; 围绕酒店餐饮家庭消费开发的培根、火腿片、牛排等; 围绕便捷消费开发的自加热米饭“带范青年”、自加热火锅“沸沸锅”、叉烧骨汤拉面等。预制菜是公司产品结构调整的战略布局板块, 为推进预制菜的发展, 公司 2021 年成立了餐饮事业部, 专业负责预制菜业务的开拓, 目前初步形成了“预制切割、生制菜肴、熟制菜肴、方便速食、中式熟食”五条餐饮产品线。

下一步在预制菜领域, 公司将围绕产品研发、市场开拓、工业布局等方面, 加快推进:

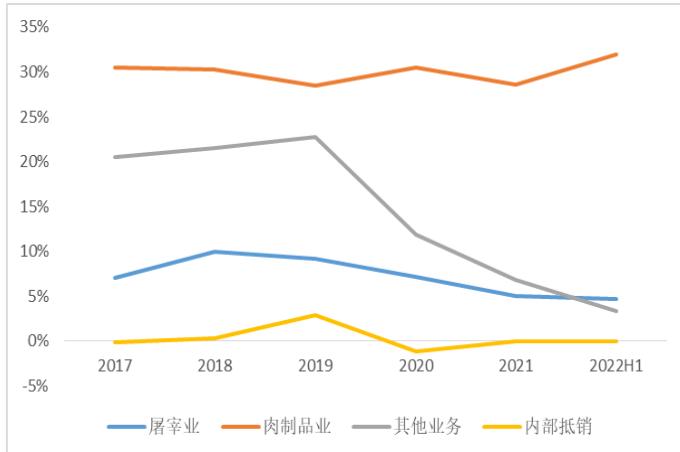
(1) 产品研发: 围绕“八大菜系+豫菜”, 持续开发新产品, 丰富产品品类, 满足不同区域消费者的需求。(2) 市场开拓: 首先围绕华中、华北区域构建销售网络, 随着菜品不断丰富和工业布局不断完善, 逐步向全国市场扩张。(3) 工业布局: 公司将在漯河市投资建设专业化、自动化、规模化的预制菜加工厂, 并将根据市场开发进度, 依托全国的工业基地, 适时进行产能布局, 持续提升竞争力。在预制菜领域, 公司具备产能布局、原材料供应链、品牌知名度和渠道等一系列优势, 未来, 预制菜有望成为公司新的业绩增长点。

从毛利率走势来看, 屠宰业及肉制品业务毛利率基本稳定, 2022 年上半年, 屠宰业、肉制品业务毛利率分别为 4.75%、31.97%, 由于屠宰业猪肉价格下降, 屠宰业毛利率较去年同期下降 2 个百分点, 但肉制品业务受益于原料成本下降, 毛利率较去年同期上升 3.51 个百分点。公司肉制品新产品的吨利普遍高于老产品, 但由于新产品推广前期, 规模不大、推广费



用高等原因，新产品吨利也会受到影响，后期随着新产品逐步推广，产销规模扩大，新产品的吨利也会逐步提升。由于公司肉制品业务贡献主要毛利润来源，未来随着产品结构调整，新产品销量及毛利率的逐步提升，有望带动公司整体毛利率水平的改善。

图 30 分业务毛利率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.3.3 渠道优势

公司高度重视渠道开拓和网络建设，拥有遍布全国的一百多万个销售网点，公司在全国 18 个省（市）建有 30 多家现代化肉类加工基地和配套产业，主要生产经营区域包括河南、上海、山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、辽宁、江西、广西、湖北、安徽、云南、陕西等地，这些区域为我国屠宰及肉类加工行业的重要地域，生猪资源丰富，肉类消费潜力巨大。此外，2003 年，双汇发展母公司万洲国际设立双汇物流，保障主业运输服务，目前，双汇物流拥有冷库 20 多万吨，常温库、配送库 185600 平方米，铁路专用线 4 条，自有车辆 1200 余台，整合社会车辆 9000 余台，日运能达到 13000 吨以上，年发运量突破 400 万吨。保障双汇产品在绝大部分省份基本可以实现朝发夕至。

双汇发展的生鲜猪肉以冷鲜肉为主，2020 年我国热鲜肉、冷鲜肉、冷冻肉的市场占比为 44%、31%、25%，冷鲜肉的市场占比逐年提升，与热鲜肉对比，冷鲜肉在保证产品健康的同时也保持了猪肉的自身营养，目前发达国家的超级市场里基本以冷鲜肉为主，未来随着我国居民生活水平的提高，对冷鲜肉与热鲜肉的认知水平提升，冷鲜肉市场份额有望逐年提升，公司依托自建的冷库及冷链物流，以及遍布全国的一百多万个销售网点，有望推动冷鲜肉业绩持续增长。

公司已经构建了覆盖线上、线下的全渠道销售模式，其中：线上销售以天猫、京东、拼多多、抖音等平台为主，开设品牌旗舰店进行“双汇”、“Smithfield”等系列产品的销售，线下以经销商代理为主进行销售。公司生鲜产品主要通过特约店、商超、酒店餐饮、加工厂和农贸批发等渠道销售，包装肉制品主要通过 AB 商超、CD 终端、农贸批发、餐饮等渠道销售。



公司的经销模式分代理销售与直接销售。截至 2022 年 6 月末，公司共有经销商 19,400 家，对比年初净增加 453 家，增幅 2.39%，其中：长江以南 6,395 家、对比年初增幅 3.21%，长江以北 13,005 家，对比年初增幅 1.99%。

肉制品领域新渠道方面，2018 年 5 月 28 日，第一家双汇熟食店在漯河开业，正式进军传统酱卤熟食赛道，四年间已累计突破 1000 家。近年公司新升级的双汇熟食 2.0 门店，在门店模式、形象、空间等方面均进行了大幅调整提升，升级后更加简约大方、国潮时尚。2.0 门店采用“热卤+冷熟食+油炸+凉拌菜+预制菜”多菜品模式，在突出猪肉卤味优势的同时，扩展了鸡、牛、鸭、凉拌菜等品类，形成了热凉搭配、荤素搭配的产品结构，在销产品达 100 余种，以满足多元化消费需求。

在拓店措施方面，双汇熟食继续坚持“直营+加盟”建店模式，同时优化招商模式，采用“区域代理、区域加盟、单店加盟、直营”的发展路径，以加快门店建设。近年来，双汇熟食板块在深耕河南大本营市场的同时，积极开启了全国化发展，相继在德州、沈阳、淮安工厂布局熟食产能，并围绕工厂开发周边市场。双汇发展董秘在投资者关系平台表示，双汇熟食门店依托产能布局，目前主要集中在北方地区。下一步，公司会根据市场情况，积极推进熟食产能布局，加快门店建设，加强市场开拓，满足市场需求。随着双汇熟食 2.0 门店的升级，双汇将依托产能优势和品牌优势，开启全国市场的开拓。

目前双汇熟食产品分中式传统、中式现代、中式食材三大系列，将来还会推出更加丰富的品种，满足消费者多元化的新需求。未来，双汇将利用跨国企业优势，在全球范围内整合资源，坚持中西方饮食文化融合，把欧美畅销的高档产品引进中国市场，把具有中国特色、适合全球消费的中式产品推向国际市场。目前国内还没有全国性头部熟食品牌，未来随着公司产品品类的不断丰富，以及强大的线上线下渠道，中式熟食有望成为公司新的业绩增长点。



图 31 双汇熟食门店



资料来源：中国肉类协会，华通证券研究部

2.3.4 成本控制优势

（1）向上游发展养殖业，同时加强与养殖企业的战略合作

公司通过向上游发展养殖业、淡储旺销等多种方式，平抑猪价波动周期，具有良好的成本控制能力。2020 年公司通过非公开增发募资 70 亿元，投资肉鸡产业化产能建设项目、生猪养殖产能建设等项目，投资项目 2022 年年底陆续达到预定可使用状态，其中，西华 1 亿羽肉鸡产业化产能建设项目将形成种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 10,000 万羽，饲料产能 80 万吨，屠宰产能 10,000 万羽；彰武 1 亿羽肉鸡产业化产能建设项目项目建成达产后，形成种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 10,000 万羽，饲料产能 50 万吨，屠宰产能 10,000 万羽；生猪养殖产能建设项目将形成的产能为曾祖代种猪存栏 1,000 头，祖代种猪存栏 2,000 头，父母代种猪存栏 20,000 头，年种猪、生猪出栏合计约 50 万头。

目前，公司屠宰业务、肉制品业务均处于国内领军地位，虽然畜禽养殖业务已具备一定规模，但是与屠宰和肉制品主业对生猪、鸡肉类原材料的需求相比，仍然存在较大的差距，一定程度上增加了主业对资源的把控难度和对成本的控制难度，难以满足公司主业快速健康发展的需要。公司发展养殖业，有利于增强公司对产业链上游的影响力和对畜禽市场的洞察力，有利于减少原料外部采购依赖，增加对主业原材料的供应，从而提升成本控制能力、采购议价能力和产品质量控制能力。同时，肉鸡产业化产能建设项目的实施将提升公司肉类产品多元化，更好地丰富产品的品类、满足消费市场的需求。

表 11 2020 年定向增发投资项目情况

承诺投资项目和超	募集资金承诺投资总额 (万)	截至期末投资进度	项目达到预定可使	项目内容	内部收益率	投资回收期 (税后,
----------	----------------	----------	----------	------	-------	------------



募资金投向	元)		用状态日期			含建设期, 年)
1、肉鸡产业化产能建设项目	333,000.00	101.38%	2022年12月31日	西华 1亿羽肉鸡产业化产能建设项目	15.15%	6.62
				彰武 1亿羽肉鸡产业化产能建设项目	15.96%	6.20
2、生猪养殖产能建设项目	99,000.00	103.40%	2022年12月31日	阜新 50万头生猪养殖产能建设项目	16.84%	6.51
3、生猪屠宰及调理制品技术改造项目	36,000.00	102.35%	2022年4月30日	对公司下属漯河屠宰厂原有屠宰产能、调理制品产能等整体升级改造	23.26%	4.40
4、肉制品加工技术改造项目	27,000.00	72.64%	2021年11月30日	对公司下属部分肉制品生产车间的整体升级改造, 进一步提升肉制品生产的自动化、信息化、智能化水平	39.96%	3.56
5、中国双汇总部项目	71,768.16	45.27%	2022年12月31日	满足公司总部办公的需求, 同时也将包含信息中心、展示中心、技术中心等, 更好地发挥各部门之间的协同效应	-	-
6、补充流动资金	130,000.00	100.00%	不适用	满足公司日常业务发展需求, 降低资产负债率	-	-
合计	696,768.16	94.57%	/			

资料来源：公司公告，华通证券研究部

2022年1月，双汇发展先后与牧原股份、正邦科技签订战略合作协议，协议期三年，协议约定双汇与牧原股份、正邦科技的合作内容包括：生猪点对点直供、建立供应链合作机制及深化双方合作，双方将加强生猪购销合作力度，强化产能匹配和衔接。当生猪价格低迷时，双汇在坚持以市场为导向的基础上，可适度加大对上游养殖方的生猪采购力度，有权享受合作对象所有相关的生猪销售优惠政策。当市场价格高涨时，上游养殖方在坚持以市场为导向的基础上，可适度加大对双汇发展的生猪供应力度。战略合作协议的签订，有利于双汇获得稳定的生猪来源，同时有利于加强公司的成本控制能力，减轻猪周期波动对公司盈利能力的影响。

（2）淡储旺销加进口肉，平滑猪价波动

淡储旺销是公司常用的成本控制手段，在量升价跌的有利时机，公司将根据原料市场行情适时采取“淡储旺销”措施，通过加大生猪收购与屠宰力度，迅速扩产上量，在保证市场需求的同时为肉制品销售旺季储备充足原料。进口肉方面，由于养殖效率、饲料成本等差异，我国的猪肉价格往往高于欧美国家，公司与控股股东罗特克斯形成强大的国际采购优势，具



有良好的国际采购协同效应，近年来公司通过进口肉交易，在大多数年份实现了平抑国内猪肉价格波动的作用。

2020 年公司受益于前期成本较低的国产冻品出库盈利较高，进口肉因中外价差较大、盈利水平较高，国产冻品及进口肉合计实现经营利润 18.63 亿元，基数相对较高。2021 年公司利润同比下降主要受屠宰分部利润下降影响。屠宰分部中，鲜品盈利 4.20 亿元、同比增加 5.78 亿元，冻品亏损 3.27 亿元、同比盈利减少 21.90 亿元，2021 年冻品亏损的主要原因是公司对生猪行情把控出现了偏差，造成国产冻品和进口肉猪肉出现亏损，导致生鲜冻品业务经营利润同比大幅下降。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率。存货周转率方面，双汇发展表现较为平稳。处于可比公司中等水平，双汇发展、华统股份、龙大美食、上海梅林、得利斯、金字火腿 2022 年三季存货周转率依次为 5.96、7.69、6.86、5.77、5.29、0.50；应收账款周转率方面，双汇发展始终处于较高水平，上述公司 2022 年三季应收账款周转率依次为 184.31、138.45、14.06、10.65、14.71、12.92；总资产周转率方面，各公司走势基本一致，上述公司 2022 年三季总资产周转率依次为 1.22、0.79、1.42、1.23、0.70、0.22。

图 32 可比公司存货周转率对比

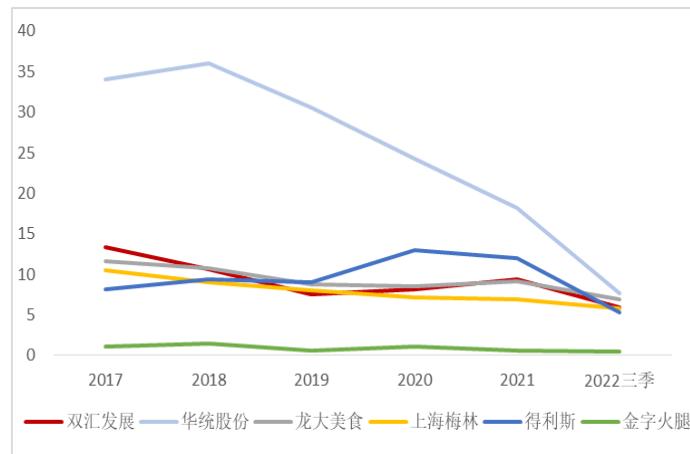


图 33 可比公司应收账款周转率对比

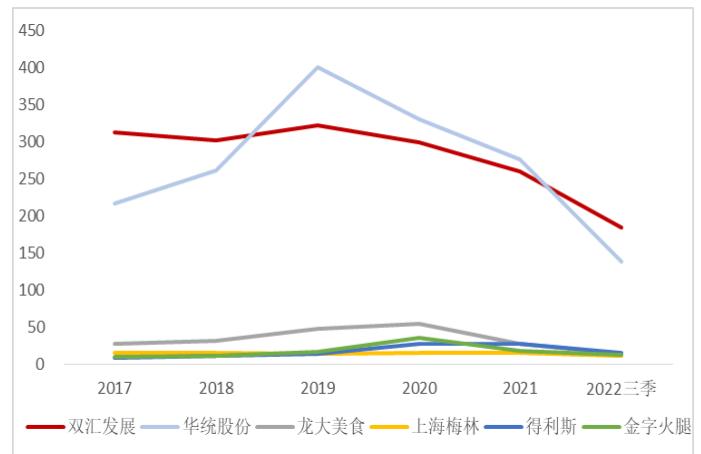
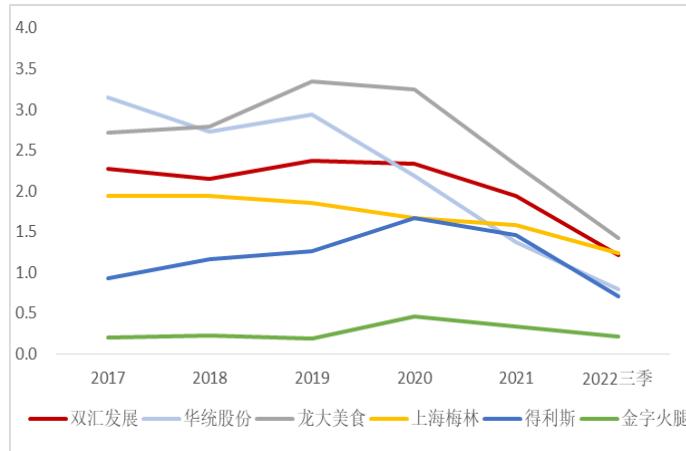




图 34 可比公司总资产周转率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，双汇发展销售费用率处于中等水平，双汇发展、华统股份、龙大美食、上海梅林、得利斯、金字火腿 2022 (TTM) 销售费用率依次为 3.20%、0.91%、1.26%、3.36%、4.27%、8.80%；管理费用率方面，双汇发展管理费用率逐步下降并处于较低水平，上述公司 2022 (TTM) 管理费用率依次为 1.82%、1.76%、1.83%、4.08%、3.22%、4.84%；财务费用率方面，双汇发展财务费用率基本稳定且处于较低水平，上述公司 2022 (TTM) 财务费用率依次为-0.06%、2.15%、0.39%、0.69%、0.40%、-3.99%。

图 35 可比公司销售费用率对比

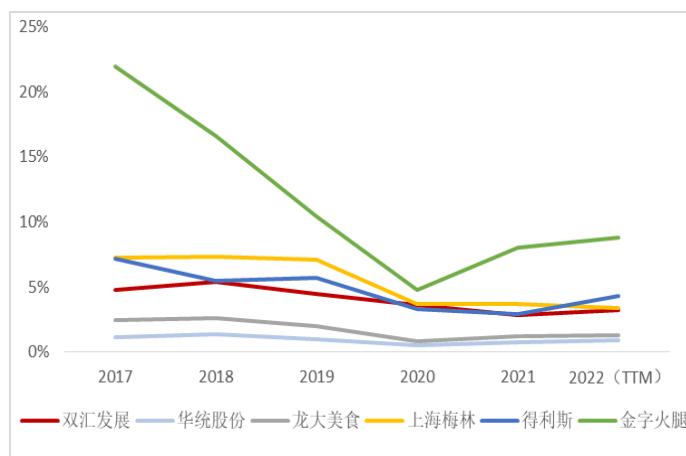


图 36 可比公司管理费用率对比

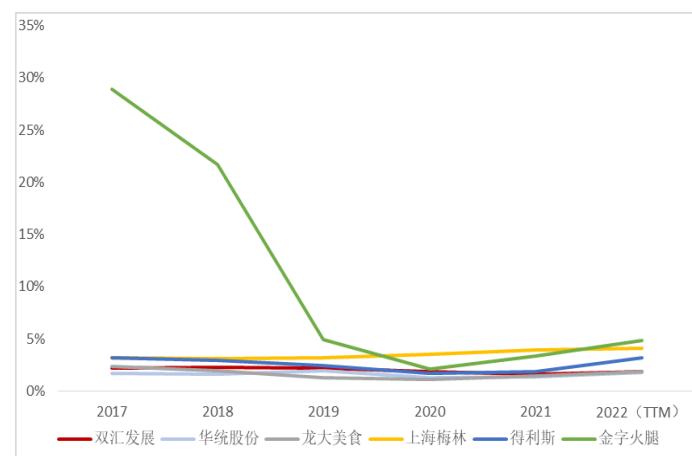
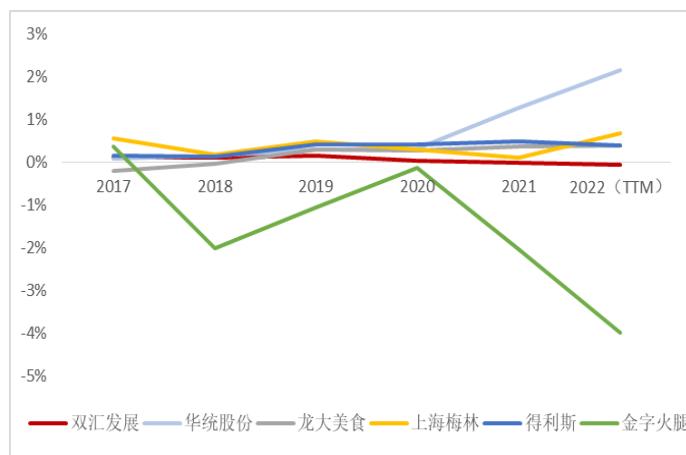


图 37 可比公司财务费用率对比





数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面，双汇发展毛利率处于可比公司第二位，上述公司 2022 (TTM) 毛利率依次为 16.48%、3.61%、0.01%、12.50%、9.30%、21.97%；净利率方面，双汇发展净利率基本稳定并处于较高水平，上述公司 2022 (TTM) 净利润率依次为 9.20%、-2.27%、-7.08%、1.15%、1.93%、8.28%；净资产收益率方面，双汇发展净资产收益率始终处于可比公司第一位，上述公司 2022 (TTM) ROE 依次为 27.00%、-5.70%、-28.14%、8.15%、2.19%、2.54%。

图 38 可比公司毛利率对比

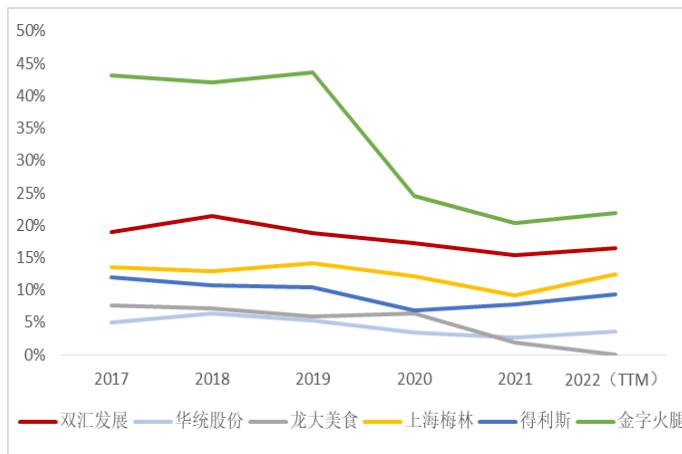


图 39 可比公司净利率对比

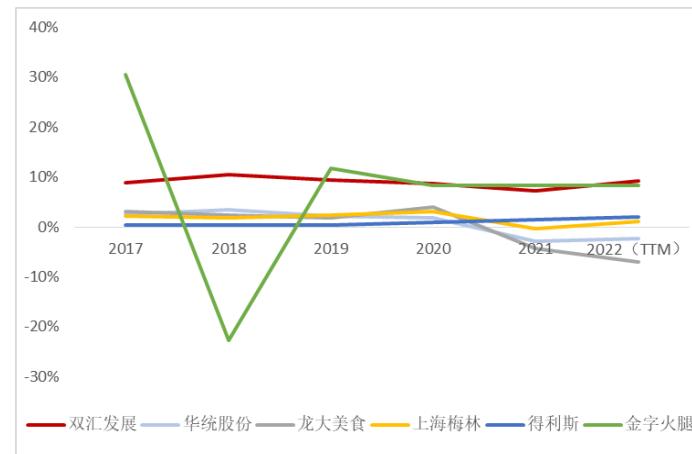
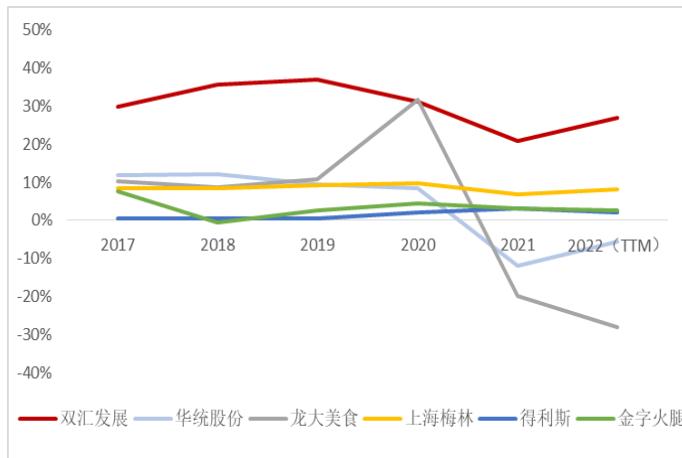


图 40 可比公司 ROE 对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

关键假设：

- 1.公司向上游发展养殖业，同时与养殖企业达成战略合作，有利于保障未来屠宰量，同时降低生猪价格波动风险，加强成本控制能力，屠宰业务营收及毛利率有望改善；肉制品业务受益于原料成本控制优势，以及新产品的持续推出，有望带动营收增长，同时新产品毛利率水平较高，随着新产品销量的提升，有望带动肉制品业务毛利率改善。
- 2.结合以往年份、2022 年中报及三季报数据，将屠宰业、肉制品、其他、内部抵销的 2022



年收入增长预测设为-15.0%、2.0%、-10.0%、-20.0%；参考往年数据进行预测，将 2023 及 2024 年上述产品的收入增长设定为 5.0%、8.0%、20.0%、10.0%。

3.结合 2022 年中报及三季报数据，将 2022 年上述各产品毛利率设定为 5.0%、32.0%、3.5%、0.0%，结合往年毛利率数据，由于各产品毛利率基本稳定，综合考虑，将 2023 及 2024 年上述产品毛利率设定为 7.0%、35.0%、6.0%、0.0%。

表 12 2022-2024 年公司收入预测

	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
屠宰业	收入 (亿元)	390.73	332.12	348.73	366.16
	YOY	-19.05%	-15.00%	5.00%	5.00%
	成本 (亿元)	370.93	315.51	324.32	340.53
	毛利率	5.07%	5.00%	7.00%	7.00%
肉制品	收入 (亿元)	273.51	278.98	301.30	325.40
	YOY	-2.66%	2.00%	8.00%	8.00%
	成本 (亿元)	195.23	189.71	195.84	211.51
	毛利率	28.62%	32.00%	35.00%	35.00%
其他	收入 (亿元)	63.07	56.76	68.12	81.74
	YOY	21.31%	-10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	58.77	54.78	64.03	76.83
	毛利率	6.82%	3.50%	6.00%	6.00%
内部抵销	收入 (亿元)	-60.49	-48.39	-53.23	-58.55
	YOY	-21.47%	-20.00%	10.00%	10.00%
	成本 (亿元)	-60.49	-48.39	-53.23	-58.55
	毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入 (亿元)	666.82	619.47	664.91	714.75
	YOY	-9.72%	-7.10%	7.33%	7.50%
	成本 (亿元)	564.45	511.61	530.96	570.32
	毛利率	15.35%	17.41%	20.15%	20.21%

我们预计公司作为肉制品行业龙头企业，将受益于（1）屠宰业集中度提升，公司向上游拓展养殖业以及与养殖企业形成战略合作，有望增加未来屠宰量以及加强原料端成本控制能力，同时受益于消费升级趋势，冷鲜肉有望逐步替代热鲜肉，公司强大的渠道优势以及冷链运输能力，有望推动冷鲜肉业务逐步增长；（2）肉制品业务老赛道持续推出新产品，新产品毛利率相对较高，同时随着销量增长，将带动整体毛利率水平优化；新赛道推出速冻产品、预制菜产品、方便速食产品和新型休闲产品，新赛道带来新的业绩增长点。（3）投资项目陆续达到预定可使用状态，肉鸡产业化产能建设项目的实施将提升公司肉类产品的多元化，更好地丰富产品的品类、满足消费市场的需求。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 619.47、664.91、714.75 亿元，同比增长-7.10%、7.33%、7.50%，净利润分别为 57.44、63.88、68.85 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.62、1.82、1.96 元，12 月 30 日股价对应 PE 分别为 15.97、14.26、13.22 倍。



四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

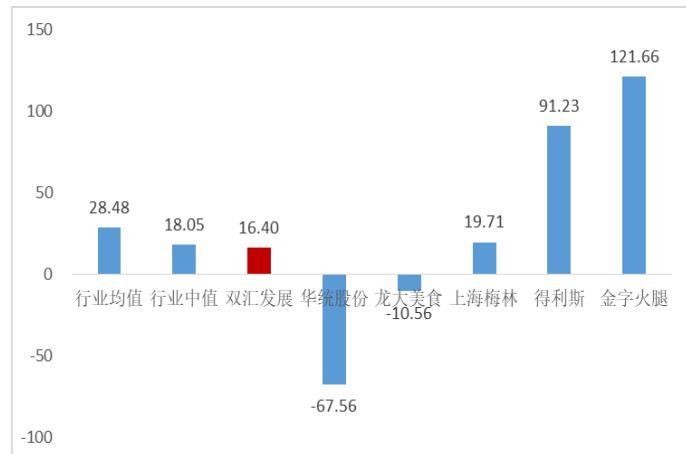
对比 PE (TTM) 估值百分位, 12 月 30 日公司 PE(TTM) 为 16.40, PE (TTM) 百分位为 13.91%, 目前 PE 低于过去三年内 86.09% 期间的历史表现。

对比申万三级行业均值、行业中值, 选取肉制品领域华统股份、龙大美食、上海梅林、得利斯、金字火腿作为可比公司, 以 2022 年 12 月 30 日数据为基准, 可看出双汇发展在肉制品领域 PE 水平处于较低水平。

图 41 公司 PE(TTM) 估值百分位



图 42 可比公司 PE(TTM) 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

目前可比公司华统股份、龙大美食、上海梅林、得利斯、金字火腿 2022 年预期 PE 分别为 35.16、134.55、15.90、63.96、59.57 倍, 申万三级行业肉制品板块行业平均、行业中值的预期估值水平分别为 18.88、47.36 倍, 均高于公司估值水平, 考虑到双汇发展在肉制品领域的品牌优势、中长期成长确定性, 给予公司 2023 年 PE 估值 18-30 倍, 对应目标价 29.16-48.60, 对应当前股价有 12.46%-87.43% 的上涨空间。

表 13 可比公司估值表 (截止 2022 年 12 月 30 日)

	最新收盘价	EPS				PE				PB(MRQ)	PS(TTM)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
行业均值	12.06	0.59	0.87	1.08	1.23	32.86	18.88	15.23	13.45	3.02	2.73
行业中值	8.56	0.07	0.30	0.32	0.40	23.76	47.36	30.23	22.02	3.11	1.35
华统股份	16.89	-0.44	0.48	2.20	2.65	-40.96	35.16	7.67	6.38	3.89	1.20
龙大美食	9.17	-0.64	0.07	0.20	0.35	-17.14	134.55	45.46	26.83	3.13	0.64
上海梅林	7.95	0.32	0.50	0.44	0.46	25.05	15.90	18.13	17.21	1.61	0.30
得利斯	7.60	0.09	0.12	0.18	0.25	75.74	63.96	42.33	30.63	2.00	2.08
金字火腿	4.81	0.05	0.08	0.11	0.14	125.10	59.57	44.39	35.12	3.09	10.64

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4.2. PEG 模型

根据业绩预测, 公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.62、1.82、1.96, 公司动态 PE 为 16.57,



对应 PEG 为 1.34, 根据同花顺 iFinD 数据, 上海梅林、得利斯、金字火腿、龙大美食、华统股份 2022 年预测 PEG 为 0.29、0.88、0.71、1.21、0.14。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 1.62、1.82、1.96 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 37.25 元。

表 14 DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	2.00%	4.99	28.59	33.58
组合二	8.00%	3.00%	4.99	34.65	39.64
组合三	8.00%	4.00%	4.99	43.73	48.72
组合四	9.00%	2.00%	4.94	24.06	29.00
组合五	9.00%	3.00%	4.94	28.35	33.29
组合六	9.00%	4.00%	4.94	34.35	39.29
平均					37.25

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

估值说明: (1) 永续增长率采用略低于GDP增长率;

(2) DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算;

(3) 预测期间为2022-2024年, 永续期自2025年开始;

(4) 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

2022 年, 生猪价格“先抑后扬”并于近几个月有所回落, 在能繁母猪数量及生猪出栏数量逐渐恢复, 以及猪肉需求较为稳定的情况下, 猪肉价格上涨空间有限, 公司有望受益于猪价下行带来的盈利能力修复。2022 年猪肉采购价格的降低, 有利于肉制品业务毛利率提升, 同时在公司适度升级产品品质、加大市场投入, 积极参与市场竞争的背景下, 预计全年肉制品吨均盈利将保持在较高水平, 带动公司整体毛利率水平提升。

长期看, 公司有望受益于屠宰行业集中度提升, 同时公司积极向上游养殖业拓展, 与养殖企业建立战略合作关系, 以上举措有望带来屠宰量的增加, 降低生猪价格波动风险, 长期来看, 屠宰业务毛利率有望提升; 肉制品业务, 公司积极布局低温肉制品, 在消费升级背景下, 公司有望受益于低温肉制品业务增长。此外, 目前预制菜领域参与者众多, 公司有望依托长期的品牌优势及规模成本优势, 快速打开 B 端及 C 端市场, 预制菜行业有望成为公司新的业绩增长点。



5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 32.40 元/股，对应 2022 年 PE 为 20 倍。2022 年 12 月 30 日收盘价 25.93 元为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 24.95% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

七、风险提示

1、市场风险。

目前疫情仍未消除，突发性公共卫生事件可能对企业生产经营造成影响；肉类行业的市场竞争格局更加复杂，大企业间的竞争更加激烈。

2、原材料价格波动风险。

公司生产所需原材料的价格受市场供求关系等因素影响，如果原材料价格大幅上涨，将可能对公司生产经营成本带来压力。

3、消费转型风险。

社会消费不断升级，新型消费不断涌现，年轻消费群体多元化、品质化、个性化的消费风格给公司产品转型升级提出更高的要求。

4、社会成本上升风险。

随着人口红利逐步减弱，人工成本不断上升，以及食品安全、环境保护等方面的标准不断提高，这些因素都将会影响企业的经营成本。



附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
货币资金	6,046.36	6,365.10	5,994.84	5,012.87	
应收和预付款项	448.09	498.80	504.19	573.66	
存货	5,668.92	5,249.87	6,081.94	6,090.02	
其他流动资产	3,563.78	3,563.78	3,563.78	3,563.78	
长期股权投资	339.00	410.00	556.50	665.25	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	14,118.47	14,680.29	15,481.09	18,073.96	
无形资产和开发支出	1,077.67	945.30	812.93	680.56	
其他非流动资产	805.16	420.38	392.02	392.02	
资产总计	32,067.47	32,133.52	33,387.27	35,052.12	
短期借款	2,337.96	2,337.96	2,337.96	2,337.96	
应付和预收款项	2,899.62	2,106.67	3,031.85	2,375.63	
长期借款	78.35	78.35	78.35	78.35	
其他负债	3,601.84	3,245.42	3,245.42	5,395.42	
负债合计	8,917.75	7,768.39	8,693.57	10,187.35	
股本	3,464.66	3,464.66	3,464.66	3,464.66	
资本公积	8,072.21	8,072.21	8,072.21	8,072.21	
留存收益	11,271.87	12,368.83	12,607.56	12,690.70	
归属母公司股东权益	22,808.74	23,905.69	24,144.42	24,227.57	
少数股东权益	340.97	459.44	549.28	637.20	
股东权益合计	23,149.71	24,365.13	24,693.71	24,864.77	
负债和股东权益合计	32,067.47	32,133.52	33,387.27	35,052.12	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
税后经营利润	4,698.30	5,493.35	6,051.69	6,557.08	
折旧摊销	1,020.44	924.92	996.58	1,039.88	
净营运资金增加	-74.72	-424.60	87.72	-733.78	
经营活动产生现金流	6,007.27	6,859.75	8,108.28	7,885.47	
投资活动产生现金流	-592.35	-1,970.22	-2,433.41	-2,167.56	
融资活动产生现金流	-6,001.95	-4,570.79	-6,045.13	-6,699.88	
现金净增加额（减）	-583.18	318.74	-370.26	-981.97	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
EBIT	6,205.31	7,336.72	8,080.76	8,723.81	
EBITDA	7,225.76	8,261.64	9,077.35	9,763.69	
NOPLAT	4,413.14	5,539.49	6,068.29	6,566.05	
税前经营利润	5,627.87	6,992.08	7,702.75	8,346.03	
EPS	1.40	1.62	1.82	1.96	
BPS	6.58	6.90	6.97	6.99	
PE	18.46	15.97	14.26	13.22	
PB	3.94	3.76	3.72	3.71	
PS	1.35	1.45	1.35	1.26	
PCF	14.95	13.10	11.08	11.39	
EV/EBIT	14.02	11.82	10.79	10.13	
EV/EBITDA	12.04	10.50	9.61	9.05	
EV/NOPLAT	19.71	15.66	14.37	13.46	
EV/IC	4.36	4.17	4.05	3.89	
ROIC-WACC	10.25%	16.64%	18.05%	19.35%	
股息率%	6.48	5.04	6.75	7.47	

利润表		单位:百万元			
会计年度		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		66,682.2	61,947.1	66,490.9	71,474.9
减: 营业成本		56,445.0	51,160.5	53,095.7	57,032.3
营业税金及附加		307.35	285.53	306.47	329.44
营业费用		1,873.66	1,486.73	2,659.64	2,859.00
管理费用		1,081.58	1,053.10	1,662.27	1,786.87
财务费用		-10.71	49.79	-11.15	-9.92
研发费用		143.50	133.31	143.09	153.82
资产减值损失		1,298.32	824.00	987.03	1,036.45
加: 投资收益		221.79	71.00	146.50	108.75
公允价值变动损益		-25.40	-10.00	-15.00	-15.00
其他经营损益		84.33	37.91	54.87	59.04
营业利润		5,824.26	7,053.08	7,834.25	8,439.78
加: 其他非经营损益		391.76	241.56	261.25	298.19
利润总额		6,216.02	7,294.64	8,095.51	8,737.97
减: 所得税		1,332.39	1,550.51	1,707.06	1,852.86
净利润		4,883.63	5,744.13	6,388.44	6,885.11
减: 少数股东损益		17.69	118.47	89.84	87.92
归属母公司股东净利润		4,865.94	5,625.66	6,298.60	6,797.18
EBIT		6,205.31	7,336.72	8,080.76	8,723.81
EBITDA		7,225.76	8,261.64	9,077.35	9,763.69
主要财务比率					
会计年度		2021A	2022E	2023E	2024E
收益率					
毛利率		15.35%	17.41%	20.15%	20.21%
三费/营业收入		4.42%	4.18%	6.48%	6.49%
EBIT/营业收入		9.31%	11.84%	12.15%	12.21%
EBITDA/营业收入		10.84%	13.34%	13.65%	13.66%
销售净利率		7.32%	9.27%	9.61%	9.63%
资产获利率					
ROE		21.33%	23.53%	26.09%	28.06%
ROA		19.35%	22.83%	24.20%	24.89%
ROIC		21.39%	27.78%	29.19%	30.49%
增长率					
销售收入增长率		-9.72%	-7.10%	7.33%	7.50%
EBIT 增长率		-22.46%	18.23%	10.14%	7.96%
EBITDA 增长率		-19.56%	14.34%	9.87%	7.56%
净利润增长率		-23.33%	17.62%	11.22%	7.77%
总资产增长率		-1.62%	0.21%	3.90%	4.99%
股东权益增长率		-4.02%	4.81%	1.00%	0.34%
经营营运资本增长		-51.24%	9.29%	-0.95%	17.82%
资本结构					
资产负债率		27.81%	24.18%	26.04%	29.06%
投资资本/总资产		62.19%	64.70%	64.50%	64.87%
带息债务/总负债		26.36%	29.72%	26.61%	28.75%
流动比率		1.82	2.00	1.84	1.88
速动比率		1.17	1.33	1.15	1.13
股利支付率		119.62%	80.50%	96.21%	98.78%
收益留存率		-19.62%	19.50%	3.79%	1.22%
资产管理效率					
总资产周转率		2.06	1.93	2.03	2.09
固定资产周转率		6.21	5.26	5.24	5.51
应收账款周转率		259.64	259.64	259.64	259.64
存货周转率		9.37	9.37	9.37	9.37

数据来源：公司公告，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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資目标、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。
8. 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。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。