

## 做好肉，唯热爱，可抵岁月漫长

### ——双汇发展(000895)首次覆盖报告

## 增持|首次推荐

#### 报告要点:

##### ● 投资建议

公司是肉制品龙一，核心团队卓越，纵向打通上下游，成功构筑规模经济优势，护城河宽阔，同时加速升级肉制品，把握预制菜机遇。我们预计2022、2023、2024年公司归母净利润分别为57.09、61.26、67.63亿元，同比增长17.33%、7.30%、10.41%，对应2月17日PE分别为16、15、13倍（市值900亿元），给予“增持”评级。

##### ● 双汇发展：肉制品龙一

公司是中国肉制品行业龙一，主营包装肉制品、冷鲜肉等产品，拥有肉制品产能200多万吨/年、单班年屠宰生猪产能2300多万头/年（21A）。公司实控人为Rise Grand Group Limited（兴泰集团有限公司），控制公司70.33%股权（22Q3）。2021年，公司实现总收入/归母净利润为667.98/48.66亿元，近5年CAGR为5.20%/2.01%，总收入中包装肉制品/冷鲜肉占比为41.02%/58.60%，毛利中包装肉制品/冷鲜肉占比为76.48%/19.36%；22Q1-Q3，公司总收入/归母净利润为446.40/40.66亿元，同比-12.55%/+17.75%。

##### ● 肉制品及屠宰行业：空间广阔，双汇肉制品遥遥领先

1) 肉制品行业：2021年，我国肉制品市场空间为1,842亿元，近5年CAGR为5.54%，持续稳健成长；其中，双汇/金锣/安井市占率分别为16.4%/5.0%/1.8%，双汇遥遥领先。  
2) 屠宰行业：2021年，我国生猪屠宰行业总产量5,296万吨，近5年CAGR为-0.01%，使用2021年猪肉均价28.30元/公斤估算，市场空间约为1.50万亿元（受猪价影响较大）；从总销量看，双汇份额为6.17%，在牢牢占据肉制品龙一地位的同时，有力地延伸产业链。

##### ● 核心团队卓越，成功构筑规模经济优势

1) 核心团队卓越：公司董事长万隆先生，拥有肉类加工行业逾40年经验，带领核心团队，把双汇从一个长期亏损的小厂，超越众多竞争对手，发展成为收入超600亿的中国最大肉类加工企业。卓越的核心团队，支撑公司长期稳健成长。  
2) 成功构筑规模经济优势：公司2021年包装肉制品销量达155.76万吨，市场份额达到16.40%，遥遥领先同业，成功构筑规模经济优势；同时，通过万洲国际集团旗下“美国史密斯菲尔德公司”的产业链协同，公司进一步平滑猪周期，2021年从史密斯菲尔德进口的鲜冻肉类的均价为16.31元/kg，大幅低于国内采购均价。

##### ● 加速升级肉制品，把握预制菜机遇

1) 把握猪价适度下行及中美猪肉价差收益：公司采用冻品与鲜品、国产肉与进口肉相结合的方式，有效平滑猪价对生鲜品的利润影响，尤其是2019-2021年非瘟期间，冻品及进口肉对公司生鲜品利润具有重要贡献，未来公司有望继续通过冻品与鲜品的调配，把握猪价适度下行及中美猪肉价差收益。  
2) 肉制品结构升级加速：公司持续推出新品，加速肉制品结构升级，2022年，公司大力培育轻享鸡肉肠、轻卡能量香肠、热狗肠、方便速食、中华菜肴、鳕鱼肠、地道肠、熏烤肉肠、速冻丸子等新品，加速肉制品吨利提升。  
3) 把握预制菜机遇：公司积极把握预制菜产业发展机遇，充分运用双汇的品牌力、以及深度下沉的渠道体系，围绕“八大菜系+粤菜”研发新品，围绕华中、华北区域构建销售网络，同时在漯河市规划建设规模化预制菜加工厂，持续打磨提升公司预制菜产品竞争力。

##### ● 风险提示

食品安全风险、猪肉价格大幅波动风险、政策调整风险。

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：32.04 / 22.78

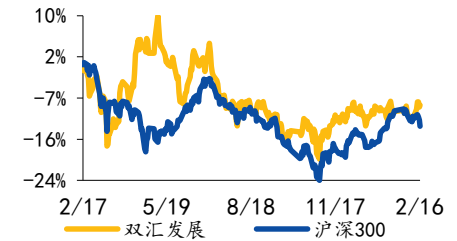
A股流通股（百万股）：3464.12

A股总股本（百万股）：3464.66

流通市值（百万元）：90032.58

总市值（百万元）：90046.54

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖  
执业证书编号 S0020522030002  
电话 021-51097188  
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊  
执业证书编号 S0020522090001  
电话 021-51097188  
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆  
执业证书编号 S0020522110001  
电话 021-51097188  
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73935.19	66797.55	62694.95	69924.50	75121.72
收入同比(%)	22.51	-9.65	-6.14	11.53	7.43
归母净利润(百万元)	6255.51	4865.94	5709.08	6125.91	6763.33
归母净利润同比(%)	15.04	-22.21	17.33	7.30	10.41
ROE(%)	26.32	21.33	26.04	26.21	27.42
每股收益(元)	1.81	1.40	1.65	1.77	1.95
市盈率(P/E)	14.39	18.51	15.77	14.70	13.31

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

## 目 录

1.中国最大肉类加工企业 .....	5
1.1 百转千回，终成王者 .....	5
1.2 实控人控制公司 70.33%股权 .....	7
1.3 生鲜品贡献 59%收入，肉制品贡献 76%毛利 .....	10
2.屠宰及肉制品加工行业：集中度提升，双汇龙一稳固 .....	15
2.1 生猪产业链：猪肉产业链趋向一体化发展 .....	15
2.2 上游分析：龙头市占率持续提升 .....	15
2.3 屠宰及肉制品加工行业：双汇龙一稳固，市占率存提升空间 .....	16
2.4 加工肉制品竞争格局：双汇稳居行业龙一 .....	22
3.品牌力领先，采购成本优势显著 .....	24
3.1 品牌力领先，新品迭代创新活力 .....	24
3.2 核心团队实力强大 .....	25
3.3 “生产&渠道”规模经济 .....	27
3.4 大股东协同，国际采购优势强 .....	28
4.定增扩产支撑扩张，预制菜打造第二曲线 .....	29
4.1 定增扩产，有望增厚公司业绩 .....	29
4.2 渠道持续下沉，市占率有望持续提升 .....	30
4.3 打造预制菜第二曲线 .....	30
5.盈利预测及投资建议 .....	31
5.1 盈利预测 .....	31
5.2 投资建议 .....	33
6.风险提示 .....	33

## 图表目录

图 1：公司历年收入、归母净利及增速 .....	5
图 2：公司历年毛利率及净利率 .....	5
图 3：公司股权结构（截至 22/6/30） .....	8
图 4：公司股权结构变迁 .....	9
图 5：公司分产品收入及增速 .....	10
图 6：公司分产品收入占比变动 .....	11
图 7：公司包装肉制品销量及增速 .....	11
图 8：公司包装肉制品单价及增速 .....	11
图 9：公司生鲜产品销量及增速 .....	12
图 10：公司生鲜产品单价及增速 .....	12
图 11：公司产品单价及生猪价变动走势图 .....	12
图 12：公司分产品毛利率（%） .....	13
图 13：公司高温、低温肉制品毛利率（%） .....	13
图 14：公司产品吨毛利 VS 猪肉价格对比图 .....	13

图 15: 公司生鲜业务毛利率 VS 猪肉价格波动对比图 .....	13
图 16: 公司三费比率 .....	14
图 17: 公司分红比率 .....	14
图 18: 万洲国际资产负债率 (%) .....	14
图 19: 万洲国际带息债务及财务费用率 .....	14
图 20: 生猪产业链 .....	15
图 21: 中国猪肉年产量及增速 .....	17
图 22: 中国猪肉年消费量及增速 .....	17
图 23: 中国居民肉类消费结构变动 (%) .....	17
图 24: 中国肉类产量结构变动 (%) .....	17
图 25: 中国规上生猪屠宰量及增速 .....	18
图 26: 全国生猪定点屠宰企业屠宰量占比 (%) .....	18
图 27: 不同类型鲜猪肉产品消费占比 (2020 年) .....	19
图 28: 各收入群体冷鲜肉消费意愿 .....	19
图 29: 2017 年中美猪肉及制品消费量占比 (%) .....	21
图 30: 我国猪肉及制品市场规模 .....	21
图 31: 中国加工肉制品市场规模及增速 .....	21
图 32: 2018 年中日美英四国高/低温肉制品消费占比 .....	21
图 33: 公司直销、经销收入及增速 .....	27
图 34: 公司直销、经销毛利率 .....	27
图 35: 中美猪肉价格对比 .....	29
图 36: 公司长江以北、长江以南收入及增速 .....	30
图 37: 公司长江以北、长江以南经销商数量 (个, %) .....	30
图 38: 公司预制菜发展规划 .....	31
表 1: 公司主要产品介绍 .....	5
表 2: 公司发展历程 .....	7
表 3: 公司前十大股东 (截至 22/9/30) .....	8
表 4: 全国各梯队生猪养殖企业母猪存栏量占比 .....	15
表 5: 2015-2020 期间生猪产业发展目标 .....	16
表 6: 我国主要生猪养殖企业出栏数/全国出栏总量 .....	16
表 7: 中国主要鲜猪肉类型及销售渠道 .....	19
表 8: 生猪屠宰行业相关政策梳理 .....	20
表 9: 高温肉制品 VS 低温肉制品 .....	22
表 10: 中国前十大肉类加工企业市占率 .....	22
表 11: 屠宰及肉制品加工同业财务数据对比 .....	23
表 12: 屠宰及肉制品加工同业费用率拆分 (2021 年) .....	23
表 13: 双汇 2022 年上半年新品情况 .....	24
表 14: 公司重点产品介绍 .....	25
表 15: 双汇管理层介绍 .....	26
表 16: 双汇及同业产能规模对比 .....	27

表 17: 双汇销售渠道情况.....	27
表 18: 公司生猪及鲜冻肉重点供应商采购金额及均价（2021 年） .....	28
表 19: 双汇定增资金计划建设项目 .....	29
表 20: 公司收入拆分 .....	32
表 21: 可比公司估值情况.....	33

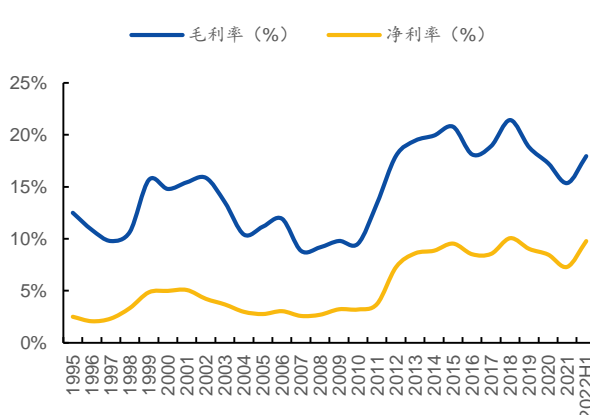
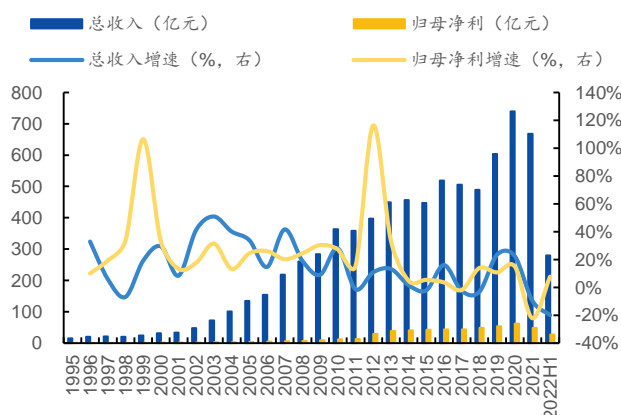
## 1. 中国最大肉类加工企业

### 1.1 百转千回，终成王者

肉类行业上市第一股，中国最大肉类加工企业。公司的前身为漯河市冷仓，成立于1958年。1984年，现任万洲国际董事长兼公司实控人万隆先生当选厂长。在万隆先生带领下，1992年，“双汇”品牌第一支火腿肠问世；随后在1998年，双汇实业成功登陆深交所，成为肉类行业上市第一股。经过数十年发展，公司已成为国内最大的肉类加工企业。2021年，公司总收入/归母净利分别为667.98/48.66亿元，1995-2021年CAGR分别为15.61%/20.47%；2022H1，公司收入/归母净利分别为279.63/27.30亿元，同比-19.90%/+7.62%。

图1：公司历年收入、归母净利及增速

图2：公司历年毛利率及净利率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司拥有年加工200多万吨肉制品产能。公司主要产品为生鲜产品及包装肉制品，产品以自产为主，同时为适应肉制品结构调整、新品开发推广的发展需要，对部分新产品采用委托加工的方式进行生产。2021年，公司在全国17个省（市）建有30个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。

表1：公司主要产品介绍

品类	介绍	2021年收入（亿元）	16-21年收入CAGR	2021年毛利率	2021年销量（万吨）	16-21年销量CAGR	2021年单价（元/kg）	16-21年单价CAGR
包装肉制品	包括火腿肠类、火腿类、香肠类、酱卤熟食类、餐饮食材类、罐头类等	273.51	3.91%	28.62%	155.76	-0.61%	17.56	4.55%
生鲜产品	主要指冷鲜猪肉产品	390.73	4.26%	5.07%	163.25	3.71%	23.93	0.54%

注：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

回顾公司发展历史，主要可以分为 6 个阶段：

**1) 冷仓转型肉类联合加工厂，经营不善连年亏损（1958-1984 年）：**双汇前身是漯河市冷仓，1969 年冷仓变更为肉类联合加工厂，但由于技术落后，工厂连年亏损。

**2) 万隆先生临危受命，力挽狂澜盘活工厂（1984-1992 年）：**1984 年，在城市经济体制改革的背景下，肉联厂作为试点企业，开始自负盈亏。在改革之际，万隆先生被职工推选为厂长，带领公司走向改革之路。彼时生猪价格尚未放开，肉联厂率先开启议价收购，快速为公司积累生猪资源；并开展猪鸡牛兔等多种经营来盘活工厂。当时国内市场竞争激烈，万隆先生在 1985 年率先提出转战开拓海外市场，快速通过技术改造获得海外出口资质，不到 5 年肉联厂已成为当时中国最大的肉类出口基地，产品远销前苏联、东南亚等地区。

**3) 双汇品牌成立，进军肉类深加工市场（1992-1998 年）：**1991 年苏联解体后，公司失去重要出口市场，亟需转型；万隆先生力排众议重金引入国外先进火腿肠设备，于 1992 年推出了第一支“双汇”牌火腿肠，进军肉类深加工市场。彼时春都已推出火腿肠 5 年，最高占据约 70% 的市场份额。双汇入场后，先通过价格战抢占春都市场份额，而春都一味跟随降价降标准，导致品牌形象受损，后双汇趁势推出拳头产品“双汇王中王”，树立高端品牌形象，逐步超越春都成为国内火腿肠龙头。

**4) 成功上市，市占率稳健提升（1998-2013 年）：**1998 年，公司成功上市；上市后，公司加快发展步伐，1998-2013 年间，公司收入/归母净利 CAGR 分别达 23.00%/31.01%，市占率稳健提升。

**5) 立足龙头地位，开启纵向扩张（2013-2020 年）：**2013 年，双汇国际（现为万洲国际，为双汇发展母公司）杠杆收购全球规模最大的生猪生产商史密斯菲尔德，向上游延伸，并引进 Smithfield 品牌，于 2015 年开始生产美式香肠、培根、火腿三大类高档低温产品。2020 年，公司非公开募资 70 亿元，再次向上游延伸，增强企业成本管控能力。

**6) 成立餐饮事业部，发力预制菜（2021 年至今）：**2021 年，公司成立餐饮事业部，专业负责预制菜业务的开拓，打造第二增长曲线。



**表 2：公司发展历程**

时间	事件
2021 年	公司正式成立餐饮事业部，专业化运作餐饮渠道，专注推广公司餐饮食材产品。
2020 年	双汇发展非公开发行股票募集资金 70 亿元完善产业链和推动产业升级。
2019 年	双汇发展吸收合并双汇集团完成，注入资产主要为双汇发展的上下游有业务往来的企业，解决了原材料采购、产品销售及劳务合作等关联交易问题。
2015 年	郑州美式工厂正式投产，主要生产美式香肠、培根、火腿三大类高档低温产品，引进美国著名品牌 Smithfield。
2014 年	万洲国际在港交所上市。
2013 年	双汇国际（现为万洲国际）以 71 亿美元收购世界最大的猪肉食品企业史密斯菲尔德食品公司。
2007 年	双汇完成国有股改造——高盛和鼎晖通过罗特克斯以 20.1 亿元对价收购漯河市国资委持有的双汇集团 100% 的股权（当时双汇集团持有双汇发展 35.715% 的股权），同时通过罗特克斯收购双汇发展的第二大股东漯河海宇投资持有的双汇发展 25% 的股份，收购完成后，高盛和鼎晖合计控制公司 60.72% 的股权。
	管理层收购（MBO），高盛和鼎晖将罗特克斯 100% 股权转让给双汇国际（现为万洲国际）境外全资子公司 Glorious Link Intern，交易完成后，高盛和鼎晖通过 Shine B 和 Shine D 两家境外公司持有双汇国际股份。
	Rise Grand Group Limited（兴泰集团）成立，股东为双汇集团及其关联企业（包括双汇发展）的相关 300 余名员工。兴泰集团 100% 控股的雄域公司，向境外银行融资收购多家双汇相关行业企业的外资股权，并于 2009 年与双汇国际换股，成为双汇国际股东。
2006 年	万洲国际（原双汇国际）成立。
2003 年	海宇投资（其中 4 位自然人股东为双汇集团管理层）成立，与双汇集团签署《股权转让协议》，以 4.70 元/股受让双汇发展 25% 股权，市净率为 1.05X。
	公司与日本吴羽、日本丰田合资成立南通汇羽丰新材料有限公司，向上游包装材料市场延伸。
2002 年	万隆先生及 50 名双汇员工共同出资成立漯河海汇投资，参股、控股 18 家与双汇有密切业务往来的上下游公司，2005 年按证监会要求整改，逐步清理转让与双汇关联交易较多的公司的股权。
2001 年	公司与日本火腿公司合资成立河南万东牧业有限公司，与杜邦合资成立杜邦双汇漯河蛋白有限公司，向上游原材料市场延伸。
	肉制品车间通过对日出口注册。
2000 年	第一条冷鲜肉生产线投产。
1999 年	漯河双汇商业连锁有限公司成立，主要从事食品销售、烟草制品零售等业务，2021 年收入/归母净利达 39.53/6.44 亿元。
1998 年	“双汇实业”5000 万 A 股股票在深交所成功上市，上市发行价 6.24 元（前复权价格 0.26 元）。
1994 年	以漯河肉联厂为核心组建成立双汇集团。
	公司合资成立华懋双汇集团有限公司，从事肉制品（酱卤肉制品、熏煮香肠火腿制品）的加工、冷藏、销售等，2021 年收入/归母净利达 25.74/3.44 亿元。
1992 年	第一支“双汇”牌火腿肠问世。
1984 年	现任万洲国际董事会主席万隆先生当选厂长。
1969 年	漯河市冷仓变更为漯河市肉类联合加工厂。
1958 年	集团前身——漯河市冷仓成立。

资料来源：公司公告、中国双汇官网、国元证券研究所整理

## 1.2 实控人控制公司 70.33% 股权

**实控人控制公司 70.33% 股权。**截至 2022Q3，公司实控人为 Rise Grand Group Limited(兴泰集团有限公司)，通过万洲国际及其孙公司罗特克斯间接控制公司 70.33%

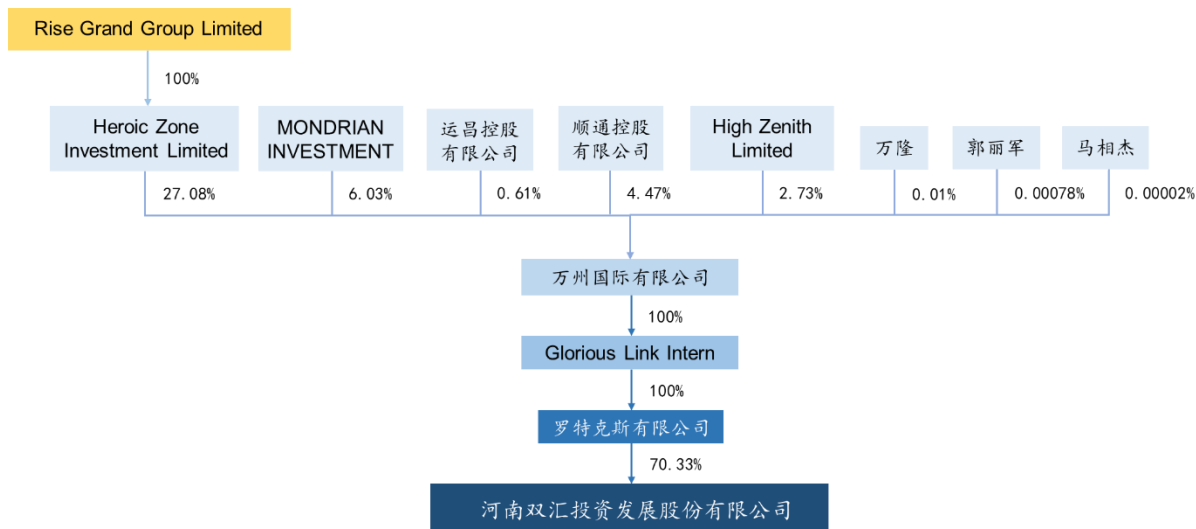
股权。从万洲国际股权结构来看，截至 2022H1，公司实控人为员工持股委员会，即 Rise Grand Group Limited（兴泰集团有限公司），共控制万洲国际 39.21% 股权，其中通过雄域公司/运昌控股/顺通控股/High Zenith Limited 分别控制万洲国际 27.08%/4.92%/4.47%/2.73% 股份，并直接持有万洲国际 0.01% 股权。（注：运昌控股为公司期权池，雄域公司永久代其行使投票权和表决权。22H1 万洲国际部分期权已授予，运昌控股持股比例下降至 0.61%，但雄域公司仍拥有 4.92% 股权的投票权和表决权。）

表 3：公司前十大股东（截至 22/9/30）

序号	股东名称	持股数量 (亿股)	持股比例
1	罗特克斯有限公司	24.37	70.33%
2	香港中央结算有限公司	1.13	3.26%
3	中国证券金融股份有限公司	0.58	1.67%
4	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	0.46	1.34%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	0.31	0.89%
6	中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品-港股通(创新策略)	0.22	0.62%
7	全国社保基金 106 组合	0.12	0.35%
8	全国社保基金 101 组合	0.10	0.28%
9	中证主要消费交易型开放式指数证券投资基金	0.09	0.25%
10	兴全沪深 300 指数增强型证券投资基金(LOF)	0.08	0.22%
11	合计	27.45	79.21%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 3：公司股权结构（截至 22/6/30）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：1) Rise Grand Group Limited（兴泰集团）：2007 年 7 月 3 日，在英属维尔京群岛注册成立，双汇员工雷雨田、何兴保和赵银章为登记股东，三人以联权共有人的形式共同持有兴泰集团前述已发行股份。2) Heroic Zone Investment Limited（雄域公司）：2017 年成立，位于香港特别行政区，控制人为万隆先生等高管。3) 运昌控股有限公司：1991 年成立，位于香港特别行政区，运昌控股通过受让 Shine B 持有的部分万洲国际股权，以及参加万洲国际增发，对万洲国际持股。运昌控股为公司期权池，雄域公司永久代其行使投票权和表决权。4) 顺通控股有限公司：万隆先生控制，为收购史密斯菲尔德获得的股权激励。5) High Zenith Limited：代持有双汇国际预留奖励股份 3.51 亿股，将根据双汇国际制定的员工奖励计划发放。



图 4：公司股权结构变迁

#### 双汇完成国有股改造。

双汇在2006年前是国企；2007年6月29日，双汇国有产权重组全面完成，高盛和鼎晖通过罗特克斯（高盛持股51%，鼎晖持股49%）以20.1亿元对价，收购漯河市国资委持有的双汇集团100%的股权（当时双汇集团持有双汇发展35.715%的股权），同时通过罗特克斯以5.62亿元的对价，收购双汇发展的第二大股东漯河海宇投资持有的双汇发展25%的股份。收购完成后，高盛和鼎晖合计控制公司60.72%的股权。

#### 双汇国际实现对双汇发展控股。

2007年10月，高盛和鼎晖将罗特克斯100%的股权，转让给双汇国际（现为万洲国际）境外全资子公司Glorious Link Intern。交易完成后，双汇国际控股双汇发展，高盛和鼎晖通过Shine B和Shine D两家境外公司控制双汇国际。

#### 双汇员工通过雄域公司持有双汇国际股份。

2009年，雄域公司通过双汇相关行业企业的外资股权与双汇国际换股，成为双汇国际股东。雄域公司为Rise Grand Group Limited（兴泰集团）的全资子公司，而兴泰集团由雄域持股计划的参与者实益拥有——即双汇集团及其关联

#### 万隆先生成为万洲国际实控人。

2010年，鼎晖等机构投资者主动减持，以及在此之前，万隆先生通过雄域公司和员工期权平台运昌控股（雄域公司永久代其行使投票权和表决权），增加了对万洲国际的控股比例。至此，万隆先生的控股比例超过鼎晖，成为万洲国际的实控人。同时，万隆先生设置股份的投票权，来实现对万洲国际的绝对控股，即雄域公司及运昌公司持有的万洲国际的股份每1股对应拥有2股的投票权，而其他股东1股仅拥有1股的投票权。

#### 发放股权激励，万隆先生控股比例进一步提升。

2013年10月25日，双汇发展发布公告，双汇国际拟通过直接发行股份及预留奖励股份的方式实施员工奖励，合计共11.70亿股，占当时总股本的10%。其中，双汇国际向万隆先生控制的顺通公司发行5.73亿股，向杨擎君先生（曾任公司副总裁）控制的裕基环球发行2.46亿股，并发行3.51亿股作为预留股份奖励、由High Zenith Limited代持。以上3家企业所持股份的投票权和表决权全部归属于雄域公司。虽然为响应港交所要求，万洲国际上市前恢复同股同权，但万隆先生仍为公司实际控制人。

#### 万洲国际收购史密斯菲尔德，冲击上市。

2013年，双汇国际以71.2亿美元对价杠杆收购史密斯菲尔德（以47.2亿美元收购全部已发行股份，并承担史密斯菲尔德24亿美元债务），以公布并购协议前一日的收盘价来计算，本次并购的溢价约为31%。为支付本次并购对价，双汇国际合计共融资48.25亿美元，其中通过银团定期贷款融资39.25亿美元，通过Merger Sub发行优先无抵押票据融资9亿美元（5亿美元2018年到期，4亿美元2021年到期）。收购完成后，2014年万洲国际2次冲击上市，成功在港交所募集183亿港元（净额153亿港元）用于部分偿还三年期银团定期贷款。

#### 双汇集团资产注入双汇发展。

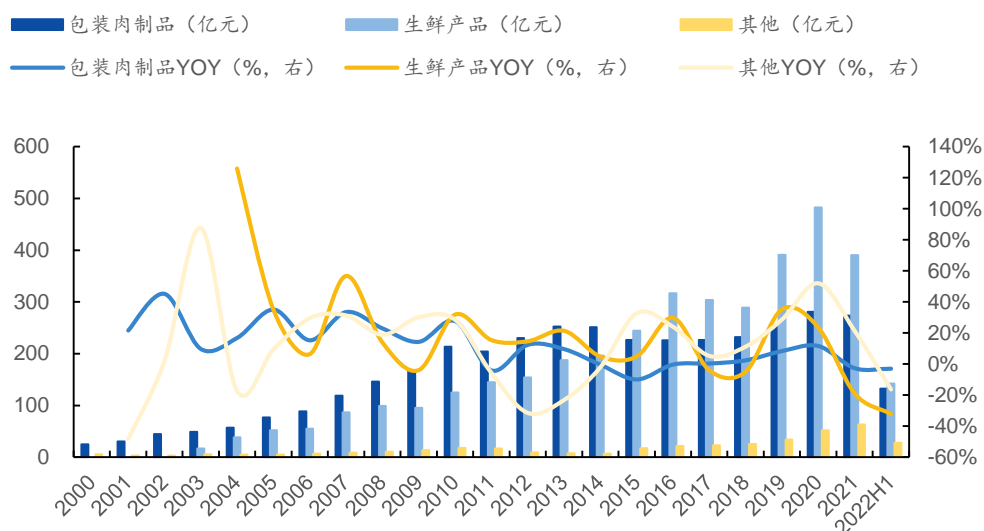
2019年，双汇发展吸收合并双汇集团完成，注入资产主要为双汇发展的上下游有业务往来的企业，解决了原材料采购、产品销售及劳务合作等关联交易问题。吸收合并完成后，罗特克斯（控股股东为万洲国际）对双汇发展的持股比例从59.27%提升至73.41%。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 1.3 生鲜品贡献 59%收入，肉制品贡献 76%毛利

肉制品、生鲜产品收入稳健增长，其他业务收入较快增长。2021 年，公司总收入为 667.98 亿元，其中包装肉制品/生鲜产品/其他收入分别为 273.51/390.73/63.07 亿元，占比分别为 41.02%/58.60%/9.46%（加总大于 100%，主要由于存在内部抵消项），2016-2021 年收入 CAGR 分别为 3.91%/4.26%/23.44%。其他收入主要为鸡牛等产品进口贸易、养殖业、调味品及包装材料等外销业务收入，近些年快速增长，主要由于公司家禽养殖及屠宰规模的上升、外贸进口非猪肉产品品类的丰富和规模的上升带动。

图 5：公司分产品收入及增速

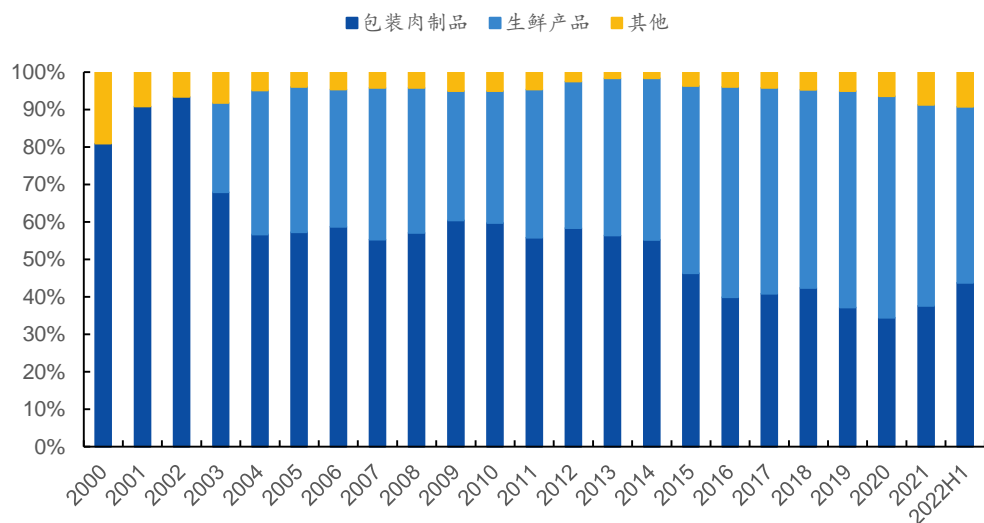


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：其他指鸡牛等产品进口贸易、养殖业、调味品及包装材料等的外销业务。

公司在国内开创冷鲜肉品类，冷鲜肉已成为公司最大收入来源。2000 年，公司率先在中国引进了第一条冷鲜肉生产线，在中国开创了冷鲜肉品类。2003 年以来，公司加速冷鲜肉推广，20 多年来，冷鲜肉已成为公司第一大产品品类。

图 6：公司分产品收入占比变动

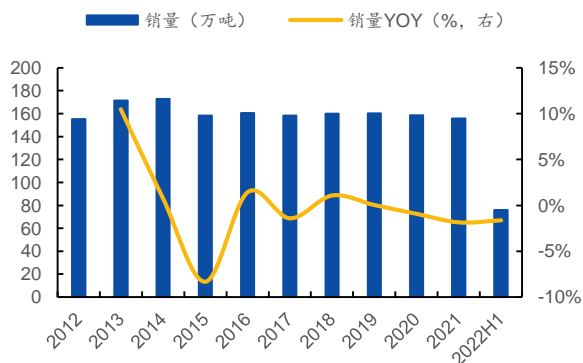


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：其他指鸡牛等产品进口贸易，养殖业、调味品及包装材料等的外销业务。

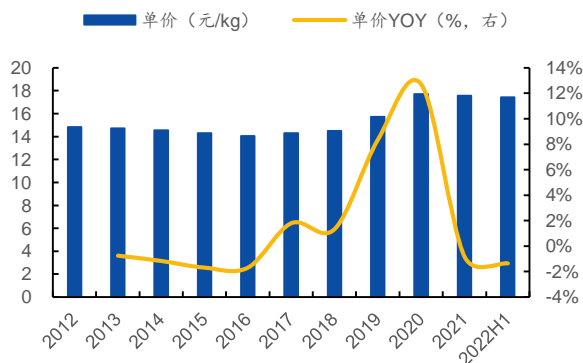
公司产品价格跟随猪肉价格波动，生鲜产品关联度更强。拆分量价来看，2021 年，公司包装肉制品销量、单价分别为 155.76 万吨、17.56 元/kg，2016-2021 年销量、单价 CAGR 分别为-0.61%、4.55%，单价上涨主要受 2019、2020 年猪肉价格上涨带动。2021 年，公司生鲜产品销量、单价分别为 163.25 万吨、23.93 元/kg，2016-2021 年销量、单价 CAGR 分别为 3.71%、0.54%，生鲜产品价格跟随生猪价格变动。

图 7：公司包装肉制品销量及增速



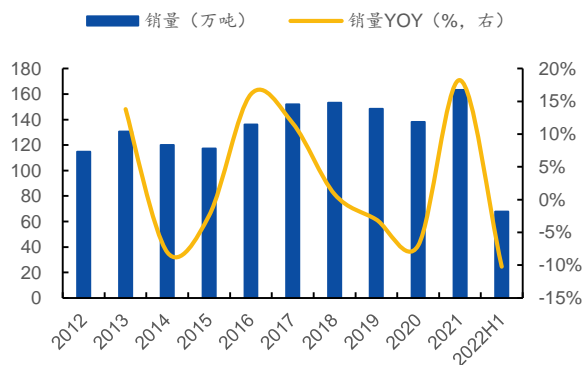
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 8：公司包装肉制品单价及增速



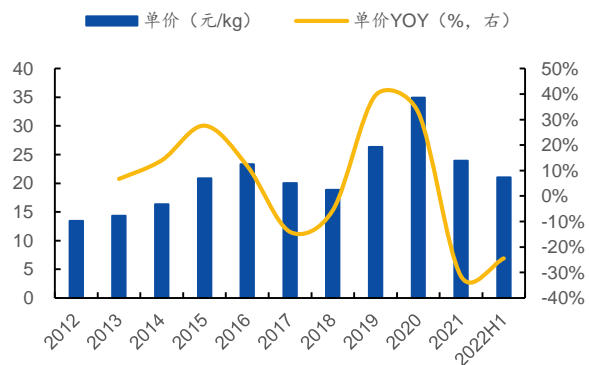
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 9：公司生鲜产品销量及增速



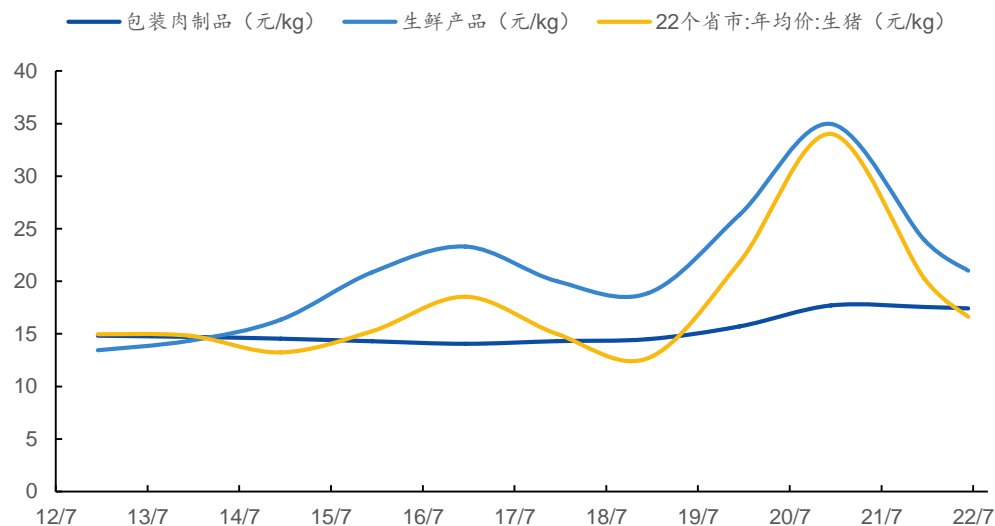
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 10：公司生鲜产品单价及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

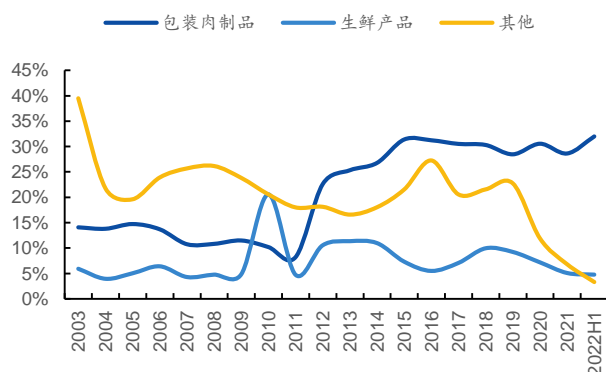
图 11：公司产品单价及生猪价变动走势图



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

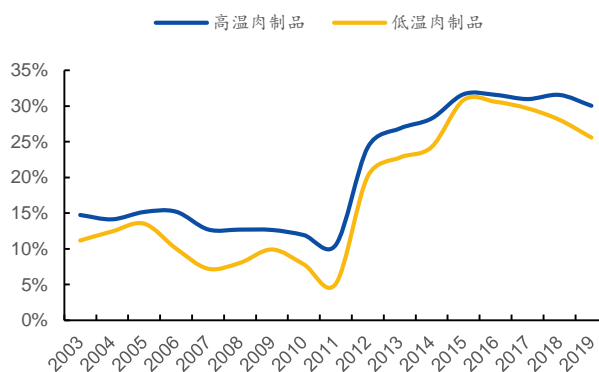
2012 年资产重组后，包装肉制品毛利率大幅提升，生鲜业务毛利率受猪肉价格波动影响。2021 年，公司毛利率为 15.35%，其中包装肉制品、生鲜产品、其他产品的毛利率分别为 28.62%、5.07%、6.82%。从毛利率历史来看，1) 包装肉制品毛利率较稳定，2012 年资产重组完成后，包装肉制品毛利率大幅提升，近些年包装肉制品毛利率在 28%-31%间波动；2) 近些年，生鲜产品毛利率在 5%-11%间波动，生鲜产品毛利率主要受猪肉价格波动影响(2020 年猪肉价格高企导致生鲜业务毛利率下降)。

图 12：公司分产品毛利率 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

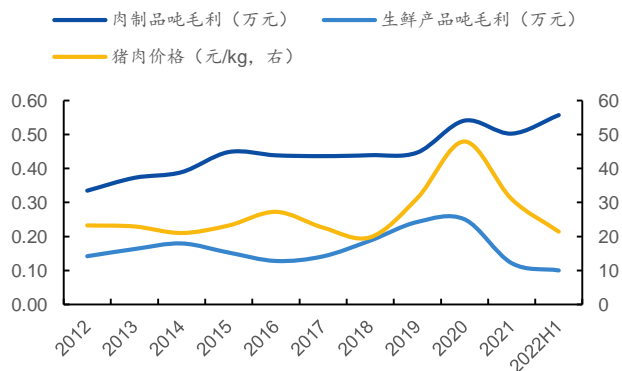
图 13：公司高温、低温肉制品毛利率 (%)



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

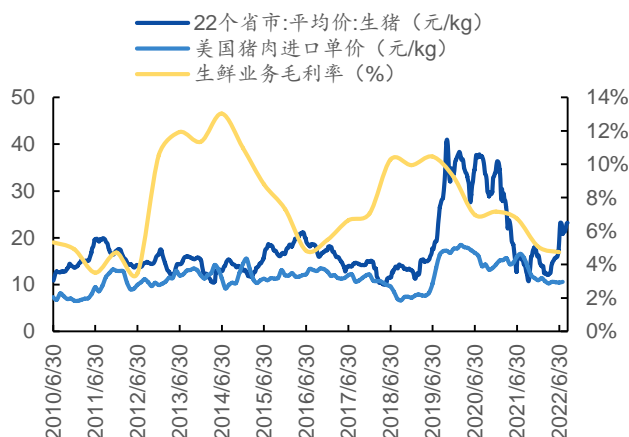
注：包装肉制品可划分为高温肉制品和低温肉制品。

图 14：公司产品吨毛利 VS 猪肉价格对比图



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 15：公司生鲜业务毛利率 VS 猪肉价格波动对比图



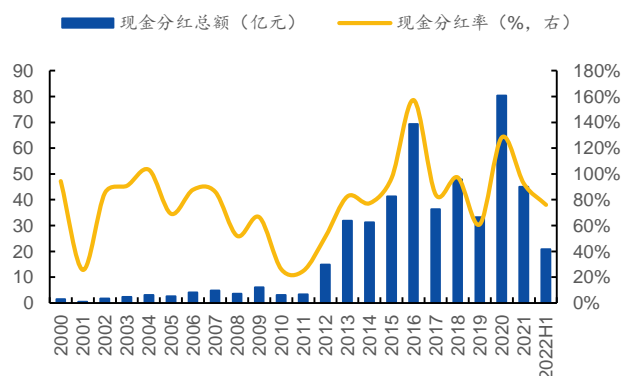
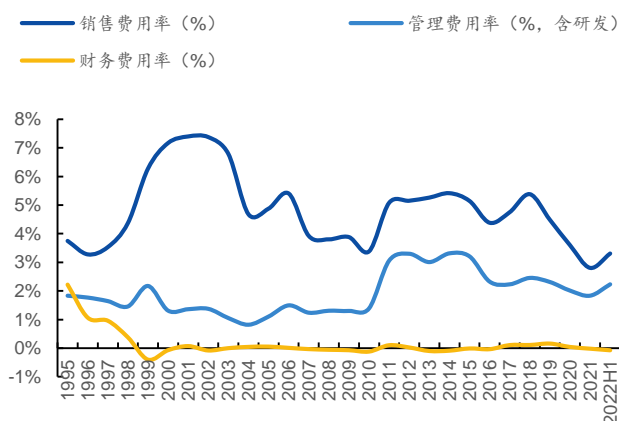
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

费用率较稳定。2021 年公司销售/管理（及研发）/财务费用率分别为 3%/2%/0%，公司近 10 年来，费用率较稳定，销售费用率在 3%-5%间波动，管理费用率在 2%-3%间波动，财务费用率在 0%左右波动。

高分红比例。上市至今，公司累计分红 488.69 亿元，累计分红率为 89.27%，主要由于：1) 2007-2010 年，公司控股股东为鼎晖等机构投资者，为满足其基金收益率，采取较高分红策略；2) 2013 年，双汇发展母公司万洲国际杠杆收购史密斯菲尔德，并向境外银行承诺每年将计提盈余公积后的归母净利的 70%以上的部分用于分红（2015 年 1 月万洲国际已偿还完境外银行贷款）。

图 16：公司三费比率

图 17：公司分红比率



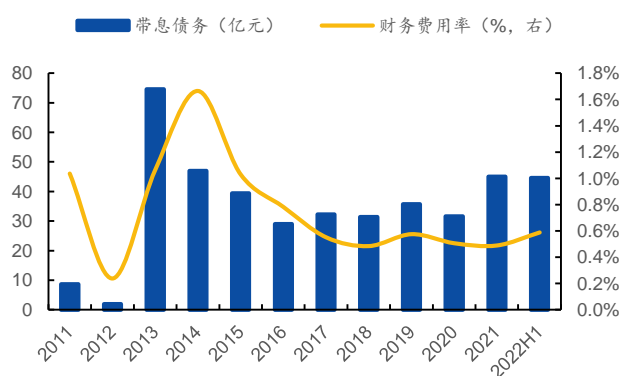
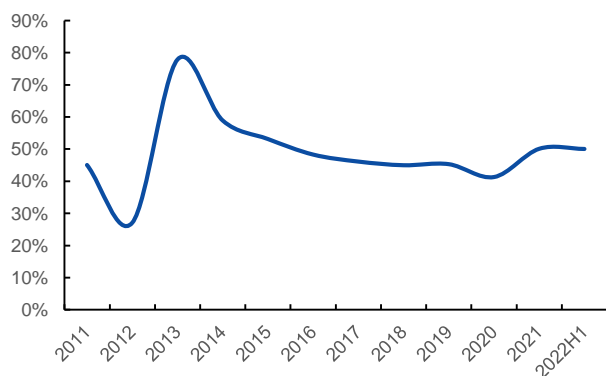
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：研发费用率放入管理费用率中列示。

图 18：万洲国际资产负债率（%）

图 19：万洲国际带息债务及财务费用率



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

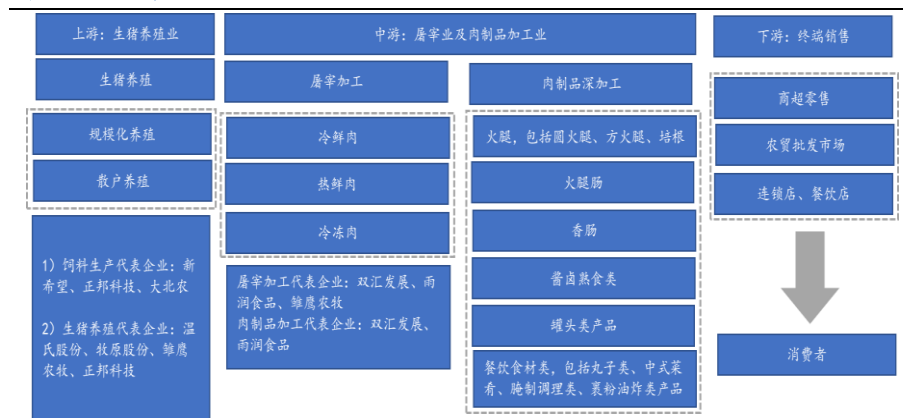


## 2. 屠宰及肉制品加工行业：集中度提升，双汇龙一稳固

### 2.1 生猪产业链：猪肉产业链趋向一体化发展

猪肉产业链趋向一体化发展。屠宰及肉制品加工行业上游为生猪养殖业，下游为终端销售。近些年，屠宰及肉制品加工企业一方面布局上游生猪养殖业，来降低原材料成本及稳定生猪供给，另一方面布局下游物流配送体系、铺设专卖店，保证加工肉制品销售渠道通畅。

图 20：生猪产业链



资料来源：前瞻产业研究院、中商产业研究院、国元证券研究所整理

### 2.2 上游分析：龙头市占率持续提升

中小养殖场众多，市场集中度尚低。根据中国畜牧兽医年鉴数据，2020 年，全国年生猪出栏 5000 头以上的规模养殖场数量占比仅为 0.04%，其生猪出栏量占全国生猪出栏量的比例为 25.4%；年生猪出栏百头以下的散户养殖场数量占比为 97.54%，其生猪出栏量占全国生猪出栏总量的比例为 26.3%。

表 4：全国各梯队生猪养殖企业母猪存栏量占比

梯队	养殖规模	企业数量 (个)	母猪存栏数合计 (万头)	母猪存栏数合计 占比 (%)	代表企业
第一梯队	100 万头母猪以上	4	587	13.7%	牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技
第二梯队	10-50 万头母猪	15	356	8.3%	德康集团、天邦、正大、双胞胎等
第三梯队	5-10 万头母猪	19	115.5	2.7%	巨星农牧、浙江华统、龙大美食、雏鹰农牧等
第四梯队	3-5 万头母猪	22	73.8	1.7%	金旭农业、青莲股份等
第五梯队	1-3 万头母猪	84	125.9	2.9%	德兴股份、临沂金锣、大家食品、双汇集团等
第六梯队	1 万头母猪以下	-	3037.8	70.7%	-

资料来源：新猪派、国元证券研究所整理

注：数据截止 2021/12/31。

生猪养殖行业由散养为主向规模化养殖转变。从产业转型升级和绿色发展角度考量，规模化生猪养殖是未来养殖行业的发展趋势。农业部《全国生猪生产发展规划(2016-2020)》提出，2020 年我国出栏 500 头以上规模养殖企业比重应达到 52%，较 2010 年提升 14pct。

**表 5：2015-2020 期间生猪产业发展目标**

指标	2010	2014	2020
猪肉产量（万吨）	5071	5671	5760
出栏 500 头以上规模养殖比重（%）	38%	42%	52%
规模企业屠宰量占比（%）	66%	68%	75%

资料来源：《全国生猪生产发展规划（2016-2020）》、国元证券研究所整理

**生猪养殖龙头市占率持续提升。**2018 年，中国出现非洲猪瘟后，中国个体养殖比例大幅下降，各大资金充裕的龙头企业趁势加速扩张。从生猪养殖上市公司的数据来看，2021 年，牧原股份等 10 个上市公司的生猪出栏数占全国出栏总量的比例为 14.07%，逐年呈现提升趋势。

**美国生猪养殖龙一市占率约 16%。**根据万洲国际年报数据，2019 年，Smithfield 的生猪出栏数为 2,180.50 万头，约占美国全年生猪总出栏数的 16%。对比美国生猪养殖市场竞争格局来看，我国生猪养殖市场集中度存在较大提升空间。

**表 6：我国主要生猪养殖企业出栏数/全国出栏总量**

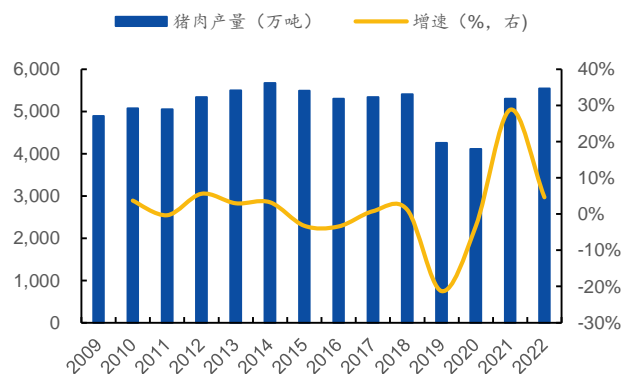
序号	上市公司	2017	2018	2019	2020	2021
1	牧原	1.05%	1.59%	1.88%	3.44%	6.00%
2	正邦科技	0.50%	0.80%	1.06%	1.81%	2.22%
3	温氏	2.77%	3.21%	3.40%	1.81%	1.97%
4	新希望	0.35%	0.37%	0.65%	1.57%	1.49%
5	天邦	0.15%	0.31%	0.45%	0.58%	0.64%
6	大北农	0.09%	0.24%	0.30%	0.35%	0.64%
7	傲农生物	0.03%	0.06%	0.12%	0.26%	0.48%
8	天康生物	0.07%	0.09%	0.15%	0.26%	0.24%
9	唐人神	0.08%	0.10%	0.15%	0.19%	0.23%
10	金新农	0.05%	0.03%	0.07%	0.15%	0.16%
11	合计	5.14%	6.81%	8.25%	10.43%	14.07%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 2.3 屠宰及肉制品加工行业：双汇龙一稳固，市占率存提升空间

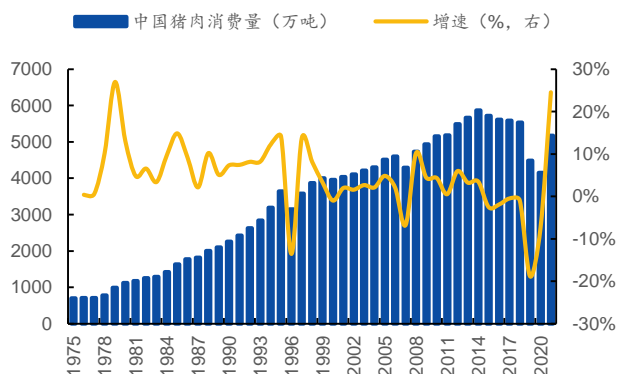
**中国是世界上最大的猪肉生产国和消费国。**巅峰时期，我国猪肉年产量达 5,671 万吨（2014 年），2019-2020 年受非洲猪瘟影响，猪肉年产量较大幅度下滑，2021 年回升至 5,296 万吨。从消费量来看，2021 年，我国猪肉消费量为 5,172.60 万吨，巅峰时期为 5,865.20 万吨（2014 年）。

图 21：中国猪肉年产量及增速



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

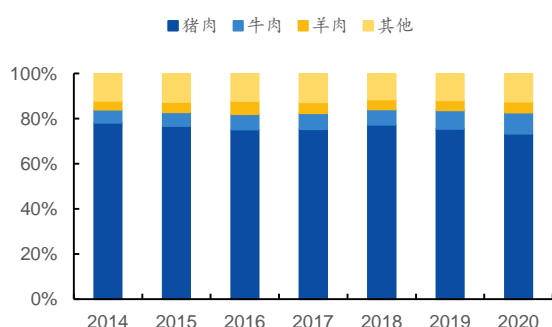
图 22：中国猪肉年消费量及增速



资料来源：美国农业部、国元证券研究所整理

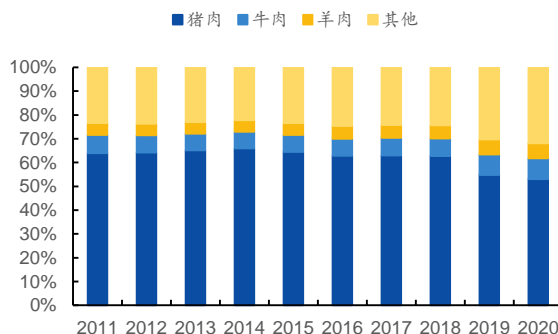
猪肉在我国肉类消费中占比超过 70%。从肉类产量结构来看，我国猪肉产量占总肉类产量的比例超过 50%。从中国居民肉类消费结构来看，我国居民肉类消费以猪肉为主、牛羊肉为辅，其中猪肉在中国居民肉类消费中占比超过 70%。

图 23：中国居民肉类消费结构变动（%）



资料来源：中国统计年鉴、国元证券研究所整理

图 24：中国肉类产量结构变动（%）

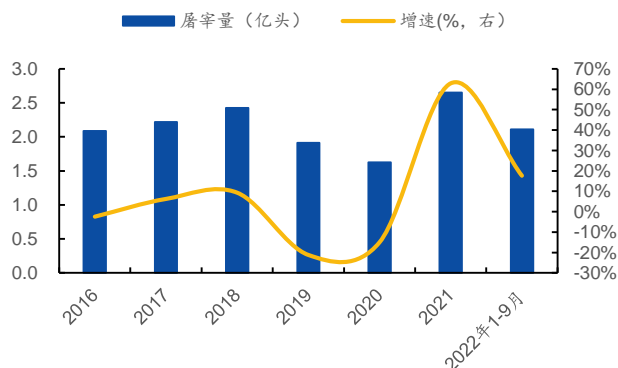


资料来源：中国统计年鉴、国元证券研究所整理

中国生猪屠宰行业市场格局分散。2021 年，我国生猪屠宰量达 2.65 亿头，但竞争格局分散。根据农业农村部数据，截至 2021 年 6 月底，我国共有生猪定点屠宰企业 5443 家，其中 2020 年屠宰生猪 2 万头以上的企业 1957 家，占总数的 36%。

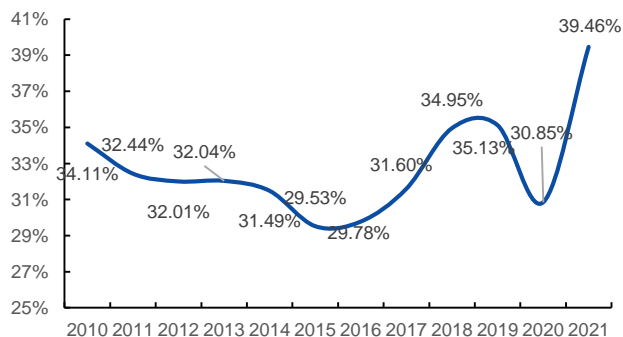
非洲猪瘟重塑生猪屠宰行业格局，屠宰业集中度加速提升。2021 年，我国生猪定点屠宰企业屠宰量占比达 39.46%，较 2020 年提升 5.35pct。

图 25：中国规上生猪屠宰量及增速



资料来源：农业农村部、国元证券研究所整理

图 26：全国生猪定点屠宰企业屠宰量占比 (%)



资料来源：农业农村部、国元证券研究所整理

注：通过全国生猪定点屠宰企业屠宰量除以全国生猪出栏量计算得出。

**过去我国居民以消费热鲜肉为主。**由于我国居民消费习惯（以热鲜肉为主）、消费渠道（我国居民购买渠道主要在农贸市场，热鲜肉主要在农贸市场销售，冷鲜肉主要在商超销售）以及地方保护主义，热鲜肉在我国居民鲜肉消费结构中占主导地位，根据前瞻产业院数据，2010年热鲜肉占比为78%，冷鲜肉占比仅为12%。

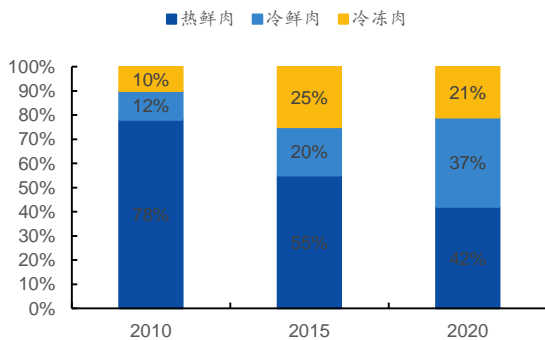
**消费升级+政策转变，冷鲜肉消费占比提升。**2018年，非洲猪瘟疫情爆发后，农业农村部出台了《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量和有效供给的通知》，提出改变生猪调运方式，推动“调猪”向“调肉”（通常是调冷鲜肉）转变，同时叠加我国冷链基础设施逐步完备，冷鲜肉市场空间得以释放。根据前瞻产业研究院的数据，2020年，热鲜肉占比已经降至42%，冷鲜肉占比已提升至37%。

表 7：中国主要鲜猪肉类型及销售渠道

序号	类别	热鲜肉	冷鲜肉	冷冻肉
1	定义	经过严格卫生检疫、屠宰后的畜生胴体未经降温处理直接送往市场销售的肉品	屠宰后的胴体转入冷库进行 20h 冷却排酸处理，待胴体温度降至 0~4℃ 后进行分割处理，并保持在 0~4℃ 下冷链运输至终端的肉品	宰杀后的生猪胴体经预冷、-18℃ 急冻后中心温度在 -6℃ 以下的肉品
2	储藏温度	25~30℃	0~4℃	-18℃
3	保质期	1~2 天	3~7 天	6~12 个月
4	价格	中	高	低
5	安全性	从屠宰到销售终端过程中受到空气、运输车以及包装污染，细菌大量繁殖，肉品安全性无法得到有效保障	从屠宰加工到销售终端全程在 0~4℃ 低温环境下进行，微生物繁殖被有效抑制，肉品安全性高	宰杀后的胴体预冷后于 -18℃ 速冻，肉品中心温度在 -6℃ 以下，微生物生命活动受抑制，肉品安全性高
6	营养性	不经过排酸处理，不利于人体吸收	经过尸僵、解僵、软化和成熟等一系列过程，肉品肌肉蛋白质有效降解，有利于人体吸收	肉品速冻后形成的冰晶在解冻过程中会破坏猪肉组织，导致肉品营养成分大量流失，肉品营养性低
7	口味	肉质较硬、肉汤混、香味较淡	鲜嫩多汁、易咀嚼、汤清肉鲜	肉质干硬、香味淡、不够鲜美
8	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
9	市场份额（2020 年）	42%	37%	21%

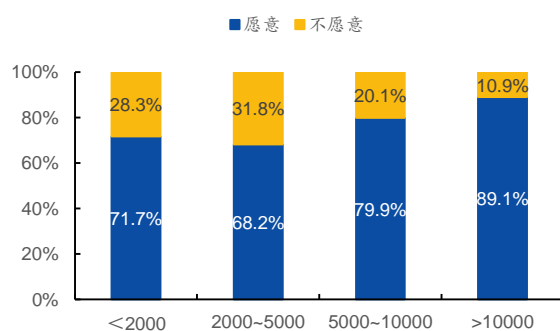
资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

图 27：不同类型鲜猪肉产品消费占比（2020 年）



资料来源：前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

图 28：各收入群体冷鲜肉消费意愿



资料来源：《2019 中国居民肉类消费情况调查》、国元证券研究所整理

**表 8：生猪屠宰行业相关政策梳理**

时间	部门	政策	内容
2021	农业农村部	《关于深入开展生猪屠宰标准化示范创建工作的通知》	从 2021 年开始利用 5 年时间在全国创建一批生猪屠宰标准化建设示范单位，发挥示范引领作用，提升生猪屠宰行业标准化水平。
2020	农业农村部	《关于开展严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动的通知》	严重查处生猪屠宰违法行为，加大对私屠滥宰易发多发区域的排查和巡查力度，彻底捣毁私屠滥宰窝点；加快小型屠宰场点撤停并转，确保小型屠宰场点只减不增，优化屠宰产能布局，鼓励在生猪养殖主产区新建屠宰优势产能。
2019	农业农村部	《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》	强化生猪屠宰企业监管，小型生猪屠宰场点，以县为单位计算只减不增，其余生猪屠宰企业设立必须符合“设计年屠宰生猪能力不低于 15 万头”和省级人民政府设置规划要求；开展重点地区企业资格复核，坚决关停环保设施设备不符合要求、屠宰设施设备陈旧、屠宰工艺落后等问题企业。
2018	农业农村部	《关于加强生猪屠宰企业非洲猪瘟防控保障猪肉质量安全的有效供给的通知》	进一步做好生猪主销区和主产区的衔接，促进产销衔接，推动由“调猪”向“调肉”转变，不得限制外地生猪定点屠宰厂经检疫和肉品品质检验合格、符合调运监管规定的生猪产品进入本地市场。
2016	农业部	《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	引导大型屠宰企业通过入股、合作等方式兼并重组小型屠宰场点，严格“代宰”条件，逐步减少“代宰”屠宰企业数量，加强小型生猪屠宰场点的资格清理；到 2020 年，生猪“代宰率”下降 10% 以上，生猪屠宰场点“小、散、乱”状况基本得到改善。
2012	发改委、工业和信息化部	《食品工业“十二五”发展规划》	提出优化肉类食品结构，提高冷鲜肉比重；严格控制新增屠宰产能，原则上不再新建生猪、羊年屠宰量在 20 万头以下、牛年屠宰量在 5 万头以下、禽年屠宰量在 2000 万只以下的企业；提出全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 50%，大中城市和发达地区力争淘汰 80% 左右；形成 10 家 100 亿以上的大企业集团，肉类行业前 200 强企业的生产和市场集中度达到 80%，培育出 2~3 个具有国际竞争力和影响力的肉类食品企业。
2010	商务部	《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010-2015）》	提出行业发展的总目标：形成以跨区域流通的现代化屠宰加工企业为主体、供应本地市场的定点屠宰企业为补充梯次配置、布局合理、有序流通的产业布局。 在定点屠宰企业规划布局方面，提出到 2013 年，全国手工和半机械化等落后生猪屠宰产能淘汰 30%，到 2015 年淘汰 50%，大城市和发达地区淘汰 80%；在流通秩序方面，提出打破地方封锁，要求各地不得限制卫生和质量合格的猪肉产品进入本地市场，形成大流通格局；在支持大中型屠宰企业发展方面，加快推进生猪定点屠宰场分级管理制度的实施，等级越高的定点屠宰场标志着企业技术、管理水平越高，其肉品可流通范围也越大。
2009	商务部	《生猪定点屠宰厂（场）分级管理办法》	鼓励引导生猪定点屠宰场改善生产技术及条件，提高生猪产品质量安全水平，推动生猪定点屠宰场向规模化、标准化、品牌化方向发展，支持屠宰企业采用更先进的技术和管理手段达到更高等级的标准要求。 从规模、生产、技术及质量安全管理状况出发对屠宰场基本要求、设计和环境、设施和设备、屠宰加工、检验检疫、质量控制、运输条件、产品质量多层面进行综合审查将生猪定点屠宰场由高到低划分为 AAAAA、AAAA、AAA、AA、A 五个等级。
1998	国务院	《生猪屠宰管理条例》	明确提出生猪定点屠宰、集中检疫制度；除农村地区个人自宰自食外，未经定点任何单位和个人都不得宰杀生猪。

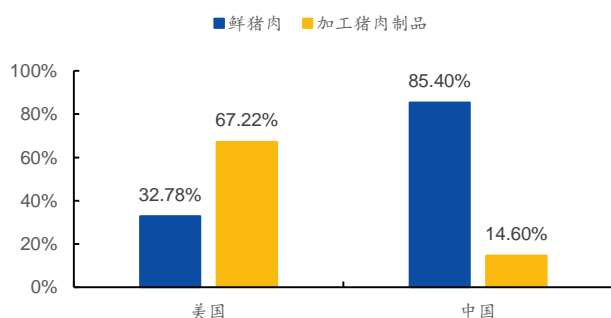
资料来源：发改委、农业农村部、国务院、商务部、工业和信息化部、国元证券研究所整理



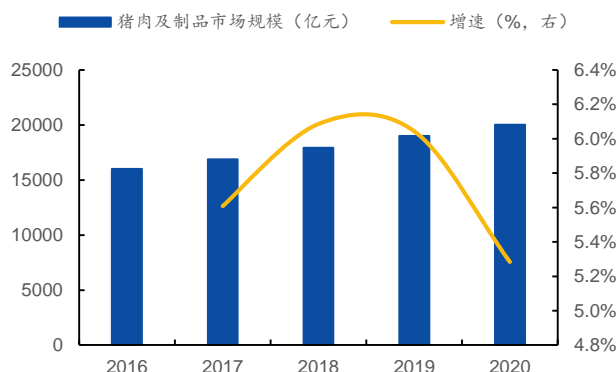
国内以鲜肉消费为主，加工肉制品消费占比仍具提升空间。根据华经产业研究院数据，2020年，我国猪肉及制品行业市场规模为20007亿元，2016-2020年CAGR为5.75%。从肉类产品消费结构来看，我国居民加工肉制品消费比例远低于欧美等发达国家，根据观研报告网的数据，中国鲜肉/猪肉加工制品消费量占比分别为85.4%/14.6%（2017A），国内加工肉制品市场仍然存在较大提升空间。

图 29：2017 年中美猪肉及制品消费量占比（%）

图 30：我国猪肉及制品市场规模



资料来源：观研报告网、国元证券研究所整理

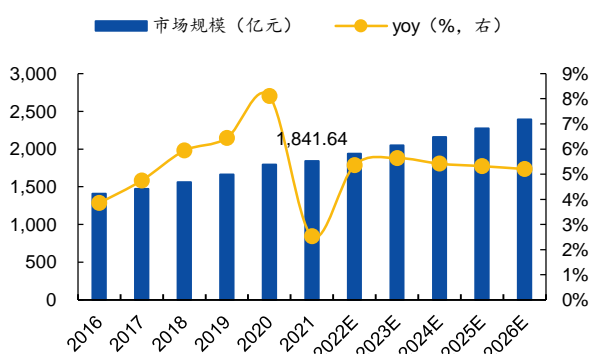


资料来源：华经产业研究院、国元证券研究所整理

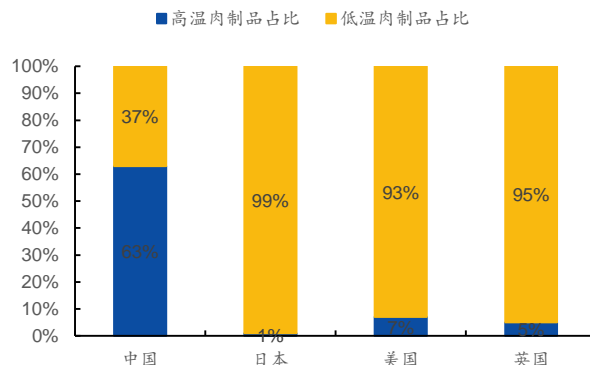
我国加工肉制品市场规模为1841.64亿元。根据欧睿数据库数据，2021年，我国加工肉制品市场规模为1841.64亿元，2021-2026年市场规模CAGR预计为5.40%。

图 31：中国加工肉制品市场规模及增速

图 32：2018 年中日美英四国高/低温肉制品消费占比



资料来源：欧睿数据库、国元证券研究所整理



资料来源：欧睿、前瞻产业研究院、国元证券研究所整理

高温肉制品向低温肉制品转变是未来消费趋势。目前，高温肉制品市场规模占比超60%，其中火腿肠为高温肉制品中占比约30%的细分品类。而相较于高温肉制品，低温肉制品采用较低的杀菌温度进行巴氏杀菌，保证产品食用安全、可靠的同时，最大程度保留了肉制品的原有风味和品质。近些年，随着我国冷链运输逐步完备，低温肉制品占比逐步提升。

**表 9：高温肉制品 VS 低温肉制品**

品类	加工工艺	营养风味	保质期	代表产品
高温肉制品	采用 121℃、4min 高温杀菌，高温肉制品在加热过程中已经达到商业无菌状态，可以在常温下长期保存的肉制品	高温杀菌过程使得蛋白质变性，营养流失程度严重，肉制品可能出现蒸煮味等不良风味	常温下保质期可达 3~6 个月	火腿肠、午餐肉
低温肉制品	采用 68~72℃ 较低温度进行巴氏杀菌，在保证食品食用安全的同时最大程度保留肉制品的营养价值，是当今发达国家最常用的肉制品加工方式	巴氏杀菌最大程度保留了原料肉的风味物质和营养成分，肉类蛋白质变性适中，易于人体消化吸收，营养利用率高，产品肉质鲜嫩，口感良好	需要冷链销售及冷藏存放，保质期一般短于 45 天	熏制火腿、培根

资料来源：华经产业研究院、国元证券研究所整理

## 2.4 加工肉制品竞争格局：双汇稳居行业龙一

**稳坐加工肉制品龙一位置。**根据欧睿数据，2021 年双汇在肉类加工市场的市占率为 16.40%，远高于同业水平。

**表 10：中国前十大肉类加工企业市占率**

序号	公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	双汇	20.20%	18.10%	17.30%	16.60%	16.10%	16.40%	17.00%	16.40%
2	金锣	5.30%	5.10%	4.80%	4.70%	5.00%	5.00%	5.20%	5.00%
3	安井	0.90%	1.00%	1.10%	1.20%	1.30%	1.50%	1.70%	1.80%
4	六和	0.90%	0.80%	0.80%	1.00%	1.10%	1.20%	1.40%	1.50%
5	尽美	1.30%	1.30%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.50%	1.40%
6	雨润	1.80%	1.70%	1.50%	1.40%	1.40%	1.20%	1.10%	1.10%
7	梅林	1.20%	1.20%	1.10%	1.10%	1.00%	1.00%	0.90%	0.90%
8	姐妹厨房	0.50%	0.40%	0.40%	0.50%	0.50%	0.60%	0.60%	0.70%
9	美好	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
10	甘竹	0.40%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.60%	0.60%
11	合计	33.10%	30.70%	29.50%	29.00%	28.90%	29.40%	30.60%	30.00%

资料来源：欧睿、国元证券研究所整理

**双汇收入、利润规模遥遥领先。**2021 年，双汇发展收入为 667.98 亿元，归母净利润为 48.66 亿元，收入、利润规模较同行遥遥领先。

**毛利率、净利率行业领先。**2021 年，双汇发展毛利率/归母净利率分别为 15.35%/7.28%，仅低于金字火腿，主要由于金字火腿从事高附加值的肉制品深加工业务，屠宰业务占比较低。

**表 11：屠宰及肉制品加工同业财务数据对比**

序号	项目	双汇发展	龙大美食	华统股份	得利斯	金字火腿	上海梅林
1	2021 年公司收入（亿元）	667.98	195.10	83.42	31.30	5.06	236.17
2	2016-2021 年收入 CAGR	5.20%	29.05%	15.88%	14.72%	25.80%	11.29%
3	2021 年公司归母净利（亿元）	48.66	-6.59	-1.92	0.44	0.43	3.03
4	2016-2021 年归母净利 CAGR	2.01%	-	-	37.10%	16.59%	3.38%
5	收入结构（2021 年）						
6	屠宰及肉制品加工收入（亿元）	664.24	153.03	79.48	25.52	4.70	58.05
7	占总收入的比例	99.61%	78.44%	95.28%	81.52%	92.82%	24.58%
8	2016-2021 年收入 CAGR	4.12%	24.96%	15.50%	12.77%	27.37%	-
9	1) 生鲜肉业务收入（亿元）	390.73	137.61	76.63	17.47	1.79	-
10	生鲜肉业务毛利率	5.07%	1.47%	2.30%	3.33%	-10.59%	-
11	2) 加工肉制品业务收入（亿元）	273.51	15.42	3.54	8.05	2.91	-
12	加工肉制品业务毛利率	28.62%	12.94%	11.11%	19.01%	36.52%	-
13	量价拆分						
14	2021 年销量（万吨）	319.01	70.14	41.83	13.16	1.16	-
15	2016-2021 年销量 CAGR	1.46%	16.47%	15.27%	9.82%	55.07%	-
16	2021 年单价（元/kg）	20.82	21.82	19.00	22.96	39.68	-
17	盈利能力对比						
18	2021 年毛利率	15.35%	1.87%	2.73%	7.78%	20.35%	9.23%
19	2021 年净利率	7.32%	-4.35%	-2.96%	1.41%	8.28%	-0.43%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：1) 销量数据为鲜肉及加工肉制品合计销量；2) 销售单价=鲜肉及肉制品加工收入/鲜肉及加工肉制品销量。

**表 12：屠宰及肉制品加工同业费用率拆分（2021 年）**

序号	指标	双汇发展	龙大肉食	华统股份	得利斯	金字火腿	上海梅林
1	毛利率	15.35%	1.87%	2.73%	7.78%	20.35%	9.23%
2	税金及附加费率	0.46%	0.08%	0.21%	0.36%	0.70%	0.19%
3	销售费用率	2.80%	1.22%	0.77%	2.88%	7.99%	3.65%
4	管理费用率	1.62%	1.46%	1.40%	1.89%	3.32%	3.90%
5	研发费用率	0.21%	0.04%	0.27%	0.27%	0.88%	0.25%
6	财务费用率	-0.02%	0.36%	1.27%	0.48%	-2.03%	0.12%
7	减值损失占比	-1.94%	-2.80%	-2.41%	-0.38%	-4.23%	-1.02%
8	信用减值损失占比	-0.01%	-0.06%	-0.02%	-0.08%	0.68%	-0.03%
9	公允价值变动占比	-0.04%	-	-	0.0003%	-	-0.44%
10	其他收益占比	0.95%	-0.45%	1.15%	0.21%	-9.05%	1.03%

11	净营业外收入占比	-0.03%	-0.03%	-0.27%	-0.07%	10.90%	-0.10%
12	所得税率	1.99%	-0.27%	0.23%	0.16%	-0.51%	0.99%
13	少数股东损益占比	0.03%	-0.97%	-0.65%	0.01%	-0.19%	-1.71%
14	归母净利率	7.28%	-3.38%	-2.31%	1.40%	8.47%	1.28%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

### 3. 品牌力领先，采购成本优势显著

#### 3.1 品牌力领先，新品迭代创新活力

**双汇品牌深入人心，品牌力及市场占有率领先。**双汇品牌成立于 1992 年，经过数年发展，超越春都，成为火腿肠市场当之无愧的龙头，并至今 20 多年仍稳坐肉类加工行业龙一位置，品牌力领先。

**新品迭代速度快，迎合消费升级需求。**公司新品迭代能力强，近些年，陆续推出“辣吗？辣”、“火炫风”、“无淀粉王中王”、“双汇筷厨”、“智趣多鳕鱼肠”、“Smithfield”品牌产品等新产品，迎合了消费升级的需求。同时，公司推出中式酱卤熟食、中式菜肴，将传统美食与现代食品加工工艺相结合，进军预制菜打造第二增长曲线。目前，公司新产品的销售收入占当期产品的 10% 以上，且新产品的价格和毛利水平平均明显高于普通类产品。

表 13：双汇 2022 年上半年新品情况

序号	新产品	介绍
1	轻享鸡肉肠	以鸡肉为主的中高档火腿肠，突出无淀粉概念，适用于追求高品质鸡肉肠的消费人群
2	轻卡能靓香肠	以猪肉为主的高档火腿肠，突出“0 糖、高蛋白”等概念，适用于追求轻食生活的年轻群体
3	热狗肠	主要有鸡肉、猪肉两个品类，为高档低温香肠，突出高蛋白概念、无肠衣特点，产品口感脆嫩多汁，适用于家庭、餐饮消费
4	方便速食	主要有啵啵袋、拌饭、拌面等，主打方便、快捷、高品质速食概念，适用于上班族、学生人群加餐、休闲消费
5	中华菜肴	围绕一顿饭、一桌菜概念开发，代表产品有红烧肉、梅菜扣肉、鱼香肉丝、酸菜鱼等，适用于家庭、餐饮消费
6	鳕鱼肠	采用深海鳕鱼原料，高端鱼肉肠，突出“DHA”、深海鳕鱼概念，针对年轻宝妈、儿童群体
7	地道肠	以猪肉为主要原料的高档低温香肠，突出高肉含量，以天然肠衣替代胶原蛋白肠衣，是台烤类升级产品，适用于家庭消费
8	熏烤肉肠	以猪肉为主要原料的高档低温产品，突出高蛋白、加钙概念，是烤肠类升级产品，适用于家庭消费
9	速冻丸子	火锅食材类产品，覆盖猪、牛、鱼各种风味，适用于餐饮及家庭消费

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

**表 14：公司重点产品介绍**

序号	分类	重点产品	克重(g)	价格(元)
1	火腿肠类	双汇王中王	400	30.5
2		辣吗？辣	270	19.3
3		双汇筷厨	560	29.9
4		智趣多鳕鱼肠	270	29.8
5	火腿类	午餐方腿香肠	350	10.6
6		肘花火腿	425	33.9
7		美式火腿片	450	47.9
8		美式培根	720	69
9	香肠类	玉米热狗肠	400	16.5
10		火炫风刻花香肠	480	24
11		香脆肠	400	17.5
12		Q趣香肠	1200	41.7
13	酱卤熟食类	红油卤猪蹄	300	29.4
14		酱卤猪头肉	420	39.9
15		香薰烤鸡	500	27.9
16		酱卤牛肉	1120	159
17	餐饮食材类	速冻丸子	400	12.22
18		双汇家宴（中式菜肴）-香辣牛肉	300	52.4
19		双汇家宴（中式菜肴）-红烧肉	240	32.9
20		双汇椒香小酥肉	1000	65
21		双汇啵啵袋（方便速食）	990	67.9
22	罐头及其他类	午餐肉	260	21.9
23		拌饭系列	308	16.6
24		手撕蟹味排	96	11.9
25		盐焗鸡蛋	120	10.6
26	生鲜产品	五花肉	500	28.5
27		梅肉	500	30
28		大排片	500	25.57
29		猪蹄	1000	64.34

资料来源：淘宝双汇每日鲜旗舰店、淘宝双汇旗舰店、京东双汇旗舰店、淘宝史密斯旗舰店、国元证券研究所整理

注：使用 2022 年 11 月 11 日到手价。

### 3.2 核心团队实力强大

**公司管理层肉制品及相关行业经验丰富。**董事长万隆先生在肉类加工行业拥有超 40 年的经验，并担任中国肉类协会常务理事，高级顾问。总裁马相杰先生目前仅 50 岁，技术中心研发员出身，并在生鲜、调味品等多个领域多个职能部门任职，业务经验丰富。公司其他管理层拥有在进出口、研发、采购、生产、检验等环节，以及在肉制品、调味品、原材料等方面的丰富从业经验。

**表 15：双汇管理层介绍**

序号	姓名	职务	介绍
1	万隆	董事长	高级经济师，九届、十届、十一届、十二届全国人大代表。曾任河南省漯河市肉类联合加工厂厂长。中国肉类协会常务理事、高级顾问，在肉类加工行业拥有逾 40 年经验。现任罗特克斯有限公司董事，万洲国际有限公司执行董事、董事会主席，本公司董事长，亦担任本公司若干附属公司的董事。
2	万宏伟	副董事长	曾任双汇集团香港分公司主任，双汇集团进出口公司副经理，双汇集团董事长秘书，万洲国际有限公司公关关系部经理，万洲国际有限公司董事长助理。现任万洲国际有限公司执行董事、董事会副主席和本公司副董事长，亦担任本公司若干附属公司的董事。
3	郭丽军	董事	大专学历。曾任河南省漯河市肉类联合加工厂财务处会计，漯河华懋双汇化工包装有限公司、漯河华懋双汇塑料工程有限公司财务部主任，河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司财务中心副主任、主任和财务总监，双汇发展常务副总裁，万洲国际有限公司副总裁、财务总监，万洲国际有限公司执行董事、常务副总裁兼首席财务官（CFO）。现任万洲国际有限公司执行董事兼行政总裁，亦担任万洲国际有限公司若干附属公司董事，悦昌企业有限公司和运昌控股有限公司董事，本公司董事。
4	马相杰	董事、总裁	工学学士学位、工程硕士学位，高级经济师，中共党员。曾任公司技术中心研发员，香辅料分厂厂长，漯河双汇海樱调味料食品有限公司总经理，漯河天瑞生化有限公司总经理，生鲜品事业部生产副总经理，综合事业部总经理，漯河双汇食品销售有限公司董事总经理，生鲜品事业部总经理及本公司副总裁。现任雄域投资有限公司、兴泰集团有限公司、运昌控股有限公司、悦昌企业有限公司、漯河汇盛生物科技有限公司和漯河汇盛药业有限公司董事，万洲国际有限公司执行董事，本公司总裁、董事，亦担任本公司若干附属公司董事长和董事，若干联营公司董事。
5	乔海莉	副总裁	曾任本公司肉制品事业部生产副总经理、本公司副总裁兼肉制品事业部总经理。现任漯河汇盛药业有限公司董事，本公司副总裁，亦担任本公司若干附属公司董事。
6	赵国宝	副总裁	曾任漯河双汇海樱调味料食品有限公司、漯河天瑞生化有限公司、漯河双汇生物工程有限公司项目经理，公司综合事业部总经理。现任本公司副总裁，亦担任本公司若干附属公司董事。
7	孟少华	副总裁	曾任公司低温研究所所长、技术中心副主任，总部研发中心主任，高温研发中心主任。现任本公司副总裁，亦担任本公司若干附属公司董事。
8	贺建民	副总裁	曾任公司生鲜品事业部采购副总经理，绵阳双汇食品有限责任公司项目经理，陕西双汇食品有限公司项目经理。现任本公司副总裁，亦担任本公司若干附属公司董事。
9	周霄	副总裁	曾任公司技术中心副主任，肉制品事业部市场部长，浙江金华双汇食品有限公司项目经理，公司市场服务中心主任，公共关系中心主任。现任本公司副总裁。
10	张晓玲	副总裁	1974 年出生，本科学历。曾任重庆余平式畜牧技术咨询有限公司总经理，四川天兆猪业股份有限公司工程中心总经理。现任本公司副总裁。
11	张立文	副总裁、董事会秘书	曾任杜邦双汇漯河食品有限公司、杜邦双汇漯河蛋白有限公司总经理。现任雄域投资有限公司、兴泰集团有限公司董事，本公司副总裁兼董事会秘书。
12	张斌	副总裁	曾任公司肉制品事业部生产部副部长、唐山双汇食品有限责任公司副经理、华懋双汇实业（集团）有限公司项目经理、上海双汇大昌有限公司总经理。现任本公司副总裁。
13	李全红	副总裁	曾任清远双汇食品有限公司财务总监，公司肉制品事业部财务总监。现任本公司副总裁，亦担任本公司若干附属公司董事。
14	刘松涛	常务副总裁、财务总监	现任雄域投资有限公司、兴泰集团有限公司、运昌控股有限公司、悦昌企业有限公司、昌建控股集团有限公司、漯河双汇物流投资有限公司及其附属公司和漯河汇盛药业有限公司董事，本公司常务副总裁兼财务总监，亦担任本公司若干附属公司董事长和董事，若干联营公司董事。
15	王玉芬	总工程师	曾任河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司董事、总工程师、常务副总经理，本公司董事、副总裁。现任昌建控股集团有限公司、漯河汇盛药业有限公司董事，本公司总工程师，亦担任本公司若干附属公司董事。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理



### 3.3 “生产&渠道”规模经济

生产规模优势显著，覆盖我国屠宰及肉类加工行业重点区域。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，覆盖我国主要的屠宰及肉类加工行业重要地域，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。目前，公司拥有年加工肉制品 200 多万吨、单班年屠宰生猪 2,300 多万头的生产产能。2021 年，公司生鲜肉/包装肉制品产量分别达 128.3/157.5 万吨，远高于同业水平。

表 16：双汇及同业产能规模对比

序号	公司名称	产能
1	双汇发展	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 食品产能：15.5 万吨/年
2	龙大美食	屠宰产能：设计屠宰产能达 1,100 万头/年，实际屠宰量 641.1 万头 养殖产能：2021 年养殖业务出栏量为 39.89 万头
3	华统股份	火腿年产能 80 万只
4	得利斯	山东、吉林生产基地分别拥有 100 万头/年、200 万头/年的屠宰产能；山东本部 10 万吨预制菜产能 2021 年 11 月初开始部分试生产；陕西基地 5 万吨预制菜产能预计 2022 年年底投产。预计 2022 年底，预制菜总产能将达到 20 万吨。

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

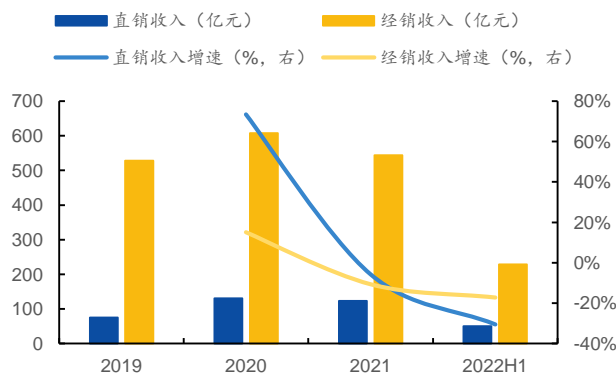
渠道优势领先。公司高度重视渠道开拓和网络建设，拥有遍布全国的一百多万个销售网点，产品在绝大部分省份基本可以实现朝发夕至。

表 17：双汇销售渠道情况

渠道	介绍
线上	目前公司的线上直销业务由子公司双汇电子商务有限公司运作，在天猫、京东、淘宝、拼多多、抖音等电商平台开设店铺 21 家，销售“双汇”、“Smithfield”等系列产品，另运作阿里零售通、京东新通路、多多买菜、美菜网、快驴等平台的入仓业务，主要销售包装肉制品、熟食、生鲜产品、调味料等产品
线下	以经销商代理为主进行销售，其中，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

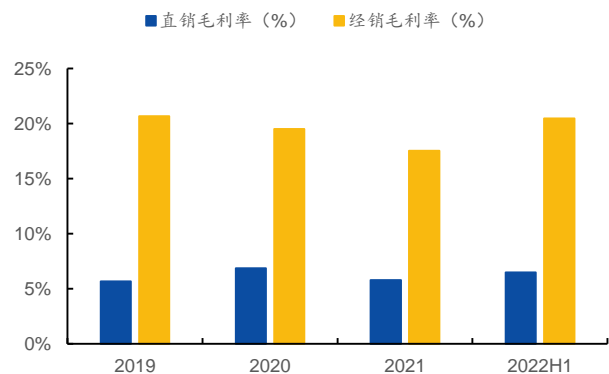
资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 33：公司直销、经销收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 34：公司直销、经销毛利率



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

### 3.4 大股东协同，国际采购优势强

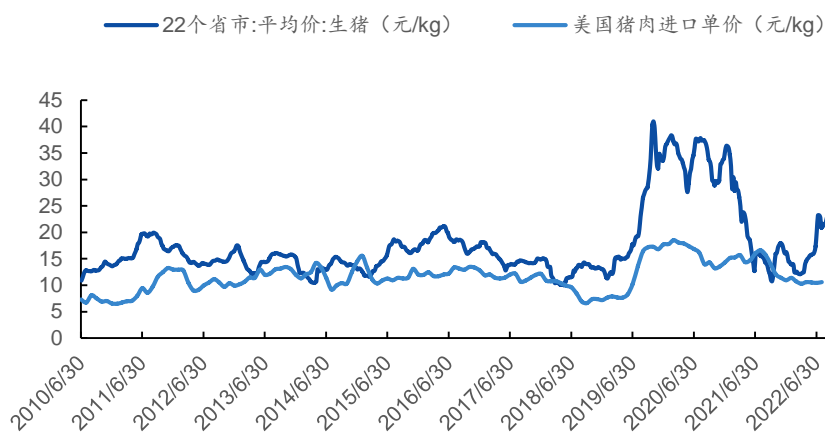
公司与控股股东罗特克斯形成了强大的国际采购优势。从 2010 年至今的中美猪肉价格对比来看，美国进口猪肉价格多数时间低于国内生猪价格。公司借助控股股东罗特克斯，国际采购优势领先。根据 2021 年报问询函答复公告，2021 年，公司从罗特克斯进口的鲜冻肉类的均价为 16.31 元/kg，远低于国内生猪采购平均单价和其他进口供应商的采购平均单价。

表 18：公司生猪及鲜冻肉重点供应商采购金额及均价（2021 年）

序号	供应商名称	采购产品	采购金额（亿元）	采购额占比	采购均价（元/kg）
1	公司国内生猪供应商采购金额及采购均价				
2	供应商 1	生猪	4.49	1.75%	19.22
3	供应商 2	生猪	3.06	1.19%	20.46
4	供应商 3	生猪	1.29	0.50%	29.69
5	供应商 4	生猪	0.45	0.18%	21.42
6	供应商 5	生猪	0.33	0.13%	26.13
7	供应商 6	生猪	0.26	0.10%	14.69
8	供应商 7	生猪	0.24	0.09%	21.69
9	供应商 8	生猪	0.21	0.08%	18.70
10	供应商 9	生猪	0.19	0.07%	23.95
11	供应商 10	生猪	0.17	0.07%	25.74
12	国内生猪采购总额	生猪	257.00	100%	-
13	公司进口鲜冻肉供应商采购金额及采购均价				
14	罗特克斯有限公司及其子公司	进口肉类	92.62	63.17%	16.31
15	供应商 1	鸡产品类	4.28	2.92%	9.39
16	供应商 2	鸡产品类	2.78	1.89%	7.54
17	供应商 3	进口肉类	2.62	1.78%	25.23
18	供应商 4	鸡产品类	2.03	1.38%	8.87
19	供应商 5	鸡产品类	1.46	1.00%	8.6
20	供应商 6	鸡产品类	1.45	0.99%	7.68
21	供应商 7	进口肉类	1.40	0.95%	19.36
22	供应商 8	鸡产品类	1.30	0.89%	7.41
23	供应商 9	鸡产品类	1.08	0.74%	8.67
24	国外进口肉、辅料、包装物等采购总额	进口肉、辅料、包装物等	146.62	100.00%	-

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 35：中美猪肉价格对比



资料来源：华经产业研究院、国元证券研究所整理

## 4.定增扩产支撑扩张，预制菜打造第二曲线

### 4.1 定增扩产，有望增厚公司业绩

2020 年，双汇发展非公开发行募集资金 70 亿元，用于畜禽养殖建设及其他技术改造项目。养殖项目建成投产后，双汇发展每年将新增商品鸡出栏数 2 亿羽、种猪及生猪出栏数合计约 50 万头，完善了上游产业链，有望增厚公司利润，推进肉类多元化，提高抗风险能力。技改项目完成后，公司将新增生猪屠宰年产能约 150 万头（目前为 2300 多万头，产能较目前+6.52%）、调理制品年产能约 45,300 吨以及肉制品加工产能约 6 万吨（目前为 200 多万吨，产能较目前+3%）。

表 19：双汇定增资金计划建设项目

序号	项目名称	投资额 (亿元)	募集资金额 (亿元)	产能	计划建设期 (月)
1	肉鸡产业化产能建设项目	45.16	33.30	1) 西华肉鸡产业化产能建设项目：种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 1 亿羽，饲料产能 80 万吨，屠宰产能 1 亿羽 2) 彰武肉鸡产业化产能建设项目：种鸡存栏 120 万套，商品鸡年出栏 1 亿羽，饲料产能 50 万吨，屠宰产能 1 亿羽	1) 西华肉鸡项目：18 2) 彰武肉鸡项目：24
2	生猪养殖产能建设项目	12.57	9.90	曾祖代种猪存栏 1000 头，祖代种猪存栏 2000 头，父母代种猪存栏 20000 头，年种猪、生猪出栏合计约 50 万头	18
3	生猪屠宰及调理制品技术改造项目	4.85	3.60	生猪屠宰年产能约 150 万头；调理制品年产能约 45,300 吨	12
4	肉制品加工技术改造项目	3.24	2.70	年产肉制品约 60,000 吨	12
5	中国双汇总部项目	10.56	7.50	-	-
6	补充流动资金	-	13.00	-	-
7	合计	-	70.00	-	-

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

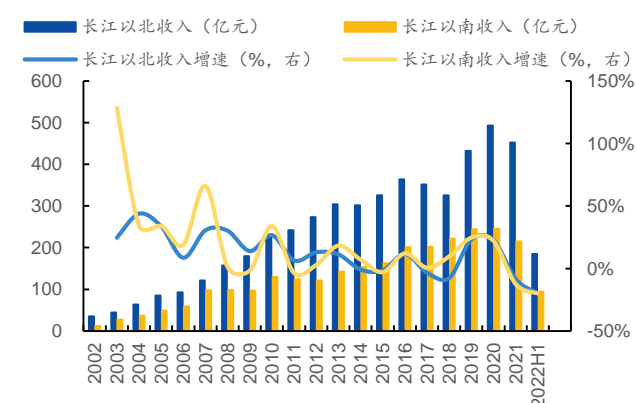
## 4.2 渠道持续下沉，市占率有望持续提升

目前工厂多集中于长江以北地区。目前，公司已在长江以北（山东、河南、辽宁、四川、河北、黑龙江、湖北、安徽、陕西、江苏等）、长江以南（广西、广东、云南、上海、江西等）的 18 个省（市）建设有加工工厂及配套设施。从地理分布来看，目前公司工厂多集中在长江以北地区，在长江以北地区占据优势地位。

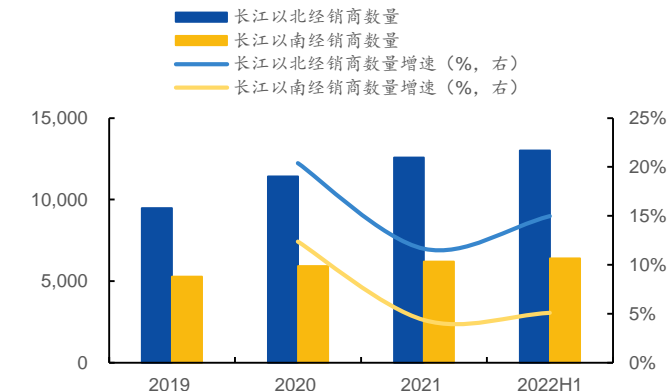
长江以南市占率仍存在较大提升空间。2021 年，公司长江以北、长江以南收入分别为 451.97、214.85 亿元，经销商数量分别为 12571、6196 个，长江以北地区收入规模及经销商数量均为长江以南地区的 2 倍多。但从人口数来看，长江以南地区人口数高于长江以北地区，市场空间更广阔。随着公司工厂及渠道进一步深化，未来长江以南市占率仍存在较大提升空间。

图 36：公司长江以北、长江以南收入及增速

图 37：公司长江以北、长江以南经销商数量（个，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理



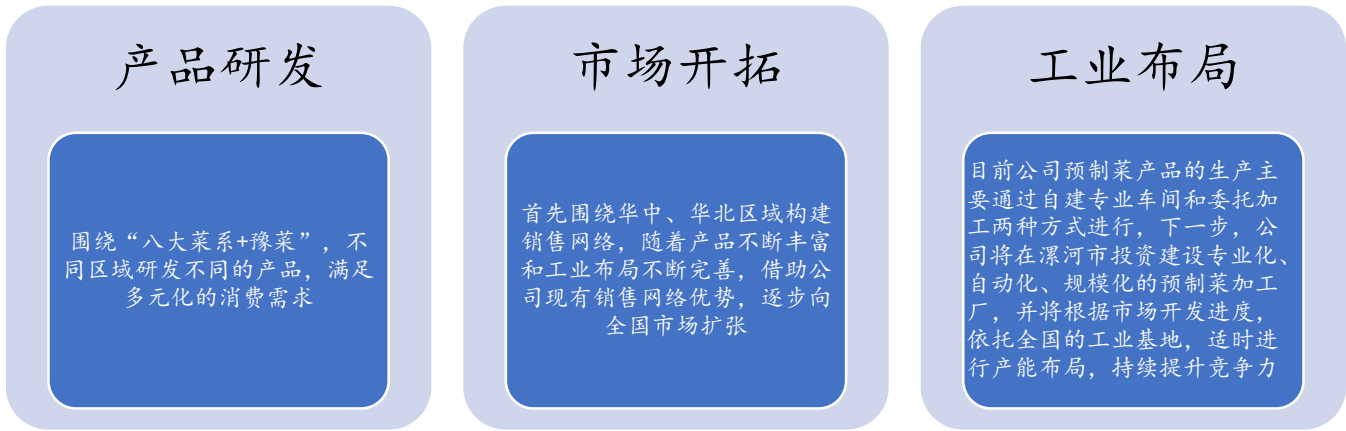
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 4.3 打造预制菜第二曲线

聚焦预制菜赛道，推进双汇产品进家庭、上餐桌。2021 年，公司正式成立餐饮事业部，专业化运作餐饮渠道，围绕集团公司“一碗饭、一顿饭、一桌菜”的调结构方向，聚焦预制菜赛道，推进双汇产品进家庭、上餐桌。目前，公司餐饮渠道产品主要包括丸子类、酥肉类、酱卤熟食类产品，以及自加热米饭、双汇八大碗及家宴礼盒等中华菜肴类产品。

加速推动餐饮渠道覆盖。从渠道上看，目前公司加速推动餐饮食材产品扩大渠道覆盖率，一方面进军线上销售平台，另一方面加快在商超、便利店等线下渠道的推广，围绕华中、华北区域构建销售网络，逐步向全国市场扩张。

图 38：公司预制菜发展规划



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

## 5.盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

双汇发展盈利预测的重点假设如下：

- 1) 包装肉制品：公司品牌优势突出，包装肉制品销量有望稳健增长，我们预计 2022、2023、2024 年包装肉制品销量分别为 159.75、162.02、163.85 万吨，增速分别为 2.56%、1.42%、1.13%，包装肉制品价格受猪肉价格波动影响较小，考虑到产品结构升级优化，我们预计 2022、2023、2024 年包装肉制品单价分别为 17.83、18.07、18.25 元/kg，增速分别为 1.52%、1.34%、1.02%。综上，我们预计 2022、2023、2024 年包装肉制品收入分别为 284.77、292.69、299.01 亿元，增速分别为 4.12%、2.78%、2.16%。
- 2) 生鲜产品：考虑到生猪屠宰市占率提升趋势，公司作为龙头有望受益，我们预计 2022、2023、2024 年生鲜产品销量分别为 155.69、173.47、191.39 亿元，增速分别为-4.63%、11.42%、10.33%，单价分别为 23.11、24.34、25.55 元/kg，增速分别为-3.44%、5.34%、4.94%。综上，我们预计 2022、2023、2024 年生鲜产品收入分别为 359.80、422.30、488.94 亿元，增速分别为-7.92%、17.37%、15.78%。
- 3) 其他（鸡牛等产品进口贸易，养殖业、调味品及包装材料等的外销业务）：公司定增项目将新增商品鸡出栏数 2 亿羽，推动肉类多元化发展，我们预计 2022、2023、2024 年公司其他业务收入分别为 61.40、76.87、94.29 亿元，增速分别为-2.66%、25.21%、22.66%。

**表 20：公司收入拆分**

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（亿元）	603.48	739.35	667.98	658.69	742.21	830.12
增速（%）	23.43%	22.51%	-9.65%	-1.39%	12.68%	11.84%
毛利率（%）	18.79%	17.26%	15.35%	16.65%	16.31%	16.18%
归母净利（亿元）	54.38	62.56	48.66	60.81	66.50	73.53
增速（%）	10.70%	15.04%	-22.21%	24.97%	9.36%	10.57%
归母净利率	9.01%	8.46%	7.28%	9.23%	8.96%	8.86%
<b>1、包装肉制品</b>						
收入（亿元）	251.63	280.98	273.51	284.77	292.69	299.01
增速（%）	8.41%	11.66%	-2.66%	4.12%	2.78%	2.16%
销量（万吨）	160.16	158.69	155.76	159.75	162.02	163.85
增速（%）	0.05%	-0.92%	-1.85%	2.56%	1.42%	1.13%
单价（元/kg）	15.71	17.71	17.56	17.83	18.07	18.25
增速（%）	8.35%	12.70%	-0.83%	1.52%	1.34%	1.02%
吨毛利（万元）	0.45	0.54	0.50	0.56	0.57	0.57
毛利率（%）	28.46%	30.54%	28.62%	31.25%	31.33%	31.50%
<b>2、生鲜产品</b>						
收入（亿元）	391.00	482.67	390.73	359.80	422.30	488.94
增速（%）	35.22%	23.44%	-19.05%	-7.92%	17.37%	15.78%
销量（万吨）	148.49	138.07	163.25	155.69	173.47	191.39
增速（%）	-3.06%	-7.02%	18.24%	-4.63%	11.42%	10.33%
单价（元/kg）	26.33	34.96	23.93	23.11	24.34	25.55
增速（%）	39.49%	32.76%	-31.54%	-3.44%	5.34%	4.94%
吨毛利（万元）	0.24	0.25	0.12	0.12	0.14	0.16
毛利率（%）	9.22%	7.17%	5.07%	5.19%	5.75%	6.34%
<b>3、其他（鸡牛等产品进口贸易，养殖业、调味品及包装材料等的外销业务）</b>						
收入（亿元）	34.22	51.99	63.07	61.40	76.87	94.29
增速（%）	28.71%	51.95%	21.31%	-2.66%	25.21%	22.66%
毛利率（%）	22.74%	11.91%	6.82%	3.32%	6.62%	9.70%
<b>4、抵消项</b>						
抵消项（亿元）	-73.75	-77.02	-60.49	-48.55	-51.04	-53.66
<b>5、其他收入</b>						
收入（亿元）	0.39	0.73	1.15	1.27	1.39	1.53

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理



### 5.2 投资建议

公司是肉制品龙一，核心团队卓越，纵向打通上下游，成功构筑规模经济优势，护城河宽阔，同时加速升级肉制品，把握预制菜机遇。我们预计 2022、2023、2024 年公司归母净利分别为 57.09、61.26、67.63 亿元，同比增长 17.33%、7.30%、10.41%，对应 2 月 17 日 PE 分别为 16、15、13 倍（市值 900 亿元），给予“增持”评级。

表 21：可比公司估值情况

序号	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)						PE		
		(2023.2.17)	2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	双汇发展	900.47	57.09	17.33%	61.26	7.30%	67.63	10.41%	15.77	14.70	13.31
2	龙大美食	97.12	0.73	111.09%	2.02	176.81%	3.53	74.36%	132.94	48.03	27.55
3	华统股份	108.47	2.35	222.25%	13.42	470.53%	16.13	20.14%	46.10	8.08	6.73
4	得利斯	42.22	0.76	72.98%	1.14	51.10%	1.58	38.19%	55.80	36.93	26.72
5	金字火腿	42.85	0.79	84.35%	1.06	34.18%	1.34	26.42%	54.24	40.42	31.98
6	上海梅林	80.64	4.97	64.01%	4.99	0.44%	5.65	13.27%	16.24	16.17	14.27

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

### 6.风险提示

食品安全风险、猪肉价格大幅波动风险、政策调整风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	22073.94	17520.01	17102.97	18127.68	19101.91
现金	8485.89	7839.21	8162.55	8325.80	8492.32
应收账款	235.91	183.49	186.67	207.95	223.54
其他应收款	55.31	45.49	59.53	55.44	60.68
预付账款	245.46	169.47	153.06	184.31	215.86
存货	6377.70	5668.92	5012.85	5611.53	6006.35
其他流动资产	6673.69	3613.43	3528.32	3742.65	4103.16
<b>非流动资产</b>	12629.94	16457.35	18060.67	19651.41	21381.02
长期投资	261.80	339.00	372.90	410.19	430.69
固定资产	10303.82	10835.28	12250.02	13772.91	15413.27
无形资产	1026.64	1066.84	1078.32	1089.61	1099.81
其他非流动资产	1037.69	4216.23	4359.43	4378.72	4437.25
<b>资产总计</b>	34703.88	33977.36	35163.64	37779.09	40482.92
<b>流动负债</b>	9994.95	9974.40	11990.74	12887.83	14070.05
短期借款	2382.65	2337.96	4101.48	4527.27	4834.02
应付账款	1708.28	2113.31	2154.89	2056.28	2367.09
其他流动负债	5904.02	5523.13	5734.37	6304.28	6868.94
<b>非流动负债</b>	576.21	853.25	724.76	800.59	807.78
长期借款	15.10	12.83	12.83	12.83	12.83
其他非流动负债	561.11	840.42	711.93	787.76	794.95
<b>负债合计</b>	10571.16	10827.65	12715.50	13688.42	14877.83
少数股东权益	369.68	340.97	414.17	492.70	579.41
股本	3464.66	3464.66	3464.66	3464.66	3464.66
资本公积	8072.27	8072.21	8072.21	8072.21	8072.21
留存收益	12116.72	11160.95	10294.10	11728.82	13027.05
归属母公司股东权益	23763.04	22808.74	21925.76	23370.73	24667.50
<b>负债和股东权益</b>	34703.88	33977.36	35055.43	37551.85	40124.74

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	8821.93	6034.05	7549.21	7179.31	8372.96
净利润	6369.80	4883.63	5782.27	6204.45	6850.04
折旧摊销	980.25	1020.44	1150.92	1317.15	1502.35
财务费用	32.51	-10.71	82.52	159.43	183.49
投资损失	-393.62	-221.79	-307.70	-264.75	-286.22
营运资金变动	1696.44	-74.72	592.74	-619.40	-176.58
其他经营现金流	136.53	437.20	248.45	382.44	299.88
<b>投资活动现金流</b>	-3652.26	-592.35	-2280.92	-2602.85	-2864.74
资本支出	1156.98	3933.36	2432.73	2696.48	2986.61
长期投资	3012.57	-3126.91	51.74	56.92	42.10
其他投资现金流	517.28	214.10	203.55	150.54	163.97
<b>筹资活动现金流</b>	-187.95	-6001.95	-4944.95	-4413.21	-5341.71
短期借款	-894.82	-44.69	1763.52	425.79	306.75
长期借款	-1.09	-2.27	0.00	0.00	0.00
普通股增加	145.38	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6822.09	-0.07	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-6259.51	-5954.92	-6708.48	-4839.00	-5648.46
现金净增加额	4983.87	-556.39	323.34	163.25	166.52

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	73935.19	66797.55	62694.95	69924.50	75121.72
营业成本	62129.53	56445.02	51678.83	57850.84	61921.16
营业税金及附加	340.64	307.35	295.34	349.62	358.38
营业费用	1645.29	1873.66	1755.46	1949.49	2095.90
管理费用	1392.26	1081.58	1122.87	1188.72	1258.29
研发费用	95.81	143.50	150.68	158.21	166.12
财务费用	32.51	-10.71	82.52	159.43	183.49
资产减值损失	-838.77	-1298.32	-831.50	-931.28	-1033.72
公允价值变动收益	-4.66	-25.40	-9.61	-14.05	-14.46
投资净收益	393.62	221.79	307.70	264.75	286.22
<b>营业利润</b>	8003.57	6238.61	7337.71	7872.75	8695.47
营业外收入	30.94	21.79	23.10	25.28	23.39
营业外支出	61.55	44.38	41.49	44.29	47.93
<b>利润总额</b>	7972.96	6216.02	7319.33	7853.73	8670.94
所得税	1603.16	1332.39	1537.06	1649.28	1820.90
<b>净利润</b>	6369.80	4883.63	5782.27	6204.45	6850.04
少数股东损益	114.29	17.69	73.19	78.54	86.71
<b>归属母公司净利润</b>	6255.51	4865.94	5709.08	6125.91	6763.33
EBITDA	9016.33	7248.33	8571.16	9349.32	10381.32
EPS (元)	1.81	1.40	1.65	1.77	1.95

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.51	-9.65	-6.14	11.53	7.43
营业利润(%)	16.81	-22.05	17.62	7.29	10.45
归属母公司净利润(%)	15.04	-22.21	17.33	7.30	10.41
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.97	15.50	17.57	17.27	17.57
净利率(%)	8.46	7.28	9.11	8.76	9.00
ROE(%)	26.32	21.33	26.04	26.21	27.42
ROIC(%)	43.44	27.66	31.59	30.69	31.22
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.46	31.87	36.27	36.45	37.08
净负债比率(%)	22.69	21.83	32.47	33.28	32.69
流动比率	2.21	1.76	1.43	1.41	1.36
速动比率	1.55	1.17	1.00	0.96	0.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.33	1.95	1.81	1.92	1.92
应收账款周转率	378.05	316.24	335.80	351.50	345.28
应付账款周转率	26.70	29.54	24.22	27.47	28.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.81	1.40	1.65	1.77	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.55	1.74	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	6.86	6.58	6.33	6.75	7.12
<b>估值比率</b>					
P/E	14.39	18.51	15.77	14.70	13.31
P/B	3.79	3.95	4.11	3.85	3.65
EV/EBITDA	9.17	11.41	9.65	8.85	7.97

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188