

双汇发展 (000895.SZ)

2023 半年报点评：归母净利润同比增长 3.89%，受益猪价行情低位

买入

核心观点

2023H1 盈利水平明显提升，降本方案实施有效。2023H1 公司实现营业总收入 305 亿元，同比+9.15%；归母净利 28.4 亿元，同比+3.89%；肉类产品总外销量 164 万吨，同比上升 7.2%，销量上升主要系生猪屠宰规模上升以及禽业新建项目的逐步投产。2023H1 生猪价格长期维持在行业成本线以下水平，生猪供给充足，利好屠宰业务经营及肉制品原材料成本价格。同时，公司积极调整产品结构，有效落实“两调一控”，较好把控市场行情，有效化解成本上涨压力，公司 2023H1 销售毛利率达 17.3%，较 2022 年全年增加 0.91pcts。此外，公司发布了利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.50 元，合计现金分红约 25.98 亿元。

低猪价利好屠宰业务，2023Q2 业绩增速同比改善。公司 2023 Q2 肉类产品总外销量 82.3 万吨，环比+0.7%；实现营收 148.13 亿元，同比+4.5%；实现归母净利润 13.49 亿元，同比+6.22%。受益于 2023Q2 猪价低位，公司鲜品业务发展较好，头均盈利表现优秀。2023H1 生鲜冻品毛利率达 6.31%，较 2022 年全年增加 1.19pcts，考虑到我们对今年下半年猪价同比表现依然维持保守预期，预计公司业绩依然有望维持较好表现。

肉制品业务优化初见成效，预制菜等新业务有望贡献业绩增量。近几年公司肉制品总体销量稳定，但产品结构持续优化，中高档产品占比提升，由此带动整体盈利能力提升，2023H1 包装肉制品毛利率达 30.49%，较 2022 年全年增加 0.06pcts，结构调整取得了一定成效。公司持续培育了一批具备增长潜力的新产品，如辣吗辣、火炫风、泡面轻盐派香肠、熏烤肉肠、地道肉肠及方便速食系列产品等，未来公司仍将坚持推进产品结构调整。此外，公司近年加快预制菜板块布局，成立餐饮事业部，相继推出大排片、猪蹄块等生鲜调理产品，酱爆大肠段、筷食代椒香小酥肉等预制半成品菜，红烧肉、梅菜扣肉等预制成品菜，啵啵袋、拌面等方便速食产品，烧鸡等酱卤熟食产品，相关产品市场反应良好，有望进一步打开公司业绩增量空间。

风险提示：生猪价格波动的风险，食品安全风险。

投资建议：公司是国内屠宰行业龙头，短期，业绩有望受益猪价同比低位，长期，肉制品业务持续优化，有望进一步提升市占率，预制菜等新业务布局亦有望成为公司新的增长点。预计公司 23-25 年归母净利为 61.05/65.65 及 70.17 亿元，对应当前股价 PE 为 14/13/12 X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,798	62,731	66,238	70,949	73,812
(+/-%)	-9.7%	-6.1%	5.6%	7.1%	4.0%
净利润(百万元)	4866	5621	6105	6565	7017
(+/-%)	-22.2%	15.5%	8.6%	7.5%	6.9%
每股收益(元)	1.40	1.62	1.76	1.89	2.03
EBIT Margin	10.4%	10.9%	10.8%	11.0%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	21.3%	25.7%	23.4%	21.1%	20.3%
市盈率 (PE)	17.8	15.4	14.2	13.2	12.3
EV/EBITDA	12.2	12.4	11.1	10.2	9.8
市净率 (PB)	3.79	3.95	3.31	2.78	2.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 农产品加工

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

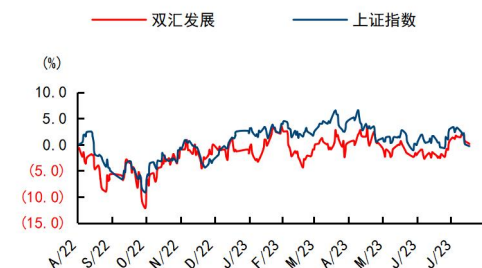
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.94 元
总市值/流通市值	86409/86395 百万元
52 周最高价/最低价	27.36/22.65 元
近 3 个月日均成交额	158.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《双汇发展 (000895.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：净利润同比增速改善，肉制品业务持续优化》——2023-05-03
《双汇发展 (000895.SZ) -2021 年报及 2022 一季报点评：受益猪价下行，Q1 业绩稳步回暖》——2022-05-05

2023H1 盈利水平明显提升，降本方案实施有效。2023H1 公司实现营业总收入 305 亿元，同比+9.15%；实现归母净利润 28.4 亿元，同比+3.89%；肉类产品总外销量 164 万吨，同比上升 7.2%。公司 2023H1 销量上升主要系生猪屠宰规模上升以及禽业新建项目的逐步投产，再加上 2023H1 生猪价格长期维持在行业成本线以下水平，生猪供给充足。此外，公司积极调整产品结构，有效落实“两调一控”，较好把控市场行情，有效化解成本上涨压力。公司 2023H1 销售毛利率达 17.3%，较 2022 年全年增加 0.91pcts，其中生鲜冻品毛利率达 6.31%，较 2022 年全年增加 1.19pcts，包装肉制品毛利率达 30.49%，较 2022 年全年增加 0.06pcts。

低猪价利好屠宰业务，2023Q2 业绩增速同比改善。公司 2023 Q2 肉类产品总外销量 82.3 万吨，环比+0.7%；实现营收 148.13 亿元，同比+4.5%；实现归母净利润 13.49 亿元，同比+6.22%。受益于 2023Q2 猪价低位，公司鲜品业务发展较好，头均盈利表现优秀。我们对今年下半年猪价同比表现依然维持保守预期，预计公司业绩依然有望维持较好表现。

图1：双汇发展营业收入及增速



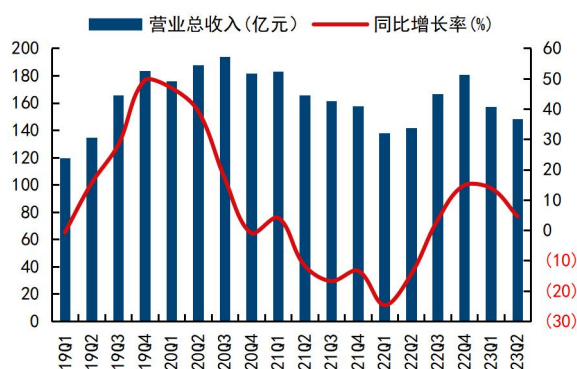
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：双汇发展归母净利润及增速



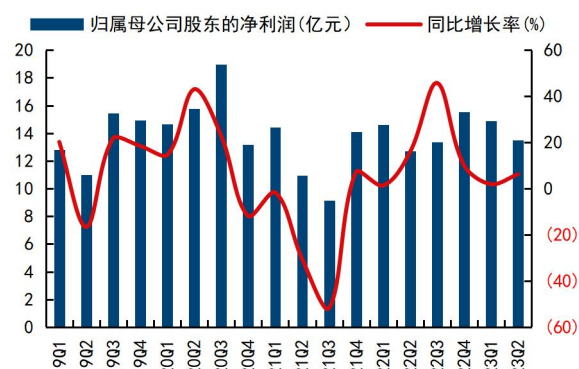
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：双汇发展单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：双汇发展单季度归母净利润及增速



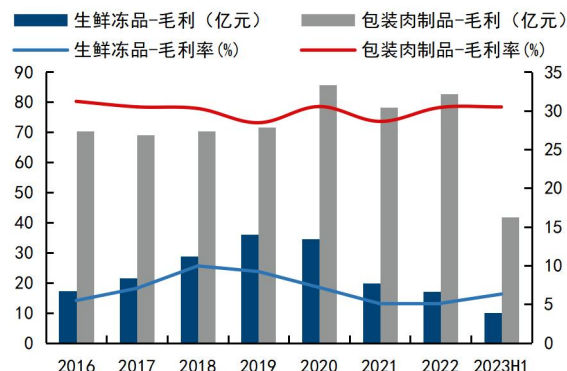
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 双汇发展营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

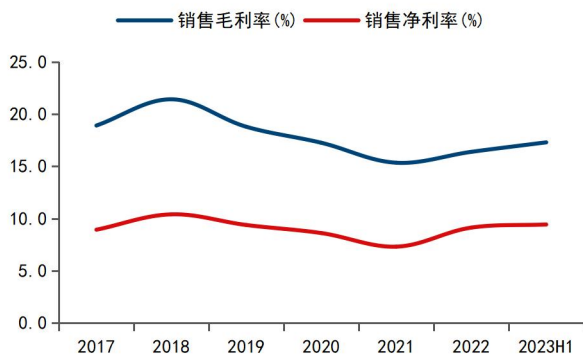
图6: 双汇发展主要业务盈利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 图中2016-2020年数据未经会计政策变更追溯调整)

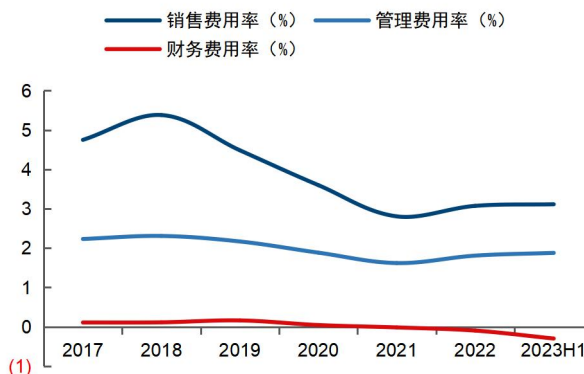
盈利能力维持改善，费用率略有提升。2023Q2 销售毛利率 17.35%，环比增加 0.1pcts；销售净利率 9.26%，环比减少 0.35pcts。2023Q2 受益低猪价，公司毛利率延续提升。费用方面，2023Q2 公司销售费用率为 3.13%（环比+0.03pcts），管理费用率为 2.01%（环比+0.26pcts），财务费用率为-0.14%（环比+0.32pcts），整体期间费用率为 5.00%（环比+0.60pcts）。

图7: 双汇发展毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 图中2016-2020年数据未经会计政策变更追溯调整)

图8: 双汇发展销售费用率和管理费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 图中2016-2020年数据未经会计政策变更追溯调整)

投资建议: 公司是国内屠宰行业龙头，短期，业绩有望受益猪价同比低位，长期，肉制品业务持续转型优化，有望进一步实现市占率提升，预制菜等新业务布局亦有望成为公司新的业绩增长点。预计公司 23-25 年归母净利润为 61.05/65.65/70.17 亿元，对应当前股价 PE 为 14/13/12 X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7839	5769	7365	12889	17435	营业收入	66798	62731	66238	70949	73812
应收款项	279	257	337	258	235	营业成本	56445	52319	55445	59367	61520
存货净额	5669	6121	5873	6340	6730	营业税金及附加	307	342	324	339	372
其他流动资产	2269	2693	1948	2514	2651	销售费用	1874	1927	1993	2045	2205
流动资产合计	17520	16076	16660	23137	28187	管理费用	1082	1134	1157	1230	1316
固定资产	13933	17891	19613	19372	18832	研发费用	144	168	175	177	192
无形资产及其他	1067	1224	1176	1128	1080	财务费用	(11)	(61)	(27)	(127)	(252)
投资性房地产	1119	1040	1040	1040	1040	投资收益	222	106	100	150	200
长期股权投资	339	182	182	182	182	资产减值及公允价值变动	1273	283	500	200	300
资产总计	33977	36412	38670	44859	49321	其他收入	(2357)	(317)	(175)	(177)	(192)
短期借款及交易性金融负债	2351	3229	2843	2745	2876	营业利润	6239	7141	7772	8267	8959
应付款项	2144	3919	2575	3124	3548	营业外净收支	(23)	19	(30)	(25)	(15)
其他流动负债	5479	6353	5741	6372	6660	利润总额	6216	7160	7742	8242	8944
流动负债合计	9974	13501	11159	12240	13084	所得税费用	1332	1443	1533	1566	1807
长期借款及应付债券	13	12	12	12	12	少数股东损益	18	96	104	111	120
其他长期负债	840	716	970	1070	1120	归属于母公司净利润	4866	5621	6105	6565	7017
长期负债合计	853	729	983	1083	1133	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10828	14230	12141	13323	14216	净利润	4866	5621	6105	6565	7017
少数股东权益	341	330	403	486	546	资产减值准备	464	(1029)	68	2	(6)
股东权益	22809	21853	26126	31050	34559	折旧摊销	997	1245	1759	1987	2096
负债和股东权益总计	33977	36412	38670	44859	49321	公允价值变动损失	(1273)	(283)	(500)	(200)	(300)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(11)	(61)	(27)	(127)	(252)
每股收益	1.40	1.62	1.76	1.89	2.03	营运资本变动	(313)	720	(723)	329	251
每股红利	1.75	1.95	0.53	0.47	1.01	其它	(468)	1009	5	81	66
每股净资产	6.58	6.31	7.54	8.96	9.97	经营活动现金流	4273	7283	6714	8765	9124
ROIC	25%	23%	22%	23%	26%	资本开支	0	(4421)	(3001)	(1501)	(1201)
ROE	21%	26%	23%	21%	20%	其它投资现金流	4571	229	100	0	0
毛利率	15%	17%	16%	16%	17%	投资活动现金流	4494	(4035)	(2901)	(1501)	(1201)
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	4	11	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	13%	14%	14%	负债净变化	(2)	(1)	0	0	0
收入增长	-10%	-6%	6%	7%	4%	支付股利、利息	(6067)	(6771)	(1831)	(1641)	(3508)
净利润增长率	-22%	16%	9%	8%	7%	其它融资现金流	2721	8216	(386)	(98)	131
资产负债率	33%	40%	32%	31%	30%	融资活动现金流	(9413)	(5318)	(2217)	(1739)	(3377)
股息率	7.0%	7.8%	2.1%	1.9%	4.1%	现金净变动	(647)	(2070)	1596	5525	4546
P/E	17.8	15.4	14.2	13.2	12.3	货币资金的期初余额	8486	7839	5769	7365	12889
P/B	3.8	4.0	3.3	2.8	2.5	货币资金的期末余额	7839	5769	7365	12889	17435
EV/EBITDA	12.2	12.4	11.1	10.2	9.8	企业自由现金流	0	3005	3766	7126	7695
						权益自由现金流	0	11220	3401	7131	8027

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032