

营收稳健增长，高股息率延续

2023 年 09 月 18 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年中报，23H1 公司实现营业总收入 305.22 亿元 (yoy+9.15%)，归母净利润 28.37 亿元 (yoy+3.89%)。其中，23Q2 实现营业总收入 148.13 亿元 (yoy+4.53%)，归母净利润 13.49 亿元 (yoy+6.19%)。

➤ **营收稳健增长，成本管控优化。**分业务，23H1 (1) **肉制品业务**营收 136.92 亿元 (yoy+3.31%)，销量 77.84 万吨 (yoy+2.33%)，毛利率 30.49% (yoy-1.48pcts)。肉制品收入端稳步增长，主要系公司通过推新品、拓新渠，升级市场管理；毛利率同比承压，但公司已通过实施“两调一控”，对冲部分成本上涨影响。(2) **屠宰业务**营收 158.89 亿元 (yoy+11.73%)，销量 77.22 万吨 (yoy+6.69%)，毛利率 6.31% (yoy+1.56pcts)。23H1 国内生猪价格总体在低位徘徊，公司持续加强渠道建设，鲜冻产品销量稳步增长，适时进行冻品储备，扩大分割比例，扩大小包装产品规模，盈利能力显著提升。(3) **其他业务**营收 40.79 亿元 (yoy+46.17%)，销量 11.40 万吨 (yoy+63.79%)，毛利率 2.11% (yoy-1.21pcts)。其他业务营收增速亮眼，主要系公司养猪和养鸡业务规模扩大。毛利率同比下滑，主要系 23Q1 养殖业受行情影响，叠加新项目产能利用率偏低、新增开办费用等因素，23Q1 其他分部业务整体亏损，而 23Q2 随禽业养殖规模提升&成本下降，已实现扭亏。

➤ **毛利率同比提升，期间费用率收缩。**23Q2 公司毛利率 17.64% (+0.50pcts)，毛利率同比提升。Q2 期间费用率 5.32% (yoy-0.53pcts)，其中销售费用率 3.13% (yoy-0.38pcts)；管理费用率 2.01% (yoy+0.00pcts)；研发费用率 0.31% (+0.03pcts)；财务费用率-0.13% (yoy-0.18pcts)，主要系集团定期存款集中结息。23Q2 公司归母净利率 9.10% (yoy+0.14pcts)，盈利能力同比提升。

➤ **投资建议：看好龙头长期竞争力，高股息率突出。**展望 23H2，渠道方面，公司有望持续开发高端超市、连锁便利店、休闲零食等新渠道；持续升级终端服务，加强网点开发，提升网点质量和数量。产品方面，公司积极调整产品结构，聚焦资源推广主导产品；加强速冻、新型休闲、预制菜等新赛道产品推广，有望贡献新增量。根据公司公告，公司拟向全体股东按每 10 股派 7.50 元 (含税) 的比例实施利润分配合计 25.98 亿元，23H1 股利支付率 91.60%，股息率 3.06%。公司系国内肉类加工行业龙头，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 653.78/743.70/814.60 亿元，同比+4.2%/+13.8%/+9.5%，归母净利润分别为 60.27/65.24/70.44 亿元，同比+7.2%/+8.2%/+8.0%，当前市值对应 PE 分别为 15/14/13X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场拓展不及预期、原材料价格大幅波动、食品安全问题、消费需求疲软等。

推荐

维持评级

当前价格：

26.52 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.双汇发展 (000895.SZ) 2022 年一季报点评：22Q1 肉价低迷导致收入下滑，利润表现改善明显-2022/04/27
- 2.双汇发展 (000895.SZ) 公司深度：屠宰业强者恒强，肉制品发展空间广阔-2022/04/11
- 3.双汇发展 (000895.SZ) 2021 年年报点评：生鲜产品价跌量升，肉制品收入同比微跌-2022/03/29
- 4.双汇发展 (000895) 2021 年三季报点评：猪价短期大幅下跌冲击利润，长期经营仍稳健-2021/10/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	62731	65378	74370	81460
增长率 (%)	-6.1	4.2	13.8	9.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	5621	6027	6524	7044
增长率 (%)	15.5	7.2	8.2	8.0
每股收益 (元)	1.62	1.74	1.88	2.03
PE	16	15	14	13
PB	4.2	4.2	4.2	4.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 9 月 18 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	62731	65378	74370	81460
营业成本	52349	54509	62419	68500
营业税金及附加	342	392	446	489
销售费用	1927	1961	2231	2444
管理费用	1134	1159	1319	1444
研发费用	168	163	186	204
EBIT	6860	7486	8103	8745
财务费用	-61	73	95	105
资产减值损失	-279	0	0	0
投资收益	106	226	257	281
营业利润	7141	7687	8320	8981
营业外收支	19	-1	-1	1
利润总额	7160	7686	8319	8982
所得税	1443	1580	1711	1847
净利润	5717	6105	6608	7135
归属于母公司净利润	5621	6027	6524	7044
EBITDA	8154	8879	9770	10681

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5769	5512	5546	5946
应收账款及票据	237	241	275	301
预付款项	105	163	186	205
存货	6121	5227	5985	6568
其他流动资产	3844	4891	4814	4837
流动资产合计	16076	16034	16807	17857
长期股权投资	182	182	182	182
固定资产	15165	17474	19120	20771
无形资产	1224	1223	1222	1221
非流动资产合计	20336	21706	22432	23162
资产合计	36412	37739	39239	41019
短期借款	3147	4147	4147	4747
应付账款及票据	3919	4043	4630	5081
其他流动负债	6435	6580	7385	8015
流动负债合计	13501	14771	16162	17843
长期借款	12	12	15	18
其他长期负债	716	731	729	727
非流动负债合计	729	744	744	745
负债合计	14230	15514	16907	18589
股本	3465	3465	3465	3465
少数股东权益	330	408	492	584
股东权益合计	22182	22225	22332	22430
负债和股东权益合计	36412	37739	39239	41019

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.09	4.22	13.75	9.53
EBIT 增长率	13.59	9.12	8.24	7.92
净利润增长率	15.51	7.23	8.24	7.97
盈利能力 (%)				
毛利率	16.39	16.62	16.07	15.91
净利润率	8.98	9.22	8.77	8.65
总资产收益率 ROA	15.44	15.97	16.63	17.17
净资产收益率 ROE	25.72	27.63	29.87	32.24
偿债能力				
流动比率	1.19	1.09	1.04	1.00
速动比率	0.52	0.46	0.43	0.41
现金比率	0.43	0.37	0.34	0.33
资产负债率 (%)	39.08	41.11	43.09	45.32
经营效率				
应收账款周转天数	1.08	1.08	1.08	1.08
存货周转天数	42.70	35.00	35.00	35.00
总资产周转率	1.78	1.76	1.93	2.03
每股指标 (元)				
每股收益	1.62	1.74	1.88	2.03
每股净资产	6.31	6.30	6.30	6.31
每股经营现金流	2.18	2.18	2.51	2.69
每股股利	1.60	1.88	2.03	2.19
估值分析				
PE	16	15	14	13
PB	4.2	4.2	4.2	4.2
EV/EBITDA	11.73	10.77	9.79	8.95
股息收益率 (%)	6.02	7.06	7.64	8.25

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5717	6105	6608	7135
折旧和摊销	1294	1393	1667	1937
营运资金变动	445	124	560	431
经营活动现金流	7565	7536	8685	9332
资本开支	-3384	-2717	-2311	-2575
投资	-219	0	0	0
投资活动现金流	-3488	-2480	-1950	-2294
股权募资	11	0	0	0
债务募资	388	931	-10	603
筹资活动现金流	-6415	-5313	-6702	-6638
现金净流量	-2337	-257	34	400

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026