

双汇发展 (000895.SZ)

2023 年 10 月 26 日

屠宰业务略承压，肉制品业务快速增长

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2023/10/26
当前股价(元)	25.95
一年最高最低(元)	27.50/22.65
总市值(亿元)	899.08
流通市值(亿元)	898.93
总股本(亿股)	34.65
流通股本(亿股)	34.64
近3个月换手率(%)	17.8

张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

叶松霖（分析师）

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790521060001

● 利润持续增长，肉制品吨利维持高位，维持“增持”评级

双汇发展 2023Q1-3 实现总营收 463.5 亿元，同比增 3.8%，归母净利 43.3 亿元，同比增 6.4%；2023Q3 实现总营收 158.2 亿元，同比降 5.1%，归母净利润 14.9 亿元，同比增 11.6%。由于屠宰业务承压，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利分别为 59.9、64.1、69.3（前值为 61.1、65.7、71.0）亿元，EPS 分别 1.73、1.85、2.00（前值为 1.76、1.90、2.05）元，当前股价对应 PE 分别为 15.0、14.0、13.0 倍。公司多渠道发展，全产业链布局，分红率高，维持“增持”评级。

● 2023Q3 屠宰业务略承压，主因价格低于 2022 年同期

2023Q3 屠宰量、生鲜猪产品外销量实现增长。2023Q3 屠宰业务实现收入 80.9 亿元，同比降 8.2%；实现利润 1.89 亿元，同比降 4.4%，主因：(1) 2022Q3 猪肉价格显著上涨，大量冻品出库增厚利润，基数较高；(2) 2023Q3 猪肉价格不及 2022 年同期，使得冻品出库盈利增长不及同期。预计 2023Q4 猪价环比升态势放缓，冻品利润贡献有限。展望 2024 年，预计全年猪肉价格同比微增，且全年价差波动加大，有利于屠宰业务增厚利润。

● 2023Q3 肉制品业务销量略有下滑，吨利维持高位

2023Q3 公司肉制品业务实现收入 71.1 亿元，同比-0.1%；实现利润 17.51 亿元，同比增 17.1%。2023Q3 肉制品销量下滑，主因消费景气度恢复较慢，中秋国庆双节消费氛围较平淡。2023Q3 肉制品吨利仍维持高位，主因公司及时采取价格调整、费用控制、结构调整、工艺调整等方式应对，对冲成本上行影响。2023 全年销量有望实现小个位数增长。展望 2024 年，公司多项措施持续发力：(1) 工艺优化；(2) 产品结构持续改善；(3) 网点倍增计划实施落地；(4) 生产管理创新提高劳效，降低生产费用。预计 2024 年肉制品销量可持续增长，吨利仍旧维持高位。

● 风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,682	62,576	65,046	68,680	71,618
YOY(%)	-9.7	-6.2	3.9	5.6	4.3
归母净利润(百万元)	4,866	5,621	5,987	6,412	6,925
YOY(%)	-22.2	15.5	6.5	7.1	8.0
毛利率(%)	15.4	16.4	16.6	16.3	16.4
净利率(%)	7.3	9.0	9.2	9.3	9.7
ROE(%)	21.1	25.8	24.6	20.8	18.3
EPS(摊薄/元)	1.40	1.62	1.73	1.85	2.00
P/E(倍)	18.5	16.0	15.0	14.0	13.0
P/B(倍)	3.9	4.1	3.7	2.9	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所



附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	17520	16076	17838	27059	33183	营业收入	66682	62576	65046	68680	71618
现金	7839	5769	7437	15976	22196	营业成本	56445	52319	54221	57455	59883
应收票据及应收账款	233	237	252	264	274	营业税金及附加	307	342	356	376	392
其他应收款	45	21	48	24	51	营业费用	1874	1927	2042	2102	2184
预付账款	169	105	180	121	193	管理费用	1082	1134	1236	1229	1275
存货	5669	6121	6098	6850	6645	研发费用	144	168	175	185	193
其他流动资产	3564	3823	3823	3823	3823	财务费用	-11	-61	24	-120	-363
非流动资产	16457	20336	19529	18896	18066	资产减值损失	-1298	-279	-290	-307	-320
长期投资	339	182	57	-64	-181	其他收益	407	313	268	270	286
固定资产	11021	15505	15339	15194	14772	公允价值变动收益	-25	4	-11	-3	-7
无形资产	1078	1243	1252	1282	1315	投资净收益	222	106	84	88	92
其他非流动资产	4020	3406	2881	2484	2160	资产处置收益	7	124	37	45	53
资产总计	33977	36412	37367	45955	51248	营业利润	6239	7141	7660	8160	8799
流动负债	9974	13501	11817	13901	12177	营业外收入	22	36	26	29	28
短期借款	2338	3147	3147	3147	3147	营业外支出	44	17	38	40	35
应付票据及应付账款	2144	3919	2364	4293	2646	利润总额	6216	7160	7648	8148	8792
其他流动负债	5493	6435	6305	6461	6384	所得税	1332	1443	1541	1642	1772
非流动负债	853	729	726	723	720	净利润	4884	5717	6107	6506	7021
长期借款	13	12	9	6	3	少数股东损益	18	96	120	94	96
其他非流动负债	840	716	716	716	716	归属母公司净利润	4866	5621	5987	6412	6925
负债合计	10828	14230	12542	14624	12896	EBITDA	7144	8445	8893	9323	9825
少数股东权益	341	330	450	544	640	EPS(元)	1.40	1.62	1.73	1.85	2.00
股本	3465	3465	3465	3465	3465						
资本公积	8072	8063	8063	8063	8063						
留存收益	11161	10201	12543	15039	17732						
归属母公司股东权益	22809	21853	24375	30787	37712						
负债和股东权益	33977	36412	37367	45955	51248						
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						成长能力					
经营活动现金流	6034	7565	5575	8995	6306	营业收入(%)	-9.7	-6.2	3.9	5.6	4.3
净利润	4884	5717	6107	6506	7021	营业利润(%)	-22.1	14.5	7.3	6.5	7.8
折旧摊销	1020	1267	1252	1335	1415	归属于母公司净利润(%)	-22.2	15.5	6.5	7.1	8.0
财务费用	-11	-61	24	-120	-363						
投资损失	-222	-106	-84	-88	-92						
营运资金变动	-75	1034	-1699	1403	-1628						
其他经营现金流	437	-286	-26	-41	-46						
投资活动现金流	-592	-3488	-336	-573	-445						
资本支出	3933	3549	-682	-512	-714						
长期投资	3127	-161	125	116	116						
其他投资现金流	6468	-100	-892	-969	-1043						
筹资活动现金流	-6002	-6415	-3571	117	360						
短期借款	-45	809	0	0	0						
长期借款	-2	-1	-3	-3	-3						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	-0	-10	0	0	0						
其他筹资现金流	-5955	-7214	-3568	120	363						
现金净增加额	-556	-2337	1668	8539	6220						
主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
						盈利能力					
						毛利率(%)	15.4	16.4	16.6	16.3	16.4
						净利率(%)	7.3	9.0	9.2	9.3	9.7
						ROE(%)	21.1	25.8	24.6	20.8	18.3
						ROIC(%)	18.7	22.4	21.8	18.5	16.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	31.9	39.1	33.6	31.8	25.2
						净负债比率(%)	-21.2	-9.3	-15.3	-39.4	-48.4
						流动比率	1.8	1.2	1.5	1.9	2.7
						速动比率	1.0	0.5	0.7	1.2	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.9	1.8	1.8	1.6	1.5
						应收账款周转率	259.6	266.4	266.4	266.4	266.4
						应付账款周转率	29.3	17.3	17.3	17.3	17.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.40	1.62	1.73	1.85	2.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	2.18	1.61	2.60	1.82
						每股净资产(最新摊薄)	6.58	6.31	7.04	8.89	10.88
						估值比率					
						P/E	18.5	16.0	15.0	14.0	13.0
						P/B	3.9	4.1	3.7	2.9	2.4
						EV/EBITDA	11.7	10.3	9.6	8.3	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

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