

双汇发展 (000895.SZ)

高分红的屠宰及肉制品龙头，持续加码预制菜等新业务

买入

核心观点

中国屠宰及肉制品龙头企业，高股息凸显绝对收益。双汇发展是以生猪屠宰和肉制品为核心、向上游发展饲料和养殖、向下游发展包装业和商业、配套发展外贸和调味料的农业产业化企业，是中国肉制品龙头品牌。2022年公司生猪屠宰达1130万头，位列行业第一，已在全国18个省市规划年屠宰产能2500多万头。2023Q1-Q3公司业绩稳步增长，营业总收入463.45亿元，同比+3.82%；归母净利润43.27亿元，同比+6.43%；肉类产品总外销量247万吨，同比+6.3%，生鲜业务头均盈利63元，同比+19%；肉制品吨均盈利4129元，同比+2.6%。此外公司注重现金分红，上市以来分红率达91%，经测算2023H1年化股息率约6%，拥有较好绝对收益配置价值。

猪价底部运行及低波动下，公司屠宰和肉制品业务受益。今年以来猪价持续底部低波动运行，有望利好公司屠宰端冻肉业务盈利，同时缓解肉制品端成本压力。此外，屠宰行业集中和肉制品需求增长渐成趋势。一方面，在非瘟常态化背景下，国家陆续出台政策打击私屠滥宰，落后产能出清；上游养殖规模化和下游餐饮连锁化趋势加速，亦利好规模屠宰企业。另一方面，国内肉制品需求亦在稳步提升，当前我国肉制品占肉类产量比例仅约20%，相较欧美日等成熟市场40%-50%占比还存在很大差距，有品牌力和创新力的头部品牌有望受益于肉制品行业发展。

预制菜新业务发展向好，白鸡养殖布局符合未来肉类消费趋势。预制菜是公司积极加码的新方向，2021年成立餐饮事业部专业负责预制菜业务的开拓，至今发展向好。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。2023上半年公司预制菜实现销量3.6万吨，同比增长80%左右，表现亮眼。下一步公司计划围绕“八大菜系+豫菜”，持续开发新品，满足各区域消费者需求，进一步完善产品矩阵。养殖业务方面，公司目前拥有禽产业年产能约3亿羽，生猪年产能约100万头，2022年实现商品鸡出栏约1.2亿羽，同比增长77%。受益于供给端的增效诉求与消费端的健康理念升级，国内鸡肉消费中枢趋势正在稳步上移。预计白鸡未来在肉类消费占比将持续提升，公司在白鸡养殖业务的前瞻性布局有望进一步增厚公司盈利能力。

盈利预测与估值：预计公司23-25年收入为663.6/717.4/785.1亿元，归母净利润61.1/65.6/70.2亿元，EPS为1.76/1.89/2.02元。通过多角度估值，预计公司合理估值29.2-31.2元，相对目前股价有10%-20%溢价，维持买入。

风险提示：食品安全风险，生猪价格波动风险，市场风险。

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	66,359	71,739	78,506
(+/-%)	-9.7%	-6.1%	5.8%	8.1%	9.4%
净利润(百万元)	4866	5621	6109	6564	7015
(+/-%)	-22.2%	15.5%	8.7%	7.5%	6.9%
每股收益(元)	1.40	1.62	1.76	1.89	2.02
EBIT Margin	10.4%	10.9%	11.7%	11.2%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	21.3%	25.7%	27.2%	28.5%	29.5%
市盈率 (PE)	18.4	16.0	14.7	13.7	12.8
EV/EBITDA	12.7	12.9	10.9	10.4	9.7
市净率 (PB)	3.93	4.10	3.99	3.89	3.78

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·深度报告

农林牧渔·农产品加工

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

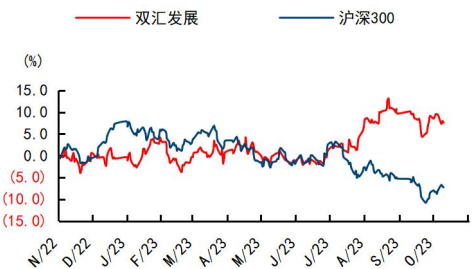
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

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	29.20 - 31.20元
收盘价	25.88元
总市值/流通市值	89665/89651百万元
52周最高价/最低价	27.50/23.90元
近3个月日均成交额	255.62百万元

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)-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》——2023-08-16
- 《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

内容目录

公司概况：六十年成长蜕变，成就中国肉制品龙头	5
公司简介：漯河肉联厂蜕变六十年，成就中国肉制品龙头企业	5
公司治理：股权相对集中，现金分红稳定	6
行业概况：屠宰行业集中度有望提升，肉制品需求稳步向好	10
屠宰行业：行业整合空间广阔，冷鲜肉发展前景看好	10
肉制品行业：行业发展前景广阔，低温肉制品有望主导市场	13
公司看点：屠宰或实现量利齐升，高低温肉制品稳步转型	16
屠宰业务：受益猪价同比低位，屠宰或实现量利齐升	16
肉制品业务：高低温产品谋转型，新品规模稳步上量	17
预制菜业务：2021 年以来专注发展，有望提供成长新动能	18
养殖业务：肉鸡及生猪养殖产能稳步上量，产业链一体化布局逐步完善	21
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	27
盈利预测的敏感性分析	27
估值与投资建议	28
绝对估值：29.2-31.2 元	28
相对估值：29.3-31.2 元	29
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	32

图表目录

图 1: 双汇发展深耕屠宰及肉制品产业六十年, 成就中国肉制品龙头企业	6
图 2: 双汇发展股东结构图 (截止 2023 年三季度)	7
图 3: 双汇发展股利支付率及股息率情况	7
图 4: 双汇发展历史分红情况统计	7
图 5: 万洲国际拥有“双汇发展”、“Smithfield”等众多海内外知名肉类品牌	8
图 6: 双汇发展营业收入及增速	8
图 7: 双汇发展归母净利润及增速	8
图 8: 双汇发展营收结构 (单位: 亿元)	9
图 9: 双汇发展主要业务盈利情况	9
图 10: 上市以来双汇发展 ROE 在行业中处于领先水平	9
图 11: 双汇发展销售净利率在行业处于领先水平	9
图 12: 2022 年我国生猪屠宰量合计约 7 亿头	10
图 13: 2022 年生猪屠宰行业龙头双汇发展市占率仅约 2%	10
图 14: 我国规模以上定点屠宰企业数量逐步减少、且单体屠宰规模明显提升	11
图 15: 近年我国规模以上定点屠宰企业整体屠宰量及市场占比显著增加	11
图 16: 2015 年以来我国冷鲜肉消费占比稳步提升	12
图 17: 我国冷鲜肉市场占比距发达国家存在较大差距	12
图 18: 2022 年我国肉类产量创近十年新高, 达 9328 万吨	13
图 19: 2011-2019 年我国肉制品占比逐年提升	13
图 20: 我国低温肉制品市场 CR10 约 55%, 集中度较高	14
图 21: 欧美日等成熟市场的肉制品消费以高温肉制品为主	14
图 22: 2016-2021 年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 11%	15
图 23: 2021 年我国肉制品及水产动物制品占休闲食品高达 13.5%	15
图 24: 公司屠宰量的提升往往伴随着屠宰利润的提升	16
图 25: 2023 年猪价整体下行有望降低公司屠宰原料成本	16
图 26: 2023H1 公司肉制品销量同比增长 2.33%, 发展趋势向好	17
图 27: 2001-2019 年公司高温及低温肉制品营收情况	17
图 28: 食材化与高端化有望推动公司在高低温肉制品的市占率继续提升	18
图 29: 我国预制菜市场规模正在高速增长阶段	19
图 30: 2021 年我国预制菜消费端的 B 端及 C 端结构	19
图 31: 双汇发展的工业布局和市场网络情况	21
图 32: 双汇发展拥有 30 个现代化肉类加工基地和 100 万+个销售终端	21
图 33: 2002-2022 年, 国内鸡肉消费量的 CAGR 为 2.02%	23
图 34: 进入 21 世纪以来, 鸡肉在我国城镇居民肉类消费中的占比提升明显	23
图 35: 国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉	23
图 36: 2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区 (单位: 千克/人)	23
图 37: 单月开店数: 西式快餐品牌在 2015 年后迎来新一轮扩店潮, 助力白鸡消费中枢上移	24

图 38: 中式快餐品牌近年开店节奏明显加快	24
图 39: 空气炸锅近年异军突起, 线上年销售额已超 20 亿元	24
图 40: 空气炸锅线上销售均价近年已降至 300 元左右	24
图 41: 泰森旗下多款旗舰鸡肉调理品销售额在近两年实现了爆发增长	24
图 42: 双汇发展历史 PE (TTM) 情况	30
表 1: 2022 年我国屠宰产能排名前五企业情况	10
表 2: 我国生猪屠宰行业政策法规陆续完善	11
表 3: 生鲜肉品三种类型对比	12
表 4: 肉制品两种类型对比	14
表 5: 预制菜产业相关重点政策陆续推出, 利好行业发展	19
表 6: 使用预制菜餐厅和传统餐厅的成本结构及利润率对比	20
表 7: 双汇发展餐饮事业部主销的五类产品	20
表 8: 公司预制菜及肉制品产能项目规划及建设进度情况	21
表 9: 公司 2020 年募投定增项目资金使用情况	22
表 10: 双汇发展业务拆分	26
表 11: 未来 3 年盈利预测表	27
表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	27
表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)	28
表 14: 资本成本假设	28
表 15: 双汇发展 FCFF 估值表	28
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	29
表 17: 同类公司估值比较	29

公司概况：六十年成长蜕变，成就中国肉制品龙头

公司简介：漯河肉联厂蜕变六十年，成就中国肉制品龙头企业

双汇发展是以生猪屠宰和肉制品业务为核心，同时向上游发展饲料业和养殖业、向下游发展包装业和商业、配套发展外贸业和调味料业的农业产业化国家重点龙头企业，是中国肉制品行业的龙头品牌。公司总部位于河南省漯河市，目前在全国 18 个省（市）建有 30 个现代化肉类加工基地和配套产业。自 1998 年上市以来，公司深耕肉制品行业 20 余年，坚持主业突出、行业配套的发展战略，成为中国最大的肉类供应商。2022 年，公司生猪屠宰量达约 1130 万头，市占率达 5%，位列行业第一；肉类产品（含禽产品）总外销量达 315 万吨，同比减少 4.5%，其中，生鲜猪产品外销量达 136.38 万吨，同比减少 16.46%，包装肉制品外销量达 156.22 万吨，同比增长 0.29%，生鲜禽产品外销量达 18.01 万吨，同比增长 61.52%；这题实现营业总收入 627 亿元，同比减少 6.1%，归母净利润 56.2 亿元，同比增长 15.5%。

双汇发展的发展历程可分为四个阶段：

1) 改革生存期（1969-1990 年）：漯河市肉类联合加工厂成立于 1969 年，此为双汇发展前身。1984 年，国家取消生猪统购统销政策，生猪价格在市场竞价中下跌严重，漯河肉联厂入不敷出。同年万隆当选厂长，由此开启双汇 30 多年的成长之路。1986-1990 年，漯河肉联厂紧抓外贸出口机会，将猪、牛等分割肉出口至苏联，累计实现产值 2.3 亿元，为双汇的崛起奠定了扎实的基础。

2) 高速成长期（1991-2000 年）：1991 年，苏联解体，生猪出口受阻，双汇转型至火腿肠的加工与销售，次年全国首条火腿肠生产线全面投产，产销量位列前三。1994 年，双汇集团成立，为漯河肉联厂和漯河罐头食品国有资产组建的国有独资公司。1998 年，双汇实业在深交所成功上市，成为中国肉类加工第一股。2000 年，公司引进第一条现代化、规模化、标准化的屠宰冷鲜肉分割生产线，实施品牌化经营，“双汇实业”变更为“双汇发展”。这十年是公司高速成长期，1991-2000 年公司营业收入 CAGR 达 12.43%，归母净利润 CAGR 达 26.4%。

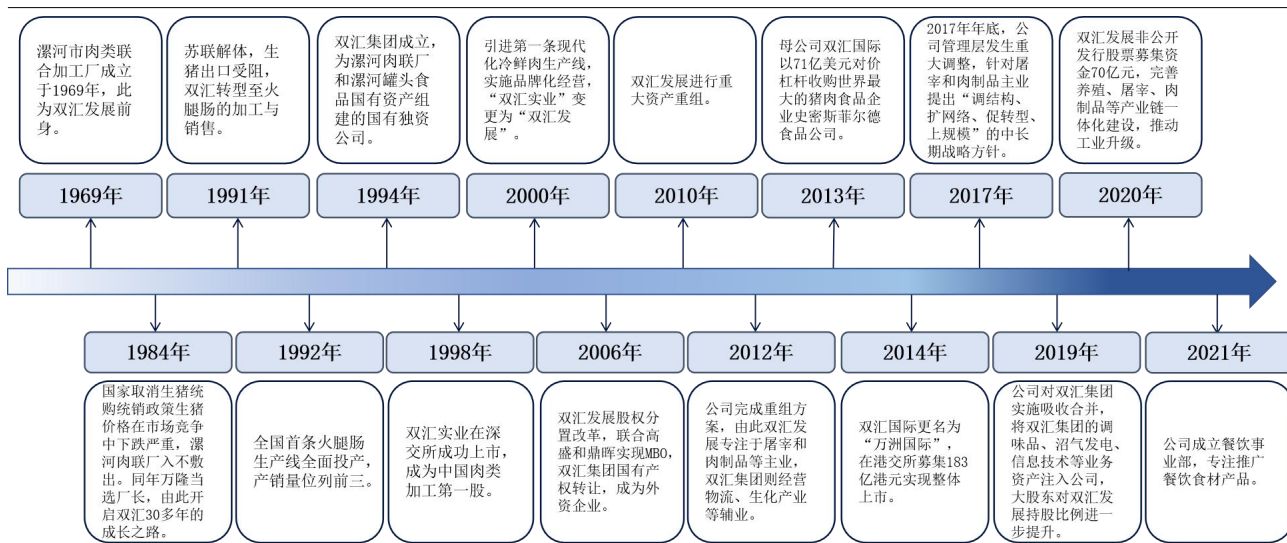
3) 成就龙头期（2001-2017 年）：2006 年，双汇发展股权分置改革，联合高盛和鼎晖实现 MBO，双汇集团国有产权转让，成为外资企业。2010 年，双汇发展进行重大资产重组，但由于 2011 年受瘦肉精事件冲击较大，直至 2012 年公司才完成重组方案，由此双汇发展专注于屠宰和肉制品等主业，双汇集团则经营物流、生化产业等辅业。2013 年，双汇国际以 71 亿美元对价杠杆收购世界最大的猪肉食品企业史密斯菲尔德食品公司，次年更名为“万洲国际”，在香港实现整体上市。

2001 至 2010 年是奠定双汇发展在国内屠宰及肉制品行业龙头地位的黄金十年，公司营业收入实现双位数的高速增长，CAGR 为 26.84%，归母净利润 CAGR 为 22.51%，一跃成为中国最大、世界领先的肉类供应商。2010 年后，公司营业收入增速放缓，屠宰业务受限于行业结构分散及地方垄断难以上量，肉制品业务受到 2011 年瘦肉精事件冲击，后续产品升级以及渠道扩张的效果不及预期。2017 年，公司归母净利润出现自上市后的首次负增长，同比下降 1.95%。

4) 破局转型期（2018 年-至今）：2016 年开始公司营业收入增速放缓，屠宰市占率提升速度减慢，同时肉制品产品升级效果不及预期。2017 年底，公司管理层发生重大调整，针对屠宰和肉制品主业提出“调结构、扩网络、促转型、上规模”

的中长期战略方针，并执行至今。2019年，公司对双汇集团实施吸收合并，将双汇集团的调味品业务、沼气发电业务、信息技术业务注入公司，注销了双汇集团法人资格，有利于公司优化内部治理结构，聚焦肉业主业，整合体系内优势资源。此外，双汇也致力于向上下游整合资源，2020年非公开发行股票募集资金70亿元，完善生猪与肉鸡养殖、屠宰、肉制品等产业链一体化建设，推动工业升级。2021年，公司成立餐饮事业部，专注推广餐饮食材产品，近两年围绕“八大菜系+豫菜”对接不同区域消费需求，加强预制菜产品研发，2023上半年已实现预制菜销量3.6万吨，同比增长约80%，有望进一步打开公司业绩增量空间。2018-2022年公司营业收入CAGR达6.3%，归母净利润CAGR达3.4%。随着公司中长期战略方针逐步落地，公司有望通过屠宰放量、肉制品产品结构升级破局转型，保持稳定增长。

图1：双汇发展深耕屠宰及肉制品产业六十年，成就中国肉制品龙头企业



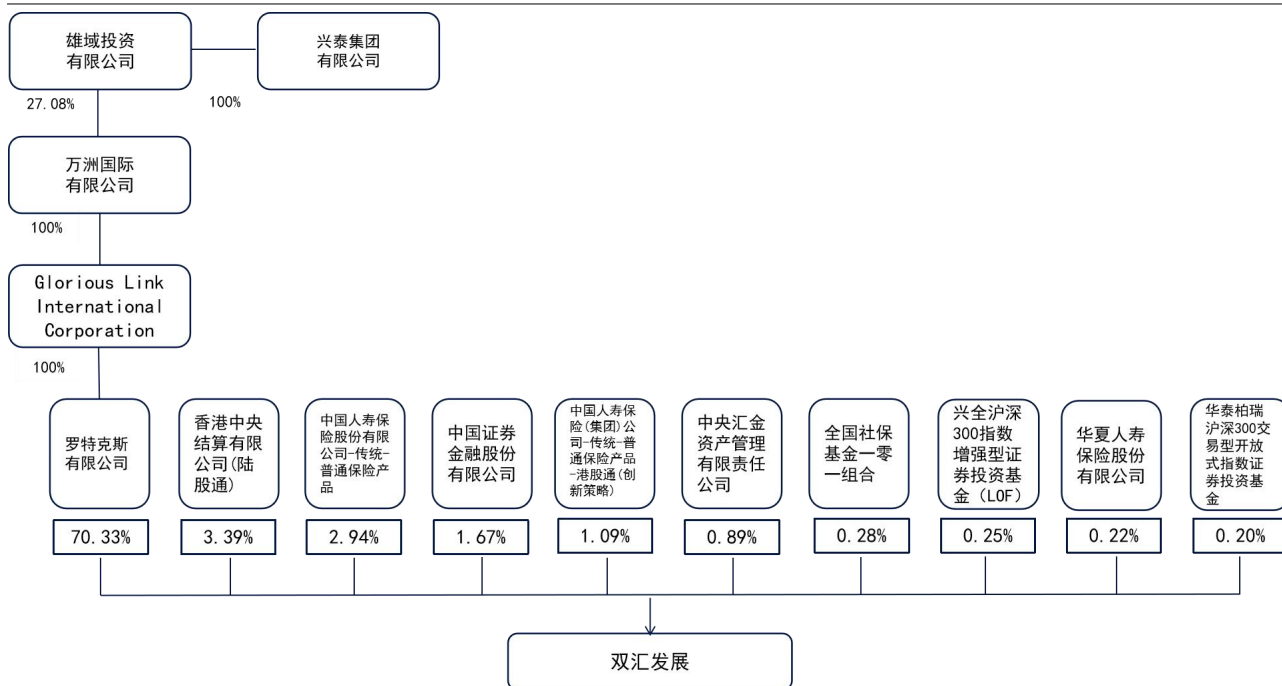
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权相对集中，现金分红稳定

公司股权相对集中，万隆等通过万洲国际控股双汇发展。公司控股股东为万洲国际，截至2023Q3末，控股股东对公司持股比例为70.33%。公司实际控制人为兴泰集团，兴泰集团的三名登记股东作为受托人，通过信托安排代表包括公司及其关联方在内的218名员工（受益人）持有兴泰集团股份，而受益人是通过参加一项员工持股计划而取得兴泰集团股份的受益份额。截止2022年12月31日，受益人中持有受益份额最大的为万隆，其直接和间接持有的受益份额比例为45.55%。

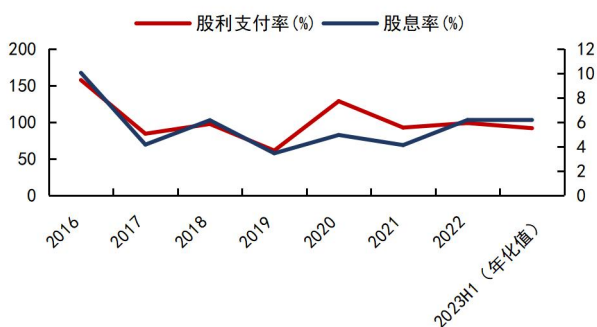
公司注重现金分红，股息率价值凸显。自1998上市以来保持稳定且较高的现金分红，已实施分红28次，累计实现净利润604.7亿元，累计现金分红549.3亿元，上市以来分红率达90.84%。2023上半年，公司拟每10股派7.5元人民币现金，按照公司2023半年度报告披露日对应的收盘价测算可得股息率约6%，拥有较好的绝对收益配置价值。

图2: 双汇发展股东结构图 (截止 2023 年三季度)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 双汇发展股利支付率及股息率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

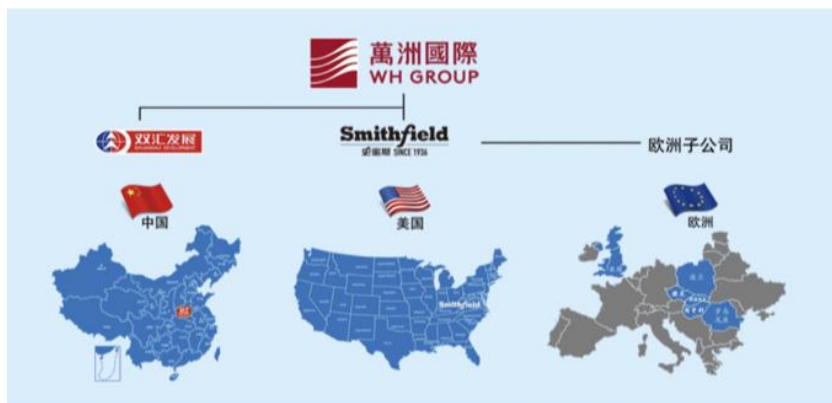
图4: 双汇发展历史分红情况统计

分红统计	
上市年	1998年
上市以来已实施现金分红	28次
上市以来累计实现净利润(亿元)	605
上市以来累计现金分红 (亿元)	549
上市以来分红率	90.84%
近三年平均净利润 (亿元)	56
近三年累计现金分红 (亿元)	181
近三年累计分红占比	323.94%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新高管团队开启改革之路, 母公司万洲国际中美板块协同效应明显。2017年年底, 公司进行重大的高管人事调整, 马相杰担任公司总裁。2018年开始, 公司再次调整高管团队, 聘任赵国宝为公司副总裁, 主管肉制品事业部, 聘任孟少华为公司副总裁, 主管产品研发。新高管团队提出了“调结构、扩网络、促转型、上规模”的中长期战略方针, 开启了双汇的改革之路。与此同时, 由于公司控股股东万洲国际目前拥有两大中美龙头肉类供应商平台双汇发展和史密斯菲尔德, 双汇发展肉制品板块有望依托于史密斯菲尔德引进西式产品, 两大平台协同效应或将进一步显现。

图5: 万洲国际拥有“双汇发展”、“Smithfield”等众多海内外知名肉类品牌

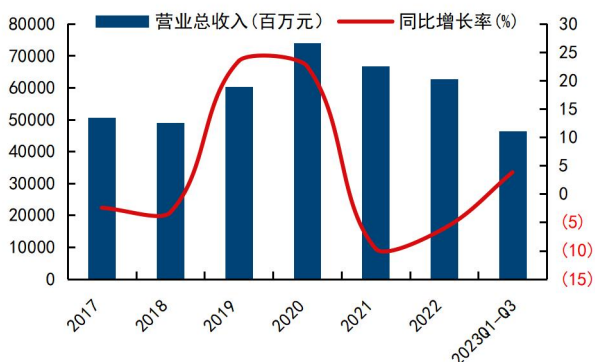


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营情况: 屠宰加工及肉制品业务稳定增长, 盈利指标有望改善 营业规模稳步扩张, 销售毛利率未来有望复苏。自上市以来, 公司营收规模增长稳定, 1995-2022 年 CAGR 为 14.7%。受益于公司管理层的积极调整以及新高管团队的加入, 近年公司管理和运营能力明显改善, 盈利指标增速得到复苏, 同时 2018-2022 年营业收入由 489.32 亿元突破瓶颈至 625.76 亿元, 核心业务生猪屠宰精加工和肉制品业务稳步增长。

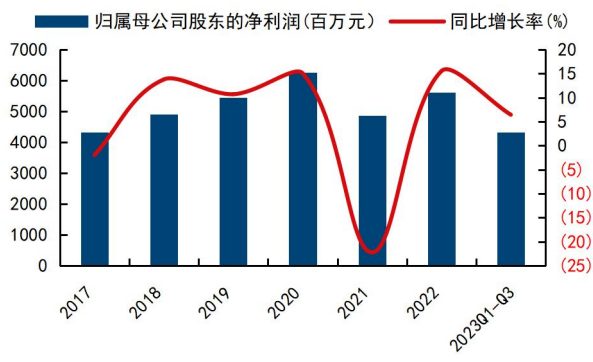
2023Q1-Q3 公司业绩稳步增长, 营业总收入 463.45 亿元, 同比+3.82%; 归母净利润 43.27 亿元, 同比+6.43%; 肉类产品总外销量 247 万吨, 同比+6.3%, 生鲜业务头均盈利 63 元, 同比+19%; 肉制品吨均盈利 4129 元, 同比+2.6%, 销量上升主要系生猪屠宰规模上升以及禽业新建项目的逐步投产。2023 年前三季度生猪价格整体长期维持在行业成本线以下水平, 生猪供给充足, 利好屠宰业务经营及肉制品原材料成本价格。同时, 公司有效落实“两调一控”方案措施, 包括积极调整产品结构、调整价格、控制成本, 并较好把控市场行情, 进行冻肉原料储备, 有效化解成本上涨压力, 2023Q1-Q3 公司销售毛利率 17.68%, 较去年全年增加 1.29pcts; 销售净利率 9.26%, 较去年全年增加 0.35pcts。

图6: 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7: 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

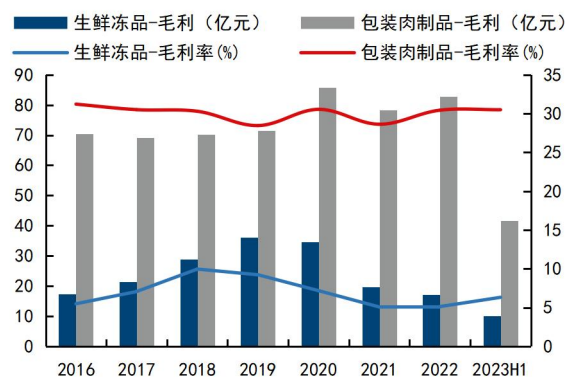
公司业务以屠宰精加工和肉制品为核心，进口贸易和生猪养殖协同发展。公司主营业务为生猪屠宰（生鲜肉品）和肉制品（包装肉制品）。其中，生鲜冻品是公司业务的核心，2022 年营收和毛利分别占比为 53.48%和 16.71%；包装肉制品业务是公司向下游消费端的延伸，2022 年营收和毛利占比分别为 43.45%和 80.66%。公司坚持低温肉制品高端化、高温肉制品食材化的产品升级战略，持续开拓餐饮、新零售以及电商渠道，肉制品业务营收稳定增长，2018-2022 年 CAGR 达 4.0%，同时生鲜冻品营收也保持稳健增长，2018-2022 年 CAGR 达 3.7%。

相比于生鲜肉品，包装肉制品的毛利率较高。2015-2022 年，公司生鲜肉品平均毛利率仅为 7.0%，而包装肉制品平均毛利率高达 30.0%。从包装肉制品的细分产品来看，低温肉制品和高温肉制品 2015-2019 年毛利率平均值分别为 28.49%、31.05%，高温肉制品盈利能力要略高于低温肉制品。

图8：双汇发展营收结构（单位：亿元）



图9：双汇发展主要业务盈利情况

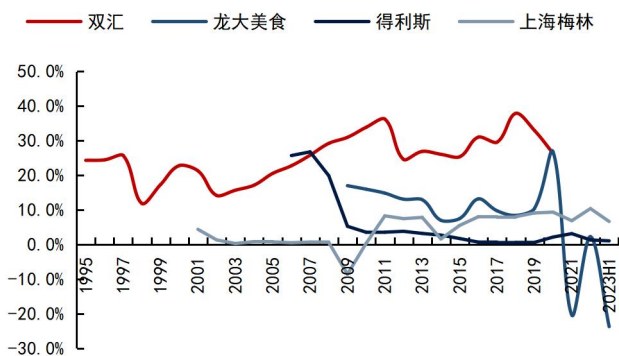


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

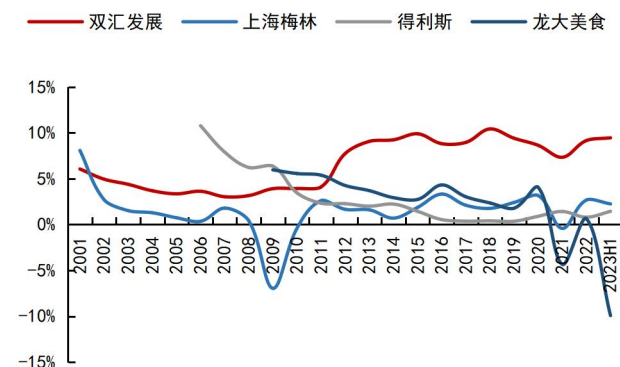
公司 ROE 及净利率等指标位列行业领先水平。从行业可比公司来看，公司 ROE 和销售净利率均在行业中处于领先水平，2015-2022 年公司平均 ROE 为 28.77%，平均销售净利率为 9.06%，而 2015-2022 年屠宰及肉制品行业平均 ROE 及净利率分别为 11.37%和 3.44%，得益于领先的溢价能力、屠宰业务的规模效应、以及成本管控能力，双汇发展相较于行业的竞争优势显著。

图10：上市以来双汇发展 ROE 在行业中处于领先水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：双汇发展销售净利率在行业处于领先水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业概况：屠宰行业集中度有望提升，肉制品需求稳步向好

屠宰行业：行业整合空间广阔，冷鲜肉发展前景看好

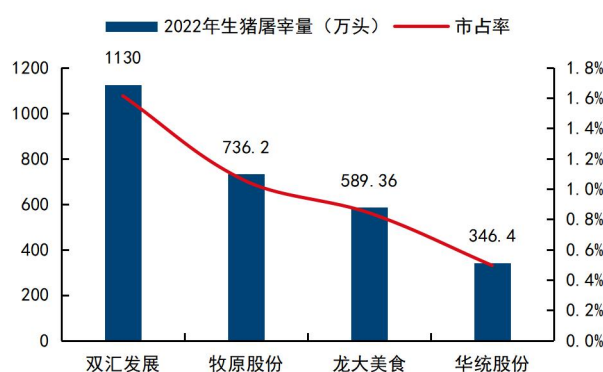
行业高度分散，市场份额持续向头部集中。2022 年我国屠宰行业 CR3 不足 5%，其中龙头企业双汇发展占比仅约 2%，而美国屠宰行业 2015 年的 CR3 已经为 61%，相较之下，我国屠宰行业仍处于高度分散的水平，与国外存在较大的差距，行业整合升级空间广阔。另外，我国屠宰行业持续向头部企业集中的趋势明显，我国屠宰行业 CR3 由 2016 年 3% 提升至 2020 年 7%，近 5 年 CAGR 为 16%。

图 12：2022 年我国生猪屠宰量合计约 7 亿头



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 13：2022 年生猪屠宰行业龙头双汇发展市占率仅约 2%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 1：2022 年我国屠宰产能排名前五企业情况

企业	2022 年屠宰量 (万头)	规划屠宰产能 (万头)	2022 年产能利用率
双汇发展	1130	2500	45%
牧原股份	736.2	2900	25%
金锣	-	2000	-
华统股份	346.4	1400	25%
龙大美食	589.36	1100	54%

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

政策面长期利好屠宰行业集中度加速提升。近年我国规模以上定点屠宰企业整体屠宰量及市场占比显著增加，2022 年全国规模以上生猪定点屠宰企业合计屠宰量达 2.85 亿头，占全国生猪屠宰量约 41%，较 2020 年的 35% 占比显著提升。自 2013 年以来，国家开始着手对生猪屠宰行业管理和食品安全监管体制进行改革，新政策陆续出台打击私屠滥宰，倒逼大量违法违规的养殖和屠宰企业退出市场。根据农业部新闻，2016 年农业部查处屠宰违法案件 4839 起，捣毁私屠滥宰窝点 2715 个。2018 年非瘟爆发促使政策再次加码，农业部发布多项文件，要求加快推进生猪屠宰的清理整顿和标准化创建，鼓励屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式。多项政策共同作用下，中小屠宰场的环保、检疫成本大幅提升，落后产能持续去清，规模企业专业化规范化的优势得到更好的体现，因此政策面长期利好屠宰行业集中度加速提升。

图14: 我国规模以上定点屠宰企业数量逐步减少、且单体屠宰规模明显提升



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理 (规模以上指年屠宰生猪2万头以上企业)

图15: 近年我国规模以上定点屠宰企业整体屠宰量及市场占有率显著增加



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

表2: 我国生猪屠宰行业政策法规陆续完善

时间	发布单位	政策法规	主要内容
2015年	农业部	《关于做好2015年畜禽屠宰行业管理工作的通知》	指出畜禽屠宰行业管理与畜禽屠宰产业发展长期积累的问题尚未得到根本改变, 屠宰企业“多、乱、小、散、差”并存, 屠宰企业产能严重过剩, 收费代宰现象普遍, 屠宰违法行为时有发生, 要求加快推进市县两级畜禽屠宰监管职责调整, 尽早建立上下贯通、运转顺畅的畜禽屠宰监管新体制。
2016年	农业部	《全国生猪生产发展规划(2016年-2020年)》	是新中国成立以来第一个生猪生产发展规划, 综合考虑环境承载能力、资源禀赋、消费偏好和屠宰加工等因素, 充分发挥区域比较优势, 分类推进重点发展区、约束发展区等促进生猪生产协调发展, 而山东省被划分为重点发展区, 推进“就近屠宰、冷链配送”经营方式, 提高综合生产能力和市场竞争力。
2016年	农业部	《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	到2020年, 基本形成权责一致、分工明确、运行高效的屠宰环节质量安全监管体系, 规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系, 屠宰环节肉品质量安全抽检合格率稳定在97%以上, 生猪“代宰率”下降10%以上, 生猪屠宰场点“小、散、乱”情况得以基本改善。
2017年	环境保护部	《固定污染源排污许可分类管理名录(2017年版)》	屠宰及肉类加工行业排污许可证于2018年启动核发, 生猪屠宰行业按照规模不同实行差异化管理。
2018年	农业部	《打击生猪屠宰领域违法行为做好非洲猪瘟防控专项行动方案》、《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》、《关于开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理行动的通知》	要结合非洲猪瘟防控实际, 在非洲猪瘟防控风险较大的重点市县深入开展生猪屠宰企业清理行动, 联合生态环境部门, 加大屠宰资格清理、压点提质力度, 加快屠宰行业转型升级, 对屠宰非洲猪瘟疫区、受威胁区生猪等违法违规行的小型生猪屠宰场点, 一律要求停业限期整改, 整改仍达不到要求的, 坚决予以取缔。
2019年	司法部	《生猪屠宰管理条例(修订草案征求意见稿)》	国家鼓励生猪养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化发展, 推行标准化屠宰, 支持建设冷链流通和配送体系。
2019年	农业部	《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, 从严审批定点企业。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。重点组织对生猪屠宰企业数量超过10个的县(市、区)开展自查, 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。
2021年	农业部	《关于深入开展生猪屠宰标准化示范创建工作的通知》	工作目标: 按照质量管理制度化、厂区环境整洁化、设施设备标准化、生产经营规范化、检测检验科学化、排放处理无害化的总体要求, 从2021年开始, 利用5年左右时间, 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。

2023年

河南省农业部

《河南省生猪屠宰行业发展规划（2023-2027年）（第二次征求意见稿）》

到 2025 年底，全省生猪屠宰企业数量控制在 100 家左右，设计年生猪屠宰产能控制在 6000 万头左右，实际生猪屠宰量达到 3000 万头以上。2023 年 1 月 1 日后验收（复验）的新建（含改建、扩建、迁址重建、复产，下同）生猪屠宰企业 80% 以上达到国家生猪屠宰标准化示范厂建设标准。到 2027 年底，全省生猪屠宰量 80% 以上来自全国生猪屠宰标准化示范厂。各省辖市生猪屠宰养殖产能匹配度高于 1.2 或者生猪屠宰产能利用率低于 50% 的，原则上不得再新增生猪屠宰产能。坚持新增的，要先行按照新增产能不高于淘汰低端落后僵尸产能的规模标准优先在本省辖市范围内置换，不足部分可在全省范围内置换。

资料来源：农业部，环境保护部，司法部，国信证券经济研究所整理

我国猪肉消费习惯正由热鲜肉向冷鲜肉转变，未来冷鲜肉需求有望进一步释放。

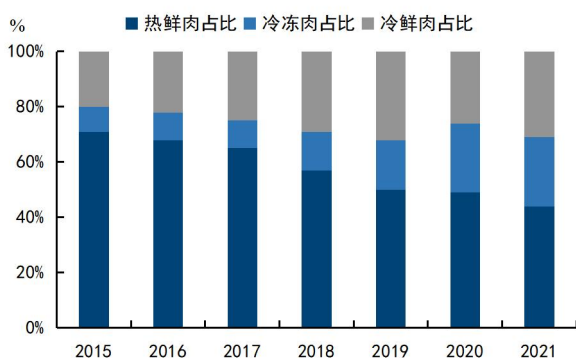
生鲜肉品主要包含热鲜肉、冷鲜肉和冷冻肉三种类型。综合来看，冷鲜肉在安全性、营养性、口感度和保质期等方面均优于热鲜肉和冷冻肉。但目前我国热鲜肉仍占主导地位，据钢联数据统计，2021 年热鲜肉、冷鲜肉、冷冻肉市场占比分别为 44%、31%、25%。过去十年在消费升级、城镇化加速、猪肉消费观念转变、政策由调猪向调肉转变等多重因素影响下，我国冷鲜肉市场快速发展，2015 年以来我国冷鲜肉消费保持稳步提升趋势，但距发达国家 90% 的占比存在较大差距，考虑到我国冷鲜肉占比基数仍较低，预计未来冷鲜肉需求有望进一步释放。

表 3：生鲜肉品三种类型对比

类型	安全性	营养性	口感度	保质期	销售渠道
热鲜肉	无特殊杀菌处理，从加工到销售过程受到空气、运输车没有经过排酸处理，和包装等方面污染，细菌大量繁殖。	不利于肉质较硬，肉汤较浑，香味较淡。	常温下半天甚至更短。	农贸市场	
冷鲜肉	0-4 度无菌加工、运输、销售，24-48 小时冷却排酸，是目前最为安全的食用肉。体吸收。	绝大部分营养成分易被人肉肉质鲜嫩、口感较佳。	0-4 度保存 3-7 天。	超市、零售店、专卖店	
冷冻肉	宰杀后预冷处理，-18 度速冻，深层温度可达到 6 度以下，有害物质被抑制。	冰晶破坏猪肉组织，造成大量营养成分流失。	肉质干硬、不够鲜美。	-18 度以下保存 12 个月以上。	餐饮加工渠道上。

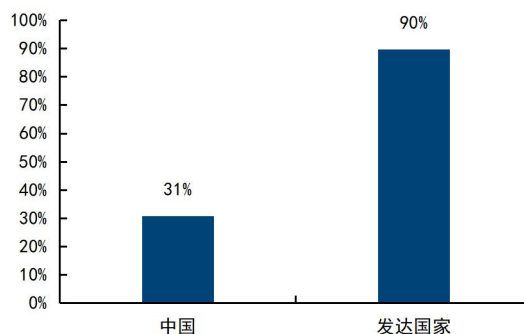
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：2015 年以来我国冷鲜肉消费占比稳步提升



资料来源：钢联数据、国信证券经济研究所整理

图 17：我国冷鲜肉市场占比距发达国家存在较大差距



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

肉制品行业：行业发展前景广阔，低温肉制品有望主导市场

肉制品产量占比或将进一步提升，行业发展前景广阔。我国肉制品行业发展经历了“计划一起步—发展—跨越”四个阶段，如今虽然具备成熟的产业发展规模，但是肉制品在整体肉类产量中占比依然较低。2022 年我国肉类产量创近十年来新高，达 9328 万吨，其中猪肉产量占比约 59.4%，为第一大消费占比的肉类品种。而 2019 年我国肉制品产量为 1580 万吨，占肉类产量 20.4%，而欧美日等成熟市场占比已达 40%-50%，还存在很大差距。从国内肉制品发展趋势来看，我国肉制品占比从 2011 年的 16% 稳健提升至 2019 年的 20%，较肉类整体产量实现稳定的超额增长，彰显肉制品需求向好趋势，市场发展迅速。由此我们看好国内肉制品发展前景，肉制品在整体肉类产量占比有望保持增长趋势。

图 18：2022 年我国肉类产量创近十年新高，达 9328 万吨



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 19：2011-2019 年我国肉制品占比逐年提升

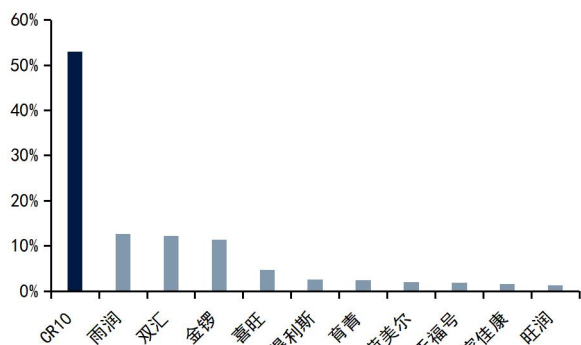


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

低温肉制品行业集中度较高，其规模有望进一步扩张主导市场。我国肉制品消费结构中以高温肉制品为主，低温肉制品占比与欧美、日本的差距较大。在日本家庭消费的肉制品中，三大类低温肉制品（培根、火腿、香肠）占比高达 99%，而我国低温肉占比为 37%。从品牌监测情况来看，中国低温肉制品市场集中度较高，2015 年 CR10 达到 55% 左右，雨润、双汇和金锣成为热销的三大品牌。参考成熟市场的发展经验，我们认为低温肉制品将成为肉类制品消费的新热点，主要基于以下三大原因：

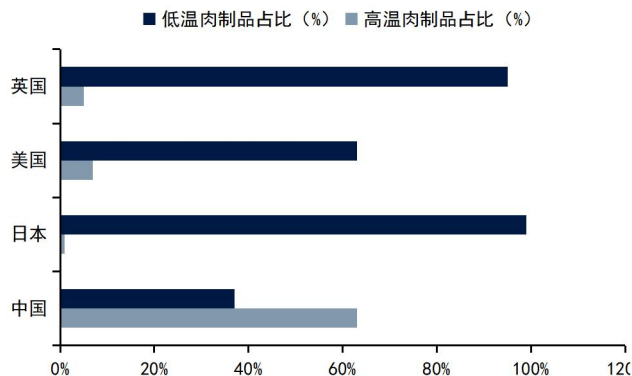
- 1) 冷链技术成熟：**随着国内禽畜产品冷链物流体系的铺设推进、国家政策鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业落地“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜加工”模式，低温肉制品的发展将摆脱冷链运输和储存条件的限制；
- 2) 产品品质优异：**相比于高温肉制品，低温肉制品具有鲜嫩、脆软、可口、风味佳的特点，最大程度上保持了原有营养和固有的风味；
- 3) 消费观念转变：**我国消费者目前比较关注肉制品的品种和口味，相比于发达肉制品消费国的重视营养、品牌等特点还有较大差距，随着人们生活水平提高和健康饮食观念的强化，低温肉将受到越来越多消费者的喜爱。

图20：我国低温肉制品市场 CR10 约 55%，集中度较高



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

图21：欧美日等成熟市场的肉制品消费以高温肉制品为主



资料来源：中国产业信息网、智研咨询、国信证券经济研究所整理

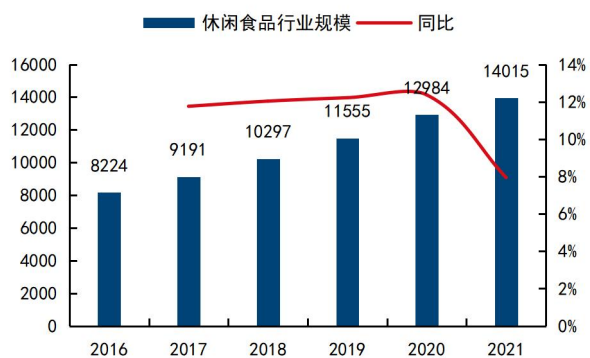
表4：肉制品两种类型对比

类型	安全性	营养性	口感度	保质期	销售渠道
高温肉制品	无特殊杀菌处理，从加工到销售过程受到空气、运输车 and 包装等方面污染，于人体吸收营养成分、细菌大量繁殖。	不利肉质较硬，肉汤较浑，香味较淡。	常温下半天甚至更短	农贸市场	
低温肉制品	0-4 度无菌加工、运输、销售，24-48 小时冷却排酸，是目前最为安全的食用肉。	保留肉品绝大部分营养成分，并且其营养成分易肉质鲜嫩、口感更佳。被人体吸收。	0-4 度保存 3-7 天	超市、零售店、专卖店	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

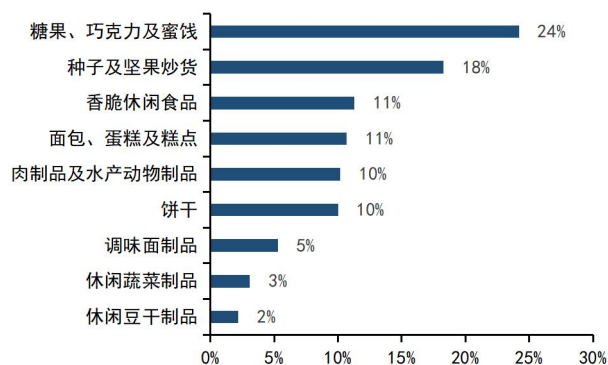
肉制品产品种类不断丰富，新宠将占据更多市场份额。肉制品因口味及加工方式的多样性，品种日益多元化，其中功能性肉制品和休闲肉制品备受青睐，市场前景广阔。功能性肉制品指将营养保健元素通过适当载体添加到传统肉制品中，经食用能达到一定保健目的的肉制品，目前发展前景较好的功能性肉制品包括低脂肉制品、低盐肉制品、含膳食纤维的肉制品。根据 Zion Market Research 预计，到 2025 年全球功能性原料市场将达到近 1 亿美元，具有功能性的原料会以更多样的形式应用于食品饮料中。此外，随着休闲生活逐渐流行，休闲食品的消费量逐渐增大。据 Frost&Sullivan 统计，2021 年我国休闲食品市场规模为 14015 亿元，同比增长 7.9%，2016-2021 年 CAGR 为 11.3%，其中，肉制品及水产动物制品占比仅 10.2。此外，休闲食品行业格局较为分散，尚未有强势品牌出现，未来具有口味创新实力的企业或将受益。

图22: 2016-2021年我国休闲食品市场规模 CAGR 为 11%



资料来源: Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

图23: 2021年我国肉制品及水产动物制品占休闲食品高达 13.5%



资料来源: Frost&Sullivan、国信证券经济研究所整理

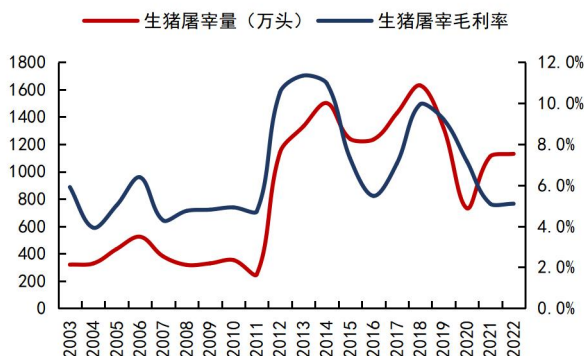
公司看点：屠宰或实现量利齐升，高低温肉制品稳步转型

屠宰业务：受益猪价同比低位，屠宰或实现量利齐升

屠宰放量与猪价下行共振，屠宰业务实现量利齐升。复盘公司历史来看，我们认为正常情况下，公司屠宰利润主要受生猪屠宰量和猪价两方面影响。假设在猪价周期底部，生猪供给增多，则公司生猪屠宰量提升，带动产能利用率提升，单位完全成本下降，进而屠宰毛利率提升，因此公司生猪屠宰量的提升往往伴随着屠宰利润的提升。以公司上一轮猪价下行期对应的屠宰利润上行周期 2016-2018 年为例，公司生猪屠宰量由 2016 年的 1235 万头稳步抬升至 2018 年的 1631 万头，CAGR 为 9.7%；而屠宰毛利率由 2016 年的 5.5% 提升至 2018 年的 10%，CAGR 为 22%，由此说明生猪屠宰业务在猪价周期底部具备量利齐升的特性。此外，外购生猪是公司生鲜产品的主要原料，猪价是影响屠宰业务成本的重要因素，且猪肉价格波动会滞后于生猪价格波动。因此在猪价上行周期，公司屠宰的原材料成本上涨，销价滞后于成本上涨，利润端承压；反之猪价下行降低屠宰成本，销价滞后于成本下降，同时刺激下游需求端，屠宰放量相对容易。

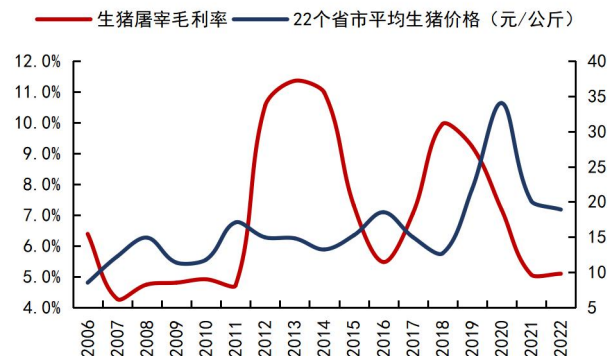
公司目前在全国 18 个省(市)建有 30 多个现代化肉类加工基地和配套产业，拥有年加工肉制品 200 多万吨、单班年屠宰生猪 2500 多万头的生产产能。2003-2022 年生猪屠宰量 CAGR 为 6.9%，中长期有望保持增长趋势不变。2022 年，公司生猪屠宰量达 1130 万头，同比增长 1.71%，由于 2022 年下半年开始养户压栏及二次育肥影响较大，猪价跳涨较快，整体生猪供应偏紧，生鲜产品的原料成本上涨较多，屠宰毛利率同比下降 28.9% 至 5.1%。基于当前生猪行业形势，我们预计 2023 年猪价周期整体依然下行，周期有望在 2024 年完成筑底反转，预判 2023-2025 年猪价分别为 16/17/22 元/公斤，因此 2023-2024 年猪价整体仍处周期底部，有望降低公司屠宰业务的原料成本，实现生猪屠宰量和毛利率的量利齐升。此外，基于海外业务布局及国内的冷链物流优势，双汇亦可通过适度的冻肉储备，提前锁定较低的猪肉原料价格，根据猪价波动情况灵活调整采购及市场策略，因此我们同样看好之后公司在猪价周期底部反转初期的业绩表现。

图 24：公司屠宰量的提升往往伴随着屠宰利润的提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25：2023 年猪价整体下行有望降低公司屠宰原料成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

肉制品业务：高低温产品谋转型，新品规模稳步上量

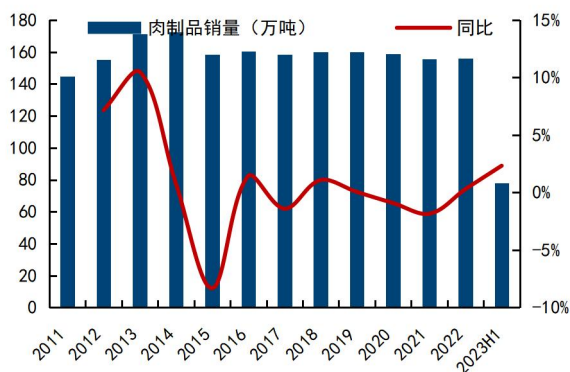
食材化与高端化战略有望推动公司高低温肉制品的市占率持续提升。2011-2017年，公司肉制品销量在160万吨上下波动，增长较为缓慢。2017年底开始，公司从高低温肉制品结构调整破局，推广中高端产品，进一步切入细分肉制品赛道。

在高温肉制品方面，双汇聚焦推广王中王、润口香甜王、玉米热狗肠、台式烤香肠等现有大单品。2020年，核心产品王中王销量增幅超过10%，新产品销量占肉制品总销量的比例提升1.1%，辣吗？辣、无淀粉王中王、肉块王等新产品年销量均超过1万吨，火炫风刻花香肠、俄式大肉块香肠、斜切特嫩烤火腿等新产品年销量均超过5000吨，新品上市成功率和市场竞争力不断提高。2021年，公司推出藤椒鸡肉、红烧肉、土豆牛肉等筷乐星厨系列速食菜，以及咖喱鸡肉、台式卤肉、鱼香肉丝等自热米饭系列，大力开发中式菜肴、速冻、餐饮食材等新渠道产品。此外，公司在推新品调结构上持续发力，聚焦主导新品持续培育推广，设置了专职团队专门负责辣吗辣等主导新品的推广，有望助力新产品实现新增量。

在低温肉制品方面，双汇加强高档产品的培育，以史密斯菲尔德（Smithfield）品牌为依托，引进开发欧式香肠、火腿、培根、色拉米等西式低温产品。同时根据国内消费习惯，改造地方特色产品，开发中式产品、中西结合产品，研究开发低脂、低钠、低糖、添加DHA等营养健康产品。2023上半年史密斯台式香肠、熏烤肉肠等高档低温新产品表现突出，初步获得市场认可。

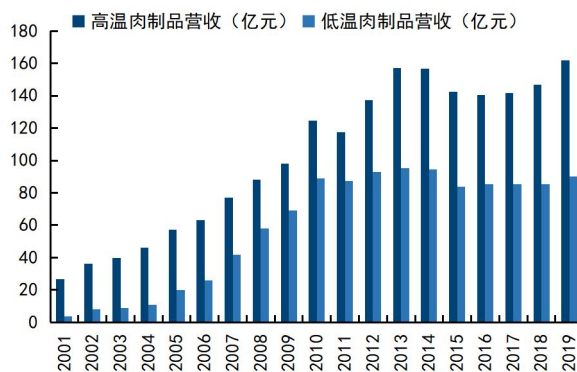
随着公司加强开发高温食材化和低温高端化肉制品，落实“进家庭，上餐桌”产品结构转型的中长期发展战略，我们认为未来公司高低温肉制品的市占率有望进一步提升，行业或向龙头加速集中。同时，公司肉制品新产品的吨利普遍高于老产品，但由于新产品推广前期，存在规模不大、推广费用高等原因，新产品吨利也会受到影响，预计后期随着新产品逐步推广，产销规模扩大，新产品的吨利也有望逐步提升，或贡献更多业绩增量。

图26：2023H1 公司肉制品销量同比增长 2.33%，发展趋势向好



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图27：2001-2019 年公司高温及低温肉制品营收情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 食材化与高端化有望推动公司在高低温肉制品的市占率继续提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

预制菜业务：2021 年以来专注发展，有望提供成长新动能

受益需求上升叠加政策利好，国内预制菜市场正处发展快车道。预制菜是指以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，经预加工而成的成品或半成品菜。得益于冷冻机的商业化和冷链物流的普及，预制菜萌芽于美国 20 世纪 40 年代，并在 30 年内实现快速发展，日本的预制菜市场也在上世纪 60 年代开始兴起，目前日本市场预制菜的渗透率已达到 60% 以上。从国内预制菜发展历程来看，其萌芽于 2000 年左右，肯德基、麦当劳等快餐连锁企业在国内的开店布局，推动了 B 端对于预制菜需求的提升，好得味、味知香等预制菜企业也于 2002 年、2008 年相继成立。2010 年发改委发布《农产品冷链物流发展规划》，推动冷链物流在各省布局，进一步奠定了国内预制菜行业的发展基础。2013 年左右，外卖平台的兴起对时效提出更高要求，同时伴随餐饮链企业的人工等成本明显增加，降本增效诉求提升，进一步凸显预制菜对 B 端的商业价值。

而 2019 年新冠疫情暴发后，部分在外的餐饮消费转移为家庭消费，也极大催化了 C 端市场对于预制菜的需求。同时农业部及各地省政府加速推出预制菜产业发展的鼓励政策，2021 年 8 月农业部在《农业农村部关于加快农业全产业链培育发展的指导意见》中提出要创新发展农商直供、预制菜肴、餐饮外卖、冷链配送、自营门店、商超专柜、团餐服务、在线销售、场景销售等业态，开发推广“原料基地+中央厨房+物流配送”、“中央厨房+餐饮门店”等模式。2023 年 1 月国务院也首次在中央 1 号文中首次提到预制菜，指出要提升净菜、中央厨房等产业标准化和规范化水平，培育发展预制菜产业。

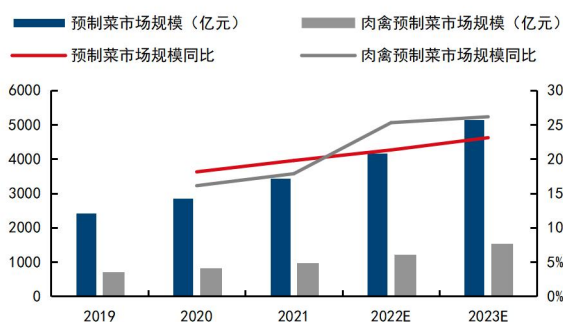
表5: 预制菜产业相关重点政策陆续推出, 利好行业发展

时间	发布部门	政策要点
2016. 11. 14	农业部	《农业部关于印发〈全国农产品加工业与农村一二三产业融合发展规划(2016-2020年)〉》中表示, 鼓励研制生产一批预制菜肴等多元化主食产品; 在优势农产品产地, 发展300个预制菜肴加工项目。
2016. 12. 17	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步促进农产品加工业发展的意见》中指出, 鼓励主食加工业发展。拓宽主食供应渠道, 加快培育示范企业, 积极打造质量过硬、标准化程度高的主食品牌。研制生产一批传统米面、杂粮、预制菜肴等产品, 加快推进马铃薯等薯类产品主食化; 并支持大中城市郊区重点发展主食、方便食品、休闲食品和净菜加工, 形成产业园区和集聚带。
2019. 8. 3	工信部	《工业企业技术改造升级投资指南(2019年版)》中指出, 引导金融、社会资本向食品加工行业中的粮食、果蔬加工行业综合开发利用、肉类综合利用深加工等方向投资, 为预制菜产业发展营造良好环境。
2021. 8. 4	农业农村部	《农业农村部关于加快农业全产业链培育发展的指导意见》中表示, 创新发展农商直供、预制菜肴、餐饮外卖、冷链配送、自营门店、商超专柜、团餐服务、在线销售、场景销售等业态, 开发推广“原料基地+中央厨房+物流配送”、“中央厨房+餐饮门店”等模式。
2023. 1. 2	国务院办公厅	《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》中指出, 培育乡村新产业新业态。继续支持创建农业产业强镇、现代农业产业园、优势特色产业集群。深入实施“数商兴农”和“互联网+”农产品出村进城工程, 鼓励发展农产品电商直采、定制生产等模式, 建设农副产品直播电商基地。提升净菜、中央厨房等产业标准化和规范化水平。培育发展预制菜产业。预制菜第一次被正式写入中央一号文件。

资料来源: 农业农村部、国务院办公厅、工信部、国信证券经济研究所整理

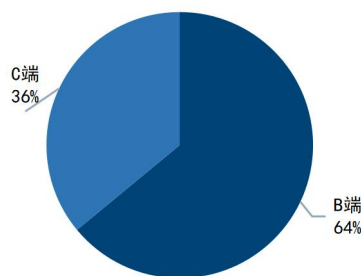
国内预制菜市场规模近年保持较高增速, 未来仍有充裕发展潜力。根据艾媒咨询统计, 2022年中国预制菜市场规模预计达4196亿元, 同比增长21.3%。而据欧睿咨询统计, 2022年中国人均食用速冻预制餐食量为0.6kg, 而预制菜发展较为成熟的美国、日本、英国等国家的人均食用速冻预制餐食量已达到3kg以上, 我国预制菜市场仍有较大提升空间, 预计未来随B端及C端需求释放, 有望迎来飞跃式发展。一方面, 国内餐饮企业面临人工成本提高的压力, 同时连锁餐饮对于食材供应标准化的要求提升, 因此能够降低生产成本而又可以保质保量的预制菜愈发受到B端餐饮及食品企业青睐; 另一方面, 伴随着城市生活节奏日益加快, 个人消费者对于便捷、省时的烹饪方式的需求越发强烈, 未来随着企业对消费者教育投入的力度加大, 预制菜在C端市场的渗透率也有望加速提升。

图29: 我国预制菜市场规模正在高速增长阶段



资料来源: 艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图30: 2021年我国预制菜消费端的B端及C端结构



资料来源: 德勤访谈、国信证券经济研究所整理

表6：使用预制菜餐厅和传统餐厅的成本结构及利润率对比

	使用预制菜餐厅	传统餐厅	差值
原材料成本占营收比例	43%	38%	5%
人力成本占营收比例	12%	22%	-10%
租金成本占营收比例	10%	10%	0%
能源成本占营收比例	3%	5%	-2%
相关税率	5%	5%	0%
净利润率	27%	20%	7%

资料来源：中国饭店协会、《2021年中国连锁餐饮行业报告》（中国连锁经营协会、华兴资本）、国信证券经济研究所整理

双汇发展预制菜业务表现亮眼，有望成为新的盈利增长点。2021年公司成立了餐饮事业部，在上海成立了从事餐饮门店投资运营的合资公司，专业负责预制菜业务的开拓，围绕“服务餐饮终端、加强门店建设，打造全国领先的餐饮食材供应链平台”的思路积极开发有竞争力的餐饮产品，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，相继推出了蒜香排骨、蚝油牛肉等半成品菜，佛跳墙、小米海参、梅菜扣肉等成品菜肴，啵啵袋、招牌面、意面、拌面等方便速食产品，相关产品市场反应良好。2023上半年公司预制菜实现销量3.6万吨，同比增长80%左右，表现亮眼。

表7：双汇发展餐饮事业部主销的五类产品

类别名称	具体产品
1、预制切割类：	通过切丝、切丁、切片、切条等简单加工后的产品。
2、腌制调理类：	生鲜肉经过腌制调味，作为菜肴食材或半成品。如奥尔良鸡翅、牛排、猪排等。
3、预制加工类：	
①裹粉油炸类：	生鲜肉经油炸加工而成，作为菜肴食材或半成品，如小酥肉、香酥鸡块、香酥鸡扒、鸡米花等
②中式菜肴类：	经过炖、煮、煎、炒等烹饪处理，加工成菜肴，在餐饮终端简单复热即可食用，如东坡肉、鱼香肉丝、土豆牛肉、咖喱鸡肉等。
③米面制品类：	经过面肉包馅成型或大米蒸制加工而成，餐饮终端经过蒸制、微波或油煎即可食用，如叉烧包、笋菇猪肉包、猪肉玉米蒸饺等。
④火锅食材类：	通过火锅、涮锅、麻辣烫等方式食用，如香菇贡丸、撒尿肉丸、牛肉丸、鱼丸、鱼籽包、鱼豆腐、蟹排、蟹柳、蟹味棒等。
4、酱卤熟食类：	经过酱卤工艺加工的中式熟食产品，主要通过熟食门店销售，如猪头肉、卤猪蹄、牛肉、烧鸡、肴肉、皮冻等。
5、团餐类：	学生餐、职工餐、营养餐及鲜食盒饭等。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

下一步公司将围绕产品研发、市场开拓、工业布局等方面，加快预制菜业务开拓。产品研发方面，公司计划围绕“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，进一步完善产品矩阵。市场开拓方面，公司拟首先围绕华中、华北等公司所在的传统优势区域构建销售网络，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。工业布局方面，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。2022年8月，公司的年产3000万份团餐项目、年产12万吨肉制品深加工项目、年产3万吨预制菜项目分别获得漯河市召陵区政府审批公示，已开始进行动工建设，预计随产能竣工及投放，有望进一步壮大公司预制菜业务发展规模。

表8：公司预制菜及肉制品产能项目规划及建设进度情况

项目名称	预算金额（亿元）	截至2023年6月末， 工程累计投入占预算比例	项目简介
漯河汇厨新建项目	1.86	21.97%	对应年产3000万份团餐项目：拟总投资6亿元，占地约4.3万平方米，将建设中央厨房及研发体验展示中心，该项目已于2022年8月获得漯河市召陵区政府审批公示。
漯河兴汇配套工程项目	1.31	24.26%	对应年产12万吨肉制品深加工项目：拟总投资19亿元，占地约17.7万平方米，规划建设日产200吨高温肉制品车间2座，达到年产12万吨肉制品深加工项目的生产能力，该项目已于2022年8月获得漯河市召陵区政府审批公示。
漯河汇享新建项目	1.28	20.37%	对应年产3万吨预制菜项目：拟总投资5亿元，占地约5.7万平方米，规划建设1个中华菜肴车间，年产3万吨预制菜，达到年产12万吨肉制品深加工项目的生产能力，该项目已于2022年8月获得漯河市召陵区政府审批公示。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

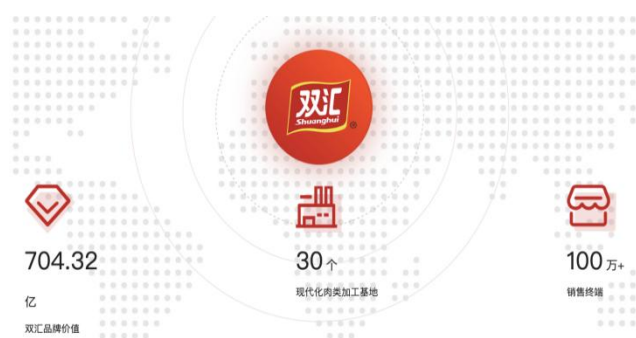
公司凭借在屠宰和肉制品领域积累的原料供应、加工生产、冷链物流、渠道布局等优势，未来预制菜新业务有望同上游养殖、加工等板块协同发展。从原料供应端来看，公司作为屠宰加工龙头企业，拥有稳定的生猪及禽产品的肉类原料供应与生产，以及业内领先食品安全内控体系，可保障食品供应稳定。在加工生产端，公司在河南、黑龙江、河北、山东等全国18个省市建有30个现代化肉类加工基地和配套产业，形成了从饲料、养殖、屠宰、加工等完善的工业布局。同时在冷链物流端，公司开发了“冷链物流智慧供应平台”，自2018年开始投入使用，目前全年运量已突破500万吨，在全国绝大部分省市可实现高效的冷链配送，达到朝发夕至，具备发展预制菜业务的物流基础。此外在渠道布局上，公司拥有覆盖线上、线下的全渠道，涵盖特约店、商超、酒店餐饮、加工厂和农贸批发、餐饮等线下渠道，及天猫、京东等线上平台，截至2023年6月末，公司合计拥有经销商21155家，在国内拥有一百多万个销售网点，未来公司预制菜业务也可借助已有的渠道及品牌优势，有望实现快速上量。

图31：双汇发展的工业布局和市场网络情况



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图32：双汇发展拥有30个现代化肉类加工基地和100万+个销售终端



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

养殖业务：肉鸡及生猪养殖产能稳步上量，产业链一体化布局逐步完善

定增大力发展养殖上游产业，有望发挥协同优势。出于推动肉类多元化发展的战略考虑，以及增强产业链协同发展的优势，2020年公司非公开发行募资70亿元，

用于进一步扩大上游肉鸡养殖及生猪养殖产能建设，同时对屠宰及肉制品加工厂进行改造升级等。具体募投项目包括肉鸡产业化2亿羽产能建设项目（拟投资总金额45.2亿元，使用募集金额33.3亿元）、生猪养殖50万头产能建设项目（拟投资总金额12.6亿元，使用募集金额9.9亿元）、生猪屠宰及调理制品技术改造项目（旧厂改造项目，拟投资总金额4.9亿元，使用募集金额3.6亿元）、肉制品加工技术改造项目（自动化升级项目，拟投资总金额3.2亿元，使用募集金额2.7亿元）、中国双汇总部建设项目（拟投资总金额10.6亿元，使用募集金额7.5亿元），另有13亿元募集资金用于补充流动资金。截至2023年6月末，上述募投项目投资进度均已超过80%，未来产能稳步释放有望进一步夯实公司业务基础。

公司禽养殖规模增长迅速，生猪养殖稳步发展。禽产业方面，目前公司禽产业在建的新项目全部投产后对应年产能约3亿羽。2022年公司全年实现商品鸡出栏约1.2亿羽，同比增长77%，禽类生鲜产品和包装熟制品规模同步大幅增长，但受饲料原料价格上涨、鸡产品行情及新项目开办费等因素影响，经营亏损。养猪业务方面，公司目前生猪养殖规模不大，在建的新项目全部投产后产能在100万头左右。养殖板块作为公司上游原料供应补充配套定位，预计后续随养殖周期景气上行及产能利用率上量后，或将进一步增厚公司盈利。

表9：公司2020年募投定增项目资金使用情况

项目名称	项目情况简介	项目投资总额（万元）	使用募集资金额（万元）
肉鸡产业化产能建设项目	该项目包括1)西华1亿羽肉鸡产业化产能建设项目（位于河南周口市，达产后可形成种鸡存栏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1亿羽肉鸡产业化产能建设项目（位于辽宁省阜新市，达产后，可形成种鸡存栏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）。	451,589.30	333,000.00
生猪养殖产能建设项目	该项目位于辽宁省阜新市，建成达产后可形成产能包括曾祖代种猪存栏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。	125,681.29	99,000.00
生猪屠宰及调理制品技术改造项目	该项目旨在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，漯河屠宰厂是2000年引进的中国第一条机械化冷鲜肉生产线，已运行20年，本次改造的目的是由机械化向自动化、信息化、智能化升级，本项目达产后生猪屠宰产能约150万头/年；调理制品产能约45,300吨/年。	48,511.00	36,000.00
肉制品加工技术改造项目	该项目是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。本项目达产后年产肉制品约6万吨，产量变化不大，但产品结构得以优化，主要转变为中高档产品，销售收入提升幅度较大，且生产线的自动化程度明显提升，所需人力资源投入大幅下降。	32,400.00	27,000.00
中国双汇总部项目	公司已取得本次建设中国双汇总部项目所需的75,242.78平方米土地。项目建成后，将能够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。	105,597.28	75,000.00
补充流动资金		-	130,000.00
合计			700,000.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

白鸡未来在肉类消费占比有望提升，公司提前布局有前瞻性。受益于供给端的增效诉求与消费端的健康理念升级，国内鸡肉消费中枢趋势正在稳步上移。“料肉比最低&养殖周期短&低脂高蛋白”的鸡肉完美匹配了自上而下由饲用粮供应趋紧

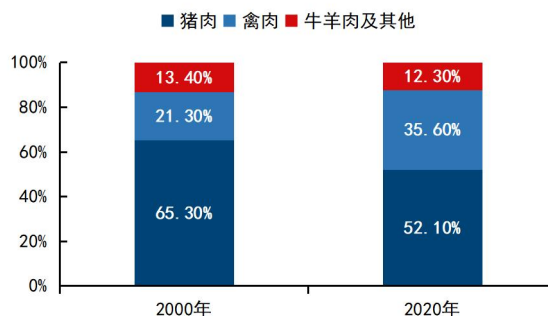
驱动的增效诉求，和自下而上由年轻消费者推动的健康消费需求，国内肉类消费的存量和增量有望持续向鸡肉靠拢。具体来看，目前我国人均肉类消费水平较低，随着经济发展，肉类仍存在较大增量空间，然而肉类增量消费正与饲用粮供应瓶颈形成内在矛盾，肉类消费存在效率诉求，鸡肉消费有望自上而下受益；同时随着国内年轻一代入场，健康消费理念正在驱动市场向高营养健康食品靠拢，这让低脂高蛋白的鸡肉产品受到青睐。

图 33：2002–2022 年，国内鸡肉消费量的 CAGR 为 2.02%



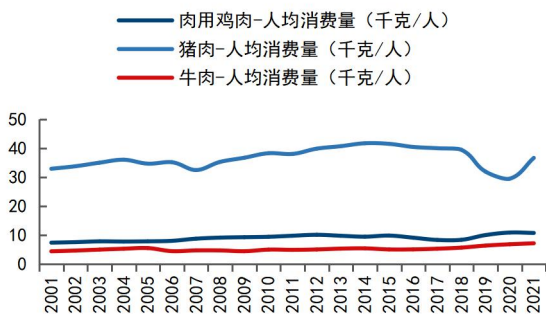
资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 34：进入 21 世纪以来，鸡肉在我国城镇居民肉类消费中的占比提升明显



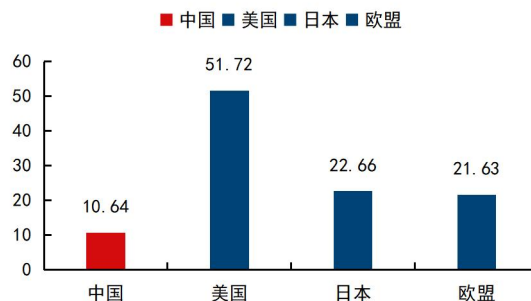
资料来源：汇易网，国信证券经济研究所整理

图 35：国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉



资料来源：USDA，国家统计局，国信证券经济研究所整理

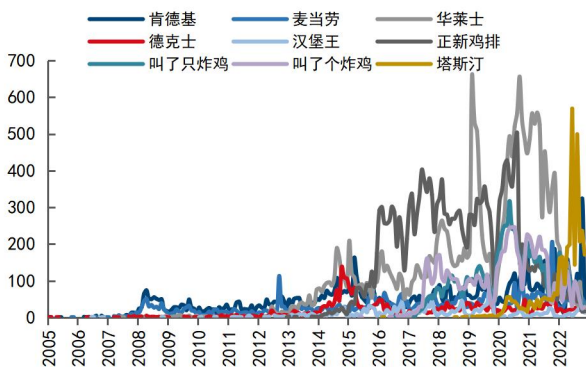
图 36：2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区（单位：千克/人）



资料来源：USDA，世界银行，国信证券经济研究所整理

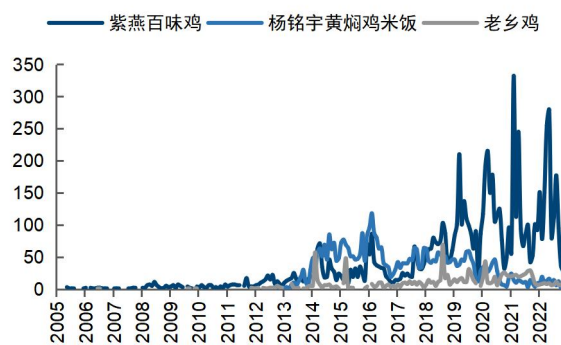
从场景视角分析，快餐渗透与家庭消费也在加强国人的鸡肉消费习惯。对于鸡肉 B 端消费，市场将更多目光放在 2015 年前的扩店潮，但随着外部餐饮的快速发展，新一轮的扩店潮其实正在以更高强度和更长时间维度展开。而且从各品牌策略来看，本轮扩店潮并非是单纯的存量市场竞争加剧，不同品牌的客单价、城市布局以及开店选择存在明显差异化选择，其体现为不同价格带、不同区域、不同场景的加速渗透，其所带来的增量鸡肉消费空间预计可观。对于鸡肉 C 端消费，以空气炸锅为代表的厨房小家电正在和以鸡肉调理品为代表的预制产品形成高效联动，鸡肉调理品销售额近年迎来爆发增长。目前市面上主流的鸡米花、鸡排、鸡柳等调理品，10 分钟内便可通过空气炸锅等小家电完成烹制，完美契合年轻一代的便捷美味休闲需求，小家电和调理品正在逐渐解构并重塑鸡肉家庭消费习惯，未来或将对鸡肉消费造成更为长远的影响。

图37: 单月开店数: 西式快餐品牌在 2015 年后迎来新一轮扩店潮, 助力白鸡消费中枢上移



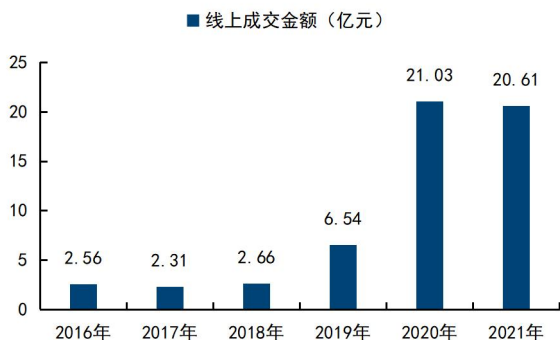
资料来源: 窄门宽眼, 国信证券经济研究所整理

图38: 中式快餐品牌近年开店节奏明显加快



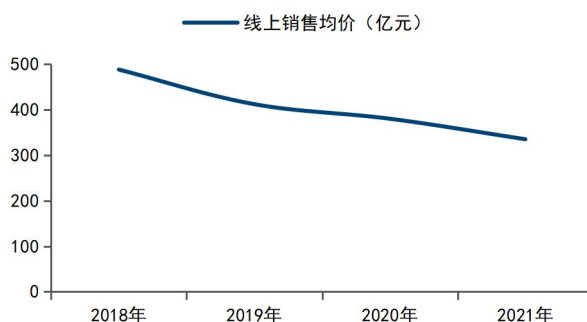
资料来源: 窄门宽眼, 国信证券经济研究所整理

图39: 空气炸锅近年异军突起, 线上销售额已超 20 亿元



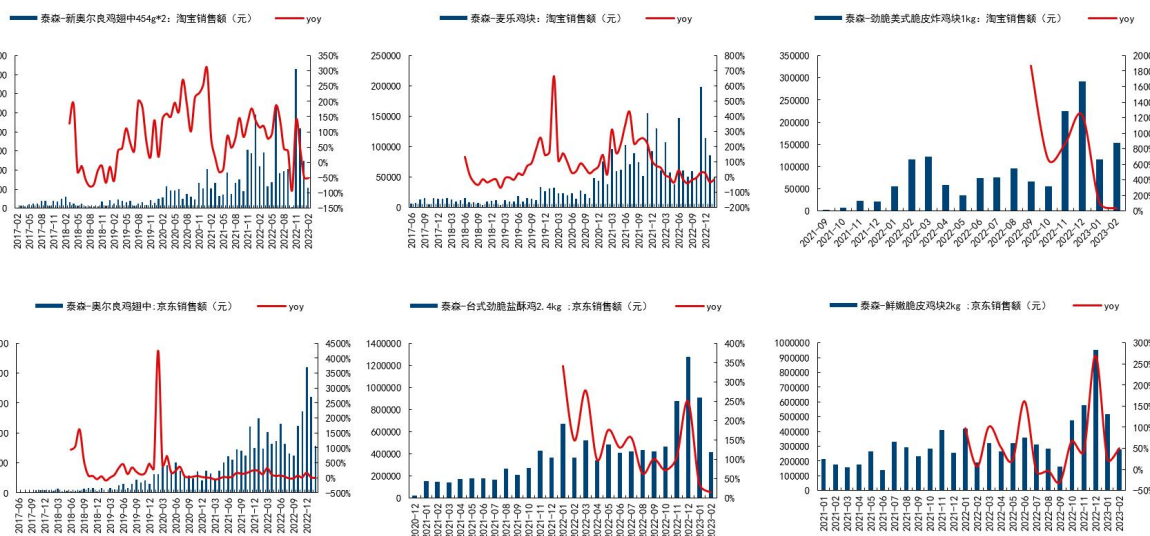
资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

图40: 空气炸锅线上销售均价近年已降至 300 元左右



资料来源: 淘数据, 国信证券经济研究所整理

图41: 泰森旗下多款旗舰鸡肉调理品销售额在近两年实现了爆发增长



资料来源: 魔镜, 国信证券经济研究所整理

综合来看，消费理念和消费习惯推动下有望带来鸡肉消费中枢上移，白羽肉鸡养殖板块有望沿新逻辑开启供需双振的独立景气周期，双汇发展未来也有望受益于白鸡养殖的前瞻性布局。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润分别为61.1/65.6/70.2亿元，利润年增速分别为8.7%/7.5%/6.9%，EPS分别为1.76/1.89/2.02元

生鲜肉品：该业务以生猪屠宰为主，猪周期底部利好屠宰量利齐升。我们预计猪周期有望在2024年完成筑底反转，2023-2025年度生猪均价分别为16/17/22元/kg，基于此假设前提，我们预计2023-2025年公司生鲜肉品销量增速分别为14%/8%/-5%，对应营收分别为350.97/388.52/430.00亿元，同比增长5%/11%/11%；毛利率预计也将随猪周期波动，2023年在猪周期底部盈利水平有望抬升，但2024-2025年伴随猪价反转，生猪供给收缩、猪肉成本抬升后，毛利率水平或将逐步收窄，预计2023-2025年生猪屠宰业务毛利率分别为6.15%/5.70%/5.29%。

包装肉制品：公司“调结构、扩网络、促转型、上规模”的中长期发展战略逐步推进，同时推动高温肉制品食材化和低温肉制品高端化的战略，预计未来公司肉制品销量及盈利水平有望实现稳步增长。我们预计2023-2025年公司包装肉制品销量增速分别为5%/3%/2%，对应营收分别为284.63/294.63/321.56亿元，同比增长5%/4%/9%，毛利率将随猪周期波动，2023年在猪周期底部有望表现较好，但2024-2025年伴随猪价反转，生猪供给收缩、猪肉成本抬升后，肉制品毛利率水平或略微收窄，预计2023-2025年肉制品毛利率分别为31.27%/30.92%/30.66%。

其他主营业务：该部分业务包括猪鸡养殖、禽屠宰及销售、商业零售、调味料及包装物的生产销售、金融服务等业务，非公司战略核心发展方向，预计未来将伴随公司规模扩大保持平稳增长。我们预计2023-2025年公司其他主营业务营收分别为80.10/86.51/90.84亿元，同比增长10%/8%/5%；毛利率伴随养殖周期反转有望稳步抬升，预计2023-2025年其他主营业务毛利率分别为3.50%/3.80%/4.50%。

表10：双汇发展业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生鲜肉品业务						
收入（亿元）	482.67	390.73	334.64	350.97	388.52	430.00
增速	23.45%	-19.05%	-14.36%	4.88%	10.70%	10.68%
毛利（亿元）	34.60	19.79	17.14	21.60	22.13	22.75
增速	-4.05%	-42.80%	-13.39%	26.00%	2.46%	2.81%
毛利率	7.17%	5.06%	5.12%	6.15%	5.70%	5.29%
包装肉制品业务						
收入（亿元）	280.98	273.51	271.89	284.63	294.63	321.56
增速	11.66%	-2.66%	-0.59%	4.69%	3.52%	9.14%
毛利（亿元）	85.82	78.27	82.7	89.0	91.1	98.6
增速	19.84%	-8.80%	5.70%	7.57%	2.38%	8.23%
毛利率	29.48%	28.62%	30.43%	31.27%	30.92%	30.66%
其他主营业务						
收入（亿元）	51.99	63.07	72.82	80.10	86.51	90.84
增速	51.93%	21.31%	15.46%	10.00%	8.00%	5.00%
毛利（亿元）	6.19	4.3	2.69	2.80	3.29	4.09
增速	-20.44%	-30.53%	-37.44%	4.22%	17.26%	24.34%
毛利率	11.91%	6.82%	3.69%	3.50%	3.80%	4.50%
内部抵消						
分部间交易收入（亿元）	-77.02	-60.49	-53.58	-53.68	-53.88	-58.97
其他收入						
利息收入（亿元）	0.73	1.15	1.55	1.58	1.61	1.64
合计						
营业总收入（亿元）	739.35	667.97	627.32	663.60	717.40	785.07

增速	22.51%	-9.65%	-6.09%	5.78%	8.11%	9.43%
毛利(亿元)	127.48	102.36	102.56	113.12	116.26	125.15
增速	12.48%	-19.71%	0.20%	10.30%	2.77%	7.65%
毛利率	17.26%	15.35%	16.39%	17.09%	16.24%	15.97%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来3年公司营业总收入分别为664/717/785亿元, 同比+5.8%/8.1%/9.4%, 毛利率17.1%/16.2%/16.0%, 毛利113/116/125亿元。

未来3年业绩预测

表11: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	62731	66359	71739	78506
营业成本	52319	55020	60087	65965
销售费用	1927	1904	1977	2158
管理费用	1134	1173	1191	1241
财务费用	(61)	9	15	18
营业利润	7141	7776	8323	8920
利润总额	7160	7796	8346	8941
归属于母公司净利润	5621	6109	6564	7015
EPS	1.62	1.76	1.89	2.02
ROE	25.7%	27.2%	28.5%	29.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 公司2023-2025年收入为663.6/717.4/785.1亿元, 归母净利61.1/65.6/70.2亿元, 利润增速为8.7%/7.5%/6.9%, EPS为1.76/1.89/2.02元。

盈利预测的敏感性分析

表12: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	66,798	62,731	66,395	71,832	78,675
(+/-%)	-9.7%	-6.1%	5.8%	8.2%	9.5%
净利润(百万元)	4866	5621	6588	7090	7596
(+/-%)	-22.2%	15.5%	17.2%	7.6%	7.1%
摊薄 EPS	1.40	1.62	1.90	2.05	2.19
中性的预测					
营业收入(百万元)	66,798	62,731	66,359	71,739	78,506
(+/-%)	-9.7%	-6.1%	5.8%	8.1%	9.4%
净利润(百万元)	4866	5621	6109	6564	7015
(+/-%)	-22.2%	15.5%	8.7%	7.5%	6.9%
摊薄 EPS(元)	1.40	1.62	1.76	1.89	2.02
悲观的预测					
营业收入(百万元)	66,798	62,731	66,323	71,646	78,336
(+/-%)	-9.7%	-6.1%	5.7%	8.0%	9.3%
净利润(百万元)	4866	5621	5633	6041	6438
(+/-%)	-22.2%	15.5%	0.2%	7.3%	6.6%
摊薄 EPS	1.40	1.62	1.63	1.74	1.86
总股本(百万股)	3,465	3,465	3,465	3,465	3,465

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 29.2-31.2 元, 维持买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 29.2-31.2 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	22.51%	-9.65%	-6.09%	5.78%	8.11%	9.43%	11.00%	10.00%
营业成本/营业收入	82.66%	84.50%	83.40%	82.91%	83.76%	84.03%	83.00%	82.00%
管理费用/营业收入	1.85%	1.57%	1.75%	1.69%	1.59%	1.52%	1.52%	1.54%
研发费用/销售收入	0.13%	0.21%	0.27%	0.25%	0.16%	0.15%	0.17%	0.18%
销售费用/销售收入	3.60%	2.80%	3.07%	2.87%	2.76%	2.75%	2.79%	2.76%
营业税及附加/营业收入	0.46%	0.46%	0.55%	0.49%	0.46%	0.44%	0.46%	0.45%
所得税税率	20.11%	21.43%	20.15%	20.30%	20.01%	20.20%	21.00%	20.40%
股利分配比率	92.34%	124.68%	120.47%	90.00%	91.00%	90.20%	90.40%	90.53%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.28	T	20.30%
无风险利率	2.50%	Ka	11.46%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.32
公司股价 (元)	25.88	Ke	11.72%
发行在外股数 (百万)	3465	E/(D+E)	96.51%
股票市值 (E, 百万元)	89665	D/(D+E)	3.49%
债务总额 (D, 百万元)	3241	WACC	11.46%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 29.2-31.2 元。

表 15: 双汇发展 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	7,768.7	8,043.4	8,683.3	10,460.6	12,472.2
所得税税率	20.30%	20.01%	20.20%	21.00%	20.40%
EBIT*(1-所得税税率)	6,191.7	6,433.9	6,929.3	8,263.8	9,927.4
折旧与摊销	1,759.2	2,012.6	2,180.1	2,349.7	2,524.6
营运资金的净变动	(118.4)	183.9	(519.0)	186.5	411.6
资本性投资	(3,001.0)	(2,601.0)	(2,301.0)	(2,801.0)	(2,501.0)
FCFF	4,831.5	6,029.4	6,289.4	7,999.1	10,362.6
PV(FCFF)	4,334.8	4,853.6	4,542.4	5,183.4	6,024.7
核心企业价值	105,200.0				
减: 净债务	958.1				
股票价值	104,241.9				
每股价值	30.09				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.3%	11.5%	11.72%	11.9%	12.1%
永续 增长 率变 化	1.9%	32.26	31.49	30.75	30.05	29.37
	1.7%	31.91	31.16	30.44	29.74	29.08
	1.5%	31.56	30.83	30.13	29.45	28.81
	1.3%	31.23	30.52	29.83	29.18	28.54
	1.1%	30.92	30.22	29.55	28.91	28.29

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：29.3-31.2 元

我们预计双汇发展 2023-2025 年 EPS 分别为 1.76/1.89/2.02，主要选取与公司同行业的肉制品公司进行比较，分别为龙大美食、圣农发展等屠宰及肉制品产业链公司，采用 PE 法估值：

1) 龙大美食：公司主营生猪屠宰加工，并辅以生猪养殖业务，近年加速发展预制菜板块，同海底捞等 B 端大客户达成良好合作关系，发展增速向好，因此公司 PE 水平高于行业平均值。

2) 圣农发展：公司主营白羽肉鸡的养殖、屠宰与加工，近年稳步扩大生产规模，由于公司肉制品业务比例占比较小，整体盈利受养殖周期波动影响较为明显，因此公司 PE 水平低于行业平均值。

上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 23.7。与可比公司相比，双汇发展是国内屠宰和肉制品龙头，经营更为稳健，猪周期底部利好其屠宰业务放量。随着公司低温肉制品高端化、高温肉制品食材化的中长期发展战略逐渐落地，亦有望进一步提升双汇在生鲜肉品和肉制品市占率。同时考虑到公司现金分红比例较高，上市以来分红率高达 91%，未来公司估值水平预计仍有较好提升空间。

此外，从双汇历史上的 PE 估值水平来看，由于当前猪价处于周期下行阶段，因此参考上一轮猪价下行期 2016-2018 年期间，双汇 PE 估值平均值为 18.2，从底部的 15.5 逐步抬升至 22.5 左右。综合考虑，我们合理预计双汇发展 2024 年 PE 水平应为 15.5-16.5，对应公司股票合理估值区间为 29.3-31.2 元。

表 17: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	11 月 8 日 收盘价 (元)	11 月 8 日 总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002726.SZ	龙大美食	买入	7.92	85	-0.05	0.21	0.29	-158.4	37.7	27.3
002299.SZ	圣农发展	买入	18.22	227	0.98	1.88	1.88	18.6	9.7	9.7
	平均值								23.7	18.5
000895.SZ	双汇发展	买入	25.88	897	1.76	1.89	2.02	14.7	13.7	12.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测（双汇发展外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测）

图42: 双汇发展历史 PE (TTM) 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 29.2-31.2 元之间,相对于公司目前股价有约 10%-20%溢价空间。考虑公司在猪周期底部业务盈利有望表现较好,且股息率水平领先行业,估值水平仍有充裕修复空间,维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 29.2-31.2 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年生猪屠宰量以及肉制品业务拓展的假定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司生猪屠宰业务收入过于乐观,从而导致盈利偏乐观的风险。
- 2、公司包装肉制品业务如果出现销售投入较大,但利润不及预期,可能会整体拖累业绩表现。

生猪价格大幅波动风险

公司生产所用原材料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。

食品安全风险

食品加工行业安全问题频出,消费者安全意识增强,对食品安全更加重视和关注,消费者对食品加工企业的产品质量关注度空前提高,企业需要更大的投入来保证产品质量和食品安全。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

受非洲猪瘟或其他畜禽疫情的影响,突发性公共卫生事件可能对企业生产经营造成影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7839	5769	5314	5643	6064	营业收入	66798	62731	66359	71739	78506
应收款项	279	257	273	295	366	营业成本	56445	52319	55020	60087	65965
存货净额	5669	6121	6121	6201	6729	营业税金及附加	307	342	325	329	344
其他流动资产	2269	2693	2615	2781	3169	销售费用	1874	1927	1904	1977	2158
流动资产合计	17520	16076	15459	16056	17463	管理费用	1082	1134	1173	1191	1241
固定资产	13933	17891	19020	19590	19725	研发费用	144	168	169	112	115
无形资产及其他	1067	1224	1176	1128	1080	财务费用	(11)	(61)	9	15	18
投资性房地产	1119	1040	1040	1040	1040	投资收益	222	106	120	350	285
长期股权投资	339	182	102	152	182	资产减值及公允价值变动	1273	283	(104)	(55)	(30)
资产总计	33977	36412	36797	37966	39489	其他收入	(2357)	(317)	(169)	(112)	(115)
短期借款及交易性金融负债	2351	3229	2929	2836	2998	营业利润	6239	7141	7776	8323	8920
应付款项	2144	3919	4024	3374	2887	营业外净收支	(23)	19	20	23	21
其他流动负债	5479	6353	5691	6432	7102	利润总额	6216	7160	7796	8346	8941
流动负债合计	9974	13501	12644	12642	12987	所得税费用	1332	1443	1583	1670	1806
长期借款及应付债券	13	12	312	532	732	少数股东损益	18	96	105	112	120
其他长期负债	840	716	1036	1386	1666	归属于母公司净利润	4866	5621	6109	6564	7015
长期负债合计	853	729	1349	1919	2399	现金流量表（百万元）					
负债合计	10828	14230	13993	14561	15386	净利润	4866	5621	6109	6564	7015
少数股东权益	341	330	340	350	362	资产减值准备	464	(1029)	57	11	4
股东权益	22809	21853	22464	23054	23742	折旧摊销	997	1245	1759	2013	2180
负债和股东权益总计	33977	36412	36797	37966	39489	公允价值变动损失	(1273)	(283)	104	55	30
关键财务与估值指标						财务费用	(11)	(61)	9	15	18
每股收益	1.40	1.62	1.76	1.89	2.02	营运资本变动	(313)	720	(118)	184	(519)
每股红利	1.75	1.95	1.59	1.72	1.83	其它	(468)	1009	(46)	(1)	7
每股净资产	6.58	6.31	6.48	6.65	6.85	经营活动现金流	4273	7283	7864	8826	8717
ROIC	24.99%	23.21%	26%	27%	28%	资本开支	0	(4421)	(3001)	(2601)	(2301)
ROE	21.33%	25.72%	27%	28%	30%	其它投资现金流	4571	229	100	0	0
毛利率	15%	17%	17%	16%	16%	投资活动现金流	4494	(4035)	(2821)	(2651)	(2331)
EBIT Margin	10%	11%	12%	11%	11%	权益性融资	4	11	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	14%	14%	14%	负债净变化	(2)	(1)	300	220	200
收入增长	-10%	-6%	6%	8%	9%	支付股利、利息	(6067)	(6771)	(5498)	(5973)	(6327)
净利润增长率	-22%	16%	9%	7%	7%	其它融资现金流	2721	8216	(300)	(93)	162
资产负债率	33%	40%	39%	39%	40%	融资活动现金流	(9413)	(5318)	(5498)	(5846)	(5965)
股息率	6.8%	7.6%	6.1%	6.7%	7.1%	现金净变动	(647)	(2070)	(455)	329	421
P/E	18.4	16.0	14.7	13.7	12.8	货币资金的期初余额	8486	7839	5769	5314	5643
P/B	3.9	4.1	4.0	3.9	3.8	货币资金的期末余额	7839	5769	5314	5643	6064
EV/EBITDA	12.7	12.9	10.9	10.4	9.7	企业自由现金流	0	3005	4831	6029	6289
						权益自由现金流	0	11220	4825	6145	6636

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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提及的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