

高股息系列：肉制品龙头，高股息价值凸显

买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,798	62,731	62,953	67,890	72,194
同比	-9.65%	-6.09%	0.36%	7.84%	6.34%
归母净利润(百万元)	4,866	5,621	5,515	6,027	6,453
同比	-22.21%	15.51%	-1.88%	9.28%	7.07%
EPS-最新摊薄(元/股)	1.40	1.62	1.59	1.74	1.86
P/E(现价&最新摊薄)	21.20	18.36	18.71	17.12	15.99

关键词: #股息率高

投资要点

- 高股息率标的吸引力加强，双汇发展板块领先。**随着众多饮食子板块高成长期结束，整体步入中低速发展阶段，投资由“成长”向“分红回报”重构。双汇发展估值较早即处于行业低位，持续稳定高分红，股息率连续3年保持行业前三。在市场风险偏好下降，整体估值回落背景下，公司2023年以来相对收益十分突出。公司作为肉制品、屠宰行业龙头，地位稳固，业绩可持续性强。控股公司万洲国际财务杠杆较高，双汇分红意愿强。公司股价、基本面与猪价关联性加强，目前猪价已从前期高位回落，处于相对底部区间，业绩向下风险较小。
- 屠宰业务：多举对冲猪周期影响，冻肉贡献弹性，公司竞争优势愈发夯实。**(1)充分调动海外资源，对冲猪周期影响：中美猪肉价差大，调动海外资源可对冲国内猪周期波动影响。双汇通过从罗特克斯进口冻肉，屠宰业务释放利润弹性，肉制品业务抵御猪价快速上涨带来的成本风险。(2)全国化屠宰基地布局，冷链物流布局完善提升效率。双汇全国产能布局完善，加强价格与供应量稳定性，冷链物流不断完善，绝大部分产品能够实现朝发夕至，运输配送效率高。(3)募资延伸产业链，上游发展养殖平滑波动，提升成本控制能力、采购议价能力和产品质量控制能力。
- 肉制品业务：结构升级+品类扩张带动吨价提升。**猪价影响肉制品成本，与产品结构共同影响吨利。双汇近年产品结构升级、扩展品类并行，积极探索新增长曲线，产品端坚持调结构、扩品类，推出轻享鸡肉肠、轻咔能量香肠、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。同时公司抓住预制菜机遇，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，完善多元化产品矩阵。渠道端深化已有渠道，扩展新市场布局。
- 盈利预测与投资评级：**双汇以产品结构升级+积极扩展品类探索新增长；屠宰业务中外协同，产业链布局完善，竞争优势明显，行业龙头地位稳固。短期看，目前猪肉、鸡肉保持相对低位，肉制品业务成本下降；屠宰业务屠宰量上升带动开工率高、屠宰盈利水平提升，短期利润下行风险低。长期看，公司在肉制品业务中进行产品结构升级，同时积极开拓预制菜、熟食等新品类探索新增长点，屠宰业务以自身中外资源协同，产业链和产能完善布局夯实竞争优势，龙头地位稳固，公司分红意愿强、股息率高。我们预计公司2023-2025年收入分别630、679和722亿元，分别同比+0.4%/+7.8%/+6.3%；归母净利润分别为55.2、60.3、64.5亿元，分别同比-1.9%/+9.3%/+7.1%；EPS分别为1.59、1.74和1.86元，对应PE分别为19x、17x、16x，与可比公司相比，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**食品安全风险、猪肉价格大幅波动风险、冻肉库存减值风险。

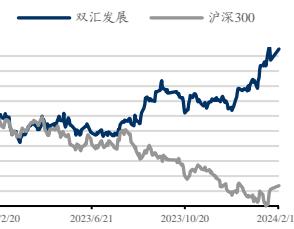
2024年02月20日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002
suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頤影
执业证书: S0600523080002
luody@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.31
一年最低/最高价	24.04/29.96
市净率(倍)	5.05
流通A股市值(百万元)	101,532.60
总市值(百万元)	101,549.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.81
资产负债率(% ,LF)	51.07
总股本(百万股)	3,464.66
流通A股(百万股)	3,464.09

相关研究

内容目录

1. 高股息率策略可持续，双汇发展行业领先	4
2. 中国肉类加工第一股，双汇发展于变革中焕新生	5
2.1. 发展沿革：乘风破浪六十余载，奋楫扬帆远航国际	5
2.2. 业务结构：屠宰业务收入占比大，肉制品业务利润贡献多	5
2.3. 屠宰业务：中外合作 + 全国布局，多举平稳猪周期波动	7
2.4. 肉制品业务：产品结构持续升级，积极扩展品类矩阵	8
3. 高分红可持续性强，猪价底部区间胜率高	10
3.1.1. 市值、业绩与猪价的相关性复盘	10
3.1.2. 龙头地位稳固，分红意愿强	12
4. 荷美尔：舌尖上的巨头，领导美国肉制品百余年	13
4.1. 风雨兼程 133 年，缔造美国肉制品百年龙头	13
4.2. 三大业务协同发展，龙头地位稳固	15
4.3. 股价长期跑赢标普 500，分红率逐年提升	17
5. 盈利预测	18
6. 风险提示	19

图表目录

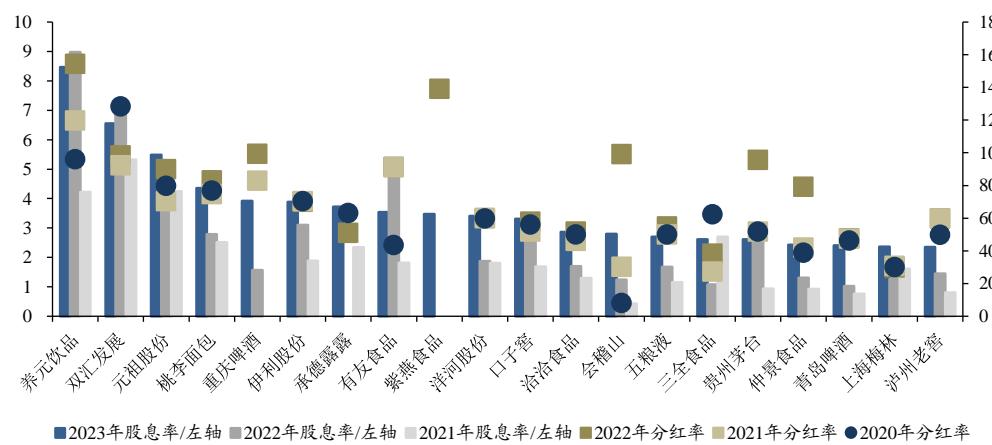
图 1: 2023 年食品饮料行业股息率前 20 的公司 (单位: %)	4
图 2: 双汇发展 PE-Band	4
图 3: 公司发展里程碑	5
图 4: 双汇发展营业总收入及 yoy	6
图 5: 双汇发展归母净利润及 yoy	6
图 6: 双汇发展营业收入结构	6
图 7: 双汇发展营业利润结构	6
图 8: 中美猪肉价格对比 (单位: 元/千克)	7
图 9: 双汇向罗特克斯采购情况及国内猪价变化	7
图 10: 双汇发展肉制品营收及 yoy	8
图 11: 双汇发展肉制品吨利及 yoy	8
图 12: 双汇发展肉制品销量及 yoy	8
图 13: 双汇发展肉制品吨价及 yoy	8
图 14: 公司销售人员平均薪酬	9
图 15: 2014 年以来猪价、双江市值、业绩、估值情况	12
图 16: 双汇发展股利支付率 (单位: %)	13
图 17: 主要食品公司长期债务与营运资金比率	13
图 18: 荷美尔三大业务部门及主要品牌	15
图 19: 荷美尔品牌成就	15
图 20: 2023 年荷美尔三大业务部门营收占比	15
图 21: 荷美尔营业收入及增速	16
图 22: 荷美尔归母净利润及增速	16
图 23: 荷美尔毛利率、净利率 (%)	16
图 24: 荷美尔股价收益率及以标普 500 为基准的超额收益 (%)	17
图 25: 荷美尔市盈率及收入增速	17
图 26: 荷美尔分红率 (%)	17
图 27: 双汇发展主要业务收入拆分预测	18
表 1: 荷美尔公司发展历程	14
表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2024/2/20)	19

1. 高股息率策略可持续，双汇发展行业领先

2024年高股息率策略将继续行之有效，直至成长性标的风 险释放更为充分，以及顺周期逻辑更为扎实可验。2024年东吴食品饮料投资策略即作此判断。为此我们推出高股息率系列报告。我们认为高股息率标的群体具有三个特征：1) 行业竞争格局基本稳定，龙头位置清晰，资本开支高峰期已过；2) 公司现金流质量高且有持续性；3) 估值低位，风险释放充分，股东注重分红且分红率稳定。

双汇发展作为肉制品龙头企业，估值较早处于行业低位，持续稳定高分红，股息率连续3年保持行业前三。在市场风险偏好下降，整体估值回落背景下，公司2023年以来相对收益十分突出。

图1：2023年食品饮料行业股息率前20的公司（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：2021-2023年股息率选取交易日为年末交易日

图2：双汇发展 PE-Band



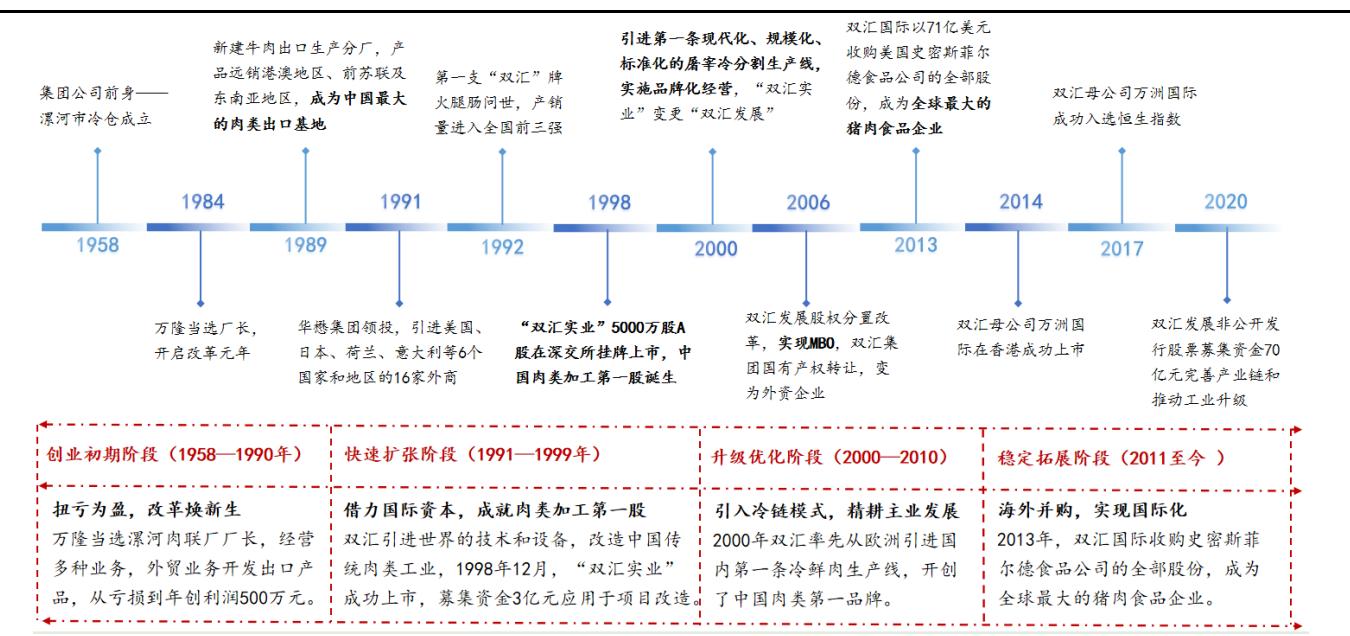
数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 中国肉类加工第一股，双汇发展于变革中焕新生

2.1. 发展沿革：乘风破浪六十余载，奋楫扬帆远航国际

“三把金钥匙”助力企业稳扎稳打，勇于“走出去”铸就双汇新蓝图。双汇发展发轫于漯河市冷仓，1984年万隆当选厂长，开启改革元年，经营管理、产品开发、市场营销、分配机制、干部制度上不断创新，八大销售公司积极开拓市场，并拓展外贸业务，不到五年，实现扭亏为盈，成为中国最大的肉类出口基地。90年代，引进国际资本和深交所上市是公司发展的第一把“金钥匙”。1991年，借力华懋集团，公司引进16家外商资本，1992年第一支“双汇”牌火腿肠问世，1998年“双汇实业”5000万股A股在深圳证券交易所挂牌上市，中国肉类加工第一股诞生。新世纪第一个十年，双汇精耕主业，实现MBO，拿到公司发展的第二把“金钥匙”。2000年，双汇率先从欧洲引进国内第一条冷鲜肉生产线，开创中国肉类第一品牌。2006年，双汇发展股权分置改革，双汇集团国有资产转让，变为外资企业。21世纪第二个十年，双汇发展进行海外并购，实现国际化，拿到公司发展的第三把“金钥匙”。2013年，双汇国际以71亿美元收购美国史密斯菲尔德食品公司的全部股份，成为全球最大的猪肉食品企业。2014年，双汇母公司万洲国际在香港成功上市。2020年，双汇发展非公开发行股票募集资金70亿元用于完善产业链和推动产业升级，持续稳定发展。

图3：公司发展里程碑



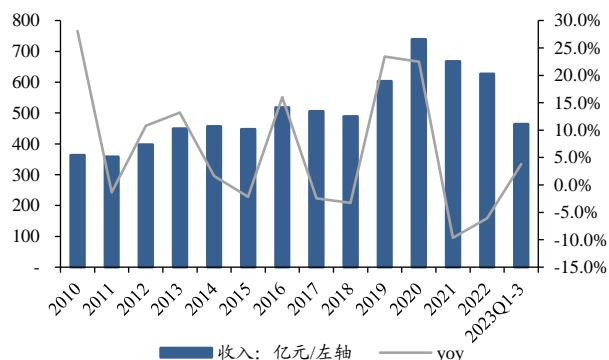
数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

2.2. 业务结构：屠宰业务收入占比大，肉制品业务利润贡献多

主营屠宰和肉制品业务。2022年，双汇发展实现营业收入627.31亿元，同比-6.1%，其中肉制品业务和屠宰（对外交易）业务分别实现营收272亿元和298亿元；公司实现

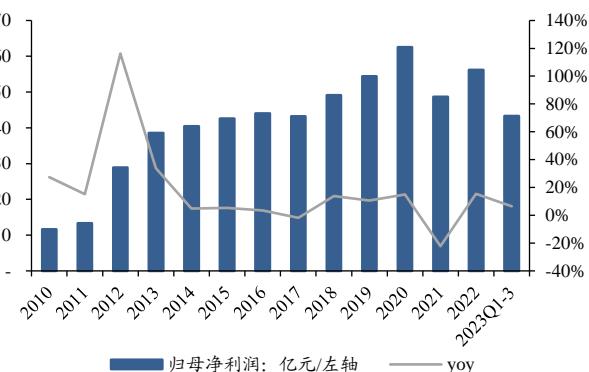
归母净利润 56.2 亿元，同比+15.5%。公司近年来营收端区间震荡，稳定在 600 亿元以上；归母净利润受猪价影响波动较大，2014 年以来归母净利润保持在 40 亿元以上震荡。

图4：双汇发展营业收入及 yoy



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：双汇发展归母净利润及 yoy



数据来源：Wind、东吴证券研究所

屠宰主营生鲜冻品，肉制品渠道丰富。屠宰业务产品主要是生鲜冻品，包括冷鲜肉和冻肉，通过特约店、商超、酒店餐饮、加工厂和农贸批发等渠道销售。其中生鲜业务公司主要通过采购生猪进行屠宰生产；冻肉业务包括国内及进口冻肉，进口冻肉主要通过母公司罗特克斯从美国进口。肉制品业务产品矩阵丰富，主要有火腿肠类、火腿类、香肠类、酱卤熟食类、餐饮食材类、罐头类等品类，主要通过 AB 商超、CD 终端、农贸批发、餐饮等渠道销售。

肉制品贡献主要利润，屠宰业务弹性更大。从营业收入结构来看，2022 年屠宰业务占比约 47.5%，肉制品占比约 43.3%，2015-2022 年屠宰业务普遍对收入贡献更大。从利润贡献来看，2022 年屠宰业务占比约 11.4%，肉制品占比约 88.7%。2015-2022 年肉制品贡献主要营业利润，但屠宰业务中的冻品营业利润弹性较大，屠宰部门贡献营业利润最高可达到近 30%，最低仅低个位数贡献占比。

图6：双汇发展营业收入结构

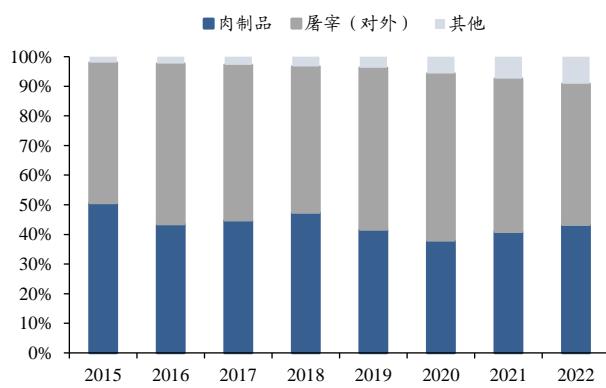


图7：双汇发展营业利润结构



数据来源: Wind、东吴证券研究所

数据来源: Wind、东吴证券研究所

2.3. 屠宰业务: 中外合作 + 全国布局, 多举平稳猪周期波动

充分利用海外资源, 平抑猪周期影响。由于饲料成本和规模化养殖的不同, 中国生猪价格常年高于美国, 中美猪肉价差大。2018-2020年我国受猪瘟影响, 猪肉价格上涨, 而美国价格相对稳定。双汇通过罗特克斯进口冻肉, 屠宰业务释放利润弹性, 抵御猪价上涨风险。2019年, 受非洲猪瘟影响, 猪价大幅上涨, 双汇协调海外资源与优势, 增加海外采购额, 通过销售低成本冻肉对冲国内猪价上涨影响, 保持相对稳定的生产量和销量, 实现屠宰业务营业利润的增长。

图8: 中美猪肉价格对比 (单位: 元/千克)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图9: 双汇向罗特克斯采购情况及国内猪价变化



数据来源: Wind、东吴证券研究所

屠宰基地全国布局初见成效, 冷链物流完善布局加强效率。中国的生猪产区主要在四川、湖南和河南, 而主销区域集中在东南沿海地区。传统的跨省调运方式受非洲猪瘟的影响, 导致了生猪价差的进一步扩大。双汇在全国建立了十余个现代化屠宰基地, 覆盖了主要养殖区, 有利于统筹全国的生猪资源, 对冲了南北价格差异, 保障了生猪的稳定供应。同时, 双汇发展冷链物流不断完善, 运输效率高。双汇发展母公司万洲国际于2003年成立全资子公司双汇物流, 自成立以来, 已经在全国范围内建立19个省级公司和5个办事处, 形成了综合物流服务平台, 产品在绝大部分省份能够实现朝发夕至, 物流网络遍布全国。通过双汇物流, 双汇能够实现高效的生鲜冻品和肉制品运输, 降低了运费和销售成本。未来, 双汇将进一步提升生鲜肉品和低温肉制品的市场份额。

产业链持续延伸完善, 向上游养殖平滑波动。2020年公司完成定向增发, 致力于发展肉鸡、生猪养殖业务。2022年, 公司养猪业和禽产业加强人才引进, 加快技术提升, 持续提升养殖业经营质量, 此举有利于继续提高公司在产业链上游的影响力, 进一步提升成本控制、采购议价能力和产品质量控制能力。随着公司新建的养猪业和禽产业项目陆续投产, 产业链进一步完善, 进一步向肉类产业化、多元化发展, 有利于公司提升综

合竞争力，持续壮大企业实力。

2.4. 肉制品业务：产品结构持续升级，积极扩展品类矩阵

大刀阔斧多方改革，助力肉制品产品持续发力。公司先后推进在产品端、渠道端、营销端的全方位改革，产品结构升级与扩展品类并行，促进肉制品产品复苏发力。公司肉制品吨利在2022年达到近4000元，比2019年提升了40%。

产品端：肉制品结构升级加速，积极扩展品类。2022年，双汇发展坚持“继续调整结构，突出五大产业，整合全球资源，创新发展上规模”的战略方针，推出轻享鸡肉肠、轻咔能量香肠、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。同时公司抓住预制菜机遇，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，完善多元化产品矩阵。

渠道端：深化已有渠道，扩展新市场布局。肉制品业继续坚持“两调一控”方针，落实“进家庭、上餐桌”战略，设置专业客户、持续开发专有产品，拓新渠扩网络，深化渠道运作，加密网点布局，推动规模提升；同时积极拓宽线上渠道，肉制品实现充分运用“云商系统”，升级终端服务，提高运作水平。

营销端：创新营销策略，提升品牌影响力。近年来公司通过多元营销方式，坚持精准营销、高效营销、创新营销战略；市场调研专业化，新品孵化科学化，不断提升产品竞争力；同时，公司通过明星营销、主题营销、节日营销等组合式宣传，持续提升品牌力。

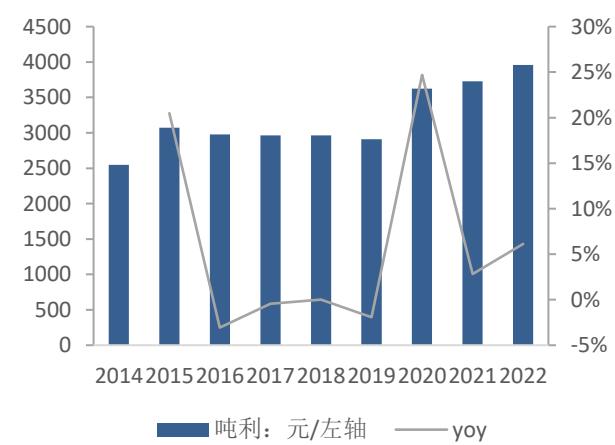
图10：双汇发展肉制品营收及yoy



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图12：双汇发展肉制品销量及yoy

图11：双汇发展肉制品吨利及yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图13：双汇发展肉制品吨价及yoy



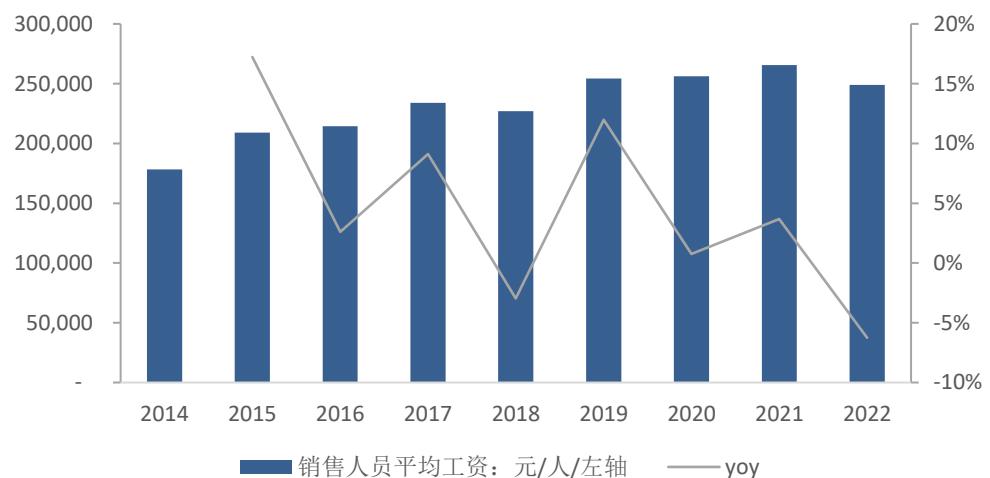
数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

持续优化薪酬体系，提高销售人员团队积极性。公司近年来持续内部改革，建立了一套更为科学的薪酬结构；强化激励机制，充分提高团队积极性；同时，公司坚持良好的选人、用人机制，搭建人才梯队，打造精英团队，为企业可持续、高质量发展提供人才保障和储备。公司近年来销售人员人均薪酬提升明显，2019年公司销售人员平均年薪（销售费用职工薪酬/销售人员数量）同比+12%。从2019年起公司销售人员平均薪酬稳步提升中略有波动，主要是受到2022年公司对部分业务人员的出差费用实行精细化管理，将相应的费用入账科目由职工薪酬调整至差旅费所致，公司近年销售人员平均薪酬总体持续维持高位。

图14：公司销售人员平均薪酬



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3. 高分红可持续性强，猪价底部区间胜率高

3.1.1. 市值、业绩与猪价的相关性复盘

(1) 2014.4-2018.5 轮猪周期:

环保政策趋严开启此轮猪周期。2014年，环保政策逐步实施（《畜禽规模养殖污染防治条例》2014年1月开始实施）；同时水价、排污费调整，导致养猪成本大幅攀升。行业持续去产能导致生猪价格高涨，在2016年6月左右达到最高值。2016年，较高的生猪价格刺激农户积极养殖导致产能过剩，2017年行业进入深度亏损，直至2018年触底。

猪价上行期双汇开始从罗特克斯进口冻肉对冲猪价上涨的成本压力，猪价下行前期利润承压，后期释放弹性。2014年双汇开始从罗特克斯进口冻肉，在猪价上行期对冲肉制品成本压力，肉制品利润提升带动公司利润增速由负转正。猪价刚进入下行期时，肉制品销售价格受到影响，叠加高价冻肉库存，肉制品利润承压，利润下滑，冻肉库存消化完后，猪价下降带来的肉制品成本下降以及屠宰量增带来的固定成本摊薄共同作用，利润增速回正。

市值受估值影响更大，基本面改善后跑赢市场。这一阶段由于资本市场环境特殊性，因此估值对公司市值变化影响更大。经营层面上，因进口冻肉带来利润弹性，自身利润转正后双汇跑赢市场。

(2) 2018.5-2022.4 轮猪周期:

非洲猪瘟开启新一轮猪周期，猪价涨幅大、涨速急。2018年8月，我国确诊首例非洲猪瘟疫情，疫情随后逐渐蔓延爆发，疫情爆发带来的主/被动性抛售令产能深度去化，至2019年10月底全国均价逼近40元/公斤关口。随后在一系列稳产保供政策调控及高价抑需影响下，猪价高位回落。2020年产能恢复，但新冠导致调运、屠宰受到影响，猪价在春节后两周多时间内快速逼近2019年周期高点附近，3月后疫情期间压栏、储备肉投放、消费超预期受抑等因素共同作用令猪价大跌。随后由于标猪供应紧缺，养殖端抗价惜售意愿增加加之冻肉补给作用阶段性转弱，猪价触底反弹。9月后供给增加猪价再度“降温”，11月下旬随着季节性南方腌腊需求启动，猪价重回强势，北方雨雪天气影响调运、散户压栏意愿增加以及进口因新冠影响卸货等均对价格产生助推。2021年后，前期因猪价大幅上涨，行业积极补栏导致产能过剩，生猪价格回落。

猪价上行期冻肉大幅释放利润弹性，下行期受储备时点、冻肉库存影响，屠宰肉制品利润显著承压。2019年受非洲猪瘟影响，猪价大幅上涨，双汇发挥海外协同优势，加大进口冻肉储备，做大外贸规模，屠宰利润大幅释放；同时低价冻肉储备充足，肉制品成本可控，同时因猪价大幅上涨公司进行直接提价，叠加开启结构升级，肉制品利润也

实现快速增长。猪价进入 2020 年底快速下跌后，公司高价冻肉库存计提大幅减值，同时高价冻肉内销给肉制品分部，导致肉制品成本增加，因而利润转而大幅下滑。到 2021 年底，高价冻肉库存逐渐消化完，屠宰量利提升，利润转增。

市值与猪价关联性变强，储备冻肉节奏有较大影响。猪价快速增长时期，公司储备低价冻肉、进口冻肉屠宰业务利润大幅增长；叠加肉制品成本压力缓解+提价+结构升级，肉制品利润保持增长，估值业绩双击带动市值增长。猪价下行前期则因高价冻肉储备影响，利润持续较大幅度下滑，估值双杀下跌。后期跟随利润回升带动市值增长。

(3) 2022.5 以来本轮猪周期：

供强需弱，产能去化缓慢。本轮猪周期自 2022 年 4 月底部向上至 2022 年 11 月达到高点，仅维持 7 个月。此后进入下行阶段，上涨周期较短、下跌周期较长。主因：1) 上一轮猪周期后，国内生猪养殖的规模化水平和市场集中度快速提升，目前我国生猪养殖规模化水平达到 65% 以上，龙头企业在猪价下跌时依然可能会逆势增加产能保持产能稳定。2) 猪价波动加剧，二次育肥具备更多投机性机会，导致养殖端普遍进行二次育肥和压栏行为，造成了大猪的积压，加之需求疲软，使得产能去化缓慢。

低基数下，冻肉释放利润弹性，周期短，业绩企稳较快。2022Q2-Q4 公司在利润低基数下（前期计提冻肉减值导致利润低基数），冻肉释放利润弹性，快速回升。本轮上行周期较短，冻肉释放利润弹性有限。而后猪价进入下行阶段，屠宰业务部门企稳。肉制品业务利润提升，盈利端整体稳定。

市值前期随估值回落后保持相对平稳。前期公司 PE(TTM) 达到 20x 以上，市值随估值消化逐渐回落后保持相对平稳。随着猪价回落至底部，公司 PE 回落至 15x 保持稳定。

总结：双汇市值、基本面与猪价关联性加强。通常在猪价上升期，公司加大进口冻肉对冲肉制品成本压力，并以外贸赚取价差，屠宰利润大幅提升，业绩弹性使得公司估值、业绩层面双击带动市值增长。猪价下行前期若进口冻肉节奏有偏，屠宰、肉制品业务利润均易承压，因而对市值造成压制。后期随着冻肉库存消化完，屠宰、肉制品业务利润双双显现拐点，再次带动公司市值的优异表现。目前猪价已从前期高位回落，处于相对底部区间，利润向下风险较小。

图15：2014年以来猪价、双汇市值、业绩、估值情况



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

3.1.2. 龙头地位稳固，分红意愿强

双汇以产品结构升级+积极扩展品类探索新增长；屠宰业务中外协同，产业链布局

完善，竞争优势明显，行业龙头地位稳固。短期看，目前猪肉、鸡肉保持相对低位，肉制品业务成本下降；屠宰业务屠宰量上升带动开工率高、屠宰盈利水平提升，短期利润下行风险低。长期看，公司在肉制品业务中进行产品结构升级，同时积极开拓预制菜、熟食等新品类探索新增长点，屠宰业务以自身中外资源协同，产业链和产能完善布局夯实竞争优势，维持龙头地位，业绩可持续性强。

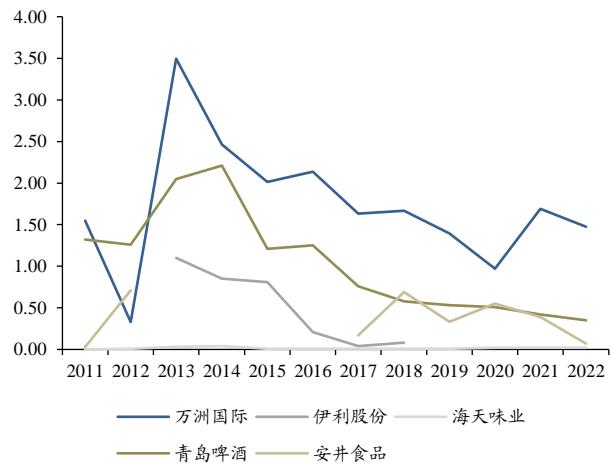
控股公司万洲国际高杠杆，双汇分红意愿强。万洲国际是双汇发展的母公司，通过旗下罗特克斯控股双汇发展。自 2013 年 5 月 29 日，双汇国际宣布将以 71 亿美元收购史密斯菲尔德（双汇国际支付 47 亿美元，并承担史密斯菲尔德 24 亿美元的债务），巨额收购背后系万洲国际高额的长期债务，万洲国际长期债务与营运资金比率显著高于其他食品公司。万洲国际可通过双汇的持续分红偿还债务，因此双汇高分红意愿强。

图16：双汇发展股利支付率（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图17：主要食品公司长期债务与营运资金比率



数据来源：Wind、东吴证券研究所

4. 荷美尔：舌尖上的巨头，领导美国肉制品百余年

4.1. 风雨兼程 133 年，缔造美国肉制品百年龙头

公司重视产品创新和品牌建设，聚焦于下游高附加值品牌产品和品类扩张进行兼并收购，历时 133 年，从肉类加工厂到肉制品加工巨头。美国荷美尔食品公司创立于 1891 年，在全球范围内生产和销售高品质的品牌食品和肉类产品，年收入超过 120 亿美元，业务遍及全球 80 多个国家，是全球食品行业中的佼佼者。成立初期，荷美尔只是红松河畔一个废弃的奶油厂建立起来的肉类加工厂，1926 年公司研发出世界上第一份罐装火腿，1935-1941 年推出了传承性的产品 Dinty Moore 炖牛肉，Hormel Chili 和 SPAM 午餐肉，在美国已经家喻户晓，1941-1942 年先后成立荷美尔基金会和荷美尔研究所，1946 年通过建立“荷美尔女孩”乐队宣传公司品牌，2000-2013 年，公司在 Jeff Ettinger 领导下，公司进行了十多次收购，包括 Skippy、CytoSport company、Applegate Farms 等，先后完成火鸡、医疗食品等板块的布局。

表1：荷美尔公司发展历程

阶段	时间	事件
1891-1925 初创期	1891	荷美尔食品公司前身，Geo. A. Hormel & Co. 在美国明尼苏达州奥斯汀建立
	1901	新鲜猪肉产品销量惊人，第一家销售分店在明尼阿波利斯市开业
	1911	第一个全国性广告刊登在《女性家居杂志》上
	1926	研发出世界上第一份罐装火腿
1926-1950 迅速成长	1927	创始人 George Hormel 退休，不再负责日常运营，担任 CEO，儿子 Jay C. Hormel 为代理总裁
	1928	Geo. A. Hormel & Co. 转变为经理人制度的公司
	1935-1941	Jay C. Hormel 大胆创新，推出 Dinty Moore 炖牛肉，Hormel Chili 和 SPAM 午餐肉
	1938	关注员工，为大家建立了年薪薪资体系、共同收入计划和员工利润分享信托制度
	1941-1942	成立荷美尔基金会和荷美尔研究所
	1946	建立“荷美尔女孩”队伍，以敲锣打鼓、边走边唱的方式推广荷美尔产品
	1947	公司第一位荷美尔家族之外的领导者——Tim Corey
1950-1975 业务扩张	1955	Bob Gray 和 Tommy Thompson 领导下，公司将重点从大批量生产转换为创新性产品
	1959-1963	推出代表性产品 LittleSizzlers 猪肉肠、Cure81 火腿，同年生产出第 10 亿罐 SPAM 午餐肉
	1969	Jim Holton 领导公司扩大国际业务并在国内建造了 10 家工厂，同时在明尼苏达州奥斯汀建造一家旗舰工厂
	1973	荷美尔食品成为第一家在肉制品上贴上营养标签的肉类加工公司
1975-1999 平稳发展	1976	公司标志性品牌产品得到广泛认可与接受，荷美尔年销售额首次突破 10 亿美元
	1979	Dick Knowlton 领导公司经历了激烈的行业竞争和创新
	1982	在奥斯汀建成面积达 1089000 平方英尺的工厂，1 亿美元的投资创下历史上的投资之最
	1990	开始在纽约证券交易所交易
	1993	乔治. A. 荷美尔公司正式更名为荷美尔食品有限公司
2000-2024 外延并购	2000-2013	在 Jeff Ettinger 领导下，公司进行了十多次收购，包括 Skippy、CytoSport company、Applegate Farms，同时合资企业 MegaMex Foods 诞生
	2011	推出一种耐储存的强化食品 SPAMMY，帮助解决全球儿童营养不良问题
	2012	75 周年庆，吉祥物 Sir Can-A-Lot 诞生
	2014	与癌症营养协会达成合作协议，为癌症患者提供营养食品
	2015	Jim Snee 被任命为总裁兼首席执行官
	2016	新 SPAM 博物馆隆重开幕，Jeff Ettinger 被《巴伦周刊》评为全球最佳首席执行官之一
	2017	荷美尔食品公司通过收购巴西的 Cidade do Sol 将其国际业务扩展至南美洲
	2020	伯克公司扩建面积达 21 万平方英尺；与 Premise Health 合作，建立了先进的健康中心
	2021	宣布 2030 年底实现 20 个可持续发展目标；Planters 和 Corn Nuts 品牌加入荷美尔食品公司

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

4.2. 三大业务协同发展，龙头地位稳固

注重品牌建设，零售业务贡献过半收入。荷美尔公司拥有众多家喻户晓的知名品牌，40多个品牌在多领域中占据第一或第二的市场份额。公司目前有三大业务部门：零售部、餐饮服务部和国际部，拥有众多标志性和多样化的品牌。零售部门价值近80亿美元，拥有许多历史悠久、值得信赖的品牌和产品，如SPAM培根、荷美尔黑标培根、荷美尔意大利辣味香肠和Jennie-O火鸡，约有84%的美国家庭购买荷美尔零售产品，同时，公司正在零食、墨西哥食品和有机肉类中不断进行创新。公司餐饮服务部门高度差异化，整合众多领先餐饮服务品牌包括荷美尔培根、Austin Blues熏肉等，以推动加速成长，并进一步发展培根、披萨配料、预制蛋白质和火鸡等优势领域。国际业务方面，公司利用全球品牌SPAM、Skippy和Hormel发展全球化业务，三十年来，公司聚焦于冷藏肉类、罐头食品、调味品以及休闲零食不断发展中国业务。从收入结构来看，2023年，零售业部门贡献了公司63.99%的收入，餐饮服务部门占30.05%，国际业务部门占5.96%。

图18：荷美尔三大业务部门及主要品牌

零售部门	零食品牌:	    
	墨西哥食品:	  
	有机肉类:	
	其他:	      
餐饮服务部门	    	
	     	
国际业务部门	  	

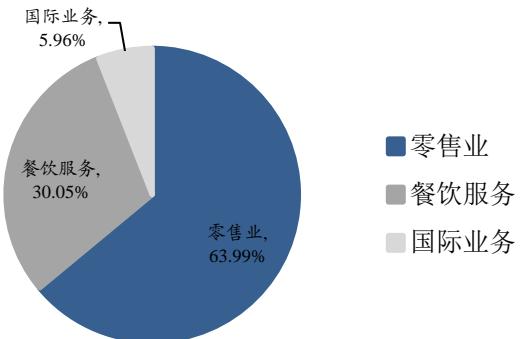
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图19：荷美尔品牌成就



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

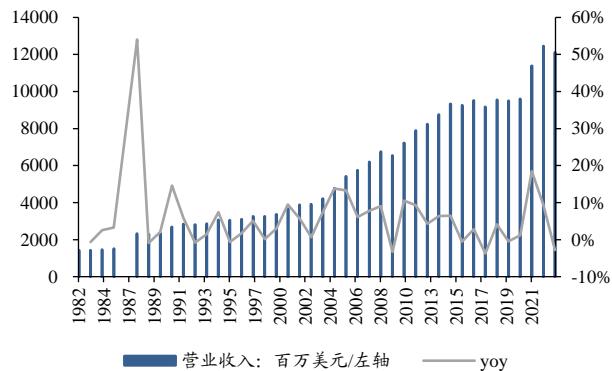
图20：2023年荷美尔三大业务部门营收占比



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

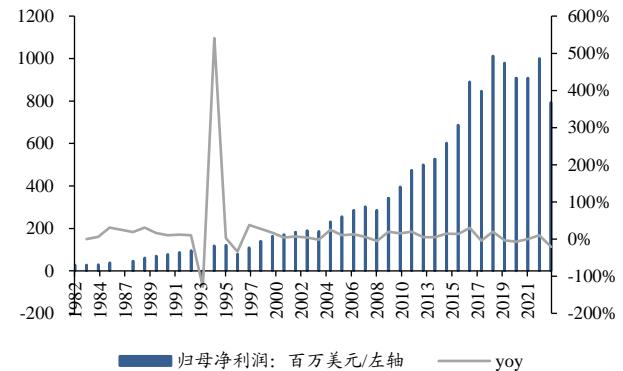
收入利润降速后保持相对稳增。荷美尔营业收入从 1982 财年的 14.3 亿美元增长至 2023 财年的 121.1 亿美元，整体态势保持良好。1982-2023 财年归母净利润/营业收入 CAGR 分别为 8.49%/5.35%，增长放缓但保持个位数地稳健增长。

图21：荷美尔营业收入及增速



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

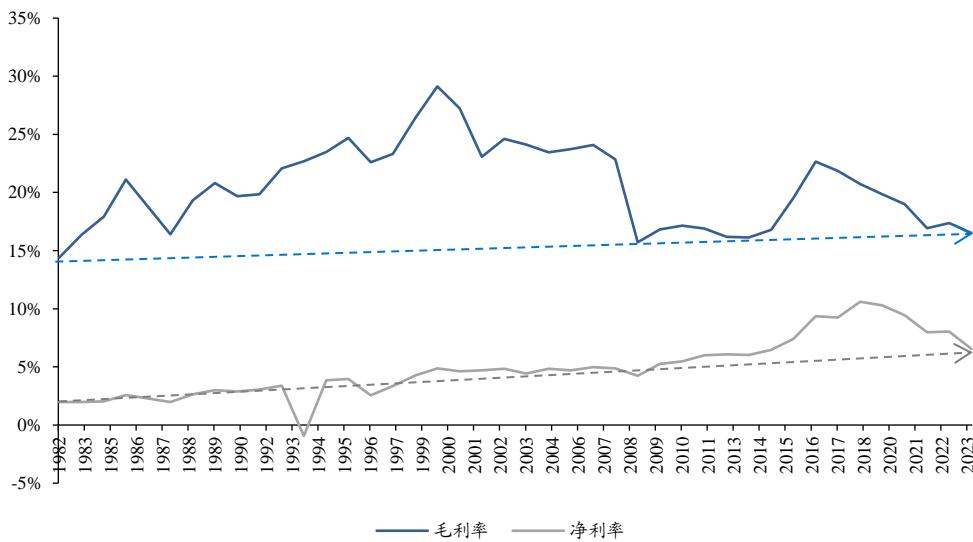
图22：荷美尔归母净利润及增速



数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

盈利能力强，稳定向好。1982 财年以来，荷美尔毛利率从 14.4% 最高提升至 29.13%，此后虽波动下降，至 2023 年仍有 16.51%，整体在高于 15% 的位置波动。净利率从 1.97% 提升至 2023 年的 6.55%，呈现平稳上升趋势。净利率提升主因：1) 餐饮业&新业务利润率提升：餐饮端的强劲业绩抵消了更高的运营和物流成本以及 The Planters® 等品牌的利润率更高带来产品结构改善，共同带动了公司的毛利率提升；2) 为缓解通胀压力进行了提价；3) 减少猪肉价格变动对净利率的影响：包括与生猪供应源主要是与养殖户签订合同，自有供给少，从而规避养殖盈利变动风险。

图23：荷美尔毛利率、净利率（%）

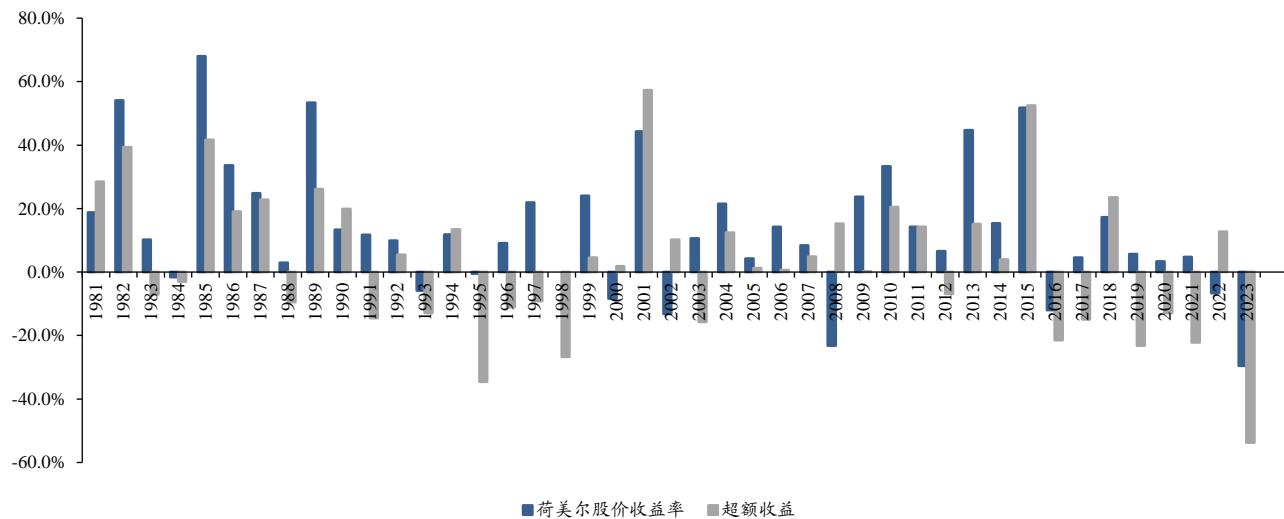


数据来源：Bloomberg、东吴证券研究所

4.3. 股价长期跑赢标普 500, 分红率逐年提升

股价百倍上涨, 相对标普 500 多年存在超额收益。1980-2023 年末, 荷美尔股价从 0.24 美元上涨至 32.11 美元, 增长约 134 倍。荷美尔股价/标普 500 指数 CAGR 分别为 12.4%/8.8%, 整体跑赢大盘。1981-2023 年共 43 年, 荷美尔有 33 年获得股价正收益, 有 26 年相对标普 500 指数获得超额收益。

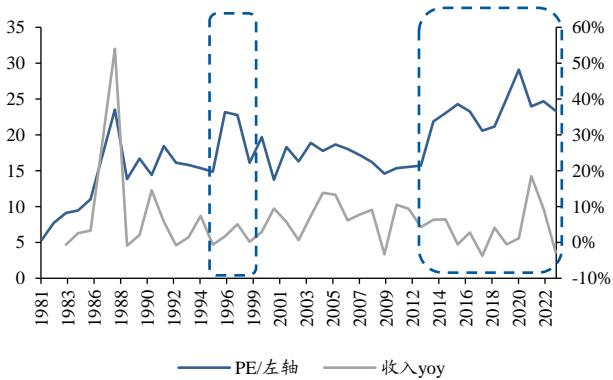
图24: 荷美尔股价收益率及以标普 500 为基准的超额收益 (%)



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

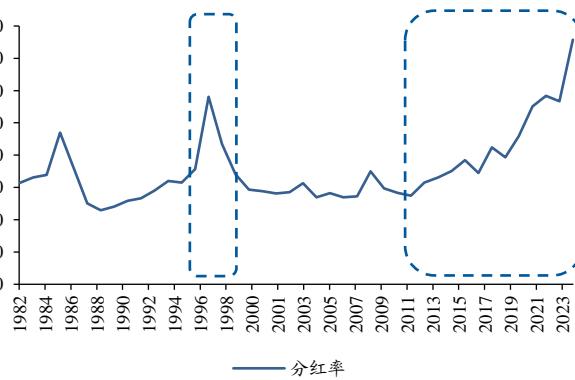
业绩增速式微, 公司提高分红提高投资者回报。1995-1999 财年, 荷美尔收入增速略有减缓, 通过将分红率提升至 58%, 有效提升投资者回报率。2012 财年起, 荷美尔持续提升分红率, 2023 财年分红率高达 75.7%。

图25: 荷美尔市盈率及收入增速



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

图26: 荷美尔分红率 (%)



数据来源: Bloomberg、东吴证券研究所

总结: 1) 双汇在品类创新、渠道扩展上仍有空间: 荷美尔成为看美国肉制品龙头后, 仍通过扩品类、与餐饮客户深度定制化合作等保持中低速增长, 并通过多种方式对

冲猪价对利润的影响，行业地位愈发稳固、盈利水平愈发不断提升。双汇目前布局预制菜品类，逐步丰富自身产品矩阵。2) **高分红率有效提高公司收益率**：荷美尔进入中低速发展阶段后，通过提升分红率有效提升投资收益率，同时为估值水平保驾护航。双汇在板块内保持高分红，在估值合理水平上，能为投资者带来超额收益。

5. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年主营业务收入 629.5/678.9/721.9 亿元，同比增速 +0.6%/7.8%/6.3%，分拆业务如下：

图27：双汇发展主要业务收入拆分预测

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入	73,863	66,682	62,576	62,953	67,890	72,194
_{yoy}	22.5%	-9.7%	-6.2%	0.6%	7.8%	6.3%
主营成本	61,114	56,445	52,319	52,333	56,717	60,400
主营毛利	12,749	10,237	10,256	10,620	11,173	11,794
_{毛利润率 (%)}	17.3%	15.4%	16.4%	16.9%	16.5%	16.3%
生鲜冻品（屠宰+冻肉）						
收入	48,267	39,073	33,464	33,698	36,791	39,032
_{yoy}	23.4%	-19.0%	-14.4%	0.7%	9.2%	6.1%
成本	44,807	37,092	31,749	31,655	34,624	36,653
毛利	3,461	1,981	1,714	2,043	2,168	2,379
_{毛利润率 (%)}	7.2%	5.1%	5.1%	6.1%	5.9%	6.1%
销量（万吨）	138	163	136.4	144.6	148.9	153.4
_{yoy}	-7%	18%	-16.5%	6%	3%	3%
单价（万元/吨）	3.50	2.39	2.45	2.3	2.5	2.5
_{yoy}	33%	-32%	2.5%	-5%	6%	3%
生产量（万吨）	81.3	128.3	126.1			
冻肉	56.7	35.0	10.3			
屠宰头数（万头）	709.2	1112.0	1130.2	1333.6	1373.7	1346.2
_{yoy}	-46%	57%	1.6%	18%	3%	-2%
头均收入（元）	6,806	3,514	2,961	2,527	2,678	2,899
_{yoy}	130%	-48%	-16%	-15%	6%	8%
毛利	3,461	1,981	1,714	2,043	2,168	2,379
头均毛利（元）	488	178	152	153	158	177
_{yoy}	79%	-63%	-15%	1%	3%	12%
肉制品总计	54.07	50.26	52.95	54.09	54.00	53.65
收入	28,098	27,351	27,189	26,911	28,398	29,967
_{yoy}	11.7%	-2.7%	-0.6%	-1.0%	5.5%	5.5%
销量（万吨）	158.7	155.8	156.2	153.1	160.8	168.8
_{yoy}	-0.92%	-1.8%	0.3%	-2.0%	5.0%	5.0%
单价（万元/吨）	1.77	1.76	1.74	1.8	1.8	1.8
_{yoy}	12.7%	-0.8%	-0.9%	1.0%	0.5%	0.5%
成本	19,517	19,523	18,916	18,630	19,718	20,911
吨成本（万元/吨）	1.23	1.25	1.21	1.22	1.23	1.24
_{yoy}	9%	1.9%	-3.4%	1%	1%	1%
毛利	8,581	7,828	8,273	8,281	8,680	9,056
_{毛利润率}	30.5%	28.6%	30.4%	30.8%	30.6%	30.2%
内部抵消						
金额	-7,702	-6,049	-5,358	-5,666	-6,110	-6,497
占比	10.4%	9.1%	8.6%	9%	9%	9%
成本	-7,790	-6,047	-5,358	-5,666	-6,110	-6,497
毛利	88	-2	0	-	-	-
_{毛利润率}	11.9%	6.8%	3.7%	4%	4%	4%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

1) **屠宰业务**: 在猪价低位屠宰量利增加, 冻肉端也已在猪价低位加大储备。当前猪价处于底部区间, 我们预期今年屠宰业务部门在今年猪价较低时, 公司稳利扩量, 猪价量有所提升, 猪价上涨后冻肉释放, 2024 年保持量价齐升。屠宰业务 2023-2025 年收入分别+0.7%/9.2%/6.1%。

2) **肉制品业务**: 公司通过产品结构升级、扩展新品类为肉制品销量找新增长点, 叠加产品结构升级对吨价提升有贡献, 我们预计肉制品产品 2023-2025 年收入分别-1.0%/+5.5%/+5.5%。

双汇以产品结构升级+积极扩展品类探索新增长; 屠宰业务中外协同, 产业链布局完善, 竞争优势明显, 行业龙头地位稳固。短期看, 目前猪肉、鸡肉保持相对低位, 肉制品业务成本下降; 屠宰业务屠宰量上升带动开工率高、屠宰盈利水平提升, 短期利润下行风险低。长期看, 公司在肉制品业务中进行产品结构升级, 同时积极开拓预制菜、熟食等新品类探索新增长点, 屠宰业务以自身中外资源协同, 产业链和产能完善布局夯实竞争优势, 维持龙头地位, 业绩可持续性强。可比公司我们选取三全食品、上海梅林和金字火腿, 其中三全食品主营品类包括预制菜、牛羊肉卷类产品, 与肉制品属性接近; 上海梅林和金字火腿主营猪肉制品业务生产和销售, 与双汇肉制品业务类似。我们预计公司 2023-2025 年收入分别 630、679 和 722 亿元, 分别同比+0.4%/7.8%/6.3%; 归母净利润分别为 55.2、60.3、64.5 亿元, 分别同比-1.9%/+9.3%/+7.1%; EPS 分别为 1.59、1.74 和 1.86 元, 对应 PE 分别为 19x、17x、16x, 与可比公司相比, 具备性价比, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (估值日 2024/2/20)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002216.SZ	三全食品	12.4	109	3.75	0.96	1.05	1.17	3.3	13.0	11.8	10.6
600073.SH	上海梅林	6.1	57	0.54	0.34	0.37	0.43	11.3	17.6	16.6	14.0
002515.SZ	金字火腿	4.8	59	0.04	0.04	0.05	0.06	119.5	117.2	96.0	87.5
平均								44.7	49.2	41.5	37.4
000895.SZ	双汇发展	29.8	1032	1.62	1.59	1.74	1.86	18.4	18.7	17.1	16.0

数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 三全食品、上海梅林、金字火腿的盈利预测来自 Wind 一致预期, 可比估值日为 2024/2/20

6. 风险提示

食品安全风险: 食品安全内部控制是公司的声誉基石, 若出现食品安全事件, 公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

猪肉价格大幅波动风险: 公司生产所需的原材料多来源于猪肉的加工, 价格具有波

动性。猪肉价格大幅上涨在未来可能给公司盈利能力带来一定的不利影响。

冻肉库存减值风险：当国内猪价上涨较快，涨幅较大时，中美价差扩大，公司进口低价冻肉能有效对冲影响，屠宰业务释放利润弹性；当国内猪价快速下行时，公司的冻肉库存如果过多，且价格较高易造成大幅减值风险。

双汇发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,076	16,832	25,067	33,572	营业总收入	62,731	62,953	67,890	72,194
货币资金及交易性金融资产	6,800	6,369	15,497	24,865	营业成本(含金融类)	52,349	52,333	56,717	60,400
经营性应收款项	342	318	338	362	税金及附加	342	315	339	361
存货	6,121	7,455	6,525	5,622	销售费用	1,927	1,983	2,037	2,130
合同资产	211	189	204	217	管理费用	1,134	1,228	1,290	1,357
其他流动资产	2,601	2,502	2,504	2,506	研发费用	168	189	204	195
非流动资产	20,336	19,456	18,617	17,766	财务费用	(61)	6	10	(81)
长期股权投资	182	182	182	182	加:其他收益	313	220	204	217
固定资产及使用权资产	15,512	14,822	14,113	13,384	投资净收益	106	126	136	144
在建工程	2,726	2,589	2,460	2,337	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	1,224	1,224	1,224	1,224	减值损失	(277)	(250)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	124	0	0	0
长期待摊费用	60	60	60	60	营业利润	7,141	6,997	7,633	8,193
其他非流动资产	633	579	579	579	营业外净收支	19	0	0	0
资产总计	36,412	36,288	43,685	51,338	利润总额	7,160	6,997	7,633	8,193
流动负债	13,501	13,814	15,116	16,227	减:所得税	1,443	1,410	1,538	1,651
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,229	3,211	3,211	3,211	净利润	5,717	5,587	6,095	6,542
经营性应付款项	3,920	4,361	5,199	5,872	减:少数股东损益	96	72	68	89
合同负债	3,104	3,148	3,395	3,610	归属母公司净利润	5,621	5,515	6,027	6,453
其他流动负债	3,248	3,094	3,311	3,534					
非流动负债	729	765	765	765	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.62	1.59	1.74	1.86
长期借款	12	12	12	12	EBIT	6,860	7,002	7,643	8,112
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	8,154	8,029	8,682	9,163
租赁负债	207	207	207	207					
其他非流动负债	510	546	546	546					
负债合计	14,230	14,578	15,880	16,992	毛利率(%)	16.39	16.87	16.46	16.34
归属母公司股东权益	21,853	21,308	27,336	33,789	归母净利率(%)	8.98	8.76	8.88	8.94
少数股东权益	330	401	469	558					
所有者权益合计	22,182	21,710	27,805	34,347	收入增长率(%)	(6.09)	0.36	7.84	6.34
负债和股东权益	36,412	36,288	43,685	51,338	归母净利润增长率(%)	15.51	(1.88)	9.28	7.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	7,565	5,667	9,256	9,487	每股净资产(元)	6.31	6.15	7.89	9.75
投资活动现金流	(3,488)	58	(64)	(56)	最新发行在外股份 (百万股)	3,465	3,465	3,465	3,465
筹资活动现金流	(6,415)	(6,160)	(63)	(63)	ROIC(%)	21.33	22.03	21.65	18.77
现金净增加额	(2,337)	(431)	9,129	9,368	ROE-摊薄(%)	25.72	25.88	22.05	19.10
折旧和摊销	1,294	1,026	1,039	1,051	资产负债率(%)	39.08	40.17	36.35	33.10
资本开支	(3,384)	(181)	(200)	(200)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.36	18.71	17.12	15.99
营运资本变动	445	(1,211)	2,195	1,974	P/B (现价)	4.72	4.84	3.77	3.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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提供。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500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),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

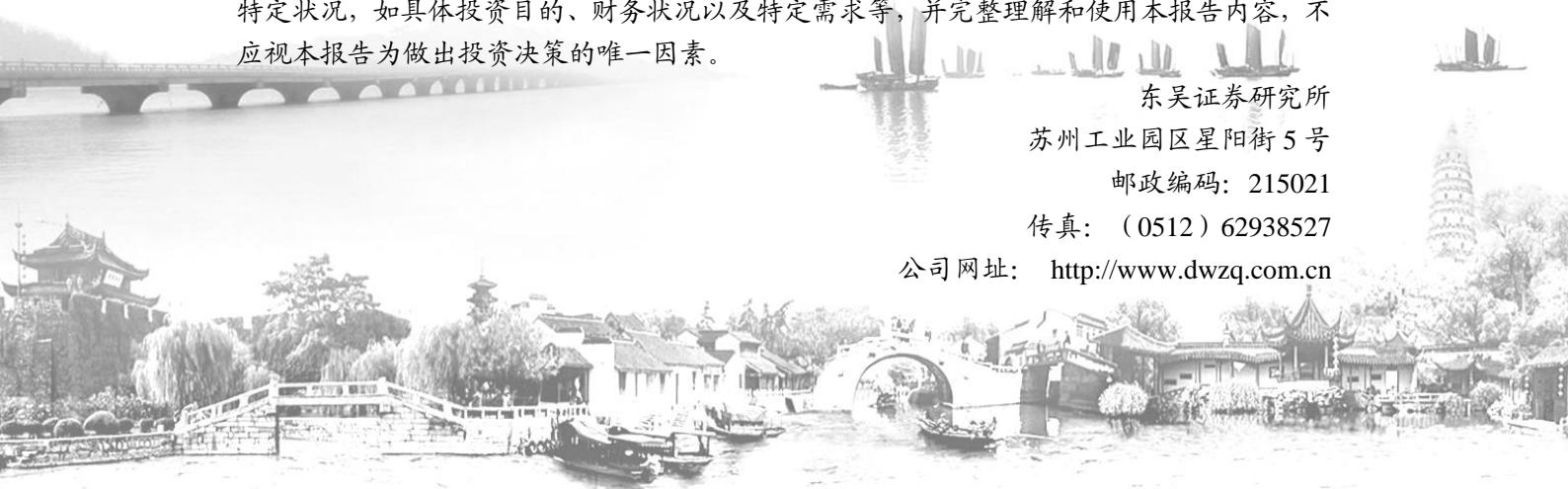
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>