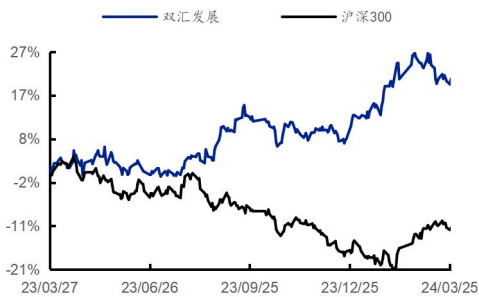


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

Q4 业绩承压，期待猪价反转

——双汇发展（000895）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
双汇发展	-3.0%	9.3%	20.6%
沪深 300	2.6%	6.6%	-12.0%

市场数据

当前价格 (元)	28.57
52 周价格区间 (元)	24.04-30.10
总市值 (百万)	98,985.37
流通市值 (百万)	98,970.02
总股本 (万股)	346,466.12
流通股本 (万股)	346,412.37
日均成交额 (百万)	301.38
近一月换手 (%)	0.33

相关报告

- 《双汇发展（000895）2023 年三季报点评：肉制品吨利提升明显，猪价低位加大冻肉储备（增持）*食品加工*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-26
- 《双汇发展（000895）2023 年半年报点评：业绩表现平稳，分红收益率高（增持）*食品加工*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-16
- 《双汇发展（000895）2023 年一季报点评报告：肉制品销量恢复增长，利润表现平稳（增持）*食品加工*薛玉虎，刘浩铭》——2023-04-27
- 《双汇发展（000895）三季报点评：业绩符合预

事件：

2024 年 3 月 26 日，公司发布 2023 年年报。2023 年实现营业收入 598.93 亿元（不含其他类金融业务收入），同比-4.29%；归母净利润 50.53 亿元，同比-10.11%；扣非归母净利润 47.32 亿元，同比-9.29%。2023Q4 实现营业收入 137 亿元（不含其他类金融业务收入），同比-24.07%；归母净利润 7.26 亿元，同比-53.35%；扣非归母净利润 6.18 亿元，同比-53.78%。公司拟每 10 股派现 7 元，结合中期每 10 股派现 7.5 元，年分红率达 99.43%。

投资要点：

- **肉制品 Q4 需求承压，吨利全年提升趋势延续。**2023Q4 肉制品收入及营业利润分别同比-17.7%/-9.1%，我们预计由于春节错期，今年备货集中于 2024Q1；另一方面 2023 国庆期间下游需求不及预期，Q4 渠道以消化库存为主，双重挤压致收入端下滑。营业利润降幅低于收入降幅主要受益于吨利提升，四季度肉制品营业利润率 23.78%，同比+2.25pct。全年来看，肉制品营收 264.14 亿元，同比-2.85%；吨价及吨利分别同比+0.8%/4.4%达 17535/4130 元，吨利提升趋势延续，公司产品结构调整呈现持续显现。
- **冻肉库存增加计提较大减值，养殖业务拖累利润表现。**屠宰方面，2023Q4 收入及营业利润分别同比-33%/-88.4%，全年收入及营业利润分别同比-7.5%/-14.9%。猪价低位刺激销量提升，全年销量同比+3.03%达 140.52 万吨。利润端承压主要两方面原因：1) 公司在低猪价期增加冻肉储备，生鲜猪库存较同比+76.6%，全年计提减值 4.88 亿元，其中四季度计提 2.21 亿元；2) 中美猪肉价差缩小，生鲜品利润空间压缩。此外，2023 年公司养殖业规模扩大，受产能过剩、需求疲弱及非瘟等因素影响，行业整体经营困难，致公司“其他”业务全年及 Q4 分别亏损 4.07/3.40 亿元，对业绩形成较大拖累。
- **肉制品结构持续升级，屠宰具备利润弹性。**展望 2024Q1 及全年，我们认为一季度肉制品收入或在春节带动下环比呈现改善趋势。近年来公司持续加码肉制品，产品端推动结构向肉蛋奶菜粮结合的熟制品转变，产业链持续延伸提振吨利表现；渠道端开展“网点倍增”计划，2023 年肉制品网点新增 19 万个，2024 年预计继续保持增长

期，冻肉储备贡献业绩弹性（增持）*食品加工*
薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-28

态势，支持收入规模提升。2024年公司聘任原伊利高管郭云龙为副总裁，对产品、渠道、品牌进行整体梳理，为公司进一步注入发展动力。屠宰方面，2023年以来猪肉价格持续低位运行，公司适时增加冻品储备，若今年价格回暖，屠宰部门利润弹性将得到释放。

- **盈利预测与估值：**考虑到公司2023年冻品储备提升较多，后续仍有一定减值风险，我们下调公司盈利预测，预计公司2024-2026年EPS分别为1.54元，1.66元和1.77元，对应PE分别为19X/17X/16X。但公司产业结构及产品结构持续调整优化，若2024年猪价回暖，屠宰部门具备利润弹性，因此维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 消费力下行抑制行业需求；2) 猪肉价格大幅波动；3) 行业政策发生变化；4) 网点执行效果不达预期；5) 新品推广效果不达预期；6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	60097	62111	65270	68503
增长率(%)	-4	3	5	5
归母净利润（百万元）	5053	5332	5737	6147
增长率(%)	-10	6	8	7
摊薄每股收益（元）	1.46	1.54	1.66	1.77
ROE(%)	24	20	18	16
P/E	18.31	18.57	17.25	16.10
P/B	4.44	3.78	3.10	2.60
P/S	1.54	1.59	1.52	1.44
EV/EBITDA	11.98	11.57	10.43	9.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：双汇发展盈利预测表

证券代码：	000895				股价：	28.57		投资评级：	增持		日期：	2024/03/26	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	24%	20%	18%	16%	EPS	1.46	1.54	1.66	1.77				
毛利率	17%	17%	17%	17%	BVPS	6.02	7.56	9.21	10.99				
期间费率	5%	6%	5%	5%	估值								
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	18.31	18.57	17.25	16.10				
成长能力					P/B	4.44	3.78	3.10	2.60				
收入增长率	-4%	3%	5%	5%	P/S	1.54	1.59	1.52	1.44				
利润增长率	-10%	6%	8%	7%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.64	1.54	1.35	1.21	营业收入	60097	62111	65270	68503				
应收账款周转率	298.27	75.87	44.91	48.41	营业成本	49724	51462	53941	56557				
存货周转率	6.91	6.68	7.24	7.06	营业税金及附加	337	336	358	375				
偿债能力					销售费用	1914	1975	2068	2124				
资产负债率	42%	40%	38%	37%	管理费用	1235	1261	1308	1302				
流动比	1.17	1.33	1.46	1.59	财务费用	-15	195	199	213				
速动比	0.26	0.61	0.80	0.98	其他费用/（-收入）	199	242	228	199				
					营业利润	6637	7004	7502	8063				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	8	-3	-3	-7				
现金及现金等价物	3447	8294	12588	18174	利润总额	6645	7001	7499	8057				
应收款项	227	1450	1515	1372	所得税费用	1544	1610	1695	1840				
存货净额	8267	7132	7770	8250	净利润	5102	5391	5804	6217				
其他流动资产	4435	4510	5263	5304	少数股东损益	49	59	67	70				
流动资产合计	16376	21386	27136	33099	归属于母公司净利润	5053	5332	5737	6147				
固定资产	17075	18698	20541	22388									
在建工程	882	1593	2287	2808	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	2124	2208	2209	2383	经营活动现金流	3388	7175	6764	8243				
长期股权投资	218	233	248	265	净利润	5053	5332	5737	6147				
资产总计	36675	44118	52420	60943	少数股东损益	49	59	67	70				
短期借款	5983	7663	9583	11576	折旧摊销	1563	1455	1666	1840				
应付款项	3736	3545	3883	4044	公允价值变动	13	0	0	0				
预收帐款	3	2	2	2	营运资金变动	-3878	186	-881	-65				
其他流动负债	4294	4853	5093	5246	投资活动现金流	-3178	-3669	-4033	-4214				
流动负债合计	14016	16063	18562	20868	资本支出	-2389	-3867	-4196	-4379				
长期借款及应付债券	962	962	962	962	长期投资	-947	105	66	83				
其他长期负债	552	552	552	552	其他	158	93	98	82				
长期负债合计	1513	1513	1513	1513	筹资活动现金流	-3146	1457	1643	1657				
负债合计	15529	17577	20075	22381	债务融资	3260	1680	1920	1993				
股本	3465	3465	3465	3465	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	21146	26541	32345	38562	其它	-6406	-223	-277	-336				
负债和股东权益总计	36675	44118	52420	60943	现金净增加额	-2932	4966	4374	5686				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组成员，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。