

双汇发展 (000895.SZ) 屠宰短期承压，肉制品吨利仍处高位

2024年03月28日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2024/3/27
当前股价(元)	25.87
一年最高最低(元)	30.10/24.04
总市值(亿元)	896.31
流通市值(亿元)	896.17
总股本(亿股)	34.65
流通股本(亿股)	34.64
近3个月换手率(%)	24.34

● 肉制品吨利仍处高位，维持“增持”评级

双汇发展2023全年实现营收598.9亿元，同比降4.3%；归母净利50.5亿元，同比降10.11%；2023Q4实现总营收137.5亿元，同比降24.0%，归母净利润7.3亿元，同比降53.3%。由于屠宰业务承压，我们分别下调2024-2025年公司归母净利至54.4、58.0亿元（前值为64.1、69.3亿元），并新增2026年盈利预测61.7亿元，EPS分别为1.57、1.67、1.78元，当前股价对应PE分别为16.5、15.5、14.5倍。公司全产业链布局，结构升级下吨利处于高位，维持“增持”评级。

● 猪价下行，屠宰业务短期承压

2023年生猪屠宰量同比增长12.9%，主因公司扩大生产，提升市场份额；生鲜猪产品销量为140.52万吨，同比增3.03%。2023Q4猪价下行，使得屠宰部门收入同比降33.0%至69.9亿元；营业利润同比降88.4%至3772.7万元。展望2024年，预计全年猪价呈现前低后高趋势，屠宰量预计仍可实现增长，但养殖企业进入屠宰业低价竞争下，预计屠宰业务短期承压。

● 肉制品销量短期受春节时点扰动

2023年公司肉类产品总外销量为323万吨，同比增2.41%，其中包装肉制品销量同比降3.57%至150.64万吨。2023Q4肉制品销量下滑主因：（1）2023年春节备货发生在2022Q4，基数较高；（2）中秋、国庆双节销售低于预期，2023Q4消化原有库存，影响销量。2023Q4肉制品业务实现收入56.1亿元，同比降17.7%；实现利润13.3亿元，同比降9.1%。展望2024年，预计肉制品销量可实现增长：（1）推进网点倍增计划；（2）加大产品结构调整；（3）加大市场投入，创新市场营销。2023年肉制品吨利约4130元，处于高位。公司持续调整产品结构，预计肉制品业务吨利仍可实现稳中有升。

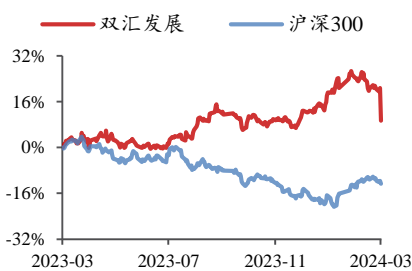
● **风险提示：**宏观经济波动风险、市场扩展不及预期、原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	62,576	59,893	62,735	65,299	67,934
YOY(%)	-6.2	-4.3	4.7	4.1	4.0
归母净利润(百万元)	5,621	5,053	5,443	5,800	6,172
YOY(%)	15.5	-10.1	7.7	6.6	6.4
毛利率(%)	16.4	17.1	17.1	17.0	16.9
净利率(%)	9.0	8.4	8.7	8.9	9.1
ROE(%)	25.8	24.1	20.7	18.0	16.1
EPS(摊薄/元)	1.62	1.46	1.57	1.67	1.78
P/E(倍)	15.9	17.7	16.5	15.5	14.5
P/B(倍)	4.1	4.3	3.4	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《屠宰业务略承压，肉制品业务快速增长——公司信息更新报告》-2023.10.26

《真实屠宰利润较好，肉制品持续优化——公司信息更新报告》-2023.8.17

《鲜品利润表现较好，肉制品吨利维持高位——公司信息更新报告》-2023.4.26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16076	16376	18799	25041	31884
现金	5769	2834	6830	11066	19230
应收票据及应收账款	237	227	0	0	0
其他应收款	21	19	22	20	24
预付账款	105	90	114	98	123
存货	6121	8267	6795	8902	7454
其他流动资产	3823	4940	5038	4954	5053
非流动资产	20336	20299	19739	19070	18438
长期投资	182	218	297	382	469
固定资产	15505	17354	16798	16123	15427
无形资产	1243	1283	1330	1366	1405
其他非流动资产	3406	1444	1312	1199	1136
资产总计	36412	36675	38538	44111	50322
流动负债	13501	14016	10568	10483	10647
短期借款	3147	5983	5983	5983	5983
应付票据及应付账款	3919	3736	0	0	0
其他流动负债	6435	4297	4585	4500	4664
非流动负债	729	1513	1314	1112	910
长期借款	12	962	763	561	358
其他非流动负债	716	552	552	552	552
负债合计	14230	15529	11882	11595	11557
少数股东权益	330	304	370	431	508
股本	3465	3465	3465	3465	3465
资本公积	8063	8063	8063	8063	8063
留存收益	10201	9167	11272	13971	17449
归属母公司股东权益	21853	20843	26286	32085	38257
负债和股东权益	36412	36675	38538	44111	50322

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7565	3388	4985	5119	8865
净利润	5717	5102	5509	5861	6249
折旧摊销	1267	1535	1397	1456	1489
财务费用	-61	-15	196	16	-232
投资损失	-106	-145	-130	-136	-138
营运资金变动	1034	-3562	-2003	-2093	1482
其他经营现金流	-286	474	15	16	16
投资活动现金流	-3488	-3178	-720	-665	-731
资本支出	3549	2412	758	703	769
长期投资	-161	-947	-79	-85	-87
其他投资现金流	222	180	117	123	125
筹资活动现金流	-6415	-3146	-269	-218	29
短期借款	809	2836	0	0	0
长期借款	-1	950	-199	-202	-203
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-10	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7214	-6931	-70	-16	232
现金净增加额	-2337	-2932	3995	4237	8163

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	62576	59893	62735	65299	67934
营业成本	52319	49679	52004	54199	56476
营业税金及附加	342	337	353	367	382
营业费用	1927	1914	1945	2011	2072
管理费用	1134	1235	1236	1267	1315
研发费用	168	199	209	217	226
财务费用	-61	-15	196	16	-232
资产减值损失	-279	-488	0	0	0
其他收益	313	293	275	292	316
公允价值变动收益	4	-13	-13	-13	-13
投资净收益	106	145	130	136	138
资产处置收益	124	-1	-1	-1	-1
营业利润	7141	6637	7182	7635	8134
营业外收入	36	25	29	28	30
营业外支出	17	17	35	29	25
利润总额	7160	6645	7176	7634	8139
所得税	1443	1544	1667	1773	1891
净利润	5717	5102	5509	5861	6249
少数股东损益	96	49	66	62	76
归属母公司净利润	5621	5053	5443	5800	6172
EBITDA	8445	8521	8833	9220	9565
EPS(元)	1.62	1.46	1.57	1.67	1.78

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-6.2	-4.3	4.7	4.1	4.0
营业利润(%)	14.5	-7.1	8.2	6.3	6.5
归属于母公司净利润(%)	15.5	-10.1	7.7	6.6	6.4
获利能力					
毛利率(%)	16.4	17.1	17.1	17.0	16.9
净利率(%)	9.0	8.4	8.7	8.9	9.1
ROE(%)	25.8	24.1	20.7	18.0	16.1
ROIC(%)	22.6	19.2	17.1	15.3	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	39.1	42.3	30.8	26.3	23.0
净负债比率(%)	-10.2	20.1	0.7	-13.1	-32.6
流动比率	1.2	1.2	1.8	2.4	3.0
速动比率	0.5	0.3	0.7	1.1	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.6	1.7	1.6	1.4
应收账款周转率	340.3	298.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	17.3	13.0	27.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.62	1.46	1.57	1.67	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	0.98	1.44	1.48	2.56
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.02	7.59	9.26	11.04
估值比率					
P/E	15.9	17.7	16.5	15.5	14.5
P/B	4.1	4.3	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	10.3	11.0	10.1	9.2	8.0

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方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