

## 双汇发展 (000895)

### 2023 年报点评: Q4 业绩低于预期, 分红率维持高水平

买入 (维持)

2024 年 03 月 29 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

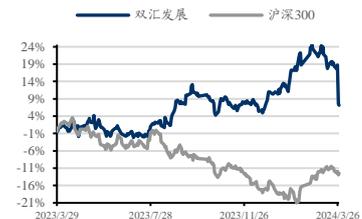
证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	62,731	60,097	64,650	68,848	72,319
同比	-6.09%	-4.20%	7.58%	6.49%	5.04%
归母净利润 (百万元)	5,621	5,053	5,487	5,772	6,113
同比	15.51%	-10.11%	8.58%	5.19%	5.91%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.62	1.46	1.58	1.67	1.76
P/E (现价&最新摊薄)	16.18	18.00	16.58	15.76	14.88

#### 股价走势



#### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报: 2023 年公司实现营业总收入 601 亿元, 同比-4.2%; 营业收入 599 亿元, 同比-4.3%; 归母净利润 50.5 亿元, 同比-10.11%; 扣非归母净利润 47.3 亿元, 同比-9.29%。
- **肉制品因春节错期+10 月双节旺季不旺销量承压, 吨利保持 4000 元以上。** 2023Q4 公司实现营业总收入 138 亿元, 同比-24%; 归母净利润 7.3 亿元, 同比-53.3%; 扣非净利润 6.2 亿元, 同比-53.8%。肉制品 2023 年实现营收 264 亿元, 同比-2.85%, 其中销量同比-3.57%, 价同比+0.75%, 吨利 4130 元, 同比+4.4%, 创历史新高。23Q4 肉制品收入 56 亿元, 同比-17.7%, 其中销量同比-18%, 价同比+0.4%, 吨利约 4135 元。销量下滑主因: (1) 春节错期; (2) 10 月中秋国庆双节旺季需求低于预期导致 Q3 末库存未消化尽导致。展望 2024 年, 肉制品业将坚持“两调一控”, 加强新产品研发, 继续调结构、控成本、稳价格。渠道端持续推进网点倍增计划, 利润端公司预期猪价全年与 2023 年相当, 同时已有低成本冻肉库存, 加之产品结构调整, 预期 2024 年吨利仍能维持稳定增长。
- **屠宰量稳定增长, 猪价下行计提库存冻肉减值拖累利润。** 屠宰业务 2023 年实现收入 309.7 亿元, 同比-7.45%; 其中对外交易收入 266.3 亿元, 同比-10.6%; 从量上看, 全年屠宰约 1275 万头, 同比+13%; 生鲜外销量 140.5 万吨, 同比+3%; 经营利润端, 屠宰部门实现 6.8 亿元, 同比-15%; 头均利润约 53 元, 同比-25%。其中 23Q4 屠宰业务实现收入 69.9 亿元, 同比-33%; 对外交易收入 62.3 亿元, 同比-34%; 从量上看, 23Q4 屠宰约 271 万头, 同比+6%; 经营利润端, 屠宰部门实现 0.38 亿元, 同比-88%。利润端降幅达主因 22Q4 因冻肉释放利润基数高, 叠加 23Q4 猪价下行冻肉计提减值影响。其他业务板块 2023 年实现营收 92 亿元, 经营利润亏损 4.1 亿元; 其中 23Q4 实现营收 25.5 亿元, 经营利润亏损 3.4 亿元, 去年同期盈利 1.0 亿元, 主因猪价低迷拖累养殖业务利润。
- **分红率接近 100%, 维持高水平分红。** 公司年度拟每股派发现金股利 0.7 元, 叠加中期每股派发现金股利 0.75 元 (均含税), 全年分红率 99.4%, 维持高水平分红, 对应当前股价的股息率超过 5%。
- **盈利预测与投资评级: 公司肉制品推进结构升级, 屠宰龙头地位稳固, 分红意愿强、股息率高。** 根据最新公司业绩, 考虑猪价低迷, 我们调整 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入分别 647、688 和 723 亿元, 同比+7.6%/6.5%/5.0%; 归母净利润分别为 54.9、57.7、61.1 亿元 (前次 2024-2025 年为 60.3、64.5 亿元), 同比+8.6%/+5.2%/+5.9%; EPS 分别为 1.58、1.67、1.76 元, 对应 PE 为 17x、16x、15x, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 食品安全风险、猪价大幅波动风险、冻肉库存减值风险。

#### 市场数据

收盘价(元)	25.78
一年最低/最高价	24.04/30.10
市净率(倍)	4.29
流通 A 股市值(百万元)	89,305.11
总市值(百万元)	89,318.97

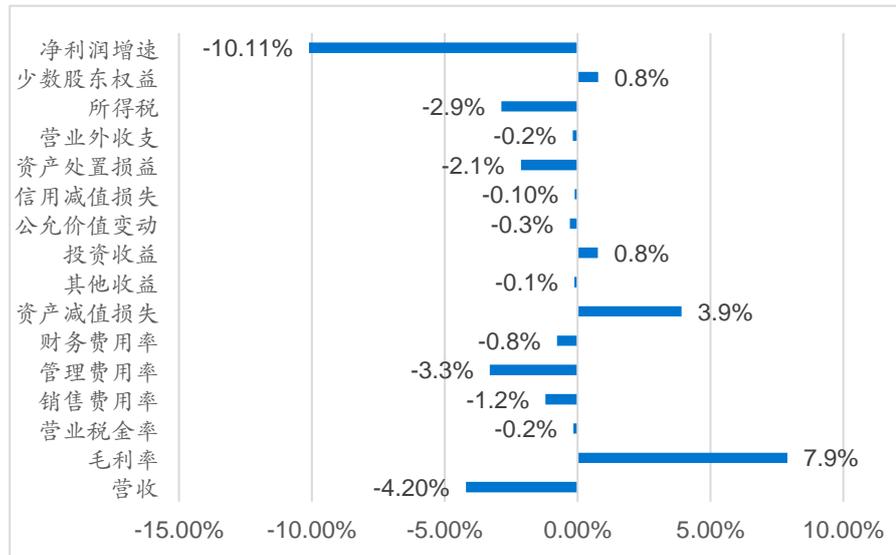
#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.02
资产负债率(% ,LF)	42.34
总股本(百万股)	3,464.66
流通 A 股(百万股)	3,464.12

#### 相关研究

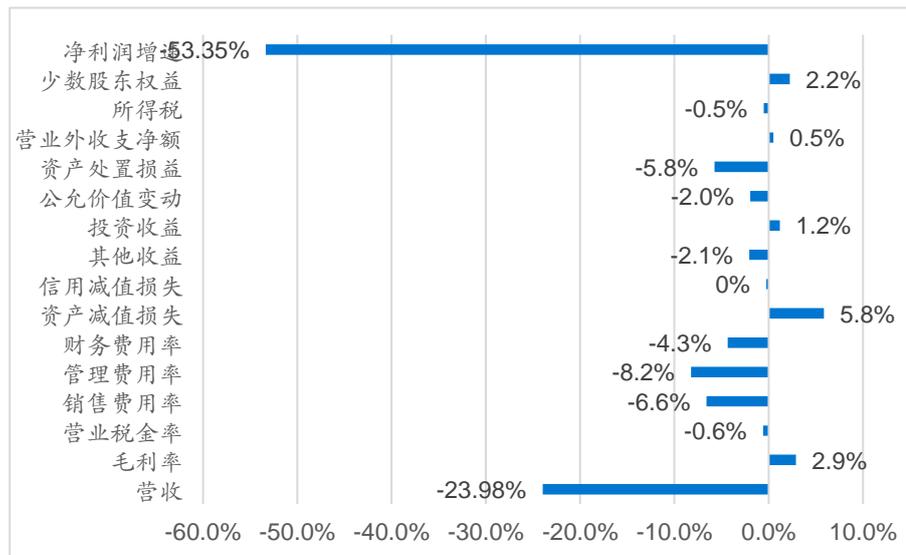
- 《双汇发展(000895): 高股息系列: 肉制品龙头, 高股息价值凸显》  
2024-02-20
- 《双汇发展(000895): 厉兵秣马做营销, 品牌焕新待见证》  
2020-10-28

图1: 2023年双汇发展利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2023Q4 双汇发展利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 以上两表为利润表单项对净利润增速贡献的拆分, 即净利润增速=下列所有项增速贡献的总和

双汇发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>16,376</b>	<b>23,742</b>	<b>31,294</b>	<b>39,146</b>	<b>营业总收入</b>	<b>60,097</b>	<b>64,650</b>	<b>68,848</b>	<b>72,319</b>
货币资金及交易性金融资产	3,447	9,594	16,943	24,847	营业成本(含金融类)	49,724	53,841	57,603	60,197
经营性应收款项	317	296	306	311	税金及附加	337	356	379	398
存货	8,267	9,422	9,600	9,531	销售费用	1,914	2,069	2,134	2,170
合同资产	129	214	228	239	管理费用	1,235	1,325	1,377	1,410
其他流动资产	4,216	4,215	4,216	4,217	研发费用	199	200	207	217
<b>非流动资产</b>	<b>20,299</b>	<b>19,350</b>	<b>18,388</b>	<b>17,323</b>	财务费用	(15)	130	68	(5)
长期股权投资	218	218	218	218	加:其他收益	293	204	217	0
固定资产及使用权资产	17,413	16,593	15,754	14,806	投资净收益	145	136	144	0
在建工程	882	753	630	513	公允价值变动	(13)	0	0	0
无形资产	1,283	1,283	1,283	1,283	减值损失	(491)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	65	65	65	65	<b>营业利润</b>	<b>6,637</b>	<b>7,069</b>	<b>7,442</b>	<b>7,933</b>
其他非流动资产	438	438	438	438	营业外净收支	8	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>36,675</b>	<b>43,091</b>	<b>49,681</b>	<b>56,469</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,645</b>	<b>7,069</b>	<b>7,442</b>	<b>7,933</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,016</b>	<b>14,886</b>	<b>15,646</b>	<b>16,259</b>	减:所得税	1,544	1,527	1,612	1,758
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,049	6,049	6,049	6,049	<b>净利润</b>	<b>5,102</b>	<b>5,542</b>	<b>5,830</b>	<b>6,174</b>
经营性应付款项	3,738	4,188	4,640	5,016	减:少数股东损益	49	55	58	62
合同负债	1,969	2,133	2,272	2,387	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,053</b>	<b>5,487</b>	<b>5,772</b>	<b>6,113</b>
其他流动负债	2,259	2,516	2,685	2,807	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.46	1.58	1.67	1.76
非流动负债	1,513	1,513	1,513	1,513	EBIT	6,532	7,199	7,510	7,927
长期借款	962	962	962	962	EBITDA	8,094	8,348	8,672	9,092
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.05	16.72	16.33	16.76
租赁负债	210	210	210	210	归母净利率(%)	8.44	8.49	8.38	8.45
其他非流动负债	341	341	341	341	收入增长率(%)	(4.20)	7.58	6.49	5.04
<b>负债合计</b>	<b>15,529</b>	<b>16,399</b>	<b>17,160</b>	<b>17,773</b>	归母净利润增长率(%)	(10.11)	8.58	5.19	5.91
归属母公司股东权益	20,843	26,333	32,105	38,217					
少数股东权益	304	359	417	479					
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,146</b>	<b>26,692</b>	<b>32,522</b>	<b>38,696</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,675</b>	<b>43,091</b>	<b>49,681</b>	<b>56,469</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,388	6,365	7,562	8,162	每股净资产(元)	6.02	7.60	9.27	11.03
投资活动现金流	(3,178)	(64)	(56)	(100)	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	(3,146)	(158)	(158)	(158)	ROIC(%)	18.57	18.12	15.98	14.41
现金净增加额	(2,932)	6,147	7,349	7,904	ROE-摊薄(%)	24.24	20.84	17.98	15.99
折旧和摊销	1,563	1,149	1,162	1,165	资产负债率(%)	42.34	38.06	34.54	31.47
资本开支	(2,389)	(200)	(200)	(100)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.00	16.58	15.76	14.88
营运资本变动	(3,878)	(348)	557	665	P/B (现价)	4.36	3.45	2.83	2.38

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。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>