

双汇发展 (000895.SZ)

买入

2024 一季报点评：肉制品吨利稳步提升，屠宰端冻品盈利受行情影响承压

核心观点

2024Q1 营收与净利同比承压，受行情低迷、销量高基数影响，整体销售规模下滑。公司 2024Q1 实现营业总收入 143.1 亿元，同比-8.9%，归母净利润 12.7 亿元，同比-14.5%，环比+4.0%。分业务看，屠宰业务方面，鲜品盈利相对稳定，但冻品因 2024Q1 行情同比反差较大、盈利下降，目前公司冻品库存较高，整体成本相对低，未来将结合行情加强冻品运作，预计有望受益于下半年猪价景气回升；肉制品业务方面，得益于有效成本控制、产品结构优化，2024Q1 吨均盈利同比+21%至 5000 元，但因上年同期销量基数较大、当期消费较低迷，导致肉制品销量与收入同比下滑。从盈利水平看，公司 2024Q1 销售毛利率达 19.38%，较 2023 全年增加 2.33pcts，销售净利率达 9.02%，较 2023 全年增加 0.50pcts。此外，公司现金分红稳定，2023 全年合计现金分红 50.2 亿元，分红率达 99.4%。

肉类外销总量环比提升、同比承压，养殖成绩稳步改善。2024Q1 公司肉类外销量 78 万吨，环比增长 2.9%，同比下降 4.4%。屠宰业方面，公司计划 2024 年围绕“降本、稳利、扩量”开展经营工作，充分发挥企业优势，积极参与市场竞争，推动规模提升。肉制品业务方面，公司预计 2024 年肉制品整体成本同比将有所下降，肉制品整体吨利将保持稳中有增。其他业务方面，公司禽产业规模同比持续提升，养殖成本同比、环比均下降，盈利水平环比改善，同比因毛鸡价下降较多，禽业养殖及屠宰同比增亏；此外，因生猪行情较为低迷，公司适当放缓养猪业发展步伐，集中精力提升养猪业生产管理，一季度养殖成绩环比改善。

预制菜等新业务表现亮眼，有望贡献业绩增量。公司近年加快预制菜板块布局，2021 年成立餐饮事业部，目前已组建专业的研发团队和专业的厨师团队，专职负责预制菜产品研发，已相继推出大排片、猪蹄块等生鲜调理产品，酱爆大肠段、筷食代椒香小酥肉等预制半成品菜，红烧肉、梅菜扣肉等预制成品菜，呱呱袋、拌面等方便速食产品，烧鸡等酱卤熟食产品，相关产品市场反应良好。公司在预制菜新业务领域具备原料优势、加工优势、渠道优势，有望进一步增厚公司盈利能力。

风险提示：生猪价格波动的风险，食品安全风险。

投资建议：公司是现金高分红的屠宰行业龙头，下半年猪价景气回升有望带动冻品盈利回暖。维持盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润为 60.02/63.12 及 66.02 亿元，对应当前股价 PE 为 15.9/15.1/14.4X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	62,731	60,097	68,678	73,192	73,684
(+/-%)	-6.1%	-4.2%	14.3%	6.6%	0.7%
净利润(百万元)	5621	5053	6002	6312	6602
(+/-%)	15.5%	-10.1%	18.8%	5.2%	4.6%
每股收益(元)	1.62	1.46	1.73	1.82	1.91
EBIT Margin	10.9%	11.2%	10.7%	10.8%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	25.7%	24.2%	30.9%	35.2%	40.6%
市盈率 (PE)	17.0	18.9	15.9	15.1	14.4
EV/EBITDA	13.6	13.5	12.3	11.5	11.1
市净率 (PB)	4.36	4.58	4.92	5.33	5.86

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·财报点评

农林牧渔·农产品加工

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

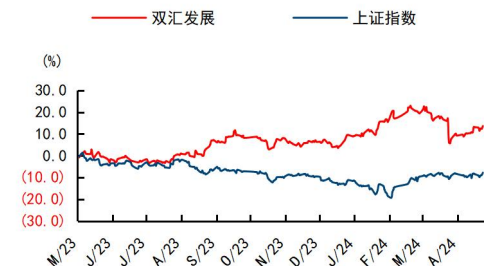
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

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	
收盘价	27.00 元
总市值/流通市值	93546/93531 百万元
52 周最高价/最低价	30.10/24.04 元
近 3 个月日均成交额	423.62 百万元

市场走势



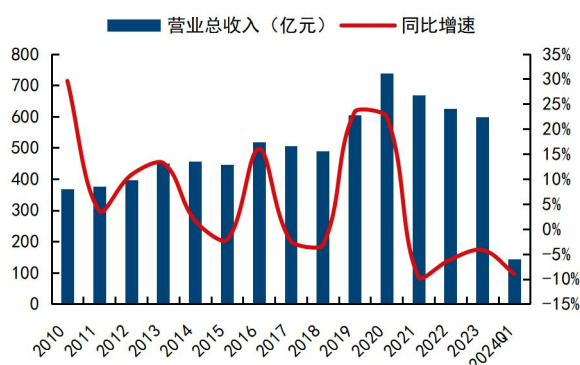
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《双汇发展 (000895.SZ) -2023 年报点评：2023 年经营业绩承压，现金高分红保持稳定》——2024-03-31
- 《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》——2023-11-09
- 《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

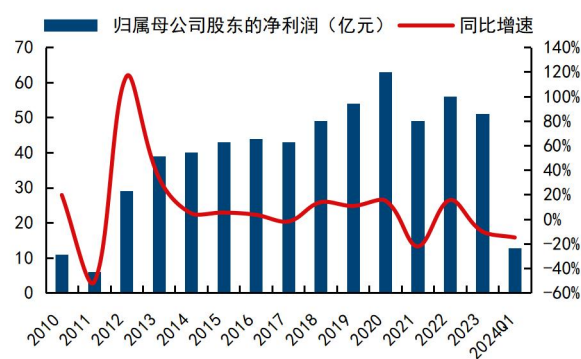
2024Q1 营收与净利同比承压，受行情低迷、销量高基数影响，整体销售规模下滑。公司 2024Q1 实现营业总收入 143.1 亿元，同比-8.9%，归母净利 12.7 亿元，同比-14.5%，环比+4.0%。分业务看，屠宰业务方面，鲜品盈利相对稳定，但冻品因 2024Q1 行情同比反差较大、盈利下降，目前公司冻品库存较高，整体成本相对低，未来将结合行情加强冻品运作，预计有望受益于下半年猪价景气回升；肉制品业务方面，得益于有效成本控制、产品结构优化，2024Q1 吨均盈利同比+21%至 5000 元，但因上年同期销量基数较大、当期消费较低迷，导致肉制品销量与收入同比下滑。从盈利水平看，公司 2024Q1 销售毛利率达 19.38%，较 2023 全年增加 2.33pcts，销售净利率达 9.02%，较 2023 全年增加 0.50pcts。此外，公司现金分红稳定，2023 全年合计现金分红 50.2 亿元，分红率达 99.4%。

图1: 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2: 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

图3: 双汇发展单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 双汇发展单季度归母净利润及增速



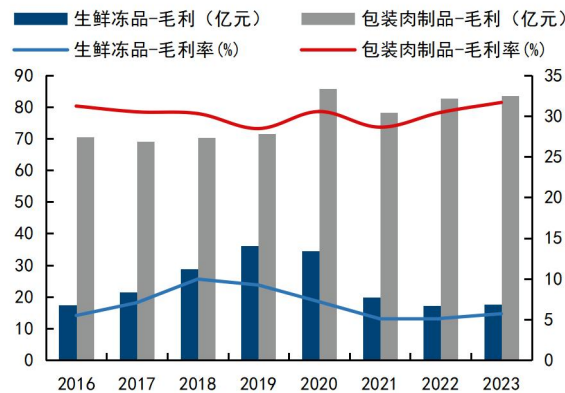
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 双汇发展营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

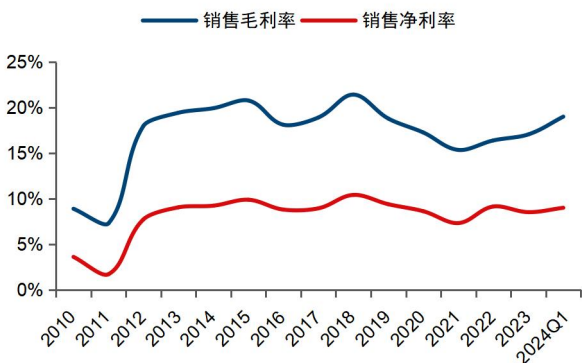
图6: 双汇发展主要业务盈利情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 图中 2016-2020 年数据未经会计政策变更追溯调整)

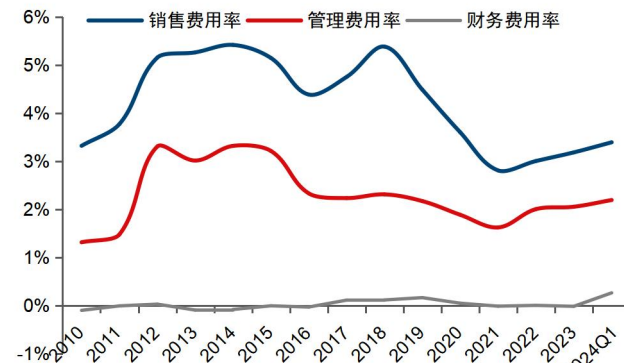
盈利能力维持改善, 费用率略有提升。 2024Q1 销售毛利率 19.38%, 较去年全年增加 2.33pcts; 销售净利率 9.02%, 较去年全年增加 0.50pcts。费用方面, 2024Q1 公司销售费用率为 3.39%, 较去年全年增加 0.21pcts; 管理费用率为 2.19%, 较去年全年增加 0.14pcts; 财务费用率为 0.26%, 较去年全年增加 0.28pcts; 整体略有提升。

图7: 双汇发展毛利率、净利率变化情况



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)

图8: 双汇发展销售费用率和管理费用率变化情况



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)

投资建议: 公司是现金高分红的屠宰行业龙头, 下半年猪价景气回升有望带动冻品盈利回暖。维持盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润为 60.02/63.12 及 66.02 亿元, 对应当前股价 PE 为 15.9/15.1/14.4 X, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5769	2834	4174	1810	1487	营业收入	62731	60097	68678	73192	73684
应收款项	257	246	282	301	343	营业成本	52319	49679	57227	61057	61303
存货净额	6121	8267	7572	8092	8277	营业税金及附加	342	337	420	426	387
其他流动资产	2693	4316	4091	4253	4654	销售费用	1927	1914	2136	2212	2178
流动资产合计	16076	16376	16733	15069	15374	管理费用	1134	1235	1321	1399	1379
固定资产	17891	17957	19480	20242	20529	研发费用	168	199	221	210	167
无形资产及其他	1224	1283	1232	1182	1132	财务费用	(61)	(15)	237	259	383
投资性房地产	1040	841	841	841	841	投资收益	106	145	152	160	220
长期股权投资	182	218	138	188	218	资产减值及公允价值变动	283	475	450	245	223
资产总计	36412	36675	38425	37522	38095	其他收入	(317)	(930)	(221)	(210)	(167)
短期借款及交易性金融负债	3229	6049	5749	5846	9277	营业利润	7141	6637	7717	8033	8330
应付款项	3919	3736	5089	4514	3373	营业外净收支	19	8	20	23	21
其他流动负债	6353	4231	5758	6273	5726	利润总额	7160	6645	7737	8056	8351
流动负债合计	13501	14016	16596	16633	18376	所得税费用	1443	1544	1679	1685	1687
长期借款及应付债券	12	962	1262	1482	1682	少数股东损益	96	49	57	59	61
其他长期负债	716	552	872	1222	1502	归属于母公司净利润	5621	5053	6002	6312	6602
长期负债合计	729	1513	2133	2703	3183	现金流量表（百万元）					
负债合计	14230	15529	18729	19336	21559	净利润	5621	5053	6002	6312	6602
少数股东权益	330	304	290	276	261	资产减值准备	(1029)	214	56	17	10
股东权益	21853	20843	19406	17910	16275	折旧摊销	1245	1506	1922	2118	2277
负债和股东权益总计	36412	36675	38425	37522	38095	公允价值变动损失	(283)	(475)	(450)	(245)	(223)
关键财务与估值指标						财务费用	(61)	(15)	237	259	383
每股收益	1.62	1.46	1.73	1.82	1.91	营运资本变动	720	(5815)	4140	(393)	(2026)
每股红利	1.95	1.84	2.15	2.25	2.38	其它	1009	(227)	(70)	(31)	(25)
每股净资产	6.31	6.02	5.60	5.17	4.70	经营活动现金流	7283	256	11600	7778	6615
ROIC	23.21%	20.35%	22%	25%	25%	资本开支	0	(2221)	(3001)	(2601)	(2301)
ROE	25.72%	24.24%	31%	35%	41%	其它投资现金流	229	523	100	0	0
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%	投资活动现金流	386	(1735)	(2821)	(2651)	(2331)
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	(1)	950	300	220	200
收入增长	-6%	-4%	14%	7%	1%	支付股利、利息	(6771)	(6387)	(7439)	(7808)	(8238)
净利润增长率	16%	-10%	19%	5%	5%	其它融资现金流	3805	9418	(300)	97	3431
资产负债率	40%	43%	49%	52%	57%	融资活动现金流	(9739)	(1457)	(7439)	(7491)	(4607)
股息率	7.1%	6.7%	7.8%	8.2%	8.6%	现金净变动	(2070)	(2935)	1340	(2364)	(323)
P/E	17.0	18.9	15.9	15.1	14.4	货币资金的期初余额	7839	5769	2834	4174	1810
P/B	4.4	4.6	4.9	5.3	5.9	货币资金的期末余额	5769	2834	4174	1810	1487
EV/EBITDA	13.6	13.5	12.3	11.5	11.1	企业自由现金流	0	(1359)	8818	5362	4548
						权益自由现金流	0	9008	8633	5474	7874

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