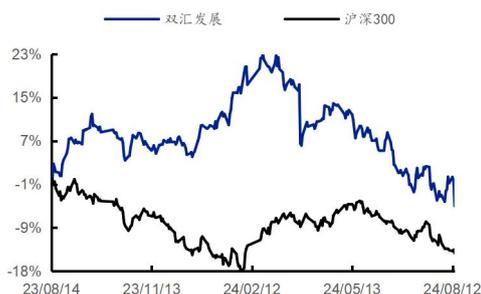


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

肉制品销量承压，屠宰环比改善

——双汇发展（000895）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/08/14		
表现	1M	3M	12M	
双汇发展	-5.3%	-14.7%	-5.3%	
沪深 300	-4.7%	-9.5%	-14.2%	

市场数据		2024/08/14
当前价格（元）		22.41
52 周价格区间（元）		22.40-30.10
总市值（百万）		77,643.06
流通市值（百万）		77,631.01
总股本（万股）		346,466.12
流通股本（万股）		346,412.37
日均成交额（百万）		485.85
近一月换手（%）		0.23

相关报告

- 《双汇发展（000895）2024 年一季报点评：屠宰及养殖拖累利润表现，肉制品吨利创新高（增持）*食品加工*刘浩铭，秦一方》——2024-04-23
- 《双汇发展（000895）2023 年报点评：Q4 业绩承压，期待猪价反转（增持）*食品加工*刘浩铭，秦一方》——2024-03-27
- 《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

事件：

2024 年 8 月 13 日，双汇发展发布 2024 年半年度报告。2024H1 公司实现营业收入 276.72 亿元，同比-9.3%；归母净利润 22.96 亿元，同比-19.1%；扣非归母净利润 22.31 亿元，同比-16.3%。2024Q2 公司实现营业收入 133.64 亿元，同比-9.8%；归母净利润 10.25 亿元，同比-24%；扣非归母净利润 9.86 亿元，同比-22.1%。

投资要点：

- **肉制品销量短期承压，吨利维持高位。**2024Q2 肉制品实现营业收入 55.8 亿元，同比-15.2%；实现营业利润 14.37 亿元，同比-4.6%。Q2 肉制品销量下滑约 14%，我们认为主要系宏观需求疲软，以及食品销售渠道结构发生较大变化所致。公司火腿肠主要为休闲场景，近年来随着量贩零食店、抖音、会员超市等新渠道的崛起，传统大卖场等渠道客流下降，公司一定程度上受占比较大的传统渠道拖累。2024H1 公司肉制品吨利约 4700 元，同比明显提升，主要得益于原辅包材成本下降；但相比 Q1 有所吨利有所下降，我们认为主要系销量下滑所致。
- **猪价回暖，屠宰盈利环比改善。**屠宰方面，2024Q2 实现对外营业收入 58.4 亿元，同比-12.4%；实现营业利润 1.56 亿元，同比+7.9%，屠宰量同比有所下滑。收入及屠宰量下滑主要系两方面原因：1) 去年同期猪价较低，公司加大屠宰量至产销基数较高；2) 今年以来市场竞争激烈，公司主动控制了部分低价竞争渠道的销售。受益于公司合理控制，以及在猪价上行期释放冻肉储备库存，屠宰部门盈利环比改善。其他业务方面 Q2 亏损 1.69 亿元，其中禽类养殖受到毛鸡价格下降影响有所亏损，对业绩形成一定拖累；但养猪业成绩持续改善，同比大幅减亏。
- **中期分红彰显诚意，屠宰盈利弹性有望持续释放。**公司保持一贯的高分红政策，中期分红每股 0.66 元，现金分红总额占利润分配总额比例为 100%。展望全年，公司肉制品将根据市场需求继续加强低温、速冻、休闲零食等新品开发；渠道端加快空白网点开发，同时开拓线上等新兴渠道，肉制品吨利全年有望维持在较好水平。公司在 2023 年猪价低位适时增加冻品储备，当前猪价整体回暖，下半年随着冻

表现平稳，分红收益率高（增持）*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——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，刘洁铭》——2023-04-27

品加快出库，屠宰部门利润弹性有望进一步释放。

- **盈利预测和投资评级：**考虑到当前宏观需求整体弱复苏，我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 553/580/610 亿元，分别同比-8%/+5%/+5%；归母净利润 47/50/52 亿元，EPS 分别为 1.37/1.44/1.51 元，对应 PE 分别为 16/16/15 倍，但考虑到公司肉制品在产品端结构持续提升，吨利维持较高水平，同时 2023 年在猪价低位拥有较多冻肉储备，若猪价持续回暖，利润弹性有望持续释放，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) 网点倍增执行效果不达预期；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	55330	58044	60963
增长率(%)	-4	-8	5	5
归母净利润（百万元）	5053	4738	4977	5248
增长率(%)	-10	-6	5	5
摊薄每股收益（元）	1.46	1.37	1.44	1.51
ROE(%)	24	23	25	26
P/E	18.31	16.39	15.60	14.79
P/B	4.44	3.79	3.85	3.81
P/S	1.54	1.40	1.34	1.27
EV/EBITDA	11.98	10.56	10.01	9.43

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：	22.41		投资评级：	增持		日期：	2024/08/14	
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%	23%	25%	26%	EPS	1.46	1.37	1.44	1.51				
毛利率	17%	17%	17%	17%	BVPS	6.02	5.91	5.82	5.88				
期间费率	5%	6%	6%	5%	估值								
销售净利率	8%	9%	9%	9%	P/E	18.31	16.39	15.60	14.79				
成长能力					P/B	4.44	3.79	3.85	3.81				
收入增长率	-4%	-8%	5%	5%	P/S	1.54	1.40	1.34	1.27				
利润增长率	-10%	-6%	5%	5%									
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	1.64	1.53	1.61	1.66	营业收入	60097	55330	58044	60963				
应收账款周转率	298.27	210.91	175.33	156.70	营业成本	49724	45885	48133	50583				
存货周转率	6.91	6.28	8.24	10.18	营业税金及附加	337	299	318	334				
偿债能力					销售费用	1914	1771	1834	1890				
资产负债率	42%	42%	43%	44%	管理费用	1235	1140	1190	1189				
流动比	1.17	1.00	0.86	0.76	财务费用	-15	170	180	182				
速动比	0.26	0.20	0.16	0.15	其他费用/（-收入）	199	166	203	213				
					营业利润	6637	6219	6505	6885				
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	8	3	0	-6				
现金及现金等价物	3447	2338	1929	1780	利润总额	6645	6222	6505	6879				
应收款项	227	334	380	448	所得税费用	1544	1431	1470	1571				
存货净额	8267	6357	5327	4614	净利润	5102	4791	5034	5308				
其他流动资产	4435	4476	4474	4473	少数股东损益	49	53	58	60				
流动资产合计	16376	13505	12110	11316	归属于母公司净利润	5053	4738	4977	5248				
固定资产	17075	18805	20330	21680									
在建工程	882	1064	1340	1676	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	2124	2226	2227	2402	经营活动现金流	3388	7657	8454	8663				
长期股权投资	218	233	248	265	净利润	5053	4738	4977	5248				
资产总计	36675	35834	36255	37338	少数股东损益	49	53	58	60				
短期借款	5983	5983	5983	5983	折旧摊销	1563	1467	1638	1777				
应付款项	3736	3161	3612	3937	公允价值变动	13	0	0	0				
合同负债	1969	2132	2234	2560	营运资金变动	-3878	1230	1670	1442				
其他流动负债	2328	2175	2309	2456	投资活动现金流	-3178	-3309	-3285	-3490				
流动负债合计	14016	13451	14138	14936	资本支出	-2389	-3455	-3438	-3634				
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	577	577	577	其他	158	40	87	61				
长期负债合计	1513	1538	1538	1538	筹资活动现金流	-3146	-5345	-5498	-5222				
负债合计	15529	14989	15676	16475	债务融资	3260	-52	0	0				
股本	3465	3465	3465	3465	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	21146	20844	20579	20863	其它	-6406	-5293	-5498	-5222				
负债和股东权益总计	36675	35834	36255	37338	现金净增加额	-2932	-990	-329	-49				

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，食品饮料组研究助理，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。