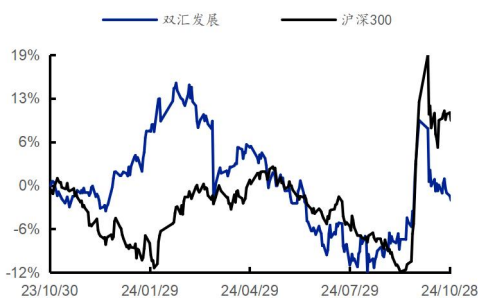


研究所：  
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## Q3 业绩环比改善，肉制品吨利维持高位

### ——双汇发展（000895）2024年三季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/10/29

表现	1M	3M	12M
双汇发展	-5.3%	10.3%	-2.3%
沪深 300	6.0%	15.7%	10.2%

#### 市场数据

2024/10/29

当前价格（元）	24.30
52 周价格区间（元）	22.29-30.10
总市值（百万）	84,191.27
流通市值（百万）	84,178.21
总股本（万股）	346,466.12
流通股本（万股）	346,412.37
日均成交额（百万）	408.61
近一月换手（%）	0.61

#### 相关报告

《双汇发展（000895）2024 年中报点评：肉制品销量承压，屠宰环比改善（增持）\*食品加工\*刘浩铭，秦一方》——2024-08-14

《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 年三季度报点评：肉制

#### 事件：

2024 年 10 月 29 日，双汇发展发布 2024 年三季度报告。2024 前三季度公司实现营业收入 439.99 亿元，同比-4.8%；归母净利润 38.04 亿元，同比-12.1%；扣非归母净利润 36.76 亿元，同比-10.7%。2024Q3 公司实现营业收入 164.06 亿元，同比+4.1%；归母净利润 15.08 亿元，同比+1.2%；扣非归母净利润 14.45 亿元，同比-0.2%。

#### 投资要点：

- **肉制品业绩环比改善，吨利维持较高水平。**2024Q3 肉制品实现营业收入 68.28 亿元，同比-4%；实现经营利润 18.9 亿元，同比+7.9%，业绩环比显著改善。拆分量价来看，2024Q3 肉制品销量小幅下滑 4%，较 2024Q2 的 14%降幅显著收窄，下滑主要因双节消费不旺，对销量的拉动力不足，同时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。2024Q3 公司肉制品吨利超 4800 元，同比明显提升，主要受益于成本下降。
- **Q3 猪价高位屠宰量下滑，养殖质量持续改善。**2024Q3 实现对外营业收入 74.53 亿元，同比+9.9%；实现营业利润 0.88 亿元，同比-53.6%。屠宰量环比有所增长，但同比仍有下降，主要因三季度猪价处于较高水平，不易于鲜品销售规模扩张，且鲜品盈利占比约 80%，对屠宰部门盈利水平造成拖累。其他业务 2024Q3 亏损 0.06 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，同比环比均大幅减亏。
- **肉制品稳利增量，Q4 预计环比继续改善。**展望 Q4 及全年，公司将通过调整产品结构、加强网点扩增、大力推进专业化运作等方式加快肉制品上量，同时当前肉制品吨利处于高位，公司在市场费用的投放上具有较大空间。考虑到春节错期影响，2023Q4 公司基数较低，且 2025 年春节时间较早，预计可提升肉制品表现。公司当前冻品库存量处于历史较低水平，Q3 期末猪价已有回落趋势，未来公司可根据猪价变化灵活调整冻肉水位。公司持续改善养殖指标，业绩逐季改善，预计全年可保持业绩相对平稳。

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，刘洁铭》——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，刘洁铭》——2023-08-16

- 盈利预测和投资评级：**近年来公司持续加码肉制品，产业链持续延伸提振吨利表现；渠道端开展“网点倍增”计划，加大新兴渠道开拓力度。公司具备较强的冻品运作能力，同时养殖业务持续改善，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 587/615/645 亿元，分别同比-2%/+5%/+5%；归母净利润 48/50/53 亿元，EPS 分别为 1.39/1.46/1.53 元，对应 PE 分别为 18/17/16 倍，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	58672	61514	64457
增长率(%)	-4	-2	5	5
归母净利润（百万元）	5053	4802	5047	5316
增长率(%)	-10	-5	5	5
摊薄每股收益（元）	1.46	1.39	1.46	1.53
ROE(%)	24	23	25	26
P/E	18.31	17.53	16.68	15.84
P/B	4.44	4.10	4.15	4.09
P/S	1.54	1.43	1.37	1.31
EV/EBITDA	11.98	11.22	10.57	9.98

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：	24.30	投资评级：	增持		日期：	2024/10/29
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	24%	23%	25%	26%	EPS		1.46	1.39	1.46	1.53	
毛利率	17%	17%	17%	17%	BVPS		6.02	5.93	5.86	5.94	
期间费率	5%	6%	6%	6%	<b>估值</b>						
销售净利率	8%	8%	8%	8%	P/E		18.31	17.53	16.68	15.84	
<b>成长能力</b>					P/B		4.44	4.10	4.15	4.09	
收入增长率	-4%	-2%	5%	5%	P/S		1.54	1.43	1.37	1.31	
利润增长率	-10%	-5%	5%	5%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>		<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	1.64	1.61	1.68	1.72	营业收入		60097	58672	61514	64457	
应收账款周转率	298.27	216.01	175.28	156.54	营业成本		49724	48520	50819	53196	
存货周转率	6.91	6.47	8.23	10.15	营业税金及附加		337	340	350	368	
<b>偿债能力</b>					销售费用		1914	2007	2122	2256	
资产负债率	42%	42%	44%	45%	管理费用		1235	1349	1415	1483	
流动比	1.17	1.01	0.87	0.78	财务费用		-15	170	179	179	
速动比	0.26	0.20	0.18	0.17	其他费用/（-收入）		199	205	215	226	
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润		6637	6334	6660	7015	
现金及现金等价物	3447	2422	2182	2174	营业外净收支		8	2	0	-6	
应收款项	227	355	403	474	利润总额		6645	6336	6660	7010	
存货净额	8267	6723	5626	4854	所得税费用		1544	1476	1552	1632	
其他流动资产	4435	4522	4521	4519	净利润		5102	4860	5108	5377	
<b>流动资产合计</b>	<b>16376</b>	<b>14023</b>	<b>12731</b>	<b>12021</b>	少数股东损益		49	58	61	61	
固定资产	17075	18805	20330	21680	归属于母公司净利润		5053	4802	5047	5316	
在建工程	882	1064	1340	1676	<b>现金流量表（百万元）</b>		<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	2124	2207	2208	2382	经营活动现金流		3388	7759	8647	8800	
长期股权投资	218	233	248	265	净利润		5053	4802	5047	5316	
<b>资产总计</b>	<b>36675</b>	<b>36332</b>	<b>36857</b>	<b>38023</b>	少数股东损益		49	58	61	61	
短期借款	5983	5983	5983	5983	折旧摊销		1563	1467	1638	1777	
应付款项	3736	3343	3814	4140	公允价值变动		13	0	0	0	
合同负债	1969	2261	2368	2707	营运资金变动		-3878	1250	1765	1514	
其他流动负债	2328	2287	2426	2573	投资活动现金流		-3178	-3324	-3309	-3486	
<b>流动负债合计</b>	<b>14016</b>	<b>13873</b>	<b>14590</b>	<b>15403</b>	资本支出		-2389	-3454	-3437	-3633	
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	584	584	584	其他		158	25	62	64	
<b>长期负债合计</b>	<b>1513</b>	<b>1546</b>	<b>1546</b>	<b>1546</b>	筹资活动现金流		-3146	-5347	-5498	-5222	
<b>负债合计</b>	<b>15529</b>	<b>15419</b>	<b>16136</b>	<b>16949</b>	债务融资		3260	-51	0	0	
股本	3465	3465	3465	3465	权益融资		0	0	0	0	
股东权益	21146	20913	20721	21074	其它		-6406	-5296	-5498	-5222	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36675</b>	<b>36332</b>	<b>36857</b>	<b>38023</b>	现金净增加额		-2932	-905	-160	92	

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。