

## 销售体系专业化改革，Q2 经营有望边际改善

### 核心观点

- 25Q1 业绩短期承压，Q2 业绩有望边际改善。**25Q1 营业总收入 143 亿元，同比-0.1%，归母净利润 11.4 亿元，同比-10.6%，利润表现略低于市场预期。25Q1 肉制品营收 55.8 亿元，同比-17.8%，主要系 25Q1 肉制品终端消费拉动不足、新渠道增量未能弥补传统渠道下降、Q1 客户和终端去库存。25Q2 预计随着市场专业化改革的推进以及渠道补库，公司肉制品销量将迎来改善。25 全年来看，24 年公司肉制品吨利创历史新高，今年公司将加大市场投入，并推出高性价比产品参与市场竞争，因此预计 25 年肉制品吨利会低于 24 年，但仍属于历史高位水平。25Q1 公司生鲜品收入 70.02 亿元，同比增长 6.1%，受益销量增长以及竞争减少。25Q1 其他业务营业利润-0.74 亿，受益养殖成本改善而同比减亏成果良好。我们预计 25Q1 业绩表现或为全年低点，后续季度在渠道库存健康、公司市场专业化改革成本逐渐显现的背景下，营收盈利均有望改善。
- 实施销售体系改革，进行专业化运作。**25 年公司肉制品业务将进一步发挥专业化运作优势，开拓新渠道，提高市场运作质量，丰富不同层级的品牌矩阵，做好高性价比产品的营销推广，加快兴趣电商及 O2O 渠道发展，对高温、低温、速冻、零食等销售部门实现专业化运作，加强渠道下沉。根据公司公告，上述举措在部分渠道和区域已经出现积极变化，25Q1 公司肉制品新渠道终端出库量同比增长 21.8%，双汇产品线上业务 GMV（商品交易总额）同比增长 8.9%，期待后续改革势能进一步释放。
- 维持高分红比例，高股息提供安全边际。**公司 24 年分红比例维持高位，达到 97.92%。25Q1 由于业绩短期承压且利润低于预期，公司估值回落调整，当前股息率为 5.43%，高股息提供安全边际。

### 盈利预测与投资建议

看好公司后续市场化专业改革效能释放，结合 25Q1 业绩，下调收入、毛利率，上调费用率。我们预计 25-27 年 EPS 为 1.37、1.50、1.55 元（原预测为 25 年为 1.97 元）。参考可比公司 25 年 PE 倍数，给予公司 25 年 24 倍 PE，对应目标价为 32.88 元/股，维持买入评级。

### 风险提示

猪价超预期波动、冻肉进口受限、肉制品销量及价格低于预期、冻品库存减值损失风险

### 公司主要财务信息

|               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 59,893 | 59,561 | 61,825 | 65,846 | 68,378 |
| 同比增长(%)       | -4.3%  | -0.6%  | 3.8%   | 6.5%   | 3.8%   |
| 营业利润(百万元)     | 6,637  | 6,659  | 6,325  | 6,964  | 7,179  |
| 同比增长(%)       | -7.1%  | 0.3%   | -5.0%  | 10.1%  | 3.1%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 5,053  | 4,989  | 4,730  | 5,207  | 5,368  |
| 同比增长(%)       | -10.1% | -1.3%  | -5.2%  | 10.1%  | 3.1%   |
| 每股收益(元)       | 1.46   | 1.44   | 1.37   | 1.50   | 1.55   |
| 毛利率(%)        | 17.1%  | 17.7%  | 16.5%  | 16.8%  | 16.6%  |
| 净利率(%)        | 8.4%   | 8.4%   | 7.6%   | 7.9%   | 7.9%   |
| 净资产收益率(%)     | 23.7%  | 23.8%  | 21.4%  | 22.0%  | 21.9%  |
| 市盈率           | 16.9   | 17.1   | 18.1   | 16.4   | 15.9   |
| 市净率           | 4.1    | 4.0    | 3.7    | 3.5    | 3.4    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

买入（维持）

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 股价（2025年05月19日） | 24.66 元          |
| 目标价格            | 32.88 元          |
| 52 周最高价/最低价     | 28.79/21.06 元    |
| 总股本/流通 A 股（万股）  | 346,466/346,412  |
| A 股市值（百万元）      | 85,439           |
| 国家/地区           | 中国               |
| 行业              | 食品饮料             |
| 报告发布日期          | 2025 年 05 月 20 日 |

### 股价表现

|         | 1 周   | 1 月   | 3 月   | 12 月  |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现%   | -0.6  | -6.8  | -2.24 | 1.63  |
| 相对表现%   | -0.25 | -9.57 | -0.64 | -3.79 |
| 沪深 300% | -0.35 | 2.77  | -1.6  | 5.42  |



### 证券分析师

|     |                                                      |
|-----|------------------------------------------------------|
| 叶书怀 | yeshuhuai@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860517090002  |
| 燕斯娴 | yansixian1@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860524080004 |

### 相关报告

猪周期利好屠宰与肉制品龙头，高股息贡献安全边际：——双汇发展公司深度报告 2024-02-20

## 投资建议

看好公司后续市场化专业改革效能释放，结合 25Q1 业绩，下调收入、毛利率，上调费用率。我们预计 25-27 年 EPS 为 1.37、1.50、1.55 元（原预测为 25 年为 1.97 元）。参考可比公司 25 年 PE 倍数，给予公司 25 年 24 倍 PE，对应目标价为 32.88 元/股，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

| 公司   | 代码     | 最新价格(元)   | 每股收益（元） |       |       |       | 市盈率    |       |       |       |
|------|--------|-----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|      |        | 2025/5/19 | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 华统股份 | 002840 | 10.56     | 0.09    | 0.41  | 0.55  | 1.09  | 116.43 | 25.86 | 19.12 | 9.71  |
| 煌上煌  | 002695 | 10.49     | 0.07    | 0.14  | 0.18  | 0.22  | 145.49 | 74.03 | 57.54 | 48.10 |
| 光明肉业 | 600073 | 7.92      | 0.23    | 0.40  | 0.48  | 0.53  | 34.38  | 19.97 | 16.67 | 14.81 |
| 龙大美食 | 002726 | 6.00      | 0.02    | 0.11  | 0.18  | 0.22  | 300.00 | 54.10 | 33.39 | 27.06 |
| 牧原股份 | 002714 | 39.23     | 3.27    | 3.50  | 4.06  | 5.42  | 11.98  | 11.20 | 9.67  | 7.24  |
| 温氏股份 | 300498 | 16.49     | 1.39    | 1.39  | 1.56  | 2.05  | 11.89  | 11.88 | 10.55 | 8.04  |
| 巨星农牧 | 603477 | 20.07     | 1.02    | 1.14  | 1.64  | 2.75  | 19.74  | 17.53 | 12.25 | 7.29  |
| 唐人神  | 002567 | 4.84      | 0.25    | 0.38  | 0.53  | 0.71  | 19.52  | 12.88 | 9.13  | 6.83  |
|      | 调整后平均  |           |         |       |       |       | 57.92  | 23.70 | 16.94 | 12.36 |

数据来源：WIND、东方证券研究所

## 风险提示

**猪价超预期波动风险：**若猪价底部横盘时间过长，则屠宰业务冻品利润难以释放，屠宰业务销量或增速减缓，导致公司营收、盈利增速不及预期；若猪价超预期快速大幅上行，公司冻品进口额度不充分，则将面临肉制品等业务成本上涨风险。

**冻肉进口受限风险：**进口冻猪肉是公司对冲肉制品和生鲜冻品业务成本压力的重要方式，受对外贸易政策与宏观环境影响大。若中美贸易摩擦升级加征关税，或突发疫情等其他情况，可影响公司进口量及进口成本，从而影响公司肉制品、生鲜冻品业务利润率。

**肉制品销量及价格低于预期：**公司肉制品结构性升级，若宏观经济及消费疲软，则公司肉制品吨价及销量增速或不及预期。

**冻品库存减值损失风险：**若管理层对猪价趋势判断出现重大偏误，在猪价高位囤积过多冻品库存，而猪价快速大幅超预期下行，则储备的冻品将面临减值损失风险。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表        |         |         |         |         |         | 利润表       |        |        |        |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 单位:百万元    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 货币资金         | 2,834   | 5,750   | 9,293   | 11,523  | 13,602  | 营业收入      | 59,893 | 59,561 | 61,825 | 65,846 | 68,378 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 227     | 287     | 297     | 317     | 329     | 营业成本      | 49,679 | 49,024 | 51,631 | 54,783 | 57,019 |
| 预付账款         | 90      | 149     | 155     | 165     | 171     | 销售费用      | 1,914  | 1,924  | 1,997  | 2,127  | 2,209  |
| 存货           | 8,267   | 6,928   | 7,296   | 7,742   | 8,058   | 管理费用      | 1,235  | 1,290  | 1,339  | 1,426  | 1,480  |
| 其他           | 4,958   | 4,733   | 4,721   | 4,734   | 4,743   | 研发费用      | 199    | 203    | 210    | 224    | 233    |
| 流动资产合计       | 16,376  | 17,846  | 21,762  | 24,481  | 26,903  | 财务费用      | (15)   | 138    | 133    | 116    | 111    |
| 长期股权投资       | 218     | 265     | 265     | 265     | 265     | 资产、信用减值损失 | 491    | 335    | 280    | 250    | 200    |
| 固定资产         | 17,075  | 16,893  | 16,321  | 15,553  | 14,805  | 公允价值变动收益  | (13)   | (18)   | (15)   | (15)   | (15)   |
| 在建工程         | 869     | 284     | 393     | 535     | 634     | 投资净收益     | 145    | 106    | 106    | 106    | 106    |
| 无形资产         | 1,283   | 1,179   | 1,212   | 1,243   | 1,272   | 其他        | 115    | (76)   | (1)    | (47)   | (38)   |
| 其他           | 854     | 818     | 887     | 894     | 928     | 营业利润      | 6,637  | 6,659  | 6,325  | 6,964  | 7,179  |
| 非流动资产合计      | 20,299  | 19,439  | 19,079  | 18,490  | 17,905  | 营业外收入     | 25     | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 资产总计         | 36,675  | 37,285  | 40,841  | 42,971  | 44,808  | 营业外支出     | 17     | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 短期借款         | 5,983   | 7,098   | 7,808   | 8,589   | 9,448   | 利润总额      | 6,645  | 6,659  | 6,325  | 6,964  | 7,179  |
| 应付票据及应付账款    | 3,736   | 2,481   | 2,613   | 2,773   | 2,886   | 所得税       | 1,544  | 1,604  | 1,524  | 1,678  | 1,729  |
| 其他           | 4,297   | 5,038   | 5,595   | 5,755   | 5,856   | 净利润       | 5,102  | 5,055  | 4,802  | 5,286  | 5,450  |
| 流动负债合计       | 14,016  | 14,618  | 16,016  | 17,117  | 18,190  | 少数股东损益    | 49     | 66     | 72     | 79     | 82     |
| 长期借款         | 962     | 810     | 810     | 810     | 810     | 归属于母公司净利润 | 5,053  | 4,989  | 4,730  | 5,207  | 5,368  |
| 应付债券         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股收益（元）   | 1.46   | 1.44   | 1.37   | 1.50   | 1.55   |
| 其他           | 552     | 532     | 561     | 561     | 561     | 主要财务比率    |        |        |        |        |        |
| 非流动负债合计      | 1,513   | 1,342   | 1,371   | 1,371   | 1,371   |           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 负债合计         | 15,529  | 15,960  | 17,387  | 18,488  | 19,561  | 成长能力      |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益       | 304     | 207     | 279     | 358     | 440     | 营业收入      | -4.3%  | -0.6%  | 3.8%   | 6.5%   | 3.8%   |
| 实收资本（或股本）    | 3,465   | 3,465   | 3,465   | 3,465   | 3,465   | 营业利润      | -7.1%  | 0.3%   | -5.0%  | 10.1%  | 3.1%   |
| 资本公积         | 8,063   | 8,062   | 8,062   | 8,062   | 8,062   | 归属于母公司净利润 | -10.1% | -1.3%  | -5.2%  | 10.1%  | 3.1%   |
| 留存收益         | 9,167   | 9,436   | 11,568  | 12,518  | 13,199  | 获利能力      |        |        |        |        |        |
| 其他           | 149     | 155     | 80      | 80      | 80      | 毛利率       | 17.1%  | 17.7%  | 16.5%  | 16.8%  | 16.6%  |
| 股东权益合计       | 21,146  | 21,325  | 23,454  | 24,483  | 25,247  | 净利率       | 8.4%   | 8.4%   | 7.6%   | 7.9%   | 7.9%   |
| 负债和股东权益总计    | 36,675  | 37,285  | 40,841  | 42,971  | 44,808  | ROE       | 23.7%  | 23.8%  | 21.4%  | 22.0%  | 21.9%  |
| 现金流量表        |         |         |         |         |         | ROIC      | 19.0%  | 18.0%  | 16.0%  | 16.3%  | 15.9%  |
| 单位:百万元       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 偿债能力      |        |        |        |        |        |
| 净利润          | 5,102   | 5,055   | 4,802   | 5,286   | 5,450   | 资产负债率     | 42.3%  | 42.8%  | 42.6%  | 43.0%  | 43.7%  |
| 折旧摊销         | 1,225   | 1,273   | 1,139   | 1,162   | 1,163   | 净负债率      | 19.8%  | 10.2%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 财务费用         | (15)    | 138     | 133     | 116     | 111     | 流动比率      | 1.17   | 1.22   | 1.36   | 1.43   | 1.48   |
| 投资损失         | (145)   | (106)   | (106)   | (106)   | (106)   | 速动比率      | 0.56   | 0.75   | 0.90   | 0.98   | 1.04   |
| 营运资金变动       | (6,075) | 2,726   | 296     | (169)   | (129)   | 营运能力      |        |        |        |        |        |
| 其它           | 3,295   | (669)   | (268)   | (18)    | (21)    | 应收账款周转率   | 298.3  | 242.7  | 221.8  | 224.6  | 221.8  |
| 经营活动现金流      | 3,388   | 8,416   | 5,995   | 6,272   | 6,467   | 存货周转率     | 6.7    | 6.4    | 7.3    | 7.3    | 7.2    |
| 资本支出         | (1,319) | (322)   | (541)   | (541)   | (541)   | 总资产周转率    | 1.6    | 1.6    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| 长期投资         | (36)    | (46)    | 0       | 0       | 0       | 每股指标（元）   |        |        |        |        |        |
| 其他           | (1,823) | (788)   | 111     | 91      | 91      | 每股收益      | 1.46   | 1.44   | 1.37   | 1.50   | 1.55   |
| 投资活动现金流      | (3,178) | (1,157) | (430)   | (450)   | (450)   | 每股经营现金流   | 0.98   | 2.43   | 1.73   | 1.81   | 1.87   |
| 债权融资         | 904     | (228)   | 0       | 0       | 0       | 每股净资产     | 6.02   | 6.10   | 6.69   | 6.96   | 7.16   |
| 股权融资         | 0       | (0)     | 0       | 0       | 0       | 估值比率      |        |        |        |        |        |
| 其他           | (4,050) | (3,951) | (2,022) | (3,592) | (3,939) | 市盈率       | 16.9   | 17.1   | 18.1   | 16.4   | 15.9   |
| 筹资活动现金流      | (3,146) | (4,178) | (2,022) | (3,592) | (3,939) | 市净率       | 4.1    | 4.0    | 3.7    | 3.5    | 3.4    |
| 汇率变动影响       | 4       | 10      | -0      | -0      | -0      | EV/EBITDA | 11.0   | 10.7   | 11.3   | 10.5   | 10.2   |
| 现金净增加额       | (2,932) | 3,090   | 3,544   | 2,230   | 2,079   | EV/EBIT   | 13.0   | 12.7   | 13.4   | 12.2   | 11.8   |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。