

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

买入

核心观点

低猪价利好屠宰业务，2022Q1 业绩增速明显改善。公司 2021 年实现营业收入 667.98 亿元，同比-9.65%；归母净利润 48.66 亿元，同比-22.21%。分业务来看，2021 年生鲜冻品业务受进口冻肉影响量利齐跌，实现收入 390.7 亿元，同比-19.05%，占总营收 58.60%；销售量为 163.25 万吨，销售均价为 23.9 元/公斤，分别同比变动+18.24%、-31.71%。包装肉制品业务盈利相对稳定，实现收入 273.51 亿元，同比-2.66%，占总营收 41.02%，2021 年销售量为 155.76 万吨，销售均价为 17.6 元/公斤，分别同比变动-1.85%、-0.56%。此外，公司 2022Q1 实现营收 137.91 亿元，同比-24.71%；实现归母净利润 14.6 亿元，同比+1.34%，得益于猪价大幅下行，公司加大市场开拓力度，肉类产品（含禽产品）总外销量 76 万吨，同比上升 1.8%，屠宰端盈利加速恢复。

屠宰业务受益猪价下行，2022 年盈利有望进一步向好。2022 年猪价位于周期底部位置，或将有利于公司屠宰业务实现量利齐升，一方面，生猪市场供给明显增多，且猪价下降将直接降低公司原料成本，另一方面，猪肉供给增多将利好屠宰开工率的提升，有望摊薄人工、管理等费用成本，单位盈利水平或将回升。此外，当前屠宰行业竞争格局高度分散，中长期行业集中度或将加速提升，公司作为屠宰行业龙头有望核心受益。近年来在非瘟常态化的背景下，国家陆续出台政策打击私屠滥宰，落后产能出清；同时，上游养殖规模化 and 下游餐饮连锁化趋势加速，利好规模屠宰企业发展。

肉制品业务持续转型优化，或将助力市占率稳步提升。公司加强开发高温食材化和低温高端化肉制品，在包装肉制品赛道，聚焦推广辣味、火炆风、双汇筷厨、美式西式等核心新品，落实“进家庭，上餐桌”产品结构转型的中长期战略，销量保持稳定增长；另外公司针对速冻产品、预制菜、方便速食产品和新型休闲产品等新赛道，组建专业团队、开发专业客户、定制专业产品，2022 年一季度已实现客户和网点数量的大幅增加，以及新赛道产品销量的大幅增长，预计未来公司高低温肉制品市占率有望进一步提升。

风险提示：生猪价格波动的风险，食品安全风险。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

公司是国内屠宰行业龙头，短期，业绩有望受益猪价低迷加速回暖，长期，肉制品业务持续转型优化，有望进一步实现市占率提升，成为公司新的业绩增长点。预计公司 22-24 年归母净利润为 60.05/69.60/79.34 亿元，对应当前股价 PE 为 18.3/15.8/13.9 X，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,935	66,798	62,765	66,059	71,243
(+/-%)	22.5%	-9.7%	-6.0%	5.2%	7.8%
净利润(百万元)	6256	4866	6005	6960	7934
(+/-%)	15.0%	-22.2%	23.4%	15.9%	14.0%
每股收益(元)	1.81	1.40	1.73	2.01	2.29
EBIT Margin	11.3%	10.4%	11.1%	12.3%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	21.3%	22.2%	21.6%	21.9%
市盈率 (PE)	17.6	22.6	18.3	15.8	13.9
EV/EBITDA	13.0	15.2	14.6	12.5	11.2
市净率 (PB)	4.63	4.83	4.08	3.42	3.04

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 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	29.75 元
总市值/流通市值	103084/44298 百万元
52 周最高价/最低价	38.10/23.50 元
近 3 个月日均成交额	420.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

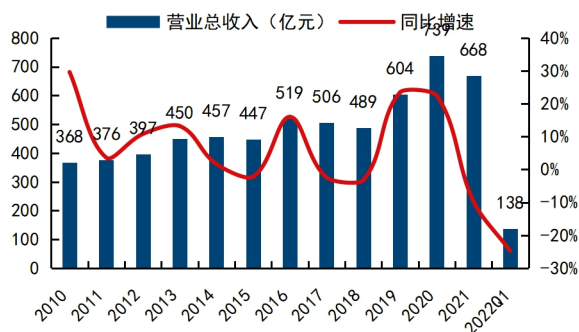
相关研究报告

《双汇发展-000895-2020 年半年报点评：价格驱动业绩高增，肉制品销量恢复增利》——2020-08-13
 《双汇发展-000895-重大事件快评：布局养殖技改升级，产业链协同发展》——2020-05-22
 《双汇发展-000895-2019 年年报点评：营收净利双双增长，盈利空间继续释放》——2020-03-26
 《双汇发展-000895-深度报告：强者恒强，未来可期》——2020-01-08
 《双汇发展-000895-2018 年半年报点评：受益猪价低位震荡，公司盈利弹性继续释放》——2018-08-15

低猪价利好屠宰业务，2022Q1 业绩增速明显改善。根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营业收入 667.98 亿元，较上年减少 9.65%，实现归属于母公司所有者的净利润 48.66 亿元，较上年减少 22.21%。分业务来看：（1）**生鲜冻品业务：**共实现收入 390.73 亿元，同比减少 19.05%，于总收入中占比为 58.60%，2021 年销售量为 163.25 万吨，销售均价为 23.9 元/公斤，分别同比变动 18.24%、-31.71%，生鲜冻品销价的大幅下滑是公司 2021 年整体营收表现承压的主要原因。同时在 2021 年猪价大幅下降的过程中，公司国产冻品和进口肉猪肉出现亏损，最终导致公司冻品业务全年盈利下滑明显，其中毛利同比减少 36.14% 至 19.79 亿元，毛利率相较上年下滑 1.35pct 至 5.07%。（2）**包装肉制品业务：**共实现收入 273.51 亿元，同比减少 2.66%，于总收入中占比为 41.02%，2021 年销售量为 155.76 万吨，销售均价为 17.6 元/公斤，分别同比变动-1.85%、-0.56%。公司包装肉制品盈利表现相对稳定，贡献了公司主要利润，2021 年贡献毛利 78.27 亿元，于公司总毛利中的占比为 76.46%，毛利率相比上年降低 0.02pct。

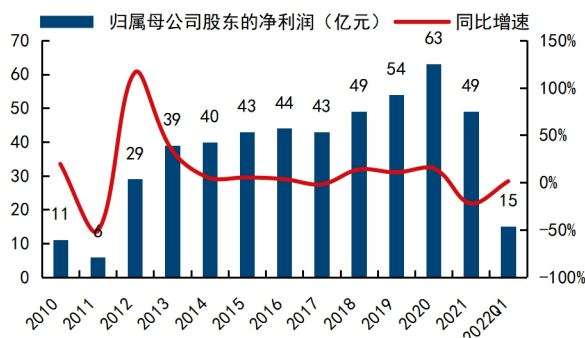
此外，公司 2022Q1 实现营收 137.91 亿元，同比-24.71%；实现归母净利 14.6 亿元，同比+1.34%，得益于猪价大幅下行，公司加大市场开拓力度，肉类产品（含禽产品）总外销量 76 万吨，同比上升 1.8%，屠宰端盈利加速恢复。

图1：双汇发展营业收入及增速（单位：亿元、%）



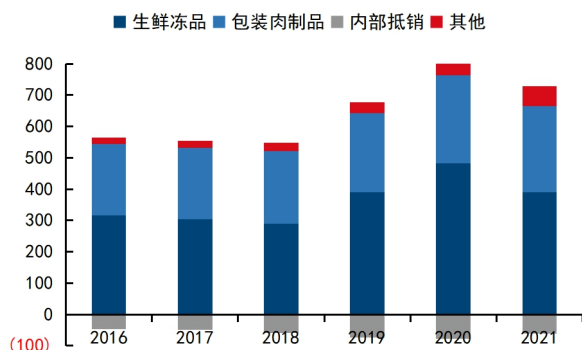
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：双汇发展归母净利润及增速（单位：亿元、%）



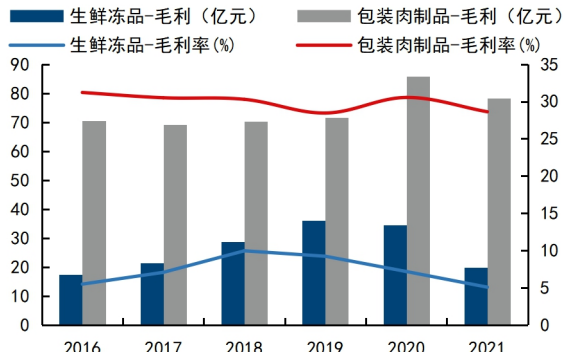
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：双汇发展生鲜冻品业务 2021 年盈利下滑明显

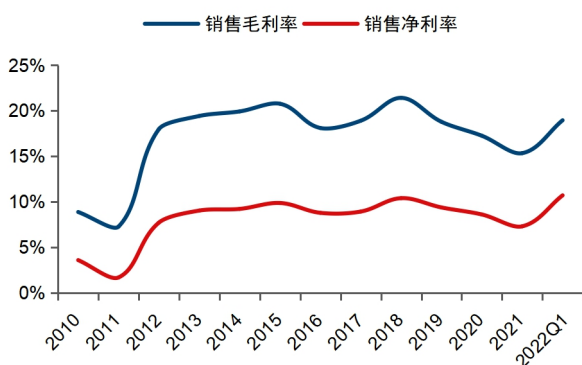


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：图中 2016-2020 年数据未经会计政策变更追溯调整）

销售净利率下滑明显，管理效率小幅提升。2021 年销售毛利率 15.35%，相较追溯调整后的 2020 年销售毛利率减少 0.62pct；销售净利率 7.32%，同比减少 1.30pct。2021 年销售净利率的明显下滑主要受公司国产冻品和进口肉猪肉业务出现亏损以及冻品库存计提大额减值损失的双重影响。而 2022Q1 受益猪价下行以及进口肉数量的下降，公司销售毛利率及销售净利率均实现明显改善，2022Q1 销售毛利率为 18.96%，同比增加 16.60pct；销售净利率为 10.72%，同比增加 35.01pct。

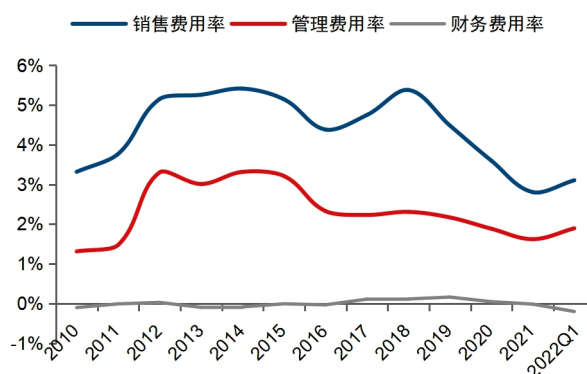
期间费用稳中有降。2021 年公司管理费用率为 1.62%（-0.26pct），销售费用率因 2021 年公司调整会计政策，将原本计入“销售费用”中的运输费用计入“主营业务成本”，降为 2.81%，相较追溯调整后的 2020 年销售费用率提高 0.58pct。2022Q1 公司管理费用率为 1.89%，销售费用率为 3.10%，较 2021 年基本保持稳定。

图5：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6：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：公司是国内屠宰行业龙头，短期，业绩有望受益猪价低迷加速回暖，长期，肉制品业务持续转型优化，有望进一步实现市占率提升，成为公司新的业绩增长点。预计公司 22-24 年归母净利润为 60.05/69.60/79.34 亿元，对应当前股价 PE 为 18.3/15.8/13.9 X，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
002726.SZ	龙大美食	9.65	104	0.58	1.12	1.63	17	9	6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8486	7839	11998	17588	21574	营业收入	73935	66798	62765	66059	71243
应收款项	336	279	337	256	241	营业成本	61114	56445	51897	54183	58001
存货净额	6378	5669	6588	5932	6480	营业税金及附加	341	307	296	306	331
其他流动资产	839	2269	1154	1403	1748	销售费用	2661	1874	2278	2209	2322
流动资产合计	22074	17520	21542	26643	31507	管理费用	1392	1082	1202	1136	1233
固定资产	10627	13933	15571	15595	15361	研发费用	96	144	140	125	149
无形资产及其他	1027	1067	1024	981	939	财务费用	33	(11)	(106)	(198)	(322)
投资性房地产	714	1119	1119	1119	1119	投资收益	394	222	100	150	200
长期股权投资	262	339	339	339	339	资产减值及公允价值变动	834	1273	500	200	300
资产总计	34704	33977	39596	44678	49265	其他收入	(1619)	(2357)	(140)	(125)	(149)
短期借款及交易性金融负债	2384	2351	2693	2476	2507	营业利润	8004	6239	7659	8647	10028
应付款项	1712	2144	2210	1942	2239	营业外净收支	(31)	(23)	(30)	(25)	(15)
其他流动负债	5899	5479	5017	5246	5474	利润总额	7973	6216	7629	8622	10013
流动负债合计	9995	9974	9920	9664	10220	所得税费用	1603	1332	1602	1638	2050
长期借款及应付债券	15	13	1213	1213	1213	少数股东损益	114	18	22	25	28
其他长期负债	561	840	1094	1194	1244	归属于母公司净利润	6256	4866	6005	6960	7934
长期负债合计	576	853	2307	2407	2457	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	10571	10828	12227	12071	12677	净利润	6256	4866	6005	6960	7934
少数股东权益	370	341	356	375	389	资产减值准备	507	464	471	48	(3)
股东权益	23763	22809	27012	32232	36199	折旧摊销	953	997	1433	1671	1780
负债和股东权益总计	34704	33977	39596	44678	49265	公允价值变动损失	(834)	(1273)	(500)	(200)	(300)
						财务费用	33	(11)	(106)	(198)	(322)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	2373	(313)	465	598	(306)
每股收益	1.81	1.40	1.73	2.01	2.29	其它	(498)	(468)	(456)	(30)	17
每股红利	1.67	1.75	0.52	0.50	1.14	经营活动现金流	8757	4273	7418	9047	9122
每股净资产	6.86	6.58	7.80	9.30	10.45	资本开支	0	(6007)	(3000)	(1500)	(1200)
ROIC	36%	26%	24%	28%	31%	其它投资现金流	(2883)	4571	0	0	0
ROE	26%	21%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(2967)	(1513)	(3000)	(1500)	(1200)
毛利率	17%	15%	17%	18%	19%	权益性融资	2	6	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	11%	12%	13%	负债净变化	(1)	(2)	700	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	13%	15%	15%	支付股利、利息	(5776)	(6067)	(1802)	(1740)	(3967)
收入增长	23%	-10%	-6%	5%	8%	其它融资现金流	10793	8726	342	(217)	31
净利润增长率	15%	-22%	23%	16%	14%	融资活动现金流	(759)	(3406)	(259)	(1957)	(3936)
资产负债率	32%	33%	32%	28%	27%	现金净变动	5031	(647)	4159	5590	3986
息率	5.2%	5.5%	1.6%	1.6%	3.6%	货币资金的期初余额	3455	8486	7839	11998	17588
P/E	17.6	22.6	18.3	15.8	13.9	货币资金的期末余额	8486	7839	11998	17588	21574
P/B	4.6	4.8	4.1	3.4	3.0	企业自由现金流	0	135	4390	7329	7595
EV/EBITDA	13.0	15.2	14.6	12.5	11.2	权益自由现金流	0	8859	5517	7272	7882

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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