双汇发展（000895）

厉兵秣马做营销，品牌焕新待见证

2020 年 10 月 28 日

买入（维持）

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,348	72,841	80,271	88,138
同比（%）	23.3%	20.7%	10.2%	9.8%
归母净利润（百万元）	5,438	6,312	7,104	7,874
同比（%）	10.6%	16.1%	12.5%	10.8%
每股收益（元/股）	1.57	1.82	2.05	2.27
P/E（倍）	31.64	27.25	24.21	21.85

事件:

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 557.64 亿元（+32.79%），归母净利 49.38 亿元（+25.24%），扣非净利 45.74 亿元（+22.02%）。20Q3 实现营收 193.9 亿元 （+17.11%），归母净利 18.97 亿元（+22.9%），扣非净利 17.51 亿元（+15.38%）。

投资要点

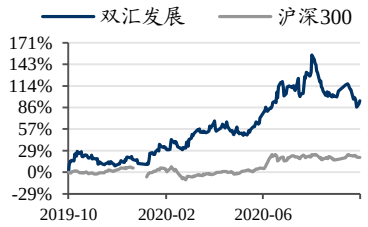
- **屠宰：进口冻肉补量，成本改善利润率环比回升。**20Q3 屠宰业务收入 120 亿元，同比+14%，其中对外收入 105 亿元，同比+16%。拆分量价来看，20Q3 鲜冻猪肉产品同比下降 6%，主要是 19Q3 高基数，外销同增 6%。生鲜品业务加大冻品出库，同时公司加大肉类进口，三季度进口肉总销量、外销量均基本翻倍增长，有效弥补了国产肉的外销缺口，20Q1-3 与罗特克斯关联采购分别为 30/46/26 亿元。Q3 屠宰实现营业利润 4.97 亿元（同比+3%），营业利润率 4.1%（环比+1.7pct），冻肉仍具备一定成本优势。长期看，非洲猪瘟导致行业屠宰量下降，环保整治叠加疫情影响，大量中小产能加速退出，预计在全国出栏量回升后，公司屠宰将有显著增长，市场份额也能得到进一步提升。

- **肉制品：打好组合拳，为 21 年量增店打基础。**20Q3 肉制品收入 77 亿元，同比+13%。拆分量价来看，吨价提高约 11%（环比-6%），1）公司坚持高端化战略，特优级产品占比同比提升 3.5pct，核心产品王中王同比增长 13.8%；2）吨价增速环比下降 6%，主要是 19 年阶梯式提价约 20%，其中 Q2/3 分别提价 6/9%，基数提高的背景下提价红利有所减弱；但考虑到 21 年猪价有望从高位回落，预计吨成本将有显著改善，业绩上仍将有较好表现。Q3 末合同负债 13.6 亿元，环比基本持平维持较高水准，终端订货积极，预计 Q4 销量仍将保持较好增长态势。Q3 肉制品业务实现营业利润 16 亿元（同比+10%），经营利润率 20.9%（同比-0.7pct，环比-0.6pct），主要是公司在成本高位平稳期，提前加大营销力度+同期进口肉成本优势显著、业绩基数较高。环比 Q2 肉制品吨利下降 140 元至 3665 元，费用投放导致吨利略有下降，我们认为这是公司为 21 年肉制品销量增长蓄力。预计在 21 年猪肉成本下行期，公司有望通过修炼内功长期站稳 4000 元吨利水平，而配合前期新品+营销+提高业务人员、渠道激励的组合拳方式，21 年肉制品销量有望实现高个位数增长。

- **降本提效益，减值导致压制。**20Q1-Q3 毛利率 17.55%(-1.92pct)，20Q3 毛利率 18.66%(-0.58pct)，预计与收入结构+肉制品加大营销活动力度+运输费用调整至营业成本有关；Q3 销售费用率 3.73%(-0.67pct)，管理费用率（含研发费用）2.25%(+0.03pct)，降本增效。Q1-3 资产减值损失累计计提 6.3 亿元，预计主要是对冻品库存提取减值较多，后续将有所转回。综上 20Q3 实现归母净利 18.97 亿元（+22.9%），扣非净利 17.51 亿元（+15.38%）。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宗旭豪
zongxh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.65
一年最低/最高价	24.78/65.65
市净率(倍)	6.97
流通 A 股市值(百万元)	66702.05

基础数据

每股净资产(元)	7.12
资产负债率(%)	32.28
总股本(百万股)	3464.66
流通 A 股(百万股)	1343.45

相关研究

1、《双汇发展（000895）：盈利维持高水准，品牌持续年轻化》2020-08-12

2、《双汇发展（000895）：提价红利期，进口优势显》2020-04-29

3、《双汇发展（000895）：低价冻肉释放业绩，肉制品提价传导顺畅》2020-03-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **品牌焕新，打开长期增长空间。**公司通过线上线下、空中地面联合宣传，提升品牌势能。年初以来，公司多次联合薇娅直播推广战略新品，新产品销量占比逐季提升，部分主导新产品如：辣吗？辣香肠、火炫风香肠、双汇筷厨等产品。公司不断加大营销投入、创新营销方式，签约明星代言、开展头部主播带货，品牌年轻化战略初见成效。分渠道看，电商渠道、新型休闲专业客户、餐饮专业客户渠道等新渠道销售大幅增长，公司通过多元渠道建设促进品牌年轻化。
- **盈利预测与投资评级：**猪瘟疫情影响下，**屠宰方面，全国布局的龙头企业短期增厚利润和长期整合产业；肉制品方面，公司进口肉目前有一定储备且进口渠道不断拓展，且公司在研发、销售等方面不断调整，随着产品结构升级、市场营销拉动，提价成效将持续体现。**我们预计 20-22 年公司收入达 728/803/881 亿元，同增 20.7/10.2/9.8%；归母净利润分别为 63/71/79 亿元，同增 16.1/12.5/10.8%；对应 PE 为 27/24/22X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**生猪价格波动，高端产品市场推广不及预期，渠道开拓不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

双汇发展三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**16303**	**18033**	**20346**	**26445**
现金	3455	7720	11500	14993
应收账款	154	152	185	185
存货	8801	6331	4719	7385
其他流动资产	3892	3830	3941	3881
非流动资产	**12330**	**15359**	**16431**	**17263**
长期股权投资	178	193	208	223
固定资产	10575	12633	13297	13931
在建工程	174	1262	1732	1988
无形资产	983	932	879	827
其他非流动资产	419	339	316	294
资产总计	**28633**	**33392**	**36776**	**43708**
流动负债	**11284**	**12662**	**12000**	**13888**
短期借款	3277	3277	3277	3277
应付账款	2946	3779	3588	4482
其他流动负债	5060	5605	5134	6129
非流动负债	**234**	**233**	**230**	**226**
长期借款	16	14	11	8
其他非流动负债	218	218	218	218
负债合计	**11518**	**12895**	**12229**	**14114**
少数股东权益	628	872	1152	1453
归属母公司股东权益	16488	19626	23395	28141
负债和股东权益	**28633**	**33392**	**36776**	**43708**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4424	11336	8867	8291
投资活动现金流	-1375	-3804	-1999	-1864
筹资活动现金流	-2385	-3267	-3088	-2934
现金净增加额	665	4265	3780	3493
折旧和摊销	972	892	1049	1168
资本开支	668	3014	1057	818
营运资本变动	-2534	3977	805	-717

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**60348**	**72841**	**80271**	**88138**
减:营业成本	48977	60531	66304	72626
营业税金及附加	297	359	395	434
营业费用	2706	2695	3371	3702
管理费用	1308	1457	1605	1763
财务费用	97	27	-250	-198
资产减值损失	-335	-36	0	0
加:投资净收益	143	89	93	108
其他收益	28	29	28	28
营业利润	**6852**	**7927**	**8966**	**9949**
加:营业外净收支	-13	59	39	21
利润总额	**6838**	**7986**	**9005**	**9970**
减:所得税费用	1173	1429	1621	1795
少数股东损益	228	244	280	301
归属母公司净利润	**5438**	**6312**	**7104**	**7874**
EBIT	6935	8017	8916	9772
EBITDA	7907	8910	9965	10940

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.57	1.82	2.05	2.27
每股净资产(元)	4.76	5.66	6.75	8.12
发行在外股份(百万股)	3319	3465	3465	3465
ROIC(%)	28.8%	28.6%	27.3%	25.4%
ROE(%)	33.1%	32.0%	30.1%	27.6%
毛利率(%)	18.8%	16.9%	17.4%	17.6%
销售净利率(%)	9.0%	8.7%	8.9%	8.9%
资产负债率(%)	40.2%	38.6%	33.3%	32.3%
收入增长率(%)	23.3%	20.7%	10.2%	9.8%
净利润增长率(%)	10.6%	16.1%	12.5%	10.8%
P/E	31.64	27.25	24.21	21.85
P/B	10.43	8.76	7.35	6.11
EV/EBITDA	21.45	18.57	16.25	14.51

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn