双汇发展（000895）

公司研究/点评报告

肉制品业务表现亮眼，利润端增速稳健

——双汇发展（000895）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 28 日

一、事件概述

10 月 27 日双汇发展公布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 557.64 亿元，同比+32.79%；实现归母净利润 49.38 亿元，同比+25.24%，基本 EPS 为 1.49 元。折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 193.90/18.97 亿元，同比分别+17.11%/+22.90%。公司拟每 10 股派发现金红利 6.4 元（含税）。

二、分析与判断

➢ Q3 业绩保持较高增速，进口肉用量大幅增加提升利润表现

收入端，屠宰业务受 19Q3 猪价上涨造成的高基数效应影响，导致整体收入增速环比下滑较明显；肉制品业务方面，公司积极调整产品结构，效果较为明显，其中特优级产品占比同比+3.5ppt，核心产品王中王收入同比+13.8%。此外，新品销量占比逐季提高，部分新品如辣香肠、火炫风香肠、双汇筷厨等增长趋势明显。利润端，受益鸡肉价格下降，肉制品利润创新高；生鲜品业务加大冻品出库，同时加大肉类进口，有效弥补国产肉的外销缺口，受此因此提振，公司利润端保持较高增速。

前三季度，公司销售鲜冻猪肉、鸡肉及包装肉制品共 230.96 万吨，同比-1.15%，合 Q3 销售鲜冻猪肉等 81.36 万吨，同比+0.77%。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪生产仍处于补栏阶段，肉制品销售总量同比基本持平。

前三季度，公司向罗特克斯采购分割肉、分体肉、骨类及副产品共 102.07 亿元，同比+202.65%，合 Q3 采购 25.81 亿元，同比+37.87%。国外猪肉内销大幅上升有效弥补了国内生猪产能的阶段性不足，并控制了肉制品生产成本上行，增厚利润表现。

➢ 屠宰业务拖累毛利率，肉制品动销顺畅降低销售费用率

前三季度公司销售毛利率为 17.55%，同比-1.92ppt（Q3 为 18.66%，同比-0.78ppt），原因是屠宰业务在收入中占比较高，开工不足导致毛利率下行，从而拖累整体毛利率表现；肉制品业务受益于低价进口肉的大量使用，毛利率预计将同比上行。

前三季度期间费用率为 5.44%，同比-1.99ppt（Q3 为 5.89%，同比-1.15ppt）。其中销售费用率为 3.54%，同比-1.42ppt（Q3 为 3.73%，同比-0.70ppt），原因是肉制品动销顺畅，促销力度降低。管理费用率为 1.75%，同比-1.42%（Q3 为 2.11%，同比+0.04ppt）。研发费用率为 0.11%，同比-0.02ppt（Q3 为 0.14%，同比-0.03ppt）。财务费费用率为 0.04%，同比-0.21ppt（Q3 为-0.09%，同比-0.46ppt），原因是银行利息收入增加、贷款利息支出下降。

➢ 渠道建设与养殖产能扩张双管齐下，主业经营仍有扩张空间

今年 10 月公司完成股票增发，实际募集资金约 70 亿元资金投向肉鸡、生猪养殖及屠宰、肉制品技改项目。项目达产后，预计将形成 2 亿羽/年的商品鸡产能以及约 50 万头/年的种猪、生猪出栏量，为下游屠宰业务及肉制品业务生产提供便利。同事，禽业养殖项目积极推进笼养改造，养殖指标大幅提升，为公司下一步扩大禽业规模奠定基础。

20Q3 公司坚持以销售为中心开展各项工作。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；公司不断加大营销投入，通过签约明星代言、开展头部主播带货等措施，品牌年轻化战略初见成效。

推荐　维持评级

当前价格：　49.65 元

交易数据	2020-10-27
近 12 个月最高/最低	63.5/25.54
总股本（百万股）	3464.66
流通股本（百万股）	1343.45
流通股比例（%）	39%
总市值（亿元）	1720.20
流通市值（亿元）	667.02

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 双汇发展（000895）2020 年一季报点评：猪价上行拉升营收增速，利润增速平稳
2. 双汇发展（000895）2020 年半年报点评：20H1 业绩保持高增长，成本压力得到有效缓解

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们小幅上调盈利预测。预计 2020-2022 年公司实现营业收入 766/701/759 亿元，同比+26.9%/-8.4%/+8.2%；实现归属上市公司净利润 66.6/71.6/77.5 亿元，同比+22.4%/+7.5%/+8.4%，对应 EPS 为 1.92/2.07/2.24 元，目前股价对应 PE 为 26/24/22 倍。公司目前估值与肉制品板块 26 倍的平均估值（Wind 一致预期，算数平均法）基本相当，未来屠宰业务有望受益生猪产能恢复，肉制品业务长期成长性良好，维持“推荐”评级。

四、风险提示

屠宰业务毛利率下滑超预期，肉制品业务发展不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,348	76,582	70,149	75,901
增长率（%）	23.3%	26.9%	-8.4%	8.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	5,438	6,657	7,156	7,754
增长率（%）	10.6%	22.4%	7.5%	8.4%
每股收益（元）	1.64	1.92	2.07	2.24
PE（现价）	30.3	25.8	24.0	22.2
PB	10.0	8.9	7.7	6.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	60,348	76,582	70,149	75,901
营业成本	49,028	62,506	55,902	60,660
营业税金及附加	297	479	426	436
销售费用	2,706	3,247	3,136	3,226
管理费用	1,308	1,838	1,613	1,746
研发费用	88	75	92	95
EBIT	6,920	8,436	8,981	9,738
财务费用	97	83	65	81
资产减值损失	(335)	6	12	2
投资收益	143	88	93	108
营业利润	6,852	8,627	9,225	9,967
营业外收支	(13)	3	0	(1)
利润总额	6,838	8,688	9,236	9,986
所得税	1,173	1,698	1,740	1,849
净利润	5,666	6,989	7,496	8,138
归属于母公司净利润	5,438	6,657	7,156	7,754
EBITDA	7,893	9,318	9,840	10,564

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3455	13424	11417	21939
应收账款及票据	213	256	238	260
预付款项	212	163	160	198
存货	8801	3760	9928	4938
其他流动资产	483	483	483	483
流动资产合计	16303	21150	25343	30887
长期股权投资	178	266	358	466
固定资产	10630	10291	9866	9433
无形资产	981	928	883	856
非流动资产合计	12330	11121	9882	8702
资产合计	28633	32271	35225	39589
短期借款	3277	3277	3277	3277
应付账款及票据	3084	3299	3093	3458
其他流动负债	670	670	670	670
流动负债合计	11284	11676	11325	12162
长期借款	16	16	16	16
其他长期负债	218	218	218	218
非流动负债合计	234	234	234	234
负债合计	11518	11910	11559	12396
股本	3319	3464	3464	3464
少数股东权益	628	960	1299	1683
股东权益合计	17115	20361	23666	27193
负债和股东权益合计	28633	32271	35225	39589

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.3%	26.9%	-8.4%	8.2%
EBIT 增长率	8.0%	21.9%	6.5%	8.4%
净利润增长率	10.6%	22.4%	7.5%	8.4%
盈利能力				
毛利率	18.8%	18.4%	20.3%	20.1%
净利润率	9.0%	8.7%	10.2%	10.2%
总资产收益率 ROA	19.0%	20.6%	20.3%	19.6%
净资产收益率 ROE	33.0%	34.3%	32.0%	30.4%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.8	2.2	2.5
速动比率	0.7	1.5	1.4	2.1
现金比率	0.6	1.4	1.3	2.1
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	47.8	36.2	44.0	44.0
总资产周转率	2.4	2.5	2.1	2.0
每股指标（元）				
每股收益	1.64	1.92	2.07	2.24
每股净资产	4.97	5.60	6.46	7.37
每股经营现金流	1.33	3.85	0.52	4.26
每股股利	1.00	1.10	1.21	1.33
估值分析				
PE	30.3	25.8	24.0	22.2
PB	10.0	8.9	7.7	6.7
EV/EBITDA	21.5	17.2	16.5	14.4
股息收益率	2.0%	2.2%	2.4%	2.7%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,666	6,989	7,496	8,138
折旧和摊销	1,307	887	872	828
营运资金变动	(2,504)	5,509	(6,563)	5,812
经营活动现金流	4,424	13,334	1,799	14,749
资本开支	659	(543)	(483)	(481)
投资	(859)	0	0	0
投资活动现金流	(1,375)	543	483	481
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,385)	(3,908)	(4,289)	(4,708)
现金净流量	664	9,969	(2,007)	10,522

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。