双汇发展（000895）

盈利维持高水准，品牌持续年轻化

买入（维持）

2020 年 08 月 11 日

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

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（%）	23.4%	20.7%	10.2%	9.8%
归母净利润（百万元）	5,438	6,310	7,102	7,876
同比（%）	10.7%	16.1%	12.5%	10.9%
每股收益（元/股）	1.64	1.90	2.14	2.37
P/E（倍）	34.95	30.11	26.76	24.13

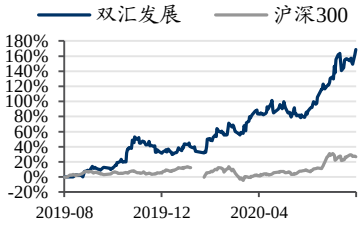
事件：

公司发布 2020 年中报，20H1 实现总营收 363.73 亿元 （+43%），归母净利 30.41 亿元（+27%），扣非净利 28.23 亿元（+26%）。20Q2 实现总营收 187.82 亿元 （+40%），归母净利 15.76 亿元（+42%），扣非净利 14.34 亿元（+41%）。

投资要点

- **屠宰：进口肉弥补国内生猪出栏不足。**20Q2 屠宰业务收入 122.6 亿元，同比+52.6%，其中对外收入 100.7 亿元，同比+44.3%。拆分量价来看，20Q2 屠宰生猪 161 万头（同比-58.2%），而生鲜冻品销售同比增长 3.4%，外销同增 0.4%，进口冻肉补足屠宰量不足，其中 20Q1/Q2 与罗特克斯关联采购分别为 30/46 亿元。此外生鲜冻品内部销售比例提升，优化肉制品业务成本。Q2 屠宰头均利润 183.5 元（环比-25.3%，同比+143.1%）。Q2 屠宰实现营业利润 2.95 亿元（同比+2%），营业利润率 2.4%（环比-1.1pct），主要由于国内生猪价格下降，冻肉成本优势下降。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：提价红利持续释放，高端化节奏稳步推进。**20Q2 肉制品收入 73.4 亿元，同比+21.8%。拆分量价来看，吨价提高约 17%，主要是 1）19 年采取随行就市小幅多次提价，累计提价约 20%，其中 19Q2/Q3 吨价分别提升 6/9%，故 Q3 吨价预计仍能有 10%以上提升空间；2）公司坚持高端化战略，高端品占比提高带动吨价提升。Q2 末合同负债 14.1 亿元（环比下降 8.5 亿元，同比增长 3.4 亿元），终端订货积极，预计 Q3 销量有望实现小幅上涨。Q2 肉制品业务实现营业利润 15.8 亿元（同比+63%），经营利润率 21.5%（同比+5.4pct，环比+1.2pct），提价红利延续。2020 年公司将加大对高端品推广力度，新品也侧重产品升级，筷厨、无淀粉双汇王等高端新品全年销量有望超过 1 万吨。在高端战略推动下，目前肉制品吨利达到 3800 元的高位，预计在 20H2 猪肉成本下行期，成本压缩，利润空间将进一步打开。长期来看，预计利润空间打开后，公司能通过提高产品品质进一步提高销量，以及返利渠道提升渠道控制力，有望通过修炼内功站稳 4000 元吨利水平。
- **降本提效益，减值导致压制。**20Q2 毛利率 16.96%(-4.15pct)，主要是屠宰占比提高，其中屠宰毛利率下滑-3.48pct，肉制品毛利率提高 3.6pct；销售费用率 3.5%(-1.72pct)，管理费用率（含研发）1.63%(-0.56pct)，降本增效。本期计提资产减值损失 2.8 亿元（同增 2.2 亿元），主要是对冻品库存提取减值较多，预计后续将有所转回。综上 20Q2 实现归母净利 15.76 亿元（+42%），20H1 归母净利 30.41 亿元（+27%）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.25
一年最低/最高价	20.88/58.37
市净率(倍)	12.03
流通 A 股市值(百万元)	50495.49

基础数据

每股净资产(元)	4.76
资产负债率(%)	45.92
总股本(百万股)	3319.28
流通 A 股(百万股)	882.02

相关研究

1、《双汇发展（000895）：提价红利期，进口优势显》2020-04-29
2、《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
3、《双汇发展（000895）：规划关联交易额大增，期待展现利润弹性》2020-01-20

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，包括藤椒火腿肠/润口香甜王/红油卤猪蹄等产品，其中部分场次直播销售破千万。新品火旋风上线后联合抖音活动，赞助《奔跑吧 4》，新生代演员郑凯代言；开辟小卖部柜台渠道等扩大渠道。熟食门店加速布局，目前全国开店超过 700 家，邀请郭德纲代言，品牌营销强调国潮概念，意图挖掘更多年轻消费群体。
- **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 16.1/12.5/10.9%；对应 PE 为 30/27/24X，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**	**17886**	**20336**	**26567**
现金	3455	7572	11490	15116
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**	**15360**	**16432**	**17264**
长期股权投资	178	193	208	223
固定资产	10575	12633	13297	13932
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**	**33245**	**36767**	**43832**
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	19479	23386	28264
负债和股东权益	**28633**	**33245**	**36767**	**43832**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4424	11336	8867	8290
投资活动现金流	-1375	-3804	-2000	-1864
筹资活动现金流	-2385	-3415	-2950	-2801
现金净增加额	665	4117	3917	3626
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	29	-247	-200
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**	**7924**	**8964**	**9951**
加:营业外净收支	-13	59	39	21
利润总额	**6838**	**7983**	**9003**	**9972**
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**	**6310**	**7102**	**7876**
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)	1.64	1.90	2.14	2.37
每股净资产(元)	4.97	5.87	7.05	8.52
发行在外股份(百万股)	3319	3319	3319	3319
ROIC(%)	28.8%	28.8%	27.3%	25.3%
ROE(%)	33.1%	32.2%	30.1%	27.5%
毛利率(%)	18.8%	16.9%	17.4%	17.6%
销售净利率(%)	9.0%	8.7%	8.8%	8.9%
资产负债率(%)	40.2%	38.8%	33.3%	32.2%
收入增长率(%)	23.4%	20.7%	10.2%	9.8%
净利润增长率(%)	10.7%	16.1%	12.5%	10.9%
P/E	34.95	30.11	26.76	24.13
P/B	11.53	9.76	8.13	6.72
EV/EBITDA	23.72	20.61	18.06	16.15

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