

图表索引

图 1: 双汇发展历史沿革.....	5
图 2: 双汇发展股权结构.....	6
图 3: 双汇分红比例较高.....	6
图 4: 双汇发展 2014-2024H1 净现比 (%)	7
图 5: 万洲国际未偿还计息银行借款 (亿美元)	7
图 6: 双汇发展营收增速 (亿元, %)	8
图 7: 双汇发展归母净利润增速 (亿元, %)	8
图 8: 双汇发展毛利率及净利率 (%)	8
图 9: 双汇发展费用率水平 (%)	8
图 10: 主要肉制品企业 ROE 对比	9
图 11: 双汇发展主营结构 (%)	10
图 12: 双汇发展分产品营收增速 (%)	10
图 13: 双汇发展利润结构 (%)	10
图 14: 双汇分产品毛利率 (%)	10
图 15: 市场猪价波动滞后于生猪价格.....	11
图 16: 猪价与双汇屠宰量反向波动.....	11
图 17: 中国和美国猪价走势.....	12
图 18: 双汇进口冻肉与猪价关系.....	12
图 19: 双汇生鲜品产销量	13
图 20: 双汇生鲜品库存量 vs 中美价差.....	13
图 21: 猪周期下双汇屠宰分部营收同比 (%)	14
图 22: 猪周期下双汇屠宰量和头均毛利同比 (%)	14
图 23: 猪周期下双汇屠宰分部营业利润同比 (%)	14
图 24: 双汇分季度资产减值及猪价相关性.....	14
图 25: 猪周期下双汇肉制品分部营收变动 (%)	15
图 26: 猪周期下双汇肉制品分部营业利润同比 (%)	15
图 27: 双汇发展吨价及增速.....	15
图 28: 双汇发展吨利及增速.....	15
图 29: 双汇业绩与猪周期相关性分析框架.....	16
图 30: 2018 年来双汇市值、业绩、估值及猪价复盘.....	17
图 31: 中国生猪定点屠宰量及定点屠宰率 (头, %)	18
图 32: 2023 年全国生猪屠宰合计破 7 亿头.....	19
图 33: 双汇市占率领先	19
图 34: 我国生猪存栏数 (百万头)	19
图 35: 我国能繁母猪存栏月度环比变化情况 (%)	19
图 36: 双汇工业布局	21
图 37: 各省市生猪出场价及河南广东价差 (万元/吨)	21
图 38: 公司发挥冷链调配优势.....	22
图 39: 2019-2023 公司向双汇物流采购情况	22

图 40: 双汇发展渠道构成 (%)	23
图 41: 双汇发展分渠道毛利率 (%)	23
图 42: 双汇经销商数量及同比增长 (家, %)	23
图 43: 双汇发展经销商构成	23
图 44: 双汇发展研发人员数及研发费用率 (位, %)	25
图 45: 双汇主要预制菜产品	25
图 46: 双汇历史 PE 估值中枢 15-22 倍 (收盘价: 元/股)	27

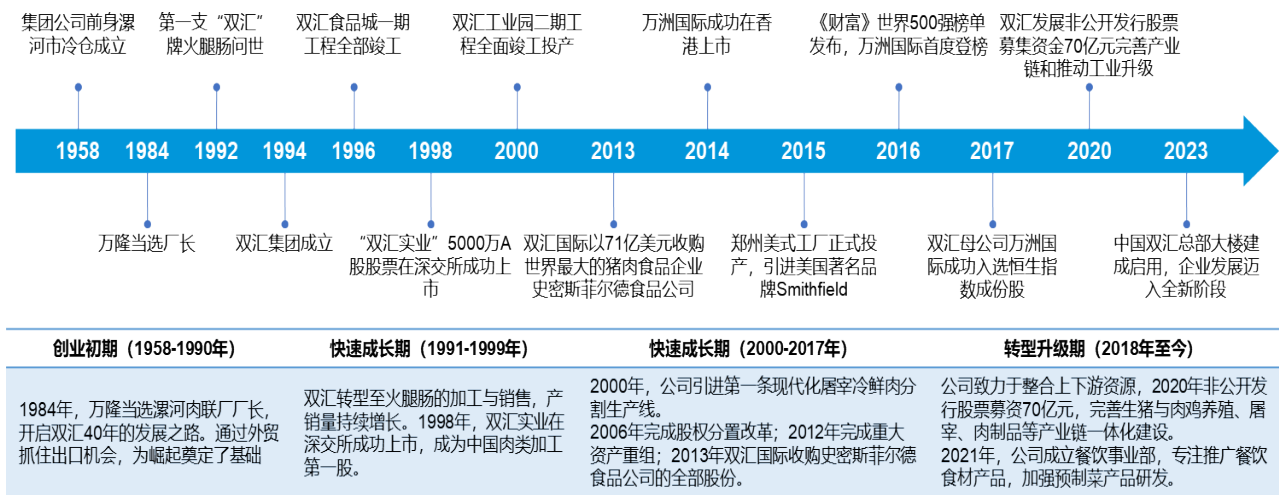
表 1: 主要食品饮料公司股息率排名	6
表 2: 2024H1 末双汇发展在建工程情况	7
表 3: 双汇 2020-2024H1 存货跌价准备及资产减值损失 (亿元)	13
表 4: 屠宰及肉类加工规范/政策 (2019-2023)	18
表 5: 《生猪产能调控实施方案 (2024 年修订)》	20
表 6: 双汇发展 2020 年募投定增项目资金使用情况	22
表 7: 覆盖上亿中国城市家庭的食品企业	24
表 8: 生鲜肉分类比较	25
表 9: 双汇发展盈利预测假设	26

一、公司概况：肉制品领军者，长期稳健高分红

（一）领先的肉类加工企业，外资注入迈向国际

肉制品行业龙头，实力强劲。1958年公司前身漯河市冷仓成立，1969年变更为漯河市肉类联合加工厂；1984年公司现任董事会主席万隆经职工选举为漯河肉联厂厂长，双汇开始了一系列改革和创新；1992年，双汇推出了第一支“双汇牌火腿肠”，随后成为了双汇的明星产品；随后，双汇集团于1994年由万隆组建成立，并于1998年在深交所上市，成为中国第一家上市的肉类加工企业；2006年双汇控股进行了股份制改造，引入外资股东，双汇开始走向国际化；2013年，双汇国际（万隆在香港设立的专业投资平台，业务涵盖了生猪养殖、生猪屠宰、肉制品和生鲜猪肉的加工和销售，后改名万洲国际）以47亿美元的价格（含债务的交易值为71亿美元）将史密斯菲尔德收入麾下。通过对多家国内外肉类加工企业并购，双汇发展逐步形成完善的全球供应链及分销网络，进一步巩固了国内外市场地位。随后，公司与阿里等电商合作，开拓线上销售渠道，积极推动数字化转型以高效满足市场需求。凭借其强大品牌影响力，公司行业竞争力长期保持全球领先地位。

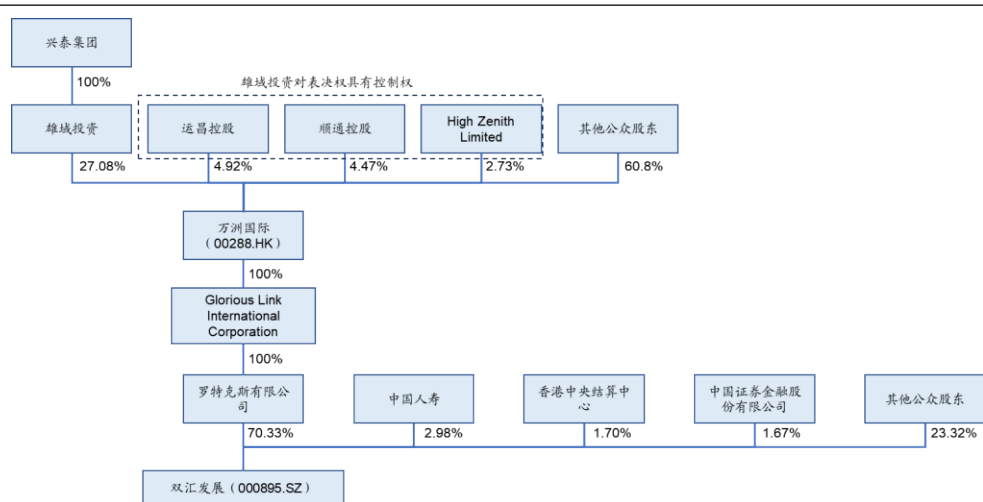
图1：双汇发展历史沿革



数据来源：双汇发展官网，

公司从国资背景起家，股权纵横捭阖实现“民营化”。2003年，双汇集团是公司实控人，与公司第二大股东海宇投资合计持有公司60.72%股份。2006年，漯河市国资委将其持有的双汇集团100%的股权转让给香港罗特克斯有限公司，双汇集团持有双汇发展35.72%的股权；同时，漯河海宇投资有限公司将其持有的双汇发展25%股权转让给罗特克斯，罗特克斯直接和间接持有双汇发展60.72%的股份。后经过一系列资产重组及MBO(Management Buy-Outs, 管理层收购)，目前万洲国际全资子公司罗特克斯持有双汇发展70.33%股份，而兴泰集团间接持有万洲国际27.08%的股份，为万洲国际和双汇发展的实控人，公司通过实现管理层持股成功提升管理效率。

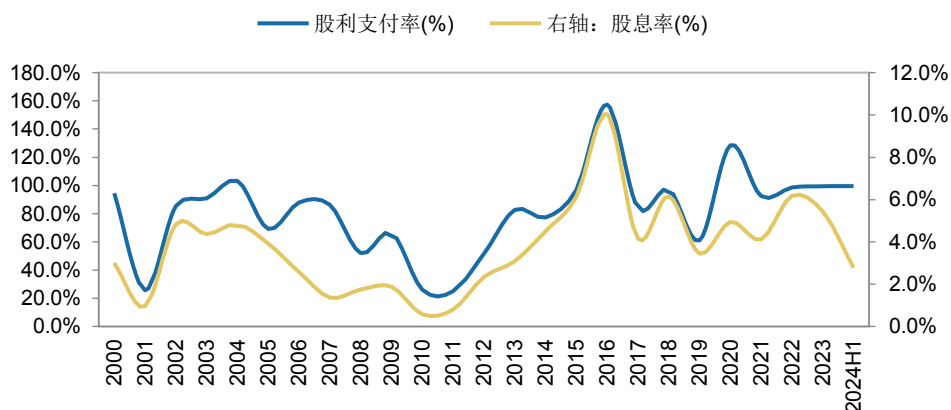
图2：双汇发展股权结构（2024年三季报）



数据来源： ，

分红率长期维持高位，高股息价值凸显。自 1998 年上市来，公司始终保持累计现金分红 30 次，平均分红率达 89.7%，累计分红 596.4 亿元，在高分红及较低估值水平下，近年来公司股息率始终处于食品饮料板块前五。截止 2024 年 11 月 28 日，双汇发展股息率(近 12 个月)达到 5.58%，远高于 WIND 全 A 平均 2.22% 的股息率水平，高股息价值凸显。

图3：双汇分红比例较高



数据来源： ，

表1：主要食品饮料公司股息率排名

2020			2021			2022			2023			2024E		
序列	公司	股息率	序列	公司	股息率	序列	公司	股息率	序列	公司	股息率	序列	公司	股息率
1	好想你	7.7%	1	养元饮品	7.0%	1	养元饮品	8.1%	1	好想你	7.8%	1	元祖股份	7.9%
2	元祖股份	5.9%	2	元祖股份	4.2%	2	双汇发展	6.2%	2	养元饮品	7.5%	2	养元饮品	7.9%
3	双汇发展	4.9%	3	双汇发展	4.1%	3	元祖股份	5.1%	3	元祖股份	5.5%	3	双汇发展	5.7%
4	养元饮品	4.6%	4	有友食品	3.7%	4	有友食品	3.7%	4	双汇发展	5.4%	4	绝味食品	5.6%

5	承德露露	3.7%	5	汤臣倍健	2.6%	5	承德露露	3.5%	5	汤臣倍健	5.3%	5	洋河股份	5.5%
6	汤臣倍健	2.9%	6	广弘控股	2.4%	6	伊利股份	3.4%	6	承德露露	5.1%	6	李子园	5.3%
7	三全食品	2.3%	7	伊利股份	2.3%	7	贵州茅台	2.8%	7	伊利股份	4.5%	7	紫燕食品	5.2%
8	安记食品	2.1%	8	口子窖	2.1%	8	仲景食品	2.6%	8	洋河股份	4.2%	8	伊利股份	5.2%
9	维维股份	2.1%	9	桃李面包	2.1%	9	口子窖	2.6%	9	重庆啤酒	4.2%	9	承德露露	5.1%
10	迎驾贡酒	2.0%	10	金达威	1.9%	10	桃李面包	2.6%	10	三全食品	3.7%	10	立高食品	5.0%

数据来源： ， ，注：（1）2024 年预计股息率=2023 年分红率×一致预测净利润/2024 年 10 月 23 日市值；（2）风险提示：2024 年预计股息率计算中，2024 年分红率主要参考 2023 年分红率，实际分红情况可能不符，则影响股息率水平

高分红具备可持续性，安全边际较高。从在建工程角度看，目前公司在建工程基本已投入完成，剩余所需投入资金仅剩4.7亿元，占2023年归母净利润为9.3%。从现金流质量来看，公司收益质量较好，经营性现金净流量/净利润比例长期大于1。此外，因母公司万洲国际举债共71亿美元收购史密斯菲尔德，产生较大债务负担，截至2024H1万洲国际剩余有息借款余额为33.97亿美元。整体而言，公司高分红具备可持续性，具备较高安全边际。

表2：2024H1末双汇发展在建工程情况

项目名称	预算数（亿元）	工程累计投入占预算比例	剩余所需资金（亿元）	资金来源
股份肉制品厂四车间技改项目	0.60	88.20%	0.07	其他
西华禽业肉鸡产业化项目二期	4.16	25.41%	3.11	其他
生物工程新建 3.2 万吨骨素项目	2.90	94.23%	0.17	其他
漯河禽业新建项目	9.73	91.41%	0.84	其他
漯河兴汇配套工程项目	1.18	77.80%	0.26	其他
漯河汇享新建项目	1.14	78.41%	0.25	其他
合计	19.72		4.69	

数据来源：双汇发展 2024H1 半年报，

图4：双汇发展2014-2024H1净现比（%）

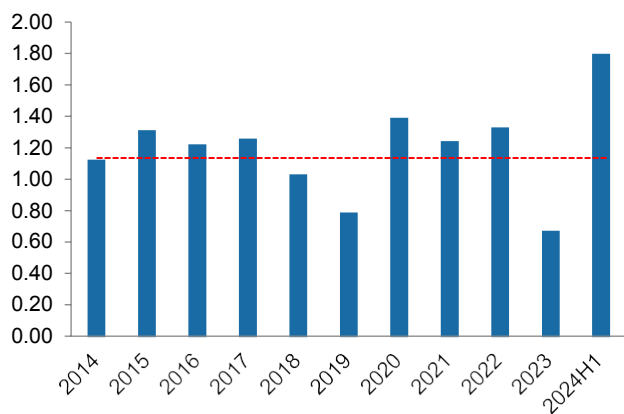
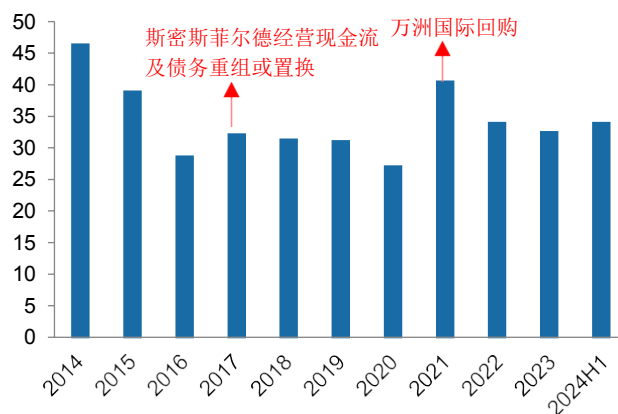


图5：万洲国际未偿还计息银行借款（亿美元）



数据来源： ，

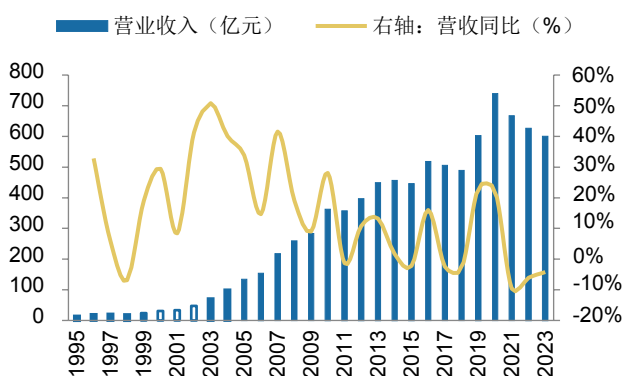
数据来源： ，

（二）业绩总体呈增长趋势，盈利逐步改善

营收规模持续增长，盈利受猪价扰动。公司主要以屠宰精加工和肉制品业务为核心，进口贸易和生猪养殖协同发展。公司主要产品为生猪屠宰（生鲜肉品）和肉制品（包装肉制品），此外还有部分其他业务，主要包含畜禽养殖以及调味料等，占比相对较小。上市以来，公司营收规模增长稳定，1995-2023年营收规模从15.4亿元提升至601.0亿元，CAGR为14.0%；归母净利润从0.4亿元提升至50.5亿元，CAGR为19.1%。其中，2023年公司营收及归母净利润分别为601.0亿元和50.5亿元，同比下滑4.2%/10.1%，主要受近几年猪肉价格长期维持低位所影响。

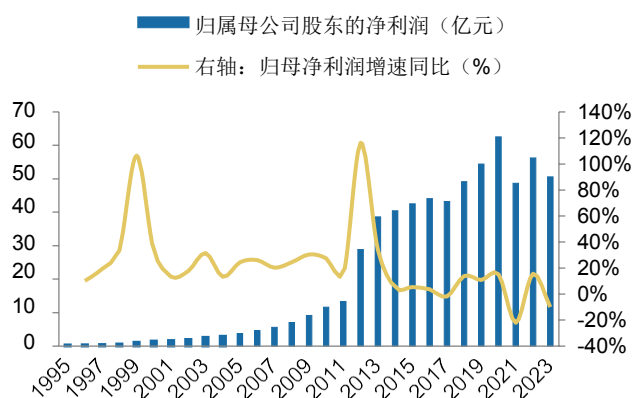
高分红及高周转贡献高ROE。公司ROE水平近年来保持在20%-30%之间，稳定性及盈利能力均远高于同行平均水平。从净利率水平来看，2018-2023年肉制品行业平均净利率水平在3%-6%之间，而双汇发展的净利润率在7%-10%左右，处于中上水平；从权益乘数而言，双汇发展较同行业更低且总资产中大部分由流动性资产构成。从资产质量来看，双汇应收账款及应收票据均较小，无形资产、在建工程等占比都很小，所以资产结构较优，流动性强，总资产周转率较高。

图6：双汇发展营收增速（亿元·%）



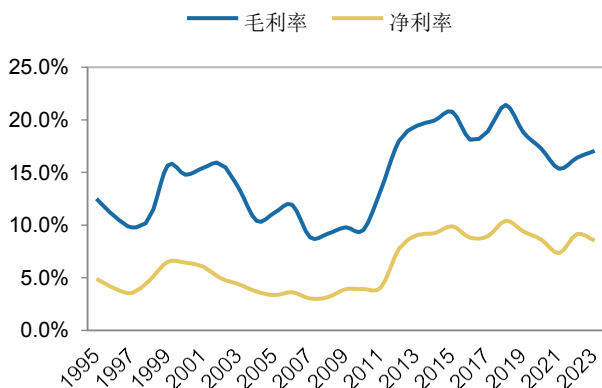
数据来源： ，

图7：双汇发展归母净利润增速（亿元·%）



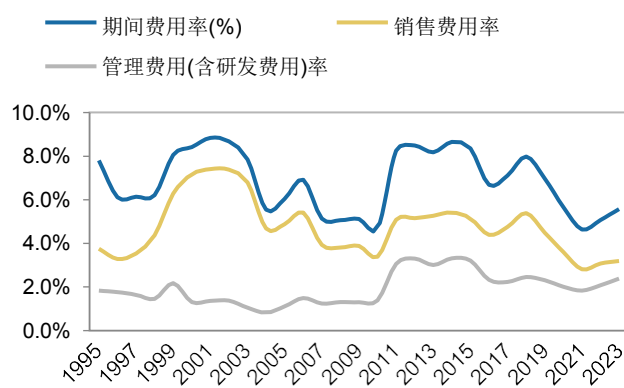
数据来源： ，

图8：双汇发展毛利率及净利率（%）



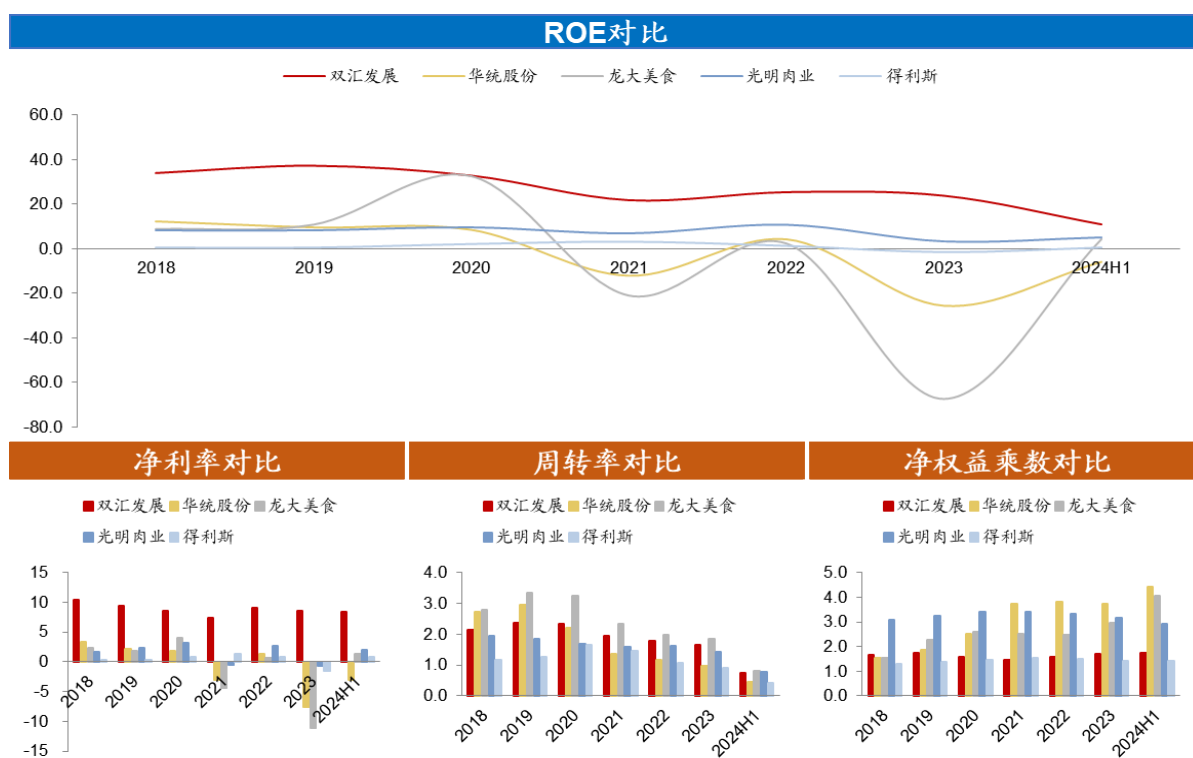
数据来源： ，

图9：双汇发展费用率水平（%）



数据来源： ，

图10：主要肉制品企业ROE对比



数据来源： ，

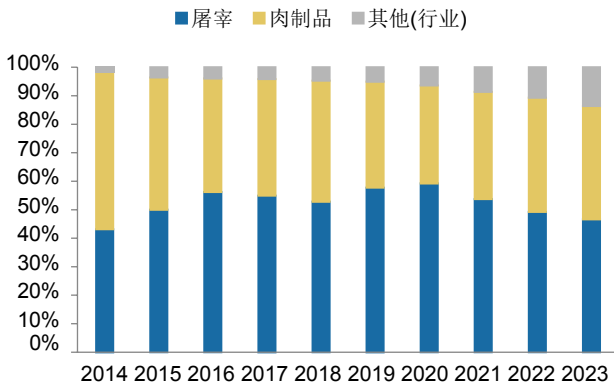
（三）屠宰和肉制品为核心，全产业链布局

屠宰为主要收入来源，受生猪价格波动。受猪周期影响，公司屠宰业务营收占比在50%至65%之间波动，2023年公司该业务收入占比达51.7%。屠宰业务生产的生鲜产品主要包括冷鲜肉和冻肉，且以冷鲜肉为主，主要渠道为特约店、商超、酒店餐饮、加工厂和农贸批发等。其中，冷鲜肉主要是猪肉和鸡肉，公司从上游养殖企业手中购入生猪，进行屠宰后，再将猪肉卖给下游渠道，2023年公司拥有单班年屠宰生猪2500多万头生产产能，产量146.5万吨，同比增加15.8%；冻肉业务一部分来源于国内生猪屠宰，另一部分通过母公司罗特克斯从美国进口，利用中美猪肉价差降低原料成本，2023年公司进口罗斯特占年度采购总额比例达11.9%，采购金额59亿元，占总体鲜冻肉采购金额的49.2%。

包装肉制品产品多元，增长较为稳健。公司肉制品业务2023年收入占比为44.0%，主要销售渠道为AB商超、农贸批发、餐饮等。产品主要分为高温肉制品和低温肉制品，其中高温肉制品是指经过高温处理过的肉类食品，如火腿肠、香肠、酱卤熟食等，销量占比70%左右；低温产品如美式火腿，无淀粉火腿等，销量占比30%左右。2023年，公司包装肉制品产量147.3万吨，同比下滑3.6%，但销售均价基本稳定。

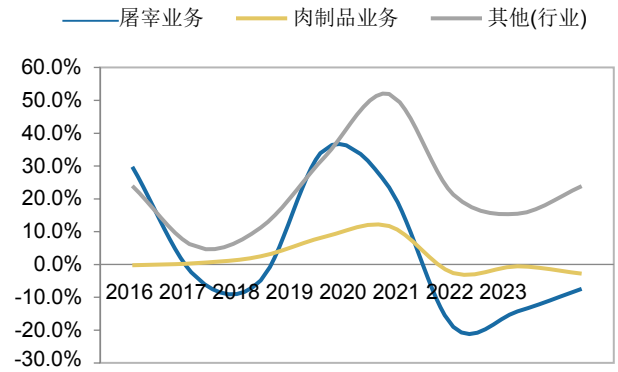
除了屠宰及肉制品两大核心业务外，公司其他业务包含上下游养殖业、调味品业、包装材料及其他销售服务等配套业务，覆盖全产业链综合效益，提升市场竞争优势。

图11：双汇发展主营结构（%）



数据来源： ，

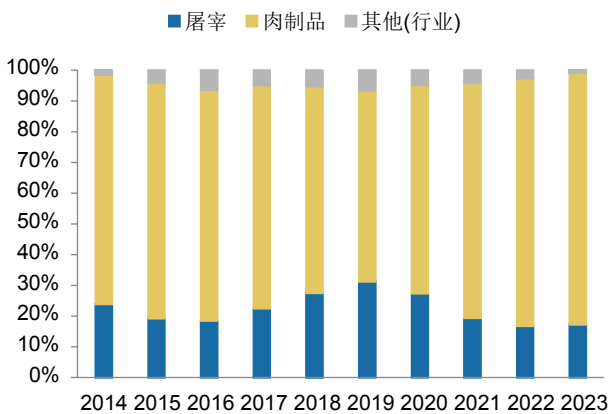
图12：双汇发展分产品营收增速（%）



数据来源： ，

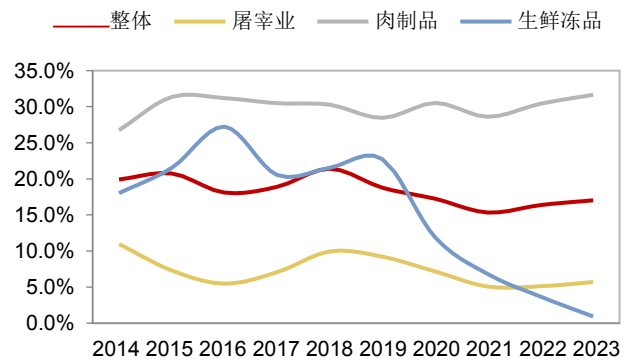
肉制品为主要利润来源，盈利能力显著高于屠宰业务。受猪周期影响，公司肉制品业务占营业利润的比重在 70%-96%之间波动，截至 2023 年，公司肉制品业务占营业利润比重为 80.3%。从毛利率水平来看，2023 年公司屠宰业务和肉制品业务毛利率分别为 5.7%、31.7%，肉制品业务盈利能力远高于屠宰，主要系：（1）肉制品作为深加工产品，具有品牌溢价空间，天然高于产品单一且壁垒较低的屠宰业务；（2）公司屠宰业务市占率仍处于较低水平，因此毛利长期随猪肉价格波动；肉制品业务市占率较高，产品具有一定议价能力，盈利能力稳步提升，且随着屠宰业务未来放量进一步压缩成本，扩大盈利空间。随着公司屠宰业务产能逐步释放，猪肉价格进入上升周期及肉制品的吨利提升，预计公司盈利有望持续增长。

图13：双汇发展利润结构（%）



数据来源： ，

图14：双汇分产品毛利率（%）



数据来源： ，

二、如何理解公司业绩与猪周期的相关性？

（一）屠宰：收入与猪周期正相关，盈利受冻品影响较大

公司屠宰产品主要分为鲜肉和冻肉，收入受屠宰量及猪价影响，利润分别来自于生猪与猪肉的时间价差及国内外的区域价差，而冻肉利润变动幅度显著高于鲜肉，因此对屠宰业务的整体影响较大。屠宰在整体猪产业链中处于中游，上游为饲料养殖，下游主要是食品加工及终端消费，利润空间主要来源于购进生猪和销售猪肉之间产生的价差。

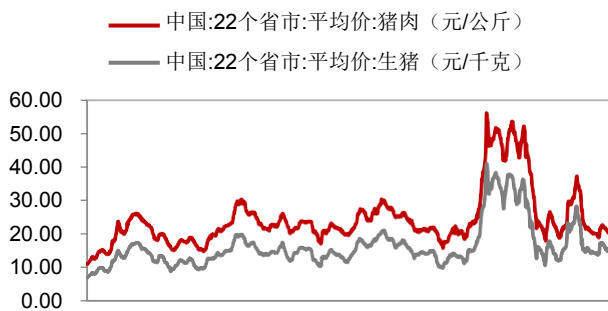
（1）鲜肉：生鲜肉是我国肉类消费市场的最重要品类之一，占肉类消费总量80%以上。其业绩的核心影响因素来自于屠宰数量，与猪价和头均利润相乘分别贡献屠宰的收入和利润。

屠宰数量：与猪价负相关，为主要影响因素。屠宰数量主要由生猪存栏量决定，而能繁母猪的存栏量决定了约1年后的生猪存栏，因此供给的滞后性与消费需求错配时将产生价格波动。例如，当猪价下行时，往往能繁母猪存量上升，生猪供给增加，供给侧产能释放大于需求，生猪屠宰量增加，产能利用率提升，单位完全成本下降，屠宰利润提升；反之，当猪价上涨时，生猪供给减少，则公司生猪屠宰量下降，产能利用率下降，单位完全成本增加，从而屠宰利润收窄。

生猪与猪肉价差：与猪价正相关，影响有限。猪肉价格传导到消费端存在一定滞后性，且由于消费端对于价格更加敏感，波动幅度一般小于生猪价格。例如，当猪价下行时，往往生猪价格先于猪价下跌，价差拉大，头均利润增加；当猪价上行时，往往生猪先于猪价上涨，价差缩小，头均利润下降。但考虑到鲜肉保质期短，从屠宰到销售通常只需一周，因此价差影响相对较小。

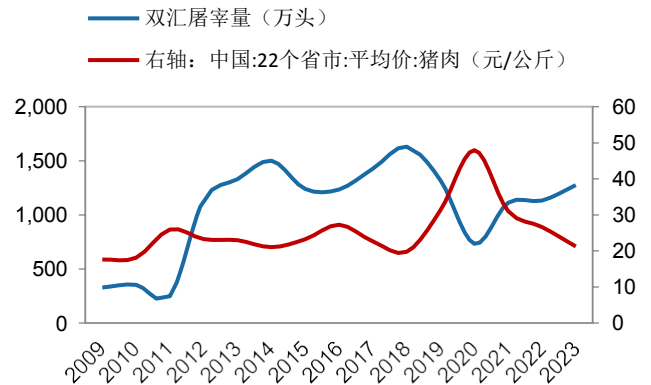
整体而言，猪周期位于高位时，需求疲软，屠宰量减少，头均利润较低。相反，猪周期下行时，需求增加，屠宰规模放量，释放更多利润空间。

图15：市场猪价波动滞后于生猪价格



数据来源：农业农村部，

图16：猪价与双汇屠宰量反向波动



数据来源：农业农村部，，公司财报，广发证券发展研究中心

心

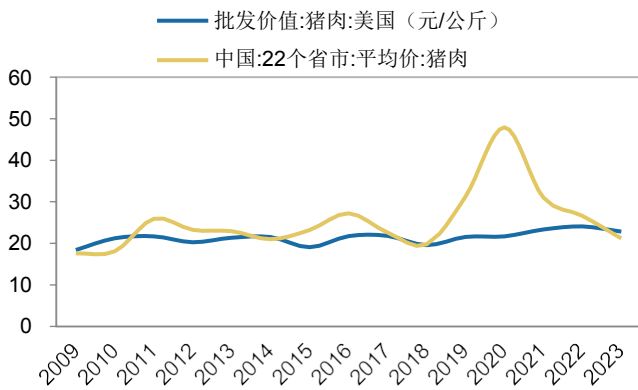
(2) **冻肉**：公司冻肉业务利润主要来自低价储备冻肉并在猪周期上行时售出的价差，因此，公司对猪周期的预判及冻肉囤积和释放时机的决策是盈利能力的关键。共有国内调节和跨国调节两大手段：

国内调节：公司冻肉业务利润部分来源于国内生猪屠宰，可以采取储存和投放来调节。例如，当公司判断猪价处于较低区间时，将相应增加收储，增加冻肉储备；当其判断猪价处于较高区间，将相应增加投放，通过库存投放的方式赚取价差。

跨国调节：公司冻肉业务利润另一部分通过双汇发展母公司罗特克斯从美国进口，利用中美猪肉价差降低原料成本，扩大利润。2013年母公司万州国际并购史密斯菲尔德后，双汇增加了冻品跨国调节的手段，因为相对国内猪肉养殖而言，美国猪肉规模养殖成本较低，集中度高，因此猪价基本保持稳定，长期以来较中国猪价处于较低水平。因此，当猪周期上行时，国内外猪肉价差扩大，公司加大进口冻肉并进行快速出库，释放利润；猪周期高位下行时，公司库存水平维持低位，直至猪周期底部时再加大进口冻肉库存，但此时，若公司在之前高位储备了部分冻肉，则库存冻肉的减值风险加大。

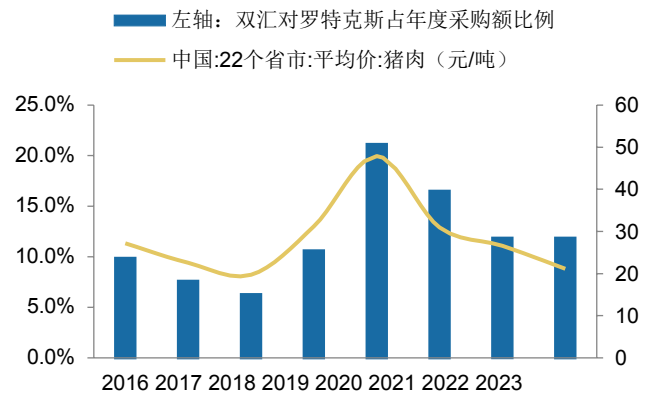
整体而言，双汇发展冻肉采购大部分来自于对母公司罗特克斯及其子公司的进口，进口冻肉和库存释放节奏与国内猪价变动趋势相关。2019年受非洲猪瘟影响，我国猪价出现大幅波动，2020年通过进口低成本冻肉，公司对罗特克斯采购额占比提升至21.1%。同年，公司屠宰生产量同比下降45%，而得益于冻肉进口，销量仅同比下降7%，屠宰业务营收同比增长23%。公司通过对产销量进行调配适度增加库存储备对冲价格波动所带来的影响，在后续猪价处于高位时进行出库释放利润。随后，2021年猪价从高位快速下跌，导致公司对冻品库存计提了13.0亿元的资产减值损失，这也进一步影响了公司屠宰业务的利润水平。

图17：中国和美国猪价走势



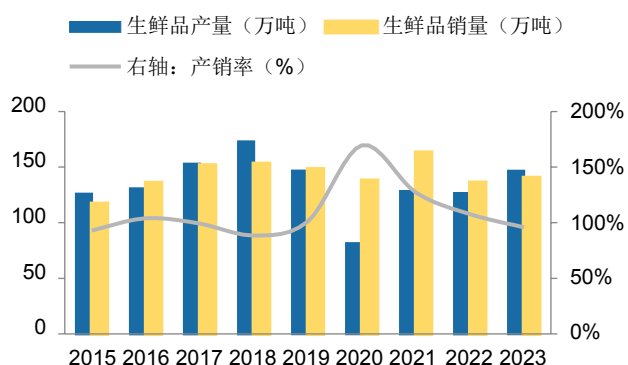
数据来源：美国农业部，

图18：双汇进口冻肉与猪价关系



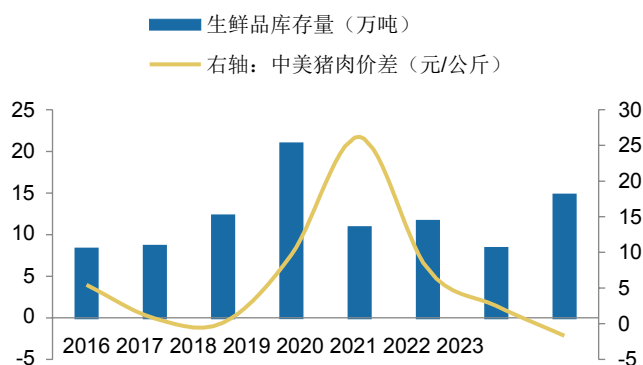
数据来源：中国海关总署，公司财报，

图19：双汇生鲜品产销量



数据来源：公司财报，

图20：双汇生鲜品库存量vs中美价差



数据来源：公司财报，

总结：屠宰业务收入与猪价正相关，利润受冻品减值影响波动较大。具体来看：

(1) 收入端：2012年公司屠宰量达到千万规模后分部营收与猪周期基本吻合，与猪价呈现正相关。2016和2019年猪周期上行时，猪价分别同比上涨17%/58%，公司屠宰收入增速同时显著提升，同比分别+30%/+35%；2017和2021年猪价进入下行期，同比分别-17%/-35%，公司屠宰业务营收增速随之放缓，同比降幅分别为-4%/-19%。

(2) 利润端：屠宰分部利润波动主要受冻品业务影响。我们通过分析公司存货情况，可见库存商品占库存金额总比重在40%以上，其中又以冻肉为主，而计提的存货跌价准备金额中约90%为冻肉库存。因此，当猪价大幅下跌时，屠宰利润受冻品跌价准备的计提影响较大；当猪价平稳上涨时，冻品跌价准备部分冲回，同时能够有效通过低吸高抛，调整库存节奏，冻品利润得以稳步释放。

表3：双汇2020-2024H1存货跌价准备及资产减值损失（亿元）

单位（亿元）	2020	2021	2022	2023	2024H1
存货金额	65.9	58.7	62.5	84.8	72.1
库存商品	36.4	28.4	29.1	36.1	27.2
——包装肉制品	2.0	4.7	5.8	0.9	1.2
——鲜冻猪肉	27.5	20.6	18.3	27.9	19.4
——其他类	6.9	3.1	5.1	7.3	6.6
消耗性生物资产	2.0	1.6	4.0	3.6	4.1
原材料	26.5	27.6	27.9	43.9	39.9
在产品	1.1	1.2	1.4	1.1	0.9
跌价准备	2.2	2.0	1.3	2.1	1.1
库存商品	2.2	1.8	1.2	2.0	1.1
鲜冻猪肉	1.7	1.7	1.1	1.7	0.9
其他类	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2
资产减值损失	-8.4	-13.0	-2.8	-4.9	-1.4
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-8.1	-12.8	-2.6	-4.5	-1.4
屠宰分部毛利率（%）	7.1%	5.1%	5.1%	5.7%	5.2%

数据来源：公司财报，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/696230133132011011>