


2023年04月01日
 上海梅林(600073.SH)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

肉制品

养殖业务大幅减亏，盈利弹性充分释放

事件：

公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 249.87 亿元，同比+5.80%；归母净利润 5.03 亿元，同比+66.05%；扣非归母净利润 4.30 亿元，同比+82.89%。其中 22Q4 实现营收 67.46 亿元，同比+8.74%；归母净利润 0.88 亿元，扣非归母净利润 0.70 亿元，同比扭亏。

牛羊肉放量，猪肉业务企稳

分业务看，22 年牛羊肉/生猪养殖/猪肉制品/罐头食品/综合食品/其他实现营收 145.79/9.00/37.77/15.56/14.50/27.25 亿元，同比+13.7%/-21.4%/-10.4%/-2.13%/-7.98%/+19.9%，其中 1) 牛羊肉实现高增，主要系能源、粮食紧张、供应链不畅导致国际红肉市场价格高位+汇率受益。同时公司推出的牛肉系列产品进入 Ole'精品超市华东和华南 50 多个精品门店，鹿肉系列产品进入叮咚买菜生鲜店、山姆会员店和盒马门店，促进国内小包装和餐饮渠道放量。2) 猪肉业务受疫情扰动出现下滑，各子公司积极调整减缓受损。江苏苏食自主开发 14 款新品，对接盒马等客户定制新品 30 余种，拓展团餐渠道；爱森研发梅干菜笋丝烧肉、黑胡椒安格斯牛肉粒等中高端预制菜；梅林推出“一糯千金”糯米饭和咔嚓一人份预制菜，同时加大线上线下渠道布局。3) 综合食品由于消费疲软出现下滑。**分渠道看**，22 年直营/分销模式实现营收 45.53/182.16 亿元，同比-7.6%/+8.3%，直营渠道受养殖板块扰动出现下滑。**分区域看**，22Q3 中国/海外实现营收 150.76/99.11 亿元，同比+5.7%/5.9%，分别+21/-162 家经销商，合计共 2445 家。**展望 23 年**，疫情扰动消除，综合食品和罐头食品动能向上，爱森、苏食、联豪均有预制菜产品推出，各品牌加速布局渠道；养殖方面，23H2 猪价有望企稳回升，养殖业务有望实现盈利。根据公司公告，预计国际红肉价格在 23H2 之前不会有明显增长，牛羊肉业务营收增速或收窄。同时大白兔 IP 推广、跨界营销等一系列品牌运营活动有望赋能经营端。

养殖业务大幅减亏，盈利弹性充分释放

22 年实现毛利率 13.51%，同比+3.90pct，主要系牛羊肉业务毛利增厚（毛利率同比+2.96pct），同时公司通过控制饲料、动保成本+内部产业协调，实现养殖业务大幅减亏（毛利率同比+43.10pct）。销售/管理/财务费用率为 4.0%/4.4%/1.1%，同比-0.0/0.5/1.0pct，综合导致 22 年净利率 2.01%，同比+0.73pct。其中 22Q4 毛利率为 9.15%，同比+2.93pct，环比-5.44pct，环比下滑主要系 22Q4 猪肉价格环比回落。销售/管理/财务费用率为 3.8%/5.6%/2.1%，同比+1.1/1.1/1.5pct，销售费用率增长主要系品牌活动加大推广，综合导致 22Q4 净利率为 1.31%，同比+1.89pct。

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

10.41 元

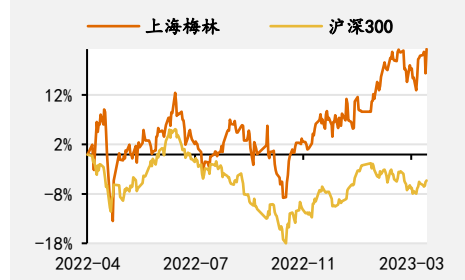
股价 (2023-03-31)

8.91 元

交易数据

总市值(百万元)	8,355.17
流通市值(百万元)	8,355.17
总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
12 个月价格区间	6.44/8.91 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.9	7.4	24.3
绝对收益	0.5	12.1	20.2

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠

联系人

houyn2@essence.com.cn

相关报告

盈利能力进一步提升，大白兔 IP 红利可期	2023-02-03
食品需求加速恢复，毛利水平稳步改善	2022-11-01

目 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 242.4、250.8、259.1 亿元，净利润分别为 4.9、5.2、5.4 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 10.41 元，相当于 2023 年 20x 的动态市盈率。

目 风险提示：猪肉上行趋势不及预期，食品安全，行业竞争加剧

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	23,617.3	24,987.3	24,243.0	25,082.8	25,908.6
净利润	302.8	502.8	488.3	516.6	540.9
每股收益(元)	0.32	0.54	0.52	0.55	0.58
每股净资产(元)	4.69	5.17	5.70	6.16	6.66

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	26.5	15.9	16.4	15.5	14.8
市净率(倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
净利润率	1.3%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
净资产收益率	6.9%	10.4%	9.1%	8.9%	8.7%
股息收益率	1.2%	0.0%	1.2%	1.1%	0.8%
ROIC	-2.3%	14.9%	13.2%	12.7%	15.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	23,617.3	24,987.3	24,243.0	25,082.8	25,908.6	成长性					
减:营业成本	21,438.2	21,701.4	21,281.0	21,911.8	22,639.7	营业收入增长率	-1.0%	5.8%	-3.0%	3.5%	3.3%
营业税费	45.6	48.6	46.6	48.5	50.1	营业利润增长率	-85.1%	612.0%	-15.9%	5.8%	4.7%
销售费用	861.1	910.2	967.2	1,042.5	1,074.2	净利润增长率	-25.2%	66.0%	-2.9%	5.8%	4.7%
管理费用	921.9	1,097.2	1,075.5	1,197.3	1,254.6	EBITDA 增长率	-34.2%	91.1%	-30.9%	0.2%	0.3%
研发费用	59.4	52.1	59.3	66.9	69.7	EBIT 增长率	-54.2%	187.1%	-38.9%	0.3%	0.5%
财务费用	28.0	272.1	33.2	-18.3	-59.9	NOPLAT 增长率	-117.0%	-686.1%	-12.7%	0.3%	0.5%
资产减值损失	-241.6	-141.3	-100.0	-100.0	-100.0	投资资本增长率	-7.8%	-1.6%	4.4%	-19.5%	10.5%
加:公允价值变动收益	-104.1	146.1	-	-	-	净资产增长率	-7.1%	6.4%	9.8%	8.2%	8.3%
投资和汇兑收益	120.1	110.4	50.0	50.0	50.0						
营业利润	155.3	1,105.8	930.1	984.0	1,030.2	利润率					
加:营业外净收支	-22.7	2.8	-	-	-	毛利率	9.2%	13.2%	12.2%	12.6%	12.6%
利润总额	132.6	1,108.6	930.1	984.0	1,030.2	营业利润率	0.7%	4.4%	3.8%	3.9%	4.0%
减:所得税	234.7	443.1	232.5	246.0	257.5	净利润率	1.3%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
净利润	302.8	502.8	488.3	516.6	540.9	EBITDA/营业收入	4.5%	8.1%	5.8%	5.6%	5.4%
						EBIT/营业收入	2.3%	6.3%	4.0%	3.9%	3.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	65	61	62	54	46
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	20	15	16	16	17
货币资金	3,515.9	3,857.0	3,742.1	3,871.8	3,999.2	流动资产周转天数	136	132	136	133	133
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	25	26	26	26	26
应收帐款	1,690.1	1,945.0	1,547.7	2,039.4	1,696.2	存货周转天数	47	44	45	45	45
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	227	222	226	214	205
预付帐款	229.7	266.5	176.9	289.1	201.2	投资资本周转天数	88	79	83	74	67
存货	3,132.2	2,986.5	3,049.1	3,202.3	3,218.8						
其他流动资产	285.8	373.3	343.6	334.2	350.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	10.4%	9.1%	8.9%	8.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-0.7%	4.2%	4.8%	4.9%	5.4%
长期股权投资	357.8	367.2	367.2	367.2	367.2	ROIC	-2.3%	14.9%	13.2%	12.7%	15.8%
投资性房地产	20.7	19.5	19.5	19.5	19.5	费用率					
固定资产	4,144.1	4,358.0	3,940.3	3,522.6	3,104.9	销售费用率	3.6%	3.6%	4.0%	4.2%	4.1%
在建工程	482.0	600.6	600.6	600.6	600.6	管理费用率	3.9%	4.4%	4.4%	4.8%	4.8%
无形资产	163.0	168.0	154.2	140.5	126.8	研发费用率	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	955.8	851.5	694.1	754.0	683.4	财务费用率	0.1%	1.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%
资产总额	14,977.1	15,792.9	14,635.3	15,141.2	14,368.1	四费/营业收入	7.9%	9.3%	8.8%	9.1%	9.0%
短期债务	2,445.8	1,836.2	1,867.0	351.3	161.5	偿债能力					
应付帐款	2,177.8	2,877.7	1,527.0	3,132.9	1,792.0	资产负债率	55.2%	54.8%	46.5%	44.0%	36.1%
应付票据	16.0	-	16.8	2.9	15.4	负债权益比	123.4%	121.4%	86.9%	78.6%	56.5%
其他流动负债	2,072.9	2,282.6	2,493.3	2,239.5	2,314.6	流动比率	1.32	1.35	1.50	1.70	2.21
长期借款	535.2	763.7	14.1	-	-	速动比率	0.85	0.92	0.98	1.14	1.46
其他非流动负债	1,026.3	897.9	884.7	936.3	906.3	利息保障倍数	19.62	5.79	29.03	-52.84	-16.21
负债总额	8,274.0	8,658.1	6,802.9	6,662.9	5,189.9	分红指标					
少数股东权益	2,305.2	2,289.0	2,487.8	2,705.5	2,932.1	DPS(元)	0.10	-	0.11	0.09	0.07
股本	937.7	937.7	937.7	937.7	937.7	分红比率	31.0%	0.0%	20.4%	17.1%	12.5%
留存收益	3,608.9	4,018.1	4,406.9	4,835.1	5,308.4	股息收益率	1.2%	0.0%	1.2%	1.1%	0.8%
股东权益	6,703.1	7,134.8	7,832.4	8,478.3	9,178.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	-102.1	665.5	488.3	516.6	540.9
						加:折旧和摊销	548.0	481.2	431.4	431.4	431.4
						资产减值准备	241.6	141.3	-	-	-
						公允价值变动损失	104.1	-146.1	-	-	-
						财务费用	121.2	329.3	33.2	-18.3	-59.9
						投资收益	-120.1	-110.4	-50.0	-50.0	-50.0
						少数股东损益	-404.9	162.7	209.3	221.4	231.8
						营运资金的变动	-470.4	436.2	-527.4	618.1	-837.3
						经营活动产生现金流量	552.9	1,978.5	584.7	1,719.2	256.9
						投资活动产生现金流量	-574.3	-742.8	50.0	50.0	50.0
						融资活动产生现金流量	-105.1	-738.5	-749.6	-1,639.5	-179.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.32	0.54	0.52	0.55	0.58
						BVPS(元)	4.69	5.17	5.70	6.16	6.66
						PE(X)	26.5	15.9	16.4	15.5	14.8
						PB(X)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
						P/FCF	7.6	22.6	-16.6	133.1	-78.4
						P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	8.3	4.0	6.0	4.9	4.9
						CAGR(%)	-293.3%	5.1%	-2.5%	-293.3%	5.1%
						PEG	-0.1	3.1	-6.7	-0.1	2.9
						ROIC/WACC	-0.3	1.7	1.5	1.4	1.8
						REP	-6.0	0.9	1.0	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034