

## 22 年平稳收官，预制菜增势延续

2023 年 04 月 20 日

➤ **事件：**公司发布 22 年年报，22 年全年公司营业总收入 30.75 亿元 (yoy-1.76%)，归母净利润 0.32 亿元 (yoy-27.67%)；单 Q4 公司营业总收入 11.17 亿元 (yoy+202.25%)，归母净利润-0.19 亿元 (上年同期为 0.03 亿元)。

➤ **营销网络持续建设，大客户有望加速修复。**分渠道看，22 年公司经销/大客户/直营模式营收分别同比+43.56%/-31.10%/-11.35%，大客户渠道收入下滑主要系疫情中餐饮消费疲软，随着餐饮需求逐步修复，同时公司继续围绕重点客户开展工作，以京东自营品牌、山姆、海底捞、和合谷、正新鸡排等大型连锁及知名餐饮企业为主，开展全方位的深度个性化服务，公司大客户渠道有望加速修复。**分地区**，22 年山东省内/华北/华东/东北/西北营收分别同比分别-7.08%/-51.55%/+49.28%/+111.67%/+31.71%，东北、华东、西北地区增速较快。22 年全年公司经销商数量净增 211 家，其中山东/东北/华北/西北/华东/其他地区净增 14/65/37/71/9/15 家，东北、华北、西北经销商数量增加较多。展望 23 年，公司将继续开发空白渠道和网点，坚持以山东、陕西、北京、吉林、华东、华南、西南为市场建设的核心区域，充分发挥得利斯各生产基地的区位优势。

➤ **预制菜稳步高增，产能瓶颈逐步释放。**分产品看，22 年公司冷却肉及冷冻肉/预制菜类/低温肉制品/牛肉贸易类/电力蒸汽类/包装物营收分别为 15.99/6.43/2.82/3.56/0.99 /0.20 亿元，分别同比-8.47%/+37.91%/-16.74%/-9.14%/+21.46%/-24.30%。预制菜成长势能较强，主要系公司产品矩阵不断丰富，同时多元渠道同步拓宽，预制菜产品持续放量。公司募投项目正在为预制菜业务提供原料保障，截至目前公司山东本部拥有 10 万吨预制菜产能、3 万吨牛肉系列预制菜产能、2 万吨速冻米面产能；陕西基地 5 万吨预制菜产能预计将于 2023Q3 投产，届时公司预制菜总产能将达到 20 万吨。

➤ **毛利率承压，期间费用增加。**22 年公司毛利率 6.92% (yoy-0.86pct)，主要系原料价格波动、生产人员数量增加。期间费用率 6.09% (yoy+0.57 pct)，其中销售费用率 2.98% (yoy+0.10 pct)；管理费用率 2.67% (yoy+0.78 pct)，主要系人员及薪酬结构调整、增加投资丰得利所致；财务费用率 0.10% (-0.38 pct)，主要系募集资金现金管理收益增加。净利率 1.03% (yoy-0.37 pct)，我们预计随产品结构优化，以及产能压力逐步释放，公司盈利有望提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 41.54/51.94/65.65 亿元，同比增长 35.1%/25.0%/26.4%，归母净利润分别为 0.91/1.35/2.07 亿元，同比增长 186.1%/48.8%/53.5%，当前 (4 月 20 日) 股价对应 PE 分别为 47/32/21X，公司立足屠宰、发力低温肉制品、延伸预制菜的新战略成效逐步显现，上调至“推荐”评级。

➤ **风险提示：**猪肉价格大幅波动、渠道拓展不及预期、产能投放不及预期等

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3075	4154	5194	6565
增长率 (%)	-1.8	35.1	25.0	26.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	32	91	135	207
增长率 (%)	-27.7	186.3	48.8	53.5
每股收益 (元)	0.05	0.14	0.21	0.32
PE	135	47	32	21
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价)

### 推荐

上调评级

当前价格：

6.70 元



#### 分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

#### 分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

#### 研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

### 相关研究

1.得利斯 (002330.SZ) 2021 年年报点评：21 年利润同比高增，屠宰业务景气度明显回升 -2022/04/21

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3075	4154	5194	6565
营业成本	2862	3782	4711	5928
营业税金及附加	11	16	20	26
销售费用	92	129	161	204
管理费用	82	98	114	125
研发费用	10	9	11	15
EBIT	47	128	187	282
财务费用	3	11	10	10
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	-3	4	5	7
营业利润	41	123	182	280
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	40	123	182	280
所得税	16	32	47	73
净利润	24	91	135	207
归属于母公司净利润	32	91	135	207
EBITDA	122	209	278	386

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	975	1021	1018	1120
应收账款及票据	141	149	173	200
预付款项	139	123	153	192
存货	453	435	503	568
其他流动资产	221	284	308	340
流动资产合计	1929	2012	2155	2421
长期股权投资	2	6	12	18
固定资产	873	918	962	1005
无形资产	201	201	201	201
非流动资产合计	1541	1589	1633	1678
资产合计	3470	3601	3788	4100
短期借款	461	461	461	461
应付账款及票据	229	241	258	309
其他流动负债	226	260	312	390
流动负债合计	915	962	1031	1159
长期借款	83	83	83	83
其他长期负债	76	75	71	66
非流动负债合计	159	158	154	150
负债合计	1075	1120	1185	1309
股本	637	637	637	637
少数股东权益	-1	0	0	0
股东权益合计	2395	2481	2603	2791
负债和股东权益合计	3470	3601	3788	4100

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-1.76	35.10	25.04	26.40
EBIT 增长率	-30.25	173.39	45.16	51.41
净利润增长率	-27.67	186.30	48.83	53.49
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	6.92	8.96	9.30	9.71
净利润率	1.03	2.18	2.60	3.15
总资产收益率 ROA	0.91	2.52	3.56	5.05
净资产收益率 ROE	1.32	3.65	5.18	7.42
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.11	2.09	2.09	2.09
速动比率	1.26	1.32	1.28	1.27
现金比率	1.07	1.06	0.99	0.97
资产负债率 (%)	30.97	31.11	31.29	31.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	16.53	13.00	12.00	11.00
存货周转天数	57.83	42.00	39.00	35.00
总资产周转率	1.07	1.17	1.41	1.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.05	0.14	0.21	0.32
每股净资产	3.76	3.90	4.09	4.38
每股经营现金流	-0.25	0.31	0.27	0.45
每股股利	0.00	0.02	0.03	0.05
<b>估值分析</b>				
PE	135	47	32	21
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	31.80	18.35	13.76	9.66
股息收益率 (%)	0.00	0.31	0.46	0.71

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24	91	135	207
折旧和摊销	75	81	92	103
营运资金变动	-256	9	-69	-36
经营活动现金流	-158	199	174	289
资本开支	-218	-109	-114	-121
投资	27	0	0	0
投资活动现金流	-191	-109	-114	-121
股权募资	978	0	0	0
债务募资	122	0	-8	0
筹资活动现金流	1060	-43	-64	-67
现金净流量	710	46	-3	102

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026