

得利斯 (002330)

增持 (维持)

Q4 疫情扰动致盈利承压, 预制菜快速放量

2023年04月19日

市场数据

日期	2023-04-18
收盘价(元)	6.55
总股本(百万股)	636.79
流通股本(百万股)	635.18
净资产(百万元)	2395.44
总资产(百万元)	3469.51
每股净资产(元)	3.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《得利斯 22H1: 中报符合预期, 预制菜增速亮眼》2022-08-21
《得利斯 21: 21 年平稳收官, 22 年预制菜提速》2022-04-21
《得利斯 22Q1: 盈利能力稳步提升, 预制菜加速发力》2022-04-15

分析师:

金旻

jinhm@xyzq.com.cn
S0190521080003

投资要点

- **事件:** 公司公告 2022 年年报: 2022 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 30.75/0.32/0.12 亿元, 同比-1.76%/-27.67%/-68.51%。其中 22Q4 营业总收入/归母净利润分别为 11.17/-0.19 亿元, 同比 202.25%/-803.55%, 扣非归母净利润-0.06 亿元。
- **预制菜业务持续发力, 省外加速拓展。** 2022 年冷却肉及冷冻肉收入 15.99 亿元, 同比下滑 8.47%, 主要系国内生猪价格较去年同期下降, 故而导致公司生鲜品销售价格下降, 而屠宰收入占比 52%, 故而拖累公司整体收入。2022 年预制菜类收入 6.43 亿元, 同比增长 37.91%, 收入占比同比提升 6.02pct 至 20.91%。公司持续优化预制菜产品结构, 加快营销网络体系建设, 大力推进与餐饮行业头部客户的战略合作。分区域看, 2022 年公司山东省内及华北区域收入占比有所下降, 华东、东北地区收入大幅增长, 加速拓展。公司持续推进全国营销网络布局及经销商招募力度, 2022 年经销商达到 1325 家, 同比增长 19%。
- **成本上行及费率提升致盈利能力受损。** 2022 年毛利率 6.92%, 同比-0.86pct, 其中 22Q4 毛利率 2.94%, 同比-6.95pct。毛利率下滑主要系部分主要原料、燃料能源价格持续上升且处于高位, 且 Q4 受疫情冲击致生产连续性有所降低。2022 年销售/管理/研发/财务费用率为 2.98%/2.67%/0.34%/0.10%, 同比 +0.10pct/+0.78pct/+0.07pct/-0.38pct。管理费用率波动较大主要系人员及薪酬结构调整、增加投资丰得利所致。综合以上因素, 2022 年公司归母净利率为 1.03%, 同比下滑 0.37pct。
- **盈利预测与投资建议:** 根据 2022 年年报相应调整盈利预测, 预计 23-25 年收入为 40.62/50.01/59.03 亿元, 同比增长 32.10%/23.13%/18.04%, 归母净利为 0.81/1.28/1.84 亿元, 同比增长 156.09%/57.52%/44.47%, EPS 为 0.13/0.20/0.29 元, 对应 2023 年 4 月 18 日收盘价, PE 为 51.48/32.68/22.62X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 猪价波动风险, 预制菜市场竞争风险, 食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3075	4062	5001	5903
同比增长	-1.76%	32.10%	23.13%	18.04%
归母净利润(百万元)	32	81	128	184
同比增长	-27.67%	156.09%	57.52%	44.47%
毛利率	6.92%	8.35%	8.72%	9.05%
ROE	1.32%	3.27%	4.91%	6.64%
每股收益(元)	0.05	0.13	0.20	0.29
市盈率	131.83	51.48	32.68	22.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司公告 2022 年年报: 2022 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 30.75/0.32/0.12 亿元, 同比-1.76%/-27.67%/-68.51%。其中 22Q4 营业总收入/归母净利润分别为 11.17/-0.19 亿元, 同比 202.25%/-803.55%, 扣非归母净利润-0.06 亿元。

点评

- **预制菜业务持续发力, 省外加速拓展。**
 - ✓ **分业务:** 1) 2022 年冷却肉及冷冻肉收入 15.99 亿元, 同比下滑 8.47%, 主要系国内生猪价格较去年同期下降(2022 年生猪均价 18.9 元/KG, 同比降幅 6%), 故而导致公司生鲜品销售价格下降, 而屠宰收入占比 52%, 故而拖累公司整体收入。2) 加码布局预制菜, 2022 年预制菜类收入 6.43 亿元, 同比增长 37.91%, 收入占比同比提升 6.02pct 至 20.91%。公司持续优化预制菜产品结构, 加快营销网络体系建设, 大力推进与餐饮行业头部客户的战略合作, 与山姆、元初食品、和合谷、庆丰包子、易太便利、九田家、快乐蜂等新客户建立合作关系。
 - ✓ **分区域:** 2022 年公司山东省内及华北区域收入占比有所下降, 华东、东北地区收入大幅增长, 加速拓展。公司持续推进全国营销网络布局及经销商招募力度, 2022 年经销商达到 1325 家, 同比增长 19%。

- **成本上行及费率提升致盈利能力受损。**

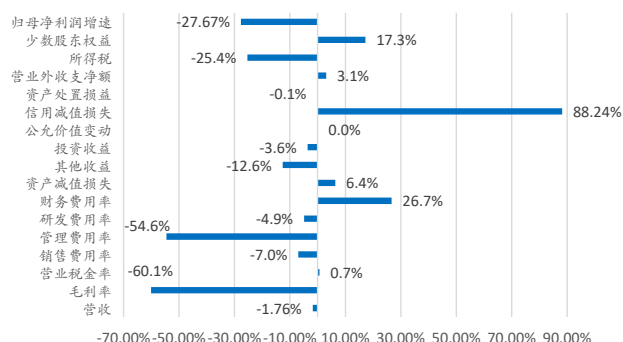
2022 年毛利率 6.92%, 同比-0.86pct, 其中 22Q4 毛利率 2.94%, 同比-6.95pct。毛利率下滑主要系部分主要原料、燃料能源价格持续上升且处于高位, 且 Q4 受疫情冲击致生产连续性有所降低。2022 年销售/管理/研发/财务费用率为 2.98%/2.67%/0.34%/0.10%, 同比+0.10pct/+0.78pct/+0.07pct/-0.38pct。管理费用率波动较大主要系人员及薪酬结构调整、增加投资丰得利所致。综合以上因素, 2022 年公司归母净利率为 1.03%, 同比下滑 0.37pct。

- **盈利预测与投资建议**

公司依托屠宰业务规模基础及区位优势, 2021 年后加速“大消费”转型战略落地, 大力发展肉制品深加工业务, 发力预制菜领域。预制菜赛道高成长性, 行业竞争格局分散、整合空间大, 近年来公司速冻调理品和牛肉制品收入占比显著提升, 随着未来预制菜产能释放, 有望快速成长。根据 2022 年年报相应调整盈利预测, 预计 23-25 年收入为 40.62/50.01/59.03 亿元, 同比增长 32.10%/23.13%/18.04%, 归母净利为 0.81/1.28/1.84 亿元, 同比增长 156.09%/57.52%/44.47%, EPS 为 0.13/0.20/0.29

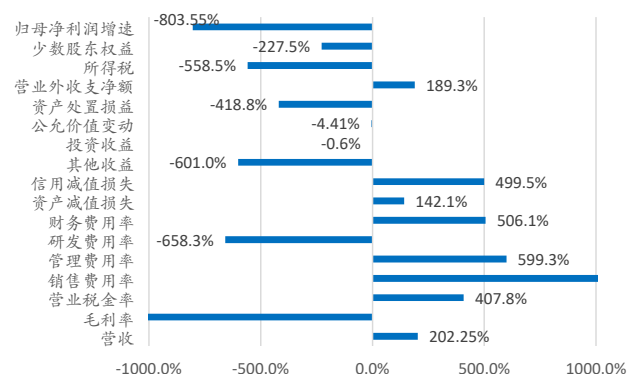
元，对应 2023 年 4 月 18 日收盘价，PE 为 51.48/32.68/22.62X，维持“增持”评级。

图 1、2022 年归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q4 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 风险提示

猪价波动风险，预制菜市场竞争风险，食品安全风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1929	1978	1963	2201
货币资金	975	874	873	1103
交易性金融资产	3	23	11	12
应收票据及应收账款	141	162	128	132
预付款项	139	121	183	216
存货	453	504	445	421
其他	218	294	324	317
非流动资产	1541	1557	1785	1838
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	873	965	1186	1215
在建工程	193	109	55	27
无形资产	201	295	340	384
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	1	3	4	6
其他	270	183	199	204
资产总计	3470	3535	3748	4039
流动负债	915	925	1008	1122
短期借款	461	400	421	427
应付票据及应付账款	229	298	336	418
其他	226	227	252	277
非流动负债	159	129	138	139
长期借款	83	83	83	83
其他	76	46	54	55
负债合计	1075	1054	1146	1260
股本	637	637	637	637
资本公积	1332	1332	1332	1332
未分配利润	391	472	592	767
少数股东权益	-1	0	1	2
股东权益合计	2395	2481	2602	2779
负债及权益合计	3470	3535	3748	4039

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	32	81	128	184
折旧和摊销	60	73	89	105
资产减值准备	-27	5	-23	-10
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	13	4	5	5
投资损失	3	0	0	0
少数股东损益	-7	1	1	1
营运资金的变动	-256	-126	63	83
经营活动产生现金流量	-158	135	278	386
投资活动产生现金流量	-191	-166	-288	-149
融资活动产生现金流量	1060	-70	10	-8
现金净变动	710	-101	0	229
现金的期初余额	91	975	874	874
现金的期末余额	975	874	874	1103

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3075	4062	5001	5903
营业成本	2862	3723	4565	5369
税金及附加	11	14	18	21
销售费用	92	114	135	153
管理费用	82	97	110	118
研发费用	10	12	15	18
财务费用	3	4	5	5
其他收益	2	5	5	6
投资收益	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	36	0	0	0
资产减值损失	-9	-10	-10	-10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	41	93	149	215
营业外收入	1	4	1	2
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	40	94	148	213
所得税	16	12	19	28
净利润	24	82	129	186
少数股东损益	-7	1	1	1
归属母公司净利润	32	81	128	184
EPS(元)	0.05	0.13	0.20	0.29

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-1.76%	32.10%	23.13%	18.04%
营业利润增长率	-19.52%	124.28%	60.90%	44.26%
归母净利润增长率	-27.67%	156.09%	57.51%	44.47%
盈利能力				
毛利率	6.92%	8.35%	8.72%	9.05%
归母净利率	1.03%	1.99%	2.55%	3.12%
ROE	1.32%	3.27%	4.91%	6.64%
偿债能力				
资产负债率	30.97%	29.82%	30.58%	31.21%
流动比率	2.11	2.14	1.95	1.96
速动比率	1.61	1.58	1.49	1.58
营运能力				
资产周转率	1.07	1.16	1.37	1.52
应收帐款周转率	19.82	23.73	28.32	39.67
存货周转率	7.82	7.64	9.34	12.12
每股资料(元)				
每股收益	0.05	0.13	0.20	0.29
每股经营现金	-0.25	0.21	0.44	0.61
每股净资产	3.76	3.90	4.08	4.36
估值比率(倍)				
PE	131.83	51.48	32.68	22.62
PB	1.74	1.68	1.60	1.50

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyq.com.cn