

2022年02月15日

上海梅林 (600073.SH)

板块协同稳增长，管理改革谋发展

■事件：近日我们参加了上海梅林股东大会并于管理层进行了交流。

■各版块内部业务理顺，练好内功再度出发。分板块看：1) 生猪养殖：2021年猪价大幅下行，且出于环保、招工等要求成本上行（约20元/kg），叠加养殖厂人员流失率较高，养殖板块经营出现下滑。未来成本管控是关键，若成本在14-20元区间有望应对行业猪价起伏，因此2022年养殖板块主抓降本增效，实现满负荷运转后规模效应下部分成本有望降低，环保、猪瘟等前期投入预计2023年见效。2) 冠生园、大白兔：旅游逐步恢复后手信产品销售回暖，大白兔IP产品不断推新，目前工厂已满产，后续或推广话梅糖、硬糖、润喉糖等新品类，实现全面布局。3) 罐头：目前罐头产品消费主力在农贸、批发、餐饮，商超渠道约占10-20%。2022年将推出6款一人份罐头等新品，依托全国300家经销商（签框架协议经销商100多家，未签协议的150-200多家），在各地连锁超市逐步推出。产能方面，目前工厂已满产，未来将持续做好梅林罐头的品牌打造和消费者培育。4) 银蕨：牛肉价处于高位下我们预计2021年银蕨营收有较好增长，但由于合作协议到期，2022年物流成本或有上涨。目前C端内销主推鹿肉和法式羊排，锁定草饲消费群体，在京东、抖音等新媒体建立新渠道，从B端做到C端以提升毛利。未来银蕨中国或持续打响品牌，做好内销。

■布局预制菜板块，与上游养殖形成协同。公司有3个子公司已布局预制菜：1) 苏食：布局调理半成品如狮子头，推出苏食一桌菜系列主打真空包装半成品菜，两系列产品均表现平稳，持续发力；2) 联豪：在海底捞餐饮渠道不利时主动转型，与锅圈合作提供火锅牛排、大刀腰片、腌制牛肉等产品，在京东、叮咚等亦有酸菜鱼等出售，目前工厂已满产，2021年约为6亿元规模；3) 爱森：已推出炸猪排、牛仔骨等产品在自有门店出售。目前门店已实现盈利，已有4家门店作为试点重新装整，有望成为光明集团旗下所有产品集合售卖的场景，未来继续翻新，大力做好协同。

■2022年开启发展管理年，明确目标责任到人，公司发展迎来新动力。2019年大白兔出身、有销售背景的吴坚董事长就任后对公司整体进行改革，目前梅林已形成传帮带干实事、有危机意识的工作氛围，并对标国内先进企业制定考核标准，层层细分落实到人，为营收增长打下坚实基础。未来高蛋白产业（肉类、养殖上下游）是发展主抓的风口工作，品牌食品（冠生园、正广和、梅林罐头）着重做好品牌建设。

■投资建议：我们预计2021年-2023年营收分别为229.16/249.94/258.59亿元，净利润分别为3.47/3.71/4.03亿元，首次给予增持-A的投资评级，6个月目标价为8.71元，相当于2022年22倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济及政策风险，食品安全问题

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	23,403.5	23,866.7	22,915.6	24,994.0	25,859.1
净利润	366.0	404.6	347.0	371.1	402.8
每股收益(元)	0.39	0.43	0.37	0.40	0.43
每股净资产(元)	4.29	4.62	4.92	5.19	5.49

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	19.6	17.7	20.6	19.3	17.8
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%
净资产收益率	9.1%	9.3%	7.5%	7.6%	7.8%
股息收益率	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%
ROIC	13.9%	13.0%	11.7%	15.0%	12.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

肉制品

投资评级 增持-A

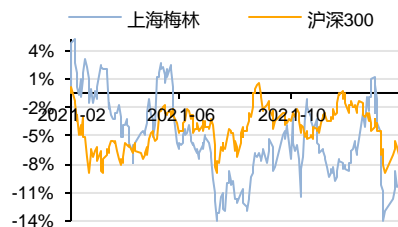
首次评级

6个月目标价：8.71元
股价(2022-02-15) 7.64元

交易数据

总市值(百万元)	7,192.39
流通市值(百万元)	7,192.39
总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
12个月价格区间	7.35/9.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.4	-2.89	-1.9
绝对收益	-11.02	-6.0	-8.09

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

赖雯

报告联系人

laiwen@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,403.5	23,866.7	22,915.6	24,994.0	25,859.1	成长性					
减:营业成本	20,093.5	20,989.1	20,330.9	22,210.7	22,908.5	营业收入增长率	5.5%	2.0%	-4.0%	9.1%	3.5%
营业税费	48.8	45.2	47.9	50.6	51.8	营业利润增长率	47.2%	41.2%	-14.0%	6.9%	8.2%
销售费用	1,657.8	870.8	873.6	878.7	901.1	净利润增长率	19.6%	10.5%	-14.3%	7.0%	8.5%
管理费用	743.5	837.8	853.6	927.6	1,002.2	EBITDA 增长率	109.2%	11.4%	-17.7%	5.1%	5.4%
研发费用	43.4	56.1	62.0	68.8	76.5	EBIT 增长率	150.1%	4.7%	-20.7%	7.1%	7.3%
财务费用	116.7	69.8	54.3	59.3	55.3	NOPLAT 增长率	62.6%	23.7%	-14.5%	7.1%	7.3%
资产减值损失	-184.9	-102.2	-100.0	-100.0	-100.0	投资资本增长率	32.4%	-5.6%	-16.3%	31.8%	-37.3%
加:公允价值变动收益	84.7	-28.7	12.7	-8.5	1.4	净资产增长率	13.6%	10.6%	7.9%	7.3%	7.4%
投资和汇兑收益	58.1	56.5	90.0	68.2	71.6						
营业利润	737.9	1,042.2	896.0	958.0	1,036.6	利润率					
加:营业外净收支	-22.7	-33.5	-31.0	-32.9	-32.5	毛利率	14.1%	12.1%	11.3%	11.1%	11.4%
利润总额	715.3	1,008.7	865.0	925.2	1,004.1	营业利润率	3.2%	4.4%	3.9%	3.8%	4.0%
减:所得税	154.5	257.0	220.4	235.7	255.8	净利润率	1.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%
净利润	366.0	404.6	347.0	371.1	402.8	EBITDA/营业收入	6.2%	6.7%	5.8%	5.6%	5.7%
						EBIT/营业收入	4.9%	5.0%	4.1%	4.1%	4.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	48	60	66	55	48
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动营业资本周转天数	27	24	15	23	22
货币资金	2,975.0	3,713.3	3,565.3	3,888.7	4,798.3	流动资产周转天数	120	130	133	131	137
交易性金融资产	-	-	4.4	1.5	2.0	应收帐款周转天数	28	27	27	27	27
应收帐款	1,909.8	1,604.4	1,857.8	1,907.8	1,962.3	存货周转天数	38	44	40	41	42
应收票据	-	-	4.0	1.1	1.2	总资产周转天数	194	215	222	206	204
预付帐款	208.8	201.4	288.5	221.2	287.2	投资资本周转天数	86	94	87	84	75
存货	2,754.9	3,091.9	1,954.4	3,783.5	2,211.7						
其他流动资产	351.2	371.8	305.4	342.8	340.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	8.7	2.9	3.9	ROE	9.1%	9.3%	7.5%	7.6%	7.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	5.1%	4.8%	4.6%	5.3%
长期股权投资	332.7	352.1	352.1	352.1	352.1	ROIC	13.9%	13.0%	11.7%	15.0%	12.2%
投资性房地产	23.3	22.0	22.0	22.0	22.0	费用率					
固定资产	3,615.3	4,350.3	3,991.2	3,632.1	3,273.0	销售费用率	7.1%	3.6%	3.8%	3.5%	3.5%
在建工程	775.8	396.7	396.7	396.7	396.7	管理费用率	3.2%	3.5%	3.7%	3.7%	3.9%
无形资产	170.8	160.6	148.4	136.1	123.9	研发费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	611.7	516.1	534.5	452.5	420.8	财务费用率	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
资产总额	13,729.2	14,780.5	13,433.3	15,140.9	14,195.0	四费/营业收入	10.9%	7.7%	8.0%	7.7%	7.9%
短期债务	2,273.3	1,827.2	1,061.0	1,726.1	-	偿债能力					
应付帐款	1,917.8	2,068.4	1,602.6	2,444.1	1,776.2	资产负债率	52.5%	51.2%	42.0%	44.8%	36.8%
应付票据	0.6	9.1	7.6	5.8	8.6	负债权益比	110.4%	104.8%	72.5%	81.3%	58.2%
其他流动负债	1,442.0	2,314.0	2,391.1	1,394.4	2,779.9	流动比率	1.46	1.44	1.58	1.82	2.10
长期借款	895.8	614.2	-	555.4	-	速动比率	0.97	0.95	1.19	1.14	1.62
其他非流动负债	675.2	729.9	584.7	663.3	659.3	利息保障倍数	9.81	17.15	17.49	17.15	19.75
负债总额	7,204.8	7,562.8	5,646.9	6,789.1	5,224.0	分红指标					
少数股东权益	2,505.8	2,888.3	3,171.1	3,484.1	3,821.9	DPS(元)	0.12	0.13	0.11	0.12	0.13
股本	937.7	937.7	937.7	937.7	937.7	分红比率	30.7%	30.1%	30.5%	30.5%	30.4%
留存收益	3,122.2	3,427.8	3,677.6	3,929.9	4,211.4	股息收益率	1.6%	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%
股东权益	6,524.4	7,217.7	7,786.4	8,351.7	8,971.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	560.8	751.7	347.0	371.1	402.8	EPS(元)	0.39	0.43	0.37	0.40	0.43
加:折旧和摊销	331.7	448.2	371.4	371.4	371.4	BVPS(元)	4.29	4.62	4.92	5.19	5.49
资产减值准备	188.8	102.2	-	-	-	PE(X)	19.6	17.7	20.6	19.3	17.8
公允价值变动损失	-84.7	28.7	12.7	-8.5	1.4	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	113.7	127.6	54.3	59.3	55.3	P/FCF	-11.2	15.6	-21.2	186.5	10.8
投资损失	-58.1	-56.5	-90.0	-68.2	-71.6	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	194.8	347.1	297.6	318.3	345.5	EV/EBITDA	6.8	7.1	5.7	6.4	4.2
营运资金的变动	347.3	2,100.1	584.3	-1,910.9	2,154.6	CAGR(%)	7.1%	-0.2%	18.4%	7.1%	-0.2%
经营活动产生现金流量	973.0	2,213.2	1,577.3	-867.4	3,259.4	PEG	2.7	-116.2	1.1	2.7	-116.7
投资活动产生现金流量	-1,453.7	-899.1	72.4	79.9	69.6	ROIC/WACC	1.5	1.4	1.3	1.6	1.3
融资活动产生现金流量	63.6	-561.8	-1,797.7	1,110.9	-2,419.4	REP	1.0	1.4	1.2	0.8	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 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： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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