

客户拓展稳步推进，预制菜成长可期

2023 年 08 月 21 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营业总收入 15.43 亿元 (yoy+9.9%)，归母净利润 2566 万元 (yoy-47.4%)，扣非归母净利润 2532 万元 (yoy+6.7%)。其中，23Q2 公司实现营业总收入 7.56 亿元 (yoy+8.4%)，归母净利润 340 万元 (yoy-81.3%)，扣非归母净利润 168 万元 (yoy-52.4%)。

➤ **牛肉贸易类增速亮眼，预制菜有望持续发力。**分产品看，23H1 公司冷却肉及冷冻肉/预制菜类/低温肉制品/牛肉贸易类/电力蒸汽类营收分别为 7.51/3.54/1.55/2.00/0.47 亿元，分别同比 +1.33%/+15.89%/-7.37%/+94.85%/-10.99%。冷却肉及冷冻肉增速承压，主要系 23 年初以来，全国生猪产业整体供大于求，叠加猪肉消费疲软、冻肉库存较高等因素，导致猪肉价格低迷，屠宰行业整体开工率降低。预制菜类营收稳步成长，主要系公司不断丰富预制菜产品矩阵，同时加强 B&C 端渠道建设和客户拓展。牛肉贸易类营收显著增加，主要系公司持续推广牛肉类新品，山姆渠道业务量持续增长。截至目前，公司募投项目山东 10 万吨/年肉制品加工项目已逐步投产运营，陕西 200 万头/年生猪屠宰及肉制品加工项目正加紧建设，预计 23Q3 建成投产。公司募投项目逐步投产，助力公司新旧动能转换，有望进一步提升服务客户的能力和市占率。

➤ **大客户渠道稳步增长，经销网络整合优化。**分渠道看，23H1 公司经销/直销/大客户营收分别为 6.59/1.23/7.61 亿元，分别同比 +12.84%/-15.48%/+12.84%，经销、大客户渠道营收稳步增长。经销商方面，截至 23H1 末，公司经销商数量合计 1130 家，相比 22 年末净减少 195 家，其中山东省内/华东/东北/华北/西北/其他地区分别净减少 4/37/65/44/18/27 家，东北、华北经销商数量减少较多，主要系公司不断完善市场布局，增加直营门店覆盖，并根据业务开展、账款等情况对部分经销商进行整合优化。

➤ **毛利率承压，期间费用率显著收缩。**23H1 公司毛利率 9.05% (yoy-1.63pcts)，毛利率承压主要系原材料价格上涨，公司与客户的调价存在一定滞后性。期间费用率 6.46% (yoy-1.73pcts)，其中销售费用率 3.30% (yoy-1.00pcts)，管理费用率 2.76% (yoy-0.32pcts)，研发费用率 0.27% (-0.26pcts)，财务费用率 0.13% (yoy-0.15pcts)。归母净利率 1.66% (yoy-1.81pcts)，上半年盈利承压。

➤ **投资建议：**看好公司在预制菜领域供应链、渠道和品牌优势，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 36.01/41.58/47.48 亿元，同比增长 17.1%/15.5%/14.2%，归母净利润分别为 0.67/1.13/1.65 亿元，同比增长 111.4%/68.4%/46.2%，当前 (8 月 18 日) 股价对应 PE 分别为 55/33/22X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**猪肉价格大幅波动、渠道拓展不及预期、食品安全问题等

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	3601	4158	4748
增长率 (%)	-1.8	17.1	15.5	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	32	67	113	165
增长率 (%)	-27.7	111.4	68.4	46.2
每股收益 (元)	0.05	0.11	0.18	0.26
PE	116	55	33	22
PB	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.76 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) 2022 年年报点评：22 年平稳收官，预制菜增势延续-2023/04/20
- 2.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	3601	4158	4748
营业成本	2862	3281	3750	4240
营业税金及附加	11	14	16	19
销售费用	92	104	121	138
管理费用	82	97	104	114
研发费用	10	11	12	14
EBIT	47	97	159	228
财务费用	3	11	11	11
资产减值损失	-9	0	0	0
投资收益	-3	4	4	5
营业利润	41	90	152	223
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	40	90	152	223
所得税	16	23	40	58
净利润	24	67	113	165
归属于母公司净利润	32	67	113	165
EBITDA	122	178	251	332

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	975	946	944	996
应收账款及票据	141	130	138	145
预付款项	139	106	122	137
存货	453	449	493	558
其他流动资产	221	288	301	315
流动资产合计	1929	1919	1998	2151
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	873	918	962	1005
无形资产	201	201	201	201
非流动资产合计	1541	1610	1649	1688
资产合计	3470	3529	3648	3838
短期借款	461	461	461	461
应付账款及票据	229	209	205	221
其他流动负债	226	231	254	286
流动负债合计	915	901	920	967
长期借款	83	85	85	85
其他长期负债	76	88	84	79
非流动负债合计	159	173	169	164
负债合计	1075	1074	1089	1131
股本	637	636	636	636
少数股东权益	-1	0	0	0
股东权益合计	2395	2455	2558	2707
负债和股东权益合计	3470	3529	3648	3838

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.76	17.12	15.46	14.18
EBIT 增长率	-30.25	106.54	63.44	43.88
净利润增长率	-27.67	111.37	68.42	46.23
盈利能力 (%)				
毛利率	6.92	8.89	9.81	10.70
净利率	1.03	1.86	2.71	3.47
总资产收益率 ROA	0.91	1.89	3.09	4.29
净资产收益率 ROE	1.32	2.72	4.40	6.09
偿债能力				
流动比率	2.11	2.13	2.17	2.22
速动比率	1.26	1.29	1.29	1.30
现金比率	1.07	1.05	1.03	1.03
资产负债率 (%)	30.97	30.43	29.87	29.48
经营效率				
应收账款周转天数	16.53	13.00	12.00	11.00
存货周转天数	57.83	50.00	48.00	48.00
总资产周转率	1.07	1.03	1.16	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.11	0.18	0.26
每股净资产	3.77	3.86	4.02	4.26
每股经营现金流	-0.25	0.21	0.26	0.36
每股股利	0.00	0.02	0.03	0.04
估值分析				
PE	116	55	33	22
PB	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	27.49	18.90	13.42	10.14
股息收益率 (%)	0.00	0.27	0.45	0.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24	67	113	165
折旧和摊销	75	81	92	103
营运资金变动	-256	-33	-54	-54
经营活动现金流	-158	133	168	231
资本开支	-218	-109	-114	-121
投资	27	0	0	0
投资活动现金流	-191	-133	-110	-116
股权募资	978	-2	0	0
债务募资	122	1	-7	0
筹资活动现金流	1060	-30	-60	-64
现金净流量	710	-29	-1	52

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