

证券研究报告
食品加工
2022年12月28日



国联水产(300094)深度报告： 基本盘向好，预制菜可期

评级：增持(维持)

国海证券研究所

薛玉虎(证券分析师)

S0350521110005

xueyh@ghzq.com.cn

刘洁铭(证券分析师)

S0350521110006

liujm@ghzq.com.cn

胡建文(联系人)

S0350122110007

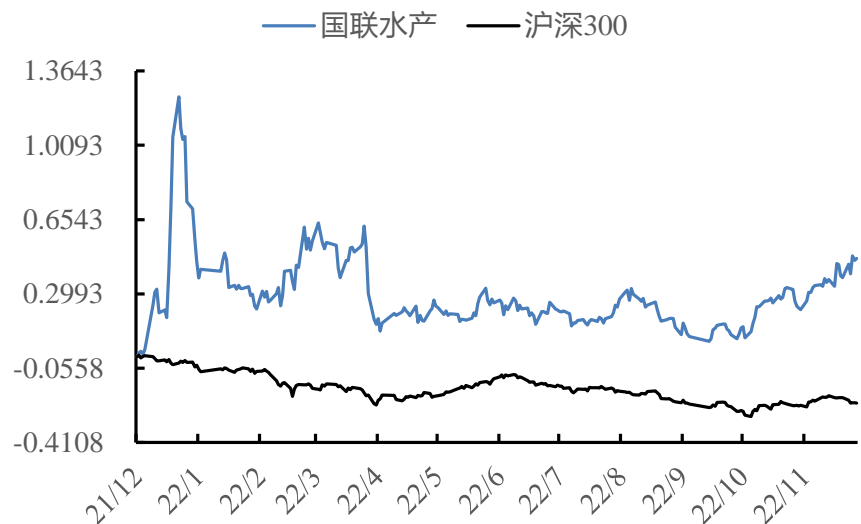
hujw01@ghzq.com.cn

肖依琳(联系人)

S0350121120033

xiaoyl@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
国联水产	12.5%	18.7%	37.8%
沪深300	3.0%	-0.1%	-21.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4474	5266	6383	7659
增长率(%)	0	18	21	20
归母净利润 (百万元)	-14	55	158	280
增长率(%)	95	498	188	77
摊薄每股收益 (元)	-0.02	0.05	0.14	0.25
ROE(%)	-1	2	5	8
P/E	—	124.03	43.09	24.33
P/B	1.95	2.15	2.05	1.89
P/S	0.92	1.30	1.07	0.89
EV/EBITDA	24.80	22.69	18.46	13.77

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

◆ 公司是水产品加工龙头，深耕行业20余载：

公司起家于水产丰富的粤西沿海港城湛江，是国内少数具备全球采购、精深加工、食品研发及全渠道销售于一体的水产食品提供商，聚焦对虾、小龙虾和鱼类构建核心大单品，提供各类初加工和精加工水产品。

◆ 预制菜行业空间足、发展快，上游原材料企业有望凭借产业链优势占有一席之地：

- (1) 预制菜行业空间大、增速快，预计未来5年CAGR为15%，2026年规模超4,000亿元，B端驱动逻辑是降本增效，C端是便捷美味；
- (2) 水产预制菜提供优质蛋白，符合消费升级和健康趋势，虾类和鱼类预制菜产品火爆，水产预制菜2023年规模预计超1,200亿元；
- (3) 行业竞争格局分散，群雄逐鹿，上游原材料企业凭借原材料、渠道、资金等优势有望突出重围。

◆ 公司主打水产预制菜，近几年集中发力，依托多年水产行业经验，竞争优势突出：

- (1) 主打水产预制菜，拥有烤鱼、小龙虾等爆品，与其他禽/畜肉类预制菜企业形成错位竞争；
- (2) 水产供应链的核心竞争力体现在原材料采购与产品研发：公司建立全球采购体系保障原材料供应，拥有湛江、上海两地研发中心，研发投入大，大客户定制化开发和产品转化能力强；
- (3) B、C端全渠道布局，覆盖流通、餐饮、商超和电商，B端与百胜、半天妖、达美乐等头部餐饮客户建立长期合作关系，C端覆盖盒马、永辉超市以及天猫、京东等头部电商，品牌影响力持续增强；
- (4) 定增扩产6.9万吨，突破预制菜产能瓶颈，充分把握预制菜行业发展红利，募投项目建成后将为公司贡献增量业绩。

◆ 基本盘全面调整，减值预期降低、亏损拖累消除、盈利能力增强：

- (1) 经营结构方面，优化产品构成，改善虾类占比过高、产品单一的局面；确立国内为主的经营格局，摆脱境外市场过度集中，整体盈利能力增强；
- (2) 国际渠道方面，对美比重持续降低，非美市场拓展顺利，未来贸易摩擦不利影响预计减弱；
- (3) 产业链层面，上游养殖业务剥离，亏损拖累已消除。

◆ **盈利预测和投资评级：**随着未来预制菜行业渗透率加速增长，我们看好凭借多年积累的水产行业采购、研发优势以及餐饮、商超客户合作基础，在预制菜行业中脱颖而出。我们预计公司2022-2024年营业收入增速为18%/21%/20%，预计营业收入可达52.7/63.8/76.6亿元，但考虑公司存货占比依然较高，且今年四季度疫情仍有一定影响，我们下调2022年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为0.55/1.58/2.80亿元，对应EPS分别为0.05/0.14/0.25元，PE分别为124/43/24倍，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**1) 宏观经济下行的风险；2) 新型冠状病毒疫情影响生产经营的风险；3) 行业竞争加剧的风险；4) 上游原材料价格波动的风险；5) 食品安全的风险；6) 新产品推广不达预期的风险；7) 贸易摩擦影响产品出口的风险；8) 汇率波动的风险。

1、国联水产-我国水产加工龙头

- 1.1、集采购、精深加工和食品研发于一体的水产龙头
- 1.2、股权架构稳定，各子公司高效协同
- 1.3、收入稳定增长，但利润波动较大
- 1.4、渠道布局国内和国际市场
- 1.5、专业化管理团队，经验丰富

2、打造水产预制菜领军者

- 2.1.1、预制菜分为净菜，预制半成品菜和预制成品菜
- 2.1.2、行业发展历程：萌芽与成长于B端，疫情催化C端发展
- 2.2.1、下游渠道：B端为主力军，C端正兴起
- 2.2.2、B端：餐饮降本提效需求提升，供应链管理重要性日益凸显
- 2.2.3、C端：顺应年轻消费需求趋势，疫情加速消费习惯培育
- 2.2.4、政策扶持促发展，行业标准逐步完善
- 2.3、行业空间：保守预测2021-2026年行业复合增长达15%
- 2.4、水产预制菜：迎合健康消费趋势，行业规模超800亿元
- 2.5、行业格局：高度分散，上游农业龙头有望顺利向下延伸产业链
- 2.6、公司主打水产预制菜，与禽畜肉预制菜错位竞争
- 2.7.1、烤鱼口味丰富，发力酸菜鱼
- 2.7.2、小龙虾动销好，牛蛙潜力大
- 2.8.1、供应链优势：深耕水产行业多年，建立起全球供应链布局
- 2.8.2、供应链优势：研发水平业内领先，产品不断推陈出新
- 2.9、渠道优势：全渠道布局，B端绑定头部客户，C端品牌升级
- 2.10、定增突破预制菜产能瓶颈，多家头部机构和产业股东参与

3、传统水产业务触底企稳

- 3.1、公司传统水产业务逐步回升：2019-2021年亏损复盘
- 3.2、渠道结构调整：国内市场为主，优化产品构成
- 3.3、渠道结构调整：对美比重降低，贸易摩擦后续影响较小
- 3.4、产业链优化：上游养殖业务剥离，亏损拖累已消除

4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

1、国联水产-我国水产加工龙头

2、打造水产预制菜领军者

3、传统水产业务触底企稳

4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

1.1、集采购、精深加工和食品研发于一体的水产龙头

- **公司简介：**国联水产成立于2001年，公司位于水产丰富的粤西沿海港城湛江，公司以“为人类提供健康海洋食品”为使命，专注于水产食品领域精深发展，致力于为消费者提供优质海洋蛋白。公司是国内少数具备全球采购、精深加工、食品研发于一体的海洋食品企业，为全球餐饮、食品、商超等行业的客户提供从食材供应、菜品研发、工业化生产及消费者餐桌的综合解决方案。
- **主营产品：**（1）以预制菜品为主的精深加工类，（2）初加工类，（3）全球海产精选类。其中，精深加工及预制菜品主要包括水 煮、裹粉、米面、调理、火锅烧烤等系列；水产初加工类主要包括生熟虾仁、鱼片、小龙虾肉等系列；全球海产精选类主要有阿根廷红虾、沙特虾、黑虎虾、北极甜虾、新西兰青口贝、鳕鱼、帝王蟹、巴沙鱼等。

公司主要产品系列

精深加工类			初加工类			全球海产精选类		
 <p>风味烤鱼</p>	 <p>带壳小龙虾</p>	 <p>蝴蝶面包虾</p>	 <p>生带头虾</p>	 <p>生去头虾</p>	 <p>小龙虾肉</p>	 <p>阿根廷红虾</p>	 <p>沙特虾</p>	 <p>越南黑虎虾</p>
 <p>新奥尔良风味鱼排</p>	 <p>麻辣小龙虾尾</p>	 <p>虾仁烧卖</p>	 <p>鱼片</p>	 <p>生虾仁</p>	 <p>生蝴蝶虾</p>	 <p>北极甜虾</p>	 <p>新西兰青口贝</p>	 <p>鳕鱼</p>

1.2、股权架构稳定，各子公司高效协同

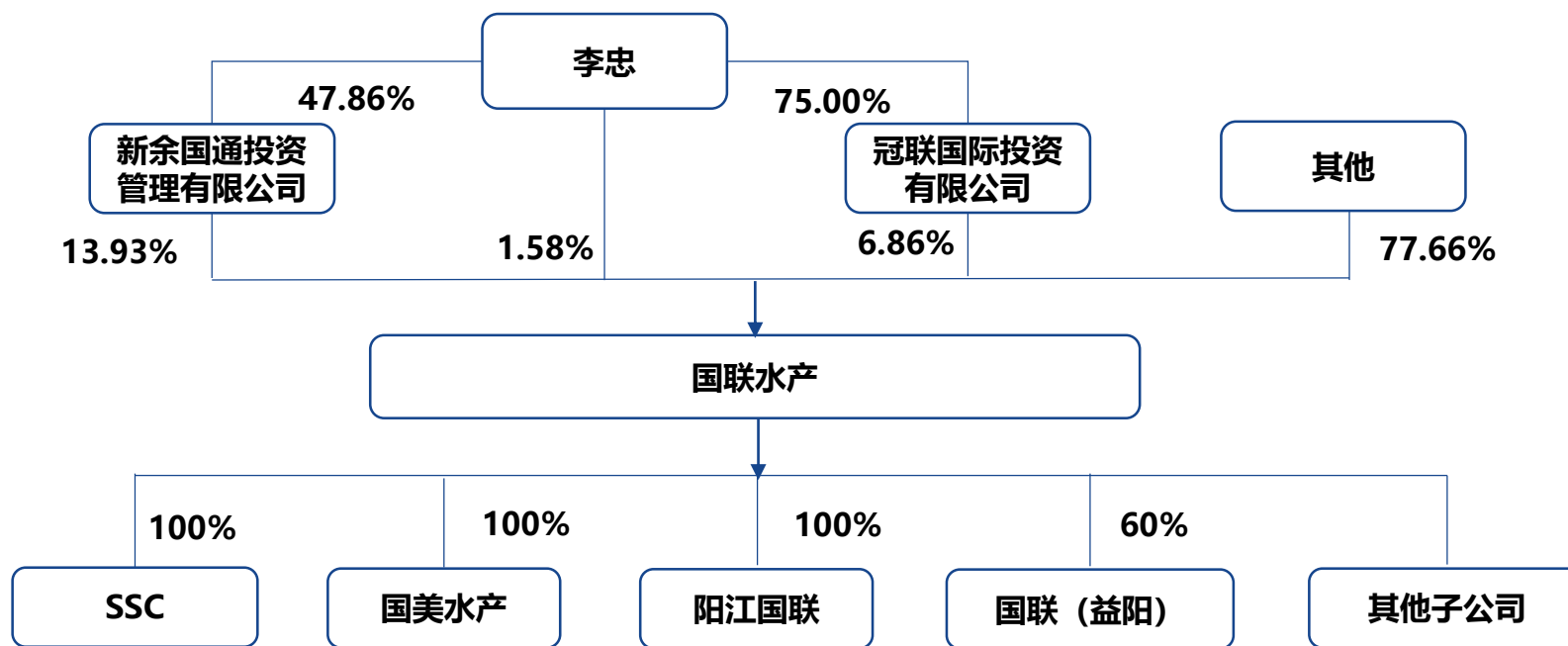
■ 股权架构稳定、大股东为创始人

- ✓ 公司实际控制人（创始人）、董事长兼总经理为李忠先生，通过国通投资、冠联国际持股和直接持股，合计持有股份13.39%，其他股东持股较为分散。

■ 公司下辖有多家子公司，母子公司各司其职，分工合理：

- ✓ （1）SSC（Sunnyvale Seafood Corporation）负责美国市场水产业务。
- ✓ （2）国联水产（母公司）、国美水产、阳江国联为公司主要的对虾、鱼类产品的生产基地，国联水产负责公司主要销售业务。
- ✓ （3）国联（益阳）为公司主要的小龙虾产品生产基地。

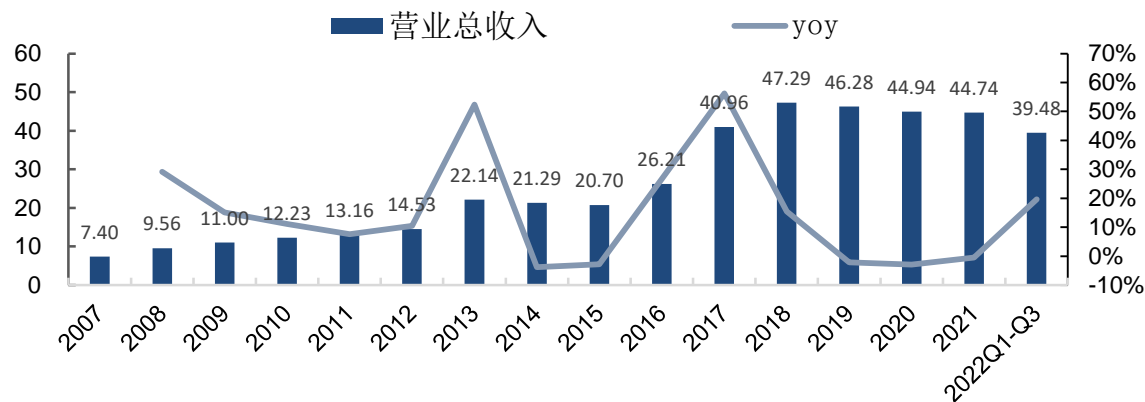
公司股权架构稳定（持股比例截至2022年12月1日）



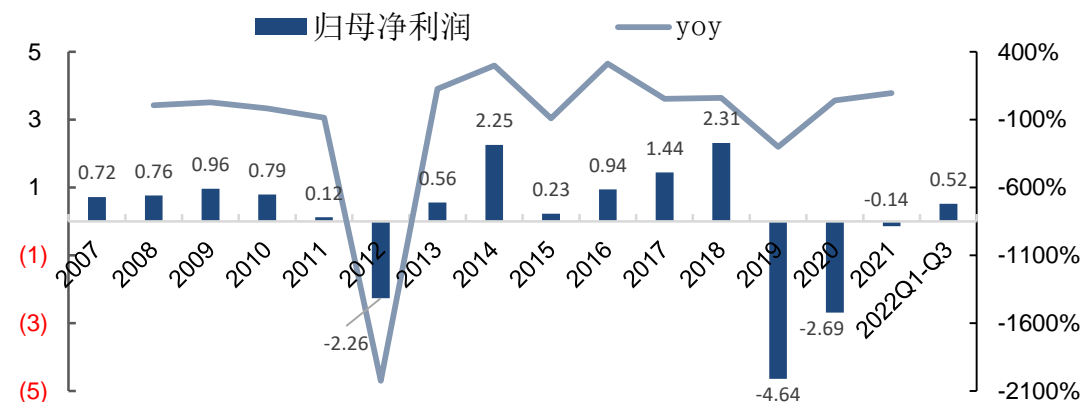
1.3、收入稳定增长，但利润波动较大

- 公司主要收入来源为水产品，历年收入占比在8-9成左右，主要包括对虾、鱼类产品。
- 2019年以来，公司营业总收入规模和毛利率稳健，但公司归母净利润、利润率波动较大。近年来，公司稳固境外市场，同时积极拓展境内市场，大力推广预制菜产品，业绩增速于2021年呈现回升态势；2022年Q1-Q3实现营业总收入39.48亿元，归母净利润0.52亿元，盈利回正。

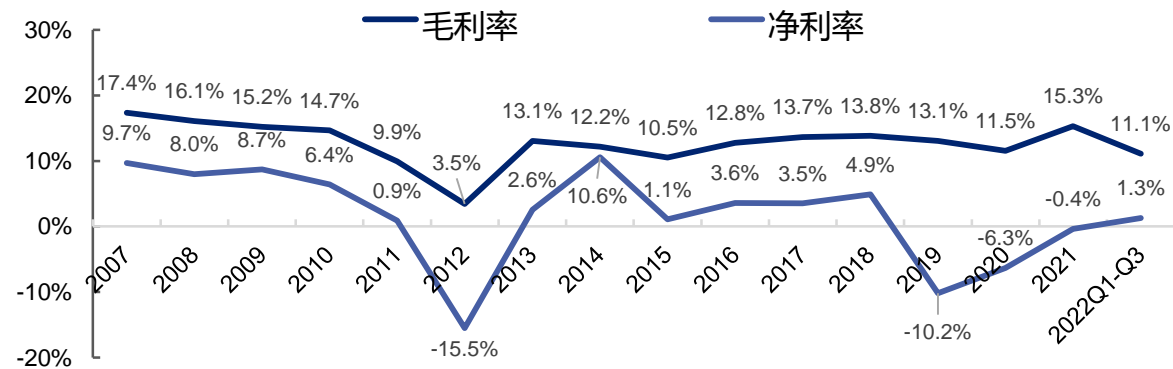
公司营业总收入较为平稳 (亿元, %)



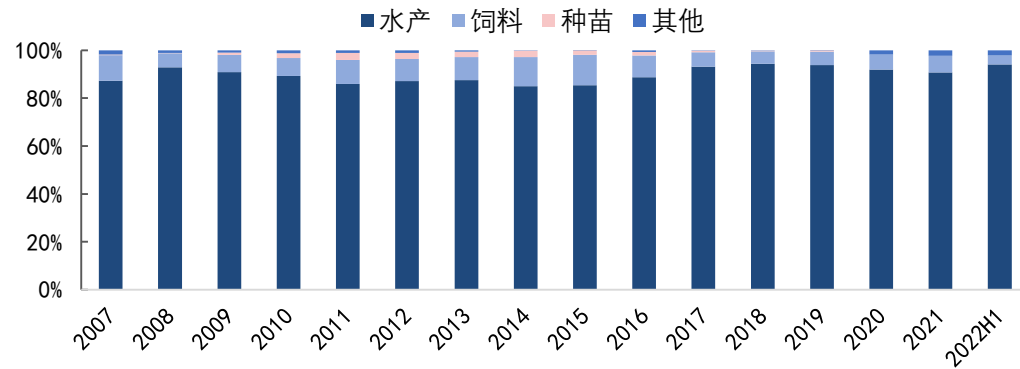
公司归母净利润波动较大 (亿元, %)



公司毛利稳定、净利波动大 (%)



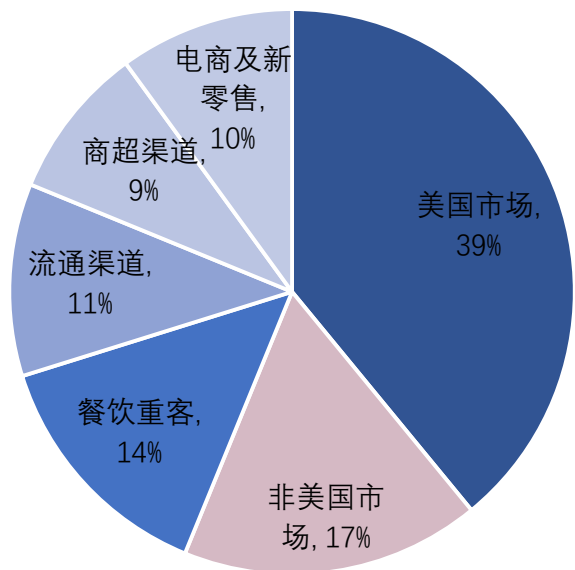
公司主营业务收入以水产为主 (%)



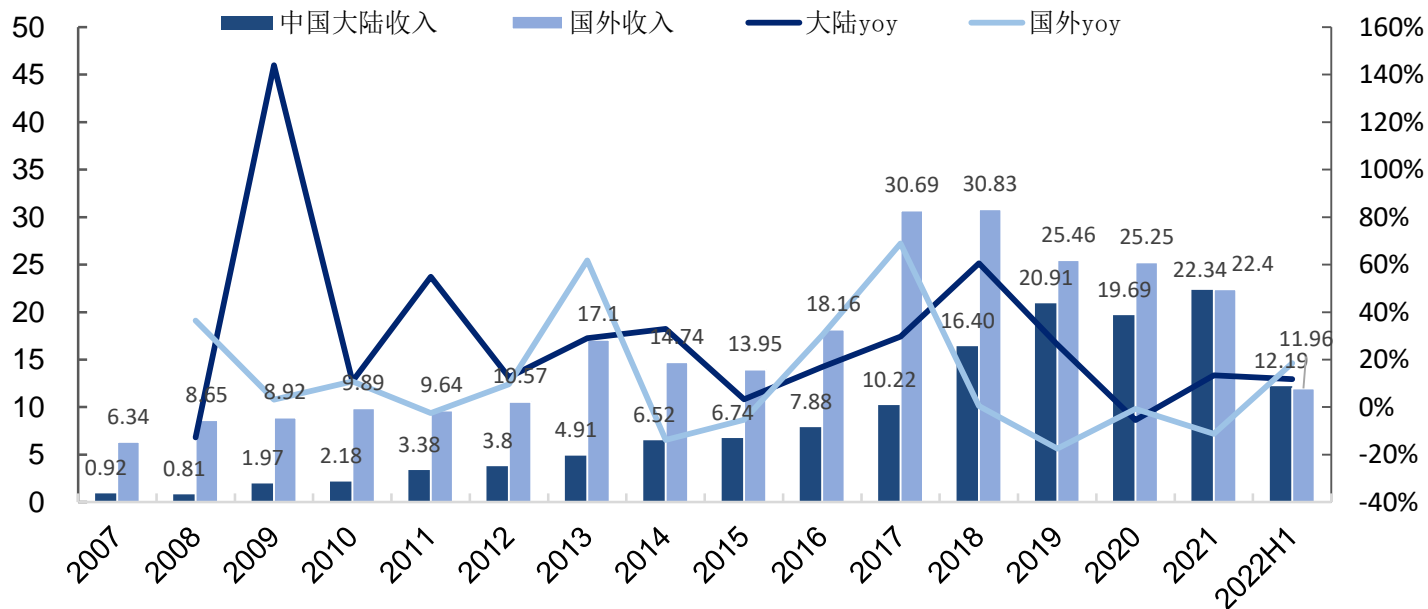
1.4、渠道布局国内和国际市场

- **国外市场：**公司国际收入主要来自于美国，通过全资子公司SSC在美国市场开展属地化销售，SSC公司经营市场主要在美国北加州，针对对象主要是华人及墨西哥人超市、酒店等渠道。近几年，考虑到中美贸易摩擦的负面影响，公司巩固美国市场地位的同时，积极开拓非美国市场，增加国际市场渠道丰富度，先后考察了加拿大、香港、智利等区域水产市场，积极参加国际水产展，增强对国际水产市场的洞察力，持续扩大公司品牌知名度。
- **国内市场：**受益于国内疫情控制较好，2021年公司内销业务受疫情影响明显小于出口业务。公司在国内对B、C端全渠道布局：B端分为餐饮重客与流通，占比分别为14%、11%；C端分为商超和电商，占比分别为9%、10%。其中，重客、商超、电商均为直营模式，流通渠道为经销模式，主要培育扶持水产贸易商、批发商。

公司渠道分布情况 (2020年)



公司国内外收入水平变化 (亿元, %)



1.5、专业化管理团队，经验丰富

■ 在逾二十年的发展历程中，公司建立起行业顶尖的专业化管理团队，具有敏锐的市场洞察力、丰富的实践经验以及创新驱动能力。

李忠

董事长、总经理

创始人，30年行业经验，农业部渔业专家咨询委员会委员，中华全国工商联水产商会名誉会长。

吴丽青

董事、副总经理

中国注册会计师、中国注册税务师。现任公司董事、副总经理。

何秋菊

董事、采购总监

曾任公司品管部经理、研发中心副经理、国内供应链副总监，现任公司董事，采购中心总监。

赵红梅

副总经理

中山大学MBA，曾任公司国际业务部经理，现任公司副总经理，负责公司国内销售业务。

李春艳

董事、副总经理

现任公司董事，任广州国联电子商务执行董事兼总经理，负责公司品牌、物流等业务。

林光明

副总经理

北京大学光华管理学院EMBA,中国注册人力资源管理师。曾任广东无穷食品集团有限公司副总裁、总裁、董事、副董事长。具有丰富的管理经验。

吴小章

国内营销中心总监

拥有20多年的食品销售管理经验，熟悉全国的食品消费市场，具有丰富的渠道开发和团队管理经验。

陈爽

国际营销中心总监

先后任职国际营销务跟单员，业务员，分子公司的总经理及国际营销中心总监，拥有多年的经营与业务管理经验。

李华平

国联工厂总经理

先后任职公司生产助理、生产经理、生产中心总监、副总经理。拥有十多年的生产管理和工厂建设经验。现任国联工厂总经理。

曹洛丁

国美工厂总经理

先后任职公司生产助理、生产经理、生产总监及工程建设总指挥。拥有多年的生产管理背景及工程项目管理经验。现任国美工厂总经理。

1、国联水产-我国水产加工龙头

2、打造水产预制菜领军者

3、传统水产业务触底企稳

4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

2.1.1、预制菜分为净菜、预制半成品菜和预制成品菜

■ 广义预制菜按照加工程度以及原辅料来划分可以分成净菜类、预制半成品类以及预制成品菜类。国联水产所处赛道为水产类预制菜，包括初加工的鱼、虾（对虾、小龙虾）、牛蛙等净菜，深加工但未完全熟制的整鱼、鱼片、虾滑、去头虾等半成品，以及完全熟制的烤鱼、酸菜鱼等成品菜。

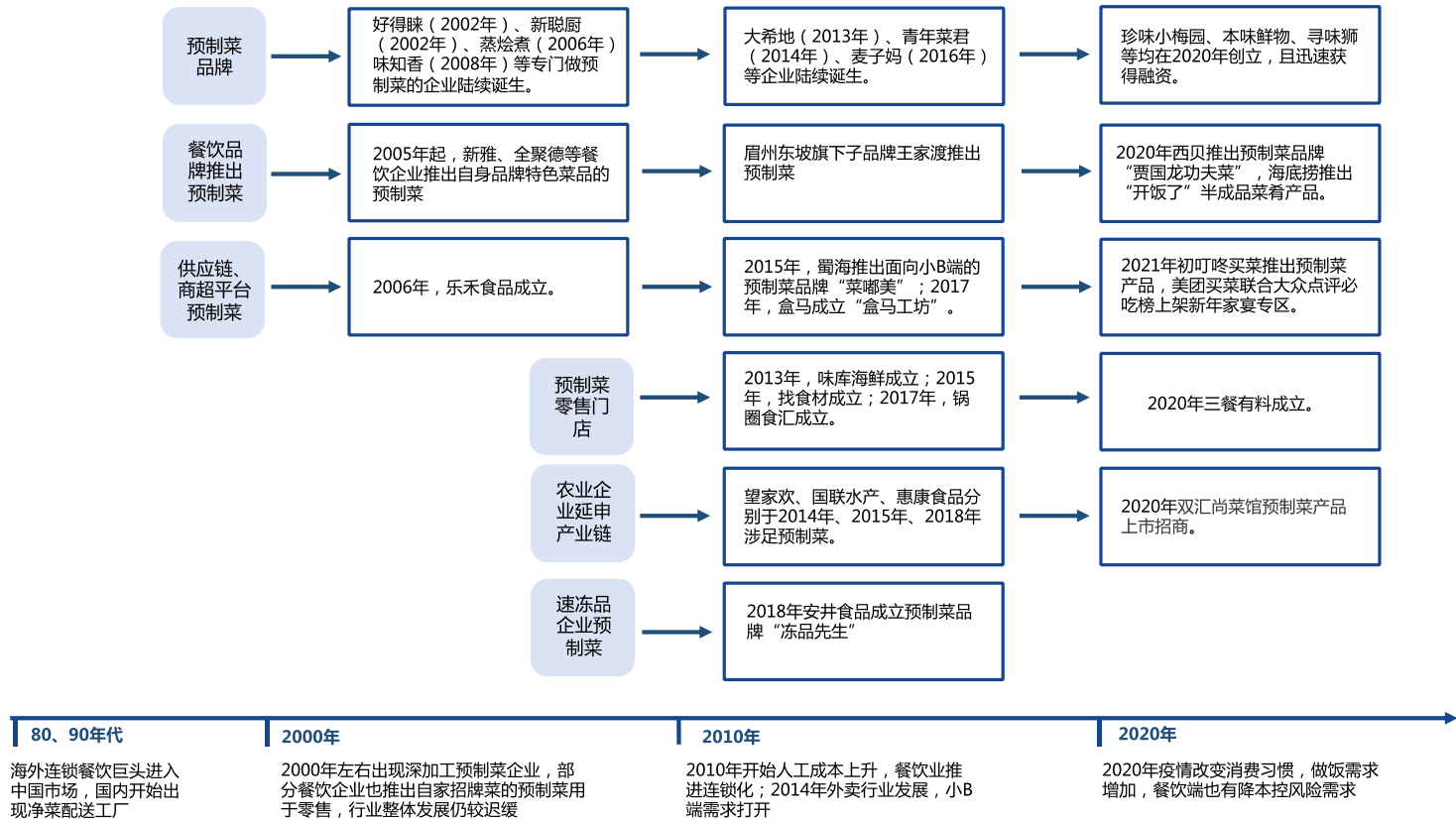
预制菜行业不同的分类方式



2.1.2、行业发展历程：萌芽与成长于B端，疫情催化C端发展

- **B端发展由来已久**：90年代开始，随海外连锁餐饮巨头进入国内市场，预制菜最早以净菜的形式出现在餐饮行业中。2010年后由于餐饮连锁化率的持续提升，外卖的快速发展，再次促进B端预制菜迅速成长。
- **C端受疫情催化**：近几年随消费升级，叠加疫情催化，预制菜进入C端用户视野，迎来新机遇。
- **国内政策支持**：国家政策与行业标准陆续出台，对食品安全的重视程度不断加强，并支持预制菜行业带动农业经济的发展。

预制菜行业发展历程



2.2.1、下游渠道：B端为主力军，C端正兴起

■ 预制菜下游分为餐饮B端与家庭C端，B端占比达80%，C端占比20%

- ✓ **B端商业模式：**目前预制菜下游主要需求来自餐饮，渠道可细分为小吃快餐店、连锁店、流通小B餐饮、乡厨、团餐食堂等，各自诉求有所差别，整体核心诉求在于降本提效、保持口味与供应链的稳定性。所需产品更偏向于净菜及预制半成品，部分餐企要求定制化服务。B端毛利率相比C端更低，但由于B端发展更早，厨师对于预制半成品接受度较高，餐饮市场空间广阔，B端更易规模放量，通过增强规模效应来提升盈利水平。
- ✓ **C端商业模式：**C端消费人群主要为一、二线城市中青年，诉求在于追求便捷美味，居家制作大菜等。渠道集中在电商、线下预制菜门店、大型会员商超，所需产品更偏向于预制成品菜。C端毛利率较高，但由于处于导入期，需要较持续投入广宣费用，开展促销活动等，费用较高。

预制菜C端渠道特点

消费人群	购买渠道	客户特点	产品特点	主要参与企业
独居青年/都市白领	电商、大型会员超	1、 诉求： 比自己做、点外卖要更好吃、方便 2、 消费场景： 偶尔不想做饭、不想花时间思考吃什么的时候选择吃预制菜。 更多是一人食、夜宵、露营场景 3、 消费频次： 不高，容易冲动消费尝鲜消费、囤货消费，并有送礼、招待朋友需求	快手菜居多，偏好简单回炉烹饪加热即可食用的菜品	国联水产、安井、三全、大希地、圣农、盒马、海底捞新雅、同庆楼等
宝妈奶爸/银发一族	生鲜超市/社区/农贸市场门店电商	1、 诉求： 质量安全卫生，口味好吃作为配菜食用，考虑性价比 2、 消费场景： 日常烹饪多 ，为加快出餐速度，丰富菜品数量，为自己创造更多碎片时间 3、 消费频次： 高，容易产生复购	半成品菜居多，成本也有，对便捷性的要求稍低一些	味知香、好得米、真滋味、钱大妈、安井、国联水产、圣农、盒马等

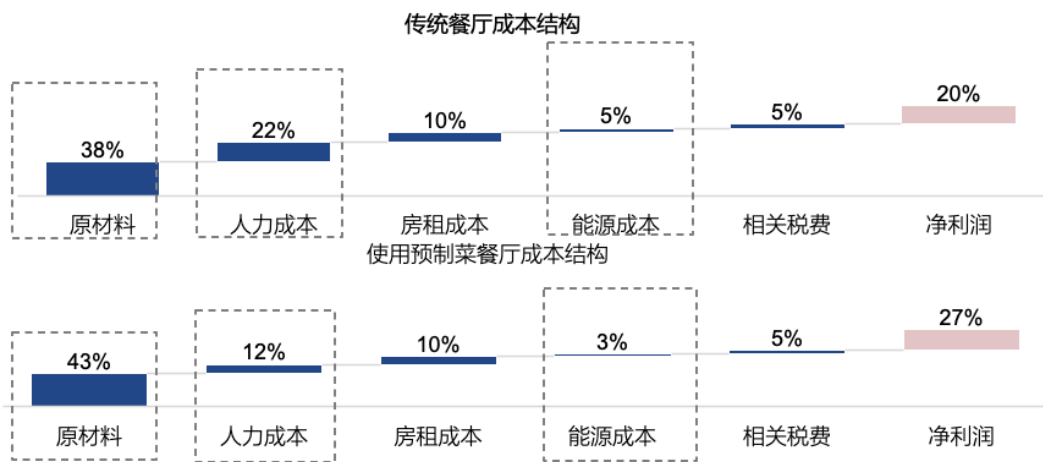
预制菜B端渠道特点

渠道	渠道诉求	采购特点	产品特点	盈利能力	费用投放	主要参与企业
连锁餐饮（小吃快餐类）	1、综合服务能力（供应的稳定性，原料安全性、价格波动性，质量安全，规模化生产保障，定制研发能力等） 2、产品性价比	1、开发周期比较长（西式快餐要4-6个月） 2、签订合同后按照合同周期持续供应	预制半成品，加工程度不深	定制产品为主，毛利较高，高于通用品	营销费用少，主要费用在服务团队运营等维护成本上	圣农发展、国联水产、千味央厨、春雪食品、龙大美食等
开放式社餐（小B）、外卖	1、价格 2、产品口味、口感，更偏好预制半成品 3、产品稳定性	1、店家老板/厨师长话语权较大 2、采购高频量少但一次性采购品类多	预制半成品，加工程度不深	通用产品为主，毛利一般	营销费用相对较多，主要费用在业务人员以及各类市场推广活动上等维护成本上	安井食品、千味央厨、国联水产、味知香、立高食品、正大食品等
乡厨	1、产品性价比 2、产品稳定性	当地乡厨话语权大，采购量大品类少，频次较高	预制半成品、预制成品	通用产品为主，毛利一般	营销费用少，需要一定客情维护成本	千味央厨、国联水产等
团餐食堂	1、产品性价比 2、食品质量安全 3、供应规模	1、量大高频，品类较多且较固定； 2、采购计划性强，菜单提前预订，有计划的供应 3、供餐时段集中，对时效要求严格	预制半成品，加工程度不深	通用产品为主，少部分定制，毛利较低	营销费用少	三全食品、千味央厨、蜀海、锅圈食汇等
酒店宴席	1、产品品质、菜品还原性 2、定制研发能力 3、品类丰富性，偏好一站式购买	开发周期较长，量大、品类多	净菜、预制半成品	定制产品为主，毛利高	开发费用高、维护成本低	聪厨、绿进等

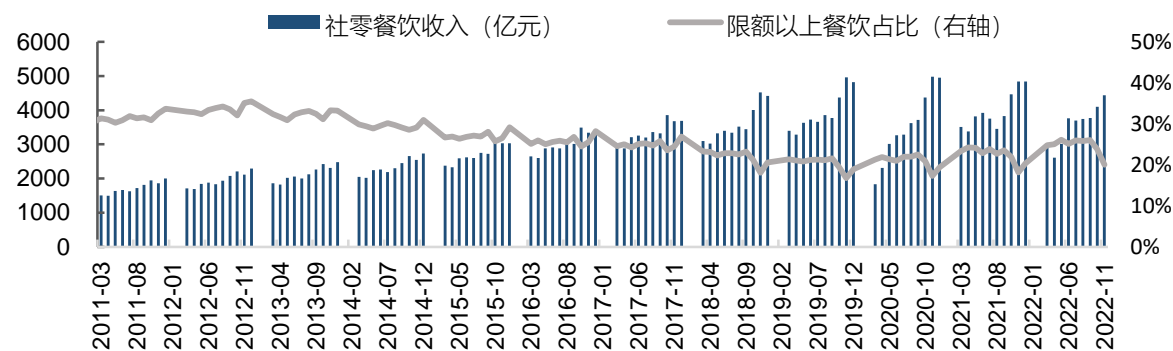
2.2.2、B端：餐饮降本提效需求提升，供应链管理重要性日益凸显

- 餐饮连锁化率稳步提升：**据艾媒咨询统计，2021年餐饮连锁化率提升至18%，连锁餐饮在扩张过程中普遍面临“四高一低”问题，即高食材、高人工、高房租、高能耗和低利润。据《2021年中国连锁餐饮行业报告》显示，目前真功夫、西贝等连锁餐企预制菜使用比例已超80%，并据中国饭店协会数据，使用预制食材的餐厅盈利水平可得到有效提升。
- 小型餐饮也有降本提效需求：**据中国饭店协会数据，餐饮连锁率虽在提升，但我国限额以上餐饮占比不足30%，门店数量在50家以下的餐饮企业占比达到52%，数量500家以上的占比仅12%。小型连锁餐饮、大众餐饮占据餐饮行业的主要份额，由于自建中央厨房前期所需投入资金较大（平均单个工厂投资千万以上），难形成规模，因此这类餐饮更多选择借助外部供应链来实现降本提效，以及保持口味稳定。
- 外卖、团餐等注重时效性的餐饮模式快速发展，同样推动了以解决了前端处理问题的预制食材需求。**

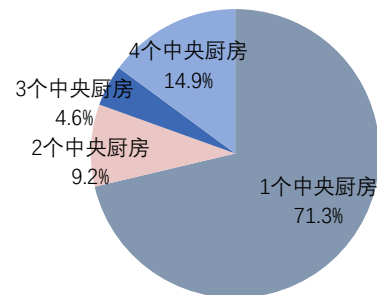
使用预制食材的传统餐厅成本有效下降



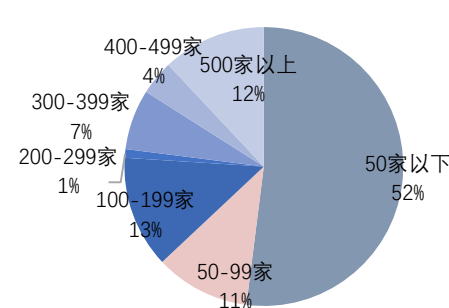
我国餐饮行业收入及限额以上餐饮占比



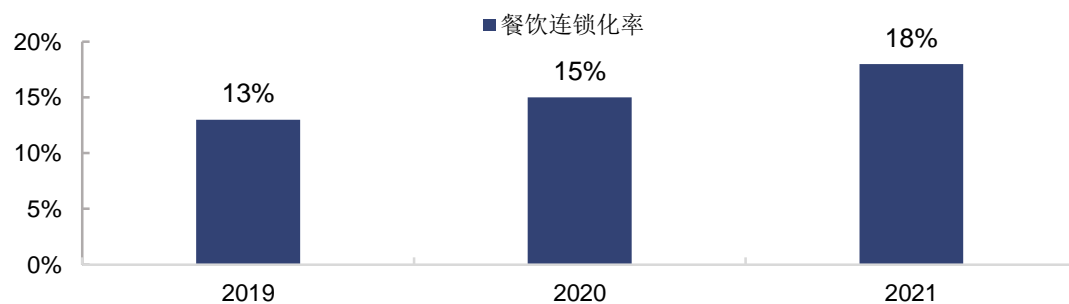
前100强餐企央厨个数占比分布 (2021年)



中国连锁餐饮门店数量分布情况 (2020年)



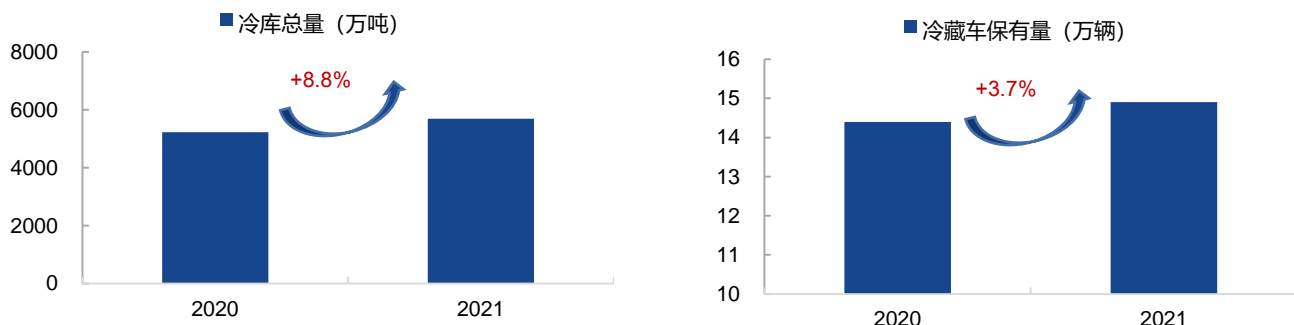
我国餐饮连锁化率稳步提升



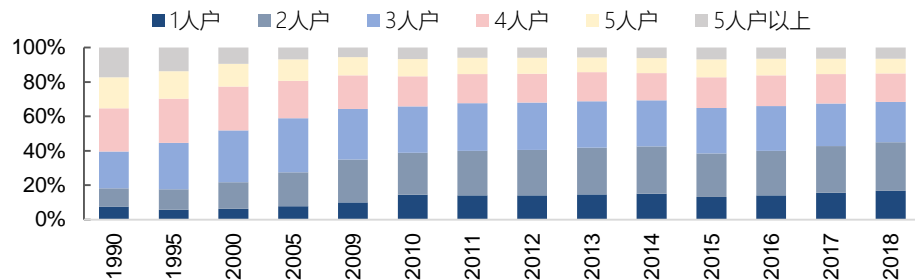
2.2.3、C端：顺应年轻消费需求趋势，疫情加速消费习惯培育

- 家庭小型化趋势明显，叠加中青年人工作节奏加快等因素促进，加快了预制菜行业的快速发展。
- 预制菜在C端的兴起，离不开在冷链物流以及农业数字化推动下快速发展的电商行业：
 - ✓ **疫情催化**：多地反复进入疫情静态管理模式，具备仓储配送货物的生鲜电商成为居民解决日常饮食的重要渠道之一，生鲜品、预制菜等是吸引客流量的主要产品。同时也因为疫情，培育了部分C端消费者使用电商平台，使用预制菜的消费习惯。
 - ✓ **农业数字化发展推动**：随着农村互联网普及率逐渐提升，以及国家出台多项政策鼓励农产品多渠道流通，越来越多优质农产品流向网络零售市场，带动生鲜电商的发展。据农业农村部数据，我国农产品线上零售额达4221亿元。
 - ✓ **C端冷链物流设施逐步完善**：预制菜通常需要低温冷藏或零下冷冻保存，但我国C端冷链物流相较于B端基础更薄弱，因此C端发展更晚。近几年在国家政策支持下，冷链物流端
 - ✓ **直播电商引爆**：抖音、小红书、快手等短视频种草和直播带货方式兴起，增加预制菜触达消费者机会，进行品类以及品牌教育。

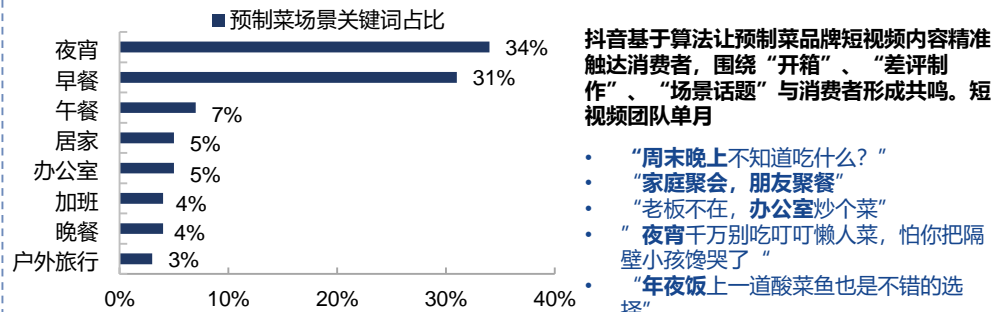
我国冷链基础设施逐步完善



我国家庭小型化趋势明显



线上将消费人群与消费场景精准匹配打磨爆品 (2021年)



线上线下新零售平台预制菜销量表现亮眼

2022年1月-10月，**京东预制菜成交额同比增长170%**，其中川湘系预制菜成交额占比50%以上，闽粤系预制菜成交额同比增长193%。消费者对预制菜的采购节点由原来的节日香日常转变

2022年1-4月，**抖音预制菜销量同比增长1503%**，其中中式半成品菜销售额占比在50%以上

据小红书平台统计，2022年5月小红书美食品类搜索量与笔记互动量均排第一位。主要围绕“速食测评”、“懒人快手菜教程”、“一人食吃什么”、“空气炸锅的100种使用方法”等

叮咚买菜“十一”黄金周期间预制菜销量同增50%以上，盒马工坊国庆期间半成品菜销量同增82%



2.2.4、政策扶持促发展，行业标准逐步完善

- **各省出台预制菜扶持政策促进产业健康发展。**预制菜行业是农业供给端满足消费升级的产物，行业上游链接农业产业，下游链接餐饮消费。预制菜的发展一方面带动了农产品初加工产业的转型发展，另一方面也拓宽了农业销售渠道，带动农业经济发展。因此各农业大省考虑到振兴乡村经济、促进地方就业等方面，纷纷出台预制菜扶持政策，包括冷链建设、财税支持、人才培养等措施促进当地预制菜集群发展。此外，为确保行业专业、规范发展，各政府、协会以及头部企业也在积极推出预制菜行业各项标准。

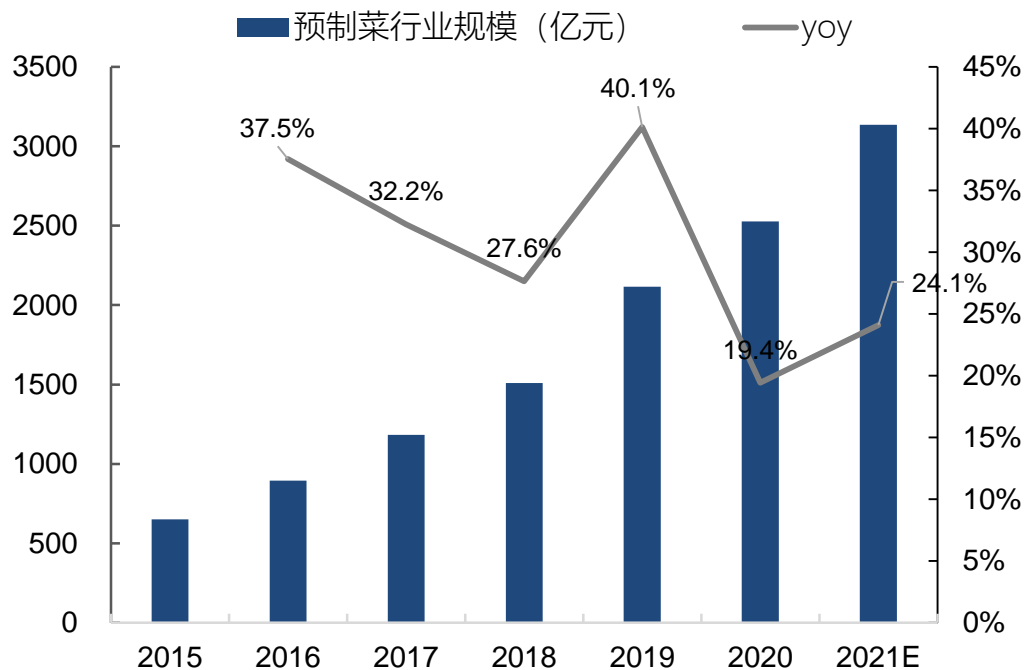
我国各省预制菜行业相关政策扶持

颁布时间	地区	政策	相关内容
2022年3月	广东	《加速推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》	<ul style="list-style-type: none"> 推动仓储物流冷链建设，研发平台建设，预制菜产业人才培养 培育预制菜规范企业，壮大产业集群，为企业提供资金支持、建立食品安全监管体系、 拓宽品牌营销渠道，推动预制菜文化建设，推动预制菜产品出海 扩大净菜、预制菜上市规模，发展“健康数据+营养配餐”等新兴加工业
2022年4月	山东	《“稳中求进”高质量发展政策清单（第三批）》	<ul style="list-style-type: none"> 为领先的预制菜电商提供5万元奖励 500万专项资金用于发放预制菜“消费券”、“折扣券” 优先保障重大项目建设，支持新上总投资超1亿元、投资强度超300万元/亩的预制菜项目，纳入省市重点项目，强化土地等要素资源保障 大力发展预制菜产业，拓展绿色食品发展新赛道，构建世界影响力的现代食品集群
2022年11月		《关于推进全省预制菜产业高质量发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> 全面落实“三农”工作指示要求，打造预制菜产业集群，2025年争取预制菜企业数量突破1万家，全产业链产值超1万亿元。 建强预制菜全产业、发展山东特色预制菜品牌，保障预制菜食品安全等
2022年10月	河南	《河南省加快预制菜产业发展行动方案》	<ul style="list-style-type: none"> 提出到2025年，全省规模以上预制菜企业主营业务收入突破1000亿元。
2022年11月	福建	《加快推进预制菜产业高质量发展的措施》	<ul style="list-style-type: none"> 提出到2025年，建设30个现代农业产业园、20个优势特色产业集群。培育一批涵盖生产、冷链、仓储、流通、营销等环节的省预制菜龙头企业，培育一批跨区域的预制菜仓储冷链物流龙头企业
2022年6月	/	中烹协联合国联水产等多家企业制定《预制包装菜肴》团体标准	<ul style="list-style-type: none"> 明确预制菜的产品定义和边界、规范预制菜行业发展，提升预制菜产品品质和食品安全水平

2.3、行业空间：保守预测2021-2026年行业复合增长达15%

- 2021年预制菜行业3000亿元左右市场规模，仍处发展早期，未来增长空间大，2021-2026年有望实现15%的复合增长。据NCBD测算预计2021年中国预制菜行业规模在3137亿元左右，2016-2021年CAGR为28.5%，我们认为预制菜行业在B端降本增效以及C端消费习惯变革，以及政府政策支持的推动下，有望迎来快速发展，目前行业仍处于渗透率初期，未来仍可能加速成长。据我们保守测算，2021年-2026年预制菜行业规模CAGR为15%，其中B端CAGR为14%，C端CAGR为25%。

2015-2021年中国预制菜行业规模



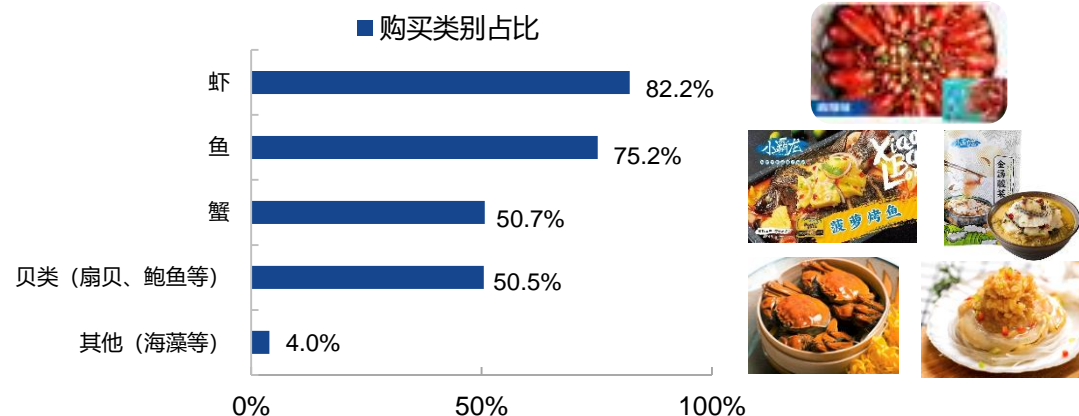
预计2021-2026年预制菜行业规模CAGR为15%

预制菜行业规模及增速测算								
关键假设	中国餐饮规模							
	4.67 万亿							
	食材占餐饮进货成本比例							
	40%							
关键变量	平均餐饮毛利率							
	55%							
	2021 年			2026 年				
	B 端渗透率	B 端占比	C 端占比	餐饮行业复合增速	B 端渗透率	B 端占比	C 端占比	
20%	80%	20%	5%	30%	70%	30%		
需求测算	2021 年			2026 年				
	预制菜行业	B 端规模	C 端规模	预制菜行业	B 端规模	C 端规模		
	2102 亿元	1681 亿元	420 亿元	4291 亿元	3219 亿元	1287 亿元		
	2021-2026 年预制菜行业规模 CAGR			2021-2026 年 B 端规模 CAGR		2021-2026 年 C 端规模 CAGR		
15%			14%		25%			

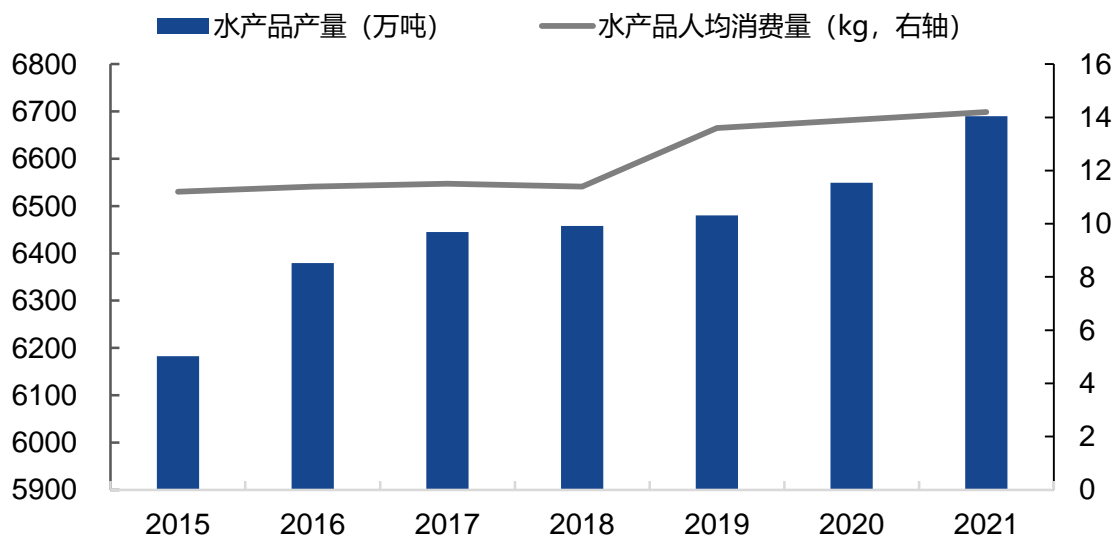
2.4、水产预制菜：迎合健康消费趋势，2021年行业规模超800亿元

- 水产预制菜符合消费升级趋势。水产预制菜的原材料主要有虾、鱼等，水产品具有蛋白质含量高、脂肪低、含有DHA等高营养价值，均属于优质肉类。在城市化和消费升级等因素推进下，水产品人均消费逐步提升，同时也助推了水产预制菜消费的增加。
- 2021年水产预制菜行业规模超800亿元，调味小龙虾、酸菜鱼、烤鱼等单品火爆。据艾媒咨询数据，2021年水产预制菜行业规模达到856亿元，同比增长16.8%，其中最受消费者喜爱的预制菜主要为虾类产品（调味小龙虾），以及以酸菜鱼、烤鱼为代表的鱼类产品。近几年小龙虾的消费场景逐步打开，除了夜宵、聚会场景以外，也开始出现在消费者的日常餐桌上。

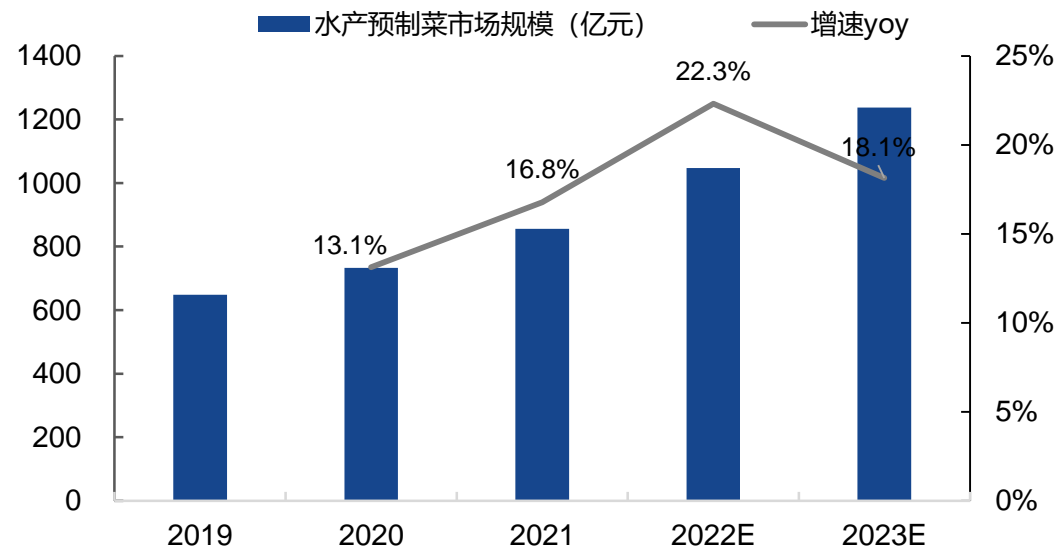
2022年消费者购买水产预制菜的主要类别



中国水产品产量及人均消费量



中国水产预制菜市场规模及增速



2.5、行业格局：高度分散，上游农业龙头有望顺利向下延伸产业链

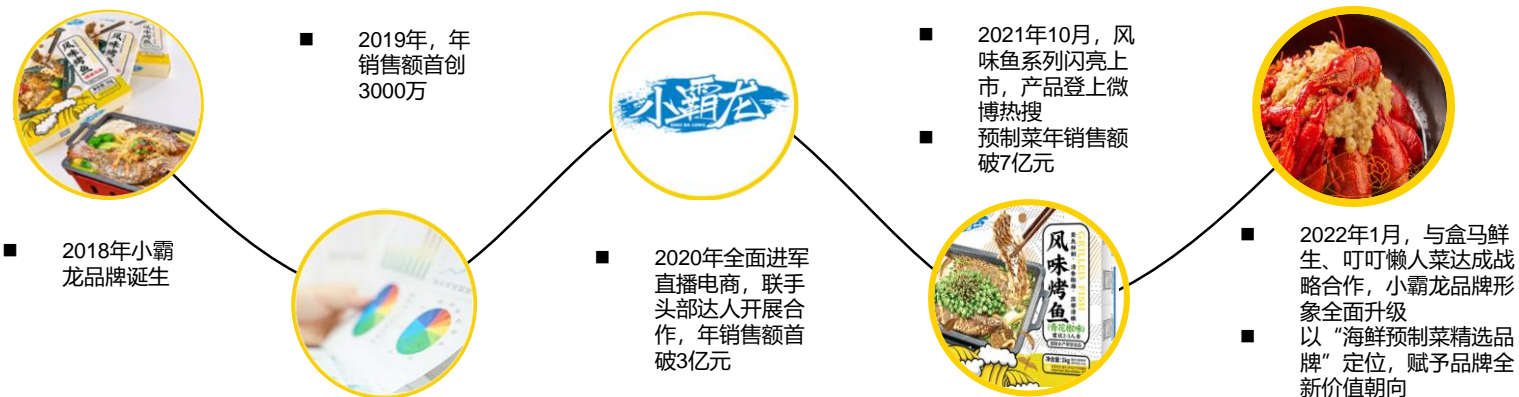
- **预制菜行业准入壁垒底，高度分散，但难出大规模龙头企业。**预制菜行业投资壁垒低，目前有五类企业（专业预制菜企业、上游农牧水产企业、速冻食品企业、餐饮企业、零售企业）涌入赛道，据企查查数据，2020年我国与预制菜相关的企业数量达6.6万家。但由于多种因素限制，大多企业仅偏于一隅或专攻单一渠道，难以形成较大规模，主因：（1）原材料品类复杂，多品类管理难度大；（2）对冷链配送能力要求高，跨区域易有高成本、高损耗；（3）考验研发和选品能力，解决区域口味差异大，以及菜品还原难度高的问题；（4）渠道复杂，诉求不一。
- **看好农牧水产企业凭借原材料优势，顺利向下延伸产业链，成为全国性龙头之一。**农牧水产企业利用原有原材料向下延伸产业链，更了解原材料管理方式，工业自动化程度通常高于专业预制菜企业、餐饮企业等，具备原材料成本优势，并具有一定的资金优势。通常从有合作基础的大型餐饮企业切入，未来若构建较完善的多元化渠道，并不断增强品牌影响力，有望突出重围跑出预制菜全国性龙头。

细分赛道不同参与者的特点分析

企业类型	产品模式	渠道模式	产品打造基础	生产方式	优势	劣势	代表企业
专业预制菜企业	料理包、速冻调理生制品、厨师菜	C端加盟店模式居多，大B端酒店、连锁餐饮、团餐占比大，小B端面向外卖客户	专业性较强，针对B端做定制化产品，C端聚焦爆品打造	区域性工厂，通常只有1-2个工厂，部分找OEM代工	预制菜行业渠道运营、产品打造经验丰富	工厂规模较小，许多专注于最擅长的2-3个品类，客户许多较集中，工厂自动化程度不高	蒸绘煮、味知香、信良记、真滋味、好得睐、绿进等
上游农牧水产企业	速冻调理生制品、油炸制品、料理包	通常从原来有过合作基础的餐饮企业切入，西式快餐类大B客户为主	依托于原有的初加工产品进行深加工，产品力强	自有生产基地，与原有初加工产品生产线有可共用的部分	原材料成本优势，供应链能力强。对于原材料特性更为了解，品控管理能力强，规模化生产优势强	终端消费需求的把控能力不强，分销渠道能力以及品牌打造能力较弱	双汇食品、圣农发展、正大、春雪、国联水产、龙大美食等
传统速冻食品企业	厨师菜、速冻调理生制品、油炸制品	小B端流通市场为主，C端KA/BC商超占比较大	基本以标准化产品为主，爆品打造能力强	自有生产基地，生产基地靠近原产地，部分找OEM代工	擅长打造标准品，规模化优势、渠道分销能力强，品牌优势	与原有渠道需要整合嫁接，定制化能力不强	安井、三全、思念、惠发等
餐饮企业	厨师菜	主要面向家庭端，线下门店冷柜摆放产品，C端通过线上电商、直播和线下超市推广	重点为自家招牌菜，更贴近消费者需求打造产品	自建中央厨房，原材料外采，部分OEM代工	充分发挥线下门店品牌优势，产品还原度较好，更能把握消费者偏好	渠道能力弱，高运营成本导致产品单价较高	海底捞、广州酒家、同庆楼、新雅、西贝、贾国龙等
零售企业	厨师菜、速冻调理生制品	面向C端消费者，根据自身特点进行线上线下一体化布局	贴合C端消费者需求，打造多品类	基本OEM代工或与餐饮、食品品牌合作	受众人群与预制菜C端消费者更匹配，可利用大数据优势了解消费者需求	OEM品控能力不强，渠道单一，需自建冷链仓储体系，研发能力弱	盒马生鲜、美菜网、每日优鲜、叮咚买菜等

2.6、公司主打水产预制菜，与禽畜肉预制菜错位竞争

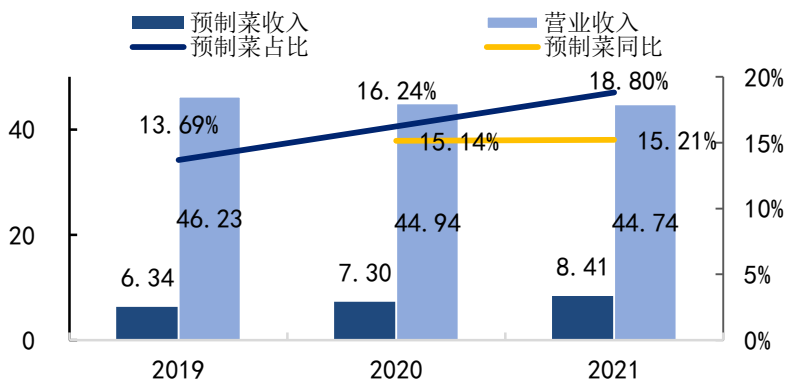
- 2018年公司小霸龙品牌诞生，目前涵盖风味鱼、快煮、火锅、米面、小龙虾、裹粉等系列。公司主要以对虾、小龙虾和鱼类为原材料，与其他禽畜肉类预制菜形成错位竞争，2019年-2021年，**公司预制菜增长较好，占比持续提升**，截至2021年预制菜营收8.41亿元，占比18.80%，预制菜业务已初具规模。



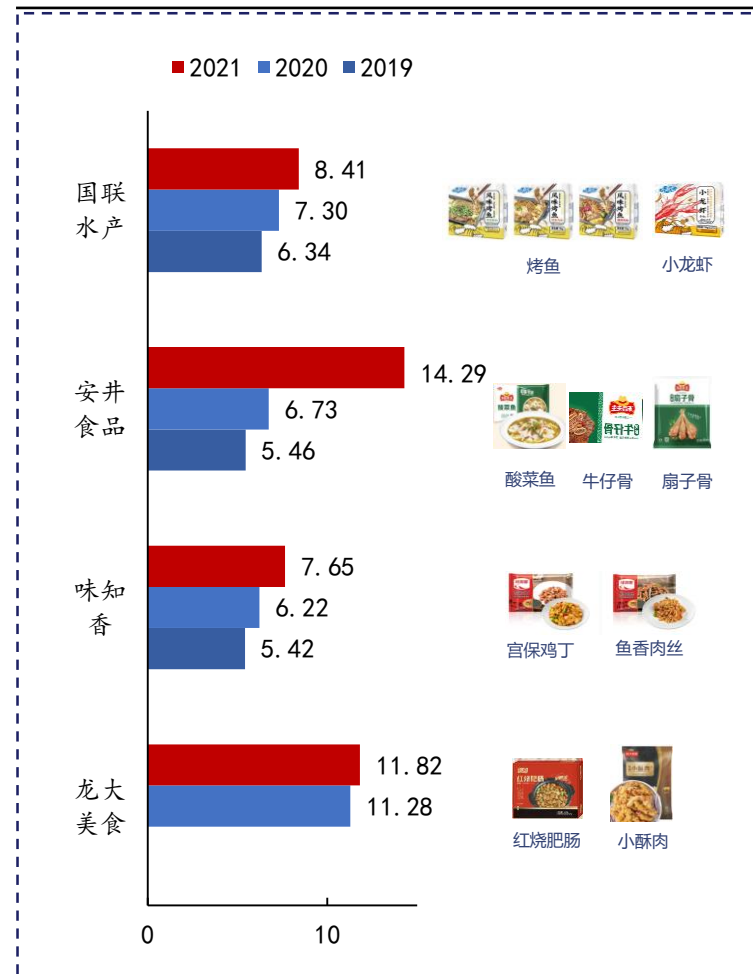
预制菜主要产品系列



预制菜收入持续增长 (万元, %)



同行业预制菜规模及品类 (亿元)



2.7.1、烤鱼口味丰富，发力酸菜鱼

- 烤鱼类预制菜能够广受欢迎主要有以下几方面因素：第一是探鱼、半天妖等烤鱼类连锁餐饮对消费者教育充分，口味具有普适性；二是烹饪简单，只需加热即可食用，同时具有类火锅性质，气氛热闹，广泛使用家庭用餐、朋友聚会、露营、短途旅游、单人餐等消费场景；三是价格实惠，相对于餐厅人均价，预制菜烤鱼产品性价比突出。
- **公司引领烤鱼预制菜品市场，烤鱼口味和鱼类多样，性价比高：**公司先后推出麻辣、青花椒、蒜香、菠萝烤鱼口味，提供罗非鱼、鲷鱼两种鱼供选择，公司产品更具性价比。
- **发力酸菜鱼，改良原材料，推出多种口味：**酸菜鱼是市场主流的预制菜品，市场流行度高，具有大单品潜质，公司酸菜鱼过去推广不够聚焦，主要是考虑鱼系列产品没有形成产品矩阵，所以没有投入较多精力。今年公司从以下方面重新改良上新：一、原来选取罗非鱼为原料，现在采用黑鱼作为原料。二是在酸菜、金汤各种口感的筛选上重新改良。

不同品牌烤鱼产品对比

公司	产品	价格	单价	说明
国联水产		40-50元/1kg	4.0-5.0元/100g	罗非鱼、鲷鱼；麻辣、青花椒、蒜香、菠萝、口味丰富
正大食品		124元/1.5kg	8.3元/100g	鲷鱼；香辣和蒜香两种口味可选
好得睐		109元/1.3kg	8.4元/100g	松花江鱼；香辣、青花椒味两种口味可选

不同品牌酸菜鱼产品对比

公司	产品	价格	单价	说明
国联水产		39元/400g	9.8元/100g	金汤酸菜鱼、老坛酸菜鱼、麻辣水煮鱼、藤椒鱼片、剁椒鲷鱼等形成快煮系列
安井食品 (冻品先生)		39元/419g	9.3元/100g	黑鱼，主推老坛酸菜鱼，与水煮牛肉、酸汤肥牛形成产品系列
味知香		30元/450g	6.7元/100g	黑鱼，金汤酸菜鱼
龙大美食		39元/455g	8.6元/100g	黑鱼，金汤酸菜鱼

2.7.2、小龙虾动销好，牛蛙潜力大

- **小龙虾系列、可选口味多、价格有一定优势，动销较好：**公司主打整只调味小龙虾，精选整只大虾、采用非转基因菜籽油加工、液氮速冻锁鲜技术，肉质紧实Q弹。与其他头部品牌对比，公司小龙虾产品可选口味更多，价格具有一定优势。公司小龙虾动销情况比较好，主要是销售在商超渠道、电商渠道、小 B 端渠道。
- **牛蛙新品、与烤鱼消费场景类似、竞争者较少，具有大单品潜质：**公司今年新推出牛蛙产品，由于牛蛙与烤鱼消费场景相似，蛙来哒、蛙老佛爷等连锁品牌对市场教育充分，同时目前主流预制菜品牌鲜有推出牛蛙产品，因此，我们预计公司牛蛙产品具有大单品潜质。
- 此外，公司的预制菜产品还有裹粉类、火锅和面点类产品，如虾滑、虾饺等，均在持续培育中。

不同品牌小龙虾对比

公司	产品	价格	单价	说明
国联水产		40-50元/750g	5.3-6.7元/100g	4-6钱大小，十三香口味、蒜香口味、麻辣口味
安井食品		50元/650g	7.7元/100g	4-6钱大小，麻辣味
文和友		108元/800g	13.5元/100g	4-6钱大小，麻辣味、蒜蓉味

牛蛙预制菜头部品牌较少

公司	产品	价格	单价	说明
文和友		68元/305g	22.3元/100g	青藤椒口味
麻六记		70元/550g	12.7元/100g	麻辣味

公司小龙虾产品



2.8.1、供应链优势：深耕水产行业多年，建立起全球供应链布局

- ❑ **水产类与其它原料端有差异显著：**一是种类丰富，鱼虾贝肉四大类，上千个品种；二是供应季节性明显，以小龙虾为例，只有每年5、6、7三个月份适合工业化原料供应。下游餐饮企业对海鲜类爱恨交加，一方面海鲜类可显著提升客单价与餐厅档次，另一方面由于供应季节性，且多以活鲜为主，菜品不够丰富，无法形成常年稳定菜单。
- ❑ **水产类供应链的核心竞争力体现在原材料采购与产品研发能力：**于采购端，水产品上市采购时间相对集中，品类繁多，客户需求各不相同，丰富的多品类采购经验对供应保障尤其重要，多品类、多产地、历史行情与当年产销把握能力，决定采购成本。于产品端，基于消费市场洞察能力，通过研发实现从活鲜到冰鲜到丰富的预制菜种类，进而帮助餐饮企业完成海鲜多菜式的常年稳定供应。
- **公司区位优势明显：**公司起家于粤西沿海，并于布局益阳生产基地。粤西地区是我国对虾、罗非鱼主产区，水产产业基础良好，临近南海，产品进出口便利，区位优势突出。益阳是享誉全国的鱼米之乡，境内湖泊众多，江河密布，水源充沛，土层深厚，土质肥沃，有利于鱼类的生长繁殖；同时，耕地潜育化也比较普遍，小龙虾具有掘穴习性，潜育性水稻土为小龙虾的生长繁殖提供优良条件。
- **公司具有全球化采购能力：**公司深耕水产行业20余载，拥有经验丰富的采购团队，在中国、南美洲、东南亚等世界对虾及综合水产品的主要原料产地构建了比较完善的采购体系，实现全球化与规模化采购，对稳定供应有充分保障。

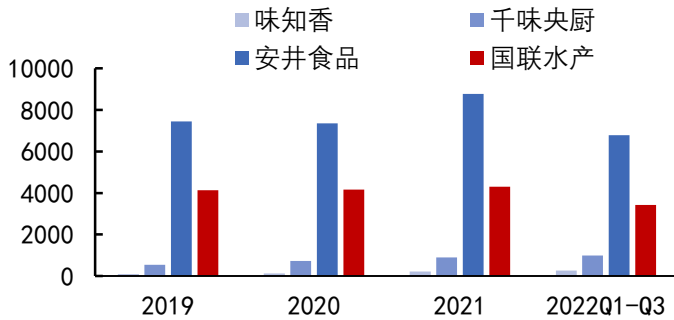
公司全球供应链网络



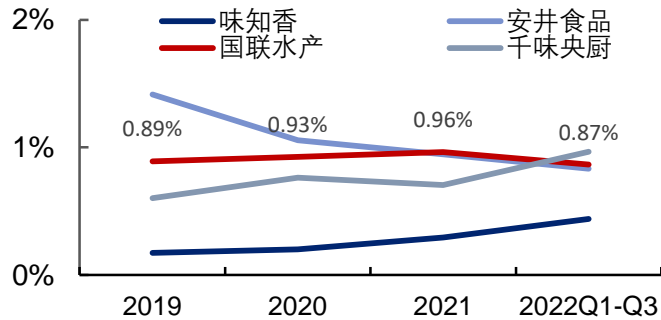
2.8.2、供应链优势：研发水平业内领先，产品不断推陈出新

- 公司是国家高新技术企业，享有15%企业所得税税率，公司致力于新产品研发，研发费用率业内领先。**公司拥有上海和湛江两地的食品研发中心，配备来自国际大型连锁餐饮的资深研发人员、研发总厨组成的研发团队**，建立了系统化的产品研发体系，以对虾和罗非鱼的深加工产品、深加工技术、保鲜技术为重点，不断进行新产品、新工艺、新技术的研究开发，为客户提供更专业的定制化服务。
- 在新品的研发选品上，公司充分结合市场洞察和自身优势，**一是定位餐饮业反响好、受众广的大单品**，进行标准化生产，然后形成产品系列矩阵，转化到C端渠道，比如公司的风味鱼系列。**二是聚焦原材料本身，以工厂为核心，考察周边的核心鱼类原料，定制研发相应的深加工产品**。比如金鲳鱼，其在两广沿海是大单品，上游养殖量充足，受欢迎程度高，因此公司对其进行重点研发和推广。

研发费用投入较高 (万元)



研发费用率较高 (%)



公司食品加工研发技术

序号	食品加工研发技术
1	创新口味面包虾开发及产品微生物预测系统
2	中式烹饪对虾调理食品生产工艺
3	中华传统对虾食品标准化生产工艺和质量安全关键技术
4	可追溯体系及在生虾仁加工中应用技术
5	一种冻熟虾仁的生产技术
6	一种冻调味虾串的生产方法
7	一种熟凤尾虾的生产技术
8	一种烟熏罗非鱼片的生产技术
9	一种冻罗非鱼片的生产技术

公司不断推出新品

年份	新品
2018年	椰丝面包虾、水煮汉虾、虾滑、虾饺、鱼籽虾球、小龙虾
2019年	海鲜粥、鲍鱼杏鲍菇滑鸡粥、大虾汉堡、大虾三明治、脏脏大虾堡、干贝鱼片粥、小龙虾塔可、麻辣小龙虾意面、双虾争霸披萨，新品立项88个，上市30个
2020年	西班牙风情虾焗饭、咸蛋黄酥鱼皮、小龙虾鸡腿汉堡、小龙虾意面、双层薄脆披萨、橙香烤海鲈鱼柳等，新品立项80+，上市41个
2021年	松鼠海鲈鱼柳、酸菜海鲈鱼片、小龙虾嫩牛五方、咸蛋黄花轮芝心大虾披萨、泰式大虾沙拉、金沙大虾三明治、青花椒风味烤鱼、菠菜水晶虾饺、手作三色大颗粒虾滑、金汤汉虾、水煮鱼片

湛江、深圳两地研发中心



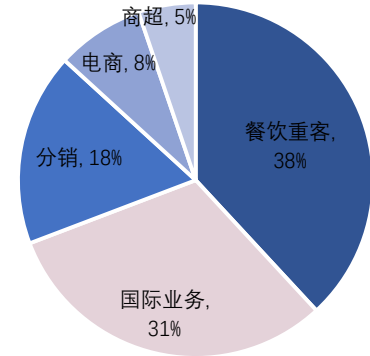
2.9、渠道优势：全渠道布局，B端绑定头部客户，C端品牌升级

- **B端服务式精准营销、C端品牌持续塑造**：公司注重营销网络铺设，覆盖流通、餐饮、商超、电商等渠道，对于B端客户，公司采取服务式营销与精准营销，通过复合型人才现场办公服务餐饮重客和流通大客户，对于C端客户，公司持续进行品牌塑造，形成线上种草，线下拔草、商超联动的综合营销格局。
- **公司预制菜产品充分复用既往建立起来的渠道关系和经验**，通过为客户提供更全面的水产初加工和深加工产品矩阵，使得预制菜产品能够在各销售渠道顺利实现布局：（1）**餐饮重客渠道**：专注于大客户服务，满足百胜、半天妖等头部餐饮客户的大单品定制化需求；（2）**流通渠道**：公司已完成九大区的建设，实现全国布局，渠道深耕下沉；（3）**商超渠道**：与永辉超市、沃尔玛、盒马鲜生、大张超市等商超形成了稳定的合作伙伴关系，产品铺市超3,000家门店；（4）**电商渠道**：销售覆盖天猫、京东、拼多多等主流平台，预制菜品在电商的销售量持续攀升。
- 2021年公司预制菜营收8.41亿元，其中，国际业务2.62亿元，国内合计5.8亿元，餐饮重客3.21亿元、分销1.48亿元，电商0.66亿元、商超0.44亿元。

公司与主要头部客户建立长期合作关系

序号	单位	合同金额	签署日期
1	必胜（上海）食品有限公司	框架合同	2018/10/24
2	内蒙古小肥羊餐饮连锁有限公司	框架合同	2018/10/24
3	上海小南国海之源餐饮管理有限公司	框架合同	2019/5/31
4	上海合斯供应链管理有限公司	框架合同	2019/7/1
5	广州市睿泽华瑞进出口贸易有限公司	框架合同	2020/5/1
6	奥乐齐（中国）投资有限公司	框架合同	2020/5/10
7	北京呀咪呀咪食品有限公司	框架合同	2020/7/10
8	福州塔斯汀餐饮管理有限公司	框架合同	2020/8/27
9	北京达美乐比萨饼有限公司	框架合同	2020/11/1
10	上海达美乐比萨有限公司	框架合同	2020/11/1
11	领驰食品发展（上海）有限公司	框架合同	2020/11/25
12	北海速鲜记食品有限公司	框架合同	2021/1/1
13	锅圈供应链（上海）有限公司	框架合同	2021/1/1
14	福建永辉现代农业发展有限公司	框架合同	2021/1/1
15	河南大张实业有限公司	框架合同	2021/4/1
16	南通瑞隆农产品开发有限公司	框架合同	2021/4/22
17	吉林省金之秋供应链管理有限公司	框架合同	2021/7/1
18	广州夏晖物流有限公司	框架合同	2021/7/23
19	亚洲渔港（大连）食品有限公司	框架合同	2021/5/10
20	盒马鲜生	框架合同	2022/1/11
21	济南半天妖餐饮管理有限公司	框架合同	2022/1/13
22	北京小饭柜科技有限公司（叮叮懒人菜）	框架合同	2022/1/26
23	四川海之雁贸易有限公司(海底捞)	框架合同	2022/3/1
24	上海海雁贸易有限公司(海底捞)	框架合同	2022/3/1
25	深圳达美乐餐饮管理有限公司	框架合同	2022/3/2
26	广州市瑞泽贸易有限公司（汉堡王）	框架合同	2022/3/7

2021年预制菜渠道占比（%）



头部主播带货，签约分众传媒，全渠道曝光



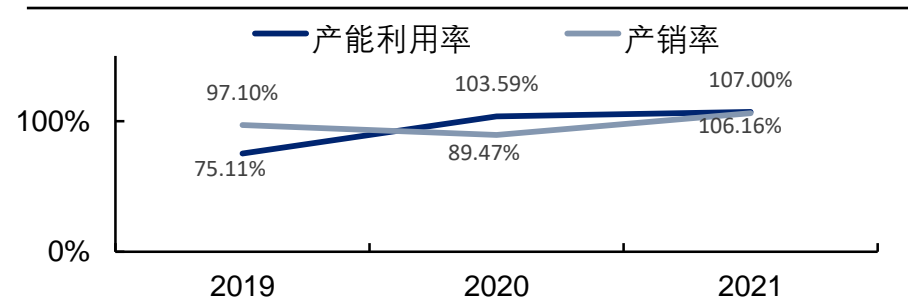
2.10、定增突破预制菜产能瓶颈，多家头部机构和产业股东参与

■ 公司现有预制菜产能1.5万吨，产能目前处于瓶颈期，公司于2022年11月29日完成定增发行，进行产能扩充。

募投项目

序号	项目	建设期	募投金额 (万元)	主要获配股东
1	广东国美水产食品有限公司中央厨房项目	24个月	20,000.00	财通基金2.0亿元 诺德基金1.8亿元 华夏基金1.3亿元
2	国联(益阳)食品有限公司水产品深加工扩建项目	12个月	50,000.00	UBS AG 0.8亿元 大张实业(全国百强连锁、保亭会会长单位) 股东张新华1亿元
3	补充流动资金	-	30,000.00	

预制菜产能利用率较高 (%)



■ 定增项目完成后预计可新增6.9万吨产能，其中：（1）国美水产中央厨房项目，预计可新增2.4万吨产能，预计实现年均收入约7.6亿元，年均归母净利润6247.80万元。（2）国联（益阳）水产品深加工扩建项目，预计新增4.5万吨产能，预计项目可实现年均收入18亿元，年均归母净利润约1.15亿元。

广东国美水产食品有限公司中央厨房项目

序号	产线	产能 (吨)
1	虾饺	4,000.00
2	烤鱼	10,000.00
3	虾滑	4,000.00
4	酸菜鱼	1,000.00
5	米面类海洋食品	2,500.00
6	油炸类水产品	2,500.00
	合计	24,000.00

国联(益阳)食品有限公司水产品深加工项目

序号	产线	产能 (吨)
1	调味整只小龙虾、虾尾	6,800.00
2	调味小龙虾仁	4,250.00
3	休闲小龙虾	4,250.00
4	鱼头(白鲢、花鲢)	6,800.00
5	鱼糜	8,500.00
6	休闲鱼仔	2,550.00
7	烤鱼(淡水鱼类、叉尾鮰)	11,000.00
8	预制菜料包	850.00
	合计	45,000.00

1、国联水产-我国水产加工龙头

2、打造水产预制菜领军者

3、传统水产业务触底企稳

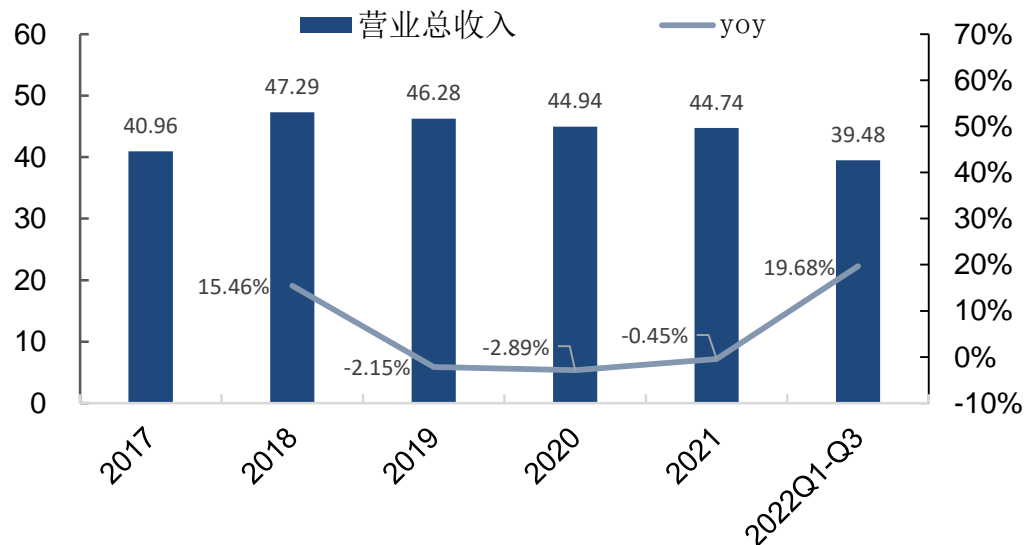
4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

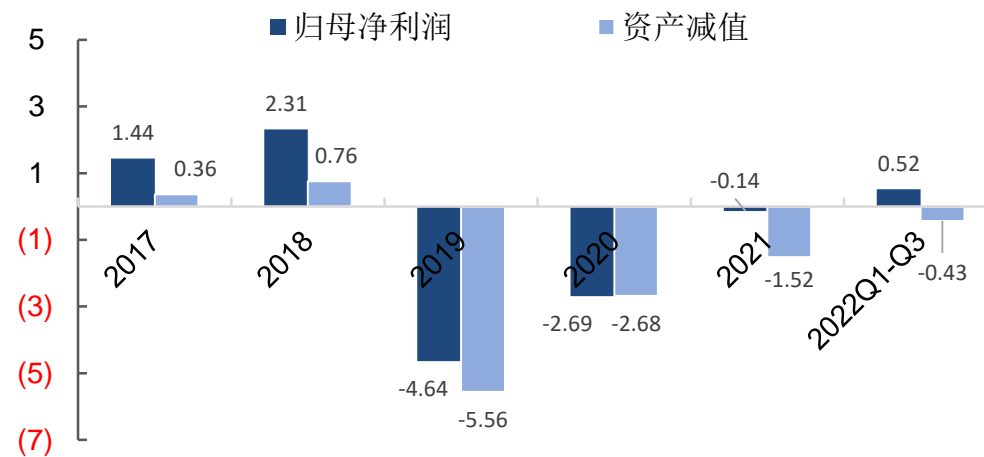
3.1、公司传统水产业务逐步回升：2019-2021年亏损复盘

- 复盘公司亏损较严重的三年，2019-2021年，公司计提大额存货减值导致归母净利润分别亏损-4.64亿元、-2.69亿元和-0.14亿元。**据公司公告，主要系中美贸易摩擦和新冠疫情，打断了公司收入高速增长趋势，打乱了公司存货管理计划。**2019年-2020年，公司存货存在较多积压情况，另受预计售价下降、销比例增加、销售费用率增加等影响，存货可变现净值大幅低于存货账面余额，导致2019年-2020年公司大额计提了存货跌价准备。
- 2021年公司不断深化国内市场，不断优化产品结构，加强销售渠道开拓力度，另受预计售价上升等影响，存货可变现净值仍低于存货账面余额，但差额大幅缩窄，2021年公司计提的存货跌价准备较2019年、2020年度的大幅减少。

公司历年营收整体较稳定（亿元，%）



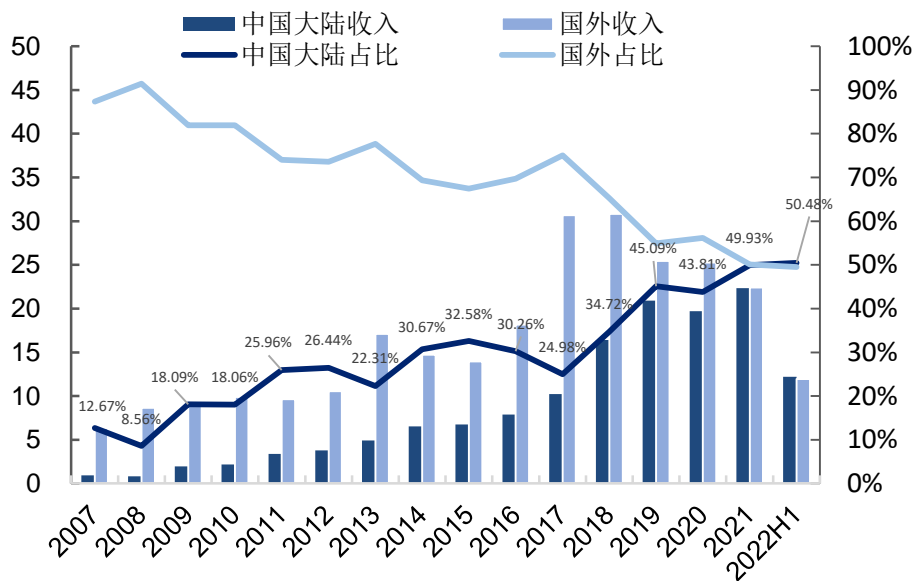
存货减值导致归母净利润波动大（亿元）



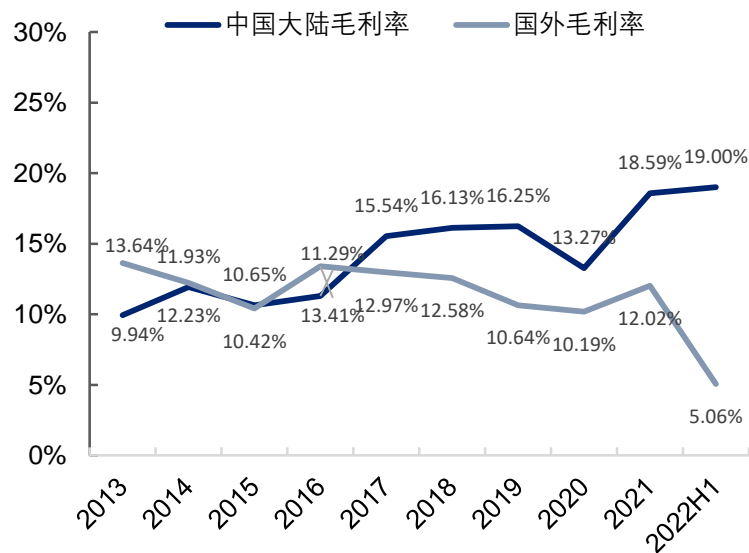
3.2、经营结构调整：国内市场为主，优化产品构成

- 由于国内疫情控制较好，对公司生产端的影响不大，但对下游消费结构产生较大影响，餐饮业堂食消费受到较大影响，但外卖消费却持续快速增长，个人消费者受疫情影响，对预制菜的需求方兴未艾。
 - ✓ 公司增加拓展力度，逐步下沉销售渠道，加强研发，增强同商超的合作等，**增加境内市场销售占比**，实现境内、境外良性发展，逐步摆脱境外市场过度集中。公司国内营收占比从2007年的12.67%增至2022年H1的50.48%，国内市场营收已经超过国际营收，市场结构调整战略格局基本确立。
 - ✓ 公司国外市场主要产品为水产品初加工，且SSC为贸易公司仅赚取流动环节差价；而**国内逐步发力水产品精加工业务，国内市场的盈利能力优于国外市场**。未来随着公司进步将经营重心转至国内市场，公司未来盈利改善空间较大。
 - ✓ 公司对产品种类构成也逐步调整，改善虾类占比过高、产品单一的局面，提高供应链稳定性，2019年-2022年Q1，公司对虾类产品占比从2019年的74.51%逐步降低至64.27%，鱼类、小龙虾等占逐步提升。

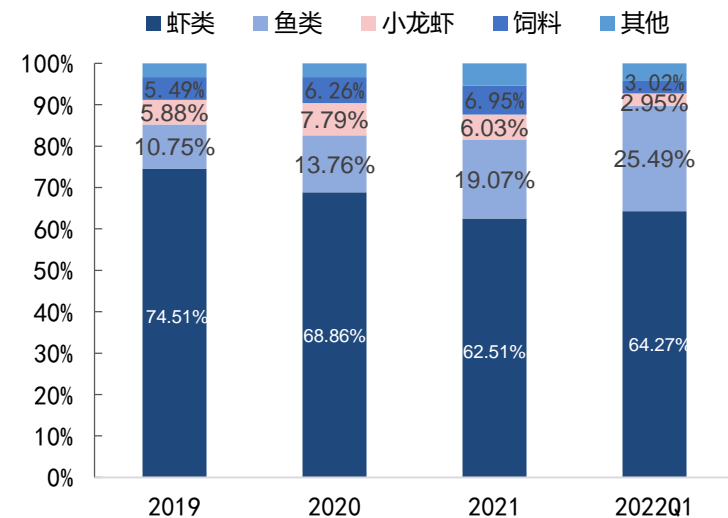
公司国内收入占比持续提升 (亿元, %)



近年来公司国内产品毛利率整体高于国外 (%)



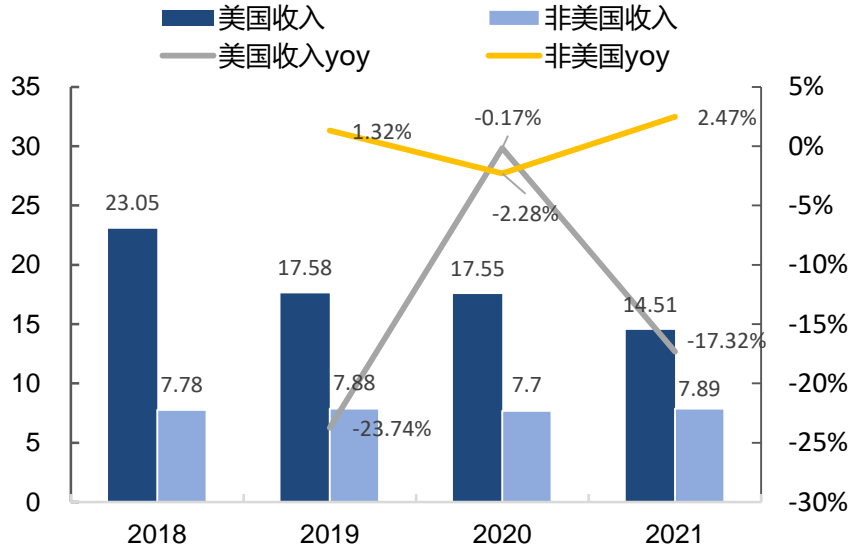
鱼类占比逐年提升 (%)



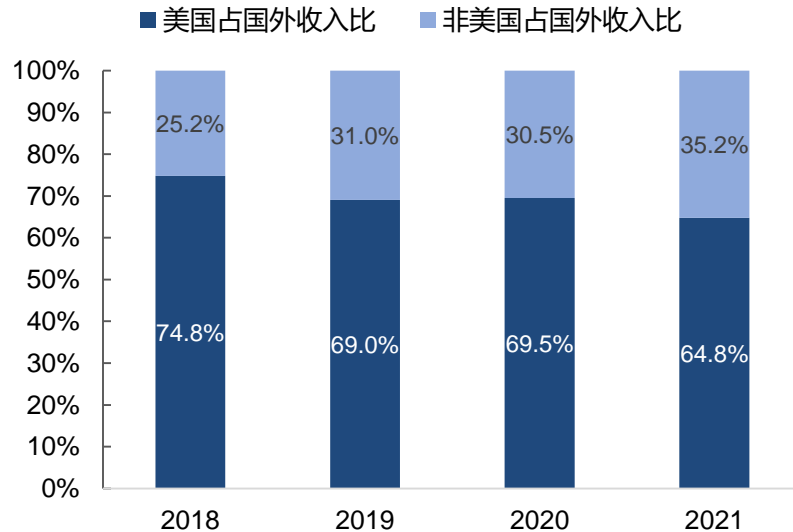
3.3、渠道结构调整：对美比重降低，贸易摩擦后续影响较小

- **中美贸易摩擦情况复盘：**中美贸易摩擦始于2018年3月，美对来自于中国的部分商品分别在2018年9月24日和2019年5月10日起征收10%和25%关税。**中美贸易摩擦对公司销售的影响主要体现为：**美方对公司产品加征关税，导致客户采购成本提高，降低了客户的采购意愿。中美贸易摩擦开始后，对公司美国市场造成较大冲击，公司2019年度境外业务收入同比下降17.42%，主要系美国销售收入同比下降23.74%所致。
- **公司已积极采取应对措施，中美贸易摩擦后续影响较小：**
 - ✓ 公司已经减少对美出口业务量：公司对美国市场销售分为两部分，一是美国子公司SSC在美国市场的销售（SSC有部分产品采购于公司），二是公司于境内出口至美国市场销售，公司积极调整直接出口业务及SSC公司的产品采购策略，降低加征关税对海外销售的影响。2018年SSC采购的产品中有40%以上由公司供应，2019年该比例已下降至15%。公司直接出口美国业务占比较小，2021年度，直接出口到美国市场的收入仅为1.01亿元，占比仅为2.25%。
 - ✓ 公司积极开拓非美国市场，增加国际渠道多样化，减少对美依赖，2021非美国市场收入7.89亿元，占比逐年提升至35.2%。

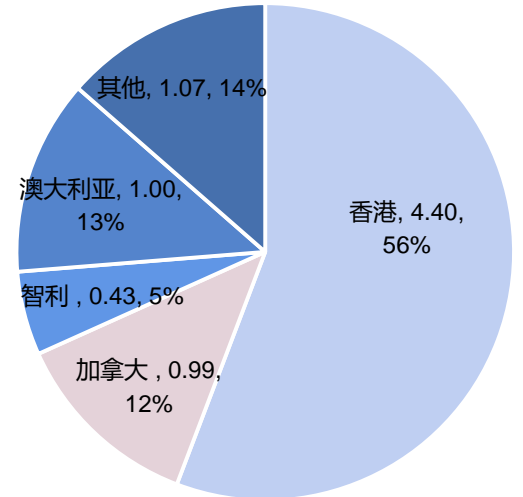
境外收入拆分 (亿元, %)



非美国收入占比持续提升 (%)



2021年非美国市场拆分 (亿元, %)



3.4、产业链优化：上游养殖业务剥离，亏损拖累已消除

- 2010年公司上市后，为进一步完善产业链，曾发展上游养殖业务，但由于养殖业务管理难度大，亏损严重。2021年，公司实现营业收入总收入44.74亿元，实现归母净利润-1,383.79万元，公司主营业务已实现盈利，但上游板块亏损幅度较大，影响了公司整体盈利水平。因此，公司于今年关停养殖业务，并陆续处置资产。

- 根据2022年6月18日公司《关于出租部分上游养殖设施及出售网箱存鱼暨关联交易的公告》：“...公司上游板块近几年均处于较大的亏损状态，公司对部分上游养殖设施对外出租并出售网箱存鱼，及时止损，有利于减少公司对上游板块的资本性投入，把资金投入聚焦在水产食品加工业务...”
- 根据2022年9月6日公司《关于与粤海饲料签署战略合作框架协议的公告》：“...国联水产拟对上游产业的海洋渔业养殖、对虾工厂化养殖等业务及资产进行剥离，粤海饲料可通过购买、租赁整合等方式，吸收国联水产上游产业的资产，实现自身主营的水产饲料业务品类扩充、产能扩大及产业整合.....国联水产对上游水产品原材料有着稳定、量大的需求，粤海饲料产品服务众多水产养殖客户，双方通过水产养殖客户结成紧密的产业纽带。双方对现有产业链条进行优化升级，密切合作：国联水产通过定量、锁价等方式采购粤海饲料养殖户的水产品，解决养殖户销路问题；粤海饲料凭借经验丰富的研发团队及先进的饲料、动保等养殖技术赋能养殖户，实现水产品养殖定制化、标准化，实现收益最大化。双方通过产业协同，构建紧密、完整、先进的水产产业生态圈，赋能传统水养殖，实现养殖客户收益提升，共同助力乡村振兴...”

■ 综上所述：

- ✓ 公司上游养殖业务多年亏损，对公司产业链没有形成增益优势，反而给公司现金流及市场形象都带来较大的负面影响。2022年，公司对上游养殖业务剥离出表，更加聚焦食品加工主业发展。
- ✓ 公司将通过纵向联合、捆绑经营、重点赋能等方式，促成大的养殖个体、合作社与公司深度合作，保障公司产品供应的稳定性、品质稳定性。

1、国联水产-我国水产加工龙头

2、水产预制菜领军者

3、传统水产业务触底企稳

4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

4、盈利预测与投资评级

■ 盈利预测模型基本假设：

- **假设1：预制菜业务。**2023年疫情基本得到控制，餐饮行业恢复，公司B端预制菜业务复苏。2023年随预制菜渠道扩张以及消费渗透率的提升，公司大单品烤鱼、小龙虾获得加速增长；同时，牛蛙、酸菜鱼等潜力单品成长为新的亿元级大单品，驱动收入、利润增长，预计2022-2024年预制菜收入分别为11.77/15.89/20.66亿元，分别同比增长40.0%/35.0%/30.0%。
- **假设2：传统主营业务。**传统主营业务主要为初加工水产品，2023年国内餐饮行业复苏，叠加海外需求回暖，初加工产品有望恢复稳定增长，预计2022-2024年传统主营业务收入分别为40.9/47.9/56.0亿元，分别同比增长12.5%/17.2%/16.7%。
- **假设3：公司上游养殖业务顺利剥离，国内业务占比继续增加，2023年海外疫情基本可控，存货减值影响逐步消退，存货周转率提升，盈利能力持续改善。**

- **盈利预测和投资评级：**随着未来预制菜行业渗透率加速增长，我们看好凭借多年积累的水产行业采购、研发优势以及餐饮、商超客户合作基础，在预制菜行业中脱颖而出。我们预计公司2022-2024年营业收入增速为18%/21%/20%，预计营业收入可达52.7/63.8/76.6亿元，但考虑公司存货占比依然较高，且今年四季度疫情仍有一定影响，我们下调2022年盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润为0.55/1.58/2.80亿元，对应EPS分别为0.05/0.14/0.25元，PE分别为124/43/24倍，维持“增持”评级。

盈利预测（百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计	4494.1	4474.2	5266.1	6382.5	7659.0
yoy	-2.9%	-0.4%	17.7%	21.2%	20.0%
毛利率	11.5%	15.3%	13.9%	14.4%	14.9%
其中：预制菜收入	730.0	841.0	1177.3	1589.4	2066.2
yoy	15.1%	15.2%	40.0%	35.0%	30.0%
传统主营业务收入	3764.1	3633.2	4088.8	4793.1	5596.2
yoy	-5.8%	-3.4%	12.5%	17.2%	16.7%
归母净利润	-268.8	-13.8	55.0	158.0	280.0
yoy	42.1%	94.9%	497.6%	110.7%	77.1%
净利率	-6.0%	-0.3%	1.0%	2.5%	3.7%
PE	-	-	124.0	43.1	24.3
EPS	-0.30	-0.02	0.05	0.14	0.25

1、国联水产-我国水产加工龙头

2、水产预制菜领军者

3、传统水产业务触底企稳

4、盈利预测与投资评级

5、风险提示

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行的风险
- (2) 新型冠状病毒疫情影响生产经营的风险
- (3) 行业竞争加剧的风险
- (4) 上游原材料价格波动的风险
- (5) 食品质量安全的风险
- (6) 新产品推广不达预期的风险
- (7) 贸易摩擦影响产品出口的风险
- (8) 汇率波动的风险

国联水产盈利预测表

证券代码: 300094

股价: 6.02

投资评级: 增持(维持)

日期: 20221227

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	170	246	331	823	营业收入	4474	5266	6383	7659	每股指标				
应收款项	573	684	826	991	营业成本	3789	4537	5467	6521	EPS	-0.02	0.05	0.14	0.25
存货净额	2746	2599	2748	2962	营业税金及附加	20	21	24	30	BVPS	2.32	2.80	2.94	3.19
其他流动资产	164	257	278	321	销售费用	225	263	319	360	估值				
流动资产合计	3653	3786	4182	5097	管理费用	145	195	248	285	P/E	—	124.0	43.1	24.3
固定资产	1157	1265	1319	1374	财务费用	111	28	27	26	P/B	2.0	2.2	2.0	1.9
在建工程	76	101	130	161	其他费用/(-收入)	43	53	64	77	P/S	0.9	1.3	1.1	0.9
无形资产及其他	232	263	301	341	营业利润	5	65	186	330	财务指标				
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E	
资产总计	5119	5415	5933	6973	利润总额	5	65	186	330	盈利能力				
短期借款	1502	604	709	1218	所得税费用	22	10	28	49	ROE	-1%	2%	5%	8%
应付款项	641	667	817	991	净利润	-17	55	158	280	毛利率	15%	14%	14%	15%
预收帐款	0	10	6	9	少数股东损益	-3	0	0	0	期间费率	11%	9%	9%	9%
其他流动负债	558	660	770	844	归属于母公司净利润	-14	55	158	280	销售净利率	0%	1%	2%	4%
流动负债合计	2701	1942	2302	3061	现金流量表 (百万元)					成长能力				
长期借款及应付债券	24	24	24	24	经营活动现金流	205	269	247	267	收入增长率	0%	18%	21%	20%
其他长期负债	198	198	198	198	净利润	-14	55	158	280	利润增长率	95%	498%	188%	77%
长期负债合计	222	222	222	222	少数股东权益	-3	0	0	0	营运能力				
负债合计	2923	2164	2524	3283	折旧摊销	116	131	144	158	总资产周转率	0.87	0.97	1.08	1.10
股本	912	1133	1133	1133	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	7.81	7.71	7.73	7.74
股东权益	2196	3251	3409	3690	营运资金变动	-180	-22	-116	-202	存货周转率	1.63	2.03	2.32	2.59
负债和股东权益总计	5119	5415	5933	6973	投资活动现金流	-94	-295	-266	-284	偿债能力				
					资本支出	-93	-295	-266	-284	资产负债率	57%	40%	43%	47%
					长期投资	-1	0	0	0	流动比	1.35	1.95	1.82	1.66
					其他	0	0	0	0	速动比	0.30	0.54	0.55	0.63
					筹资活动现金流	-276	102	104	509					
					债务融资	-116	-898	104	509					
					权益融资	0	1000	0	0					
					其它	-161	0	0	0					
					现金净增加额	-160	76	85	491					

食品饮料小组介绍

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

胡建文，北京大学硕士，保荐代表人，七年消费品投行和一级投资经验，主要覆盖调味品、速冻食品、预制菜等板块。

肖依琳，中南大学硕士，主要覆盖调味品、速冻食品、预制菜等板块。

分析师承诺

薛玉虎、刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 食品饮料研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597