

2022年11月04日

公司研究

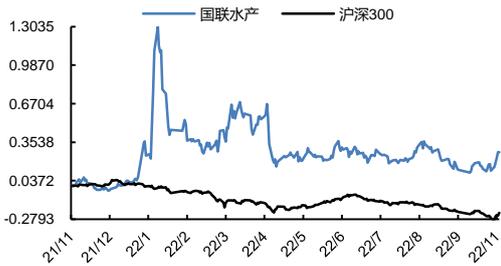
评级：增持(维持)

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：肖依琳 S0350121120033
 xiaoyl@ghzq.com.cn

预制菜业务延续快增，盈利水平改善

——国联水产（300094）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/11/04

表现	1M	3M	12M
国联水产	12.9%	6.7%	27.3%
沪深300	-1.0%	-8.2%	-22.6%

市场数据

2022/11/04

当前价格(元)	5.41
52周价格区间(元)	4.01-9.95
总市值(百万)	4,935.50
流通市值(百万)	4,781.71
总股本(万股)	91,229.23
流通股本(万股)	88,386.60
日均成交额(百万)	358.81
近一月换手(%)	3.99

事件:

国联水产发布 2022 年三季度报告：公司前三季度实现总营收 39.48 亿元，同比增长 19.68%，归母净利 0.52 亿元，同比增长 364.00%，扣非净利 0.40 亿元，同比增长 495.47%。

投资要点:

- **预制菜业务增长势头较足，业绩延续高弹性增长。**公司 Q3 实现营收 15.34 亿元，同比增长 27.80%，归母净利 0.19 亿元，同比增长 1816.34%，扣非净利 0.10 亿元，同比增长 242.20%。Q3 公司收入保持稳健增长，预计主要由于预制菜业务维持较快增长，其中以商超、电商渠道预制菜产品快速放量为主，同时去年同期收入基数较低，去年 Q3 收入同比下滑 11.85%。利润端，实现弹性增长，预计主因剥离亏损的养殖业务，国内业务占比提升，以及减值影响减小所致。
- **国内业务占比保持上升趋势，减值因素影响继续淡化，盈利水平进一步改善。**公司 Q3 毛利率同比下降 5.65pct 至 9.62%，预计主要由于原材料成本上升较多所致。费用方面，Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别-0.72/-0.27/-0.15/-1.36pct，各费用率均有下降，预计与收入规模效应体现以及养殖业务剥离有关。此外，公司 Q3 资产减值比例继续下降，同比下降 3.44pct 至 1.20%，主要归因于国内采购原材料与国内产品销量占比提升。一方面过去公司对虾产品占比大且大多由海外进口，进口周期较长，期间价格波动易产生存货减值，近年来，公司通过加大国内鱼类深加工产品的开发力度，以淡化进口供应链不稳定的影响。另一方面，自 2019 年中美产生贸易摩擦后，公司将渠道开拓的重点逐渐向国内转移，海内外及各细分渠道对于产品保质期要求差异较大从而导致较多资产减值，随国内市场规模逐步扩大，减值影响持续淡化。综上，公司 Q3 净利率同比上升 1.17pct 至 1.25%。
- **Q4 业绩有望延续高弹性增长，预制菜产品矩阵与渠道覆盖面持续完善，看好公司未来成长性。**展望 Q4，公司新推菠萝味烤鱼、彩虹小酥鱼市场、田园鲜虾饼等预制菜新品，在餐饮需求较疲软的环境下，公司有望通过发力 C 端来保持增长势头。目前公司预制菜产品已进入国内多个 KA 商超以及电商直播渠道，市场反馈良好。预计进入

Q4 旺季，公司预制菜业务将在产品矩阵持续丰富的基础上继续实现较快增长。利润端来看，公司已逐步将亏损养殖业务剥离出表，并随着国内市场开拓业务有序进行，近几年拖累利润端的减值因素也将逐步消退。近年来公司利用自身水产供应链优势，持续拓展水产预制菜业务，一是聚焦年轻目标人群，保持新品推出频率，推出“小霸龙”烤鱼、调味小龙虾、金汤酸菜鱼、七味鱼柳等产品，在此基础上持续进行包装升级与口味持续创新迭代。二是拓展全渠道覆盖能力，除了为餐饮重客提供产品解决方案以外，构建了流通、商超、电商等全面营销网络，针对预制菜主要消费人群，公司已与盒马、山姆、永辉、沃尔玛、大张超市、赛百味、汉堡王等客户展开合作。三是加大“小霸龙”品牌推广力度，签约分众传媒增加品牌曝光度。长期来看，公司预制菜业务拓展思路清晰，加之 6.9 万吨新增产能预计如期释放，公司有望凭借多年积累的水产行业采购、研发、质量管控优势以及餐饮、商超客户合作基础，在预制菜行业风口中脱颖而出，盈利能力持续改善。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 0.75、1.58 以及 2.80 亿元，EPS 为 0.08、0.17、0.31 元/股，对应 PE 为 66/31/18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新产品推广不达预期；2) 行业竞争加剧；3) 食品安全风险；4) 新冠疫情蔓延的风险；5) 上游原材料价格波动风险；6) 出口贸易受阻风险。

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	75	158	280
增长率（%）	95	644	110	77
摊薄每股收益（元）	-0.02	0.08	0.17	0.31
ROE（%）	-1	4	7	12
P/E	—	65.57	31.16	17.63
P/B	1.95	2.36	2.29	2.12
P/S	0.92	0.94	0.77	0.64
EV/EBITDA	24.80	24.82	19.74	15.42

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国联水产盈利预测表

证券代码：	300094		股价：	5.41	投资评级：	增持	日期：2022/11/04			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E	
盈利能力					每股指标					
ROE	-0.65%	3.60%	7.36%	12.01%	EPS	-0.02	0.08	0.17	0.31	
毛利率	15.30%	13.25%	14.20%	15.00%	BVPS	2.32	2.29	2.36	2.56	
期间费率	10.76%	9.00%	9.00%	8.70%	估值					
销售净利率	-0.31%	1.43%	2.48%	3.66%	P/E	—	65.57	31.16	17.63	
成长能力					P/B	1.95	2.36	2.29	2.12	
收入增长率	-0.44%	17.70%	21.20%	20.00%	P/S	0.92	0.94	0.77	0.64	
利润增长率	94.85%	643.94%	110.43%	76.75%						
营运能力					利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	
总资产周转率	0.87	0.78	0.76	0.75	营业收入	4474.17	5266.10	6382.51	7659.01	
应收账款周转率	7.81	7.71	7.73	7.74	营业成本	3789.42	4568.34	5476.19	6510.16	
存货周转率	1.63	1.71	1.70	1.71	营业税金及附加	19.63	16.08	20.66	25.80	
偿债能力					销售费用	225.35	263.30	319.13	359.97	
资产负债率	57.10%	67.63%	72.80%	75.16%	管理费用	145.14	210.64	255.30	306.36	
流动比	1.35	1.18	1.13	1.12	财务费用	110.86	0.00	0.00	0.00	
速动比	0.30	0.44	0.46	0.49	其他费用/（-收入）	43.09	52.66	63.83	76.59	
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	4.75	101.99	214.62	379.53	
现金及现金等价物	169.90	1110.71	1781.74	2488.81	营业外净收支	0.46	0.00	0.00	0.00	
应收款项	572.90	683.93	825.84	990.52	利润总额	5.21	101.99	214.62	379.53	
存货净额	2745.93	3077.60	3748.01	4476.00	所得税费用	22.14	10.20	21.46	37.95	
其他流动资产	164.49	257.58	277.86	321.08	净利润	-16.93	91.79	193.16	341.58	
流动资产合计	3653.22	5129.82	6633.44	8276.41	少数股东损益	-3.09	16.52	34.77	61.63	
固定资产	1157.45	1264.59	1319.49	1374.44	归属于母公司净利润	-13.84	75.27	158.39	279.95	
在建工程	75.94	101.37	130.45	161.26	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	
无形资产及其他	232.43	263.24	300.63	340.76	经营活动现金流	204.74	-166.20	-244.57	-190.07	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	-13.84	75.27	158.39	279.95	
资产总计	5119.05	6759.02	8384.01	10152.86	少数股东权益	-3.09	16.52	34.77	61.63	
短期借款	1502.21	3004.42	4285.89	5567.36	折旧摊销	116.17	131.41	143.63	157.85	
应付款项	641.26	671.81	818.80	989.44	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	0.00	10.24	6.20	8.68	营运资金变动	-180.05	-389.81	-582.24	-690.10	
其他流动负债	557.85	663.04	770.44	843.12	投资活动现金流	-93.74	-295.19	-265.88	-284.33	
流动负债合计	2701.32	4349.50	5881.33	7408.60	资本支出	-93.23	-295.19	-265.67	-284.38	
长期借款及应付债券	23.85	23.85	23.85	23.85	长期投资	-0.74	0.00	0.00	0.00	
其他长期负债	198.02	198.02	198.02	198.02	其他	0.23	0.00	-0.21	0.05	
长期负债合计	221.86	221.86	221.86	221.86	筹资活动现金流	-276.28	1402.21	1181.47	1181.47	
负债合计	2923.18	4571.36	6103.20	7630.47	债务融资	-115.52	1502.21	1281.47	1281.47	
股本	911.82	911.82	911.82	911.82	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	2195.86	2187.66	2280.82	2522.40	其它	-160.76	-100.00	-100.00	-100.00	
负债和股东权益总计	5119.05	6759.02	8384.01	10152.86	现金净增加额	-160.48	940.81	671.02	707.07	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【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。

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】

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指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。