

资本结构有望优化，关注债转股进程

——控股股东拟受让 6250 万美元可转债点评

事件

7月27日晚，佳沃食品发布关于控股股东签署《可转换债券转让协议》的公告。公司控股股东佳沃集团拟受让苍原投资持有的公司下属控股子公司发行的6250万美元可转债本金，以及该部分可转债对应的递延支付利息债券，同时双方约定在转让交易完成后，佳沃集团将债权转换为子公司股权。此举将有效降低公司财务费用，优化资本结构。

点评

债转股降低财务费用，业绩弹性有望释放。2019年公司收购Australis，资金来自于并购贷款、股东借款、可转债等，收购完成后公司负债率有所上升。佳沃集团本次受让部分可转债，据测算将降低约1000万财务费用，能够有效降低有息负债规模及资产负债率。同时，控股股东受让可转债并进行转股，彰显了对公司发展信心以及长期价值的认可。此外，公司计划通过推进定增、引入战略投资者等方式，进一步改善资产负债结构。

供需紧平衡态势下，鱼价有望长期维持较高水平。根据Urner Barry，2022年二季度三文鱼均价环比一季度上涨7.92%。近期鱼价有所回落主要系鱼价年内季节性波动，随四季度迎来消费旺季，三文鱼价格全年有望维持高位。养殖牌照的稀缺性决定了行业产能长期受限。挪威银行预计2022年供给增长为-0.7%；ABGSC预测当供给增速小于8.8%时，三文鱼价格将处于上涨态势。因此供需紧平衡下，鱼价有望长期高位运行。

持续开发增值产品，打造业绩增长新高点。海内外，公司持续推出多个C端产品线。2022年Q1增值产品销量达1679吨WFE，同比+18%。目前公司在国内供应链已基本布局完成，同时不断拓展渠道，产品销量有望增加。近日，佳沃鲜生在盒马上线多款新品，不乏单品在榜单中排名前列。增值产品毛利率为传统业务的2-3倍，通过优化产品结构，提升高附加值产品占比，公司业绩有望持续向好。

投资建议

我们预计，2022-2024年公司归母净利润分别为2.16/3.71/6.45亿元，对应EPS 1.24/2.13/3.71元，考虑到三文鱼价格有望持续提升，财务费用、饲料原料等成本逐渐回落，我们预计公司业绩弹性有望持续释放，维持“推荐”评级。

风险提示

疫情反复；三文鱼病害风险；食品安全风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597.22	5591.92	6251.82	7317.96
yoy	1.60%	21.64%	11.80%	17.05%
归母净利润	-288.68	216.59	371.35	645.71
yoy	59.52%	175.03%	71.45%	73.88%
EPS(元/股)	-1.66	1.24	2.13	3.71
市盈率(P/E)	—	21.23	12.38	7.12
市净率(P/B)	5.12	5.42	3.77	2.47

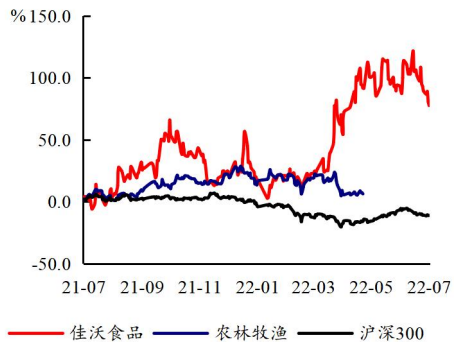
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所基于2022年7月28日股价测算

评级 推荐(维持)

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	174.20
流通A股/B股(百万股)	174.20/0.00
资产负债率(%)	89.56
每股净资产(元)	-2.98
市净率(倍)	-8.86
净资产收益率(加权)	-18.49
12个月内最高/最低价	32.97/13.98

相关研究

《供需紧平衡态势持续，核心资产稀缺性再次确认——智利政府限制三文鱼养殖扩张事件点评》2022.05.13
《核心资产价值凸显，公司成长空间广阔》2022.04.20
《大股东定增彰显信心，未来成长确定性》2022.04.14
《稀缺三文鱼龙头，成长之路开启》2021.08.30

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597.22	5591.92	6251.82	7317.96
%同比增速	1.60%	21.64%	11.80%	17.05%
营业成本	4317.94	4752.87	5071.92	5662.30
毛利	279.28	839.04	1179.90	1655.67
%营业收入	6.08%	15.00%	18.87%	22.62%
税金及附加	9.77	5.59	17.51	20.49
%营业收入	0.21%	0.10%	0.28%	0.28%
销售费用	176.70	167.76	203.18	281.01
%营业收入	3.84%	3.00%	3.25%	3.84%
管理费用	148.37	167.76	201.93	236.37
%营业收入	3.23%	3.00%	3.23%	3.23%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
%营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	264.27	265.50	261.92	228.88
%营业收入	5.75%	4.75%	4.19%	3.13%
资产减值损失	-142.74	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.54	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.43	2.80	0.00	0.00
投资收益	0.83	3.36	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	18.87	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.90	0.00	-1.25	-1.46
营业利润	-440.79	238.59	494.11	887.46
%营业收入	-9.59%	4.27%	7.90%	12.13%
营业外收支	28.48	30.00	35.00	20.00
利润总额	-412.31	268.59	529.11	907.46
%营业收入	-8.97%	4.80%	8.46%	12.40%
所得税费用	-82.61	37.00	105.00	170.00
净利润	-329.70	231.59	424.11	737.46
%营业收入	-7.17%	4.14%	6.78%	10.08%
归属于母公司的净利润	-288.68	216.59	371.35	645.71
%同比增速	59.52%	175.03%	71.45%	73.88%
少数股东损益	-41.02	15.00	52.76	91.75
EPS (元/股)	-1.66	1.24	2.13	3.71

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-1.66	1.24	2.13	3.71
BVPS	3.62	4.87	7.00	10.71
PE	—	21.23	12.38	7.12
PEG	—	0.12	0.17	0.10
PB	5.12	5.42	3.77	2.47
EV/EBITDA	28.91	13.33	9.26	6.49
ROE	-45.74%	25.55%	30.46%	34.63%
ROIC	-0.76%	6.58%	9.43%	13.48%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	184	275	336	406
交易性金融资产	15	15	15	15
应收账款及应收票据	385	459	517	603
存货	2476	2849	2908	3296
预付账款	130	220	208	242
其他流动资产	143	-120	-162	-204
流动资产合计	3334	3698	3821	4358
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1527	1594	1681	1766
无形资产	3584	3577	3569	3562
商誉	1154	1154	1154	1154
递延所得税资产	733	733	733	733
其他非流动资产	967	1070	1232	1364
资产总计	11300	11827	12191	12938
短期借款	632	1040	529	96
应付票据及应付账款	1839	1902	2073	2299
预收账款	0	11	6	8
应付职工薪酬	62	71	75	84
应交税费	6	6	8	10
其他流动负债	2723	2529	2807	3012
流动负债合计	5263	5559	5498	5508
长期借款	2598	2598	2598	2598
应付债券	852	852	852	852
递延所得税负债	1191	1191	1191	1191
其他非流动负债	348	348	348	348
负债合计	10252	10547	10487	10497
归属于母公司的所有者权益	631	848	1219	1865
少数股东权益	417	432	485	577
股东权益	1049	1280	1704	2442
负债及股东权益	11300	11827	12191	12938

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	304	42	1231	1106
投资	0	0	0	0
资本性支出	-466	-373	-458	-444
其他	0	3	0	0
投资活动现金流净额	-466	-370	-458	-444
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	776	408	-511	-433
筹资成本	-144	-265	-262	-229
其他	-452	0	0	0
筹资活动现金流净额	180	143	-773	-662
现金净流量	11	-184	0	0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>

