

佳沃食品 (300268)

渔业/农林牧渔

发布时间: 2022-09-11

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

上次评级: 买入

三文鱼养殖高度景气, C端开拓初见成效

报告正文:

供给短缺推动鱼价大涨, 公司盈利能力显著提升。由于前期新冠疫情导致投苗量和养殖牌照发放数减少, 全球三文鱼养殖规模有所缩减。加之去年年底挪威三文鱼疫病较为严重, 大批三文鱼被提前收获。受此影响, 2022年上半年全球三文鱼供应量同比下降6%; 而需求随着餐饮、贸易有序恢复逐步回暖, 供需缺口推动三文鱼价格快速上涨。根据 Urner Barry 三文鱼价格指数, 22H1 三文鱼均价同比增长30.4%。在行业高景气度带动下, 公司上半年大西洋鲑销售均价达7.1美元/KG (YOY+46.9%), 尽管养殖成本有所上升, 公司产品的毛利率依然大幅增长20.5pct至18.3%。公司上半年三文鱼(包括鳟鱼)销量为3.6万吨, 全年收获量预计达9.5万吨, 随着下半年收获量增长, 公司业绩有望得到进一步释放。

三文鱼养殖牌照收紧, 供需格局支撑价格中枢上行。三文鱼养殖业受到政府严格监管, 只有获得养殖许可证的企业才可在相应海域开展养殖。近年来由于水域环境的承载压力逐渐增大, 占全球大西洋鲑产量近80%的两大主产国挪威、智利均加强了对三文鱼养殖场的管控。今年五月智利总统明确表示将制定法案以限制三文鱼养殖规模扩张, 七月更是因企业超额养殖首次吊销三文鱼牌照。全球三文鱼养殖规模扩张受限, 预计未来供需将长期维持紧平衡格局, 从而支撑三文鱼价格中枢上行。

C端产品矩阵日渐丰富, 渠道开拓大力推进。公司各品牌条线陆续推出新产品, 包括“佳沃鲜生”旗下冰鲜三文鱼产品和三文鱼鲜虾蔬菜饼、韩式柠檬柚子三文鱼等风味预制食品, “馋熊同学”旗下午餐肉、鲜蒸和婴标果酱系列产品等, 产品矩阵愈发丰富。公司持续加强渠道布局, 在原有盒马、美团等渠道基础上, 开拓了新零售品牌商超朴朴超市; 线下渠道开拓也取得积极进展, 目前已进驻数十家全国及地区知名母婴终端。

盈利预测与投资建议:在年初行业高利润驱动下, 近期三文鱼收获节奏明显加快, 导致三文鱼价格有所走低, 我们下调公司2022-24年净利润分别至1.89/2.57/4.16亿元, 对应EPS分别为1.09/1.48/2.39元, 对应当前PE估值分别为22.13/16.29/10.08倍。参考可比公司估值水平, 给予公司2023年20倍PE, 下调目标价至29.51元, 同时下调至增持评级。

风险提示:业绩预测与估值判断不达预期, 食品安全风险, 汇率波动。

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,525	4,597	5,657	6,705	7,561
(+/-)%	32.01%	1.60%	23.05%	18.52%	12.78%
归属母公司净利润	-713	-289	189	257	416
(+/-)%	-464.20%	59.52%	165.54%	35.86%	61.68%
每股收益(元)	-4.95	-1.66	1.09	1.48	2.39
市盈率	(2.37)	(11.19)	22.13	16.29	10.08
市净率	2.20	5.12	5.48	4.44	3.39
净资产收益率(%)	-76.82%	-45.74%	24.78%	27.24%	33.67%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	1.36%	1.84%	2.98%
总股本(百万股)	174	174	174	174	174

股票数据 2022/09/09

6个月目标价(元)	29.51
收盘价(元)	24.04
12个月股价区间(元)	15.28~32.97
总市值(百万元)	4,187.77
总股本(百万股)	174
A股(百万股)	174
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10%	-25%	39%
相对收益	-9%	-23%	57%

相关报告

《佳沃食品(300268): 坐拥智利优质渔场, 引领国内三文鱼C端消费》

--20220624

证券分析师: 王玮

执业证书编号: S0550521100003

021-61001524 wangwei_7781@nesc.cn

研究助理: 陈科诺

执业证书编号: S0550122020016

18382023603 chenkn@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	184	721	635	771
交易性金融资产	15	17	19	21
应收款项	385	495	530	563
存货	2,476	2,554	3,187	3,004
其他流动资产	273	294	307	300
流动资产合计	3,334	4,081	4,677	4,658
可供出售金融资产				
长期投资净额	1	1	1	1
固定资产	1,527	1,522	1,459	1,360
无形资产	3,584	3,569	3,559	3,549
商誉	1,154	1,204	1,204	1,204
非流动资产合计	7,966	7,863	7,722	7,587
资产总计	11,300	11,944	12,398	12,245
短期借款	632	732	832	932
应付款项	1,839	1,878	2,322	2,149
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	578	578	578	578
流动负债合计	5,263	6,172	6,930	7,062
长期借款	2,598	2,098	1,498	798
其他长期负债	2,391	2,413	2,443	2,443
长期负债合计	4,989	4,510	3,940	3,240
负债合计	10,252	10,682	10,871	10,303
归属于母公司股东权益合计	631	764	944	1,234
少数股东权益	417	498	584	708
负债和股东权益总计	11,300	11,944	12,398	12,245

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,597	5,657	6,705	7,561
营业成本	4,318	4,780	5,600	6,191
营业税金及附加	10	8	10	11
资产减值损失	-143	-15	0	0
销售费用	177	226	255	272
管理费用	148	221	248	265
财务费用	264	265	204	172
公允价值变动净收益	19	200	50	50
投资净收益	1	1	1	2
营业利润	-441	345	442	705
营业外收支净额	28	15	15	15
利润总额	-412	360	457	720
所得税	-83	90	114	180
净利润	-330	270	343	540
归属于母公司净利润	-289	189	257	416
少数股东损益	-41	81	86	124

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-330	270	343	540
资产减值准备	143	15	0	0
折旧及摊销	328	383	421	464
公允价值变动损失	-19	-200	-50	-50
财务费用	263	236	208	176
投资损失	-1	-1	-1	-2
运营资本变动	17	586	-21	188
其他	-97	-14	-14	-14
经营活动净现金流量	304	1,275	885	1,303
投资活动净现金流量	-466	-66	-216	-266
融资活动净现金流量	180	-671	-755	-900
企业自由现金流	1,141	1,035	579	955

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	-1.66	1.09	1.48	2.39
每股净资产 (元)	3.62	4.38	5.42	7.09
每股经营性现金流量 (元)	1.74	7.32	5.08	7.48
成长性指标				
营业收入增长率	1.6	23.0	18.5	12.8
净利润增长率	59.5	165.5	35.9	61.7
盈利能力指标				
毛利率	6.1	15.5	16.5	18.1
净利润率	-6.3	3.3	3.8	5.5
运营效率指标				
应收账款周转天数	29.00	28.00	27.50	26.00
存货周转天数	202.38	190.00	185.00	180.00
偿债能力指标				
资产负债率	90.7	89.4	87.7	84.1
流动比率	0.63	0.66	0.67	0.66
速动比率	0.14	0.22	0.19	0.21
费用率指标				
销售费用率	3.8	4.0	3.8	3.6
管理费用率	3.2	3.9	3.7	3.5
财务费用率	5.7	4.7	3.0	2.3
分红指标				
股息收益率	0.0	1.4	1.8	3.0
估值指标				
P/E (倍)	-11.19	22.13	16.29	10.08
P/B (倍)	5.12	5.48	4.44	3.39
P/S (倍)	0.91	0.74	0.62	0.55
净资产收益率	-45.7	24.8	27.2	33.7

资料来源：东北证券

研究团队简介:

王玮：上海交通大学工商管理硕士、电气工程与自动化学士，上海高级金融学院 MBA。现任东北证券农林牧渔行业组组长，曾任职于兴业证券、国海证券等多家金融机构。2018 年同花顺 iFind 最佳分析师第 1 名（个人），2015 年新财富第 3 名（团队成员）、2016 年新财富第 5 名（团队成员）、2015 年水晶球第 3 名（团队成员）。

陈科诺：华威大学金融硕士，四川大学金融本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券研究所农业组研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qjian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn