

国联水产（300094）2022年报及2023年一季报点评

预制菜表现亮眼，看好23年盈利修复

2023年05月04日

【投资要点】

- ◆ **公司发布2022年报及2023年一季报。**公司2022年实现营收51.14亿元（+14%），归母净利润-0.08亿元（+45%）。单季度看，22Q4/23Q1分别实现营收11.66/14.15亿元（-0.8%/+33%），归母净利润-0.60/0.10亿元（-138%/+10%）。
- ◆ **预制菜增势稳健，国内业务占比提升不利因素渐消。**分产品看，22年水产食品/饲料/其他产品营收48.28/2.01/0.85亿元，分别同比+19%/-35%/-19%。公司作为国内水产食品巨头，在巩固初加工产品地位同时针对市场需求持续发力预制菜，22年推出20余款新品，预制菜营收达11.31亿元，同比+34%，产业链延伸带来增长动力。**分地区看**，国内/国外市场分别实现营收24.64/26.50亿元，分别同比+10%/+18%。过去公司聚焦海外市场，19年起受中美贸易战及疫情影响，出口业务受损导致业绩承压，公司及时将战略重心转移至国内市场，持续提升国内销售占比，当前已形成以国内市场为主，海内外业务双循环驱动格局，业绩弹性持续释放。
- ◆ **费用控制稳健，养殖业务剥离盈利提升可期。**22年公司毛利率为12.73%（-2.57pcts），主要系产品结构变化。22年公司销售/管理/研发费用率分别为4.91%/3.79%/1.07%，分别同比-0.13/-0.42/+0.11pcts，费用率控制稳健，公司针对预制菜业务持续加大研发投入力度。对应22年公司净利率为-0.22%（+0.16pcts）。22年公司及时止损，剥离管理成本高、灵活性低的养殖业务，盈利能力提升。23Q1公司毛利率及净利率分别为10.34%/0.56%。
- ◆ **战略定位清晰，利润修复进行时。**长期来看：**产品端**，公司专注水产食品赛道，具备经验、技术壁垒及供应链优势，当前聚焦预制菜进行商业模式升级，产品附加值及影响力持续提升，“龙霸”、“小霸龙”等品牌影响力不断扩大。**渠道端**，BC端兼顾，全渠道发展：分销以九大区为单位持续下沉；餐饮重客渠道通过菜品定制、联合研发等方式提供综合服务，已切入海底捞、呷哺呷哺、半天妖等多家大型连锁餐饮；新零售渠道数字化运营持续深化，已实现京东、天猫、拼多多等主流平台全覆盖；商超渠道加速覆盖全国性及区域性商超，铺货率持续提升。**市场端**，公司战略定位清晰，国内市场营销占比稳步提升，海外开拓非美国地区如日韩、东南亚市场进展顺利。随着预制菜市场接受度提升及23年消费复苏持续推进，看好公司盈利能力改善趋势。



挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

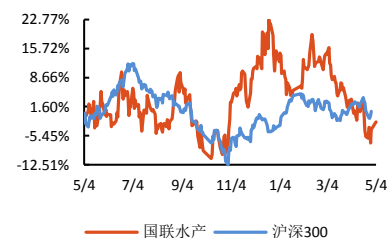
证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

联系人：班红敏

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

| | |
|--------------|----------------|
| 总市值（百万元） | 5849.02 |
| 流通市值（百万元） | 4545.55 |
| 52周最高/最低（元） | 6.68/4.65 |
| 52周最高/最低（PE） | 599.57/-882.16 |
| 52周最高/最低（PB） | 3.46/1.78 |
| 52周涨幅（%） | -2.09 |
| 52周换手率（%） | 1327.61 |

相关研究

【投资建议】

- ◆ 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，主要产品包括以预制菜为主的精深加工产品、初加工产品等。近年来公司充分发挥全球供应链及研发优势，产品结构逐步向以预制菜为主的餐饮食材和海洋食品转型，产品附加值及影响力持续提升。公司坚持全渠道营销策略，BC 端兼顾，餐饮、流通、新零售、商超等渠道共同发力。23 年餐饮复苏确定趋势下，随着公司产品、渠道、市场结构不断优化，看好盈利弹性释放。
- ◆ 我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 62.09/73.81/86.38 亿元，归母净利润为 1.20/2.04/2.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.18/0.25 元，对应 PE 分别为 47.95/28.17/20.24 倍，给予“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 5114.22 | 6209.49 | 7380.99 | 8638.41 |
| 增长率(%) | 14.31% | 21.42% | 18.87% | 17.04% |
| EBITDA（百万元） | 220.76 | 404.96 | 561.30 | 698.72 |
| 归母净利润（百万元） | -7.58 | 119.61 | 203.58 | 283.39 |
| 增长率(%) | 45.25% | 1678.66% | 70.20% | 39.20% |
| EPS(元/股) | -0.01 | 0.11 | 0.18 | 0.25 |
| 市盈率 (P/E) | — | 47.95 | 28.17 | 20.24 |
| 市净率 (P/B) | 2.21 | 1.77 | 1.67 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 37.04 | 17.72 | 12.75 | 10.05 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 贸易摩擦影响出口业务；
- ◆ 食品安全标准变化风险；
- ◆ 主要原材料价格波动风险；

资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 4534.78 | 5059.85 | 5521.60 | 5914.91 |
| 货币资金 | 380.70 | 214.75 | 180.67 | 190.21 |
| 应收及预付 | 1067.81 | 1228.52 | 1341.24 | 1473.29 |
| 存货 | 2737.99 | 3102.55 | 3378.27 | 3542.91 |
| 其他流动资产 | 348.29 | 514.03 | 621.41 | 708.50 |
| 非流动资产 | 1396.60 | 1328.82 | 1275.65 | 1306.13 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 1083.72 | 1033.76 | 984.88 | 985.03 |
| 在建工程 | 87.59 | 70.07 | 56.05 | 44.84 |
| 无形资产 | 109.12 | 110.66 | 111.62 | 135.61 |
| 其他长期资产 | 116.18 | 114.33 | 123.09 | 140.64 |
| 资产总计 | 5931.38 | 6388.67 | 6797.25 | 7221.04 |
| 流动负债 | 2311.88 | 2551.11 | 2641.74 | 2701.87 |
| 短期借款 | 1332.48 | 1248.92 | 1151.21 | 1046.22 |
| 应付及预收 | 637.37 | 785.71 | 955.20 | 1051.40 |
| 其他流动负债 | 342.03 | 516.48 | 535.32 | 604.25 |
| 非流动负债 | 429.91 | 491.89 | 535.95 | 516.16 |
| 长期借款 | 214.40 | 272.18 | 314.71 | 290.18 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 215.50 | 219.70 | 221.23 | 225.97 |
| 负债合计 | 2741.79 | 3043.00 | 3177.68 | 3218.02 |
| 实收资本 | 1130.53 | 1130.53 | 1130.53 | 1130.53 |
| 资本公积 | 1953.36 | 1953.36 | 1953.36 | 1953.36 |
| 留存收益 | 14.92 | 134.53 | 338.11 | 621.49 |
| 归属母公司股东权益 | 3113.15 | 3232.76 | 3436.34 | 3719.73 |
| 少数股东权益 | 76.44 | 112.91 | 183.22 | 283.29 |
| 负债和股东权益 | 5931.38 | 6388.67 | 6797.25 | 7221.04 |

利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 5114.22 | 6209.49 | 7380.99 | 8638.41 |
| 营业成本 | 4463.14 | 5336.53 | 6271.77 | 7285.46 |
| 税金及附加 | 17.05 | 25.46 | 28.73 | 33.42 |
| 销售费用 | 251.01 | 316.68 | 372.74 | 435.64 |
| 管理费用 | 139.07 | 192.49 | 225.86 | 260.58 |
| 研发费用 | 54.78 | 90.04 | 91.71 | 110.84 |
| 财务费用 | 102.04 | 55.15 | 57.13 | 54.19 |
| 资产减值损失 | -110.71 | -0.56 | -0.78 | 0.24 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -0.02 | -0.22 | 0.03 | -0.09 |
| 资产处置收益 | -0.58 | -0.60 | -0.78 | -0.90 |
| 其他收益 | 25.20 | 27.94 | 35.33 | 40.73 |
| 营业利润 | -1.76 | 219.71 | 366.85 | 498.27 |
| 营业外收入 | 2.66 | 3.61 | 3.56 | 4.25 |
| 营业外支出 | 7.56 | 6.54 | 5.23 | 4.53 |
| 利润总额 | -6.65 | 216.78 | 365.18 | 497.99 |
| 所得税 | 4.63 | 60.70 | 91.30 | 114.54 |
| 净利润 | -11.28 | 156.08 | 273.89 | 383.45 |
| 少数股东损益 | -3.70 | 36.47 | 70.31 | 100.07 |
| 归属母公司净利润 | -7.58 | 119.61 | 203.58 | 283.39 |
| EBITDA | 220.76 | 404.96 | 561.30 | 698.72 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 117.11 | 135.65 | 255.80 | 445.14 |
| 净利润 | -11.28 | 156.08 | 273.89 | 383.45 |
| 折旧摊销 | 119.87 | 128.73 | 135.78 | 145.51 |
| 营运资金变动 | -226.01 | -216.22 | -218.50 | -142.65 |
| 其它 | 234.53 | 67.07 | 64.63 | 58.83 |
| 投资活动现金流 | -289.34 | -217.25 | -174.81 | -253.02 |
| 资本支出 | -47.84 | -66.82 | -90.05 | -178.35 |
| 投资变动 | -242.00 | -152.00 | -89.00 | -76.00 |
| 其他 | 0.50 | 1.56 | 4.24 | 1.33 |
| 筹资活动现金流 | 463.74 | -84.34 | -115.07 | -182.59 |
| 银行借款 | 2188.48 | -25.78 | -55.17 | -129.52 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 981.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -2706.41 | -58.56 | -59.89 | -53.06 |
| 现金净增加额 | 285.31 | -165.94 | -34.08 | 9.54 |
| 期初现金余额 | 77.37 | 362.67 | 196.73 | 162.65 |
| 期末现金余额 | 362.67 | 196.73 | 162.65 | 172.19 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------|-----------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 14.31% | 21.42% | 18.87% | 17.04% |
| 营业利润增长 | -136.94% | 12616.45% | 66.97% | 35.82% |
| 归属母公司净利润增长 | 45.25% | 1678.66% | 70.20% | 39.20% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 12.73% | 14.06% | 15.03% | 15.66% |
| 净利率 | -0.22% | 2.51% | 3.71% | 4.44% |
| ROE | -0.24% | 3.70% | 5.92% | 7.62% |
| ROIC | 3.52% | 3.98% | 6.11% | 7.77% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 46.23% | 47.63% | 46.75% | 44.56% |
| 净负债比率 | 40.62% | 43.04% | 39.24% | 32.13% |
| 流动比率 | 1.96 | 1.98 | 2.09 | 2.19 |
| 速动比率 | 0.70 | 0.68 | 0.72 | 0.78 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.86 | 0.97 | 1.09 | 1.20 |
| 应收账款周转率 | 5.50 | 5.80 | 6.36 | 6.72 |
| 存货周转率 | 1.87 | 2.00 | 2.18 | 2.44 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | -0.01 | 0.11 | 0.18 | 0.25 |
| 每股经营现金流 | 0.10 | 0.12 | 0.23 | 0.39 |
| 每股净资产 | 2.75 | 2.85 | 3.03 | 3.28 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | — | 47.95 | 28.17 | 20.24 |
| P/B | 2.21 | 1.77 | 1.67 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 37.04 | 17.72 | 12.75 | 10.05 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。