

三文鱼供需紧张推动鱼价抬升， 公司盈利能力恢复性提升

——佳沃食品(300268.SZ)2022年半年报点评

买入|维持

当前价：30.08元

基本数据

52周最高/最低价(元)：34.80/15.92

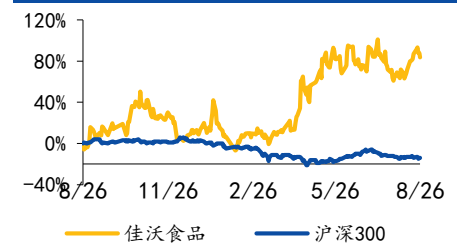
A股流通股(百万股)：133.59

A股总股本(百万股)：174.20

流通市值(百万元)：4017.36

总市值(百万元)：5239.94

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

事件：

佳沃食品发布2022年半年报。2022H1公司实现营收23.86亿元，同比增长7.14%；实现归母净利润1.55亿元，同比增长213.60%。

报告要点：

● 供需紧平衡下，三文鱼价格抬升至新台阶

从供应端来看，2022H1全球大西洋鲑供应量同比下降约6%。目前三文鱼的供应增长主要来自人工养殖，但由于养殖区域有限、牌照稀缺，未来全球三文鱼市场供应日趋偏紧。从需求端来看，随着全球疫情影响逐渐减弱，三文鱼餐饮需求逐步恢复，零售需求持续高涨。其中，中国作为三文鱼消费的新兴市场，消费潜力巨大，在上半年疫情的阶段性影响下，消费量同比仍实现增长。受供应紧缺及需求恢复影响，三文鱼市场销售价格抬升至新台阶。

● 公司掌握上游优质三文鱼资源，2022H1盈利能力恢复性提升

佳沃食品子公司Australis作为全球前十大三文鱼企业，牢固掌控价值最高的上游养殖端优质稀缺资源。2022H1子公司Australis盈利大幅恢复性提升，实现营收16.84亿元，同比增长9.64%；净利润3.17亿元，同比由亏转盈；平均毛利率19.90%，去年同期为-1.02%，同比提升20.92pct。因疫情影响审批效率，2021年年初公司的三文鱼投苗计划推迟，投苗均重上升，导致鱼苗成本高于往期。此外，收获量下降及疫情影响导致的人工、物流成本增加，导致单位固定运维成本（人工、折旧、运营等）增加，从而推升2022H1公司的成本水平，抵消了部分单价上涨的影响。

● 鳕鱼、甜虾产品价格抬升，子公司青岛国星收入上涨、盈利提升

公司子公司青岛国星是中国最大的北极甜虾进口分销商、狭鳕鱼加工供应商，与国外拥有北极甜虾捕捞配额的公司签订了独家代理权。2022年受供应端捕捞配额限制，以及上半年海关进口防疫政策严格影响，国内原料短缺，鳕鱼加工企业产能受限，而欧美市场对于狭鳕鱼产品需求强劲，整体市场供不应求，从而推动了新签合同价格的提升。此外，国内甜虾市场价格持续处于高位，毛利较同期大幅提升。

● 持续推出新品丰富产品矩阵，积极拓展渠道打开市场

Australis海外市场零售品牌“Mama Bear”针对美国消费者推出汉堡鱼肉饼、三文鱼肉丁、去皮三文鱼段等产品，目前已进驻美国主要连锁商超的百余家线下店铺并快速拓展，同时通过各类营销活动提升品牌知名度。中国市场方面，3R预制菜海鲜零售品牌“佳沃鲜生”以华南区域为试点开启全新冰鲜产品线，高营养儿童品牌“馋熊同学”丰富产品矩阵、积极拓展线下母婴渠道，公司的西南区域子公司持续开拓新客户、增加新产品，公司品牌影响力持续提升，业绩均实现高速增长。

● 投资建议与盈利预测

预计2022-2024年公司归母净利润分别为2.38/4.06/7.02亿元，当前股价对应PE分别为22.0/12.9/7.5倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料及产品市场价格波动风险、疫情持续发酵风险、新业务开拓不达预期风险、消耗性生物资产公允价值变动风险、自然灾害风险。

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4525.01 | 4597.22 | 5664.55 | 6951.39 | 8398.07 |
| 收入同比(%) | 32.01 | 1.60 | 23.22 | 22.72 | 20.81 |
| 归母净利润(百万元) | -713.23 | -288.68 | 238.31 | 405.54 | 702.37 |
| 归母净利润同比(%) | -464.20 | 59.52 | 182.55 | 70.17 | 73.20 |
| ROE(%) | -76.82 | -45.74 | 27.05 | 31.62 | 35.36 |
| 每股收益(元) | -4.09 | -1.66 | 1.37 | 2.33 | 4.03 |
| 市盈率(P/E) | -7.35 | -18.15 | 21.99 | 12.92 | 7.46 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 3424.06 | 3333.95 | 4230.80 | 4930.89 | 5787.27 |
| 现金 | 171.29 | 184.26 | 260.00 | 330.00 | 400.00 |
| 应收账款 | 355.31 | 385.26 | 543.63 | 662.62 | 791.34 |
| 其他应收款 | 96.33 | 126.24 | 139.42 | 173.84 | 212.34 |
| 预付账款 | 379.74 | 129.87 | 280.53 | 320.88 | 326.58 |
| 存货 | 2378.62 | 2476.21 | 2967.23 | 3403.56 | 4017.02 |
| 其他流动资产 | 42.76 | 32.12 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 非流动资产 | 7582.16 | 7966.47 | 8887.07 | 9606.15 | 10374.33 |
| 长期投资 | 0.03 | 0.57 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 固定资产 | 1475.27 | 1527.15 | 2198.41 | 2767.36 | 3243.02 |
| 无形资产 | 3656.08 | 3583.95 | 4126.58 | 4348.61 | 4626.93 |
| 其他非流动资产 | 2450.77 | 2854.79 | 2561.08 | 2489.18 | 2503.38 |
| 资产总计 | 11006.21 | 11300.42 | 13117.87 | 14537.05 | 16161.60 |
| 流动负债 | 4067.71 | 5263.07 | 6639.95 | 7933.55 | 9012.23 |
| 短期借款 | 637.01 | 631.71 | 1802.13 | 2520.41 | 3054.79 |
| 应付账款 | 1676.71 | 1839.24 | 2000.00 | 2464.64 | 2906.62 |
| 其他流动负债 | 1753.99 | 2792.12 | 2837.82 | 2948.50 | 3050.83 |
| 非流动负债 | 5542.05 | 4988.77 | 5135.63 | 4769.46 | 4491.70 |
| 长期借款 | 3372.60 | 2597.53 | 2647.14 | 2303.62 | 2019.22 |
| 其他非流动负债 | 2169.45 | 2391.24 | 2488.48 | 2465.83 | 2472.47 |
| 负债合计 | 9609.76 | 10251.84 | 11775.57 | 12703.01 | 13503.93 |
| 少数股东权益 | 468.02 | 417.41 | 461.41 | 551.41 | 671.41 |
| 股本 | 174.20 | 174.20 | 174.20 | 174.20 | 174.20 |
| 资本公积 | 683.58 | 709.23 | 709.23 | 709.23 | 709.23 |
| 留存收益 | -1135.89 | -1424.57 | -1186.26 | -780.73 | -78.35 |
| 归属母公司股东权益 | 928.43 | 631.17 | 880.89 | 1282.63 | 1986.27 |
| 负债和股东权益 | 11006.21 | 11300.42 | 13117.87 | 14537.05 | 16161.60 |

现金流量表

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 88.61 | 303.89 | -46.31 | 725.29 | 940.78 |
| 净利润 | -864.89 | -329.70 | 282.31 | 495.54 | 822.37 |
| 折旧摊销 | 253.02 | 306.13 | 204.63 | 291.02 | 375.68 |
| 财务费用 | 410.93 | 264.27 | 148.34 | 126.69 | 80.19 |
| 投资损失 | -0.06 | -0.83 | -4.00 | -4.00 | -4.00 |
| 营运资金变动 | 490.54 | 17.38 | -610.61 | -71.11 | -247.43 |
| 其他经营现金流 | -200.93 | 46.64 | -66.98 | -112.84 | -86.03 |
| 投资活动现金流 | -639.74 | -465.52 | -934.64 | -906.03 | -1039.68 |
| 资本支出 | 639.74 | 465.80 | 523.41 | 678.98 | 756.34 |
| 长期投资 | -2.40 | 0.00 | 0.43 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | -2.40 | 0.28 | -410.81 | -227.05 | -283.34 |
| 筹资活动现金流 | 273.12 | 180.09 | 1056.70 | 250.74 | 168.90 |
| 短期借款 | 18.00 | -5.30 | 1170.42 | 718.28 | 534.37 |
| 长期借款 | -659.82 | -775.07 | 49.61 | -343.52 | -284.40 |
| 普通股增加 | 40.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 359.72 | 25.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 515.03 | 934.80 | -163.34 | -124.02 | -81.08 |
| 现金净增加额 | -253.69 | 11.19 | 75.74 | 70.00 | 70.00 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 4525.01 | 4597.22 | 5664.55 | 6951.39 | 8398.07 |
| 营业成本 | 4807.26 | 4317.94 | 4764.37 | 5731.72 | 6759.58 |
| 营业税金及附加 | 2.19 | 9.77 | 11.33 | 13.90 | 16.80 |
| 营业费用 | 175.26 | 176.70 | 212.42 | 270.41 | 337.60 |
| 管理费用 | 155.10 | 148.37 | 181.27 | 215.49 | 251.94 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 410.93 | 264.27 | 148.34 | 126.69 | 80.19 |
| 资产减值损失 | -19.69 | -142.74 | -169.94 | -49.76 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | -16.50 | 18.87 | 150.00 | 50.00 | 50.00 |
| 投资净收益 | 0.06 | 0.83 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 营业利润 | -1070.15 | -440.79 | 332.89 | 599.42 | 1007.97 |
| 营业外收入 | 24.92 | 41.00 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 营业外支出 | 52.97 | 12.52 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 利润总额 | -1098.21 | -412.31 | 352.89 | 619.42 | 1027.97 |
| 所得税 | -233.31 | -82.61 | 70.58 | 123.88 | 205.59 |
| 净利润 | -864.89 | -329.70 | 282.31 | 495.54 | 822.37 |
| 少数股东损益 | -151.66 | -41.02 | 44.00 | 90.00 | 120.00 |
| 归属母公司净利润 | -713.23 | -288.68 | 238.31 | 405.54 | 702.37 |
| EBITDA | -406.21 | 129.61 | 685.86 | 1017.12 | 1463.84 |
| EPS (元) | -4.09 | -1.66 | 1.37 | 2.33 | 4.03 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 32.01 | 1.60 | 23.22 | 22.72 | 20.81 |
| 营业利润(%) | -407.13 | 58.81 | 175.52 | 80.07 | 68.16 |
| 归属母公司净利润(%) | -464.20 | 59.52 | 182.55 | 70.17 | 73.20 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | -6.24 | 6.08 | 15.89 | 17.55 | 19.51 |
| 净利率(%) | -15.76 | -6.28 | 4.21 | 5.83 | 8.36 |
| ROE(%) | -76.82 | -45.74 | 27.05 | 31.62 | 35.36 |
| ROIC(%) | -7.24 | -2.39 | 5.20 | 7.14 | 9.57 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 87.31 | 90.72 | 89.77 | 87.38 | 83.56 |
| 净负债比率(%) | 47.13 | 37.14 | 42.53 | 42.42 | 41.74 |
| 流动比率 | 0.84 | 0.63 | 0.64 | 0.62 | 0.64 |
| 速动比率 | 0.24 | 0.16 | 0.19 | 0.19 | 0.19 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.40 | 0.41 | 0.46 | 0.50 | 0.55 |
| 应收账款周转率 | 11.14 | 12.28 | 12.07 | 11.40 | 11.43 |
| 应付账款周转率 | 3.06 | 2.46 | 2.48 | 2.57 | 2.52 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -4.09 | -1.66 | 1.37 | 2.33 | 4.03 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.51 | 1.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.33 | 3.62 | 5.06 | 7.36 | 11.40 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | -7.35 | -18.15 | 21.99 | 12.92 | 7.46 |
| P/B | 5.64 | 8.30 | 5.95 | 4.09 | 2.64 |
| EV/EBITDA | -24.75 | 77.56 | 14.66 | 9.88 | 6.87 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

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或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |