

佳沃食品 (300268) \ 农林牧渔

行业供需紧平衡不改，公司盈利能力显著改善

事件：

公司发布2022年半年度报告：上半年公司营收23.86亿，同比增长7.14%；归母净利润1.55亿，去年同期亏损1.36亿元。2022Q2公司营收11.63亿元，同比增长8.19%；归母净利润为0.45亿元，同比增长125%。

点评：

➢ 三文鱼上涨趋势延续，子公司毛利润显著改善。

2022年以来三文鱼价格呈现上升趋势，A.S.子公司上半年大西洋鲑销售价格7.05美元/KG，同比上升47%。其中，Q2销售价格约为8.1美元/KG，同比上升40%。上半年公司三文鱼收获量3.8万吨，销售量3.6万吨；Q2三文鱼收获量1.8万吨，销售量1.8万吨。受益于高鱼价，公司上半年归母净利润1.55亿，同比大幅增加2.91亿元，实现扭亏为盈。其中，A.S.子公司毛利率达19.9%，同比大幅增加20.92pct。由于鱼价上升显著，消耗性生物资产公允价值变动收益2.08亿元，同比增加571%。

➢ 短期三文鱼价或回调，长期行业紧平衡持续。

截止8月22日，智利Trim-D销往美国价格为5.55-5.95美元/磅，较Q2价格高点回调约2.5美元/磅。Q3为三文鱼传统消费淡季，Q4受圣诞节等季节性消费影响，三文鱼消费将进入旺季。预计Q3三文鱼价格或震荡走弱，Q4三文鱼价格重回上升通道。受2022年投苗量下降、海水生长条件不佳及去年底提前捕捞影响，2022年上半年全球大西洋鲑供应量同比下降约6%。Kontali预测，2021-2026年供给端复合增速为4%，2022年三文鱼供给增长低于-1%，远低于8.8%的供需平衡增速，行业供需紧平衡持续。

➢ 盈利预测、估值与评级。

受三文鱼行业景气度回升影响，上调公司盈利预测。我们预计2022-2024年公司营收分别60.39/73.42/89.48亿元（原预测值分别为57.21/69.45/84.51亿元），同比分别为31.36%/21.59%/21.87%；归母净利润分别为3.09/5.25/8.08亿元（原预测值分别为2.43/4.08/7.07亿元），同比分别为207.12%/69.75%/53.83%；EPS分别为1.78/3.01/4.64元。参考可比公司23年的平均估值水平，维持目标价为34.9元，维持“买入”评级。

➢ 风险提示

自然灾害风险；汇率波动风险；食品安全风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4525.0	4597.2	6038.8	7342.4	8948.2
增长率（%）	32.01%	1.60%	31.36%	21.59%	21.87%
EBITDA（百万元）	-434.3	158.1	891.7	1270.3	1726.5
净利润（百万元）	-713.2	-288.7	309.2	524.9	807.5
增长率（%）	-464.20%	59.52%	207.12%	69.75%	53.83%
EPS（元/股）	-4.09	-1.66	1.78	3.01	4.64
市盈率（P/E）	-7	-18	17	10	6
市净率（P/B）	-14.1	-7.8	-14.6	31.7	5.4
EV/EBITDA	-16.9	49.9	12.2	8.2	5.6

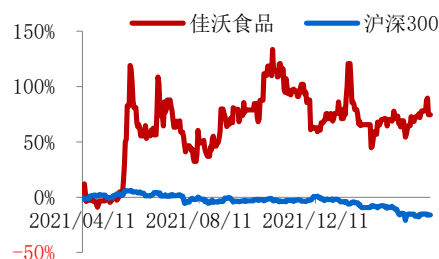
数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年8月26日收盘价

投资评级：	买入
行业：	农产品加工
投资建议：	买入（维持评级）
当前价格：	30.08元
目标价格：	34.90元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	174/134
流通A股市值（百万元）	4,017
每股净资产（元）	-3.21
资产负债率（%）	89.56
一年内最高/最低（元）	34.80/14.60

股价相对走势



分析师 陈梦瑶
执业证书编号：S0590521040005
邮箱：cmy@glsc.com.cn

联系人 孙凌波
邮箱：sunlb@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《佳沃食品 (300268)：三文鱼行业需求强势复苏，一季度业绩大超预期》2022.04.18
- 2、《佳沃食品 (300268)：三文鱼价格恢复性上涨，子公司同比大幅减亏》2022.04.10
- 3、《佳沃食品 (300268)：公司跟踪：需求景气上行，大力布局国内市场》2022.02.14

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171	184	302	367	447	营业收入	4525.0	4597.2	6038.8	7342.4	8948.2
应收账款+票据	355	385	588	715	872	营业成本	4807.3	4317.9	4888.5	5897.1	6877.8
预付账款	380	130	349	424	516	税金及附加	2.2	9.8	27.7	33.7	41.1
存货	2379	2476	3186	3843	4482	营业费用	175.3	176.7	241.6	293.7	357.9
其他	139	158	187	224	269	管理费用	155.1	148.4	211.4	220.3	268.4
流动资产合计	3424	3334	4611	5573	6587	财务费用	410.9	264.3	220.2	224.8	191.9
长期股权投资	0	1	1	1	1	资产减值损失	-19.7	-142.7	-187.5	73.4	-26.8
固定资产	1475	1740	1837	2028	2301	公允价值变动收益	-16.5	18.9	200.0	50.0	50.0
在建工程	468	688	920	899	744	投资净收益	0.1	0.8	4.8	4.8	4.8
无形资产	3656	3584	3584	3583	3583	其他	-8.3	2.1	2.6	2.7	2.8
其他非流动资产	1983	1954	1953	1952	1952	营业利润	-1070.2	-440.8	469.4	803.8	1241.8
非流动资产合计	7582	7966	8295	8463	8580	营业外净收益	-28.1	28.5	10.0	10.0	10.0
资产总计	11006	11300	12906	14036	15168	利润总额	-1098.2	-412.3	479.4	813.8	1251.8
短期借款	637	632	2096	2269	2174	所得税	-233.3	-82.6	115.8	196.6	302.4
应付账款+票据	1677	1839	2035	2455	2863	净利润	-864.9	-329.7	363.6	617.2	949.4
其他	1754	2792	2954	3561	4158	少数股东损益	-151.7	-41.0	54.3	92.2	141.9
流动负债合计	4068	5263	7085	8285	9195	归属于母公司净利润	-713.2	-288.7	309.2	524.9	807.5
长期带息负债	4220	3625	3045	2358	1630	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	1322	1364	1364	1364	1364	成长能力					
非流动负债合计	5542	4989	4409	3722	2994	营业收入	32.01%	1.60%	31.36%	21.59%	21.87%
负债合计	9610	10252	11494	12007	12189	EBIT	-4147.23%	78.46%	572.59%	48.44%	39.01%
少数股东权益	468	417	472	564	706	EBITDA	-2185.52%	136.40%	464.06%	42.45%	35.91%
股本	174	174	174	174	174	归母净利润	-464.20%	59.52%	207.12%	69.75%	53.83%
资本公积	684	709	709	709	709	获利能力					
留存收益	71	(252)	57	582	1389	毛利率	-6.24%	6.08%	19.05%	19.68%	23.14%
股东权益合计	1396	1049	1412	2029	2979	净利率	-19.11%	-7.17%	6.02%	8.41%	10.61%
负债和股东权益总计	11006	11300	12906	14036	15168	ROE	-76.82%	-45.74%	32.88%	35.82%	35.53%
现金流量表						ROIC	-8.24%	-2.50%	7.02%	11.35%	15.80%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	-865	-330	364	617	949	资产负债	87.31%	90.72%	89.06%	85.54%	80.36%
折旧摊销	253	306	192	232	283	流动比率	0.84	0.63	0.65	0.67	0.72
财务费用	411	264	220	225	192	速动比率	0.16	0.14	0.15	0.15	0.17
存货减少	364	-98	-710	-657	-639	营运能力					
营运资金变动	491	17	-802	130	71	应收账款周转率	12.74	11.93	10.27	10.27	10.27
其它	-565	121	557	619	601	存货周转率	2.02	1.74	1.53	1.53	1.53
经营活动现金流	89	282	-178	1166	1457	总资产周转率	0.41	0.41	0.47	0.52	0.59
资本支出	789	424	520	400	400	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-4.09	-1.66	1.78	3.01	4.64
其他	149	-41	152	38	38	每股经营现金流	0.51	1.62	-1.02	6.69	8.36
投资活动现金流	-640	-466	-368	-362	-362	每股净资产	-2.13	-3.84	-2.06	0.95	5.58
债权融资	-675	-600	884	-514	-823	估值比率					
股权融资	400	26	0	0	0	市盈率	-7	-18	17	10	6
其他	548	754	-220	-225	-192	市净率	-14.1	-7.8	-14.6	31.7	5.4
筹资活动现金流	273	180	664	-739	-1015	EV/EBITDA	-16.92	49.90	12.15	8.20	5.64
现金净增加额	-254	-11	118	65	80	EV/EBIT	-10.69	-53.29	15.49	10.03	6.74

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 8 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695