

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人：胡建文 S0350122110007
 hujw01@ghzq.com.cn

亏损同比收窄，预制菜延续快速增长

——国联水产（300094）2022 年年报和 2023 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国联水产	-4.1%	-11.9%	1.8%
沪深 300	-1.8%	-2.7%	0.3%

市场数据

市场数据	2023/05/04
当前价格(元)	5.16
52 周价格区间(元)	4.65-6.68
总市值(百万)	5,849.02
流通市值(百万)	4,545.55
总股本(万股)	113,052.83
流通股本(万股)	88,092.15
日均成交额(百万)	106.78
近一月换手(%)	2.78

相关报告

《国联水产(300094)深度报告：基本盘向好，预制菜可期(增持)*食品加工*刘洁铭，薛玉虎》——2022-12-28

《——国联水产(300094)三季报点评：预制菜业务延续快增，盈利水平改善(增持)*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-11-04

《——国联水产(300094)点评报告：预制菜业务表现亮眼，盈利拐点显现(增持)*食品加工*薛玉虎，刘洁铭》——2022-08-28

事件：

公司发布公告：2022 年实现营业收入 51.14 亿元，同比+14.31%，归母净利润-758 万元，2021 年同期-1,384 万元，其中 4Q22 实现营业收入 11.66 亿元，同比-0.77%，归母净利润-0.6 亿元，2021 年同期-0.25 亿元。1Q23 实现营业收入 14.15 亿元，同比+33.23%，归母净利润 0.1 亿元，同比+10%。

投资要点：

- **2022 年营收逆势增长，2023 年 Q1 营收实现开门红：**1) 分品类看：2022 年公司水产食品/饲料/其他分别实现营业收入 48.28/2.01/0.85 亿元，同比+18.97/-35.36/-18.77%。2022 年，尽管公司生产经营面临国内特殊市场环境、全球通胀等国内外多重不利因素影响，但营业收入仍实现逆势增长，延续了经营向好的趋势。2) 2023 年 Q1 公司实现营业收入 14.15 亿元，同比增长 33.23%，随着疫情放开，下游消费场景逐渐恢复，我们预计公司预制菜业务在一季度保持较快增长。
- **国内业务(大陆和港澳台)占比稳步提升，预制菜表现亮眼：**1) 报告期内，公司国内市场(大陆和港澳台)实现营业收入 34.91 亿元，占比总营收 68.26%，2021 年同期为 59.76%，占比进一步提升。公司国内市场全渠道营销体系不断加强，分销、餐饮重客、商超、电商等销售渠道持续优化。2) 2022 年公司预制菜营收 11.31 亿元，同比增长 34.48%，我们预计公司预制菜增长主要由国内市场拉动。报告期内，公司在预制菜业务持续发力，提升销售团队匹配度及专业能力，向市场推出了菠萝烤鱼、剁椒金鲰鱼、奶香麦片脆皮虾、香烤凤尾虾、调味牛蛙等 20 余款预制菜新品，预制菜销售在各渠道得到稳步增长。2023 年公司对小霸王烤鱼进行升级、发布焗汉虾系列新品，有望继续领跑水产预制菜赛道。
- **存货减值同比收窄，盈利能力有所增强：**1) 2022 年公司实现毛利率 12.73%，同比-2.57pct，销售/管理/研发费用率分别为 4.91%/2.72%/1.07%，同比-0.13pct/-0.52pct/+0.11pct，实现归母净利率-0.15%，同比+0.16pct。报告期内，公司加大研发投入，对产品工艺、口味、包装等进行升级，积极打造大单品。2022 年美国子公司 SSC 亏损 5444.85 万元，拖累公司盈利能力。2022 年公司存货减值为-1.11 亿元，营收占比为 2.2%，拖累公司盈利水平，但同比 2021 年的资产

减值损失-1.52 亿元，营收占比 3.4%，减值情况环比已有所改善。
 2) 2023 年 Q1 公司归母净利润较低，我们认为仍主要是海外业务拖累所致。公司转型需要时间，长期来看，随着公司国内业务占比的提升，预制菜业务的稳步增长，公司盈利能力有望明显改善。

- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 63.1/75.50/87.50 亿元，但考虑公司海外业务仍存在不确定性，我们下调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 0.8/1.4/2.0 亿元，对应 PE 分别为 73/41/29 倍。随着预制菜行业渗透率的提升，公司凭借在水产预制菜领域建立的供应链和产品优势，以及在餐饮和商超端积累的客户合作基础，有望在预制菜行业脱颖而出，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动引致的风险、食品安全的风险、市场竞争加剧的风险、海外市场波动的风险、存货减值的风险、新产品推广不达预期的风险、汇率波动的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5114	6311	7550	8750
增长率（%）	14	23	20	16
归母净利润（百万元）	-8	80	144	200
增长率（%）	45	1157	79	40
摊薄每股收益（元）	-0.01	0.07	0.13	0.18
ROE（%）	0	3	4	6
P/E	—	73.05	40.75	29.20
P/B	2.21	1.83	1.75	1.65
P/S	1.35	0.93	0.77	0.67
EV/EBITDA	37.04	13.58	8.84	7.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：国联水产盈利预测表

证券代码:	300094				股价:	5.16		投资评级:	增持		日期:	2023/05/04	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	0%	3%	4%	6%	EPS	-0.01	0.07	0.13	0.18				
毛利率	13%	14%	16%	17%	BVPS	2.75	2.82	2.94	3.12				
期间费率	10%	8%	8%	7%	估值								
销售净利率	0%	1%	2%	2%	P/E	—	73.05	40.75	29.20				
成长能力					P/B	2.21	1.83	1.75	1.65				
收入增长率	14%	23%	20%	16%	P/S	1.35	0.93	0.77	0.67				
利润增长率	45%	1,157%	79%	40%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.86	0.97	1.12	1.18	营业收入	5114	6311	7550	8750				
应收账款周转率	5.50	7.07	8.29	7.74	营业成本	4463	5405	6320	7285				
存货周转率	1.87	2.30	2.57	2.75	营业税金及附加	17	17	20	22				
偿债能力					销售费用	251	308	347	394				
资产负债率	46%	49%	48%	48%	管理费用	139	192	220	253				
流动比	1.96	1.84	1.90	1.92	财务费用	102	0	0	0				
速动比	0.70	0.77	0.77	0.82	其他费用/(-收入)	55	64	72	81				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-2	226	458	557				
现金及现金等价物	631	1166	1177	1345	营业外净收支	-5	1	-2	-1				
应收款项	931	892	911	1130	利润总额	-7	227	456	556				
存货净额	2738	2747	2942	3183	所得税费用	5	116	242	223				
其他流动资产	235	261	278	312	净利润	-11	111	214	334				
流动资产合计	4535	5067	5308	5970	少数股东损益	-4	31	71	134				
固定资产	1084	1059	1025	976	归属于母公司净利润	-8	80	144	200				
在建工程	88	108	130	150	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	225	248	271	290	经营活动现金流	117	684	162	304				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	-8	80	144	200				
资产总计	5931	6482	6734	7386	少数股东权益	-4	31	71	134				
短期借款	1332	1332	1332	1332	折旧摊销	120	130	138	144				
应付款项	637	897	912	1168	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-226	313	-343	-376				
其他流动负债	342	522	545	607	投资活动现金流	-289	-149	-151	-136				
流动负债合计	2312	2751	2789	3108	资本支出	-48	-148	-151	-136				
长期借款及应付债券	214	214	214	214	长期投资	-242	0	0	0				
其他长期负债	216	216	216	216	其他	1	0	0	0				
长期负债合计	430	430	430	430	筹资活动现金流	464	0	0	0				
负债合计	2742	3181	3219	3537	债务融资	-354	0	0	0				
股本	1131	1131	1131	1131	权益融资	982	0	0	0				
股东权益	3190	3301	3515	3849	其它	-164	0	0	0				
负债和股东权益总计	5931	6482	6734	7386	现金净增加额	285	535	11	168				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，研究所食品饮料行业首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

胡建文，北京大学硕士，多年投行和VC投资经验，覆盖调味品、速冻、预制菜等板块。

【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。