

投资评级 优于大市 维持

盈利能力显著改善，强化国内市场拓展

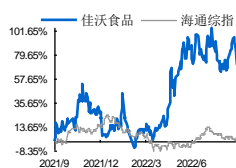
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 09月02日收盘价(元) | 26.39 |
| 52周股价波动(元) | 14.60-34.80 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 174/134 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 4677/3587 |

相关研究

《三文鱼行业需求复苏，公司盈利能力显著提升》2022.06.15

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -0.3 | -9.8 | -10.6 |
| 相对涨幅(%) | 1.9 | -0.7 | -11.8 |

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Tel: (021) 23154181

Email: yhj12866@htsec.com

证书: S0850520020001

联系人: 张嘉颖

Tel: (021) 23154019

Email: zjy14705@htsec.com

投资要点:

- 事件。**公司发布2022年半年报: 22H1公司实现营业总收入23.86亿元, 同比+7.1%, 归母净利润1.55亿元, 上年同期为-1.36亿元; 其中22Q2单季公司实现营业总收入11.63亿元, 同比+8.2%, 归母净利润0.45亿元, 同比+125.9%。
- 三文鱼收入稳健增长, 子公司 Australis 扭亏为盈。**22H1公司三文鱼收入同比+13.9%至17.69亿元, 其中智利子公司 Australis 营收同比+9.6%至16.84亿元, 实现净利润3.17亿元(去年同期为-0.24亿元)。量价方面, Australis 销量同比-21.8%至3.59万吨WFE, 我们认为主因收获节奏影响; 销售均价同比+40.2%, 我们认为主因: 1) 全球市场恢复与供给端紧缺下三文鱼价格上行, 2) 公司产品结构升级, 增值产品销量占比同比+2.68pct至9.1%。公司预计22年收获量为9.51万吨WFE, 较一季报预测上调4.3%。目前三文鱼价格有所回落, 我们认为或与进入传统消费淡季有关, 预计长期供需紧平衡下三文鱼价格仍将维持高位。22H1公司狭鳕鱼、北极甜虾业务收入止跌回升, 收入同比+10.0%至4.55亿元, 毛利率同比+14.19pct至17.3%, 主因狭鳕鱼市场旺销供不应求, 国内甜虾价格持续高位。
- 三文鱼价格抬升叠加结构升级, 22H1 盈利能力显著改善。**22H1 归母净利率同比+12.62pct至6.5%, 主要受益于: 1) 三文鱼价格上行与产品结构升级下公司毛利率大幅提升, 同比+17.38pct至17.1%, 2) 公允价值变动收益同比+566.9%至2.08亿元(营收占比同比+7.32pct), 主因三文鱼市场价提升、消耗性生物资产公允价值回升。我们认为随着十二区规模化智能工厂投产, 大宗商品价格回调、配方改良降低饲料成本, 公司成本端有望进一步优化。22Q2 归母净利率同比+2.01pct至3.9%。
- 强化国内市场拓展, 产品矩阵持续完善。**22H1 公司与华南、华东地区多家工厂建立战略合作关系, 下半年还将继续布局联营工厂, 推动中国区全渠道覆盖。公司强化品牌推广, 持续进行消费者培育, 加速中国三文鱼市场渗透。22年4月“佳沃鲜生”品牌与新零售品牌商超朴朴合作, 推出冰鲜三文鱼产品, 广受消费者好评, 业务实现高速增长; 发力风味预制产品, 率先于北京盒马平台上线。“饕熊同学”品牌持续丰富产品矩阵, 新开发午餐肉系列、鲜蒸系列、婴标果酱系列产品; 积极拓展线下母婴渠道, 产品有效覆盖17个省市及五百余家线下门店。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.50、2.31、3.08元/股。参考A股可比公司估值, 给予公司2022年20-25倍P/E, 对应合理价值区间为30.04-37.55元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**新冠疫情反复, 饲料成本波动, 自然灾害风险, 食品安全风险。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4525 | 4597 | 5616 | 6734 | 7754 |
| (+/-)YoY(%) | 32.0% | 1.6% | 22.2% | 19.9% | 15.1% |
| 净利润(百万元) | -713 | -289 | 262 | 402 | 537 |
| (+/-)YoY(%) | -464.2% | 59.5% | 190.6% | 53.5% | 33.8% |
| 全面摊薄EPS(元) | -4.09 | -1.66 | 1.50 | 2.31 | 3.08 |
| 毛利率(%) | -6.2% | 6.1% | 17.1% | 18.0% | 18.8% |
| 净资产收益率(%) | -76.8% | -45.7% | 29.3% | 31.0% | 29.3% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PB (倍) | | |
|--------|------|---------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 002714 | 牧原股份 | 58.62 | 3119.85 | 1.28 | 1.25 | 5.57 | 45.19 | 46.91 | 10.53 | 6.13 | 4.97 | 3.51 |
| 002311 | 海大集团 | 61.00 | 1013.31 | 0.96 | 1.65 | 2.72 | 63.49 | 37.06 | 22.46 | 7.01 | 6.03 | 4.89 |
| 603668 | 天马科技 | 18.10 | 78.95 | 0.19 | 0.80 | 1.53 | 94.47 | 22.64 | 11.85 | 4.26 | 3.58 | 2.73 |
| | 均值 | | | 0.81 | 1.23 | 3.27 | 67.72 | 35.54 | 14.95 | 5.80 | 4.86 | 3.71 |

注：收盘价为 2022 年 8 月 31 日，估值为 Wind 一致预期。
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 4597 | 5616 | 6734 | 7754 |
| 每股收益 | -1.66 | 1.50 | 2.31 | 3.08 | 营业成本 | 4318 | 4658 | 5524 | 6293 |
| 每股净资产 | 3.62 | 5.13 | 7.43 | 10.52 | 毛利率% | 6.1% | 17.1% | 18.0% | 18.8% |
| 每股经营现金流 | 1.74 | 4.77 | 6.96 | 8.09 | 营业税金及附加 | 10 | 12 | 14 | 16 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 177 | 224 | 259 | 298 |
| P/E | -15.92 | 17.57 | 11.44 | 8.56 | 营业费用率% | 3.8% | 4.0% | 3.8% | 3.8% |
| P/B | 7.28 | 5.15 | 3.55 | 2.51 | 管理费用 | 148 | 190 | 217 | 250 |
| P/S | 1.00 | 0.82 | 0.68 | 0.59 | 管理费用率% | 3.2% | 3.4% | 3.2% | 3.2% |
| EV/EBITDA | 26.54 | 10.61 | 7.88 | 6.00 | EBIT | -31 | 495 | 663 | 820 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 264 | 158 | 146 | 129 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 5.7% | 2.8% | 2.2% | 1.7% |
| 毛利率 | 6.1% | 17.1% | 18.0% | 18.8% | 资产减值损失 | -143 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | -6.3% | 4.7% | 6.0% | 6.9% | 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | -45.7% | 29.3% | 31.0% | 29.3% | 营业利润 | -441 | 374 | 574 | 767 |
| 资产回报率 | -2.6% | 2.2% | 3.2% | 3.9% | 营业外收支 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | -0.4% | 6.5% | 8.8% | 9.9% | 利润总额 | -412 | 374 | 574 | 767 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 297 | 864 | 1102 | 1334 |
| 营业收入增长率 | 1.6% | 22.2% | 19.9% | 15.1% | 所得税 | -83 | 75 | 115 | 154 |
| EBIT 增长率 | 95.0% | 1680.0% | 34.0% | 23.7% | 有效所得税率% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 净利润增长率 | 59.5% | 190.6% | 53.5% | 33.8% | 少数股东损益 | -41 | 37 | 57 | 76 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | -289 | 262 | 402 | 537 |
| 资产负债率 | 90.7% | 88.6% | 85.6% | 82.6% | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动比率 | 0.63 | 0.67 | 0.73 | 0.85 | 货币资金 | 184 | 200 | 116 | 803 |
| 速动比率 | 0.14 | 0.16 | 0.16 | 0.26 | 应收账款及应收票据 | 385 | 471 | 564 | 650 |
| 现金比率 | 0.04 | 0.04 | 0.02 | 0.12 | 存货 | 2476 | 2671 | 3168 | 3609 |
| 经营效率指标 | | | | | 其它流动资产 | 288 | 326 | 383 | 434 |
| 应收账款周转天数 | 30.59 | 30.59 | 30.59 | 30.59 | 流动资产合计 | 3334 | 3668 | 4232 | 5496 |
| 存货周转天数 | 209.32 | 209.32 | 209.32 | 209.32 | 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 总资产周转率 | 0.41 | 0.47 | 0.54 | 0.56 | 固定资产 | 1527 | 1608 | 1669 | 1688 |
| 固定资产周转率 | 3.01 | 3.49 | 4.03 | 4.59 | 在建工程 | 688 | 832 | 926 | 988 |
| | | | | | 无形资产 | 3584 | 3575 | 3565 | 3556 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7966 | 8182 | 8328 | 8399 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 11300 | 11850 | 12560 | 13895 |
| 净利润 | -289 | 262 | 402 | 537 | 短期借款 | 632 | 563 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | -41 | 37 | 57 | 76 | 应付票据及应付账款 | 1839 | 1984 | 2353 | 2680 |
| 非现金支出 | 471 | 369 | 439 | 514 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 146 | 162 | 149 | 138 | 其它流动负债 | 2792 | 2967 | 3412 | 3806 |
| 营运资金变动 | 17 | 1 | 166 | 144 | 流动负债合计 | 5263 | 5514 | 5765 | 6486 |
| 经营活动现金流 | 304 | 832 | 1213 | 1410 | 长期借款 | 2598 | 2598 | 2598 | 2598 |
| 资产 | -466 | -585 | -585 | -585 | 其它长期负债 | 2391 | 2391 | 2391 | 2391 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 4989 | 4989 | 4989 | 4989 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 10252 | 10503 | 10753 | 11475 |
| 投资活动现金流 | -466 | -585 | -585 | -585 | 实收资本 | 174 | 174 | 174 | 174 |
| 债权募资 | -679 | -69 | -563 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 631 | 893 | 1295 | 1832 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 417 | 455 | 512 | 588 |
| 其他 | 859 | -162 | -149 | -138 | 负债和所有者权益合计 | 11300 | 11850 | 12560 | 13895 |
| 融资活动现金流 | 180 | -231 | -712 | -138 | | | | | |
| 现金净流量 | 11 | 16 | -84 | 687 | | | | | |

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为09月02日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台, 洋河股份, 山西汾酒, 盐津铺子, 千禾味业, 味知香, 千味央厨, 东鹏饮料, 佳禾食品, 光明乳业, 妙可蓝多, 农夫山泉, 金龙鱼, 周黑鸭, 李子园, 汤臣倍健, 安琪酵母, 中炬高新, 伊利股份, 酒鬼酒, 康师傅控股, 中国旺旺, 新乳业, 立高食品, 海天味业, 百润股份, 今世缘, 祁连山, 水井坊, 承德露露

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。