

佳沃食品 (300268)

2022H1 盈利水平大幅提升，业绩迎高速增长长期

事件：公司发布 2022 半年报，2022 年上半年公司实现营业收入 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 213.6%。

三文鱼供应持续偏紧，盈利水平大幅恢复性抬升

2022 上半年，公司实现营收 23.86 亿元，同比增长 7.14%，其中三文鱼产品实现收入 17.69 亿元 (+13.91%)，毛利率为 18.25%；狭鳕鱼、北极甜虾等海产品实现收入 4.55 亿元 (+10.02%)，毛利率为 17.28%。子公司 Australis 实现营收 16.84 亿元，同比增长 9.64%，**盈利能力大幅恢复性提升，2022H1 平均毛利率为 19.9%**，同比提升 20.92pct，主要受益于今年全球三文鱼供应紧缺以及需求持续恢复影响，一季度以来全球三文鱼价格明显上涨。根据研究机构 Kontali 报告显示，2022H1 全球大西洋鲑供应量同比下降约 6%；其中 2022H1 挪威大西洋鲑收获量为 64.2 万吨 (WFE)，同比下降 5%；同期智利大西洋鲑收获量为 35.1 万吨 (WFE)，同比下降 1%；未来几年全球三文鱼供应紧缺情况预计难以缓解，供应持续紧张。

量价拆分来看，2022H1 Australis 三文鱼收货量为 3.82 万吨 (Q1-1.98 万吨, Q2-1.83 万吨)，销量为 3.59 万吨 (Q1-1.82 万吨, Q2-1.77 万吨)；上半年大西洋鲑单位销售价格 7.05 USD/kg WFE (Q1-6.91 USD/kg, Q2-7.19 USD/kg)，同比上涨 46.9%；出笼成本为 4.16 USD/kg WFE，同比上涨 19.5%。此外，公司预计 2022 全年三文鱼收货量为 9.51 万吨，其中 Q3 收货量约 3.24 万吨，Q4 约 2.46 万吨。

掌控牌照稀缺资源，一体化全产业链运作

公司通过收购三文鱼领先企业 Australis，切入产业链的高价值环节，依托牌照等稀缺资源，公司有望进一步强化行业壁垒；并长期受益于三文鱼市场的供需平衡特征，随着海外需求逐步回暖，三文鱼行业景气度持续提升，公司收入持续增长，盈利能力大幅提高。同时公司已实现对三文鱼业务从鱼卵孵化、淡水育苗、海水养殖、收获加工到品牌销售的一体化全产业链运作，构建产业链生态闭环，并在各流程环节独具优势，“海外+国内”、“线下+线上”双端发力。

投资建议

我们认为，三文鱼作为欧美主流消费鱼类产品，需求偏刚性；而养殖牌照和收获量已成为了全球稀缺资源。公司三文鱼收货量对应市值远低于海外主要龙头企业（海外龙头企业收货量对应市值平均约为 21 亿人民币/万吨，公司 21 年收获量 8.4 万吨）。公司拥有稀缺的三文鱼养殖牌照并且产业链布局，有望先后受益于海外及国内的消费复苏趋势，海产品销售收入有望快速提升。我们预计公司 2022-24 年的营收为 64.8/72.7/85.1 亿元，净利润为 3.8/5.5/7.1 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：自然灾害风险，原材料及产品市场价格波动风险，贸易环境及汇率风险，销售不及预期风险，疫情反复风险、消费复苏及消费升级不及预期风险，转让尚具有一定不确定性

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,525.01 | 4,597.22 | 6,481.50 | 7,271.82 | 8,506.60 |
| 增长率(%) | 32.01 | 1.60 | 40.99 | 12.19 | 16.98 |
| EBITDA(百万元) | (603.35) | 412.38 | 1,086.47 | 1,273.84 | 1,437.64 |
| 归属母公司净利润(百万元) | (713.23) | (288.68) | 377.06 | 547.13 | 707.53 |
| 增长率(%) | 464.20 | (59.52) | (230.61) | 45.11 | 29.32 |
| EPS(元/股) | (4.09) | (1.66) | 2.16 | 3.14 | 4.06 |
| 市盈率(P/E) | (7.35) | (18.15) | 13.90 | 9.58 | 7.41 |
| 市净率(P/B) | 5.64 | 8.30 | 5.03 | 3.30 | 2.28 |
| 市销率(P/S) | 1.16 | 1.14 | 0.81 | 0.72 | 0.62 |
| EV/EBITDA | (11.71) | 17.20 | 8.18 | 6.37 | 5.11 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|------------|
| 行业 | 农林牧渔/农产品加工 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 30.08 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 174.20 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 133.59 |
| A 股总市值(百万元) | 5,239.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,018.33 |
| 每股净资产(元) | -2.41 |
| 资产负债率(%) | 89.01 |
| 一年内最高/最低(元) | 34.80/14.60 |

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《佳沃食品-公司点评:控股股东拟受让 6250 万美元可转债，进一步优化资本结构》2022-07-28
- 《佳沃食品-首次覆盖报告:掌控牌照稀缺资源，受益欧美需求复苏，业绩迎高速增长长期!》2022-05-16
- 《佳沃股份-季报点评:国星整合顺利，静待后续产业整合加速!》2017-10-24

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 171.29 | 184.26 | 518.52 | 581.75 | 680.53 |
| 应收票据及应收账款 | 355.31 | 385.26 | 442.93 | 445.84 | 546.59 |
| 预付账款 | 379.74 | 129.87 | 450.10 | 230.79 | 553.45 |
| 存货 | 2,378.62 | 2,476.21 | 2,777.57 | 3,205.66 | 3,951.93 |
| 其他 | 139.09 | 158.36 | 157.20 | 223.24 | 216.62 |
| 流动资产合计 | 3,424.06 | 3,333.95 | 4,346.31 | 4,687.28 | 5,949.12 |
| 长期股权投资 | 0.03 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.57 |
| 固定资产 | 1,475.27 | 1,527.15 | 1,225.86 | 924.58 | 623.29 |
| 在建工程 | 467.52 | 687.87 | 687.87 | 687.87 | 687.87 |
| 无形资产 | 3,656.08 | 3,583.95 | 3,574.72 | 3,565.49 | 3,556.25 |
| 其他 | 1,983.25 | 2,166.93 | 2,165.48 | 2,164.44 | 2,164.25 |
| 非流动资产合计 | 7,582.16 | 7,966.47 | 7,654.50 | 7,342.94 | 7,032.24 |
| 资产总计 | 11,006.21 | 11,300.42 | 12,000.81 | 12,030.23 | 12,981.36 |
| 短期借款 | 637.01 | 631.71 | 799.26 | 1,040.02 | 604.57 |
| 应付票据及应付账款 | 1,676.71 | 1,839.24 | 2,392.97 | 2,296.59 | 3,210.78 |
| 其他 | 1,731.61 | 2,772.98 | 2,522.37 | 2,786.51 | 2,764.20 |
| 流动负债合计 | 4,045.34 | 5,243.94 | 5,714.59 | 6,123.12 | 6,579.55 |
| 长期借款 | 3,372.60 | 2,597.53 | 2,471.92 | 1,513.95 | 1,200.00 |
| 应付债券 | 847.27 | 852.16 | 859.96 | 853.13 | 855.09 |
| 其他 | 1,322.18 | 1,539.08 | 1,444.16 | 1,435.14 | 1,472.79 |
| 非流动负债合计 | 5,542.05 | 4,988.77 | 4,776.04 | 3,802.22 | 3,527.88 |
| 负债合计 | 9,609.76 | 10,251.84 | 10,490.63 | 9,925.35 | 10,107.42 |
| 少数股东权益 | 468.02 | 417.41 | 468.82 | 516.40 | 577.92 |
| 股本 | 174.20 | 174.20 | 174.20 | 174.20 | 174.20 |
| 资本公积 | 683.58 | 709.23 | 714.67 | 714.67 | 714.67 |
| 留存收益 | (1,135.89) | (1,424.57) | (1,047.52) | (500.39) | 207.14 |
| 其他 | 1,206.54 | 1,172.32 | 1,200.00 | 1,200.00 | 1,200.00 |
| 股东权益合计 | 1,396.45 | 1,048.58 | 1,510.18 | 2,104.88 | 2,873.94 |
| 负债和股东权益总计 | 11,006.21 | 11,300.42 | 12,000.81 | 12,030.23 | 12,981.36 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | (864.89) | (329.70) | 377.06 | 547.13 | 707.53 |
| 折旧摊销 | 8.95 | 306.13 | 310.52 | 310.52 | 310.52 |
| 财务费用 | 365.47 | 262.61 | 230.36 | 199.94 | 135.80 |
| 投资损失 | (0.06) | (0.83) | (0.50) | (0.50) | (0.50) |
| 营运资金变动 | 203.94 | (147.99) | (504.43) | (83.96) | (248.71) |
| 其它 | 375.20 | 213.67 | 56.46 | 47.58 | 61.52 |
| 经营活动现金流 | 88.61 | 303.89 | 469.46 | 1,020.70 | 966.17 |
| 资本支出 | (56.23) | 95.45 | 94.92 | 9.02 | (37.65) |
| 长期投资 | (0.01) | 0.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (583.49) | (561.51) | (104.51) | (8.52) | 38.15 |
| 投资活动现金流 | (639.74) | (465.52) | (9.59) | 0.50 | 0.50 |
| 债权融资 | (638.43) | (981.52) | (158.73) | (957.97) | (867.88) |
| 股权融资 | 1,591.41 | (8.57) | 33.13 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (679.85) | 1,170.18 | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 273.12 | 180.09 | (125.61) | (957.97) | (867.88) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (278.01) | 18.45 | 334.26 | 63.23 | 98.78 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,525.01 | 4,597.22 | 6,481.50 | 7,271.82 | 8,506.60 |
| 营业成本 | 4,807.26 | 4,317.94 | 5,253.78 | 5,821.52 | 6,812.17 |
| 营业税金及附加 | 2.19 | 9.77 | 13.61 | 15.27 | 17.86 |
| 销售费用 | 175.26 | 176.70 | 246.30 | 269.06 | 314.74 |
| 管理费用 | 155.10 | 148.37 | 207.41 | 218.15 | 255.20 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 410.93 | 264.27 | 230.36 | 199.94 | 135.80 |
| 资产/信用减值损失 | (20.10) | (142.20) | (10.00) | (15.00) | (20.00) |
| 公允价值变动收益 | (16.50) | 18.87 | 5.04 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.06 | 0.83 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 其他 | 80.96 | 243.45 | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 营业利润 | (1,070.15) | (440.79) | 525.59 | 733.38 | 951.32 |
| 营业外收入 | 24.92 | 41.00 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 营业外支出 | 52.97 | 12.52 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 利润总额 | (1,098.21) | (412.31) | 535.59 | 743.38 | 961.32 |
| 所得税 | (233.31) | (82.61) | 107.12 | 148.68 | 192.26 |
| 净利润 | (864.89) | (329.70) | 428.47 | 594.70 | 769.05 |
| 少数股东损益 | (151.66) | (41.02) | 51.42 | 47.58 | 61.52 |
| 归属于母公司净利润 | (713.23) | (288.68) | 377.06 | 547.13 | 707.53 |
| 每股收益(元) | (4.09) | (1.66) | 2.16 | 3.14 | 4.06 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|---------|----------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 32.01% | 1.60% | 40.99% | 12.19% | 16.98% |
| 营业利润 | 407.13% | -58.81% | -219.24% | 39.53% | 29.72% |
| 归属于母公司净利润 | 464.20% | -59.52% | -230.61% | 45.11% | 29.32% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | -6.24% | 6.08% | 18.94% | 19.94% | 19.92% |
| 净利率 | -15.76% | -6.28% | 5.82% | 7.52% | 8.32% |
| ROE | -76.82% | -45.74% | 36.21% | 34.44% | 30.82% |
| ROIC | -9.73% | -2.37% | 13.45% | 15.91% | 19.47% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 87.31% | 90.72% | 87.42% | 82.50% | 77.86% |
| 净负债率 | 372.76% | 426.79% | 278.95% | 161.12% | 89.09% |
| 流动比率 | 0.84 | 0.63 | 0.76 | 0.77 | 0.90 |
| 速动比率 | 0.26 | 0.16 | 0.27 | 0.24 | 0.30 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 11.31 | 12.42 | 15.65 | 16.36 | 17.14 |
| 存货周转率 | 1.77 | 1.89 | 2.47 | 2.43 | 2.38 |
| 总资产周转率 | 0.40 | 0.41 | 0.56 | 0.61 | 0.68 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | -4.09 | -1.66 | 2.16 | 3.14 | 4.06 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 1.74 | 2.69 | 5.86 | 5.55 |
| 每股净资产 | 5.33 | 3.62 | 5.98 | 9.12 | 13.18 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | -7.35 | -18.15 | 13.90 | 9.58 | 7.41 |
| 市净率 | 5.64 | 8.30 | 5.03 | 3.30 | 2.28 |
| EV/EBITDA | -11.71 | 17.20 | 8.18 | 6.37 | 5.11 |
| EV/EBIT | -11.55 | 66.38 | 11.46 | 8.43 | 6.52 |

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |