

国联水产 (300094.SZ) 预制菜持续增长，全渠道布局潜力大

2023年05月05日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

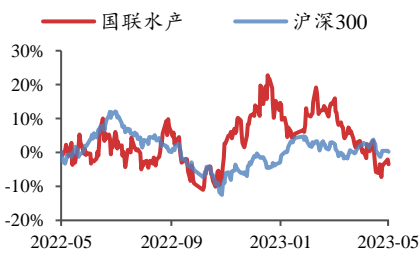
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2023/5/5
当前股价(元)	5.09
一年最高最低(元)	6.68/4.65
总市值(亿元)	57.70
流通市值(亿元)	44.84
总股本(亿股)	11.34
流通股本(亿股)	8.81
近3个月换手率(%)	206.43

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《聚焦食品加工主业，水产预制菜潜力大——公司首次覆盖报告》
-2022.10.19

● 布局水产预制菜业务，长期发展潜力大，维持“增持”评级

国联水产 2022Q4 营收 11.7 亿元，同比降 0.8%；归母净利-0.60 亿元。2023Q1 营收 14.2 亿元，同比增 33.2%；归母净利 0.1 亿元，同比增 10%。由于预制菜行业竞争激烈，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2024 年净利润分别为 1.04、1.99 亿元（前次为 1.56、2.63 亿元），并新增 2025 年盈利预测 2.98 亿元；EPS 分别为 0.09、0.18、0.26 元，当前股价对应 PE 为 56.2、29.4、19.6 倍。公司已剥离养殖业务，聚焦水产预制菜等高毛利食品加工业务，B、C 端双管齐下，全渠道布局。未来随着产能持续释放、渠道进一步完善，公司发展潜力较大，我们维持“增持”评级。

● 预制菜业务快速发展，营收稳步增长

具体来看：（1）分产品来看：2022 年水产食品、饲料、其他分别同比+18.97%、-35.36%、-18.77%。2022 年公司重点发展预制菜业务，营收同比增 34.48% 至 11.31 亿元。（2）分区域来看：2022 年国内、国外分别同比增 10.32%、18.28%。展望 2023 年，公司采用大单品策略，全渠道布局，B、C 端齐发力，B 端与前 100 强餐饮企业合作，C 端布局商超和电商渠道，预计预制菜业务仍可快速增长。

● 归母净利率下降主因毛利率下降

2023Q1 归母净利率同比下降 0.2pct，主因毛利率同比降 1.9pct 至 10.3%。2023Q1 销售费用率同比降 0.5pct 至 3.5%；管理费用率同比降 0.7pct 至 2.5%。展望 2023 年，公司预制菜业务仍处于开拓推广期间，预计费率仍会维持高位。

● 聚焦水产预制菜业务，全渠道布局

国联水产聚焦高毛利的预制菜业务，全渠道布局，发展潜力较大：（1）产品上，公司推出剁椒金鲳鱼、调味牛蛙、菠萝烤鱼等 20 多款预制菜新品，未来也会持续推新，打造大单品；（2）全渠道布局，发展餐饮重客等渠道，围绕餐饮重客进行产品研发，增强市场感知力，提升服务能力。

● **风险提示：**产能投放不及预期、市场扩张不及预期、原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,474	5,114	6,019	7,064	8,266
YOY(%)	-0.4	14.3	17.7	17.3	17.0
归母净利润(百万元)	-14	-8	104	199	298
YOY(%)	-94.9	-45.2	-1473.7	90.8	50.1
毛利率(%)	15.3	12.7	13.0	14.2	15.2
净利率(%)	-0.3	-0.1	1.7	2.8	3.6
ROE(%)	-0.8	-0.4	3.1	5.7	8.2
EPS(摊薄/元)	-0.01	-0.01	0.09	0.18	0.26
P/E(倍)	-422.7	-772.0	56.2	29.4	19.6
P/B(倍)	2.8	1.9	1.5	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3653	4535	5623	5870	6786
现金	170	381	594	513	0
应收票据及应收账款	573	931	768	1177	1114
其他应收款	38	49	116	50	124
预付账款	86	137	207	221	330
存货	2746	2738	3890	3859	5170
其他流动资产	41	299	49	49	49
非流动资产	1466	1397	1334	1246	1157
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1157	1084	1046	985	911
无形资产	109	109	120	131	142
其他非流动资产	199	204	168	130	103
资产总计	5119	5931	6958	7116	7943
流动负债	2701	2312	2624	2595	3099
短期借款	1502	1332	1366	1425	1477
应付票据及应付账款	641	637	870	849	1166
其他流动负债	558	342	388	321	456
非流动负债	222	430	373	319	265
长期借款	24	214	158	103	50
其他非流动负债	198	216	216	216	216
负债合计	2923	2742	2997	2914	3365
少数股东权益	78	76	94	137	215
股本	912	1131	1134	1134	1134
资本公积	1192	1953	2600	2600	2600
留存收益	22	15	137	378	754
归属母公司股东权益	2118	3113	3867	4065	4364
负债和股东权益	5119	5931	6958	7116	7943

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4474	5114	6019	7064	8266
营业成本	3789	4463	5237	6062	7008
营业税金及附加	20	17	17	21	28
营业费用	225	251	289	332	380
管理费用	145	139	163	184	207
研发费用	43	55	61	74	85
财务费用	111	102	128	128	136
资产减值损失	-152	-111	0	0	0
其他收益	24	25	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-1	-1	0	-0	-0
营业利润	5	-2	149	287	446
营业外收入	5	3	3	3	3
营业外支出	4	8	8	6	7
利润总额	5	-7	143	284	443
所得税	22	5	21	43	66
净利润	-17	-11	122	241	376
少数股东损益	-3	-4	18	43	78
归属母公司净利润	-14	-8	104	199	298
EBITDA	202	189	317	461	633
EPS(元)	-0.01	-0.01	0.09	0.18	0.26

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	14.3	17.7	17.3	17.0
营业利润(%)	101.8	-136.9	8574.1	93.1	55.3
归属于母公司净利润(%)	-94.9	-45.2	-1473.7	90.8	50.1
获利能力					
毛利率(%)	15.3	12.7	13.0	14.2	15.2
净利率(%)	-0.3	-0.1	1.7	2.8	3.6
ROE(%)	-0.8	-0.4	3.1	5.7	8.2
ROIC(%)	-7.4	2.6	3.3	5.2	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.1	46.2	43.1	40.9	42.4
净负债比率(%)	82.0	46.9	30.0	30.3	39.0
流动比率	1.4	2.0	2.1	2.3	2.2
速动比率	0.3	0.7	0.6	0.7	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	7.7	6.8	7.1	7.3	7.2
应付账款周转率	6.8	7.0	6.9	7.1	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.01	-0.01	0.09	0.18	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.10	-0.39	0.06	-0.31
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.75	3.41	3.58	3.85
估值比率					
P/E	-422.7	-772.0	56.2	29.4	19.6
P/B	2.8	1.9	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	38.3	37.9	22.5	15.8	12.4

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	205	117	-438	63	-355
净利润	-17	-11	122	241	376
折旧摊销	109	112	101	105	107
财务费用	111	102	128	128	136
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-180	-226	-777	-414	-978
其他经营现金流	182	140	-11	4	2
投资活动现金流	-94	-289	222	-20	-20
资本支出	94	49	-73	-85	-87
长期投资	0	-249	0	0	0
其他投资现金流	1	-490	149	-105	-108
筹资活动现金流	-276	464	428	-124	-208
短期借款	4	-170	33	59	-18
长期借款	-126	191	-57	-54	-54
普通股增加	-5	219	3	0	0
资本公积增加	107	761	647	0	0
其他筹资现金流	-257	-537	-198	-128	-136
现金净增加额	-160	285	213	-80	-584

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn