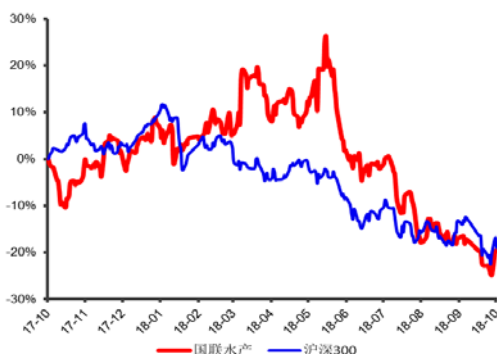


农林牧渔

国联水产：虾业至尊湛江国联，若要屠“龙”谁与争锋

走势比较



总股本/流通(百万股): 784.35/746.45

总市值/流通(百万元): 4415.87/4202.50

12月最高/最低(元): 8.75/4.96

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

报告摘要

1.政策鼓励，行业供需两旺。政策上，《乡村振兴战略规划（2018~2022）》提出因地制宜发展水产业，地方政策鼓励小龙虾产业发展。行业发展上，10年产量CAGR15.58%，养殖产量和面积高速增长，消费热度持续升温，行业呈现供需两旺形势。但快速发展中仍表现出养殖粗放，加工业小弱散的问题。

2.2017切入小龙虾行业，跑马圈地正当时。2017年公司与国内某大型西式快餐集团合作，相继推出小龙虾披萨和汉堡试水；2017年6月线上推出调味小龙虾；2017年12月投资湖北洪湖，5亿元支持小龙虾业务发展；2018年在长江中下游进行小龙虾业务考察，10月23日在湖南益阳投资，合资建立小龙虾加工企业。

3.聚焦原料-切入加工-精品销售，发挥全产业链经验。公司未来在上游养殖环节不排除参与湖北省高标准农田改造项目以把控上游资源，保证原料质量；中游加工业利用公司多年水产品加工经验和研发水平，进行标准化和精细化加工，充分挖掘产品附加值；通过现有的线上线下销售渠道，以健康、美味、全程可控主打精品路线，全程形成标准化、可复制持续的发展模式。

盈利预测

给予“买入”评级。基于公司深耕水产行业多年，已打通对虾全产业链，强势进入高景气度的小龙虾行业，未来增长潜力可期，预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为2.63亿/3.16亿/3.77亿，EPS分别为0.34/0.40/0.48，给予2018年20倍PE，6个月目标价6.80元，10月26日股价5.63元为基准，上涨空间20.78%。

六、风险提示

1.自然灾害风险。台风等自然灾害可能造成巨大水产养殖损失，因此造成的水产养殖损失可能对公司多个业务产生影响。

2.食品安全风险。若爆发水产品质量安全事件，将对公司水产品销售有重大影响。

3.业务经营季节性导致经营业绩波动的风险。虾产品养殖的季节性导致公司总体业务经营呈现一定季节性特点。

盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,095.81	5080.85	6254.53	7798.15
(+/-)	56.25%	24.05%	23.10%	24.68%
净利润(百万元)	144.13	262.82	316.23	377.04
(+/-)	53.42%	82.35%	20.32%	19.23%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.34	0.40	0.48
市盈率(PE)	37.8	16.56	14.08	11.73

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司介绍：水产业领军者	5
二、公司小龙虾业务发展背景	6
（一）政策鼓励	6
（二）地方政策	8
三、行业发展情况	8
（一）发展规模	8
（二）分布	9
（三）发展前景	10
（四）存在问题	11
四、公司小龙虾产业发展基础	12
（一）实地考察，跑马圈地	12
（二）提前试水，餐饮布局	12
（三）品牌加持，渠道拓展	13
五、小龙虾业务发展规划	14
（一）聚焦产地	14
（二）切入加工环节	14
（三）全产业链协同	14
（四）推广绿色养殖	14
（五）掌控原料-精细加工-精品销售	15
六、发展意义	15
（一）丰富产品线	15
（二）壮大国内业务	16
七、盈利预测	16
八、风险提示	17

图表目录

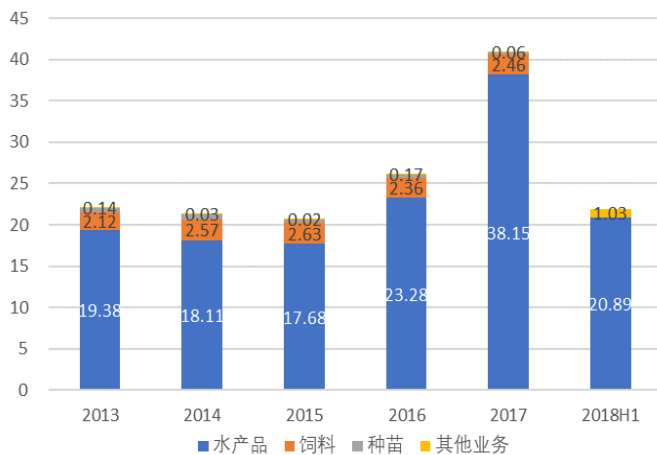
图表 1 2013~2018H1 公司各主营业务营收（亿元）	5
图表 2 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况	5
图表 3 2017 年水产品业务营收构成	5
图表 4 2013~2018Q3 归母净利与同比	6
图表 5 2013~2018Q3 营收及同比	6
图表 6 我国农业生产力布局	7
图表 7 对虾产业链各环节毛利率对比	7
图表 8 湖北、湖南、安徽小龙虾支持政策	8
图表 9 湖北、湖南、安徽小龙虾资金扶持措施	8
图表 10 湖北、湖南、安徽小龙虾产业金融支持	8
图表 11 2007~2017 中国小龙虾产量及 YOY	9
图表 12 2017 年全国及部分省份小龙虾全社会经济总产值情况（亿元）	9
图表 14 小龙虾养殖面积在各省分布	10
图表 15 小龙虾养殖产量在各省分布	10
图表 16 小龙虾养殖产量前 5 名的县（市、区）情况	10
图表 17 2017 年全国及部分省份小龙虾全社会经济总产值情况（亿元）	10
图表 18 部分城市小龙虾餐厅数量变化情况（家）	11
图表 19 部分上市公司切入小龙虾行业	12
图表 20 公司合作推出的小龙虾披萨	13
图表 21 公司合作推出的小龙虾汉堡	13
图表 22 公司小龙虾产品	13
图表 22 公司当前产业链及对应子公司	14
图表 23 公司当前产品系列	16
图表 24 2013~2018H1 公司国内外业务营收分布	16
图表 25 公司国内营收（亿）及 YOY	16

一、公司介绍：水产业领军者

公司专注于水产行业，以“为人类提供健康海洋食品”为使命，目前业务已覆盖育苗、工厂化养殖、饲料、加工的水产品全产业链各个环节。当前公司产品远销国内外，拓展线上线下渠道，由水产生产商向综合服务商转变。

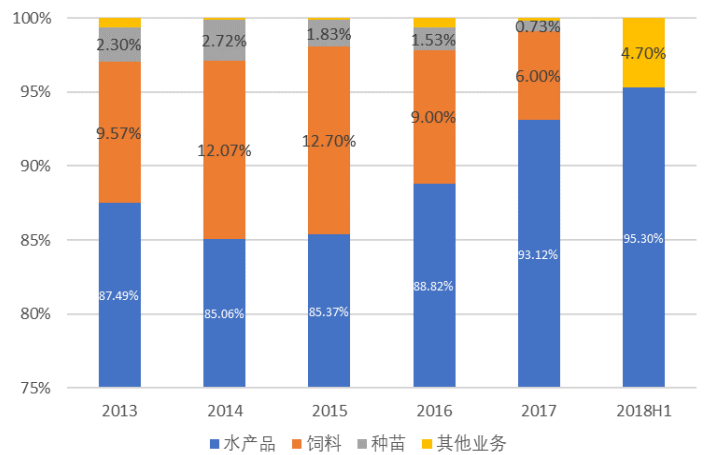
水产品销售占公司营收大部，占比 90% 以上，2008~2017 年水产品营收 CAGR15.69%，保持高速增长态势。水产品营收主要来自加工业务，2017 年加工业务贡献 99% 的水产品营收，占公司营收总额的 92.58%，是公司营收增长的主要驱动力。

图表 1 2013~2018H1 公司各主营业务营收（亿元）



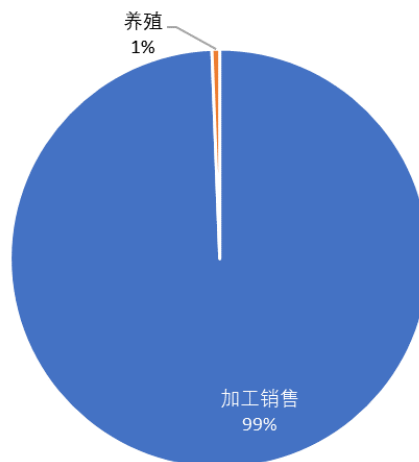
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2 2013~2018H1 公司各主营业务营收占比情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3 2017 年水产品业务营收构成

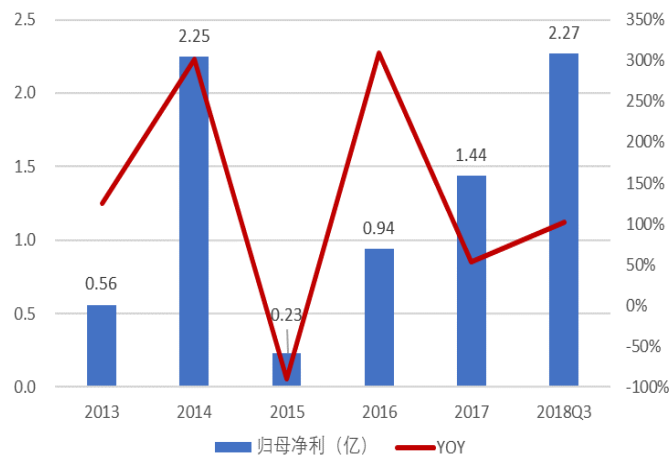


资料来源：WIND，太平洋证券整理

营收利润高增长。公司 2008~2017 年间营收 CAGR15.66%，归母净利 CAGR6.60%。

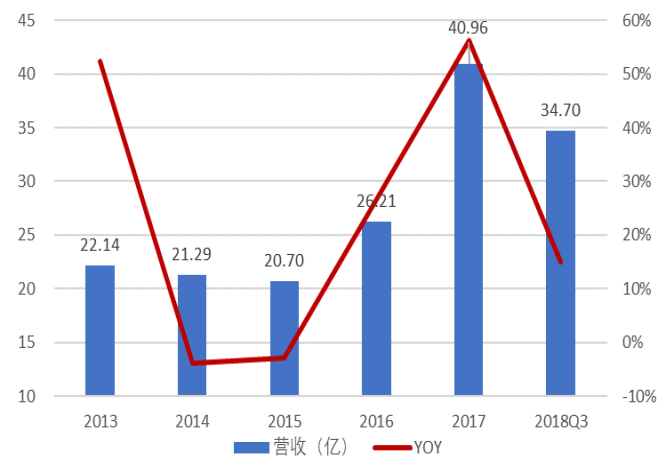
2018 前三季度公司营收 34.70 亿，同比增长 15.10%，归母净利 2.27 亿，同比增长 102.03%，扣非后归母净利同比增长 34.35%。

图表 4 2013~2018Q3 归母净利与同比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 5 2013~2018Q3 营收及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

二、公司小龙虾业务发展背景

(一) 政策鼓励

2018 年 9 月，中共中央印发的《乡村振兴战略规划(2018—2022 年)》(以下简称《规划》)吸引了全社会的目光，再次体现中央对三农事业的重视。规划中提出要以产业兴旺为重点，提升农业发展质量，培育乡村发展新动能，国家的重视和政策倾斜对农业产业发展注入强心剂，对农业企业更是利好。

1. 扶持农业企业，促进农民增收

《规划》提出，乡村振兴的根本是实现农民富裕，拓宽农民的增收渠道。农业龙头企业的发展壮大能够促进农村的三产融合，为农民提供就业岗位来带动农民增收致富。广东省政府在 2016 年颁发文件支持农业龙头企业加快发展，对大型农业龙头企业进行税收、信贷倾斜和融资帮助等，支持农业企业做大，带动农民致富。

2. 因地制宜，优化农业生产力布局

立足资源禀赋和比较优势，优化农业生产力布局。在长江中下游和华南地区根据条件发展水产业，而公司所在地广东省湛江市，海洋资源丰富，水产品产量连续多年居广东省

首位，是全国最大的对虾交易中心和加工出口基地，号称“中国对虾之都”。公司作为专注于水产行业的上市公司，产品畅销海内外，成为引领地方水产业发展的行业标杆。

图表 6 我国农业生产力布局

东北地区	重点提升粮食生产能力，依托“大粮仓”打造粮肉奶综合供应基地
华北地区	稳定粮油和蔬菜、畜产品生产保障能力，发展节水型农业
长江中下游地区	稳定粮油生产能力，优化水网地带生猪养殖布局，大力发展名优水产品生产
华南地区	发展现代畜禽水产和特色园艺产品，发展具有出口优势的水产品养殖
西北、西南地区 and 北方农牧交错区	调整产品结构，限制资源消耗大的产业规模，壮大区域特色产业
青海、西藏等生态脆弱区域	保护优先、限制开发，发展高原特色农牧业

资料来源：乡村振兴战略规划(2018—2022 年)，太平洋证券整理

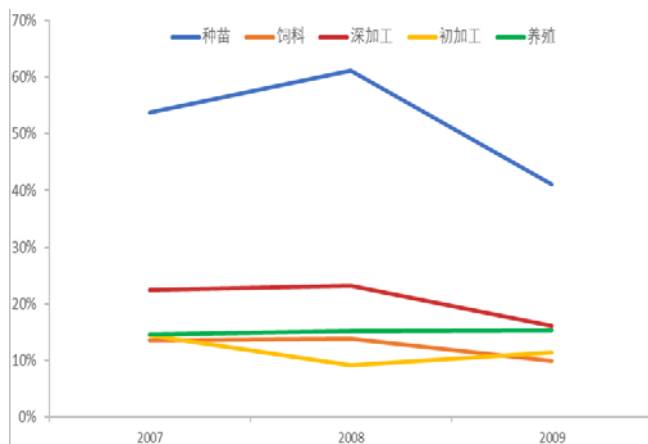
3. 生产标准化、规范化、精细化，优势产业国际接轨

通过进行标准化生产和加工，进行精细化管理与产品质量控制以促进农业产业与国际发展接轨，以质量和特色打造农业品牌。

4. 农产品加工业提升，增加产品附加值

我国农产品加工比例低，仍以初加工为主。以水产品为例，《中国水产杂志》的行业统计数据显示，水产品加工企业使用的装备中，约 50%还处于 1980 年代的水平，40%左右为 1990 年代的水平，只有 10%达到世界先进水平。从加工率上看，我国水产品加工率仅为 34%，其中海水产品加工率和淡水产品加工率分别为 50.2%和 17.1%，远低于水产发达国家水产品加工率和农产品加工转化率（60%-90%）。2015 年，我国冷冻水产品占全部水产品加工量的 65.8%，如果再考虑其他的初加工方式，我国水产品精深加工的比例更低。从对虾产业链毛利来看，深加工的毛利率几乎是初加工的两倍，大大增加产品附加值。

图表 7 对虾产业链各环节毛利率对比



资料来源：公司公告 太平洋证券

（二）地方政策

国内小龙虾产业发展迅猛，销售火爆，产品价格持续上涨，呈现产销两旺、快速发展之势。而“稻虾共作”的养殖模式是具有稳粮增效、种养结合、循环发展的绿色养殖方式，因此为规范行业发展，引导绿色养殖发展模式，各地在政策、资金等多方面进行扶持。

图表 8 湖北、湖南、安徽小龙虾支持政策

湖北	2017 年《湖北省小龙虾十三五发展规划》 2017 年《关于推进小龙虾产业健康发展的通知》
湖南	2015 年《关于大力发展稻田综合种养加快贫困农民脱贫致富的指导意见》
安徽	将稻虾综合种养纳入粮食、渔业绿色攻关模式等重点支持范围

资料来源：三地小龙虾发展报告 太平洋证券

图表 9 湖北、湖南、安徽小龙虾资金扶持措施

湖北	30 多个县（市、区）发文明确稻田综合种养支持政策，每个县都拿出真金白银推进适宜区域发展稻田综合种养。
湖南	通过项目支持，用于稻渔综合种养资金超过 3.5 亿元。 养殖大县南县县财政每年安排 1000 万元以上资金，支持小龙虾种苗繁育、稻虾品牌培育推广、养殖保险、产业招商配套等公益性项目；每年安排 200 万元，用于技术培训与现场指导；对一定规模的经营主体，进行资金补贴。近 3 年来，南县累计投入各类扶持资金 1.2 亿元。
安徽	设立渔业三进工程，将小龙虾养殖列为省财政扶持专项，将财政补贴调整资金切块用于稻虾综合种养。 合肥市对每个稻虾综合种养百亩示范点扶持 5 万元；芜湖市对新建连片 200 亩以上的基地补助设施改造费用 300 元。铜陵市对稻田综合种养 4000 亩，每亩补助 500 元。霍邱县对验收通过的百亩示范点奖补 5 万元，千亩示范片奖补 20 万元，万亩示范区奖补 30 万元。凤台县对全县稻虾综合种养政策性渔业保险全覆盖，每亩保额 3000 元、保费 180 元，其中县财政补贴 75%，养殖企业负担 25%。

资料来源：三地小龙虾发展报告 太平洋证券

图表 10 湖北、湖南、安徽小龙虾产业金融支持

湖北	潜江市金融机构为小龙虾量身打造了“欣农贷”产品，为小龙虾散养户提供贷款，通山县将小龙虾养殖纳入农业保险范畴，县财政安排专项作为保险补助经费。
湖南	鼓励支持种养户购买“稻虾种养保险”，对新发展的种养基地统一投保，保费由政府承担 50%
安徽	凤台县对全县稻虾综合种养政策性渔业保险全覆盖，每亩保额 3000 元、保费 180 元，其中县财政补贴 75%，养殖企业负担 25%。

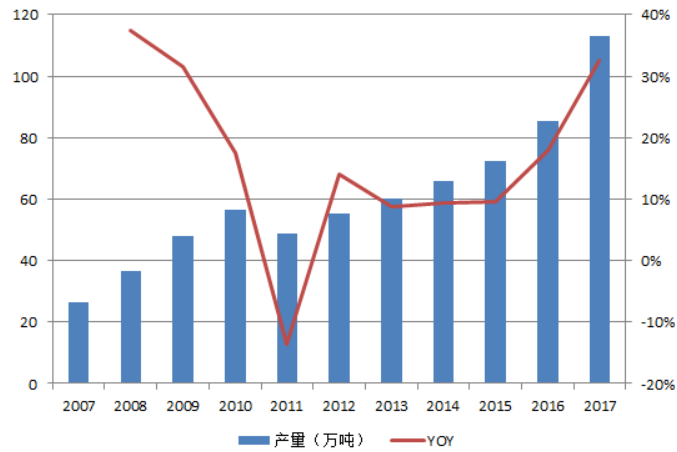
资料来源：中国小龙虾发展报告 太平洋证券

三、行业发展情况

（一）发展规模

我国小龙虾养殖面积和产量持续快速增长。2007 年至 2017 年，全国小龙虾养殖产量由 26.55 万吨增加到 112.97 万吨，CAGR15.58%。养殖总面积达 1200 万亩，较 2016 年增加 300 万亩。

图表 11 2007~2017 中国小龙虾产量及 YOY



资料来源：中国小龙虾发展报告 2018 太平洋证券

2017 年全国小龙虾全社会经济总产值约 2685 亿元，同比增长 83.15%。其中，养殖业产值约 485 亿元，以加工业为主的第二产业产值约 200 亿元，以餐饮为主的第三产业产值约 2000 亿元，分别占总产值的 18.06%、7.45%、74.49%。

三大产业发展不均衡，加工制造业发展潜力大。2017 年小龙虾加工业 200 亿初具规模，已是时机进入；三产之间发展不均衡，二产占比仅 7.45%，发展潜力很大。小龙虾加工业过起步阶段，未来将在行业中占比更大，具有加工经验、质量和品牌过硬的企业进入将快速提高市占率。

图表 12 2017 年全国及部分省份小龙虾全社会经济总产值情况 (亿元)

	一产产值	二产产值	三产产值	总产值
2017 年	485.00	200.00	2000.00	2685.00
占比	18.06%	7.45%	74.49%	

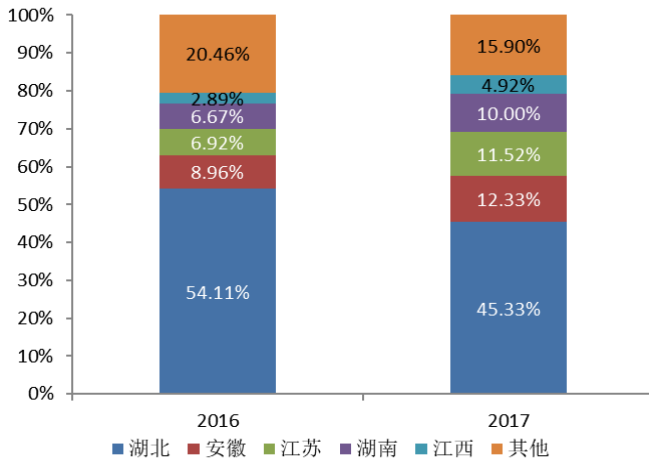
资料来源：中国小龙虾发展报告 2018 太平洋证券

(二) 分布

五省的养殖面积和产量具有绝对优势，其中湖北在养殖面积和产量上更是占据中国小龙虾的半壁江山。小龙虾养殖具有地域性，湖北、安徽、江苏、湖南和江西的养殖面积和产量占比很大，而其余省份即使增加养殖面积，但由于气候和技术条件等的限制，养殖效果和养殖产量仍然无法达到在上述五省的效果。

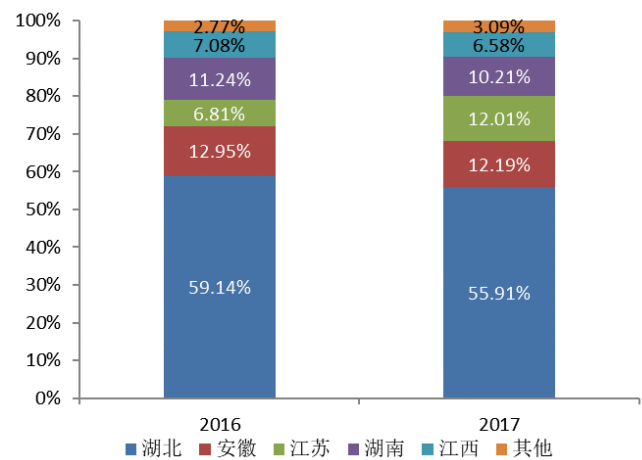
具体到县市分布，养殖产量前 5 名的县市产量占比 31.82%，前 30 名产量占比 65.05%。湖北三地占湖北总量的 42%，南县产量占比湖南总量的 43%，盱眙产量占江苏的 30%，产量的分布更具集聚性。

图表 13 小龙虾养殖面积在各省分布



资料来源：中国小龙虾发展报告，太平洋证券整理

图表 14 小龙虾养殖产量在各省分布



资料来源：中国小龙虾发展报告，太平洋证券整理

图表 15 小龙虾养殖产量前 5 名的县（市、区）情况

排序	县（市、区）	2017 年产量（吨）	在全国占比
1	湖北省监利县	110097	9.75%
2	湖北省洪湖市	85306	7.55%
3	湖北省潜江市	70413	6.23%
4	湖南省南县	58500	5.18%
5	江苏省盱眙县	35113	3.11%

资料来源：中国小龙虾发展报告 2018 太平洋证券

养殖、加工分布集中，消费分散。看 2017 年产值分布，养殖主要分布在五个省份，养殖产值占比 96.71%；二产产值在五省的占比稍低于一产，说明仍然是围绕产地进行就近加工；而小龙虾的餐饮消费则遍布全国，产地消费产值只占全国总量的 57%。

图表 16 2017 年全国及部分省份小龙虾全社会经济总产值情况（亿元）

	一产产值	二产产值	三产产值	总产值
全国总计	485.00	200.00	2000.00	2685.00
湖北	252.30	116.40	481.20	849.90
安徽	48.00	12.00	130.00	190.00
湖南	45.00	10.00	125.00	180.00
江苏	73.90	14.30	361.80	450.00
江西	49.83	13.50	46.27	109.60
5 省份合计	469.03	166.20	1144.27	1779.50
五省占比（%）	96.71	83.10	57.21	66.28

资料来源：中国小龙虾发展报告 2018 太平洋证券

（三）发展前景

消费市场持续火爆，已形成消费新风尚。看 2016 和 2017 年同时期全国一二线城市小龙虾餐厅数量，北上广深开店量大幅增加，随着消费热度的不断蔓延，西南、西北、东北

等地区小龙虾的消费热度也将不断提升。除专营外，部分商家推出小龙虾主题单品，如必胜客、肯德基分别推出小龙虾披萨、小龙虾帕尼尼，同样反映出小龙虾消费市场的火爆。

图表 17 部分城市小龙虾餐厅数量变化情况（家）

地区	2016 年 7 月	2017 年 7 月	同比增加数
北京	1646	1844	+198
上海	2581	3907	+1326
广州	820	3268	+2448
深圳	766	1242	+476
南京	1373	1753	+380
杭州	750	1042	+292
成都	685	1461	+776
武汉	882	863	-19
郑州	465	552	+87

资料来源：中国小龙虾发展报告 太平洋证券

多产业协同，发展潜力大，增长势头有望保持。小龙虾这类带有地方特色的强势消费单品，随着产业链各环节完善和消费热情不断升温，已经成为产业扶贫、乡村旅游的重要抓手。安徽合肥龙虾节、盱眙国际龙虾节、潜江龙虾节等节庆活动不断推出，据不完全统计，2017 年参与小龙虾节庆活动人次超过 9000 万。农业与旅游业相互协同，政府支持发展，民众消费热潮不减，小龙虾的增长势头有望继续保持。

（四）存在问题

1. 种苗环节：种苗体系有待加强

小龙虾种业体系建设滞后于养殖需求，苗种繁殖主要依靠自繁自育，苗种质量不稳定、成活率较低、多病害等问题突出，影响了产品品质和养殖效益的提高。因此小龙虾的良种培育、规模化苗种研发亟待加强，从源头提高产品质量。

2. 养殖环节：养殖技术和设备待优化

当前小龙虾的养殖还较为粗放，养殖过程中标准化和规范化有待提高，饲料配比需再精细化。推行绿色养殖方式，养殖池塘标准化程度不高，排污处理设施相对落后，生态循环养殖不够完善。

3. 加工业小、散、弱

小龙虾供给具有明显季节性，但加工比例低，无法进行反季节销售。加工场规模小，无法进行深加工技术，初加工后附加值不高。加工品牌缺乏知名度，加工产品结构趋同，

市场认可度不高。而合作社和龙头企业等经营主体对行业的引领作用不够，企业各自散乱发展，未实现集聚效应和规模效应。

四、公司小龙虾产业发展基础

（一）实地考察，跑马圈地

消费正热，资本涌入。小龙虾的持续消费热度吸引上市公司在行业内跑马圈地以博取一席之地，从农业、食品饮料到房地产和机械类上市公司均有涉及。

图表 18 部分上市公司切入小龙虾行业

安井食品	2017 年在湖北潜江投资 6 亿，总建筑面积 8 万平方米，主要建设生产速冻火锅料、速冻面点、调味小龙虾和淡水鱼浆等产品生产车间和全自动立体冷库。
天味食品	2017 年开始进入小龙虾调料领域
大冷股份	2017 年公司子公司冰山菱设速冻事业进入小龙虾加工行业
美好置业	2018 年 7 月，与洪湖市投资建设“双水双绿”（绿色水稻、绿色水产）生态农业产业园项目

资料来源：wind 太平洋证券

深入产地实地考察，跑马圈地正当时。当前公司投资方向主要是小龙虾加工业，小龙虾养殖环节可能有涉及，但可能是以合作的方式进行委托养殖以保证货源安全。

1) 公司在 2017 年初探小龙虾行业，2017 年 12 月，公司与湖北省洪湖市签订《招商引资框架协议》，计划分期投入 5 亿元用于公司小龙虾业务发展。

2) 2018 年 5 月 30 日公司在互动平台称，未来在小龙虾养殖环节不排除参与湖北省高标准农田改造项目(虾稻共养)，以把控上游资源。

3) 2018 年 8~9 月，公司在安徽铜陵进行工厂化小龙虾项目投资考察，投资重点为小龙虾加工。

4) 2018 年 10 月 23 日，公司与益阳市于 2018 年 10 月 23 日签订了《招商引资协议书》，公司和当地水产加工企业合资成立国联（益阳）食品有限公司，合资公司确保在 2019 年 3 月 30 日前完成投产，投产后一期产值达到 5 亿以上，第二期产值达到 10 亿以上。益阳南县，占湖南省养殖产量 43%，排名全国小龙虾养殖量的第 4 名，在益阳市直接成立合资公司进行小龙虾产业布局，保障公司对原料的把控，充分利用公司在水产品加工的优势。

（二）提前试水，餐饮布局

公司在小龙虾业务开始于与餐饮业合作。2017 年与国内某大型西式快餐集团合作，如 7 月公司合作开发小龙虾披萨；2018 年初，公司合作推出小龙虾汉堡。公司已具备一定的

业务渠道基础并形成了一定规模的销售收入。公司通过在下游大型餐饮集团提前布局，在小龙虾供应市场中取得一席之地，为后续参与养殖和加工事业提前铺垫了销售渠道。

图表 19 公司合作推出的小龙虾披萨



资料来源：互联网，太平洋证券整理

图表 20 公司合作推出的小龙虾汉堡



资料来源：互联网，太平洋证券整理

(三) 品牌加持，渠道拓展

近两年，公司大力拓展电商业务，与京东、易果生鲜、盒马生鲜等互联网生鲜平台合作。2017 年公司开发小龙虾等新产品，2017 年 6 月电商平台正式上线销售小龙虾产品（甜辣小龙虾、油焖小龙虾），2017 年全年冷冻调理小龙虾肉销售 4117 万元，冷冻小龙虾肉销售 1748 万元。公司的调理小龙虾销售在互联网平台取得巨大成功，依托公司销售平台和质量保证，一举成为生鲜爆品。

图表 21 公司小龙虾产品



资料来源：互联网 太平洋证券

五、小龙虾业务发展规划

（一）聚焦产地

小龙虾的养殖区域性较强，主要分布在长江中下游五省。洪湖、潜江、监利等小龙虾重镇，拥有最大的养殖面积、最大的产量和最好的养殖技术。且华中地区地理位置优越，便于产品向全国运输。

公司 2017 年以来实地考察安徽、湖北等地的产业发展情况，意在布局长江中下游的小龙虾原产地，就近进行原料采购。在当地进行委托养殖或合约采购，使公司能最快获得合格货源，保障原料符合公司标准。

（二）切入加工环节

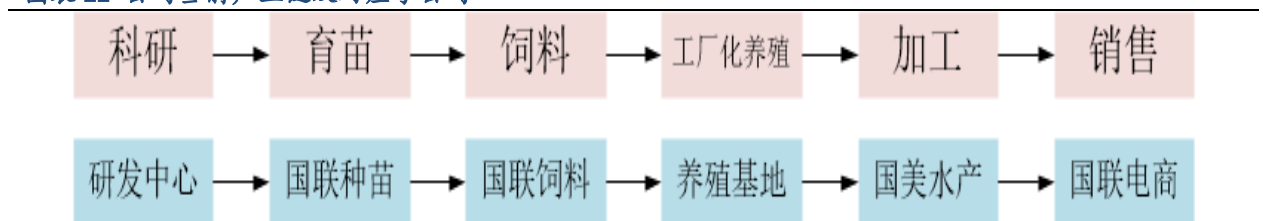
公司水产品加工业深耕多年，产业基础好。公司发展水产品加工业多年，现已逐步从水产品初加工向深加工发展，从微冻保鲜品到裹粉预制品，公司五大产品系列基本覆盖所有日常消费种类需求。

当前小龙虾加工和流通转型迫切，适合家庭消费的小龙虾产品有待开发，且小龙虾的加工资源综合利用率低，加工方式单一，产品附加值需继续开发。因此，公司可利用已有水产品加工经验，建立小龙虾产品加工基地，发挥公司水产加工技术，控制产品品控，带动小龙虾加工业的规范发展，增加产品附加值。

（三）全产业链协同

公司是唯一打通育苗-养殖-饲料-加工-销售对虾全产业链 A 股上市公司，在小龙虾品类上，公司可以利用已有的科研实力和业务布局，进行上下游延伸，形成集养殖、饲料、加工、流通全产业链，带动行业规范发展，促进一二三产融合发展。

图表 22 公司当前产业链及对应子公司



资料来源：公司官网 太平洋证券

（四）推广绿色养殖

小龙虾养殖主要有稻虾综合种养、池塘养殖、湖汊养殖等三类类型，其中稻虾综合种养养殖面积最大，是通过构建稻虾连作和共作系统进行养殖，约占总养殖面积的 70%。池塘养殖主要有小龙虾单养、蟹虾混养等模式，构建池塘生态养殖模式进行养殖。

稻虾共养作为绿色循环养殖模式，效益好，收益稳定，一旦虾价下跌，不会出现虾贱伤农情况，农民收入渠道多元化。此外，稻虾共养小龙虾发病率低，水稻病虫害少，农民的投资少，风险也低。因此，公司推广稻虾共养和蟹虾混养等绿色养殖模式，推动发展集约化。

（五）掌控原料-精细加工-精品销售

公司未来在上游养殖环节不排除参与湖北省高标准农田改造项目以把控上游资源，保证原料质量；中游加工业利用公司多年水产品加工经验和研发水平，进行标准化和精细化加工，充分挖掘产品附加值；通过公司现有的线上线下销售渠道，以健康、美味、全程可控主打精品路线，开拓新的用户群体。

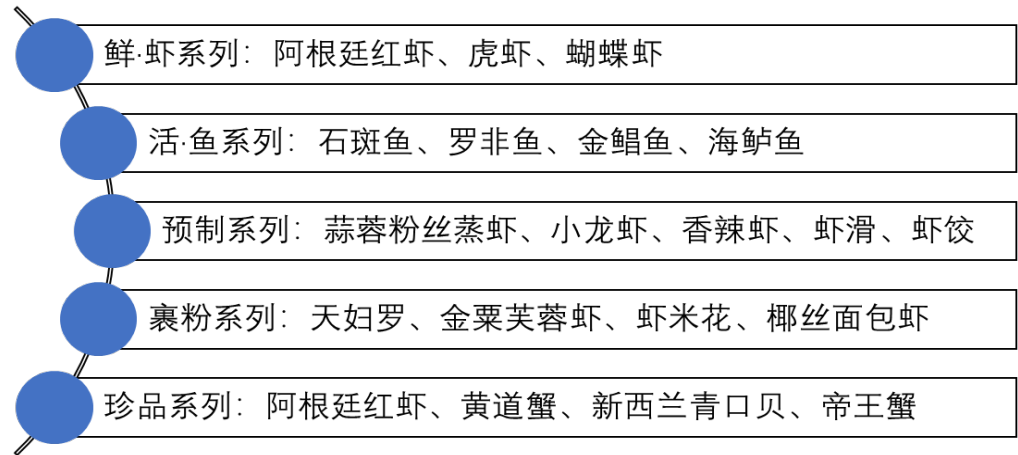
六、发展意义

（一）丰富产品线

为拓宽公司营收来源，优化产品结构，构建丰富的终端高品质产品，树立行业产品壁垒，进一步拓宽产品毛利空间，公司在南美白对虾外不断开发新品。现在公司 5 大产品系列从微冻初加工产品到裹粉预制深加工产品均有涉及，水产品种类繁多。

厄瓜多尔白虾 2017 年国内销售超 8500 万元，阿根廷红虾国内销售超 5500 万元。2017 年公司新品开发数量 31 个，营业额达到 1000 万级新品 3 个，分别是冷冻调理小龙虾肉销售 4117 万元，香草凤尾虾销售 2927 万元，冷冻小龙虾肉销售 1748 万元。随着小龙虾消费热潮的持续升温，小龙虾将为公司营收占比更大。

图表 23 公司当前产品系列

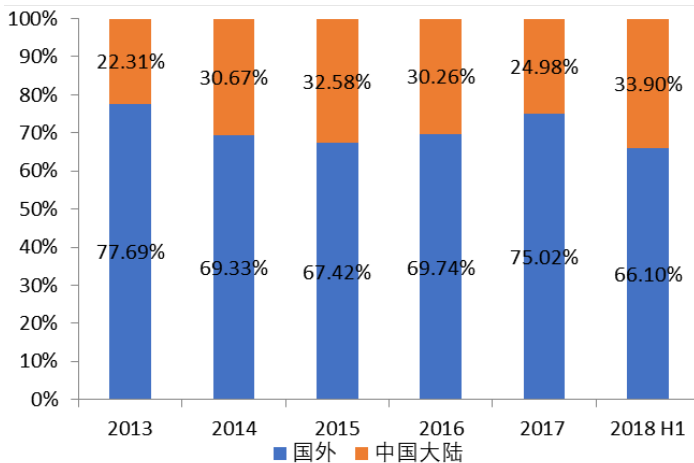


资料来源：公司官网 太平洋证券

(二) 壮大国内业务

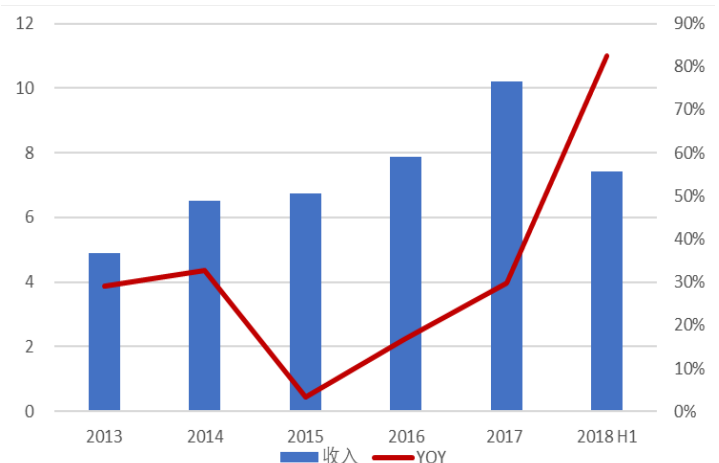
公司国内外业务营收占比差距较大。2013~2018H1 国外营收占比在 60%~70%左右，国内占比在 20%~30%。由于近两年公司努力开拓营销渠道，线上线下齐发力，国内营收增长速度直线上升。

图表 24 2013~2018H1 公司国内外业务营收分布



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 25 公司国内营收（亿）及 YOY



资料来源：wind，太平洋证券整理

随着居民可支配收入提高，水产品消费量逐步升高。因此，抓住小龙虾这一全民消费爆款，以此为切入点可增长公司国内业绩，提高国内市占率。

七、盈利预测

给予“买入”评级。基于公司深耕水产行业多年，已打通对虾全产业链，强势进入高景气度的小龙虾行业，未来增长潜力可期，预计公司 2018/2019/2020 年归母净利分别为 2.63 亿/3.16 亿/3.77 亿，EPS 分别为 0.34/0.40/0.48，给予 2018 年 20 倍 PE，6 个月目标价 6.80 元，10 月 26 日股价 5.63 元为基准，上涨空间 20.78%。

八、风险提示

- 1.自然灾害风险。台风等自然灾害可能造成巨大水产养殖损失，因此造成的水产养殖损失可能对公司多个业务产生影响。
- 2.食品安全风险。若爆发水产品质量安全事件，将对公司水产品销售有重大影响。
- 3.业务经营季节性导致经营业绩波动的风险。虾产品养殖的季节性导致公司总体业务经营呈现一定季节性特点。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。