

# 国联水产 (300094.SZ)

## 全产业链布局优势明显，水产消费品龙头持续扩张

**水产全产业链布局，对虾龙头加速全球化进程。**国联水产是国内仅有的两家获得对虾、罗非鱼双 BAP 四星认证的企业之一，是中国规模最大的对虾加工销售企业。公司 2019Q3 实现营收 37.69 亿元，同比增幅 8.62%；同期实现归母净利润 0.18 亿元，同比减少 91.97%。公司归母净利润减幅较大，主要是由于拓展国内市场、开发小龙虾单品、贸易战影响等导致三费及研发费用合计达 3.89 亿元，同比增加 45.62%，给公司业绩带来压力；此外考虑 2018 年同期转让参股公司 30% 股权，实现投资收益 8,774 万元，垫高 2018 年同期业绩表现。这是 2019 年业绩较差的主因。我们认为公司深耕国内渠道、行业因疫情迎来发展机遇，公司业绩回归有望，加速发展腾飞在即。

**行业契机：消费增量可期，行业整合正当时。**由于非洲猪瘟，生猪行业大幅去化，考虑行业生产周期长、三元留种、疫病未去，复产任重道远；替代消费、比价效应有望推动水产消费快速增长。其次，中美贸易摩擦或有缓和迹象，输美水产加征关税或将取消。城乡水产消费差距较大，水产迎合健康饮食需求，平台、技术发展利好市场纵深；水产需求提升，驱动水产消费升级。最后，水产深加工品牌尚未形成龙头效应，同时水产加工业多偏向于初加工，利润水平较低，未来行业欲转向精深加工。国联水产作为行业龙头，资金来源充足、掌握核心技术，行业契机为公司提供成长机遇。

**核心竞争力：上下游渠道拓展，中游研发提速。**1)上游：公司收购印度对虾公司，进一步巩固供应链全球化。2)中游：公司产品类别全面，产品矩阵丰富；2019 年上半年公司成功开拓 17 个新产品研制，研发提速，向精深加工升级。此外公司布局单品小龙虾，预测市场价格回升有力；公司快速切入主产区，未来有望量价齐升。3)下游：我们看好公司疫情过后的销售渠道发展公司重点开发餐饮、工业化消费等 B 端客户，同时兼顾商超等 C 端客户群；目前，公司拥有沃尔玛、家乐福、百佳等大型商超类客户，同时拥有良之隆、外婆家、海底捞、Carnival、Applebees 等大型餐饮类优质客户，叠加公司在京东生鲜、盒马鲜生、每日优鲜等电商及新零售等的布局，公司运营能力强劲。公司凭借 SSC 在美国享有 8% 的市占率，但考虑到中美贸易战带来的不利影响，公司努力拓展非美市场，目前调整结果较为理想。

**他山之石：对标日本水产株式会社。**对标百余年历史，国联水产尚有布局空间；对标产业成长阶段，公司规划符合逻辑。看好国联水产未来发展。

**投资建议：**我们看好水产品消费的提升和公司商品在国内线上和商超渠道的快速发展我们给予公司 2019 年、2020 年、2021 年营业收入 18.7%、20%、30% 增长，毛利率维持 14%。预计公司 2019 年、2020 年、2021 年营业收入 55.91 亿元、67.09 亿元、87.21 亿元，归母净利润-0.81 亿元、1.43 亿元、3.13 亿元，EPS 为-0.09 元、0.16 元、0.34 元；给予“买入”评级。

**风险提示：**自然灾害风险；食品安全风险；中美贸易摩擦。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,096	4,738	5,591	6,709	8,721
增长率 yoy (%)	56.2	15.7	18.7	20.0	30.0
归母净利润 (百万元)	144	231	-81	143	313
增长率 yoy (%)	53.4	60.5	-134.8	277.2	118.9
EPS 最新摊薄 (元、股)	0.16	0.25	-0.09	0.16	0.34
净资产收益率 (%)	7.4	10.5	-3.6	6.1	11.9
P/E (倍)	27.2	16.9	-48.57	27.41	12.52
P/B (倍)	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	渔业
前次评级	
最新收盘价	4.01
总市值(百万元)	3,649.58
总股本(百万股)	910.12
其中自由流通股(%)	96.13
30 日日均成交量(百万股)	9.28

#### 股价走势



#### 作者

分析师 孟维肖

执业证书编号：S0680519060004

邮箱：mengweixiao@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,192	3,955	4,511	4,530	5,640	<b>营业收入</b>	4,096	4,738	5,591	6,709	8,721
现金	209	289	317	590	820	营业成本	3,536	4,084	4,923	5,769	7,500
应收账款	746	815	841	928	1,133	营业税金及附加	8	10	10	13	17
其他应收款	90	0	96	7	113	营业费用	157	191	324	295	349
预付账款	48	79	85	103	147	管理费用	96	113	235	262	262
存货	2,035	2,457	2,950	2,625	3,149	财务费用	107	94	106	119	131
其他流动资产	63	316	222	277	278	资产减值损失	36	76	78	93	115
<b>非流动资产</b>	740	966	1,042	1,148	1,363	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	132	0	-0	-0	-0	投资净收益	-0	88	-0	-0	-0
固定投资	375	433	563	690	887	<b>营业利润</b>	162	261	-85	156	348
无形资产	40	55	57	60	63	营业外收入	2	2	8	7	5
其他非流动资产	194	478	423	399	412	营业外支出	1	2	4	2	2
<b>资产总计</b>	3,932	4,921	5,553	5,678	7,003	<b>利润总额</b>	163	261	-81	160	351
<b>流动负债</b>	1,522	2,185	2,909	2,959	3,991	所得税	19	30	0	18	39
短期借款	972	1,288	2,225	1,969	2,928	<b>净利润</b>	144	231	-81	143	312
应付账款	222	544	263	707	514	少数股东收益	0	-0	0	-0	-0
其他流动负债	328	353	421	283	550	<b>归属母公司净利润</b>	144	231	-81	143	313
<b>非流动负债</b>	461	546	432	391	391	EBITDA	291	414	92	365	592
长期借款	436	436	375	325	313	EPS (元、股)	0.16	0.25	-0.09	0.16	0.34
其他非流动负债	25	110	56	66	79						
<b>负债合计</b>	1,983	2,731	3,341	3,350	4,383						
少数股东权益	0	-0	-0	-1	-1	<b>主要财务比率</b>					
股本	784	784	910	910	910	<b>会计年度</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	600	613	613	613	613	<b>成长能力</b>					
留存收益	589	805	748	870	1,132	营业收入 (%)	56.2	15.7	18.0	20.0	30.0
归属母公司股东收益	1,949	2,191	2,212	2,329	2,621	营业利润 (%)	72.2	61.3	-132.8	282.7	123.2
<b>负债和股东权益</b>	3,932	4,921	5,553	5,678	7,003	归属母公司净利润 (%)	53.4	60.5	-134.8	277.2	118.9
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率 (%)	13.7	13.8	12.0	14.0	14.0
						净利率 (%)	3.5	4.9	-1.4	2.1	3.6
						ROE (%)	7.4	10.5	-3.6	6.1	11.9
						ROIC (%)	6.1	7.6	0.6	5.3	7.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率 (%)	50.4	55.5	60.2	59.0	62.6
						净负债比率 (%)	69.3	73.0	107.5	77.7	97.2
						流动比率	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
						速动比率	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.17	1.07	1.07	1.19	1.38
						应收账款周转率	5.4	6.1	6.8	7.6	8.5
						应付账款周转率	16.6	10.7	12.2	11.9	12.3
						<b>每股指标 (元、股)</b>					
						每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.25	-0.09	0.16	0.34
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.32	-0.07	-0.63	0.98	-0.31
						每股净资产 (最新摊薄)	2.14	2.41	2.43	2.56	2.88
						<b>估值指标 (倍)</b>					
						P、E	27.2	16.9	-48.6	27.4	12.5
						P、B	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5
						EV、EBITDA	18.1	13.6	69.0	15.8	11.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1 水产全产业链布局，对虾龙头加速全球化进程 .....	6
1.1 深耕主业，对虾龙头成长之路.....	6
1.2 业绩承压，回归有望 .....	7
1.3 股权结构稳定，产业链布局完善 .....	9
2 行业契机：消费增量可期，行业整合正当时 .....	10
2.1 替代消费、比价效应，搭乘猪周期顺风车.....	10
2.1.1 猪肉短期放量有限，替代效应带来消费增量 .....	10
2.1.2 猪高价有望，比价效应刺激消费 .....	13
2.2 中美贸易摩擦欲缓和，水产征税有望取消.....	15
2.3 需求总量提速，消费结构持续调整 .....	16
2.4 行业转型正当时，龙头企业迎良机 .....	19
3.核心竞争力：上下游渠道拓展，中游研发带来拐点.....	20
3.1 上游：买全球，资源优化配置.....	20
3.2 中游：产品研发提速，小龙虾量价齐升.....	21
3.2.1 产品矩阵丰富，向精深加工升级 .....	21
3.2.2 大单品小龙虾：三千亿蓝海，静待市场回暖 .....	22
3.3 下游：多方巨头助力，国内海外齐发力 .....	26
4.他山之石：对标日本水产株式会社 .....	29
4.1 对标百余年历史，国联水产尚有布局空间.....	29
4.2 对标产业成长阶段，公司规划符合逻辑.....	33
5.盈利预测 .....	33
6.风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1: 国联水产产业链布局情况.....	6
图表 2: 国联水产历史沿革.....	7
图表 3: 国联水产营业收入情况.....	7
图表 4: 国联水产归母净利润情况.....	7
图表 5: 国联水产营业收入分项情况（亿元） .....	8
图表 6: 2019H1 各版块营收占比情况 .....	8
图表 7: 2018 年水产品板块营业收入构成情况.....	8
图表 8: 国内外营收及增速情况.....	9
图表 9: 2019H1 国内外收入占比情况.....	9
图表 10: 国联水产股权结构及重要参控股子公司（截至 2019Q3） .....	9
图表 11: 非公开发行股份.....	10
图表 12: 生猪存栏及变化率（万头；%） .....	10
图表 13: 能繁母猪存栏及变化率（万头；%） .....	10
图表 14: 三元猪杂交过程.....	11
图表 15: 纯种及三元扩繁周期对比.....	11
图表 16: 二元 VS 三元母猪单只繁育成本 .....	11
图表 17: 2019 下半年非洲猪瘟爆发事件梳理.....	12
图表 18: 主要禽、畜产品产量.....	12
图表 19: 我国猪肉进口情况 .....	12
图表 20: 生猪出栏量（万头） .....	13

图表 21: 猪肉产量(万吨)	13
图表 22: 水产人均消费量(千克)	13
图表 23: 2018 人均食品消费量占比情况	13
图表 24: 各地区生猪(外三元)价格(元、公斤)	14
图表 25: 全国猪肉、仔猪均价	14
图表 26: 猪肉与水产品价格对比情况	15
图表 27: 美国进口中国鱼、甲等动物及其制品金额(亿美元)	15
图表 28: 我国人均水产品消费量情况	16
图表 29: 我国城镇化率	16
图表 30: 2018 城镇居民人均水产品消费量(千克)	17
图表 31: 2018 年城镇居民人均水产品消费量增幅前 10 省份	17
图表 32: 日本海面渔业中主要渔业的捕捞量及价格(单位: 千吨, ¥, kg)	18
图表 33: 四大家鱼产量情况(万吨)	18
图表 34: 草鱼、鲢鱼零售均价(元、500 克)	18
图表 35: 鲟鱼、虾、河鲀、青蟹产量情况(万吨)	19
图表 36: 我国南美白对虾产销情况	19
图表 37: 全国水产品加工量(万吨)	19
图表 38: 全国水产加工企业产能(万吨、年)及数量(个)	19
图表 39: 我国水产价格占比情况(%)	20
图表 40: 中国水产品加工行业销售收入统计(亿元)	20
图表 41: 水产品加工业利润总额及盈利能力	20
图表 42: 国联水产产品情况	21
图表 44: 小龙虾一、二、三产业产值占比情况	22
图表 45: 2018 年小龙虾品牌荣誉	23
图表 46: 知名小龙虾节庆	23
图表 47: 2009-2018 年全国小龙虾养殖产量及增速情况	24
图表 48: 小龙虾养殖产量各省分布情况	24
图表 49: 小龙虾各养殖方式的养殖面积占比	24
图表 50: 青壳(2-4 钱)小龙虾全国均价情况(2019.01-2020.01)	25
图表 51: 红两壳小龙虾全国均价情况(2019.01-2020.01)	25
图表 52: 国联水产小龙虾产品宣传图	25
图表 53: 国联水产下游主要客户	26
图表 54: 国内外营收及增速情况	27
图表 55: 2019H1 国内外收入占比情况	27
图表 56: 国内、国外毛利率水平(%)	28
图表 57: 永辉超市门店数量合计(家)	28
图表 58: 永辉超市归母净利润及增速(亿元; %)	28
图表 59: 山东、陕西水产品人均消费量(千克)及增速(%)	29
图表 60: 各财年营业收入及增速	29
图表 61: 2018 年营业利润构成	29
图表 62: 日本水产全球购销网络	30
图表 63: 国联水产全球购销网络(红色为主要输出国)	30
图表 64: 日本水产历史沿革	31
图表 65: 日本水产与国联水产上游布局情况对比	32
图表 66: 日本水产与国联水产中游布局情况对比	32

---

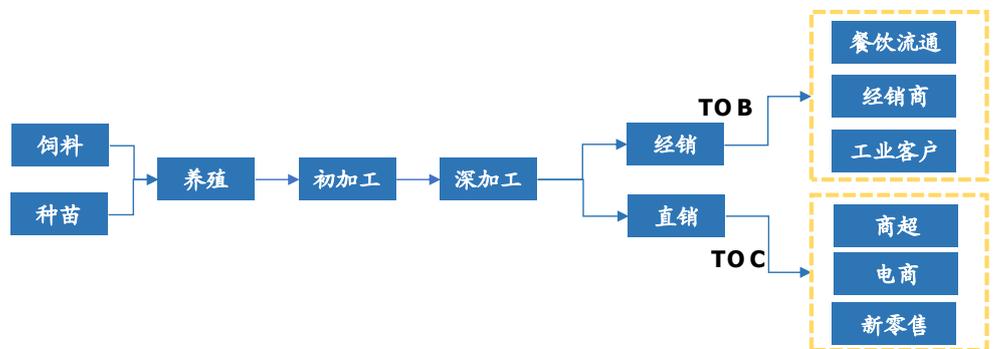
图表 67: 日本水产与国联试产下游布局情况对比.....	32
图表 68: 国联水产 VS 日本水产盈利水平.....	33
图表 69: 水产品板块营收及毛利率预测 (亿元).....	34
图表 70: 可比公司估值.....	34

## 1 水产全产业链布局，对虾龙头加速全球化进程

### 1.1 深耕主业，对虾龙头成长之路

国联水产创建于2001年，以“为人类提供健康海洋食品”为使命深耕水产产业，逐渐成长为以对虾产品为核心、水产全产业链布局的综合水产品提供商。公司是国内仅有的两家获得对虾、罗非鱼双BAP四星认证的企业之一，同时是中国最大的水产上市企业，也是中国规模最大的对虾加工销售企业。公司目前业务线涵盖种苗、饲料、工业化养殖、水产加工、水产销售及水产科研；其中水产品加工与销售是公司的核心业务，公司产品远销海外，全球化布局已现。公司位于美国的全资子公司SSC公司在2018年美国主要对虾进口商排名中位列第5位，占全美销售8%。

图表1：国联水产产业链布局情况

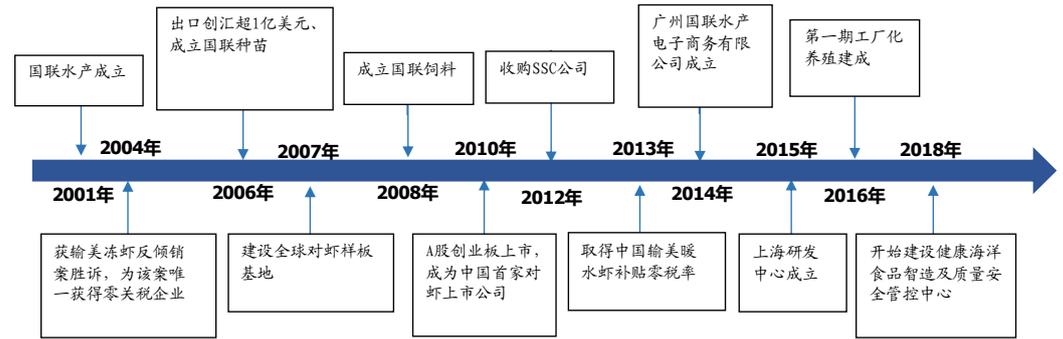


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

深耕水产主业，固本求拓。公司自2001年成立以来即聚焦于水产行业，在过去的19年时间内公司历经全产业链布局、规模化发展、转型升级三个阶段的发展。

- 全产业链布局期（2001年-2010年）：公司起初主营对虾出口。2004年“全球输美冻虾反倾销案”，国联水产成为唯一获得零关税的企业，确立了公司龙头地位。2006年-2010年公司开始在种苗、饲料等领域布局。
- 产业链结构完善期（2011年-2015年）：2010年公司首发上市，登录A股创业板。2011年国内通胀水平高位叠加2012年湛江的台风灾害，抬升公司成本；同时欧盟危机及美国对虾价格走跌，公司归母净利润大幅下跌；公司选择逆境成长。2012年公司以1500万美元收购美国水产贸易公司SSC，一方面以此作为平台深度挖掘美国消费市场，另一方面借助该平台实现全球采购，为此后成为全球海产资源整合者打下坚实基础。2014年公司成立电子商务子公司，助力下游产业链发展。2015年上海研发中心成立，为水产加工向精深方向转型提速。
- 转型拓展期（2016年至今）：上游端，2016年投产工业化养殖，巩固对虾龙头地位。中游端，2018年开工建设新工厂，欲在产品加工端的智能化、信息化予以完善，实现战略重心由初加工向多元化深加工转移。下游端，对内公司通分别于2017年、2018年与易果生鲜、永辉超市等的合作深入国内市场，对外公司积极拓展非美市场，努力成为“优质水产蛋白及餐饮食品解决方案”。

图表 2: 国联水产历史沿革

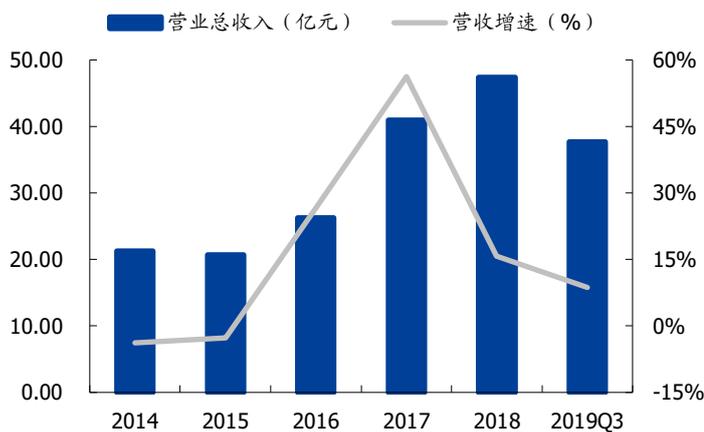


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 业绩承压, 回归有望

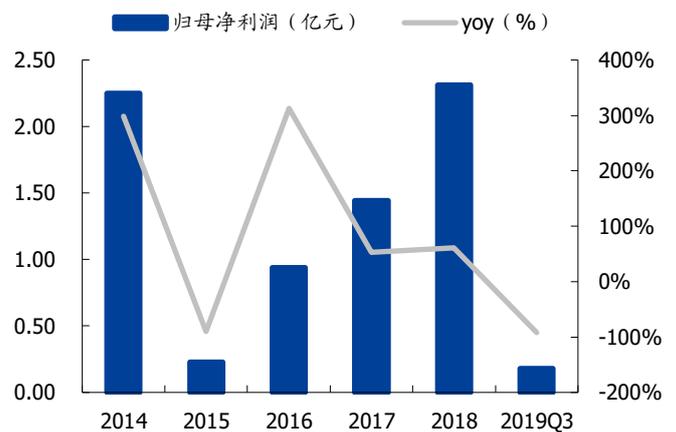
总体: 公司营收态势稳健, 拓展市场为业绩增压。2019年Q3实现营收37.69亿元, 同比增幅为8.62%; 同期实现归母净利润0.18亿元, 同比减少91.97%。公司归母净利润的减幅较大主要是基于以下三点原因: 1、2019年5月起, 中国输美水产品加征的关税由10%上调至25%, 美国市场为公司一大重要市场, 中美贸易摩擦下, 公司利润水平受限。2、拓展国内市场、开发小龙虾单品等导致三费及研发费用合计达3.89亿元, 同比增加45.62%, 给公司业绩带来较大压力。3、去年同期转让参股公司30%股权, 实现投资收益8,774万元, 垫高去年同期业绩表现。考虑公司核心竞争力、未来水产价格、行业市场增量, 我们认为未来公司业绩回归有望。

图表 3: 国联水产营业收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

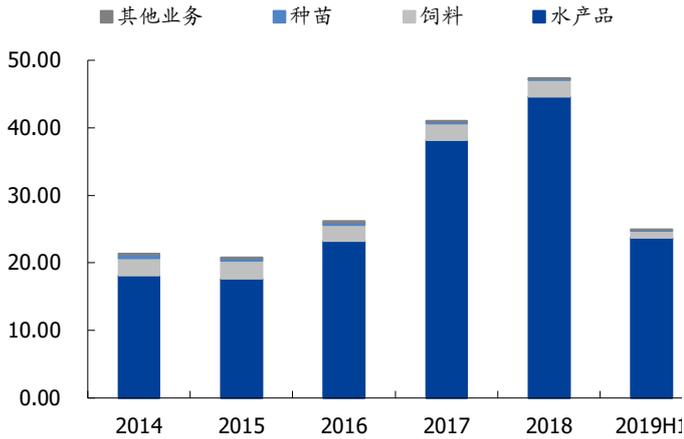
图表 4: 国联水产归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

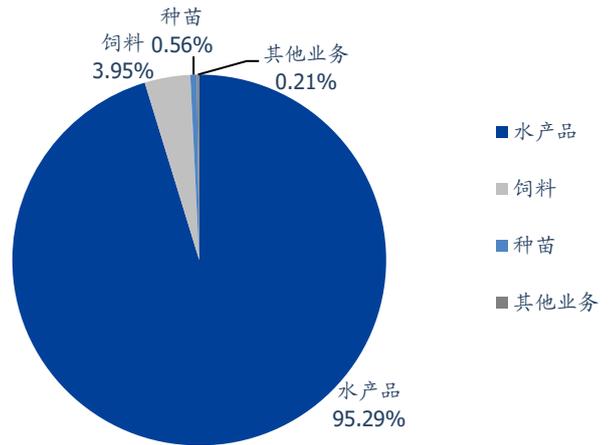
分项: 水产品加工销售为营收主体。长期以来水产品业务为公司营业现金流的主推动力, 同时饲料及种苗业务也为公司提供部分增量。2019年中, 公司水产品板块营业收入达23.75亿元, 占比为95.29%; 饲料收入9,836万元, 占比为3.95%; 种苗收入为1,393万元, 占比达0.56%。其中水产品收入来源主要为加工销售, 2018加工销售收入占水产品板块比值高达99.68%, 水产品养殖收入仅占0.32%。

图表 5: 国联水产营业收入分项情况 (亿元)



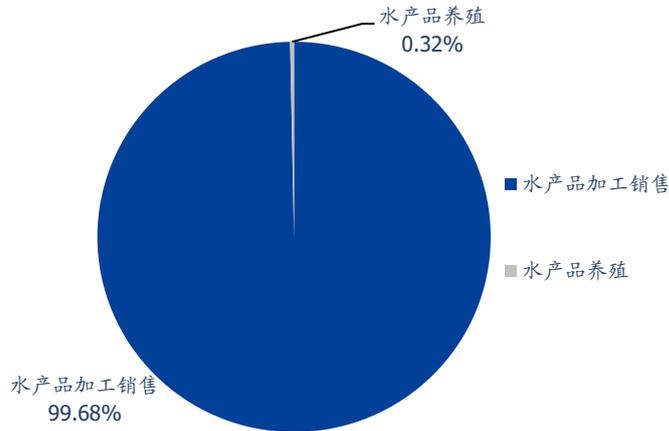
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2019H1 各版块营收占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

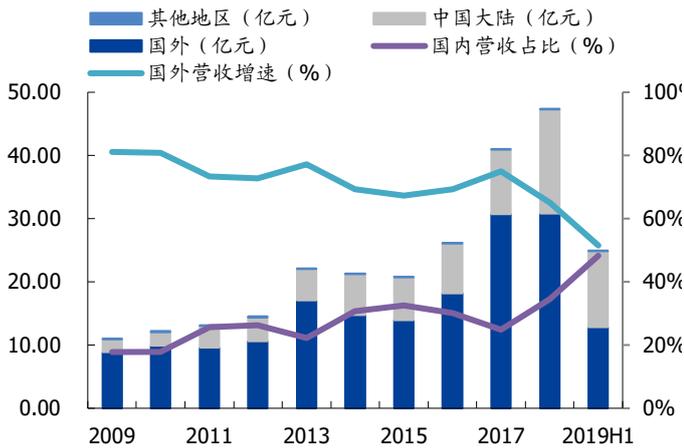
图表 7: 2018 年水产品板块营业收入构成情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

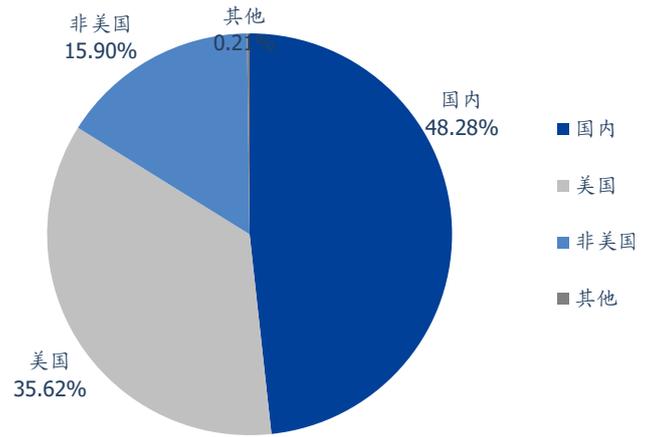
分区域: 海外收入占比较大。2007 年, 公司成为输美 5 种养殖水产品“自动扣检”首家解禁企业, 为开拓美国市场设立良好前提; 2010 年前, 公司凭借稳定可靠的产品质量, 率先通过 ISO9001、HACCP、BRC、BAP、EU 等国际体系认证, 成为当时国内两家通过 ACC 之 BAP 三星认证的企业之一, 为公司在美国市场扩张起到了至关重要的作用, 公司海外营收占比一度保持 70%左右的高位。但中美贸易战的持续进行, 美国市场利润受限; 2018 年 7 月输美的 373 项水产加征 10%关税, 本土输美水产品几乎无一幸免, 后在 2019 年的 5 月调整至 25%。为了解决这一困境, 公司一方面拓展海外非美市场, 另一方面发展国内市场。2019 上半年, 国外收入为 12.84 亿元, 同比减少 11.15%; 其中非美市场销售收入 3.96 亿元, 较去年同期增长 32.94%。中国大陆+其他地区收入为 12.03 亿元, 同比增长 62.46%。中国大陆+其他地区占比为 48.28%, 相比于 2018 年全年提高了 13.65 个 pct; 营收结构调整结果较为理想。

图表8: 国内外营收及增速情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2019H1 国内外收入占比情况

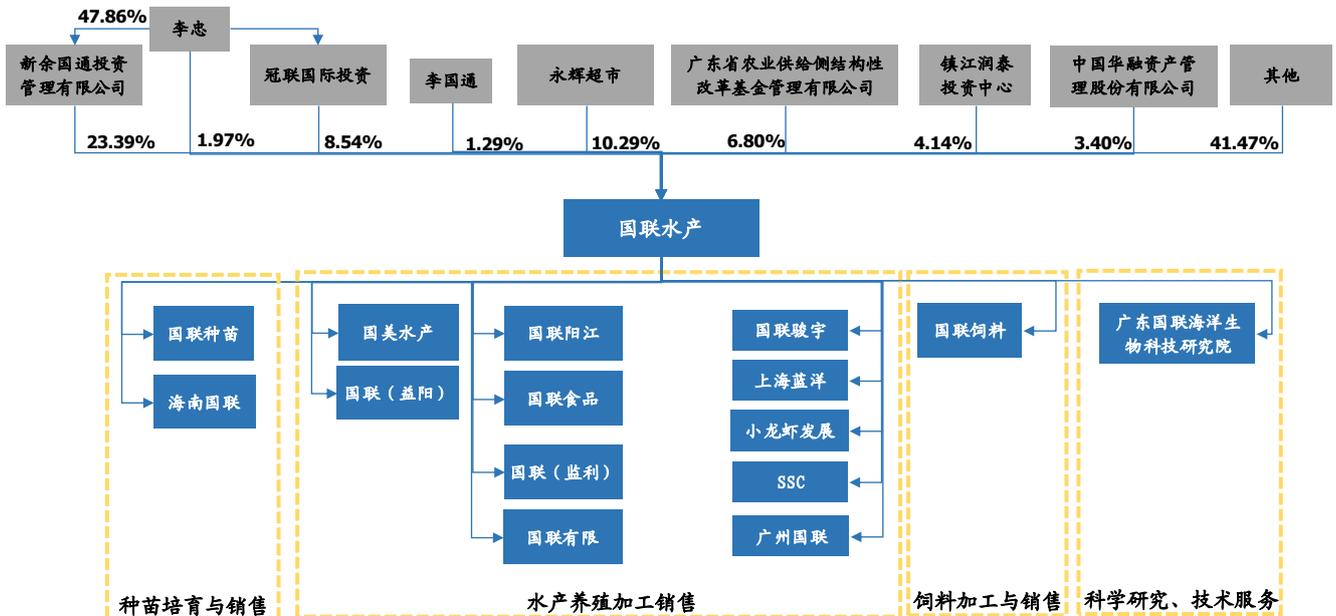


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 股权结构稳定, 产业链布局完善

公司股权结构稳定, 子公司全产业链布局完善。截至 2019 年三季报, 公司前十大股东合计持有 63.97% 的股份。公司实际控制人为董事长李忠, 其通过直接和间接方式 (持有新余国通投资管理有限公司 47.86% 股份、控股冠联国际投资有限公司) 合计控制公司 33.90% 的股份; 此外董事李国通在直接持有 1.29% 的公司股份外, 通过新余国通 (持股 26.07%)、冠联国际间接控制公司股权; 股权结构的稳定, 为公司稳健经营提供坚实基础。公司参控股公司, 主营业务覆盖水产种苗、饲料、养殖、加工、销售及研发, 主线布局清晰, 协同效应利好公司稳步发展。

图表10: 国联水产股权结构及重要参控股子公司 (截至 2019Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2017年9月, 公司开启上市后的首次定增, 定增发行价格为4.85元/股, 发行数量为1.26亿股, 募集资金总额为6.10亿元。此次定增对象为宋佳骏、李亚保、中国华融、广

东省农业供给，均为新股东；其中广东省农业供给综合国资背景、产业背景，为公司未来发展提供保障。此次募集资金将全部用于健康海洋食品智造及质量安全管控中心项目的建设。该项目主要用于水产食品加工及研发，以对虾食品为主，设计产能为年产量5万吨，项目建设期为24个月；目前公司对虾产能为9.2万吨，其中3万吨为原旧工厂产能，新工厂将为公司对虾产业带来2万吨的新增产能。项目建成后，一方面利于充分利用湛江当地水产资源、扩大生产产能；另一方面可提升公司在产品加工端的智能化、信息化建设，实现战略重心由初加工向多元化深加工转移，进一步巩固和提高公司在对虾产业市场的竞争力。公司公告2019年8月称目前智能工厂已经接近完工，整体搬迁正在完成，受新冠疫情影响已消散开始复工，为公司提供更多可能性。

图表 11: 非公开发行股份

发行对象	获配股数(万股)	获配金额(亿元)
广东省农业供给侧结构性改革基金合伙企业	6185.57	3.00
中国华融资产管理股份有限公司	3092.78	1.50
宋佳骏	2061.86	1.00
李亚保	1237.11	0.60
合计	12577.32	6.10

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2 行业契机: 消费增量可期, 行业整合正当时

### 2.1 替代消费、比价效应, 搭乘猪周期顺风车

#### 2.1.1 猪肉短期放量有限, 替代效应带来消费增量

行业大幅去化, 母猪存栏、猪饲料小有回升。2018年8月以来的非洲猪瘟导致我国生猪去化幅度较大, 截至2019年10月末, 我国生猪存栏量1.91亿头, 同比减少41.40%; 能繁母猪存栏量1924万头, 同比减少37.80%。农业部对全国400个县定点监测数据显示, 11月份生猪存栏环比增长2%, 为去年同期以来的首次回升, 能繁母猪存栏环比增长4%, 已连续2个月回升; 年出栏5000头以上规模猪场的生猪、能繁母猪存栏环比增幅分别为1.9%、6.1%, 生产恢复势头更加显著; 11月份猪饲料产量环比增长6.9%, 连续3个月环比增长, 反映生猪补栏情绪恢复。但是考虑行业大幅去化, 复产任重道远。

图表 12: 生猪存栏及变化率 (万头; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

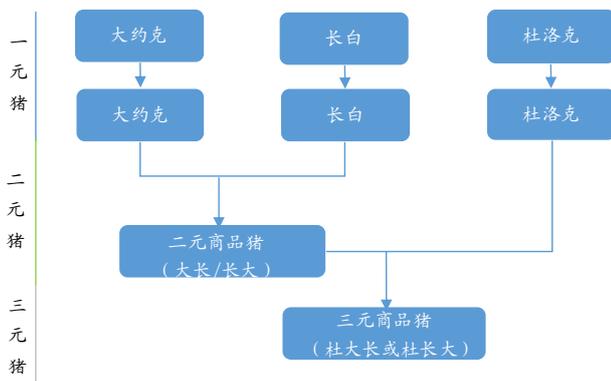
图表 13: 能繁母猪存栏及变化率 (万头; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

生产周期长，20年上半年出栏有限。杂合杜洛克、长白、大约克三品种猪基因的三元商品猪，因其瘦肉率高、生长速度快、饲料转化率高等优势，为商品猪的主要种类。传统三元猪的繁育一般需要22个月的生产周期，而三元留种仅需要10个月。鉴于三元留种的优势，该生产方式成为目前补栏的主推动力。虽然目前母猪存栏有回升趋势，但考虑到该种方式最快的出栏时长为10个月，短期增量有限。此外三元母猪配种率和产仔率较低，预计20年整体供需仍然偏紧。

图表 14: 三元猪杂交过程



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

图表 15: 纯种及三元扩繁周期对比



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

三元留种偏多，供给进一步收紧。部分养殖户为了保证明年的出栏量，选择三元商品猪回交的方式进行产能扩张，进一步收紧供给。三元回交与传统生产方式相比具有较大优势：1) 来源广；三元留种其来源为商品三元猪的余量，在当前种猪资源紧张、引种有风险的情况下，三元留种来源丰富。2) 时间短；从纯种猪杂交到二元猪杂交最后到三元猪出栏的杂交繁殖过程，预计需要22个月才能走完；而如果以三元母猪作为生产起点，则10个月即可完成全过程。3) 成本低；目前猪价仍维持在高位，同时仔猪价格水涨船高，外购仔猪养殖成本较高；且三元留种养殖时间短，可缩减饲料成本；因而三元留种拥有成本优势。基于以上优势，目前大多养殖户偏向三元留种。

图表 16: 二元 VS 三元母猪单只繁育成本

猪种	引种体重	引种价格	配种体重	培育成本	人工防疫
二元	50kg	3500 元	150kg	1050 元	150 元
三元	100kg	3000 元	150kg	375 元	150 元

资料来源: PSY 应用研究院, 公开资料, 国盛证券研究所

疫病未除，降低补栏成效及热情。目前非洲猪瘟疫苗距离商业化仍有较大距离，应对非洲猪瘟无有效免疫措施，疫病形势已转为持久战，在恢复生产中时有发生；农业部显示11月国内重庆、云南均发生1起非洲猪瘟疫情，分别涉及生猪25头、261头。疫情难控，导致了疫情生产补栏后死亡并非小概率事件，且规模场也无法控制。这一方面对补栏积极性的打击较重，使得高猪价下补栏积极性较低；另一方面，降低了补栏的成效，使得复产之路非常曲折。

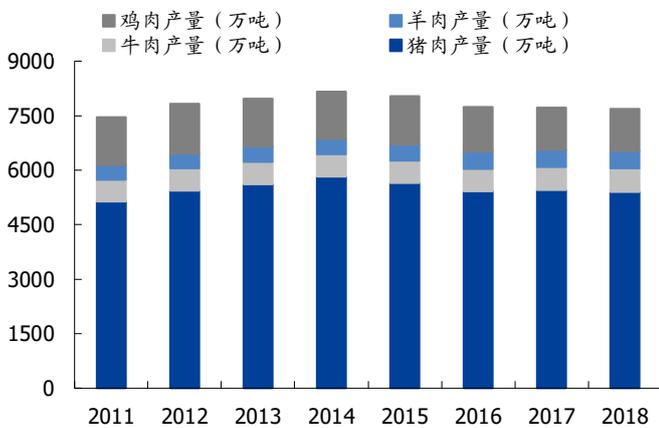
图表 17: 2019 下半年非洲猪瘟爆发事件梳理

日期	爆发地	详细内容
7月5日	广西玉林	一养殖场存栏生猪 147 头, 发病 9 头, 死亡 9 头
7月6日	广西贵港	一养猪场存栏生猪 744 头, 发病 42 头, 死亡 1 头 (排查)
7月11日	湖北黄冈	一养殖场存栏生猪 102 头, 发病 5 头, 死亡 5 头
7月17日	四川乐山	一养殖场存栏生猪 102 头, 发病 21 头, 死亡 21 头
7月26日	辽宁沈阳	一车外省运入生猪中排查出非洲猪瘟疫情, 共车载生猪 70 头, 死亡 20 头
7月27日	辽宁铁岭	两车外省运入生猪中排查出非洲猪瘟疫情, 2 车分别载有生猪 65 头、70 头, 各死亡 1 头
8月1日	湖北荆州	一养殖户存栏生猪 32 头, 发病 9 头, 死亡 3 头
8月8日	广西防城港	一车违规运输生猪中排查出非洲猪瘟疫情, 该车载有生猪 52 头, 发病 51 头, 死亡 1 头。
8月26日	云南昭通	一养殖场存栏生猪 120 头, 发病 55 头, 死亡 26 头。
9月10日	宁夏银川	一养殖户存栏生猪 226 头, 发病 13 头, 死亡 13 头。
9月23日	广西梧州	一屠宰厂从外省调入生猪共 120 头, 发病 2 头, 死亡 2 头。
10月13日	甘肃定西	一养殖合作社存栏生猪 287 头, 发病 265 头, 死亡 265 头
10月13日	广西玉林	两车外省违规运入生猪中排查出非洲猪瘟疫情。共载有生猪 48 头, 死亡 9 头。
10月25日	云南楚雄	一养殖户存栏生猪 15 头, 发病 3 头, 死亡 3 头
11月9日	重庆垫江	一车外省违规运入仔猪中排查出非洲猪瘟疫情。共载有仔猪 25 头, 隔离后死亡 1 头。
11月13日	云南腾冲	一养殖户存栏生猪 261 头, 发病 177 头, 死亡 97 头。

资料来源: 农业农村部, 国盛证券研究所

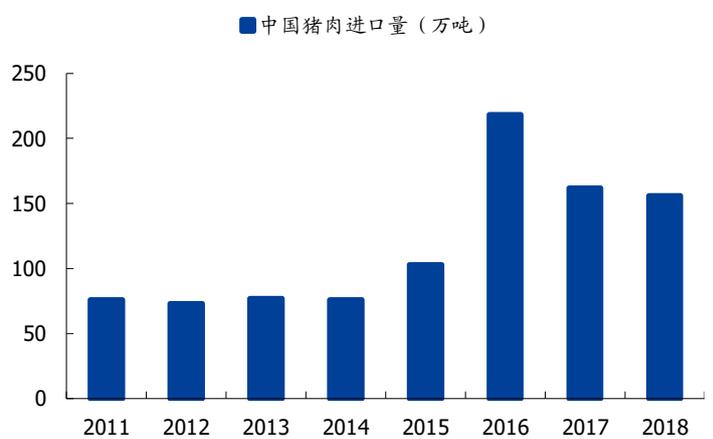
猪肉供需缺口较大, 短期内难以改善。2018 年我国全年共产出猪肉 5,403.70 万吨, 9 月我国的生猪存栏量为 1.92 亿头, 同比去年降低 40.96%, 保守预计 2019 年猪肉供给量会减少 40%; 考虑我国猪肉需求近几年较为稳定, 且国内猪肉价格上涨会减退部分消费热度, 推测我国猪肉供需缺口为 1250-1050 万吨左右。猪肉替代品方面, 2018 年鸡肉、牛肉、羊肉的产量分别为 1170 万吨、644.10 万吨、475.10 万吨, 其中禽类供给周期最短、基数较大, 牛羊近几年供给较为稳定; 预估鸡、牛、羊的总替代贡献为 250 万吨左右。猪肉进口方面, 近 10 年来的峰值为 2016 年的 218.10 万吨, 考虑国内供需矛盾较为突出以及亚洲疫情集体爆发导致的全球范围猪肉供需失衡, 我们乐观预计进口增量贡献约为 200-400 万吨。综上预计我国猪肉 2019 年实际供需缺口约为 1250-1050 万吨, 猪肉供需缺口较大。考虑生产周期, 我们认为明年我国猪肉将受到我国出栏量影响因子加强, 2020 年上半年供需矛盾可能加剧。

图表 18: 主要禽、畜产品产量



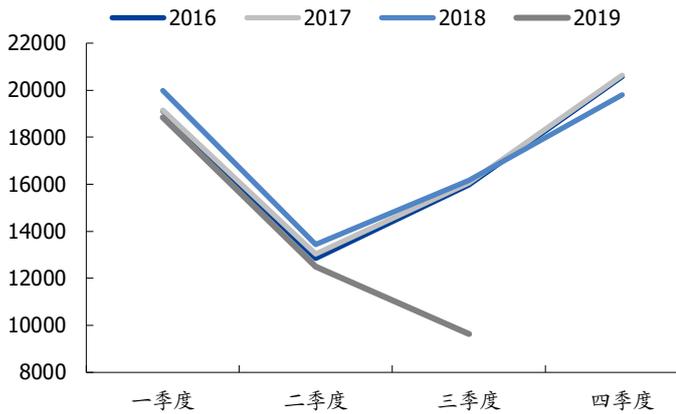
资料来源: 国家统计局, 美国农业部, 国盛证券研究所

图表 19: 我国猪肉进口情况



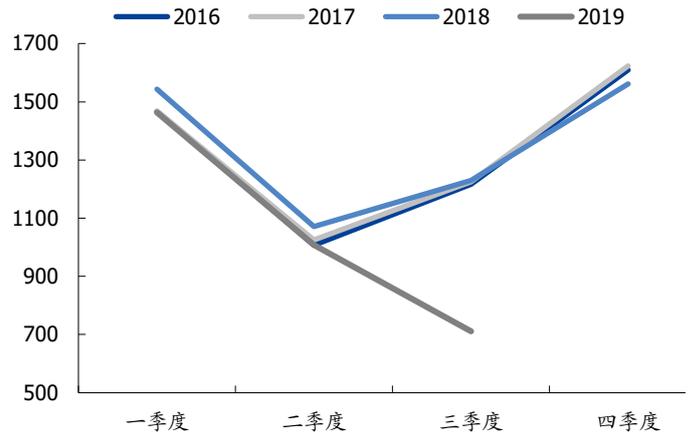
资料来源: 美国农业部, 国盛证券研究所

图表 20: 生猪出栏量 (万头)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

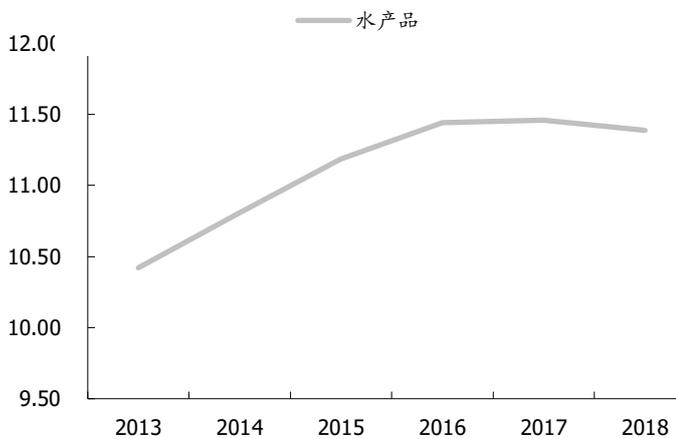
图表 21: 猪肉产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

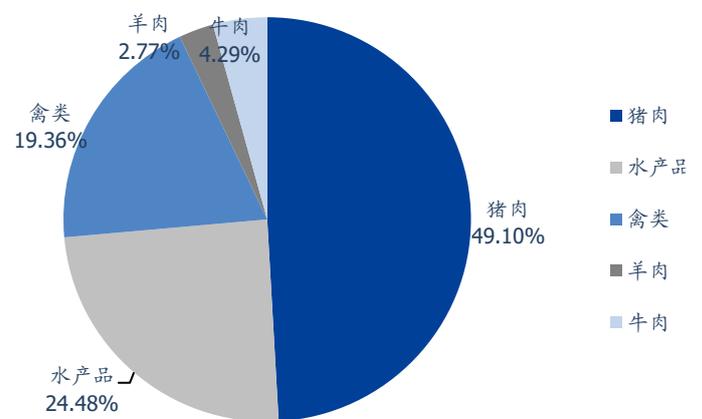
考虑 2020 年猪周期猪价居历史高点, 且短期内高价无回落压力, 替代效应将推动其他蛋白质替代品的消费; 考虑 2018 年水产人均消费量占比 24.48%, 仅次于猪肉, 依据往年的消费结构, 水产消费量有望实现顺水推舟式的增长。国联水产作为行业龙头, 拥有丰富的产品品类, 同时销售渠道多元, 有实力把握此轮猪周期机遇。

图表 22: 水产人均消费量 (千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2018 人均食品消费量占比情况

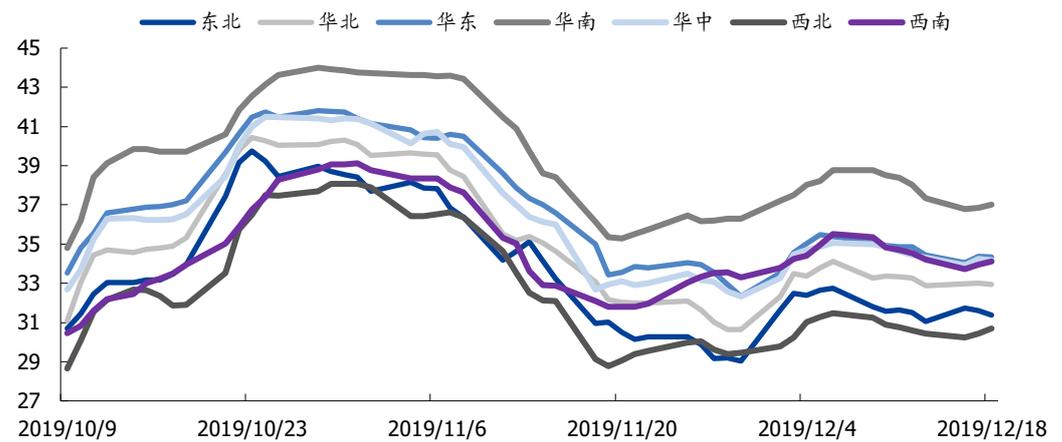


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 猪高价有望, 比价效应刺激消费

11 月猪价格出现了较大跌幅。从区位看, 东北地区最先开启下跌趋势, 东北、华北地区价格下跌较为显著; 南北方生猪存在价差, 华东区域市场价格领先全国其他区域。从出栏体重看, 东北及华北地区 11 月的生猪出栏体重均出现了 10 公斤左右的下滑。此次猪价走跌主要是由于: 1) 养殖户集中出栏。一方面, 冬季低温导致疫情风险增加、中南区活猪禁运政策欲推行等因素, 导致北方养殖户集中出栏, 北方区域价格走跌, 同时受北方生猪大量南调影响, 南方价格亦呈现同步下跌趋势; 另一方面, 前期部分养殖户在高猪价下惜售压栏, 为近期集中出栏提供基础。2) 中央储备冻肉投放、贸易商清库存投放冻肉冲击市场。12 月 12 日 4 万吨中央储备冻肉投放竞价交易市场, 为猪肉供给释放增量。3) 整体猪肉消费量有所下滑。

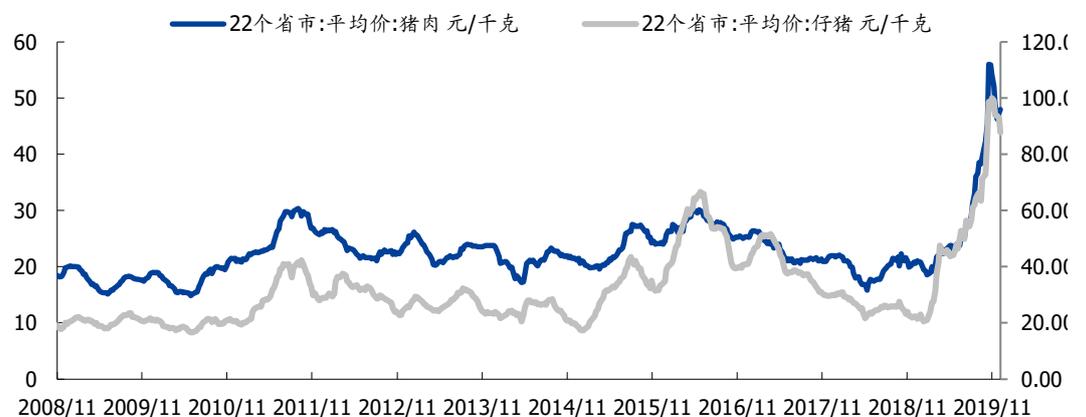
图表 24: 各地区生猪(外三元)价格(元, 公斤)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

对于最近两个月的猪价波动, 我们认为不影响未来猪价维持高位的预期。一方面, 最近猪价波动是由于集中出栏, 供给增加导致的, 然而在供给增加的情况下, 猪价依然坚挺得高于去年同期, 由此看出供需缺口依然较大, 猪价维持高位有支撑; 另一方面, 在出栏量只有少量环比增幅的情况下, 集中提前出栏无异于削弱了之后供应的推动力, 加剧了后期供应短缺的局面。因此, 猪价长期有持续高温的条件。

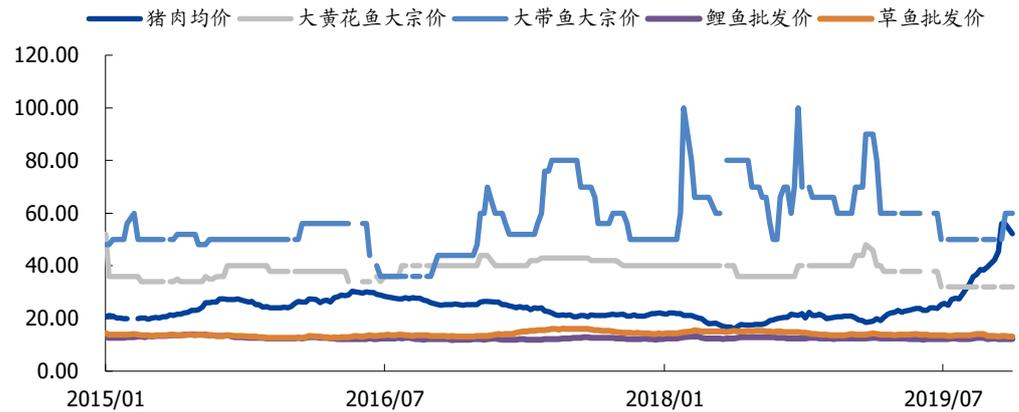
图表 25: 全国猪肉、仔猪均价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高涨的猪价, 比价效应助推国内水产消费增加。目前猪价已经超越大黄鱼, 与大带鱼相差无几, 远远高于鲤鱼、草鱼的价格。而鱼相比于猪肉拥有更加优质的蛋白质, 且部分原本远高于猪价的水产品现已基本与猪价持平; 同时 2019 年国内由于虾病频发, 对虾出塘质量不高, 虾价低于上年同期。考虑比价效应及猪肉的供需矛盾, 未来水产品的需求量会有所增加。国联水产产品矩阵丰富, 作为行业龙头将收获行业红利。

图表 26: 猪肉与水产品价格情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 中美贸易摩擦欲缓和, 水产征税有望取消

贸易摩擦不断升级, 中美双方互加关税。2018年9月24日, 美国对中国2000亿美元出口商品加征10%关税开始生效, 目标产品清单中包括了在中国生产或加工的几乎所有类别的水产品。2019年5月, 美国对中国2000亿美元出口商品加征的关税又从10%提高至25%。2019年8月15日, 美国宣布对价值3000亿美元中国商品加征10%关税分两批实施, 实施日期分别为9月1日和12月15日; 作为对8月15日美方加征3000亿美元商品10%关税的回应, 中方分两批自2019年9月1日、12月15日起, 也将对大部分美国进口的海产品加征10%关税。一方面, 中美两国的贸易摩擦为跨国水产企业的业绩增压, 部分企业海外利润水平承压下行; 另一方面, 美国进口水产金额有所下降, 使得部分企业订单减少。中美贸易摩擦给企业带来不小压力。

图表 27: 美国进口中国鱼、甲等动物及其制品金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

贸易摩擦欲缓和, 水产征税有望取消。2019年12月13日中方发布声明, 中美第一阶段经贸协议文本双方达成一致, 美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺, 并且会加大对中国输美产品关税豁免的力度, 实现加征关税由升到降的转变; 其中食品和农产品中包含水产品。此外美方近期公布了允许中国鲑鱼产品输美的最终规则, 中国是

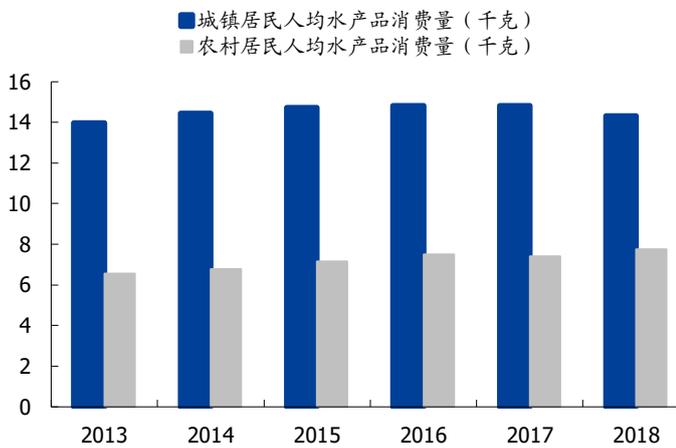
目前全世界可向美国出口鲶鱼的三个国家之一。中美贸易摩擦有所缓和，利于从盈利水平、订单数量助力我国水产行业在美国市场的回暖复苏。

### 2.3 需求总量提速，消费结构持续调整

#### 量：市场扩容尚有空间

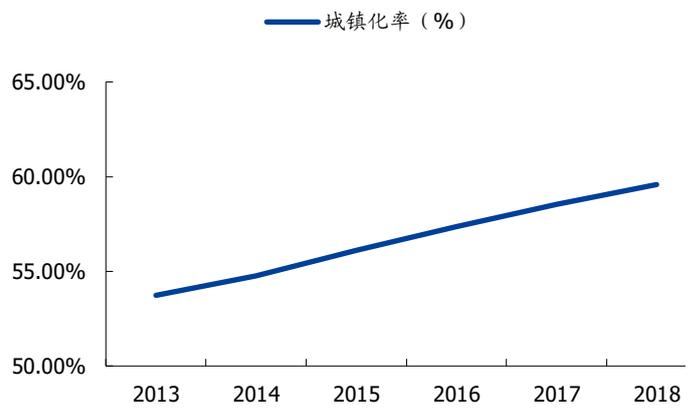
从城乡角度看，城乡水产消费差距较大，水产消费总量有望提高。2018年我国城镇居民人均水产品消费量为14.32千克，同比去年略降3.34%，总体较为稳定；农村居民消费量为7.76千克，同比增长4.60%，但是仍然与城镇居民保持较大差距，2018年农村居民消费量仅为城镇居民消费量的0.54倍，参照近5年的快速增长态势，未来保有较大增长空间。同时，农村绝对贫困人口的减少、贫困县的摘帽，农民的消费水平将迎来较大提升，利好农民对于优质蛋白质消费量的进一步提升。此外我国城镇化率的提升，愈来愈多的农民涌入城市，也有助于水产消费量的提升。《中国农业展位报告(2015-2024)》预计，到2024年我国人均水产品消费量将达到23.9千克，参照2018年全国居民人均水产品消费量为11.39千克，市场扩容空间较大。

图表 28: 我国人均水产品消费量情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 我国城镇化率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从饮食结构看，水产迎合健康饮食需求。随着国民生产水平的提高，健康饮食重视程度的提升，带动我国食品消费结构的升级调整，水产品具有脂肪含量低、蛋白质含量高、富含多种微量元素等特点，迎合了目前市场追求健康饮食的趋势，市场消费前景广阔。

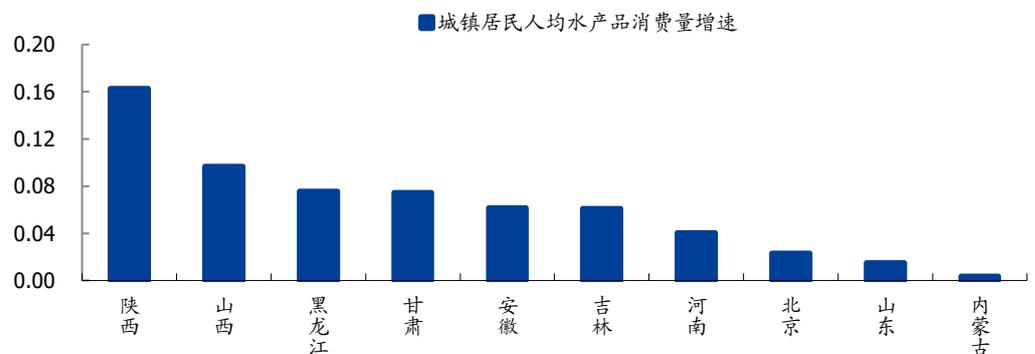
从仓储物流看，平台、技术发展利好市场纵深。由于我国水产生产主要集中于两湖地区和沿海地区，导致我国水产消费呈现出明显的东高西低的局面，地区间的差异较大。2018年人均水产品销量前5的城市有海南、福建、浙江、上海、广东，均为沿海城市；而排名靠后的城市均分布于我国西部。目前我国生鲜电商爆发式的增长态势，以及仓储物流技术的不断拓展与完善，产品流通环节较之前大幅缩短、流通速度大大加快，促进对“新鲜”要求高的海鲜水产品销量在西中部地区大增，进一步增加市场空间。2018年人均水产品消费量增速前5的城市分别有陕西(16.25%)、山西(9.66%)、黑龙江(7.54%)、甘肃(7.45%)、安徽(6.16%)，未来市场有望持续扩容。

图表 30: 2018 城镇居民人均水产品消费量 (千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2018 年城镇居民人均水产品消费量增幅前 10 省份



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 结构: 消费向中端产品转移

中国和日本的饮食结构具有一定的相似性, 因此日本国内水产消费结构的转型对于中国水产市场具有参照意义。日本的水产消费结构随着生活水平的提升, 不断发生变化: 1965 年日本水产品消费前五大品种为鲷鱼、鱿鱼、鲭鱼等经济实惠的水产品; 到 1982 年金枪鱼的消费超越部分传统水产品成为第二畅销的水产, 消费水平有所提高; 1999 年金枪鱼、鲑鱼、虾、蟹等中高级水产品销量靠前; 到 2010 年, 鲑鱼、秋刀鱼的消费量快速提升, 而竹荚鱼和鲭鱼等传统经济水产消费量则不断减少。但后期由于日本经济的下滑, 目前鲭鱼等传统经济鱼类的产量有所回升, 鲑鱼、秋刀鱼等中高端水产产量有所下滑。由此可见水产消费结构与居民消费水平具有相关性。

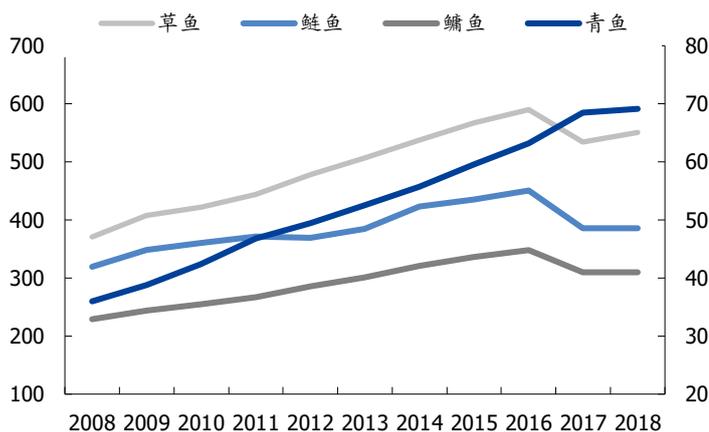
图表 32: 日本海面渔业中主要渔业的捕捞量及价格 (单位: 千吨, ¥, kg)

	鲭鱼		小型鳕鱼		鳀鱼		秋刀鱼	
	捕捞量	价格	捕捞量	价格	捕捞量	价格	捕捞量	价格
平成 22 年	492	78	251	68	303	275	207	133
平成 23 年	393	89	239	43	262	339	215	114
平成 24 年	438	83	230	51	288	372	221	78
平成 25 年	375	108	230	47	282	320	150	157
平成 26 年	482	98	195	70	253	354	229	115
平成 27 年	530	79	180	80	248	357	116	221
平成 28 年	503	79	134	75	228	412	114	213
平成 29 年	518	83	129	72	219	365	84	275
平成 30 年 E	537	97	127	67	239	306	129	184

资料来源: 日本农林水产省《平成 30 年渔业·养殖业生产统计》, 国盛证券研究所

中国 2018 的人均 GDP 水平为 9770.85 美元, 接近日本 1981 年的水平, 推测我国消费能力与当时的日本较为接近。我国水产消费主方向处于由传统水产品向中端的转型期, 借助渔业统计年鉴的数据, 可以看出我国四大家鱼 (青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼) 的从产量来看 2018 年增幅具有下跌趋势; 从价格来看, 较前期表现为增长乏力, 草鱼价格已呈现出下跌趋势, 鲢鱼、草鱼的价格增速已经有所放缓, 未来经济类水产品的消费增量有限。未来中高端水产市场有较大发展潜力, 学术论文中对于中高端水产品的聚焦品种主要为鲟鱼、虾、河鲀、青蟹等品类; 四种中高端水产品的养殖量较 2018 年相比均有上涨。此外对虾作为中端的水产消费品种, 需求处于平稳上升期, 进而带动我国对虾销量不断增长, 2018 年全年销量为 165.74 万吨, 同比增长 2.80%, 具有成长潜力。而国联水产的产品布局主要集中于对虾产业, 恰好迎合现阶段的产业转型的产品新需求, 布局赛道具有良好行业前景。

图表 33: 四大家鱼产量情况 (万吨)



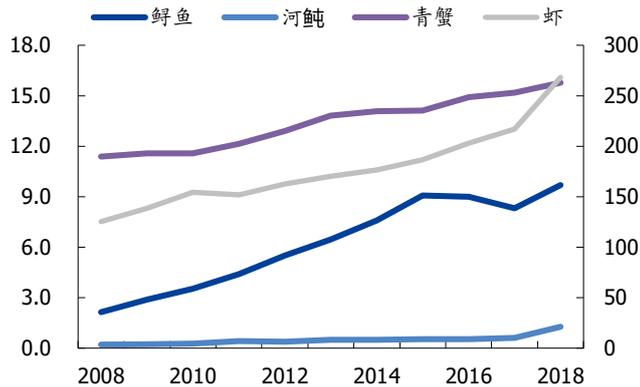
资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 34: 草鱼、鲢鱼零售均价 (元, 500 克)



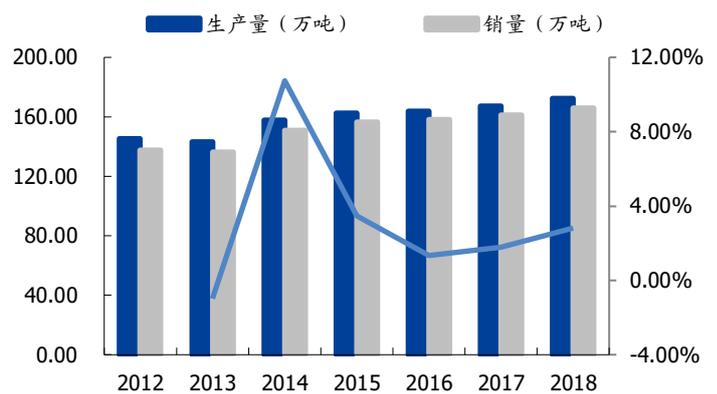
资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 35: 鲟鱼、虾、河鲀、青蟹产量情况 (万吨)



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 36: 我国南美白对虾产销情况



资料来源: 国盛证券研究所, wind

## 2.4 行业转型正当时, 龙头企业迎良机

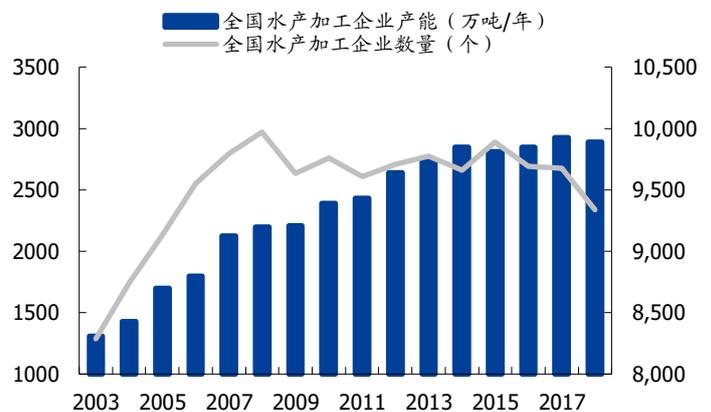
产能快速提升, 行业整合进行中。我国水产加工业方兴未艾, 2018 年水产品加工能力为 2,892.16 万吨, 较 2008 年提高 31.61%; 水产品加工量达到 2,156.85 万吨, 较 2008 年增加了 57.69%。我国水产品加工企业经历了快速发展后, 现在正处于整合期; 自 2008 年加工企业达到历史高值 9,971 个后, 开始震荡下行, 2018 年全国水产加工企业数为 9,336 个, 同比降低 3.49%。依据企业产能及数量, 得出 2018 年我国水产加工企业产能均值为每年 0.31 万吨, 规模较小, 但是同比 2017 年的每年 0.30 万吨有所提升; 行业小散现象较为普遍, 未来具有整合空间。

图表 37: 全国水产品加工量 (万吨)



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 国盛证券研究所

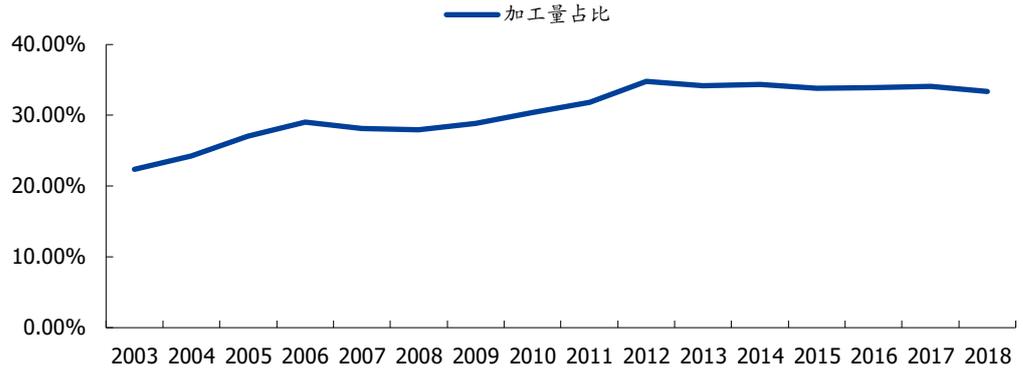
图表 38: 全国水产加工企业产能 (万吨/年) 及数量 (个)



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 国盛证券研究所

广度: 加工占比低, 市场蕴含成长潜力。考虑我国 2018 年水产总产量为 6,457.60 万吨, 我国水产加工量仅占水产总产量的 33.40%; 而公开数据显示日本、加拿大、美国、秘鲁等地的水产品加工占比处于 60%-90% 的水平, 世界水产品加工 2016 年占比为 61%, 对比来看我国水产品加工占比较低, 市场蕴含巨大成长潜力。

图表 39: 我国水产价格量占比情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

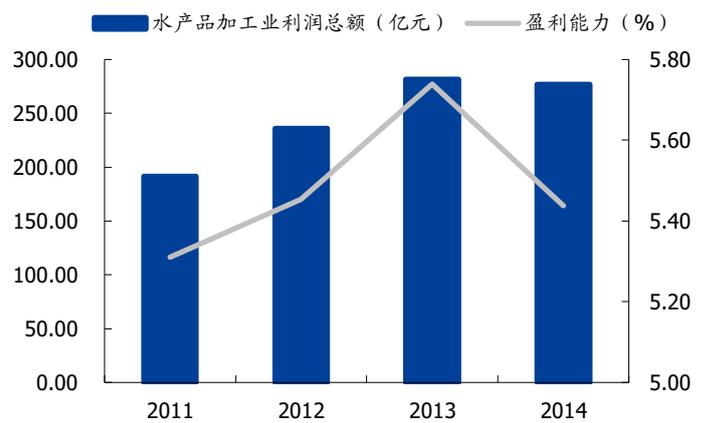
深度: 我国水产加工行业销售收入在 2017 年出现下跌趋势, 行业竞争压力加大; 同时 2011-2014 年水产加工行业利润总额、营业收入保持在 5.20%-5.80% 区间内, 盈利能力较低。这主要是由于我国大部分水产加工企业以初加工为主, 涉及精加工的较少; 且行业整合持续进行, 为企业业绩带来较大压力。考虑行业竞争压力加大, 及初加工总体利润水平较低, 未来行业将向加工纵深方向继续发展。

图表 40: 中国水产品加工行业销售收入统计 (亿元)



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

图表 41: 水产品加工业利润总额及盈利能力



资料来源: 公开资料, 国盛证券研究所

综上所述, 我国水产加工行业的市场空间市场扩容有望, 相关企业拥有成长空间; 且平均盈利水平较低, 一方面会促使企业由初加工向精深加工转型, 另一方面也会促进行业整合的进行。行业转型正当时, 国联水产作为行业龙头, 资金来源充足、掌握核心科技, 行业契机为公司提供成长机遇。

### 3.核心竞争力: 上下游渠道拓展, 中游研发带来拐点

#### 3.1 上游: 买全球, 资源优化配置

买全球, 实现全球资源优化配置。公司原材料供应链保障能力强势, 目前有 70% 原料于国外采购, 采购国家主要有中国、厄尔多瓜、印度尼西亚、越南、泰国、印度, 其中中国、印度占有较大份额。采购品类包含南美白虾、黑虎虾、有机蓝虾、北极甜虾、软壳

蟹、厄瓜多尔白虾、新西兰青口贝、鳕鱼、帝王蟹、巴沙鱼等。一方面，公司供应链布局全球，充分利用各地区优质资源，利好产品矩阵高质量扩充，紧跟市场需求多元化发展趋势；另一方面，考虑水产养殖具有季节性，中国种苗对虾加工销售的旺季为6至12月，公司采购端布局全球有利于熨平季节收入波动，保障原材料的稳定供应，充分调动公司产能。

收购印度对虾公司，巩固供应链全球化。2019年7月，公司以自有资金400万美元的价格认购印度 Royale 公司新增发行726万股，投资完成后将持有该公司25.3%的股份，成为该公司的二股东。参照标的公司2017财年、2018财年营业收入为4120、3130万美元，同期净利润为240、157万美元，对应PE为6.65、10.05倍，价格合理。Royale公司主要从事对虾的加工、冷藏和销售业务；拥有BAP四星认证，目前产能为80多万吨，且与国联水产为长期合作关系。并购后有助于在双方继续协同发展的基础上，助力公司布局海外市场，巩固供应链全球化。且印度等非美市场不受中咩贸易摩擦影响，关税水平较低；同时考虑印度原材料、人工等成本较低，预期可为公司业绩注入活力。

### 3.2 中游：产品研发提速，小龙虾量价齐升

#### 3.2.1 产品矩阵丰富，向精深加工升级

大单品+特色小品，产品矩阵丰富。公司的主要产品类别涵盖预制菜品、速食菜品和即食食品，既包含市占率高的对虾、罗非鱼、小龙虾等大单品，又拥有阿根廷红虾、黑虎虾、新西兰青口贝等特色小品。截至2019年，公司共拥有5大产品系列，从活鱼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。对于精深加工方向，公司先后推出椰丝面包虾、水煮汉虾、虾滑、虾饺、鱼籽虾球、小龙虾西式快餐菜品系列；其中小龙虾、面包虾、预炸虾类、鱼虾糜类等海洋深加工产品利润率较高。

图表 42：国联水产产品情况

鲜*虾系列	阿根廷红虾仁、虎虾、蝴蝶虾、熟虾仁
活*鱼系列	微冻石斑鱼、微冻罗非鱼、微冻金鲳鱼、微冻海鲈鱼
预制系列	蒜蓉粉丝蒸虾、小龙虾、香辣虾、虾滑、虾饺
裹粉系列	天妇罗鱼、金粟芙蓉虾、虾米花、椰丝面包虾
珍品系列	阿根廷红虾、爱尔兰黄道蟹、新西兰青口贝、加拿大帝王蟹

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

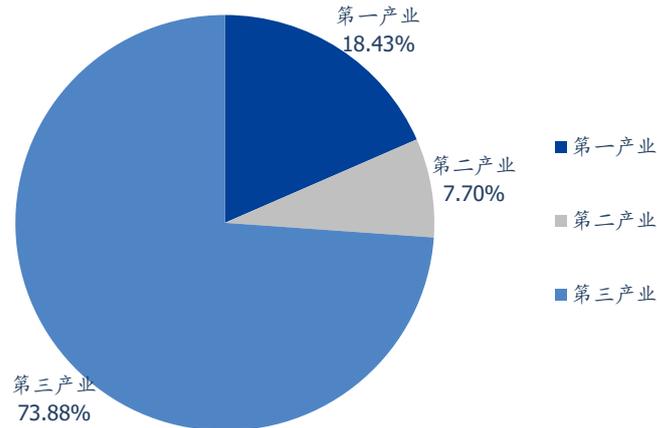
产品研发提速，向精深加工升级。公司此前一直以初加工为主，附加值较低，近几年公司向精深加工转型，继续加强与大型连锁餐饮集团的联合研发和市场拓展，力求为客户提供的从菜品定制、试制及工业化到推广及配送的综合服务。2019年上半年公司成功开拓了3个重点餐饮客户，借助新兴的小龙虾业务条线，公司完成油焖大虾、调味皮皮虾、鲜虾粥、小龙虾意面、小龙虾披萨等17个新产品研制，并得到市场的认可，实现了“从加工厂到中央厨房”的功能转变；其中西式快餐业务成功实现模式复制，销售收入上半年为7,239万元，同比增长84.48%。相比于去年全年上市21个新产品，公司研发速率有所提升；同时考虑销量增幅，公司研发产品品质得到市场认可，实现量、质综合

提升。

### 3.2.2 大单品小龙虾：三千亿蓝海，静待市场回暖

产业产值高达三千亿，第三产业占比超七成。据《2019 中国小龙虾产业发展报告》所述，2018 年小龙虾产业总产值达 3690 亿元，同比增长 37.5%；其中，第一产业产值 680 亿元，同比增长 40.6%；第二产业产值 284 亿元，同比增长 41.8%；第三产业产值 2726 亿元，同比增长 36.3%。第三产业占总产值的 73.9%，在小龙虾产业中占据了绝对主导地位，第二产业增速最快。

图表 43：小龙虾一、二、三产业产值占比情况



资料来源：2019 中国小龙虾产业发展报告，国盛证券研究所

#### 需求端：回归理性，实力仍在

小龙虾传统消费市场主要集中在华东、华中、华北、华南地区，同时饿了么和口碑消费数据显示，河北、海南、上海、四川、河南是深夜小龙虾消费增长最快的 5 个省份，小龙虾逐渐成为了红遍全国的热销产品。国内小龙虾消费渠道主要有 TOB 端的餐饮流通，譬如传统的、大众化的饭店、夜宵大排档等，以及 TOC 端的电商、新零售。随着零售模式的多元化发展及大众对于小龙虾的热情渐高，小龙虾消费热度不减。

2018 年俄罗斯世界杯与小龙虾消费旺季重叠，也在一定程度上拉动了国内小龙虾单品的销售。TOB 端，2018 年小龙虾门店数较 2017 年多了 14 万余家，增长近 70%；将小龙虾作为主打菜品的餐饮店也不断涌现。TOC 端，市场潜力巨大；据美团数据显示，2018 年通过美团平台的小龙虾外卖订单量为 2017 年的 2.6 倍，交易额为 2017 年的 4.3 倍。同期 10 万只小龙虾远销俄罗斯，进一步拓展了小龙虾的海外市场。

随着龙虾产业的不断发展及 2018 年的产业高潮，各地也愈来愈重视龙虾品牌与市场建设。各省涌现出了一批具有区域或全国影响力的龙虾产品及企业品牌，在一定程度上提高了公众对于小龙虾的关注度；同时龙虾餐饮的快速发展，也催生出了各地以龙虾为主题的节庆，节日经济也进一步促进了龙虾的需求，推动整个市场快速前进。知名产品、品牌的出现，叠加专题节日的宣传作用，利好小龙虾热度的保温，为未来市场发展保存实力。

图表 44: 2018 年小龙虾品牌荣誉

地区	产品	授予称号
安徽	合肥龙虾	国家地理标志保护产品
	滁州全椒龙虾	中国地理标志证明商标
江苏	盱眙小龙虾	中国特色农产品优势区
湖北	荆州闸口小龙虾	国家地理标志产品
	潜江龙虾	驰名商标
湖南	南县小龙虾	地理标志证明商标、地理标志保护产品

资料来源: 2019 中国小龙虾产业发展报告, 国盛证券研究所

图表 45: 知名小龙虾节庆

地区	节庆
江苏	盱眙龙虾节
湖北	潜江龙虾节、监利龙虾节、洪湖龙虾节
安徽	合肥龙虾节
江西	潘阳湖龙虾节
湖南	长沙龙虾节、益阳龙虾节、岳阳龙虾节
山东	鱼台龙虾节

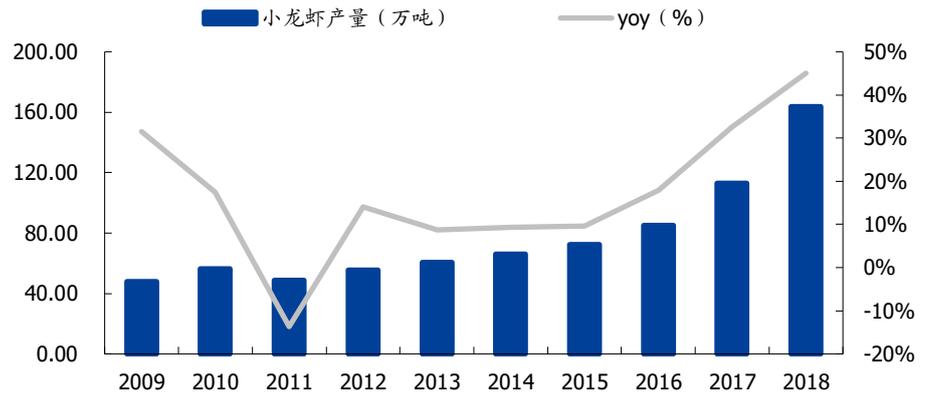
资料来源: 2019 中国小龙虾产业发展报告, 国盛证券研究所

虽然 2019 年小龙虾消费已回归理性, 需求不及去年; 但是我们认为 2020 年需求具有增长潜力: 1、2020 夏季的奥运会, 预计会在小龙虾销售旺季再次点燃消费热情。2、随着小龙虾区域性及全国性品牌涌现、小龙虾节日效应、社交媒体宣传等, 其在全国的普及程度高于早年时期, 需求量仍有一定保证。3、年轻人的夜宵文化逐渐成型, 夜宵需求不断增加, 小龙虾也是夜宵不错的选择; 叠加各种新型龙虾产品的推出, 电商平台的快速崛起, 小龙虾未来市场仍有拓展空间。

#### ➤ 供给端: 行业进入整合期, 价格企稳回升有力

2018 年世界杯点燃了市场对于啤酒、鸭脖、小龙虾的热情, 小龙虾成为当时爆品, 市场需求飙升, 而增速滞后的供应量让小龙虾被炒成了天价, 进而导致资本进驻小龙虾养殖端, 小龙虾养殖量直线上升。2018 年我国小龙虾总产量达 163.87 万吨, 同比增长 45.06%。近 10 年以来, 除 2011 年因为南方旱情导致产量略有回调以外, 其余年份我国小龙虾产量呈现出逐年增长的态势; 从增速来看, 2018 年为历年最高值。

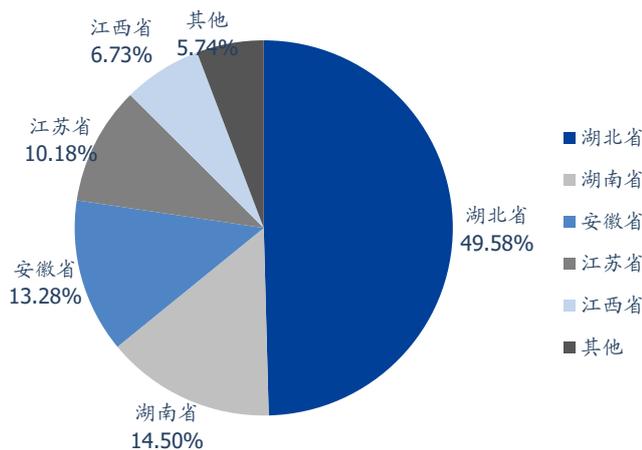
图表 46: 2009-2018 年全国小龙虾养殖产量及增速情况



资料来源: 2019 中国小龙虾产业发展报告, 国盛证券研究所

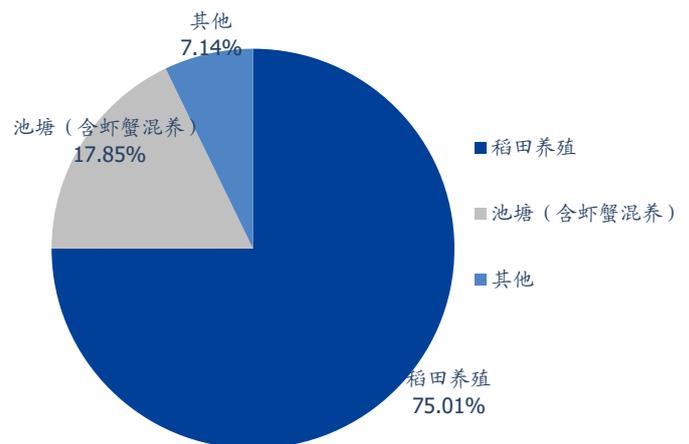
分地区看, 产量排名前五的省份依次为湖北省、湖南省、安徽省、江苏省、江西省; 其中湖北省为我国小龙虾主产区, 2018 年养殖产量为 81.24 万吨, 占全国比重为 49.58%, 产量增速为 28.63%; 前五大产区中湖南省增速最快, 2018 年养殖产量为 23.76 万吨, 同比增长 75.06%。分养殖方式看, 稻田养殖占据主流; 2018 年稻田养殖占比为 75.01%。

图表 47: 小龙虾养殖产量各省分布情况



资料来源: 2019 中国小龙虾产业发展报告, 国盛证券研究所

图表 48: 小龙虾各养殖方式的养殖面积占比



资料来源: 2019 中国小龙虾产业发展报告, 国盛证券研究所

供给过多叠加天气因素, 2019 售价承压走低。首先, 养殖户的增加、养殖面积的扩张导致, 引发 2019 年供给量不合理的爆发。其次, 2018 年冬天低温长、光照少, 叠加 2019 年春的阴雨低温, 小龙虾生长缓慢, 出产个头偏小影响价格定价水平。最后, 冬春的天气也引导小龙虾集中上市, 使得价格承压。目前众多小龙虾品种中, 小青价格最低, 红两虾价格最高。据小龙虾价格网数据, 2020 年 1 月 4 日小青价格为 14.50 元、斤, 同比降低 51.67%; 同期红两虾全国均价为 46.11 元、斤, 同比降低 23.71%。

图表 49: 青壳(2-4钱)小龙虾全国均价情况(2019.01-2020.01)



资料来源: 小龙虾价格网, 国盛证券研究所

图表 50: 红两虾小龙虾全国均价情况(2019.01-2020.01)



资料来源: 小龙虾价格网, 国盛证券研究所

随着龙虾价格的走低, 利润空间有限, 龙虾业进入洗牌期, 预期 2020 上半年供给有限。一方面, 当前加工小龙虾的企业偏多且多为小、散, 没有形成龙头品牌; 2019 年部分企业及散户的退出, 供给主体减少, 且行业进入整合期。另一方面, 2020 年春节惨淡的行情, 势必会影响 2020 年冬季虾苗的投放量, 进一步收紧供给。

基于需求端和供给端的综合分析, 我们认为需涨而供降, 势必会为小龙虾价格的上涨提供动力。同时小龙虾行业的产业整合, 也会为有资本、有渠道的大型龙头企业提供更多的成长可能性, 市占率有望得到提升。

### ► 公司快速布局主产区, 未来量价齐升

公司 2017 年就开始研发小龙虾精深加工类产品, 最初的产品为 2017 年的冷冻调理小龙虾肉和冷冻小龙虾肉, 最初全年销售额为 5865 万元; 2018 年开始研发小龙虾主题的西式快餐菜品(小龙虾披萨、小龙虾汉堡); 2019 年公司将小龙虾确立为继南美白对虾、罗非鱼之后的又一个“千亿级大单品”, 为了让公司在小龙虾产业具备从原料采购、研发生产到销售服务的全产业运作模式, 公司成立子公司国联(益阳)、国联(监利), 目前已于 2019 年 3-4 月间投产, 已经拥有活虾交易、调味产品和虾尾虾仁等产品系列。公司两家子公司均布局于小龙虾主产区, 利于抢占主产区优质原材料; 结合公司的品牌优势、销售渠道及资金优势, 看好公司小龙虾板块的长期发展。

图表 51: 国联水产小龙虾产品宣传图



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2019年年中公司小龙虾业务实现收入 1.01 亿元；且在京东电商平台的“618”活动中，公司产品在虾类销售金额品牌排行榜中名列第一，在小龙虾销售金额品牌排行榜名列第五。考虑公司小龙虾事业刚刚起步，且小龙虾价格处于低迷时期；我们认为在后期运营成熟，小龙虾销售量会有较大程度提升，且龙虾价格的企稳回升，将为公司带来更多的利润空间。

### 3.3 下游：多方巨头助力，国内海外齐发力

多年沉淀，实现全球采购布局。公司在 2012 年收购的美国 SSC 水产贸易公司，利用其拥有的客户基础公司不断开拓美国市场，公司在海外尤其是美国市场具有较大影响力，海外营收不断提速，国外市场也成为公司最大的资金来源。公司重点开发餐饮、工业化消费等 B 端客户，同时兼顾商超等 C 端客户群。目前，公司拥有沃尔玛、家乐福、百佳、Jetro、Safeway 等大型商超类客户，同时拥有良之隆、外婆家、海底捞、思念、呷哺呷哺、Carnival、Applebees、Hooters、Hard Rock、Denny's 等大型餐饮类优质客户，叠加公司在京东生鲜、盒马鲜生、每日优鲜等电商及新零售等的布局，公司运营能力强劲。公司公告指出，公司未来会继续将 B 端客户（特别是餐饮渠道客户）作为未来公司的核心客户群，同时积极拓展电商等优质流通渠道，打造公司在 C 端终端市场的品牌影响力。

图表 52：国联水产下游主要客户



资料来源：公开资料，国盛证券研究所

为了减少中美贸易摩擦给公司带来的风险，公司一方面拓展海外非美市场，2019 年上半年通过走访及积极参加水产展，共开发 13 个新客户，其中加拿大 6 个，澳洲 1 个，关岛 1 个，香港地区 3 个，土耳其 1 个，韩国 1 个；另一方面，公司依靠核心客户、电商及新零售客户群发展国内市场。2019 上半年，国外收入为 12.84 亿元，同比减少 11.15%；其中海外非美市场销售收入 3.96 亿元，较去年同期增长 32.94%。国内销售收入为 12.03 亿元，同比增长 62.46%。国内占比为 48.28%，相比于 2018 年全年提高了 13.65 个 pct；营收结构调整结果较为理想。我们认为未来公司业绩拐点更多来自于国内新零售平台的成长及公司在此的布局。

在疫情期间公司积极开始尝试在湛江提供生鲜配送服务，单客单达到 160 元每单。同时重点发力新零售业务取得重大进展，继 2 月中旬成功试水社区团购后，又成功上架中石化广东公司易捷便利店，与中国最大的零售连锁店首度牵手，共同开拓生鲜 O2O 新零售的巨大市场空间。

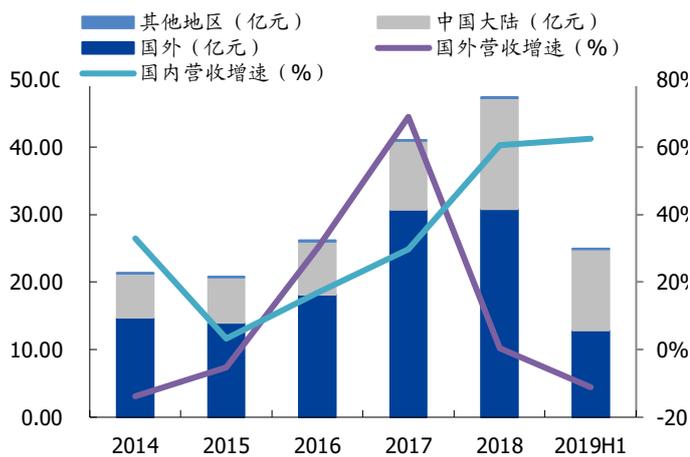
中石化广东分公司与广东省农业农村厅、广东佰顺农产品供应链集团公司联合启动了粤

港澳大湾区保供安心稳价菜篮子“车尾箱”工程，以中石化广东公司的易捷便利店及线上的APP作为终端平台，加强产销衔接，保障疫情之下的居民生活所需，这也被称为“易捷净菜”项目。在活动中，国联水产获广东省农业农村厅授牌粤港澳大湾区菜篮子“车尾箱”工程——备案基地，由此向中石化广东公司的2200多家易捷便利店提供优质水产品。“易捷净菜”项目旨在打造一个集线上线下的品质农产品生鲜平台，让市民通过线上线下双渠道无接触下单的方式，选择到店加油时提取或者直接物流配送到家的服务，在保障市民生活所需的同时，也保障市民的健康和安全。

因为新冠疫情的原因，自抗击疫情（1月27日-2月13日）：京东到家平台总体销售额同比增长450%，粮油副食同比增长540%、肉品同比增长1080%、休闲食品增长420%、蔬菜增长800%、水果增长350%，超市商品销售额同比去年春节增长600%，医药产品增长430%。

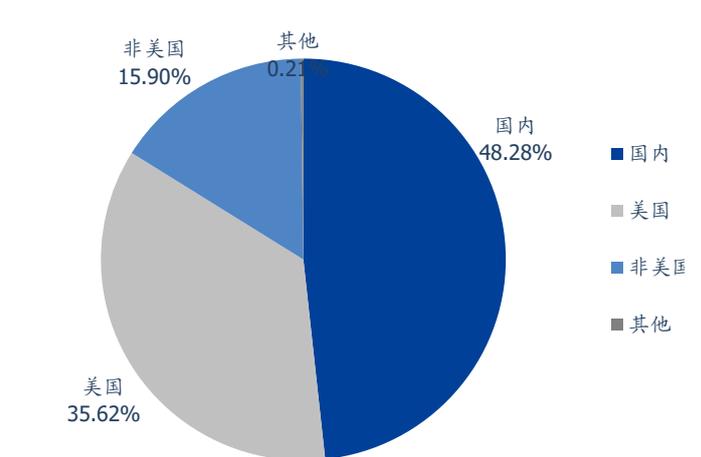
公司电商及新零售业务的市场需求进一步得到释放，2月份平台发货量同比暴增约116%。中石化做生鲜电商有先发优势，其在全国拥有近3.1万座自营加油站，旗下的易捷便利店守着国内这个最大的成品油零售连锁终端，超过2.7万家门店遍布全国，其中广东省拥有2200多家门店，是天然的巨型流量入口，堪称中国便利店之王。目前中石化北京石油已经在340座加油站开通了“安心买菜”业务，一份蔬菜礼包组合约14斤，包括西红柿、豆角、胡萝卜、西兰花等10多种蔬菜和10个鸡蛋，可满足三口之家3天左右的需求，售价99元。

图表 53: 国内外营收及增速情况



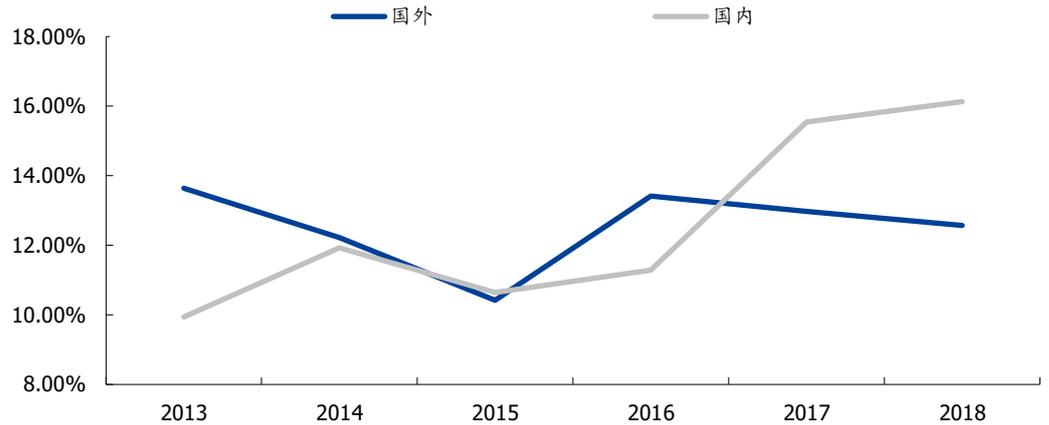
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 2019H1 国内外收入占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 国内、国外毛利率水平 (%)

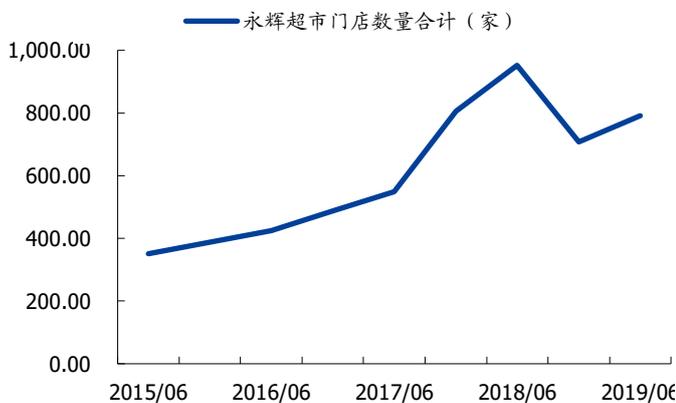


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

携手新零售平台, 加快收入增速。2019H1 公司电商及新零售业务实现营业收入 1.79 亿元, 同比去年稳定增长 6.92%; 其中公司在盒马鲜生、京东生鲜、每日优鲜平台的销售收入分别达到 4,213 万元、4,129 万元、2,545 万元, 较去年同期分别增长 80.89%、280.2%、136.09%。其中盒马鲜生为阿里巴巴集团旗下的新零售平台, 手握良好的资金优势; 此外 2019 年 9 月盒马门店全量上线饿了么平台, 进一步发展其线上流量; 2020 年, 阿里巴巴将再投资 4 亿元在郑州建设 10 家盒马鲜生 O2O 生鲜店, 未来 3 年在郑州开设 20 家左右门店, 未来极具发展前景。公司欲借助电商等新零售平台的快速崛起, 收获业绩增量空间。

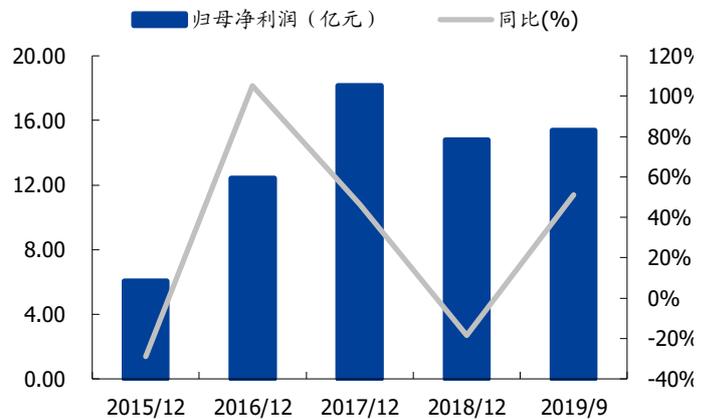
永辉增持, TO C 端持续拓展。2018 年 3 月永辉超市以 5.38 亿元入股国联水产 7838 万股, 占当时股份的 10%; 经过增持, 2019 年三季度持股比例为 10.29%, 为公司二股东。永辉超市为全国性的连锁零售商, 截至 2019H1 共有 791 家开业门店, 覆盖全国 24 个省和直辖市; 其中新签约门店达 72 家, 扩张势头不减。且前三季度归母净利润 15.38 亿元, 同比增加 51.14%, 公司实力强劲。公司与永辉超市的合作, 可推动公司供应链体系的升级, 不断拓展公司销售渠道, 利好公司国内 TO C 端的长足发展, 进一步提升公司品牌影响力, 为公司在国内的营收带来增量; 2019 上半年公司在永辉超市实现收入为 5,161.42 万元, 同比去年增长 1,988.26%, 成长潜力非同一般。此外, 公司在沃尔玛(中国)实现收入为 2,084.60 万元, 同比去年增长 59.48%。公司作为国内对虾龙头, 拥有家对虾、罗非鱼双 BAP 四星认证, 食品安全和供应链具有强劲实力, 将在新零售发展过程中显著受益。

图表 56: 永辉超市门店数量合计 (家)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

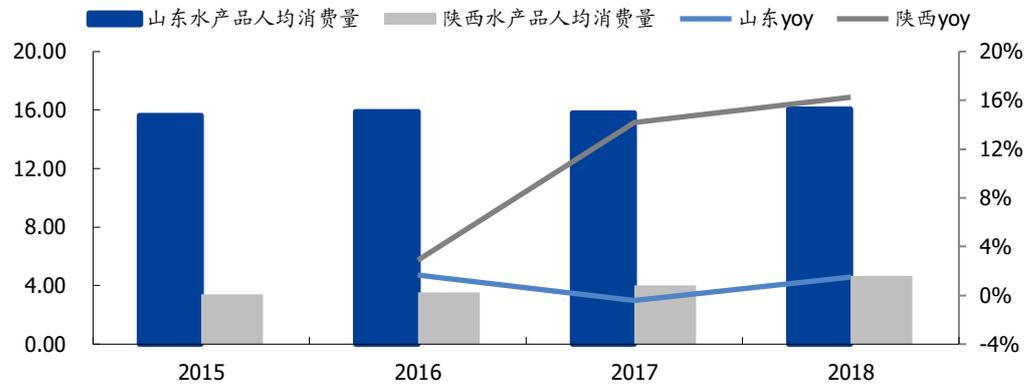
图表 57: 永辉超市归母净利润及增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司“八大区八大仓”布局逐步落地，渠道下沉策略成效显著。公司目前在济南、西安设立了中原区及西南区两大营销区，考虑山东省水产消费量在全国靠前，2018年人均消费量为16.05千克；陕西省近3年人均水产消费量增速较快，2018年人均消费量增速为16.25%，增速为全国第一；公司在两地布局营销区，战略合理。此外公司流通渠道稳步下沉至市级、县级城市，欲进行“城市包围农村”，考虑城乡消费量差距较大，及乡村振兴红利，公司发展未来有望充分把握行业长期发展的长逻辑。

图表 58: 山东、陕西水产品人均消费量(千克)及增速(%)



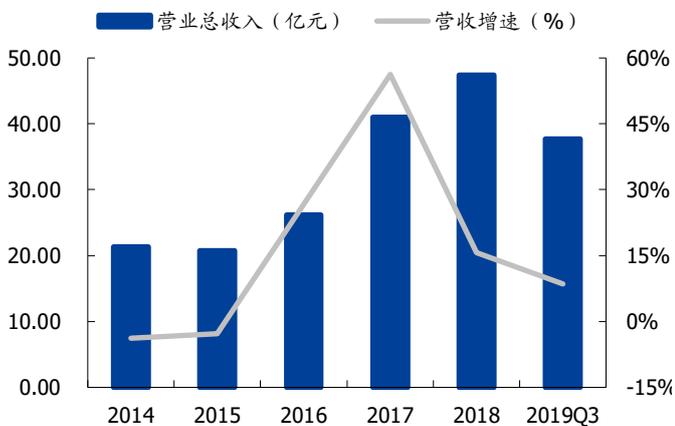
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.他山之石：对标日本水产株式会社

### 4.1 对标百余年历史，国联水产尚有布局空间

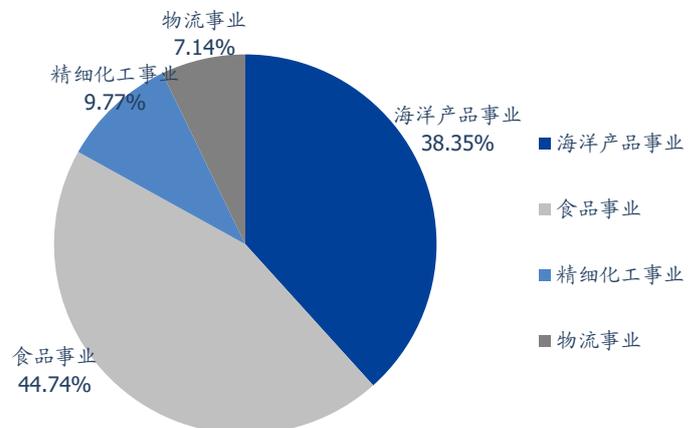
日本水产株式会社为日本三大水产企业之一，拥有百年历史；和国联水产一样，日水为全产业链布局。公司由海洋产品部门、食品部门、精细化工部分和物流部门组成；其中海洋产品部门从事渔业、水产养殖、加工和销售海产品；食品部门制造和销售加工食品；化工部门为制造和销售诊断剂，仿制药，医药原料和保健食品；物流部门从事海运产品的冷藏以及冷藏货物的运输。此外，日水还拥有船舶的建造和修理，以及海洋运输等工程业务。总体来看公司的利润来源，主要为水海洋产品部门和食品部门。

图表 59: 各财年营业收入及增速



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 60: 2018年营业利润构成



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

选择对标标的为日本水产，主要基于以下三点考虑：

- 1、日本水产为行业巨头，同样具有全产业链、全球化布局；同时，日本水产的营收水平优于国联水产，具有研究意义。
- 2、日本水产已有百年历史，目前布局已基本成熟，前期发展历程对于国联水产具有参照意义。
- 3、日本水产转型期所处时期的日本 GDP 水平与目前国内 GDP 水平相仿，且目前国联水产也正处于转型期，二者具有完美的贴合性。

图表 61：日本水产全球购销网络



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 62：国联水产全球购销网络（红色为主要输出国）

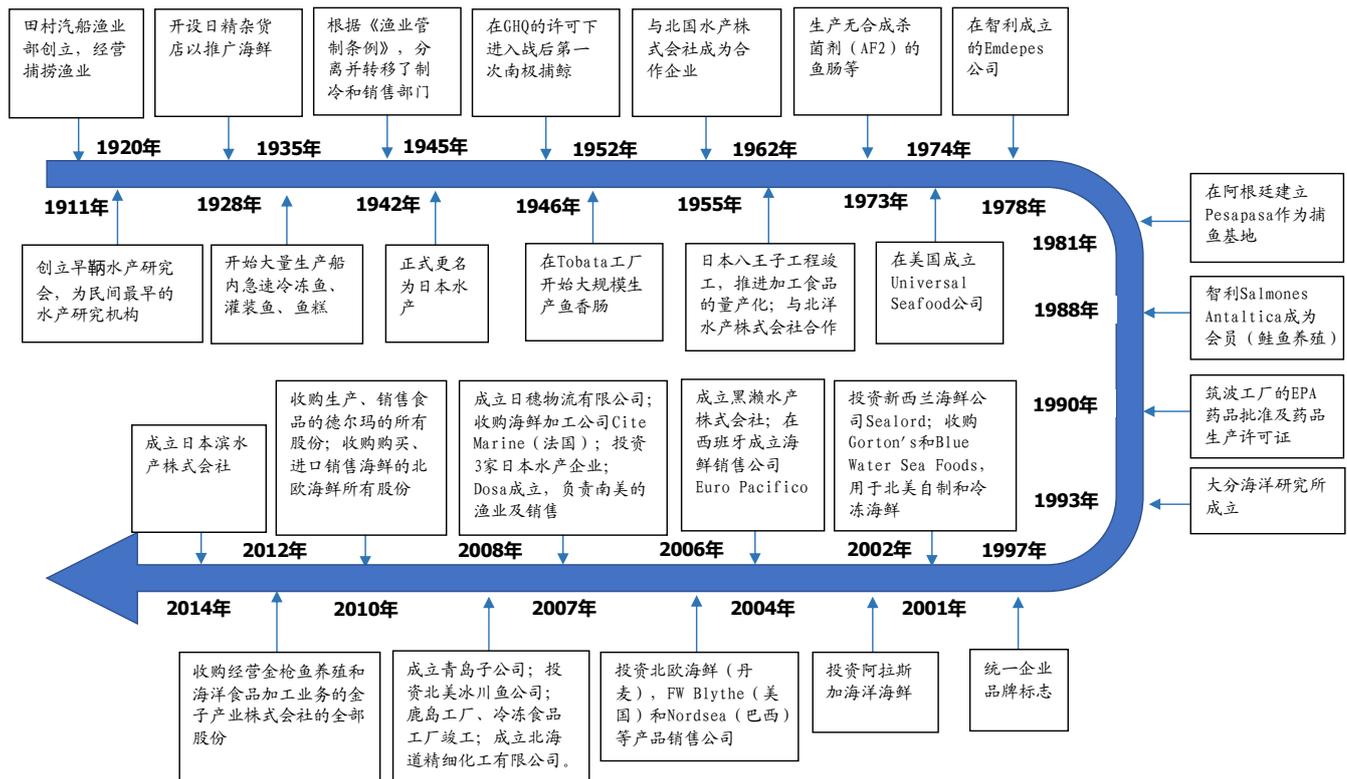


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

日本水产株式会社共经历了五个成长阶段：

- (1) 1911 年-1951 年：全产业链布局期。公司先不断完善产业上游的生产技术。后期注重下游产业链的建设；涉足水产加工业。
- (2) 1952 年-1977 年：产业链结构完善期。上游，涉足北美海产采购和加工。中游，开始食品研发。
- (3) 1978 年-2012 年：产业链拓展期。海外收购、并购加速，开始进驻中国市场。
- (4) 2012 年至今：稳健发展期。战略由“全球采购，日本销售”转变成“全球采购，全球销售”。

图表 63: 日本水产历史沿革



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

总结来看, 日本水产的发展逻辑为: 1) 上游: 先以上游中的捕鱼业作为成长起点, 接着通过投资并购海外渔业基地, 为公司扩充国外特色产品; 再次布局大单品养殖业, 做到兼顾渔业与养殖; 最后通过国内横向并购、国外投资巨头公司, 开始布局动保等精细化工板块, 实现飞速发展。2) 中游: 起初的产品为速冻等初加工产品, 后经过食品研发, 实现向精深加工的转变。3) 下游: 日水销售端的起点为成立7年时设立的杂货店, 公司之前的销售重点一直为日本国内市场, 后来通过海外设厂、投资并购等开始在国外市场谋求海外市占率, 实现由单一向多元的发展。

回望国联水产, 公司: 1) 上游以养殖业为主, 目前的模式主要为对虾大单品的工业化养殖, 同时种苗、饲料板块实现协同发展, 动保方面虽有重视但尚未实现产业化, 未来上游端依然有发展空间。2) 中游: 国联水产目前正在进行由初加工为主向精深加工转型的过程, 且公司的研发不断提速、产品矩阵不断完善; 中游发展逻辑与日水具有一致性。3) 下游: 目前国联的销售客户遍及北美、欧洲、南非、中亚及澳大利亚, 国内在电商、商超等的支持下保留巨大成长空间; 但是国外以美国市场为主, 考虑中美贸易摩擦未来市场结构有待调整。未来的发展方向同样为与国外巨头的合作, 在海外市场的深度延伸。

图表 64: 日本水产与国联水产上游布局情况对比

	日本水产	国联水产
全产业链布局期	1911年以捕鱼业起家；1920年成立渔业研究所。	2006年成立国联种苗，2008年成立国联饲料，开始在种苗、饲料领域布局；原材料为国内外采购。2007年获“国家级南美白对虾遗传育种中心”称号；至2010年与养殖户共建5.5万亩备案养殖场，拥有稳定的原料供应。
产业链结构完善期	1974年公司成立UniSea公司，负责北美海产的采购，开始布局国外采购链。	2011年公司取得500亩海域，投资建设“深水网箱养殖项目”。
产业链拓展期	1978年在智利成立捕鱼业子公司、1981在阿根廷建立捕鱼基地、1988年布局智利鲑鱼养殖；加速布局海外采购链。2001年日水投资Sealord Group，开始着眼海外渔业龙头，开拓新西兰、澳大利亚和英国捕鱼业务；2008年布局精细化工板块，包含饲料、动保板块业务，实现上游协同发展。2012年收购日本金子，布局金枪鱼养殖板块。	2016年投产工业化养殖；2019年收购印度对虾养殖公司。

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

图表 65: 日本水产与国联水产中游布局情况对比

	日本水产	国联水产
全产业链布局期	1935年公司开始涉足水产加工业，最初的产品为速冻鱼、罐头等。	2006年对虾系列产品入选国务院精特产品配送中心特供产品。销售初级制品，主要产品为去头壳留尾、去头壳肠尾虾仁。
产业链结构完善期	1952年开始加工鱼香肠。1973年鱼香肠加工工艺升级，公司开始了食品研发。1962年日本八王子的工程竣工，公司水产加工产能不断提升。	2015年上海研发中心成立，水产加工向精深方向转型。
产业链拓展期	2001年收购北美Gorton's和Blue Water Sea Foods品牌，均涉及冷冻、加工海鲜业务。2005年收购美国King & Prince，该公司在美国水产进口商的排名不及国联水产的SSC。2008年成立青岛日水食品，在从事食品加工、研发的同时，欲进驻中国市场。2008年，日本本土三家工厂竣工，日水实现产能扩张。	2019年9月新工厂建成，涉及食品研发及智能化加工

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

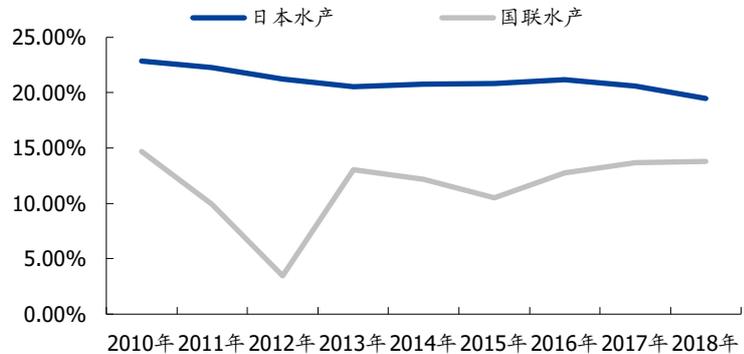
图表 66: 日本水产与国联水产下游布局情况对比

	日本水产	国联水产
全产业链布局期	1928年起，日本水产设立日精杂货店。	2004年“全球输美冻虾反倾销案”，国联水产成为唯一获得零关税的企业。2007年为输美5种水产品“自动扣检”全国首家解禁企业。2007年加工厂获ACC之BAP三星认证。2010年之前前五大客户为Ocean Bistro Corp、Aqua Star、Tampa Bay、Red Chamber Corp、H&T Seafood，均为美国大型连锁超市、连锁酒店。
产业链结构完善期		2012年公司以1500万美元收购美国水产贸易公司SSC。2014年公司成立电子商务子公司。
产业链拓展期	2004年在西班牙成立销售子公司；2007年投资北欧海鲜(丹麦)，FW Blythe(美国)和Nordsea(巴西)三个产品销售公司，成立Dosa管理南美渔业及销售；同期日水成立日穗物流有限公司。	TO B端：2016年牵手良之隆、思念。2019年底已经拥有良之隆外婆家、海底捞、思念、呷哺呷哺、Carnival、Applebees、Hooters、Hard Rock、Denny's等大型餐饮类优质客户。TO C端：2015年进入顺丰优选和本来生活；2016年进入天猫生鲜、易果生鲜和京东生鲜；2018年供货盒马鲜生；2018年永辉超市入股。

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

由于日本水产的全球布局在广度和深度均优于国联水产，且在食品加工深度方面领先国联水产，叠加上游对于水产动保等精细化工板块的布局，日本水产品的销售毛利率优于国联水产；2018年日水的销售毛利率为19.48%，同期国联水产为13.80%。考虑公司在水产上游的工业化养殖布局、水产加工业的精深方向转型、及国内外销售渠道的不断丰富，公司盈利能力有较大提升空间。

图表 67: 国联水产 VS 日本水产盈利水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2 对标产业成长阶段，公司规划符合逻辑

1980年的日本水产，处于产业链海外拓展期；而此时国联水产恰好也处于全球化、全产业链架构的初现期，未来的发展阶段同样为海外拓展期，因此具有可比性。此时日本水产主要方向为上游海外采购链的拓展，拓展的品类为海外特色品种、高级水产品等，如鲑鱼、金枪鱼等；中游为海外加工工厂的投资设立，重点重视的为产品研究及精深发展方向；下游重点为日本的国内市场，采取战略为“全球采购，日本销售”。

对标国联水产，目前国内消费正处于转型期。上游公司完成了印度对虾养殖的收购，已开启采购链的海外拓展，目前重点依然为对虾产业，同时杂合各国其他特色产品，未来有待持续扩充。中游目前新发展的单品为小龙虾，也是对于近几年市场需求的迎合，目前已获得傲人业绩；公司强大的研发能力，结合上游优质资源，未来开发中高端产品有力。下游，国联水产紧握B端客户，充分发挥C端新零售的潜力，保障产品周转，且重点视国内市场的开拓。由此来看，公司阶段性发展策略符合逻辑，未来看好公司发展前景。

## 5. 盈利预测

公司发展思路清晰，专注主业，不断强化上中下游产业发展，看好未来业绩的成长空间。我们看好公司抓住因疫情导致的商超及线上产品大幅增速。具体来看：水产品板块，考虑未来小龙虾单品对销售收入的拉动，预测未来销售收入将迎来较大提升；同时公司布局印度对虾养殖公司、向深加工转型，未来毛利率有较大提升空间。我们看好公司受益因新冠疫情留存的生鲜线上用户的激增带来的线上销售快速增长，同时公司深耕国内B端渠道多年有望开花结果。

图表 68: 水产品板块营收及毛利率预测 (亿元)

	2018	2019E	2020E	2021E
国外	<b>30.832</b>	<b>35.93</b>	<b>28.65</b>	<b>33.02</b>
国内	<b>13.777</b>	<b>29.98</b>	<b>38.77</b>	<b>54.19</b>
TO C		9.51	13.19	22.21
TO B		20.47	25.58	31.98
合计	<b>44.609</b>	<b>55.91</b>	<b>67.09</b>	<b>87.21</b>
毛利率	<b>13.8%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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, 未来公司将迎来快速发展, 线上销售及商超订单有望大幅增加, 我们认为公司的 19 年期间费用较高, 主要由中美贸易摩擦、国内业务快速拓展中商超拓展的返点所致。预期今年期间费用有望回归平均水平, 随着公司销售战略从 b 向 c 的渗透。我们给予公司 2019 年、2020 年、2021 年营收 18.7%、20%、30% 增长, 我们预测 2020 年公司海外业务受战略转对内和美国市场的不确定性有所下降至 28.65 亿元、而国内有望显著提升至 38.77 亿元。公司已上调了 2020 年与永辉关联交易的金额额度为 5 亿元比 19 年同期增长 150%。受新冠疫情影响一季度公司出货有所下降, 但一季度线上增速较高, 我们预期公司今年国内渠道布局将更为稳固扎实, 在下半年有望复苏。2021 年有望迎来收获期, 我们预期公司营收增速将达到 30%, 收入规模快速提升。基于未来公司深加工研发和对 B 端的渗透, 我们认为公司的毛利率将维持稳定, 产品的多元化和深度有望带来毛利率的上行来弥补公司因进入更多商超带来的期间费用。我们预期公司的整体毛利会稳定在 14%。预计公司 2019、2020、2021 营收 55.91、67.09、87.21 亿元, 归母净利-0.81、1.43、3.13 亿元, EPS 为-0.09、0.16、0.34 元; 给予“买入”评级。

图表 69: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300094.SZ	国联水产	39.41	-0.09	0.16	0.34	-48.6	27.4	12.5
600467.SH	好当家	37.26	0.05	0.07	0.10	47.13	35.56	25.40
603345.SH	安井食品	130.59	1.41	1.72	2.21	40.26	32.97	25.70

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 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、中美贸易摩擦。美国是公司最重要的市场之一, 如果美国进出口政策发生较大变动, 对公司业务将造成巨大影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com