

受益三文鱼需求复苏，优质动物蛋白企业迎来高成长

买入|首次覆盖

——佳沃食品公司首次覆盖报告

报告要点：

● 公司是以三文鱼为核心产品的优质蛋白食品企业

佳沃食品主要从事优质蛋白海产品的养殖、加工及销售，深度掌握以三文鱼为代表的优质海鲜蛋白的上游稀缺资源，产品主要包括三文鱼、北极甜虾、狭鳕鱼、真鳕鱼、比目鱼等优质海产品。受益于三文鱼终端市场需求及销售价格的回暖，公司盈利大幅提升。2022Q1 公司实现营收 12.23 亿，同比增长 6.2%；归母净利润 1.10 亿，同比增长 170.5%。

● 控股股东拟全额认购定增，优化财务结构，彰显成长信心

公司控股股东为佳沃集团，近日公司发布非公开增发预案，拟募资 5.16-7.73 亿元，由佳沃集团全额认购，用于补充流动资金。此次定增将有助于降低公司财务风险，改善公司资本结构并助力公司利润释放，未来成长确定性高。

● 三文鱼行业长期供需紧平衡，鱼价有望维持高位

三文鱼需求将受益于消费升级的趋势而持续提升。2021 年全球三文鱼消费量约为 286 万吨，同比增长 8%。三文鱼养殖行业受到严格的养殖环境以及牌照监管的约束，行业集中度持续提升。2021 年全球三文鱼收获量约 282 万吨，同比增长 4%。未来全球三文鱼的年均供应增速将放缓至 4%。三文鱼行业将长期处于供需紧平衡状态，促使三文鱼价格维持在高位水平。

● 公司掌握稀缺资源，严格把控核心品类品质，构筑深厚护城河

公司收购智利前十大三文鱼企业 Australis，掌控全产业链中价值最高的上游养殖端优质稀缺资源。公司进行鱼卵孵化、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，在智利拥有充足的加工生产能力，其中 7.2 万吨智能加工厂拟于 2022 年 3 月建设完成，进一步降本增效。在渠道端，公司坚持全球多元化全渠道销售体系布局，重点发力中国市场，推出“馋熊同学”切入国内的高景气 3R 预制食品领域。未来公司将持续推进品类扩张，丰富产品矩阵，助力公司的业绩释放。

● 投资建议与盈利预测

受益于三文鱼价格回暖，未来公司业绩将维持较高的增速且确定性高。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 56.65/69.51/83.98 亿元，同比增长 23.22%/22.72%/20.81%；2022-2024 年归母净利润为 2.38/4.06/7.02 亿元，同比增长 182.55%/70.17%/73.20%，对应 2022-2024 年的 EPS 分别为 1.37/2.33/4.03 元，当前股价对应 PE 分别为 19.3/11.3/6.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料及产品市场价格波动风险、疫情持续发酵风险、新业务开拓不达预期风险、消耗性生物资产公允价值变动风险、自然灾害风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4525.01	4597.22	5664.55	6951.39	8398.07
收入同比(%)	32.01	1.60	23.22	22.72	20.81
归母净利润(百万元)	-713.23	-288.68	238.31	405.54	702.37
归母净利润同比(%)	-464.20	59.52	182.55	70.17	73.20
ROE(%)	-76.82	-45.74	27.05	31.62	35.36
每股收益(元)	-4.09	-1.66	1.37	2.33	4.03
市盈率(P/E)	-6.45	-15.92	19.29	11.34	6.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价： 26.39 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 25.86/9.53

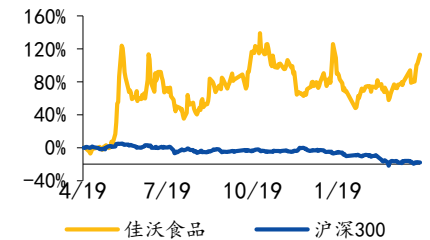
A 股流通股 (百万股): 133.56

A 股总股本 (百万股): 174.20

流通市值 (百万元): 29.37

总市值 (百万元): 38.31

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

目 录

1. 深耕优质动物蛋白产业的稀缺三文鱼龙头.....	5
1.1 公司是以三文鱼为核心产品的优质蛋白食品企业.....	5
1.2 控股股东佳沃集团拟全额认购定增，彰显成长信心.....	6
1.3 三文鱼需求景气上行，公司盈利大幅增长.....	7
2. 三文鱼行业长期供需紧平衡，鱼价有望维持高位.....	9
2.1 全球三文鱼需求持续增长，国内需求快速提升.....	9
2.2 全球三文鱼供给增长有限，行业准入壁垒高，长期处于供需紧平衡.....	11
2.3 供给受限叠加需求提升，推动三文鱼价格上行.....	14
3. 掌握上游优质稀缺资源，构筑行业高壁垒.....	15
3.1 掌握养殖端优质资源，严格把控核心品类品质，构筑深厚护城河.....	15
3.2 全球多元化全渠道销售体系布局，重点发力中国市场.....	18
3.3 持续开发预制菜等增值产品，打造业务增长新引擎.....	19
4. 盈利预测和投资评级.....	21
5. 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	7
图 3: 2022 年 Q1 公司营业收入同比增长 6.16%.....	8
图 4: 2022 年 Q1 公司归母净利润同比增长 170.48%.....	8
图 5: 公司营业收入按产品拆分 (单位: 亿元)	8
图 6: 公司营业收入按地区拆分 (单位: 亿元)	8
图 7: 2022Q1 公司毛利率/净利率分别提升至 16.03%/12.20%.....	9
图 8: 2022Q1 公司财务费用率有所提升.....	9
图 9: 2020 年全球三文鱼消费量仅 0.02 亿吨 (单位: 百万吨)	10
图 10: 我国 2021 年三文鱼进口量同比增长 31.28%.....	10
图 11: 我国 2021 年三文鱼进口金额同比增长 79.71%.....	10
图 12: 2018 年全球主要三文鱼消费国人均消费量对比.....	11
图 13: 全球仅少数水域适合养殖三文鱼.....	12
图 14: 2020 年全球各三文鱼养殖点产量分布 (单位: %)	12
图 15: 三文鱼的养殖过程需经历淡水育苗、海水养殖.....	12
图 16: 2020 年挪威和智利的头部三文鱼养殖企业分别仅剩 23 家和 10 家 ...	13
图 17: 2020 年三文鱼供给的市场集中度情况.....	13
图 18: 2020 年全球前五大三文鱼厂商.....	13
图 19: 预计 2020-2024E 全球三文鱼供给复合增速约 4%.....	14
图 20: 2019 年至今智利销往各市场行业周平均价格.....	15
图 21: 2021 年 Australis 收获三文鱼 8.43 万吨.....	16
图 22: Australis 历年来营业收入与净利润情况	16
图 23: 2020 年智利前十大三文鱼企业 (单位: 万吨)	16
图 24: 2021 年智利三文鱼养殖行业饲料转化率.....	17
图 25: 2021 年智利三文鱼行业平均累计死亡率.....	17
图 26: 公司实现从鱼卵孵化、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.....	17
图 27: 公司 2020 年全球三文鱼市场销售占比.....	19
图 28: 公司 2021 年全球三文鱼市场销售占比.....	19
图 29: 公司在天猫、京东等主流电商平台开设线上店铺.....	19
图 30: 公司合作盒马, 供应冰鲜三文鱼产品	19
图 31: 2020 年我国预制菜行业市场规模达 2527.0 亿元.....	20
图 32: 公司推出高营养食品品牌“馋熊同学”.....	21
图 33: 公司推出专注高端礼赠市场的“南极颂”产品线.....	21
表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 公司拟向控股股东佳沃集团定增 5.2-7.7 亿元.....	7
表 3: 全球三文鱼供给端和需求端测算.....	14

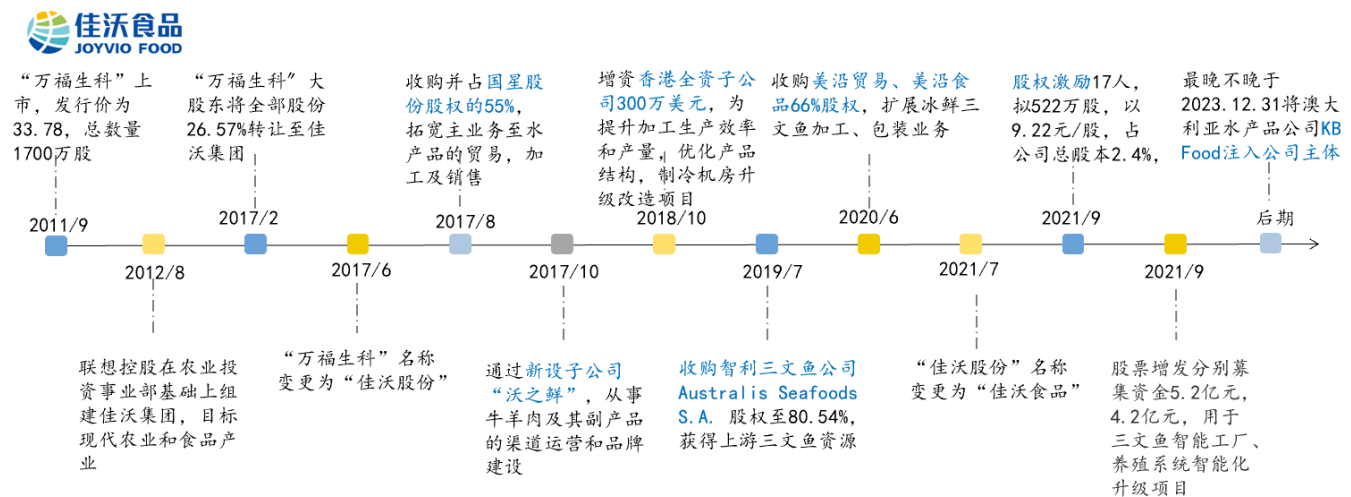
表 4: 公司产能梳理.....	18
表 5: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元)	22
表 6: 相对估值表.....	22

1.深耕优质动物蛋白产业的稀缺三文鱼龙头

1.1 公司是以三文鱼为核心产品的优质蛋白食品企业

佳沃食品是以三文鱼为主业的优质蛋白创新食品企业。佳沃食品原名“万福生科”，2011年于深交所上市。2017年佳沃集团购买万福生科26.57%的股份，成为公司的控股股东。2019年，佳沃食品收购智利三文鱼公司 Australis Seafoods S.A.，切入三文鱼核心业务。公司目前主要从事优质蛋白海产品的养殖、加工及销售，深度掌握以三文鱼为代表的优质海鲜蛋白的上游稀缺资源。公司的明星产品主要包括三文鱼、北极甜虾、狭鳕鱼、真鳕鱼、比目鱼等优质海产品以及基于以上优质海产品推出的健康营养3R预制菜系列产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，公司各年度年报，国元证券研究所

表 1：公司主要产品

产品类型	产品示意图
<p>分为大西洋鲑和鳟鱼，产品形态主要包括：整鱼、鱼柳和增值产品。</p>	
<p>三文鱼</p> <p>增值产品包括全球销售的鱼段、鱼肉丁等精细分割产品，以及专注于家庭消费细分市场品牌“Mama Bear”系列产品、“佳沃鲜生”、“馋熊同学”等三文鱼深加工品牌食品。</p>	
<p>北极甜虾</p> <p>主要为头籽虾、腹籽虾，产品形态主要包括：1000g（盒装）、400g（盒装、袋装）、200g（袋装）。</p>	
<p>高蛋白深海鱼产品</p> <p>主要有鱼柳、鱼块、鱼糜，产品形态有单冻、块冻、层叠等。</p>	

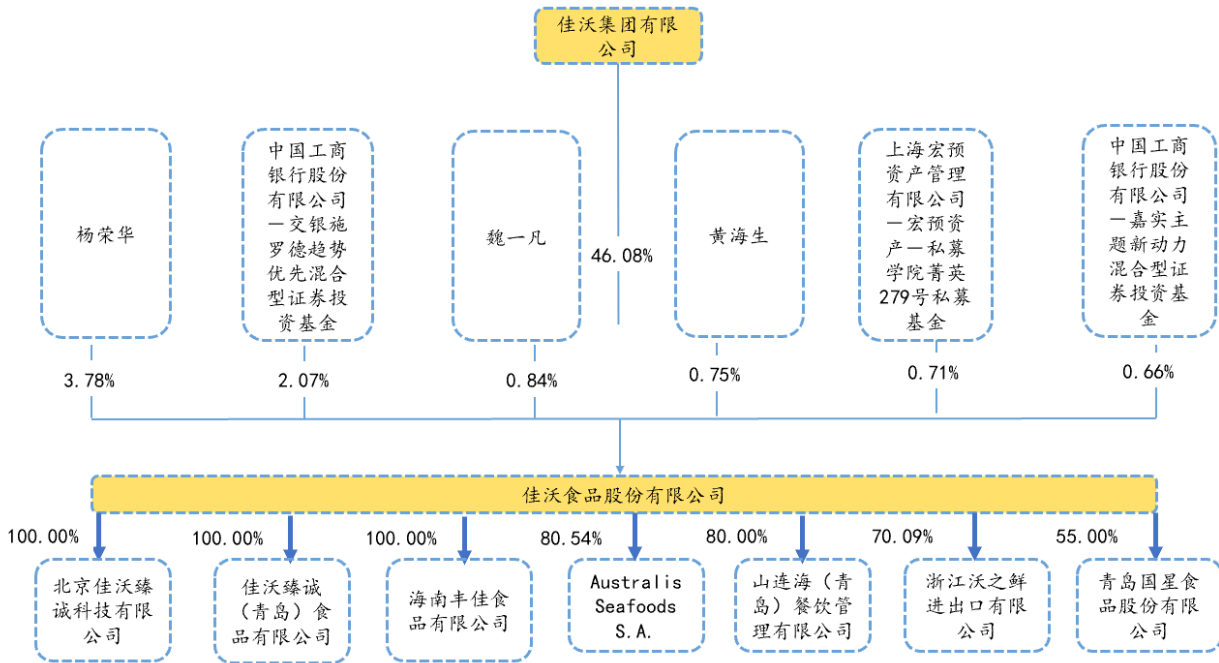
资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

1.2 控股股东佳沃集团拟全额认购定增，彰显成长信心

公司控股股东为佳沃集团，实力雄厚。截至 2022 年一季报，佳沃集团持有公司 46.08% 的股权，为公司的控股股东。佳沃集团是联想控股的现代农业板块公司，也是中国最大的水果全产业链企业，在海外及中国拥有规模化的蓝莓和奇异果种植基地，领先的种苗繁育中心、工程技术中心、分选加工中心、冷链物流平台和品牌营销网络。佳沃集团实力雄厚，并通过资金注入、供应商及合作伙伴的共享等举措积极赋能公司的发展。

公司主要通过智利子公司 **Australis** 开展三文鱼主业。公司采取产业化经营模式，持有全球排名前十的三文鱼企业 **Australis Seafoods S.A.** 80.54% 的股份，并开展三文鱼的养殖、加工、销售。同时，公司通过境内控股子公司青岛国星开展狭鳕鱼、北极甜虾、比目鱼等加工及销售，青岛国星是国内中国最大的北极甜虾进口分销商、狭鳕鱼加工供应商，与国外拥有捕捞配额的船公司签订独家优先代理权，合作关系长期稳定。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

注：截至公司 2022 年一季报

控股股东佳沃集团拟全额认购定增项目，彰显成长信心，有望优化公司财务结构。近日佳沃食品发布非公开增发预案，拟向控股股东佳沃集团募集资金总额 5.16-7.73 亿元。本次定增拟由控股股东佳沃集团全额认购，彰显佳沃集团对公司未来成长的坚定信心。此次定增将有助于公司降低财务风险，控制有息负债规模，改善公司资本结构并助力公司利润释放。

表 2：公司拟向控股股东佳沃集团定增 5.2-7.7 亿元

拟发行数量	发行价格 (元/股)	募集资金总额 (亿元)	募集资金用途
不低于 3,484.00 万股 且不超过 5,226.00 万 股，未超过本次发行前 公司总股本的 30%	14.8	5.16-7.73	补充流动资金，优化财务结构，降低资产负债率。截至 2021 年底，公司资产负债率为 90.72%，处于较高水平，公司业务规模的扩张能力在一定程度上受制于公司整体的资金和负债状况。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 三文鱼需求景气上行，公司盈利大幅增长

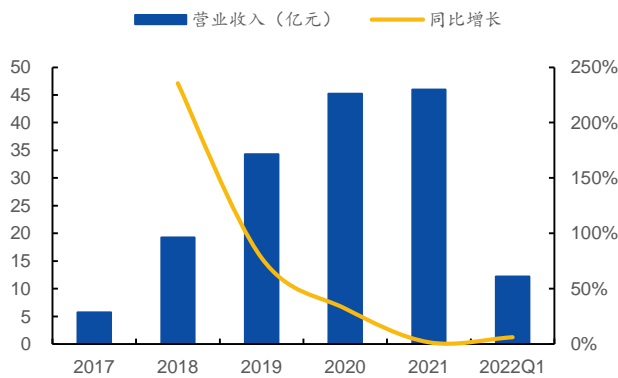
三文鱼需求景气上行，2021 年公司亏损大幅收窄。受益于 2021 年餐饮业需求的复苏、零售渠道持续增长，同时全球三文鱼供应增长相对受限，推动了 2021 年三文鱼价格的恢复性上涨。2021 年公司实现营收 45.97 亿元，同比增长 1.60%，其中三文鱼主业实现营收 31.81 亿元，智利子公司 Australis 贡献收入 31.69 亿元，同比增长

2.45%，净利润 8319.38 万元，实现扭亏为盈。2021 年公司积极克服跨境物流成本持续高企、港口消杀费用和滞港仓储等费用增加的不利影响，实现归母净利润-2.89 亿元，同比大幅减亏 4.24 亿元。剔除子公司计提商誉减值因素后的归属于上市公司股东的净利润-1.53 亿元，较上年同期大幅减亏 5.60 亿元。

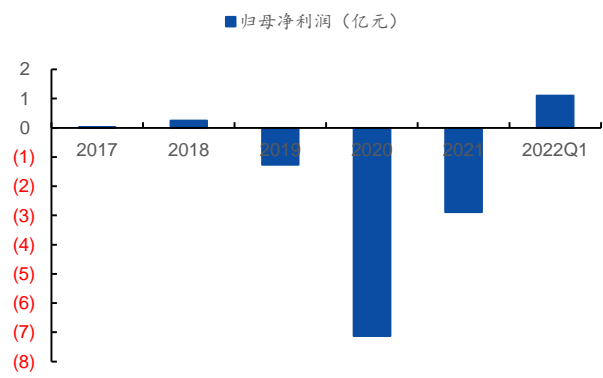
三文鱼价格恢复性上涨，2022Q1 公司盈利能力大幅提升。受益于三文鱼的市场需求及销售价格回暖，公司 2022 年 Q1 实现营业收入 12.23 亿元，同比增长 6.16%，实现归母净利润 1.10 亿，同比增长 170.48%。其中，核心子公司 Australis 盈利大幅恢复性提升，2022 年 Q1 实现营业收入 8.25 亿元，同比增长 2.45%，实现净利润 1.89 亿，同比增长 251.9%。鱼价上升，带动公司消耗性生物资产市场公允价值上升 1.66 亿元，同比增加 382.72%。

图 3：2022 年 Q1 公司营业收入同比增长 6.16%

图 4：2022 年 Q1 公司归母净利润同比增长 170.48%



资料来源：Wind，国元证券研究所

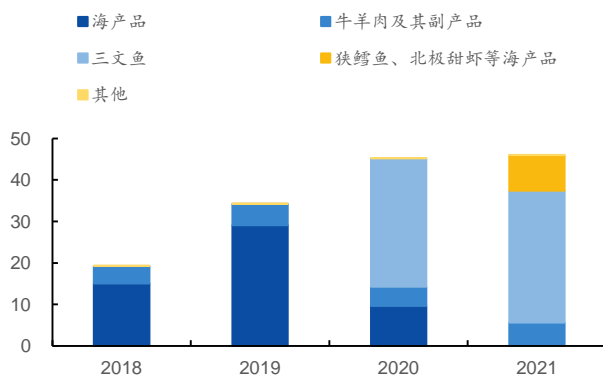


资料来源：Wind，国元证券研究所

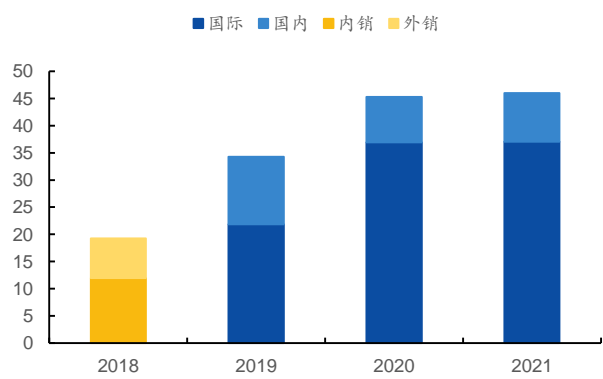
公司以外销为主，并积极拓展国内市场。2021 年公司国际/国内收入分别为 37.02/8.95 亿元，营收占比分别为 80.53%/19.47%。未来公司将围绕“整合上游资源，开拓中国市场”的发展思路，深耕三文鱼、深海鱼等传统产品的同时，持续扩张产品品类，推出“馋熊同学”3R 预制食品、全新的专注高端礼赠市场的“南极颂”产品线打开国内市场。同时公司积极拓展国内的线上及线下销售渠道，助力业绩提升。

图 5：公司营业收入按产品拆分（单位：亿元）

图 6：公司营业收入按地区拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

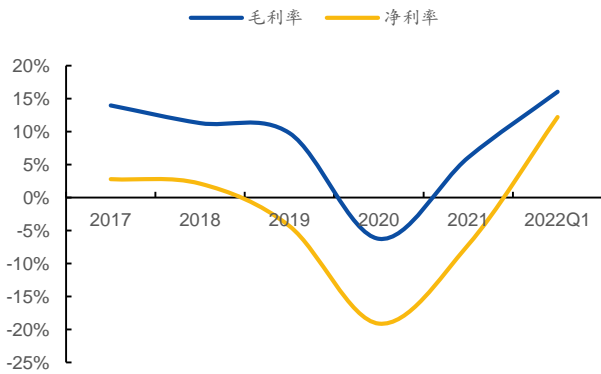


资料来源：Wind，国元证券研究所

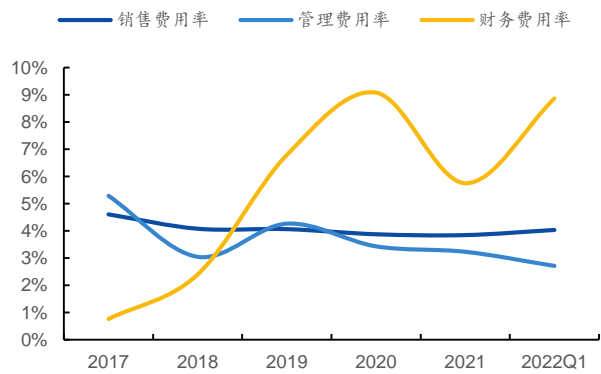
公司盈利能力逐步恢复。2020年受疫情影响，餐饮行业需求锐减，海产品市场价格受到巨大冲击，公司毛利率、净利率均为负值。2021年疫情影响审批效率，公司三文鱼投苗和收获进度受到较大影响，致使投苗计划推迟、投苗均重上升，导致鱼苗成本高于往期，同时饲料成本的不断上升压缩盈利空间。由于平均收获均重下降，导致固定运维成本分摊至单位重量的成本增加，推升2021年成本水平。2021年公司毛利率为6.08%，其中子公司Australis全年平均毛利率为6.2%。2022年市场逐步回暖，三文鱼价格上行，公司毛利率/净利率分别提升至16.03%/12.20%。

公司定增预案拟优化公司的财务结构，提升公司的盈利水平。2022Q1公司财务费用率为8.87%，同比提升2.74pct，资产负债率达到89.56%。公司的定增预案有助于降低公司财务风险，改善公司的流动性水平以及资本结构，并助力公司盈利水平的提升。

图 7：2022Q1 公司毛利率/净利率分别提升至 16.03%/12.20% 图 8：2022Q1 公司财务费用率有所提升



资料来源：Wind，国元证券研究所



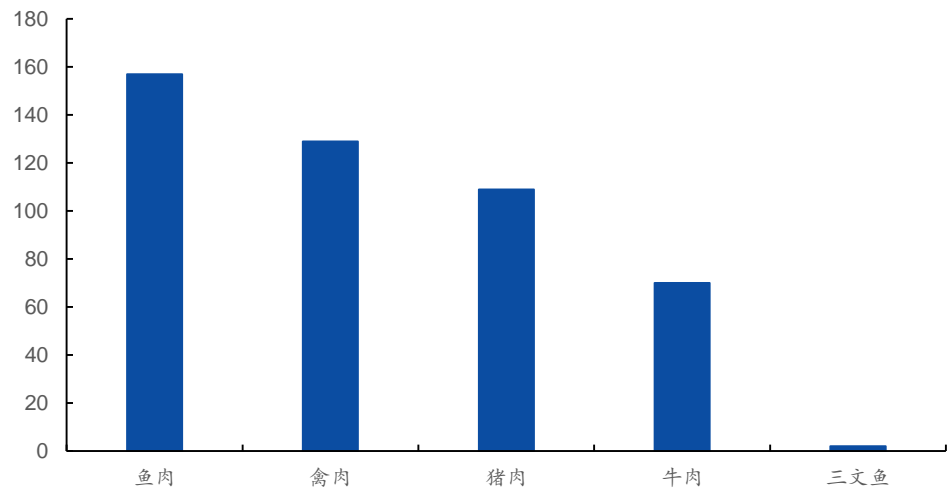
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 三文鱼行业长期供需紧平衡，鱼价有望维持高位

2.1 全球三文鱼需求持续增长，国内需求快速提升

三文鱼是富含丰富营养的优质动物蛋白，相较于鱼肉、禽肉等动物蛋白，消费量有待提升。三文鱼富含 Omega-3、18 种氨基酸（包含人体必需的 8 种氨基酸）、维生素 A/D 以及铁、钙、锌、硒等多种微量元素，低脂肪，能够促进大脑发育，增强记忆力，提高身体免疫力，预防心血管疾病，抗衰老，抗肿瘤，防止视力衰退，营养价值极高，常食适量三文鱼，符合消费升级趋势。根据全球最大三文鱼生产商美威（Mowi）发布的《2021 年三文鱼养殖手册》，2020 年全球鱼类消费量约为 1.57 亿吨，家禽消费量约为 1.29 亿吨，而三文鱼消费量仅为 0.02 亿吨。未来随着居民消费持续升级，三文鱼消费量有待提升。

图 9：2020 年全球三文鱼消费量仅 0.02 亿吨（单位：百万吨）



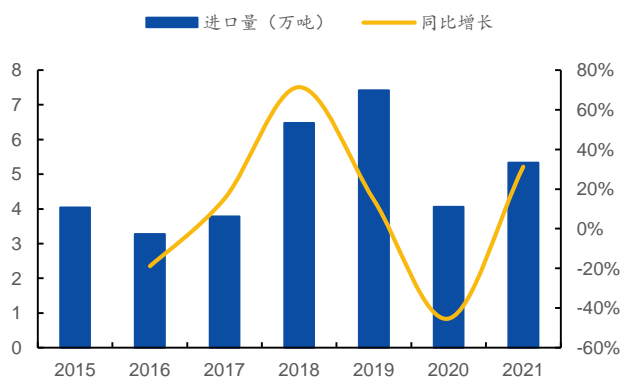
资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，OECD-FAO，国元证券研究所

全球三文鱼消费量持续增长，市场规模超千亿元。在全球人口不断增长、新兴市场中产阶级规模日益扩大、民众健康观念增强的趋势下，长期来看全球三文鱼市场需求将持续增长。根据美威的数据统计显示，2021 年全球三文鱼消费量约为 286 万吨，同比 2020 年增长 8%。若取三文鱼价格为 5 万元/吨，即对应千亿元的市场空间。分地区来看，2021 年美国市场消费量同比增长 12%，巴西市场消费量同比增长 3%，欧洲市场消费量同比增长 7%，亚洲市场消费量同比增长 7%。

我国三文鱼消费量快速提升。根据中国海关的数据，2015-2021 年我国三文鱼进口量具有一定波动性，2016-2019 年间我国三文鱼进口量增长迅速，2019 年进口量达到 7.42 万吨，2016-2019 年 CAGR 为 31%；2020 年受新冠疫情的影响，我国三文鱼进口量下降至 4.06 万吨，2021 年进口量有所回升，进口量为 5.33 万吨，同比增长 31.23%。对应 2021 年我国三文鱼进口金额为 5.86 亿美元，同比增长 79.71%。

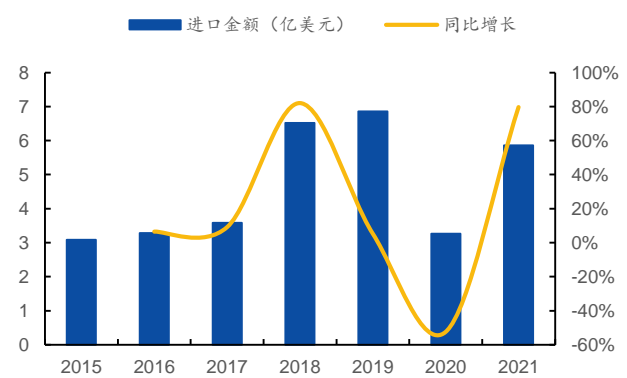
图 10：我国 2021 年三文鱼进口量同比增长 31.28%

图 11：我国 2021 年三文鱼进口金额同比增长 79.71%



资料来源：中国海关，华经产业研究院，国元证券研究所

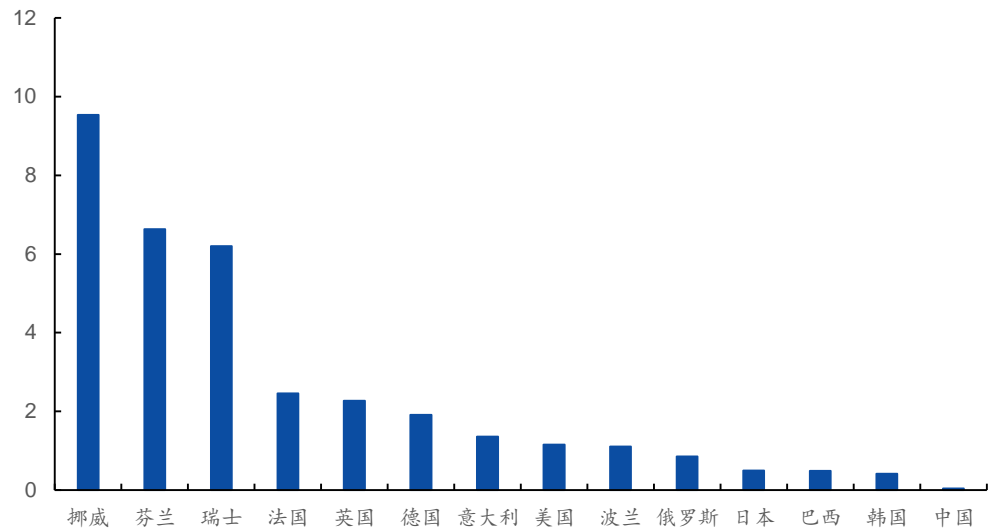
注：我国进口的“三文鱼”主要是指大西洋鲑鱼，海关编码：3021410



资料来源：中国海关，华经产业研究院，国元证券研究所

我国三文鱼人均消费量相较于欧美地区仍具有较大的提升空间。三文鱼不是亚洲地区的传统动物蛋白来源，因此亚洲的人均消费量远低于北欧等三文鱼原产国。2018年我国人均三文鱼消费量仅40g/年，只有韩国和日本的1/10，挪威的1/238，仍具有较大的提升空间。未来国内消费升级的趋势将为三文鱼等高质量动物蛋白市场规模的增长提供持续动力。

图 12：2018 年全球主要三文鱼消费国人均消费量对比



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

2.2 全球三文鱼供给增长有限，行业准入壁垒高，长期处于供需紧平衡

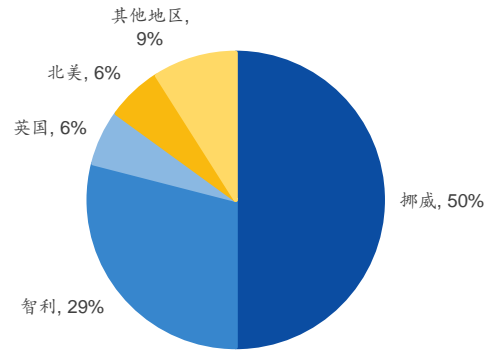
全球三文鱼的供应主要来自人工养殖，且三文鱼较高的生长环境要求下，全球仅少数水域适合养殖三文鱼。三文鱼对生长环境要求极高：其生长水域须水质澄清、无污染；最佳生长水温为8~14℃；喜逆流、喜氧（促进物质代谢和生长）；三文鱼多为近海养殖，对水中溶解氧要求高，适宜pH范围为6.5~6.8。在全球范围内，能够满足三文鱼生长环境要求的区域非常有限。

挪威和智利作为全球三文鱼两大主要产地，供应量合计约占全球供应量的80%。挪威和智利因狭长曲折的海岸线、适宜的水温、纯净无污染的海域，成为全球三文鱼两大主要产地。其中，2020年挪威产量占50%（123万吨），智利产量占29%（70万吨），两者供应量合计约占全球供应量的80%。

图 13: 全球仅少数水域适合养殖三文鱼



图 14: 2020 年全球各三文鱼养殖点产量分布 (单位: %)



资料来源: 美威三文鱼养殖行业手册, 国元证券研究所

资料来源: 华经产业研究院, 国元证券研究所

注: 适宜三文鱼养殖的海岸线只处于南北半球的某些特定纬度内, 上图标识了目前全球三文鱼养殖的主要地区

三文鱼养殖牌照发放严格受政府限制, 提升了行业的准入壁垒。三文鱼养殖牌照数量直接决定了区域内的三文鱼收获量上限。挪威和智利作为全球三文鱼两大主要产区, 均对三文鱼养殖牌照的发放进行严格限制。挪威从 1982 年起限制牌照发放, 目前当地三文鱼养殖商仅能以拍卖方式获取牌照, 而智利渔业监管部门则已停止接收新牌照的申请。未来三文鱼养殖行业获取新的养殖牌将更加困难, 行业准入壁垒高。**三文鱼需经历淡水种苗繁育、海水养殖阶段, 较长的生长周期限制其产能扩张速度。**三文鱼的生长周期在 3 年左右, 需经历在淡水中的种苗繁育、海水养殖等阶段。其中, 淡水中需生长 10-16 个月, 海水中需生长 14-22 个月, 体重达到 3-6kg 后可进行捕捞。较长的生长周期使得三文鱼的供给增长速度相对缓慢。

图 15: 三文鱼的养殖过程需经历淡水育苗、海水养殖

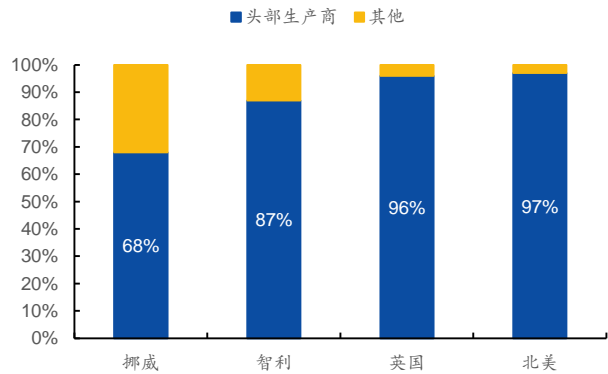
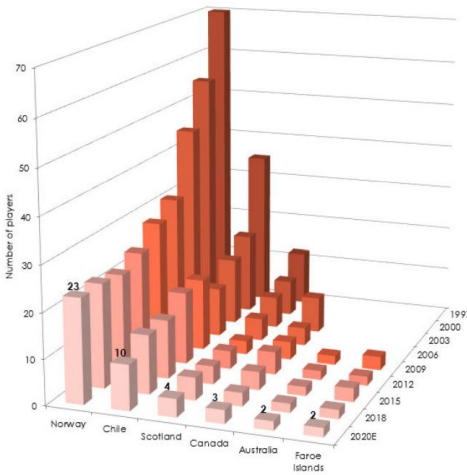


资料来源: 公司 2021 年年报, 国元证券研究所

高准入壁垒下，三文鱼厂商数量逐渐减少，行业集中度趋于提升。从区域看，2020年挪威和智利的CR10分别为68%和87%，英国CR5和北美CR4分别为96%、97%。其中，挪威和智利的头部三文鱼养殖企业数量仍在减少，2020年分别仅剩23和10家。

图 16: 2020 年挪威和智利的头部三文鱼养殖企业分别仅剩 23 家和 10 家

图 17: 2020 年三文鱼供给的市场集中度情况



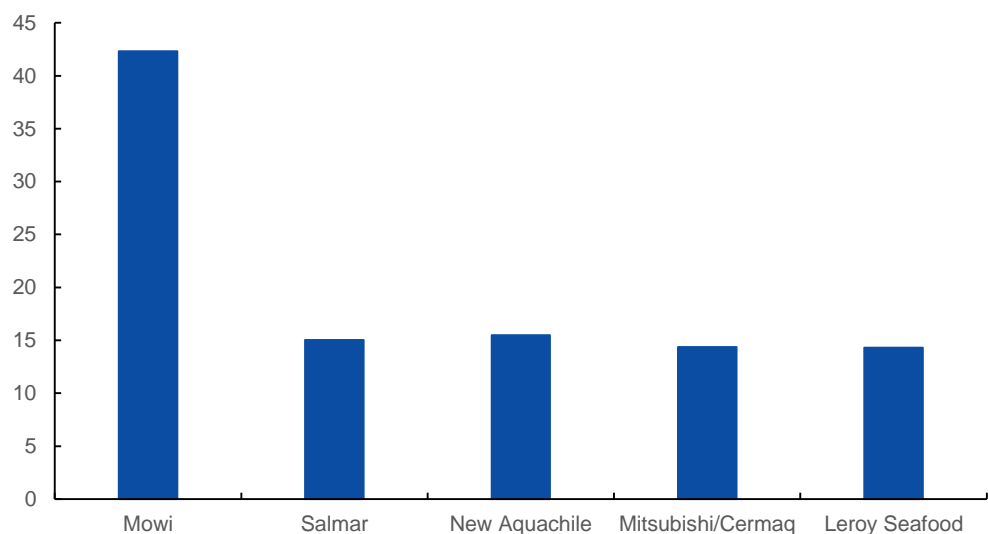
资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，国元证券研究所

资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，华经产业研究院，国元证券研究所

注：挪威和智利为前十生产商，英国和北美分别为前五和前四生产商

Mowi (美威) 是全球产量最大的三文鱼供应商。2020 年 Mowi 三文鱼捕捞量约为 42 万吨，收获挪威 1/5 以上的三文鱼，英国的 1/3，北美的 1/3。除美威外，Salmar、New Aquachile(Agrosuper)、Mitsubishi/Cermaq、Leroy Seafood 为全球前五大三文鱼厂商，2020 年捕捞量均在 14 万吨以上。

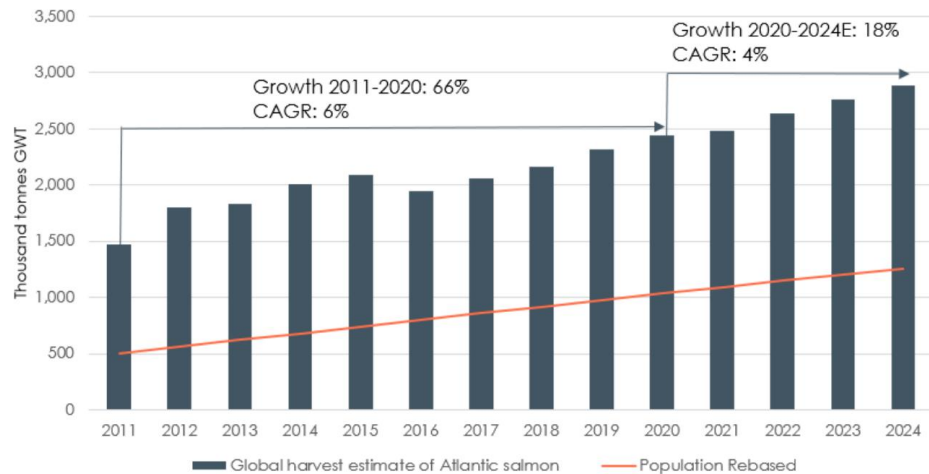
图 18: 2020 年全球前五大三文鱼厂商



资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，国元证券研究所

产能扩张受限的情况下，预计 2020-2024 年全球三文鱼供给的复合增速约 4%。行业专业研究机构 Kontali 和 DNB Markets 公布的数据显示，2021 年全球三文鱼收获量约为 282 万吨，同比增长 4%。Kontali 预测，未来几年全球三文鱼的供应增速将放缓，2020-2024 年年均复合增速预计为 4%。

图 19：预计 2020-2024E 全球三文鱼供给复合增速约 4%



资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，Kontali，国元证券研究所

2.3 供给受限叠加需求提升，推动三文鱼价格上行

综上所述，三文鱼需求稳步提升，同时供给端增长速度缓慢。从需求端来看，三文鱼作为优质动物蛋白，其需求将受益于消费升级的趋势而持续提升。2021 年全球三文鱼消费量约为 286 万吨，同比增长 8%。从供给端来看，三文鱼的养殖生产周期长达 3 年，产能端的扩张速度相对缓慢。同时，三文鱼养殖行业受到严格的养殖环境以及牌照监管的约束，高准入壁垒下三文鱼养殖企业数量逐渐减少。2021 年全球三文鱼收获量约 282 万吨，同比增长 4%。同时根据预测，未来全球三文鱼的供应增速将放缓，2020-2024 年年均复合增速预计为 4%。长期来看，三文鱼行业将长期处于供需紧平衡状态。

表 3：全球三文鱼供给端和需求端测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
需求 (万吨)	286	303	321	341	361
复合增速			6%		
供给 (万吨)	282	293	305	317	330
复合增速			4%		

资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，Kontali，公司 2021 年报，国元证券研究所

供需紧平衡下，三文鱼价格迎来上涨。2021 年以来，随着新冠疫情的影响逐步缓解，

三文鱼的终端市场需求及销售价格均出现了快速回暖势头。根据 DataSalmon 的最新报告，2021 年以来，智利三文鱼价格呈现快速上升趋势。与 2020 年相比，2021 年智利销往美国鱼柳 Trim D (3-4 磅) 行业平均价格同比上涨 33%；智利销往巴西蒙特港整鱼(12-14 磅) 行业平均价格同比上涨 58%；智利销往中国上海整鱼(6+kg) 行业平均价格同比上涨 41%。

图 20：2019 年至今智利销往各市场行业周平均价格



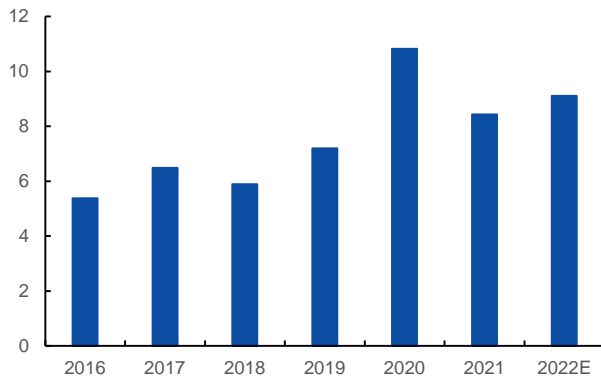
资料来源：DataSalmon，国元证券研究所

3. 掌握上游优质稀缺资源，构筑行业高壁垒

3.1 掌握养殖端优质资源，严格把控核心品类品质，构筑深厚护城河

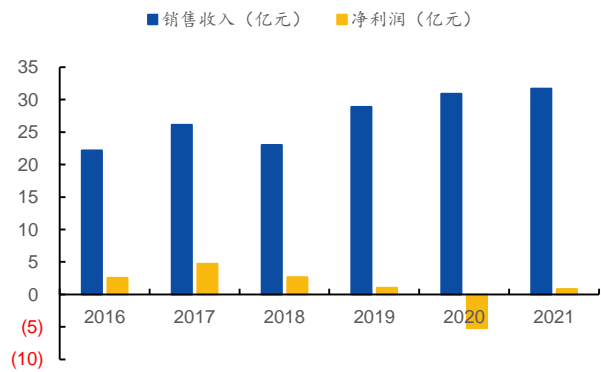
收购智利优质三文鱼企业 **Australis**，掌控全产业链中价值最高的上游养殖端优质稀缺资源。三文鱼市场长期的供需紧平衡使上游养殖端成为全产业链中价值最高的环节。Australis 是智利乃至全球前三大三文鱼企业，三文鱼收获量由 2016 年的 5.37 万吨提升至 2021 年的 8.43 万吨，CAGR 为 9.42%，同时公司预计 2022 年的收获量将达到 9.11 万吨，同比增长 8.08%。从营收来看，Australis 营业收入由 2016 年的 22.20 亿元稳步提升至 2021 年的 31.69 亿元，CAGR 为 7.38%。2021 年，Australis 克服饲料成本大幅上涨等负面因素，实现净利润 0.83 亿元，同比增长 115.96%。2019 年，公司完成对智利三文鱼企业 Australis 的收购，提升了自身对海产品上游稀缺资源的掌控能力，为公司后期战略发展奠定了坚实基础。

图 21：2021 年 Australis 收获三文鱼 8.43 万吨



资料来源：公司各年度年报，Australis 年报，国元证券研究所

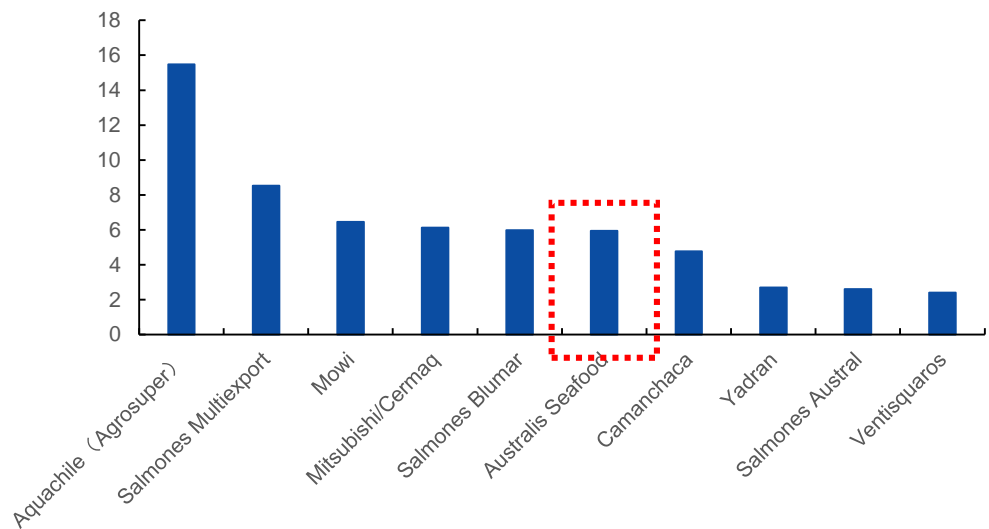
图 22：Australis 历年来营业收入与净利润情况



资料来源：公司各年度年报，Australis 年报，国元证券研究所

注：2016-2018 年公司未完成对 Australis 的收购，营收及净利润单位以美元计，此处取 2022 年 4 月 19 日美元汇率=6.372/1 换算得到

图 23：2020 年智利前十大三文鱼企业（单位：万吨）

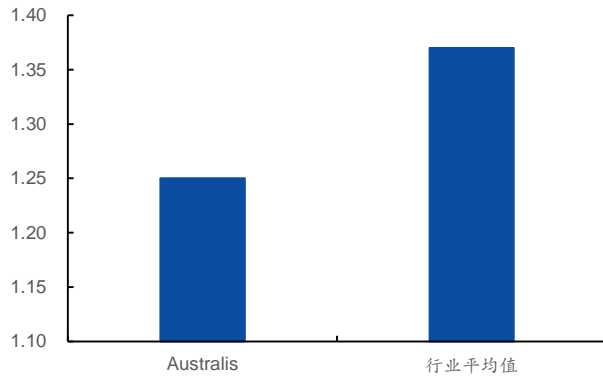


资料来源：美威三文鱼养殖行业手册，国元证券研究所

Australis 具有领先的养殖技术优势。智利子公司 Australis 在三文鱼饲料转化率、死亡率控制等养殖技术指标上显著领先于智利同行业公司。根据三文鱼行业资讯公司 Aquabench 权威统计显示,2021 年智利三文鱼养殖行业饲料转化率平均值为 1.37, 同期 Australis 三文鱼饲料转化率为 1.25, 优于行业平均值; 2021 年智利三文鱼行业平均累计死亡率值为 15.3%, Australis 三文鱼平均累计死亡率控制在 6.4%, 远低于行业平均值。全球水产饲料巨头 Biomar 定期发布“智利年度前 10 大三文鱼养殖场”的行业分析报告,就饲料转化率、收获均重等指标每年考核智利三文鱼养殖效率排行前十的养殖场。Australis 表现优异, 2020 年和 2021 年共有 9 个养殖场入围,

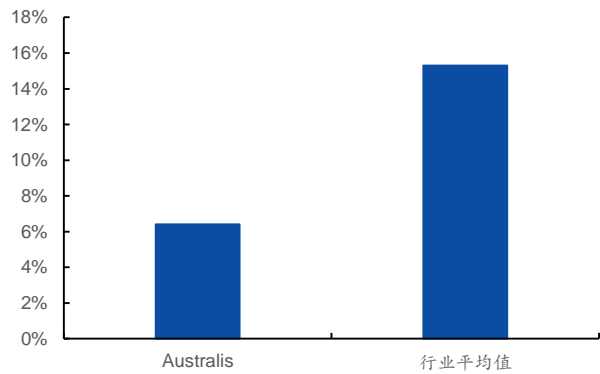
并且均为当年入围数量最多的公司。三文鱼收获量方面，2021年，公司业务按照生产计划稳步开展，在资源禀赋优越的智利第十二区，子公司 Australis 目前已成为第十二区实际收获量最大的三文鱼企业。

图 24：2021 年智利三文鱼养殖行业饲料转化率



资料来源：Aquabench，公司 2021 年年报，国元证券研究所

图 25：2021 年智利三文鱼行业平均累计死亡率



资料来源：Aquabench，公司 2021 年年报，国元证券研究所

注：饲料转化率（即指转化一公斤三文鱼重量所需要投入饲料的重量）

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，严格把控全产业链品质。 1) 在三文鱼淡水种苗繁育阶段，公司与世界一流的知名育种公司 Aquagen 公司就三文鱼鱼卵的供应签署长期协议，确保三文鱼具备优异的生长效率、肉质质量和抗病性等，减少 Australis 可能承担的风险及成本。2) 三文鱼海水养殖阶段在 Australis 位于湖区 Los Lagos（第十区）、艾森（第十一区）和麦哲伦（第十二区）地区的自有海洋养殖中心进行。期间公司通过智能化技术装备实时监测鱼的生长状况，技术监测掌握卫生状况、生长速度等影响养殖的所有变量，并通过综合饲养系统等现代化设施，确保养殖质量的稳定性。3) 三文鱼达到收获要求后，公司采用以捕捞艇为存放工具的活体捕捞技术收获三文鱼，此技术可使成鱼在从养殖中心运送到加工厂的过程中保持鲜活状态。加工流程结束后，鲜食成品每天均会通过冷藏车运输直接到达最终目的地，冷冻成品一般保存在-18℃的冷储环境中，主要以海运方式出口至客户所在港口。

图 26：公司实现从鱼卵孵化、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



资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

充足的加工生产能力，保证产品的加工效率和产品品质。在境外，公司位于智利第十区的三文鱼加工厂 Fitz Roy，建筑总面积约 11,800 平方米，主要用于公司在十一区三文鱼的加工，拥有清洁、切片、分料、各类增值产品加工、包装等 13 条生产线，年加工产能达 6 万吨；位于十二区的既有加工厂 Torres del Paine 拥有成熟的生产线和设备，工厂建筑面积约 7300 平方米，该工厂主要服务于公司在十二区三文鱼的加工，目前有 10 条生产线，包括开膛线、圆角线、分料线、包装线，年加工产能达 4 万吨。

7.2 万吨智能加工厂拟于 2022 年 3 月建设完成，进一步降本增效。截至 2021 年底，公司十二区的新加工厂 Dumestre，处于设备安装调试的最后阶段，2022 年 3 月底建设完成并进入试运营阶段。该工厂是该区域内首座规模化智能加工厂，年加工产能高达 7.2 万吨，将是十二区首座拥有陆地超纾压暂养池的屠宰厂，同时具备屠宰和深加工能力。在境内，公司位于青岛、成都的三文鱼加工厂充分保障公司的产品加工需求及全国履约能力，为公司发力中国市场奠定了基础。

表 4：公司产能梳理

加工厂	建筑面积	主要用途	年加工产能
智利第十区的三文鱼加工厂 Fitz Roy	11800 平方米	主要用于公司在十一区三文鱼的加工，拥有清洁、切片、分料、各类增值产品加工、包装等 13 条生产线	6 万吨
十二区的加工厂 Torres del Paine	7300 平方米	主要服务于公司在十二区三文鱼的加工，目前有 10 条生产线，包括开膛线、圆角线、分料线、包装线	4 万吨
十二区的新加工厂 Dumestre		2021 年底处于设备安装调试的最后阶段，2022 年 3 月底建设完成并进入试运营阶段。该区域内首座规模化智能加工厂，将是十二区首座拥有陆地超纾压暂养池的屠宰厂，同时具备屠宰和深加工能力。	7.2 万吨
青岛、成都的三文鱼加工厂（国内）		保障公司的产品加工需求及全国履约能力	

资料来源：公司 2021 年年报，国元证券研究所

3.2 全球多元化全渠道销售体系布局，重点发力中国市场

全球化销售渠道布局，构建“线上+线下”复合型渠道体系。海外销售渠道方面，公司与国外主要地区的客户建立了广泛、紧密、稳定的销售网络，覆盖欧美、日本等国家或地区，产品获得终端客户的广泛认可。2021 年，公司在保持目前境外优势销售渠道前提下，积极进行境外新销售渠道的拓展，通过参加美国波士顿海鲜博览会等线下行业展会、线上网站、邮件咨询等多种方式积极寻求更多的途径，开拓销售渠道。从销售收入占比来看，2021 年北美洲销售占比达 40%；南美洲销售占比达 21%，欧洲占比达 21%；亚太地区占比达 18%。销售收入分布较为均衡，表明公司扎实的全球营销网络的布局，并将助力公司在三文鱼市场回暖的情况下持续释放业绩弹性。

图 27：公司 2020 年全球三文鱼市场销售占比



资料来源：公司 2021 年报，国元证券研究所

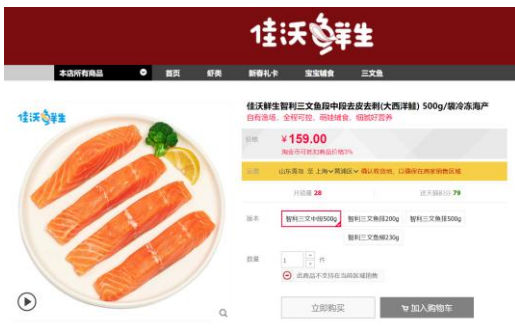
图 28：公司 2021 年全球三文鱼市场销售占比



资料来源：公司 2021 年报，国元证券研究所

重点开拓国内市场，发力新零售平台。国内渠道上，公司与大型商超、进出口商、加工商、连锁餐饮等线下渠道保持紧密合作的同时，为盒马供应冰鲜三文鱼产品，并在天猫、京东等主流电商平台开设线上店铺。此外，公司通过微信小程序“佳沃南极颂”、“佳沃鲜生活”向广大消费者提供更多样、更便利的消费渠道。同时，公司通过参加大型行业展会、赞助重大活动等形式加大品牌推广，2021 年 11 月，第六届“智利周”在智利驻华使馆成功举办，公司作为活动食品赞助商之一，提供优质三文鱼产品，受到现场嘉宾的一致好评，同时在线上活动中，智利大使和参赞参加了直播带货。

图 29：公司在天猫、京东等主流电商平台开设线上店铺



资料来源：天猫旗舰店，国元证券研究所

图 30：公司合作盒马，供应冰鲜三文鱼产品



资料来源：盒马，国元证券研究所

3.3 持续开发预制菜等增值产品，打造业务增长新引擎

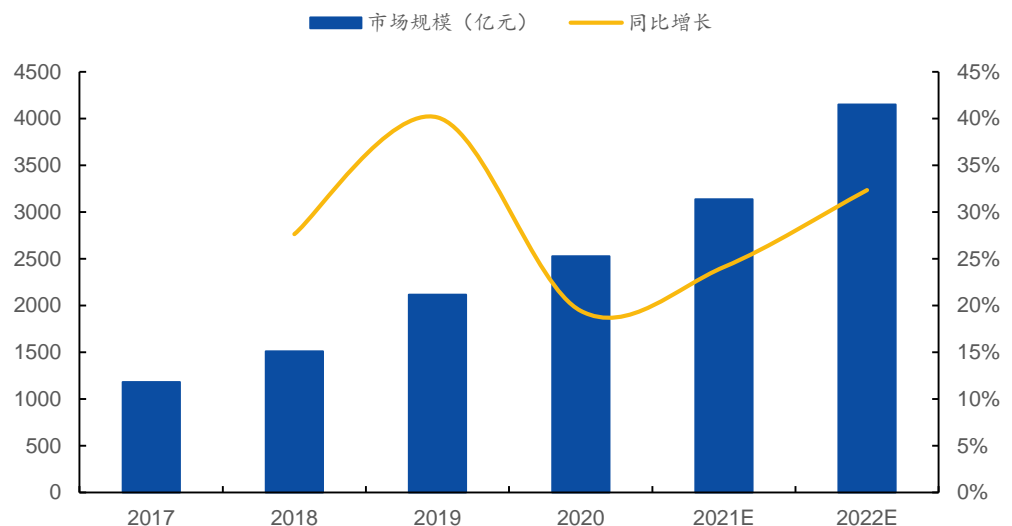
在海外，公司专注于新品牌的打造。海外市场，公司专注打造全球品牌“Soutring”。智利子公司 Australis 隆重推出全球品牌“Soutring”，在全球主要市场重塑鲜明、统一的产品形象。同时推出了零售品牌产品“Mama Bear”，聚焦全球零售业中强劲增长的家庭消费细分市场，服务于有宝宝的家庭。“Mama Bear”的推出，丰富了公司面向全球终端消费市场的产品组合，进一步助力公司成为全球高品质三文鱼食材

食品供应商的代表。在国内，公司大力打造基于三文鱼的深海优质蛋白健康营养食品**和 3R 预制菜系列产品**。公司掌握以三文鱼为代表的上游稀缺性原材料资源，并且具备完善的全球食品安全体系和第三方权威认证，为公司培育并开发基于三文鱼的深海优质蛋白健康营养食品**和 3R 预制菜系列产品**提供强有力的支撑。

受益于疫情催化及冷链技术的完善，我国预制菜行业迎来快速发展。近年来，由于疫情影响以及冷链技术水平的逐步完善，预制菜行业在餐饮和居家消费的推动下迎来行业风口。2020 年我国预制菜行业市场规模达 2527.0 亿元，2017-2020 年的年均复合增长率为 28.8%。预计 2022 年我国预制菜行业市场规模将进一步达到 4151.5 亿元，同比增长 32.4%。

我国预制菜起步较晚，渗透率相较于日美等国家仍有待提升。由于预制菜在中国起步较晚，市场渗透率还较低，消费者尚未养成购买预制菜的习惯。《中国烹饪协会五年（2021-2025）工作规划》数据显示，目前国内预制菜渗透率只有 10%-15%，预计在 2030 年将提至 15%-20%。相较美国、日本 60% 以上的市场渗透率，仍有很大的进步空间。

图 31：2020 年我国预制菜行业市场规模达 2527.0 亿元



资料来源：NCBD，中商产业研究院，国元证券研究所

公司推出高营养食品品牌“馋熊同学”，切入 3R 预制食品领域。公司加大研发力度，2021 年推出针对儿童群体的高营养食品品牌“馋熊同学”，在 3R 预制食品领域迈出了探索的重要一步，产品主要为海鲜蛋白鲜松系列等儿童辅食。同时，公司推出全新的专注高端礼赠市场的“南极颂”产品线。未来公司将持续推进品类扩张，丰富产品矩阵，实现公司产品附加值提升的同时助力公司的业绩提升，并提升公司的品牌影响力。

图 32：公司推出高营养食品品牌“馋熊同学”



资料来源：天猫，国元证券研究所

图 33：公司推出专注高端礼赠市场的“南极颂”产品线



资料来源：天猫，国元证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：

- 1) 三文鱼：三文鱼的需求将受益于消费升级而持续提升。受益于三文鱼价格的快速回暖，公司三文鱼产品单价显著提升，我们认为三文鱼行业供需紧平衡将促使其价格在高位企稳，公司三文鱼业务收入有望迎来快速增长，并带动盈利能力提升。我们假设未来几个季度三文鱼维持当前高位价格，不发生大幅变动，即公允价值变动为零。
- 2) 其他海产品（包括狭鳕鱼、北极甜虾等）：公司子公司青岛国星为中国最大的北极甜虾进口分销商、狭鳕鱼加工供应商，在业内占据领导地位，与上下游关系紧密，预计公司其他海产品业务将保持稳定增长。由于狭鳕鱼、北极甜虾等业务主要为贸易业务，毛利率较低。
- 3) 牛羊肉及其副产品：公司牛羊肉业务将保持稳健增长。

表 5：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
三文鱼	收入	3181.12	3976.40	5010.26	6262.83
	Y0Y	2.85%	25.00%	26.00%	25.00%
	毛利率	4.84%	18.70%	20.75%	23.00%
其他海产品	收入	853.54	1024.25	1177.89	1295.67
	Y0Y	-11.06%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	11.39%	12.00%	12.00%	12.00%
牛羊肉及其副产品	收入	558.52	659.05	757.91	833.70
	Y0Y	19.02%	18.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	4.89%	5.00%	5.00%	5.00%
其他主营业务	收入	4.04	4.85	5.33	5.87
	Y0Y	32.72%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.84%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	4597.22	5664.55	6951.39	8398.07
	Y0Y	1.60%	23.22%	22.72%	20.81%
	毛利率	6.08%	15.89%	17.55%	19.51%

资料来源：Wind，国元证券研究所

佳沃食品是国内三文鱼稀缺标的，是国内首家跨境并购整合海外三文鱼上游资源的企业。随着三文鱼价格的回暖及国内消费升级趋势的愈发明晰，未来公司业绩将维持较高的增速且确定性高。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 56.65/69.51/83.98 亿元，同比增长 23.22%/22.72%/20.81%。2022-2024 年归母净利润为 2.38/4.06/7.02 亿元，同比增长 182.55%/70.17%/73.20%，对应 2022-2024 年的 EPS 分别为 1.37/2.33/4.03 元，当前股价对应 PE 分别为 19.3/11.3/6.6 倍。

可比公司估值法：根据行业属性、应用领域，我们选取全球三大三文鱼巨头 Mowi、Salmar、Leroy 作为可比公司，2022-2024 年三家公司的平均 PE 分别为 21.8/20.3/19.4。佳沃食品当前股价对应 PE 显著低于可比公司平均值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：相对估值表

公司简称	收盘价	单位	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Mowi	253.20	克朗	11.79	12.26	12.46	21.48	20.65	20.32
Salmar	748.00	克朗	28.56	30.93	33.27	26.19	24.18	22.48
Leroy	85.25	克朗	4.84	5.35	5.54	17.61	15.94	15.39
平均值	/	/	15.06	16.18	17.09	21.76	20.26	19.40
佳沃食品	26.39	元	1.37	2.33	4.03	19.29	11.34	6.55

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：股价为 2022 年 4 月 19 日收盘价

5. 风险提示

原材料及产品市场价格波动风险、疫情持续发酵抑制行业需求风险、预制食品新业务开拓不达预期风险、消耗性生物资产公允价值变动风险、自然灾害风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3424.06	3333.95	4230.80	4930.89	5787.27
现金	171.29	184.26	260.00	330.00	400.00
应收账款	355.31	385.26	543.63	662.62	791.34
其他应收款	96.33	126.24	139.42	173.84	212.34
预付账款	379.74	129.87	280.53	320.88	326.58
存货	2378.62	2476.21	2967.23	3403.56	4017.02
其他流动资产	42.76	32.12	40.00	40.00	40.00
非流动资产	7582.16	7966.47	8887.07	9606.15	10374.33
长期投资	0.03	0.57	1.00	1.00	1.00
固定资产	1475.27	1527.15	2198.41	2767.36	3243.02
无形资产	3656.08	3583.95	4126.58	4348.61	4626.93
其他非流动资产	2450.77	2854.79	2561.08	2489.18	2503.38
资产总计	11006.21	11300.42	13117.87	14537.05	16161.60
流动负债	4067.71	5263.07	6639.95	7933.55	9012.23
短期借款	637.01	631.71	1802.13	2520.41	3054.79
应付账款	1676.71	1839.24	2000.00	2464.64	2906.62
其他流动负债	1753.99	2792.12	2837.82	2948.50	3050.83
非流动负债	5542.05	4988.77	5135.63	4769.46	4491.70
长期借款	3372.60	2597.53	2647.14	2303.62	2019.22
其他非流动负债	2169.45	2391.24	2488.48	2465.83	2472.47
负债合计	9609.76	10251.84	11775.57	12703.01	13503.93
少数股东权益	468.02	417.41	461.41	551.41	671.41
股本	174.20	174.20	174.20	174.20	174.20
资本公积	683.58	709.23	709.23	709.23	709.23
留存收益	-1135.89	-1424.57	-1186.26	-780.73	-78.35
归属母公司股东权益	928.43	631.17	880.89	1282.63	1986.27
负债和股东权益	11006.21	11300.42	13117.87	14537.05	16161.60

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	88.61	303.89	-46.31	725.29	940.78
净利润	-864.89	-329.70	282.31	495.54	822.37
折旧摊销	253.02	306.13	204.63	291.02	375.68
财务费用	410.93	264.27	148.34	126.69	80.19
投资损失	-0.06	-0.83	-4.00	-4.00	-4.00
营运资金变动	490.54	17.38	-610.61	-71.11	-247.43
其他经营现金流	-200.93	46.64	-66.98	-112.84	-86.03
投资活动现金流	-639.74	-465.52	-934.64	-906.03	-1039.68
资本支出	639.74	465.80	523.41	678.98	756.34
长期投资	-2.40	0.00	0.43	0.00	0.00
其他投资现金流	-2.40	0.28	-410.81	-227.05	-283.34
筹资活动现金流	273.12	180.09	1056.70	250.74	168.90
短期借款	18.00	-5.30	1170.42	718.28	534.37
长期借款	-659.82	-775.07	49.61	-343.52	-284.40
普通股增加	40.20	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	359.72	25.65	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	515.03	934.80	-163.34	-124.02	-81.08
现金净增加额	-253.69	11.19	75.74	70.00	70.00

利润表

单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4525.01	4597.22	5664.55	6951.39	8398.07
营业成本	4807.26	4317.94	4764.37	5731.72	6759.58
营业税金及附加	2.19	9.77	11.33	13.90	16.80
营业费用	175.26	176.70	212.42	270.41	337.60
管理费用	155.10	148.37	181.27	215.49	251.94
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	410.93	264.27	148.34	126.69	80.19
资产减值损失	-19.69	-142.74	-169.94	-49.76	0.00
公允价值变动收益	-16.50	18.87	150.00	50.00	50.00
投资净收益	0.06	0.83	4.00	4.00	4.00
营业利润	-1070.15	-440.79	332.89	599.42	1007.97
营业外收入	24.92	41.00	40.00	40.00	40.00
营业外支出	52.97	12.52	20.00	20.00	20.00
利润总额	-1098.21	-412.31	352.89	619.42	1027.97
所得税	-233.31	-82.61	70.58	123.88	205.59
净利润	-864.89	-329.70	282.31	495.54	822.37
少数股东损益	-151.66	-41.02	44.00	90.00	120.00
归属母公司净利润	-713.23	-288.68	238.31	405.54	702.37
EBITDA	-406.21	129.61	685.86	1017.12	1463.84
EPS (元)	-4.09	-1.66	1.37	2.33	4.03

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	32.01	1.60	23.22	22.72	20.81
营业利润(%)	-407.13	58.81	175.52	80.07	68.16
归属母公司净利润(%)	-464.20	59.52	182.55	70.17	73.20
获利能力					
毛利率(%)	-6.24	6.08	15.89	17.55	19.51
净利率(%)	-15.76	-6.28	4.21	5.83	8.36
ROE(%)	-76.82	-45.74	27.05	31.62	35.36
ROIC(%)	-7.24	-2.39	5.20	7.14	9.57
偿债能力					
资产负债率(%)	87.31	90.72	89.77	87.38	83.56
净负债比率(%)	47.13	37.14	42.53	42.42	41.74
流动比率	0.84	0.63	0.64	0.62	0.64
速动比率	0.24	0.16	0.19	0.19	0.19
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.41	0.46	0.50	0.55
应收账款周转率	11.14	12.28	12.07	11.40	11.43
应付账款周转率	3.06	2.46	2.48	2.57	2.52
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-4.09	-1.66	1.37	2.33	4.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	1.74	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	5.33	3.62	5.06	7.36	11.40
估值比率					
P/E	-6.45	-15.92	19.29	11.34	6.55
P/B	4.95	7.28	5.22	3.58	2.31
EV/EBITDA	-23.16	72.60	13.72	9.25	6.43

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188