

中航证券研究所

分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

邮箱：penghl@avicsec.com

研究助理：陈翼

证券执业证书号：S0640121080014

邮箱：chenyyjs@avicsec.com

国联水产(300094.SZ)2021 年年报和2022 年一季报点评：主业再聚焦，定增望发力

行业分类：农林牧渔

2022 年 4 月 27 日

投资评级

持有

当前价格（元/股）

5.16

基本数据（2022/4/27）

总市值（亿元） 47.07

流通市值（亿元） 45.61

总股本（百万股） 912.29

流通股本（百万股） 883.99

12 个月价格区间（元） 3.73/9.79

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布 2021 年年报和 22 年一季报。21 年实现营业收入 44.75 亿元，同比减少 0.44%；归属于上市公司股东的净利润-1383.79 万元，同比增加 94.85%。22 年 Q1，公司归母净利 946 万元，同比增长 110.55%；扣非净利 811 万元，同比增 236.66%。

◆ 投资要点：

上游板块影响利润，主业支撑经营改善。21 年公司主业盈利，但养殖亏损降低了企业整体盈利水平。海外方面，公司逐步克服物流费用高涨、仓储紧张等不利影响，美国 SSC 公司实现经营净利润 3584 万元。公司加快布局预制菜，21 年预制菜营收实现 8.41 亿元，整体业务附加值不断提高，21 年公司加工业务实现毛利率 16.41%，同比增 4.55 pcts。22 年 Q1 扣非净利 811 万元，同比增 236.66%，盈利能力明显改善。

全产业链优势凸显，核心竞争力持续巩固。1) **采购：**公司具备全球供应链优势，布局世界主要对虾等水产品原料产地。规模采购提升公司议价能力，21 年公司前五供应商采购额占比 44.73%，同比提升 33.68pcts。2) **生产：**全国仅有的两家同时获得 BAP 对虾及罗非鱼四星认证的企业之一，产品质量全程可追溯。3) **研发：**21 年开发多个新产品，如松鼠海鲈鱼柳、酸菜片小龙虾嫩牛五等。产品线附加值推动整体毛利率不断提升。21 年下半年，风味烤鱼系列陆续上市，有望成为大单品。4) **销售：**国内市场突破，渠道显著发力。公司 21 年国内市场实现收入 22.34 亿元，同比增 13.46%，加速创收。线上天猫、京东等平台实现销售收入同比增 50%。国内下沉覆盖城市达 158 个，覆盖率 52%。

主业再聚焦，定增望发力。看点一，近年公司上游养殖等业务对业绩造成较大负面影响，22 年公司将上游养殖业务剥离出表，聚焦后主业更强更专注，盈利有望进一步改善。看点二，公司推出 10 亿元预制菜产能扩充增发项目。全球疫情和新生代消费习惯变化催生了巨大的预制食品市场，精深加工食品和预制菜行业有望迎来高速增长。公司募投项目改造升级投产后将新增 2.4 万吨鱼虾类预制菜、1.53 万吨小龙虾、2.97 万吨鱼类深加工产品等品线产能，业绩有望发力。

投资建议

公司是集全球采购、精深加工和食品研发于一体的海洋食品企业，逐步向以预制菜品为主的餐饮食材转型，有望把握行业机会实现业绩快速增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 36.35 百万元、47.36 百万元、71.42 百万元，EPS 为 0.04 元、0.05 元、0.08 元，对应 PE 129.50、100.00、66.15 倍。

◆ **风险提示：**定增未落地、食品安全、原料价格变动、疫情等风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传 真：010-59562637

财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	169.90	1768.92	1858.61	2285.20	营业收入	4474.17	4422.30	4646.52	5713.01
应收票据及账款	572.90	578.62	607.96	747.50	营业成本	3789.42	3731.22	3898.37	4777.28
预付账款	85.94	137.25	144.21	177.31	税金及附加	19.63	19.40	20.38	25.06
其他应收款	37.53	78.02	81.98	100.79	销售费用	225.35	216.69	218.39	285.65
存货	2745.93	2433.52	2542.54	3115.77	管理费用	145.14	141.51	153.34	182.82
其他流动资产	41.02	36.80	38.67	47.54	研发费用	43.09	39.80	41.82	45.70
流动资产总计	3653.22	5033.13	5273.96	6474.11	财务费用	110.86	77.33	94.09	109.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-152.05	-150.28	-157.90	-194.15
固定资产	1183.06	1188.59	1338.86	1240.00	信用减值损失	-7.96	1.00	1.05	1.29
在建工程	75.94	276.96	264.31	37.97	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	109.37	111.97	131.25	121.35	投资收益	0.61	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	25.32	12.66	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	72.13	97.13	97.13	72.13	资产处置收益	-0.53	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1465.82	1687.32	1831.55	1471.45	其他收益	24.01	0.00	0.00	0.00
资产总计	5119.05	6720.45	7105.50	7945.56	营业利润	4.75	47.06	63.29	93.86
短期借款	1502.21	2117.55	2395.99	2938.15	营业外收入	4.83	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	641.26	542.68	566.99	694.82	营业外支出	4.37	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	557.85	590.10	616.78	756.61	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2701.32	3250.33	3579.75	4389.58	利润总额	5.21	47.06	63.29	93.86
长期借款	35.50	46.72	46.97	-4.93	所得税	22.14	5.88	7.91	11.73
其他非流动负债	186.37	186.37	186.37	186.37	净利润	-16.93	41.17	55.37	82.13
非流动负债合计	221.86	233.09	233.34	181.44	少数股东损益	-3.09	4.82	8.30	10.96
负债合计	2923.18	3483.42	3813.09	4571.02	归属母公司股东净 利润	-13.84	36.35	47.08	71.16
股本	911.82	1161.82	1161.82	1161.82	EBITDA	232.24	380.25	490.51	563.74
资本公积	1192.24	1942.24	1942.24	1942.24	NOPLAT	-376.86	108.84	137.71	178.19
留存收益	14.09	50.44	97.52	168.68	EPS (元)	-0.02	0.04	0.05	0.08
归属母公司权益	2118.16	3154.51	3201.58	3272.75					
少数股东权益	77.71	82.53	90.83	101.79					
股东权益合计	2195.86	3237.04	3292.41	3374.54					
负债和股东权益 合计	5119.05	6720.45	7105.50	7945.56					

现金流量表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-16.93	41.17	55.37	82.13
折旧与摊销	116.17	255.86	333.13	360.09
财务费用	110.86	77.33	94.09	109.79
投资损失	-0.61	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-180.05	152.77	-100.14	-505.90
其他经营现金流	175.29	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流 量	204.74	527.14	382.46	46.11
资本支出	133.19	477.35	477.35	-0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-226.93	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流 量	-93.74	-477.35	-477.35	0.00
短期借款	3.91	615.35	278.43	542.17
长期借款	-114.28	11.22	0.25	-51.89
普通股增加	-4.62	250.00	0.00	0.00
资本公积增加	107.28	750.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-268.58	-77.33	-94.09	-109.79
筹资性现金净流 量	-276.28	1549.24	184.59	380.49
现金流量净额	-160.48	1599.02	89.69	426.60

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收增长率	-0.44%	-1.16%	5.07%	22.95%
营业利润增长率	246.51%	101.76%	890.17%	34.49%
EBIT 增长率	191.84%	7.17%	26.52%	29.40%
EBITDA 增长率	2081.52%	63.73%	29.00%	14.93%
归母净利润增长率	94.85%	362.69%	29.50%	51.17%
经营现金流增长率	186.76%	157.47%	-27.45%	-87.94%
盈利能力				
毛利率	15.30%	15.63%	16.10%	16.38%
净利率	-0.38%	0.93%	1.19%	1.44%
营业利润率	0.11%	1.06%	1.36%	1.64%
ROE	-0.65%	1.15%	1.47%	2.17%
ROA	-0.27%	0.54%	0.66%	0.90%
ROIC	-10.32%	2.92%	2.55%	3.11%
估值倍数				
P/E	-340.18	129.50	100.00	66.15
P/S	1.05	1.06	1.01	0.82
P/B	2.22	1.49	1.47	1.44
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	49.50	55.90	46.01	38.01
EV/EBITDA	24.74	18.29	14.76	13.73
EV/NOPLAT	-15.24	63.89	52.58	43.44

数据来源: iFind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。