

公司点评报告

2022年05月12日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

供紧需旺态势持续，核心资产稀缺性再次确认

——智利政府限制三文鱼养殖扩张事件点评

事件点评

事件：据 UCN 报道，智利政府出于环境保护的目的，正在制定限制三文鱼养殖场扩张的法案，禁止在海洋保护区发展三文鱼养殖业，且未来可能不会发放更多新牌照。

养殖牌照发放受限，供给端预计进一步收紧。从供给端来看，根据美威养殖手册，挪威与智利的三文鱼产量约占全球总产量接近 80%。挪威从 1982 年起限制牌照发放，目前生产商仅能以拍卖方式获取牌照。而智利政府限制养殖新牌照的发放将导致全球三文鱼供给增速进一步放缓，更加凸显三文鱼牌照价值。同时三文鱼养殖行业较高的工业化程度与智能养殖方式的高难度要求对想要入行的企业的资金提出了极大的挑战。因此预计全球三文鱼供给难以在短时间内出现大幅扩张，中长期三文鱼价格有望保持上行态势。

三文鱼潜在需求依旧强劲，价格仍有抬升空间。从需求端来看，随着居民消费水平的不断提高，与主流蛋白质来源有差异优势、且以餐饮端为主要消费场景的三文鱼有望迎来需求爆发。根据 Mowi 年报披露，2011 至 2020 十年间三文鱼全球销售额增长 99%（CAGR 为 8%），全球销量同期增长 75%（CAGR 为 6%）。2021 年以来三文鱼消费需求从疫情中逐步回暖，全球三文鱼市场价格回升，根据 NASDAQ Salmon Index，截止 5 月第二周，纳斯达克鲑鱼指数为 132.15NOK/kg，自年初上涨 60%。上游供给端承压叠加需求强势复苏，2022 年鱼价有望持续坚挺。

核心资产稀缺性再次确认，高成长确定性强。佳沃食品作为唯一三文鱼养殖 A 股标的，2019 年收购智利三文鱼公司 A.S. 获取 96 个养殖牌照，拥有充足生产能力。稀缺牌照、领先技术、精细化管理模式造就公司强大实力。同时公司明确提出“全球资源+中国消费”战略方针，积极加大研发销售符合新一代消费需求的 3R 营养产品，进一步延伸产业链。

投资建议

三文鱼供紧需旺态势持续，鱼价全年有望维持高位。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.16/3.71/6.45 亿元，对应 EPS 1.24/2.13/3.71 元，考虑到三文鱼价格有望持续提升，财务费用、饲料原料等成本逐渐回落，我们预计公司业绩弹性有望持续释放，维持“推荐”评级。

风险提示

疫情反复；三文鱼病害风险；食品安全风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597.22	5591.92	6251.82	7317.96
yoY	2%	22%	12%	17%
归母净利润	-288.68	216.59	371.35	645.71
yoY	60%	175%	71%	74%
EPS (元/股)	-1.66	1.24	2.13	3.71
市盈率	—	21.23	12.38	7.12
市净率	5.12	5.42	3.77	2.47

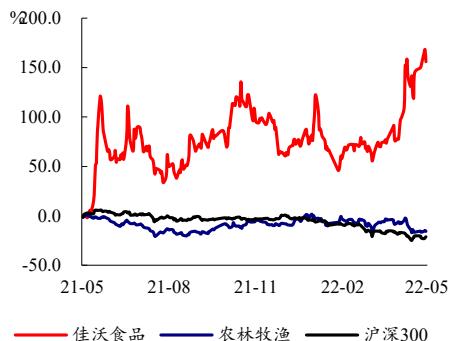
资料来源：Wind,东亚前海证券研究所基于 2022 年 5 月 12 日股价测算

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	174.20
流通 A股/B股(百万股)	174.20/0.00
资产负债率(%)	89.56
每股净资产(元)	-2.98
市净率(倍)	-9.00
净资产收益率(加权)	-18.49
12 个月内最高/最低价	28.08/10.28

相关研究

- 《核心资产价值凸显，公司成长空间广阔》
2022.04.20
- 《大股东定增彰显信心，未来成长确定性强》
2022.04.14
- 《稀缺三文鱼龙头，成长之路开启》
2021.08.30

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597	5592	6252	7318
%同比增速	2%	22%	12%	17%
营业成本	4318	4753	5072	5662
毛利	279	839	1180	1656
%营业收入	6%	15%	19%	23%
税金及附加	10	6	18	20
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	177	168	203	281
%营业收入	4%	3%	3%	4%
管理费用	148	168	202	236
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	264	265	262	229
%营业收入	6%	5%	4%	3%
资产减值损失	-143	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	2	3	0	0
投资收益	1	3	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
净利润	-330	232	424	737
%营业收入	-7%	4%	7%	10%
归属于母公司的净利润	-289	217	371	646
%同比增速	60%	175%	71%	74%
少数股东损益	-41	15	53	92
EPS (元/股)	-1.66	1.24	2.13	3.71

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-1.66	1.24	2.13	3.71
BVPS	3.62	4.87	7.00	10.71
PE	—	21.23	12.38	7.12
PEG	—	0.12	0.17	0.10
PB	5.12	5.42	3.77	2.47
EV/EBITDA	28.91	13.33	9.26	6.49
ROE	-46%	26%	30%	35%
ROIC	-1%	7%	9%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	184	275	336	406
交易性金融资产	15	15	15	15
应收账款及应收票据	385	459	517	603
存货	2476	2849	2908	3296
预付账款	130	220	208	242
其他流动资产	143	-120	-162	-204
流动资产合计	3334	3698	3821	4358
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1527	1594	1681	1766
无形资产	3584	3577	3569	3562
商誉	1154	1154	1154	1154
递延所得税资产	733	733	733	733
其他非流动资产	967	1070	1232	1364
资产总计	11300	11827	12191	12938
短期借款	632	1040	529	96
应付票据及应付账款	1839	1902	2073	2299
预收账款	0	11	6	8
负债合计	10252	10547	10487	10497
归母所有者权益	631	848	1219	1865
少数股东权益	417	432	485	577
股东权益	1049	1280	1704	2442

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	304	42	1231	1106
投资	0	0	0	0
资本性支出	-466	-373	-458	-444
其他	0	3	0	0
投资活动现金流净额	-466	-370	-458	-444
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	776	408	-511	-433
筹资成本	-144	-265	-262	-229
其他	-452	0	0	0
筹资活动现金流净额	180	143	-773	-662
现金净流量	11	-184	0	0

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>