

2022 年 08 月 31 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩超预期，预制菜高增长

## —国联水产（300094.SZ）公司事件点评报告 买入(首次) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

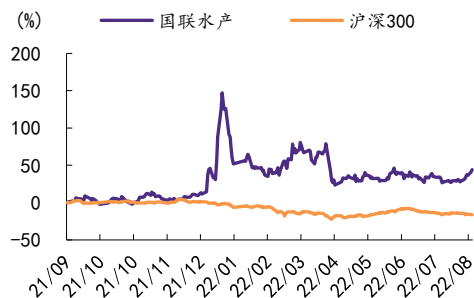
国联水产发布 2022 年半年报：2022H1 总营收 24.15 亿元，同增 15.03%；归母净利 0.33 亿元，同增 222%。

### 基本数据

2022-08-30

当前股价（元）	5.76
总市值（亿元）	53
总股本（百万股）	912
流通股本（百万股）	884
52 周价格范围（元）	3.87-9.79
日均成交额（百万元）	503.33

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

## 投资要点

### ■ 业绩超预期，毛利率短期承压

2022Q2 营收 13.53 亿元（同增 34%），归母净利润 0.23 亿元（同增 310%）。毛利率 2022Q2 为 12.00%（同减 4pct），系原材料上涨所致。2022Q2 净利率 2.03%（同增 1pct），其中销售费用率 3.89%（同减 1pct），管理费用率 2.49%（同减 1pct）。2022H1 经营活动现金流净额为 2.56 亿元（同增 3%）。2022H1 末合同负债 0.84 亿元，环减 0.49 亿元。

### ■ 预制菜高增长，水产品量价齐升

分产品看，公司产品结构逐步向以预制菜品为主的餐饮食材和海洋食品转型，剥离上游养殖业务。2022H1 水产食品行业/饲料行业/其他营收 22.73/0.88/0.54 亿元，同比+20%/-33%/-19%，毛利率 12.79%/3.13%/-2.55%，同比-6/-4/-11pct。其中预制菜营收 5.61 亿元（同增 36%）。量价来看，2022H1 水产品销量为 3.31 万吨（同增 6%），吨价为 6.87 万元/吨（同增 11%）。分渠道看，餐饮渠道受到一定限制，商超电商端增长迅速。分区域看，公司持续深化国内市场，境内/境外营收 12.19/11.96 亿元，同增 12%/19%。

### ■ 盈利预测

我们看好加大预制菜布局及产品推陈出新，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.10/0.17/0.25 元，当前股价对应 PE 分别为 56/33/23 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、预制菜不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	4,474	5,249	6,140	7,125
增长率（%）	-0.4%	17.3%	17.0%	16.0%
归母净利润（百万元）	-14	94	159	229
增长率（%）	-94.9%	782.9%	68.1%	44.3%
摊薄每股收益（元）	-0.02	0.10	0.17	0.25
ROE（%）	-0.6%	3.1%	3.6%	3.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>4,474</b>	<b>5,249</b>	<b>6,140</b>	<b>7,125</b>
现金及现金等价物	170	1,063	2,515	4,460	营业成本	3,789	4,512	5,228	6,038
应收款	610	647	673	683	营业税金及附加	20	12	14	17
存货	2,746	2,851	2,944	3,152	销售费用	225	210	239	274
其他流动资产	127	131	141	150	管理费用	145	157	178	203
流动资产合计	3,653	4,692	6,273	8,445	财务费用	111	35	-3	-56
<b>非流动资产:</b>					研发费用	43	51	59	69
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	524	453	473	490
固定资产	1,157	1,126	1,069	1,005	资产减值损失	-8	4	3	2
在建工程	76	30	12	5	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	109	104	98	93	投资收益	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>5</b>	<b>242</b>	<b>398</b>	<b>568</b>
其他非流动资产	123	123	123	123	加:营业外收入	5	4	3	2
非流动资产合计	1,466	1,383	1,303	1,226	减:营业外支出	4	5	4	3
资产总计	5,119	6,075	7,576	9,672	<b>利润总额</b>	<b>5</b>	<b>241</b>	<b>397</b>	<b>567</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	22	125	202	286
短期借款	1,502	1,552	1,592	1,622	<b>净利润</b>	<b>-17</b>	<b>116</b>	<b>194</b>	<b>281</b>
应付账款、票据	641	682	718	747	少数股东损益	-3	21	36	51
其他流动负债	482	482	482	482	<b>归母净利润</b>	<b>-14</b>	<b>94</b>	<b>159</b>	<b>229</b>
流动负债合计	2,701	2,795	2,876	2,939					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	24	54	74	89	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	198	198	198	198	营业收入增长率	-0.4%	17.3%	17.0%	16.0%
非流动负债合计	222	252	272	287	归母净利润增长率	-94.9%	782.9%	68.1%	44.3%
负债合计	2,923	3,047	3,148	3,226	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	15.3%	14.0%	14.9%	15.3%
股本	912	912	912	912	四项费用/营收	11.7%	8.6%	7.7%	6.9%
股东权益	2,196	3,028	4,427	6,446	净利率	-0.4%	2.2%	3.2%	3.9%
负债和所有者权益	5,119	6,075	7,576	9,672	ROE	-0.6%	3.1%	3.6%	3.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	57.1%	50.2%	41.6%	33.4%
净利润	-17	116	194	281	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-3	21	36	51	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7
折旧摊销	99	83	80	76	应收账款周转率	7.3	8.1	9.1	10.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.4	1.6	1.8	1.9
营运资金变动	126	-102	-88	-195	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	205	118	223	213	EPS	-0.02	0.10	0.17	0.25
投资活动现金净流量	-94	77	75	71	P/E	-379.5	55.6	33.1	22.9
筹资活动现金净流量	782	797	1265	1783	P/S	1.2	1.0	0.9	0.7
现金流量净额	893	991	1,562	2,068	P/B	2.5	1.8	1.2	0.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**何宇航：**山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。