

国联水产 (300094.SZ)

聚焦食品加工主业，水产预制菜潜力大

2022 年 10 月 19 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

叶松霖（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

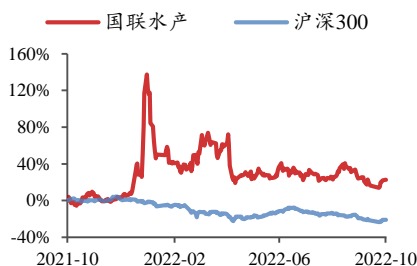
yesonglin@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060001

日期	2022/10/18
当前股价(元)	5.05
一年最高最低(元)	9.95/3.86
总市值(亿元)	46.07
流通市值(亿元)	44.64
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	8.84
近 3 个月换手率(%)	294.51

股价走势图



数据来源：聚源

● 剥离养殖业务，聚焦预制菜等食品加工业务，首次覆盖给予“增持”评级

公司已剥离养殖业务，聚焦水产预制菜等高毛利食品加工业务，B、C 端双管齐下，全渠道布局。未来随着产能持续释放、渠道进一步完善，公司发展潜力较大。我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.91 亿元、1.56 亿元、2.63 亿元，2022 年扭亏，2023-2024 年同比增长 72.2%、68.5%；EPS 分别为 0.10、0.17、0.29 元，当前股价对应 PE 为 50.8、29.5、17.5 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 预制菜仍处快速发展期，可解决 B、C 端痛点，成长空间广阔

中国具备水产品消费基础，其中水产预制菜是水产行业的重点转型方向。预制菜可解决 B、C 端的痛点：(1) B 端：实现菜品标准化、降低人工成本和厨房租金成本，提升经营效率；(2) C 端：减轻做饭负担，满足消费者对健康饮食迫切需求。目前我国预制菜渗透率仍较低，对标国际成熟市场，中国预制菜发展空间广阔。

● 具备产业链优势，品牌力强

公司具备产业链优势：(1) 剥离上游养殖业务后公司一直在采用引导型销售模式，与大型养殖户和养殖合作社建立长期合作，对养殖品类、养殖规格、养殖模式进行控制，有采购优势。(2) 全渠道布局，B、C 端双管齐下。在 B 端已积累大量优质客户群，通过定制化服务获得高回报。在 C 端加大投入，商超、电商渠道表现较好。(3) 产品矩阵完善、产品力强。此外，公司采用双品牌策略，在预制菜行业通过持续投入，已形成品牌效应，有助于公司规避一定低价竞争。

● 定增扩大预制菜产能，助力公司快速增长

未来三年，公司计划以水产食品和预制菜为核心业务，打造餐饮企业的水产预制菜的中央厨房，加强 C 端水产预制菜布局。公司定增扩建预制菜产能，预计可新增 6.9 万吨产能。随着新产能陆续释放，公司有望快速提升预制菜业务体量，扩大盈利规模。

● 风险提示：经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、产能释放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,494	4,474	5,174	6,016	7,007
YOY(%)	-2.9	-0.4	15.6	16.3	16.5
归母净利润(百万元)	-269	-14	91	156	263
YOY(%)	-42.1	-94.9	755.9	72.2	68.5
毛利率(%)	11.5	15.3	13.7	14.8	16.3
净利率(%)	-6.0	-0.3	1.8	2.6	3.8
ROE(%)	-14.1	-0.8	3.3	5.5	8.6
EPS(摊薄/元)	-0.29	-0.02	0.10	0.17	0.29
P/E(倍)	-17.1	-332.9	50.8	29.5	17.5
P/B(倍)	2.3	2.2	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 水产供应起家，聚焦预制菜行业	4
1.1、 深耕水产行业多年，水产食品领跑者	4
1.2、 剥离上游养殖业务，聚焦食品加工业务	6
2、 预制菜仍处发展初期，B、C 端齐发力，成长空间广阔	8
2.1、 具备水产消费基础，水产预制菜稳步发展	8
2.2、 预制菜产业链长，可解决 B、C 端痛点	13
2.3、 竞争格局较分散，行业发展空间广阔	15
3、 具备产业链优势，品牌力强	18
3.1、 产品矩阵完善，注重新品研发	18
3.2、 产业链资源丰富，全渠道布局	21
3.2.1、 同上游关系紧密，成本优势明显	21
3.2.2、 与第三方合作，有效控制运输成本	23
3.2.3、 国内外双循环，B、C 端齐发力	23
3.3、 采用双品牌战略，品牌力强	26
4、 通过定增扩建产能，助力公司快速增长	28
5、 盈利预测与投资建议	30
6、 风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1： 国联水产是水产产品提供商	4
图 2： 公司股权架构较为分散	5
图 3： 公司 2022H1 营收增 15.03%至 24.15 亿元	7
图 4： 公司 2022H1 归母净利增 222.01%至 3,284.9 万元	7
图 5： 公司国内市场营收占比逐年提升	7
图 6： 公司 2022H1 大陆市场毛利率远超国际市场	7
图 7： 公司对虾类业务收入占比最高	8
图 8： 公司鱼类业务占比逐年提升	8
图 9： 近年来我国水产品总产量稳中有升	8
图 10： 2016-2020 我国水产加工行业企业数量呈小幅下降趋势	9
图 11： 2020 年我国水产加工总产值约 4354 亿元	9
图 12： 2020 年以来，预制菜迎来快速发展阶段	10
图 13： 2022 年我国近 7 成消费者消费水产预制菜次数增多	10
图 14： 2021 年预制菜市场规模约 3459 亿元	10
图 15： 预计 2026 年中国水产预制菜行业市场规模将达到 2576 亿元	11
图 16： 2022 年最受消费者欢迎的水产预制菜为虾类	11
图 17： 2022 年大多数水产预制菜消费者一周消费次数为 1-4 次	11
图 18： 2022 年水产预制菜消费者单次花费金额占比最多的区间为 21-30 元	12
图 19： 2022 年水产预制菜中最受消费者欢迎的菜系为川菜	12
图 20： 中国冷链市场规模近 4000 亿	13
图 21： 中国冷藏车保有量快速增长	13

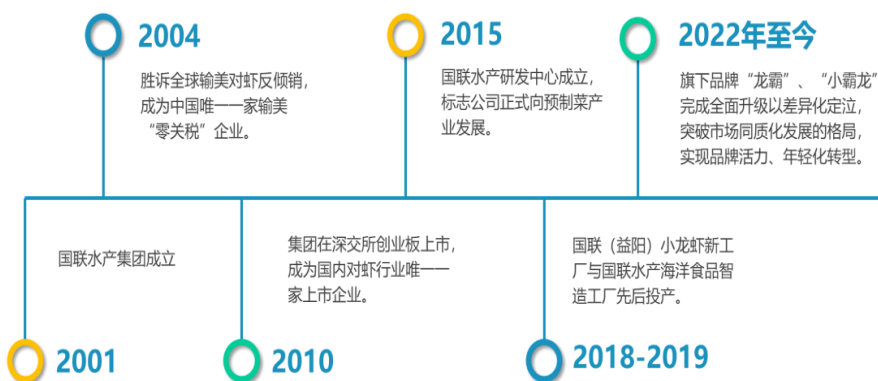
图 22: 预制菜行业产业链较长	13
图 23: 中国连锁餐厅数量逐年增加	14
图 24: “快餐正餐化”成为流行趋势	14
图 25: 原料、房租和人力成本占 75%	14
图 26: 住宿和餐饮业平均工资增速约 4.42%	14
图 27: 使用预制菜的商家能节约人工成本、房屋租赁成本和能源杂费	15
图 28: 2022 年超过 7 成消费者表示购买水产预制菜是为了方便快捷	15
图 29: 2022 年绝大多数水产预制菜消费者单次购买的动机是少量囤货	15
图 30: 预制菜行业参与者较多	16
图 31: 国联水产销售毛利率超行业平均值	17
图 32: 2021 年中国人均预制菜消费量较低	17
图 33: 70 年代日本家庭调理食品消费金额快速增长	18
图 34: 中国水产预制菜行业增速较快	18
图 35: 国联水产长期研发投入水平与同行竞争者相近	21
图 36: 国联水产过去已构建较为完整的水产产业链	21
图 37: 国联水产已构建较为完善的全球采购体系	22
图 38: 对虾类主料采购单价稳定, 远低于行业平均值	22
图 39: 鱼类主料采购单价略有上升	22
图 40: 小龙虾采购单价优势明显	23
图 41: 公司渠道销售覆盖领域较广	24
图 42: 2021 餐饮重客占预制菜总营收比重最大	24
图 43: 2021 年国联水产合作经销商数量略高于千味央厨和安井食品	25
图 44: 公司与多家大客户达成友好合作关系	26
图 45: 公司注重市场需求的开发和满足, 相关人才月薪远高于行业均值	26
图 46: 鲜生活, 在龙霸	27
图 47: 小霸龙主打海鲜预制菜精选品牌, 目标人群为千禧世代	27
图 48: 销售费用率多年来较稳定, 始终低于同行企业	28
图 49: 2020、2021 年公司预制菜产能利用率较高	30
图 50: 国联水产毛利率低于同行业其他公司	30
表 1: 国联水产深耕水产行业多年	4
表 2: 公司股权激励业绩考核目标以收入增速为主	5
表 3: 公司授予 76 名中层管理人员及技术人员限制性股票	5
表 4: 管理团队经验丰富	6
表 5: 2022 年 3 月广东推出《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》	12
表 6: 同行业公司主要产品略有差异	16
表 7: 国联水产产品品类齐全	18
表 8: 公司热门单品各具特色、品质优良	20
表 9: 公司小龙虾系列和风味鱼系列产品对比同行竞品优势明显	20
表 10: 2022H1 艾媒金榜中国预制菜百强品牌前 5 名	28
表 11: 国联水产通过定增项目扩建产能	28
表 12: 广东国美水产食品有限公司中央厨房项目	29
表 13: 国联(益阳)食品有限公司水产品深加工扩建项目	29
表 14: 未来预制菜业务预计增速较快	31
表 15: 可比公司估值: 国联水产低于预制菜行业平均水平	31

1、水产供应起家，聚焦预制菜行业

1.1、深耕水产行业多年，水产食品领跑者

深耕水产行业多年，领跑水产预制菜加工产业。国联水产创建于2001年，以“为人类提供健康海洋食品”为使命，专注于水产行业，现已发展成为海洋食品加工、国内国际贸易、水产科研为一体的全产业链跨国集团企业。国联水产主要从事白对虾、小龙虾和鱼类产品食品加工以及预制菜产品研发，主要产品分为精深加工、初加工和全球海产精选三大类。目前，公司是中国首家对虾、罗非鱼双BAP四星认证企业，农业产业化国家重点龙头企业，中国最大的水产上市企业，中国规模最大的对虾加工销售企业，也是较早进入预制菜行业的水产企业。目前公司可为商超、餐饮等客户提供食材供应、研发、工业化生产等综合解决方案。

图1：国联水产是水产产品提供商



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

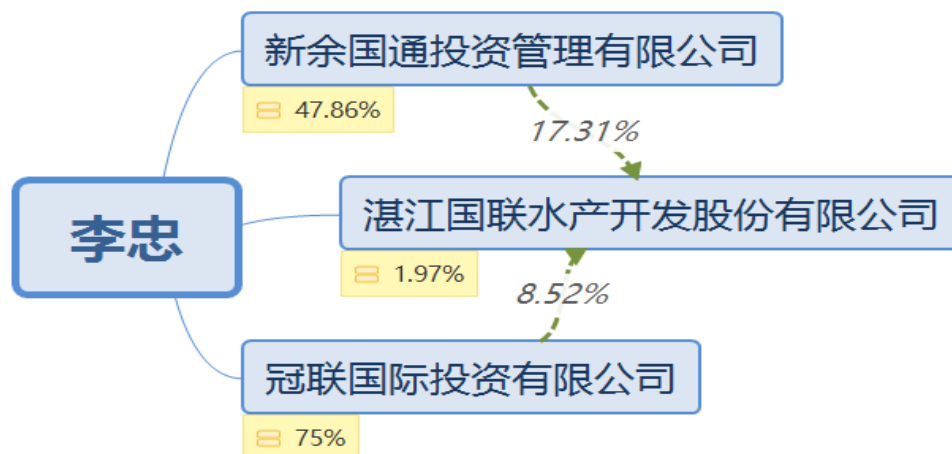
表1：国联水产深耕水产行业多年

时间	事件
2001	国联水产在广东湛江成立，专注水产行业的全产业链发展
2006	成立国联种苗，出口创汇超一亿美元
2007	国联水产建设全球对虾样板基地
2008	成立国联饲料，进入饲料行业
2010	登陆深交所创业板，成为中国对虾行业第一股
2012	并购美国桑尼威海鲜公司，巩固美国市场
2013	胜诉输美反补贴，取得中国企业罕有的“双反调查”胜诉
2014	国联水产电子商务有限公司成立
2018	国联（益阳）项目开工奠基、永辉超市入股
2019	国联智能化工厂正式投产
2021	入选全运会官方唯一指定的水产食品供应商、发力预制菜业务，首创风味烤鱼上市、发布定向增发股票募集资金报告
2022	与盒马、叮咚懒人菜签署战略合作协议，深耕预制菜C端

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权集中度较低，管理团队经验丰富。公司创始人李忠先生有 30 余年的水产行业经验，通过新余国通投资管理有限公司和冠联国际投资有限公司共计持有公司 16.64% 的股份，并担任公司董事长、总经理职务。多位高管在公司创立初期便加入国联水产，拥有丰富的从业经验，专业背景强大。此外，公司 2020 年通过授予限制性股票的方式对公司副总经理王作宙、中层管理人员、核心技术（业务）人员等 76 人进行股权激励，有助于提高管理人员及业务人员的积极性，增强团队稳定性。

图2：公司股权架构较为分散



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：公司股权激励业绩考核目标以收入增速为主

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年度为基准年，2020 年度营业收入增长率不低于 20%
第二个解除限售期	以 2019 年度为基准年，2021 年度营业收入增长率不低于 30%
第三个解除限售期	以 2019 年度为基准年，2022 年度营业收入增长率不低于 50%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：公司授予 76 名中层管理人员及技术人员限制性股票

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
王作宙	副总经理	15	1.59%	0.02%
中层管理人员及核心技术（业务）人员（75）人		929	98.41%	1.02%
合计 76 人		944	100.00%	1.04%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：管理团队经验丰富

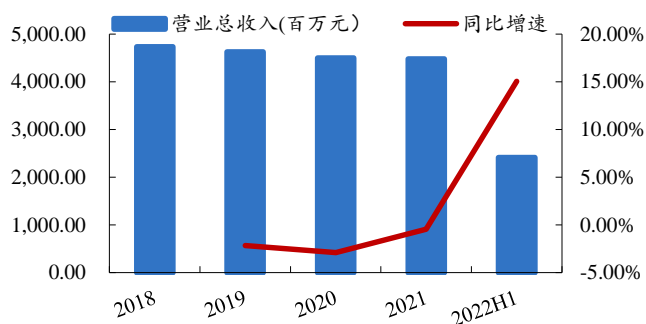
姓名	职务	从业经验
李忠	董事长、总经理	1968年生，中国国籍，清华大学MBA、北京大学光华管理学院EMBA。农业部渔业专家咨询委员会委员、全国工商联水产产业商会会长、中国渔业协会副会长、全国五四青年奖章获得者、首届全国“兴渔富民”十大新闻人物、当代中国优秀企业家、广东省人大代表、广东省十大杰出青年、广东省劳动模范、广东省青联常委、广东省海洋大学客座教授。李忠拥有23年丰富的水产行业经验，1986年从事水产批发业务，并于2001年创办本公司，现任本公司董事长、总经理，兼任国联饲料、骏美水产、海皇轩餐饮、南三大桥、国力房地产、鹭洲旅游、南方水产交易中心董事长。
吴丽青	董事、副总经理	1971年生，中国国籍，本科学历，中国注册会计师，中国注册税务师。先后就职于湛江市霞山区会计师事务所，湛江市中正会计师事务所。2007年加入本公司，现任公司董事兼副总经理。
陈汉	副总经理	1967年生，中国国籍，无境外永久居留权，清华大学MBA，广东省五一劳动奖章获得者、广东海洋大学客座教授、湛江市人大代表、湛江市水产进出口协会副会长。陈汉拥有20年的水产从业经历，1987年就职于湛江市坡头外经冷冻厂。2001年参与创立本公司，曾任公司总经理，现任公司副总经理。
赵红梅	副总经理	1979年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中山大学MBA。先后就职于济宁市进出口公司，青岛海虹国际货运代理有限公司。2004年加入本公司，历任国际业务部经理。现任公司副总经理。
樊春花	财务总监	1979年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，会计师，中国注册会计师，中国注册税务师。先后就职于江西昌河铃木汽车有限公司，湛江市千福田会计师事务所。2010年加入本公司，曾任本公司财务经理，现任职公司财务总监。
梁永振	董事会秘书	1974年出生，本科学历，经济师。中国国籍，历任河南双汇投资发展股份有限公司。苏宁环球股份有限公司证券事务代表，董事会秘书。现任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

1.2、剥离上游养殖业务，聚焦食品加工业务

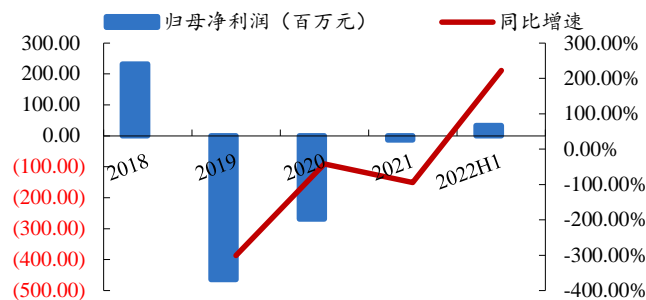
聚焦预制菜等食品加工业务，国联水产收入、净利润大幅增长。由于初加工利润空间有限、上游养殖业务连续多年亏损、2019年中美贸易摩擦以及2020年疫情发生等影响，2019年以来国联水产连续三年亏损。公司随即进行经营策略调整与产品结构调整，剥离上游养殖业务，聚焦在预制菜等食品加工业务。2019年以来，水产预制菜营收分别为6.34亿元、7.29亿元、8.41亿元，连续三年稳健增长。2022H1公司实现营业总收入24.15亿元，同比增长15.03%；实现归属于上市公司股东的净利润约3,284.88万元，同比增222.01%。其中，预制菜营业收入5.61亿元，同比增长36.17%，增速显著。未来随着预制菜板块产能陆续释放、产能利用率提升，公司盈利能力有望进一步增强。

图3：公司 2022H1 营收增 15.03%至 24.15 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

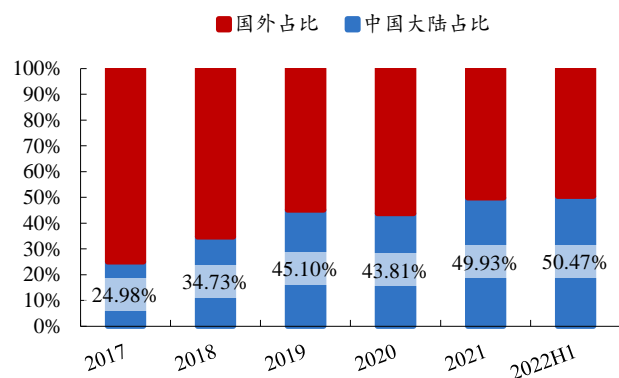
图4：公司 2022H1 归母净利润增 222.01%至 3,284.9 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

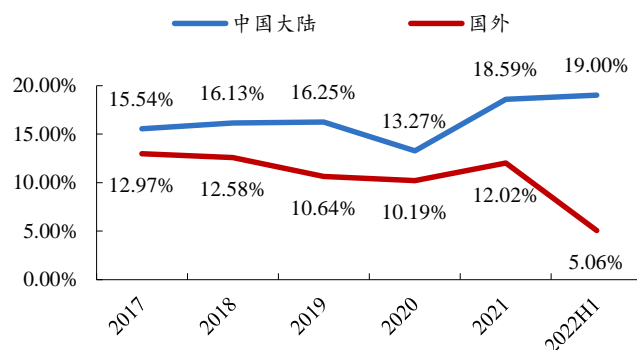
国内市场为核心，国内国际双循环。公司自 2016 年开始以国内市场作为核心市场开拓。受 2019 年中美贸易摩擦影响，国联水产出口美国市场渠道受阻，公司在美部分初加工产品订单流失。公司由以出口为导向的增长模式转向以国内市场为核心，国内市场和国际市场双循环的经营模式。国内市场营收占比自 2017 年的 24.98%增至 2021 年的 49.93%。2022 H1 国内市场实现营收 12.19 亿元，占总营收的 50.47%。国内市场产品结构持续优化，毛利率显著高于国外市场，自 2016 年的 11.29%提升至 2021 年的 18.59%。未来国联水产将持续深化国内市场，大力拓展预制菜业务，市场竞争力和盈利能力可不断提升。

图5：公司国内市场营收占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

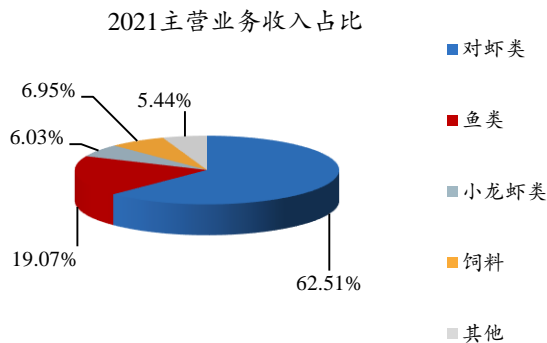
图6：公司 2022H1 大陆市场毛利率远超国际市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

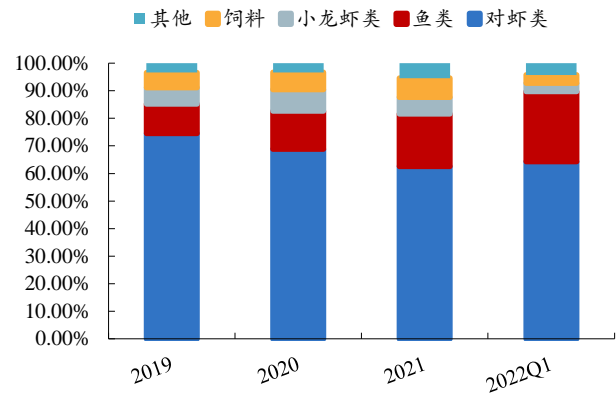
对虾类产品占比较高，各区域主销产品略有差异。公司对虾类、鱼类产品占比较高，2021 年营收占比分别达 62.5%、19.1%。整体来看，公司预制菜产品在华南、华东、华中、华北、东南等市场销售占比较高。但各区域具有饮食习惯差异，主销产品略有差异：（1）烤鱼的受众主要在华南、华东、东南和华北地区；（2）熟虾类主要销售区域在西南、华中、华南和华东。公司的虾饺、小龙虾、酸菜鱼、烤鱼等产品都是着力打造的高毛利产品。

图7：公司对虾类业务收入占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司鱼类业务占比逐年提升



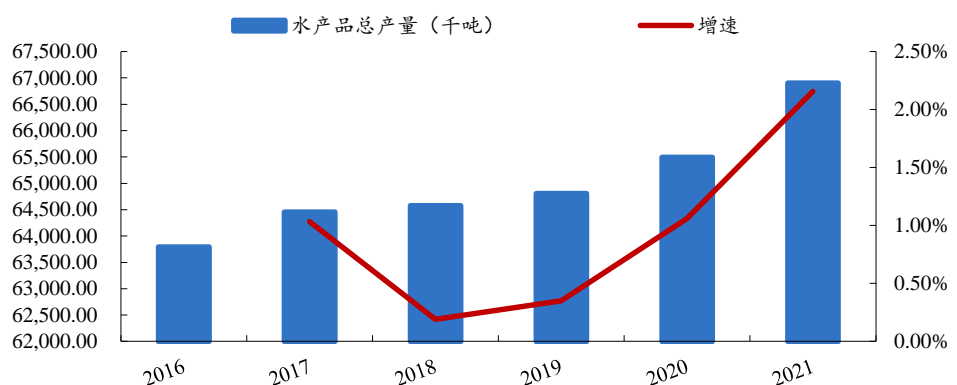
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、预制菜仍处发展初期，B、C端齐发力，成长空间广阔

2.1、具备水产消费基础，水产预制菜稳步发展

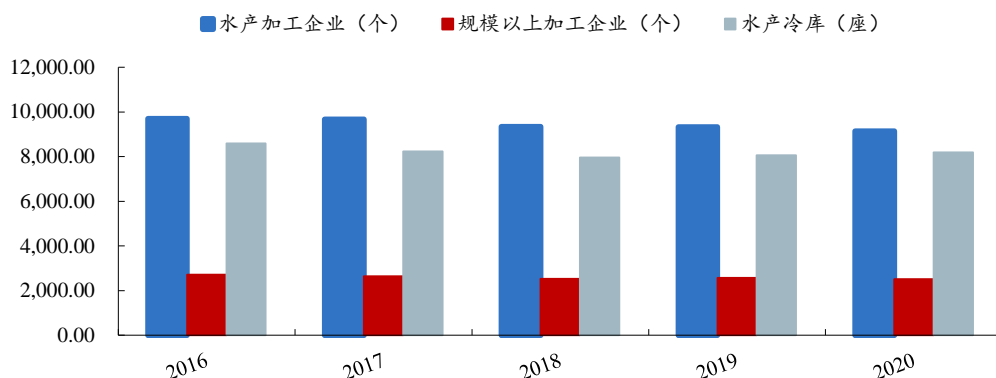
我国海洋资源丰富，水产品行业稳步增长。中国是渔业养殖大国和水产品消费大国。我国渤海、黄海、东海、南海四大海域面积达470万平方千米，有约1700种可养殖、捕捞的鱼类，水产养殖占全球产量的70%。我国的水产养殖技术，尤其是淡水鱼养殖技术处于国际领先水平。目前中国年水产品产量达6545万吨，人均水产品占有量约为48千克。2018年以来，我国水产品总产量持续增长，2021年全国水产品总产量同比增长2.16%至6690.3万吨。中国具备水产品消费基础，且水产品具备丰富的营养价值，未来水产品消费占比仍可持续提升。

图9：近年来我国水产品总产量稳中有升

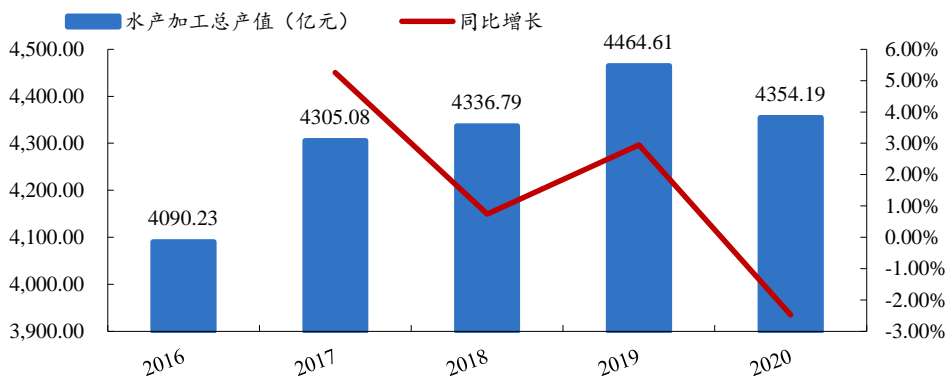


数据来源：CSMAR 数据库、开源证券研究所

水产加工行业企业数量略降。2016-2020年，我国水产加工行业的企业数量呈小幅下降趋势。据2021《中国渔业统计年鉴》数据显示，2020年行业内加工企业总数量为9136家，同比降2.01%；其中规模以上企业数量为2513家，同比降2.27%。同时，我国水产冷库的数量变动幅度不大，2020年我国共有8188座水产冷库，同比增长1.64%。

图10：2016-2020 我国水产加工行业企业数量呈小幅下降趋势


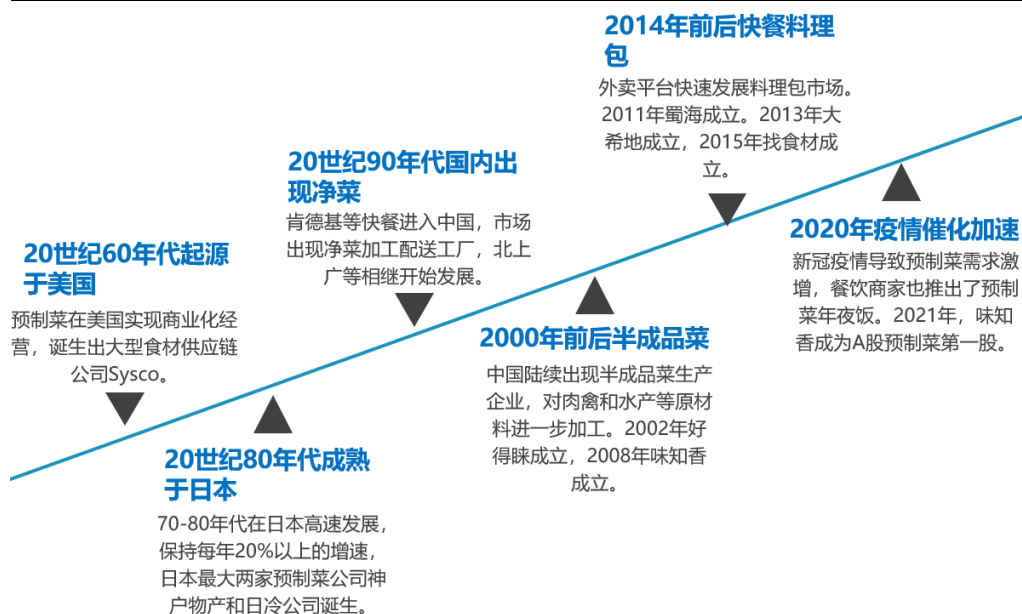
数据来源：《中国渔业统计年鉴》、开源证券研究所

图11：2020 年我国水产加工总产值约 4354 亿元


数据来源：《中国渔业统计年鉴》、开源证券研究所

疫情加速消费者教育，预制菜行业蓬勃发展。预制菜即“半成品菜”，它是以农、畜、禽、水产品为原料，配以各种辅料，在中央厨房制作，通过冷冻或者真空包装保存后的半成品。预制菜通过简单烹饪便能成为一道成品菜。通过需要加工的程度，可将预制菜分为即食食品、即热食品、即烹食品、即配食品四类。目前大部分预制菜企业经营的主要是即热和即烹食品。预制菜最初在 20 世纪 90 年代以净菜形式出现，2000 年前后味知香等预制菜企业出现。2020 年后，随着居民生活工作节奏加快、新冠肺炎疫情的影响，消费者对预制菜的认知度提升，预制菜行业蓬勃发展。根据艾媒咨询数据显示，2020 年以来预制菜行业快速发展，2021 年增 19.8% 至 3459 亿元，预计 2023 年预制菜市场规模可达 5000 亿元。

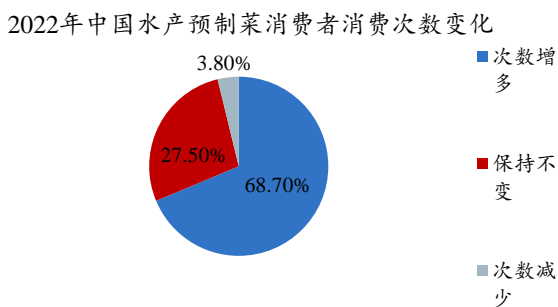
图12：2020 年以来，预制菜迎来快速发展阶段



资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

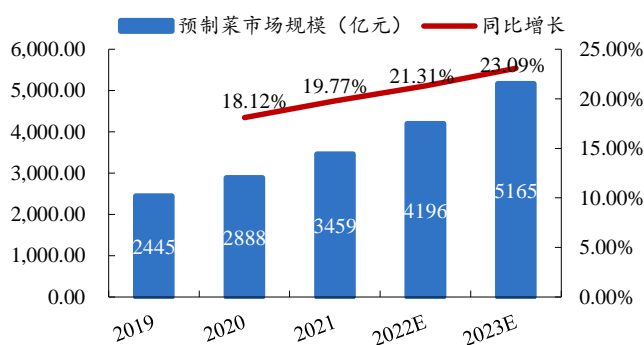
水产预制菜成为水产品行业重要转型升级方向。水产预制菜成为水产品加工行业新转型升级方向。疫情期间，线下餐饮消费场景缺失，消费者对方便、快捷的水产预制菜产品需求提升。2022 年我国 68.7%的消费者消费水产预制菜的次数增加，水产预制菜关注度提升，发展较快。根据艾媒咨询数据，2021 年中国水产预制菜行业规模为 856 亿元，同比增长 16.8%，预计 2026 年中国年水产预制菜市场规模将达 2576 亿元。

图13：2022 年我国近 7 成消费者消费水产预制菜次数增多

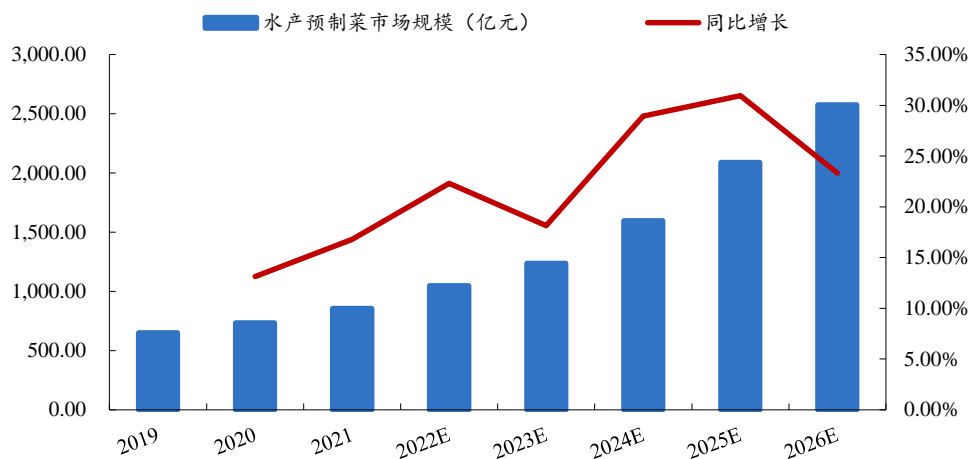


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图14：2021 年预制菜市场规模约 3459 亿元

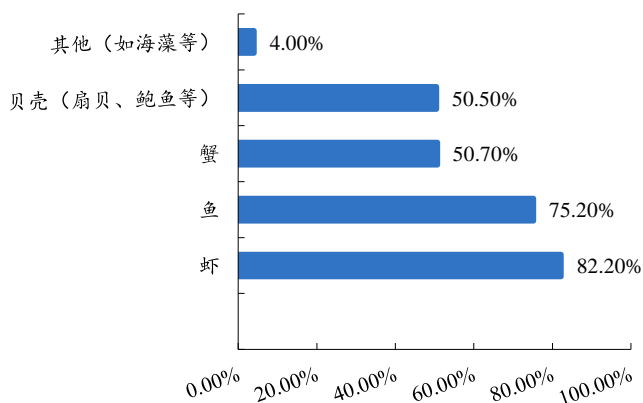


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

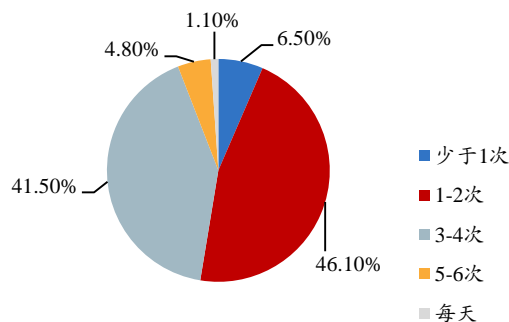
图15：预计 2026 年中国水产预制菜行业市场规模将达到 2576 亿元


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

水产预制菜消费群体以中青年为主，消费类别以鱼虾为主。根据艾媒咨询，水产预制菜的消费群体主要为：（1）女性消费者，占比约 65.2%；（2）经济较为发达的一二线城市，具体来看，一线、新一线、二线城市占比分别约 20%、25.2%、30.1%；（3）中青年消费者，分年龄来看，22-40 岁占比约 89.4%，其中 31-40 岁占比约 49.9%。根据产品种类来看：（1）大部分水产预制菜消费者购买的加工较为简便的即烹产品。根据艾媒咨询，93.2%、62.5%、56.2%的消费者分别选择购买即烹、即热、即配产品；（2）虾类、鱼类为消费者主要选择的水产预制菜类别；（3）川菜、湘菜、粤菜为前三最受消费者喜爱的水产预制菜菜系。

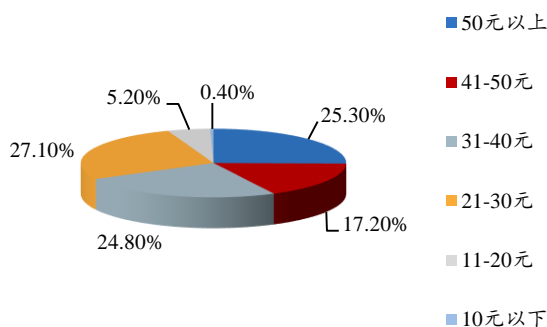
图16：2022 年最受消费者欢迎的水产预制菜为虾类


数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图17：2022 年大多数水产预制菜消费者一周消费次数为 1-4 次


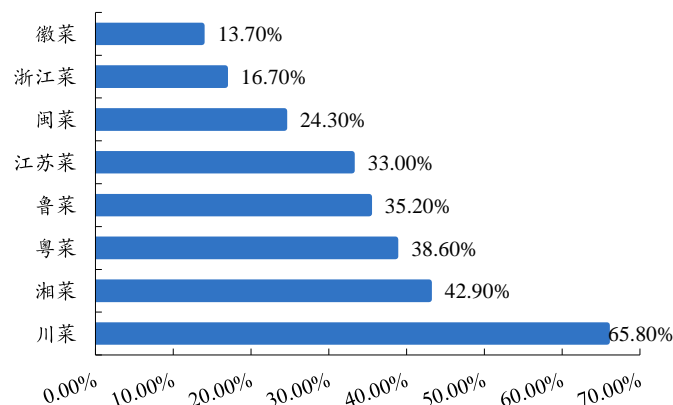
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图18：2022年水产预制菜消费者单次花费金额占比最多的区间为21-30元



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图19：2022年水产预制菜中最受消费者欢迎的菜系为川菜



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

政策支持推动预制菜行业发展。多地政府相继出台预制菜产业相关政策，推动预制菜产业高质量发展。2022年3月，广东省率先印发《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》，领跑预制菜建设。随着国家产业政策陆续落地，有助于稳定消费者对预制菜的认知和信任，促进预制菜行业规范、高质量发展。

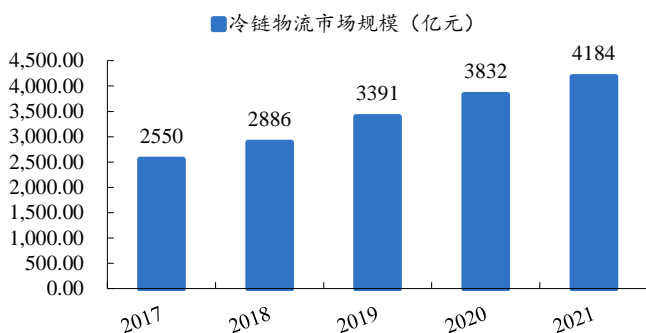
表5：2022年3月广东推出《加快推进广东预制菜产业高质量发展十条措施》

序号	具体措施
1	建设预制菜联合研发平台
2	构建预制菜质量安全监管规范体系
3	壮大预制菜产业集群
4	培育预制菜示范企业
5	培养预制菜产业人才
6	推动预制菜仓储冷链物流建设
7	拓宽预制菜品牌营销渠道
8	推动预制菜走向国际市场
9	加大财政金融保险支持力度
10	建设广东预制菜文化科普高地

资料来源：广东省人民政府办公厅、开源证券研究所

冷链物流和保鲜技术逐渐完善，为预制菜发展提供基础。水产品消费注重“新鲜”，因此早期水产行业产品形态多以生鲜、初加工产品为主。随着冷链物流不断完善，为延长产品保质期、扩大产品配送范围、降低物流配送成本提供基础，水产预制菜可实现全国范围内的销售和配送。根据中物联冷链委数据，2020年我国食品冷链物流市场规模同比增长13.0%至3832亿元，预计2022年市场规模将达4567亿元。此外，近年来我国冷藏车保有量也不断提升，自2015年的9.3万辆大幅提升至2021年的28.1万辆。

图20：中国冷链市场规模近 4000 亿



数据来源：中物联冷链委、开源证券研究所

图21：中国冷藏车保有量快速增长



数据来源：中物联冷链委、开源证券研究所

2.2、预制菜产业链长，可解决 B、C 端痛点

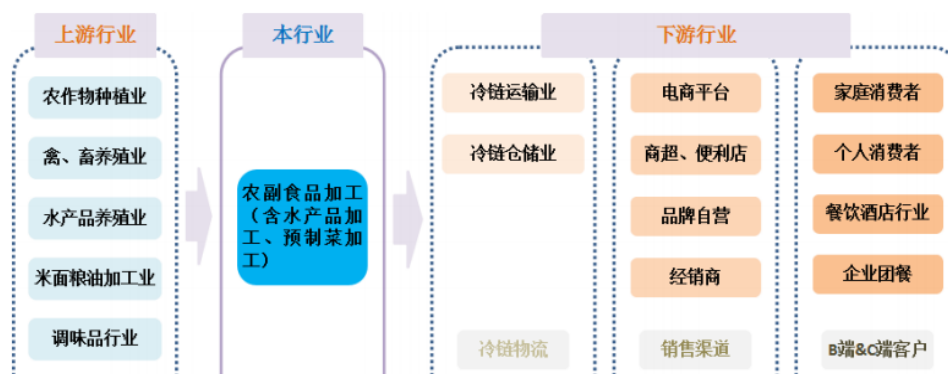
预制菜产业链较长，集约度、标准化程度相对较低。预制菜产业链较长，但由于原材料、产品形态、渠道多样，产业集约度及标准化程度相对较低。

(1) 上游：上游包括农作物种植、禽畜牧养殖、水产养殖等。预制菜行业上游涉及原材料种类多样，上游分布也较为分散。此外，上游主要原材料、调料辅料等直接原材料占预制菜总成本比重较大，因此原材料价格波动对预制菜企业盈利水平影响较大。

(2) 中游：中游生产加工企业多样，盈利能力和优势有所分化。中游参与者主要涉及专业预制菜企业、传统速冻企业、餐饮企业、上游企业、零售企业等。

(3) 下游：下游可分为 B 端市场与 C 端市场，B 端与 C 端占比约为 8：2。B 端市场主要包括餐饮企业；C 端市场包括商超、便利店、电商等。此外，新零售如生鲜超市、社区团购和直播平台等也逐渐兴起。

图22：预制菜行业产业链较长



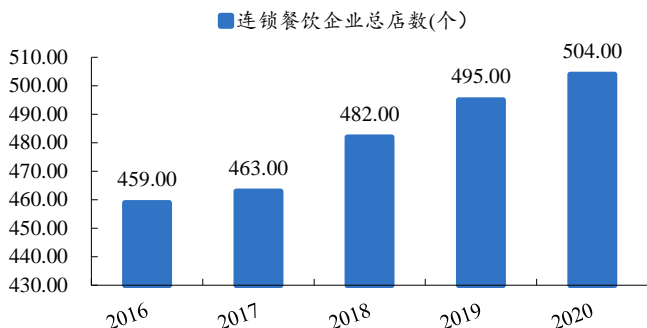
资料来源：公司公告

预制菜可解决 B、C 端的痛点。具体来看：

B 端：(1) **实现菜品标准化。**随着餐饮行业连锁化率不断提升，产品质量稳定与口味统一等问题有待解决。连锁餐饮企业对菜品的标准化、规模化、工业化要求

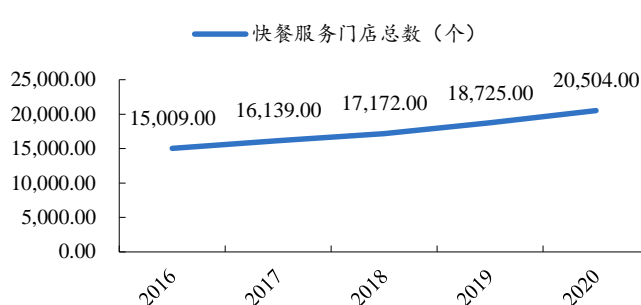
较高，部分连锁餐饮企业如海底捞、广州酒家等已经自建中央厨房生产半成品菜。但由于餐饮店菜品较为丰富，若建设多品类生产线需要较大的前期投入，因此轻资产运营、规模相对较小、菜品品类丰富的餐饮企业仍需考虑和预制菜公司合作。

图23：中国连锁餐厅数量逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

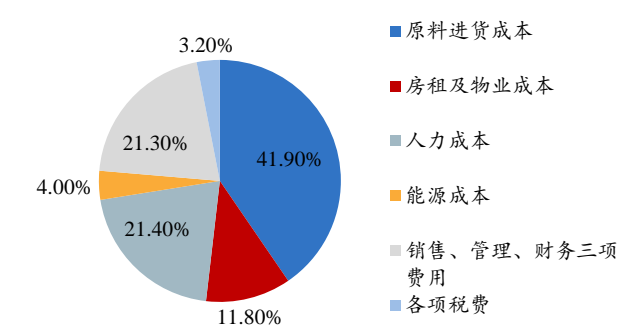
图24：“快餐正餐化”成为流行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

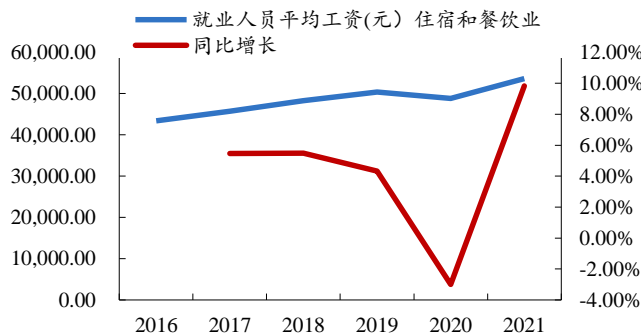
(2) 降低人工成本和厨房租金成本，提升经营效率。2021 年，餐饮业总收入达到 46895 亿元，同比增长 18.6%，恢复至疫情前水平。与此同时，2021 年共有超 100 万家餐饮相关店铺注销，其中快餐店注销了近 40 万家，奶茶店注销了近 35 万家，火锅店注销了近 10 万家。根据中国饭店协会数据，原料进货成本、房租及物业成本、人力成本分别占 41.9%、11.8%、21.4%，合计共占约 75%。增长较快的员工及租金成本压缩餐饮企业盈利空间，使得餐饮企业有动力通过预制菜进一步优化菜单及成本结构，标准化、流程化制餐并提高出餐效率以降低人工成本，压缩后厨面积以降低租金成本等。

图25：原料、房租和人力成本占 75%



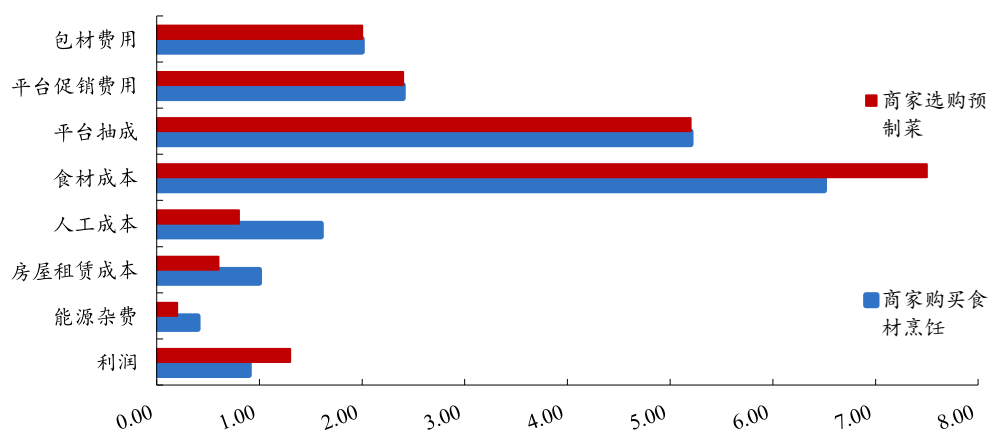
数据来源：中国饭店协会、开源证券研究所

图26：住宿和餐饮业平均工资增速约 4.42%



数据来源：Wind、开源证券研究所

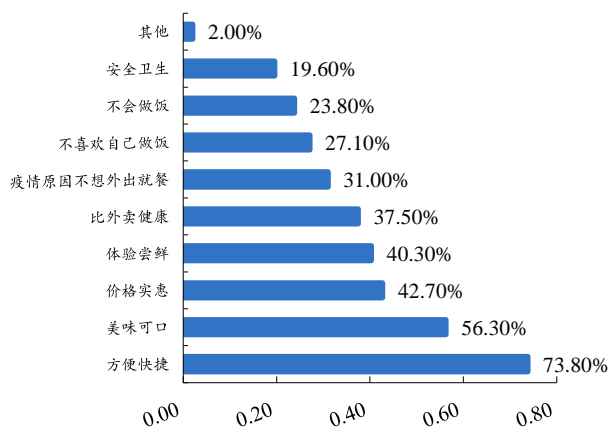
图27：使用预制菜的商家能节约人工成本、房屋租赁成本和能源杂费



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

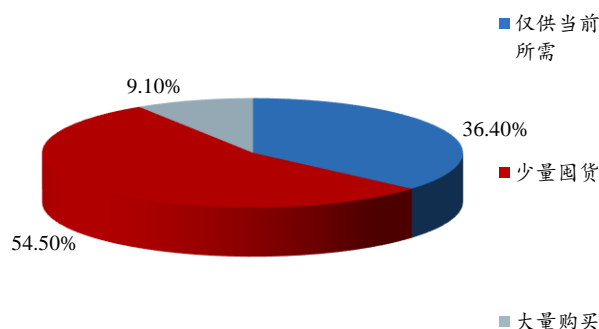
C 端：减轻做饭负担，满足消费者对健康饮食迫切需求。根据艾媒咨询，73.8%的消费者购买水产预制菜是因为其方便快捷。预制菜具备多种特点：（1）可散称、也可小包装销售，可满足不同用户需求；（2）性价比高，价格低于餐厅消费，且可低于散买材料自制；（3）加热即可食用，方便快捷；（4）也可根据个性化口味自行调味，口味好。因此预制菜可满足方便快捷、味道好、性价比高的 C 端用户需求。疫情加速 C 端消费者教育，随着水产品的健康功能越来越受到重视，水产品预制菜能够可满足居民水产品消费需求，并在一定程度上缓解他们不善于料理水产品等问题，C 端市场有望快速增长。

图28：2022 年超过 7 成消费者表示购买水产预制菜是为了方便快捷



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图29：2022 年绝大多数水产预制菜消费者单次购买的动机是少量囤货



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

2.3、竞争格局较分散，行业发展空间广阔

预制菜行业竞争格局较为分散，参与者较多。预制菜行业进入门槛相对较低，且仍存冷链配送限制，因此目前行业格局仍较为分散，2020 年 CR10 约 14.2%。目前行业参与者较多，各有优劣，在产品、渠道上进行差异化竞争：（1）传统预制菜企业：如味知香、好得睐等。这类企业精耕预制菜多年，具备一定渠道优势和品牌

力。(2) 上游企业：如国联水产、龙大美食、圣农发展等。这类企业具备产业链优势，具备较为完善的供应链。(3) 传统加工企业：如双汇发展、得利斯等。这类企业深耕肉制品加工多年，具备较强的质控能力，并且在优势区域具备渠道、品牌优势。(4) 速冻企业：如三全食品、安井食品等，具备较强的冷链物流配送体系，且已经积累一定品牌力。(5) 餐饮企业：如广州酒家等，已经具备线下门店品牌力，产品还原度较好。(6) 零售企业：如盒马生鲜、叮咚买菜等，主要布局 C 端市场。

图30：预制菜行业参与者较多

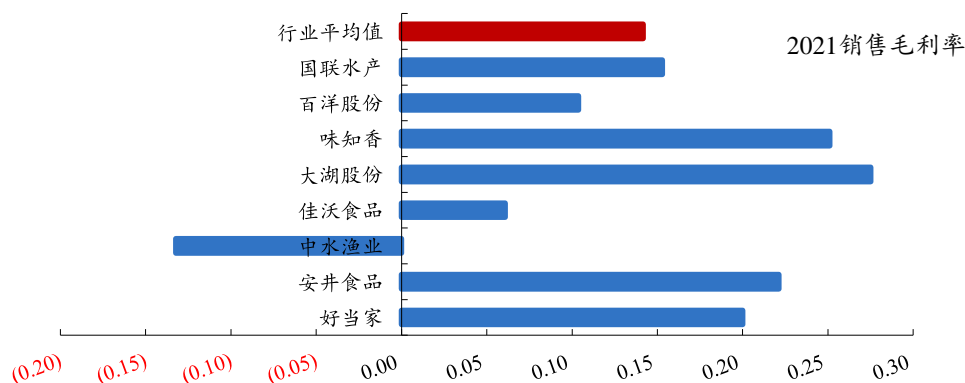


资料来源：艾媒咨询

表6：同行业公司主要产品略有差异

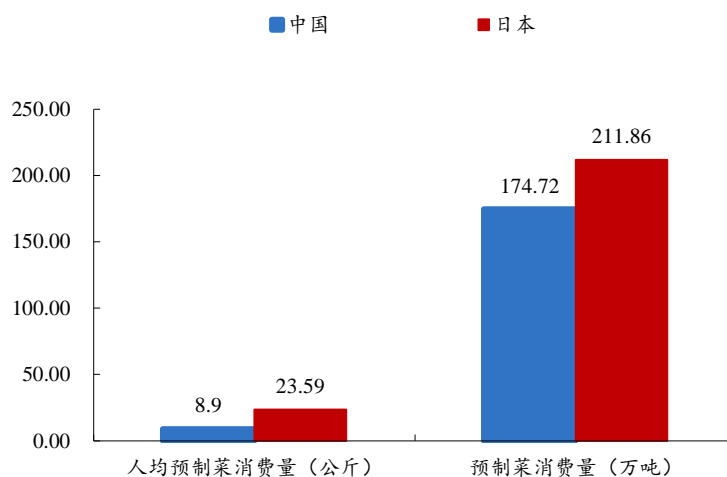
证券简称	产品类别
好当家	海水养殖、食品加工
安井食品	速冻食品
中水渔业	远洋渔业捕捞、产品加工、运输
佳沃食品	中高档水产品的贸易、加工及销售
大湖股份	淡水水产品养殖、加工、销售
味知香	半成品菜的研发、生产和销售
百洋股份	冷冻罗非鱼产品生产和销售
国联水产	水产品食品加工以及预制菜产品研发

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图31：国联水产销售毛利率超行业平均值


数据来源：公司公告、开源证券研究所

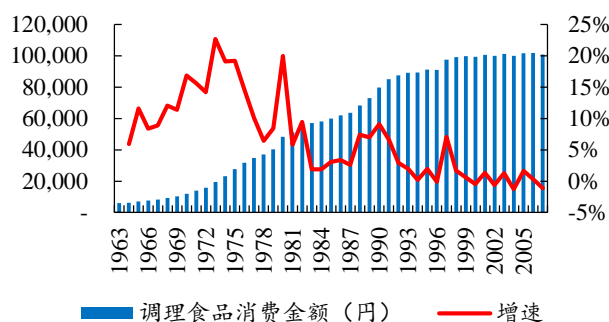
我国预制菜人均消费量仍较低。目前我国预制菜渗透率仍较低。根据 36 氪研究院，2021 年中国预制菜总消耗量约 174.72 万吨，人均预制菜消费量约 8.9 公斤，远低于日本 23.59 公斤的水平。

图32：2021 年中国人均预制菜消费量较低


数据来源：36 氪研究院、开源证券研究所

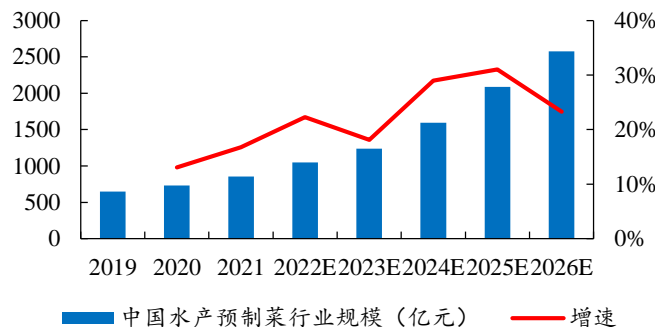
对标国际成熟市场，中国预制菜发展空间广阔。1973 年日本家庭调理食品消费金额增 22.7%至 19515 日元；2021 年中国水产预制菜行业规模为 856 亿元，同比增长 16.8%。我国目前人均 GDP、劳动人口结构、城镇化率等皆与 20 世纪 70 年代末的日本非常接近，中国预制菜行业或也将像当年的日本预制菜行业步入高速增长阶段。据艾媒咨询数据，未来中国水产预制菜市场将继续保持较高增速，2026 年水产预制菜市场规模预计约 2576 亿元。

图33：70年代日本家庭调理食品消费金额快速增长



数据来源：日本总务省统计局、开源证券研究所

图34：中国水产预制菜行业增速较快



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

3、具备产业链优势，品牌力强

3.1、产品矩阵完善，注重新品研发

品类多样，产品矩阵完善。国联水产是全球采购、精深加工、食品研发于一体的水产食品企业。公司产品品类多样，主要可分为：以预制菜品为主的精深加工类、初加工类、全球海产精选类三类，其中：

（1）精深加工及预制菜品：主要包括快煮、裹粉、米面、小龙虾、火锅、风味鱼等系列；

（2）水产初加工类：主要包括生熟带头、生熟虾仁、鱼片、小龙虾肉等系列；

（3）全球海产精选类：主要包括阿根廷红虾、沙特虾、黑虎虾、北极甜虾、新西兰青口贝、鳕鱼、帝王蟹、巴沙鱼等。

预制菜占比逐渐提升，各区域产品构成略有差异。从品类来看，公司初加工产品占比最大，以预制菜为主的精深加工类产品的占比在逐年提升。从区域来看，目前公司大多数产品销售已覆盖全国9大区，但是几大区主销菜品略有差异：（1）预制菜在北上广、华南、华东、华中、华北、东南等市场销售比重较高；（2）东北、西北市场净菜销售更多；（3）烤鱼的受众主要在华南、华东、东南和华北；（4）熟虾类的客户集中在西南、华中、华南和华东。

表7：国联水产产品品类齐全

产品类别	产品名称	产品示例
初加工类	生带头与生虾仁	
	开背虾	

精深加工类

金粟芙蓉虾



黄金虾球



预制菜类

青花椒烤鱼



调味小龙虾



全球海产精选类

阿根廷红虾



黑虎虾



资料来源：公司公告、开源证券研究所

多品类产品矩阵构筑产品端核心竞争力。国联水产在做预制菜的方面，一直是执行亿元级大单品加特色小品的产品矩阵策略。公司的预制菜品专注于水产行业，以对虾、小龙虾、鱼类为主，以“小霸龙”品牌构建了完善的预制菜产品体系，涵盖快煮、裹粉、米面、火锅、小龙虾、风味鱼等系列，基本覆盖从餐桌到餐厅的主要消费场景。其中，国联的小龙虾产品以其极佳的品质，深受消费者的厚爱；公司的风味烤鱼系列陆续研发上市，很快便打进国际国内市场，获得市场一致好评。

相较同行竞品，公司产品口味更多、品质更高。同行其他企业均推出酸菜鱼产品，各家差异主要集中在鱼肉的选取，而国联水产的风味鱼系列口味种类繁多，不

乏创新口味，给消费者带来较新奇的体验。公司于 2021 年 8 月推出风味鱼系列，采用冬阴功和咖喱风味在东南亚和澳洲先销。之后在国内市场推出麻辣、蒜蓉和青花椒三个口味，产品动销较好，2022 年上半年又推出菠萝烤鱼，持续引领烤鱼市场。此外，公司小龙虾系列以个大饱满取胜，每只能达到 4-6 钱，相比于同行业竞品单价也更高。直播间销量最高的特大号翡翠生虾仁在天猫热销榜、好评榜以及回购榜三榜题名，表现较好。

表8：公司热门单品各具特色、品质优良

产品名称	价格（元）	重量（g）	单价（元/g）	特色
小龙虾（麻辣、蒜香、十三香口味）	150.45	500*3	0.10	个大饱满、鲜香四溢
水晶虾饺（冬笋味、原味）	99.9	1200	0.08	广式经典、鲜美爽滑
小霸龙风味烤鱼（麻辣、蒜香、青花椒口味）	54.9	1000	0.05	创新风味、外焦里嫩
菠萝烤鱼	79	1500	0.05	露营野炊饮食

数据来源：淘宝、开源证券研究所

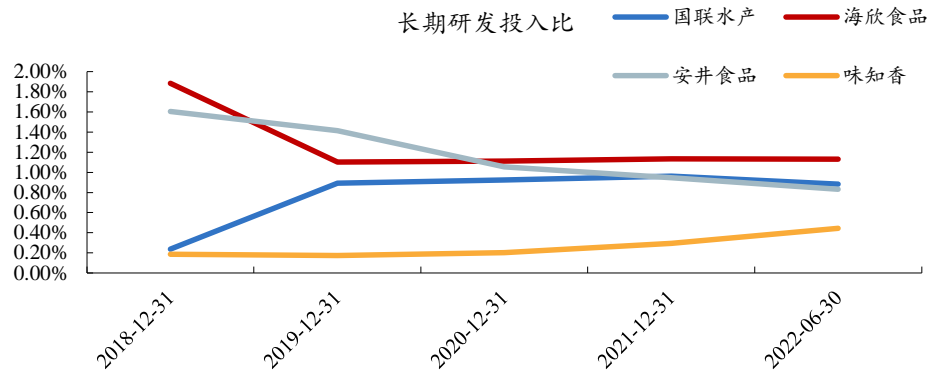
表9：公司小龙虾系列和风味鱼系列产品对比同行竞品优势明显

产品类别	公司名称	产品名称	单价(元/g)	对比
小龙虾	国联水产	小龙虾（麻辣、蒜香、十三香口味）	0.10	国联水产的小龙虾具有个头更大、口味更多的优势，单价也更高
	信良记	小龙虾（麻辣、蒜香）	0.07	
鱼	国联水产	小霸龙风味烤鱼（麻辣、蒜香、青花椒口味）	0.05	国联水产的风味鱼口味众多与同类产品差异明显，
	味知香	酸汤鱼	0.12	同时该产品的单价更低有利于快速抢占市场
	信良记	金汤酸菜鱼	0.07	
	安井食品	老坛酸菜鱼	0.07	

数据来源：淘宝、开源证券研究所

持续进行新品研发，新品具备潜力。公司在上海、湛江两地设有食品研发中心，研发团队来自国际大型连锁餐饮企业资深研发总监、研发总厨等，已建立起完善的产品研发体系。公司研发投入水平自 2018 年开始大幅提升，目前与同行企业相近。公司 2021 年研发投入 1.63 亿元，营收占比为 3.64%。近年公司持续研发一批如酸菜鱼、烤鱼等风味鱼系列、金粟芙蓉虾的裹粉系列、虾滑系列、虾饺的米面系列、调味小龙虾的小龙虾系列、蒜蓉粉丝贝系列等丰富多样的预制菜品。同时，公司打造了餐饮重客中心为餐饮企业做产品的定制开发，通常会通过渠道和产品方向研究、定制、筛选、店面市场测试、工业化、供货的流程。目前新品如风味烤鱼等表现较好，酸菜鱼、金鲳鱼等新品潜力较大。未来，公司会持续进行研发投入，研发具备潜力的新品以持续为公司带来新的增长点。

图35：国联水产长期研发投入水平与同行竞争者相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

严格执行国际化的生产标准和质量标准。公司的产品以高质量的姿态进入到整个的预制菜的产业里，在质量管控方面起到引领作用。公司在业内率先通过 ISO9001、HACCP、BAP、BRC、EU 等国际体系认证。2022 年公司牵头制定的《预制菜》产品规范团体标准，明确规定了餐饮消费场景下的预制菜定义、原辅料要求、标签、包装、贮存要求等，在提升预制菜产品品质和食品安全水平等方面发挥了积极作用。

3.2、产业链资源丰富，全渠道布局

3.2.1、同上游关系紧密，成本优势明显

水产养殖经验丰富，现已剥离养殖业务。国联水产上游为水产种苗、饲料及养殖，中游为水产品的初加工、食品深加工及水产加工副产品综合利用，下游是渠道销售。过去公司已经建成了集种苗、饲料、养殖、加工及销售为一体的完整产业链，具备比较丰富的水产养殖、采购经验，产业链资源丰富。为了更聚焦在水产食品加工业务上，2022 年 5 月，公司已关停上游养殖业务。

图36：国联水产过去已构建较为完整的水产产业链



资料来源：公司公告

全球化采购体系完善，加大国内原材料采购，供应链稳定。国联水产上游原材料种类多样，进口与国内采购并行，规模效应下具备强大议价能力，成本把控力强：

(1) 进口：进口原料类别主要为对虾产品。公司以前对虾产品占比较大，70%原料来自于海外进口，已经形成较为完善的跨境采购体系。公司在南美洲、北美洲、东南亚等对虾及水产品主要原料产地构建采购体系，可以进行全球化、规模化的采购。通常国际采购部会根据排产计划，向不少于 5 家国外供应商询价议价。

(2) 国内采购：国内采购原料类别主要为鱼类、小龙虾产品、贝类产品和牛蛙类产品。进口原材料价格低于国内采购价，但通常进口周期长、价格波动容易产生减值，而国内采购可缓解库存占用资金及疫情对供应链的影响。因此公司加大国内原材料采购占比，供应链稳定性增强。

图37：国联水产已构建较为完善的全球采购体系



资料来源：公司公告

成立产业振兴部，与上游关系紧密，多方式实现合作共赢。国联水产养殖业务在剥离前已不足以匹配加工业务，公司主要采用引导型销售模式，与上游建立长期合作关系。未来公司也将采用多种方式与上游实现合作共赢：

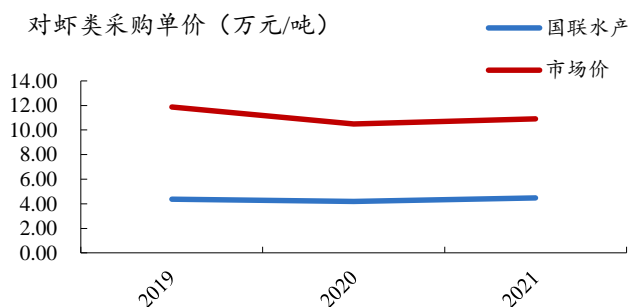
(1) 2022年9月，国联水产与粤海饲料签订了《战略合作框架协议》。粤海饲料可通过购买、租赁整合等方式吸收公司上游资产；而公司可以通过定量、锁价等方式采购粤海饲料养殖户的水产品。

(2) 成立产业振兴部。一方面赋能养殖户的养殖技术，引导其养殖方向；另一方面，也会通过对接国家扶贫政策、乡村产业振兴政策、金融机构来扶持上游养殖户发展。

(3) 采用引导型销售模式，对养殖品类、养殖规格、养殖模式（订养、风险共担、随行救市）进行引导，与上游建立长期的紧密联系。

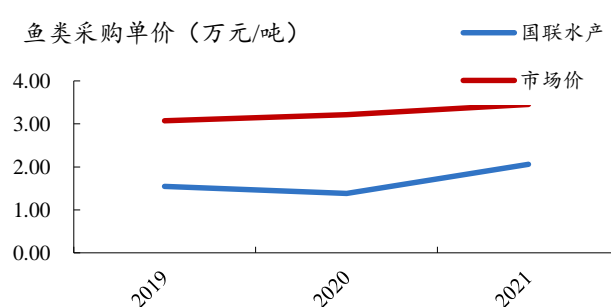
原材料成本低于行业平均值，品控较强。原材料成本对预制菜企业盈利能力影响较大。国联水产具备较强的采购体系，一方面充足的选品经验、严格的品控有助于保持较高的产品品质；另一方面，也有助于公司及时把控原材料的价格波动，通过多种方式平滑原材料价格波动影响。国联水产向合作社或农户采购原材料占采购总金额比例超过30%，具备成本优势。公司采购的主要原材料对虾、鱼类、小龙虾的采购价格低于行业平均水平。原材料采购优势可提高公司整体抗风险能力，进一步提升公司的竞争力。

图38：对虾类主料采购单价稳定，远低于行业平均值

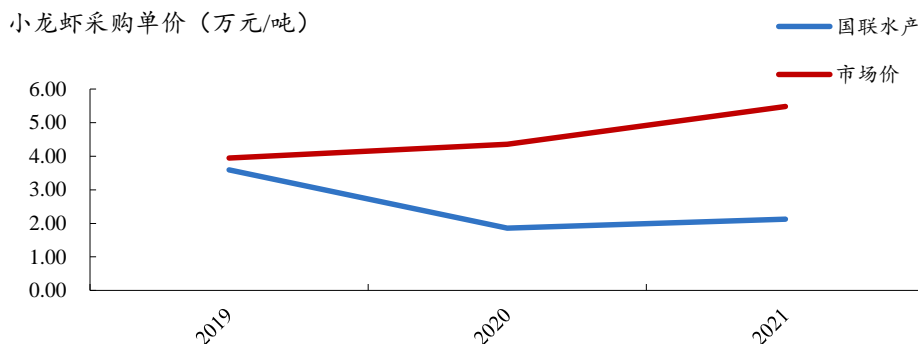


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图39：鱼类主料采购单价略有上升



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图40：小龙虾采购单价优势明显


数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

3.2.2、与第三方合作，有效控制运输成本

四大工厂分工生产，效率较高。目前公司有四大工厂，专业分工生产不同产品，效率较高：吴川黄坡工厂主要生产虾类产品和预制菜品；广东国美水产主要生产鱼类产品；阳江工厂主要作为黄坡工厂的辅助工厂，负责生产原料的环节；益阳的工厂主要生产的产品是小龙虾产品、牛蛙产品、清江鱼和鲢鱼产品。特别是公司 2019 年建立的吴川黄坡智能化工厂，导入工业 4.0 设计理念，引进世界先进的自动化、智能化生产技术及设备。该工厂拥有“食品智造、自动化和信息化三大亮点，品控水平高，将实现由水产加工到“中央厨房”的转型升级，助力公司提质增效。

与第三方合作的方式进行物流配送，相较自建物流可节约运输成本。预制菜需要全程冷链运输，要求预制菜企业具备先进的物流仓储体系及冷链运输体系。国联水产物流配送体系是采取与第三方物流合作的方式。与第三方合作可有效降低货物分拣错误率以及仓库的管理成本。

3.2.3、国内外双循环，B、C 端齐发力

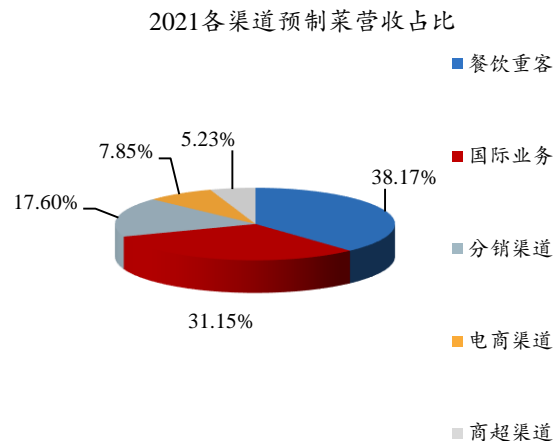
国内外布局，全渠道覆盖。公司在国内、国外如美国市场上具有领先地位，目前全渠道布局，覆盖商超、电商、餐饮、流通等渠道。2021 年公司预制菜营收约 8.41 亿元，其中餐饮重客、国际业务为主要渠道，占比分别达 38.17%、31.15%；分销渠道、电商渠道、商超渠道占比分别约 17.6%、7.85%、5.23%。餐饮重客渠道大幅提升公司营收，2020 年餐饮重客渠道实现营收 6.3 亿。2021 年以来，受疫情影响，餐饮渠道销售受限制下滑。疫情提升 C 端消费者对预制菜的认知度，2022H1 预制菜营收约 5.61 亿元，同比增 36.7%，其中商超、电商渠道增长较快。

图41：公司渠道销售覆盖领域较广



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图42：2021 餐饮重客占预制菜总营收比重最大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

国际市场：以 SSC 公司为主开拓美国市场，持续开拓非美等市场。公司的外销业务主要包括美国本土公司 SSC 在美销售及公司出口业务。直销模式包括大型连锁商超、餐饮等；经销模式包括进出口水产品贸易商、批发商、大型水产品配送商等。未来国际业务上公司以美国 SSC 公司业务为主，持续开拓非美等市场，不断提升预制菜产品在国际业务中的销售比例。

国内市场：B、C 端齐发力，多渠道布局。国内市场主要分为 B 端和 C 端，其中 B 端包括餐饮重客与流通渠道，C 端主要包括商超与电商新零售渠道。直营主要包括餐饮重客、商超、电商直营等渠道，是公司目前主要的模式。

(1) B 端：餐饮重客渠道已积累优质客户资源。餐饮重客渠道主要面对大型餐饮客户、工业客户。公司餐饮重客中心专门服务中国前 100 的餐饮企业，目前的重点合作对象包括百胜海产品、海底捞、半天妖、赛百味、汉堡王、呷哺呷哺、老乡鸡等。提供定制产品，如向海底捞供给牛蛙产品；半天妖生产烤鱼产品等。

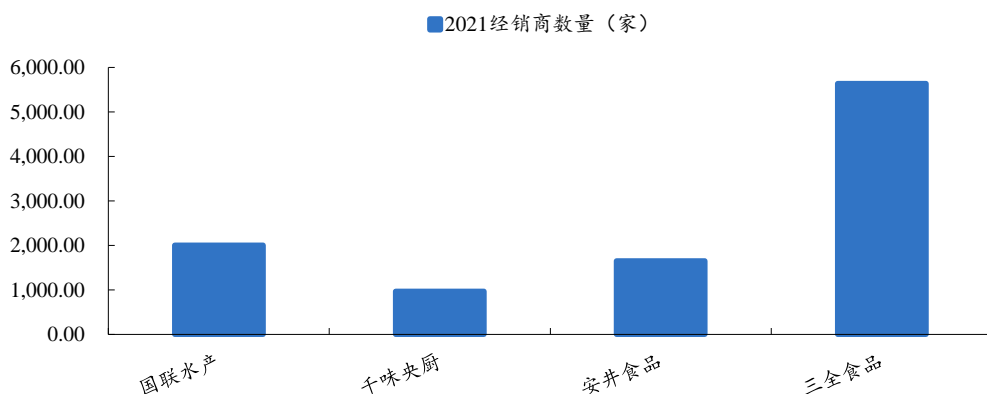
向小 B 客户提供标准化产品，小 B 客户黏性强。公司的产品品质优良，稳定度高，采取相对较高的价格定位于其他竞品差异化竞争。对于单体餐饮公司主要销售标准化产品，不进行定制开发。小餐饮企业用户黏性较强，已习惯公司产品口味，轻易不会更换其他品牌，目前华南、东南区域的小 B 市场销售非常稳定。

餐饮重客团队体系健全，定制化研发解决大 B 端痛点。大 B 客户更关注水产品的安全性、价格波动，且研发资源有限。而国联水产具备非常严格的品控体系，且可定制化研发新品，满足大 B 客户需求。公司的餐饮重客中心有健全的团队体系，不但有专门服务大客户、进行菜品研发的研发人员，还有营销人员和后台人员等各类复合型人才。公司将复合型人才团队下沉到一线的餐饮重客渠道，现场办公以及及时了解客户需求，实现客户研发、采购、生产、销售的全流程支持。此外，公司也会将“西式快餐模式”复制到中餐或团餐渠道。未来，公司会继续对大型连锁化餐饮采用定制直供方式服务；对单体或者高端零散餐饮通过配送商来服务。同时，公司会加强与配送商之间的密切合作，通过配送商配送和开发难度比较大的市场。

经销模式主要在流通渠道展开。公司经销模式主要为水产贸易商、批发商等，

采用买断式经销，不存在代理式经销模式。在结算方式上，公司和经销商主要采取现款现货政策，对部分信誉较好且合作较久的客户给予一定信用额度。国联水产主要合作经销商通常是地市级经销商，他们大多数有自己的冷链配送车辆，且同一类型下只可卖国联水产产品。同时，公司自 2021 年开始应用 CRM 系统，已建立统一的客户关系管理系统，可规范和标准化客户服务流程，有利于公司管控销售流程、进行渠道的精细化管理。

图43：2021 年国联水产合作经销商数量略高于千味央厨和安井食品



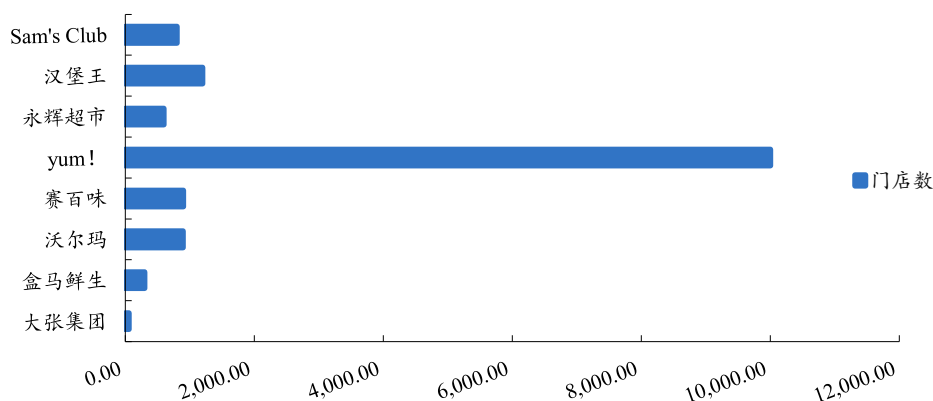
数据来源：公司公告、开源证券研究所

流通渠道追求“精而美”，打造可复制模式。在流通渠道上，公司会根据不同区域的特点来确定业务方向和重点客户，进行精准营销。公司会先聚焦资源在“点”上，做“点”的样板，再做“面”的推广，打造可复制模式的代表，进行渠道精细化变革及产品转型，提升毛利。

(2) C 端：加大 C 端布局，提升品牌影响力。虽然公司 B 端业务占比较高，但随着消费者对预制菜的接受度、认知度提升，2021 年公司逐步加大 C 端布局。未来随着人口老龄化、年青一代进入主流市场，老年人及新青年对预制菜的需求会逐渐递增，因此公司持续投入以增强 C 端的品牌影响力。

线上种草，线下拔草，商超业务发展较快。国联水产采取“线上种草，线下拔草”的策略，持续提升产品品质与曝光度，已与盒马鲜生、永辉超市、沃尔玛等重点商超企业达成合作。2021 年公司产品铺市超 3,000 家门店，全国商超标准店建设达 1,000 家以上，国联形象店、预制菜形象店达 300 家以上。2021 年公司商超渠道同比增 20.2%至 3.95 亿元，商超渠道稳健增长。

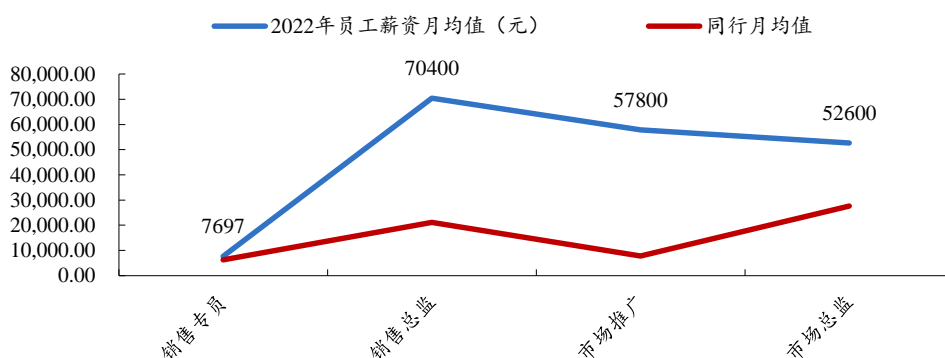
商超渠道差异化定位销售，渠道进一步下沉。公司在商超渠道采取差异化定位方式进行销售：在大众超市主要销售散装、冰鲜产品，辅以预制菜产品；在中高端白领超市主要销售一些小包装、便捷预制菜产品。此外，公司渠道持续下沉，已新开发了步步高、胖东来等区域型超市，并与大张超市建立战略合作关系，开拓保亭会（超市联盟）系列超市业务。目前公司全国城市覆盖率约 52%，重点开发的省域城市覆盖率达 71%，渠道渗透率持续提升。未来公司预计会继续深耕渠道，根据区域情况差异化开展销售策略，持续进行渠道拓展及下沉。

图44：公司与多家大客户达成友好合作关系


数据来源：公司公告、开源证券研究所

电商新零售渠道发展迅猛。公司电商渠道主要为直营模式，通过电商渠道扩大产品知名度和接受面。2021 年公司电商业务聚焦于官方旗舰店运营，在天猫旗舰店、京东自营及旗舰店、拼多多旗舰店、抖音旗舰店产品销量同比增长超 50%。目前公司实现自产品供应商向品牌运营商的转型，自有产品销售占比达 98%；坚守线上价格、精准高效进行费用投入，线上业务可实现盈利。未来公司预计会在传统的直播带货的基础上，进一步加大对抖音直播、小红书种草等渠道的投入，并围绕小龙虾、酸菜鱼、虾饺等高毛利产品进行线上线下融合，塑造消费者的品类认知，进一步提升品牌曝光度和知名度。

员工薪资高于行业水平，积极性强。公司非常注重销售和市场类人才的培养与奖励。据看准网数据，2022 年公司销售专员、销售总监、市场推广和市场总监的薪资月均值分别高出行业均值 23%、233%、639%和 91%。公司销售及市场人员薪资高于行业水平，积极性较强。

图45：公司注重市场需求的开发和满足，相关人才月薪远高于行业均值


数据来源：看准网、开源证券研究所

3.3、采用双品牌战略，品牌力强

构建了“龙霸”“小霸龙”双品牌运营策略。国联水产采用双品牌运营策略，通过两个品牌区格产品和受众。其中龙霸主要是原料级水产食品，小霸龙主要是预制

菜深加工产品：

(1) 龙霸自 2010 年诞生，定位为“中国餐桌食材第一品牌”，专注为每一个人提供有标准的、安全的、健康的、营养的海洋食品。主要产品为原料级的水产食品。包括原料级、浅调理鱼两大系列，涵盖鱼、虾、贝等多种海鲜食品。2020 年龙霸年度总销量突破 15 亿元，2021 年成为冬奥会指定水产食材供应商。龙霸具备十多年历史，已经具备一定品牌力，其新品“金钻虾仁”，甄选来自无污染海域的优质原料，成为高端餐饮的选择。

图46：鲜生活，在龙霸



资料来源：公司官网

(2) 小霸龙于 2015 年创立，主打海鲜预制菜精选品牌，主要目标消费人群为 Z 世代和千禧世代。小霸龙形象欢乐，打造出“消费者最亲密的饭友”的理念，并早在 2017 年便开设了京东、天猫品牌旗舰店，2020 年开拓直播电商渠道，年度销售首破 3 亿。目前小霸王已经积累了良好的群众基础，并上市了风味鱼、调味小龙虾、米面、裹粉、快煮、火锅等 6 大系列预制菜。

图47：小霸龙主打海鲜预制菜精选品牌，目标人群为千禧世代

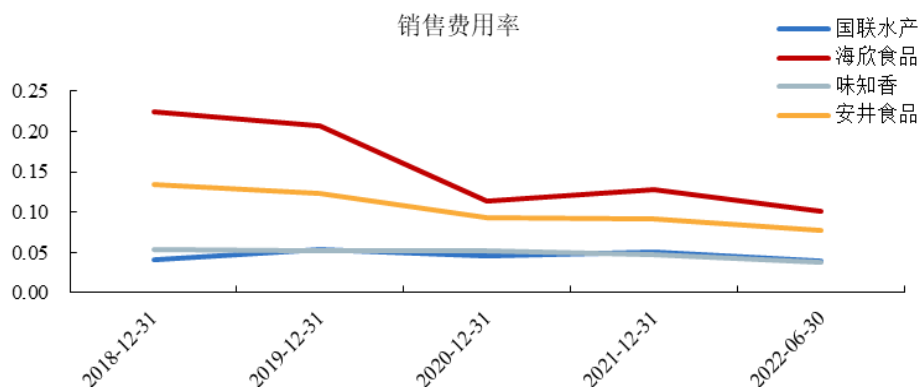


资料来源：公司官网

销售费用率相对较低且较为稳定。从 2018 年以来国联水产的销售费用率始终控制在 4%-5% 之间，低于同行其他企业。根据艾媒咨询，国联水产在 2022H1 中国国预制菜品牌百强榜中排名第三，金榜指数高达 89.96，较强的品牌力有助于公司规避一定低价竞争。未来公司营销也计划通过线上、线下相结合的方式，通过加大线上传播、适当进行线下广告投放的方式，进一步提升公司的品牌影响力。目前，公司

在预制菜行业通过持续品牌投入、较强的产品力，已经形成了一定的品牌效应。

图48：销售费用率多年来较稳定，始终低于同行企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：2022H1 艾媒金榜中国预制菜百强品牌前 5 名

排名	品牌名称	城市（总部）	金榜指数
1	安井	福建厦门	89.39
2	正大	上海	87.28
3	国联水产	广东湛江	86.96
4	梅林	上海	86.76
5	周黑鸭	湖北武汉	86.38

数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

4、通过定增扩建产能，助力公司快速增长

进一步扩大预制菜产能，缓解产能瓶颈。未来三年，公司计划以水产食品和预制菜为核心业务，打造成餐饮企业的水产预制菜的中央厨房，加强 C 端水产预制菜布局。因此公司通过向特定对象发行 A 股股票的模式，拟扩建预制菜产能，缓解目前的预制菜产能瓶颈。

表11：国联水产通过定增项目扩建产能

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
1	广东国美水产食品有限公司中央厨房项目	25,299.45	20,000.00
2	国联（益阳）食品有限公司水产品深加工扩建项目	60,171.51	50,000.00
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00
合计		115,470.96	100,000.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

定增项目完成后预计可新增 6.9 万吨产能。公司主要计划募资 10 亿元用于产能扩建，定增项目完成后预计可新增 6.9 万吨产能：(1) 募资 2 亿元用于广东国美水产食品有限公司中央厨房项目。项目达产后预计可新增共计 2.4 万吨产能，其中烤鱼、虾滑、虾饺等主要产品可分别新增年产能 1、0.4、0.4 万吨。预计项目可实现年均收入约 7.6 亿元，净利润 6247.8 万元。

表12：广东国美水产食品有限公司中央厨房项目

产品名称	新增年产能（吨）
虾饺	4,000.00
烤鱼	10,000.00
虾滑	4,000.00
酸菜鱼	1,000.00
米面类海洋食品	2,500.00
油炸类水产品	2,500.00
合计	24,000.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 募资 5 亿元用于国联（益阳）食品有限公司水产品深加工扩建项目，通过新建厂房、冷库、购置先进生产设备及自动化立体冷库设备，扩大公司各项产品产能和库存能力。项目达产后预计新增 4.5 万吨产能，其中烤鱼、鱼糜预计分别新增 1.1、0.85 万吨产能。预计项目可实现年均收入 18 亿元，净利润约 1.14 亿元。

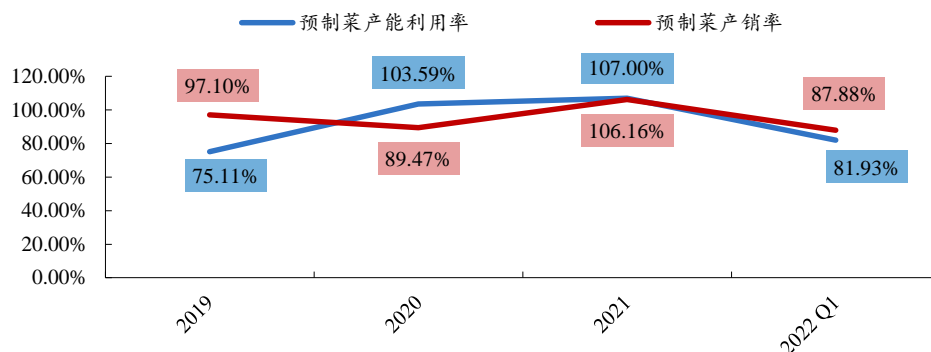
表13：国联（益阳）食品有限公司水产品深加工扩建项目

产品名称	新增年产能（吨）
调味整只小龙虾、虾尾	6,800.00
调味小龙虾仁	4,250.00
休闲小龙虾	4,250.00
鱼头（白鲢、花鲢）	6,800.00
鱼糜	8,500.00
休闲鱼仔	2,550.00
烤鱼（淡水鱼类、叉尾鮰）	11,000.00
预制菜料包	850.00
合计	45,000.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所

目前产能利用率较高，产能陆续释放可助力公司快速增长。目前国联水产的预制菜产能利用率、产销率均较高。2020 年、2021 年公司预制菜产能利用率分别是 103.59%和 107.00%；2021 年公司预制菜产销率达 106.2%。未来随着新产能陆续释放，可缓解公司产能瓶颈，助力公司预制菜规模快速提升，扩大盈利规模。

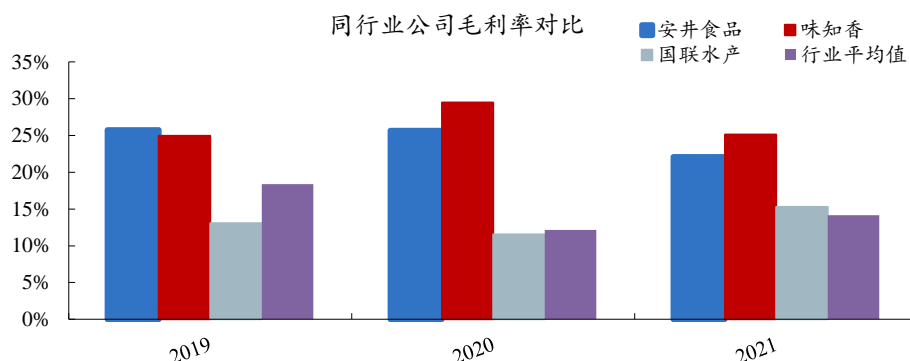
图49：2020、2021 年公司预制菜产能利用率较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

随着规模效应逐渐体现，公司毛利率仍可提升。目前公司毛利率高于行业平均值，但仍低于同业公司。2021 年公司预制菜毛利率约 25%，与同行公司相近。预计公司通过中央厨房项目的建设扩大预制菜的产能规模，随着产能利用率提升、规模效应逐渐显现、水产预制菜的收入占比增长，公司毛利率仍可持续提升。

图50：国联水产毛利率低于同行业其他公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

2021 年公司营收下滑主因受养殖业务亏损影响，2022 年公司已经将上游养殖业务剥离，且聚焦资源在水产品加工主业上，预计水产业务可稳步增长。水产业务中：（1）传统水产业务较为稳定，公司国内国际双循环发展，渠道逐渐完善，预计可持续增长；（2）随着消费者和餐饮企业对预制菜的认知度、需求增加，水产预制菜发展空间广阔。公司 B 端、C 端齐发力，B 端定制化服务与标准化服务并行，C 端线上种草线下拔草联动。随着公司渠道布局进一步完善、渠道逐渐下沉、预制菜产能陆续释放，预计预制菜业务可以快速增长。随着消费者对水产品营养价值认知度提升，对水产品消费需求增加，上游饲料业务预计也可稳步增长。我们预计公司 2022-2024 年营收分别增长 15.6%、16.3%、16.5%。

表14：未来预制菜业务预计增速较快

		2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
预制菜	收入（百万元）	729.00	841.00	1152.17	1497.82	1969.63
	收入增速	14.98%	15.36%	37.00%	30.00%	31.50%
	毛利率					
其他水产行业	收入（百万元）	3,404.11	3,217.37	3699.98	4180.97	4682.69
	收入增速	-8.70%	-5.49%	15.00%	13.00%	12.00%
	毛利率					
水产行业	收入（百万元）	4,133.11	4,058.37	4852.15	5678.79	6652.32
	收入增速	-5.26%	-1.81%	19.56%	17.04%	17.14%
	毛利率	11.86%	16.41%	14.50%	15.50%	17.00%
饲料	收入（百万元）	281.37	311.04	217.73	228.61	240.05
	收入增速	7.84%	10.54%	-30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	15.32%	7.99%	4.00%	4.50%	5.00%
其他业务	收入（百万元）	79.62	104.76	103.71	108.90	114.34
	收入增速		31.57%	-1.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-18.41%	-5.80%	-3.00%	1.00%	2.00%
营业收入（百万元）		4494.10	4474.17	5173.59	6016.31	7006.71
收入增速		-2.80%	-0.44%	15.63%	16.29%	16.46%
毛利率		11.54%	15.30%	13.71%	14.82%	16.34%

数据来源：Wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比预制菜行业企业的估值水平，可发现预制菜行业 2022 年平均估值水平为 55 倍，2023 年平均估值水平为 32 倍，目前国联水产估值水平低于行业平均水平。展望未来，随着产能瓶颈缓解，预制菜业务快速增长，公司未来发展潜力较大。

表15：可比公司估值：国联水产低于预制菜行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
001215.SZ	千味央厨	52.12	1.19	1.57	2.06	44	33	25
002330.SZ	得利斯	6.36	0.13	0.21	0.27	49	30	24
002726.SZ	龙大美食	9.67	0.09	0.27	0.44	105	36	22
603345.SH	安井食品	152.98	3.47	4.47	5.57	44	34	27
605089.SH	味知香	51.68	1.54	1.81	2.06	34	29	25
平均值						55	32	25
300094.SZ	国联水产	5.05	0.10	0.17	0.29	51	30	17

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除味知香、得利斯、国联水产外，其他企业均使用 Wind 一致预期

2、最新股价采用 10 月 18 日收盘价

中国具备水产品消费基础，其中水产预制菜是水产行业的重点转型方向。预制

菜可解决 B、C 端的痛点：(1) B 端：实现菜品标准化、降低人工成本和厨房租金成本，提升经营效率；(2) C 端：减轻做饭负担，满足消费者对健康饮食迫切需求。目前我国预制菜渗透率仍较低，对标国际成熟市场，中国预制菜行业发展空间广阔。国联水产精耕水产行业二十余年，具备较强的产品力及品牌力，且具备产业链优势：(1) 剥离上游养殖业务后公司一直在采用引导型销售模式，与大型养殖户和养殖合作社建立长期合作，对养殖品类、养殖规格、养殖模式进行控制，有采购优势。(2) 国内国外双循环，全渠道布局，B、C 端双管齐下。在 B 端已积累大量优质客户群，通过定制化服务大 B 客户、标准化服务小 B 客户获得高回报。在 C 端加大投入，商超、电商渠道表现较好，未来将通过线上种草、线下拔草的线上线下融合模式进一步提升品牌影响力。公司已剥离养殖业务，聚焦水产预制菜等高毛利食品加工业务。未来随着产能持续释放、渠道进一步完善，公司发展潜力较大。我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.91 亿元、1.56 亿元、2.63 亿元，2022 年扭亏，2023-2024 年同比增长 72.2%、68.5%；EPS 分别为 0.10、0.17、0.29 元，当前股价对应 PE 为 50.8、29.5、17.5 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

经济下行、食品安全、原材料价格波动风险、市场拓张不及预期、产能投放不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3818	3653	4295	4732	5465
现金	469	170	178	0	0
应收票据及应收账款	587	573	929	763	1159
其他应收款	48	38	166	49	171
预付账款	156	86	210	155	312
存货	2529	2746	2770	3724	3782
其他流动资产	28	41	41	41	41
非流动资产	1276	1466	1432	1402	1350
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1054	1157	1135	1100	1056
无形资产	61	109	121	134	148
其他非流动资产	162	199	176	168	146
资产总计	5094	5119	5727	6135	6814
流动负债	2714	2701	2580	2839	3243
短期借款	1498	1502	1355	1518	1721
应付票据及应付账款	467	641	554	895	732
其他流动负债	749	558	671	425	789
非流动负债	375	222	207	194	180
长期借款	150	24	9	-4	-18
其他非流动负债	225	198	198	198	198
负债合计	3089	2923	2787	3032	3423
少数股东权益	-19	78	84	97	124
股本	916	912	912	912	912
资本公积	1085	1192	1839	1839	1839
留存收益	36	22	119	289	579
归属母公司股东权益	2024	2118	2856	3005	3267
负债和股东权益	5094	5119	5727	6135	6814

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-236	205	-48	-112	32
净利润	-283	-17	97	170	291
折旧摊销	115	109	98	103	107
财务费用	148	111	123	146	163
投资损失	2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-443	-180	-366	-521	-531
其他经营现金流	226	182	-0	-9	3
投资活动现金流	48	-94	-63	-64	-57
资本支出	107	94	-34	-38	-50
长期投资	155	0	0	0	0
其他投资现金流	311	1	-97	-101	-106
筹资活动现金流	209	-276	120	-149	-117
短期借款	368	4	-148	17	60
长期借款	-71	-126	-15	-13	-13
普通股增加	6	-5	0	0	0
资本公积增加	8	107	647	0	0
其他筹资现金流	-102	-257	-365	-153	-164
现金净增加额	15	-160	9	-325	-142

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4494	4474	5174	6016	7007
营业成本	3975	3789	4464	5125	5862
营业税金及附加	7	20	13	16	19
营业费用	204	225	259	298	343
管理费用	163	145	178	201	238
研发费用	42	43	49	57	66
财务费用	148	111	123	146	163
资产减值损失	-268	-152	0	0	0
其他收益	27	24	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	1	1	1	1
资产处置收益	0	-1	0	1	0
营业利润	-271	5	113	199	341
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	5	4	4	4	4
利润总额	-274	5	114	200	342
所得税	9	22	17	30	51
净利润	-283	-17	97	170	291
少数股东损益	-15	-3	6	13	27
归属母公司净利润	-269	-14	91	156	263
EBITDA	-73	202	294	387	547
EPS(元)	-0.29	-0.02	0.10	0.17	0.29

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-2.9	-0.4	15.6	16.3	16.5
营业利润(%)	46.8	101.8	2287.0	75.5	71.5
归属于母公司净利润(%)	-42.1	-94.9	755.9	72.2	68.5
获利能力					
毛利率(%)	11.5	15.3	13.7	14.8	16.3
净利率(%)	-6.0	-0.3	1.8	2.6	3.8
ROE(%)	-14.1	-0.8	3.3	5.5	8.6
ROIC(%)	-4.7	-7.4	3.8	5.1	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.6	57.1	48.7	49.4	50.2
净负债比率(%)	80.0	82.0	47.2	55.3	56.2
流动比率	1.4	1.4	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	7.5	7.7	6.9	7.1	7.3
应付账款周转率	7.4	6.8	7.5	7.1	7.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.29	-0.02	0.10	0.17	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.22	-0.05	-0.12	0.03
每股净资产(最新摊薄)	2.22	2.32	3.13	3.29	3.58
估值比率					
P/E	-17.1	-332.9	50.8	29.5	17.5
P/B	2.3	2.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	-85.0	32.1	20.7	16.6	12.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn