

国联水产 (300094.SZ) 预制菜增速稳健, B 端客户持续开拓

2024 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

叶松霖 (分析师)

张恒玮 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

zhanghengwei@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060001

证书编号: S0790524010001

日期	2024/4/29
当前股价(元)	3.31
一年最高最低(元)	8.30/2.85
总市值(亿元)	37.34
流通市值(亿元)	36.58
总股本(亿股)	11.28
流通股本(亿股)	11.05
近 3 个月换手率(%)	392.81

● 预制菜业务增速稳健, B 端客户开拓持续推进, 维持“增持”评级

2023 年营收 49.1 亿元, 同比-4.0%, 归母净利润-5.3 亿元, 同比新亏; 2024 年 Q1 营收 10.4 亿元, 同比-26.3%, 归母净利润 0.04 亿元, 同比-66.3%, 公司收入符合预期、利润低于预期。考虑美国公司亏损以及存货减值影响, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.4 (-0.7)、0.9 (-1.1)、1.4 亿元, EPS 分别为 0.03 (-0.06) 元、0.08 (-0.10) 元、0.12 元, 当前股价对应 PE 分别为 98.5、40.6、25.7 倍。公司立足水产食品业务, 并持续推进预制菜业务发展和大 B 端客户开拓, 维持“增持”评级。

● 水产预制菜保持稳健发展, 未来将聚焦打造大单品

2023 年水产食品主营业务实现收入 46.1 亿元, 同比-4.0%, 其中预制菜收入 11.6 亿元, 同比+2.3%, 公司通过发力小龙虾、烤鱼、酸菜鱼、牛蛙等大单品, 预制菜实现稳步增长; 2023 年其他水产食品收入 34.5 亿元, 同比-6.6%, 主要系水产消费场景景气度不佳以及公司主要产品销售价格持续下降。2024Q1 公司收入同比-26.3%, 主要与水产行业消费恢复不及预期有关。展望 2024 年公司仍将持续推动水产预制菜业务发展, 聚焦打造核心大单品, 持续巩固行业竞争优势, 扩大市场份额, 未来水产预制菜业务仍有较大开拓空间。

● 国内市场增速稳健, B 端客户开拓进展较好

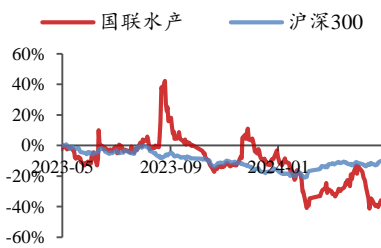
2023 年国内/国外市场收入同比分别+12.7%/-19.5%。国内市场增速较好, 一方面公司持续提升餐饮重客端竞争优势, 不断开发中西式餐饮客户; 另一方面与国内大型商超客户建立良好合作关系, 不断拓展合作空间, 提升公司大客户销售量。国外收入下滑较大, 主要与海外销售压力较大有关。2023 年 11 月公司与盒马鲜生达成年销售额 5 亿元的合作订单, 将有望直接增厚 2024 年业绩。

● 海外业务及存货减值拖累盈利能力, 预制菜业务有望提升毛利水平

2023 年毛利率同比-6.02pct 至 6.71%, 主要由于水产品销售价格下行; 2024Q1 毛利率同比+5.89pct 至 16.23%, 主要系深加工和预制菜产品占比提高。2023 年和 2024Q1 公司各项费用率波动不大, 但由于美国子公司亏损以及存货减值影响, 2023 年、2024Q1 净利率分别同比-10.80pct 至-11.02%、-0.73pct 至-0.17%。未来随着水产行业回暖以及预制菜收入占比提升, 公司整体盈利能力仍有上行空间。

● 风险提示: 宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、成本上涨风险。

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《预制菜持续增长, 全渠道布局潜力大—公司信息更新报告》-2023.5.5

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,114	4,909	5,470	6,310	7,277
YOY(%)	14.3	-4.0	11.4	15.4	15.3
归母净利润(百万元)	-6	-532	35	86	135
YOY(%)	54.8	-8401.9	106.6	142.5	58.1
毛利率(%)	12.7	6.7	12.2	13.6	14.6
净利率(%)	-0.1	-10.8	0.6	1.4	1.9
ROE(%)	-0.3	-20.4	1.6	3.7	5.6
EPS(摊薄/元)	-0.01	-0.47	0.03	0.08	0.12
P/E(倍)	-555.5	-6.5	98.5	40.6	25.7
P/B(倍)	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4535	3727	4842	4908	6271
现金	381	482	537	620	715
应收票据及应收账款	931	559	972	815	1294
其他应收款	49	60	62	78	83
预付账款	137	75	161	112	203
存货	2738	2429	2988	3162	3854
其他流动资产	299	122	122	122	122
非流动资产	1400	1341	1401	1517	1661
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1084	1083	1144	1261	1393
无形资产	109	117	127	136	149
其他非流动资产	207	141	130	120	120
资产总计	5935	5068	6243	6425	7932
流动负债	2312	2017	3194	3312	4694
短期借款	1332	1232	2911	3014	4366
应付票据及应付账款	637	397	0	0	0
其他流动负债	342	388	283	298	328
非流动负债	435	398	354	313	273
长期借款	214	253	209	169	128
其他非流动负债	220	145	145	145	145
负债合计	2746	2415	3548	3626	4968
少数股东权益	76	72	79	98	128
股本	1131	1128	1128	1128	1128
资本公积	1953	1951	1951	1951	1951
留存收益	14	-518	-476	-372	-207
归属母公司股东权益	3112	2581	2617	2702	2837
负债和股东权益	5935	5068	6243	6425	7932

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	117	171	-1144	445	-719
净利润	-10	-541	42	105	165
折旧摊销	112	114	86	98	106
财务费用	102	103	163	214	252
投资损失	0	-0	0	-0	0
营运资金变动	-226	149	-1439	26	-1250
其他经营现金流	139	346	3	2	9
投资活动现金流	-289	125	-147	-214	-250
资本支出	49	66	147	214	250
长期投资	-249	190	0	0	0
其他投资现金流	8	2	-0	-0	-0
筹资活动现金流	464	-270	-334	-251	-288
短期借款	-170	-101	1680	103	1352
长期借款	191	38	-44	-40	-40
普通股增加	219	-2	0	0	0
资本公积增加	761	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-537	-202	-1970	-314	-1600
现金净增加额	285	17	-1625	-20	-1257

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5114	4909	5470	6310	7277
营业成本	4463	4580	4801	5450	6218
营业税金及附加	17	20	18	24	27
营业费用	251	229	246	281	320
管理费用	139	137	148	164	193
研发费用	55	56	62	72	84
财务费用	102	103	163	214	252
资产减值损失	-111	-342	0	0	0
其他收益	25	16	23	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	-0	0	-0
资产处置收益	-1	1	-0	-0	-0
营业利润	-2	-554	52	125	198
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	8	6	6	6	6
利润总额	-7	-557	49	123	194
所得税	3	-16	7	18	29
净利润	-10	-541	42	105	165
少数股东损益	-4	-9	7	19	30
归属母公司净利润	-6	-532	35	86	135
EBITDA	189	-366	253	390	509
EPS(元)	-0.01	-0.47	0.03	0.08	0.12

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14.3	-4.0	11.4	15.4	15.3
营业利润(%)	-136.9	-31474.7	109.3	142.2	57.5
归属于母公司净利润(%)	54.8	-8401.9	106.6	142.5	58.1
获利能力					
毛利率(%)	12.7	6.7	12.2	13.6	14.6
净利率(%)	-0.1	-10.8	0.6	1.4	1.9
ROE(%)	-0.3	-20.4	1.6	3.7	5.6
ROIC(%)	2.3	-10.7	2.4	4.1	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.3	47.6	56.8	56.4	62.6
净负债比率(%)	46.4	49.2	102.4	98.0	133.7
流动比率	2.0	1.8	1.5	1.5	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.8	6.6	7.1	7.1	6.9
应付账款周转率	7.0	8.9	24.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.01	-0.47	0.03	0.08	0.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.15	-1.01	0.39	-0.64
每股净资产(最新摊薄)	2.76	2.29	2.32	2.40	2.52
估值比率					
P/E	-555.5	-6.5	98.5	40.6	25.7
P/B	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	25.3	-13.1	24.7	16.1	14.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

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

	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，属于商业秘密材料，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9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