

2024年05月04日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

水产行情短期承压，预制菜业务稳健增长

—国联水产（300094.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005

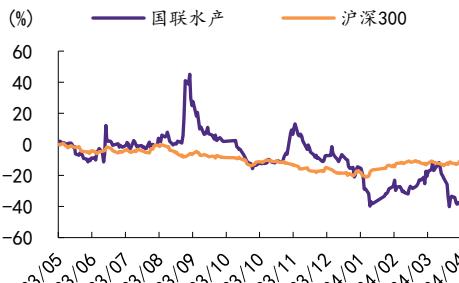
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	3.27
总市值（亿元）	37
总股本（百万股）	1128
流通股本（百万股）	1105
52周价格范围（元）	3.03-7.34
日均成交额（百万元）	424.41

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 《国联水产（300094）：2022年顺利收官，期待预制菜更多表现》 2023-04-29
- 《国联水产（300094）：业绩扭亏为盈，关注预制菜进展》 2023-01-31
- 《国联水产（300094）：业绩符合预期，四季度望加速改善》 2022-11-01

2024年4月28日，国联水产发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

投资要点

存货减值拖累毛利，净利率水平边际企稳

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为49.09/9.37/10.43亿元，分别同比减4%/20%/26%，归母净利润分别为-5.32/-2.97/0.04亿元，2022年为-0.06亿元/2022Q4为-0.58亿元/同减66%，2023年出现亏损，主要系受国内南美白对虾等水产品价格下行的影响，公司存货资产减值损失同比增加，叠加美国子公司SSC出现较大亏损所致。盈利端，2023/2024Q1公司毛利率分别同比-6pct/+6pct至6.71%/16.23%，2024Q1毛利率提升预计系高毛利预制菜收入占比提升优化产品结构所致，销售费用率分别同比-0.2pct/+2pct至4.67%/5.18%，管理费用率分别同增0.1pct/0.1pct至2.79%/2.64%，费投相对稳定；综合来看，2023/2024Q1公司净利率分别为-11.02%/-0.17%，分别同减11pct/1pct，净利率边际企稳。

预制菜板块稳健发展，国内外客户持续开拓

分产品看，2023年公司水产食品/饲料/其他产品营收分别为46.10/2.63/0.36亿元，分别同比-5%/+31%/-58%。水产行业受国内外宏观经济形势及下游市场需求变化影响，南美白对虾、小龙虾等市场行情持续低迷，产品销售价格下跌。而得益于公司小龙虾/烤鱼/酸菜鱼/牛蛙等大单品放量，2023年公司预制菜业务实现营收11.57亿元（同增2%），保持稳健发展态势，其中公司针对牛蛙新品进行生态圈与营销前线全面赋能，目前已顺利将其打入国内重要中西式餐饮渠道，随着公司借助水产业务协同优势不断进行产品推新，预制菜板块竞争力有望持续夯实。分区域看，2023年公司国内/国外营收分别为27.76/21.33亿元，分别同比+13%/-20%，公司在国内持续夯实餐饮渠道优势、深化与盒马的战略合作，同时加强海外新市场开拓，随着中西式预制菜产品在国际渠道占比提高，公司盈利能力有望不断提升。

盈利预测

公司水产食品板块受行情影响营收下跌，而公司借助水产协同优势聚焦预制菜进行商业模式升级，部分大单品呈现明显

放量趋势，在主业承压的情况下，高毛利预制菜板块仍保持稳定增长，贡献业绩新驱动力，随着公司深化餐饮渠道优势，开拓海外市场，业绩有望企稳回升，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.02/0.08/0.11 元，当前股价对应 PE 分别为 206/42/30 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、预制菜不及预期、原材料价格上涨风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	4,909	5,152	5,698	6,183
增长率 (%)	-4.0%	4.9%	10.6%	8.5%
归母净利润 (百万元)	-532	18	87	122
增长率 (%)			385.4%	40.4%
摊薄每股收益 (元)	-0.47	0.02	0.08	0.11
ROE (%)	-20.0%	0.7%	3.2%	4.3%

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	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	4,909	5,152	5,698	6,183
现金及现金等价物	482	625	889	1,138	营业成本	4,580	4,523	4,930	5,332
应收款项	619	635	656	678	营业税金及附加	20	22	26	31
存货	2,429	2,490	2,580	2,645	销售费用	229	237	268	297
其他流动资产	197	199	143	148	管理费用	137	149	171	192
流动资产合计	3,727	3,949	4,267	4,608	财务费用	103	46	45	44
非流动资产:					研发费用	56	58	65	70
金融类资产	60	60	0	0	费用合计	525	491	548	603
固定资产	1,083	1,026	964	902	资产减值损失	-342	-120	-120	-100
在建工程	26	10	4	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	117	111	106	100	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	-554	20	92	129
其他非流动资产	115	115	115	115	加: 营业外收入	3	4	3	2
非流动资产合计	1,341	1,263	1,189	1,119	减: 营业外支出	6	5	4	3
资产总计	5,068	5,212	5,456	5,727	利润总额	-557	19	91	128
流动负债:					所得税费用	-16	1	3	4
短期借款	1,232	1,282	1,372	1,472	净利润	-541	18	88	124
应付账款、票据	397	436	462	485	少数股东损益	-9	0	1	2
其他流动负债	327	327	327	327	归母净利润	-532	18	87	122
流动负债合计	2,017	2,115	2,230	2,351					
非流动负债:									
长期借款	253	283	333	378					
其他非流动负债	145	145	145	145					
非流动负债合计	398	428	478	523					
负债合计	2,415	2,542	2,708	2,874					
所有者权益									
股本	1,128	1,128	1,128	1,128					
股东权益	2,653	2,670	2,748	2,854					
负债和所有者权益	5,068	5,212	5,456	5,727					
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E					
净利润	-541	18	88	124					
少数股东权益	-9	0	1	2					
折旧摊销	104	78	74	70					
公允价值变动	0	0	0	0					
营运资金变动	616	-32	-88	-72					
经营活动现金净流量	171	65	76	123					
投资活动现金净流量	125	72	128	64					
筹资活动现金净流量	-153	78	130	127					
现金流量净额	143	215	334	314					
主要财务指标									
成长性									
营业收入增长率									
-4.0%									
归母净利润增长率									
385.4%									
盈利能力									
毛利率									
6.7%									
四项费用/营收									
10.7%									
净利率									
-11.0%									
ROE									
-20.0%									
偿债能力									
资产负债率									
47.6%									
营运能力									
总资产周转率									
1.0									
应收账款周转率									
7.9									
存货周转率									
1.9									
每股数据(元/股)									
EPS									
-0.47									
P/E									
-6.9									
P/S									
0.8									
P/B									
1.4									

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，6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年金融新锐分析师称号。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。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 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受到任何形式的补偿。

■ 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

请阅读最后一页重要免责声明

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。

■ 免责条款

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提供。

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。