



Research and
Development Center

双轮驱动，整装待发

—— 东方海洋（002086.sz）跟踪报告

2017年09月06日

康敬东 行业分析师

刘卓 研究助理

双轮驱动，整装待发

2017年09月06日

本期内容提要：

- ◆ **海参行业回暖，海洋业务受益。**公司海洋业务中海参养殖销鲜占比最大，2016年公司海参养殖毛利达1.02亿元，毛利率48.26%，因此公司海洋业务业绩对参价弹性较大。目前海参行业正处于产能结构调整期，产能恢复较慢，同时随着“绿色消费、健康消费”时代的到来，包括海参在内的多数海珍品已回归大众消费，需求端增长平稳，综合供需两方面因素的影响，参价有望在供给收缩、需求拉动下延续涨势。在调整水产养殖和加工业务结构的战略背景下，公司将充分受益于海产品尤其以海参为主的海珍品行业的整体回暖。
- ◆ **大健康产业布局日渐完善，乘政策东风驶入蓝海。**2016年初公司收购美国 Avioq 公司 100% 股权后成立大健康事业部，随后投资设立或股权收购 5 家子公司，公司正式切入大健康领域，并基本建成酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室四大产业体系。考虑到老龄化进程加快导致医疗健康产品直接需求的增长、城镇化率不断攀升带动人们对健康的重视和保健意识的增强、某些疾病发病率的客观提升，目前医疗健康行业仍是半个蓝海，未来增长空间巨大，同时在“健康中国战略”等政策的助推下，公司大健康业务迎来良好开端。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计 17-19 年公司营业收入分别为 8.09、9.49、10.99 亿元，归母净利润分别为 1.22、1.23、1.50 亿元。根据公司现有股本我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.18、0.18、0.22 元/股，对应 PE 分别为 64、63、52 倍。维持公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**参价上涨超预期；公司大健康布局进程超预期等。

风险因素：人才流失风险；国际形势变动带来出口业务波动风险；大健康营销开展滞后风险等。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	674.61	706.71	809.06	948.77	1,099.42
增长率 YoY %	11.60%	4.76%	14.48%	17.27%	15.88%
归属母公司净利润(百万元)	49.96	76.62	122.06	123.02	150.31
增长率 YoY%	20.10%	53.36%	59.31%	0.79%	22.19%
毛利率%	24.90%	24.64%	26.52%	27.36%	28.08%
净资产收益率 ROE%	2.38%	2.71%	4.18%	4.04%	4.73%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.11	0.18	0.18	0.22
市盈率 P/E(倍)	155	101	64	63	52
市净率 P/B(倍)	2.77	2.71	2.60	2.50	2.38

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2017 年 09 月 06 日收盘价

证券研究报告

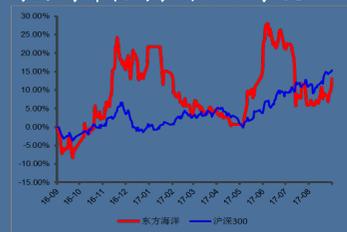
公司研究——跟踪报告

东方海洋 (002086.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2013.04.12

东方海洋相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 83326739

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

公司主要数据 (2017.9.6)

收盘价(元)	11.28
52周内股价波动区间(元)	9.20-12.83
最近一月涨跌幅(%)	6.31
总股本(亿股)	6.877
流通A股比例(%)	69.16
总市值(亿元)	77.57

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

目 录

投资聚焦	1
双主业战略布局---深耕海洋业务，驶入大健康领域	2
发展历程：集创新与务实为一体，逐步走向卓越	2
股权结构：集团持股 35.19%，实控人实际持股 19.16%	3
业务概况：海洋业务精益求精，大健康事业蓄势待发	4
海洋业务：稳资源、调结构，龙头地位更加稳固	9
海洋业务看养殖，养殖业务看海参	9
公司海洋资源可持续，规模庞大，核心竞争优势明显	12
行业需求持续平稳增长，供给进入结构调整期	13
受供给收缩、需求拉动影响，海参行业有望维持高景气	14
行业向集约化迈进，龙头市占率有望提高	15
公司海洋战略以稳资源、调结构为主	16
大健康业务：产业布局日渐完善，大健康扬帆起航	17
四大产业已现雏形：酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室	17
利润目前主要源于 Avioq 检测产品	18
人才储备雄厚，竞争优势明显	19
老龄化、城镇化进程加快，医疗健康市场增长空间较大	19
外延内拓，战略定位体外诊断、精准医疗企业	21
盈利预测、估值与投资评级	23
风险因素	25

表 目 录

表 1: 山东省在海水养殖和水产品加工各方面均占全国较大比重	15
表 2: 公司各版块盈利预测	23
表 3: A 股可比上市公司估值	24

图 目 录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2017 上半年)	4
图 3: 公司控股子公司及持股比例 (截至 2017 上半年)	5
图 4: 2016 年公司主营业务营业收入占比情况	6
图 5: 2016 年公司主营业务毛利占比情况	6
图 6: 2016 年公司主营业务营业收入 (亿元)	6
图 7: 2016 年公司主营业务毛利率	6
图 8: 公司近年来营收 (百万元) 及变动情况	7
图 9: 近年来公司销售毛利率%变动情况	7
图 10: 公司 ROE (摊薄)%对标	8
图 11: 公司 ROA (年化)%对标	8
图 12: 2016 年公司营收 (百万元) 构成及海水养殖业务构成	9
图 13: 2016 年公司营收 (百万元) 构成及水产品加工业务构成	10
图 14: 2016 年公司海洋业务毛利 (百万元) 及毛利率	11
图 15: 2016 年公司海洋业务细分领域毛利 (百万元) 及毛利率	11
图 16: 公司近年来海参养殖收入 (百万元) 及同比变化情况	12
图 17: 公司近年来海参毛利率%变化情况	12
图 18: 公司近年来来进料收入 (百万元) 及同比变化情况	12
图 19: 公司近年来来进料毛利率%变化情况	12
图 20: 国内海参养殖面积历年变化情况	13
图 21: 国内海参产量历年变化情况	13
图 22: 我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量	14
图 23: 我国水产品消费价格指数高于食品类平均指数	14
图 24: 国内海参大宗价变化情况	15
图 25: 国内海水养殖总产值历年变化情况	15
图 26: Avioq HTLV-I/II 试剂盒	17
图 27: Avioq HIV-1 试剂盒	17
图 28: 体外检测营收 (百万元) 情况	19
图 29: 2016 年体外检测毛利 (百万元) 及占比情况	19
图 30: 我国卫生费用及人均支出历年变化情况	20
图 31: 我国卫生费用支出占 GDP 的比重	20
图 32: 我国老年人口占比情况	21
图 33: 我国城镇化率变化情况	21
图 34: 国内艾滋病发病率历年变化情况	21

投资聚焦

海参行业回暖，海洋业务受益。公司海洋业务中海参养殖销鲜占比最大，2016 年公司海参养殖毛利达 1.02 亿元，毛利率 48.26%，因此公司海洋业务业绩对参价弹性较大。目前海参行业正处于产能结构调整期，产能恢复较慢，同时随着“绿色消费、健康消费”时代的到来，包括海参在内的多数海珍品已回归大众消费，需求端增长平稳，综合供需两方面因素的影响，参价有望在供给收缩、需求拉动下延续涨势。在调整水产养殖和加工业务结构的战略背景下，公司将充分受益于海产品尤其以海参为主的海珍品行业的整体回暖。

大健康产业布局日渐完善，乘政策东风驶入蓝海。2016 年初公司收购美国 Avioq 公司 100% 股权后成立大健康事业部，随后投资设立或股权收购 5 家子公司，公司正式切入大健康领域，并基本建成酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室四大产业体系。考虑到老龄化进程加快导致医疗健康产品直接需求的增长、城镇化率不断攀升带动人们对健康的重视和保健意识的增强、某些疾病发病率的客观提升，目前医疗健康行业仍是半个蓝海，未来增长空间巨大，同时在“健康中国战略”等政策的助推下，公司大健康业务迎来良好开端。

股价催化剂：参价上涨超预期；公司大健康布局进程超预期等。

盈利预测与投资评级：海洋业务方面，考虑到海参行业受供给收缩、需求拉动影响有望延续高景气，同时行业去产能带动公司市场占有率进一步提升，我们预计 2017-19 年公司海参收入增长率分别为 17.50%、15.00%、15.00%，2017-19 年公司海参产品毛利率分别为 50.57%、51%、52%；大健康业务方面，随着体外诊断、精准医疗的深入布局，将充分受益于行业高速增长，我们预计公司诊断试剂业务 2017-19 年营收增速分别为-5%、25%、20%，对应三年毛利率均为 60%。我们预计 17-19 年公司营业收入分别为 8.09、9.49、10.99 亿元，归母净利润分别为 1.22、1.23、1.50 亿元。根据公司现有股本我们预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.18、0.18、0.22 元/股，对应 PE 分别为 64、63、52 倍。维持公司“增持”评级。

风险因素

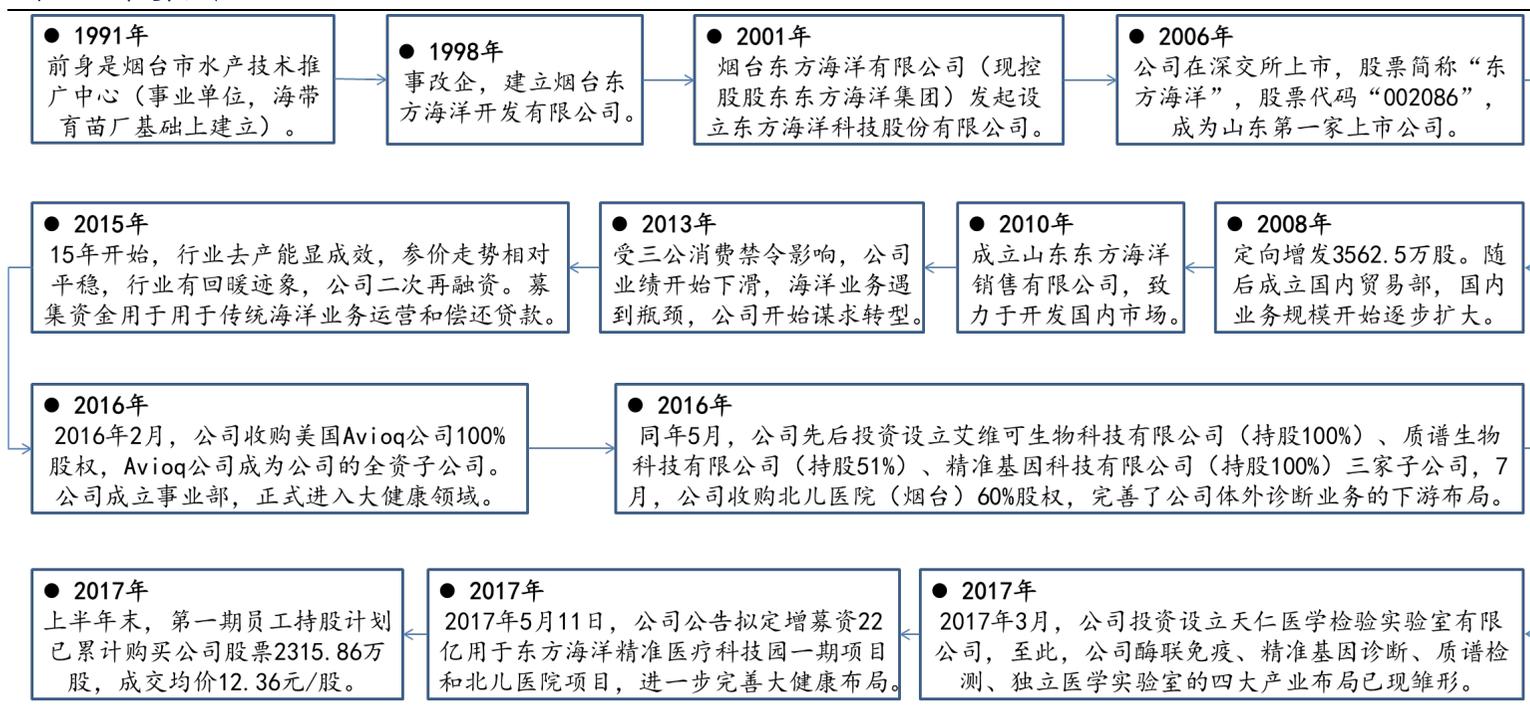
- 1、体外诊断市场迅速发展，市场竞争压力增大，存在人才流动风险；
- 2、公司海参养殖业务营收占比较大，参价波动风险对公司业绩影响较大；
- 3、国际经济变化的不确定性、国际政治形势的复杂多变性以及劳动力成本升高使得出口贸易市场形势不容乐观，公司的水产品加工出口业务面临着行业波动风险；
- 4、公司国内市场营销工作起步较晚，且市场竞争激烈，随着公司产品升级和产业结构调整，尤其是公司收购美国 Avioq 公司后，艾维可公司的体外诊断产品在国内市场的营销体系构建虽已基本完成，但仍需加大推广力度尽早释放业绩。大力推进内销网络建设是未来工作的重点，公司的国内市场营销渠道建设面临发展滞后的风险。
- 5、公司养殖业务特有风险，如海产品疫病爆发、海域环境污染、海洋自然灾害等。

双主业战略布局---深耕海洋业务，驶入大健康领域

发展历程：集创新与务实为一体，逐步走向卓越

公司于 2001 年由现控股股东东方海洋集团发起设立，东方海洋集团前身可追溯到 1991 年，在原烟台海带育苗场（成立于 1956 年，是我国最早的海带育苗场之一）基础上成立了烟台市水产技术推广中心，主要承担全市水产技术咨询与推广工作。1998 年，烟台市水产技术推广中心作为烟台市五十家事改企试点单位之一，按照《公司法》进行了规范化公司改造，建立了烟台东方海洋开发有限公司。2001 年，为实现超常规的资源汇聚、优化资源配置和资本扩张，形成足以与外国大公司同台竞争的的实力，烟台东方海洋有限公司（现山东东方海洋集团有限公司）作为主发起人，联合其他法人与自然人，经山东省人民政府批准，发起设立了山东东方海洋科技股份有限公司。公司于 2006 年 11 月在深交所上市（002086.SZ）。

2013 年以后，受“三公消费”禁令影响公司业绩开始下滑，传统海洋业务遇到发展瓶颈，公司在继续踏实经营原业务和资源的基础上开始谋求转型。2016 年公司在收购美国 Avioq 公司后，成立大健康事业部，正式实现了海洋与大健康两大主体产业双轮驱动的布局。目前最新进展情况来看，海洋业务方面，公司在海带保种、育种和苗种繁育、海带全基因组测序、海洋牧场建设、海钓旅游服务、大西洋鲑鱼及其它名贵鱼类工业化养殖等方面已分别建立了完整的产业体系；水产品加工出口能力始终处于国内前列，加工的几十种水产品已销往世界多个国家和地区；依托丰富的资源优势，研发的海参肽、胶原蛋白肽、海带胶原醇等系列海洋功能性产品，已成为高附加值的利润增长极。大健康业务方面，积极调整精准医学市场的产业布局，研发的第六代 HIV-1 试剂和 HTLV-I/II 试剂的测试技术处于国际领先地位，分别获得美国 FDA 认证和加拿大卫生部批文，并已提交了 PCT 专利申请。公司现已发展成为国家级高新技术企业、农业产业化国家重点龙头企业。

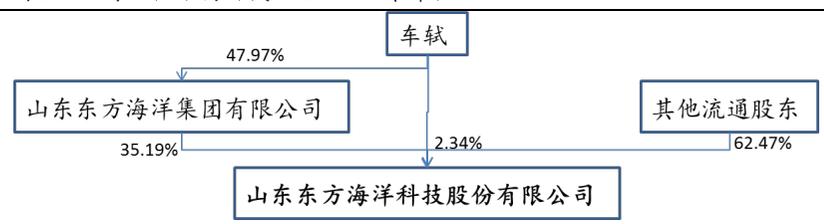
图 1: 公司发展历程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权结构：集团持股 35.19%，实控人实际持股 19.16%

截至 2017 上半年，公司控股股东东方海洋集团持股比例较上年未发生变动，持股 35.19%。实际控制人车轶先生持有东方海洋集团 47.97% 的股份，直接持有公司 2.34% 的股份，合计持股 19.16%。公司第二大股东为北京盛德致富资产管理股份有限公司，持股比例 6.98%。上半年公司第一期员工持股计划通过二级市场累计购买公司股票 2315.86 万股，云南国际信托有限公司-聚宝 45 号单一资金信托成为公司第三大股东，持股比例 4.12%。员工持股计划绑定核心员工利益，完善激励机制，有利于提高公司综合实力，体现对公司发展的信心，为公司平稳发展增添保障。

图 2: 公司股权结构 (截至 2017 上半年)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

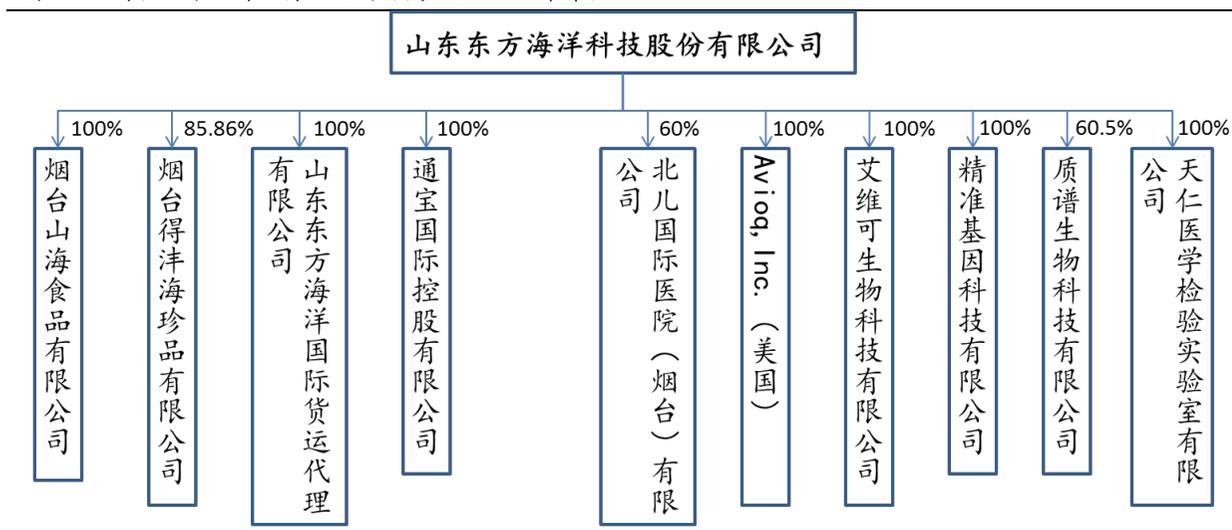
业务概况：海洋业务精益求精，大健康事业蓄势待发

成立海洋和大健康两大事业部，共控股 11 家子公司

2016 年初公司收购美国 Avioq 公司 100% 股权后成立大健康事业部，随后投资设立或股权收购精准基因科技有限公司、艾维可生物科技有限公司、质谱生物科技有限公司、北儿医院(烟台)有限公司、天仁医学检验实验室有限公司等 5 家子公司，公司正式切入大健康领域，并基本建成酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室四大产业体系。现公司已逐步发展成为经营海水苗种繁育、养殖，水产品加工，生物科技，保税仓储物流以及体外诊断试剂的研发、生产与销售等业务，同时集海水养殖、冷藏加工、生物制品、医药中间体、科研推广及国际贸易于一体的国家级高新技术企业、国家级企业技术中心、农业产业化国家重点龙头企业、国家级水产良种场。未来在继续做大做强原有海洋产业的基础上，公司将继续加快大健康业务的深入布局，实现在海洋与健康两大主体产业的双轮驱动发展。

截至目前，公司控股 11 家子公司，包括烟台山海食品有限公司（水产品冷藏加工）、烟台得洋海珍品有限公司（海水产品养殖）、山东东方海洋国际货运代理有限公司（国际货运代理、代理报关）、山东东方海洋销售有限公司（预包装食品销售）、通宝国际控股有限公司（进出口贸易、信息咨询）、精准基因科技有限公司（生物制品、医药中间体、诊断试剂的研究开发、技术转让）、艾维可生物科技有限公司生物制品（医药中间体、诊断试剂的研究开发、技术转让）、质谱生物科技有限公司（生物制品、医药中间体、诊断试剂的研究开发、技术转让）、北儿医院(烟台)有限公司（专科医院，健康管理信息咨询，医疗技术开发）、Avioq, Inc（美国）（研发和生产诊断测试产品）、天仁医学检验实验室有限公司（医学检验）。

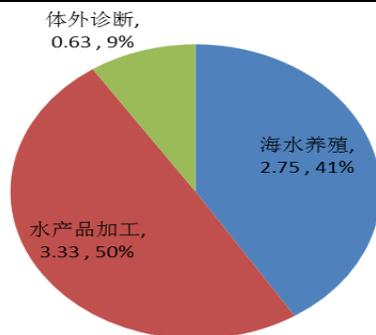
图 3: 公司控股子公司及持股比例 (截至 2017 上半年)



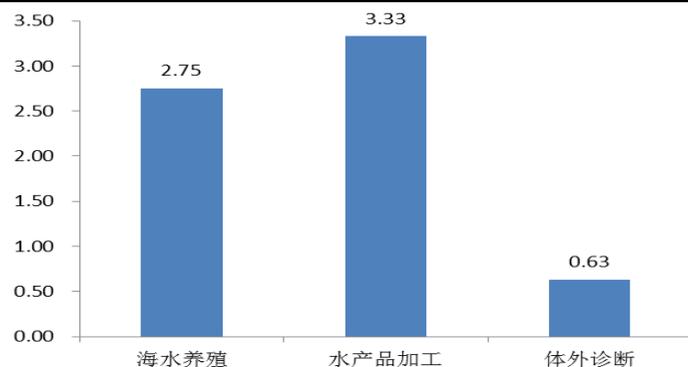
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

海洋业务营收占比最大，大健康业务毛利最高

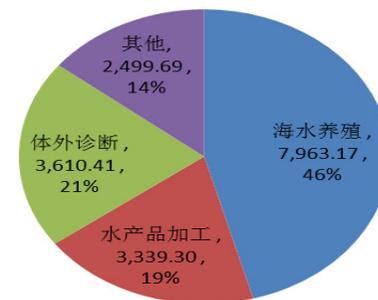
海洋业务主要由海水养殖业务和水产品加工业务构成，水产品加工业务主要包括来料加工、进料加工和贸易等。2016 年，公司海水养殖业务实现营收 2.75 亿元，占总营收比例 38.91%，水产品加工业务实现营收 3.32 亿元，营收占比 47.09%，两者合计占比 85.00%，大健康业务（体外诊断）实现营收 0.63 亿元，占比 8.90%。各业务盈利能力来看，体外诊断业务毛利率最高，2016 年体外诊断业务实现毛利 3610.41 万元，毛利率高达 57.42%，海水养殖业务实现毛利 7963.17 万元，毛利率 28.96%，水产品加工毛利 3339.30 万元，毛利率最低为 10.03%。毛利占比来看，海水养殖毛利占总销售毛利的比例最高，为 46%，体外诊断业务毛利占比其次，为 21%，水产品加工和其他业务毛利占比分别为 19%和 14%。目前大健康业务营收占比较低，利润贡献有限，未来随着大健康产业的深入布局，将成为公司另一个业绩增长极。

图 4：2016 年公司主营业务营业收入占比情况


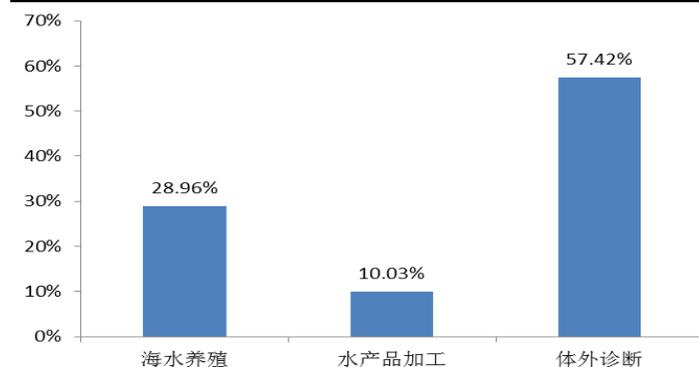
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 6：2016 年公司主营业务营业收入 (亿元)


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 5：2016 年公司主营业务毛利占比情况


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 7：2016 年公司主营业务毛利率


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

业绩增速恢复, 盈利能力显著提升

公司近日发布 2017 年中报, 2017 上半年公司实现营业收入 4.19 亿元, 较上年增长 14.81%; 实现归属上市公司股东净利润 1.03 亿元, 同比增长 96.73%, 基本每股收益 0.15 元。公司预计 2017 年 1-9 月实现归母净利润 0.98-1.15 亿元, 同比变化 70%-100%, 公司对业绩变动的说明如下, 2017 年上半年, 国内经济运行总体保持在合理区间, 稳中向好态势更趋明显。公司优化资源配置, 专注主营业务发展, 全力推进海洋产业和大健康产业共同发展, 加快推动公司产业转型、升级, 积极开拓国内外贸易新局面。

转让烟台再担保公司, 公司业绩大幅上涨。 公司通过收购美国 Avioq 公司切入大健康领域后, 成立大健康 and 海洋两大事业部,

实现双轮驱动经营。为优化资源配置、理顺业务体系、专注主业发展、实现战略聚焦，公司对与主营业务不相关的股权投资进行处置，2017年6月，公司将所持烟台市再担保有限公司全部24%的股权以1.58元/股的价格转让给控股股东山东东方海洋集团有限公司，转让总价1.90亿元，实现投资收益3324万元（资产处置收益）+672万元（参股公司本年度截至转让日净利润贡献）=3996万元，对上半年公司净利润贡献占比约32.94%，如排除转让烟台再担保公司的投资收益影响，2017上半年公司净利润较上年同期增长31.93%。

业绩增速恢复，2017上半年销售毛利率大幅提升，盈利能力呈现向好趋势。受三公消费禁令影响，12年开始公司营业收入连续三年下滑，2015年开始受益于海参行业回暖，公司实现营收6.75亿元，较上年同期增长11.60%，2016年营收7.06亿元，同比增长4.76%，2017上半年较上年同期增长14.81%至4.19亿元，综合毛利率28.98%，较2016年提升约4.34个百分点，这主要是由于上半年参价持续回升带动海水养殖业盈利能力好转，此外2017上半年除来进料加工和海参以外的其他业务毛利率达22.79%，较上年同期提升7.56个百分点，其他业务主要包括除海参外的其它养殖品种、体外诊断产品及其他非主营业务。我们认为，未来随着大健康事业布局的逐步完善，以及海洋业务中海水养殖业务和水产品加工业务的结构优化调整、新品种的不断发力，公司综合毛利率有望稳步提升，整体盈利能力有逐渐向好的趋势。

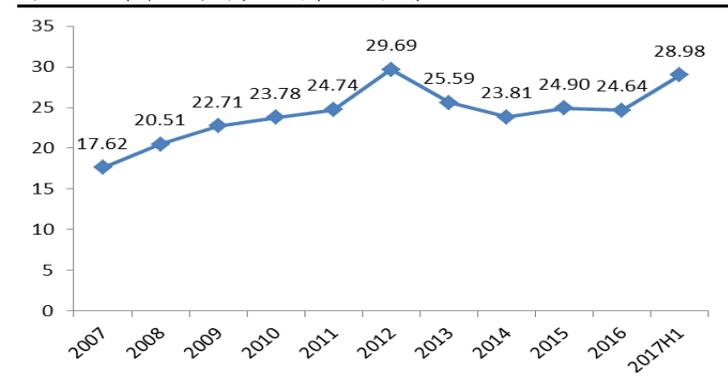
选取ROA和ROE两个财务比率作为反映公司盈利能力的指标，同时选取A股海水养殖上市公司好当家和獐子岛（剔除2014/15年亏损数据）对标比较，对比显示，近三年除2016年摊薄净资产收益率獐子岛最高外，东方海洋近三年摊薄净资产收益率和年化总资产收益率均在三家海水养殖上市公司中居于首位，且两个指标近三年逐年提升。

图 8：公司近年来营收（百万元）及变动情况

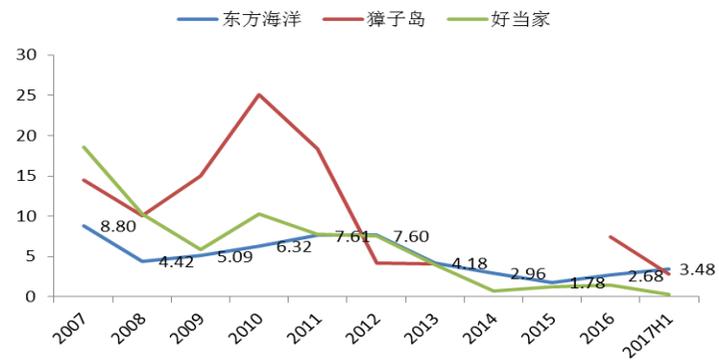


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

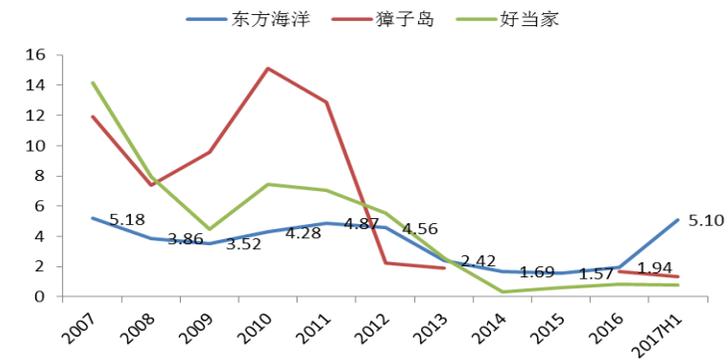
图 9：近年来公司销售毛利率%变动情况



资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 10: 公司 ROE (摊薄) %对标


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 11: 公司 ROA (年化) %对标


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

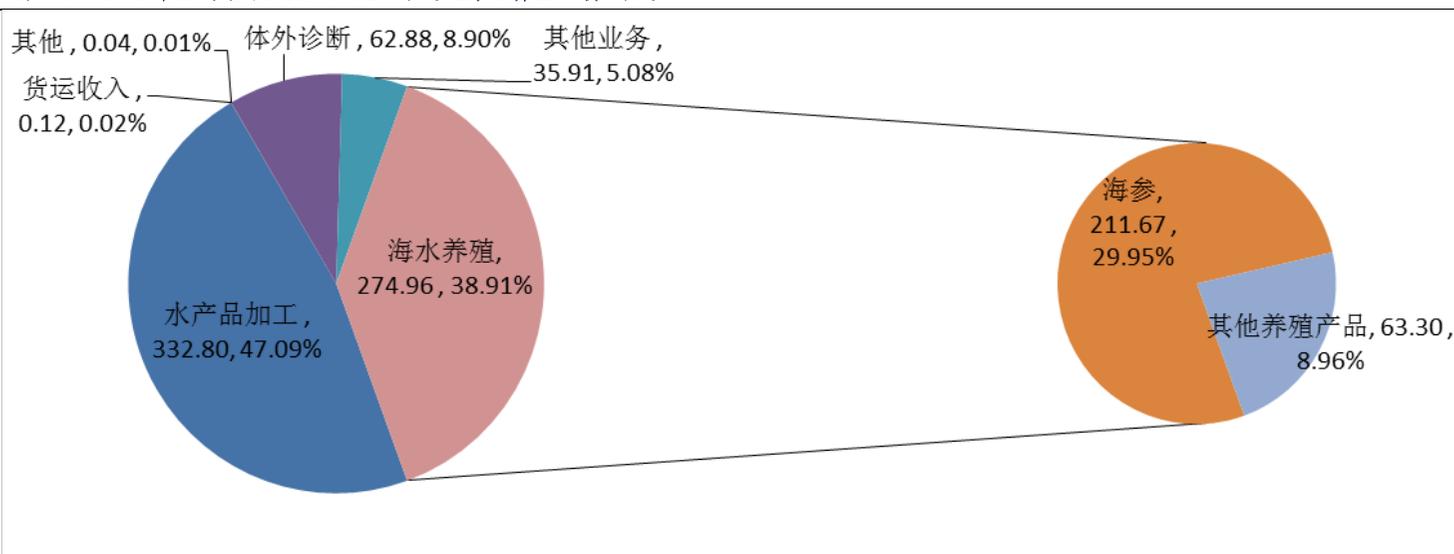
海洋业务：稳资源、调结构，龙头地位更加稳固

海洋业务看养殖，养殖业务看海参

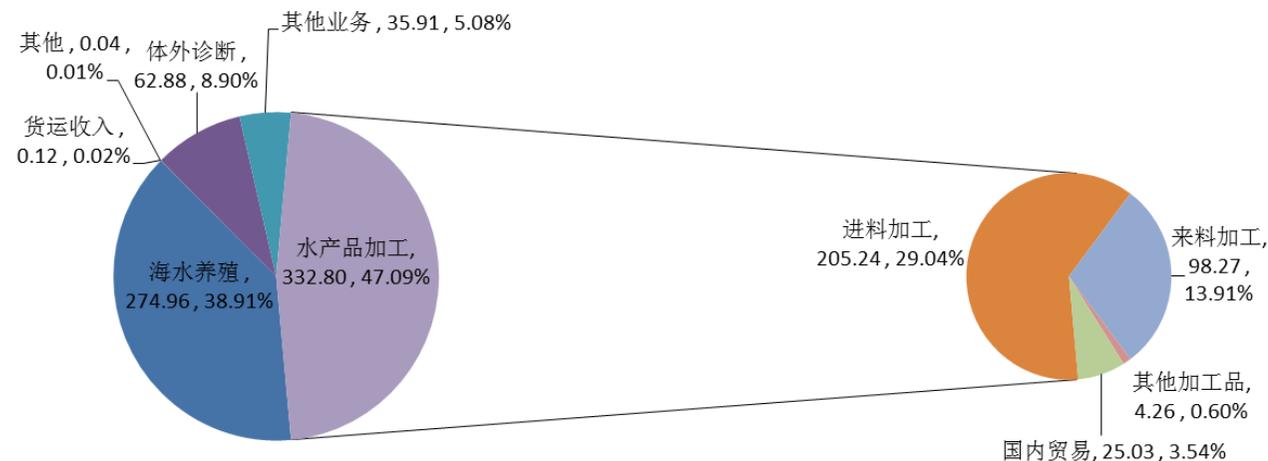
营收构成：海参是主要养殖品种

公司海洋业务包括海水养殖业务和水产品加工业务两大业务板块，2016年海水养殖业务营收占比38.91%，水产品加工业务占比47.09%，二者合计占比86.00%。其中，海水养殖方面，公司主要从事海参和名贵鱼养殖，海参养殖占比最高，2016年公司海参养殖实现营收2.12亿元，占总营收比例29.95%，占海水养殖收入的76.98%，其他养殖品种仅占比23.02%；水产品加工业务主要包括来进料加工和国内贸易业务，具体包括水产食品精深加工及进出口业务主要产品（冷冻食品、生食产品、调理产品、冷风干燥产品、烧烤产品、裹粉产品、蒸煮产品等多种系列），其中水产品加工收入主要来源于进料加工，2016年公司进料加工收入2.05亿元，占总营收比例为29.04%，占水产品加工收入的61.67%，来料加工收入0.98亿元，占总营收13.91%，占水产品加工收入的29.53%，国内贸易营收0.25亿元，占总营收比例3.54%，加工业务占比7.52%。

图 12：2016 年公司营收（百万元）构成及海水养殖业务构成



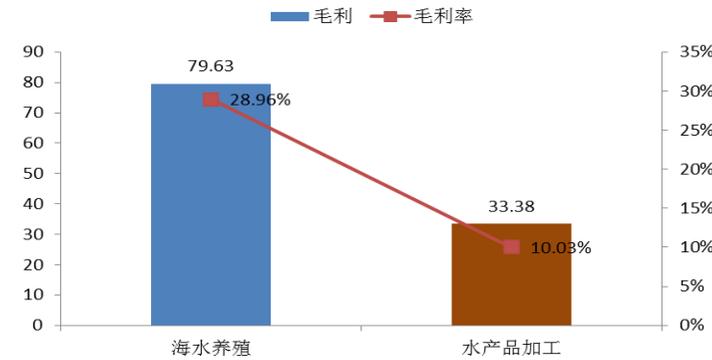
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13: 2016 年公司营收 (百万元) 构成及水产品加工业务构成


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利构成：海参毛利贡献最高

从毛利来看，公司海洋业务中海水养殖业务毛利最高，2016 年公司海水养殖业务毛利率 28.96%，实现销售毛利润 0.80 亿元，占海洋业务总毛利的 70.46%，水产品加工业务毛利率仅 10.03%，毛利 0.33 亿元，占海洋业务毛利比率 29.54%。细分领域来看，海参贡献毛利最高，2016 年公司海参养殖毛利达 1.02 亿元，毛利率 48.26%，国内贸易业务和除来进料加工外其他加工品业务毛利率在海洋业务细分板块中最高达 52.51%，但受制于销售额较小，仅贡献毛利约 0.15 亿元。

图 14: 2016 年公司海洋业务毛利 (百万元) 及毛利率


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

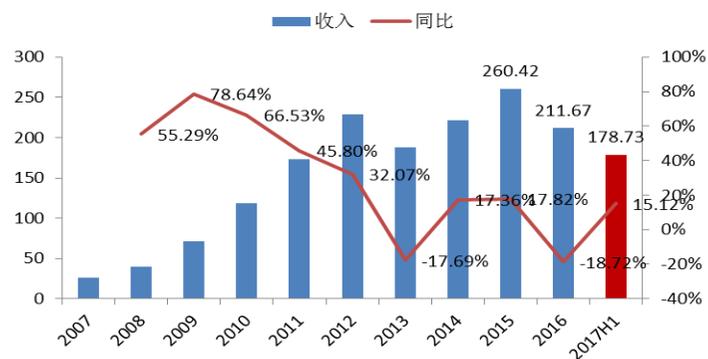
图 15: 2016 年公司海洋业务细分领域毛利 (百万元) 及毛利率


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

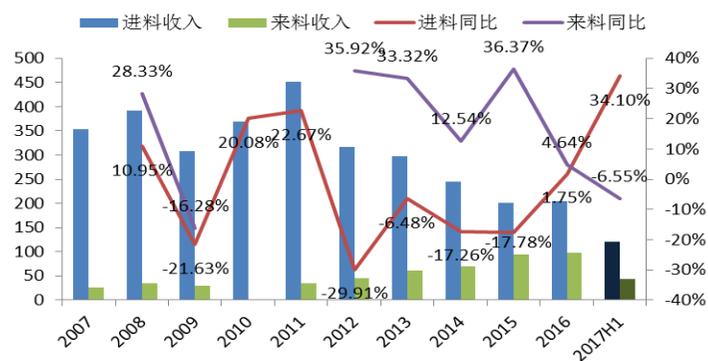
主营增长: 受益于行业回暖, 海参养殖业务实现量利齐升

作为毛利贡献最大的海洋业务, 海参产品销售额从 2013 年三公消费限制后呈现波动变化, 2015 年海参营收 2.60 亿元, 较上年同期增长 17.36%, 是近年来销售额的最高点, 2016 年转而下滑, 当年海参产品实现营收 2.12 亿元, 同比下降 18.72%, 由于公司海参主要用于销鲜, 因此受行业影响较大, 波动较深加工企业更为剧烈。受 2017 上半年行业持续回暖的影响, 海参价格回升至 120 元/公斤左右的次高位, 公司上半年海参销售收入 1.79 亿元, 较上年同期增长 15.12%, 受产品价格影响 2017 上半年海参产品毛利率达 50.57%, 较 2016 年提升 2.31 个百分点。随着海参行业供给结构不断调整, 行业有望延续景气, 公司海参产品或将继续保持量利双升的趋势。

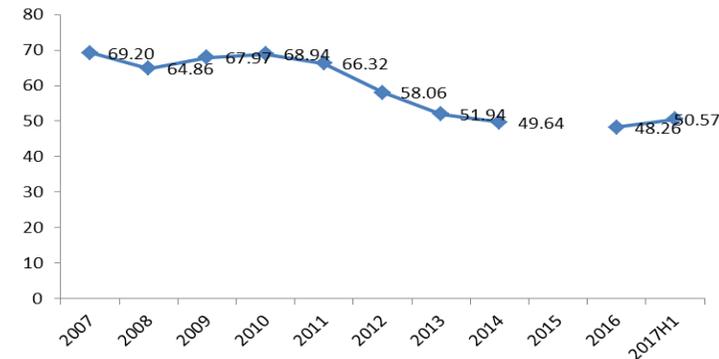
利润贡献其次的来进料加工业务近三年营收增速涨跌互现, 进料加工业务在经历 2012-2015 年销售额连续 4 年的下滑后, 开始有所回升, 2017 年上半年, 进料加工收入较上年同期大幅增长 34.10%, 但国际市场行情波动较大, 2017 上半年进料加工毛利仍为负, 来料加工业务营收增速近年来呈现下滑态势, 2017 上半年来料加工收入较上年同期下降 6.55%, 但毛利率为 39.02%, 较 2016 年大幅提升近 10 个百分点。综合来看, 2017 上半年水产品加工业务实现销售收入 3.33 亿元, 同比增长 2.87%, 毛利率 10.03%, 较上年同期提升 2.6 个百分点, 整体稳中偏好。

图 16: 公司近年来海参养殖收入 (百万元) 及同比变化情况


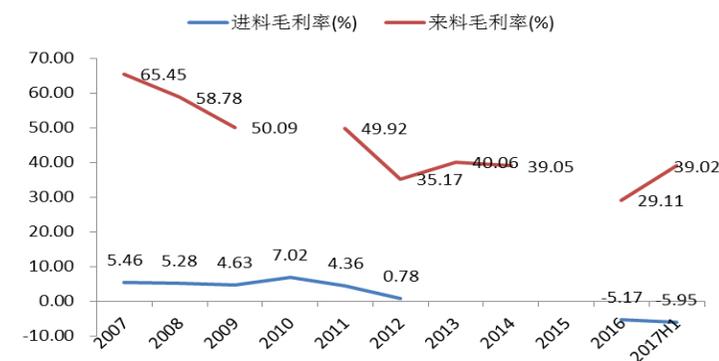
资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 18: 公司近年来来进料收入 (百万元) 及同比变化情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 17: 公司近年来海参毛利率%变化情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 19: 公司近年来来进料毛利率%变化情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

公司海洋资源可持续, 规模庞大, 核心竞争优势明显

海域资源是公司海水养殖业务的核心竞争力所在, 近年来海域污染日益加重, 适宜海珍品生长的清洁海域不断减少, 争夺也愈加激烈, 拥有可持续发展能力的清洁海域是海水养殖业务的核心优势和发展前提。目前公司共拥有国家一类水质标准的海域面积 4.85 万亩, 在优质海域日益减少的背景下, 公司转变过去“资源掠夺型”的思路, 不断加强海洋牧场建设, 加大人工造礁力度, 持续改善海域环境, 向“耕海牧渔型”转变, 我们认为, 在公司海洋牧场建设进程下海域环境将获得进一步改善, 海洋资源的可持续性将为公司海水养殖业务保驾护航。

此外, 公司生产和加工方面保持稳定规模, 是公司正常经营的基础, 也是核心竞争力的反映。水产品加工方面, 目前公司有

24 个加工车间，总面积 66400 ，其中 GMP 车间 500 ，水产品加工能力达 58000 吨/年，现代化冷藏加工能力达 80000 吨/次。**海水养殖方面**，海参养殖海区 4.85 万亩，海参精养池 4000 多亩，海参育苗、养成车间 60000 ，工厂化鱼类育苗养成车间 38000 ，海带育苗车间 10000 。**保税仓储物流方面**，拥有低温保税仓储库 2 座，仓储能力 6 万吨/次，标准仓储库 4 座，仓储面积 6 万平方米，对外冷藏周转能力 14 万吨，是经国家海关总署批准的综合性 4A 级仓储物流中心。

行业需求持续平稳增长，供给进入结构调整期

供给端：环境恶化挤压资源、养殖效益下降导致行业增长放缓，进入产能结构调整期

从 2006 年开始，海参养殖业进入快速扩张期，海参养殖面积和年产量增速维持较高水平，据 Wind 数据显示，2008 年国内海参养殖面积较上年增长 74.68%，产量同比增长 19.42%，2013 年受三公消费限令影响，行业进入供过于求的下滑期。海参价格低迷导致养殖户养殖收益受损，多数散养户退出养殖，此外，受前期规模快速、巨幅扩张的影响，海域环境严重恶化，水域资源尤其是海珍品养殖资源受到较大程度的挤压。因此综合以上因素，当前海参产业供给端面临的情况是，资源上方空间有限、散养户退出导致产能结构向集中度高的方向发展。据 Wind 数据显示，2015/16 年海参养殖面积同比增长率分别仅为 1.09% 和 0.71%，海参养殖产量从 2013 年起连续 4 年下滑，2016 年首次同比下降，产量较上年同期下降 0.7%。

图 20：国内海参养殖面积历年变化情况



资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 21：国内海参产量历年变化情况



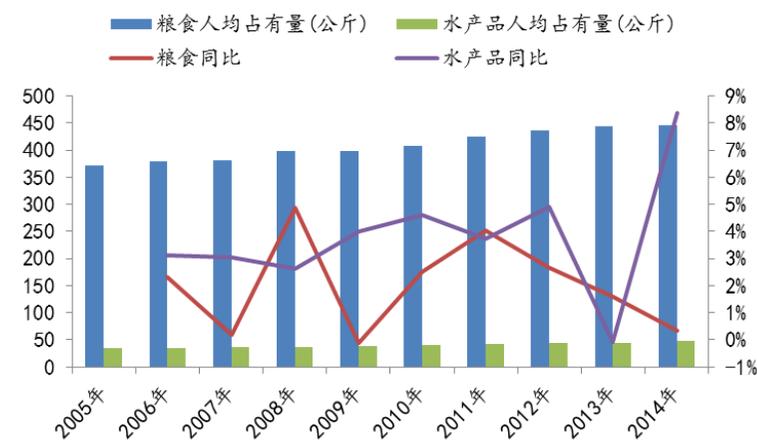
资料来源:WIND, 信达证券研发中心

需求端：绿色健康理念流行，需求持续平稳增长

随着城乡居民收入水平的提高，其饮食结构也逐步得到改善，“健康消费”的理念迅速蔓延至全国各地以及各阶层收入水平人群。水产品营养高，不仅提供了高价值的蛋白，而且是广泛的必需微量元素、矿物质和脂肪酸的重要来源，因此日益受到消

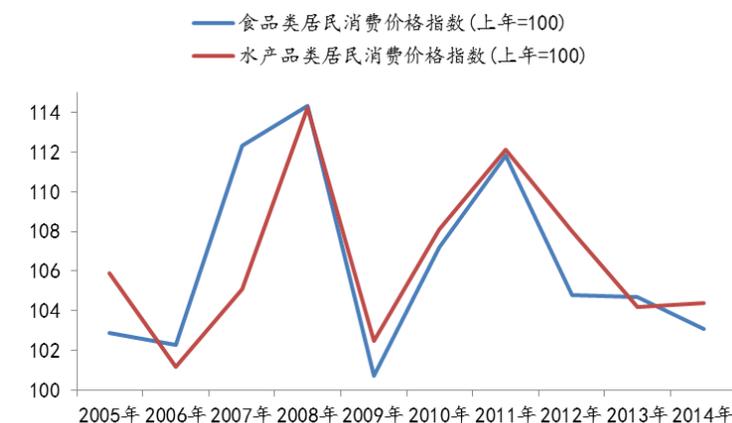
费者的青睐，同时多数海珍品的消费也开始从“高端消费”回归至“大众消费”。2014年国内人均水产品占有量为47.25千克，较2009年增长22.95%，而同期人均粮食占有量增长11.61%，并且从两者历年同比变化情况来看，排除两种产品的周期性干扰，可以得出水产品需求增长快于粮食需求增长的结论。另一方面，近年来水产品消费价格指数除部分年份外基本高于食品类平均消费价格指数，由此也可以反向推断出水产品价格的提升主要是受水产品需求提振的影响。随着人们健康理念的不断增强，消费结构的升级，海洋食品尤其是海珍品等低碳环保的绿色食品的需求量仍然有较大的增长空间。

图 22: 我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 23: 我国水产品消费价格指数高于食品类平均指数



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

受供给收缩、需求拉动影响，海参行业有望维持高景气

根据上述分析，目前海参行业正处于产能结构调整期，产能恢复较慢，同时随着“绿色消费、健康消费”时代的到来，包括海参在内的多数海珍品已回归大众消费，需求端增长平稳，综合供需两方面因素的影响，参价有望在供给收缩、需求拉动下延续涨势。目前，海参大宗价为126元/公斤，在维持近两月120元/公斤的次高位后延续涨势。国内海水养殖业产值增速也开始加快，据Wind数据显示，2016年国内海水养殖业总产值较上年同期增长6.90%，远高于15年4.34%的同比增长率，增速提升。行业景气期有望拉长。参价从年初88元/公斤的低谷涨至126元/公斤的高位，增速较快。2011年之前，海参产品主打“奢食”概念，在高端消费市场掀起热潮，各大海参养殖加工企业的毛利润和增速最高分别达到66%和64%，随着厂商不断加入导致行业产能过剩以及消费限制政策的推出，海参价格开始急转直下，从2011年185元/公斤的高位急速下滑，跌至2016上半年80元/公斤，5年内价格下降幅度超过50%，随后海参市场去产能进程不断加快，行业逐渐回暖，目前维持高景气。我们判断海参市场仍处于产能调整期，随着参价大幅反弹并保持高位运行，我们预计2017年下半年行业将持续好转。

图 24: 国内海参大宗价变化情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 25: 国内海水养殖总产值历年变化情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

行业向集约化迈进，龙头市占率有望提高

目前，受渔业基础设施薄弱、产业化程度不高影响，我国海水养殖业和水产品加工业均属于充分竞争行业，企业多数以散养户为主。但随着养殖和加工技术的不断提升以及行业法规制度的进一步完善，行业资源将日趋集中，行业向规模化程度高的方向快速迈进。其中，**海水养殖方面**，目前国内已经出现一批颇具规模的海水养殖企业，均在细分龙头上具备一定的竞争优势，随着产业链的加长和国际市场的流动，其产业已开始在国内市场甚至是国际市场上扩张，这一趋势进一步推动着我国海洋渔业行业的整体发展与进步。**海产品加工业方面**，我国海产品加工业属于相对稳定并且总体利润水平相对不高的阶段，主要原因在于海水产品的来料加工和初加工的生产模式，精加工、深加工的产品较少，加工技术水平低。国家确定的国家海洋产品加工发展的战略重点是在确保行业的深加工和精加工的大前提下，水产品加工技术有更进一步的突破和推广、产品的附加值有更大的提高，水产品加工的利润预期将会有进一步的上升空间。山东是渔业大省，在海水养殖和加工业各方面具有领先水平的省份（2015年海参产量占全国总产量的48.91%，海参苗占全国总量的69.99%），公司作为龙头企业，将充分受益于资源占优带来的规模优势，未来无论在国内市场还是国际市场占有率有望进一步提升。

表 1: 山东省在海水养殖和水产品加工各方面均占全国较大比重

2015年	全国数据	山东省数据	所占比例 (%)
海水养殖业总产值 (亿元)	2937.66	861.3	29.32%
水产品加工总产值 (亿元)	3880.58	981.73	25.30%
海水养殖总产量 (万吨)	1875.63	499.57	26.63%
海参养殖面积 (公顷)	216508	86022	39.73%

海参总产量 (吨)	205791	100643	48.91%
底播养殖面积 (公顷)	1098625	211495	19.25%
规模以上水产加工企业 (个)	2753	656	23.83%
水产冷库冷藏能力 (万吨/次)	500.66	166.9	33.34%
水产加工品总量 (万吨)	2092.31	678.77	32.44%
进出口总额 (亿美元)	293.14	70.29	23.98%
进出口总量 (万吨)	814.15	238.9	29.34%
海带苗 (亿株)	336.87	86	25.53%
海参苗 (亿头)	707.9	495.45	69.99%

资料来源:《2016 中国渔业统计年鉴》, 信达证券研发中心

公司海洋战略以稳资源、调结构为主

稳资源: 由“资源掠夺型”向“耕海牧渔型”转变

近年来海域污染日益加重, 适宜海珍品生长的清洁海域不断减少、争夺也愈加激烈, 拥有可持续发展能力的清洁海域是海水养殖业务的核心优势和发展前提。目前公司共拥有国家一类水质标准的海域面积 4.85 万亩, 在优质海域日益减少的背景下, 公司转变过去“资源掠夺型”的思路, 不断加强海洋牧场建设, 加大人工造礁力度, 持续改善海域环境, 向“耕海牧渔型”转变, 我们认为, 在公司海洋牧场建设进程下海域环境将获得进一步改善, 海洋资源的可持续性将为公司海水养殖业务和水产品加工业务保驾护航。

调结构: 调整水产品加工出口与海水养殖业务比重

公司调结构战略可以概括为调整水产品加工出口与海水养殖业务比重, 弱化加工出口贸易受国际需求的制约, 逐步实现产业结构的战略调整。海水养殖业务立足国际国内市场需求, 逐步增加和调整养殖产品种类, 根据市场实际情况采取多种经营模式, 扩大公司国内国际的市场份额, 提高经济效益。具体来看, 公司将逐步拓宽海水养殖产品品类, 不断实现多品种名贵鱼养殖国产化、工厂化、生态化, 打造绿色健康养殖系统。目前公司通过建立完善的海参育种、育苗和养殖技术体系同时加强三文鱼完整技术体系的研究探索, 已实现海参养殖规模化和标准化以及三文鱼的工厂化养殖, 随着研究、养殖技术的革新和成熟, 未来公司将在保证主要品种更具竞争力的基础上不断推进更多名贵鱼品种的养成和推广。

大健康业务：产业布局日渐完善，大健康扬帆起航

四大产业已现雏形：酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室

2016年初公司收购美国 Avioq 公司 100% 股权后成立大健康事业部，随后投资设立或股权收购精准基因科技有限公司、艾维可生物科技有限公司、质谱生物科技有限公司、北儿医院(烟台)有限公司、天仁医学检验实验室有限公司等 5 家子公司，公司正式切入大健康领域，并基本建成酶联免疫、精准基因诊断、质谱检测、独立医学实验室四大产业体系。

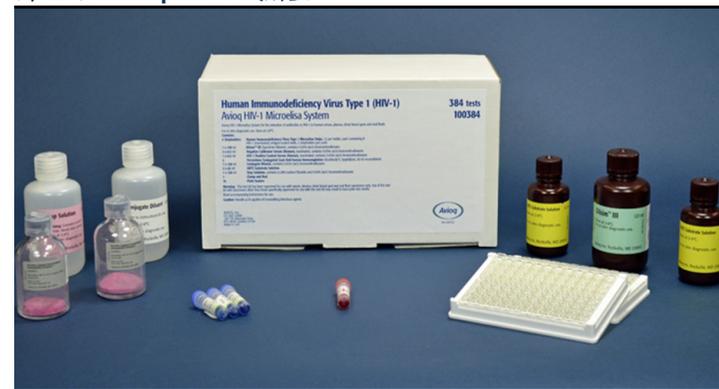
酶联免疫法。公司自主研发的多标记物同时检测技术，主要产品有：第四代 HIV-1 诊断试剂盒(已获美国 FDA 批文)、人类 T 淋巴细胞白血病病毒 (HTLV) 检测试剂盒(已获美国 FDA 批文)、第六代 (最新一代) 人类免疫缺陷病毒 (HIV) 诊断试剂盒 (正在申请 FDA 认证)、直肠癌检测试剂盒、肺癌检测试剂盒以及新一代多项联检血筛产品等。其中第六代 (最新一代) HIV (艾滋病) 诊断试剂盒可同时检测确诊 HIV-I、II 型，分型和测定感染时间，该产品已申请了全球专利，试剂测试技术达到全球领先的地位。

图 26: Avioq HTLV-I/II 试剂盒



资料来源: Avioq 官网, 信达证券研发中心

图 27: Avioq HIV-1 试剂盒



资料来源: Avioq 官网, 信达证券研发中心

精准基因诊断。公司控股子公司精准基因科技有限公司未来拟开展的主要业务为肿瘤精准诊断。公司基因精准诊断技术处于全球领先地位，该技术所涉及的肿瘤种类诊断是目前中国市场上最为全面、最为先进的检测诊断技术，主要用于常见肿瘤的筛查，可根据患者情况设置个体化治疗套餐，定位于针对性用药、预后复发监控等。

质谱检测法。生物质谱在检验医学中主要可用于生物体内的组分序列分析、结构分析、分子量测定和各组分含量测定。公司引进国内外高端技术人才构建了创业团队，具备丰富的临床质谱学检测试剂盒的研发、生产和服务能力，该项技术走在世界医学创新的前列，首期拟投产的产品有 4 种：琥珀酰丙酮和多种氨基酸、肉碱测定试剂盒 (串联质谱法)，与串联质谱仪配套使用，用于定量测定新生儿足底干血斑中的琥珀酰丙酮和多种氨基酸、肉碱的含量；25-羟基维生素 D2/D3 测定试剂盒 (液

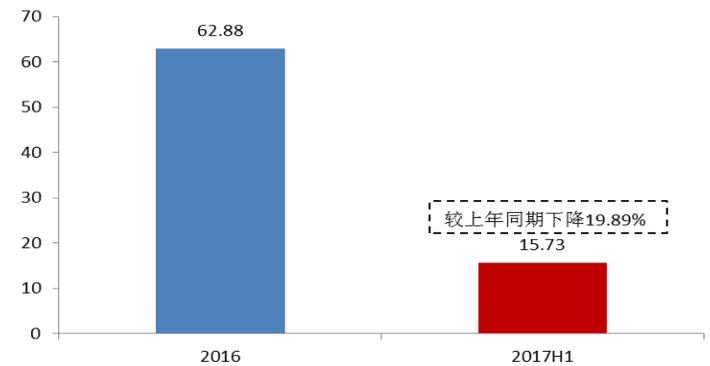
相色谱-串联质谱法），与各型液相色谱-串联质谱仪配套使用，用于血清、血浆、干血斑中 25-羟维生素 D2/D3 的定量分析；衍生化甲基丙二酸、乙基丙二酸、甲基枸橼酸和总同型半胱氨酸测定试剂盒（液相色谱-串联质谱法），与各型液相色谱-串联质谱仪配套使用，用于筛查新生儿甲基丙二酸血症（MMA）、丙酸血症、同型胱氨酸尿症；1,5-脱水葡萄糖醇测定试剂盒（液相色谱-串联质谱法），与各型液相色谱-串联质谱仪配套使用，用于血清、血浆和尿液中 1,5-脱水葡萄糖醇的定量分析。另外，公司还拥有自主知识产权的临床质谱学检测试剂盒产品 16 个（研发阶段和送检阶段），可供检测小分子和大分子物质 198 种。

独立医学实验室。“互联网+医疗”模式对于患者来说可以足不出户，网上选择来自各大医疗机构的医生，第三方检测是互联网医疗生态圈中不可或缺的环节，将受益于互联网医疗的高增长。在“互联网+”浪潮席卷下，医疗正在步入互联网时代，形成了由体检（收集基础健康数据）、第三方检测（收集专业健康数据）、远程医疗（诊断）、网上药店（配送药品）、慢性病管理（进行疾病管理）组成的医疗产业链。第三方检测作为互联网医疗的独立环节，将受益于行业的增长。公司将同时支持质谱、基因测序等多种检测项目，主要业务模式为“医学诊断服务外包+诊断产品销售”。

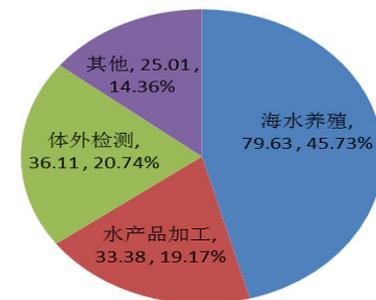
利润目前主要源于 Avioq 检测产品

目前公司大健康业务正处于完善布局阶段，除 Avioq 公司外其他控股子公司业绩贡献较小。2017 上半年公司体外检测业务实现营收 1572.76 万元，同比下降 19.89%，营收占比由 2016 年的 8.9% 下滑至 3.57%。另一方面，体外检测业务目前是公司毛利率最高的业务，2016 年体外检测业务毛利率达 57.42%，实现毛利 0.36 亿元，占公司总毛利的 20.74%。公司的体外诊断试剂目前拥有 FDA 批文、CEMARK（欧盟批文）共 8 项，试剂的应用与美国国家卫生部、CRL（美国第三大独立检测实验室）、美国 CDC（疾控中心）、OCD 等机构和企业保持长期合作关系，对公司体外检测业务稳定发展提供保障。

2017 上半年公司继续全力推进大健康产业的发展，对质谱诊断试剂盒生产线进行改造，完成了部分车间改造、设备采购、以及部分产品的研发工作。与此同时，公司加快推进美国 Avioq 公司 HIV、HTLV 等诊断产品和国内研发的质谱诊断等多项产品在国内的注册报批进程，并在现有 HIV 检测试剂、HTLV 检测试剂以及相关质谱检测试剂的研发基础上，不断加大科研力度，丰富检测试剂产品体系，推动产品更新换代，保证竞争优势不断提升。此外上半年公司已完成精准医疗科技园一期项目的主体工程。我们认为随着大健康产业的深入布局，各细分领域将逐步释放业绩，大健康业务有望带动公司业绩增长提速。

图 28: 体外检测营收 (百万元) 情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 29: 2016 年体外检测毛利 (百万元) 及占比情况


资料来源:WIND, 信达证券研发中心

人才储备雄厚, 竞争优势明显

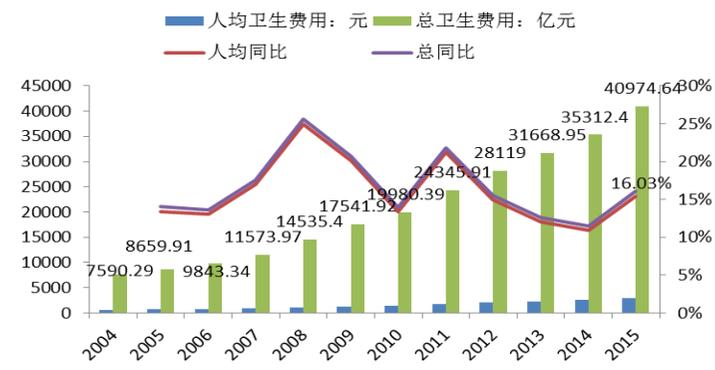
人才强企, 雄厚的人才储备是企业核心竞争力所在。目前公司大健康事业部共拥有从事医药、生物研发领域 10-25 年以上的博士数十人, 并聘请美国杜克大学儿科教授、新生儿质谱学鼻祖、美国临床质谱学会终生成就奖获得者 **David Millington** (大卫·米林顿) 担任科学顾问; 由行业领军人物, 华盛顿州立大学博士、斯坦福大学和哈佛大学博士后, 历任美国食品药品监督管理局 (FDA) 资深科学家及 GMP 审查官员, 曾获美国 FDA “杰出服务奖”, 研发了多项专利技术, 多次以第一作者在《Science》、《Cell》、《Cell Biology》等国际顶级期刊发表论文的**李兴祥**博士担任首席科学家。

老龄化、城镇化进程加快, 医疗健康市场增长空间较大

考虑多重因素的影响, 我们判断未来医疗健康市场规模增长潜力巨大, 我们认为医疗健康需求的增长主要来源于老龄化进程加快导致医疗健康产品直接需求的增长、城镇化率不断攀升带动人们对健康的重视和保健意识的增强、某些疾病发病率的客观提升以及相关政策支持。近年来我国医疗卫生费用有增速提升的迹象, 国家卫计委数据显示, 我国 2015 年我国卫生总费用额为 40974.64 亿元, 同比增长 16.03%; 2015 年我国人均卫生费用为 2980.80 元, 同比增长 15.5%, 二者增速较上年均有所提升。根据财政部公布的 2016 年中央财政预算明细, 2016 年国内医疗卫生与计划生育支出预算数为 124.29 亿元, 相比 2015 年执行数增加 39.87 亿元, 同比增幅为 47.2%, 远超其他行业, 表明了国家自上而下推进健康中国战略的决心以及财政支持落地的加速。另一方面, 我国卫生费用总支出占 GDP 的比重呈现逐年攀升的趋势, 2015 年卫生费用占 GDP 比重为 6.05%, 较上年同期提升 0.5 个百分点。同时与发达国家比较的差距也是我们判断行业增长空间的依据之一, 美国 2015 年医疗卫生支出占 GDP 的比重达到了 17.8%, 德国、瑞典、法国等发达国家这一比重也超过了 10%, 远超过我国 6.05%

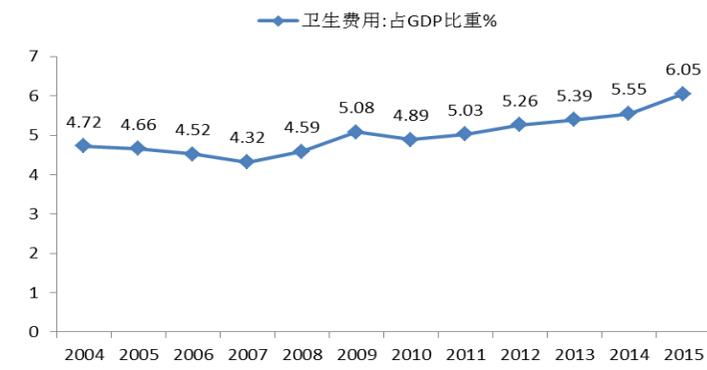
的水平，我国医疗健康市场还有较大的增长空间，从费用支出增速来看，行业尚处于成长期。

图 30: 我国卫生费用及人均支出历年变化情况



资料来源:WIND, 信达证券研发中心

图 31: 我国卫生费用支出占 GDP 的比重



资料来源:WIND, 信达证券研发中心

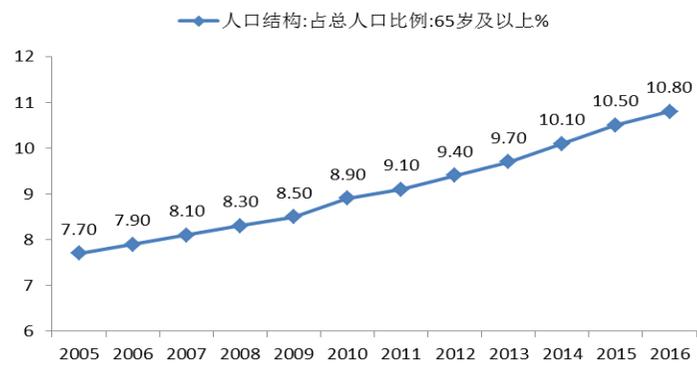
因素一：老龄化、城镇化进程加快。影响我国医疗健康行业快速增长、医疗费用支出占比提升的因素之一是我国老龄化、城镇化进程不断加快。我国是较早步入老龄化社会的发展中国家，根据国家统计局公布的数据显示，我国 65 岁以上的人口比重，从 2005 年的 7.7% 增长至 2016 年的 10.8%，10 年间增速提升约 3.1 个百分点。此外，根据 2013 年中国人类发展报告的预测，到 2030 年，该比重将提高到 18.2%。老龄化比率的提高将对医疗健康产业的需求增长带来直接影响。间接影响因素主要是人们健康意识的不断增强，这主要源于平均生活水平和质量的提升以及城镇化进程的不断推进。据国家统计局数据显示，2016 年我国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提升 1.25 个百分点，未来城镇化进程有望进一步加快，对医疗健康行业发展产生积极影响。

因素二：艾滋病发病率不断攀升。根据国家卫计委数据显示，2015 年我国艾滋病发病率每 10 万人平均 3.69 例，较上年同期相比提升 0.36 例，艾滋病发病率的不断高企在一定程度上能够引起人们对疾病预防、检测的重视，公司主要产品包括 HIV 诊断试剂盒，因此我们认为艾滋病等部分疾病的发病率攀升等因素有望提升公司业绩弹性。

因素三，“健康中国战略”等政策利好。随着国民经济的发展、生活水平的提高，人们对健康服务的需求持续增长，我国政府也相继出台了一系列政策，助推大健康产业的发展。2015 年 3 月 6 日，国务院办公厅发布《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》，同年 10 月份，中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议在通过的《中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报》中提出“推进健康中国建设，深化医药卫生体制改革，理顺药品价格，实行医疗、医保、医药联动，建立覆盖城乡的基本医疗卫生制度和现代医院管理制度，实施食品安全战略。” 2016 年，中共中央政治局会议审议通过了《“健康中国 2030”规划纲要》，提出了未来 15 年推进健康中国建设的行动纲领，将健康中国提升到了国家战略的高度。

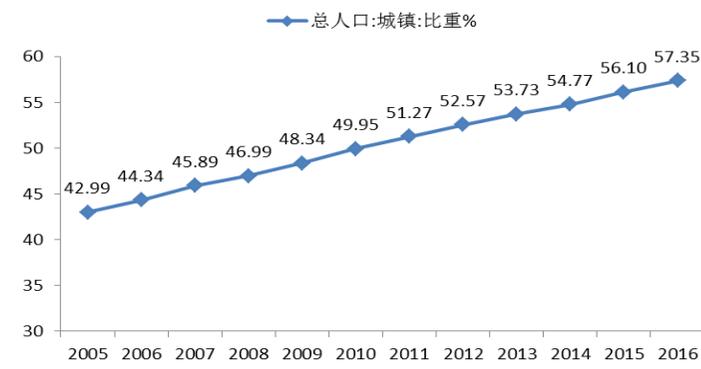
在健康中国战略等一系列利好政策的指引和助推下，大健康产业将进入新的发展时期，包括医疗产品、保健用品、营养食品、医疗器械、保健器具、健康管理、健康咨询等多个与人类健康紧密相关的生产和服务领域都将受益。

图 32: 我国老年人口占比情况



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 33: 我国城镇化率变化情况



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 34: 国内艾滋病发病率历年变化情况



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

外延内拓，战略定位体外诊断、精准医疗企业

公司战略以深耕市场空间较大的体外诊断、精准医疗领域为重心，计划通过不断外延、内拓等方式发展壮大，实现公司在基因诊断、质谱诊断、第三方独立实验室等体外诊断领域以及精准医疗领域的深入布局。其中，外延并购步伐较快，2016年初，公司收购美国 Avioq 公司后，先后投资设立或股权收购了精准基因科技有限公司、艾维可生物科技有限公司、质谱生物科技有限公司、北儿医院（烟台）有限公司、天仁医学检验实验室有限公司等 5 家子公司；内拓主要体现在不断加强产品研发能

力，在现有 HIV 检测试剂、HTLV 检测试剂以及相关质谱检测试剂的研发基础上，加大科研力度，丰富检测试剂产品体系，推动旧产品更新换代、新产品不断推出。

但另一方面，随着医疗诊断与疾病预防需求的提高，体外诊断市场迅速发展，市场竞争压力增大，这对公司的技术、质量控制等提出了更高要求，从而存在核心技术人员流失的潜在风险，而公司的创新能力和持续发展很大程度上取决于核心技术人员的技术水平及研发能力。公司通过充分协调员工与企业之间的利益关系，保持一致目标，并充分考虑股权激励等多元化方式留住人才、吸引人才。2017 年 3 月 25 日，公司公布拟实施员工持股计划，公司部分董事、监事、高级管理人员和公司及下属子公司中层干部、核心及骨干员工（共不超过 300 人）共拟筹集不超过 1.7 亿，并按照不超过 2:1 的比例设立优先级份额和劣后级份额，共募集资金不超过 5 亿。其中，参加本计划的上市公司董监高级共 9 人，认购总份额不超过 3442 万份，占比 20.25%。员工持股计划有助于绑定核心员工利益、完善激励机制。

盈利预测、估值与投资评级

海洋业务方面，考虑到海参行业受供给收缩、需求拉动影响有望延续高景气，同时行业去产能带动公司市场占有率进一步提升，我们预计 2017-19 年公司海参收入增长率分别为 17.50%、15.00%、15.00%，2017-19 年公司海参产品毛利率分别为 50.57%、51%、52%；大健康业务方面，随着体外诊断、精准医疗的深入布局，将充分受益于行业高增长，我们预计公司诊断试剂业务 2017-19 年营收增速分别为 -5%、25%、20%，对应三年毛利率均为 60%。我们预计 17-19 年公司营业收入分别为 8.09、9.49、10.99 亿元，归母净利润分别为 1.22、1.23、1.50 亿元。

表 2: 公司各版块盈利预测 (单位: 万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
海参					
收入	26,041.93	21,166.73	24,870.91	28,601.54	32,891.78
YOY	17.83%	-18.72%	17.50%	15.00%	15.00%
成本		10,951.67	12,293.69	14,014.76	15,788.05
毛利率(%)		48.26	50.57	50.57	51.00
进料加工					
收入	20,170.16	20,523.51	26,680.56	33,350.70	40,020.84
YOY	-17.78%	1.75%	30.00%	25.00%	20.00%
成本		20,535.23	27,480.98	33,017.20	38,820.22
毛利率(%)		-0.06	-5.00	-3.00	1.00
来料加工					
收入	9,391.79	9,827.35	9,729.08	10,215.53	11,032.77
YOY	36.37%	4.64%	-1.00%	5.00%	8.00%
成本		6,966.61	5,837.45	6,129.32	6,619.66
毛利率(%)		29.11	40.00	40.00	40.00
诊断试剂					
收入		6,287.91	5,973.51	7,466.89	8,960.27
YOY			-5.00%	25.00%	20.00%
成本		2,677.39	2,389.41	2,986.76	3,584.11
毛利率(%)		57.42	60.00	60.00	60.00
国内贸易					
收入	2,025.07	2,502.87	2,252.58	2,703.10	3,243.72

YOY	35.38%	23.59%	-10.00%	20.00%	20.00%
成本			1,757.01	2,108.42	2,530.10
毛利率(%)			22.00	22.00	22.00
其他					
收入	9,831.69	10,362.72	11,398.99	12,538.89	13,792.78
YOY	156.49%	5.40%	10.00%	10.00%	10.00%
成本			9,689.14	10,658.06	11,723.86
毛利率(%)			15.00	15.00	15.00
总收入	67,460.64	70,671.09	80,905.64	94,876.66	109,942.16
YOY	11.60%	4.76%	14.48%	17.27%	15.88%
总成本	50,660.50	53,258.57	59,447.68	68,914.50	79,066.01
成本占比	75.10%	75.36%	73.48%	72.64%	71.92%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

根据公司当前股本我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.18、0.18、0.22 元, 对应 2017-2019 年 PE 为 64 倍、63 倍和 52 倍, 略高于行业平均水平。考虑到公司海洋业务盈利水平持续向好、大健康产业布局日渐完备, 维持公司“增持”评级。

表 3: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)			PE(倍)		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
002069.SZ	獐子岛	9.15	65.07	0.11	0.24	0.37	81.75	38.24	24.97
600467.SH	好当家	3.56	52.01	0.03	0.09	0.11	120.63	39.6	32.54
300094.SZ	国联水产	7.09	55.57	0.12	0.25	0.58	59.16	28	12.15
600257.SH	大湖股份	7.13	34.31	0.01	-	-	566.35	-	-
	平均值	6.85	6.73	51.74	0.07	0.19	0.35	206.97	35.28
002086.SZ	东方海洋	11.28	77.57	0.11	0.18	0.18	101.25	63.55	63.06

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2017 年 9 月 6 日收盘价为基准, 东方海洋 PE、EPS 为信达预测值, 其余为 wind 一致预期。

风险因素

- 1、体外诊断市场迅速发展，市场竞争压力增大，存在人才流动风险；
- 2、公司海参养殖业务营收占比较大，参价波动风险对公司业绩影响较大；
- 3、国际经济变化的不确定性、国际政治形势的复杂多变性以及劳动力成本升高使得出口贸易市场形势不容乐观，公司的水产品加工出口业务面临着行业波动风险；
- 4、公司国内市场营销工作起步较晚，且市场竞争激烈，随着公司产品升级和产业结构调整，尤其是公司收购美国 Avioq 公司后，艾维可公司的体外诊断产品在国内市场的营销体系构建虽已基本完成，但仍需加大推广力度尽早释放业绩。大力推进内销网络建设是未来工作的重点，公司的国内市场营销渠道建设面临发展滞后的风险。
- 5、公司养殖业务特有风险，如海产品疫病爆发、海域环境污染、海洋自然灾害等。

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,350.60	1,728.57	2,017.02	2,153.60	2,317.75
货币资金	1,139.74	480.76	619.29	531.63	455.06
应收票据	1.35	1.12	1.28	1.50	1.74
应收账款	221.54	211.49	242.12	283.93	329.02
预付账款	30.47	41.57	46.40	53.79	61.71
存货	947.04	983.53	1,097.82	1,272.65	1,460.12
其他	10.46	10.10	10.10	10.10	10.10
非流动资产	1,417.15	2,114.53	2,077.99	2,079.13	2,081.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,327.81	1,363.14	1,318.20	1,328.98	1,335.84
无形资产	47.66	99.61	95.76	91.90	88.05
其他	41.68	651.78	664.03	658.26	657.22
资产总计	3,767.74	3,843.09	4,095.00	4,232.73	4,398.85
流动负债	686.27	619.84	749.57	764.15	779.81
短期借款	233.48	519.81	639.81	639.81	639.81
应付账款	48.06	48.31	53.92	62.51	71.72
其他	404.73	51.72	55.83	61.83	68.28
非流动负债	255.64	336.36	336.36	336.36	336.36
长期借款	161.29	246.00	246.00	246.00	246.00
其他	94.35	90.36	90.36	90.36	90.36
负债合计	941.91	956.20	1,085.93	1,100.51	1,116.17
少数股东权益	25.46	27.01	27.13	27.25	27.40
归属母公司股东权益	2,800.37	2,859.89	2,981.95	3,104.97	3,255.28
负债和股东权益	3767.74	3843.09	4095.00	4232.73	4398.85

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	674.61	706.71	809.06	948.77	1,099.42
同比(%)	11.60%	4.76%	14.48%	17.27%	15.88%
归属母公司净利润	49.96	76.62	122.06	123.02	150.31
同比(%)	20.10%	53.36%	59.31%	0.79%	22.19%
毛利率(%)	24.90%	24.64%	26.52%	27.36%	28.08%
ROE(%)	2.38%	2.71%	4.18%	4.04%	4.73%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.11	0.18	0.18	0.22
P/E	155	101	64	63	52
P/B	2.77	2.71	2.60	2.50	2.38
EV/EBITDA	20.42	42.95	31.97	31.18	27.94

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	674.61	706.71	809.06	948.77	1,099.42
营业成本	506.61	532.59	594.48	689.15	790.66
营业税金及附加	0.34	7.44	9.30	7.13	10.82
营业费用	12.12	14.10	21.84	20.53	25.14
管理费用	37.27	65.17	52.59	56.93	65.97
财务费用	66.87	23.29	50.51	53.66	54.43
资产减值损失	11.51	13.97	14.78	16.88	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.01	39.96	2.00	2.00
营业利润	39.89	50.14	105.51	106.50	134.41
营业外收入	11.66	25.34	19.36	19.36	19.36
营业外支出	0.12	0.04	0.03	0.03	0.03
利润总额	51.42	75.44	124.84	125.82	153.74
所得税	1.10	1.60	2.66	2.68	3.27
净利润	50.32	73.84	122.18	123.14	150.46
少数股东损益	0.36	-2.78	0.12	0.12	0.15
归属母公司净利润	49.96	76.62	122.06	123.02	150.31
EBITDA	209.27	198.43	270.39	277.19	309.32
EPS (摊薄)	0.07	0.11	0.18	0.18	0.22

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	79.65	117.44	87.05	62.28	78.35
净利润	50.32	73.84	122.18	123.14	150.46
折旧摊销	78.95	86.47	93.25	95.27	99.48
财务费用	78.91	36.52	52.30	56.10	56.10
投资损失	0.00	-1.96	-39.96	-2.00	-2.00
营运资金变动	-140.15	-91.18	-154.97	-226.54	-245.06
其它	11.63	13.75	14.25	16.31	19.35
投资活动现金流	-68.73	-759.66	-16.22	-93.84	-98.82
资本支出	-64.79	-154.38	-56.18	-95.84	-100.82
长期投资	2.00	-350.52	39.96	2.00	2.00
其他	-5.94	-254.76	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,050.96	-25.27	67.70	-56.10	-56.10
吸收投资	1,346.23	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-213.60	48.34	120.00	0.00	0.00
支付利息或股息	81.87	74.65	52.30	56.10	56.10
现金净增加额	1068.13	-658.98	138.53	-87.66	-76.57

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。