



Research and  
Development Center

# 兼具周期性和成长性的一体化海参龙头

—— 好当家（600467.SH）跟踪报告

2018 年 07 月 09 日

康敬东 农林牧渔行业分析师

刘 卓 研究助理

## 兼具周期性和成长性的一体化海参龙头

2018年07月09日

### 本期内容提要：

- ◆ **公司已实现海参全产业链布局，兼具周期性和成长性。**公司目前围绕海参已形成育苗-养成-捕捞-销售的一体化布局，成本优势和风险控制能力较强。横向覆盖三大业务，养殖业、加工业和捕捞业，养殖业务产品主要是鲜海参，价格随市场呈现周期性波动，未来看好行业整体回暖带来养殖业增长提速；加工业主要产品冷冻食品和海参加工制品分别面向国外市场和国内市场，目前公司销售端逐步发力，取得直销牌照，全渠道布局日趋完善，加工业未来增长的确定性较高；捕捞业方面公司稳步扩张，在国家鼓励远洋捕捞业发展的背景下，新增8艘远洋鱿钓船，已全部出海，业绩有望逐步释放。综合来看，在行业回暖和市场打开的双利好下，我们预计公司将迎来新一轮成长。
- ◆ **养殖业务：行业回暖叠加成本下行，盈利持续向好。**我们预计公司未来海参产量增长空间有限，增速较慢，公司养殖业务的营收表现主要受产品价格主导。海参行业产能去化已基本结束，且由于前期产能无限制的扩张对海域资源造成一定程度上不可逆的损害，同时在行业技术水平已经基本成熟的情况下，未来产能的扩张只能维持在低速。需求方面，受市场渗透率提升和市场扩容两方面的影响，海参需求有望稳步增长。目前参价有所回暖但仍处于历史相对低位，行业供需偏紧或维持紧平衡，未来供需缺口将持续扩大，行业已经进入景气上行期，未来两年内参价有望看到上轮次高点180-200元/公斤，对应当前价格涨幅为50%-67%。此外，公司自育苗成本仍有向下空间，未来养殖业务将受益于行业回暖和成本下行，盈利有望持续向好。
- ◆ **捕捞业务：乘政策东风迎接新一轮成长。**国家对远洋捕捞业的基本原则是既鼓励又限制，通过渔船更新建造和燃油费的相关补贴鼓励国内捕捞企业“走出去”，同时为了维护远洋捕捞环境，对部分规模小、实力弱、管理不规范、安全发展意识不强的企业加以限制。因此，远洋捕捞业在有序发展的同时，市场份额将不断向大型企业集中，以好当家为代表的国内大型捕捞企业在钓船获批和政策支持等方面有较大优势，我们看好公司捕捞业务的新一轮发展。
- ◆ **加工业：渠道拓展顺利，业绩有望提速。**公司目前在养殖、加工和捕捞三大产业上已经逐渐建立规模，未来将依托资源优势重点开拓国内外市场，由原来的生产加工型企业逐步向营销服务型转变。截至2017年底，公司已成立销售公司、直销公司（2017年取得直销牌照）、电视购物、电子商务、微商、活海鲜、调理食品、休闲食品、海鲜捞饭、进出口公司十大营销公司，逐步覆盖全渠道营销。公司渠道拓展顺利，助力加工业增长提速。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2018-2020年公司营业收入分别为14.00/16.27/19.63亿元，归母净利润分别为0.87/1.12/1.57亿元。根据公司现有股本我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.06/0.08/0.11元/股，对应PE分别为38、30、21倍。维持公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**参价继续上涨，中报业绩超预期。

## 证券研究报告

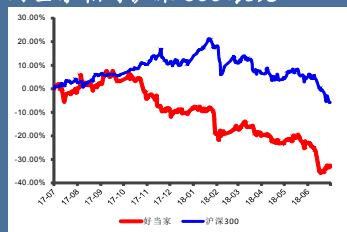
### 公司研究——跟踪报告

#### 好当家（600467.SH）



上次评级：增持，2018.4.27

#### 好当家相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2018.7.9）

收盘价(元)	2.27
52周内股价波动区间(元)	3.70-2.20
最近一月涨跌幅(%)	-2.16
总股本(亿股)	14.61
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	33.16

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

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 83326753

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

#### 相关研究

《一个中心三个基本点，行业景气向上公司稳健成长》2018.4.27

◆ **风险因素：**自然灾害风险；参价波动风险；海域资源风险；行业竞争风险；政策变动风险等。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,059.83	1,207.91	1,399.51	1,627.09	1,963.16
增长率 YoY %	7.38%	13.97%	15.86%	16.26%	20.65%
归属母公司净利润(百万元)	43.12	53.53	87.02	112.39	157.07
增长率 YoY%	22.51%	24.15%	62.56%	29.15%	39.75%
毛利率%	21.66%	28.84%	29.19%	29.91%	30.79%
净资产收益率 ROE%	1.46%	1.80%	2.87%	3.59%	4.81%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.04	0.06	0.08	0.11
市盈率 P/E(倍)	77	62	38	30	21
市净率 P/B(倍)	1.12	1.11	1.08	1.04	0.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 07 月 09 日收盘价

## 目 录

好当家：全产业链布局的海参龙头	1
海参第一股+全国海参养殖龙头	1
实际控制人为董事长唐传勤，合计持股 25.21%	1
涵盖三大业务和一大产业链	2
公司财务状况有所改善	4
养殖业务：行业回暖叠加成本下行，盈利持续向好	7
公司养殖业务呈现明显的周期性特征	7
公司海参产量接近饱和，未来价格主导营收	8
海参行业产能去化明显，进入景气上行期	9
资源和成本的掌控力较强，竞争优势明显	13
捕捞业务：乘政策东风迎接新一轮成长	16
捕捞业务占比小波动大，盈利走势向好	16
紧抓远洋捕捞的发展机遇，业绩有望逐步释放	17
加工业务：渠道拓展顺利，业绩有望提速	19
加工业务营收和盈利表现好转	19
加大市场拓展力度，由生产加工型向营销服务型转变	20
资源和研发实力较强，产品优势明显	21
盈利预测、估值与投资评级	25
盈利预测及假设	25
估值与投资评级	28
风险因素	29

## 表 目 录

表 1：公司海域使用面积（截至 2017 年底）	14
表 2：公司海参养殖成本明细表	15
表 3：国内海洋捕捞业相关限制政策	18
表 4：公司主要加工业务 2017 年经营数据	20
表 5：公司线上销售渠道分类别经营数据	21
表 6：公司海水养殖业经营假设	25
表 7：公司食品加工业经营假设	26
表 8：公司捕捞业务经营假设	27
表 9：公司盈利预测汇总表	27

## 图 目 录

图 1：公司历史沿革（加粗部分为现存企业）	1
图 2：公司股权结构（截至 2018 年一季度末）	2
图 3：公司业务布局	2
图 4：公司 2017 年各主营业务营收（亿元）及占比情况	3
图 5：公司 2017 年各主营业务毛利（亿元）及占比情况	3
图 6：2017 年公司各主营业务毛利率%比较	3
图 7：公司各主营业务毛利率%历年变化情况	3
图 8：公司近年来各项主营业务营收占比变化情况	4
图 9：公司近年来各项主营业务毛利占比变化情况	4
图 10：公司近年来总资产（亿元）及同比变化情况	5
图 11：公司近年来净资产（亿元）及同比变化情况	5
图 12：公司近年来营收（亿元）及同比变化情况	5
图 13：公司近年来毛利（亿元）及同比变化情况	5
图 14：公司近年来盈利能力变化情况	6
图 15：公司近年来三项费用率变化情况	6
图 16：公司近年来资产负债率%变化情况	6
图 17：公司近年来营运能力%变化情况	6
图 18：公司近年来养殖业务营收（亿元）及同比变化情况	7
图 19：公司近年来养殖业务毛利（亿元）、同比变化情况及毛利率	7
图 20：公司海参对外销售价格与市场大宗价对比	7
图 21：公司养殖业务营收增速与海参售价对比	7
图 22：公司养殖海参季度产量和年总产量（吨）变化情况	8
图 23：公司养殖海参分季度产量（吨）对比	8
图 24：公司海参销量（吨）及变化预测	9
图 25：公司海参对内/对外销量占比及变化预测	9
图 26：公司海参总销量和对外销量（吨）对比	9
图 27：公司养殖业务收入变化预测	9
图 28：全国海参养殖产量（吨）及同比变化情况	10
图 29：全国海参养殖面积（公顷）及同比变化情况	10
图 30：国内海参产量（吨）分地区变化	10
图 31：国内海参养殖面积（公顷）分地区变化	10
图 32：国内粮食和水产品人均占有量及同比变化情况	11
图 33：国内城镇化率和 15 岁以上人口占比变化情况	11
图 34：国内海参大宗价格（元/公斤）走势	12
图 35：好当家总部及部分海域图示	13
图 36：好当家集团自有海域位置	13
图 37：公司海参养殖成本构成（单位：万元）	15
图 38：公司海参养殖苗种费（万元）及占比变化	15
图 39：公司近年来捕捞业务营收（亿元）及同比变化情况	16
图 40：公司近年来捕捞业务毛利（亿元）、同比变化情况及毛利率	16
图 41：公司近年来捕捞业务营收占比变化情况	16

图 42: 公司近年来捕捞业务毛利占比变化情况 .....	16
图 43: 公司捕捞量 (吨) 及同比变化情况 .....	17
图 44: 公司更新改造的远洋鱿钓船图示 .....	17
图 45: 公司近年来加工业务营收 (亿元) 及同比变化情况 .....	19
图 46: 公司近年来加工业务毛利 (亿元)、同比变化情况及毛利率 .....	19
图 47: 公司近年来捕捞业务营收占比变化情况 .....	19
图 48: 公司近年来捕捞业务毛利占比变化情况 .....	19
图 49: 2017 年公司加工业务营收 (万元) 结构 .....	20
图 50: 2017 年公司加工业务分类别营收 (万元) 及同比变化 .....	20
图 51: 好当家天猫旗舰店首页 .....	21
图 52: 好当家京东旗舰店首页 .....	21
图 53: 公司海参连续九年获有机认证 .....	22
图 54: 公司部分海参加工制品列示 1 .....	22
图 55: 公司部分海参加工制品列示 2 .....	22
图 56: 公司部分海参加工制品列示 3 .....	22
图 57: 海参精深加工制品主要营养成分及所含功效 .....	23
图 58: 公司软胶囊产品展示 .....	24
图 59: 公司海参口服液产品展示 .....	24

## 好当家：全产业链布局的海参龙头

### 海参第一股+全国海参养殖龙头

公司是由原荣成市邱家渔业股份有限公司更名为山东邱家水产股份有限公司后，由山东邱家水产股份有限公司采取派生分立的方式分立后的存续公司。

1992 年，原荣成市邱家渔业公司（现山东邱家实业有限公司）作为发起人，以定向募集方式设立荣成市邱家渔业股份有限公司；

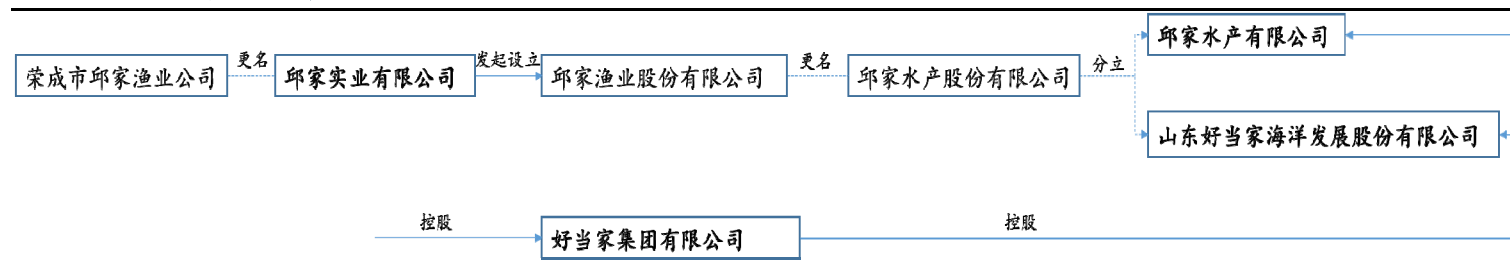
1996 年，荣成市邱家渔业股份有限公司通过增资扩股改名为山东邱家水产股份有限公司；

2000 年，山东邱家水产股份有限公司采取派生分立的方式将公司分立为山东好当家海洋发展股份有限公司和荣成邱家水产有限公司，分立后，公司拥有及承担与海产品养殖和食品加工有关的资产、业务及与该等资产和业务有关的负债；

2004 年，公司于上海交易所上市，证券简称好当家，证券代码 600467.SH，上市之初确立海参为公司主导产业，成为国内海参第一股，目前公司海参养殖规模第一，成为全国海参养殖龙头；

2005 年，邱家实业有限公司将持有上市公司的全部股份对好当家集团进行增资同时接受好当家集团的股权出资，增资收购后好当家集团成为公司控股股东，实际控制人不发生变更仍为实业公司。

图 1：公司历史沿革（加粗部分为现存企业）



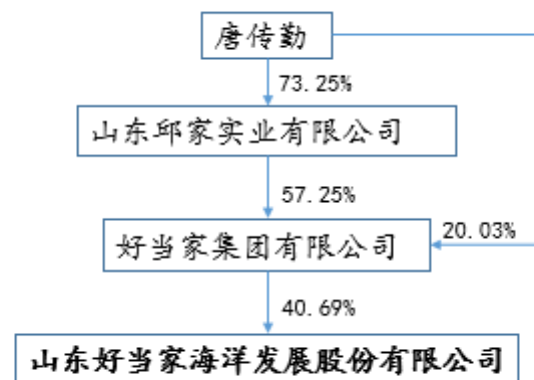
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 实际控制人为董事长唐传勤，合计持股 25.21%

截至 2018 年一季度末，公司控股股东好当家集团有限公司对公司持股比例为 40.69%，好当家集团控股股东为山东邱家实业有限公司，持股比例为 57.25%，邱家实业公司控股股东为上市公司董事长唐传勤，持股比例为 73.25%，同时，唐传勤直接持有好当家集团 20.03% 的股份。唐传勤为公司实际控制人，通过间接控股持有公司 25.21% 的股份。



图 2：公司股权结构（截至 2018 年一季度末）

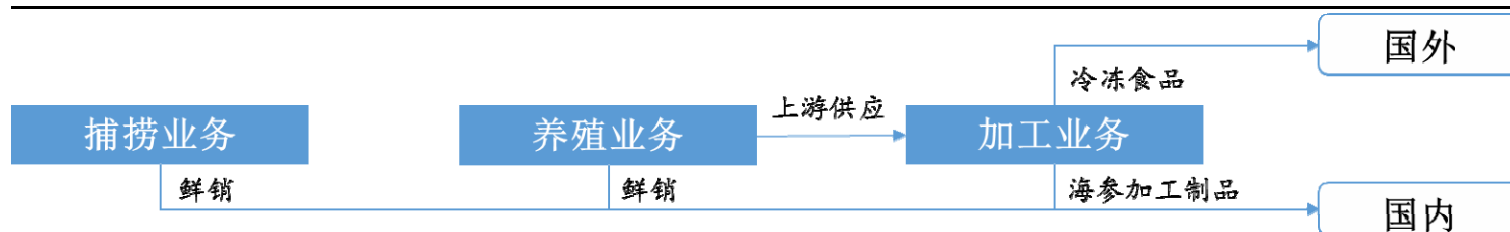


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 涵盖三大业务和一大产业链

公司发展至今已布局三大业务，包括养殖业、加工业和捕捞业。公司主要养殖产品包括海参、海蜇、海带、中国对虾等，主要以海参为主；加工业主要产品包括初加工产品和精深加工产品，初加工产品为速冻调理食品（肉制品、蔬菜制品、面制品）以及水产品（海参、海蜇、鲍鱼、鱼、虾、贝类等制品），精深加工产品包括盐渍水产品（海蜇制品、海带制品）、即食鲜海参、淡干海参、海参原浆、刺参软胶囊、海参口服液、海参咖啡、海参药膏等一系列高技术含量、高附加值的功能性海洋食品、海洋保健品和医药品等；捕捞业产品不分品种，以鱿鱼居多。此外，公司已建立起从海参育种育苗-养成捕捞-研发加工-销售服务于一体的绿色环保可追溯的海参全产业链体系，海参全产业链布局已经成为公司核心竞争力和业绩支撑点。

图 3：公司业务布局

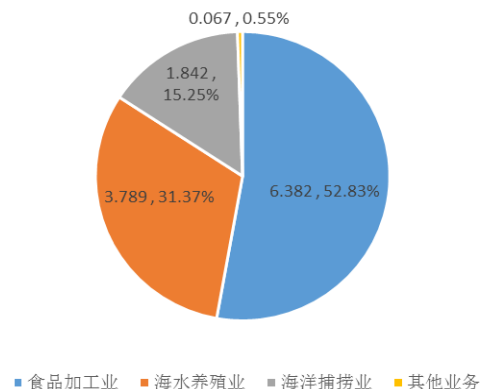


资料来源：信达证券研发中心

公司 2017 年营收占比最高的是食品加工业务，占比最低的是捕捞业务，2017 年公司食品加工业务实现营收 6.38 亿元，占总营收比例为 53%，养殖业务实现营收 3.79 亿元，占比 31%，捕捞业务实现营收 1.84 亿元，占比 15%，三项主营业务营收合

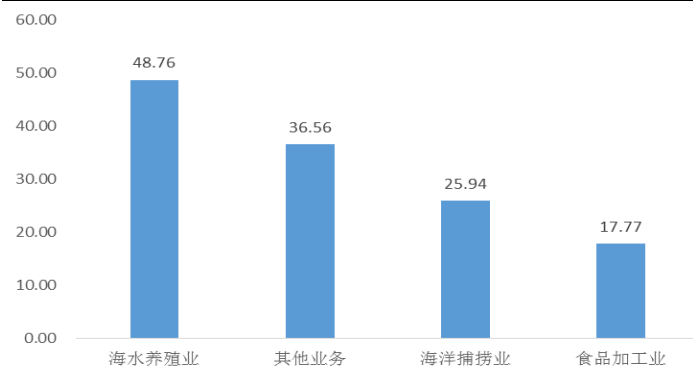
计占比约 99%；毛利来看，2017 年公司养殖业务实现毛利 1.85 亿元，占总毛利的 53%，在主营业务里占比最高，公司食品加工业务实现毛利 1.13 亿元，占比 33%，捕捞业务实现毛利 0.48 亿元，占比 14%，三项主营业务毛利合计占比约 100%；毛利率来看，公司养殖业务营收占比不足三分之一，毛利占比过半，主要是公司各项业务中养殖业务毛利率最高，2017 年公司养殖业务毛利率为 48.76%，捕捞业毛利率 25.94%，食品加工业务毛利率最低为 17.77%。

图 4：公司 2017 年各主营业务营收（亿元）及占比情况



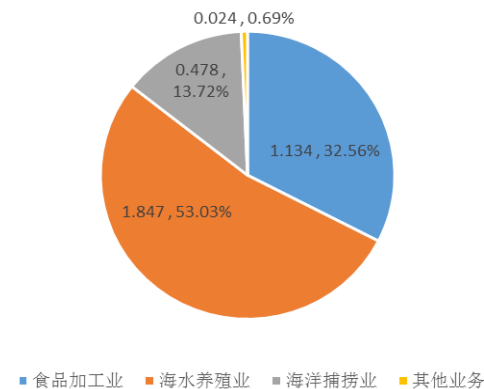
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2017 年公司各主营业务毛利率%比较



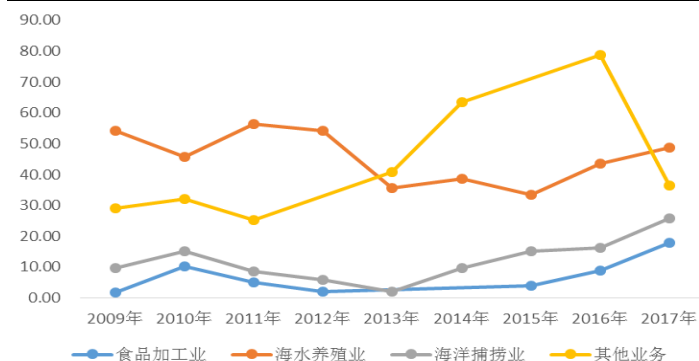
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司 2017 年各主营业务毛利（亿元）及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司各主营业务毛利率%历年变化情况

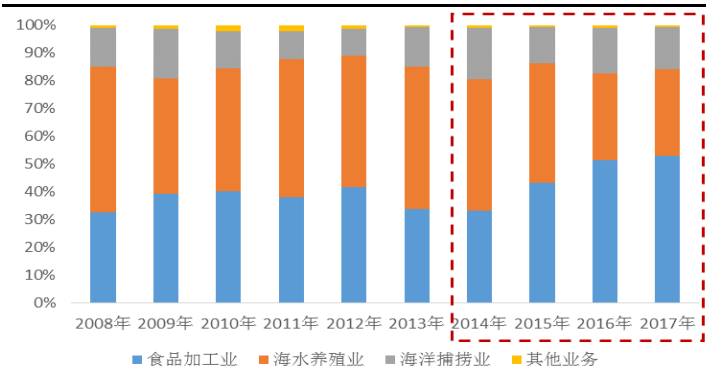


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司近年来各项主营业务营收和毛利占比发生了结构性的变化，2014 年之前公司主营业务营收占比情况相对稳定，毛利主要由养殖业务贡献，2014 年之后公司积极优化业务结构，食品加工业务营收占比开始逐渐提升，毛利占比也开始从负贡献不断增长至 2017 年的 33%。2014 年之前三项主营业务毛利率呈现弱势下滑的走势，之后三项业务毛利率均有所回暖且趋势向上。

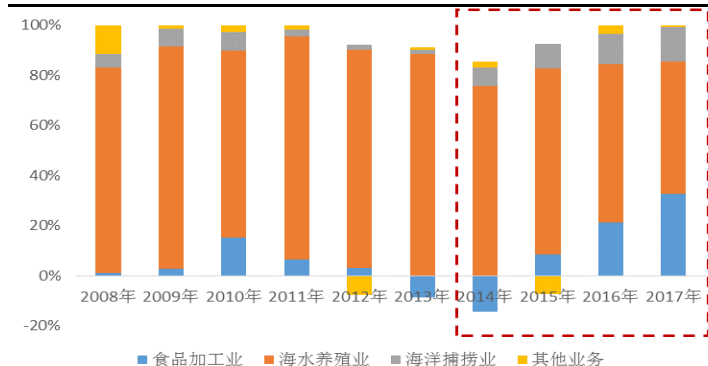


图 8：公司近年来各项主营业务营收占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：公司近年来各项主营业务毛利占比变化情况

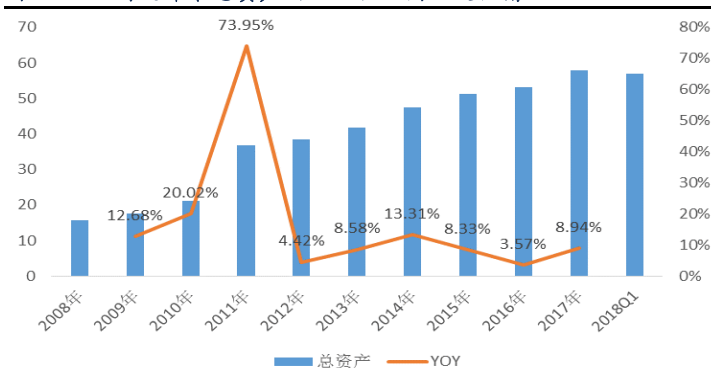


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 公司财务状况有所改善

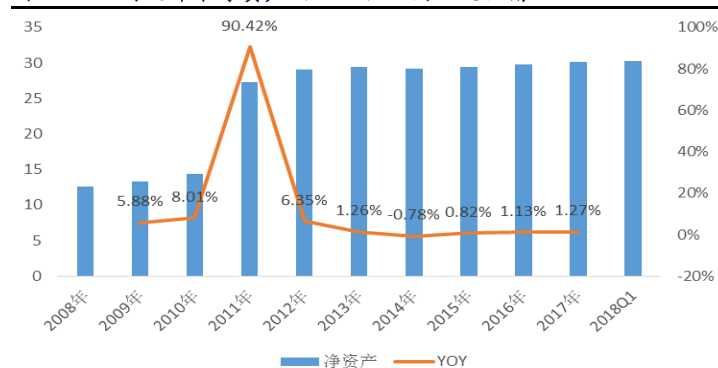
公司近年来总资产和净资产规模波动不大，整体来看总资产增速要高于净资产增速，2017 年公司总资产为 56.86 亿元，同比增长 8.94%，公司净资产为 30.13 亿元，同比增长 1.27%。公司近年来营收和净利润变化波动相对较大，近十年来公司营收增长可以分为三个阶段，第一个阶段（2008 年-2012 年），受益于海参价格周期上行，公司成长较快，营收年复合增长率达 21.31%；第二个阶段（2013-2014 年），营收连续两年下滑，主要受政策影响需求受限海参价格进入周期下行阶段，影响公司营收连续两年出现负增长；第三个阶段（2015 年至今），公司进入经营恢复期，营收增速开始有所回暖，2018 年一季度公司营收同比增长 43.66%，2015-2017 年海参价格仍处于下行周期，公司营收增速的回升主要受益于公司产品销量的稳步扩张。净利润方面，公司从 2013 年海参价格进入下行阶段导致公司综合毛利率大幅下降开始业绩大幅承压，2014 年公司进入业绩低谷，全年净利润仅 0.21 亿元，2015 年起公司净利润开始同比好转，呈现稳步增长的趋势，但近年来随着渠道拓展和品牌建设的深入，公司业绩水平仍然处于历史低位，我们预计公司在渠道布局充分以及品牌影响力明显提升后，业绩有望得到释放。

图 10: 公司近年来总资产 (亿元) 及同比变化情况



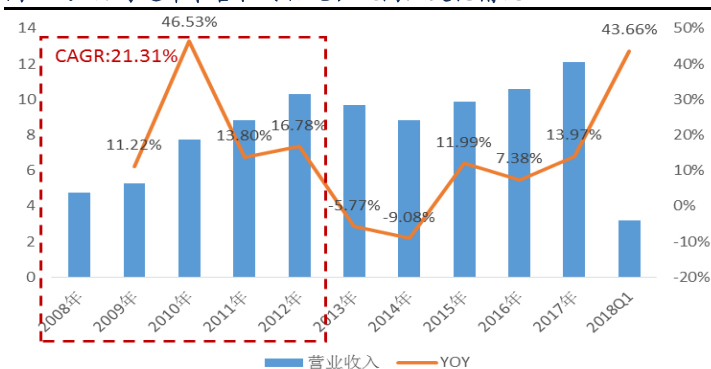
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 公司近年来净资产 (亿元) 及同比变化情况



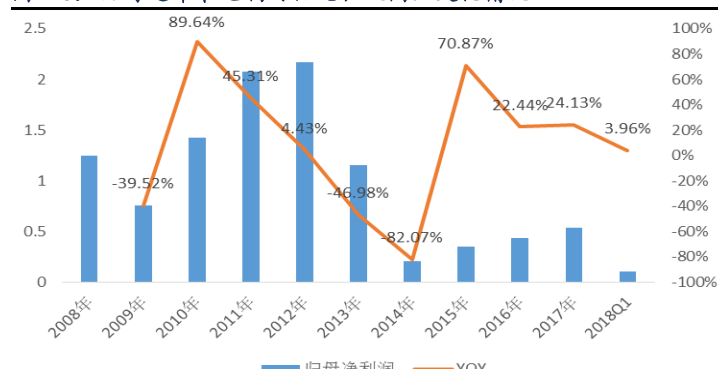
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 公司近年来营收 (亿元) 及同比变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

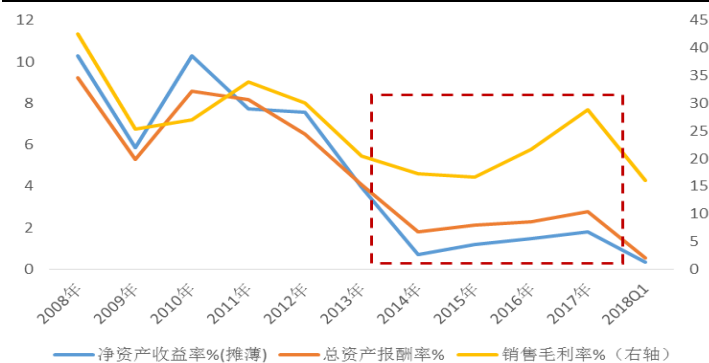
图 13: 公司近年来毛利 (亿元) 及同比变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

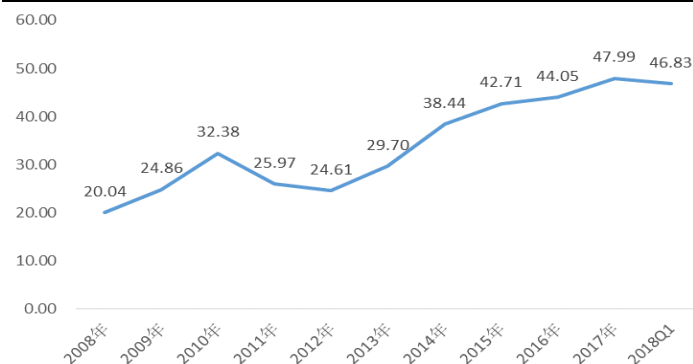
公司近年来盈利能力持续好转, 2017 年公司综合毛利率为 28.84%, 较上年同期大幅提升约 7 个百分点, 2018 年一季度盈利能力各项指标有所回落, 主要原因系公司一季度海参处于休眠期, 毛利率较高的养殖业务业绩占比较小, 因此公司业绩表现有明显的季节性特征, 一季度通常低于全年平均水平。期间费用来看, 近年来公司不断加大下游大健康产业的布局, 渠道拓展和品牌建设投入增加导致销售费用率逐年攀升, 2017 年公司销售费用率为 11.44%, 较上年同期大幅提升 4.66 个百分点, 2018 年一季度公司销售费用率下降明显, 主要系公司控股子公司荣成好当家海洋大健康产业有限公司营销费用降低 1758 万元所致, 由此我们认为, 公司大健康布局正趋于完善, 前期投入期已接近尾声, 我们预计公司销售费用率将开始逐渐回落。公司资本结构合理, 近年来资产负债率趋于稳定。公司近年来营运能力出现明显好转, 延续向上走势。

图 14: 公司近年来盈利能力变化情况



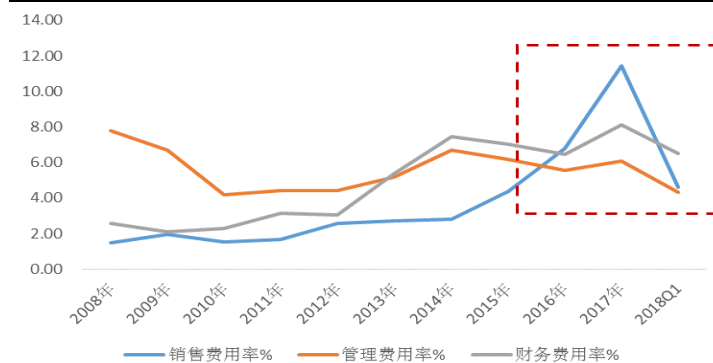
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 公司近年来资产负债率%变化情况



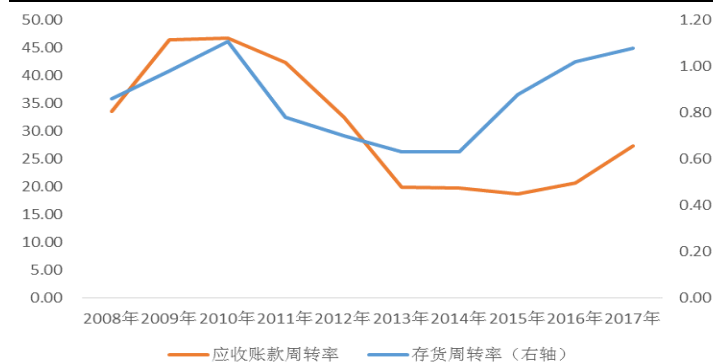
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 公司近年来三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 公司近年来营运能力%变化情况



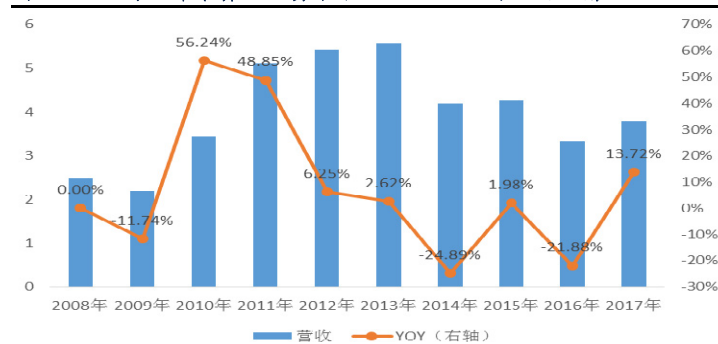
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 养殖业务：行业回暖叠加成本下行，盈利持续向好

### 公司养殖业务呈现明显的周期性特征

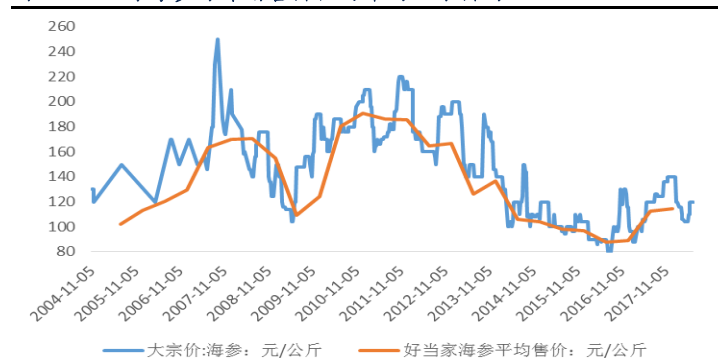
公司历史年度营收增速和毛利变化波动较大，2008年-2017年公司养殖业务营收增速在-25%-56%之间的大范围内波动，该时期毛利率波动范围在34%-67%之间。公司养殖业务业绩波动较大的原因主要是，公司养殖业务比较集中，主要以海参为主，海参市场价呈现周期性变化影响公司养殖业务业绩同向变动，而海参价格呈周期性波动主要原因系国内海参市场集中度较低所致。对比海参市场价和公司海参对外销售价格，公司海参鲜销价格与市场价联动性较强，主要是由于公司海参鲜销模式是批发零售，因此与大宗价挂钩。对比公司养殖业务营收增速和海参价格，公司养殖业务增速与海参价格呈现同向变化，且养殖业务营收增速和海参市场价变动幅度均较大。由此可见，公司养殖业务呈现出与海参价格变动一致的周期性特征。

图 18: 公司近年来养殖业务营收（亿元）及同比变化情况



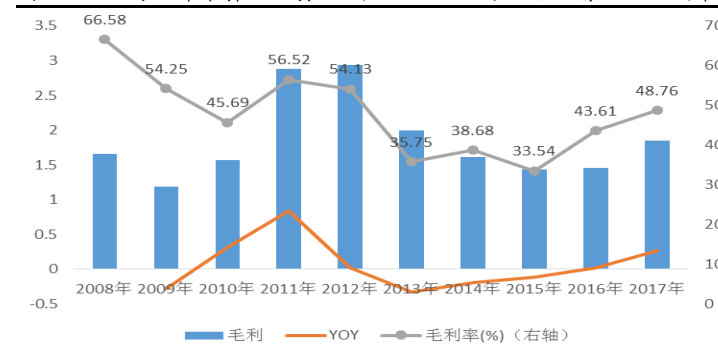
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20: 公司海参对外销售价格与市场大宗价对比



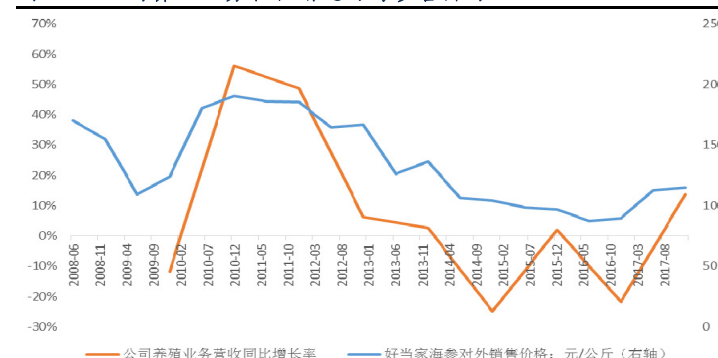
资料来源：万得，公司公告，信达证券研发中心

图 19: 公司近年来养殖业务毛利（亿元）、同比变化情况及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21: 公司养殖业务营收增速与海参售价对比

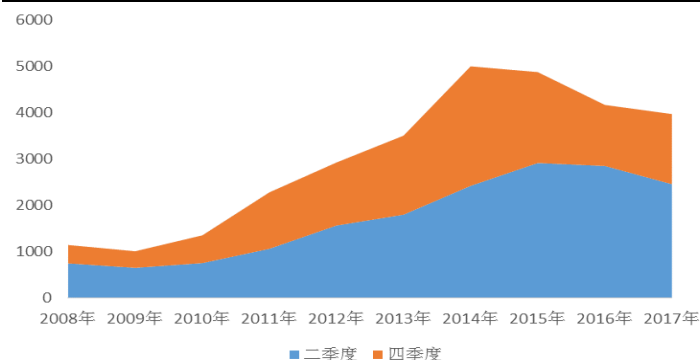


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 公司海参产量接近饱和，未来价格主导营收

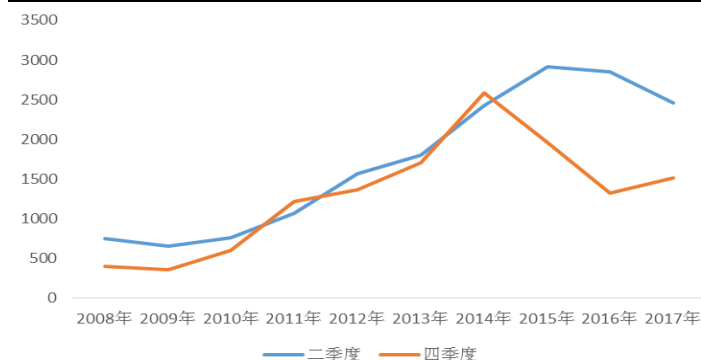
公司天海湾养殖牧场万亩围海大坝于 2016 年 7 月正式合拢，标志着公司投资最大、时间最长的围海工程基本结束，截至目前公司拥有海参围堰养殖面积 5 万亩，海参附着器累计投放 8000 多万根，累计投资 4 亿多元，海参产能趋于稳定并领先行业。公司近三年来海参产量呈现稳中有降走势，在保证可持续发展的情况下海参产量已经接近满负荷，2017 年公司海参产量 3975 吨，与 2015 年 5007 吨的产量高峰相差仅 1000 吨左右，我们预计公司未来海参产量增长空间有限，增速较慢，公司养殖业务的营收表现主要受产品价格主导。

图 22: 公司养殖海参季度产量和年总产量（吨）变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

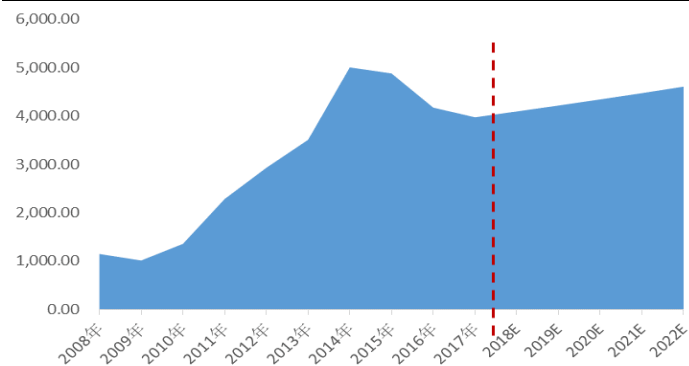
图 23: 公司养殖海参分季度产量（吨）对比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

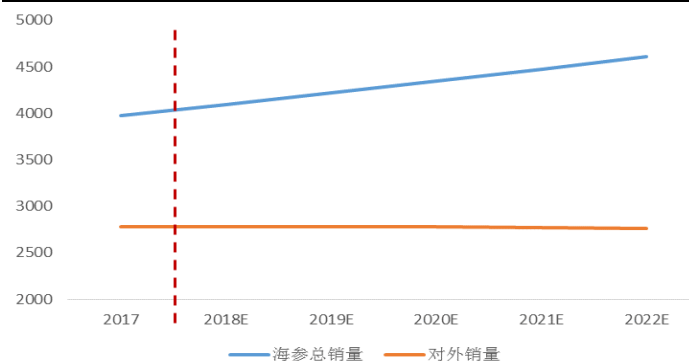
公司养殖海参包括对外鲜销和对内销售，对内销售指向公司下游加工产业，按照公司披露口径，公司公告显示的海参销量是包含对内销量和对外销量的总销量，公司养殖业务收入是仅对外销售的海参销售收入和少数其他养殖品销售收入之和。公司养殖海参产销平衡，不积库存，考虑到海参产能接近满负荷，我们预计海参总销量年增速较低，未来 5 年公司海参总销量年均增速为 3%。2017 年，公司海参总销量中，对外销量占比约 70% 左右，随着下游海参加工制品市场的打开，我们预计未来 5 年内海参对外销量占比将以每年 2% 的速度下滑，以保证更多自产海参供应自身下游加工使用。综合养殖海参总销量低速增长以及对外销量占比逐年下滑两方面影响，我们预计公司养殖海参对外销量未来 5 年内呈现稳中有降的走势。考虑到参价回暖因素，我们预计未来公司养殖业务营收将持续稳步增长，我们估算未来 5 年公司养殖业务收入年复合增长率约为 10.21%。

图 24: 公司海参销量(吨)及变化预测



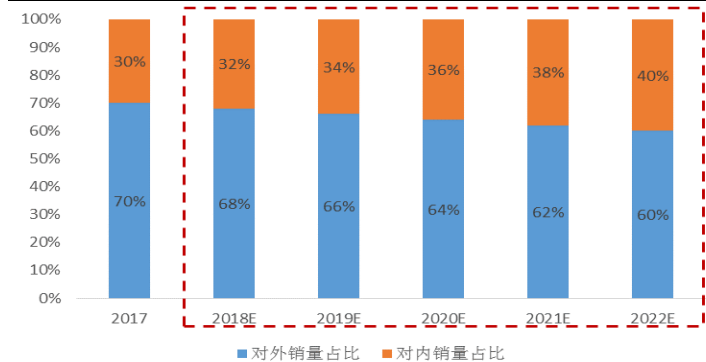
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 公司海参总销量和对外销量(吨)对比



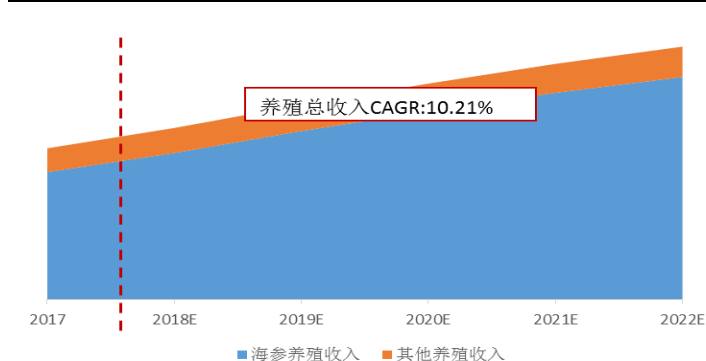
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 公司海参对内/对外销量占比及变化预测



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 公司养殖业务收入变化预测



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 海参行业产能去化明显，进入景气上行期

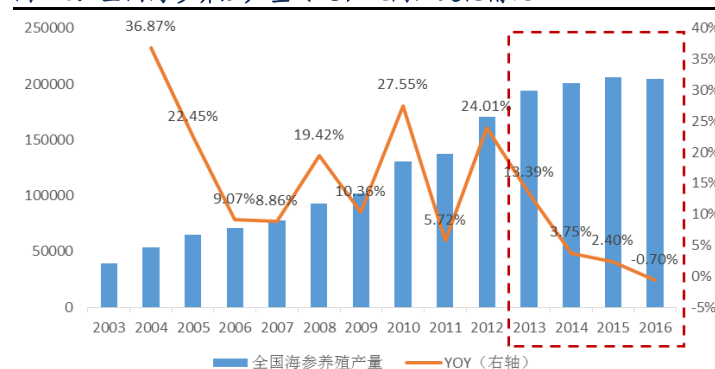
### 供给端：内外部因素叠加导致海参产能去化明显

国内海参行业在 2012 年之前经历了快速发展期，2003 年-2012 年全国海参养殖产量由 3.90 万吨大幅提升至 17.08 万吨，年复合增长率达 17.85%，2003 年-2012 年全国海参养殖面积由 4.75 万公顷大幅提升至 18.15 万公顷，年复合增长率达 16.05%。2012 年之前海参行业快速发展的主要原因包括，经济、社会发展的提速带动消费理念升级、购买力提升，海参从高端消费开始逐级向下渗透最终走向百姓餐桌，总结来看 2003 年-2012 年是市场的快速扩容造就了国内海参产业的“黄金十年”。2013 年至今国内行业进入稳定发展期，伴随着产能去化和结构调整。2013 年-2016 年国内海参养殖产量和海参养殖面积增速开始



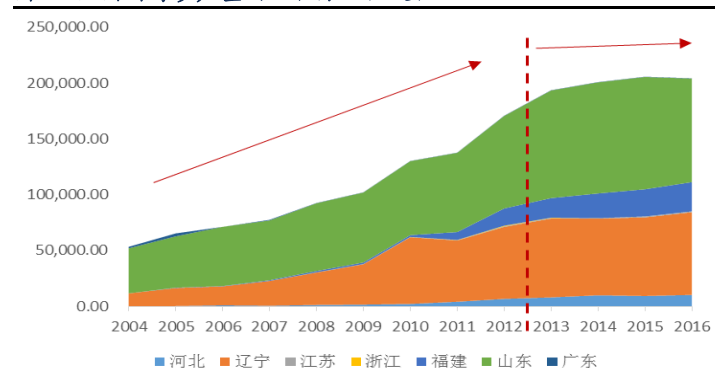
逐渐下滑，2016 年国内海参产量 20.44 万吨，同比下降 0.70%，首次出现负增长。2013 年开始海参产量增长放缓进入平稳期的主要原因包括内外因素两个方面，外因方面，2012 年以来，国家先后发布限制“三公消费”、八项规定、六项禁令等政策，部分需求受到限制，供需急转过剩参价承压，行业产能被动退出；内因方面，受前期规模快速、大幅扩张的影响，海域环境严重恶化，水域资源尤其是海珍品养殖资源受到较大程度的挤压，产能遭遇天花板。当前来看，行业养殖技术已经基本成熟，单产水平提升空间不大，同时海域资源有限的情况下，我们预计未来国内海参产能增速仍将维持较低水平。

图 28: 全国海参养殖产量(吨)及同比变化情况



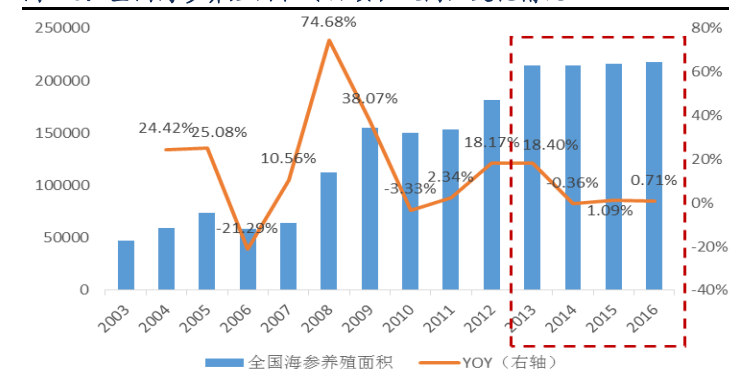
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 国内海参产量(吨)分地区变化



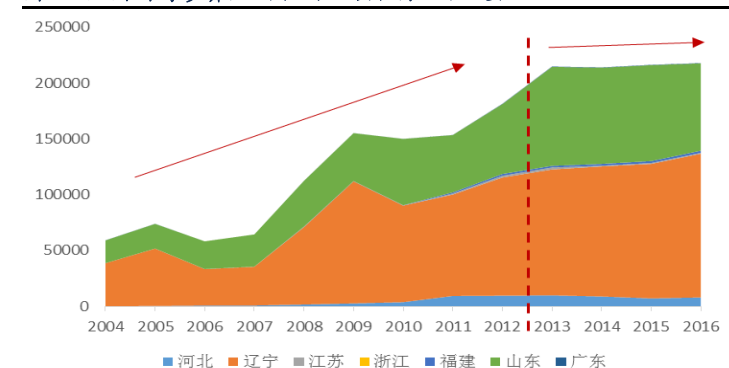
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 全国海参养殖面积(公顷)及同比变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 国内海参养殖面积(公顷)分地区变化

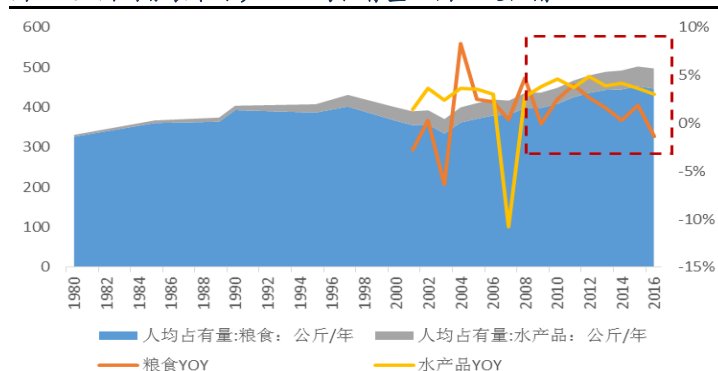


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 需求端：健康饮食理念日益增强，需求进入持续稳步增长阶段

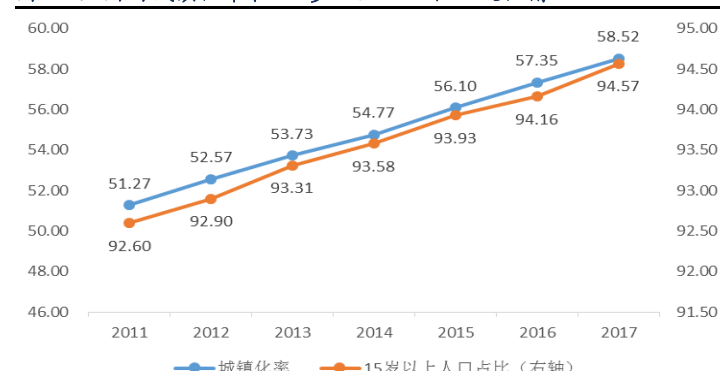
随着经济和社会的快速发展，消费者对健康饮食愈加重视，水产品不仅能提供高价值蛋白也能提供必需微量元素、矿物质和脂肪酸，而海产品有更多附加价值，因此水产品包括多数昔日归入奢侈消费的海产品、海珍品也日益被更多消费者选择，据万得数据显示，2016年国内水产品年人均占有量为50.59公斤，同比增长3.02%，增速高于人均占有粮食量，近几年水产品的增速均高于粮食。总的来说，影响海产品需求变化的因素包括两个方面，第一个是市场渗透率提升，经济社会发展（人均收入提升、绿色健康理念增强）使得原有消费结构中不同部分的人群对水产品包括高端海产品的消费量增加，第二个是市场容量的提升，有消费能力和消费意愿的群体在扩容，对水产品尤其是高端海产品来说，消费人群主要集中在有经济实力的中年以上人群和城市人群，近年来我国城镇化率和15岁以上人口占比都在稳步提升，因此消费群在持续扩容。综合以上两个方面，我们认为国内海产品需求量将持续稳步提升，参考水产品人均占有量的同比增速，海产品需求的增速或维持在5%左右。

图 32：国内粮食和水产品人均占有量及同比变化情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 33：国内城镇化率和15岁以上人口占比变化情况

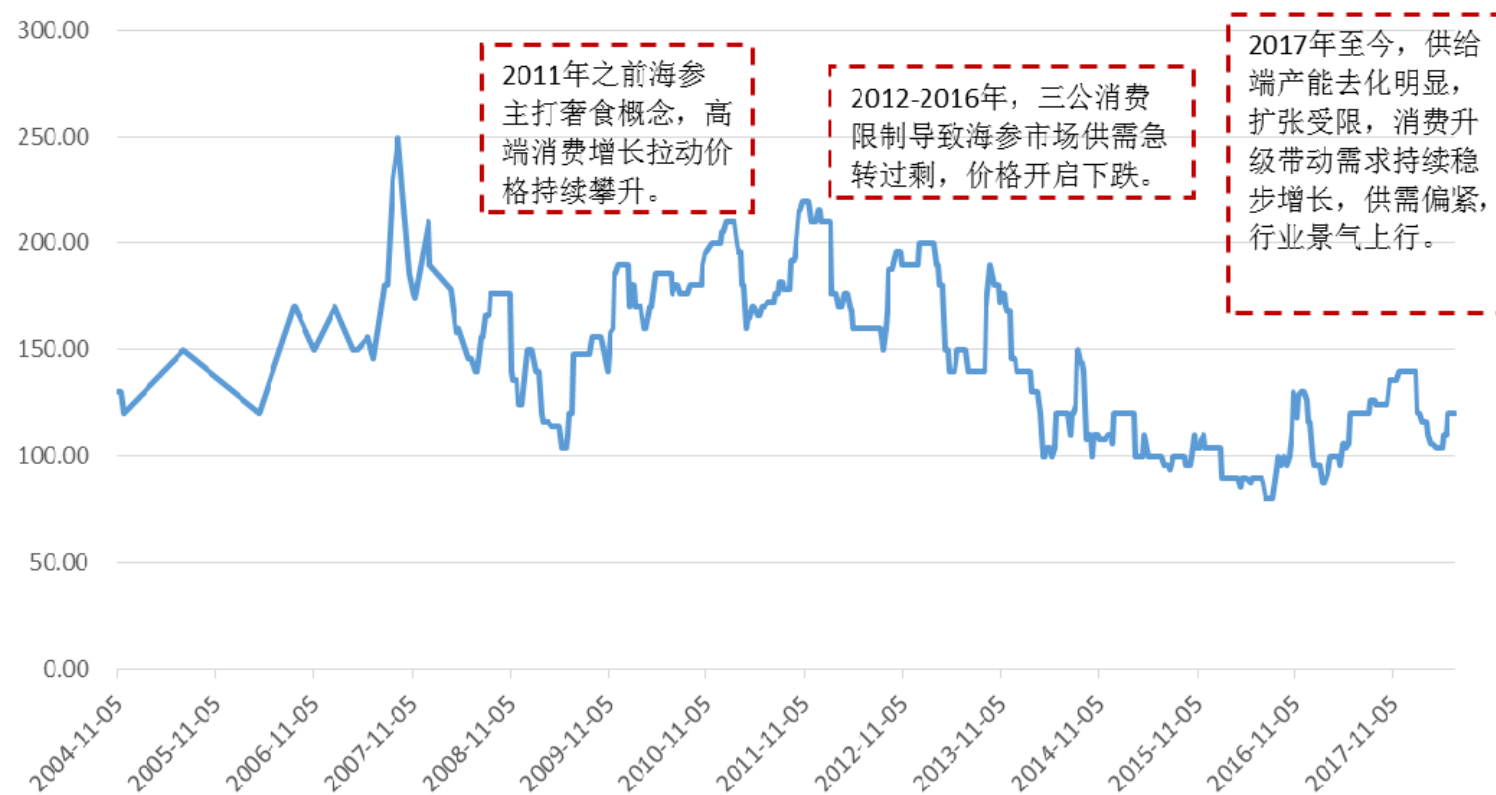


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 价格：供给收缩，需求增长，参价进入景气上行期

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均较高，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220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60%，在海参价格下跌的过程中，行业开始自发地淘汰落后产能。2017年参价开始回暖，同时该迹象也表明，海参行业产能去化已基本结束，且由于前期产能无限制的扩张对海域资源造成一定程度上不可逆的损害，同时在行业技术水平已经基本成熟的情况下，未来产能的扩张只能维持在低速。需求方面，受市场渗透率提升和市场扩容两方面的影响，海参需求有望稳步增长。目前参价有所回暖但仍处于历史相对低位，行业供需偏紧或维持紧平衡，未来供需缺口将持续扩大，行业已经进入景气上行期，未来两年内参价有望看到上轮次高点180-200元/公斤，对应当前价格涨幅为50%-67%。

图 34: 国内海参大宗价格（元/公斤）走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 资源和成本的掌控力较强，竞争优势明显

海参养殖企业的核心竞争优势主要体现在两个方面，第一是资源的掌控力，第二是成本的掌控力。目前公司无论是在养殖海域资源方面还是苗种技术和生产方面均有较强实力，在海参养殖行业具备较强的竞争优势。

### 围堰养殖规模行业领先，资源优势明显

首先，公司对海域资源的掌控力较强。海域资源之所以能成为海参养殖企业的核心竞争力，是因为优质的海域资源直接关系到海珍品养殖业务的规模扩张能力和经济效益水平。公司地处黄海与东海养殖区域，营养盐类丰富，海水理化因子稳定，水质肥沃，水温、流速、盐度适中，具有发展名优海珍品得天独厚的自然条件。公司为农业产业化国家重点龙头企业，水产养殖区被列为全国水产养殖标准化示范区。目前公司拥有 5 万亩的围堰精养殖海域，位于靖海湾内，该片海域营养盐类丰富，海水理化因子稳定，水质肥沃，水温、流速以及盐度适中，适宜养殖对海水质量要求较为苛刻的海参等海珍品，同时，不存在底播方式所面临的海洋系统性风险。公司拥有的 5 万亩精养海域内海参附着器累计投放 8000 多万根，累计投资 4 亿多元，产量和规模均领先国内同行业。

图 35：好当家总部及部分海域图示



资料来源：好当家海洋大健康公众号，信达证券研发中心

图 36：好当家集团自有海域位置



资料来源：好当家京东旗舰店，信达证券研发中心

公司海域使用面积共计 7.28 万亩，除 5 万亩优质海域精养海参外，公司其他养殖品种包括海蜇以及中国对虾、石夹红螃蟹、脉红螺等高档海产品，收益较好，2018 年公司拓展紫菜养殖项目，目前实验养殖 600 亩，进展较好，成功后计划扩大紫菜养殖面积至 2 万亩，每亩收益预计达到 5000 元以上。公司凭借充裕的海域资源未来将继续增加养殖规模和养殖品种，新品种带来的增量目前占比不大，但我们预计该部分有相对较高的增速。

**表 1: 公司海域使用面积 (截至 2017 年底)**

序号	项目名称	用海面积 (万亩)	发证机关	登记机关
1	围海养殖	3.1037	威海市人民政府	威海市海洋与渔业局
3	浅海筏式	2.0245	乳山市人民政府	乳山市海洋与渔业局
6	筏式养殖	1.0518	荣成市人民政府	荣成市海洋与渔业局
7	池塘养殖	0.9538	荣成市人民政府	荣成市海洋与渔业局
4	开放式养殖	0.1023	荣成市人民政府	荣成市海洋与渔业局
5	公益性	0.0369	山东省人民政府	山东省海洋与渔业厅
2	滩涂养殖	0.0081	荣成市人民政府	荣成市海洋与渔业局
合计		<b>7.2812</b>		

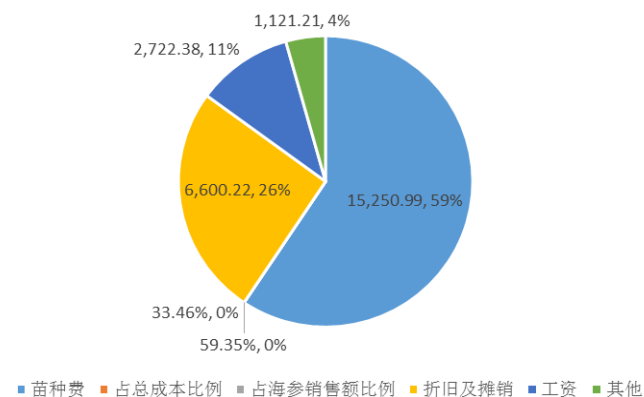
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

#### 苗种自给自足, 成本控制能力较强

其次, 公司对养殖业务成本控制能力较强。公司养殖主要品种海参的成本集中在苗种费, 2017 年公司海参养殖苗种费占总成本的 59%, 因此对养殖成本的控制主要体现在对苗种的控制上。目前公司已实现海参苗种的自给自足, 同时在完全满足自身需求的情况下部分对外销售。公司海参育苗采用网箱育苗和车间育苗相结合的方式, 公司室外网箱育出的苗种品质接近于野生生态苗, 比室内繁育的苗种成本低、成活率高。2017 年公司在海参养殖总成本和销售额同比增加的情况下实现苗种费大幅降低, 由上年同期的 1.79 亿元下降至 1.53 亿元, 同比下降 14.96%, 2017 年苗种费占海参养殖总成本的比例由上年的 66.40% 下降至 59.35%, 苗种费在海参销售额 (包括对内和对外) 中的占比由上年的 48.15% 大幅下降至 33.46%, 下降约 15 个百分点。公司目标实现海参育苗产业化, 2017 年增设海参饵料发酵车间, 改良苗种饵料, 提高苗种生长。我们预计公司对养殖业务成本端的控制能力仍在逐步提升, 未来随着苗种规模效应的实现, 苗种的饵料成本和成活率仍有改善空间, 养殖成本有望进一步下降, 有助于养殖效益的持续提升。



图 37: 公司海参养殖成本构成 (单位: 万元)



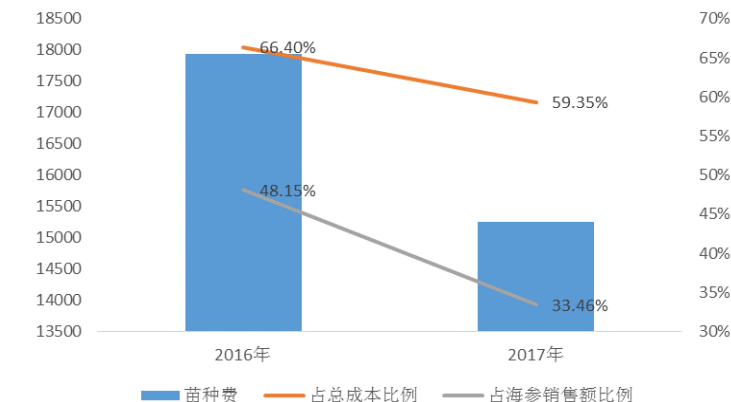
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 公司海参养殖成本明细表

单位: 万元	2016 年	2017 年
苗种费	17934.40	15250.99
占海参养殖总成本比例	66.40%	59.35%
占海参总销售额比例	48.15%	33.46%
折旧及摊销	5518.58	6600.22
工资	2273.57	2722.38
其他	1282.89	1121.21
海参养殖总成本	27009.64	25696.69
海参养殖总销售额	37250.04	45582.88
总成本占销售额比重	72.51%	56.37%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 公司海参养殖苗种费 (万元) 及占比变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

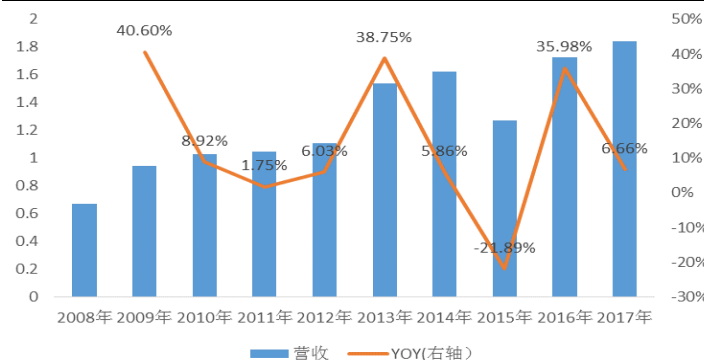


## 捕捞业务：乘政策东风迎接新一轮成长

### 捕捞业务占比小波动大，盈利走势向好

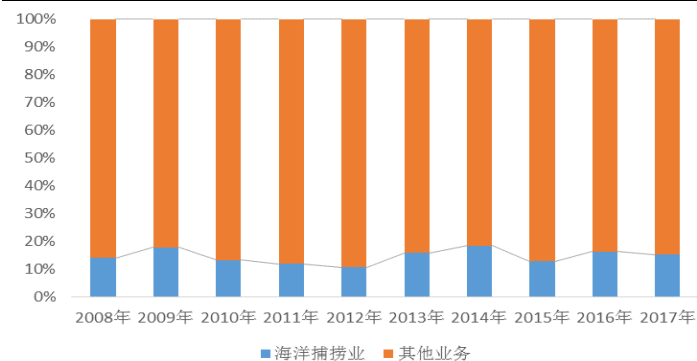
公司海洋业务近年来营收波动较大，近十年的营收增速在-21.89%-40.60%的区间震荡，同时营收占比较小，历年捕捞业务营收占比相对比较稳定，公司捕捞业务近十年占比小波动大的主要原因是，其一过去几年产能变化不大，没有大量增加钓船，其二捕捞业务本身不确定性较高，每年出海捕捞作业的产量和打捞品种均有较大的不确定性。此外，公司近三年捕捞业务毛利增速和毛利率由好转迹象，主要原因包括，首先公司战略上开始重视捕捞业，开始有序增加钓船，其次海产品行业开始回暖，产品价格向上带动捕捞业盈利能力提升。

图 39：公司近年来捕捞业务营收（亿元）及同比变化情况



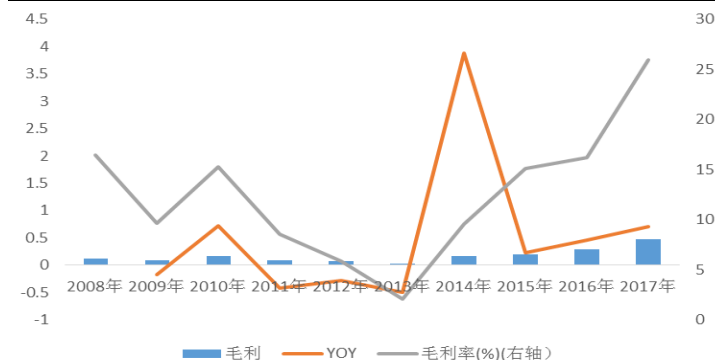
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：公司近年来捕捞业务营收占比变化情况



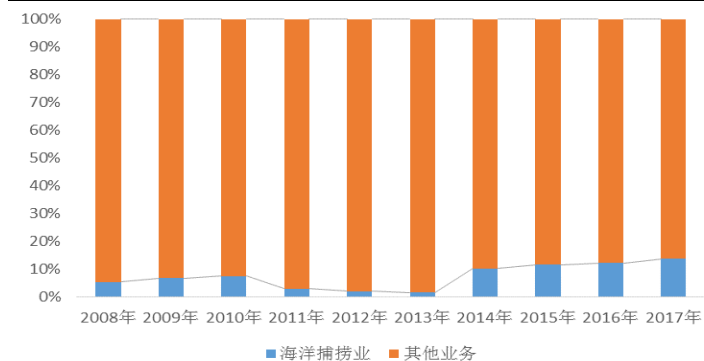
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 40：公司近年来捕捞业务毛利（亿元）、同比变化情况及毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 42：公司近年来捕捞业务毛利占比变化情况



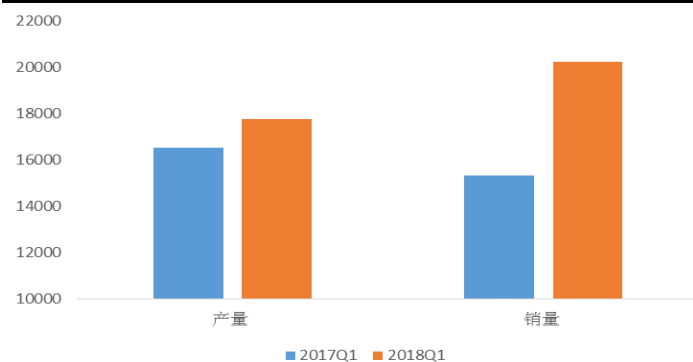
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 紧抓远洋捕捞的发展机遇，业绩有望逐步释放

### 公司远洋捕捞业务迈上新台阶，未来空间较大

公司最早捕捞业出身，捕捞业务一直是主营业务之一，但是近年来国内渔业资源衰退、捕捞成本增加，以近海捕捞为主的公司捕捞业务发展遭遇瓶颈，历年业绩波动较大且未见明显增长的迹象。在国内资源窘迫、政策鼓励以及“一带一路”国家战略的背景下，远洋渔业尤其是过洋性远洋渔业在国内快速兴起，公司正是抓住远洋捕捞业大发展的契机，对捕捞业务转型升级做出重点规划。2017 年公司更新改造 8 条鱿鱼钓船用于远洋捕捞，且前后于 2018 年 1 月和 2 月全部出海，未来将在阿根廷海域、秘鲁海域和北太平洋海域作业，约两年返程，但过洋性钓船可在捕捞期间将部分捕捞产品销售当地市场，从 2018 年一季度经营数据公告可以看出远洋捕捞业务已有部分增量贡献，2018 年一季度公司捕捞产品产量同增 7.64%。公司海洋捕捞业务目前的产能规模是，共 44 条船，其中灯光罩网渔船 19 条，拖网渔船 16 条，大型运输船 1 条，在中国南海、黄海、东海、北太平洋及阿根廷、秘鲁等海域进行作业，并配套建设了 5 万吨冷链仓库和年产能力 5 万吨的鱼粉厂。从目前全球对海洋头足类生物资源捕捞量占总储量 3%-5%，比例相对较小，没有上升到一定利害关系，国际渔业组织也尚未对鱿鱼资源捕捞实行管理限制措施，远洋鱿鱼捕捞产业的未来发展具有较大空间。公司远洋捕捞业务迈入新台阶，有望成为新的业绩增长点。

图 43: 公司捕捞量(吨)及同比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44: 公司更新改造的远洋鱿钓船图示



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 政策收紧构造行业天然屏障，利好龙头企业

近年来随着近海资源受限国内远洋捕捞业快速发展。我国远洋渔业自 1985 年起步以来，持续较快发展，尤其是“十二五”期间取得了跨越式发展，装备水平和整体实力显著提升。截至 2016 年底，全国远洋渔业企业 162 家，比 2010 年增长 46%；远洋渔船近 2900 艘（含在建渔船），作业船数比 2010 年增长 66%；远洋渔业总产量 199 万吨，比 2010 年增长 78%。作业海域涉及 42 个国家（地区）的管辖海域和太平洋、印度洋、大西洋公海以及南极海域。其中，公海作业渔船 1329 艘，占世界

公海作业渔船的 6%，产量 132 万吨，占世界公海渔业产量的 12%，船数和产量均居世界前列。但国内远洋捕捞业快速发展的同时也带来一系列问题，包括保护海洋生态环境、可持续资源利用、负责任渔业管理、打击 IUU 渔业活动等成为国际社会关注焦点，被联合国列为重要议题；世界贸易组织（WTO）框架下的渔业补贴谈判紧密进行，生产性政府补贴被高度关注；全球所有公海基本纳入区域渔业管理，管理要求日益严格；沿海国资源环境保护意识不断增强，合作成本不断提高等。在此背景下，国家对远洋捕捞业的基本原则是既鼓励又限制，通过渔船更新建造和燃油费的相关补贴鼓励国内捕捞企业“走出去”，同时为了维护远洋捕捞环境，对部分规模小、实力弱、管理不规范、安全发展意识不强的企业加以限制。因此，远洋捕捞业在有序发展的同时，市场份额将不断向大型企业集中，以好当家为代表的国内大型捕捞企业在钓船获批和政策支持等方面有较大优势，我们看好公司捕捞业务的新一轮发展。

**表 3：国内海洋捕捞业相关限制政策**

政策名称	发布时间	主要内容
《关于进一步加强国内渔船管控实施海洋渔业资源总量管理的通知》	2017.1	2017 年起，对海洋渔业资源实行总量管理，国内海洋捕捞实行负增长政策。到 2020 年全中国压减海洋捕捞机动渔船 2 万艘、功率 150 万千瓦。除淘汰旧船再建造和更新改造外，不新造和进口在中国管辖水域生产的渔船。另一个是渔获物产出的控制目标，到 2020 年中国国内海洋捕捞总产量减少到 1000 万吨以内，与 2015 年相比减少 309 万吨以上。
“十三五”全国远洋渔业发展规划	2017.12	到 2020 年，全国远洋渔船总数稳定在 <b>3000 艘以内</b> ，渔船专业化、标准化、现代化程度显著提升。年产量 230 万吨左右，远洋渔业自捕水产品运回国内比例达 65% 以上。严控并不断 <b>提高企业准入门槛</b> ，远洋渔业企业数量在 2016 年基础上保持“ <b>零增长</b> ”，培育一批有国际竞争力的现代化远洋渔业企业。增强科技支撑，提升产业创新与竞争力。产业链建设取得重要进展，建成一批远洋渔业综合基地。远洋渔业管理体系进一步完善，涉外违规事件得到有效遏制。

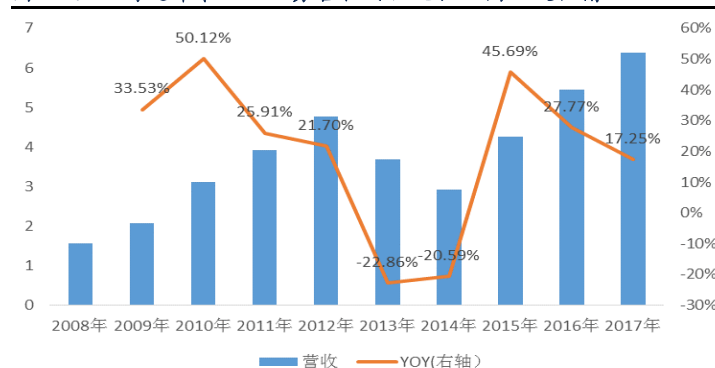
资料来源：信达证券研发中心整理

## 加工业务：渠道拓展顺利，业绩有望提速

### 加工业务营收和盈利表现好转

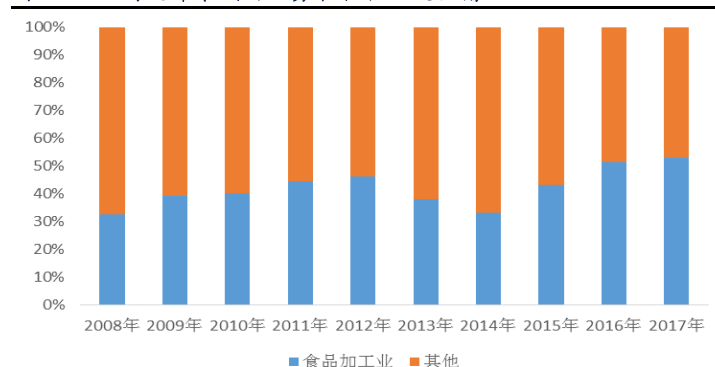
公司加工业务主要包括冷冻食品加工业务和海参制品加工业务，前者面向国外，后者面向国内。2012 年受三公消费受限影响，公司海参制品业务大幅承压，2013-2014 年公司加工业务连续两年大幅下滑，后随着行业逐步回暖，公司加工业务营收和盈利开始逐渐回升。近三年公司加工业务毛利率、营收占比和毛利占比稳步提升，是公司的主要业绩贡献点。

图 45: 公司近年来加工业务营收（亿元）及同比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

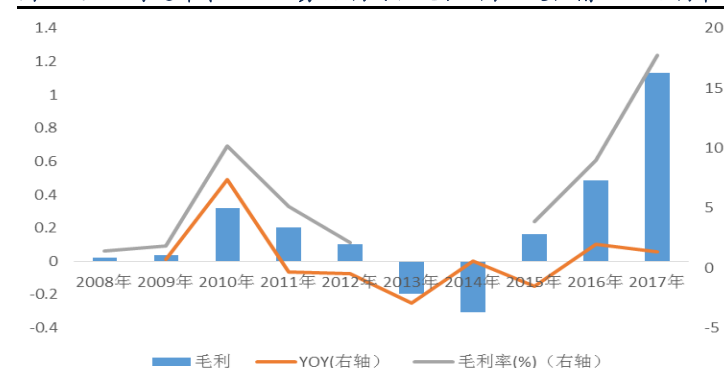
图 47: 公司近年来捕捞业务营收占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

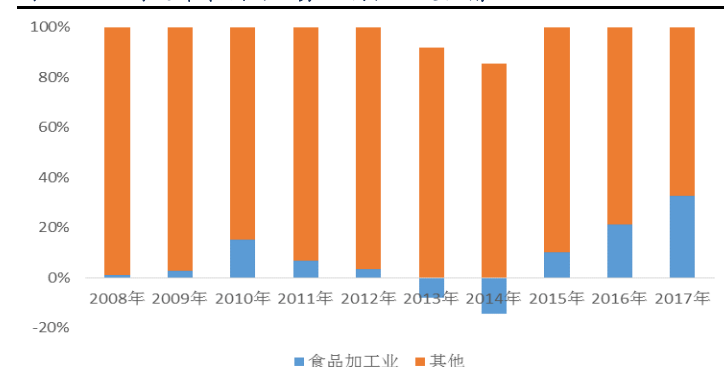
2017 年公司加工业务中冷冻食品加工业务和海参制品加工业务营收合计占比 88%，其中冷冻食品营收同比增长 12.74%，海参加工制品营收同比增长 6.34%。

图 46: 公司近年来加工业务毛利（亿元）、同比变化情况及毛利率

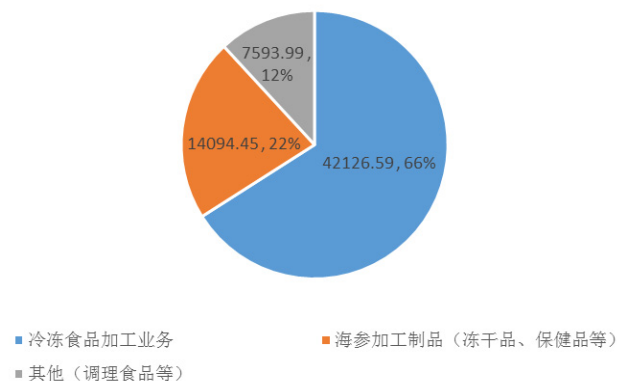


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

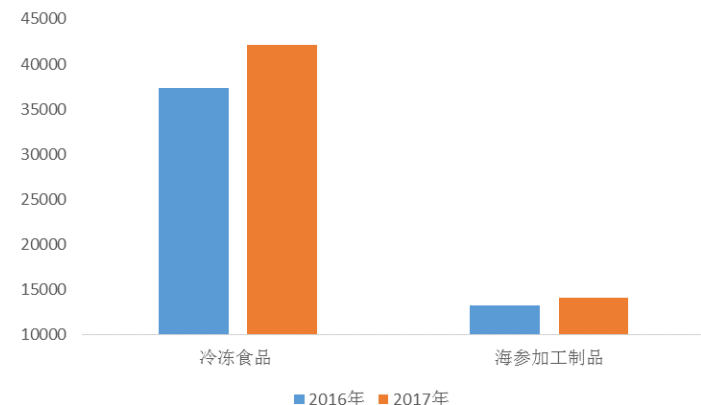
图 48: 公司近年来捕捞业务毛利占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 49: 2017 年公司加工业务营收（万元）结构**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 50: 2017 年公司加工业务分类别营收（万元）及同比变化**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**表 4: 公司主要加工业务 2017 年经营数据**

加工业务分类	销售渠道	生产量: 公斤	销售量: 公斤	库存量: 公斤	销售收入: 万元	生产量 YOY%	销售量 YOY%	库存量 YOY%	销售收入 YOY%
冷冻食品	对外出口	23,977,019.64	24,591,425.10	1,207,098.27	42,126.59	2.41	7.89	-33.73	12.74
海参加工制品	国内市场	259,898.00	267,596.20	153,084.97	14,094.45	-21.36	-10.78	-4.79	6.34

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 加大市场拓展力度，由生产加工型向营销服务型转变

公司目前在养殖、加工和捕捞三大产业上已经逐渐建立规模，未来将依托资源优势重点开拓国内外市场，由原来的生产加工型企业逐步向营销服务型转变。截至 2017 年底，公司已成立**销售公司、直销公司（2017 年取得直销牌照）、电视购物、电子商务、微商、活海鲜、调理食品、休闲食品、海鲜捞饭、进出口公司**十大营销公司，逐步覆盖全渠道营销。

2017 年，公司营销渠道建设取得新进展，尤其以线上渠道的电视购物和电商表现亮眼。其一，电视购物渠道改变以往低价促销的策略，主打品质牌，全年累计上节目 130 场，播出时间超过 6000 分钟，累计购买的会员超过 16 万人，好当家海参在上海东方购物频道海参品类占有率排名第一。其二，电子商务渠道转移运营场所，办公地点由北京转移到威海，由公司独立运营体系，销售收入实现超越翻倍的增长。其三，海洋食品销售公司新签约加盟商 35 家，已开业 16 家，拓展直营店 4 家，参与武汉良之隆食材节、青岛国际渔博会等各类展会十余场，为加盟商提供全程帮扶活动 15 次，举行海参品享会 6 场，获得第九届山东品牌文化节最高奖项--泰山奖。其四，海森药业新厂区通过山东省食品药品监督管理局 GMP 认证，并组建新的销售团队，成功将药品卖进国内 20 多家知名三甲中医院。我们认为公司将在渠道端继续发力，随着全球经济逐步回暖和国内加



工制品市场的不断下沉，公司加工业务增速有望稳步提升。

表 5：公司线上销售渠道分类别经营数据

线上销售渠道	营业收入	毛利率(%)	物流成本	退货率(%)	营业收入 YOY (%)	毛利率 YOY (%)	物流成本 YOY (%)
电商	1,538.50	32	67.35	0	150	191	132
电视购物	3,534.50	20	76.75	0.5	49	-1.4	-70

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 51：好当家天猫旗舰店首页



资料来源：好当家天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 52：好当家京东旗舰店首页



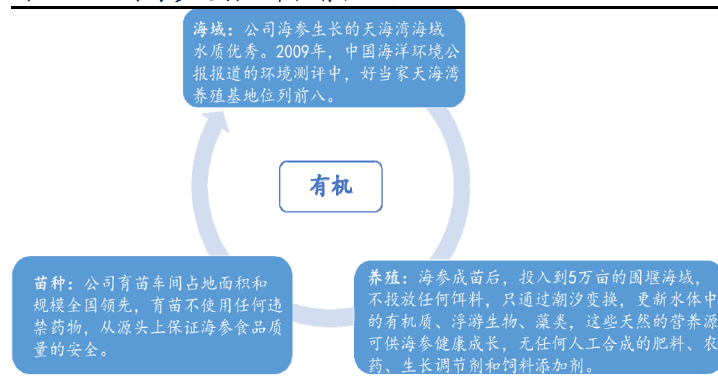
资料来源：好当家京东旗舰店，信达证券研发中心

## 资源和研发实力较强，产品优势明显

海参加工制品企业核心竞争力之一在于产品质量和产品创新，影响产品质量和创新最关键的因素在于原料海参养殖环境和加工制品研发实力，公司在这两个方面表现均较为突出。海参养殖环境方面，公司海域处于黄海和东海之间，营养盐类丰富，海水理化因子稳定，水质肥沃，水温、流速、盐度适中，具有发展名优海珍品得天独厚的自然条件，总面积 5 万亩，保证优质海参可持续生产，公司海参已经连续九年被认定为有机刺参。加工制品研发实力方面，近年来，公司不断增强技术研发投资力度，海洋生命科学院、水产研究所、食品检测中心等贯穿公司主导产业的科研体系已逐步构建成型。在原有冻干海参、冷冻海参、即食海参和淡干海参四大系列产品的基础上，公司又开发了刺参软胶囊、刺参粘多糖颗粒、海参口服液、海参西洋参口服液、海参原浆和液体海参等海参保健品，利用生物技术提取海参多肽、多糖等有效成分，极大地拓展了产品的多样性，随着直销渠道的打开，公司加工制品业绩增长有望提速。



图 53: 公司海参连续九年获有机认证



资料来源: 信达证券研发中心

图 54: 公司部分海参加工制品列示 1



资料来源: 好当家展销中心, 信达证券研发中心

图 55: 公司部分海参加工制品列示 2



资料来源: 好当家展销中心, 信达证券研发中心

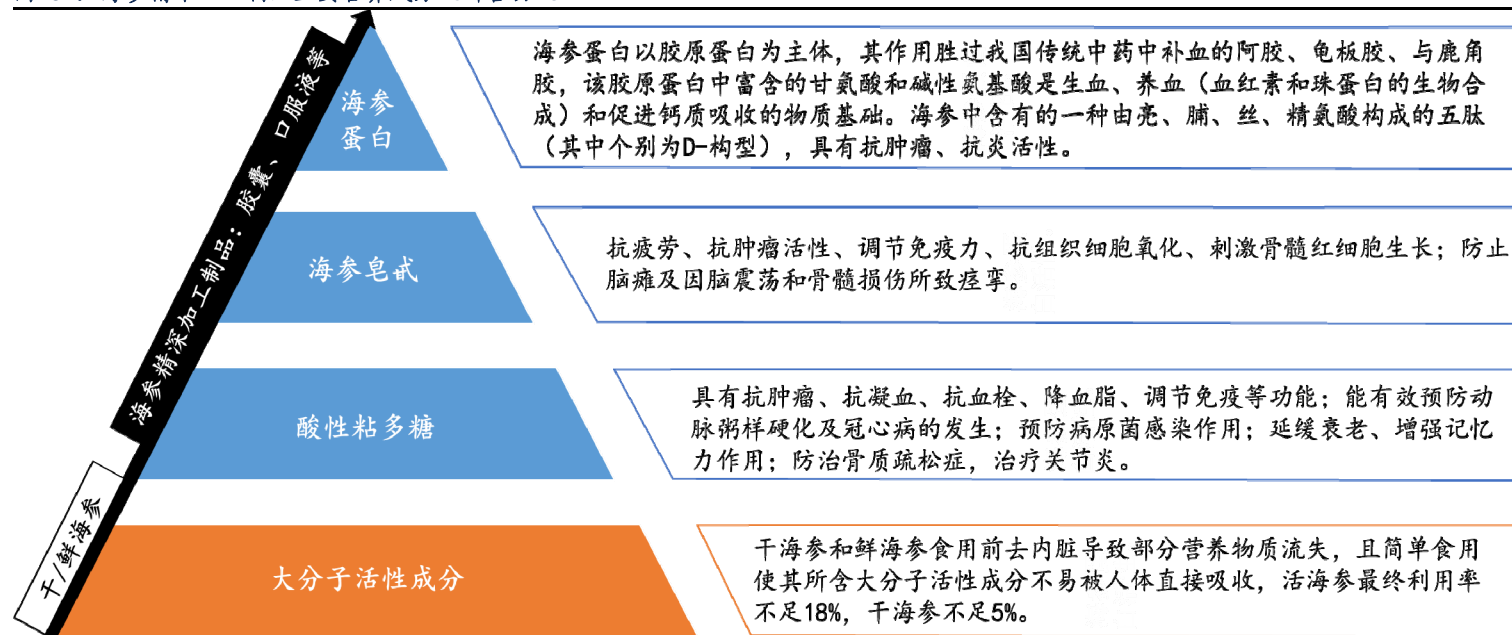
图 56: 公司部分海参加工制品列示 3



资料来源: 好当家展销中心, 信达证券研发中心

公司海参加工制品主要分干海参和保健品两大类, 其中后者在产品质量保障和直销渠道打开的情况下, 有很大的增长空间。公司海参保健品的主打产品是胶囊和口服液, 目前由下属子公司海普盾生物科技有限公司研发和生产。目前海普盾年生产软胶囊 20 亿粒, 硬胶囊 8 亿粒, 口服液 1 亿瓶, 粉剂 200 吨, 各种片剂 1 亿粒。海参胶囊和海参口服液区别于一般海参, 具有高营养保留率和高吸收率的特点。海参每个部位都有不同的功效, 精深加工可以几乎全部保留营养物质并且在加工工艺中尽可能地确保营养少流失, 海参口服液的主要营养成分包括海参皂甙, 海参酸性粘多糖, 海参蛋白等三大营养物质, 各具功效。海参精深制品除近乎完美地保留海参活性成分外, 还能将海参多糖彻底分离出来以促进人体吸收, 将海参利用率从活海参的不足 18%、干海参的不足 5%提升至 98%甚至更高。因此, 海参保健品的效用和经济性其实远高于鲜海参和干海参, 也更能顺应消费升级, 随着公司品牌知名度的提升和渠道力度的不断增强, 未来海参制品销量有望呈现放量式增长。

图 57：海参精深加工制品主要营养成分及所含功效



资料来源：信达证券研发中心

图 58: 公司软胶囊产品展示



资料来源：好当家海洋大健康微信公众号，信达证券研发中心

图 59: 公司海参口服液产品展示



资料来源：好当家海洋大健康微信公众号，信达证券研发中心



## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

1. 养殖业务假设：我们预计公司海参养殖产能将维持低速增长，假设海参产销量年增速 3%；由于海参加工制品未来空间较大，假设养殖海参对内销量占比每年以 2 个百分点增长，对外销量占比同比例下降；我们预计未来三年内海参行业景气上行，海参鲜销价格以每年 20% 的增速上涨；受参价向上影响我们预计海参鲜销毛利率稳步提升。综合以上，我们预计 2018-2020 年公司养殖业务营收同比增长率分别为 18.48%、18.50%、18.51%，毛利率分别为 50.29%、52.00%、54.62%。

表 6：公司海水养殖业经营假设

海水养殖业		2018E	2019E	2020E
海参	总销量（吨）	4,093.84	4,216.65	4,343.15
	YOY	3.00%	3.00%	3.00%
	对外销量占比	68.00%	66.00%	64.00%
	对外销量（吨）	2,783.81	2,782.99	2,779.62
	售价（元/吨）	137,616.00	165,139.20	198,167.04
	售价同比	20.00%	20.00%	20.00%
	收入（万元）	38,309.68	45,958.09	55,082.86
	成本（万元）	19,154.84	22,059.88	24,787.29
	毛利率	50.00%	52.00%	55.00%
其他	收入（万元）	6,578.10	7,235.91	7,959.51
	YOY	10.00%	10.00%	10.00%
	成本（万元）	3,157.49	3,473.24	3,820.56
	毛利率	52.00%	52.00%	52.00%
总收入		44,887.78	53,194.01	63,042.37
YOY		18.48%	18.50%	18.51%
总成本		22,312.33	25,533.12	28,607.85
毛利率		50.29%	52.00%	54.62%

资料来源：信达证券研发中心

2. 加工业务假设：公司继续加大冷冻食品出口市场开拓力度，预计冷冻食品销量增速在 10% 左右，售价和毛利率维持基本稳定；随着直销模式的开展以及全营销渠道的布局，公司海参制品销量增速有望稳步提升，预计 2018 年-2020 年公司海参制品销量同比增长率分别为 10%、12%、15%，考虑到海参精深加工制品价格波动较小，维持公司海参制品平均售价和毛利率基

本稳定；综合以上，我们预计公司食品加工业务 2018 年-2020 年营收增速分别为 11.34%、11.85%、12.60%，毛利率分别为 17.11%、16.64%、16.22%。

表 7：公司食品加工业经营假设

食品加工业		2018E	2019E	2020E
冷冻食品	销量（吨）	27,050.57	29,755.62	32,731.19
	YOY	10.00%	10.00%	10.00%
	售价（万元/吨）	1.75	1.78	1.82
	YOY	2.00%	2.00%	2.00%
	收入（万元）	47,266.04	53,032.49	59,502.46
	成本（万元）	45,848.06	51,441.52	57,717.38
	毛利率	3.00%	3.00%	3.00%
海参加工制品	销量（吨）	294.36	329.68	379.13
	YOY	10.00%	12.00%	15.00%
	售价（万元/吨）	53.72	54.80	55.89
	YOY	2.00%	2.00%	2.00%
	收入（万元）	15,813.97	18,065.88	21,191.28
	成本（万元）	12,967.46	14,723.69	17,164.94
	毛利率	18.00%	18.50%	19.00%
其他	收入（万元）	7,973.69	8,372.38	8,791.00
	YOY	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（万元）	79.74	83.72	87.91
	毛利率	99.00%	99.00%	99.00%
加工业务总收入		71,053.70	79,470.75	89,484.73
YOY		11.34%	11.85%	12.60%
总成本		58,895.25	66,248.94	74,970.23
综合毛利率		17.11%	16.64%	16.22%

资料来源：信达证券研发中心

3. 捕捞业务假设：2017 年公司新增远洋捕捞船队，部分捕捞产品近岸销售当地市场，业绩会有所体现，新增远洋船队两年后回国，销量会有阶梯式增长，预计未来三年内捕捞业务销量增速分别为 20%、20%、40%；捕捞产品品类较多，平均售价波动较小，考虑到海产品行业景气度逐渐提升，预计捕捞产品均价保持 5%的低速增长；综合以上，我们预计公司捕捞业务 2018

年-2020 年营收增速分别为 26%、26%、47%，毛利率分别为 25%、25.5%、26%。

**表 8：公司捕捞业务经营假设**

捕捞业务	2018E	2019E	2020E
销量（吨）	93,413.10	112,095.72	156,934.01
YOY	20.00%	20.00%	40.00%
售价（万元/吨）	0.25	0.26	0.27
YOY	5.00%	5.00%	5.00%
收入（万元）	23,209.83	29,244.39	42,989.25
YOY	26.00%	26.00%	47.00%
成本（万元）	17,407.37	21,787.07	31,812.04
毛利率	25.00%	25.50%	26.00%

资料来源：信达证券研发中心

综合以上各业务假设，我们预计公司 2018 年-2020 年营收同比增长率分别为 15.86%、16.26%、20.65%，综合毛利率分比为 29.19%、29.91%、30.79%。

**表 9：公司盈利预测汇总表**

	2018E	2019E	2020E
<b>海水养殖业</b>			
收入	44,887.78	53,194.01	63,042.37
YOY	18.48%	18.50%	18.51%
成本	22,312.33	25,533.12	28,607.85
毛利	22,575.45	27,660.88	34,434.52
毛利率(%)	50.29	52.00	54.62
<b>食品加工业</b>			
收入	71,053.70	79,470.75	89,484.73
YOY	11.34%	11.85%	12.60%
成本	58,895.25	66,248.94	74,970.23
毛利	12,158.45	13,221.82	14,514.50
毛利率(%)	17.11	16.64	16.22
<b>海洋捕捞业</b>			
收入	23,209.83	29,244.39	42,989.25



YOY	26.00%	26.00%	47.00%
成本	17,407.37	21,787.07	31,812.04
毛利	5,802.46	7,457.32	11,177.20
毛利率(%)	25.00	25.50	26.00
其他行业			
收入	800.00	800.00	800.00
成本	480.00	480.00	480.00
毛利	320.00	320.00	320.00
毛利率(%)	40.00	40.00	40.00
总营收	139,951.31	162,709.15	196,316.35
YOY	15.86%	16.26%	20.65%
毛利	40,856.36	48,660.02	60,446.22
毛利率	29.19%	29.91%	30.79%

资料来源：信达证券研发中心

## 估值与投资评级

根据公司当前股本我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.06、0.08、0.11 元，对应 2018-2020 年 PE 为 38 倍、30 倍和 21 倍。考虑到公司养殖业务受益行业景气上行、加工业市场稳步拓展业绩增长提速以及捕捞业务扩张释放业绩，我们维持公司“增持”评级。

## 风险因素

1. 自然灾害风险：公司养殖海参是主营业务经营的根基和保障，一旦海域遭遇自然灾害危及产量，公司业绩将遭受重大影响。
2. 参价波动风险：海参市场价格由供给和需求两方面决定，具有一定的波动性，参价大幅波动对公司业绩产生重要影响。
3. 海域资源风险：近年来我国沿海捕捞作业过于频繁，渔业资源严重衰退，公司海域受影响程度存在一定不确定性。
4. 行业竞争风险：公司所处海参养殖环境行业集中度较低，随着行业回暖竞争或将日趋激烈，对公司经营效益产生影响。
5. 政策变动风险：公司所属海水养殖和捕捞行业目前享受国家补贴和税收减免优惠，如果政策变动对公司业绩产生直接影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1,540.59	1,743.74	1,904.23	2,167.41	2,548.99
货币资金	580.24	753.53	757.29	859.32	1,005.51
应收票据	2.39	1.60	1.85	2.16	2.60
应收账款	31.15	56.84	83.97	97.63	117.79
预付账款	12.76	22.10	25.48	29.32	34.93
存货	767.42	823.90	949.88	1,093.23	1,302.40
其他	146.63	85.76	85.76	85.76	85.76
<b>非流动资产</b>	3,777.63	4,049.68	4,194.48	4,302.90	4,349.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,190.18	3,207.66	3,187.24	3,255.04	3,342.11
无形资产	89.58	80.72	73.55	66.84	58.10
其他	497.87	761.30	933.69	981.02	949.14
<b>资产总计</b>	5,318.22	5,793.42	6,098.71	6,470.32	6,898.33
<b>流动负债</b>	2,217.37	2,500.35	2,664.68	2,821.90	3,107.85
短期借款	1,130.37	1,988.00	2,098.00	2,193.00	2,388.00
应付账款	108.00	110.18	127.03	146.19	174.17
其他	979.00	402.17	439.66	482.71	545.68
<b>非流动负债</b>	125.48	279.98	349.98	451.98	436.98
长期借款	39.60	199.65	269.65	371.65	356.65
其他	85.88	80.33	80.33	80.33	80.33
<b>负债合计</b>	2,342.86	2,780.33	3,014.66	3,273.88	3,544.83
少数股东权益	13.98	12.79	12.79	12.79	12.79
归属母公司股东权益	2,961.39	3,000.31	3,071.26	3,183.65	3,340.71
<b>负债和股东权益</b>	5318.22	5793.42	6098.71	6470.32	6898.33

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,059.83	1,207.91	1,399.51	1,627.09	1,963.16
同比(%)	7.38%	13.97%	15.86%	16.26%	20.65%
归属母公司净利润	43.12	53.53	87.02	112.39	157.07
同比(%)	22.51%	24.15%	62.56%	29.15%	39.75%
毛利率(%)	21.66%	28.84%	29.19%	29.91%	30.79%
ROE(%)	1.46%	1.80%	2.87%	3.59%	4.81%
每股收益(元)	0.03	0.04	0.06	0.08	0.11
P/E	77	62	38	30	21
P/B	1.12	1.11	1.08	1.04	0.99
EV/EBITDA	12.87	13.73	12.80	12.01	10.81

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1,059.83	1,207.91	1,399.51	1,627.09	1,963.16
营业成本	830.27	859.52	990.95	1,140.49	1,358.70
营业税金及附加	12.01	12.31	11.60	13.48	16.27
营业费用	72.02	138.14	139.95	162.71	196.32
管理费用	58.81	73.69	83.97	97.63	117.79
财务费用	68.42	98.06	107.64	117.36	126.16
资产减值损失	1.06	12.30	4.03	4.66	5.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.67	20.99	19.66	19.77	20.14
<b>营业利润</b>	35.92	62.25	81.03	110.53	162.48
营业外收入	23.04	6.19	21.86	21.86	21.86
营业外支出	9.56	7.36	1.70	1.70	1.70
<b>利润总额</b>	49.40	61.07	101.19	130.69	182.64
所得税	5.16	8.73	14.17	18.30	25.57
<b>净利润</b>	44.24	52.35	87.02	112.39	157.07
少数股东损益	1.12	-1.19	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	43.12	53.53	87.02	112.39	157.07
EBITDA	350.20	402.76	446.30	492.03	563.39
EPS (摊薄)	0.03	0.04	0.06	0.08	0.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	432.09	323.35	309.94	354.81	372.90
净利润	44.24	52.35	87.02	112.39	157.07
折旧摊销	223.30	241.78	231.23	238.04	248.02
财务费用	77.51	99.91	113.88	123.31	132.73
投资损失	-18.67	-20.99	-19.66	-19.77	-20.14
营运资金变动	97.88	-60.66	-106.44	-103.59	-150.02
其它	7.84	10.97	3.90	4.44	5.24
<b>投资活动现金流</b>	-367.65	-421.23	-356.23	-326.47	-273.98
资本支出	-399.16	-442.22	-375.89	-346.25	-294.12
长期投资	38.76	20.99	19.66	19.77	20.14
其他	-7.26	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-148.29	5.90	50.05	73.69	47.27
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-148.19	386.54	180.00	197.00	180.00
支付利息或股息	112.19	115.54	129.95	123.31	132.73
<b>现金净增加额</b>	-80.42	-91.81	3.75	102.03	146.19

## 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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。