

证券研究报告

公司研究——季报点评

好当家 (600467.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.4.30

刘卓 分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

《一季度经营数据点评, 公司各业务整体实现稳定增长》2019.4.30

《业绩平稳增长, 看好公司长期发展》2019.4.29

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

基本面向好, 政策催化有望迎估值修复

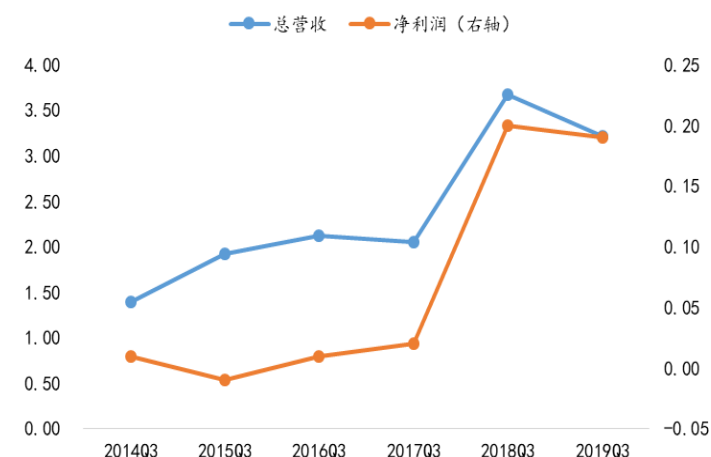
2019年10月24日

事件: 近日, 好当家发布2019年三季报, 2019年前三季度公司实现营业收入9.20亿元, 同比增长1.70%; 实现归属于上市公司股东的净利润5346.71万元, 同比增长3.64%。基本每股收益0.04元/股。

点评:

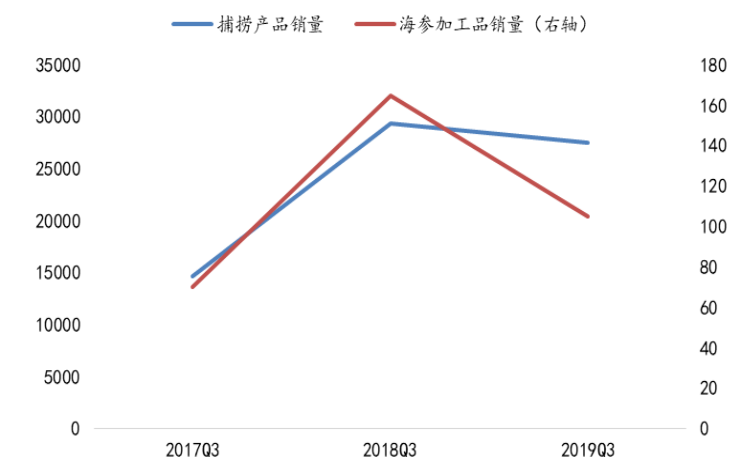
- **Q3 业绩同比小幅下滑, 但仍处历史同期高位。** Q3 公司营收同比-12.15%, 综合毛利率 23.36%, 同比-3.18pct, 归母净利润-10.71%。公司经营具有明显的季度性特征, Q3 业务主要集中在冷冻食品、海参加工制品和捕捞业务, 其中冷冻食品业务较为稳定且毛利占比较低, 海参加工制品和捕捞业务与去年同期相比有所下滑, 成为 Q3 公司业绩同比下降的主因。Q3 公司捕捞业务销量 2.75 万吨, 同比下降 6.59%, 海参加工品销量 104.97 万吨, 同比下降 36.37%, 主要原因是去年三季度受海参高温减产影响公司拉缸盐海参(属海参加工品业务)销量同比大幅增长, 今年三季度较上年同期回落也属正常。值得注意的是, 我们把历史年度拉长来看, 公司今年三季度业绩表现与历史同期相比处于高位, 去年新增远洋鱿钓船的投产, 今年延续供不应求的海参市场, 表明公司主营业务已站上新的历史台阶。

图 1: 公司历年 Q3 营收和净利情况 (单位: 亿元)



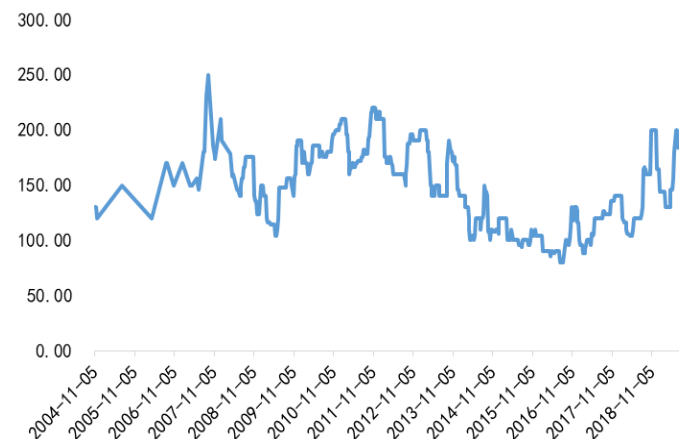
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 公司历年 Q3 捕捞产品和海参加工制品销量情况 (单位: 吨)

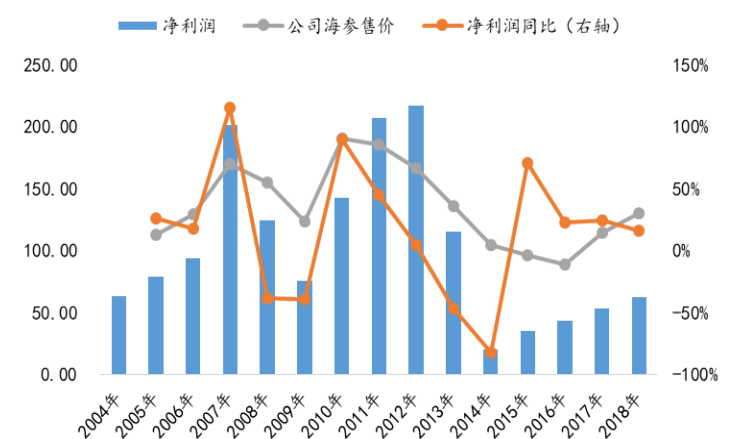


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

- 新育苗场投产在望，海参养殖业务做大做强。**公司自 18 年起投资新建 40 万平方米的现代化海参育苗车间，报告期末公司北育苗场厂房在建余额 7008.41 万元，其中三季度新增投入为 3027.01 万元，我们估计公司新育苗场截至三季度末的项目完成度达 70% 以上，预计年内能够投产。我们认为新育苗场的建成将为公司带来三方面的利好，一将较大提升公司养殖海参的产能；二将有利于公司改善养殖效率，提升产量的同时单位成本有望降低；三将带动苗种销售业绩的提升，目前公司育苗技术成熟且育苗量已能够满足自用，新建育苗场所育苗种可部分对外销售，有望为公司带来可观收入。目前公司拥有海参围堰养殖面积 5 万亩，规模远超同行，且随着新建育苗场投产对海参养殖效率提升的影响，公司海参产量蕴藏着较大的提升潜力。
- 海参行业超长景气，政策催化估值有望向上修复。**当前山东威海水产品批发市场的海参批发价已涨至 210 元/公斤，达到近七年的高位。去年发生高温事件后我们就指出，辽宁高温减产影响巨大，行业将进入较长景气期。类似养猪业，海参养殖行业集中度较低，多数养殖户遭受高温减产损失的同时资金链状况和养殖信心短期难以恢复。按照海参平均两年的生长周期，我们预计 2018 年高温对辽宁海参造成的减产缺口最早能在 2021 年补足并恢复正常，2019-2020 年每年捕捞季均会产生大概相等的供给缺口，行业景气有望延续至 2020 年秋捕季。另外非瘟的爆发大幅推升国内肉类价格，海参景气向上空间有望进一步扩大。海参涨价与公司盈利高度相关，但从去年涨价至今公司股价表现仍然偏弱，这可能与投资者信心重筑和公司业绩增速回暖尚在初期有关。近期行情表现较好，或由政策催化所致，10 月 18 日农业农村部发布长江流域禁捕相关文件。我们认为公司和行业基本面长期向好，目前以政策催化剂为契机，板块估值有望进入向上修复期。

图 3：鲜海参大宗价（单位：元/公斤）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：公司净利润（百万元）与海参价格（元/吨）变化比较


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1: 2018 年辽宁海参减产影响预测表

生长期	2018 年春	2018 年秋	2019 年春	2019 年秋	2020 年春	2020 年秋	2021 年春	2021 年秋
苗种	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓
半年	✓	×	×	✓	✓	✓	✓	✓
一年	✓	×	×	×	✓	✓	✓	✓
一年半	✓	×	×	×	×	✓	✓	✓
二年	✓	×	×	×	×	×	✓	✓

资料来源: 信达证券研发中心; 注: ✓表示海参充足, ×表示海参缺少。

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 0.05 元、0.07、0.10 元。维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素:** 极端天气风险, 产品价格波动风险、规模扩张不及预期、渠道拓展不及预期、政策变动风险等。

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,207.91	1,149.83	1,420.02	1,558.47	1,781.03
同比(%)	13.97%	-4.81%	23.50%	9.75%	14.28%
归属母公司净利润	53.53	62.04	78.97	104.73	146.75
同比(%)	24.15%	15.89%	27.30%	32.61%	40.12%
毛利率(%)	28.84%	26.64%	24.69%	25.45%	26.79%
ROE(%)	1.80%	2.05%	2.57%	3.32%	4.47%
EPS (摊薄) (元)	0.04	0.04	0.05	0.07	0.10
P/E	78	68	53	40	29
P/B	1.40	1.38	1.35	1.31	1.25

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,743.74	1,834.17	1,951.05	2,070.37	2,236.40
货币资金	753.53	683.14	517.69	520.56	507.40
应收票据	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	56.84	34.42	42.50	46.65	53.31
预付账款	22.10	41.90	53.11	57.71	64.76
存货	823.90	982.39	1,245.42	1,353.12	1,518.60
其他	85.76	92.33	92.33	92.33	92.33
非流动资产	4,049.68	4,122.88	4,129.44	4,143.80	4,169.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	3,207.66	3,503.46	3,485.29	3,514.23	3,534.74
无形资产	80.72	130.18	144.32	163.59	190.05
其他	761.30	489.24	499.83	465.98	444.22
资产总计	5,793.42	5,957.04	6,080.49	6,214.16	6,405.40
流动负债	2,500.35	2,619.19	2,680.63	2,706.88	2,747.61
短期借款	1,988.00	2,158.00	2,158.00	2,158.00	2,158.00
应付票据	193.90	73.70	93.43	101.51	113.93
应付账款	110.18	116.00	147.05	159.77	179.31
其他	208.27	271.49	282.14	287.60	296.38
非流动负债	279.98	280.28	280.28	280.28	280.28
长期借款	199.65	119.00	119.00	119.00	119.00
其他	80.33	161.28	161.28	161.28	161.28
负债合计	2,780.33	2,899.46	2,960.91	2,987.16	3,027.89
少数股东权益	12.79	14.84	16.87	19.56	23.32
归属母公司股东权益	3,000.31	3,042.73	3,102.71	3,207.44	3,354.19
负债和股东权益	5,793.42	5,957.04	6,080.49	6,214.16	6,405.40

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,207.91	1,149.83	1,420.02	1,558.47	1,781.03
同比(%)	13.97%	-4.81%	23.50%	9.75%	14.28%
归属母公司净利润	53.53	62.04	78.97	104.73	146.75
同比(%)	24.15%	15.89%	27.30%	32.61%	40.12%
毛利率(%)	28.84%	26.64%	24.69%	25.45%	26.79%
ROE%	1.80%	2.05%	2.57%	3.32%	4.47%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.04	0.05	0.07	0.10
P/E	78	68	53	40	29
P/B	1.40	1.38	1.35	1.31	1.25
EV/EBITDA	15.91	14.26	15.20	14.13	12.58

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,207.91	1,149.83	1,420.02	1,558.47	1,781.03
营业成本	859.52	843.50	1,069.35	1,161.82	1,303.91
营业税金及附加	12.31	12.32	15.22	16.70	19.09
销售费用	138.14	68.56	65.32	71.69	81.93
管理费用	73.69	64.15	83.64	91.79	104.90
研发费用	0.00	1.55	1.92	2.10	2.40
财务费用	98.06	118.25	125.70	125.26	127.07
减值损失合计	12.30	0.67	0.05	-0.66	-0.87
投资净收益	20.99	10.90	16.85	16.25	14.67
其他	27.36	22.26	20.48	21.31	20.89
营业利润	62.25	74.00	96.16	127.32	178.17
营业外收支	-1.18	-0.90	-0.86	-0.94	-1.09
利润总额	61.07	73.10	95.29	126.37	177.07
所得税	8.73	9.47	14.29	18.96	26.56
净利润	52.35	63.63	81.00	107.42	150.51
少数股东损益	-1.19	1.59	2.03	2.69	3.76
归属母公司净利润	53.53	62.04	78.97	104.73	146.75
EBITDA	402.76	459.69	431.30	464.02	521.11
EPS(当年)(元)	0.04	0.04	0.05	0.07	0.10

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	323.35	256.38	186.28	345.84	348.77
净利润	52.35	63.63	81.00	107.42	150.51
折旧摊销	241.78	263.95	206.51	210.41	215.67
财务费用	99.91	122.64	129.50	127.24	128.37
投资损失	-20.99	-10.90	-16.85	-16.25	-14.67
营运资金变动	-60.66	-191.63	-220.95	-89.53	-137.59
其它	10.97	8.68	7.08	6.55	6.48
投资活动现金流	-421.23	-332.66	-203.24	-215.73	-233.56
资本支出	-442.22	-343.56	-220.10	-231.98	-248.23
长期投资	20.99	10.90	16.85	16.25	14.67
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	5.90	12.68	-148.49	-127.24	-128.37
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	386.54	146.92	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	115.54	144.34	148.49	127.24	128.37
现金流净增加额	-91.81	-60.29	-165.45	2.88	-13.16

研究团队简介

刘卓，分析师。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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。