

证券研究报告

公司研究——年报点评

好当家 (600467.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.10.29

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: liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

《三季度经营数据点评, 捕捞和海参加工品销量同比大增》2018.10.29

《Q3 业绩表现亮眼, 喜迎秋参捕捞季》2018.10.29

《大股东增持提振信心, 二季度经营数据出炉》

2018.8.30

《参价回暖, 公司全年业绩增长可期》2018.8.28

《兼具周期性和成长性的一体化海参龙头》

2018.7.9

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

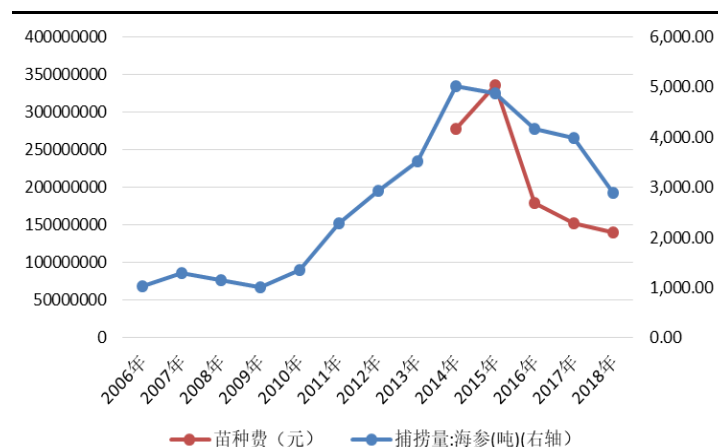
业绩平稳增长, 看好公司长期发展

2019年4月29日

事件: 近日, 好当家发布 2018 年度报告和 2019 年一季报。2018 年公司实现营业收入 11.50 亿元, 同比下降 4.81%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6203.65 万元, 同比增长 15.89%, 基本每股收益 0.04 元/股。2019 年一季度公司实现营业收入 2.69 亿元, 同比下降 15.47%, 实现归属于上市公司股东的净利润 936.53 万元, 同比下降 10.18%, 基本每股收益 0.006 元/股。

点评:

- **鲜海参销量减少致公司营收同比下降。**公司 18 年海参采捕量 2892.67 吨, 较上年下降 27.22%, 其中对外销售量同比下降更多导致公司 18 年养殖业务收入同比下降 40.07%, 影响公司总营收增速转负。18 年辽宁海参高温减产事件影响行业供需进一步收紧, 四季度秋捕海参价格炒至相对高位, 库存海参相较鲜海参具有明显的价格优势, 库存量的投放导致鲜海参销售受阻, 且从三季度开始, 海参加工商大批量低价收购半成品海参, 更为加剧行业的高库存压力, 进而导致捕捞季新鲜海参有价无市。公司鲜海参业务采取以销定产的模式, 采捕量由下游加工商的需求决定, 由于行业库存去化压力较大, 公司 18 年鲜海参产销量承受一定压力。目前来看, 南方海参春捕价格较高, 且库存去化较快, 对刚进入春捕季的北方海参有一定指导意义, 随着行业库存量的不断去化, 行业供需持续偏紧, 鲜海参价格和销量将逐步回暖向上。我们预计公司 19 年鲜海参采捕量恢复至 3500 万吨左右, 全年平均对外销售均价约 140 元/公斤。
- **苗种费全部摊销致海参毛利下降明显。**公司海参业务苗种成本的核算方法是, 不同规格的苗种根据不同的生产年限在育成采捕年份全部摊销, 表明每年公司鲜海参业务成本由历史年度投苗情况决定而非当年采捕量。受此影响, 公司 18 年在海参养殖业务营收同比下降较大的情况下成本端没有发生明显变动, 导致公司 18 年海参业务毛利率较上年大幅下降 17.04 个百分点至 26.15%。受下游需求偏好变化的影响, 公司自 2016 年起调整海参投苗模式, 将投放到围海基地内的参苗由过去投放小规格转为大规格, 小苗变大苗提高了海参的成活率, 有效降低苗种成本。考虑到公司投苗经验和方法的不断成熟, 以及参苗进一步增产, 我们预计公司参苗年投入量和苗种成本将保持平稳增长, 且随着销售市场不断转好, 公司海参业务营收和盈利有望恢复。

图 1：公司历年海参苗种费和捕捞量变动情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **期间费用降低，参苗扩产巩固成长性。**公司 18 年营收和综合毛利率均同比下降，但净利润仍保持平稳增长，主要受益于期间费用的有效降低。公司 18 年期间费用率 21.95%，较上年同期下降 3.71 个百分点，主要与暂停部分大健康业务有关。另外，公司加强对育苗产能扩建和养殖业务的投入，计划投资新建 40 万平方米的现代化海参育苗车间，并在人工礁的投放、护坝的建设、池塘的改造等方面增加投入。长远来看，我们认为公司育苗产能的扩张将为公司主营业务的发展带来重要影响，除通过销售苗种直接增厚公司业绩外，能够更加灵活和高效地优化公司养殖海参的投苗模式，从小规格投苗逐步向大规格过渡，从而有效提升养殖规模并降低养殖成本。

表 1：公司 2018 年增加投入的在建工程项目

项目名称	18 年投入金额 (万元)	项目完成度
渔港项目	88,524.13	100%
参池、参场改扩建项目	475,478.38	100%
北育苗场厂房	114,782.95	10%
海参博物馆	250,248.12	100%
拖网渔船	326,595.48	100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **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 0.06 元、0.08 元、0.09 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	1,502.13	1,650.13	1,791.48
同比(%)	13.97%	-4.81%	30.64%	9.85%	8.57%
归属母公司净利润	53.53	62.04	85.61	113.52	131.17
同比(%)	24.15%	15.89%	37.99%	32.61%	15.55%
毛利率(%)	28.84%	26.64%	25.58%	26.42%	26.73%
ROE(%)	1.80%	2.05%	2.78%	3.59%	3.99%
EPS (摊薄) (元)	0.04	0.04	0.06	0.08	0.09
P/E	78	68	49	37	32
P/B	1.40	1.38	1.35	1.30	1.25

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 4 月 26 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	1,972.00	2,101.57	2,238.64
货币资金	753.53	683.14	477.27	485.48	498.67
应收票据	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	56.84	34.42	44.96	49.39	53.62
预付账款	22.10	41.90	55.52	60.30	65.20
存货	823.90	982.39	1,301.92	1,414.06	1,528.82
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	4,143.79	4,168.99
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	465.97	444.21
资产总计	5,793.42	5,957.04	6,101.44	6,245.36	6,407.63
流动负债	2,500.35	2,619.19	2,694.78	2,722.27	2,750.00
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	97.67	106.08	114.69
应付账款	110.18	116.00	153.73	166.97	180.52
其他	208.27	271.49	285.38	291.21	296.79
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	2,975.06	3,002.54	3,030.28
少数股东权益	12.79	14.84	17.04	19.95	23.32
归属母公司股东权益	3,000.31	3,042.73	3,109.35	3,222.86	3,354.04
负债和股东权益	5,793.42	5,957.04	6,101.44	6,245.36	6,407.63

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	1,502.13	1,650.13	1,791.48
同比(%)	13.97%	-4.81%	30.64%	9.85%	8.57%
归属母公司净利润	53.53	62.04	85.61	113.52	131.17
同比(%)	24.15%	15.89%	37.99%	32.61%	15.55%
毛利率(%)	28.84%	26.64%	25.58%	26.42%	26.73%
ROE%	1.80%	2.05%	2.78%	3.59%	3.99%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.04	0.06	0.08	0.09
P/E	78	68	49	37	32
P/B	1.40	1.38	1.35	1.30	1.25
EV/EBITDA	15.91	14.26	14.92	13.81	13.05

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	1,502.13	1,650.13	1,791.48
营业成本	859.52	843.50	1,117.86	1,214.15	1,312.68
营业税金及附加	12.31	12.32	16.10	17.68	19.20
销售费用	138.14	68.56	89.56	98.38	106.81
管理费用	73.69	64.15	83.80	92.06	99.95
研发费用	0.00	1.55	2.03	2.23	2.42
财务费用	98.06	118.25	125.90	125.96	127.49
减值损失合计	12.30	0.67	0.05	-0.69	-0.88
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	104.16	137.92	159.37
营业外收支	-1.18	-0.90	-0.86	-0.94	-1.09
利润总额	61.07	73.10	103.30	136.98	158.28
所得税	8.73	9.47	15.49	20.55	23.74
净利润	52.35	63.63	87.80	116.43	134.54
少数股东损益	-1.19	1.59	2.20	2.91	3.36
归属母公司净利润	53.53	62.04	85.61	113.52	131.17
EBITDA	402.76	459.69	439.31	474.63	502.32
EPS(当年)(元)	0.04	0.04	0.06	0.08	0.09

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	145.87	351.18	375.12
净利润	52.35	63.63	87.80	116.43	134.54
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	-268.16	-93.17	-95.27
其它	10.97	8.68	7.07	6.52	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	-205.87	8.22	13.18

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	010-83252068	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。