

投资评级 **买入** 维持

行业复苏，渠道拓展，业绩爆发指日可待

股票数据

6个月内目标价(元)	5.72
12月14日收盘价(元)	4.29
52周股价波动(元)	3.73-11.24
总股本/流通A股(百万股)	1461/1461
总市值/流通市值(百万元)	6297/6297

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	188.9	76.3	31.8
市净率	1.1	1.1	1.0
市销率	6.74	6.73	5.24
EV/EBITDA	25.9	27.2	15.7
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《主业将迎业绩拐点，大健康版图有望扩张》
2016.04.25

《半年报利润高增，未来或将切入健康养老产业寻求战略突围》2015.07.06

《自繁种苗带来成本大幅下降，海参保健品直销模式拓展新的利润增长点》2015.05.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.3	6.7	7.7
相对涨幅(%)	-5.9	3.6	3.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈雪丽

Tel:(021)23219164

Email:cxl9730@htsec.com

证书:S0850516080004

联系人:陈阳

Tel:(010)50949923

Email:cy10867@htsec.com

联系人:夏越

Tel:(021)23212041

Email:xy11043@htsec.com

投资要点:

- **近期我们实地拜访了好当家，就海参的养殖和销售情况、公司大健康转型的进度等进行了深入交流，以下是详细分析：**
- **参价复苏，成本下行，盈利将显著改善。**受限制三公消费、福建参冲击等因素影响，海参价格自2012年开始持续下滑，从超过200元/公斤跌至约80元/公斤，不具成本优势的小企业陷入亏损。低迷的价格使得行业产能被动出清，虽然2015年前全国海参产量仍保持增长，但自2013年以来增幅快速下滑，到2015年仅有约2个百分点增长。考虑海参养殖周期较长（一般需要2.5-3年），我们预计2016年产量增幅将进一步缩小，甚至出现下滑。尤其近几年增长较快的福建霞浦海参，2016年产量首次下滑，从2015年1.9万吨降至1.7万吨。行业经历几年的阵痛后调整基本到位，参价自今年7月以来触底反弹，截止12月9日，达到130元/公斤。随着利空出尽，餐饮业消费回暖，海参价格有望步入景气上行通道，养殖企业盈利将开始回升。
- **直销业务顺利推进，有望带动收入快速增长。**公司于2015年6月18日向商务部申请了直销牌照，目前已取得进展，我们预计今年年底有望获得牌照。目前直销管理团队基本到位，直销负责人拥有近20年直销从业和管理经验，对于公司直销业务定位、发展路径、产品定位等都已明确而清晰的规划。我们认为，好当家在开展直销业务模式方面已有充分的准备。产品方面，作为国内最大的海参养殖企业，公司的海参保健品拥有充足的原材料保障，以此为依托再进行品类的扩充就水到渠成；人员方面，核心管理团队已经就位，管理人多年积累的产业经验和教训将保障直销业务的顺利推进；政策方面，国家对直销的态度逐步开放，公司作为上市企业，公众形象良好，也将受到政策的鼓励。若今年年底公司顺利取得牌照，未来两年有望实现快速的扩张，在打开新成长空间的同时也将拉动海参养殖产品的销售，业绩或将迎来爆发。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，未来几年公司业绩将会显著提速，主要源于公司自身养殖效率的提升（由于自繁种苗，成本降幅将达到约50%）和销售渠道的拓展（海参保健品预计将于17年实现收入）。我们预计16-18年公司归母净利润分别为0.87亿元/2.09亿元/3.01亿元，EPS分别为0.06元/0.14元/0.21元，给予17年40倍PE估值，对应目标价5.72元，维持“买入”评级。

- **主要不确定因素。**海参价格大幅下滑，直销业务推进不达预期。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	881.25	986.97	987.90	1268.30	1469.72
(+/-)YoY(%)	-9.09%	12.00%	0.09%	28.38%	15.88%
净利润(百万元)	20.58	35.19	87.16	209.10	300.62
(+/-)YoY(%)	-82.10%	71.03%	147.65%	139.90%	43.77%
全面摊薄EPS(元)	0.01	0.02	0.06	0.14	0.21
毛利率(%)	17.22%	16.68%	25.16%	35.27%	40.54%
净资产收益率(%)	0.71%	1.20%	2.89%	6.48%	8.53%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

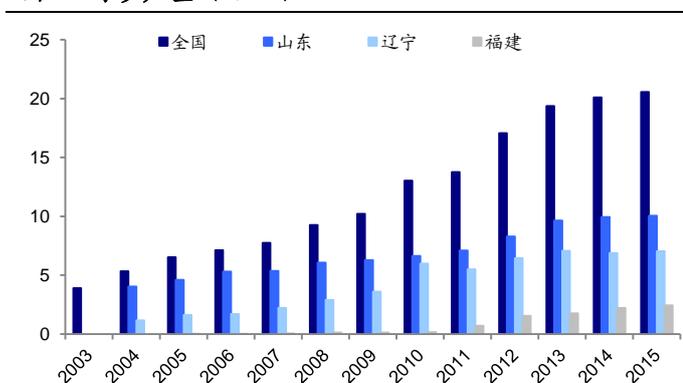
近期我们实地拜访了好当家,就海参的养殖和销售情况、公司大健康转型的进度等进行了深入交流,以下是详细分析。

点评:

1、参价复苏,成本下行,盈利将显著改善

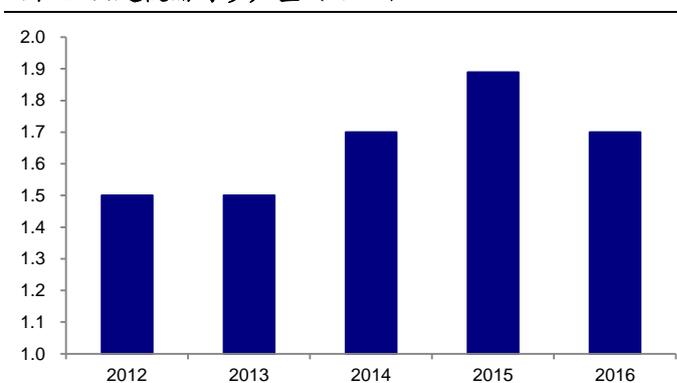
受限制三公消费、福建参冲击等因素影响,海参价格自2012年开始持续下滑,从超过200元/公斤跌至约80元/公斤,不具成本优势的小企业陷入亏损。低迷的价格使得行业产能被动出清,虽然2015年前全国海参产量仍保持增长,但自2013年以来增幅快速下滑,到2015年仅有约2个百分点增长。考虑海参养殖周期较长(一般需要2.5-3年),我们预计2016年产量增幅将进一步缩小,甚至出现负增长。尤其近几年发展较快的福建霞浦海参,2016年产量首次下滑,从2015年1.9万吨降至1.7万吨。

图1 海参产量(万吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

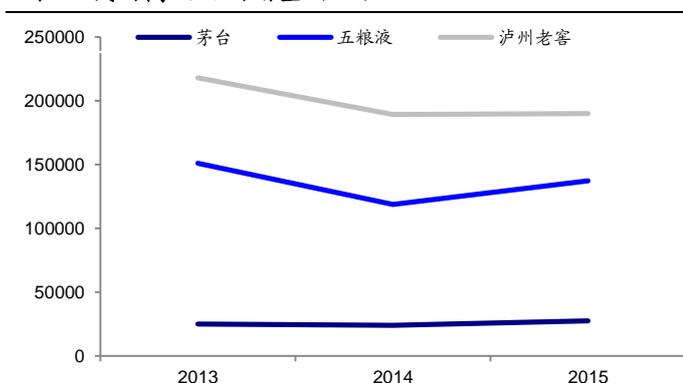
图2 福建霞浦海参产量(万吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

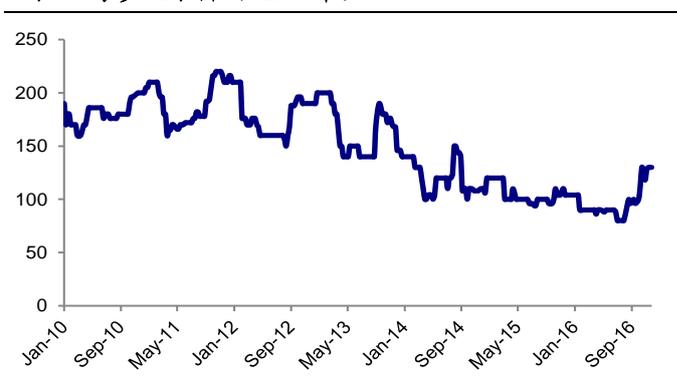
产能逐步调整,消费端也有好转迹象。海参和高端白酒都属于餐饮业高端消费,2015年高端白酒行业已现明显复苏,五粮液、茅台、泸州老窖的销量都开始回升。海参行业经历几年的阵痛后调整也基本到位,参价自今年7月以来触底反弹,截止12月9日,达到130元/公斤。随着利空出尽,餐饮业消费回暖,海参价格有望步入景气上行通道,养殖企业盈利将开始回升。

图3 我国高端白酒销量(吨)



资料来源: 各公司年报(2013-2015), 海通证券研究所

图4 海参大宗价(元/公斤)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而好当家相比同业企业，业绩复苏将更为显著。公司 2013 年下半年起，所有投苗实现自繁，今年捕捞的海参已有部分为自繁种苗。由于自繁种苗后成本下降显著，在海参均价下滑的情况下，公司今年上半年海参养殖毛利率明显提升，从去年同期的 29.96% 升至 39.25%（今年上半年参价仅 87.5 元/公斤，而去年同期为 98.36 元/公斤）。2017 年公司所有成年海参将全部为自繁种苗，毛利率有望进一步提高，在海参价格逐步复苏的情况下，预计公司业绩将会迎来显著改善。

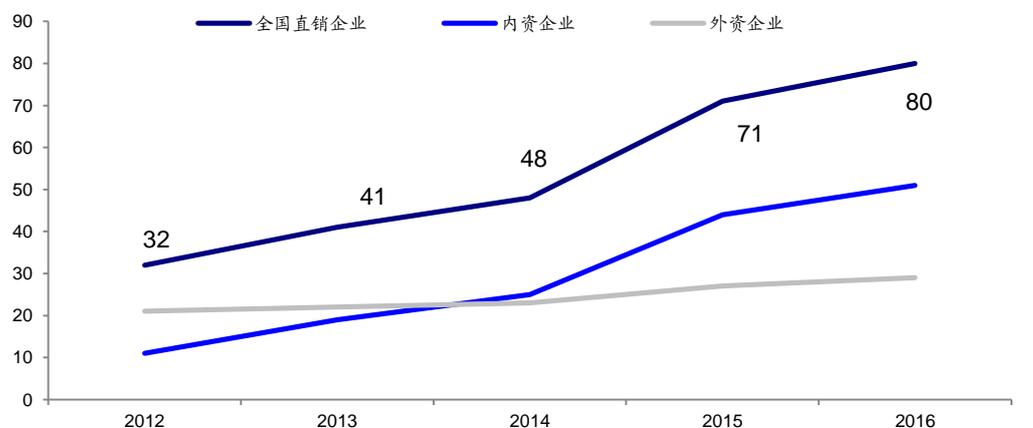
2、直销业务顺利推进，有望带动收入快速增长

公司于 2015 年 6 月 18 日向商务部申请了直销牌照，目前已取得进展，我们预计今年底有望获得牌照。目前直销管理团队基本到位，直销负责人拥有近 20 年直销从业和管理经验，对于公司直销业务定位、发展路径、产品定位等都已明确而清晰的规划。

公司是直销行业里唯一一家以海洋为概念，以海洋产品为特色的企业，产品主要分为四大类：1) 拳头产品为好当家海参为原料的海参保健品，包括海参口服液、海参胶囊、海参复合粉、海参蛋白粉、海参咖啡等一系列产品；2) 以海洋资源为原料的产品，包括利用海藻、牡蛎、虾类等成熟原料制成的美容护肤品和生活日化用品，如海藻面膜、牙膏、精华液等；3) 家庭健康用品，如净水器、厨房小电器等；4) 其他产品，包括海洋食品、休闲食品等。

直销由于其销售模式的特殊性，受到政策严格监管，我国第一批直销牌照发放于 2006 年，且多是外资企业，而近几年内资企业数量快速增长。截止目前，国内共有 80 家取得直销牌照的企业，其中内资企业 51 家，外资企业 29 家。2014 年我国仅 48 家获牌企业，2015 年这一数字爆发性增长了 23 家至 71 家，表明我国对直销模式的高压管制态度已有所松动，开始鼓励合法经营的企业进入直销领域。

图 5 我国直销企业数量 (家)



资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 2016 年数据截至 11 月 18 日

2015 年我国 71 家直销企业业绩总额超过 2000 亿元，其中规模较大的几家企业包括无限极、安利、完美、权健等，2015 年业绩都超过 200 亿元，四者业绩总和占据国内直销业半壁江山。

表 1 2015 年我国十大直销企业

企业	2014 年业绩 (亿元)	2015 年业绩 (亿元)	增长率	2015 年排名
无限极	165	283	71.52%	1
安利	287	268	-6.62%	2
完美	225	235	4.44%	3
权健	135	230	70.37%	4
中脉	125	170	36.00%	5
玫琳凯	103	124	20.00%	6
天狮	78	98	25.00%	7
新时代	57	61	7.02%	8

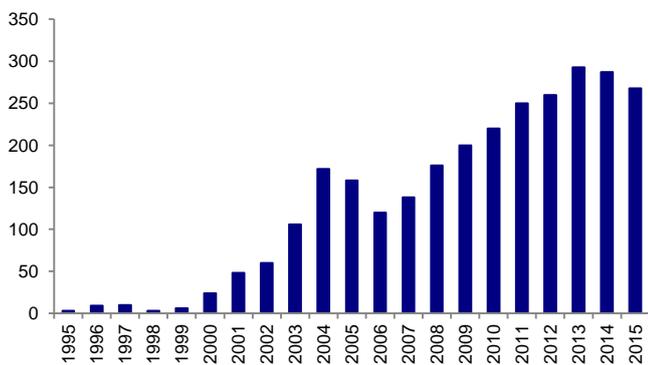
康宝莱	55	59	7.27%	9
克缇	6	40	525.00%	10

资料来源:《2015年中国直销企业业绩报告》,海通证券研究所

直销模式中,消费者和代理商的角色合二为一,营业额的增长必定伴随着消费人群的扩充,由于层级关系的存在,无论是人数还是销售收入,都会经历高速的增长阶段,所以相比传统销售模式,新进入的直销企业有望迅速做大。

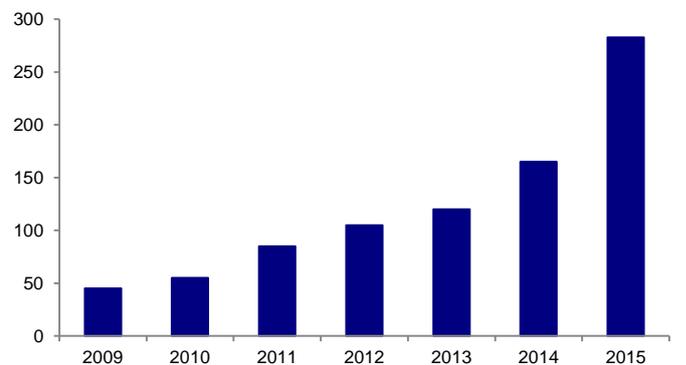
从安利和无限极的销售数据看,安利从1998-2001年间,销售额增长都在100%以上(1998年我国打击传销,公司业绩受到较大负面影响,此后迅速恢复),尤其在2000年,收入增长3倍之多。2006年公司获得直销牌照,从2007-2013年收入都保持较快增长;无限极于2007年取得直销牌照,2010-2015年,公司销售额持续增长,年均复合增长率高达36%,2015年超越安利成为国内最大的直销企业。

图6 安利(中国)营业额(亿元)



资料来源:安利业绩报告,海通证券研究所

图7 无限极(中国)营业额(亿元)

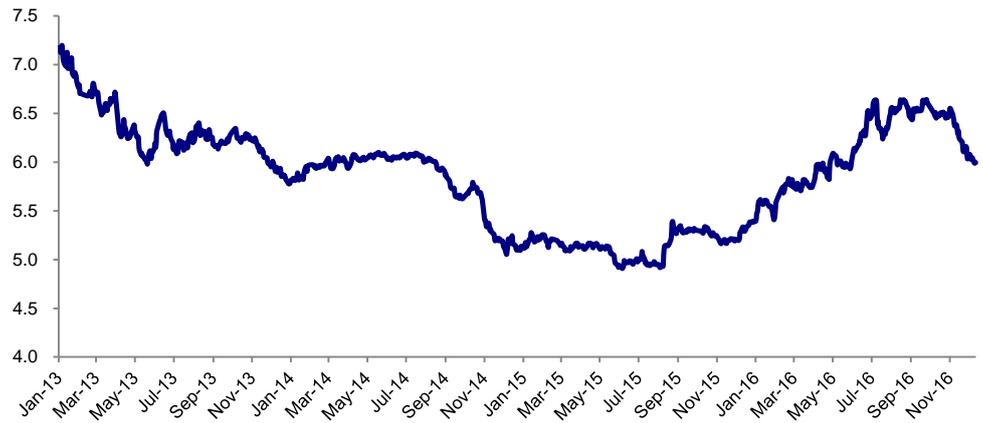


资料来源:无限极业绩报告,海通证券研究所

我们认为,好当家在开展直销业务模式方面已有充分的准备。产品方面,作为国内最大的海参养殖企业,公司的海参保健品拥有充足的原材料保障,以此为依托再进行品类的扩充就水到渠成;人员方面,核心管理团队已经就位,管理人多年积累的产业经验和教训将保障直销业务的顺利推进;政策方面,国家对直销的态度逐步开放,公司作为上市企业,公众形象良好,也将受到政策的鼓励。若今年底公司顺利取得牌照,未来两年有望实现快速的扩张,在打开新成长空间的同时也将拉动海参养殖产品的销售,业绩或将迎来爆发。

3、受益人民币贬值,冷冻食品加工业务盈利增强

公司的主营业务之一为冷冻食品加工,大都出口日本,每年收入稳定在4-5亿元人民币。由于该业务采用日元进行结算,人民币相对日元的贬值趋势使得业务盈利能力大大增强。今年上半年冷冻食品加工业务毛利率为8.78%,同比增长4.26个百分点。净利润角度看,2015年加工业务亏损约3000万元,我们预计今年盈利将达到1000万元左右。

图 8 日元兑人民币汇率 (100 日元兑人民币)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们认为,未来几年公司业绩将会显著提速,主要源于公司自身养殖效率的提升(由于自繁种苗,成本降幅将达到约 50%)和销售渠道的拓展(海参保健品预计将于 17 年实现收入)。我们预计 16-18 年公司归母净利润分别为 0.87 亿元/2.09 亿元/3.01 亿元, EPS 分别为 0.06 元/0.14 元/0.21 元,给予 17 年 40 倍 PE 估值,对应目标价 5.72 元,维持“买入”评级。

表 2 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(x)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002069.SZ	*ST 獐岛	10.68	75.95	-0.34	0.08	0.23	-	128.83	46.13
002447.SZ	壹桥股份	9.02	85.91	0.26	0.19	0.31	34.55	48.26	28.82
300094.SZ	国联水产	9.12	70.99	0.03	0.08	0.13	311.82	107.55	69.62
平均值							173.19	94.88	48.19

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2016 年 12 月 14 日数据, EPS 全部以期末股本摊薄, 盈利预测来源于 wind 一致预期。

5、主要不确定因素

海参价格大幅下滑, 直销业务推进不达预期。

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈雪丽 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 北大荒,生物股份,新希望,普莱柯,海大集团,中牧股份,登海种业,牧原股份,宏辉果蔬,中粮屯河,天康生物,唐人神,正邦科技,顺鑫农业,天邦股份,金河生物,壹桥海参,瑞普生物,禾丰牧业,隆平高科,大北农,通威股份,温氏股份,南宁糖业,雪榕生物,圣农发展,农发种业,好当家

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。