

天马科技(603668)

报告日期: 2022年11月22日

深耕特水饲料，打造国鳗品牌

——天马科技首次覆盖报告

投资要点

□ 特水饲料行业龙头，鳗鱼养殖加工打开新增量

公司深耕特种水产饲料二十年，拳头产品鳗鲡饲料销量多年稳居全球首位，大黄鱼、石斑鱼等多种饲料产品的市场占有率名列前茅。2017年上市之后，公司收购华龙集团横向涉足畜禽饲料，收购江西西龙纵向进军鳗鱼食品领域，2021通过非公开发行股票募集资金5.6亿元，加码布局鳗鱼养殖—食品加工板块，现已完成“原料贸易—饲料—养殖—动保服务—水产品及畜禽产品销售—食品终端”的全产业链布局。2022年鳗鱼养殖放量出鱼，贡献超额业绩增量，前三季度累计实现营业收入53.12亿元，同比增长32.80%，归母净利润2.41亿元，同比增长187.26%。

□ 特水饲料：消费升级赋能特水料，公司市场份额持续提升

居民水产消费需求向特种水产品升级，特种水产养殖业因此快速发展，带动特种水产饲料需求不断提升，2021年国内特种水产饲料产量达220.8万吨，过去15年复合增速达7.46%，明显高于同期水产饲料行业4.39%的增速。随着特种水产养殖规模持续扩大以及特水饲料渗透率提升，特水饲料行业仍有广阔增量空间。

公司深耕特水饲料二十年，市场份额持续提升。公司是国内特种水产饲料行业龙头，产品品类丰富，鳗鲡饲料优势突出，饲料销量屡创新高，2021年特水饲料市场占有率达到7.95%，2022年前三季度实现销量15.54万吨，同比增长21.25%。2017-2021年特水饲料平均毛利率高达20.57%，盈利能力始终处于行业领先地位。2018年起，公司大力推行特水料“十条鱼”战略，力求中短期内实现鳗鱼、石斑鱼等十种细分产品的产销量全国领先。公司持续扩张特水饲料产能，目前实际产能达30万吨左右，同时积极研发饲料新产品和改良现有产品，致力于打造世界最大的特水饲料供应商。

□ 鳗鱼养殖：布局鳗鱼全产业链，深化国鳗品牌

鳗鱼苗完全依赖自然捕捞，鱼苗投放量减少将造成1年后商品鳗供应紧张。中国鳗鱼养殖技术成熟，平均成活率达80%-95%，2020年国内鳗鱼产量达25.07万吨，约占世界总产量的80%，多年位居世界第一。鳗鱼消费受疫情的影响逐渐降低，出口订单改善明显，同时伴随出口转内销力度加大，鳗鱼消费本土化兴起。

公司鳗鱼养殖发展迅速。公司自2021年四季度实现首批出鱼，2022年前三季度外销鳗鱼超5800吨，全年迈向8000吨目标，毛利率稳定在40%以上。与其他养殖户相比，公司鳗苗资源供应稳定、养殖模式先进、养殖技术领先，具有规模优势和全产业链优势。公司定增扩充鳗鱼养殖产能3850吨活鳗/年，并新建多个鳗鱼养殖场工程，未来陆续投产后有望进一步提高出鱼量。

公司食品业务初显成效。公司打造多款知名烤鳗产品，线上搭建直播矩阵，借助流量经济打造行业TOP1；线下布局央厨、商超、餐饮等渠道，现已形成集配送和销售为一体的全国性的完善的营销网络布局。目前国鳗品牌打造初露锋芒，根据淘宝数据，在今年的双十一营销活动中，公司烤鳗品牌“鳗鲡堂”直播单日销售量破3万件，淘宝双十一烤鳗类目排名第一。公司定向增发1.37亿元扩充烤鳗产能3000吨/年，有望进一步提升鳗鱼全产业链业务附加值。

□ 盈利预测与估值

公司是特水饲料行业龙头，大力推行“十条鱼”战略，致力打造世界最大的特水饲料供应商。同时深入布局鳗鱼养殖与烤鳗业务，具有技术、规模、全产业链等优势，有望成为公司未来业绩增长的新动力。预计公司2022-2024年分别实现归母净利润3.32/6.42/8.38亿元，同比分别增长296.88%/93.54%/30.62%，对应EPS分别为0.76/1.47/1.92元/股，对应PE分别为23.07/11.92/9.12倍。与同行相比，2023年可比公司平均估值水平为16.54倍，公司11.92倍的估值明显处于低位，同时考虑到特种水产饲料技术门槛较高，且高毛利率的鳗鱼养殖业务处于高速发展期，公司应享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资评级：买入(首次)

分析师: 孟维肖

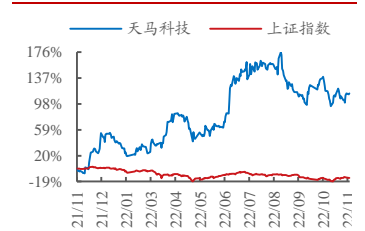
执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥17.54
总市值(百万元)	7,649.81
总股本(百万股)	436.13

股票走势图



相关报告

□ 风险提示

- (1) 原材料价格波动风险;
- (2) 鳗苗供应风险;
- (3) 自然灾害及疫病风险;
- (4) 鳗鱼价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	7207.27	9556.40	11260.03
(+/-) (%)	48.88%	33.00%	32.59%	17.83%
归母净利润	83.57	331.66	641.89	838.41
(+/-) (%)	21.21%	296.88%	93.54%	30.62%
每股收益(元)	0.19	0.76	1.47	1.92
P/E	91.55	23.07	11.92	9.12

资料来源: Wind、浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与评级

预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.32/6.42/8.37 亿元，同比分别增长 296.88%/93.54%/30.38%，对应 EPS 分别为 0.76/1.47/1.92 元/股，对应 PE 分别为 23.04/11.90/9.13 倍。与同行相比，2023 年可比公司平均估值水平为 16.54 倍，公司 11.92 倍的估值明显处于低位，同时考虑到特种水产饲料技术门槛较高，且高毛利率的鳗鱼养殖业务处于高速发展期，公司应享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

- (1) **特水饲料业务**：预计 2022-2024 年特水料销量分别为 20.50/23.80/25.90 万吨。
- (2) **畜禽饲料业务**：预计 2022-2024 年畜禽饲料销量分别为 130/160/190 万吨。
- (3) **鳗鱼养殖业务**：预计 2022-2024 年活鳗外销量分别为 8320/16000/20000 吨。

● 我们与市场的观点的差异

市场担忧：公司的鳗鱼出塘量增长有限，主要依据是鳗鱼苗捕捞量波动大，且养殖成活率存在不确定性，对于未来出鱼量难以判断。

我们认为：公司未来几年鳗鱼出塘量将保持高速增长。判断依据为：

(1) **鳗鱼苗供应稳定**。公司主要养殖美洲鳗和日本鳗，美洲鳗苗进口方面，公司拥有国内最先进的鳗苗隔离场和大规模绿色环保养殖场，具有进口美洲鳗苗所需的农业农村部批文等资质，可与海地、多米尼加、加拿大等海外供应商直接对接；日本鳗苗公司与福建、江苏等地日本鳗苗重要供应商已建立长期战略合作伙伴关系。同时，公司采用“现货采购+远期订单”模式，提前锁定优质鳗苗采购量，保障了鳗苗供应稳定。

(2) **存活率高且相对稳定**。公司养殖模式采用创新型生态内外双循环养殖水净化处理系统和鱼菜贝共生系统，实现鳗鱼养殖成活率、生长速率和饵料效率的行业领先，根据公告，目前公司的鳗鱼养殖存活率已达 90%-95%，高出行业平均水平约 10 个百分点。

(3) **消耗性生物资产大增**。截至 2022 年半年报，公司消耗性生物资产 8.48 亿元，相较去年同期增长 197.54%，其中鳗苗成本约占 80%，主要为 2021/22 投苗季投入的鱼苗和 2020/21 投苗季投入但未出塘的鱼苗，若按照公司披露的 8 元/尾测算，当前总存塘量至少在 8480 万尾以上，商品鳗鱼以 2p-3p 的规格鳗测算，公司 2023 鳗鱼出塘量至少在 15000 吨以上，同比今年 8000 吨的目标接近翻倍增长。

● 股价上涨的催化因素

公司鳗鱼出塘量超预期、鳗鱼价格上涨。

● 风险提示

- (1) 原材料价格波动风险；
- (2) 鳗苗供应风险；
- (3) 自然灾害及疫病风险；
- (4) 鳗鱼价格波动风险。

正文目录

1 天马科技：立足特水饲料，布局鳗鱼全产业链	7
1.1 深耕特水饲料，布局全产业链	7
1.2 饲料主业稳健增长，鳗鲡养殖盈利突出	8
2 特水饲料：消费升级赋能特水料，公司市场份额持续提升	10
2.1 行业：需求快速增长，潜在空间巨大	10
2.1.1 消费升级带动特种水产需求提升，特水饲料行业快速发展	10
2.1.2 养殖规模扩大叠加养殖方式转变，特水饲料增量空间广阔	12
2.2 公司：深耕特水饲料，市场份额有望持续提升	13
2.2.1 特水饲料稳健发展，产品矩阵日渐丰富	13
2.2.2 专注研发创新，持续提升产品竞争力	16
2.2.3 外延布局畜禽饲料，产销量稳步增长	17
3 鳗鱼养殖：布局鳗鱼全产业链，深化国鳗品牌	17
3.1 行业：产量稳步提升，国内外需求共振	17
3.1.1 鳗苗依赖天然捕捞，鳗鱼产量稳步提升	17
3.1.2 海外消费需求修复，本土鳗鱼消费兴起	21
3.2 布局鳗鱼全产业链，深化国鳗品牌	23
3.2.1 立足饲料优势，涉足鳗鱼养殖	23
3.2.2 进军鳗鱼食品，深化国鳗品牌	26
4 盈利预测与估值	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值与投资建议	29
5 风险提示	29

图表目录

图 1: 公司大事记	7
图 2: 公司全产业链布局示意图	8
图 3: 公司股权结构 (截至 2022 年三季报)	8
图 8: 公司鳗鱼养殖业务毛利率较高 (%)	10
图 9: 公司近几年费用率有所改善 (%)	10
图 10: 公司毛利率和净利率 (%)	10
图 11: 公司净资产收益率 (%)	10
图 12: 中国水产品产量 (万吨)	11
图 13: 水产配合饲料产量 (万吨)	11
图 14: 消费升级促进特水产品需求	11
图 15: 特种水产养殖带分布图	11
图 16: 特种水产品产量增速高于传统家鱼 (左侧青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼为四大家鱼)	12
图 17: 特种水产配合饲料产量 (万吨)	12
图 18: 2018 年特种水产配合饲料产品结构	12
图 19: 居民人均水产品消费量保持稳定增长 (公斤)	13
图 20: 养殖投喂模式对比	13
图 21: 海水鱼类中养殖产量占比并不高 (万吨)	13
图 22: 中国主要特种水产饲料普及率 (%)	13
图 23: 公司 6 大特水饲料产品系列	14
图 24: 公司特水饲料销量稳步增长	14
图 25: 公司特水饲料市占率稳步提升 (万吨)	14
图 26: 公司特水饲料产品结构 (%)	14
图 27: 公司各类特水饲料毛利率 (%)	14
图 28: 公司特水饲料收入稳定增长	15
图 29: 公司特水饲料毛利率高于竞争对手	15
图 30: 公司研发费用持续增加	16
图 31: 公司研发费用率行业领先	16
图 32: 公司研发人员数量与占比	16
图 33: 公司研发人员占比行业领先	16
图 34: 公司畜禽饲料销量稳步增长	17
图 35: 公司畜禽饲料收入持续增长	17
图 36: 日本鳗鱼生长周期	19
图 37: 日本鳗苗随北赤道洋流和黑潮游至东北亚地区	19
图 38: 2022 年捕捞季东亚鳗苗入池苗量同比下降 30.67%	19
图 39: 2022 年捕捞季中国入池鳗苗量同比下降 40.00%	19
图 40: 22 年 1-9 月中国鳗鱼苗进口数量同比增长 90.80%	19
图 41: 22 年 1-9 月中国鳗鱼苗进口金额与均价大幅增长	19
图 42: 鳗鱼养殖流程	20
图 43: 中国淡水养殖鳗鲡产量 (万吨)	21
图 44: 2020 年中国鳗鲡产量结构 (%)	21
图 45: 2022H1 烤鳗出口数量同比下降 10.56%	21
图 46: 2022H1 烤鳗出口均价持续提升	21

图 47: 烤鳗向日本和美国的出口量 (万吨)	22
图 48: 2022H1 中国烤鳗出口结构 (%)	22
图 49: 2022H1 中国活鳗出口数量同比增长 38.24%	22
图 50: 2022H1 中国活鳗鱼出口金额与均价同比增长	22
图 51: 中国大陆日本鳗流通价格 (元/kg)	23
图 52: 中国大陆美洲鳗流通价格 (元/kg)	23
图 53: 公司鳗鱼外销量	23
图 54: 公司鳗鱼养殖业务收入和毛利率	23
图 55: 公司工厂化循环水生态养殖模式	24
图 56: 公司水泥池工厂养殖双向循环流水模式模拟图	24
图 57: 公司水泥池工厂养殖生物+物理水质改良模式模拟图	24
图 58: 公司水泥池工厂养殖鸟瞰图	24
图 59: 公司消耗性生物资产高速增长 (亿元)	25
图 60: 公司鳗鲞堂烤鳗产品系列	26
图 61: 公司烤鳗销量 (吨)	26
图 62: 公司鳗鲞堂烤鳗双十一销量第一	26
图 63: 鳗鲞堂线上线下等主流销售渠道	27
图 64: 公司线下“鳗小堂”连锁店	27
表 1: 公司特水饲料产能建设情况	15
表 2: 公司特水饲料产能情况	15
表 3: 公司主要产品技术水平	17
表 4: 规格越小的鳗鱼价格越高 (截至 2022 年 11 月 11 日)	18
表 5: 鳗鱼的营养价值	18
表 6: 2011-2020 年世界主要鳗鱼品种产量 (吨)	20
表 7: 2021 年美团平台鳗鱼消费相关指标	22
表 8: 公司 2020 年非公开发行拟募投鳗鱼养殖项目	25
表 9: 公司新建鳗鱼养殖项目 (2022 年半年报)	25
表 10: 公司 2020 年非公开发行募投食品产业项目	27
表 11: 公司营业收入拆分	28
表 12: 可比公司估值表 (截至 2022 年 11 月 22 日, 可比公司 EPS 和 PE 参考 Wind 一致性预测值)	29
表附录: 三大报表预测值	30

1 天马科技：立足特水饲料，布局鳗鱼全产业链

1.1 深耕特水饲料，布局全产业链

天马科技是一家集饲料、养殖和食品为一体的大型现代渔牧集团化企业。公司以鳗鲡配合饲料发家，在深耕特水饲料基础上，逐步拓展至畜禽饲料以及下游鳗鱼养殖和食品加工行业，经过 20 年发展，现已完成“原料贸易—饲料—养殖—动保服务—水产品及畜禽产品销售—食品终端”的全产业链布局，打通“饲料、养殖、食品”三大主营业务。回溯公司的发展历程，可以划分为 4 个阶段：

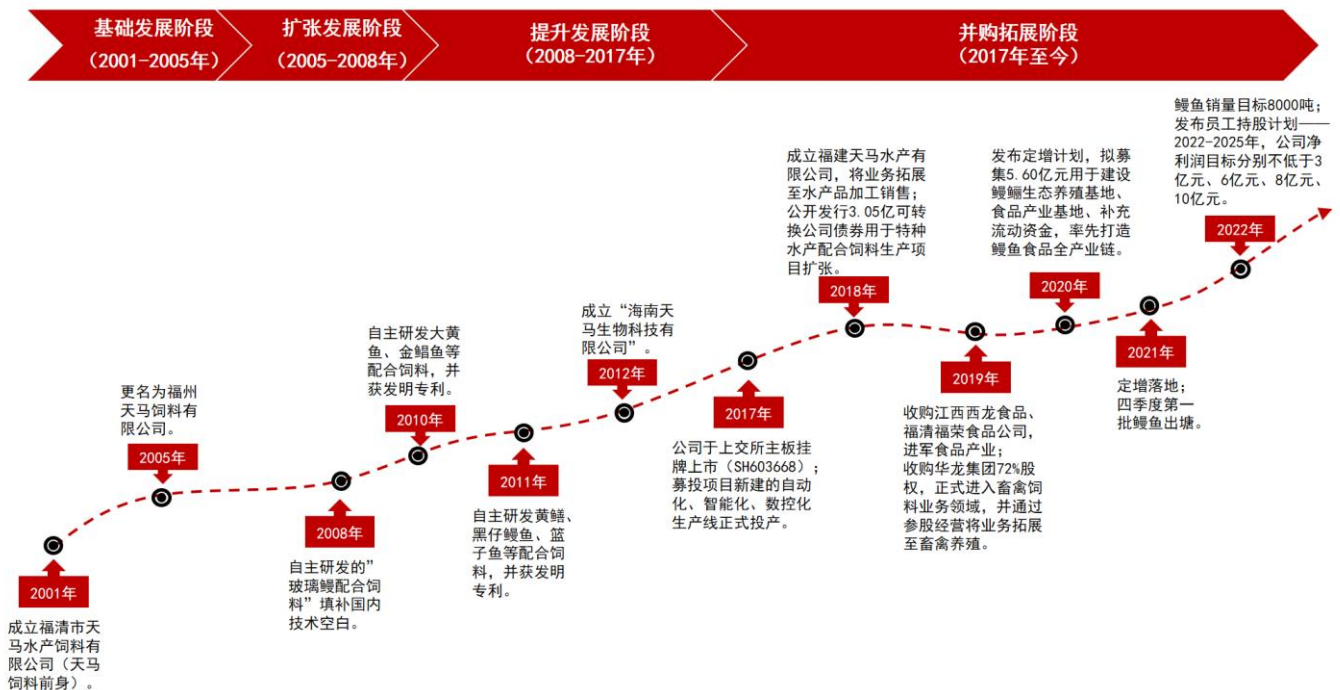
(1) 基础发展阶段 (2001-2005 年)： 成立初期，公司优势品种单一，主要利用福建省盛产鳗鲡的区域优势，迅速占领鳗鲡配合饲料市场。

(2) 扩张发展阶段 (2002-2008 年)： 公司突破单一鳗鲡配合饲料产品，实施品牌、品种多元化发展战略，成功研发出龟、鳖、大黄鱼、金鲳、鲈鱼等专用配合饲料，并相继在浙江、广东、湖南、湖北等多个省份建立销售网络。

(3) 提升发展阶段 (2008-2017 年)： 公司科技研发迈入行业尖端领域新时期，成功研制玻璃鳗配合饲料，带动石斑鱼、大黄鱼等特种水产养殖品种苗期新型科技产品开发，推动了公司产品覆盖养殖全过程的新一轮技术革新。

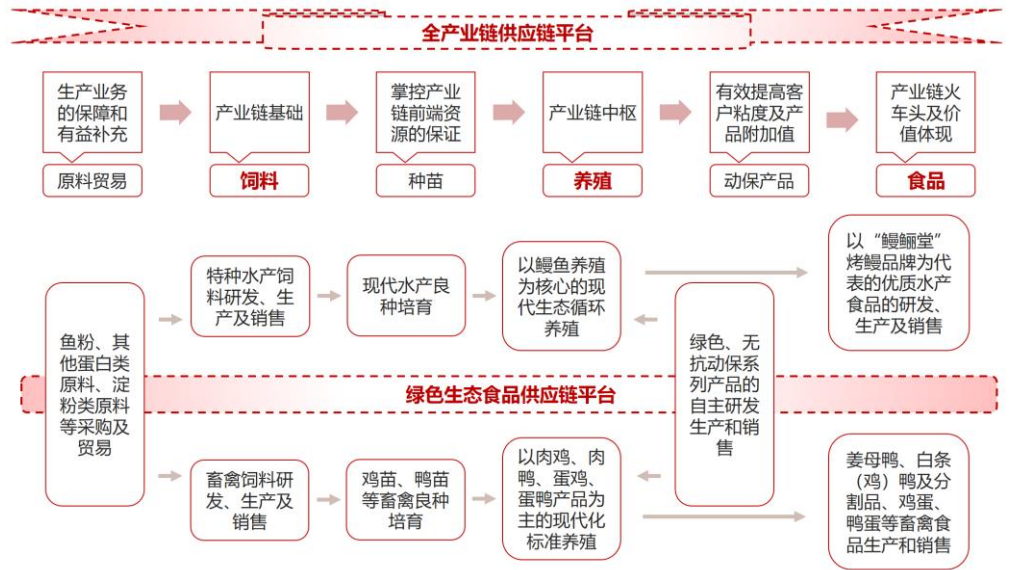
(4) 并购拓展阶段 (2017 年至今)： 公司在 2017 年于上交所成功上市，此后不断拓展产业链，2018 年成立福建天马水产将业务拓展至水产品加工销售；2019 年收购江西西龙食品，进军食品产业，同年收购华龙集团涉足畜禽饲料领域；2020 年发布定增计划，拟募集资金加码鳗鱼养殖—食品加工全产业链布局；2022 年发布员工持股计划，拟定 2022-2025 年净利润目标不低于 3、6、8、10 亿元。

图1：公司大事记



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

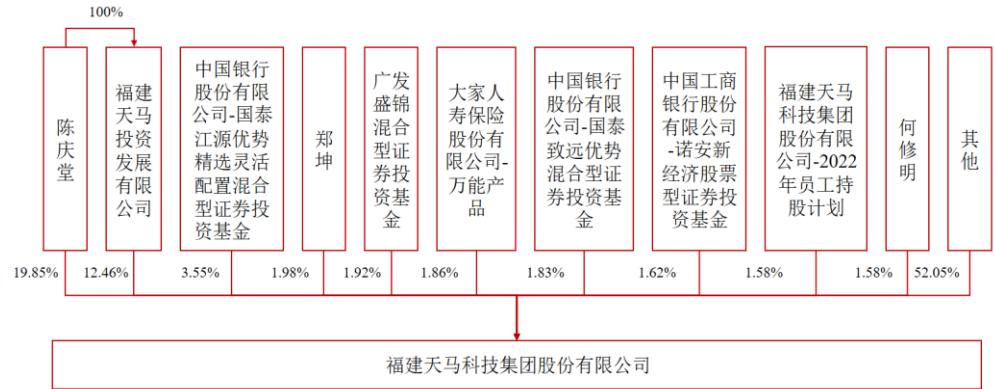
图2: 公司全产业链布局示意图



资料来源: 公司年报、浙商证券研究所

公司股权结构比较集中，实控人专业水平高。截至2022年三季报，前十大股东合计持股48.23%，第一大股东即实际控制人是董事长陈庆堂先生，其直接持股19.85%，通过福建天马投资发展有限公司间接持股12.46%，合计持股32.31%。董事长陈庆堂先生水产技术出身，博士学历，毕业后在福建、广东、海南一带做一线销售，早年便对特种水产饲料行业的发展形成前瞻性判断，并于2001年和8名创始合伙人一同成立天马水产饲料有限公司，深耕渔牧产业三十余载，带领公司发展成为特种水产集团化龙头企业。

图3: 公司股权结构 (截至2022年三季报)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

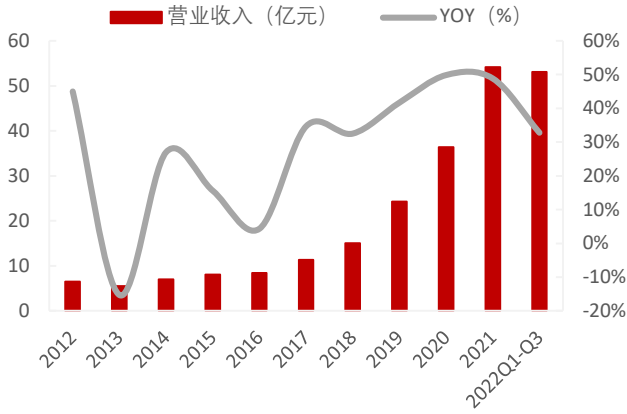
1.2 饲料主业稳健增长，鳊鱼养殖盈利突出

公司营收保持稳健增长，鳊鱼养殖助力业绩高增。2017年上市以来，公司在国内外市场快速开发鳊鱼饲料新客户，并将业务范围拓展至畜禽饲料和养殖板块，近几年营收保持良好增速。盈利方面，公司在2018年推行“十条鱼”发展战略，各项费用投入增加，导致归母净利润下滑明显，2019年公司收购华龙集团进军畜禽饲料，畜禽饲料毛利率较低，行业竞争加剧，成本上涨，公司盈利持续下滑。2020年之后，受益于饲料销量持续增长，以及各项费用改善，公司归母净利润恢复增长。2022年公司前三季度实现营收53.12亿元，同比增长32.80%，收入增长主要系：①鳊鱼养殖业务产能释放且市场景气度高；②龙岩鑫华港饲料有限公司等六家收购公司并表带来收入；③特种水产饲料、畜禽饲料销售收入

增加。前三季度实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 187.26%，盈利增长主要系鳗鱼养殖释放利润。

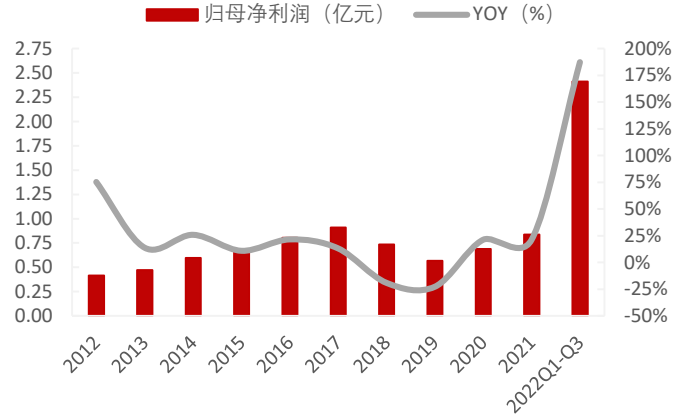
饲料产品仍贡献主要营收和毛利。公司在 2019 年收购华龙集团进军畜禽饲料板块，畜禽饲料开始贡献收入和毛利；2022 年鳗鱼养殖迎来产能释放，大幅贡献收入。截至三季度末，公司饲料业务实现销售收入 44.68 亿元，同比增长 23.91%，占全部营收的 84.11%，其中特水饲料收入 14.34 亿元，占比 27.00%，畜禽饲料收入占比 57.12%。养殖业务前三季度实现销售收入 5.05 亿元，其中鳗鱼养殖收入 4.94 亿元，占全部营收的 9.30%。

图4：公司收入保持高速增长



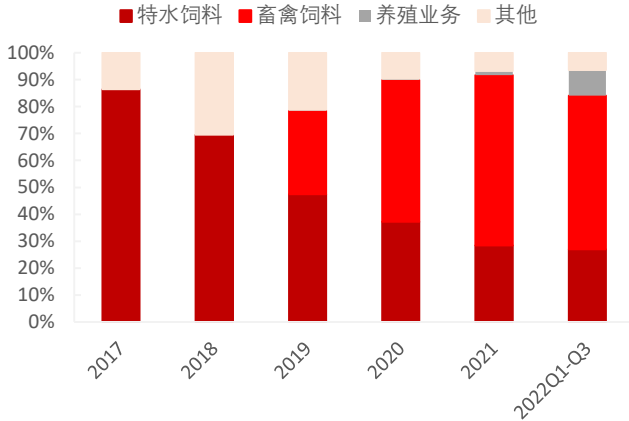
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：公司 2022 年归母净利润快速提升



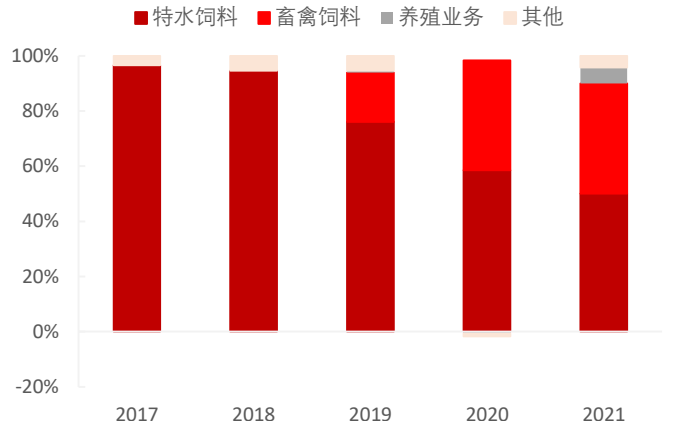
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6：公司收入结构 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

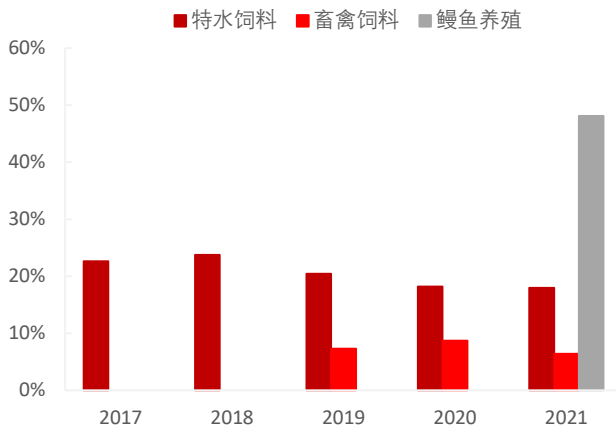
图7：公司毛利结构 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

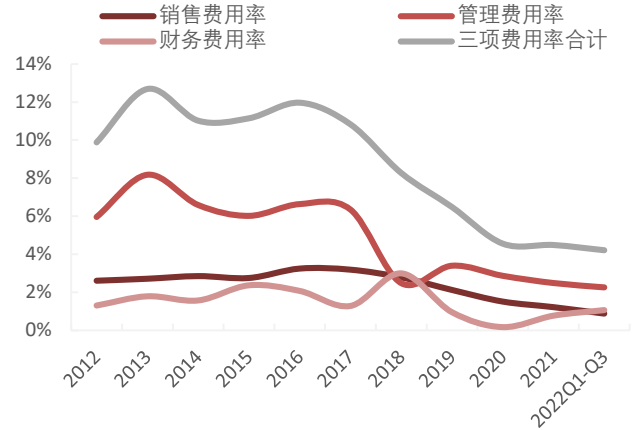
鳗鱼养殖带动盈利能力回升。畜禽饲料毛利率相比特水饲料明显偏低，加上进口鱼粉原料成本上升拖累特水饲料毛利，以及费用投入增加，公司 2019 年整体盈利能力下降明显，之后 2 年维持在低位震荡。自 2021 年四季度起，公司鳗鱼养殖开始陆续出鱼，鳗鱼养殖业务毛利率较高，产能释放带动公司整体盈利能力显著提升。截至 2022 年三季度末，公司毛利率为 12.36%，同比提升 1.89pcts；净利率为 5.11%，同比提升 2.09%；加权平均净资产收益率为 12.23%，同比提升 6.16pcts。

图8: 公司鳗鱼养殖业务毛利率较高(%)



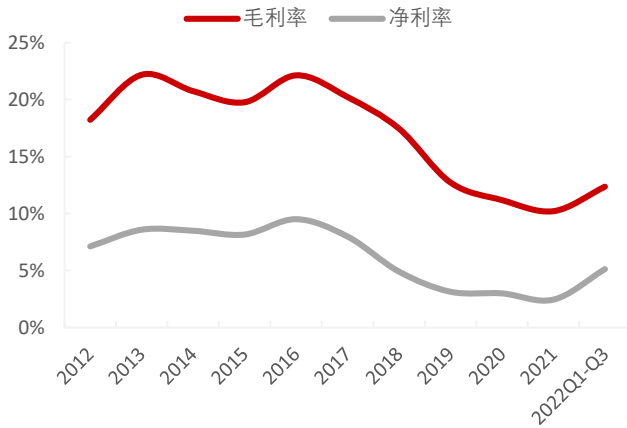
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图9: 公司近几年费用率有所改善(%)



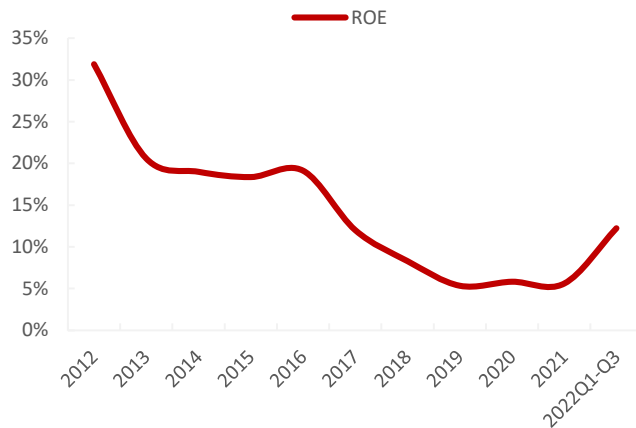
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图10: 公司毛利率和净利率(%)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图11: 公司净资产收益率(%)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2 特水饲料: 消费升级赋能特水料, 公司市场份额持续提升

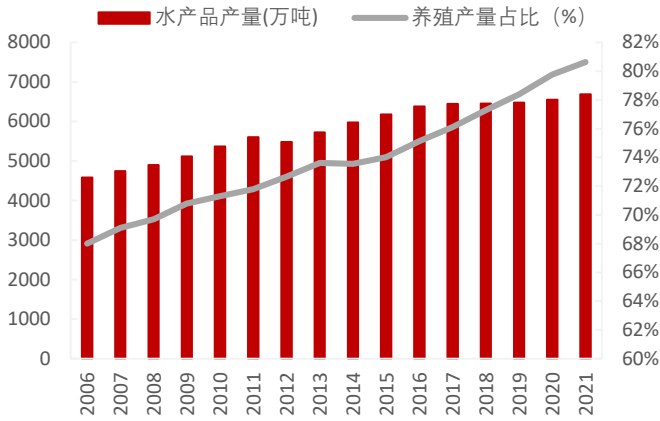
2.1 行业: 需求快速增长, 潜在空间巨大

2.1.1 消费升级带动特种水产需求提升, 特水饲料行业快速发展

国内水产品产量稳定增长, 养殖占比超过 80%。水产品具有高蛋白、易消化吸收、EPA 和 DHA 等不饱和脂肪酸含量高等优点, 随着居民生活水平不断提高, 对水产品的需求量持续上升。根据国家统计局数据显示, 2021 年中国水产品总产量为 6690.29 万吨, 相比 2006 年增长 45.96%, 2006-2021 年复合增速为 2.55%, 始终保持稳定增长。从供给方式来看, 因水域环境污染、过渡捕捞等原因, 可直接捕捞的水产品资源日益减少, 不断增长的水产品消费需求逐渐依赖人工养殖。2021 年养殖水产品产量 5394.41 万吨, 同比增长 3.26%, 占水产品总产量的 80.63%, 较 2006 年提升 12.63 个百分点。

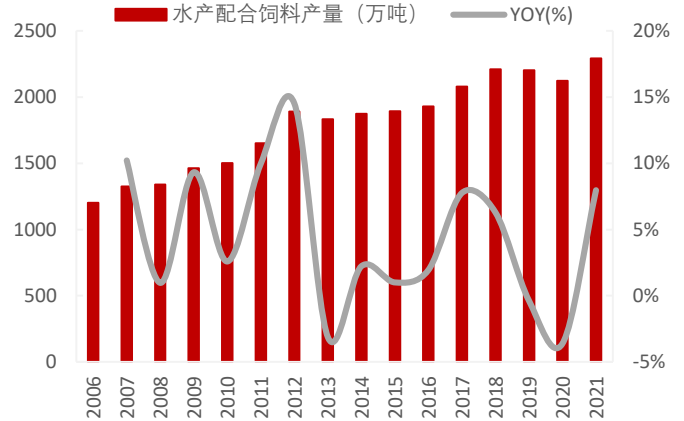
水产配合饲料产量持续增长。作为水产养殖业发展的物质基础, 上游水产配合饲料行业随养殖规模的不断增长得以高速发展。根据饲料工业协会数据显示, 2021 年全国水产配合饲料产量为 2293 万吨, 相较于 2006 年增长 90.61%, 2006-2021 年复合增速为 4.39%。

图12: 中国水产品产量(万吨)



资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

图13: 水产配合饲料产量(万吨)

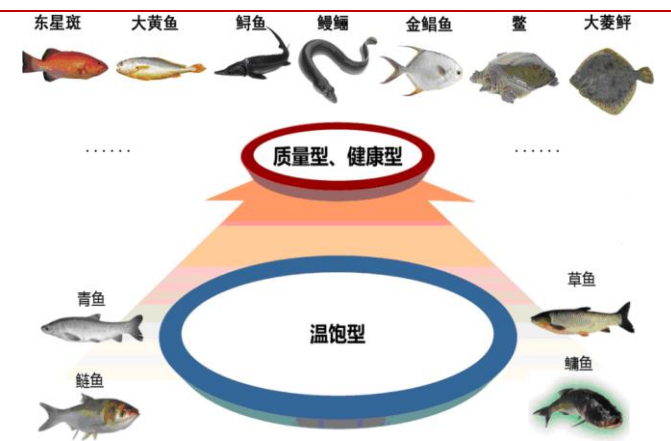


资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

消费升级促进特种水产养殖业兴起。国内居民收入水平的提高和生活方式的转变,促进水产品需求由“温饱型”的传统家鱼(青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼)逐渐向鳊鱼、大黄鱼为代表的“质量型、健康型”特种水产升级,国内特种水产养殖业应运而生,目前已在华东、华南、华中、西南等地形成较为稳定的养殖产业带。根据中国渔业统计年鉴数据显示,2009-2020年特种水产产量增速明显高于大宗家鱼类,特种水产中鲈鱼、鳊鱼、大黄鱼、石斑鱼和小龙虾产量的CAGR均达12%以上,而青鱼、草鱼等大宗鱼类产量的CAGR均低于6%;从水产养殖产量结构来看,2020年特种水产产量占比为25.7%,较2009年提升5.2个百分点。

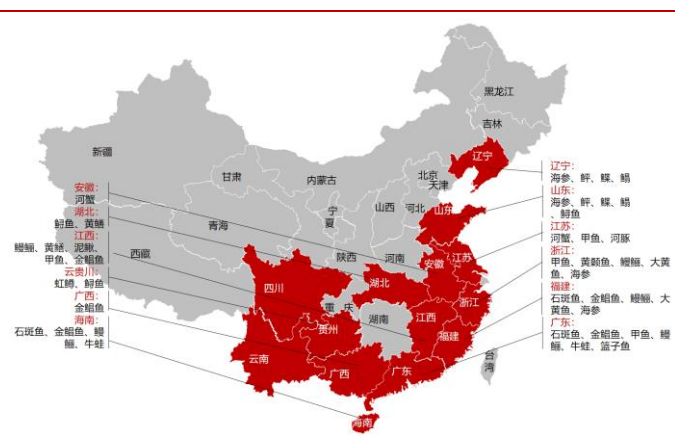
特种水产配合饲料行业快速发展。下游特种水产养殖业的兴起带动了特种水产配合饲料市场蓬勃发展,根据饲料工业协会数据显示,2021年国内特种水产配合饲料产量为220.8万吨,相较于2006年增长194.3%,2006-2021年复合增速为7.46%,明显高于同期水产配合饲料行业4.39%的增速。从产品结构来看,2018年海水鱼饲料、鳖饲料、鳊鱼饲料占主要组成部分,合计在全国特种饲料产量中占比近80%。

图14: 消费升级促进特水产品需求



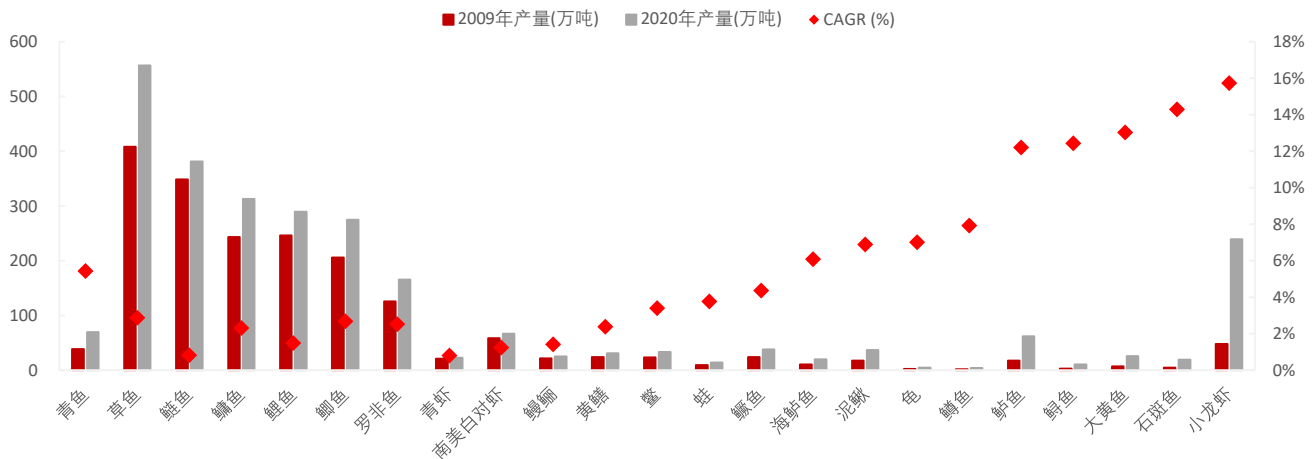
资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

图15: 特种水产养殖带分布图



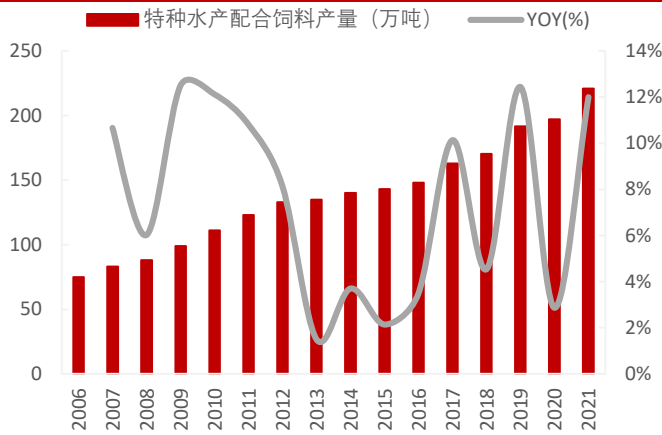
资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

图16: 特种水产品产量增速高于传统家鱼(左侧青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼为四大家鱼)



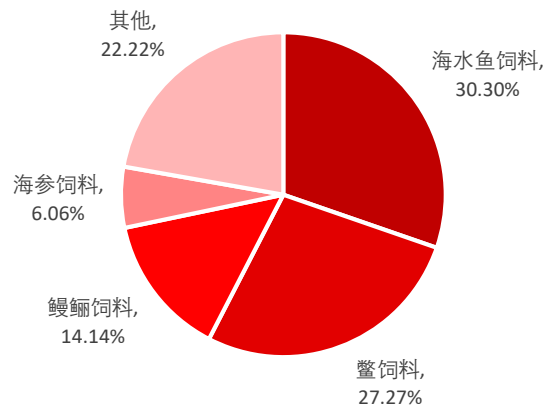
资料来源: 中国渔业统计年鉴、浙商证券研究所

图17: 特种水产配合饲料产量(万吨)



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

图18: 2018年特种水产配合饲料产品结构



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

2.1.2 养殖规模扩大叠加养殖方式转变, 特水饲料增量空间广阔

需求提升推动养殖规模扩大, 奠定特水饲料增长基础。国内居民水产品消费量不断增长, 根据国家统计局数据显示, 2020年全国居民平均水产品消费量达14.2公斤, 较2013年增长36.27%。相比于全球平均消费量, 我国人均消费量还处于较低水平, 据FAO发布的《2022世界渔业和水产养殖状况》报告显示, 2020年全球人均水产品消费量已经增长至20.2公斤, 远高于国内同期13.88公斤的消费量, 我们认为伴随消费升级, 国内营养价值更高的特种水产品消费需求还有很大增长空间。供给方式上, 国内形成规模化养殖的特种水产种类并不多, 尤其海水鱼类长期以捕捞为主, 2020年我国海水鱼类中养殖产量占比仅21.24%, 目前仅大黄鱼、石斑鱼等鱼类实现了从捕捞到规模化养殖的转变, 未来更多特种海水经济动物实现规模化养殖, 将带动特种水产配合饲料行业进一步扩容。

养殖方式上配合饲料替代冰鲜杂鱼势在必行, 特水饲料渗透率提升空间可想象。特种水产食性多为肉食性或偏肉食性, 传统投喂冰鲜杂鱼的养殖方式, 一方面容易排放大量的氮、磷, 造成海域污染和富营养化; 另一方面容易导致养殖动物发生疾病, 增加药品使用, 造成水体污染和水产品安全等问题。因此采用配合饲料替代传统的冰鲜杂鱼势在必行, 根据农业部制定的《饲料工业“十五”计划和2015年远景目标规划》, 我国水产配合饲料目标普及率为45%, 目前主要特种水产中, 鳊鱼、鳙鱼、鳖、乌龟、鲟鱼的饲料普及率均高达88%以上, 而海参、鲍鱼、大黄鱼等水产品类的饲料普及率不足30%, 整体渗透

率较低，随着传统水产养殖方式逐步向高效、环保的饲料投喂转变，特种水产配合饲料渗透率有望持续提升。

图19: 居民人均水产品消费量保持稳定增长(公斤)



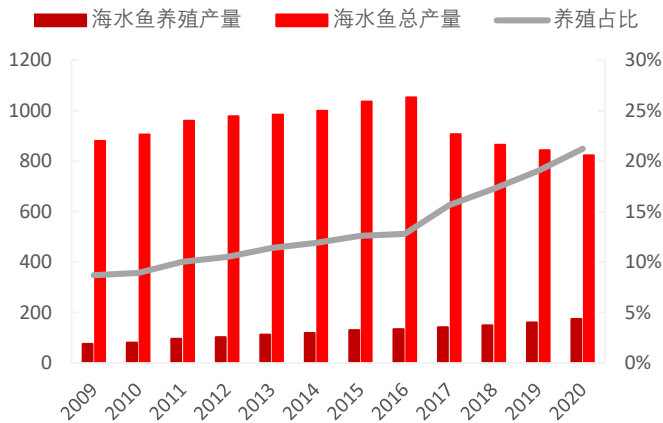
资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

图20: 养殖投喂模式对比



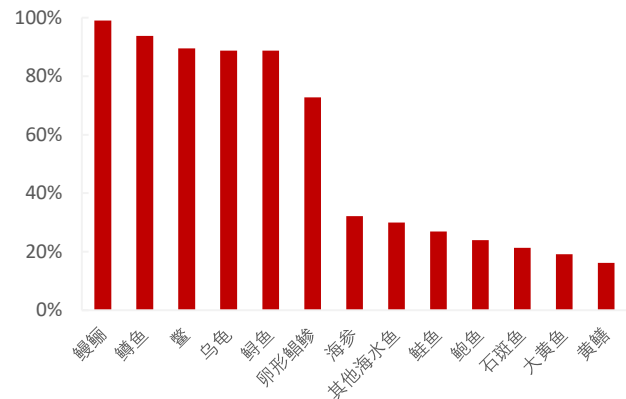
资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

图21: 海水鱼类中养殖产量占比并不高(万吨)



资料来源: 中国渔业统计年鉴、浙商证券研究所

图22: 中国主要特种水产饲料普及率 (%)



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

2.2 公司: 深耕特水饲料, 市场份额有望持续提升

2.2.1 特水饲料稳健发展, 产品矩阵日渐丰富

公司特水饲料销量屡创新高, 市占率稳步提升。公司是国内特种水产饲料行业龙头, 拥有 6 大类配合饲料核心产品系列、各类细分产品 30 余种, 完整涵盖水产从种苗期至养成期的全生长周期, 特水饲料销量实现稳步增长, 2022 年前三季度公司实现销量 15.54 万吨, 同比增长 21.25%, 2021 年公司特水饲料市占率已达到 7.95%, 相较于 2012 年提升 4.25 个百分点。

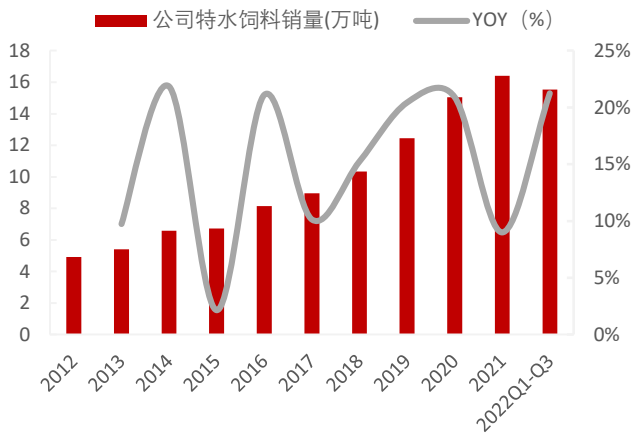
鳗鲡饲料优势突出。根据公告, 公司鳗鱼配合饲料近几年销量始终保持全球首位, 大黄鱼、石斑鱼、鲟鱼等多种饲料产品的市场占有率名列前茅, 截至 2019H1, 公司鳗鲡料和鳖料合计销量占全部特水饲料销量的 33.85%, 毛利率常年高于其他品类。

图23: 公司 6 大特水饲料产品系列



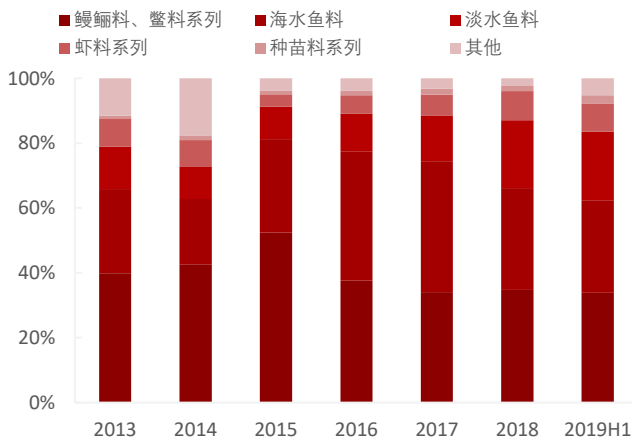
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图24: 公司特水饲料销量稳步增长



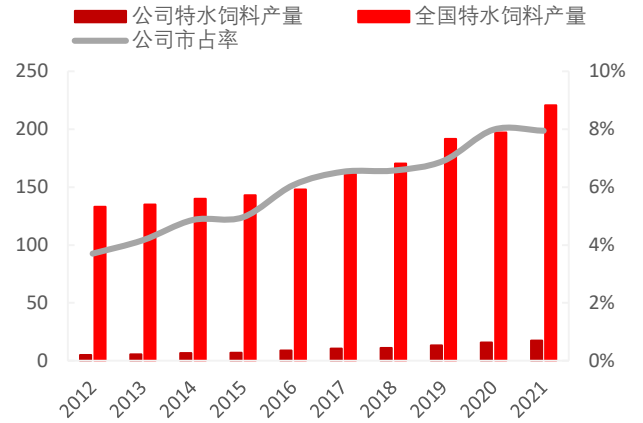
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图26: 公司特水饲料产品结构 (%)



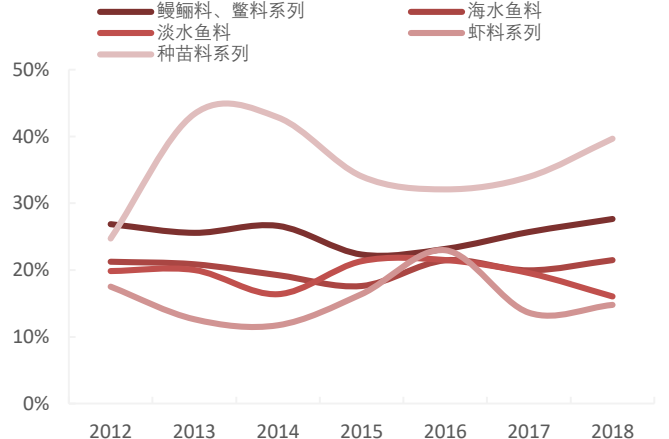
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图25: 公司特水饲料市占率稳步提升 (万吨)



资料来源: 公司公告、中国饲料工业年鉴、浙商证券研究所

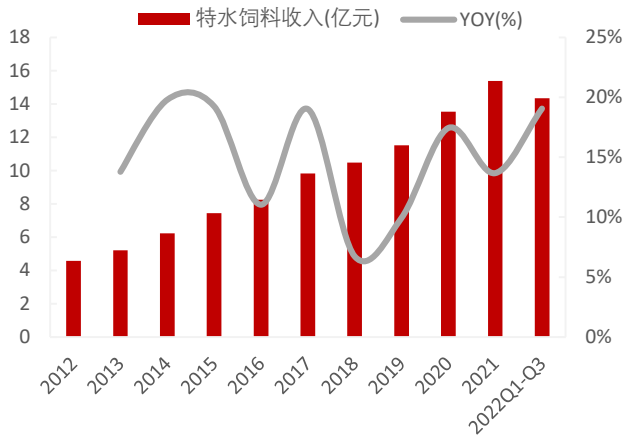
图27: 公司各类特水饲料毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

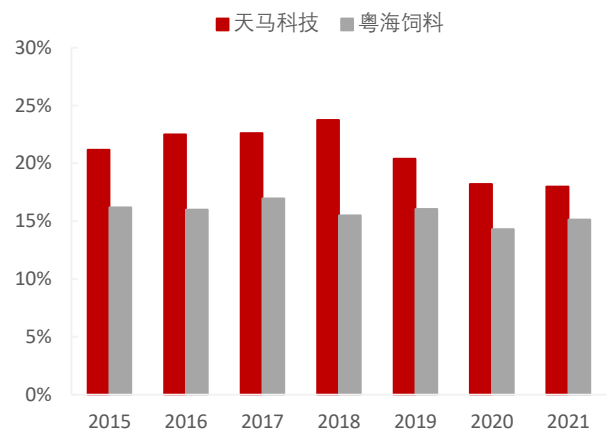
特水饲料销售收入稳定增长，毛利率行业领先。2022 年前三季度，公司特水饲料实现销售收入 14.34 亿元，同比增长 19.07%。特水饲料主要原材料鱼粉、豆粕多依赖进口，公司根据全年饲料生产需求及多年的采购经验及策略，适时采购并储备较大数量的鱼粉及其他原材料库存，控制鱼粉及其他原材料采购成本，降低特水饲料盈利能力波动，毛利率常年高于竞争对手。

图28: 公司特水饲料收入稳定增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图29: 公司特水饲料毛利率高于竞争对手



资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所

全力推进“十条鱼”战略，打造全球最大特水饲料供应商。2018年起，公司大力推行特水饲料业务的“十条鱼”战略，力求中短期内实现鳗鱼、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟鳖、种苗、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参十个特水饲料细分产品的产销量全国领先。同时，积极研发饲料新产品和改良现有产品，长期目标是成为世界最大的特水饲料供应商。

特水饲料产能持续扩张，目前实际产能达30万吨。公司在上市之前便建成12.72万吨特水饲料产能，上市之后，相继通过IPO、可转债募集的资金以及自有资金建设特水饲料生产项目，根据公司公告，截至2022年10月份，公司特水饲料总设计产能约50万吨，实际产能约30万吨。公司中短期目标是达到实际50万吨的特种水产配合饲料生产能力，未来特水饲料市场份额有望进一步提升。

表1: 公司特水饲料产能建设情况

项目	生产线/产品	年产能(万吨)	总投资额(亿元)	投产时间	资金来源
特种水产配合饲料生产项目(一期)	粉状料(4条)	5.28		2001	自有资金
	膨化料(3条)	4.56		2005	
	颗粒料(2条)	2.88		2005	
特种水产配合饲料生产项目(二期)	成体饲料-颗粒配合饲料	2.88	30.87	2017	2017年IPO
	成体饲料-膨化配合饲料	6.34			
	幼龄饲料-膨化配合饲料	1.92			
	种苗早期配合饲料	0.57			
特种水产配合饲料生产项目(三期)	种苗料	0.77	4.41	2021年底工程进度94.39%	2018年可转债
	海参配合饲料	2.16			
	鲍鱼配合饲料	0.96			
	高端膨化配合饲料	2.38			
饲料高新技术产业项目	特水饲料	14.00	2.88	2021年底工程进度47.42%	自有资金

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表2: 公司特水饲料产能情况

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2021
设计产能(万吨)	11.60	12.72	12.72	24.44	24.44	24.44	42.00
实际产能(万吨)	6.85	7.57	7.57	13.45	13.45	13.45	24.00
总产量(万吨)	6.81	7.09	8.99	10.65	11.20	13.23	17.60
实际产能利用率(%)	99.30%	93.63%	118.70%	79.16%	83.27%	98.38%	73.33%
总销量(万吨)	6.55	6.74	8.41	10.01	10.33	12.44	16.40
产销率(%)	96.26%	95.04%	93.59%	94.03%	92.25%	94.03%	93.18%

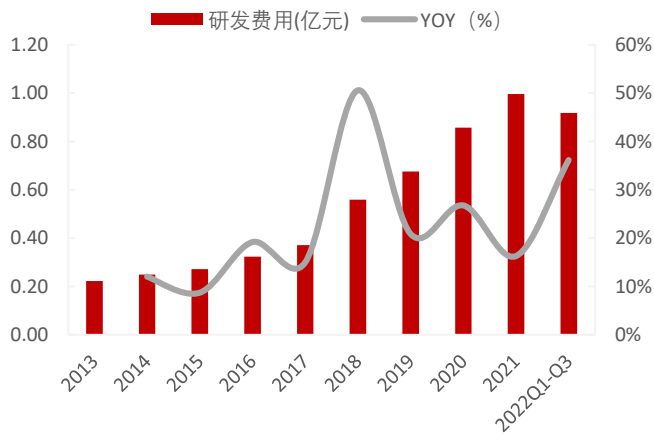
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所。注:2020年产能情况未披露。

2.2.2 专注研发创新，持续提升产品竞争力

研发费用率和研发人员占比均领先行业。特水饲料行业是以技术研发实力为核心竞争力的高科技领域，公司推进“十条鱼”战略以来，研发投入力度不断加大，2022年前三季度，公司研发费用达0.92亿，同比增长36.17%，研发费用率1.73%。2015-2021年，公司研发费用复合增长率高达28.7%，研发费用率始终处于行业领先水平。公司加强与高校的产学研合作，加大不同学科人员构成的研发团队建设，研发人员数量持续增加，研发人员占比同样位于行业领先地位。

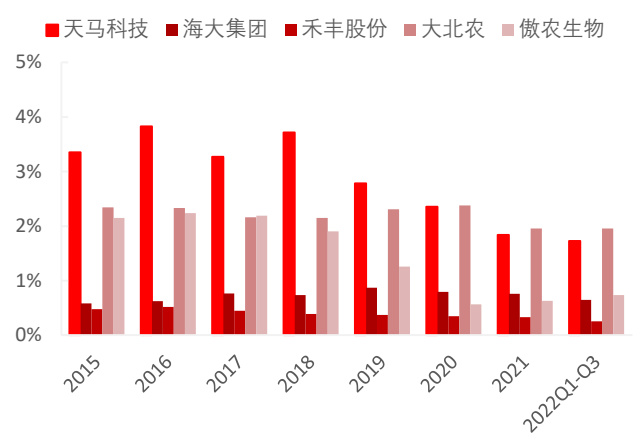
多款饲料产品技术水平行业领先。持续的研发投入和强大的研发团队帮助公司饲料产品达成多项成就。截至2022年6月30日，公司已获得专利63项、主持或修订各级标准12个、省市级科技进步奖24项，攻克多项特水饲料行业关键共性技术难题，大黄鱼配合饲料、种苗微粒子配合饲料技术等均处行业领先水平；自主研发的玻璃鳗配合饲料等技术解决了我国养鳗业长期使用红虫带来的水环境污染问题，填补了国内空白；种苗早期配合饲料一举打破日、韩等国的技术垄断。强大的研发创新能力是公司稳固特水饲料龙头地位的关键因素。

图30: 公司研发费用持续增加



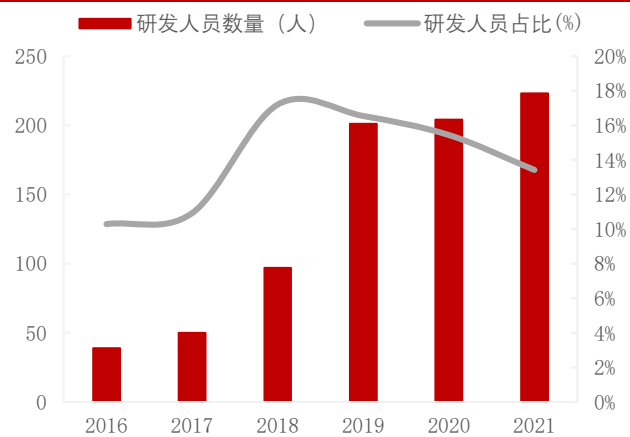
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图31: 公司研发费用率行业领先



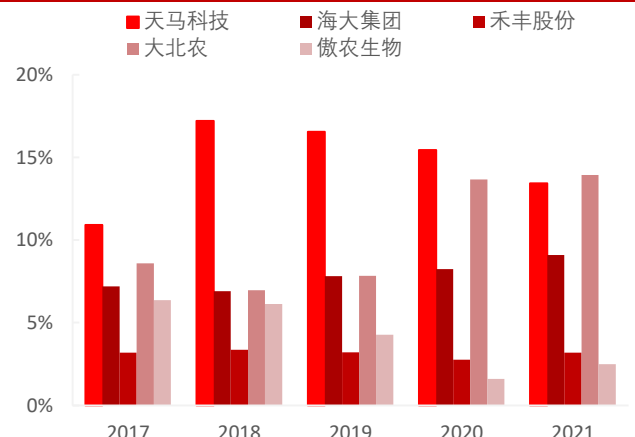
资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所

图32: 公司研发人员数量与占比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图33: 公司研发人员占比行业领先



资料来源: 各公司公告、浙商证券研究所

表3: 公司主要产品技术水平

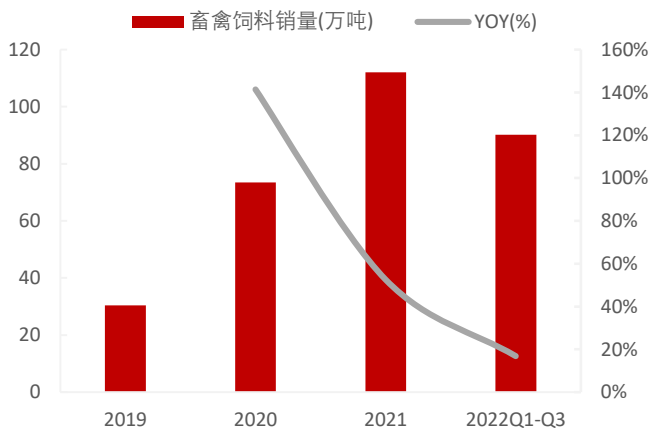
产品	产品技术水平
鳊鲮配合饲料	总体技术水平全国领先, 其中鳊鲮无公害膨化浮性颗粒饲料、高效花鳊鲮专用配合饲料分别被列为国家火炬计划项目、国家星火计划项目, 已获5项发明专利授权, 参与修订《鳊鲮配合饲料》行业标准并获省级奖项
鳖配合饲料	中华鳖系列配合饲料已获得3项发明专利授权, 制定《中华鳖配合饲料》国家标准
大黄鱼配合饲料	已获3项发明专利授权, 制定《大黄鱼配合饲料》国家标准
种苗期配合饲料	已获6项发明专利授权, 制定《玻璃鳊配合饲料》地方标准并获省级二等奖
金鲳配合饲料	已获1项发明专利授权, 制定《金鲳配合饲料》地方标准
虾类配合饲料	已获3项发明专利授权, 成功开发安全高效环保的EP全熟化系列虾料
石斑鱼配合饲料	已获1项发明专利授权, 较欧洲、日本进口的同类产品技术和质量方面更具优势
鲍鱼配合饲料	自主研发产品工艺技术与配合饲料配方技术
海参配合饲料	自主研发产品工艺技术与配合饲料配方技术
加州鲈配合饲料	攻克饲料低淀粉加工工艺技术
猪配合饲料	猪用饲料配制技术国内领先, 主持制定《猪用氨基酸平衡型低蛋白配合饲料》地方标准, 研发《多功能复合型无公害猪添加剂预混料》获得省级奖项
鸭配合饲料	参与《优质肉鸭种业创新与生态养殖产业化工程建设》项目, 获省科学技术进步二等奖和神农福建农业科技奖二等奖
鸡配合饲料	有效解决肉鸡养殖的球虫病, 取得抗病营养配制技术的突破性成效

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.2.3 外延布局畜禽饲料, 产销量稳步增长

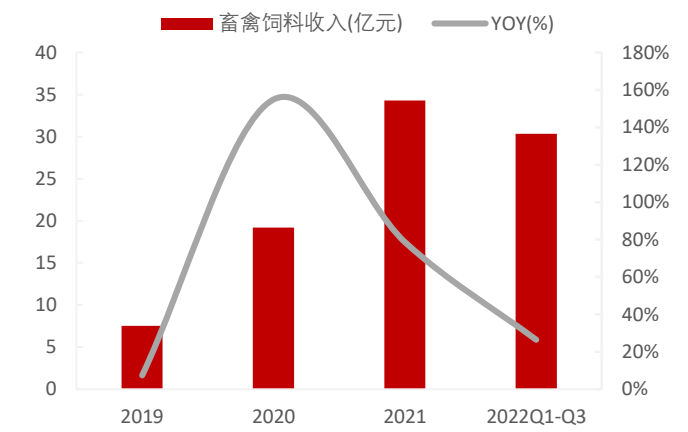
并购涉足畜禽饲料领域, 产销量稳定增长。公司于2019年收购深耕饲料三十年的华龙集团, 将业务拓展至畜禽饲料, 2021年通过华龙集团控股子公司华龙生物成功收购龙岩鑫华港、南平鑫华港等6家公司, 目前畜禽饲料产销量位列福建第一梯队。2022年前三季度, 公司销售畜禽饲料90.14万吨, 同比增长16.82%, 实现销售收入30.34亿元, 同比增长26.33%。根据公告, 公司目前设计畜禽饲料产能约180万吨, 实际产能约150万吨, 下一步将积极向省外拓展, 稳步推进全国布局的战略规划。

图34: 公司畜禽饲料销量稳步增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图35: 公司畜禽饲料收入持续增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3 鳊鱼养殖: 布局鳊鱼全产业链, 深化国鳊品牌

3.1 行业: 产量稳步提升, 国内外需求共振

3.1.1 鳊苗依赖天然捕捞, 鳊鱼产量稳步提升

鳊鱼肉质鲜美、营养丰富。鳊鱼, 别名鳊鲮, 是一种具有洄游属性的鱼类, 产于咸淡水交界海域, 包含日本鳊、美洲鳊、欧洲鳊、花鳊鲮等19个品种, 国内主要养殖日本鳊和美洲鳊。根据中国鳊鱼网信息, 鳊鱼含肉率达84%, 肉质细腻鲜美, 含有丰富的DHA、

EPA、维生素、胶原蛋白、不饱和脂肪酸等营养物质，具有预防心血管疾病、抗衰老、美容护肤等功效。

越小规格的鳗鱼价格越贵。鳗鱼重量术语一般“P数”表示，P相当于“条、尾”，每千克有多少条鳗鱼则为几P，例如：2P指的是1千克2条鳗鱼，P数越大代表单条鳗鱼的重量越小，目前市场上主要流通2P、2.5P、3P的规格鳗。由于国内养殖的鳗鱼大量出口日本，规格越小的鳗鱼肉质越嫩，更符合日式的吃法，因此价格越高。

表4：规格越小的鳗鱼价格越高（截至2022年11月11日）

规格	每千克鳗鱼条数	日本鳗价格(元/kg)	美洲鳗价格(元/kg)
1.5P	1kg1.5条鳗鱼	62	57
2P	1kg2条鳗鱼	72	62
2.5P	1kg2.5条鳗鱼	83	72
3P	1kg3条鳗鱼	92	82
4P	1kg4条鳗鱼	107	92

资料来源：中国鳗鱼网、浙商证券研究

表5：鳗鱼的营养价值

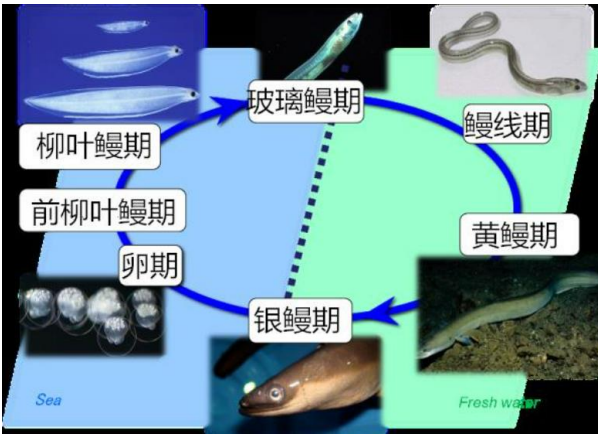
鳗鱼所含营养物质	功效
EPA、DHA	DHA和EPA俗称“脑黄金”，具有抗动脉硬化、抗血栓、预防心血管疾病、预防大脑功能衰退与老年疾病等重要价值，并能促进青少年大脑发育、增强记忆力；
鱼油、植物油	补充人体必需脂肪酸和氨基酸；
锌、多不饱和脂肪酸	防衰老和动脉硬化，具有美容养颜的护肤功效；
维生素A	每100g鳗鱼的维生素A含量近2500IU，约为中国成年人每日维生素A建议摄取量的50%，含量高比普通鱼类60倍、牛肉100倍、猪肉300倍；
维生素B1、维生素B2	有助于神经系统正常活动，促进神经系统脑细胞的正常发育和促进大脑的生长发育；
维生素E	鳗鱼的维生素E含量高比普通鱼类9倍，具有抗氧化、延缓衰老等滋润肌肤功效；
胶原蛋白	鳗鱼的皮、肉含有丰富的胶原蛋白，具有滋润皮肤、延缓衰老、美容养颜的作用；
磷脂	磷脂为脑细胞必需的营养素，对人体组织器官生长发育起到重要作用；
西河洛克蛋白	鳗鱼体内含有极为稀有的西河洛克蛋白，具有补充精力、强健身体的作用；

资料来源：中国鳗鱼网、浙商证券研究所

鳗苗难以人工繁育，供给完全依赖自然捕捞。根据鳗鱼网资料，以日本鳗为例，每年秋天成熟的雌鳗从东北亚的河川降海，回到马里亚纳海沟产卵后死亡，卵孵化之后随着北赤道洋流和黑潮向大陆长距离漂流，依次经历柳叶鳗、玻璃鳗形态，当进入河口水域后，玻璃鳗体内开始出现黑色素，进化成为鳗线，其中部分被渔民捕获上岸，送入育苗场，成为人工养殖鳗鱼的苗种，未被捕捉的鳗线继续溯游而上，进入河川生长为黄鳗，再经过5-6年生长，最终长成银鳗，再次降海回到马里亚纳海沟产卵。独特的产卵习性导致人工繁育鳗苗的难度大、成本高，无法实现商业化，目前全球鳗苗供给仍完全依赖于自然捕捞。

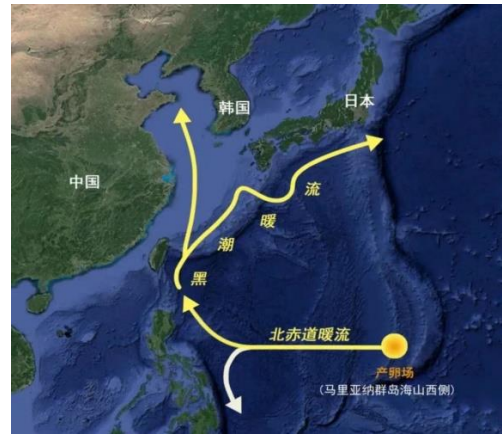
2022年国内日本鳗苗歉收严重，美洲鳗苗进口数量上升。受鳗苗资源量减少、气候变化加剧、水利垦殖项目破坏洄游河口等因素影响，东亚日本鳗苗捕捞量波动较大，自2019年起捕捞量持续减少。为保护鳗苗资源不被过度捕捞，上海、江苏等地加强了鳗苗捕捞管理，从严控制鳗苗捕捞许可证发放。2021年10月至2022年4月的捕捞季日本鳗苗再度歉收，东亚地区和中国分别入池鳗苗41.95、18.00吨，分别同比下降30.67%、40.00%。对此，国内加大了美洲鳗苗进口以填补空缺，2022年1-9月，中国鳗鱼苗进口数量为27.10吨，同比增长90.80%，进口金额和平均进口单价都大幅上升。

图36: 日本鳗鱼生长周期



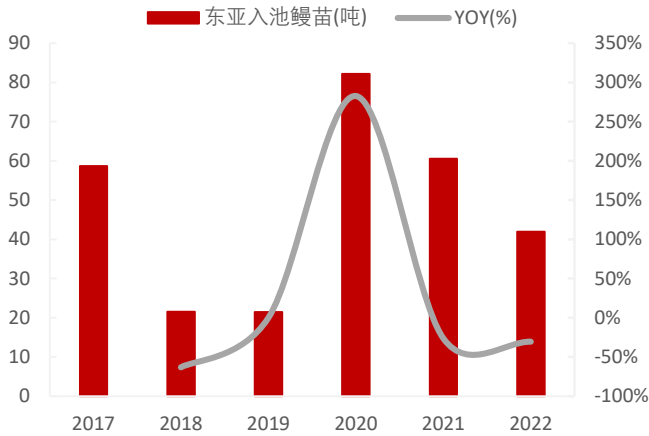
资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

图37: 日本鳗苗随北赤道洋流和黑潮游至东北亚地区



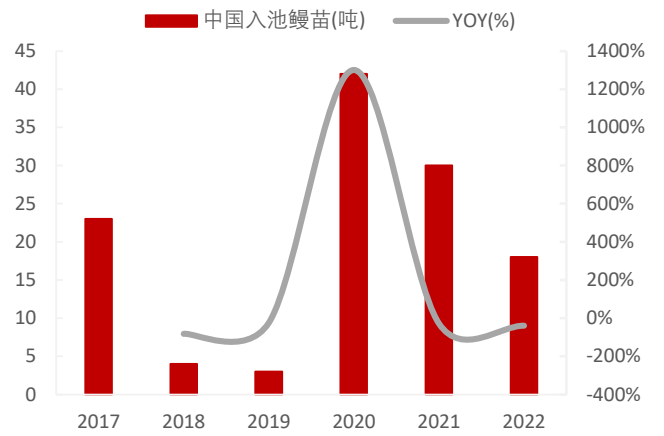
资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

图38: 2022年捕捞季东亚鳗苗入池苗量同比下降30.67%



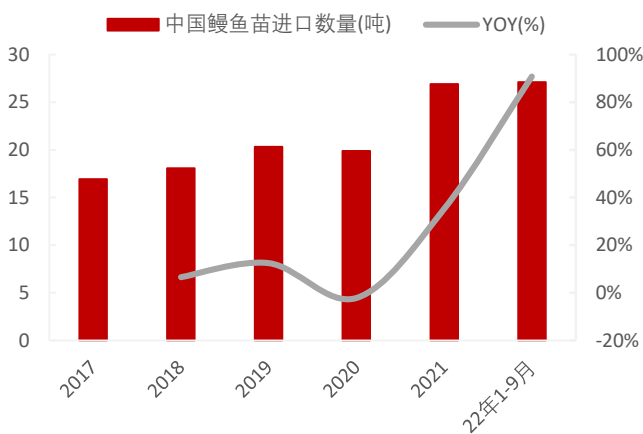
资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

图39: 2022年捕捞季中国入池鳗苗量同比下降40.00%



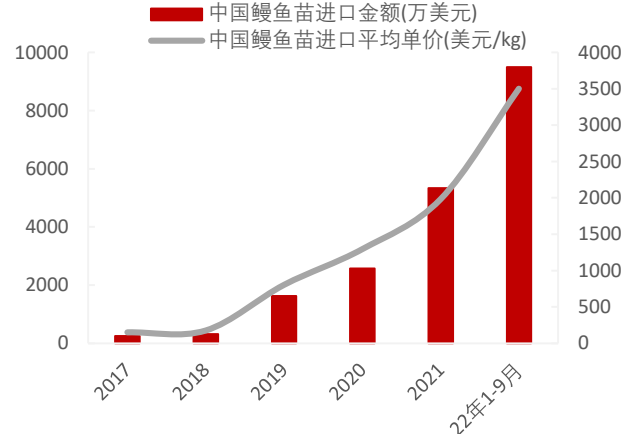
资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

图40: 22年1-9月中国鳗鱼苗进口数量同比增长90.80%



资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图41: 22年1-9月中国鳗鱼苗进口金额与均价大幅增长



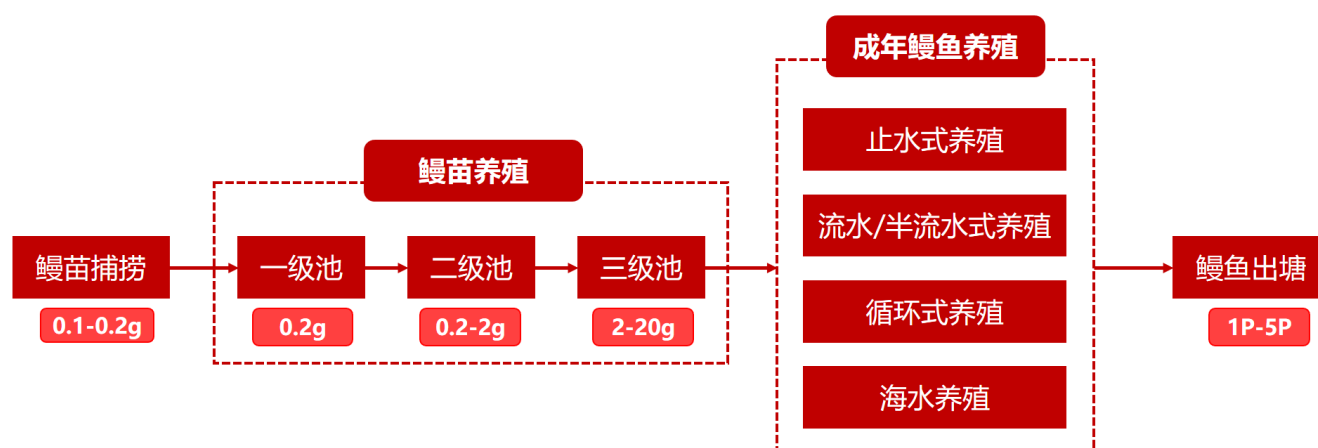
资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

鳗鱼养殖包括鳗苗养殖和成鳗养殖, 周期通常为 12-24 个月。每年 10 月至次年 4 月是鳗苗的捕捞季, 天然捕捞的鳗苗体重仅 0.1-0.2g, 需要经鳗苗养殖场分池培育成 10-20g 的鳗种。其中, 一级池用于鳗苗引食训练, 将鳗苗养至 0.2g, 二级池饲养 0.2-2.0g 鳗苗, 三

级池饲养 2-20g 鳗苗。大多数个体在饲养约 6 个月 after 长到 20g 左右，作为鳗种放入成年鳗鱼养殖场进行专养或混养，国内通常在 4 月至 7 月投鳗种，养殖 6 个月以上可陆续出鱼，根据不同订单对鳗鱼重量的消费需求选择合适的出塘时间，整体养殖周期约 12-24 个月。

我国鳗鱼养殖技术成熟，产量世界第一。中国拥有 40 多年的人工养殖鳗鱼的经验，现已形成具有鳗苗捕捞、幼苗培育、成年鳗养殖、饲料生产、鳗鱼加工与出口等各环节的完整产业链，根据鳗鱼网信息，活鳗养殖行业平均成活率达 80%-90%。目前，全球人工养殖鳗鱼产量约 28 万吨，其中日本鳗产量占比达 90% 以上。国内养殖的鳗鱼品种以日本鳗、美洲鳗为主，年产量占世界总产量超 80%，多年位于世界第一。2020 年，国内淡水养殖鳗鱼产量 25.07 万吨，同比增加 7.05%。产量结构来看，广东和福建省是鳗鱼养殖大省，2020 年二者合计养殖鳗鱼产量占全国产量 86.72%。

图42: 鳗鱼养殖流程



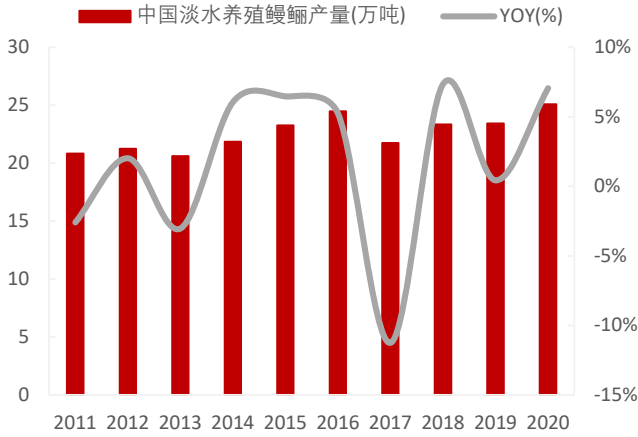
资料来源：中国鳗鱼网、浙商证券研究所

表6: 2011-2020 年世界主要鳗鱼品种产量 (吨)

国家及地区	鳗鱼品种	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国	日本鳗、美洲鳗	196832	193501	187298	198210	211129	210995	217263	233222	234223	250740
中国台湾	日本鳗	10521	2244	1904	1675	5187	4407	3665	4204	3521	1693
日本	日本鳗	22006	17377	14204	17627	20119	18907	20979	15111	17071	16887
韩国	日本鳗	7185	4259	5149	5631	9009	9836	11018	10550	10885	9691
阿尔及利亚	欧洲鳗	0	0	0	0	0	0	8	27	28	48
安哥拉	欧洲鳗	0	0	0	0	0	0	0	0	9	2
丹麦	欧洲鳗	354	400	712	789	514	500	270	226	456	626
德国	欧洲鳗	660	460	471	643	1147	1062	1202	1229	1202	1157
希腊	欧洲鳗	288	322	250	285	322	474	358	391	404	370
意大利	欧洲鳗	510	738	642	572	545	710	875	510	460	407
摩洛哥	欧洲鳗	68	80	340	350	280	282	274	260	243	240
挪威	欧洲鳗	2050	1800	2885	2335	2100	2100	2100	2150	2200	2040
西班牙	欧洲鳗	427	373	305	350	372	350	331	346	352	300
瑞典	欧洲鳗	90	93	92	64	104	117	105	99	97	93
突尼斯	欧洲鳗	3	2	3	2	1	3	3	6	4	4
合计		241890	222389	214257	228672	251554	250650	258779	268611	271155	284298

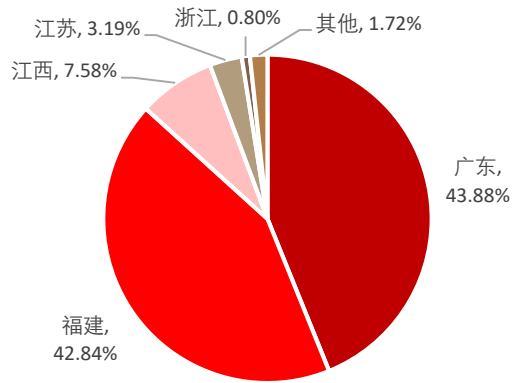
资料来源：FAO、浙商证券研究所

图43: 中国淡水养殖鳊鱼产量(万吨)



资料来源: 中国渔业统计年鉴、浙商证券研究所

图44: 2020年中国鳊鱼产量结构(%)

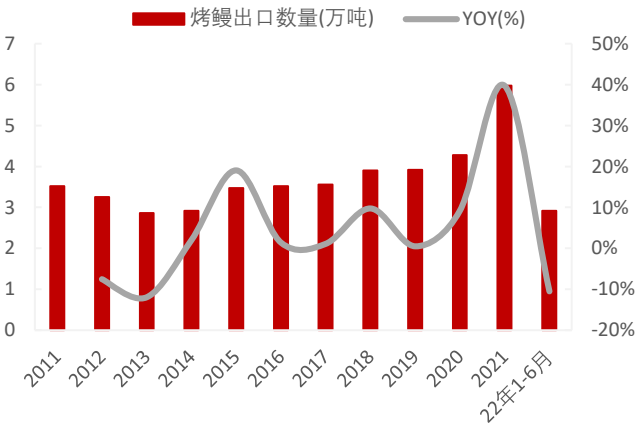


资料来源: 中国渔业统计年鉴、浙商证券研究所

3.1.2 海外消费需求修复, 本土鳊鱼消费兴起

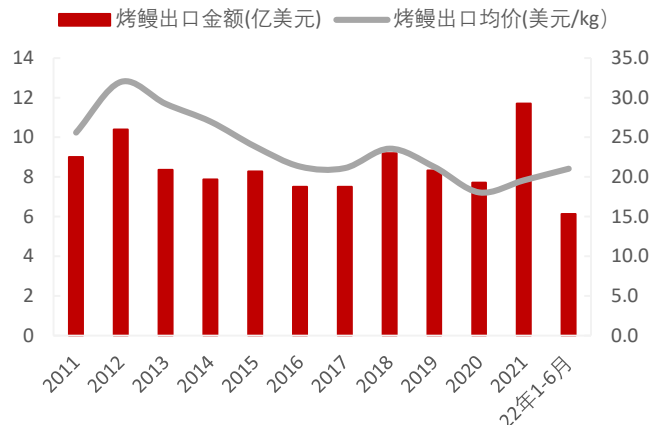
海外需求逐渐修复, 中国鳊鱼出口量价齐升。根据海关统计数据, 中国鳊鱼出口量占全球市场 95%以上, 烤鳊和活鳊是主要出口品类。伴随海外需求逐渐修复, 2021年烤鳊出口实现量利齐升, 2022年上半年烤鳊出口量小幅下滑, 但出口单价持续上涨。上半年烤鳊出口 2.92 万吨, 同比下降 10.56%, 出口金额 6.14 亿美元, 同比下降 3.2%, 但出口单价 21.03 元/kg, 较去年 12 月上涨 7.47%。日本和美国是烤鳊主要出口国家, 22 年上半年向日本出口的烤鳊占比高达 55.77%。2022 年上半年活鳊鱼出口数量、金额、均价均有所上涨, 出口占比仅次于烤鳊。

图45: 2022H1 烤鳊出口数量同比下降 10.56%



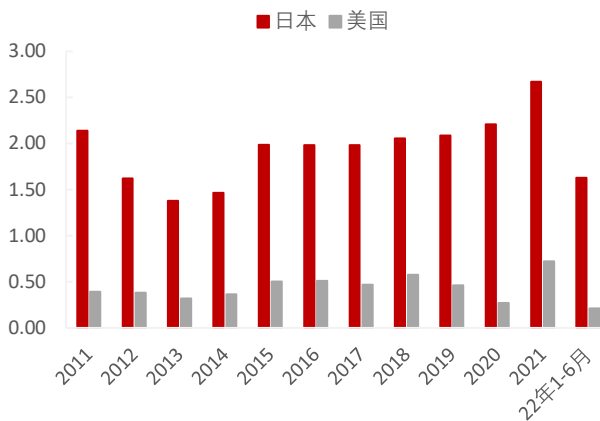
资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图46: 2022H1 烤鳊出口均价持续提升



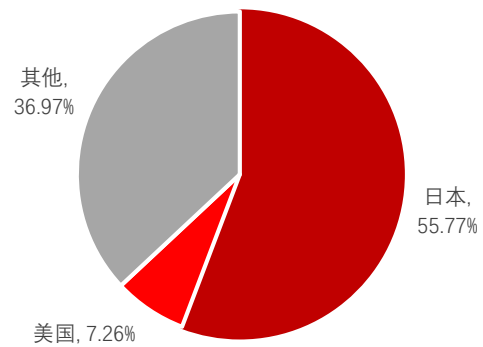
资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图47: 烤鳗向日本和美国的出口量(万吨)



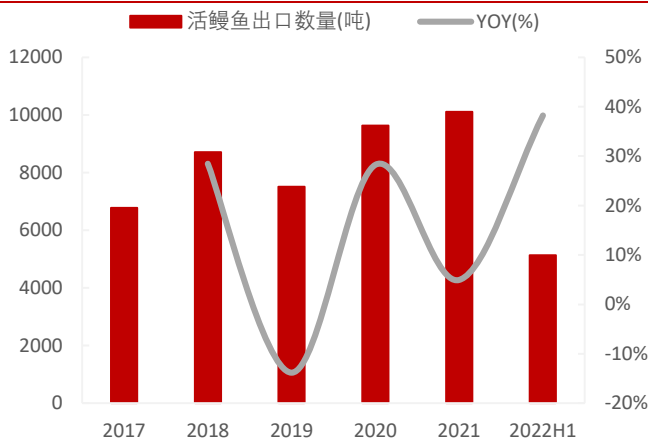
资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图48: 2022H1 中国烤鳗出口结构(%)



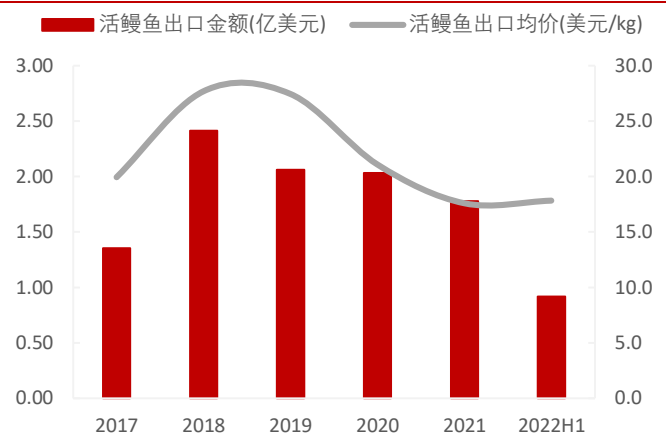
资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图49: 2022H1 中国活鳗出口数量同比增长 38.24%



资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

图50: 2022H1 中国活鳗出口金额与均价同比增长



资料来源: 海关统计数据、浙商证券研究所

鳗鱼消费本土化兴起, 国内市场快速增长。随着鳗鱼文化在国内推广、烹饪方式更加中餐化, 以及疫情以来出口转内销力度加大, 鳗鱼消费本土化逐渐兴起, 日料门店、外卖等鳗鱼消费场景不断扩大。根据美团数据, 2021年, 每月吃三次以上鳗鱼的消费者规模已超50万, 较2020年增长75%以上, 鳗鱼菜品种类已快速增长至6万多种, 较2019年增长66%, 美团鳗鱼类外卖订单同比增长37%以上, 其中50元以下的鳗鱼菜品订单总量同比增长30%。此外据中国渔业协会鳗业工作委员会数据统计, 当前国内烤鳗市场年需求量约2-3万吨, 每年保持20%左右的增速。我们认为随着鳗鱼消费本土化逐渐兴起, 国内鳗鱼市场规模或将持续扩大。

表7: 2021年美团平台鳗鱼消费相关指标

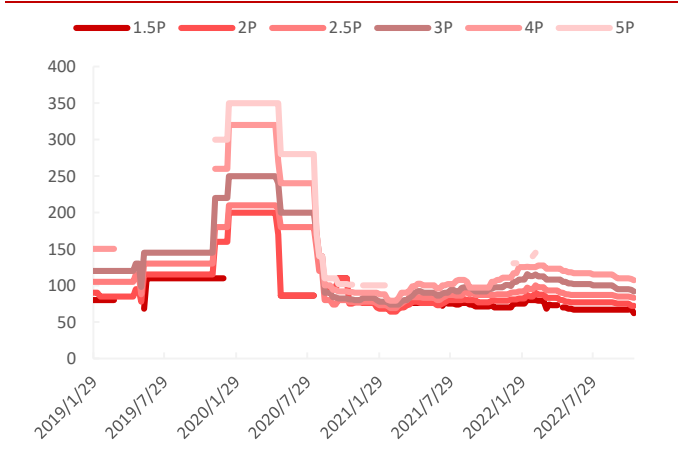
项目	2021年增长情况
消费者规模	2021年每月吃三次以上鳗鱼的消费者规模超50万, 同比2020年增长超75%;
菜品种类	2021年鳗鱼相关菜品种类超6万种, 比2020年增长20%, 比2019年增长66%;
餐饮商户	2021年鳗鱼相关餐饮商户数连续两年增幅超14%;
外卖订单	2021年美团平台鳗鱼类外卖订单同比增长超37%; 50元以下的鳗鱼菜品订单总量同比增长30%;

资料来源: 美团、浙商证券研究

消费修复叠加鳗苗供应偏低, 鳗鱼价格有望底部回升。如上文所讲, 鳗鱼从鳗苗到商品鳗的养殖期为12-24个月, 2018-2019年国内日本鳗鱼苗投放量持续下降, 导致2019年下半年日本鳗鱼歉收, 价格快速攀升。2020年二季度起, 新冠疫情导致鳗鱼出口订单大幅减少, 日本鳗与美洲鳗价格回落至低位, 后随海外需求逐渐恢复, 鳗鱼价格止跌企稳。我

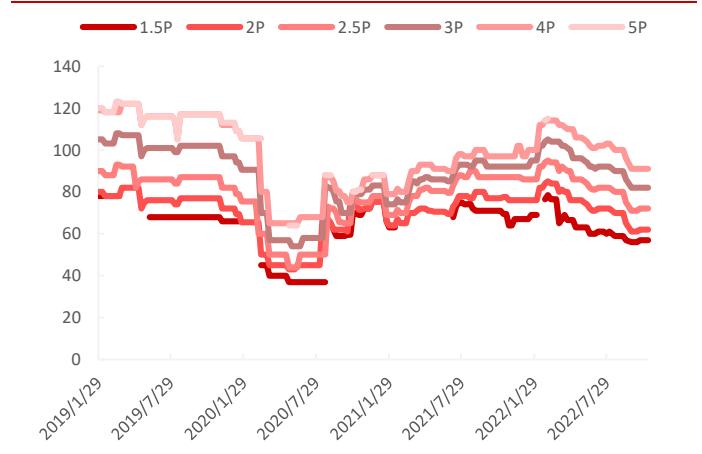
们认为 2021-2022 年国内鳗苗资源整体趋紧，意味着未来 1-2 年规格鳗出塘数量有限，加上国内外消费需求回暖，鳗鱼价格有望底部回升。

图51: 中国大陆日本鳗流通价格(元/kg)



资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

图52: 中国大陆美洲鳗流通价格(元/kg)



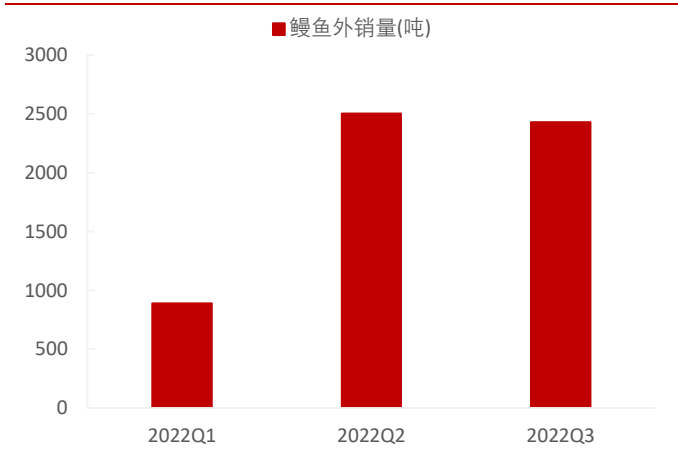
资料来源: 中国鳗鱼网、浙商证券研究所

3.2 布局鳗鱼全产业链，深化国鳗品牌

3.2.1 立足饲料优势，涉足鳗鱼养殖

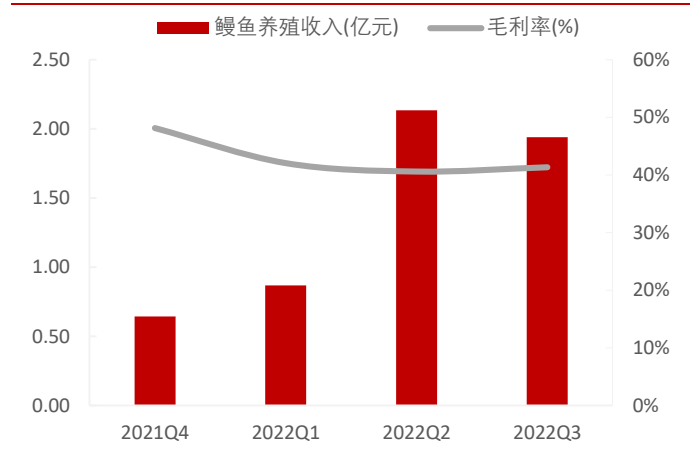
公司鳗鱼养殖业务发展迅速。公司 2020 年底开始投苗，2021 年四季度漳州诏安工厂化养殖基地与广东生态智慧养殖基地成功实现首批出鱼，2022 年公司鳗鱼养殖开始放量，前三季度公司对外销售商品鳗超 5800 万吨，实现销售收入 4.94 亿元，根据公告，今年四季度公司鳗鱼销售情况整体良好，全年有望突破 8000 吨的外销目标。公司鳗鱼养殖盈利能力相对稳定，毛利率基本维持在 40% 以上。

图53: 公司鳗鱼外销量



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图54: 公司鳗鱼养殖业务收入和毛利率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

与其他散户和中小型企业相比，公司鳗鱼养殖优势明显:

(1) **鳗苗供应稳定，有力保障出鱼量。**鳗苗受资源量、气候等因素影响，年捕捞量波动较大。公司主要养殖美洲鳗和日本鳗，美洲鳗苗进口方面，公司拥有国内最先进的鳗苗隔离场和大规模绿色环保养殖场，具有进口美洲鳗苗所需的农业农村部批文等资质，可与海地、多米尼加、加拿大等海外供应商直接对接；日本鳗苗方面，公司与福建、江苏等地日本鳗苗重要供应商已建立长期战略合作伙伴关系。同时，公司采用“现货采购+远期订单”模式，提前锁定优质鳗苗采购量，鳗苗供应稳定，有力保障出鱼量。

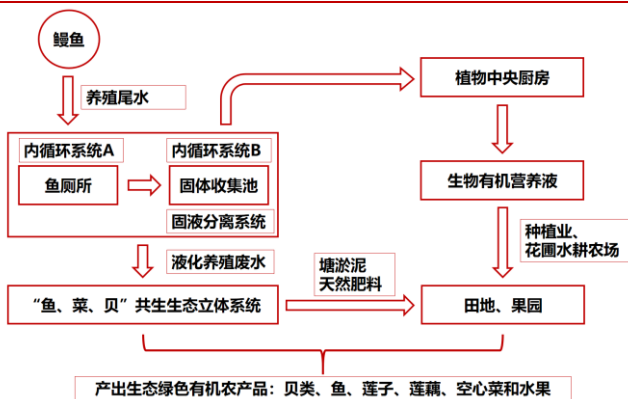
(2) **养殖技术领先，支撑规模发展。**公司养殖模式采用创新型生态内外双循环养殖水净化处理系统和鱼菜贝共生系统，实现鳗鱼养殖成活率、生长速率和饵料效率的行业领先。

先,有力支撑规模发展。下图展示了公司主推的鳊鱼水泥池生态循环水养殖模式,水泥池底部污水经过排污池(池里放养胡子鲇、白鲢、花鲢等)、沉淀过滤池采用物理、化学(水质改良剂等)特别是生物措施(硝化细菌、反硝化细菌、芽孢杆菌等)处理后再抽回添加,实现池水不断微循环流动,以此来构建和维护水泥池养殖水体的生态系统,以实现池塘水质的自我净化,同时又有有效抑制病菌和寄生虫的暴发。根据公告,目前公司的鳊鱼养殖存活率已达 90%-95%,高出行业平均水平约 10 个百分点。

(3) 规模效应凸显,有效降低成本。根据公告,公司鳊鱼养殖全部由全资子公司养殖,没有与农户合作经营,可减少养殖费用。养殖基地现已具有规模效应,平均用工人数约为个体养殖户的 1/2,并且清洁能源成本仅为传统燃煤的 1/3。

(4) 全产业链优势赋能。上游饲料端,公司鳊鱼饲料销量多年稳居全球首位,稳定满足鳊鱼养殖的饲料需求;下游建立自己的烤鳊厂,不仅能够提升产品附加值,还可以有效平滑鳊鱼价格大幅波动的风险。

图55: 公司工厂化循环水生态养殖模式



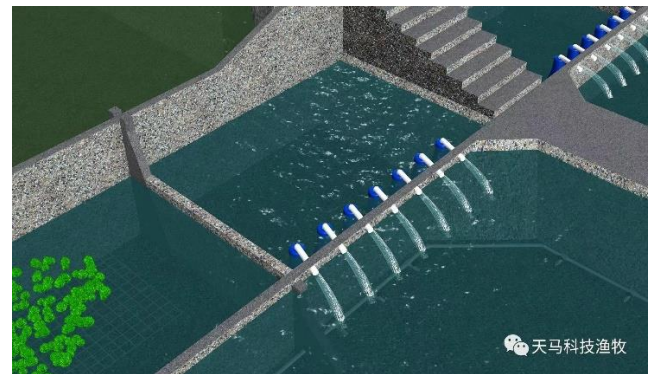
资料来源:公司公告、浙商证券研究所

图57: 公司水泥池工厂养殖生物+物理水质改良模式模拟图



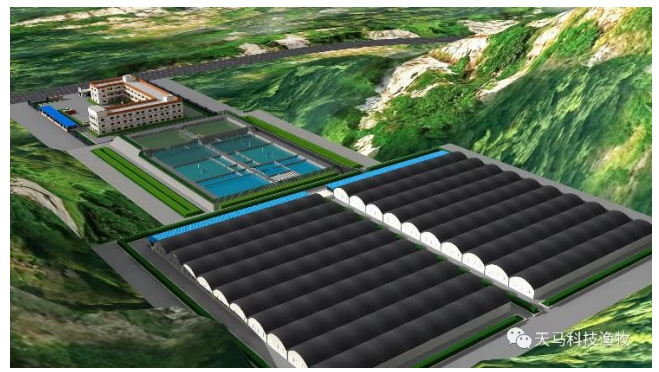
资料来源:天马科技渔牧、浙商证券研究所

图56: 公司水泥池工厂养殖双向循环流水模式模拟图



资料来源:天马科技渔牧、浙商证券研究所

图58: 公司水泥池工厂养殖鸟瞰图



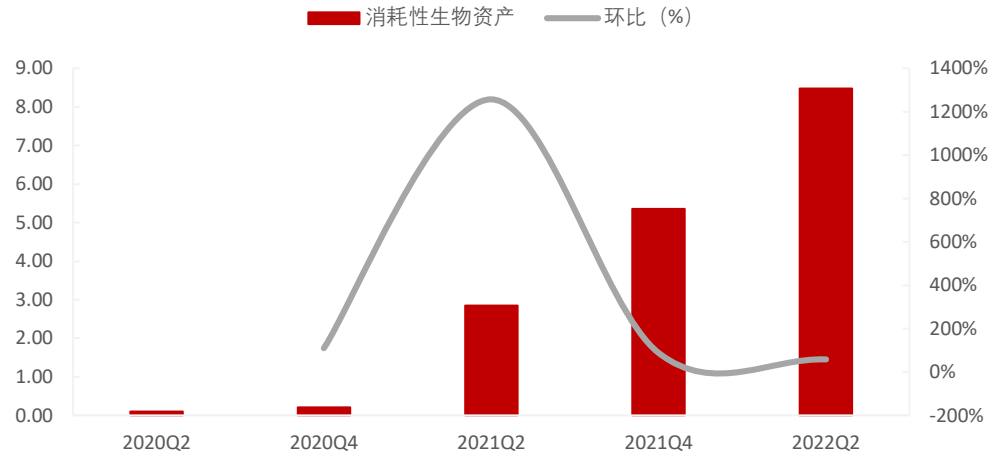
资料来源:天马科技渔牧、浙商证券研究所

公司鳊鱼销售有望持续贡献高额收入:

(1) 短期来看,消耗性生物资产大幅增长。截至 2022 年半年报,公司消耗性生物资产约 8.48 亿元,相较于去年年底增长 58.21%,相较于去年同期增长 197.54%,根据公司公告,消耗性生物资产中鳊苗成本约占 80%,主要为 2021/22 投苗季投入的鱼苗和 2020/21 投苗季投入但未出塘的鱼苗,若按照公司披露的 8 元/尾测算,当前总存塘量至少在 8480 万尾以上,商品鳊鱼以 2p-3p 的规格鳊测算,公司 2023 鳊鱼出塘量至少在 15000 吨以上,同比今年 8000 吨的目标接近翻倍增长。此外当前鳊鱼销售价格已经处于历史低位,未来底部向上的可能性很大,公司鳊鱼养殖有望实现量价齐升。

(2) 中长期来看, 公司定向增发大幅扩充鳗鱼养殖产能, 养殖规模不断扩大。公司2020年定向增发拟募集3.34亿元用于福清星马、福清鑫鱼、永定冠马鳗鱼生态养殖基地建设, 共建设11个养殖场, 总面积达42公顷, 新增鳗鱼养殖产能3850吨活鳗/年, 预计达产后营收3.27亿元, 利润0.75亿元。截至2022年中报, 福清星马与永定冠马的工程进度分别为65.71%、79.01%, 另有12个使用自有资金的鳗鱼养殖场工程正在建设中。截至目前, 公司广东海晏、漳州诏安、三明建宁、龙岩永定等多个养殖基地均已实现投苗出鱼。未来新建养殖场陆续投产有望进一步提高出鱼量。

图59: 公司消耗性生物资产高速增长(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表8: 公司2020年非公开发行拟募投鳗鱼养殖项目

	福清星马生态养殖基地建设项目	福清鑫鱼生态养殖基地建设项目	永定冠马兰岗村鳗场建设项目
养殖场数目(个)	7	2	2
产能(吨活鳗/年)	2450	700	700
占地面积(公顷)	27.96	8.01	6.03
总投资(亿元)	2.15	0.61	0.58
拟使用募集资金(亿元)	1.69	0.48	0.46
建设周期(年)	1	1	1
达产率(%)	第一年: 50%, 第二年: 100%		
达产年营收(亿元/年)	2.08	0.60	0.60
达产年利润总额(亿元/年)	0.48	0.14	0.13

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表9: 公司新建鳗鱼养殖项目(2022年半年报)

项目名称	预算投资总额(亿元)	工程进度	资金来源
星马养殖场工程	2.15	65.71%	自有资金、募集资金
冠马养殖场工程	0.40	79.01%	自有资金、募集资金
海晏养殖场工程	0.90	87.85%	自有资金
建晟养殖场工程	0.60	76.54%	自有资金
滩溪养殖场工程	0.42	99.00%	自有资金
鲁溪养殖场工程	0.40	66.57%	自有资金
渠村养殖场工程	0.39	77.27%	自有资金
诏安福马养殖场工程	0.35	56.26%	自有资金
诏安升马养殖场工程	0.29	78.14%	自有资金
建宁鳗鲞堂养殖工程	0.42	82.62%	自有资金
福清鳗鲞堂养殖工程	1.12	55.28%	自有资金
武宁县融鑫养殖工程	0.55	74.61%	自有资金
建瓯市溪尾养殖工程	0.78	38.95%	自有资金
三渔建瓯东峰养殖工程	0.20	84.70%	自有资金

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.2.2 进军鳗鱼食品，深化国鳗品牌

公司打造多款知名烤鳗产品。公司于2018年底设立天马福荣，并于2019年初收购生产高档鳗鲡食品的江西西龙90%股权，致力打造世界最大的烤鳗平台。公司烤鳗主要有鳗鲡堂、酷鲜两大品牌，鳗鲡堂主要从电商、新零售、商超、中央厨房、团餐公司等销售渠道重点布局国内市场，产品包括蒲烧烤鳗、白烧烤鳗等，畅销60多个国家和地区；酷鲜品牌以国内线下客户为主，产品涵盖高品质蒲烧烤鳗、盐烤挪威鲑鱼、鲍鱼等，拥有长期稳定的客户群体。2019-2021年，公司烤鳗销量持续攀升，2022年销量有所下滑，1-9月共销售烤鳗1250.40吨，同比下降22.5%。

销售渠道优势明显，国鳗品牌打造初露锋芒。

(1) 线上：根据公告，线上端公司采用年轻化、个性化消费发展战略，入驻天猫、京东等平台，以优异的营销成绩，实现销量增速超过300%领跑行业，公司搭建直播矩阵，与李佳琦等主播团队达成深度合作，借助流量经济打造行业TOP1，根据淘宝数据，在今年的双十一营销活动中，公司烤鳗品牌“鳗鲡堂”直播单日销售量破3万件，淘宝双十一烤鳗类目排名第一。

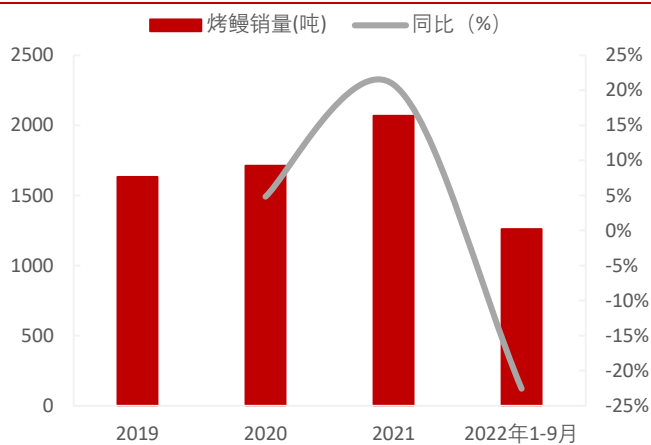
(2) 线下：公司布局央厨、商超、餐饮等渠道，目前已在建和计划建立福州、杭州、上海、廊坊、重庆等多个城市的销售供应中心，分别辐射福建和广东市场、长三角市场、北方市场和中西部市场，形成集配送和销售为一体的全国性的完善的营销网络布局。此外，公司打造“鳗小堂”连锁品牌餐饮模式，带领国鳗品牌走向世界。

图60：公司鳗鲡堂烤鳗产品系列



资料来源：天马科技公众号、浙商证券研究所

图61：公司烤鳗销量（吨）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图62：公司鳗鲡堂烤鳗双十一销量第一



资料来源：天马科技公众号、浙商证券研究所

图63: 鳗鲡堂线上线下等主流销售渠道



资料来源: 天马科技公众号、浙商证券研究所

图64: 公司线下“鳗小堂”连锁店



资料来源: 天马科技公众号、浙商证券研究所

定向增发 1.37 亿元扩充烤鳗产能 3000 吨/年，增加鳗鱼全产业链业务附加值。公司 2020 年非公开发行拟使用 1.37 亿元用于食品产业基地建设项目（一期），产品主要面向国内消费市场。该项目拟建 2 条鳗鲡食品加工生产线，总投资达 2.09 亿元，占地 3.38 公顷，预计达产后年产可达 3000 吨冷冻烤鳗食品，实现年收入 5.85 亿元，利润 0.58 亿元。此外，该项目对活鳗的年需求量预计将超过 4600 吨，鳗鱼养殖项目年产的 3850 吨活鳗将全部供应烤鳗项目，有效提升鳗鱼产业链的附加值。

表10: 公司 2020 年非公开发行募投食品产业项目

食品产业基地建设项目（一期）	
占地面积(公顷)	3.38
总投资(亿元)	2.09
拟使用募集资金(亿元)	1.37
产能(吨)	预计项目整体完全达产后可实现冷冻烤鳗 3000 吨/年
建设周期(年)	1.5
达产年营收(亿元/年)	5.85
达产年利润总额(亿元/年)	0.58

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司未来几年主要营收和毛利来自特水饲料、畜禽饲料和鳗鱼养殖业务，我们根据公司发展规划对其 2022-2024 年盈利预测做以下假设：

（1）特水饲料：市场份额持续扩大，毛利率相对稳定

销量：随着特种水产消费量不断扩大，对特种水产饲料需求有望持续提升，公司特水饲料产品和技术优势明显，市场份额有望进一步提高，预计 2022-2024 年特水料对外销量分别为 20.50/23.80/25.90 万吨。

价格：考虑到 2022 年主要原材料鱼粉价格持续上涨，公司特水饲料产品有提价可能，2023/24 年随着公司推出其他低价产品，特水饲料产品的整体销售均价可能小幅回落。预计 2022-2024 年特水料销售均价分别为 9473/9450/9400 元/吨。

毛利率：随着公司特水料产能增加，规模效应愈发凸显，固定费用持续降低，但原材料价格波动和新产品的推出也可能影响整体毛利率。预计 2022-2024 年特水料毛利率分别为 20.80%/21.20%/20.90%。

(2) 畜禽饲料：积极布局畜禽饲料，销量稳步增长

销量：公司畜禽饲料积极向省外拓展，稳步推进全国布局，预计销量保持稳步增长，2022-2024年分别销售畜禽饲料130/160/190万吨。

价格：考虑到2022/23年玉米、豆粕等原材料价格可能维持高位震荡，而下游畜禽养殖业进入景气周期，有望为公司饲料产品带来提价空间，预计2022-2024年畜禽饲料价格分别为3260/3285/3190元/吨。

毛利率：2022年原材料价格上涨推升成本，导致毛利率下降，随着原料价格稳定，以及下游养殖业盈利带来提价空间，毛利率或将企稳回升。预计2022-2024年畜禽饲料业务毛利率分别为6.30%/7.58%/7.45%。

(3) 鳗鱼养殖：鳗鱼量价齐升，创造公司发展新增量

销量：公司前三季度销售鳗鱼约5820吨，10月以来公司鳗鱼销售情况良好，预计22Q4销量比Q3小幅提升，约2500吨，2022全年或超8000吨。2022H1公司消耗性生物资产8.48亿（同比+197.54%），根据公告，其中鳗苗成本约占80%，若按照公司披露的8元/尾的鳗苗测算，当前总存塘量至少在8480万尾以上，对应2023年出塘2p-3p的规格鳗至少在15000吨以上。随着公司新建养殖场陆续投产，2024年鳗鱼养殖有望持续加速放量，预计2022-2024年活鳗外销量分别为8320/16000/20000吨。

价格：当前鳗鱼价格已经处于历史底部，今年鳗苗投放量减少意味着未来1-2年鳗鱼供应降低，而海外订单恢复叠加国内鳗鱼消费兴起或提振需求，2023/24年商品鳗收购价格有望保持平稳上涨趋势，2022-2024年活鳗平均价格分别为83715/99260/101150元/吨。

毛利率：公司鳗苗供应稳定，饲料完全内供，与传统养殖户相比更具成本优势，鳗鱼养殖毛利率更高，预计2022-2024年鳗鱼养殖业务毛利率分别为43.30%/46.80%/47.40%。

(4) 水产品销售及食品业务：国鳗品牌打造初显成效

公司打造多款知名烤鳗产品，线上线下销售渠道优势明显，2021年产销量突破2000吨，并且定增1.37亿元扩充烤鳗产能3000吨/年，未来投产后或开始贡献业绩增量。预计2022-2024年公司烤鳗销量分别为1800/2800/4650吨，分别实现收入2.30/3.78/6.65亿元，同比分别增长-11.31%/64.06%/75.91%，毛利率分别为4.50%/5.10%/5.60%。

综上，预计2022-2024年公司分别实现收入72.07/95.56/112.60亿元，同比分别增长33.00%/32.59%/17.83%，毛利率分别为13.68%/17.16%/17.40%。

表11：公司营业收入拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
特水饲料业务				
营业收入（亿元）	15.38	19.42	22.49	24.35
yoy	13.70%	26.26%	15.82%	8.25%
销量（万吨）	16.40	20.50	23.80	25.90
单价（元/吨）	9379	9473	9450	9400
毛利（亿元）	2.77	4.04	4.77	5.09
毛利率	17.99%	20.80%	21.20%	20.90%
畜禽饲料业务				
营业收入（亿元）	34.31	42.38	52.56	60.61
yoy	78.61%	23.52%	24.02%	15.32%
销量（万吨）	109.78	130.00	160.00	190.00
单价（元/吨）	3125	3260	3285	3190
毛利（亿元）	2.21	2.67	3.98	4.52
毛利率	6.43%	6.30%	7.58%	7.45%
鳗鱼养殖业务				
营业收入（亿元）	0.64	6.97	15.88	20.23
yoy		981.42%	128.02%	27.38%
销量（吨）	680.32	8320	16000	20000

单价 (元/kg)	9467.00	83715	99260	101150
毛利 (亿元)	0.31	3.02	7.43	9.59
毛利率	48.11%	43.30%	46.80%	47.40%
水产品销售及食品业务				
营业收入 (亿元)	2.60	2.30	3.78	6.65
yoy	39.64%	-11.31%	64.06%	75.91%
销量 (吨)	2066.89	1800.	2800	4650
单价 (元/kg)	125.69	128.00	135.00	143.00
毛利 (亿元)	0.11	0.10	0.19	0.37
毛利率	4.30%	4.50%	5.10%	5.60%
其他业务				
营业收入 (亿元)	1.26	1.01	0.86	0.77
yoy	-30.00%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
毛利 (亿元)	0.14	0.03	0.03	0.02
毛利率	11.11%	3.00%	3.00%	3.00%
主营业务合计				
营业收入 (亿元)	54.19	72.07	95.57	112.60
yoy	48.90%	33.00%	32.59%	17.83%
毛利 (亿元)	5.53	9.86	16.40	19.59
毛利率	10.21%	13.68%	17.16%	17.40%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

经过测算，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.32/6.42/8.38 亿元，同比分别增长 296.88%/93.54%/30.62%，对应 EPS 分别为 0.76/1.47/1.92 元/股，对应 PE 分别为 23.07/11.92/9.12 倍。考虑到公司目前饲料业务营收占比较高，养殖业务收入占比逐步提升，选择具有代表性的海大集团（2022H1 饲料收入占比 90%，养殖收入占比 11%）、禾丰股份（2021 饲料收入占比 52%，养殖收入占比约 30%），2023 年可比公司平均估值水平为 16.54 倍，公司 11.92 倍的估值明显处于低位，同时考虑到特种水产饲料技术门槛较高，且高毛利率的鳗鱼养殖业务处于高速发展期，公司应享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：可比公司估值表（截至 2022 年 11 月 22 日，可比公司 EPS 和 PE 参考 Wind 一致性预测值）

代码	名称	市值(亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002311.SZ	海大集团	968.12	1.17	1.71	2.75	3.31	55.45	34.02	21.20	17.60
603609.SH	禾丰股份	127.45	0.46	0.60	1.17	1.46	26.58	23.08	11.89	9.53
	平均						41.02	28.55	16.54	13.56
603668.SH	天马科技	76.50	0.19	0.76	1.47	1.92	91.55	23.07	11.92	9.12

资料来源：Wind、浙商证券研究所

5 风险提示

原材料价格波动风险。公司特种水产饲料主要原材料为鱼粉，畜禽饲料主要原材料为玉米、豆粕，若原材料价格大幅上涨，将影响公司饲料业务的盈利水平。

鳗苗供应风险。鳗鱼养殖完全依赖于捕捞天然鳗苗，而鳗鱼苗受自然资源量、气候、水利等因素影响，年捕捞量波动较大，如果鳗苗供应量大幅减少将影响到公司鳗鱼投苗量，影响公司鳗鱼养殖业绩。

自然灾害及疫病风险。鳗鱼养殖过程中若气温、鱼水、台风等自然因素出现异常变化，可能导致公司鳗鱼存塘量波动；如果发生大规模水产疫病，可能影响鳗鱼养殖存活率，最终导致出塘量下降。

鳗鱼价格波动风险。若海内外消费受到冲击，鳗鱼价格可能出现大幅下跌，造成公司销售业绩下滑。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2561	3563	4286	5349
现金	571	473	606	1043
交易性金融资产	46	61	56	54
应收账款	555	1088	1367	1517
其它应收款	33	33	43	57
预付账款	148	244	338	348
存货	1201	1655	1871	2323
其他	7	7	6	7
非流动资产	2580	2724	3185	3726
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	20	22	20	21
固定资产	1492	1837	2178	2603
无形资产	216	259	283	316
在建工程	350	363	406	430
其他	502	242	299	356
资产总计	5141	6287	7472	9075
流动负债	2242	2962	3236	3697
短期借款	783	610	627	642
应付款项	1228	2069	2322	2722
预收账款	1	49	23	35
其他	230	234	263	298
非流动负债	678	567	587	611
长期借款	464	464	464	464
其他	214	103	123	147
负债合计	2920	3529	3822	4308
少数股东权益	369	512	761	1041
归属母公司股东权	1852	2246	2888	3726
负债和股东权益	5141	6287	7472	9075

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	229	601	751	1163
净利润	132	474	892	1118
折旧摊销	94	116	144	176
财务费用	42	66	63	59
投资损失	19	19	19	19
营运资金变动	333	347	(114)	276
其它	(390)	(420)	(253)	(486)
投资活动现金流	(985)	(472)	(580)	(692)
资本支出	(867)	(465)	(518)	(617)
长期投资	(19)	17	(5)	(2)
其他	(99)	(23)	(57)	(73)
筹资活动现金流	841	(227)	(37)	(34)
短期借款	199	(173)	18	14
长期借款	411	0	0	0
其他	231	(54)	(55)	(48)
现金净增加额	85	(98)	133	437

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419	7207	9556	11260
营业成本	4866	6221	7916	9301
营业税金及附加	11	13	18	20
营业费用	66	90	120	136
管理费用	135	182	245	270
研发费用	100	137	186	206
财务费用	42	66	63	59
资产减值损失	32	(36)	(18)	(15)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(19)	(19)	(19)	(19)
其他经营收益	12	16	15	14
营业利润	161	531	1022	1277
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	159	528	1019	1274
所得税	27	54	127	156
净利润	132	474	892	1118
少数股东损益	48	142	250	279
归属母公司净利润	84	332	642	838
EBITDA	311	703	1218	1502
EPS (最新摊薄)	0.19	0.76	1.47	1.92

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	48.88%	33.00%	32.59%	17.83%
营业利润	27.00%	228.91%	92.53%	25.01%
归属母公司净利润	21.21%	296.88%	93.54%	30.62%
获利能力				
毛利率	10.21%	13.68%	17.16%	17.40%
净利率	2.43%	6.57%	9.33%	9.93%
ROE	4.49%	13.32%	20.04%	19.92%
ROIC	5.43%	15.53%	23.04%	23.44%
偿债能力				
资产负债率	56.80%	56.13%	51.16%	47.47%
净负债比率	45.35%	31.19%	29.48%	26.74%
流动比率	1.14	1.20	1.32	1.45
速动比率	0.61	0.64	0.75	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.26	1.39	1.36
应收账款周转率	9.47	9.00	8.12	8.20
应付账款周转率	14.06	11.77	13.32	12.36
每股指标(元)				
每股收益	0.19	0.76	1.47	1.92
每股经营现金	0.53	1.38	1.72	2.67
每股净资产	4.24	5.15	2.15	8.54
估值比率				
P/E	91.55	23.07	11.92	9.12
P/B	4.13	3.41	2.65	2.05
EV/EBITDA	21.54	12.48	7.34	5.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>