

天马科技(603668)

饲料/农林牧渔

发布时间: 2022-10-23

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

鳗鱼养殖量增无忧，静待价涨逻辑兑现

上次评级: 买入

--- 2022年三季度点评

事件:

2022年前三季度公司实现营业收入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%。其中三季度单季度实现营收和归母净利润分别20.01亿元和0.91亿元,分别同比增长27.46%和293.92%。

点评:

鳗鱼出塘量继续高增,产能扩张持续推进。尽管新季东亚鳗苗捕获量大幅减少,但公司凭借资金和产业优势,提前锁定鳗苗资源,鳗鱼出塘量不降反增。三季度公司鳗鱼出塘量约2400吨,预计全年将逾8000吨。

公司继续朝着年出塘鳗鱼5-6万吨中期目标推进,除了加大鳗苗采购力度外,公司也在积极扩建鳗鱼养殖产能。截止三季度末,公司在建工程较年初大幅增长116%至7.58亿元;固定资产也较年初增长19%至17.74亿元,近年内精养殖水域面积就有望达到200万平米。随着产能不断扩张,公司鳗鱼出塘量料保持快速增长,明年预计将突破1.5万吨。

鳗鱼价格季节性回落,年末或启动上涨行情。二季度日本鳗鱼节出口订单结束后,三季度鳗鱼价格出现一定季节性回落。一般鳗鱼养殖周期在1-2年,受新冠疫情影响,上季捕获鳗苗存塘时间有所延长,也对目前鳗鱼价格形成一定压制。但由于鳗苗只能依靠天然捕捞、无法人工繁殖,鳗苗捕获量大幅减少势必导致未来鳗鱼供给的减少。随着前期压塘鳗鱼陆续出塘,新季鳗鱼供给确定性减少将对鳗鱼价格形成明显支撑。

成本下降抵消鱼价下跌影响,鳗鱼养殖维持高毛利水平。尽管三季度鳗鱼价格有所回落,但单位面积水域养殖量的提升使得相关摊销费用明显下降,三季度鳗鱼养殖毛利率仍维持在40%以上水平。随着公司精养殖池塘对于传统土池的陆续替代、养殖规模不断扩大,公司单吨鳗鱼养殖成本仍有一定下降空间,成本优势有望进一步强化。

盈利预测与评级:公司依托在鳗鲡产业积累的丰富经验,成功切入鳗鱼养殖领域。今年以来鳗鱼出塘规模显著扩大,并且新季鳗苗歉收令后期鳗鱼价格看涨预期强烈。我们维持公司2022-2024年净利润预测3.42/7.36/9.77亿元不变,EPS分别为0.78/1.69/2.24元,对应P/E分别为22.73/10.57/7.97倍。维持目标价25.32元不变,重申公司买入评级。

风险提示:鳗鱼价格波动风险,水产养殖疫病,消费需求不及预期。

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,640	5,419	7,140	9,098	11,041
(+/-)%	49.89%	48.88%	31.76%	27.42%	21.36%
归属母公司净利润	69	84	342	736	977
(+/-)%	21.26%	21.21%	309.65%	115.05%	32.65%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.78	1.69	2.24
市盈率	39.10	57.05	22.73	10.57	7.97
市净率	2.18	2.96	3.55	2.66	1.99
净资产收益率(%)	5.66%	4.51%	15.61%	25.13%	25.00%
股息收益率(%)	0.00%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	340	436	436	436	436

股票数据 2022/10/21

6个月目标价(元)	25.32
收盘价(元)	17.84
12个月股价区间(元)	7.09-22.64
总市值(百万元)	7,780.65
总股本(百万股)	436
A股(百万股)	436
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	9

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	-16%	130%
相对收益	10%	-4%	154%

相关报告

《天马科技(603668):养殖利润激增,业绩再超预期》

--20220929

《天马科技(603668):鳗鱼养殖量价齐升,鳗鲡龙头如虎添翼》

--20220821

《天马科技(603668):员工持股实现利益绑定,高目标彰显公司雄心》

--20220616

证券分析师: 王玮

执业证书编号: S0550521100003

021-61001524 wangwei_7781@nesc.cn

研究助理: 陈科诺

执业证书编号: S0550122020016

18382023603 chenkn@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	571	772	1,363	2,039
交易性金融资产	46	36	31	31
应收款项	555	412	551	527
存货	1,201	1,357	1,478	1,791
其他流动资产	188	190	208	236
流动资产合计	2,561	2,768	3,631	4,624
可供出售金融资产				
长期投资净额	20	20	20	20
固定资产	1,492	1,854	2,298	2,706
无形资产	216	230	244	268
商誉	117	137	167	207
非流动资产合计	2,580	3,011	3,573	4,126
资产总计	5,141	5,779	7,205	8,750
短期借款	783	783	583	383
应付款项	1,228	1,092	1,535	1,834
预收款项	1	25	17	23
一年内到期的非流动负债	77	77	77	77
流动负债合计	2,242	2,169	2,443	2,593
长期借款	464	664	764	764
其他长期负债	214	214	214	214
长期负债合计	678	878	978	978
负债合计	2,920	3,047	3,421	3,571
归属于母公司股东权益合计	1,852	2,194	2,930	3,906
少数股东权益	369	538	854	1,272
负债和股东权益总计	5,141	5,779	7,205	8,750

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,419	7,140	9,098	11,041
营业成本	4,866	6,139	7,504	9,051
营业税金及附加	11	14	18	22
资产减值损失	-1	0	0	0
销售费用	66	71	82	94
管理费用	135	143	155	177
财务费用	42	67	73	64
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-19	-14	-9	-13
营业利润	161	553	1,114	1,477
营业外收支净额	-3	-4	-7	-9
利润总额	159	549	1,107	1,468
所得税	27	38	55	73
净利润	132	511	1,052	1,395
归属于母公司净利润	84	342	736	977
少数股东损益	48	169	315	419

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	132	511	1,052	1,395
资产减值准备	32	30	25	10
折旧及摊销	105	184	217	237
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	48	73	81	78
投资损失	-4	14	9	13
运营资本变动	-68	-119	172	23
其他	-15	4	7	9
经营活动净现金流量	229	698	1,562	1,766
投资活动净现金流量	-985	-623	-791	-812
融资活动净现金流量	841	127	-181	-278
企业自由现金流	-530	158	846	988

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.22	0.78	1.69	2.24
每股净资产 (元)	4.24	5.03	6.72	8.96
每股经营性现金流量 (元)	0.53	1.60	3.58	4.05
成长性指标				
营业收入增长率	48.9%	31.8%	27.4%	21.4%
净利润增长率	21.2%	309.7%	115.0%	32.7%
盈利能力指标				
毛利率	10.2%	14.0%	17.5%	18.0%
净利润率	1.5%	4.8%	8.1%	8.8%
运营效率指标				
应收账款周转天数	38.00	25.00	20.00	18.00
存货周转天数	67.87	75.00	68.00	65.00
偿债能力指标				
资产负债率	56.8%	52.7%	47.5%	40.8%
流动比率	1.14	1.28	1.49	1.78
速动比率	0.54	0.58	0.81	1.02
费用率指标				
销售费用率	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%
管理费用率	2.5%	2.0%	1.7%	1.6%
财务费用率	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%
分红指标				
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	57.05	22.73	10.57	7.97
P/B (倍)	2.96	3.55	2.66	1.99
P/S (倍)	1.44	1.09	0.86	0.70
净资产收益率	4.5%	15.6%	25.1%	25.0%

研究团队简介:

王玮：上海交通大学工商管理硕士、电气工程与自动化学士，上海高级金融学院 MBA。现任东北证券农林牧渔行业组组长，曾任职于兴业证券、国海证券等多家金融机构。2018 年同花顺 iFind 最佳分析师第 1 名（个人），2015 年新财富第 3 名（团队成员）、2016 年新财富第 5 名（团队成员）、2015 年水晶球第 3 名（团队成员）。

陈科诺：华威大学金融硕士，四川大学金融本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券研究所农业组研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn