

天马科技 (603668)

饲养业务推进，鳗鱼周期向好

报告摘要

◆ 饲养业务推进，经营阶段承压

22年公司实现营业收入70.08亿元，同比增长29.31%；净利润1.75亿元，同比增长32.17%；实现归属于上市公司股东的净利润1.30亿元，同比增长55.27%。特水饲料方面，22年全年实现销售收入21.3亿元，销量20.6万吨（同比+25.77%），Q4单季销售5.09万吨（同比+41.9%，明显加快）；畜禽饲料方面，22年全年实现销售收入42.9亿元，销量124.8万吨（同比+13.72%），Q4单季销售34.7万吨（同比+6.4%）。鳗鱼养殖方面，22年全年实现鳗鱼出池约6100吨。22年前三季度公司销售商品鳗5819.35吨，四季度至今受宏观环境、气候和劳动力短缺等因素影响，公司减少了规格鳗出塘量。整体盈利看，22年公司盈利能力承受了饲料原料上涨、水产养殖病害等压力。特种水产料毛利率15.25%（同比-2.62pcts），畜禽饲料毛利率4.95%（同比-1.48pcts）。单季看，22年Q4公司亏损1.1亿元，23年Q1环比扭亏实现归母净利润561.3万元。

◆ 鳗鱼养殖加速推进

鳗鱼养殖成为公司新的重要成长驱动。公司22年全年鳗鱼出池约6100吨，实现养殖销售收入5.13亿，同比大增487.74%。截至3月，公司福建、广东、广西、江西、湖北等养殖生产基地均已投产。公司及并表子公司已在福建宁德、南平、三明、江西高安及上饶等地区进一步布局鳗鱼养殖产能；同时，公司加快推进自有八大渔业产业集群工厂化循环水生态养殖基地的建设进度，预计新增养殖基地投产后将增加年产能超5000吨。

◆ 鳗鱼行情周期向好

供需基本面支持鳗鱼行情向好。1) 供给方面，本季东亚鳗苗整体歉收。截至4月中旬，东亚地区累计捕获鳗苗33400-33450kg（东亚三国一地区的捕捞量从渔期后半才开始回暖，最终合计苗获42.5吨）。其中中国大陆累计苗获超26000kg，占总量的77.8%；日本累计苗获4500kg，占总量的

投资评级

买入

维持评级

2023年04月27日

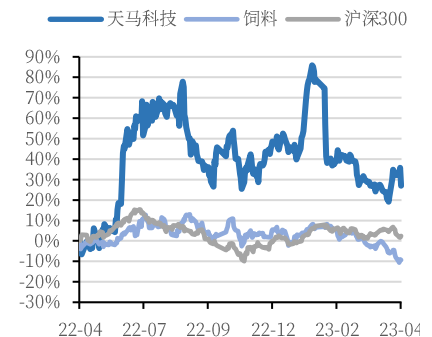
收盘价(元):

16.15

公司基本数据

总股本(百万股)	436.13
总市值(百万)	7,043.58
流通股本(百万股)	436.13
流通市值(百万)	7,043.58
12月最高/最低价(元)	23.99/11.30
资产负债率(%)	68.57
每股净资产(元)	4.68
市盈率(TTM)	72.27
市净率(PB)	3.45
净资产收益率(%)	0.28

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理
SAC执业证书: S0640121080014
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

传统业务周期向好，鳗鱼打开第二曲线 — 2022-10-21

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

13.5%；韩国累计苗获 1100kg，占总量的 3.3%。2) 需求方面，消费复苏，鳗鱼需求强劲。出口方面，据中国海关总署发布的数据显示，2022 年我国全年出口活鳗 1.41 万吨，出口金额 2.55 亿元，同比分别增长 39.1%和 43.3%。国内方面，春节后国内日均鳗鱼销量有 120-130 吨，较去年同期 60-70 吨的日均销量长了近 2 倍。

◆ 投资建议

天马科技是一家集特种水产、畜牧、食品为一体，融合一二三产业的大型现代渔牧集团化企业。公司传统饲料、种苗、动保业务持续增长，鳗鱼养殖业务加速推进，周期向好，看好公司业绩表现。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.7 亿元、6.3 亿元、10.7 亿元，EPS 分别为 0.85 元、1.45 元、2.45 元，对应 23、24、25 年 PE 分别为 18.98、11.13、6.60 倍，维持评级给予“买入”评级。

◆ 风险提示

畜禽、水产业周期波动、鳗鱼养殖扩产不及预期等风险。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5419.02	7007.53	9442.65	12256.31	15767.22
增长率 (%)	48.88	29.31	34.75	29.80	28.65
归母净利润 (百万元)	83.57	130.30	371.02	632.63	1067.47
增长率 (%)	21.21	55.93	184.75	70.51	68.74
毛利率 (%)	10.21	9.58	13.73	15.99	18.50
每股收益 (元)	0.19	0.30	0.85	1.45	2.45
市盈率 PE	84.29	54.06	18.98	11.13	6.60
市净率 PB	3.80	3.46	2.95	2.35	1.75
净资产收益率 ROE (%)	4.51	6.40	15.52	21.12	26.58

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	503.83	3777.06	4902.52	6306.89	营业收入	7007.53	9442.65	12256.31	15767.22
应收票据及账款	470.00	1048.86	1361.40	1751.38	营业成本	6336.19	8146.20	10296.66	12850.71
预付账款	256.14	363.86	472.28	607.57	税金及附加	14.61	18.76	24.34	31.32
其他应收款	35.14	43.98	57.08	73.43	销售费用	68.17	94.43	153.20	236.51
存货	2277.69	2178.50	2753.58	3436.60	管理费用	164.50	203.02	245.13	299.58
其他流动资产	35.89	34.48	39.23	45.15	研发费用	126.07	169.97	220.61	283.81
流动资产总计	3578.69	7446.74	9586.09	12221.02	财务费用	105.01	172.45	227.03	225.47
长期股权投资	27.18	29.06	30.94	32.83	资产减值损失	-0.46	0.00	0.00	0.00
固定资产	2708.97	2765.85	2807.61	2831.87	信用减值损失	-14.52	0.00	0.00	0.00
在建工程	739.80	494.70	247.60	0.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	239.26	199.39	159.51	119.63	投资收益	2.92	-10.65	-10.65	-10.65
长期待摊费用	17.46	8.73	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.05	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	311.79	306.29	300.78	295.27	资产处置收益	-0.34	-0.01	-0.01	-0.01
非流动资产合计	4044.46	3804.01	3546.44	3279.60	其他收益	14.93	14.66	14.66	14.66
资产总计	7623.15	11250.75	13132.54	15500.62	营业利润	195.56	641.84	1093.34	1843.83
短期借款	1693.63	4620.57	5091.85	5272.98	营业外收入	2.44	3.17	3.17	3.17
应付票据及账款	1712.65	2220.37	2806.51	3502.65	营业外支出	3.89	4.67	4.67	4.67
其他流动负债	638.68	538.19	685.75	864.07	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4044.96	7379.13	8584.10	9639.70	利润总额	194.11	640.34	1091.84	1842.33
长期借款	999.77	757.20	520.07	290.42	所得税	19.43	88.04	150.11	253.29
其他非流动负债	150.78	150.78	150.78	150.78	净利润	174.68	552.30	941.73	1589.03
非流动负债合计	1150.55	907.98	670.85	441.20	少数股东损益	44.38	181.28	309.10	521.56
负债合计	5195.52	8287.11	9254.96	10080.90	归属母公司股东净 利润	130.30	371.02	632.63	1067.47
股本	436.13	436.13	436.13	436.13	EBITDA	440.38	1058.13	1580.32	2336.53
资本公积	892.87	892.87	892.87	892.87	NOPLAT	270.92	702.55	1139.05	1785.01
留存收益	706.42	1061.14	1665.98	2686.57	EPS(元)	0.30	0.85	1.45	2.45
归属母公司权益	2035.42	2390.15	2994.99	4015.57					
少数股东权益	392.22	573.50	882.59	1404.15					
股东权益合计	2427.64	2963.64	3877.58	5419.72					
负债和股东权益合 计	7623.15	11250.75	13132.54	15500.62					

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收增长率	29.31%	34.75%	29.80%	28.65%
营业利润增长率	21.23%	228.21%	70.34%	68.64%
EBIT 增长率	48.98%	171.73%	62.26%	56.79%

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量				
投资活动产生的现金流量				
筹资活动产生的现金流量				
现金及现金等价物净增加额				



税后经营利润	174.68	550.14	939.57	1586.87	EBITDA 增长率	49.54%	140.27%	49.35%	47.85%
折旧与摊销	141.26	245.34	261.45	268.73	归母净利润增长率	55.93%	184.75%	70.51%	68.74%
财务费用	105.01	172.45	227.03	225.47	经营现金流增长率	-91.09%	4145.45%	46.32%	49.71%
投资损失	-2.92	10.65	10.65	10.65	盈利能力				
营运资金变动	-400.17	-187.60	-280.19	-356.10	毛利率	9.58%	13.73%	15.99%	18.50%
其他经营现金流	0.83	2.51	2.51	2.51	净利率	2.49%	5.85%	7.68%	10.08%
经营性现金净流量	18.69	793.49	1161.01	1738.13	营业利润率	2.79%	6.80%	8.92%	11.69%
资本支出	1079.63	3.00	2.00	0.00	ROE	6.40%	15.52%	21.12%	26.58%
长期投资	11.02	0.00	0.00	0.00	ROA	1.71%	3.30%	4.82%	6.89%
其他投资现金流	-2209.22	-18.88	-16.88	-12.88	ROIC	7.65%	13.84%	13.73%	18.90%
投资性现金净流量	-1118.57	-15.88	-14.88	-12.88	估值倍数				
短期借款	910.28	2926.94	471.27	181.13	P/E	54.06	18.98	11.13	6.60
长期借款	391.84	-242.57	-237.13	-229.66	P/S	1.01	0.75	0.57	0.45
普通股增加	-0.03	0.00	0.00	0.00	P/B	3.46	2.95	2.35	1.75
资本公积增加	7.43	0.00	0.00	0.00	股息率	0.24%	0.23%	0.39%	0.67%
其他筹资现金流	-308.78	-188.75	-254.82	-272.36	EV/EBIT	36.29	15.93	10.23	6.75
筹资性现金净流量	1000.74	2495.62	-20.67	-320.89	EV/EBITDA	24.65	12.24	8.54	5.98
现金流量净额	-111.23	3273.23	1125.46	1404.37	EV/NOPLAT	40.07	18.43	11.85	7.82

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637