

天马科技(603668)

饲料/农林牧渔

发布时间: 2023-01-05

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

## 鳗鱼产业纵向一体, 饲料业务横向扩张

### 报告摘要:

天马科技集团是融特种水产、畜牧、食品和一二三产业融合发展的大型现代渔牧集团化企业。公司创立于2002年,成功研发出具有自主知识产权的玻璃鳗配合饲料,打破了国外的长期技术垄断,并逐渐成长为全球鳗鲡饲料龙头。公司创始人暨实控人陈庆堂先生具有深厚的产业背景。2017年公司上市后,加快了产业扩张,先后收购华龙集团、鑫华港饲料,由水产饲料切入畜禽饲料,营收规模快速增长。

**布局鳗鱼产业链一体化, 打开长期成长空间。**鳗鱼苗种目前尚无法人工培育、只能依赖天然捕捞,因此供给产能天然受限。公司2020年开始布局鳗鱼养殖业务,凭借产业内多年积累的经验,建立了种苗资源、饲料配方、养殖设施、养殖技术的多重核心优势。2021年底鳗鱼养殖业务开始陆续出鱼,随着在建养殖基地陆续投产,公司2022-23年商品鳗销量预计将分别达到8000/20000吨。从目前情况来看,2023年鳗苗捕捞季鱼况不佳,鳗苗捕获量恐进一步减少;而随着新冠疫情影响逐渐减弱,鳗鱼消费有望回暖,鳗鱼价格上涨预期强烈。同时,公司成功打造了“鳗鲡堂”品牌烤鳗,持续开拓国内市场,进一步强化了产业协同。

**构筑饲料核心优势, 开启品类、区域扩张。**特种水产饲料技术壁垒更高,渗透率尚有较大提升空间、下游需求增速更快。依靠着长期卓越的研发实力,公司掌握了多项特种水产配合饲料配方和加工工艺核心技术,构建了长期的核心竞争力。作为全球最大的鳗鲡饲料生产商,公司凭借强大的研发实力和鳗鲡料的成功经验,持续不断打造优势品种,稳步推进“十条鱼”战略,推动特水料业务由精向强迈进。禽畜饲料方面,公司目前稳居福建第一梯队,未来有望依靠在省内的渠道和牌力优势持续提升市场份额,并同时稳步推进省外扩张,逐步完善全国布局。

**盈利预测与估值:**由于当前鳗苗捕捞季鱼况不佳,我们预计今年鳗鱼价格上涨概率增加,故上调公司2022-24年净利润分别至3.44/8.86/10.71亿元,对应EPS分别为0.79/2.03/2.46元,对应当前PE估值分别为24.47/9.50/7.85倍。参考可比公司估值,给予公司2023年13X PE,上调目标价至26.40元,重申公司买入评级。

**风险提示:**鳗鱼价格波动风险、原料价格波动风险、水产疫病风险。

财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,640	5,419	7,145	9,254	11,447
(+/-)%	49.89%	48.88%	31.85%	29.53%	23.69%
归属母公司净利润	69	84	344	886	1,071
(+/-)%	21.26%	21.21%	311.50%	157.61%	20.91%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.79	2.03	2.46
市盈率	39.10	57.05	24.47	9.50	7.85
市净率	2.18	2.96	3.96	2.97	2.28
净资产收益率(%)	5.83%	5.61%	16.17%	31.25%	29.01%
股息收益率(%)	0.00%	0.21%	0.82%	2.11%	2.55%
总股本(百万股)	340	436	436	436	436

### 股票数据 2023/01/05

6个月目标价(元)	26.4
收盘价(元)	19.29
12个月股价区间(元)	9.78~22.64
总市值(百万元)	8,413.04
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)	7

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	4%	52%
相对收益	4%	2%	72%

### 相关报告

《天马科技(603668): 鳗鱼养殖量增无忧, 静待价涨逻辑兑现》

--20221024

《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

### 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

## 目 录

1.	深耕特水饲料二十载，打破海外技术垄断 .....	5
1.1.	鳊鲌饲料起家，产业背景深厚 .....	5
1.2.	业务扩张带动收入增长，鳊鱼养殖提升盈利能力 .....	7
2.	布局鳊鱼产业链一体化，打开长期成长空间 .....	8
2.1.	鳊鱼产业前景可期，我国产业基础雄厚 .....	8
2.1.1.	兼具高营养价值和经济价值的“水中软黄金” .....	8
2.1.2.	鳊苗捕捞定时定点，捕捞量波动较大 .....	9
2.1.3.	我国鳊鱼产业链成熟完备，产量位居全球首位 .....	11
2.2.	供给持续减少，消费复苏在望 .....	12
2.2.1.	价格受捕捞量影响，未来有望保持高位 .....	12
2.2.2.	鳊鱼出口强劲，消费有望复苏 .....	14
2.3.	公司坐拥鳊鱼产业多重核心优势 .....	15
2.4.	养殖基地持续建设，支撑鳊鱼产能扩张 .....	16
2.5.	打造知名烤鳊品牌，渠道拓展稳步推进 .....	19
3.	构筑饲料核心优势，开启品类、区域扩张 .....	21
3.1.	全球鳊鲌料龙头，期望复制成功经验 .....	21
3.1.1.	特种水产饲料景气度高，政策助推饲料加速替代 .....	21
3.1.2.	研发实力卓越，盈利能力突出 .....	23
3.1.3.	“十条鱼”战略有序推进，鲍鱼料率先发力 .....	25
3.2.	区域禽畜饲料龙头走向全国 .....	26
4.	盈利预测与估值 .....	27
5.	风险提示 .....	28

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司打造的全产业链供应链平台 .....	6
图 3: 公司股权结构 (2022 年三季报) .....	6
图 4: 公司收入规模快速扩张 .....	7
图 5: 净利润迎来增速拐点 .....	7
图 6: 饲料业务贡献主要收入 .....	7
图 7: 产品结构调整致毛利率有所下降 .....	7
图 8: 期间费率持续下降 .....	8
图 9: 鳊鱼生长周期 .....	10
图 10: 日本鳊降海洄游路线 .....	10
图 11: 日本鳊苗捕捞量波动性较大 .....	10
图 12: 我国捕捞量占比最高 .....	10
图 13: 鳊鱼养殖业规模整体保持稳定增长 .....	11
图 14: 鳊鱼产量地区分布情况 .....	11
图 15: 我国鳊苗进口量不断增长 .....	12
图 16: 鳊苗捕获量连续 2 年大幅减少 .....	12
图 17: 鳊鱼价格和鳊苗捕捞量呈负相关 .....	13
图 18: 美洲鳊与日本鳊价差逐渐收窄 .....	13
图 19: 我国鳊鱼需求量整体有所上升 .....	14
图 20: 我国鳊鱼出口量加速增长 .....	14
图 21: 鳊鱼出口形式以烤鳊为主 (2021 年) .....	14
图 22: 日本占我国鳊鱼出口量 46% .....	14
图 23: 近年来社会餐饮零售额下滑明显 .....	15
图 24: 公司商品鳊销售快速增长 .....	17
图 25: 公司消耗性生物资产大幅扩张 .....	17
图 26: 公司八大产业集群和两大万亩产业基地分布情况 .....	17
图 27: 公司白鸽山万亩产业基地效果图 .....	18
图 28: 公司未来多元业务矩阵 .....	19
图 29: 烤鳊销量稳步增长 .....	19
图 30: 公司“鳊鲈堂”牌烤鳊产品 .....	19
图 31: “鳊鲈堂”全新国潮 IP 产品 .....	20
图 32: “鳊小堂”连锁餐饮品牌 .....	20
图 33: 烤鳊价格波动相对更加平稳 .....	21
图 34: 2000 年至今我国水产品产量稳步提升 .....	21
图 35: 人工养殖水产品产量占比逐渐提升 .....	21
图 36: 各类水产饲料构成情况 .....	22
图 37: 特种水产需求增长更快 .....	22
图 38: 2016 年以来全国特水料产量加速增长 .....	22
图 39: 特种水产饲料占比持续提升 .....	22
图 40: 天马科技饲料毛利率处于行业较高水平 .....	25
图 41: 天马科技水产料毛利率行业领先 .....	25
图 42: 公司特水料市占率逐步提升 .....	25
图 43: 公司特种水产饲料产品矩阵 .....	25

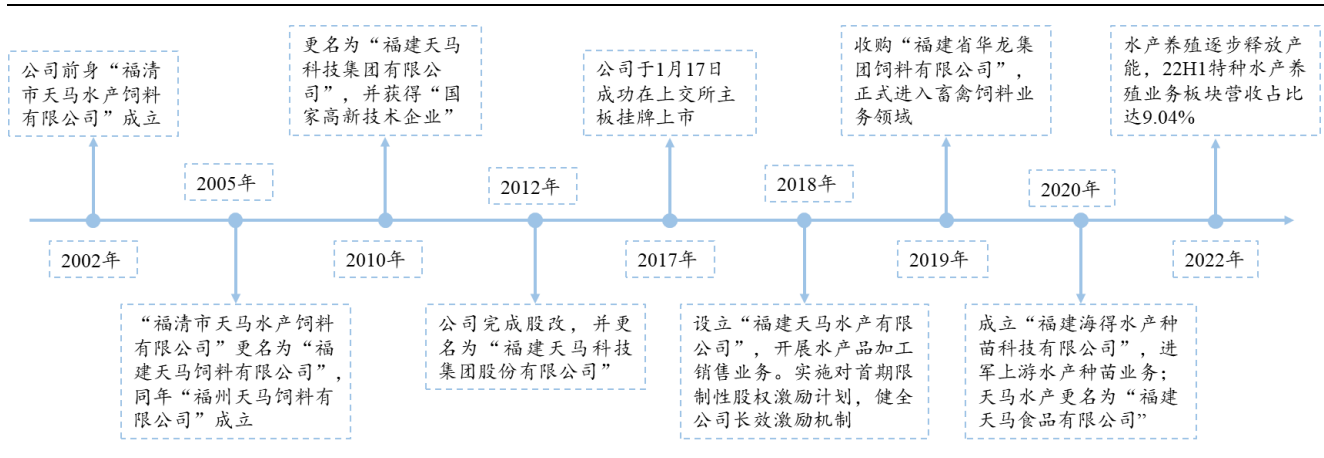
图 44: 我国鲍鱼养殖产量快速增长 .....	26
图 45: 福建省占据我国 76%鲍鱼产量 (2020) .....	26
图 46: 禽畜饲料销量规模快速扩张 .....	27
图 47: 禽畜饲料收入体量快速扩张 .....	27
表 1: 鳗鱼具备高营养价值 .....	9
表 2: 国内鳗鱼消费人群快速扩张 .....	15
表 3: 公司在建鳗鱼养殖项目情况 .....	18
表 4: 推进渔业绿色发展的相关政策 .....	23
表 5: 公司饲料产品具备先进的技术水平 .....	24
表 6: 公司盈利预测拆分 (百万元) .....	28

## 1. 深耕特水饲料二十载，打破海外技术垄断

### 1.1. 鳗鲡饲料起家，产业背景深厚

创业二十载，一步一脚印。公司前身“福清市天马水产饲料有限公司”成立于2002年，创业初期专注于水产饲料的生产销售，成功塑造了优势品种鳗鲡配合饲料，并借助其成功经验，公司陆续开发了多个特种水产饲料品种。依靠不断技术创新，公司研发出具有自主知识产权的玻璃鳗配合饲料等产品，填补了国内技术空白，打破了国外的长期技术垄断。2017年成功上市后，公司开启多元化发展模式，陆续向禽畜饲料、鳗鲡养殖、食品加工等产业延伸，打造了从饲料、种苗、养殖、动保到食品精深加工的完整产业链条。历经20年的发展，公司已成为集特种水产、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。2021年底公司鳗鲡养殖业务开始实现出鱼，进一步打开了公司未来的成长空间。

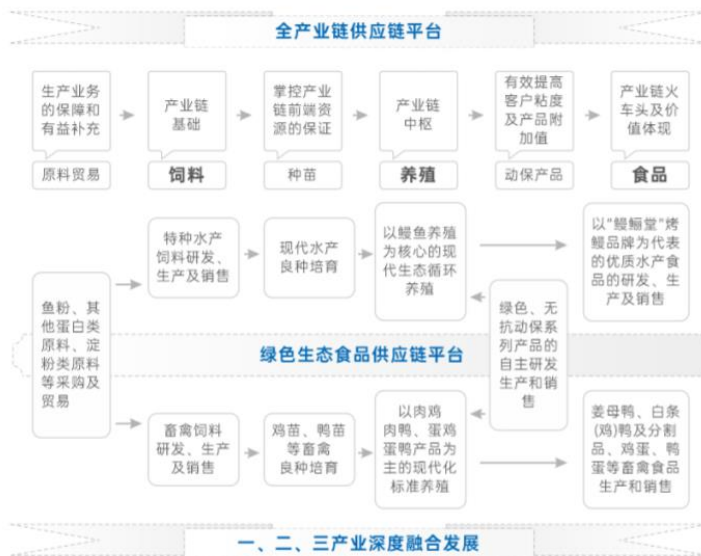
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东北证券

**立足特种水产饲料，打造全产业链平台。**公司业务范围覆盖了从饲料生产、水产养殖、再到终端食品加工制造全产业链。特种水产饲料是公司的根基产品，应用于鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼等特种水产动物从种苗期至养成期的人工养殖全阶段。收购华龙集团后，公司进一步建立了“特种水产饲料+畜禽饲料”双轮驱动的饲料业务框架；同时与养殖业务形成高效协同，目前公司养殖业务主要涉及鳗鱼养殖和肉鸡、肉鸭、蛋鸡、蛋鸭等畜禽养殖。在产业链下游，公司已布局预制菜品市场多年，打造了蒲烧烤鳗、白烧烤鳗、鳗鱼饭便当、姜母鸭、烤鲭鱼等多种系列产品。随着公司鳗鱼养殖基地陆续建成投产，同时以“鳗鲡堂”牌烤鳗为代表的食品业务持续发展壮大，公司全产业链供应链平台基本搭建成型。

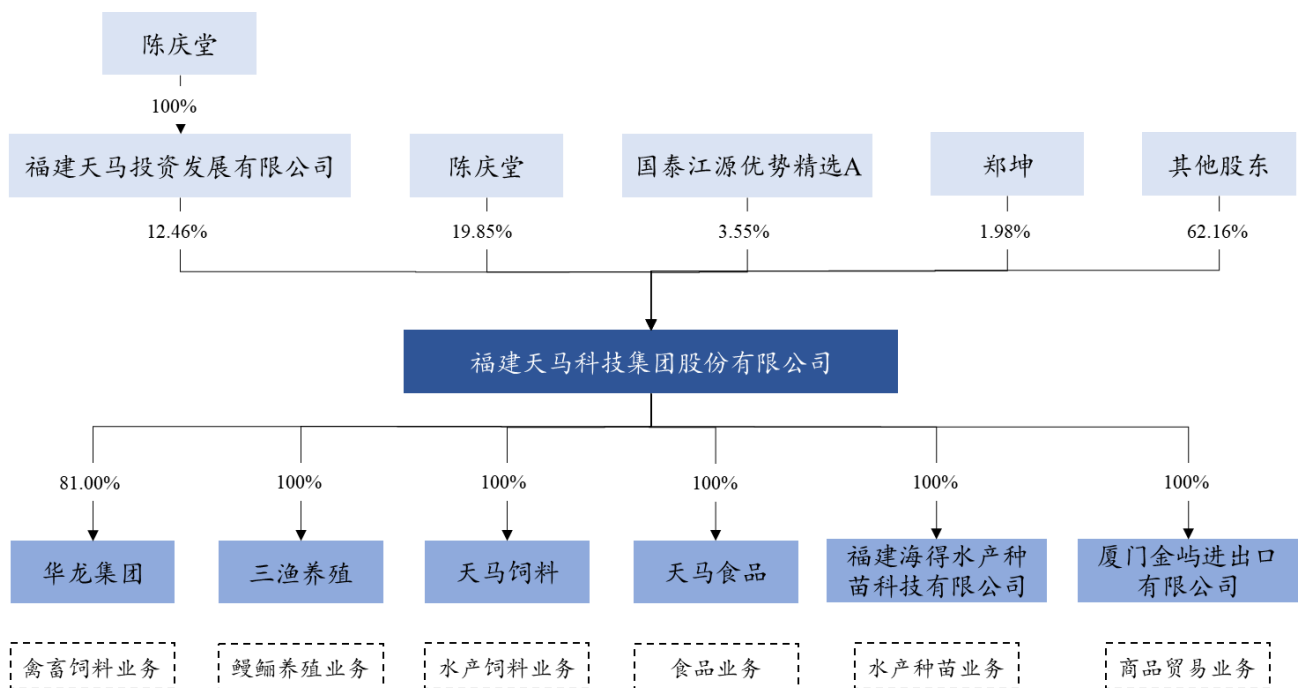
图 2：公司打造的全产业链供应链平台



数据来源：公司官网，东北证券

股权结构较为集中，实控人产业背景深厚。公司实际控制人为董事长陈庆堂先生，总计持有公司 32.31% 的股权，其中直接持有公司 19.85% 的股权，通过其独资的天马投资间接持有 12.46% 的股权。陈庆堂作为公司的主要创始人之一，拥有深厚的行业积累和丰富的企业管理经验，现任中国渔业协会鳗业工作委员会会长、中国饲料工业协会副会长、福建省饲料工业协会会长等职位，获评国家科技创新创业人才、国家“万人计划”科技创业领军人才、享受国务院政府特殊津贴专家等荣誉称号。

图 3：公司股权结构（2022 年三季度）



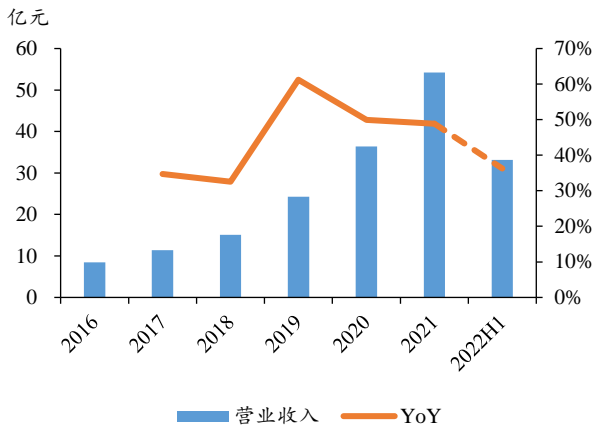
数据来源：wind，东北证券



## 1.2. 业务扩张带动收入增长，鳗鱼养殖提升盈利能力

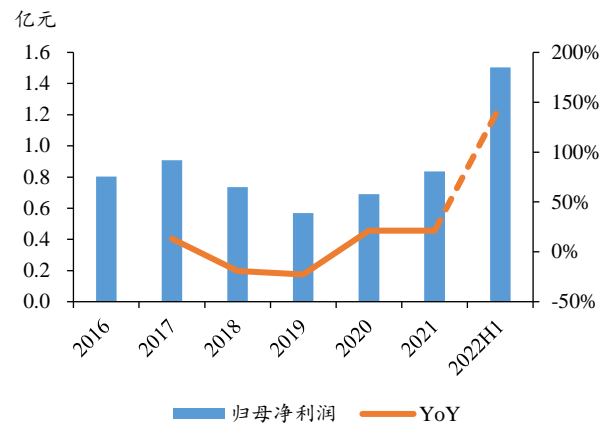
收入体量快速扩张，净利润开始激增。2016 年至今公司整体营业收入保持快速增长，CAGR 为 45.1%，其中 2019 年 8 月收购华龙集团切入禽畜饲料赛道助公司营收规模得到大幅扩张。2020 年起公司归母净利润恢复增长，并于 2022 年迎来爆发期。今年前三季度公司实现归母净利润为 2.4 亿元，同比大增 187%，主要系公司鳗鱼养殖业务开始初步释放产能后盈利能力提升所致。

图 4：公司收入规模快速扩张



数据来源：Wind，东北证券

图 5：净利润迎来增速拐点



数据来源：Wind，东北证券

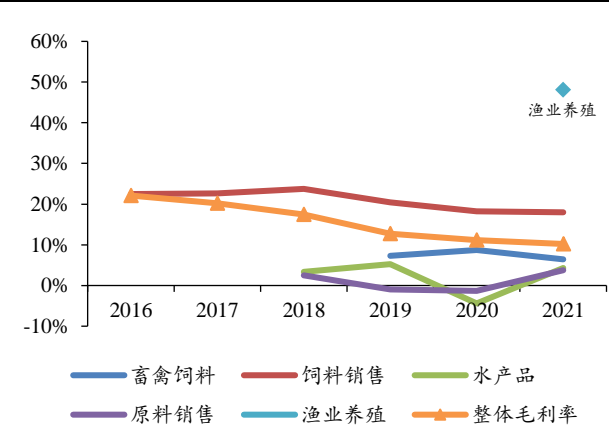
营收以饲料为主，鳗鱼养殖贡献利润。公司饲料业务贡献了主要收入，2021 年公司饲料业务营收占比达到 91.7%，其中畜禽饲料和特种水产饲料占比分别为 63.3%和 28.4%。业务结构的调整是导致毛利率呈现下滑趋势的主要原因，2017-2018 年毛利率较低的原料销售和水产销售等业务收入大幅增长，使得公司整体毛利率有所下滑；而 2019 年完成对华龙集团的收购后，低毛利率的畜禽饲料业务逐渐成为公司营业收入主要来源，叠加原材料成本的持续上涨，公司整体毛利率中枢有所下移。2021 年以来，公司鳗鱼养殖业务开始实现对外销售，成为了公司新的收入增长点，并且商品鳗的销售毛利率超过 40%，随着养殖规模扩张，未来有望拉动公司整体毛利率持续提升。

图 6：饲料业务贡献主要收入



数据来源：Wind，东北证券

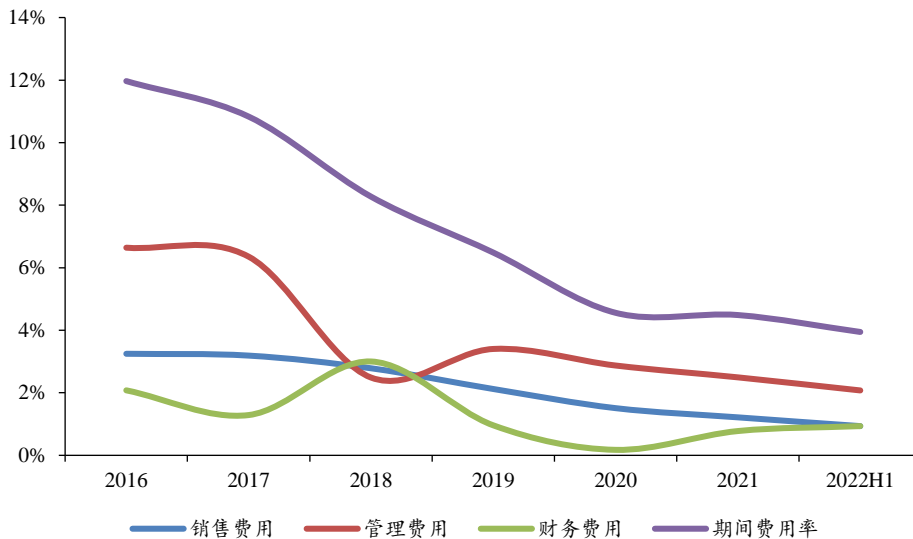
图 7：产品结构调整致毛利率有所下降



数据来源：Wind，东北证券

费用管理不断优化，期间费率持续下降。2016年以来公司期间费用率持续下降，由12.0%降至2021年的4.49%，其中2018年受到人民币兑美元汇率上升影响，公司应付外币账款及外币借款产生汇兑损失致使财务费用率有所上涨，而管理费用率在当年则由于会计准则调整表现出较大程度的下降。总体而言，公司经营效率不断优化，费用率保持下降趋势。

图 8：期间费率持续下降



数据来源：Wind，东北证券

## 2. 布局鳗鱼产业链一体化，打开长期成长空间

### 2.1. 鳗鱼产业前景可期，我国产业基础雄厚

#### 2.1.1. 兼具高营养价值和经济价值的“水中软黄金”

鳗鱼营养价值高，能满足消费者健康饮食追求。鳗鱼富含多种营养成分，包括人体必需的EPA、DHA等不饱和脂肪酸，丰富的维生素和人体元素，胶原蛋白和稀有的西河洛克蛋白等。其中，鳗鱼维生素A含量为猪肉的300倍，牛肉100倍，普通鱼类的60倍，维生素E含量是禽畜肉品的平均十倍以上，并且鳗鱼还是EPA和DHA含量最高的鱼类之一。因此食用鳗鱼有助于促进大脑发育、延缓机体衰老以及预防多种疾病，能满足消费者健康饮食的意愿。

鳗苗依赖天然捕捞，供给产能严格受限。丰富的营养价值和鲜嫩的口感使得鳗鱼在全世界广受追捧。而鳗苗目前尚无法实现人工培育，只能依靠天然捕捞。由于多年来大量的捕捞，鳗鱼的自然存量日渐稀少，导致鳗苗资源颇为紧俏。鉴于需求旺盛且供给受限，鳗鱼价格远高于普通鱼类，具有较高经济价值。



**表 1：鳗鱼具备高营养价值**

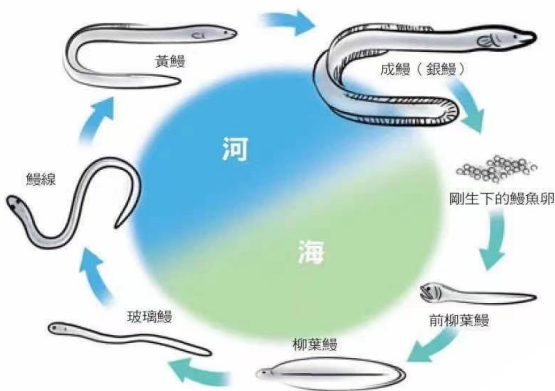
营养成分	营养价值
<b>EPA、DHA</b>	鳗鱼是 EPA 和 DHA 含量最高的鱼类之一。EPA 和 DHA 都是机体内必不可少的营养成分，DHA 俗称“脑黄金”，对脑神经生长发育至关重要，并且还兼具抗衰老、改善血液循环、降低血脂等作用；EPA 能帮助降低人体胆固醇和甘油三酯的含量，促进体内饱和脂肪酸代谢，起到预防动脉粥样硬化的形成和发展、预防脑血栓、脑溢血、高血压等心血管病的作用。
<b>维生素 A/E/B1/B2</b>	鳗鱼含有丰富的维生素，包括维生素 A/E/B1/B2 等。维生素 A 含量为猪肉的 300 倍，牛肉 100 倍，普通鱼类的 60 倍，对预防视力退化、保护肝脏有着重要的作用；维生素 E 含量是禽畜肉品的平均十倍以上，有着抗氧化、防癌，延缓衰老、调节内分泌等功效。
<b>锌、钙、硒等元素</b>	鳗鱼富含人体所需元素，不仅有着丰富的钙、锌元素，同时还含有一定量能够维护骨骼健康和神经系统功能的镁和磷，以及提高免疫力、抗氧化的硒。
<b>磷脂</b>	补充脑细胞不可或缺的营养素，起到提高大脑活力改善记忆力，降低血脂胆固醇，预防心血管疾病，延缓衰老等作用。
<b>胶原蛋白</b>	鳗鱼的皮和肉中还含有丰富的胶原蛋白，能够美容养颜、滋润皮肤、延缓衰老，对肌肤有很好的抗氧化作用，可以增加肌肤的弹性。这些作用使得鳗鱼可以成为女性极佳的滋补食品。
<b>西河洛克蛋白</b>	含有稀有的西河洛克蛋白，具有补肾强身、提高人体免疫力的效果。

数据来源：鳗鱼网，东北证券

### 2.1.2. 鳗苗捕捞定时定点，捕捞量波动较大

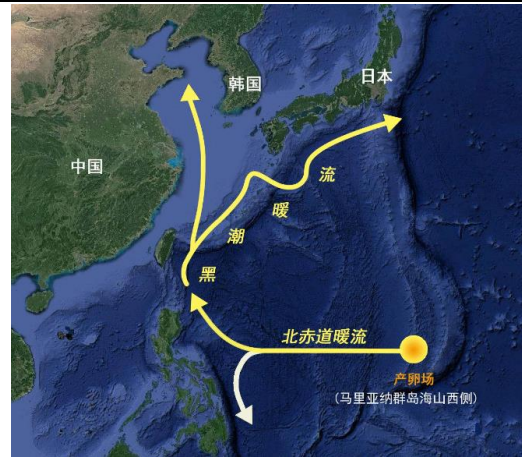
**鳗苗捕捞具有严格的地域和时间限制。**鳗鱼是一种降河产卵洄游鱼类，即在淡水生长至性成熟时回到海洋进行产卵繁殖。从生长周期来看，鳗鱼将经历鳗鱼卵、前柳叶鳗、柳叶鳗、玻璃鳗、鳗线、黄鳗和银鳗多个阶段，其中玻璃鳗时期是鳗鱼逐步实现由海洋向淡水区迁移的时候所处阶段，进入淡水生活后的玻璃鳗身体便开始沉积黑色素，逐渐生长成为鳗线。随着时间推移，鳗鱼在性成熟后（银鳗阶段）又会从淡水区域回到海中进行产卵，并永远栖息于此。由于目前鳗鱼苗的人工繁育技术尚不成熟，鳗鱼养殖完全依靠天然捕捞的苗种，其主要为迁移入河阶段的玻璃鳗和鳗线，而鳗鱼的迁移主要依托于洋流的流动，例如日本鳗从马里亚纳海沟孵化出来后会顺流前往东亚地区，最后绝大部分被中国、日本和韩国所捕捞。因此可以得见，鳗鱼养殖业的发展主要依托于自然禀赋，而不具备无序扩张的条件，供给端处于天然紧俏状态。

图 9：鳗鱼生长周期



数据来源：中国鳗鱼网，东北证券

图 10：日本鳗降海洄游路线

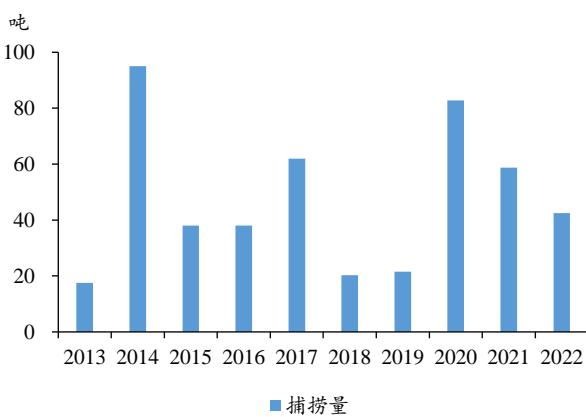


数据来源：中国鳗鱼网，东北证券

根据不同分布地，鳗鱼主要分为日本鳗、美洲鳗和欧洲鳗。从供给量角度来看，日本鳗苗量大，但波动性强；美洲鳗苗较为稳定，近年来国内养殖规模有所扩张；欧洲鳗捕捞出口受限，产量水平低。

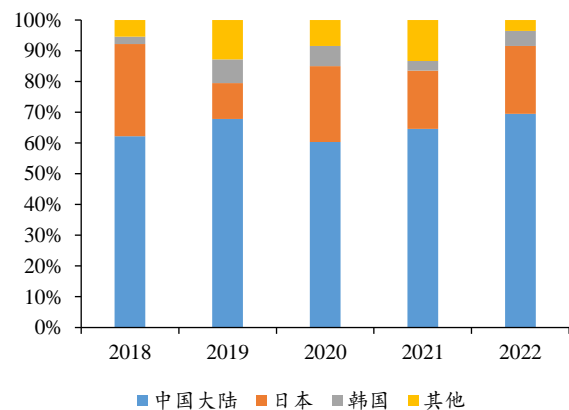
- **日本鳗苗：捕捞量波动性较大，我国捕捞量占比最高。**日本鳗是全球最主要的养殖品种，其种苗捕捞量受到气候、自然苗量等非人为因素的影响，因此在不同年份捕捞季存在较大的波动。从东亚地区过去十年捕捞情况来看，捕捞量最大和最小的年份差距达到 77.5 吨。自 2020 年出现捕捞大年以来，日本鳗的捕捞量呈现逐年下滑的情况。我国是日本鳗捕捞量最大的国家，过去五年捕捞季我国大陆鳗苗的捕捞量平均占东亚地区捕捞总量的 65%。

图 11：日本鳗苗捕捞量波动性较大



数据来源：中国鳗鱼网，东北证券

图 12：我国日本鳗苗捕捞量占比最高



数据来源：中国鳗鱼网，东北证券

- **美洲鳗苗：鳗苗捕捞量较为稳定，近年来我国美洲鳗苗养殖量有所增长。**北美鳗苗实行捕捞配额制度以防止鳗苗资源快速流失，每年捕捞量基本在 10 吨左右，而南美鳗苗年捕捞量基本在 10-20 吨。近年来随着日本鳗苗捕捞量锐减价格高涨以及欧洲鳗苗的捕捞出口限制，我国逐渐加大了美洲鳗苗的引入，美洲鳗养殖规模持续扩张。

➤ **欧洲鳗苗：自然资源量经历快速减少，捕捞量和出口量均受限。**由于欧洲鳗苗的过度捕捞，其自然资源量在几十年间锐减，20世纪80年代以来欧洲鳗鲡种群数量下降了约90%，并于2009年正式列入《濒危动植物国际贸易公约》的极危物种，之后鳗苗的捕捞和出口都受到了严格的限制。亚洲国家是欧洲鳗苗的主要进口国，随着捕捞出口受限之后，亚洲区域的欧洲鳗鱼养殖量处于极低的水平。

### 2.1.3. 我国鳗鱼产业链成熟完备，产量位居全球首位

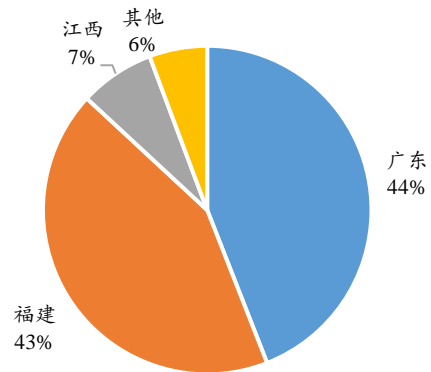
我国鳗鱼养殖业较为成熟，为全球最主要的鳗鱼供应国。我国鳗鱼养殖业经过了四十年的发展历程，已形成了种苗捕捞、鳗鱼养殖、饲料生产、鳗鱼加工及进出口贸易等完整成熟的产业链体系，目前已经成为全球最大的鳗鱼生产国，年产量基本在全球产量的80%以上。从时间维度来看，2003年以来我国鳗鱼产量总体保持着增长趋势，借助于投苗节奏和养殖周期的把控，年产量维持在20万吨左右，相较于鳗苗捕捞量更加平稳。从区域性来看，鳗鱼养殖业主要分布于沿海城市，其中广东和福建两省鳗鱼产量合计占我国鳗鱼总产量的87%，其中广东主要养殖日本鳗，而福建近两年以美洲鳗为主要养殖品种。

图 13：鳗鱼养殖业规模整体保持稳定增长



数据来源：Wind，东北证券

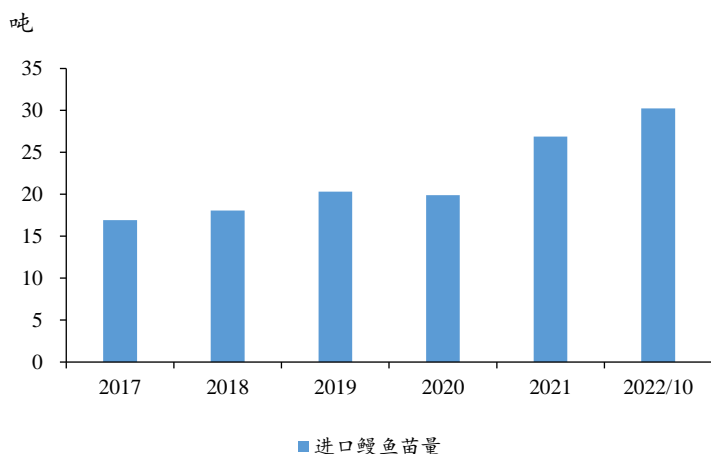
图 14：鳗鱼产量地区分布情况



数据来源：Wind，东北证券

**日本鳗苗捕捞量下降情况下美洲鳗养殖规模不断增长。**过去我国鳗鱼养殖以日本鳗为主，随着日本鳗的捕捞量不断缩减，从2000年左右平均100吨的捕捞量缩减到近年来平均不足50吨，我国开始逐步加大其他品种的鳗苗引入和养殖技术开发，而在欧洲鳗苗的捕捞和出口都受到管控后，我国美洲鳗的养殖规模迅速增长，与日本鳗成为了我国两大主要的养殖品种。因近几年日本鳗频频歉收，我国不断加大美洲鳗苗的进口，尤其在近两年日本鳗苗价格高涨使得美洲鳗的需求进一步加大。2021年全国鳗苗进口量为26.9吨，同比+35%，2022年前十个月累积进口量已经超过30吨。

图 15: 我国鳗苗进口量不断增长



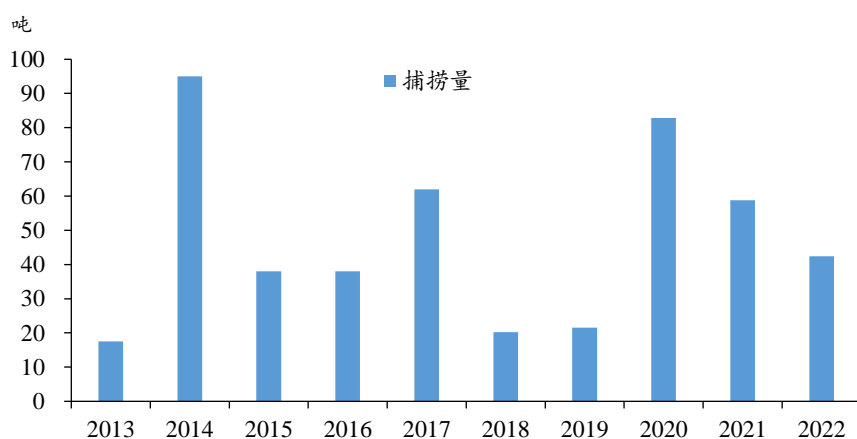
数据来源: Wind, 东北证券

## 2.2. 供给持续减少, 消费复苏在望

### 2.2.1. 价格受捕捞量影响, 未来有望保持高位

鳗苗捕获量连续 2 年大幅减少, 今年鱼况亦不容乐观。东亚地区鳗苗捕捞从前年 11 月开始, 至当年 5 月结束。受洋流、地热、台风等气候因素影响, 每年鳗苗的捕获量都会出现剧烈波动。一般而言, 鳗苗捕捞都有 3-5 年的周期。在经历了 2020 年的大丰收年后, 2021-2022 年连续两年捕捞季中鳗苗的捕捞量都出现了大幅下滑。2022 鳗苗捕捞季共捕获鳗苗 42.45 万吨, 同比减少 27.81%。从目前鱼况来看, 2023 捕捞季情况也不容乐观。12 月 21 日-26 日的暗夜大潮并未如期带来理想鱼获, 我国日均捕获量依然停留在 20-30 公斤。目前国内苗价已突破 23 元/条, 日本当地鳗苗统一收购价也从 115 万日元/公斤提高至了 125 万日元/公斤。

图 16: 鳗苗捕获量连续 2 年大幅减少

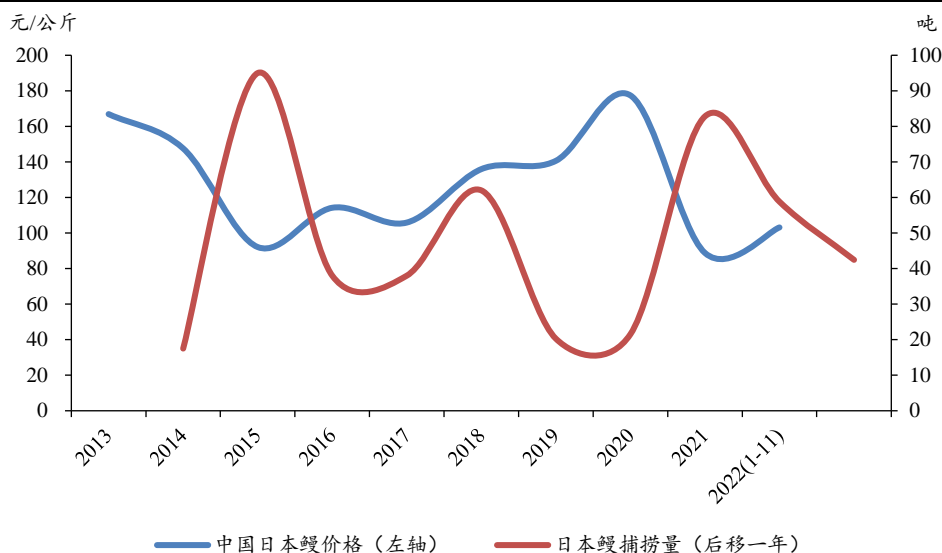


数据来源: 中国鳗鱼网, 东北证券

鳗苗捕获量影响鳗鱼价格, 未来鳗鱼价格大涨可期。由于鳗苗供给只能依靠天然捕捞, 而鳗鱼养殖的周期一般为 1-2 年, 因此每个捕捞季鳗苗的捕捞量理论上将直接影响下一年鳗鱼的市场供应量, 进而影响鳗鱼的市场价格。从 2012 年至今的数据来

看，日本鳗苗捕捞量（后移一年）与鳗鱼价格呈现出明显的负相关关系。因2020年鳗苗大丰收，导致鳗鱼价格从2020年下半年起开始下跌，并且在新冠疫情影响下，鳗鱼存塘时间有所延长，使得当前鳗鱼价格依然处于底部区间。但由于鳗苗捕获量连年大幅减少，存塘鳗鱼持续去化，2022年鳗鱼价格已触底反弹。若今年鳗苗捕捞量进一步减少，未来鳗鱼价格有望出现明显上涨。

**图 17：鳗鱼价格和鳗苗捕捞量呈负相关**



数据来源：中国鳗鱼网，东北证券，注：价格为 3P 规格鳗鱼流通价

**日本鳗价格一般高于美洲鳗，但近年来价差逐渐收窄。**由于鳗鱼消费市场主要集中在日本鳗产区而形成的本地消费习惯，因此日本鳗的价格一般高于美洲鳗。但事实上，美洲鳗无论从口感、外观还是营养上，都与日本鳗相差不大。由于日本鳗苗捕捞量有限，美洲鳗养殖规模逐年扩大。随着美洲鳗获得消费者认可，其与日本鳗的价差也在逐渐收窄。

**图 18：美洲鳗与日本鳗价差逐渐收窄**



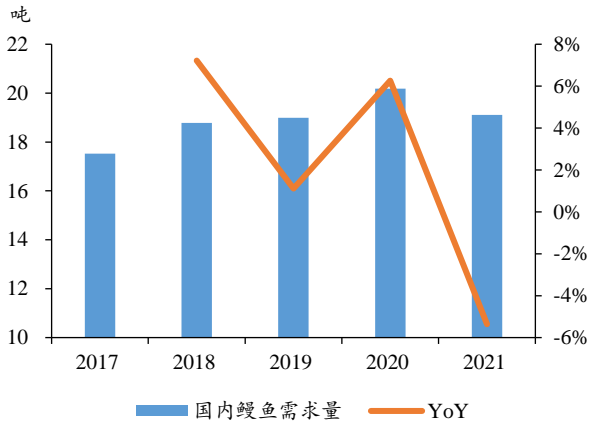
数据来源：中国鳗鱼网，东北证券，注：价格为 3P 规格鳗鱼流通价



### 2.2.2. 鳗鱼出口强劲，消费有望复苏

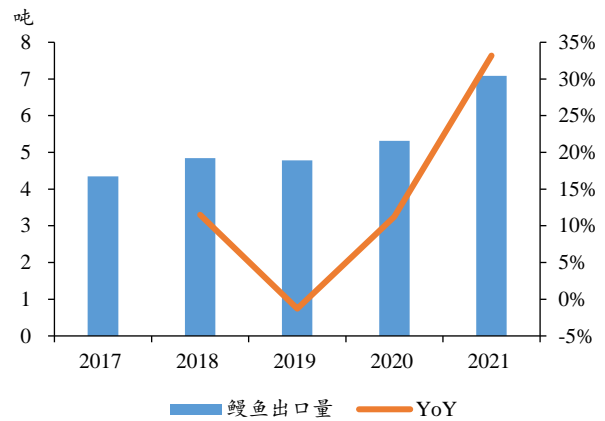
鳗鱼主要供应国内需求，国外疫情管控放松后出口大增。我国鳗鱼生产主要以供给国内消费为主。2017年以来，鳗鱼国内需求量和出口量整体均保持稳步增长，其中2021年由于国外疫情管控放松，鳗鱼对外出口大幅增长（同比+33.2%），令内销数量略有下滑。出口方面，我国同样是全球最大鳗鱼出口国，每年稳定向多国供应鳗鱼产品，出口产品的形式以烤鳗为主，占比超过80%。传统鳗鱼消费大国日本是我国最大的鳗鱼出口国，2021年占据我国出口量的46%。

图 19：我国鳗鱼需求量整体有所上升



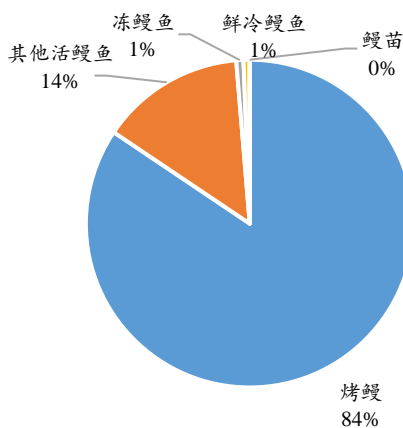
数据来源：Wind，东北证券

图 20：我国鳗鱼出口量加速增长



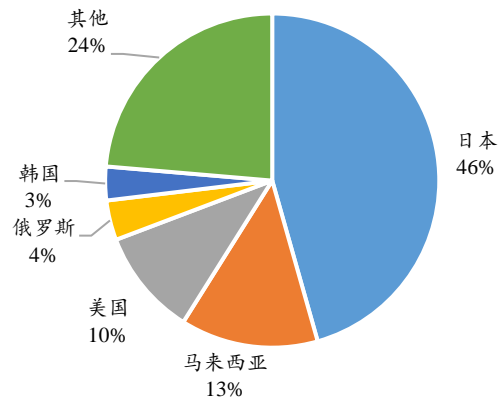
数据来源：海关总署，东北证券

图 21：鳗鱼出口形式以烤鳗为主（2021年）



数据来源：海关总署，东北证券

图 22：日本占我国鳗鱼出口量 46%



数据来源：中国鳗鱼网，东北证券

国内消费逐渐崛起，疫情管控优化后有望持续增长。随着国民收入的持续增长、多元化健康化消费习惯逐渐养成，国内鳗鱼消费人群在快速扩张。根据美团数据，2021年我国超1000万人每月至少吃一次鳗鱼，每月至少吃三次鳗鱼人群规模较2020年大幅增长75%，鳗鱼相关的菜品和餐厅数目都有快速的增长，鳗鱼类外卖订单也较2020年增长37%。随着疫情管控的优化，餐饮消费加速恢复，鳗鱼的消费需求在未来有望进一步的增长。



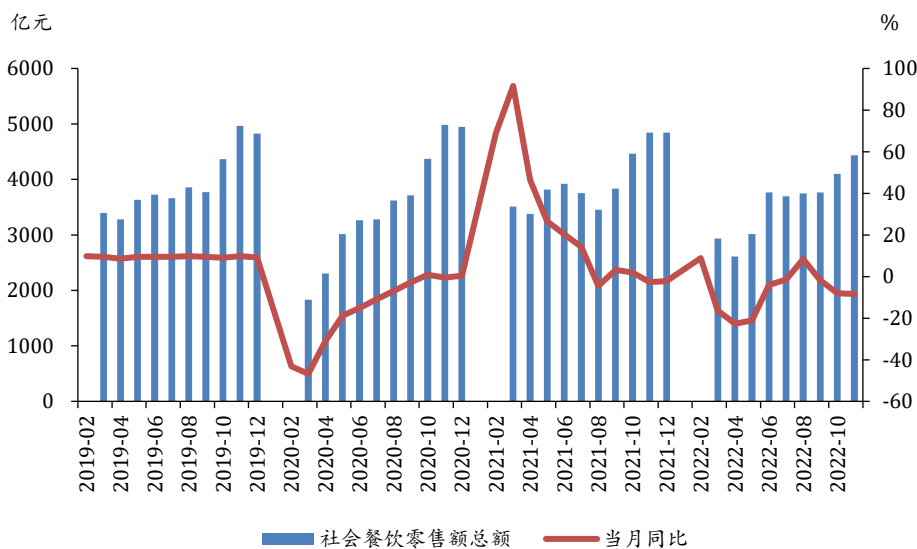
表 2：国内鳗鱼消费人群快速扩张

数据维度	变化情况
人	超 50 万“鳗鱼深度爱好者”每月至少吃三次鳗鱼，规模相比 2020 年增幅超 75%。
菜品	2021 年鳗鱼相关菜品种类超过 6 万种，比 2019 年增长 66%。
餐厅	鳗鱼相关餐饮商户数连续两年增幅超 14%。
外卖	2021 年，美团平台鳗鱼类外卖订单同比 2020 年增长超 37%，50 元以下的鳗鱼菜品订单总量同比 2020 年增长 30%。

数据来源：中国食品报，东北证券

**新冠疫情管控政策调整，鳗鱼餐饮消费回暖可期。**近年来受到新冠疫情管控影响，人们外出就餐、社会宴请的频次明显减少。尤其 2022 年新冠疫情严重，更使得餐饮行业跌至冰底，2022 年前 11 个月餐饮收入社会消费品零售总额仅 3.98 万亿元，同比减少 5.4%。而由于国内鳗鱼消费渠道以餐饮为主，鳗鱼消费量也受到较大影响。不过，1 月 8 日起，国家将对新冠感染实施“乙类乙管”。我们预计餐饮行业将在经历短暂冲击后逐渐回暖，从而带动国内鳗鱼消费量恢复增长。

图 23：近年来社会餐饮零售额下滑明显



数据来源：国家统计局，东北证券

### 2.3. 公司坐拥鳗鱼产业多重核心优势

#### ➤ 种苗资源

依靠公司资金、信用、养殖规模等优势，公司拥有较强的议价能力并能维持长期稳定的鳗苗供应关系，并且在鳗苗的质量、数量等方面都具有明显优势，另外还可供公司根据不同品种的养殖效益进行灵活调整养殖结构。

1) 海外美洲鳗苗供应：美洲鳗苗的进口需要农业部进口批文、经海关验收备案的隔离场等资质，而公司建有目前国内最先进的鳗苗隔离场及足够规模的绿色环保养殖场，能够直接对接海外供应商，目前已与海外美洲鳗苗产地供应商建立了长期战略合作关系；

2) 国内日本鳗苗供应：三十余年的产业深耕帮助公司在国内建立的强大的收购网络，并与国内几大日本鳗苗供应商形成长期合作伙伴关系，助于公司稳定获取鳗苗资源。

### ➤ 饲料配方

公司作为全球最大鳊鲌饲料供应商，掌握了从玻璃鳊到幼鳊再到成鳊各阶段配合饲料的核心技术，能充分覆盖鳊鱼从种苗期至养成期的养殖全阶段饲喂需求。依托于高效优质的饲料配方，公司鳊鱼养殖饵料系数可低至 1.2，明显优于行业平均 1.3-1.4 水平。同时，公司凭借生产规模、信息优势、工艺技术等综合优势，公司原料采购也更具成本优势，综合饲料成本显著低于行业竞争对手。

### ➤ 养殖设施

相较于传统鳊鱼土塘养殖方式存在资源利用效率低、环境不友好及水质稳定性较低等缺点，公司打造的现代化、标准化、设施化、自动化、数智化的工厂化养殖模式及池塘生态养殖模式，具有高效环保、水质稳定、全程可控多方面优势。在未来养殖业生态环保管控逐渐加强的情况下，公司将引领鳊鱼养殖业现代化发展。

1) 工厂化养殖模式：采用“种养一体化”绿色生态式特种水产循环水养殖创新模式，其中内循环系统配备鱼厕所可即时循环回用养殖尾水至养殖池，大幅度降低水资源消耗量和外循环系统尾水处理压力；外循环系统配备固液分离系统及植物“中央厨房”、种养一体化“鱼菜共生”系统，承接内循环系统鱼厕所输出的沉淀物的固液分离、资源化处理工作，实现循环使用及回用养殖尾水的同时，生产生物有机肥、生态绿色有机农产品；

2) 池塘生态养殖模式：采用集中连片养殖池塘标准化改造和尾水治理处理示范，融合智能管控与信息化装备，实现水产养殖节能、减排、增效可持续发展。

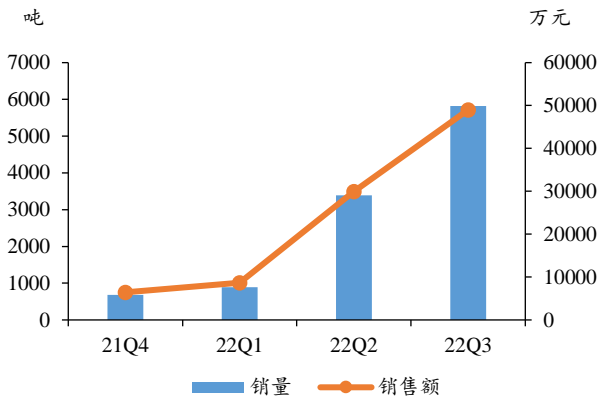
### ➤ 养殖技术

公司在鳊鱼产业深耕多年，积累了大量专业人才团队和技术研发经验。公司鳊鱼成活率高达 95% 以上，并且生长速率、饵料系数等指标均位居行业前列。同时，公司单体养殖场规模优势明显，相同出鱼量情况下，平均用工人数是个体养殖户的一半左右、能源成本是传统煤加热模式的三分之一左右等。

## 2.4. 养殖基地持续建设，支撑鳊鱼产能扩张

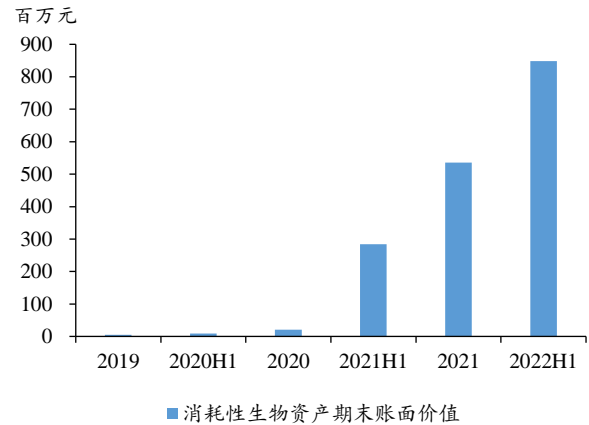
**鳊鱼销量快速增长，2023 年继续高增。**2021 年以来公司鳊鱼养殖规模快速扩张，当期新增鳊鱼销售收入 6440 万元，毛利率达到 48.1%。2022 年公司鳊鱼养殖业务出塘节奏加快，前三季度鳊鱼销量为 5819 吨，实现鳊鱼收入 4.9 亿元。截止 2022 年上半年，公司消耗性生物资产已经达到 8.5 亿元，按照每条鳊鱼公允价值 10 元进行估算，公司鳊鱼存塘量超过 8000 万条，2023 年鳊鱼销量预计将达到 2 万吨。

图 24：公司商品鳗销售快速增长



数据来源：公司公告，东北证券

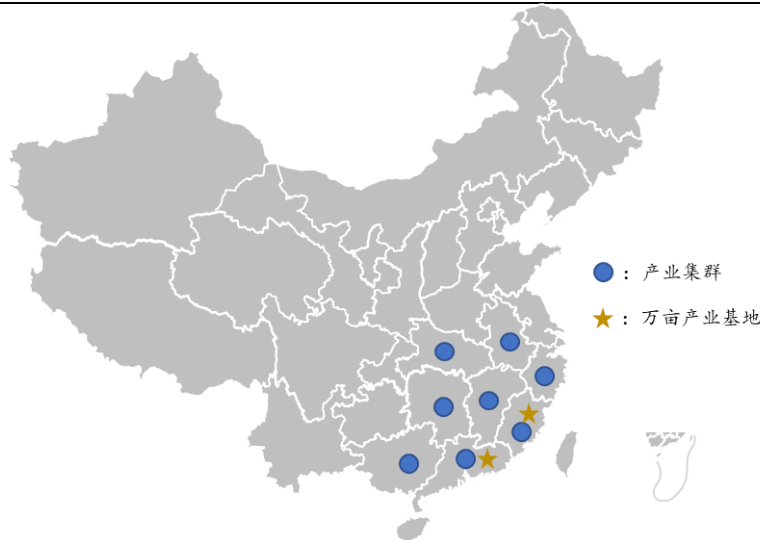
图 25：公司消耗性生物资产大幅扩张



数据来源：公司公告，东北证券

**鳗鱼基地引领乡村振兴，多地开展政府引导合作。**鳗鱼养殖需要良好的水域生态环境与交通便利、水源充足、电源通达等可供建场养殖的土地资源，而相应的水域资源并不多有并且一般的养殖户不易获得当地政府批地许可，只有具备良好、规范、绿色、智慧现代养殖企业才能获得政策扶持。天马科技通过政府引导、龙头业主导、农户/农业合作社参与、金融服务配套四位一体的发展模式帮助农民增收，助力乡村振兴，同时也在政府的支持下获得了丰富的养殖水域资源，目前已经在福建、江西、广东、广西、湖北、湖南、安徽、浙江八省布局建设绿色生态智慧养殖基地。

图 26：公司八大产业集群和两大万亩产业基地分布情况



数据来源：公司公告，东北证券

**基地建设稳步推进，白鹤山万亩基地投产。**目前公司在福建、江西、广东等地所规划的鳗鱼养殖基地均已投入建设当中，其中漳州诏安工厂化养殖基地和广东生态智慧养殖基地在 2021 年四季度已实现首批出鱼。近期，公司白鹤山万亩产业基地也全面投入生产，鳗苗已全面顺利入池。该项目养殖面积可以达到 15 万平方米，年养殖鳗鱼可以达到 7000 吨以上。

图 27：公司白鸽山万亩产业基地效果图



数据来源：福见界山，东北证券

多个鳗鱼养殖项目在建，养殖规模持续扩张在望。公司还在持续扩张鳗鱼养殖产能，目前在建鳗鱼养殖项目预算合计投入高达 8.95 亿元。随着在建工程陆续投产，近年内公司精养殖水域面积就有望达到 200 万平方米，从而支撑公司鳗鱼养殖规模持续快速扩张。

表 3：公司在建鳗鱼养殖项目情况

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
海晏养殖场工程	90,000,000.00	87.85%	87.85%	自有资金
诏安升马养殖场工程	28,500,000.00	78.14%	78.14%	自有资金
冠马养殖场工程	40,000,000.00	79.01%	79.01%	自有资金、募集资金
诏安福马养殖场工程	35,000,000.00	56.26%	56.26%	自有资金
鲁溪养殖场工程	40,000,000.00	66.57%	66.57%	自有资金
建晟养殖场工程	60,000,000.00	76.54%	76.54%	自有资金
星马养殖场工程	214,600,200.00	65.71%	65.71%	自有资金、募集资金
淮溪养殖场工程	42,000,000.00	101.39%	99.00%	自有资金
渠村养殖场工程	39,000,000.00	77.27%	77.27%	自有资金
建宁鳗鲡堂养殖工程	42,000,000.00	82.62%	82.62%	自有资金
福清鳗鲡堂养殖工程	111,500,000.00	55.28%	55.28%	自有资金
武宁县融鑫养殖工程	54,500,000.00	74.51%	74.51%	自有资金
建瓯市溪尾养殖工程	78,000,000.00	38.95%	38.95%	自有资金
三渔建瓯东峰养殖工程	20,000,000.00	84.70%	84.70%	自有资金

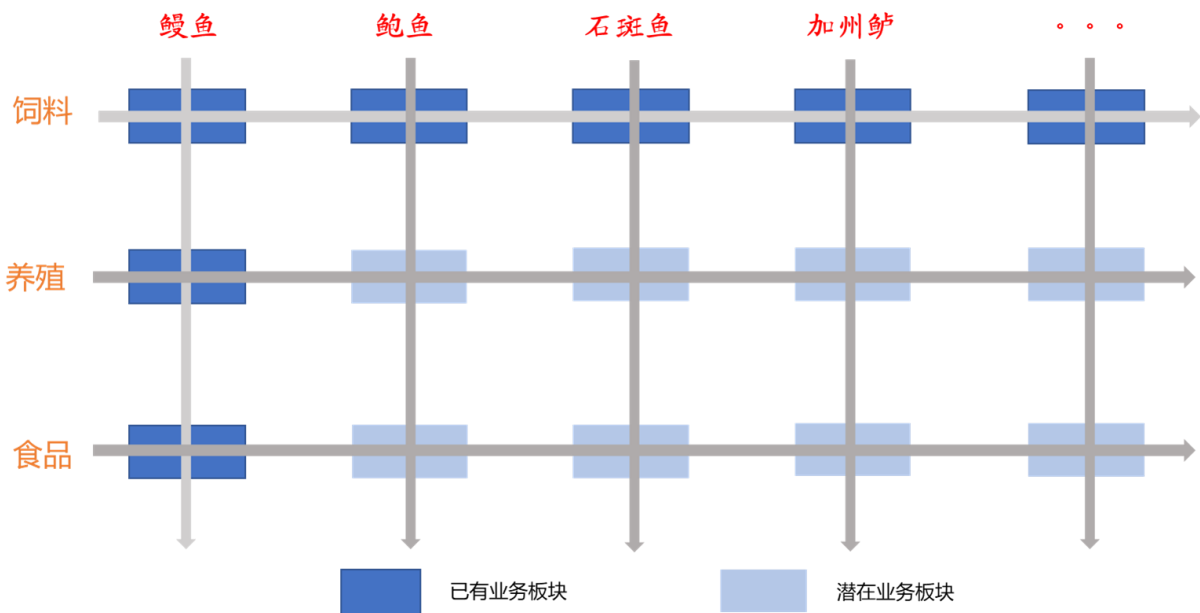
数据来源：公司公告，东北证券

公司业务网络具有广阔多元的扩张空间。依靠在资金、技术、成功经验、水域资源、研发能力等多方面的优势，公司可通过业务链的复制实现同行业的横向扩张和产业链的纵向延伸。公司目前已经建立了从特种饲料、鳗鱼养殖到食品业务的鳗鱼全产业链，随着公司“十条鱼”战略的持续推进，公司有望借助鳗鲡饲料的成功经验持续打造下一个优势特种料，同时依靠饲料业务的发展带来对相应下游养殖的深入了解以及公司所拥有地水域资源，公司可有选择地延伸产业链，扩大水产养殖品类，



并进一步拓展到食品业务，丰富水产食品矩阵，拓宽成长空间。

图 28：公司未来多元业务矩阵

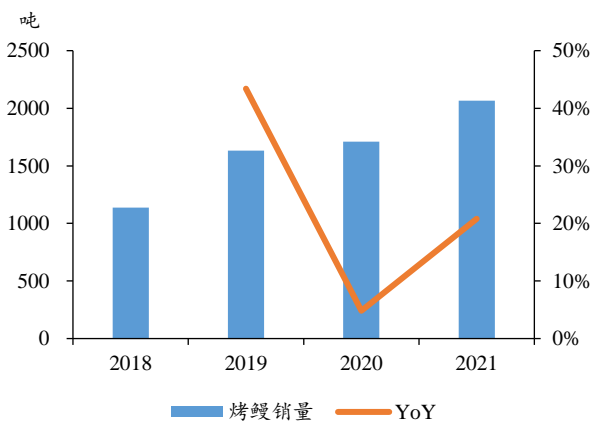


数据来源：东北证券

### 2.5. 打造知名烤鳗品牌，渠道拓展稳步推进

烤鳗销量逐年攀升，品牌势能逐渐积累。鳗鱼的食用形式多样，包括烤鳗鱼、红烧鳗鱼、清蒸鳗鱼等，其中烤鳗是鳗鱼主要的产品形式，占据鳗鱼总消费量的90%以上。公司在2018年开始布局鳗鱼食品业务，过去几年烤鳗销量逐年攀升，2021年实现烤鳗销量2067吨，与2018年相比接近翻番。公司成功打造了“鳗鲞堂”烤鳗品牌，以蒲烧烤鳗和白烧烤鳗产品为主，目前已经具备一定的市场知名度，其中蒲烧烤鳗畅销海内外60多个国家和地区，接连荣获位于比利时布鲁塞尔的国际风味评鉴所2021及2022“顶级美味奖章”三星奖等多个国际国内奖项，品牌势能逐渐积累。

图 29：烤鳗销量稳步增长



数据来源：公司公告，东北证券

图 30：公司“鳗鲞堂”牌烤鳗产品



数据来源：京东，东北证券

养殖业放量保障优质活鳗原料供应，产品矩阵不断丰富。过去公司的烤鳗产品的活鳗原料获取方式是与鳗鱼养殖户签订收购合约，随着公司自有鳗鱼养殖业开始出塘放量，未来烤鳗产品将拥有优质稳定、规模庞大的原料供应端，支撑公司食品业务的快速扩张，进一步完善鳗鱼全产业链。除了烤鳗产品外，公司目前的食品条线还拥有鳗鱼饭便当、姜母鸭、烤鲭鱼等多个品类，其中“红脸雁”牌姜母鸭产品也是福建地区的畅销产品。随着未来新建食品产业基地建设项目落地投产，公司有望加速打造世界级全产业链食品供应链平台。

加大销售渠道建设，充分开拓国内市场。秉承着产品、品牌等优势，公司未来将通过“线上+线下”结合的方式持续加大国内 B、C 两端市场的开拓：线下渠道方面，公司未来将加强商超、中央厨房及餐饮等主要销售渠道的全面布局，另外公司自主打造了“鳗小堂”连锁品牌餐饮模式，有助于贴近终端消费者、强化公司品牌形象以及加强终端渠道的自主管控；线上渠道方面，公司一方面将持续布局京东、天马优选、天猫等线上平台，另一方面借助抖音、小红书等新兴媒体进行品牌宣传，今年双十一，公司创造了“鳗鲷堂”全新国潮 IP，借助“国货国潮”的特征加强鳗鱼这一传统水产对 C 端年轻消费者的吸引力，产品一经登录李佳琦直播间便取得了良好的营销效果，直播单日的销售量破三万件，在淘宝双十一烤鳗类目中排名第一。

图 31：“鳗鲷堂”全新国潮 IP 产品



数据来源：公开资料，东北证券

图 32：“鳗小堂”连锁餐饮品牌

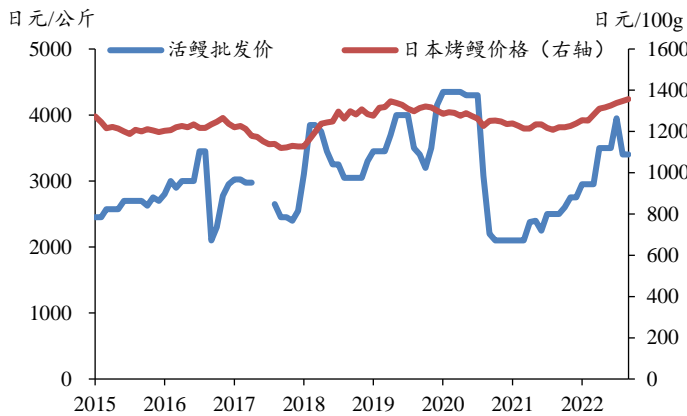


数据来源：公开资料，东北证券

烤鳗消费更为稳定，有助平抑鳗鱼价格波动。烤鳗可以保存较长时间，消费也更为稳定，其价格波动幅度相对活鳗更加平缓。因此，理论上鳗鱼养殖和加工一体化企业可通过调整和烤鳗的产品结构比例来一定程度上平滑价格波动的影响，增强鳗鱼产业链的抗风险能力。



图 33：烤鳗价格波动相对更加平稳



数据来源：中国鳗鱼网，日本统计局，东北证券

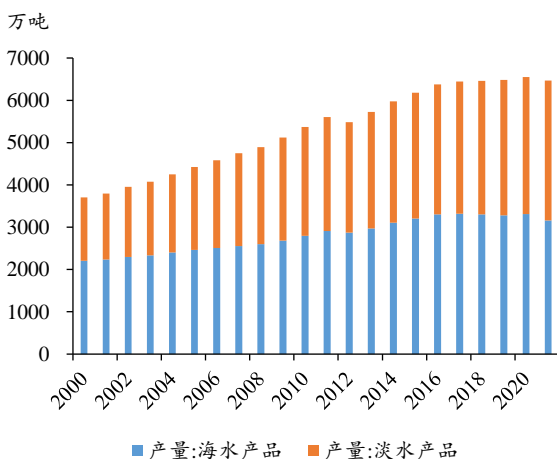
### 3. 构筑饲料核心优势，开启品类、区域扩张

#### 3.1. 全球鳗鲡料龙头，期望复制成功经验

##### 3.1.1. 特种水产饲料景气度高，政策助推饲料加速替代

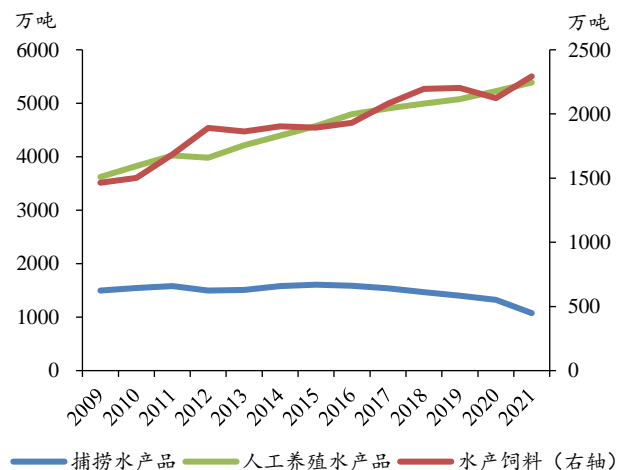
人工养殖推动水产饲料增长。水产品供给来源于天然捕捞和人工养殖，改革开放后我国渔业快速发展使得河海资源迅速萎缩。为防止过度捕捞破坏生态平衡、造成资源衰退，我国近年来出台了捕捞配额、长江十年禁渔等措施，对渔业实施严格的管控限制，水产品捕捞量从 2015 至今一直保持着下降趋势。因此大力发展人工养殖业是满足居民日益增长的关键所在，相较于 2009 年，我国人工养殖水产品产量增长 48.8%，占水产品总产量比例由 70.8% 提升至 83.4%。水产饲料需求量紧跟着水产品人工饲养的规模不断扩大而提高，2009-21 年 CAGR 为 3.8%。

图 34：2000 年至今我国水产品产量稳步提升



数据来源：中国饲料工业协会，Wind，东北证券

图 35：人工养殖水产品产量占比逐渐提升

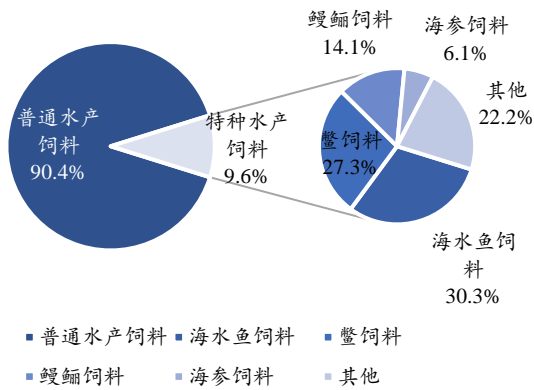


数据来源：Wind，东北证券

特种水产发展迅猛，特水料景气度高。水产品进一步可分为普通水产和特种水产，前者主要指产量庞大的常见水品种，后者指除了普通水产外的数量相对较少、养殖规模较小、经济价值高的品种。普通水产的普及度较高，规模增长相较于较为新

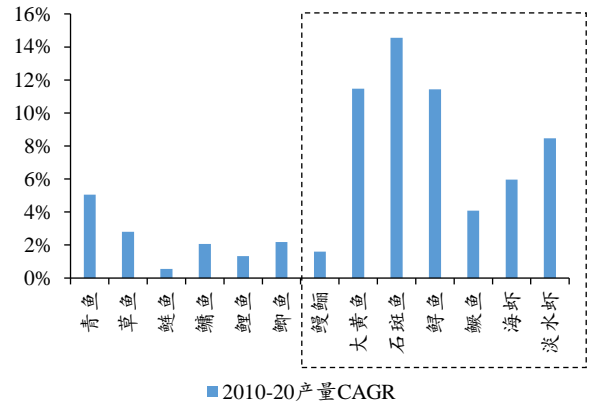
兴的特种水产更慢，根据中国渔业协会数据，2010-20 年间特种水产产量普遍显著高于普通水产品种，同时也带动了特种水产饲料的快速发展，其占水产饲料总产量比例由 2009 年 6.8% 上升到 2021 的 9.6%。随着养殖技术的进步，水产消费的多样化、升级化发展，特种水产养殖业未来有望保持高增长，维持特水料的高景气度。

图 36：各类水产饲料构成情况



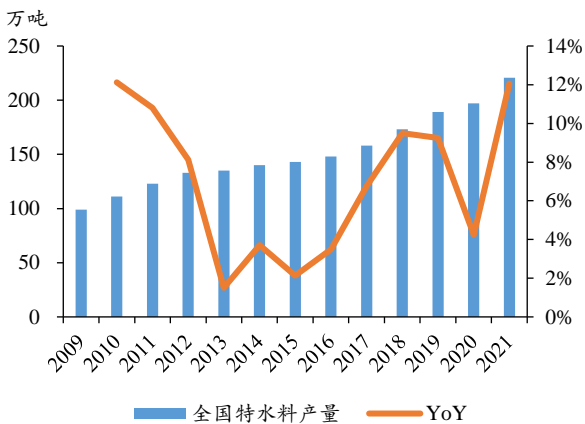
数据来源：中国饲料工业协会，公开资料整理，东北证券

图 37：特种水产需求增长更快



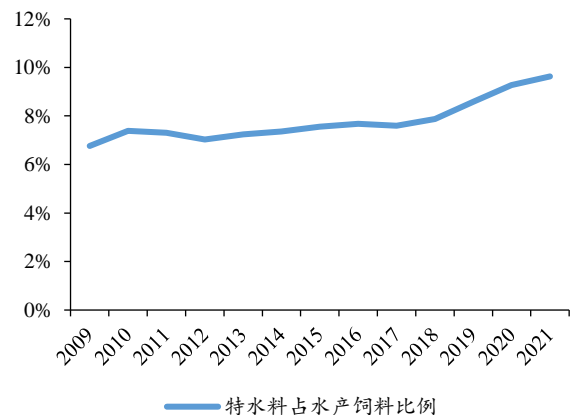
数据来源：Wind，东北证券

图 38：2016 年以来全国特水料产量加速增长



数据来源：中国饲料工业协会，公开资料整理，东北证券

图 39：特种水产饲料占比持续提升



数据来源：Wind，东北证券

**政策推进渔业绿色发展，助力水产饲料加速渗透。**目前水产饲料的渗透率估计不超过 30%，远低于畜禽饲料，主要由于行业内有大量的养殖户采取投喂冰鲜杂鱼等作为饲料的养殖方式，不仅造成资源浪费，并且对生态环境产生威胁。国家近年来加大了对渔业的监管整治，多项涉及渔业发展的政策陆续出台，旨在大力推进渔业的高质量绿色发展。2019 年 2 月份农业部等 10 部委联合印发了我国第一个经国务院同意、专门针对水产养殖业的指导性文件《关于加快推进水产养殖业绿色发展的若干意见》，明确提出要转变养殖方式，实施配合饲料替代冰鲜幼杂鱼行动，严格限制冰鲜杂鱼等直接投喂。因此，在我国渔业向现代化发展大步迈进的趋势下，水产饲料有望加速渗透。

**表 4：推进渔业绿色发展的相关政策**

政策	时间	部门	主要内容
《“十四五”全国渔业发展规划》	2022-01-07	农业农村部	坚持“稳产保供、创新增效、绿色低碳、规范安全、富裕渔民”的工作思路，坚持数量质量并重、创新驱动、绿色发展、扩大内需、开放共赢、统筹发展和安全的基本原则，推进渔业高质量发展，统筹推动渔业现代化建设。“十四五”渔业发展主要目标包括：2025 年渔业产值 1.5 亿元（较 2020 年+11.0%）；水产品产量 6900 万吨（+5.4%）；国家级海洋牧场 200 个（47.1%）；国内海洋捕捞产量小于 1000 万吨等
《农业农村部关于加强海水养殖生态环境监管的意见》	2022-01-05	生态环境部、农业农村部	严格环评管理和布局优化；实施养殖排污口排查整治；强化监测监管和执法检查，包括制定排放标准、推进尾水监测、实施分类监管和加强执法检查；加强政策支持与组织实施
《关于实施渔业发展支持政策推动渔业高质量发展的通知》	2021-05-12	财政部、农业农村部	渔业发展补助资金主要支持纳入国家规划的重点项目以及促进渔业安全生产等设施设备更新改造等方面，包括支持建设国家级海洋牧场；支持建设现代渔业装备设施；支持建设渔业基础公共设施；支持渔业绿色循环发展和支持渔业资源调查养护和国际履约能力提升。其他一般性转移支付主要支持地方政府统筹推动本地区渔业高质量发展。
《农业农村部关于加强水产养殖用投入品监管的通知》	2021-01-08	农业农村部	强化水产养殖用兽药、饲料和饲料添加剂等投入品管理；整治水产养殖用兽药、饲料和饲料添加剂相关违法行为；试行水产养殖用投入品使用白名单制度等
《关于加快推进水产养殖业绿色发展的若干意见》	2019-02-22	农业农村部等 10 部委	到 2022 年，国家级水产种质资源保护区达 550 个以上，国家级水产健康养殖示范场达 7000 个以上，健康养殖示范县达 50 个以上，健康养殖示范面积达 65%以上，产地水产品抽检合格率保持在 98%以上。到 2035 年，水产养殖布局更趋科学合理，养殖生产制度和监管体系健全，养殖尾水全面达标排放，产品优质、产地优美、装备一流、技术先进的养殖生产现代化基本实现。

数据来源：政府网站，东北证券

**疫情管控放开，水产消费回暖利好饲料需求。**疫情以来水产养殖业受到了较大影响，尤其是消费以餐饮渠道为主的特种水产养殖更是遭遇打击。一方面是疫情下消费端的疲软，另一方面水产品的运输、销售渠道频频受阻，造成产品被动挤压致损，使得养殖户信心受挫。随着目前疫情管控的优化，养殖端投苗、出塘等环节有望回归常态，水产品的流通渠道将恢复畅通，同时下游餐饮、家庭等消费需求也将逐渐好转，因此特种水产养殖业景气度有望持续回升，刺激养殖端投苗积极性，进而将带动特水料需求增长。

### 3.1.2. 研发实力卓越，盈利能力突出

**卓越的技术研发实力构建公司核心竞争力。**公司拥有国家企业技术中心、省级特种水产配合饲料企业工程技术研究中心、省级院士工作站和省级特种水产配合饲料重

点实验室等科技研发平台，并于多所高校和科研院所达成产学研的战略合作，助力公司长期保持卓越的科技创新、技术研发能力。公司目前掌握了多项特种水产配合饲料配方和加工工艺核心技术，研发的具有自主知识产权的玻璃鳗配合饲料等多项技术填补了国内技术空白，大黄鱼配合饲料、种苗微粒子配合饲料等居于国内水产饲料行业先进水平，公司种苗早期配合饲料的成功开发打破了日本、韩国等国家的技术垄断。在研发实力的保障下，公司产品将长期具备强劲的市场竞争力。

**表 5：公司饲料产品具备先进的技术水平**

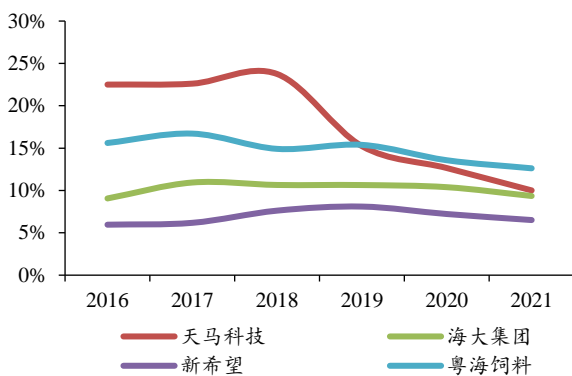
饲料种类	产品技术水平
鳗鲡配合饲料	鳗鲡无公害膨化浮性颗粒饲料被列为国家火炬计划项目，高效花鳗鲡专用配合饲料产业化开发与应用被列为国家星火计划项目。总体技术水平处于国内领先。多个配合饲料均已获得发明专利授权。公司参与修订《鳗鲡配合饲料》行业标准，获福建省标准贡献三等奖。《高效鳗鲡配合饲料的开发及其在鳗鲡健康养殖全过程中的应用》获得福建省科技进步三等奖。
鳖配合饲料	中华鳖系列配合饲料已获得三项发明专利授权。《中华鳖配合饲料》国家标准由公司主持制定，并经过国家发布实施。
大黄鱼配合饲料	大黄鱼幼鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、大黄鱼中成鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、软颗粒的大黄鱼幼鱼配合饲料均获得发明专利授权。《大黄鱼配合饲料》国家标准由公司参与制定，并经过国家发布实施。
金鲳配合饲料	该产品的地方标准为公司负责起草制订，并发布实施，且获得福建省标准贡献三等奖。金鲳鱼中成鱼膨化颗粒配合饲料已获得发明专利授权。
石斑鱼配合饲料	石斑鱼粉状配合饲料已获得发明专利授权。公司自主研发的石斑鱼配合饲料产品营养全面均衡、氨基酸总量高、产品使用方便等具有优势，其中粗蛋白质含量可达 60%。该产品与进口的欧洲、日本同类产品在技术和质量上相比拥有优势。该科研技术的突破，在养殖过程中为养殖户带来更佳的生长性能及使用便利，目前具有一定的市场潜力。
加州鲈配合饲料	攻克了饲料中低淀粉加工工艺技术，开发了强化系列配合饲料产品。基于维护加州鲈肝胆健康，开发了加州鲈功能性配合饲料。
种苗期配合饲料	公司种苗期配合饲料产品涉及 6 项发明专利授权，包括：鲟鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、玻璃鳗配合饲料、金鲳鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、大黄鱼稚鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、黄颡鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、日本鳗鲡白仔鳗鲡阶段粉状配合饲料。其中，玻璃鳗配合饲料产品的地方标准为公司负责起草制定，并发布实施，且获得福建省标准贡献二等奖。
鲍鱼配合饲料	公司自主研发的鲍鱼配合饲料，采用压片工艺、膨化工艺及微颗粒一次成型三种模式，适用于从鲍鱼种苗培育至养成商品鲍各个养殖阶段，也适用于室内工厂化养殖模式、室外精养、粗养模式，海区网箱吊养殖模式。产品覆盖面广，产品工艺技术与配合饲料配方技术均为我司自主创新。
海参配合饲料	公司自主研发的海参配合饲料，采用压片工艺、膨化工艺及超微粉碎工艺三种模式。适用于海参从种苗培育阶段至商品参的各个养殖阶段，也适用于海区吊养殖模式、室外粗养模式，还要适用于小杂鱼或海带搅拌混合投喂的模式，产品工艺技术与配合饲料配方技术均为我司自主创新。
虾类配合饲料	南美白对虾养殖前期配合饲料、南美白对虾养殖中期配合饲料、南美白对虾养殖后期配合饲料等已获得三项授权发明专利。《高效环境友好型对虾配合饲料的开发》被列为福州市科技计划项目。成功开发出安全高效环保的 EP 全熟化系列虾料，采用全熟化工艺，外表光滑，基本不含粉末，营养更全面，熟化度高，消化吸收更好，饲料转化率高，免疫力强，虾生长更快更健康。使用本产品能大幅缩短养殖周期，有效降低养殖风险，节能减排，节约各项养殖成本，提高养殖经济效益。

数据来源：公司公告，东北证券



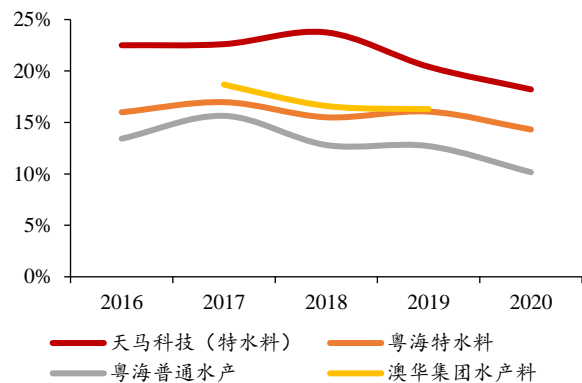
毛利率行业领先，盈利能力突出。由于生产门槛、竞争格局等因素，水产饲料毛利率一般高于禽畜饲料。而相较于普通水产饲料，特种水产饲料在粉碎细度、熟化程度、颗粒外观等方面均具有更高的要求，因此技术壁垒相对更高，并且下游需求增长更快，养殖户相对更加分散，因此其毛利率通常高于普通水产饲料。公司一直专注于特种水产饲料的研发销售，积累了丰富的生产管理经验和领先的生产工艺优势，实现了行业领先的盈利能力。2019年公司饲料业务由于并入毛利率相对较低的禽畜饲料业务，毛利率中枢明显下移，但整体毛利率依然处于前列。而公司水产饲料业务常年保持着较高的盈利水平，毛利率显著高于可比公司。

图 40：天马科技饲料毛利率处于行业较高水平



数据来源：Wind，东北证券

图 41：天马科技水产料毛利率行业领先

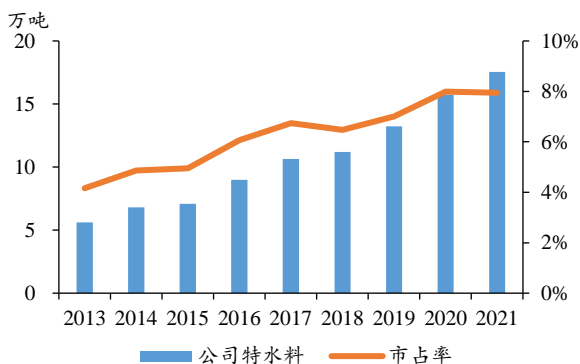


数据来源：Wind，东北证券

### 3.1.3. “十条鱼”战略有序推进，鲍鱼料率先发力

全面推进“十条鱼”战略，特水料业务由精向强迈进。公司目前是全球最大的鳗鲡饲料生产商，并借助鳗鲡饲料的成功经验不断实现其他水产饲料品种的发展突破，2013年至今公司特水料产量及市占率均稳步增长。依托于公司的研发技术优势，为进一步推动特种饲料业务发展，公司全面推进“十条鱼”战略发展规划，以特种水产饲料细分产品十个品种的产销量进入全国前列为目标，同时形成对其他特种水产饲料细分品种的市场占有率的有效提升，持续做精、做大、做强特种水产饲料行业，实现从特种品类优势到全面领先的跨越。

图 42：公司特水料市占率逐步提升



数据来源：公司公告，东北证券

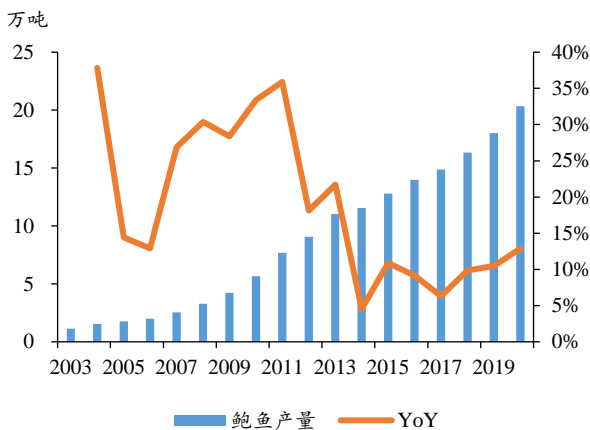
图 43：公司特种水产饲料产品矩阵



数据来源：公司官网，东北证券

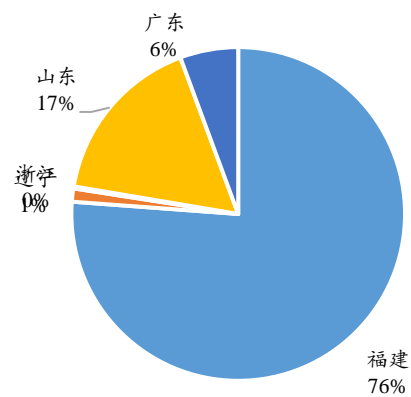
**鲍鱼饲料加速渗透，公司前瞻性布局成效凸显。**鲍鱼养殖是我国快速发展的特种水产养殖业，2003 年至今养殖产量 CAGR 达 18.6%，福建为主要的养殖省份，2020 年占据 76%的产量。公司在 2018 年前瞻性地布局了海参和鲍鱼饲料，凭借多年的科研积累，公司自主创新开发出的鲍鱼配合饲料可适用于从稚鲍、幼鲍到成鲍的不同生产阶段的需求，同时也适用于室内工厂化养殖模式，室外精养、粗养模式以及海区网箱吊养殖等各种养殖模式，公司目前已经是国内最大的鲍鱼饲料生产和销售企业。由于去年海带、龙须菜生产欠收，鲍鱼配合饲料使用率由 35%激增至超过 60%，公司鲍鱼料产品供不应求。一旦养殖户形成饲料使用习惯，将对海带、龙须菜实现完全替代，潜在需求量可达 60-100 万吨。公司鲍鱼配合饲料生产线设计产能为 1.9 万吨，目前正在有力推动鲍鱼饲料生产线扩能拓产，追逐广阔的成长空间。

图 44：我国鲍鱼养殖产量快速增长



数据来源：《中国渔业统计年鉴》，东北证券

图 45：福建省占据我国 76%鲍鱼产量（2020）



数据来源：《中国渔业统计年鉴》，东北证券

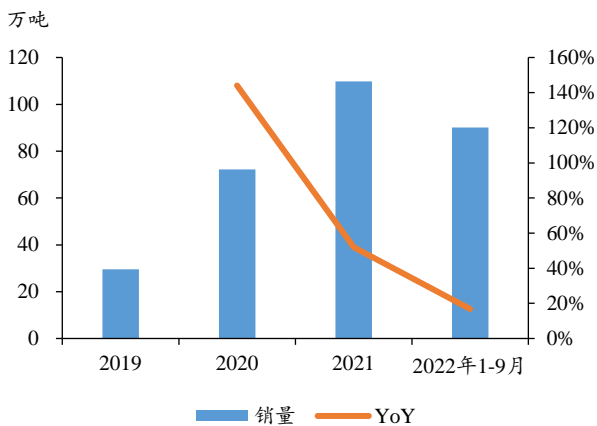
### 3.2. 区域禽畜饲料龙头走向全国

**收购进军畜禽饲料，与水产饲料有效互补。**2019 年，公司通过收购华龙集团切入禽畜饲料行业，极大地提升了公司饲料业务的规模和市占率。收购的华龙集团在福建省内具有较高知名度，“华龙”商标是福建省著名商标，“华龙”禽畜饲料也被评为福建名牌产品。并且畜禽饲料普遍采用现货现结的模式，因此畜禽饲料企业一般拥有较好的现金流，能与公司原有高毛利的水产饲料业务形成有效互补。

**持续稳固省内龙头地位，逐步推进省外扩张。**2021 年公司禽畜饲料销量首次突破百万吨，实现收入 34 亿元，占总收入比例为 63%；2022 年前三季度依然保持着高速增长，销量、收入分别同比增长 16.8%和 26.3%，产销量稳居福建第一梯队。2021 年公司华龙集团成功收购龙岩鑫华港等六家公司，新增当年 4-12 月禽畜饲料销售收入 7.8 亿元，生产规模持续扩大，继续巩固省内优势地位。目前公司禽畜饲料在福建省内的市占率不超过 15%，依然有着较大的成长空间，未来在饲料行业不断整合的大趋势下，公司依靠渠道、品牌等优势有望持续获取省内份额。同时，公司还将积极拓展省外业务，稳步推进“打造福建畜牧产业区域性龙头企业，逐步进行全国布局”的战略规划。

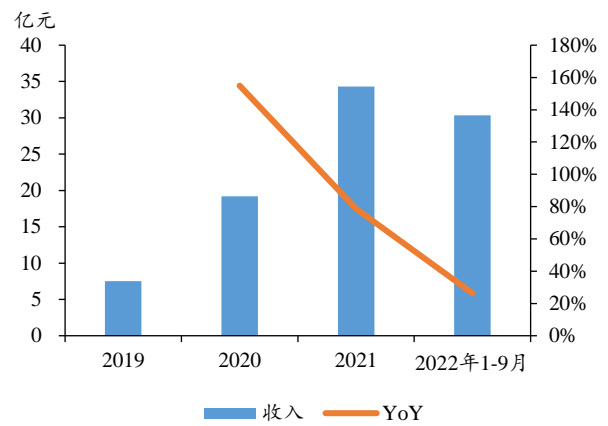


图 46：禽畜饲料销量规模快速扩张



数据来源：Wind，东北证券

图 47：禽畜饲料收入体量快速扩张



数据来源：Wind，东北证券

下游养殖盈利改善，饲料毛利水平有望恢复。短期来看，下游生猪、肉禽养殖行业在经历大面积深度亏损后，2022 年下半年普遍迎来了行业性回暖。此前饲料原料成本大幅上涨，但饲料产品却因养殖业亏损而提价受阻，导致饲料行业整体毛利水平下滑明显。随着下游盈利改善，以及原料成本趋于稳定，饲料行业毛利水平也有望逐渐恢复。

## 4. 盈利预测与估值

### 盈利预测：

- 1) 特种水产饲料：随着特种水产养殖规模持续增长，饲料渗透率不断提升，特种水产饲料市场还具有较大的成长空间。借助强大的研发实力和鳗鲡料的成功经验，公司有望不断打造优势品种，稳步推进“十条鱼”发展战略，持续扩大特水料市占率。预计 2022-24 年公司特种水产饲料收入分别 17.53/21.04/26.51 亿元，同比增速分别 14.0/20.0/26.0%，毛利率在饲料原料价格回落下稳步提升，2022-2024 年预计分别为 18.5/18.5/19.0%。
- 2) 畜禽饲料：畜禽饲料行业未来在成本压力和竞争加剧下将持续整合，大型生产企业话语权将不断增强。公司畜禽饲料产销量目前稳居福建省第一梯队，未来有望持续扩大优势。预计 2022-24 年畜禽饲料收入分别 43.40/50.13/59.53 亿元，同比增速分别 26.50/15.50/18.75%，毛利率分别 6.5/6.2/6.5%。
- 3) 鳗鲡养殖：公司 2022 年全年预计出鱼超过 8000 吨。未来随着多个养殖基地陆续建成投产，鳗鱼养殖规模将保持快速扩张。我们预计公司 2022-24 年商品鳗销量分别为 0.81/1.96/2.94 万吨，对应鳗鲡养殖业务收入分别 6.96/17.53/23.67 亿元，同比增速分别 980/152/35%，毛利率分别 40.30/48.75/39.58%。
- 4) 烤鳗：公司“鳗鲡堂”牌烤鳗目前已经具备较强的品牌势能，产品畅销海内外 60 个国家和地区，随着公司新建烤鳗产线投产，烤鳗业务将重

新恢复增长。预计 2022-2024 年公司烤鳗业务收入分别 2.32/2.68/3.62 亿元，同比分别增长-10.57/15.50/35.00%，毛利率分别 0/5.00/8.00%。

表 6：公司盈利预测拆分（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,419	7,145	9,032	11,146
YoY	48.88%	31.85%	26.41%	23.41%
特种水产饲料	1538	1753	2104	2651
YoY	13.70%	14.00%	20.00%	26.00%
畜禽饲料	3431	4340	5013	5953
YoY	78.61%	26.50%	15.50%	18.75%
鳗鲡养殖	64	696	1753	2367
YoY		980.00%	152.00%	35.00%
烤鳗	260	232	268	362
YoY	39.64%	-10.75%	15.50%	35.00%
毛利率	10.21%	12.59%	16.66%	16.20%
特种水产饲料	17.99%	18.50%	18.50%	19.00%
畜禽饲料	6.43%	6.50%	6.20%	6.50%
鳗鲡养殖	48.11%	40.30%	48.75%	39.58%
烤鳗	4.30%	0.00%	5.00%	8.00%

数据来源：Wind，东北证券

#### 估值与评级：

由于当前鳗苗捕捞季鱼况不佳，我们预计今年鳗鱼价格上涨概率增加，故上调公司 2022-24 年净利润分别至 3.44/8.86/10.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/2.03/2.46 元，对应当前 PE 估值分别为 24.47/9.50/7.85 倍。参考可比公司估值，给予公司 2023 年 13X PE，上调目标价至 26.40 元，重申公司买入评级。

## 5. 风险提示

- 1) 鳗鱼价格波动风险：**受鳗苗捕捞情况、餐饮消费需求、海外进出口等因素影响，鳗鱼价格波动较大，对于公司鳗鱼养殖业务收入和盈利均会产生重大影响。
- 2) 原料价格波动风险：**饲料行业成本主要为玉米、豆粕等原材料，若原料价格大幅上涨，势必导致公司饲料业务盈利能力受损。
- 3) 水产疫病风险：**若出现大规模疫病爆发，将对公司鳗鱼养殖存活率和成本均造成不良影响。

**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	375	669	836
交易性金融资产	46	36	31	31
应收款项	555	812	791	843
存货	1,201	1,922	2,343	2,979
其他流动资产	188	353	428	524
<b>流动资产合计</b>	<b>2,561</b>	<b>3,498</b>	<b>4,263</b>	<b>5,214</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	20	20	20	20
固定资产	1,492	1,782	2,135	2,512
无形资产	216	230	244	268
商誉	117	137	167	207
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,580</b>	<b>3,194</b>	<b>3,711</b>	<b>4,216</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,141</b>	<b>6,691</b>	<b>7,973</b>	<b>9,430</b>
短期借款	783	1,483	1,683	2,083
应付款项	1,228	1,514	1,685	1,774
预收款项	1	1	1	1
一年内到期的非流动负债	77	77	77	77
<b>流动负债合计</b>	<b>2,242</b>	<b>3,279</b>	<b>3,685</b>	<b>4,205</b>
长期借款	464	664	764	764
其他长期负债	214	214	214	214
<b>长期负债合计</b>	<b>678</b>	<b>878</b>	<b>978</b>	<b>978</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,920</b>	<b>4,157</b>	<b>4,664</b>	<b>5,183</b>
归属于母公司股东权益合计	1,852	2,126	2,835	3,692
少数股东权益	369	408	474	555
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,141</b>	<b>6,691</b>	<b>7,973</b>	<b>9,430</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,419</b>	<b>7,145</b>	<b>9,254</b>	<b>11,447</b>
营业成本	4,866	6,245	7,677	9,579
营业税金及附加	11	14	19	23
资产减值损失	-1	0	0	0
销售费用	66	71	93	114
管理费用	135	171	213	252
财务费用	42	77	90	98
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-19	-7	-9	-11
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>414</b>	<b>991</b>	<b>1,199</b>
营业外收支净额	-3	-3	-4	-5
<b>利润总额</b>	<b>159</b>	<b>411</b>	<b>987</b>	<b>1,194</b>
所得税	27	29	35	42
净利润	132	382	953	1,152
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>344</b>	<b>886</b>	<b>1,071</b>
少数股东损益	48	38	67	81

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>132</b>	<b>382</b>	<b>953</b>	<b>1,152</b>
资产减值准备	32	30	25	10
折旧及摊销	105	177	203	224
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	48	72	93	105
投资损失	-4	7	9	11
运营资本变动	-68	-836	-294	-675
其他	-15	3	4	5
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>229</b>	<b>-165</b>	<b>993</b>	<b>832</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-985</b>	<b>-790</b>	<b>-728</b>	<b>-746</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>841</b>	<b>759</b>	<b>30</b>	<b>81</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-530</b>	<b>-869</b>	<b>345</b>	<b>126</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.22	0.79	2.03	2.46
每股净资产 (元)	4.24	4.88	6.50	8.47
每股经营性现金流量 (元)	0.53	-0.38	2.28	1.91
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	48.9%	31.8%	29.5%	23.7%
净利润增长率	21.2%	311.5%	157.6%	20.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	10.2%	12.6%	17.0%	16.3%
净利率	1.5%	4.8%	9.6%	9.4%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	38.00	35.00	32.00	26.00
存货周转天数	67.87	90.00	100.00	100.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	56.8%	62.1%	58.5%	55.0%
流动比率	1.14	1.07	1.16	1.24
速动比率	0.54	0.38	0.41	0.42
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
财务费用率	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.2%	0.8%	2.1%	2.5%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	57.05	24.47	9.50	7.85
P/B (倍)	2.96	3.96	2.97	2.28
P/S (倍)	1.01	1.18	0.91	0.73
净资产收益率	5.6%	16.2%	31.2%	29.0%

资料来源：东北证券

**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
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
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
<b>华北地区机构销售</b>			
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
<b>华南地区机构销售</b>			
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
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
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
<b>华北地区机构销售</b>			
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