

天马科技 (603668.SH)

鳗鲡龙头呼之欲出

市场认为公司 22Q4 出鱼量不及预期或由于公司投苗量不足或存活率偏低所致。经过深度草根调研，我们发现公司投苗量和存活率等指标均大超市场预期。当前，鳗鱼价格处于低位拐点向上阶段，公司出鱼量仍处快速增长期，量价双击之下，公司利润弹性有望充分释放。首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

- **深耕特水料，打造全球鳗业龙头。**公司成立于 2001 年，目前已发展成为全面覆盖特种水产业、畜牧业、一二三产业、海洋食品和海洋种业融合发展的大型现代渔牧集团化企业，鳗鲡配合饲料销量连续多年位居全国首位。2019 年逐步开始进行产业链外延，收购华龙饲料进军畜禽料，同时向下游鳗鱼养殖和食品端布局。特水料和畜禽料仍为公司利润的主要来源，但随着公司鳗鱼出鱼规模的扩大，毛利占比快速提升，或成长为公司利润弹性的主要来源。
- **行业：日本鳗苗捕捞低位，价格上行趋势或已确立。**我国是全球最大的鳗鱼生产国，2016-2020 年，中国大陆（86%）、日本（6.7%）、韩国（3.9%）、中国台湾（1.3%）等东亚地区为全球鳗鱼的主要生产地区。鳗鱼属降河性洄游鱼类，在海洋中产卵繁殖，在淡水中生长。供给主要包括日本鳗苗、美洲鳗苗和欧洲鳗苗，日本鳗苗捕捞量决定未来 1-2 年鳗鱼价格走势。截至 2023 年 4 月 25 日，东亚地区累计捕获鳗苗 38300-38350kg，处于近三个捕捞季低位，23-24 年鳗鱼价格上涨几成定局。
- **公司：饲料业务稳步推进，鳗鲡龙头雏形已现。**公司深耕特水料，2015-22 年，公司特种水产料销量从 6.7 万吨增长至 20.6 万吨，远高于行业平均增速。公司顺应产业链一体化趋势，致力于打造鳗鲡全产业链。根据公司数据，同时结合草根调研，预计公司 2023-24 年投苗季分别投苗 1.2 亿尾、1.5 亿尾，对应 23-24 年理论出鱼量或达 2.24 万吨、3.56 万吨，保持高速增长节奏。考虑到 23-24 年鳗鱼价格或处于上升周期，公司鳗鱼养殖利润弹性或逐步释放。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**日本鳗苗捕捞量连续三个捕捞季下滑，23-24 年鳗鱼价格上涨趋势确立。公司 21-23 年投苗量保持高速增长，对应 23-24 年出鱼量或维持高增。我们预计，2023-2025 年，公司 EPS 分别为 1.38 元、1.88 元、2.30 元。考虑到鳗鱼养殖行业周期性较为明显、但公司鳗鱼养殖业务处于快速成长期，给予公司 2023 年 15X PE，对应目标价 20.7 元，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：自然灾害风险、种苗投放不及预期、存活率不及预期、成本异常波动、鳗鱼价格大幅周期波动、宏观经济波动、重大食品安全事件。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5419	7008	8403	9817	11352
同比增长	49%	29%	20%	17%	16%
营业利润(百万元)	161	196	675	948	1176
同比增长	27%	21%	245%	40%	24%
归母净利润(百万元)	84	130	601	818	1005
同比增长	21%	56%	361%	36%	23%
每股收益(元)	0.19	0.30	1.38	1.88	2.30
PE	85.5	54.8	11.9	8.7	7.1
PB	3.9	3.5	2.7	2.2	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/农林牧渔
目标估值：20.70 元
当前股价：16.38 元

基础数据

总股本(万股)	43613
已上市流通股(万股)	43613
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	71
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	68.6%
主要股东	陈庆堂
主要股东持股比例	19.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-7	33
相对表现	0	-14	33



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

施腾 S1090522080002
shiteng@cmschina.com.cn

正文目录

一、深耕特水料，打造全球鳗业龙头.....	5
二、行业：日本鳗苗捕捞低位，价格上行趋势或已确立.....	7
1、养殖占比持续提升，东亚为全球鳗鱼最大生产区.....	8
2、苗种供给受限，东亚三国捕捞量占比较大.....	10
3、鳗苗捕捞量连年下滑，价格上涨可期.....	12
三、公司：饲料业务稳步推进，鳗鲡龙头雏形已现.....	13
1、特水料市占率稳步提升，畜禽料打开增量空间.....	13
2、加速产业链整合，鳗鲡龙头呼之欲出.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程示意图.....	5
图 2：2011-2023Q1，公司营业收入变化情况.....	6
图 3：2011-2023Q1，公司归母净利润变化情况.....	6
图 4：2011-2023Q1，公司毛/净利率变化情况.....	6
图 5：2013-2022 年，公司特水料/畜禽料毛利率变化情况.....	6
图 6：2013-2022 年，公司收入结构情况.....	6
图 7：2013-2022 年，公司毛利结构情况.....	6
图 8：公司股权结构示意图.....	7
图 9：我国鳗鱼产业链示意图.....	8
图 10：1990-2020 年，全球鳗鱼总产量情况.....	8
图 11：1980-2020 年，全球鳗鱼养殖与捕捞占比情况.....	8
图 12：1980-2020 年，全球各地区鳗鱼产量占比情况.....	9
图 13：1989-2020 年，中国鳗鱼产量及全球占比情况.....	9
图 14：2021 年，我国鳗鱼产量主要区域分布情况.....	9
图 15：2015-2022 年，中国鳗鱼出口量情况.....	10
图 16：2022 年，中国鳗鱼出口地区分布情况.....	10
图 17：2017-2022 年，中国鳗鱼出口结构情况.....	10

图 18: 鳗鱼生长周期示意图.....	11
图 19: 日本鳗鲡洄游路线.....	12
图 20: 欧洲鳗鲡/美洲鳗鲡洄游路线.....	12
图 21: 2012-2022 年, 日本鳗苗捕捞量情况.....	12
图 22: 2012-2023 年, 规格日本鳗价格走势.....	12
图 23: 2018-2023 年, 日本鳗/美洲鳗均价走势图.....	13
图 24: 2012-2021 年, 我国特水料产量占比情况.....	14
图 25: 2021 年, 我国特水料产品结构占比情况.....	14
图 26: 2015-2022 年, 公司特水料产销量情况.....	14
图 27: 2009-2022 年, 公司与可比公司饲料业务毛利率对比.....	14
图 28: 2018-2023Q1, 可比公司研发投入占比情况.....	15
图 29: 2018-2023Q1, 公司研发投入及其占比情况.....	15
图 30: 水产行业消费升级示意图.....	15
图 31: 2019-2022 年, 公司畜禽料产销量情况.....	16
图 32: 2019-2022 年, 公司畜禽料毛利率情况.....	16
图 33: 2013-2023Q1, 公司固定资产变化情况.....	17
图 34: 2013-2023Q1, 公司在建工程变化情况.....	17
图 35: 2019-2022 年, 公司消耗性生物资产情况.....	17
图 36: 公司精养池示意图.....	18
图 37: 公司土池示意图.....	18
表 1: 2016 年至今, 东亚地区日本鳗苗捕捞情况.....	13
表 2: 各品种鳗鱼带皮肉胆固醇含量检测结果.....	13
表 3: 2021 年, 公司非公开发行募投项目情况.....	16
表 4: 公司产能分布情况.....	17
表 5: 根据草根调研, 公司福建地区鳗鱼养殖存活率情况.....	18
表 6: 公司部分高管任职情况.....	18
表 7: 公司出鱼量的敏感性分析.....	19
表 8: 不同规格鳗中, 鱼苗成本占比情况.....	19
表 9: 3P 规格鳗中, 鱼苗价格变动对生产成本的影响.....	19
表 10: 2022-2023Q1, 公司各季度业绩回顾.....	20
表 11: 公司收入、盈利拆分和预测.....	21

附：财务预测表 23

一、深耕特水料，打造全球鳗业龙头

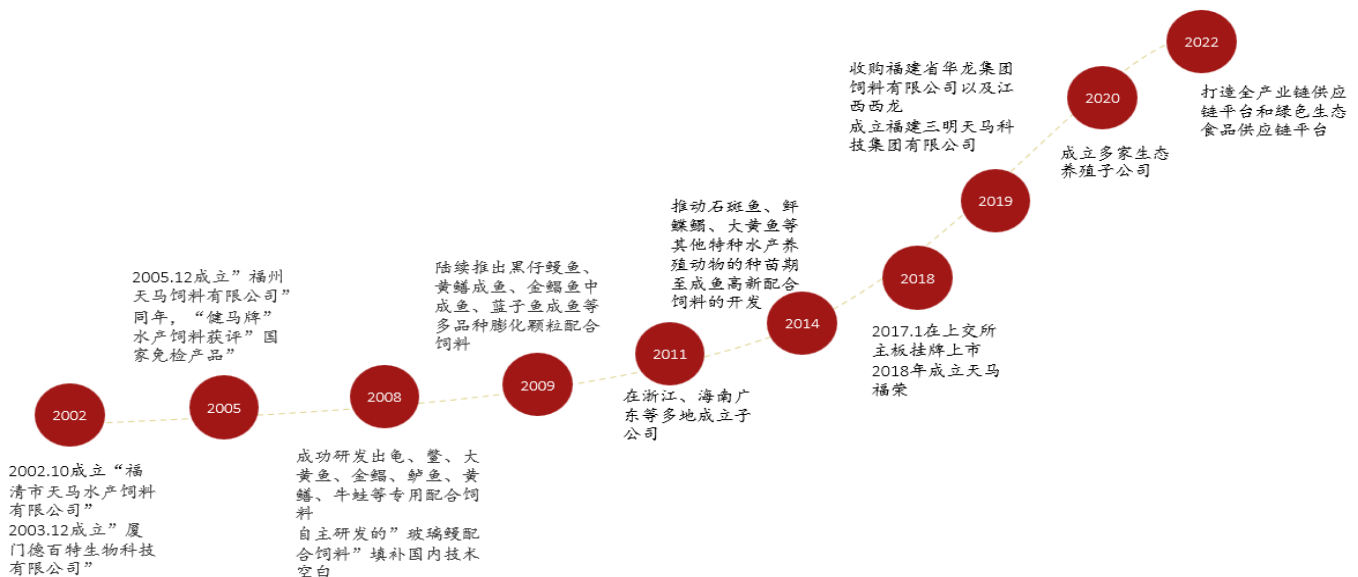
内延外伸，布局食品供应链平台。公司成立于2001年，前身是福清市天马水产饲料有限公司。经过二十多年的发展，公司已发展成为全面覆盖特种水产业、畜牧业、一二三产业、海洋食品和海洋种业融合发展的大型现代渔牧集团化企业，核心产品鳗鲡配合饲料销量连续多年位居全国首位，产业遍布福建、广东、广西、江西、湖北、湖南、江苏等省份及中国香港、马来西亚等地区和国家。梳理公司发展历程，大致可以划分为三个阶段：

1) 基础发展阶段（2002-2008年）：公司成立初期，优势产品较为单一，依托福建省区域优势，立足特种水产配合饲料领域，凭借科技研发、产品质量和售后服务优势快速抢占鳗鲡配合饲料市场，持续提升市占率。在鳗鲡市场站稳脚跟之后，公司在巩固、扩大鳗鲡配合饲料市场的同时，不断拓展新品种，成功研发出龟、鳖、大黄鱼、金鲳、鲈鱼、黄鳝、牛蛙等专用配合饲料。

2) 提质增效阶段（2008-2018年）：公司凭借在鳗鲡配合饲料市场上取得的成功经验，进一步加大技术研发投入，成功研制出玻璃鳗配合饲料，解决了我国鳗业长期使用水蚯蚓带来的水环境污染问题，打破了日本多年来对该项技术的垄断，填补了国内技术空白。此外，依托持续的研发投入，公司迅速推动了石斑鱼、鲆鲽鳎、大黄鱼等其他特种水产养殖动物的种苗期至成鱼高新配合饲料的开发，不断巩固产品竞争壁垒，为后续阶段配合饲料的市场拓展、业务规模扩张提供了坚实的市场基础。

3) 外延布局阶段（2019年至今）：一方面，公司立足特种水产配合饲料，逐步向市场空间更大的畜禽料市场延伸。公司于2019年收购福建省华龙集团饲料有限公司，正式进入畜禽饲料领域。另一方面，公司依托在鳗鲡配合饲料领域积累的丰富经验，开始向下游鳗鱼养殖和食品端布局，于2018年成立天马福荣，并于2019年收购江西西龙构建鳗鲡食品加工板块，同时成立福建三明天马科技集团有限公司，旨在构建完整产业链和现代农业综合服务体系，着力于全产业链供应链平台和绿色生态食品供应链平台建设，打造大型现代渔牧集团化企业。

图 1：公司发展历程示意图

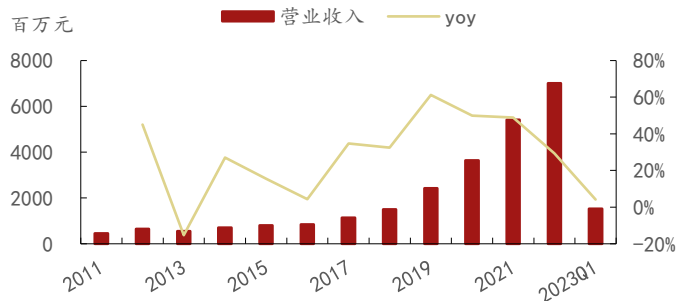


资料来源：公司公告，招商证券

收入规模稳步增长。2011-2018年，公司营业收入从4.5亿元增长至15.1亿元，CAGR+18.9%；归母净利润从2373万元增长至7355万元，CAGR+17.5%。主要系公司特水料销量快速增长所致。2019年，公司并购华龙饲料，正式进入畜禽饲料领域，收入规模呈现快速增长趋势，但受管理规模扩大影响、三费有所抬升以及畜禽料毛利率较低影响，公司归母净利润增速整体缓于收入增速。整体来看，2011-2022年，公司营业收入和归母净利润整体保持快速增长趋势，年复合增速分别为28.4%、16.8%。2022年前三季度，公司实现归母净利2.4亿元，同比增长187%，22Q4，

由于公司看好后市鳗鱼价格,调整销售策略,有计划性地减少鳗鱼销售,叠加饲料成本上涨对公司饲料业务产生冲击,归母净利润仅-1.1亿元,拖累22年盈利。2023Q1,公司实现营业收入15.3亿元,同比增长4.2%;实现归母净利润561万元,同比下滑85.4%。

图 2: 2011-2023Q1, 公司营业收入变化情况



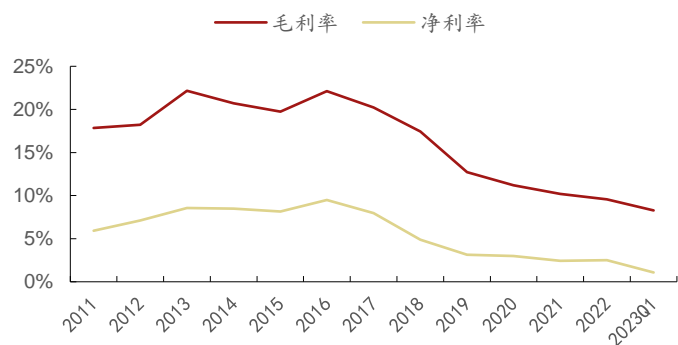
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 2011-2023Q1, 公司归母净利润变化情况



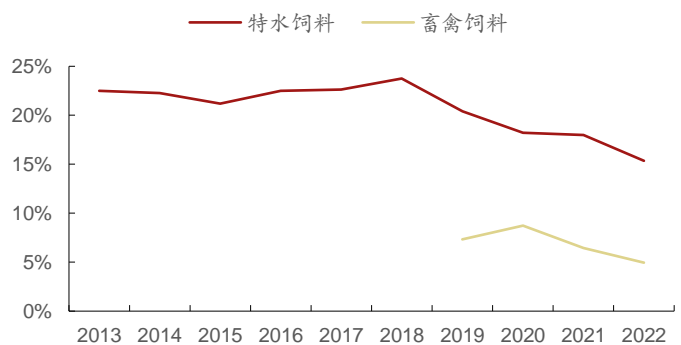
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 4: 2011-2023Q1, 公司毛/净利率变化情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

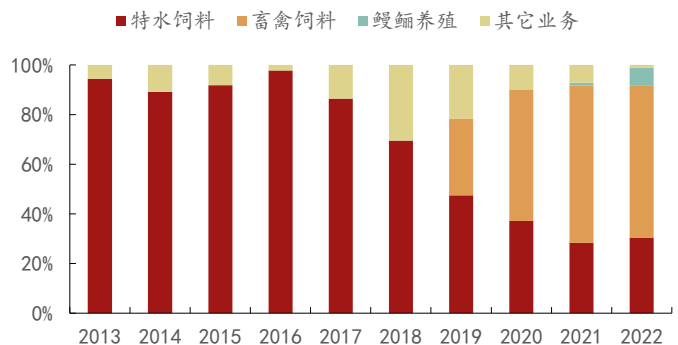
图 5: 2013-2022 年, 公司特水料/畜禽料毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

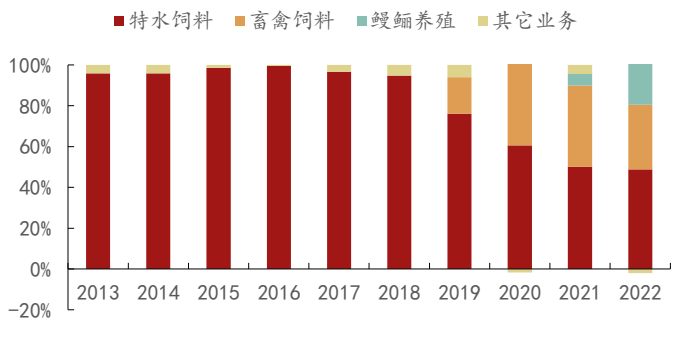
饲料为主业, 鳗鲡占比快速提升。从收入结构上看, 2013-2018 年, 公司特水饲料收入占比稳定在 70%以上, 2019 年收购华龙饲料之后, 畜禽料收入占比快速提升, 但饲料板块收入占比仍维持在 80%以上, 为公司主要的收入来源。此外, 21Q4, 公司鳗鱼开始第一批出鱼, 此后收入占比持续提升。2022 年, 公司特水饲料、畜禽饲料、鳗鱼养殖收入占比分别为 30.5%、61.2%、7.3%。从毛利构成上看, 2013-2022 年, 公司特水料毛利占比始终维持在 50%以上, 为公司主要的毛利来源; 其次是畜禽料, 毛利占比稳步提升至 30%左右; 鳗鲡养殖毛利占比快速提升。2022 年, 公司特水饲料、畜禽饲料、鳗鱼养殖毛利占比分别为 48.8%、31.6%、21.7%。

图 6: 2013-2022 年, 公司收入结构情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

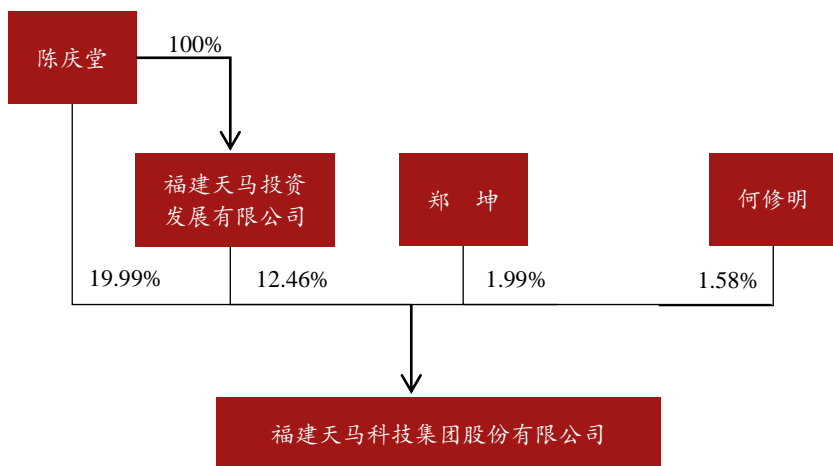
图 7: 2013-2022 年, 公司毛利结构情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

公司股权结构稳定，管理层从业经验丰富。从股权结构上看，截止目前，公司控股股东、实际控制人陈庆堂先生直接持有公司 20.0% 的股权，并通过福建天马投资发展有限公司间接持有公司 12.5% 的股权，总计持有公司股份 32.5%，为公司第一大股东。公司董事郑坤、监事何修明分别持有公司 1.99%、1.58% 股权，分列公司第四、六位股东。从管理层从业经验上看，陈庆堂先生是公司创始人，在特水饲料领域深耕 30 余年，先后担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等职。此外，公司核心管理层均长期深耕饲料以及鳗鱼养殖领域，从业经验非常丰富。

图 8：公司股权结构示意图



资料来源：Wind，招商证券

二、行业：日本鳗苗捕捞低位，价格上行趋势或已确立

鳗鱼学名鳗鲡，也称做白鳢、白鳗、河鳗、鳗鲡、青鳢、风鳗、日本鳗等，是世界上最神秘的鱼类之一，营养价值非常高，被称为“水中的软黄金”，每百克生鲜鳗鱼含水分 61.1g、蛋白质 16.4g、脂质 21.3g、糖类 0.1g、灰分 1.1g、矿物质 95mg、维生素 230mg。与其他动物性食品相比较，鳗鱼体内维生素 A、维生素 E 以及脂肪中含有的不饱和脂肪酸等含量较高。此外，鳗鱼是含 EPA（二十碳五烯酸）和 DHA（二十二碳六烯酸）最高的鱼类之一，不仅可以降低血脂、抗动脉硬化、抗血栓，还能为大补补充必要的营养素。

我国是全球最大的鳗鱼生产国。鳗鱼养殖最早起源于日本，上世纪 50 年代初期，台湾省开始养殖鳗鱼，我国大陆地区鳗鲡产业始于 20 世纪 70 年代，经过 50 多年的发展，我国鳗鱼产业已经形成较为完整的产业链条，全面覆盖饲料、养殖、加工、进出口贸易以及配套服务等各个领域，已经成为全球最大的鳗鱼生产国和出口国。

图 9：我国鳗鱼产业链示意图

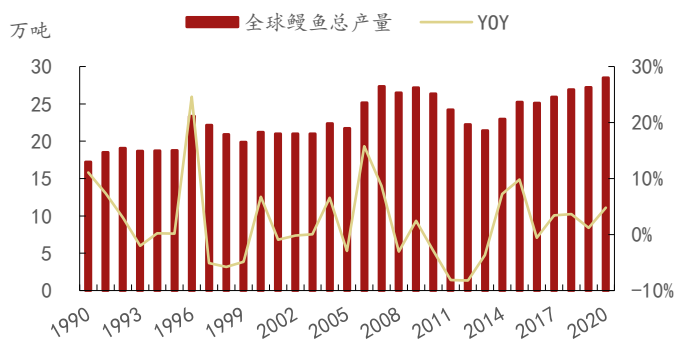


资料来源：公司公告，招商证券

1、养殖占比持续提升，东亚为全球鳗鱼最大生产区

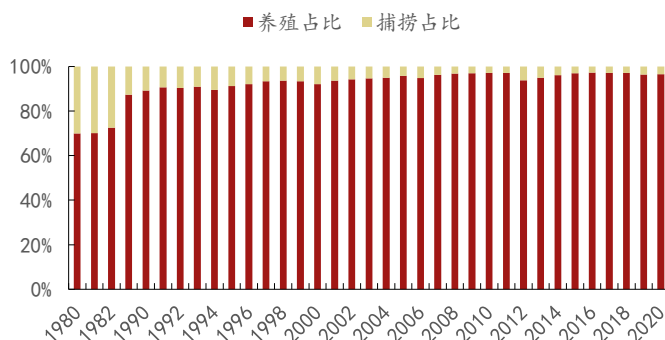
鳗鱼产量逐步趋稳，养殖占比持续提升。从产量上看，根据 FAO 数据，1990-2007 年，受全球鳗鱼需求量的扩大影响，鳗鱼产量呈现逐年提升趋势，从 17 万吨增长至 27 万吨，CAGR+2.8%；2007-2013 年，由于大规模捕捞导致鳗苗资源减少，全球鳗鱼产量不断下滑，从 25 万吨减少至 21 万吨；2013-2020 年，随着全球鳗鱼产业链的逐渐完善以及养殖技术的不断进步，全球鳗鱼产量稳步提升，从 21 万吨增长至 29 万吨，CAGR+4.2%。从产量结构上看，鳗鱼可直接捕捞成鳗或者通过人工养殖鳗苗的方式获取。上世纪八十年代，鳗鱼捕捞量占比在 30%左右，但由于行业生产模式转向以养殖为主影响，鳗鱼捕捞占比呈现逐年下滑趋势，2007-2020 年，鳗鱼捕捞量均在 1 万吨以下（除 2012-2013 年外），占比稳定在 3.5%左右；鳗鱼养殖产量占比则稳步提升至 97%左右，成为鳗鱼产量的主要来源。

图 10：1990-2020 年，全球鳗鱼总产量情况



资料来源：FAO，招商证券

图 11：1980-2020 年，全球鳗鱼养殖与捕捞占比情况



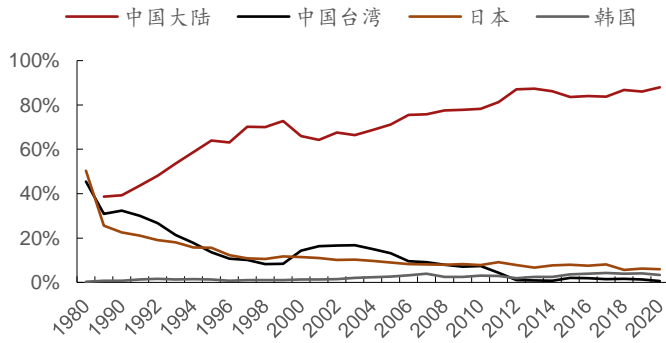
资料来源：FAO，招商证券

我国鳗鱼产量快速提升，是全球最大的鳗鱼生产国。世界鳗鱼生产中心主要集中于亚洲，其次是欧洲、非洲、美洲。根据 FAO 数据，20 世纪 80 年代，日本和中国台湾为全球主要的鳗鱼生产地区，产量分别为 3.3 万吨、3.7 万吨，占全球鳗鱼产量的比重分别为 50%、45%，两者合计占比 96%。我国大陆地区鳗鱼产业始于 20 世纪 70 年代，并迅速形成了涵盖饲料、养殖、加工、进出口贸易等环节的产业链条，产量呈现快速提升趋势，从 1989 年的 6 万吨提升至 2020 年的 25 万吨，带动中国大陆鳗鱼产量占比从 39%提升至 88%，成为全球最大的鳗鱼生产国。2016-2020 年，中国大陆、日本、韩国、中国台湾等东亚地区为全球鳗鱼的主要生产地区，产量占比均值分别为 86%、6.7%、3.9%、1.3%，合计占比 98%。

福建、广东为我国鳗鱼的主产区，江西、湖北等地占比或提升。由于鳗鱼对水质条件和气候温度较为敏感，因此，我

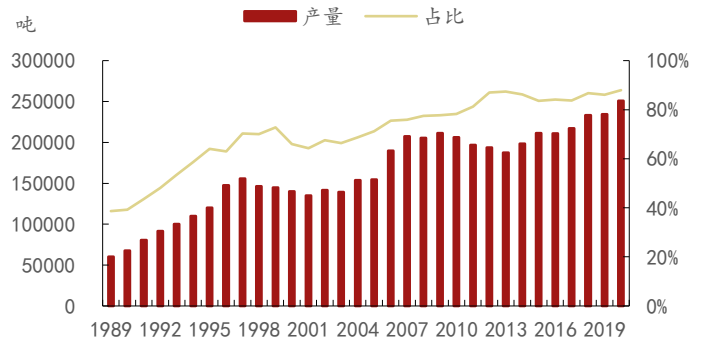
国鳊鱼养殖主要分布在福建、广东等水域资源良好以及气候温度的地区。根据天马科技公告，中国大陆鳊鱼生产能力12-15万吨，同时结合中国渔业统计年鉴数据来看，福建省占比45%；广东省占比43%；两省鳊鱼产量合计占比98%。但随着养殖技术的逐步成熟，尤其是精养池养殖模式的快速发展，环境温度不再成为决定鳊鱼养殖区域的决定性因素，江西、湖北等水质资源优势地区的鳊鱼产量占比有望逐步提升。

图 12：1980-2020 年，全球各地区鳊鱼产量占比情况



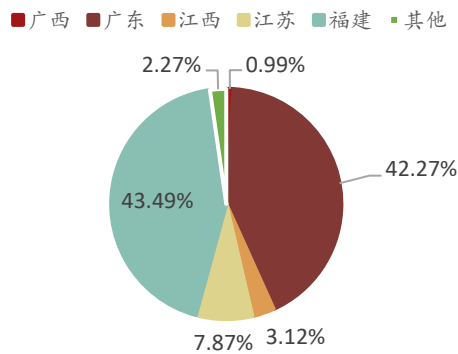
资料来源：FAO，招商证券

图 13：1989-2020 年，中国鳊鱼产量及全球占比情况



资料来源：FAO，招商证券

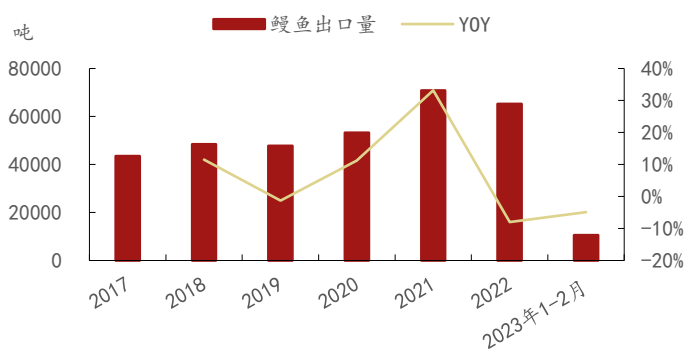
图 14：2021 年，我国鳊鱼产量主要区域分布情况



资料来源：中国渔业统计年鉴，招商证券

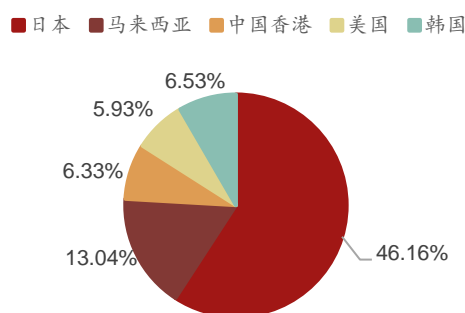
中国是主要的鳊鱼出口国，日本为主要的鳊鱼进口国。从出口量上看，我国从上世纪 80 年代开始出口鳊鱼，目前已经成长为全球最大的鳊鱼出口国。2017-2022 年，我国鳊鱼出口量从 4.3 万吨增长至 6.5 万吨，CAGR+8.5%。从出口产品类别上看，我国鳊鱼出口以烤鳊和活鳊为主，其次是冻鳊，2017-2022 年，我国出口鳊鱼中，烤鳊、活鳊、冻鳊占比均值分别为 81%、17%、1.1%。从出口地区上看，日本是我国鳊鱼主要出口国家，2022 年我国对日出口鳊鱼占出口总量的 46%，其次是马来西亚、中国香港和美国。

图 15：2015-2022 年，中国鳗鱼出口量情况



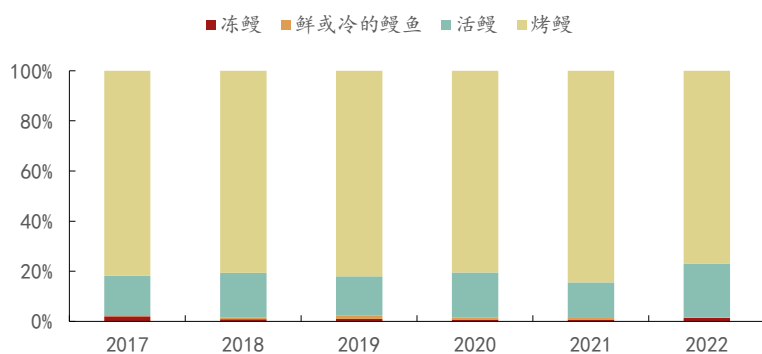
资料来源：海关总署，招商证券

图 16：2022 年，中国鳗鱼出口地区分布情况



资料来源：海关总署，招商证券

图 17：2017-2022 年，中国鳗鱼出口结构情况



资料来源：海关总署，招商证券

2、苗种供给受限，东亚三国捕捞量占比较大

鳗鱼属降河性洄游鱼类。鳗鱼在海洋中产卵繁殖，在淡水中生长，并在达到性成熟后返回大海产卵。通常情况下，鳗鱼的一生需要经历卵、柳叶鳗、玻璃鳗、鳗线、黄鳗以及银鳗等 6 个发育阶段。卵阶段，鳗鱼一生只繁殖一次，在海洋中产卵，且产完卵后即死亡；柳叶鳗阶段，顺着洋流漂泊，以海洋中漂浮的有机物碎屑为食，最终到达大陆或岛屿附近生活；玻璃鳗阶段，身体逐渐生长转变成流线型，获得了游泳的能力，有机会找到附近的河流等栖息地；鳗线阶段，玻璃鳗进入河口水域后，身体逐渐从透明状变为不透明状，此时的鳗鱼被称为鳗线，部分鳗线会被人类捕捞送上餐桌，只有部分鳗线可以溯游而上，进入河流中继续生长；黄鳗阶段，在河流中成长的过程中，鳗线腹部呈现黄色，颌骨变得宽而有力，会去浅水滩、沟渠、沼泽等各种各样的地方进行生存活动；银鳗阶段，鳗鱼身体转变成深海鱼的银白色，同时眼睛变大，胸鳍加宽，消化系统停止运转，胃被溶解掉，只消耗储备的脂肪，以适应洄游至深海产卵。通常来讲，鳗苗在养殖场中饲养至成鳗所需要的时间在 12-18 个月。

图 18：鳗鱼生长周期示意图



资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

鳗苗依靠捕捞，供给端相对受限。由于鳗鱼的降河性洄游特性，人工难以模拟出鳗鱼全生命周期的生存环境，人工繁育过程极为困难，至今仍是世界性难题。因此，鳗鱼也成为全球规模化养殖的鱼类中，唯一完全依赖捕捞野生鱼苗的种类。全球鳗鱼养殖品种主要是日本鳗、欧洲鳗和美洲鳗，2014年以来，三者合计占比稳定在96%以上。按照海域划分，欧洲鳗和美洲鳗分布在北大西洋，产卵场位于美国佛罗里达州外海的藻海附近，孵化之后的柳叶形鳗线随海流漂流至美洲大陆沿岸。日本鳗从淡水环境洄游到数千里之外的西太平洋马里亚纳群岛海山附近交配产卵，新生的幼鳗趁着海流北上，在中国、日本、中国台湾、朝鲜半岛等东亚地区的江河湖沼里生长，再回归出生地产卵。从具体鳗苗捕捞量上看：

日本鳗苗：主要分布在中国、日本、韩国等太平洋西海岸，占全球鳗苗供给的50%以上，但呈现明显的周期性波动。日本鳗苗全年供给量在20-100吨之间波动。自2020年出现捕捞大年以来，日本鳗苗捕捞量呈现逐年下滑趋势，2022捕捞季，日本鳗苗捕捞量仅42.4吨，较2020捕捞季下降49%。

美洲鳗苗：主要分布在加拿大、美国、古巴等大西洋西海岸，占全球鳗苗供给的20%以上，采取捕捞配额制度以防止鳗苗资源快速流失，每年供给稳定在20-30吨。其中，南美苗全年供给10-20吨，北美苗全年供给10吨左右。美洲鳗苗供给相对稳定，且随着欧洲鳗苗出口减少以及日本鳗苗连年歉收影响，占比持续提升。

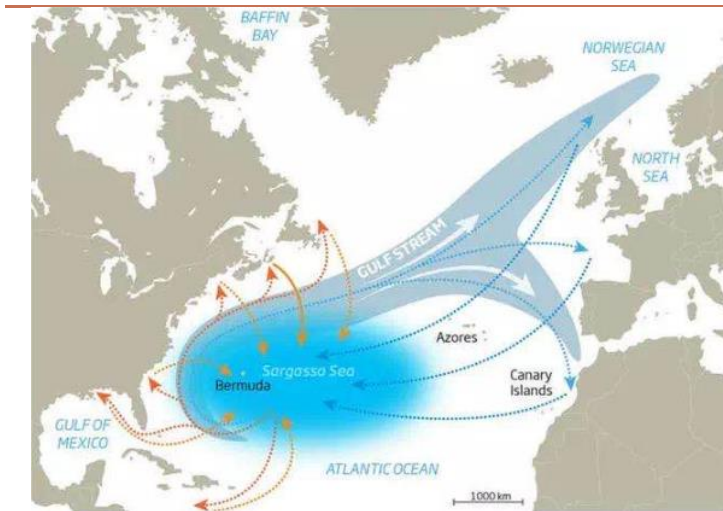
欧洲鳗苗：广泛分布于欧洲大陆沿海、北非及地中海一带，主要分布于法国、英国、希腊等国家的近海，占全球鳗苗供给的比重降至不足5%，受到出口管制。2019年之前，欧洲鳗苗占全球总供给的20%以上。由于欧洲鳗苗的过度捕捞，自然资源量锐减，欧洲鳗苗已被列入《濒危野生动植物种国际贸易公约》，受到出口管制。尽管2020年10月以来，欧盟对欧洲鳗苗的管制略有放松，但由于国内对欧洲鳗苗进口增设了进口许可证环节，审批耗时较长，难以满足国内养殖者的实际需求，最近两个鳗鱼季，欧洲鳗苗供给占比下降至不足5吨的较低水平，占比不足5%。

图 19：日本鳗鲡洄游路线



资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

图 20：欧洲鳗鲡/美洲鳗鲡洄游路线

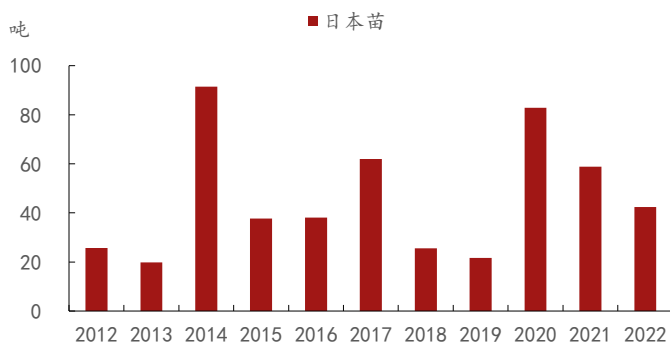


资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

3、鳗苗捕捞量连年下滑，价格上涨可期

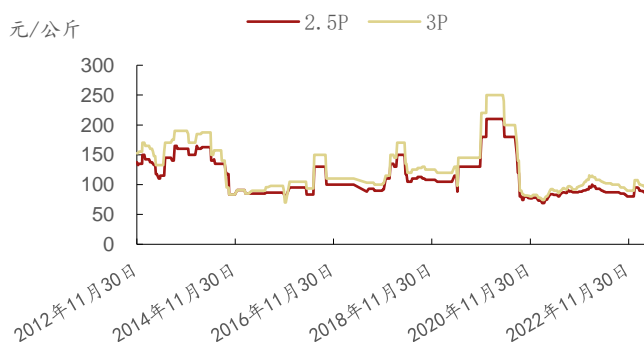
日本鳗苗捕捞量呈现一定的周期性波动特征。全球鳗苗主要来源分为日本苗、美洲苗和欧洲苗，其中，美洲苗供给相对稳定，每年在 20-30 吨，欧洲苗由于出口限制和出口管制政策等因素的影响，供给不足 5 吨，而日本苗受到全球气候变化的影响，呈现明显的周期性波动，周期持续时间约 4-5 年。由于日本苗供给占比 50%左右，日本苗捕捞量的周期性波动驱动鳗鱼价格的周期性波动。如 2012-2013 年，日本鳗苗捕捞量连续下滑，直接导致 2013 年 3P 日本鳗苗价格上涨至 19 万/吨；2015-2016 年，日本鳗苗捕捞量下滑至 38.1 吨，对应 2016 年 3P 日本鳗苗价格上涨至 15 万/吨；2018-2019 年，日本鳗苗捕捞量下滑至 21.6 吨，对应 2020 年 3P 日本鳗苗价格上涨至 25 万/吨。

图 21：2012-2022 年，日本鳗苗捕捞量情况



资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

图 22：2012-2023 年，规格日本鳗价格走势图



资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

日本鳗苗捕捞处近年低位，或支撑 23-24 年价格上涨。2020 年，日本鳗苗捕捞量创下 2015 年以来的新高，达到 82.8 吨，2021-2022 年呈现逐步下行趋势，分别为 58.8 吨、42.4 吨。根据中国鳗鱼网数据，截至 2023 年 4 月 25 日，东亚地区累计捕获日本鳗苗 38300-38350kg。其中，中国大陆累计苗获 30000kg，占比 78.3%；台湾地区累计苗获 1800-1850kg，占比 4.8%；日本累计苗获 5000kg，占比 13.0%；韩国累计苗获 1500kg，占比 3.9%。我们认为，东亚地区捕捞季已经接近尾声，预计 23 年捕捞季日本鳗苗捕捞总量在 35-45 吨、逼近 2020 年以来的最低水平，按照鳗鱼养殖周期推算，23-24 年日本鳗苗价格上涨几成定局。

日本鳗苗价格上涨或带动美洲鳗苗价格跟涨。日本鳗鱼与美洲鳗鱼纤维含量、脂肪含量接近，从口感上看，两者口味基本相同，日本鳗肥瘦均有，口感最佳；美洲鳗瘦肉感更强，口感略次于日本鳗。2020 年，由于国内新冠肺炎疫情压制

需求以及日本鳗成本较高影响，日本鳗价格与美洲鳗价格出现明显偏离，除此之外，美洲鳗价格与日本鳗价格走势基本保持一致，价差维持在1万元/吨左右，且有逐步收敛趋势。日本鳗价格上涨或带动美洲鳗价格跟涨。

表 1：2016 年至今，东亚地区日本鳗苗捕捞情况

年份	截止日期	中国大陆 (kg)	中国台湾 (kg)	日本 (kg)	韩国 (kg)	合计 (吨)	最终捕捞量 (吨)
2016	4 月 28 日	7400	1400	19200	8300	36300	38.1
2017	3 月 24 日	23000	6000	19000	10700	58700	62.0
2018	4 月 26 日	12600	1100	6090	480	20270	25.5
2019	4 月 19 日	12720	2750	2250	840	18560	21.6
2020	4 月 24 日	28000	7500	19400	10800	65700	82.8
2021	4 月 23 日	36950	5700	8400	1600	952650	58.8
2022	4 月 28 日	28190-28340	1460-1610	8800	1900	40350-40650	42.4
2023	4 月 25 日	30000	1800-1850	5000	1500	38300-38350	-

资料来源：中国鳗鱼网，招商证券。注：2016、2017、2020 鳗鱼年度为入池量替代；日本鳗苗捕捞季为上年度 11 月至次年 5 月。

表 2：各品种鳗鱼带皮肉胆固醇含量检测结果

类别	总胆固醇	高密度脂蛋白	低密度脂蛋白	高密度脂蛋白占比
日本鳗	148.29	98.01	47.19	66.1%
美洲鳗	150.39	90.54	56.22	60.2%
欧洲鳗	152.49	94.59	51.84	62.0%

资料来源：中国鳗鱼网，招商证券。

图 23：2018-2023 年，日本鳗/美洲鳗均价走势图



资料来源：中国鳗鱼网，招商证券

三、公司：饲料业务稳步推进，鳗鲡龙头雏形已现

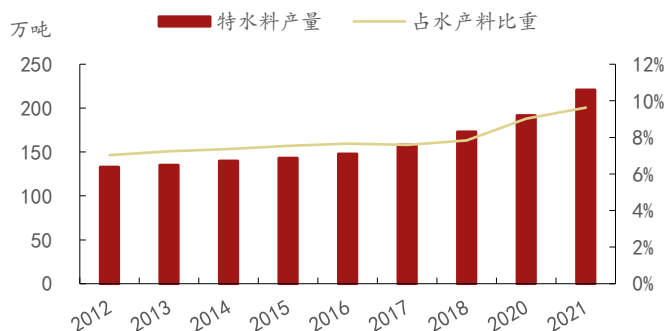
1、特水料市占率稳步提升，畜禽料打开增量空间

特水料市占率稳步提升，产品品类布局完善。从销量上看，受益于消费升级，特种水产品产量快速增长，带动特种水产料需求高速提升，2012-2021 年，特水料产量从 133 万吨增长至 221 万吨，CAGR+5.8%，占水产料比重从 7.0% 提升至 9.6%。公司深耕水产料，产销量取得较快增速。2015-2022 年，公司特种水产料销量从 6.7 万吨增长至 20.6 万吨，CAGR+17%，远高于行业平均增速。从毛利率上看，公司饲料业务毛利率处于行业绝对领先水平，2019 年并购华龙饲料后，受畜禽料毛利率较低以及畜禽料销量快速增长影响，公司饲料业务毛利率整体呈现下滑趋势，但由于

特水料占比较高，毛利率仍处行业领先水平。2022年，公司饲料业务毛利率为8.5%，仅次于大北农，优于海大集团。从品类布局上看，公司旗下拥有六大特种水产配合饲料，核心产品是鳗鲡配合饲料，市占率稳居行业首位，其次产品覆盖石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟、鳖、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参等特种水产动物从种苗期至养成期的人工养殖全阶段，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。

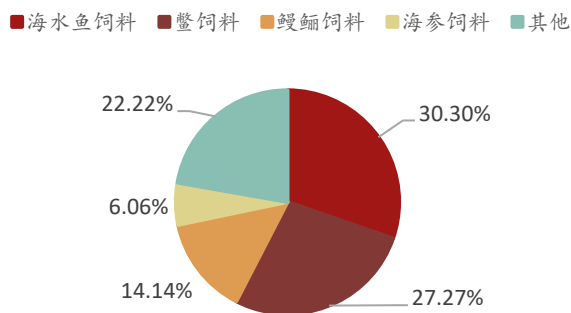
我们认为，公司特水料竞争优势明显，未来市占率仍有望稳步提升。具体来说：**1) 研发优势。**公司注重新产品和新技术的研发与运用，拥有省级企业技术中心、省级特种水产配合饲料企业工程技术研究中心和省级特种水产配合饲料重点实验室。公司研发投入稳定在5000万以上、且呈现逐年增加趋势，占收入的比重位居行业前列。正是凭借公司对技术研发的重视，公司种苗早期配合饲料的成功开发打破了日本、韩国等国家的技术垄断。**2) 人才优势。**公司与国家科技部在福建共建水产产业“专家大院”；与厦门大学、上海海洋大学、集美大学、福建省农科院等科研院所和高等院校达成产学研的战略合作。对于长期服务于县、乡、村等终端市场的销售人员，公司摒弃了通用的市场营销型人才，全部聘用水产相关专业大专以上毕业生。**3) 品牌优势。**公司长期深耕特水料市场，“健马牌”系列产品在市场享有较好口碑。**4) 市场服务优势。**养殖户对饲料企业的需求已经从单一的产品转向饲料、养殖规划、养殖技术、病害防控等全方位的综合服务。公司凭借技术研发、人才队伍、品牌等方面的优势，针对特种水产养殖业面临的养殖技术人才严重缺乏、种质退化、养殖环境恶化、病害频发等实际困难，公司在提供安全高效饲料产品的同时，为养殖户提供养殖规划、苗种投放、饲料投喂、环境调节、病害防控到养殖产品销售信息等服务，提高养殖户的抗风险能力和养殖效益。

图 24：2012-2021 年，我国特水料产量占比情况



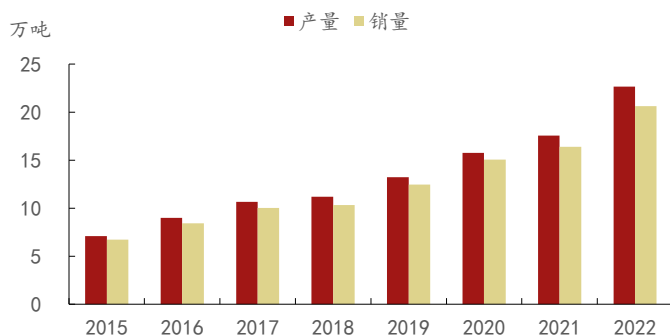
资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

图 25：2021 年，我国特水料产品结构占比情况



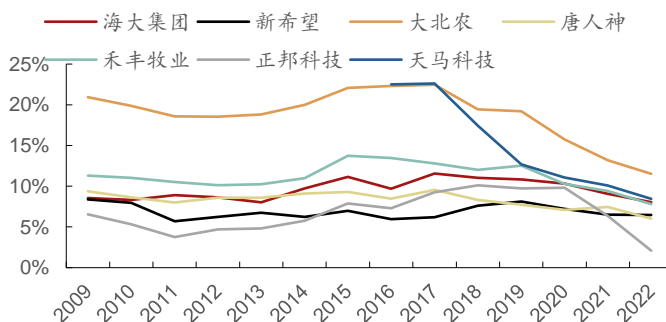
资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

图 26：2015-2022 年，公司特水料产销量情况



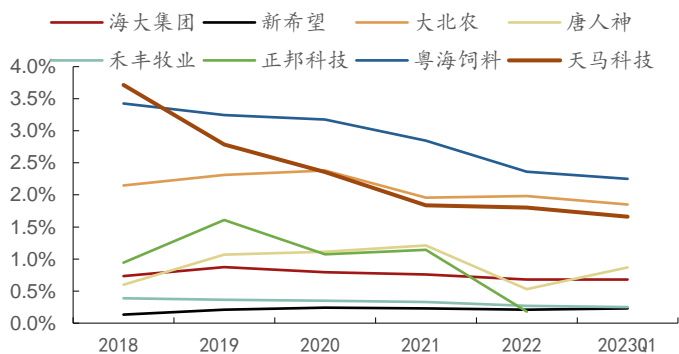
资料来源：公司公告，招商证券

图 27：2009-2022 年，公司与可比公司饲料业务毛利率对比



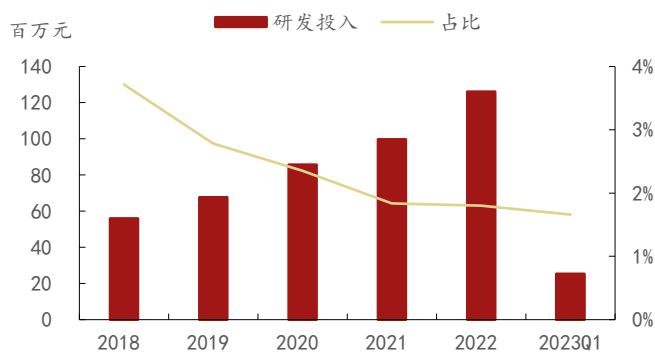
资料来源：公司公告，招商证券

图 28：2018-2023Q1，可比公司研发投入占比情况



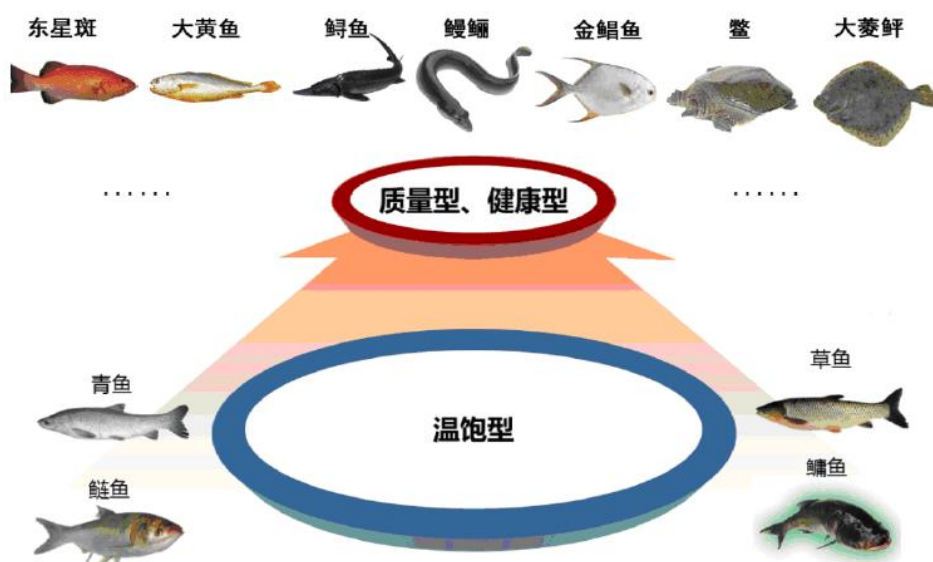
资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

图 29：2018-2023Q1，公司研发投入及其占比情况



资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

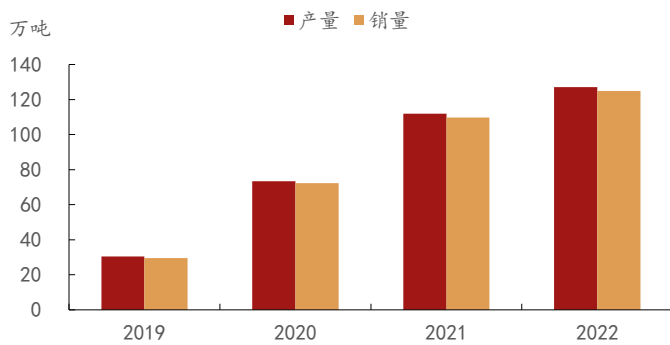
图 30：水产行业消费升级示意图



资料来源：公司公告，招商证券

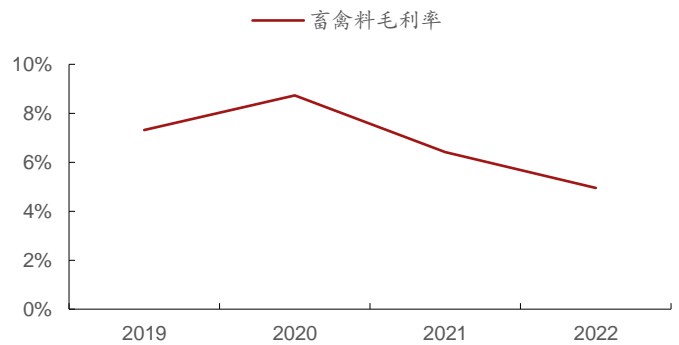
发力畜禽料，打开增量空间。为了进军市场空间更大的畜禽料市场，公司于 2019 年以 1.78 亿元的价格收购华龙集团 72% 的股权。华龙集团深耕畜禽料行业三十载，具有深厚的技术储备、完善的营销网络、优秀的品牌美誉度以及良好的盈利能力。本次收购，一方面优化公司产品结构，扩充产品线，进入市场空间更大的畜禽料市场，提升公司竞争力，为公司寻求新的利润增长点；另一方面也有助于公司整合福建饲料市场，扩大公司在核心区域的市场影响力。2017-2018 年，华龙集团饲料产量分别为 51.2 万吨、50.9 万吨，占福建省饲料产量的比重分别为 5.98%、6.19%，位列第一梯队。公司并购华龙集团后，2022 年畜禽料销量 125 万吨，同比增长 14%，极大增厚了公司利润。

图 31：2019-2022 年，公司畜禽料产销量情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 32：2019-2022 年，公司畜禽料毛利率情况



资料来源：公司公告，招商证券

2、加速产业链整合，鳗鲡龙头呼之欲出

打造鳗鲡全产业链。公司主营业务为特水饲料和畜禽料的生产与销售，凭借福建省的区位优势，快速占领鳗鲡配合饲料市场，成为国内鳗鲡料龙头，销量稳居全国第一。为顺应产业链一体化的趋势，也为了进一步巩固公司在鳗鲡行业的竞争优势，公司致力于构建“原料贸易-饲料-养殖-动保服务-农产品加工销售-食品终端”的现代农业综合服务体系。公司于 2019 年成立福建三明天马集团有限公司，正式进军鳗鱼养殖行业。此后开始进入快速扩张节奏。2021 年，公司通过非公开发行的方式发行股份 9655 万股、发行价格为 5.80 元/股，募集资金总额 5.60 亿元，用于鳗鲡生态养殖基地建设项目（一期）、食品产业基地建设项目（一期）以及补充流动资金等。

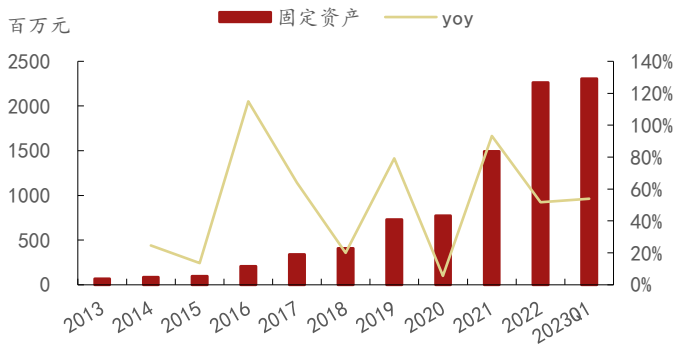
表 3：2021 年，公司非公开发行募投项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟以募集资金投入总额 (万)
一、	鳗鲡生态养殖基地建设项目（一期）	33391.45	26300.00
1	福清星马生态养殖基地建设项目	21460.02	16900.00
2	福清鑫鱼生态养殖基地建设项目	6131.43	4800.00
3	永定冠马兰岗村鳗场建设项目	5800.00	4600.00
二、	食品产业基地建设项目（一期）	20898.78	13700.00
三、	补充流动资金	16000.00	16000.00
合计		70290.23	56000.00

资料来源：公司公告，招商证券。

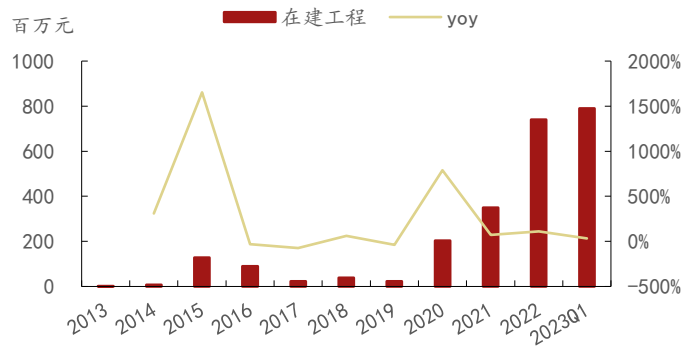
集团大力推进建设八大渔业产业集群，立足福建，横跨广东、广西、江西、湖北、湖南、安徽、浙江等八省，建设两大万亩产业基地（福建、广东）、十大食品基地，建设国家级现代农业（鳗鱼）高新技术产业园区，打响天马科技“中国鳗谷”新名片，打造具有全球竞争力的特种水产全产业链。2020-2023Q1，公司固定资产从 7.3 亿元增长至 23.1 亿元，增幅 199%；在建工程从 2.0 亿元增长至 7.9 亿元，增幅 288%。此外，2022 年末，公司消耗性生物资产 15.7 亿元，同比增长 193%、环比 22H1 增长 84.8%，公司投苗规模持续高增。根据公司公开资料，截至目前，公司在养/在建养殖场已达 42 个、有意向建厂 23 个。

图 33：2013-2023Q1，公司固定资产变化情况



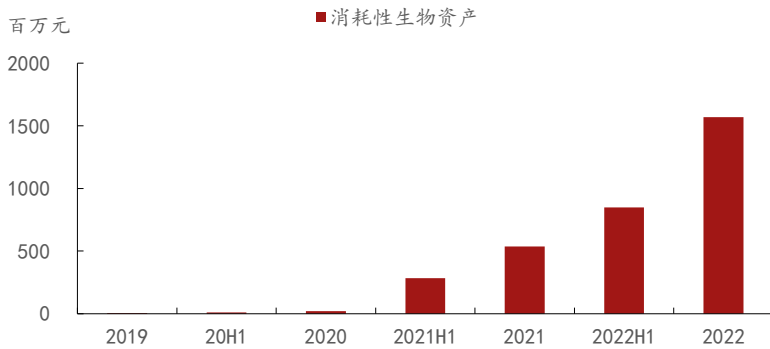
资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

图 34：2013-2023Q1，公司在建工程变化情况



资料来源：中国饲料工业协会，招商证券

图 35：2019-2022 年，公司消耗性生物资产情况



资料来源：公司公告，招商证券

表 4：公司产能分布情况

省份	在建/在养	有意向
湖北省	5	11
福建省	28	0
广西	1	1
广东省	1	0
安徽省	0	1
浙江省	0	1
江西省	7	8
湖南省	0	1
小计	42	23

资料来源：公司公开资料，招商证券。

“土池+精养”，存活率处于较高水平。养殖模式方面，公司鳊鱼养殖模式采用“土池+精养”模式。精养池建设成本较高，且需要一定的建设周期。鳊苗在生长前期阶段对水质、温度等要求较高。因此，为提升养殖效率、缓解精养池产能阶段性不足的问题，公司在鳊苗生长早期阶段在精养池中进行饲养，之后将部分鳊鱼转移至土池饲养至成鳊对外销售。存活率方面，根据我们 2023 年 3 月初草根调研数据，公司 16 个场中，仅 2 个场存活率在 90%以下，14 个场的存活率均在 90%以上，16 个场平均存活率 94.6%。根据公司公告，行业平均存活率在 80%-95%，公司存活率优于行业平均水平。

图 36：公司精养池示意图



资料来源：草根调研，招商证券

图 37：公司土池示意图



资料来源：草根调研，招商证券

表 5：根据草根调研，公司福建地区鳗鱼养殖存活率情况

地区	养殖场数	平均存活率
福清	4	95.3%
诏安	3	99.0%
龙岩	2	98.0%
建宁	3	88.0%
南平	4	97.0%
平均	16	94.6%

资料来源：草根调研，招商证券。

我们认为，公司进军鳗鱼养殖行业的优势在于：**1) 种苗优势。**鳗苗供给完全依赖天然捕捞，这一特性决定了对于鳗鱼养殖行业而言，最为核心的是种苗的控制能力。公司建有目前国内最先进的鳗苗隔离场以及大量的满足环保要求的精养池。同时，可以直接对接海外供应商，与海外种苗供应商形成长期合作伙伴关系。采用现货采购+远期订单的模式，提前锁定优质鳗苗采购量。在鳗苗进口软、硬件方面具有明显优势。**2) 管理团队优势。**公司核心管理团队均长期深耕鳗鱼产业链。如：董事长陈庆堂为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；董事曾丽莉为中国饲料工业协会常务理事、福建省省直侨联副主席；副总裁何腾飞为福建海得水产种苗科技有限公司监事；集团领导张蕉霖为中国渔业协会鳗业工作委员会专家组成员、福建省第四届鳗业协会副会长、广东省鳗鱼健康养殖特聘研究员。**3) 产业链优势。****饲料端**，公司以特水料起家，鳗鱼料产销量稳居全国首位，饲料成本占比 40%左右，可以为公司鳗鱼养殖奠定成本优势。**食品端**，公司拥有天马福荣和江西西龙两个烤鳗厂，同时定增项目也将新建两条食品生产线，在有效消化鳗鱼养殖产能的同时，可以在行业价格波动时，平滑行业波动风险。

表 6：公司部分高管任职情况

高管姓名	公司职位	其它
陈庆堂	董事长	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
曾丽莉	董事	中国饲料工业协会常务理事、福建省省直侨联副主席
何腾飞	副总裁	福建海得水产种苗科技有限公司监事
张蕉霖	集团领导	中国渔业协会鳗业工作委员会专家组成员、福建省第四届鳗业协会副会长、广东省鳗鱼健康养殖特聘研究员

资料来源：公司公告，招商证券。

出鱼量的敏感性分析。**1) 投苗量。**根据公司公开披露数据，结合我们 2023 年 3 月初的草根调研情况，我们谨慎预计 22 年投苗季，公司投苗 7500 万尾左右，23 年投苗季已经投苗 1 亿尾以上，考虑到 4-6 月份还有部分北美苗准备投放，预计 23 年投苗季，公司累计投苗 1.2 亿尾左右。同时预计 24 年投苗季，公司投苗继续增长至 1.5 亿尾。**2)**

存活率。谨慎假设公司鳗鱼养殖存活率 90%。**3) 出鱼规格。**假设按规格鳗 3.0P 出鱼。**4) 出鱼节奏。**假设当年投苗季投下的鳗苗在本年度出鱼量占比 10%、第二年占比 80%、第三年占比 10%。据此估算，公司 23-24 年理论出鱼量最大值或分别为 2.24 万吨、3.56 万吨。

表 7：公司出鱼量的敏感性分析

	2021 投苗季	2022 投苗季	2023 投苗季 E	2024 投苗季 E
投苗量 (万尾)	2800	7500	12000	15000
存活率	90%	90%	90%	90%
对应当年理论产量 (3.0P) (万吨)	0.08	0.90	2.24	3.56

资料来源：公司公告、草根调研，招商证券。注：“P”是指鳗鱼规格，意为每公斤多少条，如 3P 即每公斤三条；投苗季一般指上年度 12 月至次年 5 月。

周期底部或仍有安全边际，价格上涨或贡献公司利润弹性。鳗鱼养殖生产成本主要包括直接材料成本以及加工费用。其中，直接材料成本主要包括饲料成本和种苗成本。**1) 饲料成本。**假设料肉比 1.4、饲料价格 15000 元/吨、存活率 90%、规格鳗 3P 出鱼，则对应饲料成本为 2.33 万元/吨；**2) 鱼苗成本。**美洲鳗苗价格相对比较稳定，2017-2021 年，美洲鳗苗均价在 3.8 元/尾-5.7 元/尾之间波动，由于日本鳗苗连续三年歉收，日本鳗苗价格中枢抬升，或拉动 23 年投苗季美洲鳗苗成本上涨，预计在 7.5 元/尾左右，结合我们对公司 22-23 年投苗量推算，23-24 年鱼苗成本或为 2.50 万元/吨。**3) 加工费用。**预计 0.70 万元/吨。基于此，公司 23-24 年鳗鱼养殖业务生产成本或在 5.53 万元/吨。而根据中国鳗鱼网数据，2018 年以来，美洲鳗 (3P) 最低价 5.40 万元/吨，随着产能利用率的进一步提升，公司养殖成本仍有下降空间，在周期底部或有一定的安全边际。

表 8：不同规格鳗中，鱼苗成本占比情况

规格	鱼苗价格 (元/尾)	生产成本 (元/吨)	鱼苗成本占比
3p	7	51325	41%
2.5p	7	47826	37%
2p	7	44328	32%
1P	7	37330	19%

资料来源：公司公告、中国鳗鱼网，招商证券。注：假设存活率 90%、料肉比 1.4、饲料价格 15000 元/吨、其他成本 7000 元/吨。

表 9：3P 规格鳗中，鱼苗价格变动对生产成本的影响

规格	鱼苗价格 (元/尾)	鱼苗成本 (元/吨)	生产成本 (元/吨)
3P	3	10000	40325
3P	4	13333	43658
3P	5	16667	46991
3P	6	20000	50325
3P	7	23333	53658
3P	8	26667	56991
3P	9	30000	60325
3P	10	33333	63658
3P	11	36667	66991
3P	12	40000	70325
3P	13	43333	73658

资料来源：公司公告、中国鳗鱼网，招商证券。注：假设存活率 90%、料肉比 1.4、饲料价格 15000 元/吨、其他成本 7000 元/吨。

四、盈利预测与投资建议

公司主要业务包括特水饲料、畜禽饲料以及鳗鱼养殖三大业务板块，假设中的部分将针对上述三大板块分别展开讨论：

特水饲料：销量方面，受消费升级影响，特种水产品替代普通水产品是未来发展的大方向，有望提振公司特水饲料需求。同时，公司深耕特水料，产品线全面覆盖鳗鲡料、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟、鳖、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参等主要特种水产品的养殖全流程。基于此，我们认为公司特水饲料销量有望维持稳步增长，预计 2023-2025 年，公司特水料销量分别为 23 万吨、24 万吨、25 万吨。**毛利率方面**，2022 年，受鱼粉、大豆、豆粕等大宗原材料价格上涨影响，公司特水料价格上涨不能覆盖成本上涨幅度，毛利率下滑至 7.2%。随着原材料价格的企稳，以及 2023-2024 年鳗鱼价格有望维持上行趋势，或提振公司特水料盈利能力。预计 2023-2025 年，公司特水料毛利率分别为 20%、20%、17%。

畜禽饲料：销量方面，2019 年，公司收购华龙饲料后，畜禽料销量稳步增长，我们预计，2023-2025 年，公司畜禽料销量继续保持稳步增长趋势，分别为 137 万吨、151 万吨、166 万吨。**毛利率方面**，我们判断，生猪产能重启去化，2023 年下半年猪价有望企稳回升，2024 年或位于行业平均成本线以上运行，公司毛利率有望持续提升。预计 2023-2025 年，公司畜禽料毛利率分别为 6.8%、7.0%、6.0%。

鳗鱼养殖：销量方面，结合公司投苗量以及出鱼节奏，我们谨慎预计 2023-2025 年，公司鳗鱼销量分别为 1.5 万吨、2.5 万吨、3.5 万吨。**毛利率方面**，日本鳗苗捕捞量连续三个捕捞季下滑，鳗鱼价格或维持上涨趋势，谨慎预计毛利率分别为 39%、39%、39%。

其他业务：我们预计，2023-2025 年，公司其他业务收入分别为 2.74 亿元、2.88 亿元、3.02 亿元，毛利率分别为 0.0%、0.0%、0.0%。

表 10：2022-2023Q1，公司各季度业绩回顾

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	百万元	1469	1842	2001	1696	1531
YOY		54.8%	24.4%	27.5%	19.5%	4.2%
营业成本	百万元	1302	1595	1759	1681	1404
毛利润	百万元	167	247	242	15	127
毛利率		11.4%	13.4%	12.1%	0.9%	8.3%
销售费用	百万元	16	15	16	22	18
管理费用	百万元	37	32	52	44	38
研发费用	百万元	26	33	33	34	25
财务费用	百万元	11	20	26	48	21
营业利润	百万元	61	125	117	(107)	13
少数股东损益	百万元	10	12	7.8	14	11
归母净利润	百万元	38	112	91	(111)	5.6

资料来源：公司公告，招商证券

表 11: 公司收入、盈利拆分和预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	百万元	5419	7008	8403	9817	11352
YOY		48.9%	29.3%	19.9%	16.8%	15.6%
营业成本	百万元	4866	6336	7143	8162	9416
毛利润	百万元	553	671	1260	1656	1936
毛利率		10.2%	9.6%	15.0%	16.9%	17.1%
1、特水饲料						
收入	百万元	1538	1948	2109	2143	2251
YOY		13.7%	26.7%	8.3%	1.6%	5.0%
成本	百万元	1261	1807	1688	1715	1868
毛利润	百万元	277	141	422	429	383
毛利率		18.0%	7.2%	20%	20%	17%
销量	万吨	16.4	20.6	22.7	23.8	25.0
单吨毛利	元/吨	1687	684	1860	1800	1530
2、畜禽饲料						
收入	百万元	3431	4286	4669	5136	5650
YOY		78.6%	24.9%	8.9%	10.0%	10.0%
成本	百万元	3210	4073	4352	4776	5311
毛利	百万元	221	212	317	360	339
毛利率		6.4%	5.0%	6.8%	7.0%	6.0%
销量	万头	110	125	137	151	166
单吨毛利	元/头	201	170	231	238	204
3、鳊鱼养殖						
收入	百万元	64	513	1350	2250	3150
YOY			696%	163%	67%	40%
成本	百万元	33	367	830	1383	1936
毛利	百万元	31	146	521	868	1215
毛利率		48.1%	28.4%	38.6%	38.6%	38.6%
4、其他业务						
收入	百万元	385	261	274	288	302
YOY		5.2%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	百万元	360	89	274	288	302
毛利	百万元	25	172	0	0	0
毛利率		6.5%	66.0%	0%	0%	0%

资料来源: 公司公告, 招商证券

日本鳊苗捕捞量连续三个捕捞季下滑, 23-24 年鳊鱼价格上涨趋势确立。同时, 公司投苗量保持高速增长, 或支撑出鱼量维持高增。我们预计, 2023-2025 年, 公司营业收入分别为 84.0 亿元、98.2 亿元、114 亿元, 归母净利润分别为 6.01 亿元、8.18 亿元、10.0 亿元, 对应 EPS 分别为 1.38 元、1.88 元、2.30 元。考虑到鳊鱼行业周期性较为明显、但公司鳊鱼养殖业务处于快速成长期, 给予公司 2023 年 15X PE, 对应目标价 20.7 元, 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

五、风险提示

1、自然灾害风险。饲料方面, 饲料行业主要服务于下游养殖行业, 养殖过程中, 遭遇极端天气、雨水、台风等自然灾害可能会对下游养殖端的存塘/存栏以及价格造成较大影响, 进而影响到公司饲料产品的需求和盈利能力。鳊鱼养

殖方面，对于鳗鱼养殖行业而言，鳗苗对环境温度和水质等有较高要求，如果遭遇极端气候影响，可能会导致公司出鱼量不及预期。

2、种苗投放不及预期风险。对于鳗鱼养殖行业而言，种苗完全依赖捕捞，具有稀缺性。公司建有国内最先进的鳗苗隔离场以及配套的养殖产能，并直接对接海外供应商，在软、硬件方面具有明显优势。但如果鳗苗供给格局发生明显变化，公司可能面临无苗可投的局面，产能或面临闲置风险。

3、鳗鱼存活率不及预期。虽然公司核心管理团队以及骨干成员均有着丰富的从业经验，但养殖过程存在一定的不确定性，极端天气、大规模爆发鱼病以及管理能力等方面出现问题，可能会影响鳗鱼存活率，从而对出鱼量以及利润造成影响。

4、成本异常波动风险。一方面，鳗鱼养殖过程中，种苗占养殖生产成本的 40%左右，如果种苗价格异常波动可能会导致公司成本明显抬升，影响公司利润释放；另一方面，鳗鱼养殖过程中，饲料占养殖生产成本的 40%左右，饲料原材料价格波动频发，如果原材料价格明显上涨，可能会影响公司的盈利能力。

5、鳗鱼价格大幅周期波动风险。受供给端和需求端双重影响，鳗鱼价格呈现明显的周期性波动，公司产能正值快速扩张期，如果鳗鱼价格出现大幅下跌，可能会加剧公司资金压力，甚至影响公司正常运行。如 1996 年上市的粤金曼，产能维持高速扩张，但由于鳗苗价格上涨以及鳗鱼价格超预期下跌，最终面临退市的结局。

6、宏观经济波动风险。当前正处美元加息周期，或对日本经济产生不利影响，或抑制日本民众消费需求。国内鳗鱼消费市场虽然增速较快，但短期内日本或仍为我国重要的鳗鱼产品出口国。如果日本等国家宏观经济不及预期，可能会影响我国鳗鱼出口，进而导致鳗鱼价格不及预期，影响公司利润释放。

7、重大食品安全事件。如果公司在原材料采购、生产过程控制、产品贮存运输等环节出现疏忽，可能导致产品质量安全问题或事故的发生，进而对公司产品销售进而利润造成影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2561	3579	4243	4826	5606
现金	571	504	774	849	1019
交易性投资	46	19	19	19	19
应收票据	3	25	30	35	40
应收款项	553	445	511	597	690
其它应收款	33	35	42	49	57
存货	1201	2278	2559	2923	3373
其他	155	273	310	354	409
非流动资产	2580	4044	4845	5096	5134
长期股权投资	20	27	27	27	27
固定资产	1492	2264	3103	3389	3458
无形资产商誉	333	356	321	289	260
其他	735	1397	1394	1391	1389
资产总计	5141	7623	9088	9922	10740
流动负债	2242	4045	4865	4971	4918
短期借款	783	1694	2655	2462	2041
应付账款	1228	1713	1931	2206	2545
预收账款	41	134	151	173	199
其他	190	505	128	130	132
长期负债	678	1151	1151	1151	1151
长期借款	464	660	660	660	660
其他	214	490	490	490	490
负债合计	2920	5196	6016	6121	6068
股本	436	436	436	436	436
资本公积金	822	893	893	893	893
留存收益	593	706	1299	1937	2696
少数股东权益	369	392	444	535	647
归属于母公司所有者权益	1852	2035	2628	3266	4025
负债及权益合计	5141	7623	9088	9922	10740

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	229	36	861	1125	1293
净利润	132	175	654	909	1116
折旧摊销	94	141	193	246	262
财务费用	48	84	176	187	167
投资收益	(4)	(3)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(25)	(344)	(162)	(214)	(248)
其它	(16)	(17)	10	7	6
投资活动现金流	(985)	(1119)	(990)	(490)	(290)
资本支出	(672)	(1160)	(1000)	(500)	(300)
其他投资	(312)	41	10	10	10
筹资活动现金流	841	1001	399	(560)	(834)
借款变动	184	760	584	(193)	(421)
普通股增加	96	(0)	0	0	0
资本公积增加	456	70	0	0	0
股利分配	0	(17)	(9)	(180)	(245)
其他	104	188	(176)	(187)	(167)
现金净增加额	85	(82)	270	75	170

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5419	7008	8403	9817	11352
营业成本	4866	6336	7143	8162	9416
营业税金及附加	11	15	18	20	24
营业费用	66	68	82	118	136
管理费用	135	165	168	216	238
研发费用	100	126	151	177	204
财务费用	42	105	176	187	167
资产减值损失	(32)	(15)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	12	15	10	10	10
投资收益	(19)	3	0	0	0
营业利润	161	196	675	948	1176
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	159	194	674	947	1175
所得税	27	19	20	38	59
少数股东损益	48	44	52	91	112
归属于母公司净利润	84	130	601	818	1005

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	49%	29%	20%	17%	16%
营业利润	27%	21%	245%	40%	24%
归母净利润	21%	56%	361%	36%	23%
获利能力					
毛利率	10.2%	9.6%	15.0%	16.9%	17.1%
净利率	1.5%	1.9%	7.2%	8.3%	8.8%
ROE	5.4%	6.7%	25.8%	27.8%	27.6%
ROIC	6.1%	6.2%	14.3%	16.4%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	68.2%	66.2%	61.7%	56.5%
净负债比率	25.8%	35.8%	36.5%	31.5%	25.2%
流动比率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
存货周转率	5.3	3.6	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	9.4	13.7	16.6	16.7	16.7
应付账款周转率	4.5	4.3	3.9	3.9	4.0
每股资料(元)					
EPS	0.19	0.30	1.38	1.88	2.30
每股经营净现金	0.53	0.08	1.97	2.58	2.97
每股净资产	4.25	4.67	6.03	7.49	9.23
每股股利	0.04	0.02	0.41	0.56	0.69
估值比率					
PE	85.5	54.8	11.9	8.7	7.1
PB	3.9	3.5	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	44.7	29.9	12.3	9.3	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

朱卫华：招商证券研发中心董事总经理，大消费组组长，农业首席。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。连续多年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师，获《新财富》农林牧渔行业 2005 年第 3 名、2006 年第 5 名。

李秋燕：广西大学硕士。6 年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021 年 6 月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022 年 2 月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。