

# 天马科技 (603668)

证券研究报告  
2022年12月25日

## 布局鳗鱼全产业链，业绩高增长值得期待！

### 1、鳗鱼养殖：产能释放+价格景气上行，盈利能力有望持续提升

1) 鳗鱼依赖天然捕捞，价格主要与苗获量相关，后续价格有望稳定增长。近两年鳗鱼苗获量大幅下降，投苗量较低，为后续鳗鱼价格上涨提供支撑。根据中国鳗鱼网数据，20年/21年/22年东亚地区累计投苗量为82.8万吨/52.7万吨/42万吨。

2) 公司产能充足，量增可期。养殖模式上，公司采用精养池和土池相结合的养殖模式，在福建、广东、广西、江西、湖南、湖北、安徽、浙江这八个省有序推进万亩产业基地建设。2020年通过定增新建11个养殖工厂，完全达产后可形成3850吨产能；2021年公司利用自有资金新建多个养殖场。公司目前已有+在建共有超1万亩土池和近100万平方的精养池；未来几年计划做到300-400万平方的精养池，土池养殖2-3万亩。公司投苗激进，消耗性生物资产增幅明显。我们估计，公司今年鳗鱼出塘量有望达8000+吨，明年1.5-2万吨可期。

### 2、饲料板块：立足“十条鱼”战略，深耕特水料优势赛道；外延加速布局畜禽料

1) 特水料：公司立足于“十条鱼”的战略，目标将十条鱼产销量做到国内第一。在对石斑鱼、大黄鱼、加州鲈、龟鳖、种苗、鲍鱼、海参等的饲料，将会加大市场营销力度，提高市场占有率。目前特水料设计产能40+万吨，实际产能30万吨，公司中短期目标达到50万吨的实际产能，我们预计，销量有望保持每年20%左右的增速，成为特水料行业全球最大的供应商。

2) 畜禽料：2019年公司通过收购华龙集团切入畜禽料业务；21年初华龙集团收购华港集团等6家公司，同年畜禽料产销量首次突破100万吨。目前华龙及华港的饲料实际产能将近150万吨，在公司立足福建，走向全国的战略布局下，有望保持每年畜禽饲料销量20%-30%的增速。

### 3、食品板块：随着产能落地及渠道布局，有望平滑价格周期波动

1) 产能布局：公司于2018年底设立天马福荣，2019年初收购生产高档鳗鱼食品的江西西龙90%股权，致力打造全球最大的烤鳗平台。随着2020定增项目达产，有望新增年产冷冻烤鳗3000吨的供应能力。

2) 品牌、渠道建设成效逐步显现。公司通过头部带货、市场宣传等持续提升品牌知名度，目前已打造“鳗鲠堂”、“酷鲜”、“鑫昌龙”等热销品牌，其中“鳗鲠堂”蒲烧烤鳗畅销海内外60多个国家和地区。渠道方面，公司从电商、新零售、商超、中央厨房及餐饮等线上线下主流销售渠道切入布局，2022年双十一，公司实现淘宝烤鳗类排名第一，直播单日销售量破3万件。

4、投资建议：公司集特种水产、畜牧、食品为一体，优势显著。我们预计2022/2023/2024年实现营业总收入72.9/96.1/114.6亿元，同比+34.5%/31.9%/19.2%；实现归母净利润3.4/7.6/10.4亿元，同比+300.9%/126.8%/37.5%。参考可比公司估值水平，我们给予公司2023年15倍PE，目标市值114亿元，目标价26元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自然灾害影响下游需求；原材料价格波动的风险；环保政策风险；养殖疫病风险；新冠疫情影响下游消费，测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,639.96	5,419.02	7,287.96	9,614.37	11,457.86
增长率(%)	49.89	48.88	34.49	31.92	19.17
EBITDA(百万元)	292.63	415.28	711.71	1,345.03	1,801.60
净利润(百万元)	68.94	83.57	335.01	759.78	1,044.98
增长率(%)	21.26	21.21	300.89	126.80	37.54
EPS(元/股)	0.16	0.19	0.77	1.74	2.40
市盈率(P/E)	116.40	96.03	23.95	10.56	7.68
市净率(P/B)	6.58	4.33	3.76	2.89	2.19
市销率(P/S)	2.20	1.48	1.10	0.83	0.70
EV/EBITDA	9.93	14.85	13.11	8.05	5.78

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	18.4元
目标价格	26元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	436.13
流通A股股本(百万股)	405.24
A股总市值(百万元)	8,024.88
流通A股市值(百万元)	7,456.39
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	62.24
一年内最高/最低(元)	23.31/9.41

### 作者

吴立 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《天马科技-公司点评:高管增持,彰显对公司未来发展的信心!》2018-09-10
- 《天马科技-公司研究简报:“小而美”的细分龙头,乘风特种水产饲料行业高速增长!》2018-06-14
- 《天马科技-公司点评:2017半年报&可转债点评:业绩快速增长!产能持续扩张!》2017-07-13

## 内容目录

<b>1. 公司介绍：全产业链融合发展的大型现代渔牧集团化企业</b>	<b>4</b>
1.1. 发展历程：以创新研发为基，产业链持续延伸	4
1.2. 股权结构：股权相对集中，子公司众多	4
1.3. 经营模式：“饲料、养殖、食品”一体推进，打造全产业链平台	5
1.4. 主营业务：公司业绩稳定增长，饲料业务营收居首位	6
1.5. 盈利能力：高毛利业务快速增长，费用控制逐年优化	6
<b>2. 行业：消费升级驱动特水料高增长，鳗鱼养殖行业亟需变革</b>	<b>7</b>
2.1. 饲料行业：水产饲料成长空间明显，畜禽饲料周期景气上行	7
2.1.1. 水产料：优质赛道，成长空间显著；特水替代普水趋势明显	8
2.1.2. 畜禽料：下游养殖景气度回升，畜禽料有望迎来销量拐点	10
2.2. 鳗鱼养殖：苗种依赖天然捕捞，供应端波动明显	11
<b>3. 竞争优势：饲料、养殖、食品全产业链布局</b>	<b>14</b>
3.1. 饲料板块：深耕特水优势赛道；外延布局畜禽料，受益周期景气上行	14
3.1.1. 特水料：立足“十条鱼战略”，产品核心竞争力强	15
3.1.2. 畜禽料：持续扩张，有望受益周期景气上行	16
3.2. 鳗鱼养殖：发挥全产业链优势，有望加速贡献业绩	16
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>18</b>
4.1. 盈利预测	18
4.2. 相对估值	19
<b>5. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022Q3）	5
图 3：公司全产业链发展全景简图	5
图 4：2017-2022Q1-Q3 公司营业总收入及 YOY（亿元，%）	6
图 5：2017-2022Q1-Q3 公司归母净利润及 YOY（亿元，%）	6
图 6：2017-2022H1 公司分业务收入及 YOY（亿元，%）	6
图 7：2017-2022H1 公司各业务收入占比	6
图 8：2017-2022Q1-Q3 公司销售毛利率与净利率水平（%）	7
图 9：2017-2021 年公司分业务毛利率情况	7
图 10：2017-2022Q1-Q3 公司期间费用率（%）	7
图 11：2010-2021 年总饲料年产量（万吨）及 YOY	8
图 12：2010-2021 年各品类占比情况	8
图 13：2010-2021 年水产饲料产量（万吨）及 YOY	8
图 14：2014-2021 中国居民人均蛋白消费量占比	9
图 15：2016-2021 中国养殖水产品养殖捕捞结构与产量 YOY	9

图 16: 2011-2021 年普水鱼养殖产量 (万吨) 及 YOY .....	9
图 17: 2011-2021 年特种淡水鱼养殖产量 (万吨) 及 YOY .....	10
图 18: 2011-2021 年特种海水鱼养殖产量 (万吨) 及 YOY .....	10
图 19: 2010-2021 年猪料年产量 (万吨) 及 YOY .....	10
图 20: 2010-2021 年禽料年产量 (万吨) 及 YOY .....	10
图 21: 8-10 个月后的猪料产量和生猪价格呈现较强的相关性 .....	11
图 22: 自繁自养生猪养殖利润 (元/头) .....	11
图 23: 2022Q3, 白鸡、黄鸡价格均有所回暖 (左轴: 元/公斤, 右轴: 元/斤) .....	11
图 24: 2022Q2 以来, 毛鸭价格提振明显 .....	11
图 25: 鳗鱼生长周期 .....	12
图 26: 2011-2020 年中国及全球鳗鱼养殖产量 (万吨) (%) .....	12
图 27: 2020 年中国大陆鳗鱼养殖产量在全球占比达 89% .....	12
图 28: 2011-2020 年中国鳗鱼养殖产量 (万吨) 及 YOY (%) .....	12
图 29: 2006-2020 年鳗鱼主产区养殖产量占比 (%) .....	12
图 30: 近年我国鳗苗捕捞量处于低位 (吨) .....	13
图 31: 近年来我国鳗鱼养殖投苗量下降 (吨) .....	13
图 32: 2017-2022 年 1-10 月活鳗出口数量 (万吨) 及 YOY .....	13
图 33: 2017-2022 年 1-10 月活鳗出口单价 (美元/公斤) .....	13
图 34: 2017-2022 年 1-10 月烤鳗出口数量 (万吨) 及 YOY .....	14
图 35: 2017-2022 年 1-10 月烤鳗出口单价 (美元/公斤) .....	14
图 36: 2017-2022H1 公司饲料分板块收入及 YOY (百万元, %) .....	15
图 37: 2017-2022H1 公司饲料分板块销量及 YOY (万吨, %) .....	15
图 38: 2013-2017 年公司特水料细分品类销量 (万吨) .....	15
图 39: 2013-2017 年公司特水料细分品类毛利率 .....	15
图 40: 2017-2022Q3 年公司研发费用 (万元, %) .....	16
图 41: 2017-2021 年公司研发人员数量 (人, %) .....	16
图 42: 2021Q4-2022Q3, 各季度商品鳗养殖业务收入 (百万元) .....	16
图 43: 2022Q1-2022Q3, 各季度鳗鱼外销量 (吨) .....	16
图 44: 公司消耗性生物资产快速增长 (亿元) .....	17
图 45: 中国大陆日本鳗流通价格 (元/公斤) .....	17
图 46: 中国大陆美洲鳗流通价格 (元/公斤) .....	17
图 47: 2018-2022H1 公司食品业务营收及 YOY (百万元, %) .....	18
图 48: 2018-2022H1 公司食品业务销量及 YOY (万吨, %) .....	18
图 49: “鳗鲡堂” 线上线下渠道布局 .....	18
图 50: “鳗小堂” 连锁品牌餐饮模式 .....	18
图 51: 公司业绩分板块拆分及预测 (百万元, %) .....	19
表 1: 公司鳗鱼养殖产能规划 .....	16
表 2: 可比公司估值表 .....	19

## 1. 公司介绍：全产业融合发展的大型现代渔牧集团化企业

天马科技成立于 2005 年，并于 2017 年上市，主要从事特种水产饲料生产销售、鳊鱼养殖以及烤鳊加工。2022Q1-Q3，公司实现营收 53.1 亿，同比增长 32.8%；实现归母净利润 2.4 亿元，同比增长 187.3%。

### 1.1. 发展历程：以创新研发为基，产业链持续延伸

- **基础发展阶段（2001-2005 年）：创立初期，优势品种较单一。**公司充分利用地处中国鳊鱼养殖大省福建的区域优势，立足特种水产配合饲料领域。优势品种主要为鳊鱼配合饲料，取得较高的市占率。
- **扩张发展阶段（2005-2008 年）：品牌、品种走向多元。**公司突破单一鳊鱼料品种，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，并且实现了从单一市场向跨地域市场扩张。
- **提升发展阶段（2008-2021 年）：高新技术产业化。**公司在巩固和扩大已有产品市场占有率的基础上，成功研制玻璃鳊配合饲料，迅速推动了石斑鱼、鲟鱼、大黄花等其他特种水产养殖动物从种苗期至成鱼高新配合饲料的开发，推动了公司饲料产品覆盖养殖全过程。
- **全面发展阶段（2021 年-至今）：延伸产业链条。**公司在巩固、扩大原有产品市场的同时，致力于构建“饲料 → 种苗 → 养殖 → 动保 → 食品”全产业链，并快速布局鳊鱼养殖业务，增添新的利润增长点。

图 1：公司发展历程



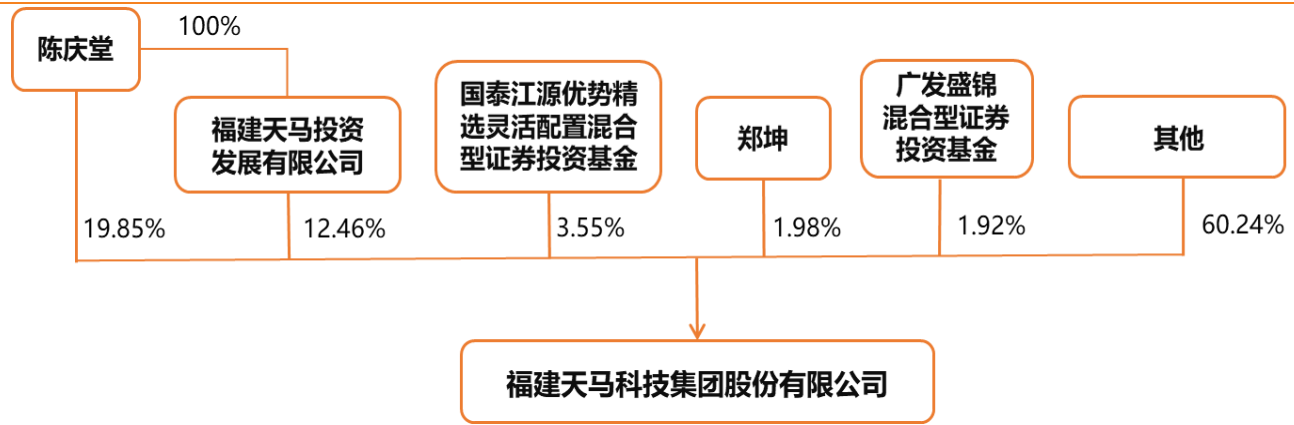
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构：股权相对集中，子公司众多

**股权集中，第一大股东持股比例较高。**天马科技的控股股东为陈庆堂先生，截止 2022Q3，直接及间接持股比例合计 32.31%。陈庆堂先生深耕水产饲料领域，是公司的创始人及董事长，带领公司持续变革发展。同时，担任中国渔业协会鳊鱼工作委员会会长、中国饲料工业协会副会长等多项重要职务，是该领域优秀的创新人才和企业家。

**公司子公司众多，全产业链布局。**集团拥有分、子、孙公司百余家，遍布福建、广东、江西、广西、湖南、湖北、安徽、浙江、香港等地区及马来西亚等东南亚国家，一二三产业融合发展：1) 天马饲料等主要负责饲料业务，生产并销售水产饲料；2) 华龙集团等以参股或控股经营的形式涉足畜禽饲料；3) 天马食品及其控股子公司西龙食品、天马福荣作为公司运营平台，为消费者提供安全健康的水产食品。

图 2：公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.3. 经营模式：“饲料、养殖、食品”一体推进，打造全产业链平台

**饲料板块：**采购方面，水料原材料以集中采购为主，畜禽料原材料以子公司自行采购为主；销售方面，采用经销+直销相结合的方式。特水料方面，公司实行“集中采购+授权采购”相结合的采购模式，针对鱼粉、豆粕等关键大宗原料进行集中采购，针对其他辅料进行授权采购。其中，集中采购为主，占比 90%以上。畜禽料方面，考虑到产品单位价值量低、运输半径小，运输成本决定产品价格竞争力，公司采用子公司自行采购、属地生产的模式。

**鳊鱼养殖板块：**以子公司三渔养殖、三明天马、江西天马及其控股子公司为主要运营平台，养殖模式以精养池和土池养殖为主。公司主要采用集中采购、规模化养殖的模式，每天汇报养殖情况、统筹养殖目标，合理安排养殖进度和病虫害防治，有计划进行商品鳊销售和鳊苗投放。销售方面，采用经销+直销相结合的模式，渠道主要包括水产加工企业、批发市场和出口。

**食品板块：**以天马食品及其控股子公司西龙食品、天马福荣为运营平台。采购方面，以活鳊采购为主，占比 96%，一般与养殖户提前半个多月签订《鳊鱼购销协议书》，约定采购规格、单价、交货日期。销售渠道上，一方面稳固出口，另一方面，积极发力国内市场，布局开拓国内电商、中央厨房、餐饮等线上线下主流渠道的同时，与头部主播深度合作，加大产品的宣传及销售力度。

图 3：公司全产业链发展全景简图



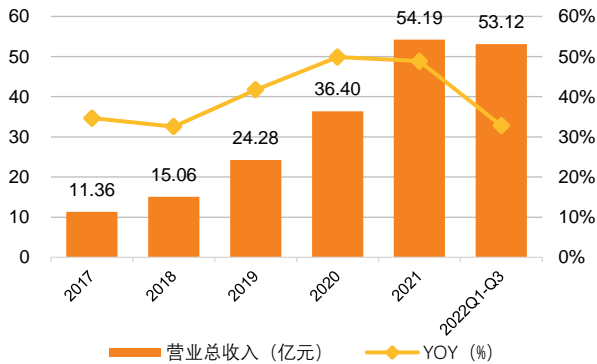
资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 1.4. 主营业务：公司业绩稳定增长，饲料业务营收居首位

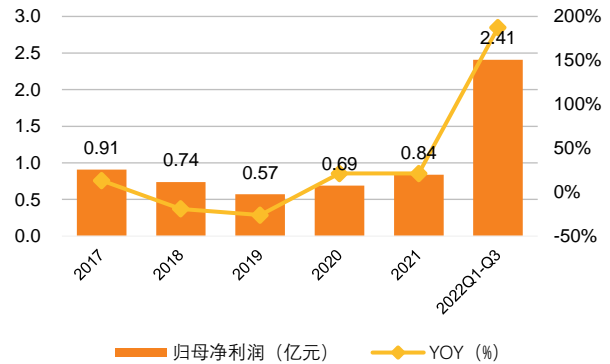
近年来，公司收入端快速增长，利润端存在一定波动。今年以来，随着鳊鱼养殖规模显现，利润贡献增加，业绩大幅提升。2017-2021 年，公司营业总收入从 11.4 亿元提升至 54.2 亿元，CAGR 达 48%；归母净利润存在波动，其中，2018-2019 年归母净利润同比降幅明显，主要原因系：1) 公司推行“十条鱼”战略及产业链整合，期间费用明显增加；2) 2019 年中美贸易战导致人民币汇率上升，进口鱼粉原料成本上升。今年以来，公司业绩大幅增长，2022Q1-Q3 实现归母净利润 2.4 亿元，同比增速 187%，主要系公司入局鳊鱼养殖业务，2021Q4 开始出第一批鱼，今年出鱼顺利，带来新的利润增长点。

图 4：2017-2022Q1-Q3 公司营业总收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：wind，天风证券研究所

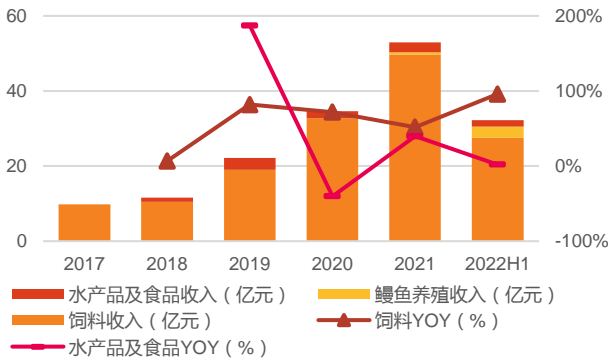
图 5：2017-2022Q1-Q3 公司归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源：wind，天风证券研究所

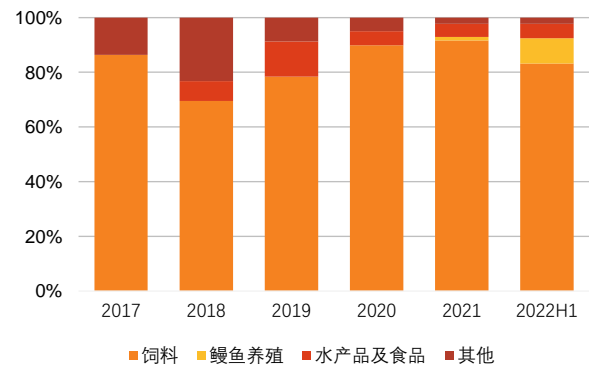
以饲料为主业，鳊鱼养殖贡献快速提升。公司充分发挥饲料生产及供应优势，通过专业养殖技术保障，打造集约化、标准化、工厂化生态养殖，从而为食品端提供优质、安全、健康、全程可追溯的肉食材料。2022 年上半年，饲料、养殖、食品业务贡献收入占比分别为 83.2%、9.3%和 5.2%。

图 6：2017-2022H1 公司分业务收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2017-2022H1 公司各业务收入占比

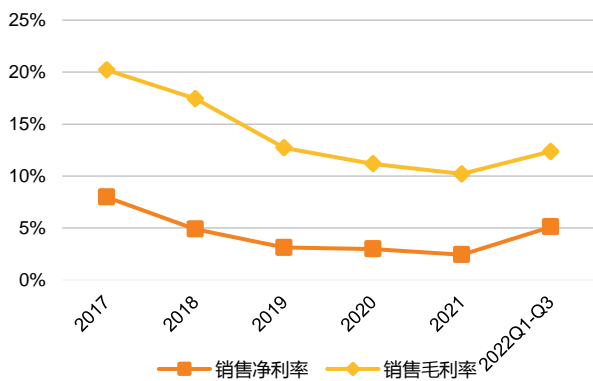


资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.5. 盈利能力：高毛利业务快速增长，费用控制逐年优化

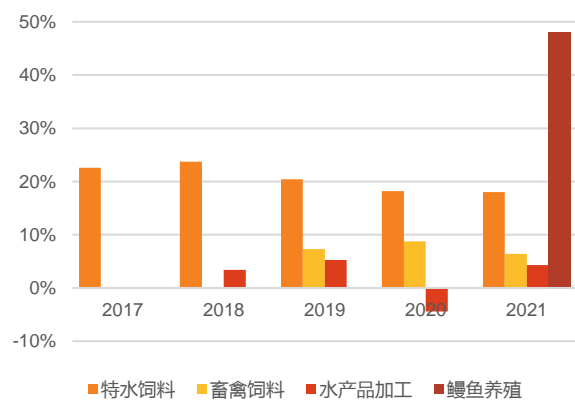
1) 毛利率：今年以来，公司整体毛利率提升明显。2019 年公司布局畜禽饲料板块，由于畜禽料毛利率明显低于特水饲料（特水料毛利率比畜禽料高约 10pct），随着畜禽料的占比快速提升，公司整体毛利率水平有所下滑。2020 年，公司开始布局鳊鱼养殖业务（2021 年毛利率达 48%），今年出鱼量明显增加，公司整体毛利率提升明显。

图 8：2017-2022Q1-Q3 公司销售毛利率与净利率水平（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

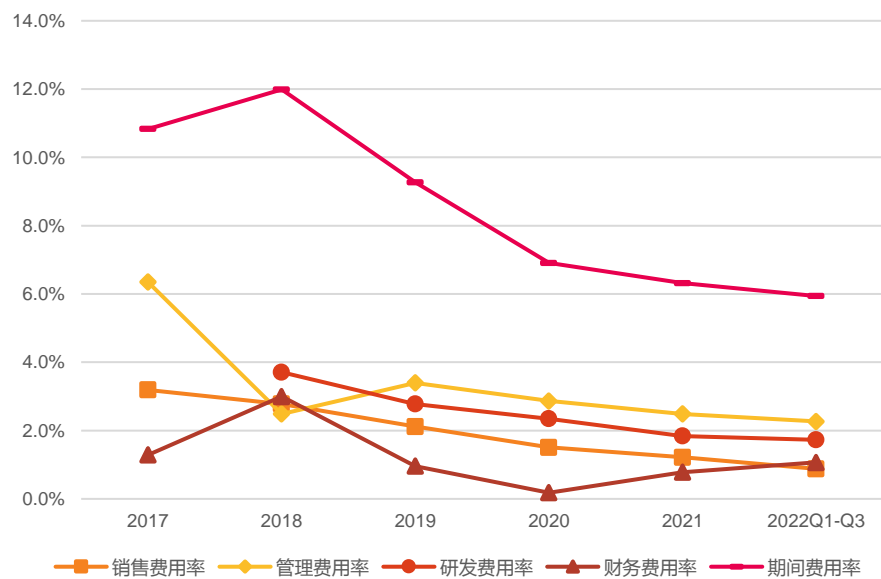
图 9：2017-2021 年公司分业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

**2) 期间费用率：效率优势显著，2019 年以来整体费用率逐年下降。**生产方面，公司持续加强经营管控，通过合理安排开机台数、生产用工人数，强化节能减排和节支降耗等措施，降低生产成本，提高综合生产能力和生产效率。采购方面，采取远期采购、现货采购和贸易三者相结合的模式，借助期货工具提高采购效率，有效控制原料成本和价格波动风险。2022Q1-Q3，公司期间费用率为 5.94%，与 2018 年相比，下降约 6pct。

图 10：2017-2022Q1-Q3 公司期间费用率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 行业：消费升级驱动特水料高增长，鳗鱼养殖行业亟需变革

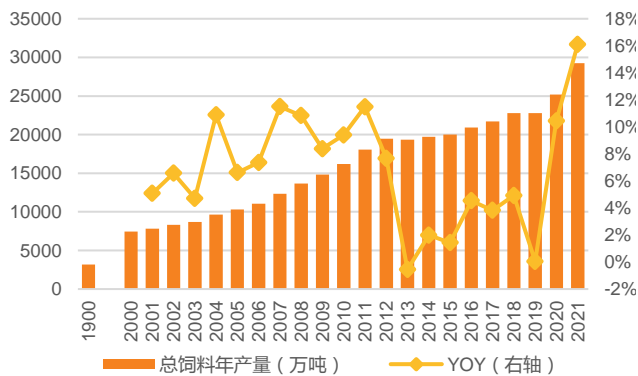
### 2.1. 饲料行业：水产饲料成长空间明显，畜禽饲料周期景气上行

我国饲料行业整体增速有所放缓，但规模化程度持续提升。我国饲料工业起步于 20 世纪 70 年代，1990-2012 年快速发展，总产量从 3194 万吨增长至 19449 万吨，年复合增速达 8.6%；2012-2021 年，年复合增速 4.6%，整体增速相对平稳。其中，2020-2021 年饲料总产量增长提速，主要系非洲猪瘟导致猪价高涨，暴利驱动行业快速扩产，猪饲料需求提振。行业增速整体放缓的背景下，规模化程度持续提升，头部企业加速整合。截至 2021 年，全国十万吨以上规模饲料生产厂 975 家，同比增加 208 家，合计饲料产量占全

国饲料总产量的 60.3%。

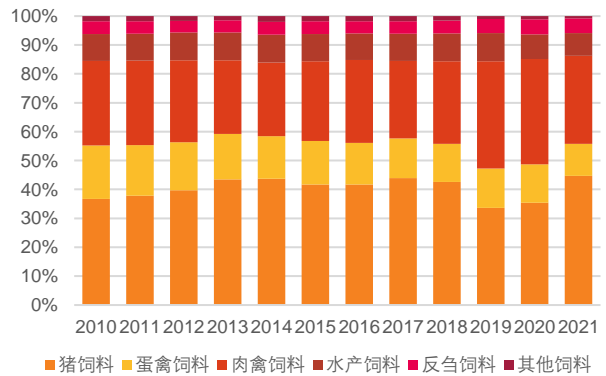
畜禽料是主要的饲料品种，呈现周期波动的特征；水产料占比相对较低，周期波动性不强，成长空间较大。中国人饮食习惯以猪肉、禽肉为主，这两类肉制品消费需求量巨大且相对稳定，产品同质化严重，具备一定的大宗品属性，带动畜禽料呈现周期波动的特征；水产料量小且周期波动不明显，主要系水产养殖难以规模化且水产品品类多样，随着下游需求增长，成长空间较大。分品类来看，2021 年畜禽料占比超过 85%，水产料占比达 8%。

图 11：2010-2021 年总饲料年产量（万吨）及 YOY



资料来源：中国饲料工业协会，警农农服公众号，天风证券研究所

图 12：2010-2021 年各品类占比情况

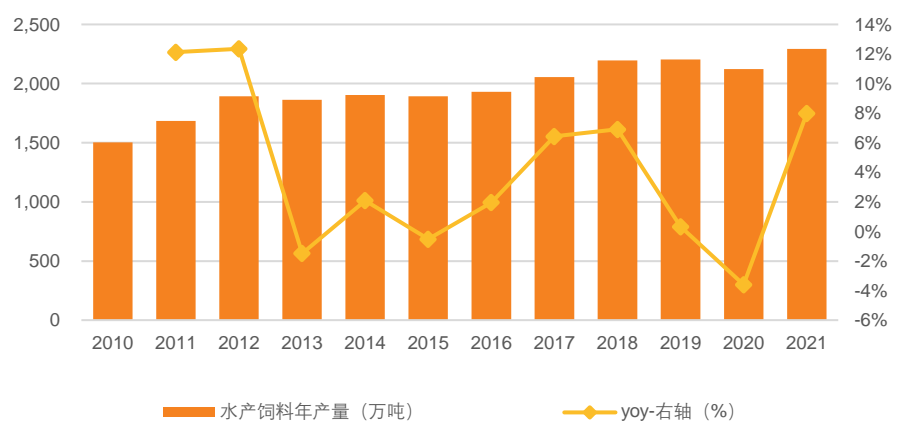


资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

### 2.1.1. 水产料：优质赛道，成长空间显著；特水替代普水趋势明显

我国水产料产量仍处于上升通道，随着水产养殖工业化饲料渗透、水产养殖替代捕捞以及国人饮食结构改变，水产料产量有望得到快速发展。2020 年受新冠疫情影响，水产饲料产量有所下降；2021 年水产养殖价格景气、消费市场回暖，水产饲料产量快速提升至 2293 万吨，同比增速达 8%。

图 13：2010-2021 年水产饲料产量（万吨）及 YOY



资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

在整个饲料盘子中，水产料占比仍然较小，但长期成长空间显著：

1) 工业饲料在水产养殖中渗透率提升仍有空间。目前水产养殖行业冰鲜杂鱼饵料使用量仍然较大，对水环境和水产养殖有较大安全隐患，工业饲料渗透率存在提升空间。此外，我们认为，下游水产品生物学特性，决定水产养殖规模化难以做大，对工业化饲料的需求较大（下游养殖难以自建饲料场），长期空间成长性显著。

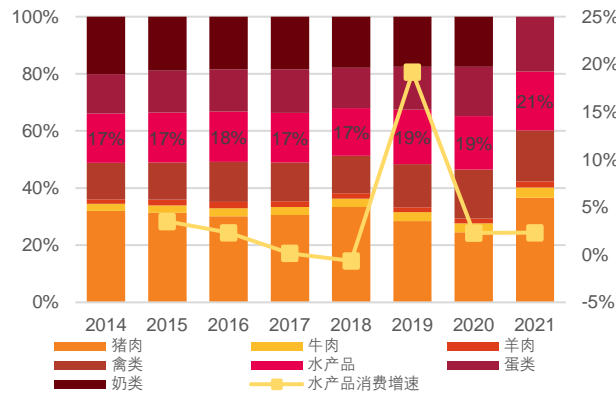
2) 对健康肉类关注度提升，进一步打开水产消费想象空间。截止 2021 年，中国居民蛋白消费仍然以猪肉为主，占比 37%。与陆生产品相比较，水产品含有丰富的蛋白质、脂肪、



维生素和矿物质等人体所需的基本营养物质。在《中国居民膳食指南》中，水产品每日推荐最低摄入量为 40g，但是目前我国每日人均水产品摄入量为 30g 左右，仅占全球平均水平 56%。随着人们对健康重视度提升，部分猪肉需求有望被低脂肪、高蛋白的水产蛋白替代。

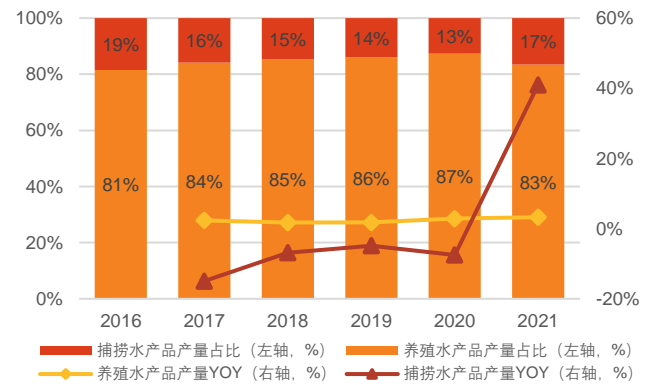
3) 养殖技术不断突破，水产养殖替代捕捞成为可能，为饲料需求奠定基础。20 世纪 80 年代之前，国内水产产量仍以捕捞为主；天然生产的水产，无论是淡水还是海水资源都相对有限，再加上水产养殖技术（包括种苗繁育、工业水产料发展、养殖技术）等不断突破，水产养殖不断替代天然生产，到 2021 年水产养殖占比已经高达 83%。

图 14：2014-2021 中国居民人均蛋白消费量占比



资料来源：wind，天风证券研究所

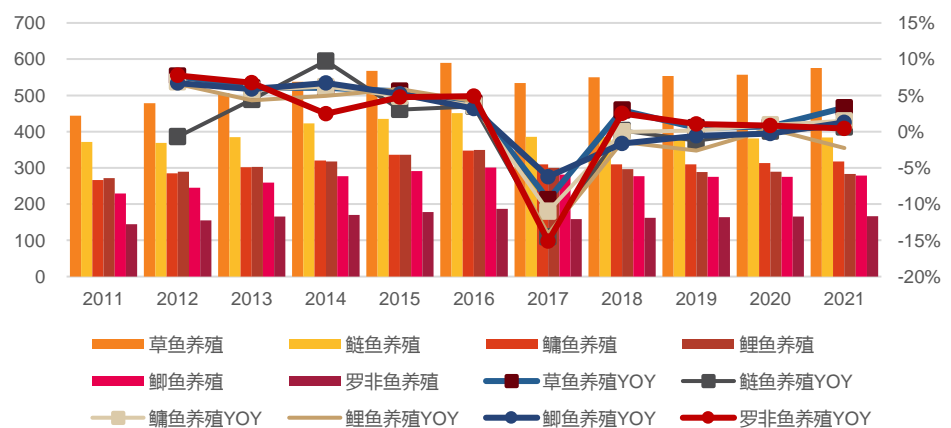
图 15：2016-2021 中国养殖水产品养殖捕捞结构与产量 YOY



资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

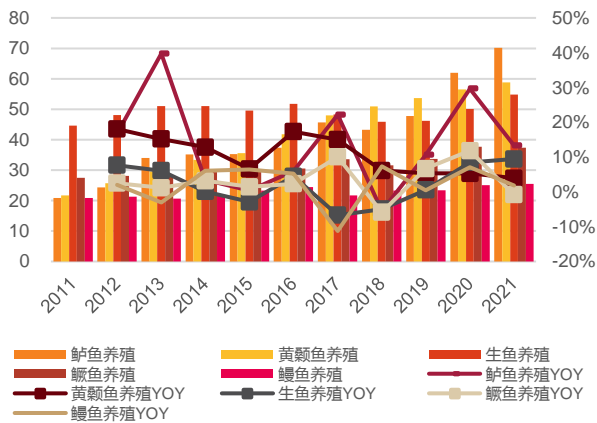
特水养殖替代普水趋势明显。结构上看，普水鱼养殖量较大，但成长性偏弱；特水养殖成长性显著，虽然单一特水养殖体量并不算大（较大的如生鱼、黄颡鱼养殖在 50-60 万吨体量），但品类丰富，增速较快。我们认为特水替代普水的核心在于下游消费升级驱动水产养殖内部结构升级。在餐饮和家庭消费中，随着主流消费群体改变，消费者对肉感、含刺量、烹饪方式等的要求提升，草鱼、鲢鱼等普水养殖增速放缓，2021 年养殖量同比基本持平或仅小幅增长；鲈鱼、鳊鱼、生鱼等特水养殖快速增长，2021 年鲈鱼养殖量同比+13%，生鱼养殖量同比+10%左右，石斑鱼养殖量同比+6.3%。

图 16：2011-2021 年普水鱼养殖产量（万吨）及 YOY



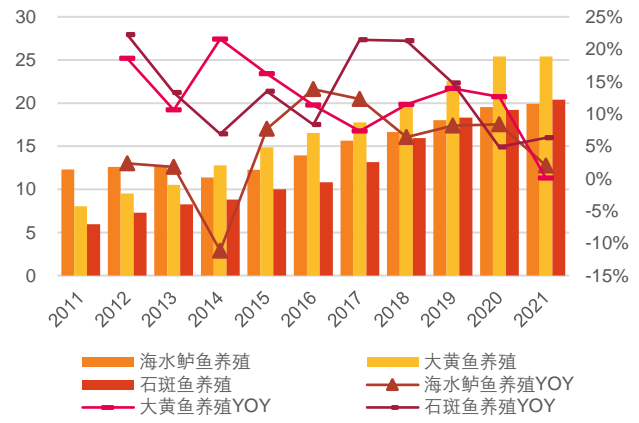
资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

图 17：2011-2021 年特种淡水鱼养殖产量（万吨）及 YOY



资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

图 18：2011-2021 年特种海水鱼养殖产量（万吨）及 YOY

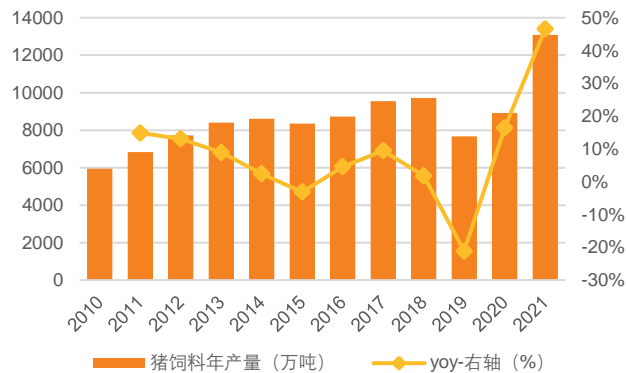


资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

### 2.1.2. 畜禽料：下游养殖景气度回升，畜禽料有望迎来销量拐点

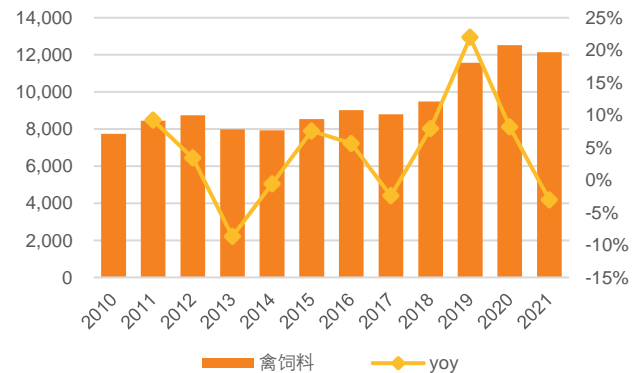
畜禽料是我国饲料产品中的主要品种，周期属性明显。中短期看，畜禽料需求量与下游养殖景气度相关，直接受下游养殖规模变动影响，呈现周期波动的特征。以猪料为例，2018 年下半年，“非洲猪瘟”蔓延，生猪产能被动去化明显，2019 年猪料产量同比下降高达 21.2%。

图 19：2010-2021 年猪料年产量（万吨）及 YOY



资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

图 20：2010-2021 年禽料年产量（万吨）及 YOY



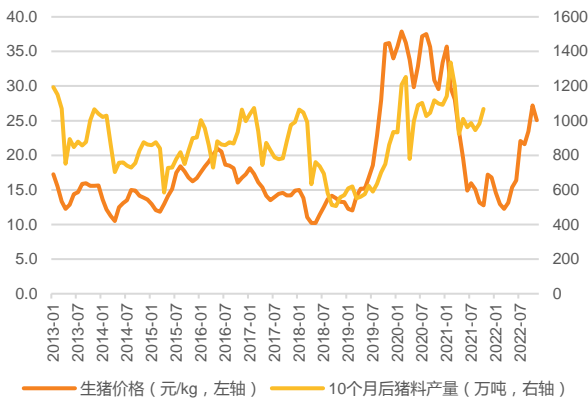
资料来源：中国饲料工业协会，天风证券研究所

目前下游养殖景气度提升，重视畜禽料需求拐点。分品类看：

#### (1) 猪料：猪价景气，下游养殖景气度提升，重视销量拐点

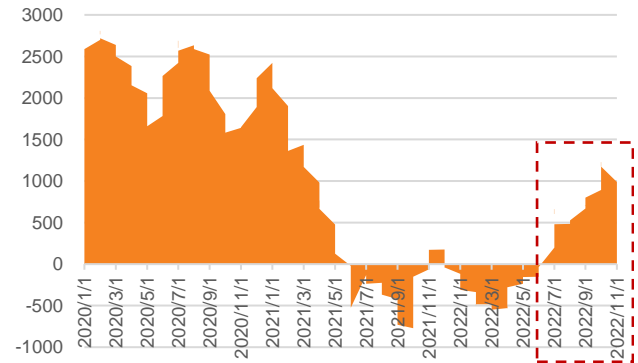
4 月猪价底部反转，目前已重回盈利区间，我们预计随着二次育肥及行业补栏情绪提振，猪料需求改善明显，估计拐点已现。复盘历史可以发现，8-10 个月后的猪料产量与当前猪价表现出较强的相关性。这与行业补栏节奏相关，生猪价格底部反转后，养殖户补栏增加，对应到 8-10 个月后猪料需求边际向上。

图 21：8-10 个月后的猪料产量和生猪价格呈现较强的相关性



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：自繁自养生猪养殖利润（元/头）

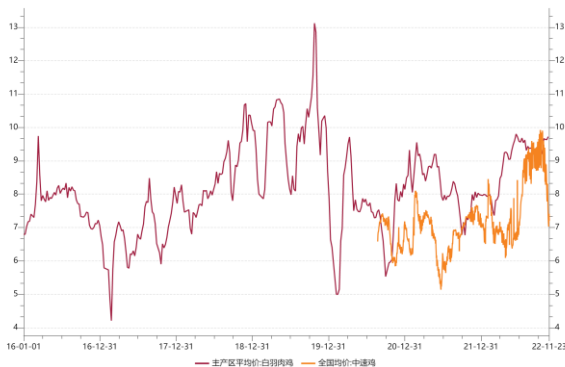


资料来源：wind，天风证券研究所

## （2）禽料：Q3 多品类盈利，需求环比改善明显

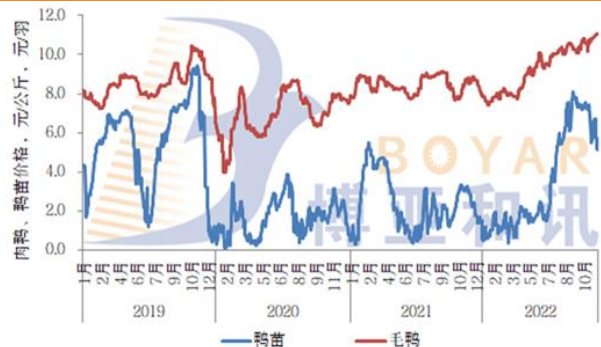
**2022Q3 多品类盈利，禽料产量环比改善明显。**从禽肉结构上看，肉鸡、肉鸭是最主要的禽肉品种。据博亚和讯网数据显示，2021 年鸡肉在禽肉中占比 66%，鸭肉占比 27%，合计达 93%。鸡肉中，白羽鸡占比最大，达 57%；黄羽鸡其次，占比 27%。随着餐饮恢复提振消费+毛鸡、毛鸭价格景气回暖，Q3 禽料需求有所改善，产量环比+5.8%。（7-8 月环比 5-6 月）

图 23：2022Q3，白鸡、黄鸡价格均有所回暖（左轴：元/公斤，右轴：元/斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：2022Q2 以来，毛鸭价格提振明显

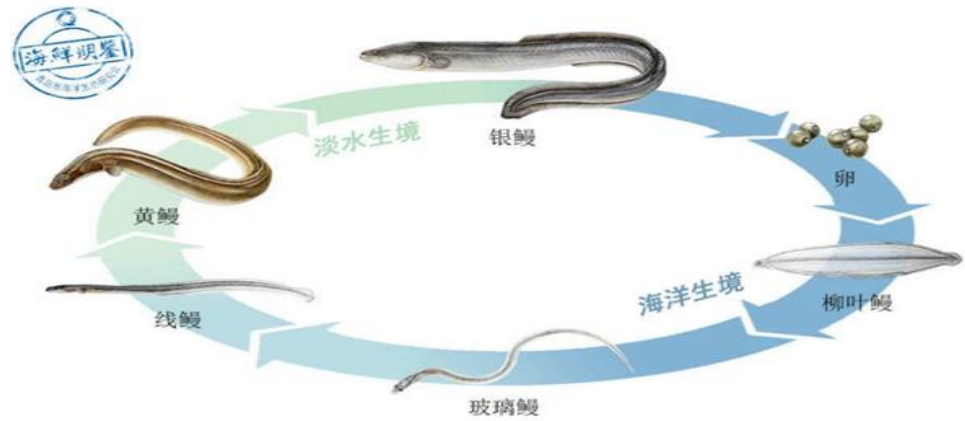


资料来源：博亚和讯网，天风证券研究所

## 2.2. 鳊鱼养殖：苗种依赖天然捕捞，供应端波动明显

**鳊鱼品类丰富，我国以养殖日本鳊、美洲鳊、花鳊为主。**鳊鱼属于罕见的降河性洄游鱼类，它们出生于大海，在淡水中成长，最后返回大海产卵。鳊鱼的一生主要经历六大形态，分别是卵期、柳叶鳊期、玻璃鳊期、鳊线期、黄鳊期和银鳊期。全世界共有 19 种鳊鱼，其中欧洲鳊和美洲鳊分布在大西洋沿岸，其余皆分布于印度洋和太平洋一带。

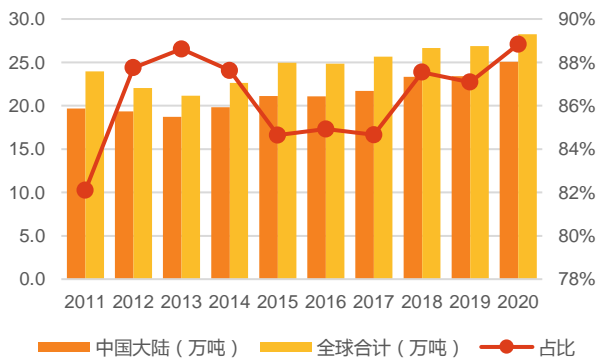
图 25：鳗鱼生长周期



资料来源：中国鳗鱼网，天风证券研究所

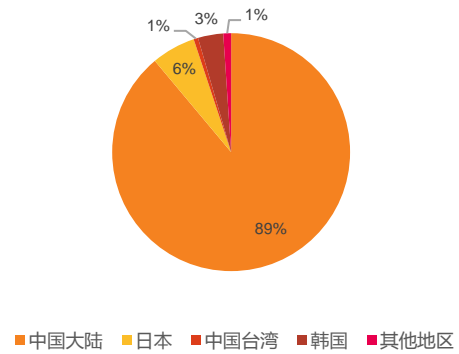
我国是世界上最大的鳗鱼生产国，养殖区域主要集中在福建、广东和江西。2020 年，我国大陆地区鳗鱼淡水养殖量超过 25 万吨，在全球占比接近 90%。其中，福建和广东是主要的鳗鱼养殖区域，尤其在福建部分地区，已经形成了从“科研→种苗→饲料→养殖→动保→物流→食品→餐饮”为一体的整条鳗鱼全产业链。

图 26：2011-2020 年中国及全球鳗鱼养殖产量（万吨）（%）



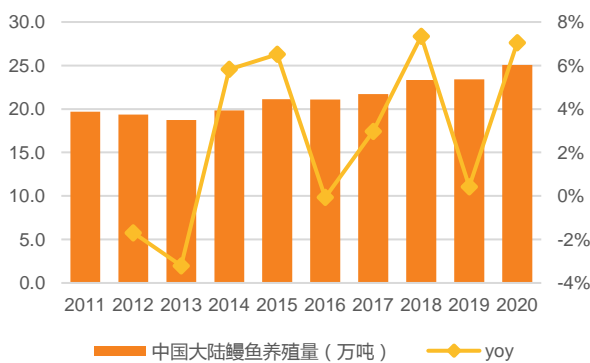
资料来源：FAO，天风证券研究所

图 27：2020 年中国大陆鳗鱼养殖产量在全球占比达 89%



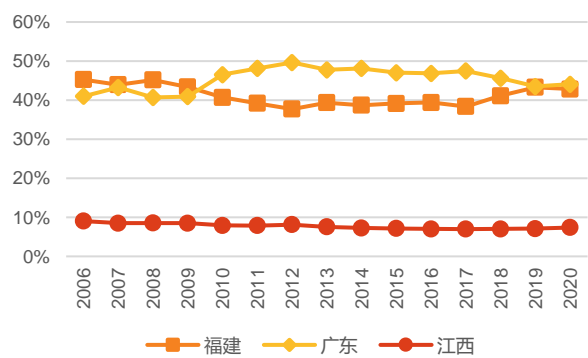
资料来源：FAO，天风证券研究所

图 28：2011-2020 年中国鳗鱼养殖产量（万吨）及 YOY (%)



资料来源：FAO，天风证券研究所

图 29：2006-2020 年鳗鱼主产区养殖产量占比 (%)

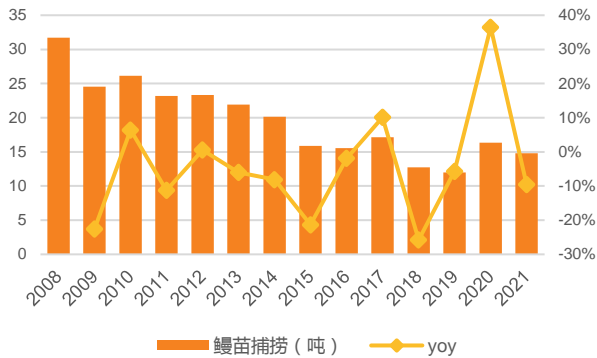


资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

鳗苗供应完全依赖天然捕捞，是鳗鱼产业的基础。近年来鳗苗投苗量起伏较大，苗价波

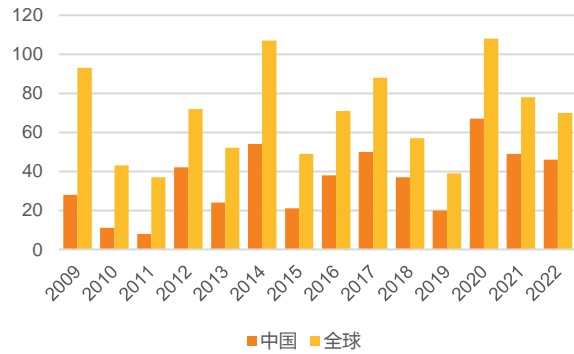
**动明显。**鉴于鳗鱼的降海洄游的特征，在淡水河川中长大，成熟后洄游到大洋深处产卵，一生只产一次卵，产卵后就会死亡，人类难以模拟出这种环境，一直难以进行人工繁育。受人工捕捞、气候、地理条件等多重因素影响，我国鳗苗捕捞量下降明显，近年捕捞量10-15吨/年，远低于2010年左右20-30吨的年捕捞量；国内投苗量自2020年起逐年下滑，整体供给量处于较低位置。

图 30：近年我国鳗苗捕捞量处于低位（吨）



资料来源：中国渔业统计年鉴，wind，天风证券研究所

图 31：近年来我国鳗鱼养殖投苗量下降（吨）



资料来源：调研信息，天风证券研究所

**销售途径主要包括活鳗、烤鳗、鳗企直销。其中，活鳗以国内销售为主，烤鳗出口、国内销售比例相当。**鳗鱼主要以三种销售途径进行流通：一是以活鳗形式直接销往各大水产市场及水产批发商；二是销往烤鳗厂或专门的收购商，以烤鳗产品的形式流通到国内外市场；三是大型鳗企通过短视频、电商、连锁餐饮等渠道开展直销。根据中国水产公众号，2021年我国活鳗出口约1.01万吨，国内消费约2-4万吨；烤鳗出口5.98万吨，内销约5-7万吨。

**随着疫情影响减弱，国内外需求放开，鳗鱼消费有望逐步恢复：**

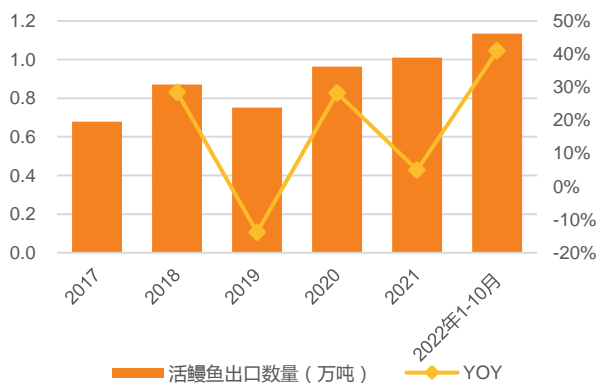
1) 出口销售方面，目前仍然以烤鳗为主（2021年烤鳗出口5.98万吨，活鳗出口约1.01万吨），单价提升空间较大。2021年，烤鳗的前六大出口国家或地区主要包括日本、马来西亚、美国、中国香港、俄罗斯、中国台湾，合计占比达85%。近年来，受新冠疫情影响消费及运输，鳗鱼出口量存在一定的波动，但整体仍处于上升通道。预计后续随着疫情缓解以及海外消费需求恢复，鳗鱼出口销量有望稳定增长。此外，我国鳗鱼产品的出口单价仍有较大的提升空间。目前国际市场鳗鱼产品定价权仍然被日本把持，针对我国鳗鱼出口设置关税调整、通关手续、针对性卫生标准等限制条件。根据中国水产，2022年8月，相同规格每尾250g的烤鳗，日本本地批发价为384元/kg，中国出口批发价仅为170元/kg。近年来，国内鳗鱼养殖产量在全球占比已接近90%，且品质稳定性增加，海外市场认可度持续提升，后续出口价格仍有上升空间。

2) 国内市场方面，随着鳗鱼文化推广，多样的消费形式有望带动鳗鱼整体需求快速提升。鳗鱼菜品种类丰富，持续创新，美团数据显示，2021年鳗鱼相关菜品种类超过6万种，比2019年增长66%；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2020年增长30%。2022年以来，受国内疫情多地散点发生影响，餐饮需求疲弱，国内市场活鳗流通价格有所下滑，预计后续随着疫情缓解，整体需求有望快速恢复。

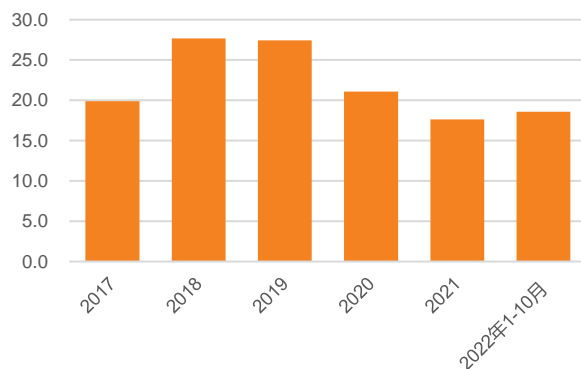
图 32：2017-2022 年 1-10 月活鳗出口数量（万吨）及 YOY

图 33：2017-2022 年 1-10 月活鳗出口单价（美元/公斤）



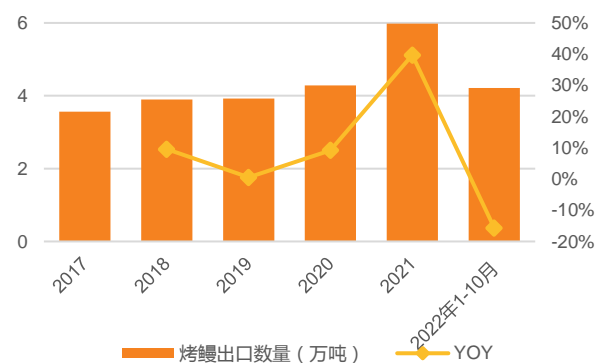


资料来源：中国海关总署，天风证券研究所



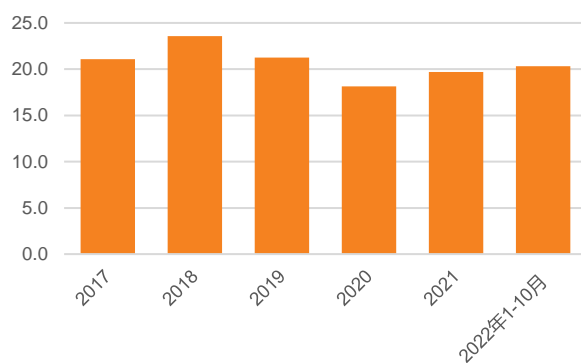
资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

图 34：2017-2022 年 1-10 月烤鳗出口数量 (万吨) 及 YOY



资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

图 35：2017-2022 年 1-10 月烤鳗出口单价 (美元/公斤)



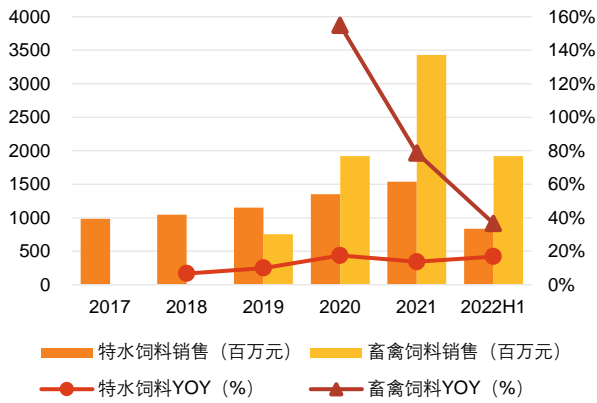
资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

### 3. 竞争优势：饲料、养殖、食品全产业链布局

#### 3.1. 饲料板块：深耕特水优势赛道；外延布局畜禽料，受益周期景气上行

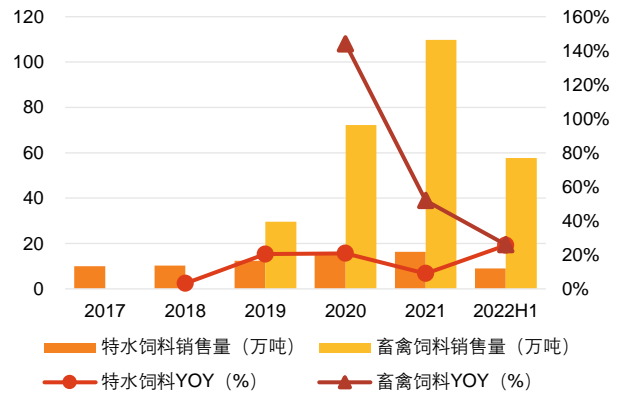
目前饲料业务仍是公司的主要收入来源。特种水产饲料作为公司的传统优势业务，保持较快的增速，2017-2021 年特水饲料收入贡献由 9.82 亿元提升至 15.38 亿元，CAGR 达 11.87%。2019 年，公司完成对华龙集团 72% 的股权收购，正式布局畜禽饲料领域。作为新兴业务，畜禽料业务高速增长，2019-2021 年，收入贡献由 7.5 亿元提升至 34.3 亿元，CAGR 达 113%，营收占比从 31% 快速提升至 63.3%。

图 36：2017-2022H1 公司饲料分板块收入及 YOY（百万元，%）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 37：2017-2022H1 公司饲料分板块销量及 YOY（万吨，%）

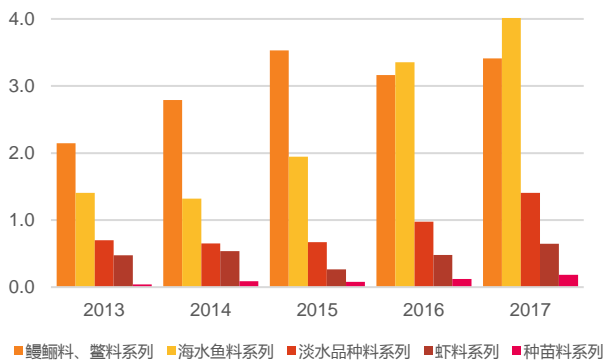


资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

### 3.1.1. 特水料：立足“十条鱼战略”，产品核心竞争力强

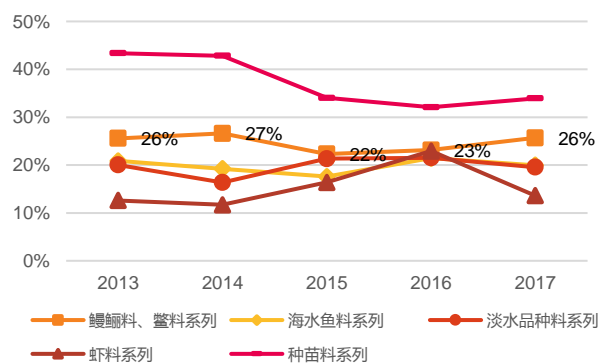
公司立足“十条鱼”战略，争取短期内做到鳗鱼、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟鳖、种苗、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参十个特水料细分品种的产销量全国第一，同时形成对其他特种水产饲料细分品种的市场占有率的有效提升，中短期目标是成为世界最大的特水饲料供应商。

图 38：2013-2017 年公司特水料细分品类销量（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

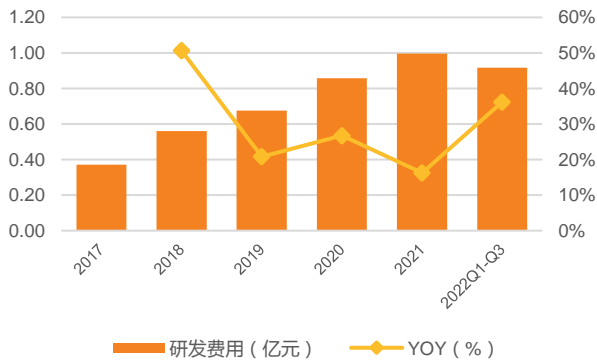
图 39：2013-2017 年公司特水料细分品类毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

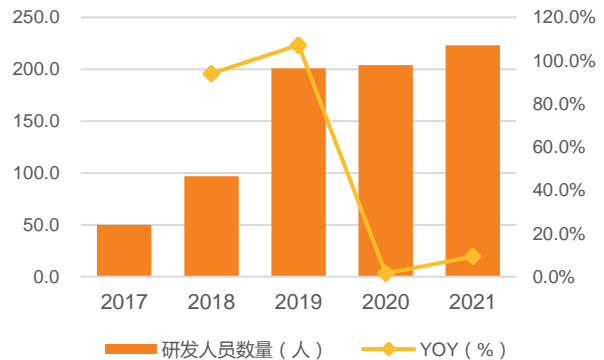
技术研发优势铸就行业领先地位，产品核心竞争力强。公司研发的具有自主知识产权的玻璃鳗配合饲料等技术填补了国内空白；大黄鱼配合饲料、种苗微粒子配合饲料等处于国内水产饲料行业先进水平；种苗早期配合饲料突破了日本、韩国等国家的技术垄断。同时，公司不断加强与高等院校和科研院所之间的产学研合作，组建了由动物营养与饲料科学、水产养殖学、水产病害学、食品科学与工程等专业人员构成的研发团队，深入研究饲料配方技术、加工工艺及原料筛选等各个方面，夯实了提高产品竞争力的技术基础。近年来，公司研发费用稳步增长，研发团队不断扩大。2017-2021 年，公司研发费用从 0.37 亿元增长至 1 亿元，CAGR 达 28%；研发团队由 2017 年的 50 人扩大到 2021 年的 223 人。

图 40：2017-2022Q3 年公司研发费用（万元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：2017-2021 年公司研发人员数量（人，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

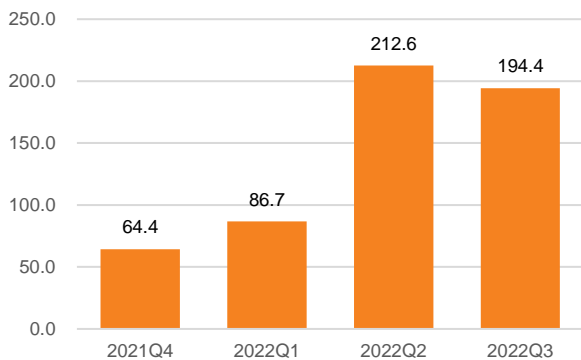
### 3.1.2. 畜禽料：持续扩张，有望受益周期景气上行

**切入畜禽饲料，持续扩张业务版图。**2019 年公司并购福建华龙集团后，开始切入畜禽饲料业务，并于 2021 年，华龙集团通过其控股子公司华龙生物成功收购龙岩鑫华港等 6 家公司，在保持畜禽饲料市场福建省内领先地位的同时，积极向省外建厂布局，助力公司畜禽饲料业务的进一步扩张。2021 年，公司畜禽饲料产销量首次突破百万吨大关，已位居福建省第一梯队。目前华龙及华港的饲料实际产能 150 万吨左右，我们预计公司在立足福建，走向全国的战略布局下，畜禽饲料销量有望保持 20%-30%的增速。

### 3.2. 鳗鱼养殖：发挥全产业链优势，有望加速贡献业绩

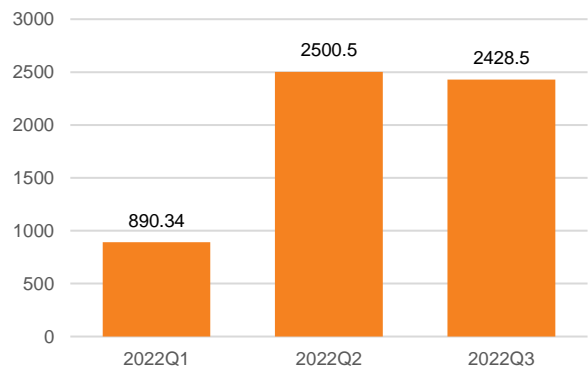
**鳗鱼养殖有望成为公司新的利润增长点。**公司的鳗鱼养殖业务有序推进，2021 年四季度已开始第一批出鱼。鳗鱼养殖业务盈利能力明显高于其他业务板块，毛利率超 40%，随着业务布局的逐步推进，鳗鱼养殖收入占比提升，有望持续贡献盈利，成为公司重要的利润增长点。2022Q1-Q3，该业务板块贡献收入 4.9 亿元，实现商品鳗外销量 5819 吨。

图 42：2021Q4-2022Q3，各季度商品鳗养殖业务收入（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：2022Q1-2022Q3，各季度鳗鱼外销量（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司产能充足，量增可期。**养殖模式上，公司采用精养池和土池相结合的养殖模式，在福建、广东、广西、江西、湖南、湖北、安徽、浙江这八个省有序推进万亩产业基地建设。2020 年通过定增新建 11 个养殖工厂，完全达产后可形成 3850 吨产能；21 年公司利用自有资金新建多个养殖场。公司目前已有+在建共有超 1 万亩土池和近 100 万平方的精养池；未来几年计划做到 300-400 万平方的精养池，土池养殖 2-3 万亩。

表 1：公司鳗鱼养殖产能规划

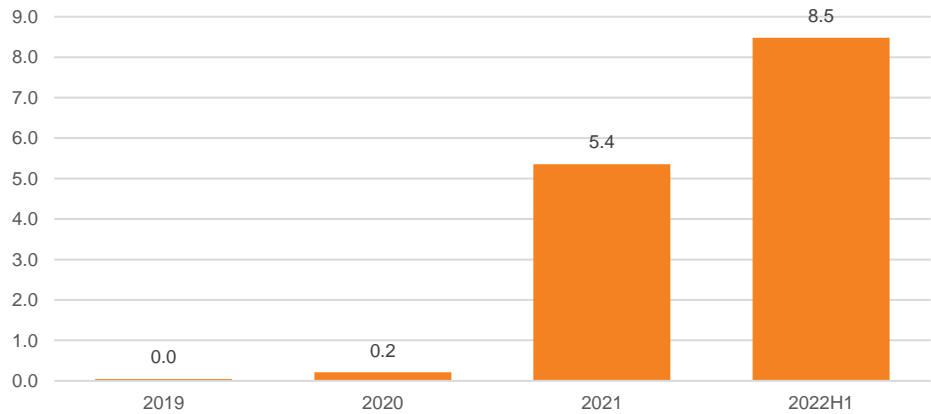
战略规划	精养池	土池养殖
布局省份	福建、江西、湖北、湖南 广西、广东、安徽、浙江	福建、广东

目前在建、在养水面积	100 万m <sup>2</sup>	福清 10174 亩、广东 4045 亩
2022 年建设目标	200 万m <sup>2</sup>	福建万亩、广东万亩
一期计划实现	300 万m <sup>2</sup>	2 万亩
二期计划实现	400 万m <sup>2</sup>	3 万亩

资料来源：调研信息，天风证券研究所

**公司投苗激进，快速抢占市场份额。**当前存塘消耗性生物资产包含今年投苗季的鱼苗和上一投苗季未出鱼的鱼苗，可以综合反映公司的投苗情况，截止 2022 年 6 月，公司消耗性生物资产大幅上涨至 8.5 亿元。我们估计，公司今年鳗鱼出塘量有望达 8000+吨，明年 1.5-2 万吨可期。

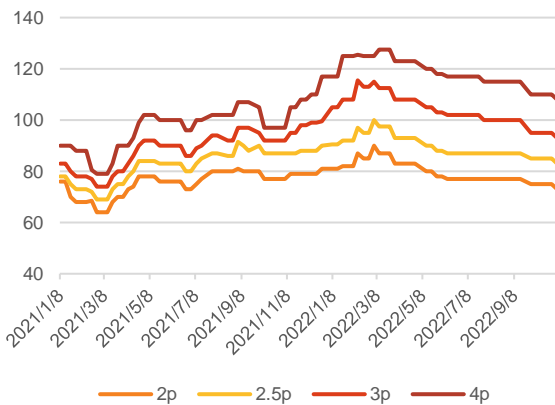
图 44：公司消耗性生物资产快速增长（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

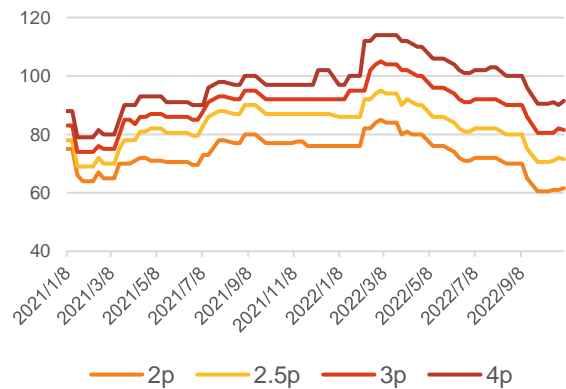
**鳗鱼价格主要与苗获量及下游消费相关，目前仍处于近年来低位，后续价格有望稳定增长。**供给端看，根据前文，鳗鱼苗依赖于天然捕捞，受天气、环境影响显著。近两年鳗鱼苗获量大幅下降，考虑到鳗鱼养殖周期为 1-2 年，较低的投苗量为明后年鳗鱼价格景气提供支撑。根据中国鳗鱼网数据，20 年/21 年/22 年东亚地区累计投苗量为 83.7 万吨/52.7 万吨/42 万吨。需求端看，随着国内外疫情影响减弱，下游餐饮消费提振，有望进一步支撑鳗鱼价格景气向上。

图 45：中国大陆日本鳗流通价格（元/公斤）



资料来源：中国鳗鱼网，天风证券研究所

图 46：中国大陆美洲鳗流通价格（元/公斤）

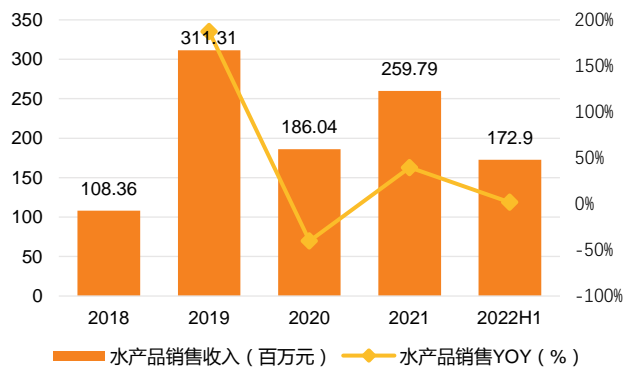


资料来源：中国鳗鱼网，天风证券研究所

**下延突破食品，随着产能落地及渠道布局，有望逐步贡献利润。**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江西西龙，致力打造全球最大的烤鳗平

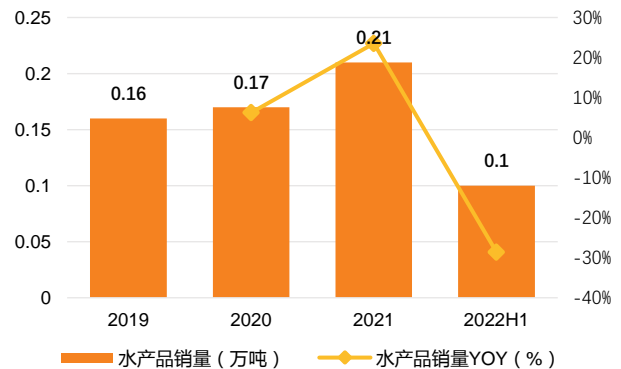
台。目前，公司预制菜品的发展已具备一定规模。品牌方面，公司构建了以“鳗鲡堂”、“鑫昌龙”等系列品牌的产品体系，公司预制菜品主要包括高端蒲烧烤鳗、高端白烧烤鳗、鳗鱼饭便当、姜母鸭、烤鲭鱼等系列产品。目前，“鳗鲡堂”蒲烧烤鳗畅销海内外 60 多个国家和地区，“红脸雁”姜母鸭产品也成为福建地区的畅销产品。11 月，“鳗鲡堂”官宣全新国潮 IP，营销效果显著，双十一期间直播单日销售量破三万件，淘宝双十一烤鳗类目排名第一。渠道方面，公司从电商、新零售、商超、中央厨房及餐饮等线上线下主流销售渠道切入布局。线上端，与头部主播进行深度合作，打通京东、天马优选、天猫、有赞等线上平台，借助抖音、小红书、下厨房、快手等新兴媒体进行品牌宣传升级；线下端，公司布局央厨、商超、餐饮等渠道，打造“鳗小堂”连锁品牌餐饮模式，同时计划通过建立福州、杭州、上海、廊坊、重庆等多个城市的销售供应中心，形成集配送和销售为一体、辐射全国的营销网络。

图 47：2018-2022H1 公司食品业务营收及 YOY（百万元，%）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 48：2018-2022H1 公司食品业务销量及 YOY（万吨，%）



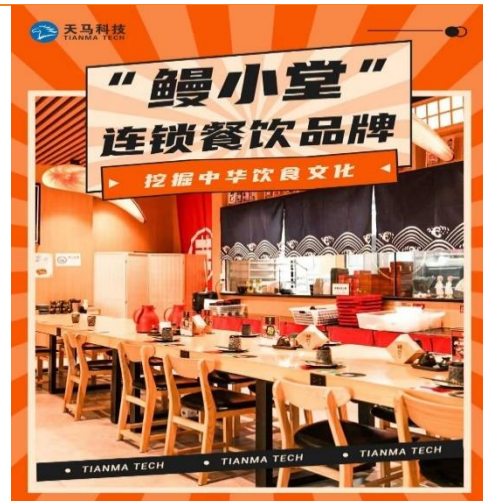
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 49：“鳗鲡堂”线上线下渠道布局



资料来源：天马科技公众号，天风证券研究所

图 50：“鳗小堂”连锁品牌餐饮模式



资料来源：天马科技公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

假设条件：

(1) 考虑到公司鳗鱼养殖产能逐步落地，投苗量快速增加，我们预计 2022/2023/2024 年出鱼量分别为 0.82 万吨/1.8 万吨/2.2 万吨；

(2) 2021/2022 年鳗苗捕捞量大幅下降，同时根据中国台湾、日本最新日本苗捕捞信息



初步判断，2022 至 2023 日本鳗苗获仍有可能不乐观，考虑到鳗鱼养殖周期为 1-2 年，叠加下游餐饮恢复提振需求，我们预计鳗鱼价格或有所提振。以 3P 美洲鳗为样本，我们预计 2022/2023/2024 年鳗鱼单吨价格为 8.3/9/10 万元。

(3) 饲料板块：特水料方面，立足“十条鱼”战略，销量稳步提升，预计 2022/2023/2024 年销量增速分别为 20%/20%/18%；畜禽料方面，考虑到下游养殖景气周期反转，叠加公司全国战略化布局加速，我们预计 2022/2023/2024 年畜禽料销量增速为 18%/25%/20%；

(4) 食品板块：考虑到公司品牌、渠道建设成效逐步显现，随着产能逐步落地，我们预计 2022/2023/2024 年食品销量增速分别为 20%/20%/20%。

图 51：公司业绩分板块拆分及预测（百万元，%）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,419.0	7288.0	9614.4	11457.9
yoy	48.9%	34.5%	31.9%	19.2%
毛利润（百万元）	553.4	913.7	1512.3	1950.0
毛利率	10.2%	12.5%	15.7%	17.0%
鳗鱼养殖（百万元）	64.4	680.6	1620	2200
yoy		956.7%	138.0%	35.8%
销量（万吨）	0.1	0.82	1.8	2.2
yoy		1100.2%	119.5%	22.2%
单吨价格（万元/吨）	9.4	8.3	9	10
毛利润（百万元）	31.0	287.0	720.0	990.0
毛利率	48.1%	42.2%	44.4%	45.0%
饲料板块（百万元）	4,969.1	6185.7	7458.6	8615.0
yoy	51.8%	24.5%	20.6%	15.5%
毛利润（百万元）	497.4	607.8	765.5	927.9
毛利率	10.0%	9.8%	10.3%	10.8%
食品板块（百万元）	259.8	421.6	535.7	642.9
yoy	39.6%	62.3%	27.1%	20.0%
销量（万吨）	0.21	0.25	0.30	0.36
yoy	20.8%	20%	20%	20%
单吨价格（万元/吨）	12.6	17	18	18
毛利润（百万元）	11.2	19.0	26.8	32.1
毛利率	4.3%	4.5%	5.0%	5.0%
其他（百万元）	125.7	113.8	105.6	101.6
yoy	-30.3%	-9.4%	-7.2%	-3.9%
毛利润（百万元）	13.9	4.8	5.9	6.5
毛利率	11%	4%	6%	6%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 相对估值

考虑到公司主业包括饲料和鳗鱼养殖，其中饲料业务占比仍然较高，我们选取水产料龙头海大集团、以饲料为主业兼具生猪养殖业务的大北农、唐人神作为可比公司。参考可比公司 PE 平均值，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标市值 114 亿元，目标价 26 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海大集团	979	27.02	55.55	65.56	36.2	17.6	14.9
大北农	333	0.18	16.41	18.35	1850.0	20.3	18.1
唐人神	99	3.21	13.6	11.9	30.8	7.3	8.3
平均值						15.1	13.8

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：表中海大集团、大北农盈利预测采用天风农业预测，唐人神盈利预测为 Wind 一致预期，数据截至 2022 年 12 月 22 日）

## 5. 风险提示

(1) 自然灾害、疫情等下游行业不利因素的风险。养殖过程中天气、雨水、台风等自然

因素出现异常变化时，可能出现养殖存栏、存塘数量的波动，甚至于病害的规模化爆发，进而对饲料需求产生影响，出现阶段性或区域性需求波动的风险。

**(2) 原材料价格波动的风险。**公司饲料原材料主要包括鱼粉、其他蛋白类原料（主要为豆粕、花生粕、菜粕）以及淀粉类原料（主要为淀粉、面粉）等，原材料的价格上涨及波动将对饲料企业生产成本会带来较大的压力和风险。

**(3) 环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险。**近年来，国家不断强调环保和可持续发展的重要性，相关的环保政策法规也不断出台，例如环保拆围禁养禁捕给水产养殖业和水产饲料行业带来一定影响。

**(4) 养殖疫病风险。**环境污染、生物传染以及人为失误等因素都有可能引发水产养殖相关疾病的爆发。公司工厂化生态养殖集约化程度较高，如果疾病预防、监测、治疗不及时，导致病情发生并大范围地扩散、传播，会给公司养殖项目效益带来不利影响。

**(5) 新冠疫情影响下游消费。**新冠疫情散点爆发，对国内餐饮等行业消费带来影响。若未来新冠疫情再次恶化，则将影响行业餐饮消费，进而可能影响公司的鳗鱼销量增长。

**(6) 测算具有主观性风险。**

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	500.61	570.92	767.83	1,012.93	1,207.15	营业收入	3,639.96	5,419.02	7,287.96	9,614.37	11,457.86
应收票据及应收账款	595.90	555.17	983.40	1,046.30	1,372.58	营业成本	3,233.00	4,865.59	6,374.22	8,102.09	9,507.84
预付账款	188.37	147.93	153.08	162.00	207.75	营业税金及附加	6.63	11.12	14.96	19.74	23.52
存货	633.53	1,201.04	1,367.89	1,792.21	1,977.91	销售费用	54.95	65.85	69.24	91.34	103.12
其他	75.62	86.01	68.57	101.01	80.55	管理费用	104.55	135.12	160.34	192.29	229.16
<b>流动资产合计</b>	<b>1,994.04</b>	<b>2,561.08</b>	<b>3,340.77</b>	<b>4,114.45</b>	<b>4,845.93</b>	研发费用	85.70	99.64	129.73	153.83	177.60
长期股权投资	16.53	20.30	20.30	20.30	20.30	财务费用	6.39	42.14	63.71	114.89	144.71
固定资产	772.53	1,492.47	2,257.36	3,561.31	4,448.80	资产/信用减值损失	(23.33)	(31.57)	(27.45)	(29.51)	(28.48)
在建工程	203.56	350.19	805.13	802.57	1,121.80	公允价值变动收益	0.09	0.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	176.95	216.01	207.93	199.85	191.77	投资净收益	(16.19)	(18.67)	(17.43)	(18.05)	(17.74)
其他	139.44	501.38	316.41	347.61	385.67	其他	61.13	88.11	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,309.00</b>	<b>2,580.34</b>	<b>3,607.13</b>	<b>4,931.64</b>	<b>6,168.34</b>	<b>营业利润</b>	<b>127.02</b>	<b>161.31</b>	<b>430.90</b>	<b>892.64</b>	<b>1,225.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,303.04</b>	<b>5,141.41</b>	<b>6,947.90</b>	<b>9,046.09</b>	<b>11,014.27</b>	营业外收入	5.88	1.19	1.50	1.50	1.00
短期借款	584.50	783.35	1,319.35	2,721.31	3,029.49	营业外支出	6.25	3.86	4.00	5.50	4.50
应付票据及应付账款	954.07	1,227.57	2,082.36	1,837.62	2,930.99	<b>利润总额</b>	<b>126.64</b>	<b>158.64</b>	<b>428.40</b>	<b>888.64</b>	<b>1,222.20</b>
其他	92.40	190.50	336.60	245.16	399.03	所得税	18.13	26.84	34.27	44.43	61.11
<b>流动负债合计</b>	<b>1,630.97</b>	<b>2,201.41</b>	<b>3,738.31</b>	<b>4,804.10</b>	<b>6,359.52</b>	<b>净利润</b>	<b>108.51</b>	<b>131.80</b>	<b>394.13</b>	<b>844.20</b>	<b>1,161.09</b>
长期借款	53.00	464.01	553.89	846.70	248.97	少数股东损益	39.57	48.24	59.12	84.42	116.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68.94</b>	<b>83.57</b>	<b>335.01</b>	<b>759.78</b>	<b>1,044.98</b>
其他	51.15	214.47	103.08	122.90	146.82	每股收益(元)	0.16	0.19	0.77	1.74	2.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>104.15</b>	<b>678.48</b>	<b>656.97</b>	<b>969.60</b>	<b>395.79</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,735.12</b>	<b>2,879.89</b>	<b>4,395.28</b>	<b>5,773.69</b>	<b>6,755.31</b>						
少数股东权益	285.90	369.41	419.67	491.42	590.12	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	339.76	436.16	436.16	436.16	436.16	<b>成长能力</b>					
资本公积	432.63	885.43	885.43	885.43	885.43	营业收入	49.89%	48.88%	34.49%	31.92%	19.17%
留存收益	503.03	586.29	871.05	1,516.87	2,405.10	营业利润	48.41%	27.00%	167.12%	107.16%	37.31%
其他	(56.42)	(56.38)	(59.69)	(57.50)	(57.86)	归属于母公司净利润	21.26%	21.21%	300.89%	126.80%	37.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,504.90</b>	<b>2,220.93</b>	<b>2,552.62</b>	<b>3,272.39</b>	<b>4,258.96</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,303.04</b>	<b>5,141.41</b>	<b>6,947.90</b>	<b>9,046.09</b>	<b>11,014.27</b>	毛利率	11.18%	10.21%	12.54%	15.73%	17.02%
						净利率	1.89%	1.54%	4.60%	7.90%	9.12%
						ROE	5.66%	4.51%	15.71%	27.32%	28.48%
						ROIC	10.52%	11.50%	17.89%	27.83%	23.31%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.44%	56.80%	63.26%	63.83%	61.33%
						净负债率	9.23%	33.92%	44.35%	79.16%	49.72%
						流动比率	1.18	1.14	0.89	0.86	0.76
						速动比率	0.80	0.61	0.53	0.48	0.45
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.18	9.42	9.47	9.47	9.47
						存货周转率	5.25	5.91	5.67	6.08	6.08
						总资产周转率	1.21	1.28	1.21	1.20	1.14
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.16	0.19	0.77	1.74	2.40
						每股经营现金流	0.93	0.53	2.67	0.92	5.53
						每股净资产	2.80	4.25	4.89	6.38	8.41
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	116.40	96.03	23.95	10.56	7.68
						市净率	6.58	4.33	3.76	2.89	2.19
						EV/EBITDA	9.93	14.85	13.11	8.05	5.78
						EV/EBIT	12.84	19.02	17.83	10.43	7.44

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com