

## 鳗鱼产业链上下游覆盖全面，饲料业务稳步扩张

## 天马科技（603668.SH）首次覆盖报告

## 核心结论

**鳗鲡养殖稳定出鱼，利润加速释放。**22Q1 开始公司鳗鱼养殖业务进入稳定出鱼期，前三季度销售鳗鱼 5819 吨，预计全年出鱼量能够超过 8000 吨。23/24 年鳗鱼养殖出鱼量仍将快速增长。从鳗鱼价格波动经验看，目前鳗鱼价格偏低，未来价格仍有上行空间，23/24 年公司有望实现鳗鱼销售的量价齐升，加速释放利润。2021 年公司定增加码鳗鲡生态养殖基地项目（一期），并自筹资金建设多个养殖场工程。23 年开始，预计上述鳗鲡养殖项目将陆续投产，助力鳗鱼养殖业务中长期发展。此外上述养殖项目还能兼养其他高端水产品，增加经营的灵活性。

**饲料业务稳步扩张，特水料成长性良好。**特水料方面，公司坚持“十条鱼”战略，积极开发特种水产料新产品，适应下游养殖需求。公司通过可转债、自筹资金等方式新建多条特水料生产线，加码特水饲料产能。畜禽料方面，公司持有华龙集团 81% 股份，并以此为核心继续扩张畜禽饲料业务。目前华龙集团（含鑫华港）的畜禽料设计产能为 180 万吨/年左右，实际产能为 150 万吨/年左右，未来畜禽料业务仍将小幅扩张，销售地域也将从福建周边走向全国。

**食品加工业务持续增长，鳗鱼上下游全产业链覆盖完成。**公司目前食品业务由公司本部、江西西龙、天马富荣共同构建，主要产品以烤鳗为核心，包括蒲烧烤鳗、高端白烧烤鳗、鳗鱼饭便当、姜母鸭、烤鲭鱼等系列菜式。产能上，公司依托食品产业基地建设项目（一期）积极扩张烤鳗等食品产能。渠道上，公司依靠集团全产业链优势，发力国内国外市场。从电商、新零售、商超、中央厨房、餐饮等主流渠道切入，并采用年轻化、个性化战略进行推广。

**投资建议：**预计公司 22~24 年实现归母净利润分别为 3.67/6.34/8.51 亿元，同比分别+339.0%/+72.7%/+34.4%；对应 EPS 为 0.84/1.45/1.95 元。综合对比行业可比公司平均 PE 估值水平、PE-Band 波动特点，我们给与目标价 21.75 元（对应 23 年 PE 为 15 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**饲料业务扩张不及预期，鳗鱼苗捕捞不足，成本压力，疫病风险等

## 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,640	5,419	7,180	9,090	10,798
增长率	49.9%	48.9%	32.5%	26.6%	18.8%
归母净利润（百万元）	69	84	367	634	851
增长率	21.3%	21.2%	339.0%	72.7%	34.4%
每股收益（EPS）	0.16	0.19	0.84	1.45	1.95
市盈率（P/E）	108.7	89.7	20.4	11.8	8.8
市净率（P/B）	4.8	4.0	3.3	2.6	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

## 公司评级

## 买入

股票代码 603668.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 17.19

## 近一年股价走势



## 分析师

熊航 S0800522050002

13316501817

xionghang@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
天马科技核心指标概览 .....	6
一、 公司介绍：特种饲料+高端水产养殖双轮驱动发展 .....	7
1.1 特种水产饲料起家，布局高端水产养殖及食品全产业链 .....	7
1.2 营业收入稳步增长，饲料业务贡献主要收入 .....	8
1.3 股权结构稳定，公司团队经验丰富具备专业能力 .....	9
二、 饲料板块：产能稳步增加，水产料成长性良好 .....	12
2.1 我国饲料行业市场容量巨大，水产饲料增长空间广阔 .....	12
2.2 水产料发展稳健，外延并购畜禽料业务 .....	14
2.2.1 特种水产饲料业务成长性良好，产能持续扩张 .....	14
2.2.2 外延并购畜禽料业务，完善饲料业务结构 .....	16
三、 鳗鱼养殖：建成项目稳定出鱼，利润快速释放 .....	18
3.1 行业背景：优质的淡水养殖品种，鱼苗供给有限 .....	18
3.2 鳗鲡养殖业务：进入稳定出鱼期，成长空间巨大 .....	21
3.2.1 在建多个鳗鲡养殖项目，长期发展产能准备充足 .....	21
3.2.2 鳗鲡养殖业务已进入稳定出鱼期，规模将稳步提升 .....	22
四、 食品业务：完善产业链布局，围绕鳗鱼布局食品 .....	23
4.1 烤鳗等食品类产品销售初具规模 .....	23
4.2 食品类产品丰富，渠道构建完善 .....	23
五、 盈利预测与投资建议 .....	25
5.1 关键假设与收入预测 .....	25
5.2 估值与投资建议 .....	26
六、 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1：天马科技核心指标概览图 .....	6
图 2：天马科技发展历程 .....	7
图 3：天马科技围绕鳗鲡产业布局食品全产业链 .....	8
图 4：公司营收变化情况 .....	8

图 5: 公司净利润变化情况 .....	8
图 6: 2021 年公司营收结构 .....	9
图 7: 公司各部分收入情况 .....	9
图 8: 公司毛利变化情况 .....	9
图 9: 公司毛利率变化情况 .....	9
图 10: 截至 2022Q3 天马科技股权结构 .....	9
图 11: 2018-2021 饲料总产量变化情况 .....	12
图 12: 2018-2021 肉禽饲料及猪饲料产量变化情况 .....	12
图 13: 2021 年饲料种类产量占比 .....	12
图 14: 2017-2021 水产品产量、水产养殖产量及年变化率 .....	13
图 15: 居民对高端水产品的需求有所提升 .....	13
图 16: 2020 年特种水产品与传统水产品产量及增速 .....	14
图 17: 2017-2021 水产饲料、特水饲料产量及特水料市占率 .....	14
图 18: 养殖投喂模式对比图 .....	14
图 19: 公司特水饲料收入及增速 .....	15
图 20: 公司特水饲料产销量及产销比情况 .....	15
图 21: 公司特水饲料销量及市占率 .....	15
图 22: 公司特水饲料业务毛利率情况 .....	15
图 23: 研发费用及增速 .....	16
图 24: 研发人员及增速 .....	16
图 25: 畜禽饲料收入及增速 .....	17
图 26: 畜禽饲料产销量及产销率 .....	17
图 27: 畜禽饲料业务毛利率 .....	17
图 28: 畜禽饲料业务营收占比 .....	17
图 29: 鳗鱼成长周期 .....	18
图 30: 东亚地区鳗鱼苗洄游路径 .....	18
图 31: 2017-2022 中国大陆鳗苗捕捞量 .....	19
图 32: 2017-2021 鳗苗进口量 .....	19
图 33: 2017-2021 烤鳗出口量及增长率 .....	19
图 34: 2017-2021 烤鳗出口金额及出口均价 .....	19
图 35: 2017-2021 活鳗出口量及增长率 .....	19
图 36: 2017-2021 烤鳗出口金额及出口均价 .....	19
图 37: 2017-2021 中国出口日本及美国烤鳗量 .....	20
图 38: 2017-2021 中国出口日本及美国烤鳗占比 .....	20
图 39: 2020 至 2022 年 10 月大陆日本鳗流通价格 (元/公斤) .....	20
图 40: 2020 至 2022 年 10 月大陆美洲鳗流通价格 (元/公斤) .....	20
图 41: 2017~2022H1 消耗性生物资产 .....	22
图 42: 2022 年各季度鳗鱼销售规模 .....	22

图 43: 2019-2022H1 天马科技烤鳗产销量及产销率.....	23
图 44: 获国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3 星奖 .....	24
图 45: 获第四届 Wow Food Awards 2021 最佳方便食品奖 .....	24
图 46: PE-Band 估值 .....	27
表 1: 公司主要管理人员情况 .....	10
表 2: 历次股权激励及员工持股计划覆盖人员 .....	10
表 3: 股权激励及员工持股计划的业绩解锁条件 .....	11
表 4: 天马科技在建特种水产饲料生产线 .....	16
表 5: 鳗鱼的有效营养成分 .....	18
表 6: 2021 年非公开发行股票拟投资项目 .....	21
表 7: 现有在建鳗鲡养殖项目 .....	22
表 8: 天马科技食品端主要品牌及产品 .....	23
表 9: 天马科技收入拆分 .....	25
表 10: 可比公司 PE 估值 .....	26

## 投资要点

### 关键假设

针对公司畜禽、特水饲料、鳗鱼养殖、水产品加工等核心业务，我们做如下假设：

(1) 畜禽饲料业务：我们预计公司畜禽饲料业务将进入稳定增长阶段。量方面，我们预计 22~24 年畜禽饲料销售量为 125/145/165 万吨；收入方面，预计 22~24 年畜禽饲料收入为 41.17/45.70/50.27 亿元，同比+20%/+11%/+10%。

(2) 特水饲料业务：公司目前特水料设计/实际产能为 42/24 万吨，未来仍有多个项目将陆续建成投产。量方面，我们预计 22~24 年特水料销售量为 20/25/30 万吨；收入方面，预计 22~24 年特水料收入为 18.46/22.89/27.69 亿元，同比+20%/+24%/+21%。

(3) 鳗鱼养殖业务：今年开始多个鳗鱼养殖项目陆续投产出鱼，预计未来出鱼量将快速增长。量方面，我们预计 22~24 年鳗鱼出鱼量为 8200/16500/22000 吨；收入方面，预计 22~24 年鳗鱼养殖收入为 7.46/15.30/20.65 亿元，同比+1058%/+105%/+35%。

(4) 水产品加工业务：公司水产品加工以鳗鱼食品为主，23 年食品产业基地项目预计将投产，加工量仍有提升空间。量方面，预计 22~24 年食品加工量为 2100/3500/5000 吨，收入方面，预计 22~24 年水产品加工收入为 3.30/5.44/7.65 亿元，同比+27%/+65%/+40%。

(5) 畜禽养殖、原料销售、动保产品等业务：此类业务收入占比不高，预计未来将保持稳定增长，预计增长速度在 10%~15% 之间。

### 区别于市场的观点

(1) 市场担心：公司鳗鲡稳定出鱼后，业绩预期兑现完成。

我们认为：公司鳗鲡稳定出鱼前后确实经历了从预期到兑现的过程，但是鳗鲡出鱼量未来仍然有较高的增速，公司仍然具备较好的中长期成长性。

(2) 市场认为：饲料行业整体增速较低，行业内公司业绩缺乏成长性。

我们认为：公司饲料业务由畜禽饲料和特水饲料构成。畜禽饲料的增长存在从福建周边走向全国的增长机会。特水饲料由于下游需求旺盛，仍然存在量的增长空间，同时特水饲料的毛利率较畜禽料高一倍以上，仍然能够长期贡献较好的利润。

### 股价上涨催化剂

短期：鳗鱼出鱼量上升带来的毛利提升；

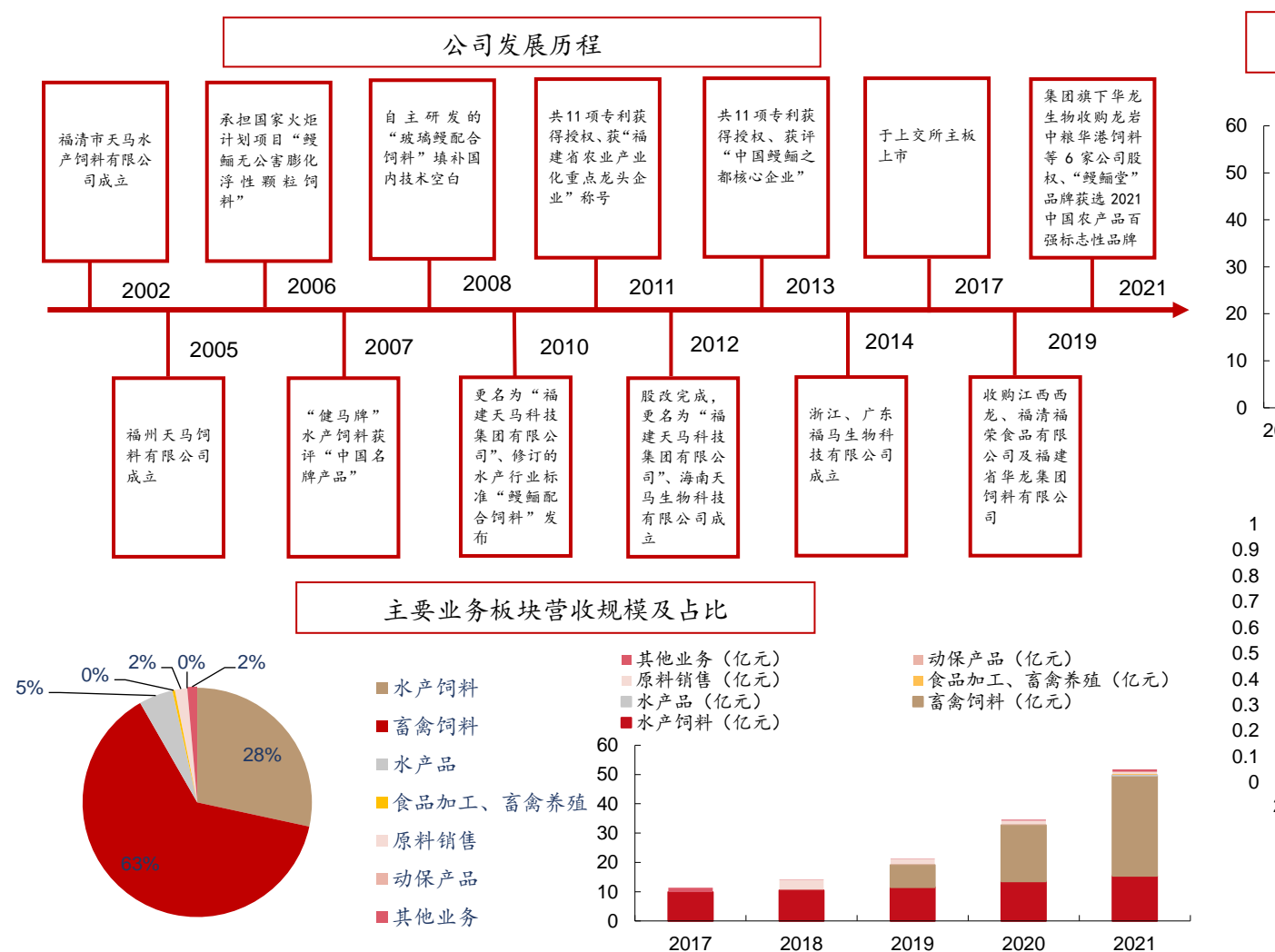
中长期：饲料业务、鳗鱼养殖业务的稳步扩张，以及水产饲料—养殖—食品一体化产业链带来的公司中长期竞争力全面提升。

### 估值与目标价

预计公司 22~24 年实现归母净利润分别为 3.67/6.34/8.51 亿元，同比分别 +339.0%/+72.7%/+34.4%；对应 EPS 为 0.84/1.45/1.95 元。综合对比行业可比公司平均 PE 估值水平、PE-Band 波动特点，我们给与目标价 21.75 元（对应 23 年 PE 为 15 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

## 天马科技核心指标概览

图 1：天马科技核心指标概览图



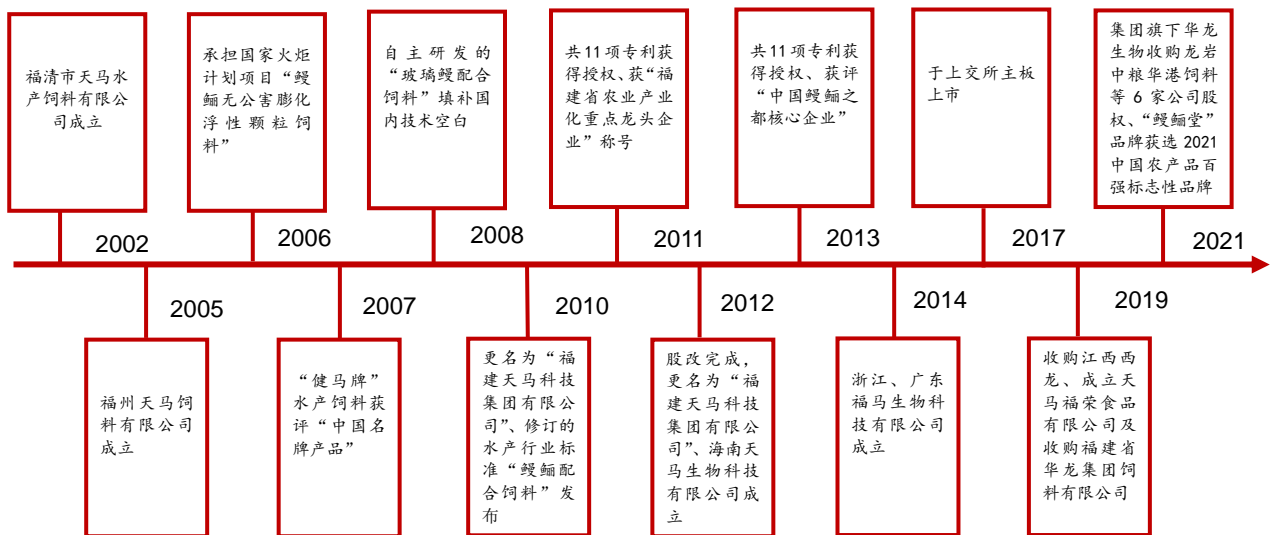
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

## 一、公司介绍：特种饲料+高端水产养殖双轮驱动发展

### 1.1 特种水产饲料起家，布局高端水产养殖及食品全产业链

天马科技前身为福清市天马水产饲料有限公司，于2002年成立，开始在特种水产饲料领域扎根：2007年“健马牌”水产饲料获评“中国名牌产品”，2008年公司自主研发的“玻璃鳗配合饲料”首次补充了国内技术空白。2010-2015年，公司共获41项饲料相关专利，覆盖鳗鱼、大黄鱼、金鲳鱼、黄鳝、石斑鱼等十数种水产品。2017年公司于上交所挂牌上市。随后，公司开始围绕鳗鲡产品上下游布局食品全产业链。2019年先后收购或成立江西西龙及天马福荣食品有限公司。同年，公司收购华龙集团，开始进军畜禽饲料领域，扩大饲料板块的市场份额。

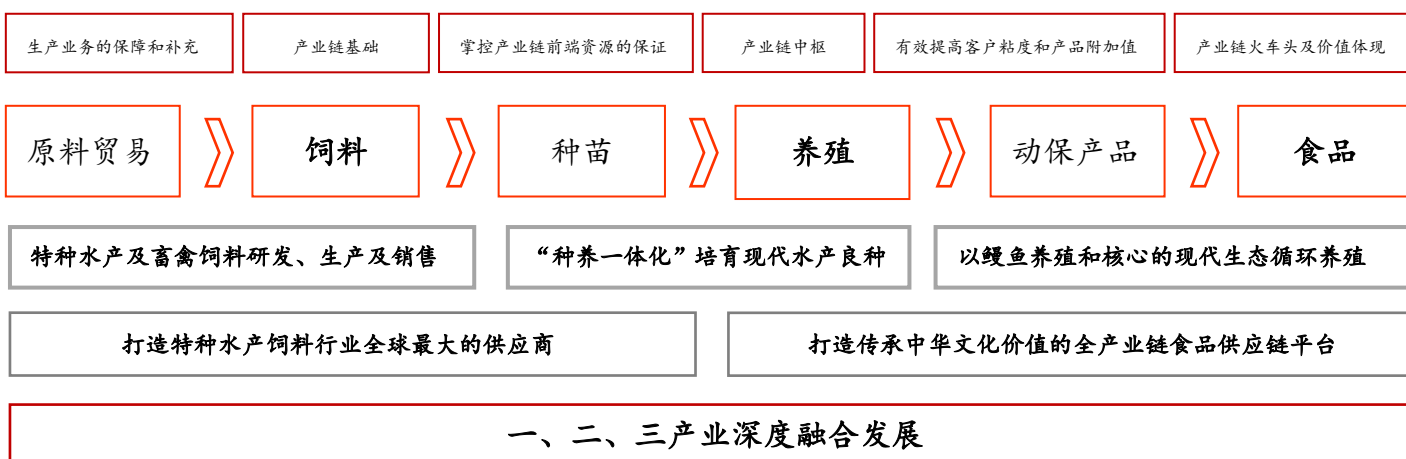
图2：天马科技发展历程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2020年9月底，天马科技发布定增计划，募资投向鳗鱼生态养殖基地建设项目等，强化鳗鱼养殖环节。天马科技自成立以来，专注特种水产饲料经营并不断创新，在巩固水产饲料行业龙头地位的同时率先向下延申产业链开辟食品板块，意在“打造特种水产饲料行业全球最大的供应商和传承中华文化价值的全产业链食品供应链平台”。目前公司已完成“饲料—养殖—食品”的整体产业链布局。

图3：天马科技围绕鳗鲡产业布局食品全产业链



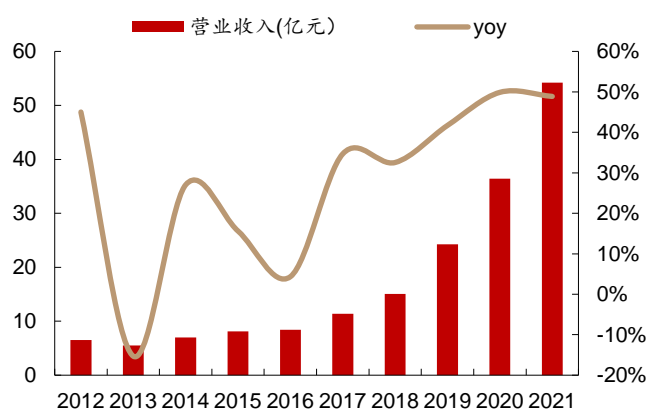
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 1.2 营业收入稳步增长，饲料业务贡献主要收入

天马科技 2021 年营业收入实现 54.19 亿元，同比+48.88%，归母净利润 0.84 亿元，同比+21.21%。总体看，公司主业保持高速增长，营收规模从 2012 年的 6.50 亿元增长至 2021 年的 54.19 亿元，年均增长率为+23.62%。

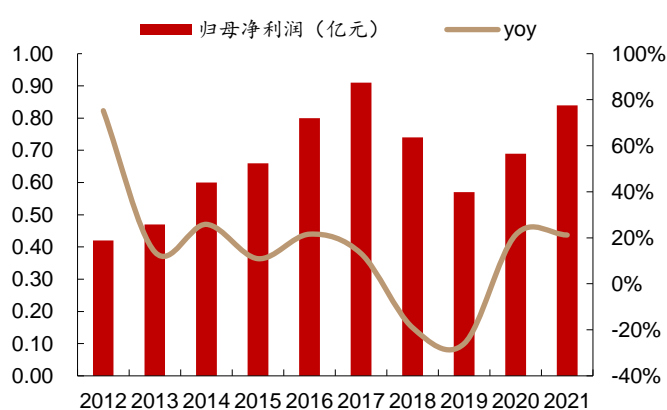
公司归母净利润规模也在持续增长，从 2012 年的 0.42 亿元增长至 2021 年的 0.84 亿元，复合增长率为+7.18%。2018 年公司提出“十条鱼”战略致财务费用大幅增长，导致归母净利润同比下滑。2019 年受中美贸易摩擦影响，进口原料成本增加，公司在推行“十条鱼”战略的同时进入特种水产品流通和水产食品领域，导致各项费用上涨，净利润进一步下滑。2020 年后，公司利润恢复增长，2021 年公司归母净利润已接近 2017 年最高水平。

图4：公司营收变化情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图5：公司净利润变化情况



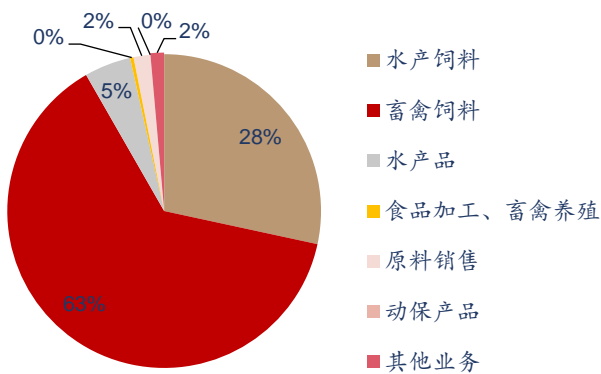
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

尽管公司的业务布局方向是“饲料—养殖—食品”全产业链，但目前核心营收仍然是饲料生产销售，鳗鱼养殖业务将在未来贡献收入和利润。2021 年水产饲料和畜禽饲料营收占比分别为 28%和 63%，饲料业务整体收入占比 91%。

水产饲料是公司的核心业务，近 5 年毛利率稳定在 20%左右，持续贡献现金流。2021 年公司水产饲料营收/毛利达到 15.38/2.77 亿元，分别同比+13.67%/+12.60%。畜禽饲料板块毛利率相比较低，维持在 7%左右，自 2019 年公司进入畜禽饲料领域以来，营收和毛利均稳定增长，2021 年营收/毛利达到 34.31/2.21 亿元，同比分别为+78.60%/+31.55%。2021 年，食品端及畜禽养殖起步，共实现营收 0.19 亿元，毛利率 7.03%。

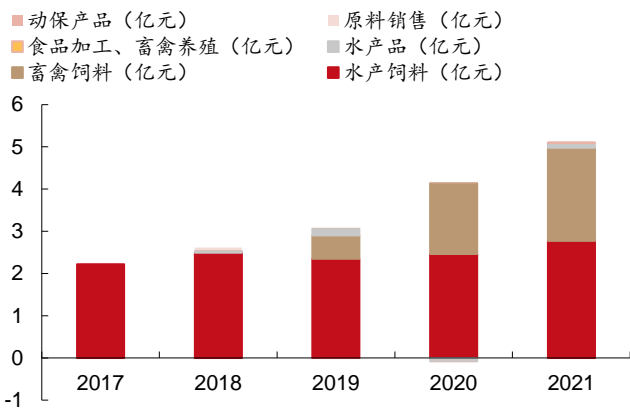


图 6：2021 年公司营收结构



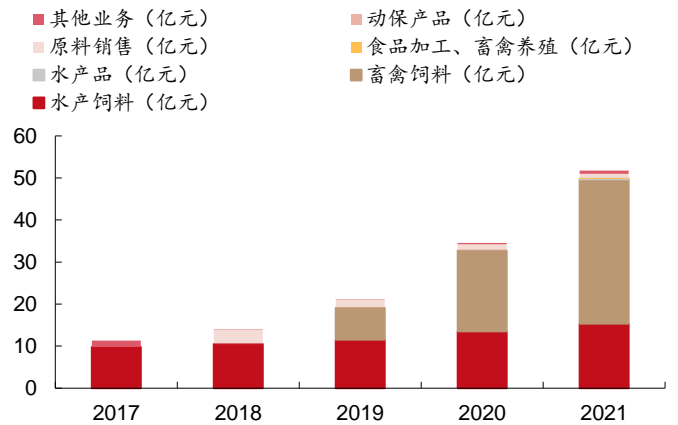
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：公司毛利变化情况



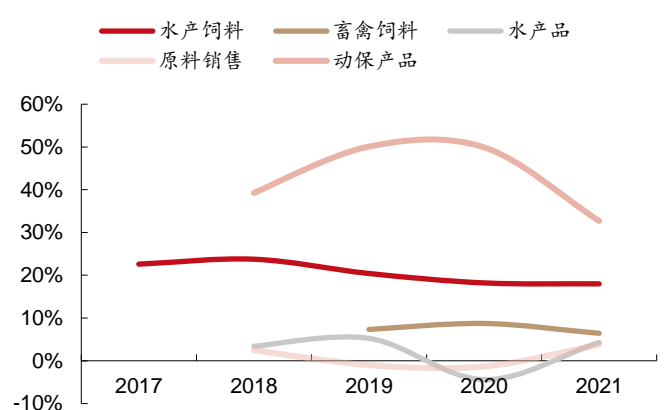
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 7：公司各部分收入情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 9：公司毛利率变化情况

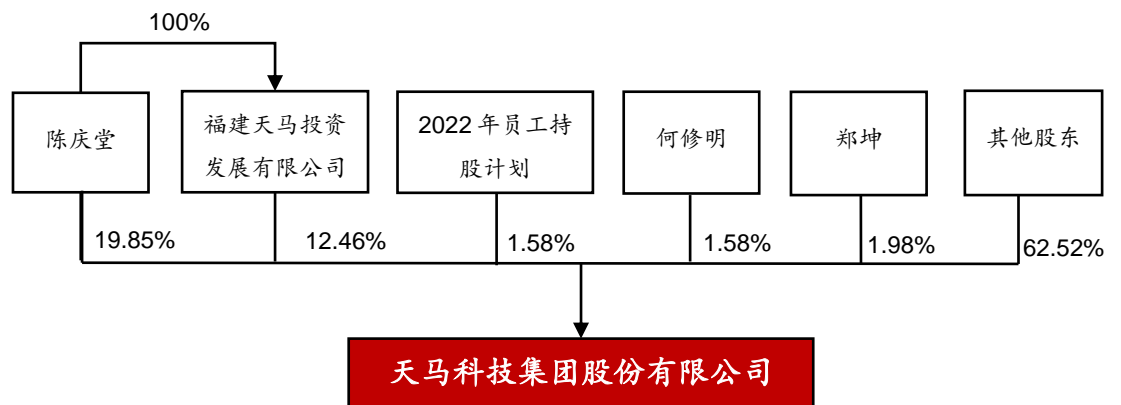


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 1.3 股权结构稳定，公司团队经验丰富具备专业能力

大股东持股比例较高，股权结构稳定。截止 2022 年三季度末，公司实际控制人为陈庆堂，其直接持有公司股份 19.85%，并通过 100%控股福建天马投资发展有限公司的形式，间接持有上市公司股份 12.46%，合计持股 32.31%，为第一大股东。2022 年员工持股计划、何修明、郑坤分别持股 1.58%、1.58%、1.98%，何修明为公司监事会主席、郑坤为董事。

图 10：截至 2022Q3 天马科技股权结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司人才培养管理制度完善，团队专业能力强且经验丰富。公司通过“筑巢引凤，同心创业，事业合伙人”等培养机制，推行“权、责、利”新型管理模式，促使个人成长和公司发展相得益彰。公司现有国务院政府特殊津贴专家、国家“万人计划”科技创业领军人才、科技部科技创新创业人才、全国饲料工业标准化技术委员会委员等领军人物，并培养了一大批业务精湛、经验丰富的研发、生产、营销、服务和管理“骨干人才”，这为公司未来发展提供了人才基石。

表 1：公司主要管理人员情况

姓名	职务	简介
陈庆堂	董事长、总裁	福建天马科技集团股份有限公司创始人，2015 年至今任福建天马科技集团股份有限公司董事长兼总裁（总经理），天马投资监事，厦门金屿执行董事，台山福马执行董事。
陈加成	副董事长、执行总裁	2018 年 9 月至今任职福建天马科技集团股份有限公司董事、副总经理及审计委员会委员，2021 年 11 月至今任福建天马科技集团股份有限公司副董事长及执行总裁。
何修明	监事会主席、监事	曾任福建天马饲料有限公司监事，福建天马科技集团有限公司监事，公司第一、二届监事会主席。2015 年至今任福建天马科技集团股份有限公司监事会主席及监事。
陈庆昌	董事	曾任福建天马饲料有限公司董事，2015 年至今任福建天马科技集团有限公司董事。
郑坤	董事	曾任福建天马饲料有限公司副董事长，福建天马科技集团有限公司副董事长。2015 年至今任福建天马科技集团股份有限公司董事。
何腾飞	副总裁	曾任福州大福有限公司助理副总裁，卜蜂水产（阳江）有限公司，卜蜂（北海）水产饲料有限公司副总裁，2017 年至今任福建天马科技集团股份有限公司副总裁。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司人才激励机制较为完善，多次推行股权激励计划及员工持股计划激励核心员工，并绑定公司与核心管理层的利益。公司第一次股权激励计划于 2018 年进行。2018 年 5 月公司发布了《2018 年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予激励对象限制性股票数量 332.20 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.12%。其中首次授予 312.20 万股，占授予限制性股票总数的比例为 93.98%。本次激励计划激励对象为公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干等共 104 人。2019 年 6 月，公司取消了授予 2018 年限制性股票激励计划预留的 20 万股限制性股票。首次授予的限制性股票在 2018-2021 四个会计年度内按照业绩考核目标是否达成予以解除限售。截止目前，除去第二期解除限售的绩效考核未实现外，第一、三期、四期限售股已于 2019 年、2021 年、2022 年流通上市。

表 2：历次股权激励及员工持股计划覆盖人员

时间	序号	姓名	职务	获授股票数量/ 认购持股计划份额上限 (万股/万份)	占授予股票/ 员工持股计划的 总数比重
2018	1	何腾飞	副总裁	30.00	9.03%
	2	中层管理人员及核心骨干 103 人		282.20	84.95%
		预留		20.00	6.02%
		合计		332.20	100.00%
2022	1	陈庆堂	董事长、总经理	720.00	11.61%
	2	郑坤	董事	90.00	1.45%
	3	林家兴	董事	90.00	1.45%
	4	曾丽莉	董事	180.00	2.90%
	5	陈庆昌	董事	90.00	1.45%
	6	陈加成	副董事长、执行总裁	270.00	4.36%
	7	何修明	监事会主席	90.00	1.45%

8	姚建忠	股东代表监事	180.00	2.90%
9	吴景红	职工代表监事	225.00	3.63%
10	何腾飞	副总裁	90.00	1.45%
11	施惠虹	副总裁	180.00	2.90%
12	叶松青	副总裁	135.00	2.18%
13	戴文增	董事会秘书	180.00	2.90%
14	邓晓慧	财务总监	180.00	2.90%
15	核心管理人员、核心技术（业务）人员以及其他重要人员（不超过 281 人）		3498.99	56.44%
	合计		6198.99	100.00%

资料来源：公司公告、西部证券研发中心，注，2022 年为员工持股计划可认购上限，以“份”为单位，每份份额人民币 1 元。

2022 年 6 月公司公布《2022 年员工持股计划（草案）》，拟向不超过 295 名激励对象授予股票总计 688.78 万股，约占当前公司股本总额的 1.58%。本次员工持股计划受让公司股份的价格为 8.96 元/股。参与员工持股计划的人员以“份”为单位募集认购资金，每份份额为人民币 1 元，草案规定了各参与人的认购份额上限。激励对象共获配认购份额上限为 6199 万份。本次员工持股计划覆盖广泛，核心管理人员和核心技术人员认购份额占总份额的 56.44%。本次持股计划业绩考核目标与 2022-2025 年的归母净利润紧密相关，指标设定兼顾了核心员工、公司、股东三方的利益，并联系了公司三大主要业务板块：饲料、养殖和食品端的经营情况，对公司未来的经营发展将起到积极的促进作用。

表 3：股权激励及员工持股计划的业绩解锁条件

时间	解除限售期	考核目标	实施状态
2018	第一个解锁期	以 2017 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 30%	已解锁
	第二个解锁期	以 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 60%	未实现
	第三个解锁期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 90%	已解锁
	第四个解锁期	以 2017 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 120%	已解锁
2022	第一批解锁	2022 年归属于上市公司股东的净利润不低于 3 亿元	未解锁
	第二批解锁	2023 年归属于上市公司股东的净利润不低于 6 亿元	未解锁
	第三批解锁	2024 年归属于上市公司股东的净利润不低于 8 亿元	未解锁
	第四批解锁	2025 年归属于上市公司股东的净利润不低于 10 亿元	未解锁

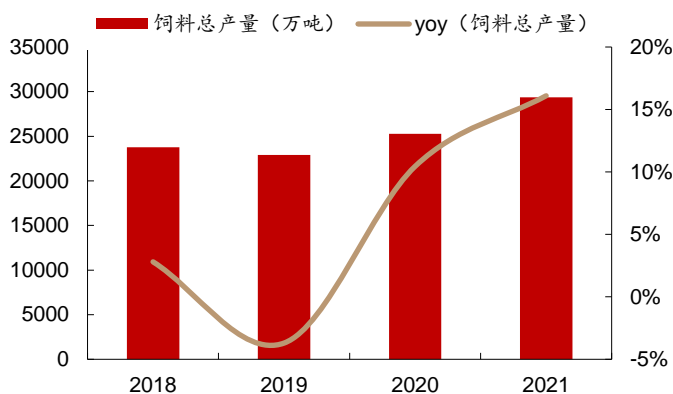
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 二、饲料板块：产能稳步增加，水产料成长性良好

### 2.1 我国饲料行业市场容量巨大，水产饲料增长空间广阔

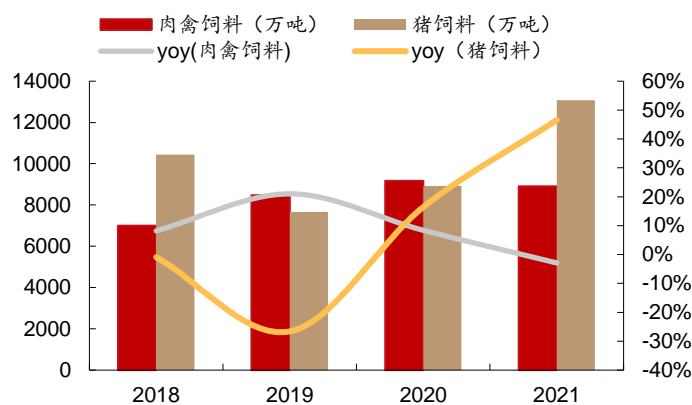
工业饲料总产量稳步增长，市场容量巨大。根据中国饲料工业协会数据，我国工业饲料总产量从2018年的2.4亿吨增长至2021年的2.9亿吨，年均增长率为6.9%。2019年受生猪产能下滑及国际贸易形势变化等因素影响，我国猪饲料产量出现下滑，拉低饲料行业整体增速。2020年起，随着生猪生产持续恢复，猪饲料需求回暖，产量恢复增长。2021年，我国猪饲料产量为1.31亿吨，同比+46.6%，较2018年增长25.25%。

图 11：2018-2021 饲料总产量变化情况



资料来源：中国饲料工业协会，西部证券研发中心

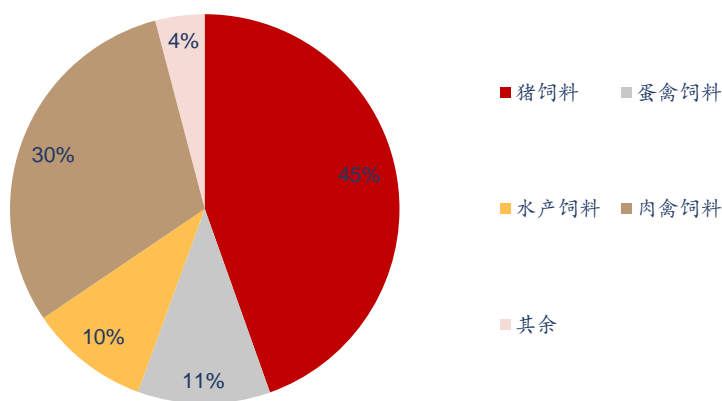
图 12：2018-2021 肉禽饲料及猪饲料产量变化情况



资料来源：中国饲料工业协会，西部证券研发中心

从产量结构上看，猪饲料和禽饲料是我国饲料的主要品种。以2021年为例，畜禽饲料产量占饲料总产量比值约为86%；水产饲料产量仅次于畜禽饲料，占总产量的10%左右。

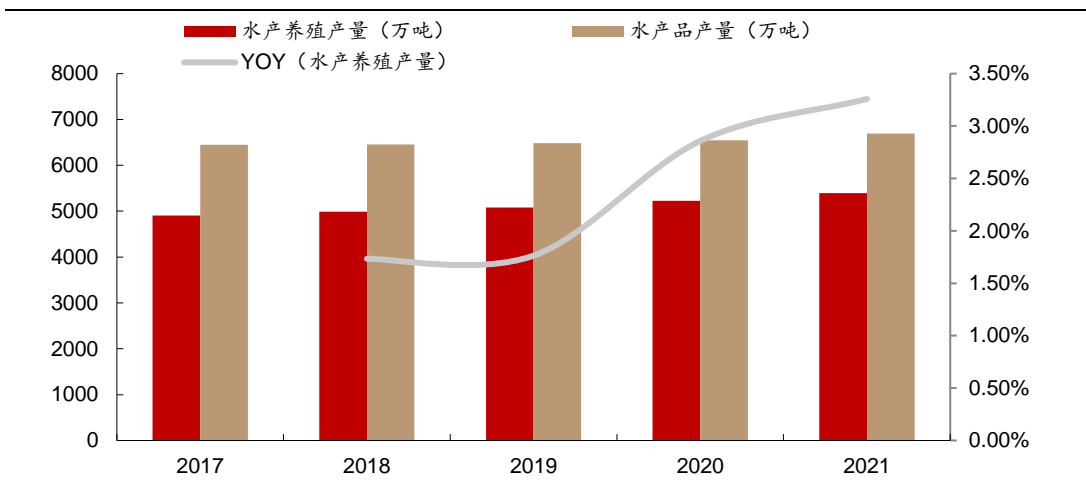
图 13：2021 年饲料种类产量占比



资料来源：中国饲料工业协会，西部证券研发中心

水产养殖产量小幅增长，水产料需求稳中有升。近年来，我国水产养殖产业布局从沿海地区 and 长江、珠江流域等传统养殖区扩展到全国各地，养殖品种也呈现出多样化、优质化的趋势。海水养殖由传统的贝藻类为主向虾类、贝类、鱼类、藻类和海珍品发展；淡水养殖在“青、草、鲢、鳙”四大家鱼为主的格局上，增加鳊鲃、大黄鱼、石斑鱼、河蟹等产品。工厂化养殖、深水网箱养殖和生态养殖已成为养殖主要模式。2017~2021年我国水产养殖产量从4906万吨上升至5394万吨，年均增速为2.40%；水产品产量从6445万吨上升至6690万吨。水产品产量增长为水产料需求端提供有力支撑。

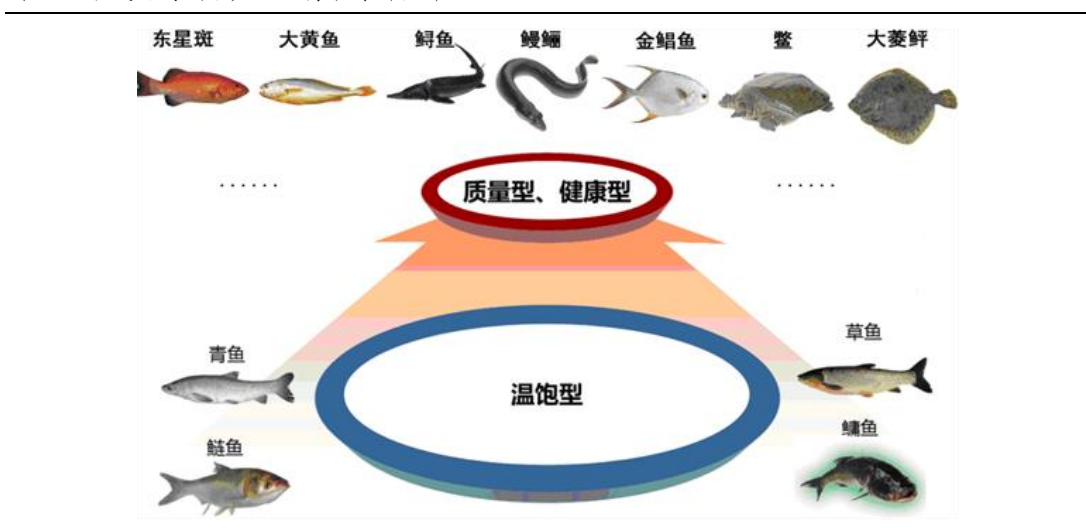
图 14: 2017-2021 水产品产量、水产养殖产量及年变化率



资料来源: 中国饲料工业协会, 西部证券研发中心

居民水产品的消费量及消费质量均有提升空间。根据中国统计年鉴, 2021 年, 全国人均水产品消费量仅约 14.2 千克, 低于同期肉禽的人均消费量, 未来水产品的绝对消费量仍有较大的提升空间。同时, 居民饮食观念正从“温饱型”向“质量型”、“健康型”转变。鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、鲟鱼等特种水产品以其优质的动物性蛋白, 得到越来越多的青睐。

图 15: 居民对高端水产品的需求有所提升

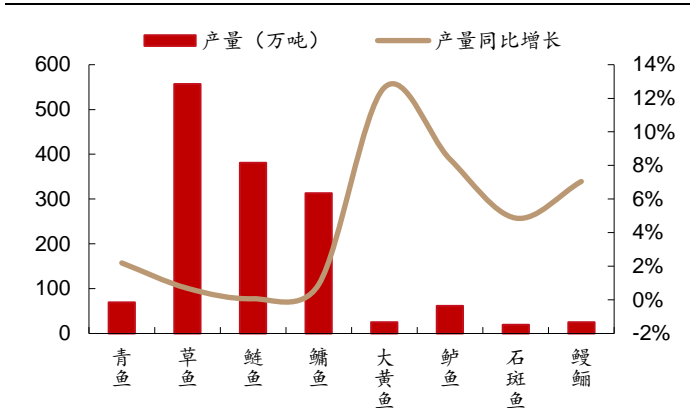


资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

特种水产品产量增速高于传统水产品, 带动特种水产品饲料占水产饲料比重持续提升。2020 年青鱼/草鱼/鲢鱼/鳙鱼产量为 69.45/557.11/381.29/313.03 万吨, 仍然占据淡水水产的主导地位, 但同比增速仅为+2.20%/+0.69%/+0.07%/+0.92%。大黄鱼/鲟鱼/石斑鱼/鳗鲡的产量为 25.05/61.95/19.20/25.07 万吨, 同比增速为+12.64%/+8.37%/+4.87%/+7.05%。尽管特种水产产量仍无法与四大家鱼相比, 但产量增速显著高于四大家鱼。

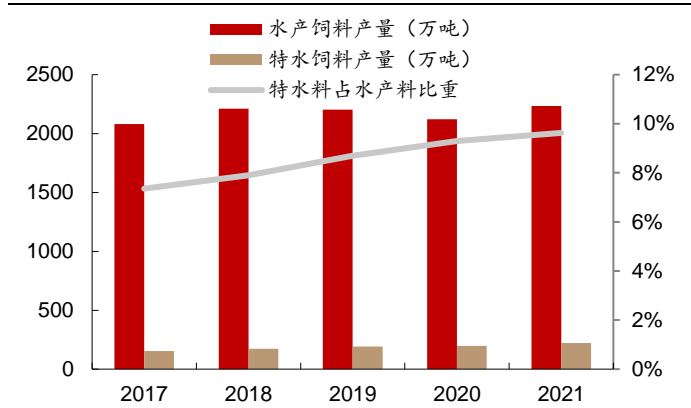
2017~2021 年, 我国特种水产料的产量从 153.00 万吨上升至 220.75 万吨, 占水产料比重从 7.36% 上升至 9.63%。特种水产品产量的上升对水产料需求的拉动作用较为明显, 特种水产料的产量增速预计将长期高于传统水产料。

图 16: 2020 年特种水产品 & 传统水产品产量及增速



资料来源:《2021 年中国渔业工业年鉴》, 西部证券研发中心

图 17: 2017-2021 水产饲料、特种饲料产量及特种料市占率



资料来源:《中国饲料工业年鉴》, 西部证券研发中心

我国水产饲料渗透率仍有较大提升空间。我国水产养殖历史悠久, 传统的水产养殖是以杂粮、鲜杂鱼为主的粗放式养殖, 不仅养殖效率低, 严重污染了水环境, 同时增加了养殖动物发病率和药品使用机率, 间接威胁到水产品质量安全。改变传统粗放型水产养殖方式, 提高配合饲料普及率已成为水产养殖业不可逆转之势。据农业部制定的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》规定, 我国水产配合饲料目标普及率为 45%, 目前我国工业化饲料渗透率与目标普及率相比仍有明显差距, 未来提升空间较大。

图 18: 养殖投喂模式对比图



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

## 2.2 水产料发展稳健, 外延并购畜禽料业务

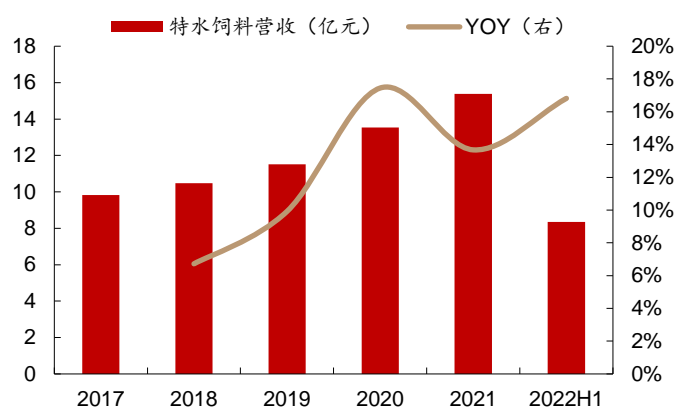
### 2.2.1 特种水产饲料业务成长性良好, 产能持续扩张

#### (1) 特种水产饲料品种全面, 收入及产量持续增长

公司旗下拥有六大特种水产配合饲料核心产品系列, 产品主要应用于鳊鱼、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟、鳖、河豚、鳜鱼、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。公司是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一, 其中核心产品鳊鱼配合饲料产品近年来销量稳居全国前列, 大黄鱼、石斑鱼、鲈鱼等多种饲料产品在国内特种水产配合饲料市场销售量也居于领先地位。

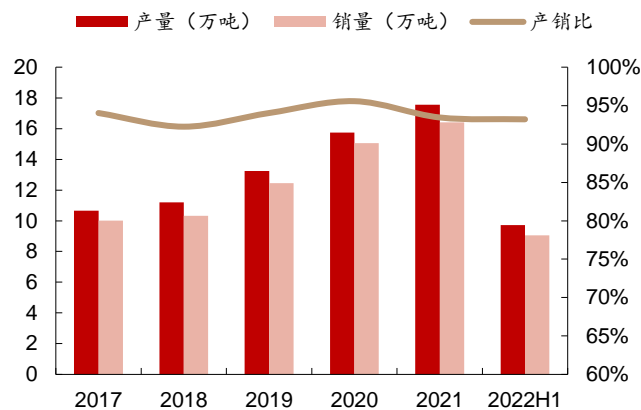
收入方面，2017年~2022H1，公司特水饲料收入逐年稳定增长，营收规模从2017年的9.82亿元上升至2021年的15.38亿元，年均增速为+11.94%。22H1公司特水饲料收入8.36亿元，同比+16.82%。未来特水饲料下游需求将较为旺盛，公司特水饲料业务收入预计将保持双位数增长。

图 19：公司特水饲料收入及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 20：公司特水饲料产销量及产销比情况

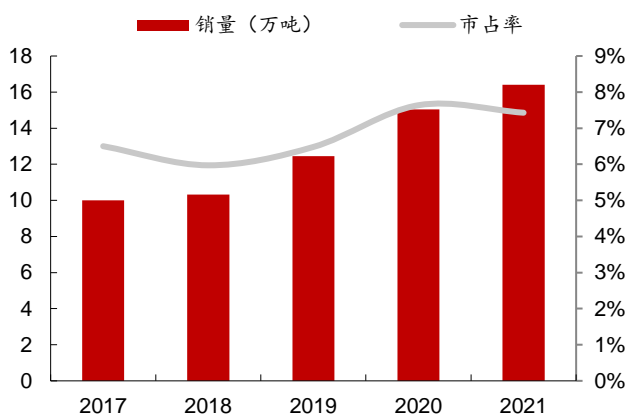


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

产销量方面，2017年~2022H1特水饲料产量稳步上升，2017年产量为10.65万吨，2021年为17.55万吨，年均增速为+13.44%。2022H1特水饲料产量为9.71万吨，同比+24.22%。特水饲料产销率长期维持在94%左右高位。

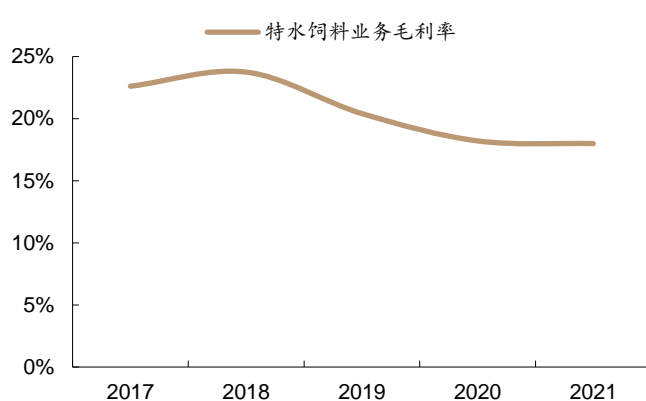
市占率方面，依据特水饲料行业销售量测算，公司2017年~2022H1特水饲料销售量占行业比重从6.50%上升至7.43%水平，市占率稳步提升，显示公司特水饲料业务具备较强的市场竞争力。

图 21：公司特水饲料销量及市占率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 22：公司特水饲料业务毛利率情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

毛利率方面，2017年~2021年公司特水饲料毛利率维持在20%左右水平，显著高于畜禽饲料10%左右的毛利率水平。2020、2021年受原材料成本上行等因素影响，公司特水业务毛利率有所下滑，但仍然维持在18%左右水平。

## (2) 特水饲料产能持续加码，中长期成长性良好。

目前公司特种水产饲料生产线设计产能约42万吨，实际产能约24万吨左右，预计未来公司特种水产饲料实际产能有望达到50万吨左右的水平。从扩产进度看，2018年5月，公司发布《公开发行可转换公司债券上市公告书》，拟建设特种水产配合饲料生产项目（三

期)。该项目总设计产能为13.11万吨，实际增加产能约6吨。截至2022年中报，该项目完成进度为95.56%。2020年公司利用自有资金投资年产14万吨饲料高新技术产业项目，截至2022年中报，该工程完成进度为90.00%。2022年公司新增年产13.11万吨特种水产配合饲料项目，截至2022年中报，该工程完成进度为23.29%。上述产能预计将在未来有序释放，公司特水饲料业务新增产能充沛，中长期成长性较有保证。

表4：天马科技在建特种水产饲料生产线

项目名称	设计产能 (万吨)	实际产能 (万吨)	在建工程预算数 (亿元)	工程进度
特种水产配合饲料生产项目（三期）	13.11	6.00	2.49	95.56%
年产14万吨饲料高新技术产业项目	14.00	-	2.88	90.00%
年产13.11万吨特种水产配合饲料项目	13.11	-	0.54	23.29%

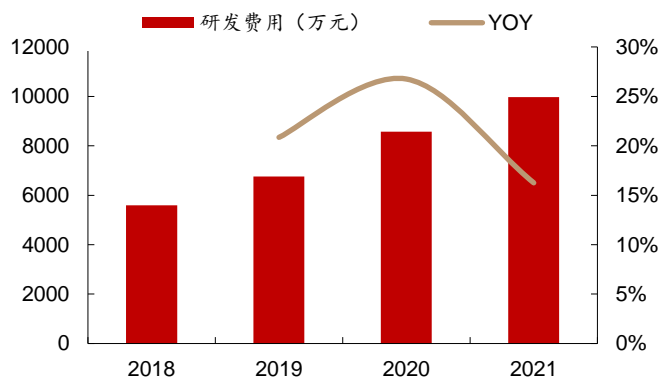
资料来源：公司公告、西部证券研发中心，注：工程进度截至2022年中报

### （3）持续加强特水料研发投入，巩固产品竞争力

多年来，公司秉承“引领现代渔牧产业，提升人类生活品质”的使命，始终坚持“科技引领创新，创新促进发展”的科技理念，重视新产品和新技术的研发与应用，全面推行“十条鱼战略”。**研究成果方面**，公司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。

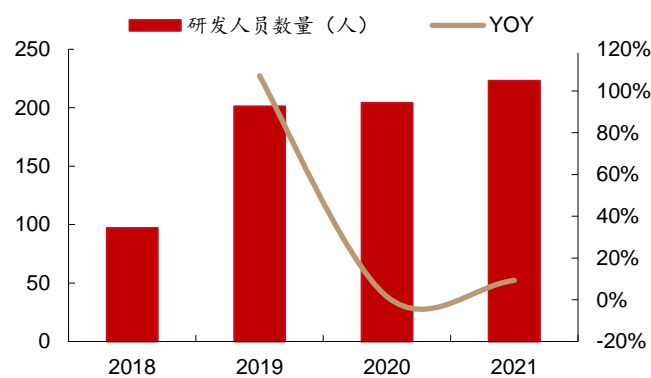
**研发投入方面**，公司持续加大技术研发相关的人力物力投入。2018-2021年公司研发费用支出稳定增长，从5595万元上升至9964万元，年均增速为+21.29%；研发人员从97人上升至223人，年均增速+39.34%。

图23：研发费用及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图24：研发人员及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 2.2.2 外延并购畜禽料业务，完善饲料业务结构

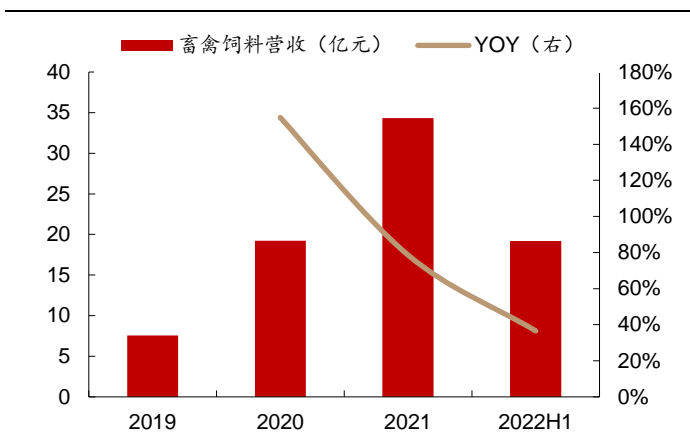
**外延并购华龙集团，切入畜禽料业务。**2017年10月，天马科技实控人陈庆堂以5468万元竞得福建省农科院所持华龙集团29%的股份。2019年6月，公司以1.78亿元通过支付现金的方式购买华龙集团72%股权，其中包括公司实控人陈庆堂持有的华龙集团29%股权，以及曾丽莉、商建军、陈文忠、史鸣章合计持有的华龙集团43%股权。2021年1月公司对华龙集团现金增资1.28亿元，持有华龙集团股权比例增加至81%。2021年2月，公司以华龙集团为主体展开收购：华龙集团孙公司华龙生物以2.71亿元竞得宁德鑫华港、龙岩鑫华港、武平鑫龙港、南平鑫华港、漳州鑫华港、永安鑫华港6家公司100%股权资产。此次收购将进一步完善天马畜牧板块布局，集团将持续做优做强畜牧业。



**畜禽饲料板块营收方面**，2019~2021 年公司畜禽饲料业务收入从 7.54 亿元上升至 34.31 亿元，年均增速为+116.69%，华龙集团资产持续注入是收入快速膨胀的主要原因。2022H1 公司畜禽饲料业务营收 19.18 亿元，同比+36.59%。

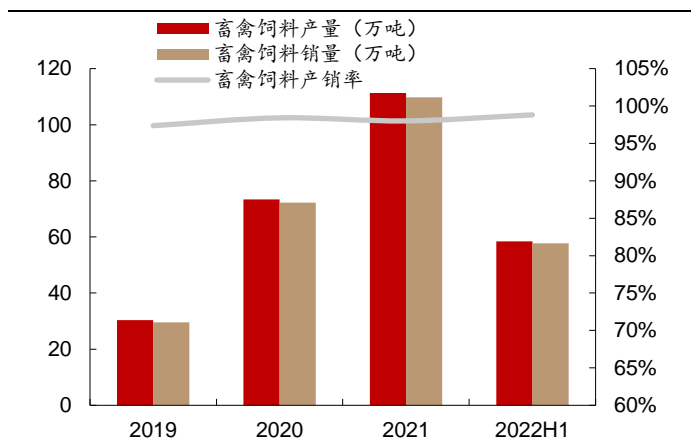
**产销量及产能方面**，目前华龙集团（含鑫华港）目前设计产能 180 万吨左右，实际产能 150 万吨左右。公司畜禽料的销售区域分布在福建省内，未来将择机向省外延伸拓展。2019~2021 年公司畜禽饲料产量从 30.41 万吨上升至 112.01 万吨水平，畜禽饲料产销已位居福建省第一梯队。2022H1 公司畜禽饲料产量 58.38 万吨，同比+24.01%。公司畜禽饲料产销率常年维持在 98%左右。

图 25：畜禽饲料收入及增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

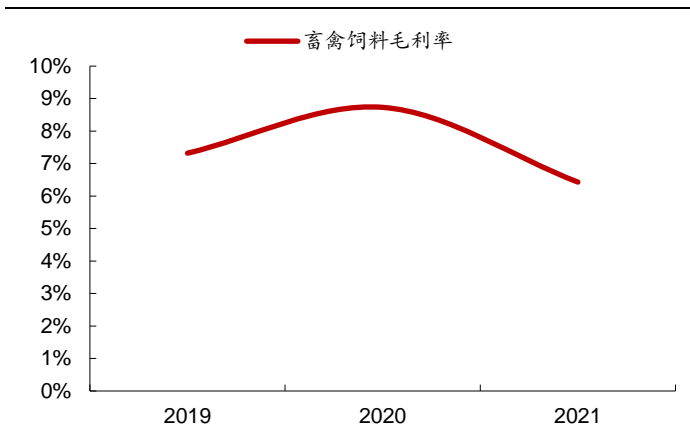
图 26：畜禽饲料产销量及产销率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

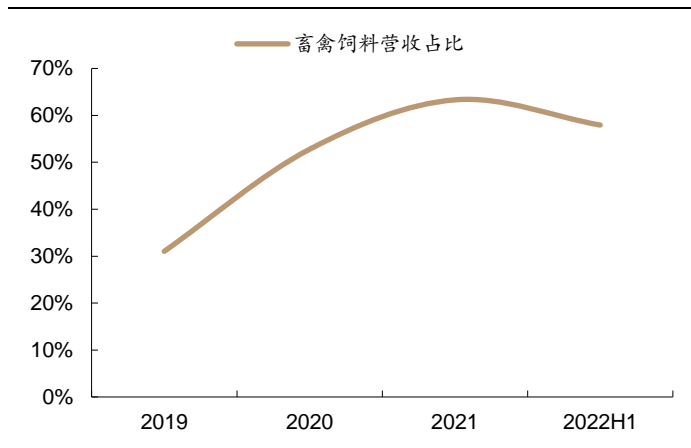
**毛利率方面**，2019~2021 年公司畜禽饲料业务毛利率为 7.32%/8.73%/6.43%，低于特水饲料毛利率，是畜禽饲料业务的正常毛利率水平。**收入占比方面**，2019~2022H1 年公司畜禽饲料业务收入占比为 31.03%/52.77%/63.31%/57.94%。预计未来畜禽饲料业务在公司饲料业务中的占比将趋于稳定。

图 27：畜禽饲料业务毛利率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 28：畜禽饲料业务营收占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 三、鳗鱼养殖：建成项目稳定出鱼，利润快速释放

#### 3.1 行业背景：优质的淡水养殖品种，鱼苗供给有限

优质的淡水养殖鱼类，鱼苗供给有限。鳗鲡是我国特色淡水养殖品种之一，素有“水中人参”、“水中软黄金”的美誉，因其肉质鲜嫩、营养丰富和滋补功效，深受国内外消费者青睐。全世界共有 19 种鳗鲡，其中欧洲鳗和美洲鳗分布在大西洋沿岸，其余皆分布于印度洋和太平洋一带。目前我国养殖以日本鳗鲡、美洲鳗鲡和花鳗鲡等为主。

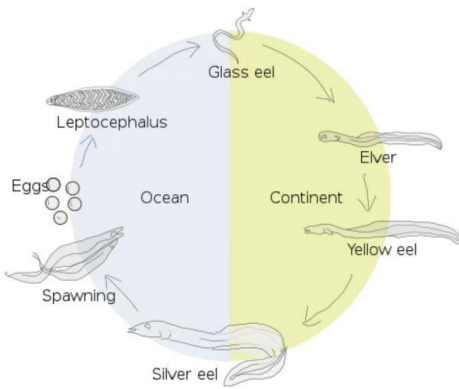
表 5：鳗鱼的有效营养成分

营养物质	作用
鱼油和植物油	调节血脂，预防心脏病和高血压疾病
维生素 A	可改善视力，促进新陈代谢，鳗鱼维生素 A 含量是普通鱼类的 60 倍
维生素 E	可抗氧化和防癌，鳗鱼维生素 E 含量是普通鱼类的 9 倍
钙	维持骨骼和牙齿硬度，防止骨质疏松
胶原蛋白	保湿滋养，亮肤美白，紧肤防皱
磷脂	维持人体生命的活动，分解含量过高的血脂，促进胆固醇分解、消化及吸收

资料来源：中国鳗鱼网、西部证券研发中心

鳗鱼是降河性洄游鱼类，出生于大海，在淡水中成长，最后返回大海产卵。成年鳗鱼一生仅能产卵一次，产卵后即死亡。鳗鱼这一生活习性决定其无法人工繁育，目前全球鳗鱼供给完全依靠天然捕捞鳗苗。鳗鱼的一生需要经历卵(Egg stage)、柳叶鳗(Leptocephalus)、玻璃鳗(Glass eel)、鳗线(Elver)、黄鳗(Yellow eel)以及银鳗(Silver eel) 6 个阶段。

图 29：鳗鱼成长周期



资料来源：南方海洋实验室，西部证券研发中心

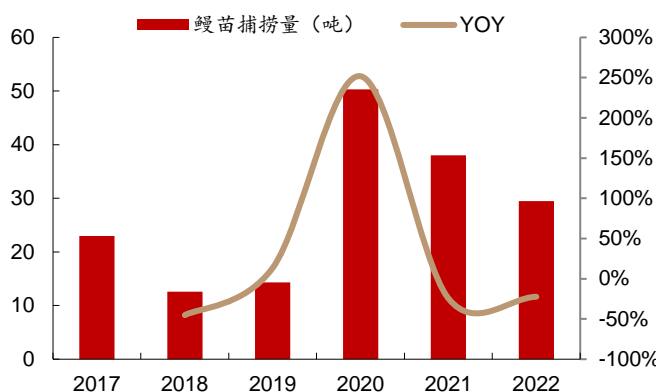
图 30：东亚地区鳗鱼苗洄游路径



资料来源：观察者网，西部证券研发中心

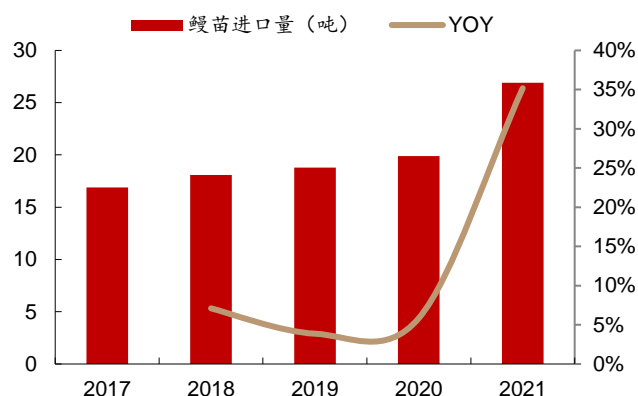
鳗鲡天然苗种的渔获量受多种因素如资源量、气候因素、自然灾害等影响，因此不同年份间鳗苗捕获量存在一定差异，每年 10 月至次年 4 月是鳗苗主要的捕捞时期。2022 年中国大陆地区累计捕获鳗苗 29.5 吨，同比下降 22.37%，近 5 年，鳗苗最大捕捞量为 50.3 吨。2017 年至今，鳗苗进口量始终位置在 15 吨以上，近 5 年鳗鱼进口量逐年上涨，2021 年鳗鱼进口 26.9 吨，同比增长 35.18%。

图 31: 2017-2022 中国大陆鳗苗捕捞量



资料来源: 中国鳗鱼网, 西部证券研发中心

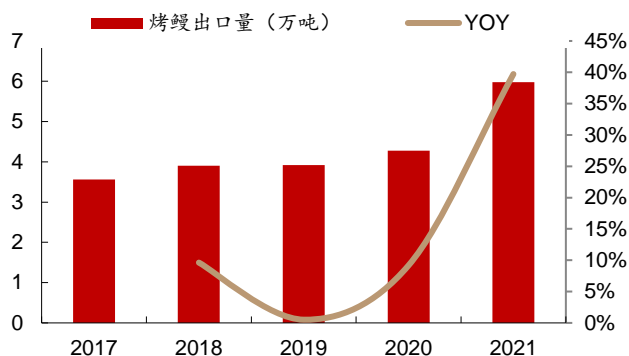
图 32: 2017-2021 鳗苗进口量



资料来源: 中国海关总署, 西部证券研发中心

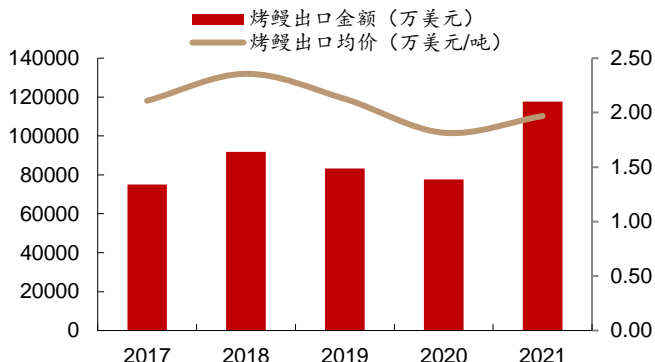
我国是鳗苗进口大国, 同时也是鳗鱼的最大养殖国及最大的鳗鲡产品出口国。烤鳗方面, 全国烤鳗产品出口量从 2017 年的 3.56 万吨上升至 2021 年的 5.98 万吨, 年均增速 +14.76%。出口金额从 2017 年的 7.50 亿美元上升至 2021 年的 11.77 亿美元, 年均增速 +14.48%。烤鳗出口均价稳定在 2 万美元/吨左右, 未来烤鳗出口均价有望提升。

图 33: 2017-2021 烤鳗出口量及增长率



资料来源: 中国鳗鱼网, 西部证券研发中心

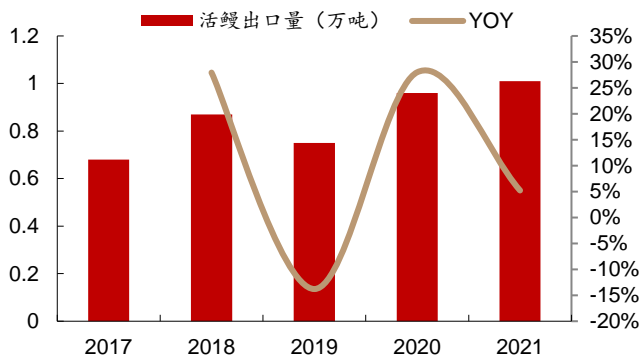
图 34: 2017-2021 烤鳗出口金额及出口均价



资料来源: 中国海关总署, 西部证券研发中心

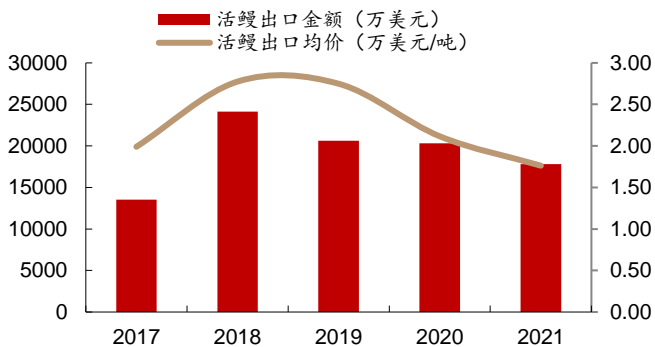
活鳗方面, 全国活鳗产品出口量从 2017 年的 0.68 万吨上升至 2021 年的 1.01 万吨, 年均增速 +11.84%。出口金额从 2017 年的 1.35 亿美元上升至 2021 年的 1.78 亿美元, 年均增速 +12.49%。活鳗产品的出口均价高于烤鳗, 在 2.5 万美元/吨左右。2020、2021 年活鳗出口量小幅提升, 出口均价下滑较为明显。

图 35: 2017-2021 活鳗出口量及增长率



资料来源: 中国海关总署, 西部证券研发中心

图 36: 2017-2021 活鳗出口金额及出口均价

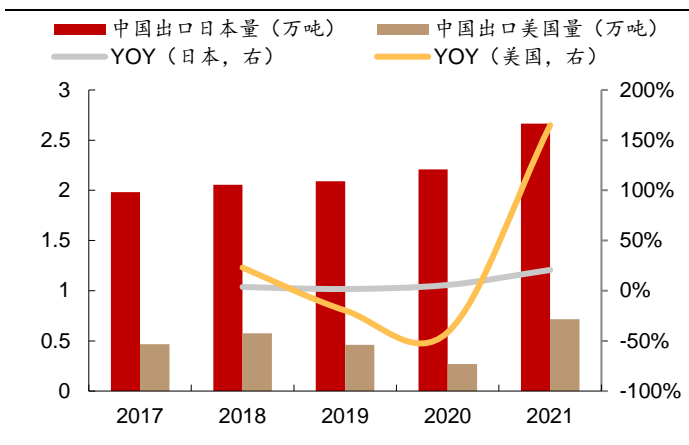


资料来源: 中国海关总署, 西部证券研发中心

日本和美国是我国烤鳗主要出口地。近5年我国出口日本烤鳗量逐年增加：2017年出口日本烤鳗量为1.98万吨，2021年出口日本烤鳗2.67万吨。2018-2020年我国出口美国烤鳗量呈下降趋势，2018年出口美国烤鳗量为0.57万吨，2020年降至0.27万吨，2021年出口量有所回升，至0.72万吨。

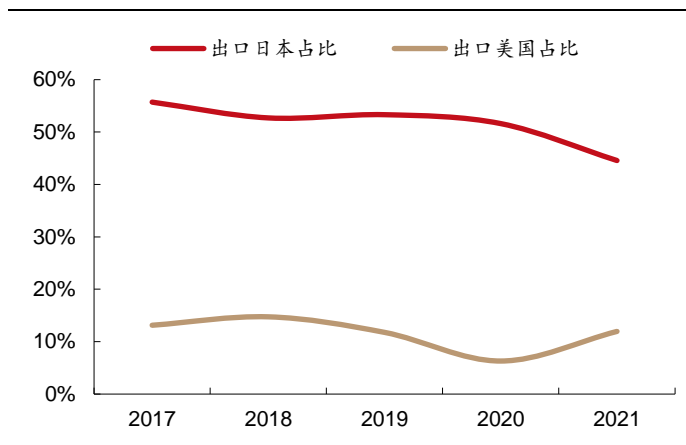
出口日本烤鳗量占总出口比例近年逐渐下降，2017年出口日本量占比为55.71%，2021年降至44.57%，但仍为我国烤鳗最大出口地。除2020年外，出口美国烤鳗量占比维持在10%以上，2020年受中美贸易摩擦影响，出口数量及占比均下降，占比下降至6.31%。

图 37：2017-2021 中国出口日本及美国烤鳗量



资料来源：中国海关总署，西部证券研发中心

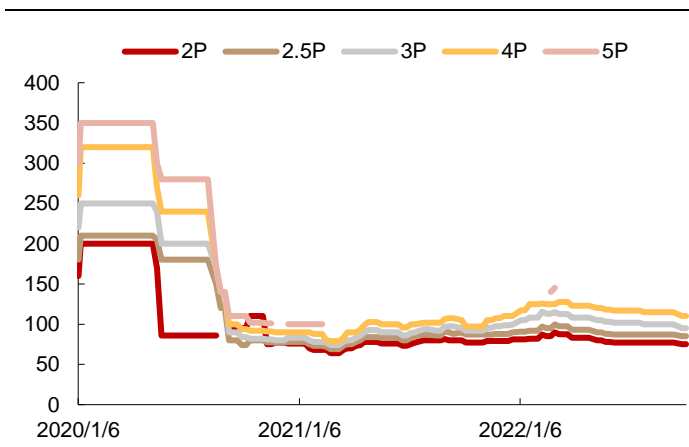
图 38：2017-2021 中国出口日本及美国烤鳗占比



资料来源：中国海关总署，西部证券研发中心

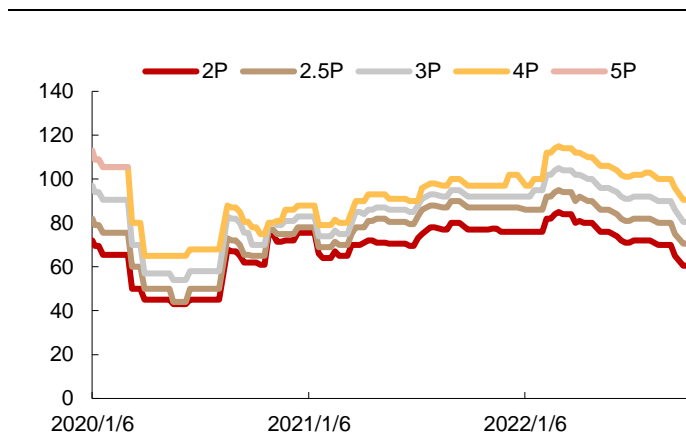
价格方面，鳗鱼与其他鱼类不同，重量越小单价反而越高。截至2022年10月7日，根据中国鳗鱼网，中国大陆地区2P日本鳗流通价格75元/公斤，2.5P价格85元/公斤，3P、4P价格分别95、110元/公斤（P数：鳗业重量术语，P相当于“条、尾”，每千克多少条鳗鱼则为几p）。2020年一年内大陆日本鳗价格急速下跌，21年至22年10月7日，日本鳗价格维持低位并小幅度震荡。美洲鳗价格自2020年以来波动明显，目前呈下降趋势。整体看，鳗鱼价格仍然处于长期偏下位置，未来鳗苗捕捞量波动及下游消费的恢复均有可能对鳗鱼价格形成有利支撑。

图 39：2020 至 2022 年 10 月大陆日本鳗流通价格（元/公斤）



资料来源：中国海关总署，西部证券研发中心

图 40：2020 至 2022 年 10 月大陆美洲鳗流通价格（元/公斤）



资料来源：中国海关总署，西部证券研发中心

## 3.2 鳗鲡养殖业务：进入稳定出鱼期，成长空间巨大

### 3.2.1 在建多个鳗鲡养殖项目，长期发展产能准备充足

2021年7月公司发行非公开发行股票，募集资金净额5.52亿元，主要投入鳗鲡养殖业务。其中鳗鲡养殖项目拟投资总额为3.34亿元，拟投入募集资金2.63亿元。

表6：2021年非公开发行股票拟投资项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 总额(万元)	完成进度
一、	鳗鲡生态养殖基地建设项目(一期)	33,391.45	26,300.00	-
1	福清星马生态养殖基地建设项目	21,460.02	16,900.00	65.71%
2	福清鑫鱼生态养殖基地建设项目	6,131.43	4,800.00	-
3	永定冠马兰岗村鳗场建设项目	5,800.00	4,600.00	65.71%
二、	食品产业基地建设项目(一期)	20,898.78	13,700.00	-
三、	补充流动资金	16,000.00	16,000.00	-
合计		70,290.23	56,000.00	-

资料来源：公司公告、西部证券研发中心，注：工程进度截至2022年中报

鳗鲡生态养殖基地建设项目(一期)合计占地面积42.27万平方米，拟新建11个鳗鲡养殖场，形成年产3850吨商品鳗的生产能力，具体情况如下：

#### (1) 福清星马生态养殖基地建设项目

本项目新建7个鳗鲡养殖场，规模为年产2450吨活鳗，占地面积27.96万平方米，总投资2.15亿元，拟使用募集资金1.69亿元，项目实施主体为福清星马水产养殖有限公司，建设地点位于福清市上迳镇上迳村(后变更为县圃村)。本项目建设期预计约为1年，自建设期满后开始运营，运营期第一年产出50%，第二年及以后为100%。

#### (2) 福清鑫鱼鳗鲡生态养殖基地建设项目

本项目为新建2个鳗鲡生态养殖场，规模为年产700吨活鳗，占地面积8.01万平方米，总投资6131万元，拟使用募集资金4800万元，项目实施主体为福清鑫鱼水产养殖有限公司(后变更为福清星马，项目募资及用途不变)，建设地点位于福清市上迳镇上迳村(后变更为县圃村)。本项目建设期预计约为1年，自建设期满后开始运营，运营期第一年产出50%，第二年及以后为100%。

2022年2月8日福清星马·福清鑫鱼生态养殖基地开工建设。福清星马·福清鑫鱼生态养殖基地为白鸽山万亩鳗鲡产业基地重要组成部分，白鸽山万亩鳗鲡产业基地于22年4月开始投产，该园区完全建成投产后，年产能预计将达3万吨。

#### (3) 永定冠马兰岗村鳗场建设项目

本项目为新建2个鳗鲡生态养殖场，规模为年产700吨活鳗，占地面积6.30万平方米，总投资5800万元，拟使用募集资金4600万元，项目实施主体为龙岩永定冠马生态养殖有限公司，建设地点位于龙岩市永定区。本项目建设期预计约为1年，自建设期满后开始运营，运营期第一年产出50%，第二年及以后为100%。

除上述三个项目外，公司还使用自有资金建设多个鳗鲡养殖业务，预计2023年后将稳定贡献产能。上述养殖场除饲养鳗鱼以外，还可以饲养鲢鱼、刀鱼等高端淡水鱼类。精养池3年左右可以轮换养殖鱼种，产能利用率将较单纯养殖鳗鲡更高。

表 7：现有在建鳗鲡养殖项目

序号	项目名称	预算数	工程进度
1	海晏养殖场工程	9000.00	87.85%
2	诏安升马养殖场工程	2850.00	78.14%
3	冠马养殖场工程	4000.00	79.01%
4	诏安福马养殖场工程	3500.00	56.26%
5	鲁溪养殖场工程	4000.00	66.57%
6	建晟养殖场工程	6000.00	76.54%
7	星马养殖场工程	21,460.02	65.71%
8	濞溪养殖场工程	4200.00	99.00%
9	渠村养殖场工程	3900.00	77.27%
10	建宁鳗鲡堂养殖工程	4200.00	82.62%
11	福清鳗鲡堂养殖工程	11,150.00	55.28%
12	武宁县融鑫养殖工程	5450.00	74.51%
13	建甌市溪尾养殖工程	7800.00	38.95%
14	三渔建甌东峰养殖工程	2000.00	84.70%
合计		89,510.02	

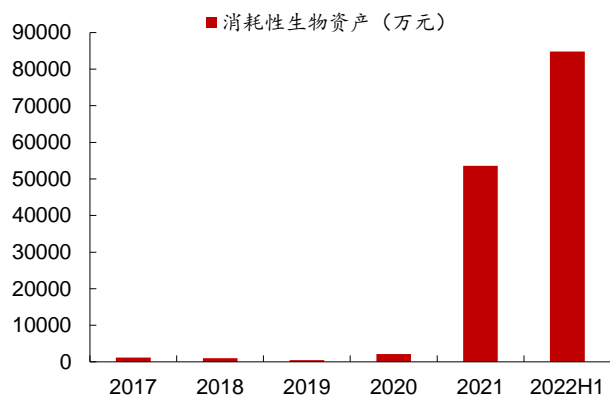
资料来源：公司公告、西部证券研发中心，注：工程进度截至 2022 年中报

### 3.2.2 鳗鲡养殖业务已进入稳定出鱼期，规模将稳步提升

公司 2020 末开始投苗，2022Q1 开始稳定出鱼。2022Q1~Q3 公司分别销售鳗鱼 891、2500、2428 吨，前三季度合计出售鳗鱼 5819 吨，全年预计鳗鱼销售量能够超过 8000 吨。未来随着养殖场的逐步完工，鳗鱼养殖出鱼规模还将攀升。

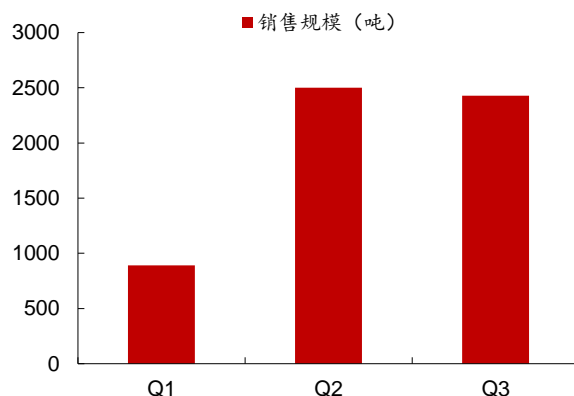
消耗性资产持续提升，鱼苗及鳗鱼储备充足。2021 年年末公司消耗性生物资产价值达 5.36 亿元，较 2020 年末 2126 万元大幅提升。2022H1，公司消耗性生物资产继续攀升至 8.48 亿元，较年初增长 58.37%。未来预计消耗性生物资产规模仍将提升。

图 41：2017~2022H1 消耗性生物资产



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 42：2022 年各季度鳗鱼销售规模



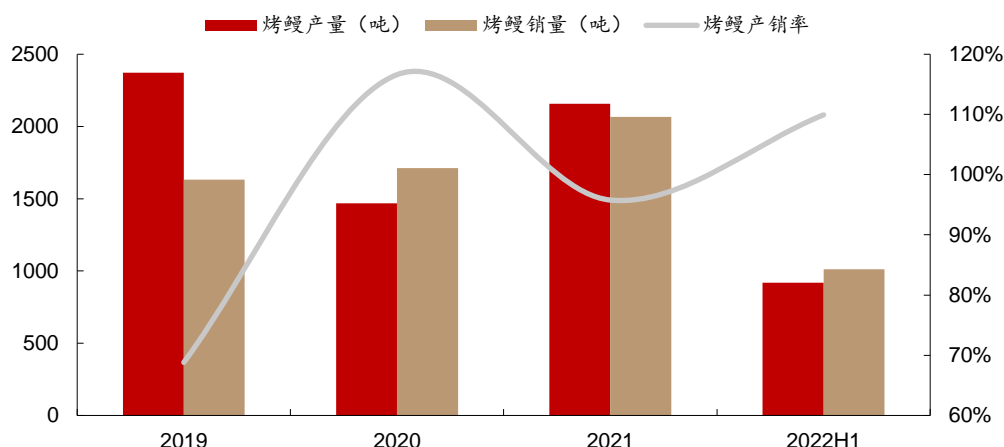
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 四、食品业务：完善产业链布局，围绕鳗鱼布局食品

### 4.1 烤鳗等食品类产品销售初具规模

以天马食品及其控股子公司江西西龙、天马福荣为运营平台积极布局食品端业务。公司致力于打造完善的烤鳗平台，以多层次质量控制体系保障食品安全。公司布局烤鳗业务以来，销量持续扩大。2019~2021年公司烤鳗销量从1631.96吨上升至2066.89吨，年均增速为+8.19%；产销率从2019年68.81%上升至2021年95.78%，2022年上半年烤鳗产销率达到109.93%。公司目前烤鳗年产量有能力达到2000吨的水平。

图 43：2019-2022H1 天马科技烤鳗产销量及产销率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

增发募资进一步加码食品业务，构建饲料生产—鳗鲡养殖—食品加工一体化产业链。公司2020年9月的非公开发行股票预案中，食品产业基地建设项目（一期）总投资达2.09亿元，拟使用募集资金1.37亿元，该项目占地面积3.38万平方米，达到可使用状态后将新增设计产能6000吨/年，完全达产后可实现年产冷冻烤鳗3000吨的供应能力。未来鳗鱼养殖场完成扩建后，食品加工原料将完全来自于自有鳗鱼，将成功构建从饲料生产到食品加工的一体化产业链。

### 4.2 食品类产品丰富，渠道构建完善

产品方面，公司以预制菜为抓手，打造国内外美味烤鳗品牌。公司2020年提出新的鳗鱼消费场景：“吃鳗鱼不必去日料店，在家和办公室也能吃到好鳗鱼”，并通过优化产品设计，打造符合年轻人消费趋势的鳗鱼饭便当礼盒“鳗范”，实现加热即食、携带方便的功能。同时，公司构建丰富的预制菜品体系，研发包括高端蒲烧烤鳗、高端白烧烤鳗、鳗鱼饭便当、姜母鸭、烤鲭鱼等系列产品。

表 8：天马科技食品端主要品牌及产品

品牌	具体产品		
鳗鲡堂			
	白烧烤鳗鱼	蒲烧烤鳗鱼	盐烤挪威鲭鱼片

西龙食品



蒲烧烤鳗

天马福荣

“酷鲜”大黄鱼



冻鳗片

“酷鲜”金鲷鱼



蒲烤星鳗

“酷鲜”石斑鱼

资料来源：公司官网、西部证券研发中心

公司鳗鱼食品品牌“鳗鲠堂”已成为深入消费者认知的烤鳗品牌。2021年公司烤鳗系列已多次获得国际国内美食大奖，包括国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3星奖、第四届Wow Food Awards 2021最佳方便食品奖、产品品质评鉴2021年金奖、2021中国农产品百强标志性品牌等。此外，公司将通过孵化新品牌、打造国鳗IP等方式布局新的食品产品线。未来公司还将推出鲍鱼、海参等产品，并研发更多口味烤鳗，并计划通过打造“鳗小堂”连锁品牌餐饮向更下游延伸。

图 44：获国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3星奖

图 45：获第四届 Wow Food Awards 2021 最佳方便食品奖



资料来源：公司公告，西部证券研发中心



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

销售渠道方面，公司在稳固出口渠道的同时积极拓展国内线上及线下渠道，依靠集团全产业链优势，整合各方资源发力国际国内市场。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，并采用年轻化、个性化消费发展战略。具体包括与头部主播进行深度合作；打通京东自营店、天马优选商城、天猫旗舰店等线上平台；拓展C端销售渠道；借助流量经济包括抖音、快手等网红带货加大产品宣传和销售力度。2021年公司烤鳗产品电商渠道销量增速超300%，斩获淘宝双十一和2021天猫烤鳗类目销量冠军。公司“鳗鲠堂”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。



## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 关键假设与收入预测

针对公司畜禽、特水饲料、鳗鱼养殖、水产品加工等核心业务，我们做如下假设：

(1) 畜禽饲料业务：我们预计公司畜禽饲料业务将进入稳定增长阶段。量方面，我们预计22~24年畜禽饲料销售量为125/145/165万吨；收入方面，预计22~24年畜禽饲料收入为41.17/45.70/50.27亿元，同比+20%/+11%/+10%。

(2) 特水饲料业务：公司目前特水料设计/实际产能为42/24万吨，未来仍有多个项目将陆续建成投产。量方面，我们预计22~24年特水料销售量为20/25/30万吨；收入方面，预计22~24年特水料收入为18.46/22.89/27.69亿元，同比+20%/+24%/+21%。

(3) 鳗鱼养殖业务：今年开始多个鳗鱼养殖项目陆续投产出鱼，预计未来出鱼量将快速增长。量方面，我们预计22~24年鳗鱼出鱼量为8200/16500/22000吨；收入方面，预计22~24年鳗鱼养殖收入为7.46/15.30/20.65亿元，同比+1058%/+105%/+35%。

(4) 水产品加工业务：公司水产品加工业务以鳗鱼食品制作为主，今年产量预计在2000吨左右，23年食品产业基地项目预计将投产，食品加工量仍有提升空间。量方面，预计22~24年食品加工量为2100/3500/5000吨，收入方面，预计22~24年水产品加工收入为3.30/5.44/7.62亿元，同比+27%/+65%/+40%。

(5) 畜禽养殖、原料销售、动保产品等业务：此类业务收入占比不高，预计未来将保持稳定增长，预计增长速度在10%~15%之间。

表 9：天马科技收入拆分

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
畜禽饲料 (亿元)	19.21	34.31	41.17	45.70	50.27
YOY	154.94%	78.61%	20.00%	11.00%	10.00%
特水饲料 (亿元)	13.53	15.38	18.46	22.89	27.69
YOY	17.47%	13.70%	20.00%	24.00%	21.00%
鳗鱼养殖 (亿元)		0.64	7.46	15.30	20.65
YOY			1058.57%	105.00%	35.00%
水产品加工 (亿元)	1.86	2.60	3.30	5.44	7.62
YOY	-40.24%	39.64%	27.00%	65.00%	40.00%
畜禽养殖 (亿元)	0.17	0.19	0.22	0.24	0.26
YOY	55.90%	13.67%	12.00%	11.00%	10.00%
原料销售 (亿元)	1.51	0.93	1.04	1.15	1.28
YOY	-23.30%	-38.82%	12.00%	11.00%	11.00%
动保产品 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
YOY	4.59%	-26.83%	15.00%	12.00%	15.00%
其他业务 (亿元)	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18
YOY	395.57%	23.76%	15.00%	12.00%	12.00%
收入合计 (亿元)	36.40	54.19	71.80	90.90	107.98
YOY	49.89%	48.88%	32.50%	26.59%	18.79%
毛利率	11.18%	10.21%	14.06%	16.76%	18.26%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

基于上述假设，我们预计公司 22~24 年收入分别为 71.80/90.90/107.98 亿元，同比分别 +32.5%/+26.6%/+18.8%；实现归母净利润分别为 3.67/6.34/8.51 亿元，同比分别 +339.0%/+72.7%/+34.4%；对应 EPS 为 0.84/1.45/1.95 元。

## 5.2 估值与投资建议

### (1) 相对估值

公司所属的行业是农林牧渔行业中的饲料加工行业，周期性弱于畜禽养殖行业。我们选取主营业务与公司类似饲料公司海大集团、禾丰股份、大北农、新希望；水产品生产加工公司佳沃食品、国联水产作为参考，得到 2022~2024 年可比公司平均 PE 为 97.61/18.19/14.43 倍。从具体利润贡献看，公司特水饲料的毛利率水平是畜禽饲料的 2 倍以上，接近 20%；鳊鲃养殖业务的毛利率接近 50%，因此应当享受较同类公司更高的估值水平。此外，公司特水饲料业务下游需求稳定，周期性较弱；鳊鲃养殖业务的当年出鱼量完全取决于前一年野生鳊苗的捕获量，无法人为扩繁，因此经营及盈利模式更接近于成长股。综合考虑，我们认为公司 PE 水平应当高于行业平均且能够较长时间维持，给与 23 年 15 倍估值水平，对应每股价格为 21.75 元。

表 10：可比公司 PE 估值

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海大集团	59.20	983	1.70	2.74	3.31	34.83	21.57	17.87
禾丰股份	12.97	119	0.60	1.16	1.45	0.00	11.16	8.96
大北农	9.50	393	0.02	0.37	0.46	409.48	25.97	20.67
新希望	13.53	614	0.19	1.20	1.00	71.21	11.28	13.53
佳沃食品	18.89	33	1.60	2.49	3.60	11.78	7.60	5.24
国联水产	5.49	50	0.09	0.17	0.27	58.34	31.57	20.28
平均						97.61	18.19	14.43
天马科技	17.19	75	0.84	1.45	1.95	20.46	11.86	8.82

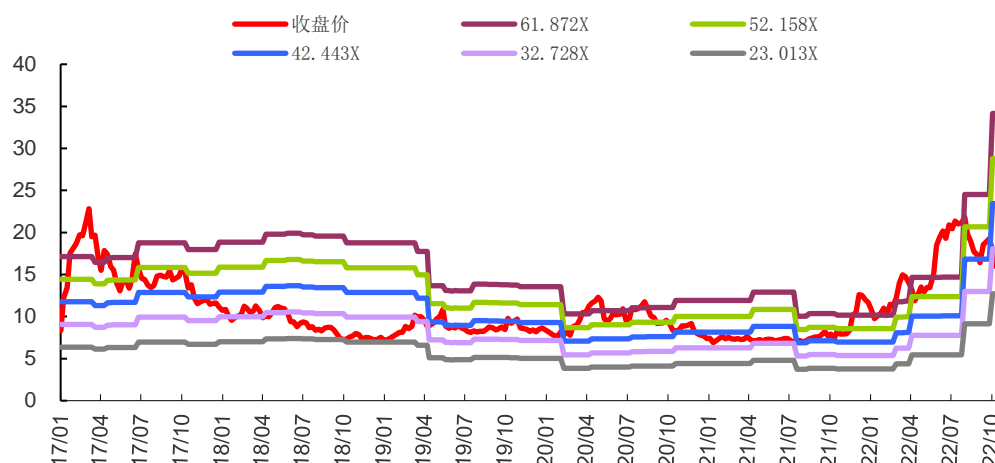
资料来源：Wind，西部证券研发中心，注：除天马科技外，EPS 为 Wind 一致预期，估值日为 2022 年 11 月 11 日

### (2) PE-Band 估值

公司的核心业务是畜禽、水产饲料生产，鳊鱼养殖，食品加工等，主业的周期性较弱，成长性较强，因此适合用 PE-Band 估值法。从估值看，公司目前 PE 值处于估值中枢位置，离景气高点时的 PE-Band 上轨仍有空间，因此市值上仍有扩张空间。

目前公司 PE-Band 估值为 31.14 倍，我们预计公司未来几项主业都会稳步扩张，因此按照景气高点的 PE-Band 估值上限应为 61.87 倍，我们保守给与 45 倍估值，则对应每股股价为 24.84 元。

图 46: PE-Band 估值



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

综合 PE 相对估值法与 PE-Band 估值法，我们出于谨慎性原则，取两种估值方法中目标价较低者。因此，我们选取 PE 相对估值法作为主要估值方法，给予公司目标价为 21.75 元/股（对应 23 年 PE 为 15 倍）。

### (3) 投资建议

预计公司 2022~2024 年实现收入分别为 71.80/90.90/107.98 亿元，同比分别+32.5%/+26.6%/+18.8%；预计实现归母净利润分别为 3.67/6.34/8.51 亿元，同比分别+339.0%/+72.7%/+34.4%；对应 EPS 为 0.84/1.45/1.95 元。综合对比行业可比公司平均 PE 估值水平、PE-Band 波动特点，我们给与目标价 21.75 元（对应 23 年 PE 为 15 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

## 六、风险提示

**饲料业务扩张不及预期风险：**公司 2022 年畜禽饲料与特水饲料产量与实际产能相差不大，公司正通过技改、新建生产线等方式扩张产能，但产能是否可以如期投放仍有不确定性。

**鳊鱼苗捕捞量不足的风险：**目前鳊鱼养殖的鱼苗全部来自于近海捕捞，捕捞数量具有不稳定性，尽管公司已经储备足够的鱼苗，但仍存在极端情况下无法采购足够鱼苗的风险。

**成本压力超预期风险：**公司饲料业务、鳊鱼养殖业务都依赖大宗农产品作为原料，未来大豆、玉米等农产品价格如果出现超预期上涨，则公司成本压力会增大。

**疫病风险：**尽管目前公司鳊鱼养殖水平较高，发生超预期风险的可能性不大，但疫病风险对养殖业务始终存在，并且全国性畜禽、水产疫病风险可能对饲料需求造成负面影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	501	571	571	571	909	营业收入	3,640	5,419	7,180	9,090	10,798
应收款项	795	736	1,285	1,544	1,738	营业成本	3,233	4,866	6,170	7,566	8,827
存货净额	634	1,201	1,523	1,868	2,179	营业税金及附加	7	11	15	18	22
其他流动资产	65	53	68	63	61	销售费用	55	66	88	100	130
<b>流动资产合计</b>	<b>1,994</b>	<b>2,561</b>	<b>3,447</b>	<b>4,045</b>	<b>4,887</b>	管理费用	190	235	251	305	373
固定资产及在建工程	976	1,843	2,201	2,584	3,033	财务费用	6	42	64	66	53
长期股权投资	17	20	20	20	20	其他费用/(-收入)	22	38	(4)	(2)	(1)
无形资产	177	216	259	283	316	<b>营业利润</b>	<b>127</b>	<b>161</b>	<b>596</b>	<b>1,037</b>	<b>1,396</b>
其他非流动资产	139	501	485	485	484	营业外净收支	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,309</b>	<b>2,580</b>	<b>2,964</b>	<b>3,372</b>	<b>3,854</b>	<b>利润总额</b>	<b>127</b>	<b>159</b>	<b>593</b>	<b>1,034</b>	<b>1,393</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,303</b>	<b>5,141</b>	<b>6,411</b>	<b>7,417</b>	<b>8,741</b>	所得税费用	18	27	71	133	181
短期借款	585	783	1,131	865	642	<b>净利润</b>	<b>109</b>	<b>132</b>	<b>522</b>	<b>902</b>	<b>1,212</b>
应付款项	1,094	1,448	1,818	2,201	2,551	少数股东损益	40	48	155	268	360
其他流动负债	15	11	11	11	11	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>69</b>	<b>84</b>	<b>367</b>	<b>634</b>	<b>851</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,694</b>	<b>2,242</b>	<b>2,960</b>	<b>3,077</b>	<b>3,204</b>	<b>财务指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款及应付债券	53	464	464	464	464	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	51	214	199	203	205	ROE	5.8%	5.4%	17.8%	24.6%	25.8%
<b>长期负债合计</b>	<b>104</b>	<b>678</b>	<b>663</b>	<b>667</b>	<b>669</b>	毛利率	11.2%	10.2%	14.1%	16.8%	18.3%
<b>负债合计</b>	<b>1,798</b>	<b>2,920</b>	<b>3,623</b>	<b>3,744</b>	<b>3,873</b>	营业利润率	3.5%	3.0%	8.3%	11.4%	12.9%
股本	340	436	436	436	436	销售净利率	3.0%	2.4%	7.3%	9.9%	11.2%
股东权益	1,505	2,221	2,789	3,673	4,867	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,303</b>	<b>5,141</b>	<b>6,411</b>	<b>7,417</b>	<b>8,741</b>	营业收入增长率	49.9%	48.9%	32.5%	26.6%	18.8%
						营业利润增长率	48.4%	27.0%	269.5%	74.0%	34.6%
						归母净利润增长率	21.3%	21.2%	339.0%	72.7%	34.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.4%	56.8%	56.5%	50.5%	44.3%
						流动比	1.18	1.14	1.16	1.31	1.53
						速动比	0.80	0.61	0.65	0.71	0.85
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.16	0.19	0.84	1.45	1.95
						BVPS	2.80	4.25	5.19	6.60	8.52
						<b>估值</b>					
						P/E	108.7	89.7	20.4	11.8	8.8
						P/B	4.8	4.0	3.3	2.6	2.0
						P/S	2.1	1.4	1.0	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

- 买入：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
- 增持：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
- 中性：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
- 卖出：** 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系地址

- 联系地址：** 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
- 联系电话：** 021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。