

公司点评报告

2022年11月21日



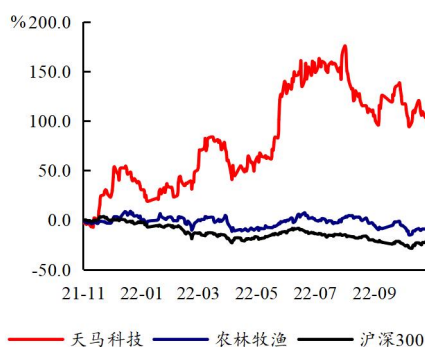
東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

评级 强烈推荐（上调）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 赵雅斐
电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	436.13
流通A股/B股(百万股)	436.13/0.00
资产负债率(%)	62.24
每股净资产(元)	4.91
市净率(倍)	3.57
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	22.64/7.63

相关研究

《天马科技(603668.SH)：鳗鲡产能稳步扩张，业绩弹性有望持续释放》2022.10.25
《天马科技(603668.SH)：上半年业绩表现亮眼，鳗鲡养殖业务景气向好》2022.08.19
《天马科技(603668.SH)：立足饲料布局鳗鱼，成长空间不断打开》2022.07.26

鳗鱼价格景气上行，公司业绩弹性可期

——天马科技（603668.SH）点评

事件

根据《中国鳗鱼网》每周报价显示，3P规格美洲鳗价格自今年10月28日以来已连续三周上涨，由89元/千克涨至93元/千克。

点评

市场步入消费旺季，看好鳗鲡养殖业绩持续兑现。受国庆、元旦、春节等节假日带动，每年的10月至次年3月为鳗鱼消费旺季。需求回暖影响下，近期鳗鱼价格有所上行。根据中国鳗鱼网，2022年10月21日-10月27日广东市场3p规格美洲鳗批发报价为89元/千克，此后鳗鱼价格连续三周上涨，11月11日-11月17日报价涨至93元/千克。消费旺季叠加规格鳗存塘数量处于低位，鳗鱼价格有望继续上涨。2022年单三季度公司销售鳗鱼2428.5吨（超出原定销售计划2000吨），1-9月公司已实现鳗鱼销售5819.4吨，完成年度8000吨出鱼目标的72.74%，预计全年鳗鱼销量超8000吨。展望Q4，鳗鱼价格景气向上叠加成本继续优化，公司盈利能力有望进一步提升。展望2023年，2022年鳗苗自然捕捞量不足将作用于2023年鳗鱼供给下降，驱动鳗鱼价格上行。截至目前，公司在广东、漳州、三明等养殖生产基地均已投产并陆续出鱼，随产能逐步释放，2023年鳗鱼出塘量有望超过1.5万吨。随鳗鱼产销放量，叠加鳗鱼价格预计上行，2023年鳗鱼养殖业务有望贡献利润高增。

食品业务布局不断深入，发力C端成效显著。公司食品业务在稳固出口渠道的同时积极拓展国内线上及线下渠道，打造“鳗鲡堂”、“鑫昌龙”等系列品牌。产能方面，2022年前三季度，公司烤鳗销量为1259.40吨，随定增项目产能投产，预计未来可实现1万吨产能，烤鳗布局不断深入。营销方面，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。未来随公司食品产业建设项目落地，叠加国内市场推广力度加强，食品业务有望进一步提振公司盈利能力。

投资建议

考虑到公司鳗鲡产能有望顺利释放，叠加鱼价预计继续上行，利润高增弹性可期。我们上调公司盈利预测，预计公司2022/2023/2024年归母净利润为3.87/7.41/10.02亿元，当前股价对应2022/2023/2024年PE分别为19.63/10.25/7.58倍，上调评级至“强烈推荐”。

风险提示

自然灾害、疾病、原材料价格波动风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	7386.30	9065.77	10958.57
增长率(%)	48.88	36.30	22.74	20.88
归母净利润	83.57	386.80	740.74	1001.87
增长率(%)	21.21	362.87	91.50	35.25
EPS(元/股)	0.22	0.89	1.70	2.30
市盈率(P/E)	57.05	19.63	10.25	7.58
市净率(P/B)	2.96	3.43	2.58	1.93

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所基于11月21日股价17.41元预测

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	7386.30	9065.77	10958.57
%同比增速	48.88%	36.30%	22.74%	20.88%
营业成本	4865.59	6296.15	7302.56	8685.69
毛利	553.43	1090.15	1763.21	2272.88
%营业收入	10.21%	14.76%	19.45%	20.74%
税金及附加	11.12	13.56	16.22	19.53
%营业收入	0.21%	0.18%	0.18%	0.18%
销售费用	65.85	72.40	76.23	79.29
%营业收入	1.22%	0.98%	0.84%	0.72%
管理费用	135.12	147.57	160.69	179.42
%营业收入	2.49%	2.00%	1.77%	1.64%
研发费用	99.64	99.74	115.33	130.34
%营业收入	1.84%	1.35%	1.27%	1.19%
财务费用	42.14	63.16	67.75	71.45
%营业收入	0.78%	0.86%	0.75%	0.65%
资产减值损失	-1.19	-1.38	-1.25	-1.13
信用减值损失	-30.38	-10.00	-10.00	-10.00
其他收益	11.72	59.09	72.53	87.67
投资收益	-18.67	-14.77	-18.13	-21.92
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.37	0.83	0.43	0.54
资产处置收益	-0.10	-0.07	0.08	-0.03
营业利润	161.31	727.42	1370.66	1847.99
%营业收入	2.98%	9.85%	15.12%	16.86%
营业外收支	-2.67	-1.26	-1.43	-1.79
利润总额	158.64	726.16	1369.23	1846.20
%营业收入	2.93%	9.83%	15.10%	16.85%
所得税费用	26.84	121.78	211.82	280.79
净利润	131.80	604.38	1157.41	1565.41
%营业收入	2.43%	8.18%	12.77%	14.28%
归属于母公司的净利润	83.57	386.80	740.74	1001.87
%同比增速	21.21%	362.87%	91.50%	35.25%
少数股东损益	48.24	217.58	416.67	563.55
EPS (元/股)	0.22	0.89	1.70	2.30

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.22	0.89	1.70	2.30
BVPS	4.24	5.07	6.75	9.02
PE	57.05	19.63	10.25	7.58
PEG	2.69	0.05	0.11	0.21
PB	2.96	3.43	2.58	1.93
EV/EBITDA	19.51	8.52	4.53	3.08
ROE	5%	17%	25%	25%
ROIC	5%	15%	21%	21%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	571	912	2145	3347
交易性金融资产	46	37	32	30
应收账款及应收票据	555	880	824	1179
存货	1201	1142	1493	1593
预付账款	148	247	324	264
其他流动资产	40	50	39	73
流动资产合计	2561	3268	4857	6487
长期股权投资	20	20	20	20
投资性房地产	43	43	43	43
固定资产合计	1492	1799	2057	2604
无形资产	216	264	295	334
商誉	117	117	117	117
递延所得税资产	45	45	45	45
其他非流动资产	647	649	649	649
资产总计	5141	6204	8081	10298
短期借款	783	983	1283	1683
应付票据及应付账款	1228	1318	1668	1835
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	47	77	83	96
应交税费	31	52	55	69
其他流动负债	152	236	237	253
流动负债合计	2242	2668	3328	3938
长期借款	464	464	464	464
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	57	57	57	57
其他非流动负债	158	218	288	338
负债合计	2920	3406	4136	4797
归属于母公司的所有者权益	1852	2211	2942	3934
少数股东权益	369	587	1004	1567
股东权益	2221	2798	3945	5501
负债及股东权益	5141	6204	8081	10298

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	229	695	1442	1709
投资	-252	8	5	2
资本性支出	-671	-517	-480	-836
其他	-61	-14	-18	-21
投资活动现金流净额	-985	-523	-493	-855
债权融资	-1057	60	70	50
股权融资	621	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1437	200	300	400
筹资成本	-92	-81	-76	-92
其他	-68	-10	-10	-10
筹资活动现金流净额	841	169	284	348
现金净流量	83	341	1233	1203

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>