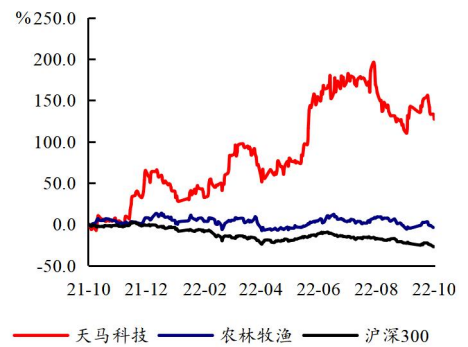


评级 推荐（维持）

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)	436.31
流通A股/B股(百万股)	436.31/0.00
资产负债率(%)	62.24
每股净资产(元)	3.65
市净率(倍)	4.76
净资产收益率(加权)	1.50
12个月内最高/最低价	22.64/7.09

相关研究

《【农业】天马科技(603668.SH):上半年业绩表现亮眼,鳊鱼养殖业务景气向好_20220819》2022.08.19

《【食品饮料】天马科技(603668.SH):立足饲料布局鳊鱼,成长空间不断打开_20220726》2022.07.26

鳊鱼产能稳步扩张,业绩弹性有望持续释放

——天马科技2022年三季度报点评

事件

10月20日,公司发布《2022年第三季度报告》,2022年前三季度实现营收53.12亿元,同比+32.80%;实现归母净利润2.41亿元,同比+187.26%。

点评

鳊鱼养殖贡献利润弹性,2022年前三季度业绩高增。2022年前三季度公司实现营收53.12亿元(同比+32.80%),其中特种水产饲料实现14.34亿元,禽畜饲料实现30.34亿元,鳊鱼养殖实现4.94亿元。2022年前三季度公司实现归母净利润2.41亿元(同比+186.90%),其中鳊鱼养殖实现1.5亿元,特种水产饲料实现约8300万元,禽畜饲料实现约2500万元,食品板块亏损2000万元(主要系产能调整和改造的影响)。分季度来看,2022Q3公司实现营业收入20.01亿元,环比+8.63%,同比+27.45%;实现归母净利润9080.81万元,环比-18.75%,同比+295.65%。公司前三季度业绩高增主要系:1)饲料业务稳健增长,特水饲料与禽畜饲料销量均创历史新高;2)鳊鱼出塘放量,高毛利率贡献盈利弹性。Q3净利润环比Q2有所下滑主要系Q3鳊鱼售价为8万元/吨,环比-0.5万元/吨。

饲料业务稳健增长,龙头地位有望进一步巩固。2022年前三季度,公司共销售饲料105.68万吨,实现销售收入44.68亿元,占营业收入比重超84%。饲料销量方面,前三季度特种水产配合饲料销量为15.5万吨(同比+21%),禽畜饲料的销量超过90万吨(同比+16.8%)。公司聚焦饲料主业,特水饲料方面,公司目前实际产能约23万吨,随着福建生产线的正式投产,以及特种水产高新技术产业项目的落地,公司将达成特水饲料中长期50万吨的生产能力;禽畜饲料方面,公司目前实际产能约150万吨,华龙子公司生产线预计在2023年4月投产。公司饲料产能稳步扩张,预计未来特水饲料和禽畜饲料销量有望保持20%-30%的增速,公司饲料龙头地位有望进一步巩固。

鳊鱼产能逐步释放叠加鱼价向好,Q4养殖业绩有望持续兑现。公司2022年前三季度养殖业务实现销售收入5.05亿元,外销商品鳊约5819吨(2022年8000吨出鱼计划已完成近73%),实现销售收入4.94亿元,毛利率超过41%。受疫情等因素影响,行业Q2鳊鱼价格环比Q1有所下滑。随着10月份鳊鱼囤积库存大量消耗以及Q4消费旺季提振需求,鳊鱼价格有望回暖。目前公司位于福建和广东的两个万亩养殖基地均已正式投产,且持续加大精养池布局,计划在明年扩建精养池至150万平方,3-5年完成精养池400万平方布局。随精养池面积扩大,鳊鱼养殖效率有望提升,成本下降空间有望进一步打开,叠加产能逐步落地,鱼价向好,公司鳊鱼板块业绩高增可期。

投资建议

考虑到公司鳊鱼养殖业务发展迅速,三季度出鱼淡季仍完成既定出鱼目标,公司鳊鱼产能顺利释放,叠加四季度鱼价预计回暖,鳊鱼养殖业务有望助力公司业绩高增。我们上调盈利预测,预计公司2022-2024年收入分别为73.54/90.27/109.12亿元,归母净利润分别为3.80/7.32/9.91亿元,对应2022-2024年EPS分别为0.87/1.68/2.27元,维持“推荐”评级。

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	7354.10	9027.13	10912.19
增长率 (%)	48.88	35.71	22.75	20.88
归母净利润	83.57	379.86	731.52	990.65
增长率 (%)	21.21	354.57	92.58	35.42
EPS (元/股)	0.22	0.87	1.68	2.27
市盈率 (P/E)	57.05	19.94	10.36	7.65
市净率 (P/B)	2.96	3.44	2.59	1.94

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于 10 月 25 日股价 17.37 元预测

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	7354.10	9027.13	10912.19
%同比增速	48.88%	35.71%	22.75%	20.88%
营业成本	4865.59	6277.15	7281.30	8660.18
毛利	553.43	1076.95	1745.82	2252.01
%营业收入	10.21%	14.64%	19.34%	20.64%
税金及附加	11.12	13.50	16.15	19.45
%营业收入	0.21%	0.18%	0.18%	0.18%
销售费用	65.85	72.31	76.13	79.19
%营业收入	1.22%	0.98%	0.84%	0.73%
管理费用	135.12	147.39	160.49	179.19
%营业收入	2.49%	2.00%	1.78%	1.64%
研发费用	99.64	99.47	115.00	129.94
%营业收入	1.84%	1.35%	1.27%	1.19%
财务费用	42.14	63.13	67.78	71.74
%营业收入	0.78%	0.86%	0.75%	0.66%
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	58.83	72.22	87.30
投资收益	-18.67	-14.71	-18.05	-21.82
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	714.66	1353.71	1827.37
%营业收入	2.98%	9.72%	15.00%	16.75%
营业外收支	-2.67	-1.26	-1.43	-1.79
利润总额	158.64	713.40	1352.28	1825.58
%营业收入	2.93%	9.70%	14.98%	16.73%
所得税费用	26.84	119.87	209.27	277.70
净利润	131.80	593.53	1143.00	1547.88
%营业收入	2.43%	8.07%	12.66%	14.18%
归属于母公司的净利润	83.57	379.86	731.52	990.65
%同比增速	21.21%	354.57%	92.58%	35.42%
少数股东损益	48.24	213.67	411.48	557.24
EPS (元/股)	0.22	0.87	1.68	2.27

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.22	0.87	1.68	2.27
BVPS	4.24	5.05	6.71	8.96
PE	57.05	19.94	10.36	7.65
PEG	2.69	0.06	0.11	0.22
PB	2.96	3.44	2.59	1.94
EV/EBITDA	19.51	8.62	4.58	3.11
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	907	2120	3312
交易性金融资产	46	37	32	30
应收账款及应收票据	555	874	823	1172
存货	1201	1135	1493	1584
预付账款	148	247	323	263
其他流动资产	40	50	39	73
流动资产合计	2561	3249	4830	6433
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	6185	8054	10245
短期借款	783	983	1283	1683
应付票据及应付账款	1228	1310	1667	1826
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	47	77	83	96
应交税费	31	52	54	68
其他流动负债	152	235	236	253
流动负债合计	2242	2659	3326	3928
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	3398	4134	4786
归属于母公司的所有者权益	1852	2204	2926	3906
少数股东权益	369	583	995	1552
股东权益	2221	2787	3920	5458
负债及股东权益	5141	6185	8054	10245

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	229	690	1422	1697
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	336	1214	1191

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/>