

## 证券研究报告—深度报告

农林牧渔

畜牧业

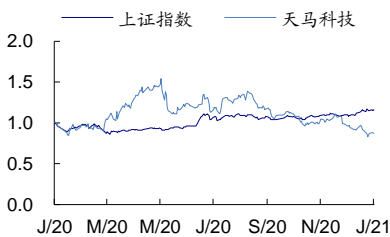
**天马科技(603668)**
**买入**

合理估值: 9.5-10.3 元 昨收盘: 7.41 元

(首次评级)

2021年01月21日

## 一年该股与上证综指走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	340/339
总市值/流通(百万元)	2,514/2,505
上证综指/深圳成指	3,583/15,223
12个月最高/最低(元)	13.16/6.71

**证券分析师: 鲁家瑞**

电话: 021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 特水饲料先锋, 打造鳗业新标杆

**● 深耕鳗鱼产业的特种水产饲料航母**

公司是我国鳗鲡饲料细分龙头, 专注鳗鱼产业多年。公司以特种水产配合饲料业务为主, 畜禽饲料、养殖、水产品销售为辅, 核心产品鳗鲡配合饲料近年来销量稳居全国第一。公司发家于鳗鱼饲料, 近年来致力于鳗鱼全产业链发展, 努力成为“饲料、养殖、食品”三大主营业务一体发展的现代渔牧集团化企业。此外, 公司管理层产业资源雄厚, 对鳗鱼行业有深刻的理解, 未来发展看好。

**● 饲料行业趋于集中, 鳗鱼产业大有可为**

从行业角度来看, 特种水产饲料需求增长强劲, 产品普及率提升空间大; 畜禽饲料短期受益畜禽产能恢复, 需求向好; 鳗鱼具备消费品属性, 由于种苗的稀缺性, 鳗鱼产量有限, 长期来看, 国内鳗鱼人均消费量和日本相比仍有较大成长空间; 未来随品牌营销及渠道推广铺开, 国内鳗鱼需求增长, 鳗鱼价格有望上行, 鳗鱼养殖及食品行业的头部公司有可能受益鳗价上涨带来的价格红利。

**● 饲料主业稳健增长, 养殖、食品未来可期**

饲料主业上, 公司通过直销模式和养殖大户经销制, 实现与养殖户利益的深度绑定, 并凭借技术与服务优势不断拓宽特种水产饲料产品护城河, 在行业处于领先地位, 业绩有望保持稳健增长; 其次, 公司布局鳗鱼养殖业务, 管理层产业资源雄厚, 有获得优质种苗及土地资源的优势, 养殖成功的确定性较高, 且鳗鱼养殖经济效益佳, 利润率约 25%-30%, 有望打开公司业绩成长新空间; 食品业务方面, 业内尚无强势的鳗鱼品牌, 公司有先发优势, 其积极布局中央厨房、餐饮等优质渠道, 推行年轻化品牌战略, 看好公司未来食品业务发展。

**● 风险提示**

下游爆发大规模不可控疫情及自然灾害风险; 养殖业务进度不及预期风险。

**● 给予“买入”评级**

通过多角度估值, 得出公司 2021 年股价合理区间 9.5-10.3 元, 相对目前股价有近 20-30% 的溢价空间。考虑公司在特种水产饲料领域的龙头地位, 国内鳗鱼需求释放和未来养殖等业务布局带来的成长性, 未来长期看好。我们预计公司 2020-22 年每股收益 0.25/0.33/0.46 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,428	3,687	4,236	4,794
(+/-%)	61.2%	51.8%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	57	84.71	110.53	156.14
(+/-%)	-22.7%	49.0%	30.5%	41.3%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.25	0.33	0.46
EBIT Margin	7.0%	4.1%	5.0%	5.7%
净资产收益率(ROE)	5.0%	7.3%	9.3%	12.9%
市盈率(PE)	46.7	29.7	22.7	16.1
EV/EBITDA	18.5	21.7	18.3	15.1
市净率(PB)	2.32	2.16	2.12	2.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司的特种水产饲料龙头地位稳固，未来养殖、食品业务的多元化发展也值得期待。在现有业务中，特种水产饲料市场成长空间广阔，公司研发实力强、产品及服务优势明显，作为龙头企业市占率有望加速提升；畜禽饲料业务以福建为核心销售地区，享有地理优势。中远期来看，公司管理层深耕鳗鱼产业，全产业链业务扩展将成为可能，鳗鱼养殖和食品业务有望成为公司业绩下一个有力增长点，未来发展持续看好。我们预计公司 2020-22 年每股收益 0.25/0.33/0.46 元，未来一年合理估值区间 9.5-10.3 元，“买入”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，公司饲料主业有望保持稳健增长。一方面，公司通过直销模式和养殖大户经销制，实现与水产养殖户利益的深度绑定，并凭借技术与服务优势不断拓宽特种水产饲料产品护城河，特种水产饲料业务保持高增速。另一方面，公司畜禽饲料业务以福建为核心销售地区，和养殖户长期稳定合作，享有地理优势。

第二，鳗鱼市场供给有限，国内鳗鱼消费潜力大，长期价格有望上行。公司管理层产业资源雄厚，研发实力强，鳗鱼养殖业务顺利推进的确定性大。

第三，国内尚未出现强势的鳗鱼品牌，公司作为鳗鱼产业内少有的做鳗鱼品牌的头部公司，成功打造鳗鱼品牌的可能性较大。

### 与市场的差异之处

市场基本不太关注此公司，我们认为鳗鱼行业小而美，国内鳗鱼消费的成长空间广阔，且鳗鱼供给确定，长期价格有望上行。天马科技在鳗鱼行业深耕多年，积淀深厚，且是行业内少有的前瞻性布局鳗鱼规模化养殖及食品业务的大型企业，享有先发优势，有望成长为鳗鱼全产业链运营的标杆企业。

### 股价变化的催化因素

第一，畜禽产能快速回升，公司后续畜禽饲料销售有望超预期；

第二，特种水产饲料加速渗透，公司的特种水产饲料市占率进一步增加；

第三，养殖、食品等新业务板块落地，将为公司打开新的业绩增长空间。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一，养殖项目进展、鳗鱼食品市场开拓不及预期的风险；

第二，原材料价格波动的风险；

第三，自然灾害、大规模不可控疫情爆发的风险。

## 内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 8.49-10.85 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 9.57-10.23 元.....	7
投资建议.....	7
天马科技: 深耕鳊鱼产业三十年的特种水产饲料航母.....	8
发家于鳊鱼饲料, 逐步完善全产业链布局.....	8
主营业务稳健增长, 下游业务有序布局.....	8
股权结构稳定, 管理层产业资源雄厚.....	10
行业概况: 饲料趋于集中, 鳊鱼产业大有可为.....	12
特种水产饲料: 需求增长强劲, 普及率提升空间大.....	12
畜禽饲料: 短期受益畜禽产能恢复, 长期整合趋势明显.....	13
鳊鱼: 供给确定, 需求向上, 具备消费品属性.....	15
鳊鱼加工: 烤鳊出口需求高, 国内烤鳊销量增速迅猛.....	19
公司情况: 饲料主业稳健增长, 养殖食品蓄势待发.....	20
饲料主业稳健增长: 产品品类丰富, 经营稳定性高.....	20
鳊鱼养殖势在必行: 研发实力强劲, 产业资源雄厚.....	21
鳊鱼食品未来可期: 渠道与品牌共发力.....	24
盈利预测.....	28
假设前提与预测.....	28
盈利预测的敏感性分析.....	29
风险提示.....	30
附表: 财务预测与估值.....	31
国信证券投资评级.....	32
分析师承诺.....	32
风险提示.....	32
证券投资咨询业务的说明.....	32

## 图表目录

图 1: 公司发展历程: 依靠技术突破、横向扩张快速成长, 纵向打造产业链完整闭环	8
图 2: 近年来公司营收增速保持高增长	9
图 3: 2020Q1-Q3 净利润受益后周期同比增长	9
图 4: 2019 年公司收入按产品分类	9
图 5: 2019 年公司销售毛利率由于新增畜禽饲料业务下降	9
图 6: 公司饲料产品毛利率相比同业保持领先优势	10
图 7: 特种水产饲料毛利率水平较高, 保持在 25%左右	10
图 8: 2019 年公司各产品毛利率水平	10
图 9: 公司股权结构较为稳定, 董事长陈庆堂合计持股 32.38%	11
图 10: 实控人陈庆堂背景简介	11
图 11: 我国特种水产饲料产量及其占水产料总产量的比例逐年上升	12
图 12: 2014-2019 年特种鱼养殖产量平均 CAGR 约为 9%	12
图 13: 2014-2019 年传统家鱼养殖产量平均 CAGR 约为-0.1%	12
图 14: 2015 年我国特种水产配合饲料普及率	13
图 15: 2019 年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率	13
图 16: 能繁母猪存栏的同比和环比持续改善	14
图 17: 全国种鸡存栏(在产+后备)明显高于往年同期水平	14
图 18: 仔猪料和母猪料产量环比持续回升	14
图 19: 蛋禽及肉禽饲料产量 2020 年增长情况良好	14
图 20: 未来 5 年生猪养殖规模化会加速推进	15
图 21: 规模化过程中, 散养户最先被淘汰	15
图 22: 鳊鱼产业链梳理	15
图 23: 全球日本鳊及欧洲鳊的养殖产量较为固定	16
图 24: 日本鳊主要生产国是中国、日本、韩国	16
图 25: 东亚三国(中日韩)鳊苗总捕捞量与投放量波动较大	16
图 26: 2017 年鳊鱼全国主产区分布集中在福建、广东	17
图 27: 2017 年福建省鳊鱼产量前 12 名的县市, 其中, 福州市占省产量的约 60%	17
图 28: 中国烤鳊出口量和出口均价呈上升趋势	18
图 29: 淘宝端的鳊鱼销售额快速增长(万元)	18
图 30: 2018 年我国烤鳊出口各地区市场占比	19
图 31: 2013-2017 年公司特水饲料市占率持续上升	20
图 32: 公司直销收入占比较大, 和养殖户达成利益深度绑定	20
图 33: 2019 年全国饲料工业细分品种产量同比增长率的波动较总产量更大	21
图 34: 公司研发投入持续加大	22
图 35: 公司研发费用占营收比例处于行业高位	22
图 36: 公司积极开展合作研发, 不断夯实研发实力	22
图 37: 天马科技集团联合福清市政府、阿里巴巴集团启动首届中华鳊鱼节, 并揭牌“鳊范”地域品牌	25
图 38: “鳊范”打造“鳊鱼青年”概念, 呼应白领人群特征, 登上知乎、微博、抖音热门话题	25

**图 39: 我国中央厨房市场规模快速增长 ..... 26**

表 1:	公司盈利预测假设条件 (%) .....	6
表 2:	资本成本假设 .....	6
表 3:	绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	7
表 4:	天马科技同类公司估值比较.....	7
表 5:	高档饲料比冰鲜鱼养殖的饵料系数更低、饵料与养殖成本更低、出鱼规格更大、养殖密度更高.....	13
表 6:	种苗成本测算 .....	23
表 7:	养殖成本测算 .....	23
表 8:	公司食品业务布局进展 .....	26
表 9:	公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案拟投资建设养殖与食品项目 .....	27
表 10:	公司定增募投项目的经济效益分析.....	27
表 11:	公司主要业务经营预测 (单位: 百万元, %) .....	28
表 12:	未来 3 年利润表预测 .....	29
表 13:	情景分析 (乐观、中性、悲观) .....	29

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：8.49-10.85 元

从公司角度考虑，公司以其在鳊鱼产业的多年积淀，及对多元化业务的前瞻性布局，将在饲料、养殖、食品等领域获得较好的市场份额提升。一是公司的特种水产饲料销量领先，市场份额还有较大的提升空间；二是公司布局鳊鱼全产业链，有利于进一步发挥协同效应与规模效应，提高公司业务的市场容量空间，巩固公司在鳊鱼产业的龙头地位；三是公司深耕鳊鱼产业多年，利用已有的技术和人才优势能较快地发展鳊鱼养殖等新业务，提高盈利水平和盈利稳定性。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2020-2022 年收入增速达到 51.8%/14.9%/13.2%，毛利率和费用率基本保持稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	34.69%	32.55%	61.23%	51.82%	14.90%	13.17%	13.44%	11.39%	9.50%
毛利率	20.21%	17.44%	12.72%	11.50%	12.33%	12.55%	12.40%	12.70%	12.50%
管理费用/营业收入	6.21%	2.36%	3.24%	3.62%	3.58%	3.30%	3.40%	3.55%	3.50%
销售费用/销售收入	3.19%	2.78%	2.12%	3.30%	3.29%	3.05%	3.10%	3.20%	3.20%
营业税及附加/营业收入	0.35%	0.24%	0.24%	0.33%	0.34%	0.32%	0.26%	0.26%	0.30%
所得税税率	14.88%	13.23%	10.58%	15.30%	15.20%	14.50%	15.50%	15.00%	14.80%
股利分配比率	30.38%	52.95%	90.28%	77.50%	80.00%	82.00%	75.00%	75.00%	77.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15.30%
无风险利率	2.20%	Ka	7.62%
股票风险溢价	5.70%	有杠杆 Beta	1.17
公司股价（元）	7.4	Ke	8.85%
发行在外股数（百万）	340	E/(D+E)	78.77%
股票市值(E, 百万元)	2514	D/(D+E)	21.23%
债务总额(D, 百万元)	678	WACC	8.16%
Kd	6.60%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 8.49-10.85 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

**表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		7.9%	8.4%	8.85%	9.4%	9.9%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	13.74	12.29	11.11	10.13	9.31
	3.0%	12.73	11.50	10.48	9.62	8.89
	2.5%	11.91	10.85	9.96	9.19	8.53
	2.0%	11.24	10.30	9.51	8.82	8.22
	1.5%	10.66	9.83	9.12	8.49	7.95
	1.0%	10.17	9.43	8.78	8.21	7.70
	0.5%	9.75	9.07	8.48	7.95	7.49

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对法估值: 9.57-10.23 元

业绩方面, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.25/0.33/0.46 元。估值方面, 选取与公司业务相近的饲料、养殖及食品公司做比较, 选取公司主要为:

- 1) 海大集团: 公司发家于水产料, 2019 年饲料总产量居全国前三, 正向下游布局生猪养殖与加工业务, 致力于建立饲料、种苗、动保、养殖、食品农牧产业链闭环, 与天马科技在业务发展上有一定相似性, 因此天马科技与海大集团估值上有一定的可比性。相比天马科技, 海大集团的经营模式更成熟, 业务拓展能力更强, 成长性更强, 因此估值应该较高于天马科技。
- 2) 大北农: 公司以饲料为主, 同时转型生猪养殖, 在业务与天马科技类似, 但整体成长性有所不足; 考虑到 2020 年是养猪利润高峰, 低 PE 较为合理。
- 3) 安井食品: 公司以销售速冻鱼糜制品和速冻米面制品为主, 经营范围包括鱼糜制品及水产品加工, 与天马科技未来的食品业务有比较好的对标; 相比天马科技, 安井食品已是国内较具影响力的速冻食品生产企业, 因此估值应该高于天马科技。

采用 PE 法估值: 考虑到公司主业虽为饲料, 但近年正加速向食品业务转型, 2019 年食品业务占营收比达 13%, 且公司作为业内少有的发展鳗鱼规模化养殖及食品业务的核心企业, 未来有望成长为鳗鱼养殖和食品行业的标杆企业, 打开新的增长空间, 保持较好的业绩成长性, 因此公司 2021 年 PE 应较高于可比饲料标的 (海大集团、大北农) 平均值 25.1。而当前公司食品业务刚起步, 相距可比食品标的 (安井食品) 60.1 的 PE 值理应有较大差距。综合考虑, 我们给予公司 2021 年 29-31 倍 PE, 对应 2021 年合理价格区间分别为 9.57-10.23 元。

**表 4: 天马科技同类公司估值比较**

代码	简称	收盘价 (1月20日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
002311.SZ	海大集团	64.37	1.54	1.92	2.19	41.80	33.53	29.39	饲料、养殖
002385.SZ	大北农	9.89	0.52	0.59	0.59	18.85	16.69	16.76	饲料、养殖
603345.SH	安井食品	184.93	2.35	3.08	3.92	78.64	60.05	47.23	速冻食品
均值								36.76	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (盈利预测采用万德一致预测)

### 投资建议

通过多角度估值, 我们得出公司合理估值区间 9.5-10.3 元。考虑公司在特种水产饲料领域的领先地位, 鳗鱼养殖和食品品牌布局带来的成长性, 我们预计公司 2020-22 年每股收益 0.25/0.33/0.46 元, 利润增速分别为 49%/30%/41%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 天马科技：深耕鳊鱼产业三十年的特种水产饲料航母

### 发家于鳊鱼饲料，逐步完善全产业链布局

公司是我国特种水产配合饲料领先企业、鳊鱼料细分龙头，专注于鳊鱼全产业链建设。公司专业从事特种水产配合饲料研发、生产和销售，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。公司核心产品鳊鱼配合饲料近年来销量稳居全国第一位，大黄鱼、石斑鱼、鲟鱼等多种饲料产品在国内特种水产配合饲料市场销售中位居前列。近年来公司致力于延伸和完善产业链，发挥公司饲料生产及供应优势，通过专业养殖技术保障，打造集约化、标准化工厂养殖，推进烤鳊品牌打造，努力成为“饲料、养殖、食品”三大主营业务一体发展的现代渔牧集团化企业。

依靠技术突破、横向扩张快速成长，纵向布局打造产业链完整闭环。公司发展大致分为四个阶段，1)起步阶段(2001-2005年)：公司创立之初专注单一品种的饲料业务，迅速占领鳊鱼配合饲料市场，获得较高市占率；2)横向扩张阶段(2005-2008年)：公司致力于开拓多品种多区域的饲料业务，成功研发出鲮、大黄鱼等其他特种水产配合饲料，并向福建省外的特种水产养殖大省开拓业务；3)深耕研发阶段(2008-2017年)：公司在巩固和扩大原有产品市场占有率的基础上，持续增大研发投入，成功研制出玻璃鳊配合饲料，迅速推动了石斑鱼、鲟鱼、大黄鱼等其他特种水产养殖动物从种苗期至成鱼期的高新配合饲料开发，推动了公司产品覆盖特种鱼生长全周期的新一轮技术革新；4)纵向整合产业链阶段(2017-至今)：公司进军动保产业和养殖、食品产业领域，加速构建“原料贸易—饲料—养殖—动保服务—水产品—畜禽产品销售—食品终端”于一体的完整产业链闭环。

图 1：公司发展历程：依靠技术突破、横向扩张快速成长，纵向打造产业链完整闭环



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

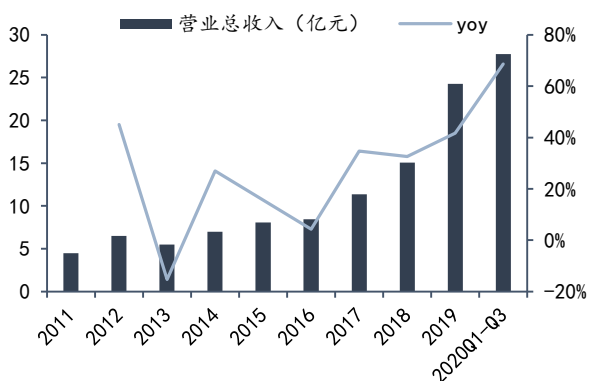
### 主营业务稳健增长，下游业务有序布局

收入稳健增长，净利润受益后周期复苏。公司自 2017 年上市以来，营业收入保持 30%以上的高增速，2019 年营业收入达 24.28 亿元，同比增长 41.72%。而在规模扩张期，公司净利润波动较大，2019 年公司净利润达 0.57 亿元，同比下降-22.7%，较上年同期下降 1998.8 万元；业绩下滑原因如下：一方面，原料进口鱼粉的价格受中美贸易战影响上升，导致公司成本承压，另一方面，公司专注于特种水产饲料市场的开拓，加大研发、销售投入，2019 年特种水产饲料板块期间费用中人工费用较同期增加 746.45 万元，同时，公司布局水产品流通和水产食品业务，2019 年水产品板块增加期间费用 1124.32 万元。2020



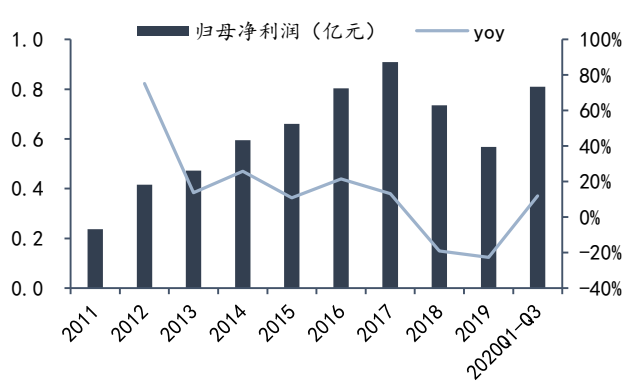
年 Q1-Q3 随着畜禽产能恢复,公司净利润受益后周期复苏,同比增长 11.91%。  
**公司业务以水产饲料为主, 畜禽饲料及水产品销售同步发展。**从收入构成上看, 2019 年度公司特种水产配合饲料业务收入占营业收入的比例为 47.42%, 畜禽饲料占 31%, 水产品销售占 13%。毛利率方面, 2019 年以前公司销售毛利率较为稳定, 饲料产品毛利率领先同业, 主要系公司的主打产品特种水产配合饲料的技术门槛相较于其他普通养殖品种更高, 产品差异化程度更大, 竞争程度更低, 因而特种水产配合饲料毛利率也显著高于其他养殖品种。2019 年公司收购华龙集团 72% 的股权, 华龙集团成为公司的控股子公司, 从 2019 年 8 月开始纳入公司报表的合并范围。华龙集团主要经营畜禽饲料业务, 深耕福建区域市场三十年, 此次收购标志着天马科技正式进入畜禽饲料领域, 由于畜禽饲料产品毛利率较低, 公司 2019 年整体毛利率水平受新增畜禽饲料业务影响而降低。

图 2: 近年来公司营收增速保持高增长



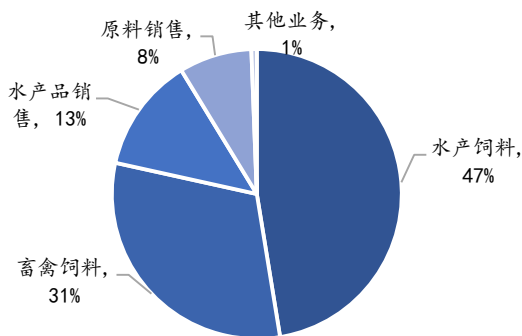
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 2020Q1-Q3 净利润受益后周期同比增长



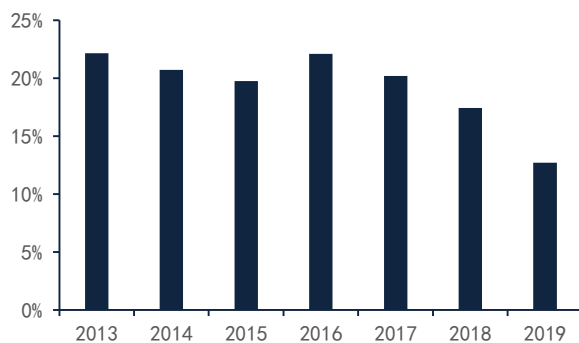
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 2019 年公司收入按产品分类



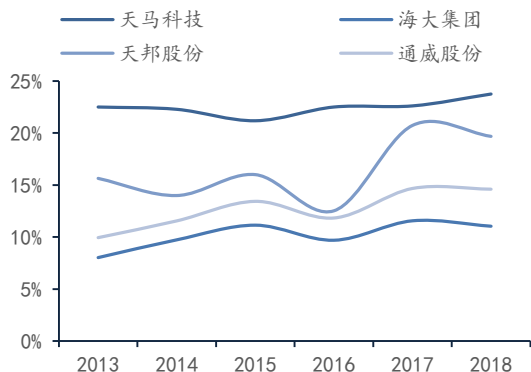
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 2019 年公司销售毛利率由于新增畜禽饲料业务下降



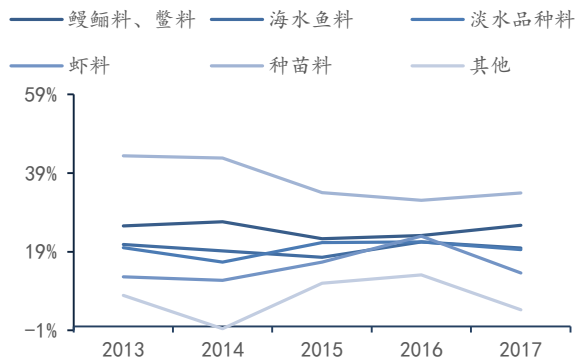
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司饲料产品毛利率相比同业保持领先优势



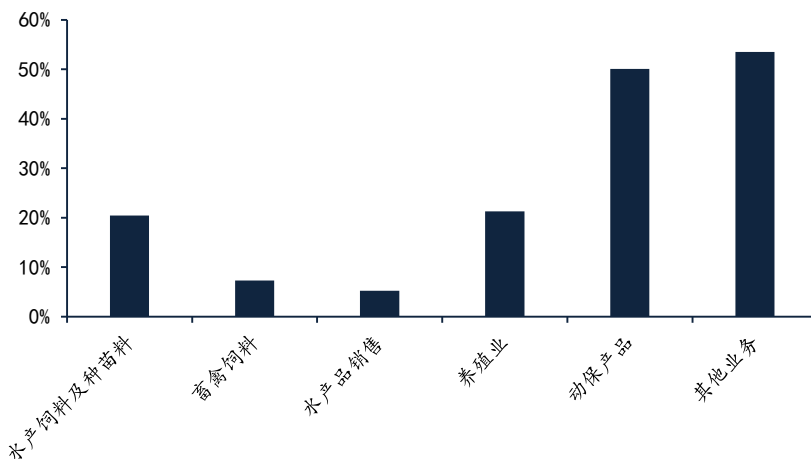
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 特种水产饲料毛利率水平较高, 保持在 25%左右



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 2019 年公司各产品毛利率水平



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 股权结构稳定, 管理层产业资源雄厚

**公司股权结构较为集中。**实控人及董事长陈庆堂直接持有公司 25.48% 的股份, 并通过福建天马投资发展有限公司(公司第二大股东)间接持有天马科技 6.90% 的股份, 合计持股 32.38%, 为公司第一大股东。公司董事郑坤、林家兴分别持股 4.52%、2.85%, 分列第三、第四大股东。

**董事长陈庆堂水产专业出身, 在水产饲料及养殖科研领域积淀深厚。**陈庆堂毕业于水产专业, 拥有博士学位, 其 2001 年同 8 名创始合伙人共同成立天马水产饲料有限公司, 并带领团队持续研发, 聚焦水产饲料及养殖领域, 2008 年填补了国内玻璃鳊饲料技术空白, 2009 年起主导天马科技与集美大学共同建设“鳊鲃现代产业技术教育部工程研究中心”, 深耕水产养殖节能减排技术研究, 2010 年获聘集美大学(水产专业强势)客座教授。同时, 公司 8 名创始合伙人均拥有鳊鱼养殖经验, 鳊鱼产业资源雄厚, 为公司发展鳊鱼养殖业务奠定良好基础。

图 9：公司股权结构较为稳定，董事长陈庆堂合计持股 32.38%



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 10：实控人陈庆堂背景简介



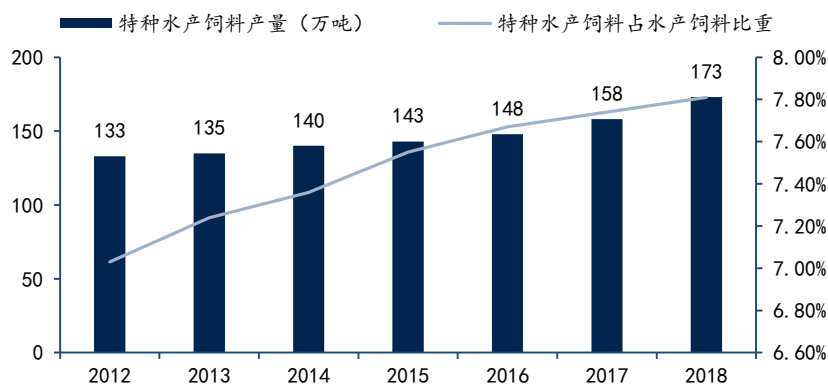
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 行业概况：饲料趋于集中，鳗鱼产业大有可为

### 特种水产饲料：需求增长强劲，普及率提升空间大

特种水产饲料市场处于快速发展期。我国特种水产配合饲料产量从 2006 年的 75 万吨增长至 2018 年的 173 万吨，年均复合增速达 7.4%，明显高于水产饲料的 5.2%。特种水产饲料占水产饲料总产量的比例也逐年提升，2018 年占比达 7.81%，特种水产饲料行业整体保持高景气。

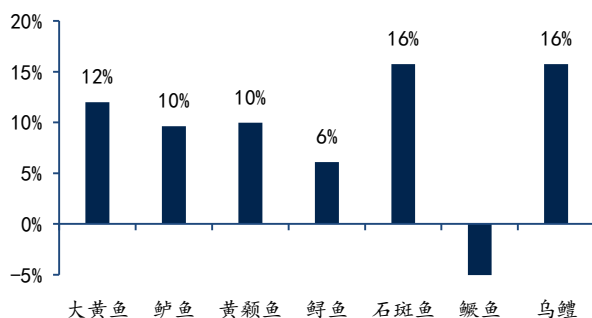
图 11：我国特种水产饲料产量及其占水产料总产量的比例逐年上升



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

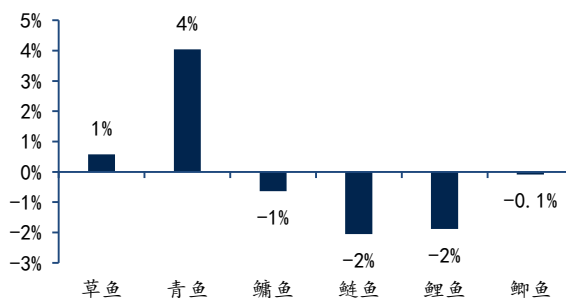
特种水产品养殖产量保持增长态势，利好特种水产饲料。特种水产品逐步替代传统水产品的消费趋势明显，消费升级带动了人们对营养丰富、肉质鲜美、刺少的特种水产品种（如鲈鱼、鳒鱼、鳊鱼、大黄鱼等）需求增加，传统家鱼（如草鱼、青鱼、鳙鱼、鲫鱼等）的消费量持续萎缩。同时，环保政策趋严，我国在长江等主要水域实施禁捕政策，特种水产品的捕捞量缩减，推动特种水产品的养殖产量增长，利好特种水产饲料的销售。

图 12：2014-2019 年特种鱼养殖产量平均 CAGR 约为 9%



资料来源：Wind、中国渔业年鉴、国信证券经济研究所整理

图 13：2014-2019 年传统家鱼养殖产量平均 CAGR 约为 -0.1%



资料来源：Wind、中国渔业年鉴、国信证券经济研究所整理

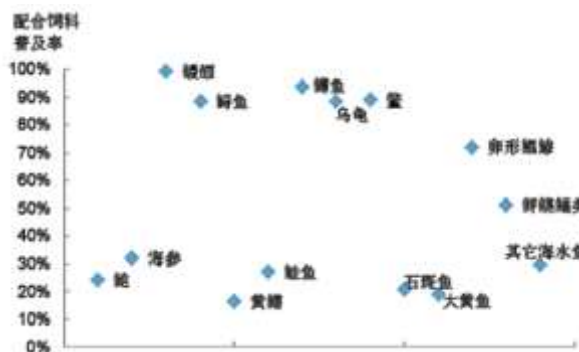
特种水产饲料需求增长强劲，普及率仍有较大提升空间。特种水产品种的传统投喂以捕捞的冰鲜鱼为主，但由于捕捞资源日益枯竭，叠加禁捕期延长，冰鲜鱼的供应趋紧且产量不定。随着技术发展，高端膨化料已能满足特种鱼投喂需求，特种水产料投喂效果好、病死率低、性价比高等优势逐步显现，养殖户们对高端膨化料需求增长强劲。2015年中国渔业年鉴的数据显示，大黄鱼、石斑鱼等特种鱼品种的饲料普及率约为20%，提升空间广阔。根据中国饲料工业协会的统计，2019年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率分别为90%、75%、25%。对标肉禽料，预计未来我国特种水产料的普及率可达90%，特种水产饲料行业整体的市场规模还有很大的增长空间。

**表 5： 高档饲料比冰鲜鱼养殖的饲料系数更低、饲料与养殖成本更低、出鱼规格更大、养殖密度更高**

养殖模式	放养密度(尾/亩)	养殖周期(天)	平均出鱼规格(斤/尾)	饲料系数	饲料成本(元/斤鱼)	养殖成本(元/斤鱼)
冰鲜养殖	5000-7000	300-360	0.8-1.2	3.5-4.2	5.6-6.7	7.6-8.7
高档饲料养殖	6000-9000	300-360	0.9-1.2	0.95-1.1	5.3-6.2	7-7.9

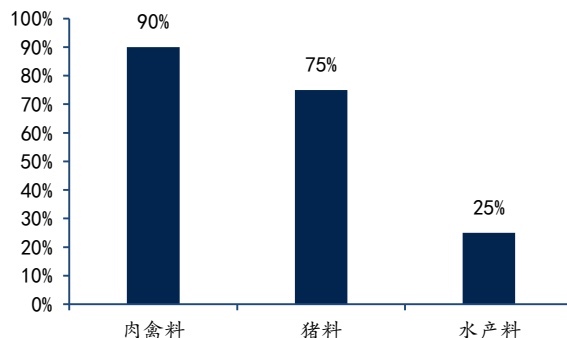
资料来源：智研咨询，以加州鲈的养殖为例、国信证券经济研究所整理和估算

**图 14： 2015 年我国特种水产配合饲料普及率**



资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所

**图 15： 2019 年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率**

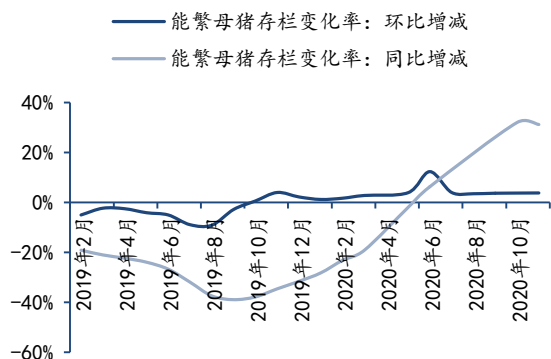


资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所

### 畜禽饲料：短期受益 畜禽产能恢复，长期整合趋势明显

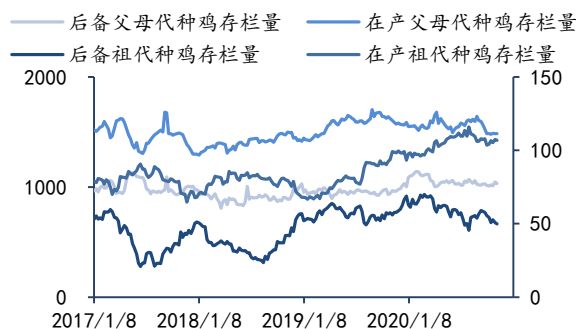
畜禽存栏提升，畜禽饲料需求好转。据农业农村部消息，全国能繁母猪和生猪存栏均实现较快增长，2020年11月份能繁母猪存栏环比增长3.8%，同比增长31.2%，已连续6个月正增长；生猪存栏环比增长4.3%，同比增长29.8%，已连续5个月正增长。禽存栏方面，2020年全国种鸡存栏（在产+后备）明显高于往年同期水平。畜禽产能恢复直接带动畜禽饲料销售的增长，2020年6月开始，仔猪料和母猪料产量的环比转正，蛋禽及肉禽饲料产量增长情况良好。

图 16: 能繁母猪存栏的同比和环比持续改善



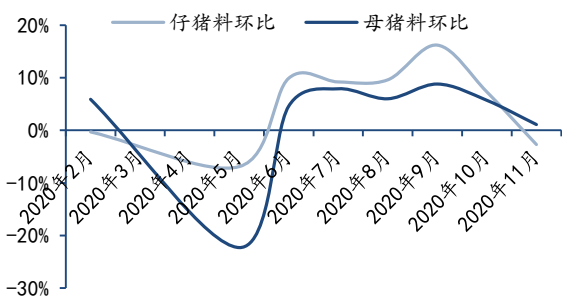
资料来源: 中国畜牧协会、国信证券经济研究所整理

图 17: 全国种鸡存栏(在产+后备)明显高于往年同期水平



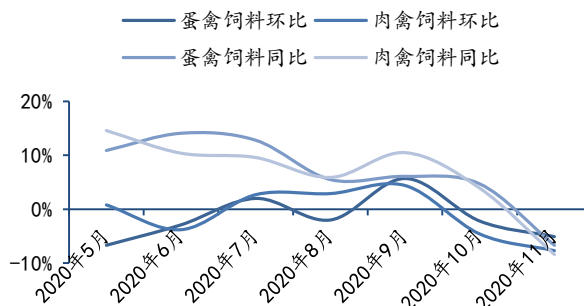
资料来源: 中国白羽鸡协会、国信证券经济研究所整理

图 18: 仔猪料和母猪料产量环比持续回升



资料来源: 中国饲料协会、国信证券经济研究所整理

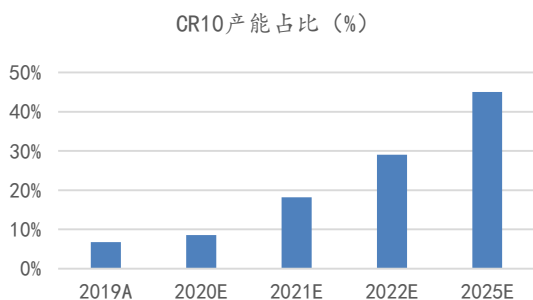
图 19: 蛋禽及肉禽饲料产量 2020 年增长情况良好



资料来源: 中国饲料协会、国信证券经济研究所整理

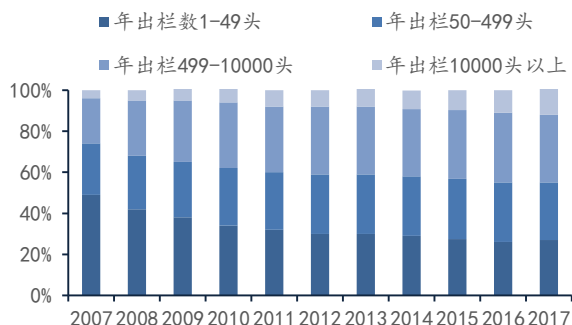
**饲料行业整合趋势明显，头部企业最为受益。**据饲料工业协会统计，单厂年产 10 万吨以上的饲料企业数量持续增加。一方面，十二五规划中指出“促进饲料企业整合”将是整个饲料行业的发展趋势，鼓励饲料企业采取兼并重组、产业联盟等形式进行整合融合，提高行业集中度。另一方面，下游养殖规模化进程加快，对于生猪养殖行业，散养户因为老龄化和养殖门槛的提升逐步退出行业，规模养殖快速集中，且规模企业相对散户防控非洲猪瘟疫情的优势明显，非瘟将加速这一趋势的完成。从上市养殖企业 2019 年出栏以及 2020-2022 年出栏预测数据来看，三年时间头部 10 家的市占率可能会从之前的 7%短期提升到 30%，到 2025 年有望提升到 40-50%，行业完成规模化进程。考虑到集中化过程中，散养户最先被淘汰，养殖专业户的规模壮大，将成为饲料企业的核心客户群体，但养殖专业户相比散养户对饲料的技术要求更高，将导致技术落后的饲料企业面临淘汰风险，饲料行业集中度也将加速提升。

图 20: 未来 5 年生猪养殖规模化会加速推进



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 规模化过程中, 散养户最先被淘汰



资料来源: 农业部、国信证券经济研究所整理

**鳗鱼: 供给确定, 需求向上, 具备消费品属性**

鳗鱼是营养价值极高的优质食用鱼类, 属于高档水产品。鳗鱼营养丰富、味道鲜美, 素有“水中软黄金”的美誉, 鳗鱼的肉质富含蛋白质、钙/铁/钾等矿物质、不饱和脂肪酸 DHA/EPA 和维生素 A、D、E, 能提供人类生长、维持生命所需的营养成分。与其他动物性食品比较, 鳗鱼的维生素 A 为牛肉的 100 倍、猪肉的 300 倍以上, 磷脂、DHA、EPA、西河洛克蛋白均高于其他水产品、肉类。长期食鳗, 对于强健体魄、增进活力极有帮助。

鳗苗是稀缺性资源, 鳗鱼产量供给有限。鳗鱼的人工繁殖仍停留在实验室阶段, 用于养殖的鳗苗完全依靠野生幼苗捕捞。作为洄游性鱼类, 鳗鱼的产卵地固定, 其需要在淡水中生长 7-10 年后再回到马里亚纳海沟的产卵场产卵, 随后, 初孵仔鱼历经半年时间的黑潮漂流逐渐靠近大陆架, 变态为通体透明的鳗苗“玻璃鳗”, 再由沿海渔民捕获, 送至鳗苗培育场、成年鳗鱼养殖场进行养殖。根据出塘成年鳗鱼规格的不同, 整体养殖周期在 12 个月到 18 个月左右。

图 22: 鳗鱼产业链梳理

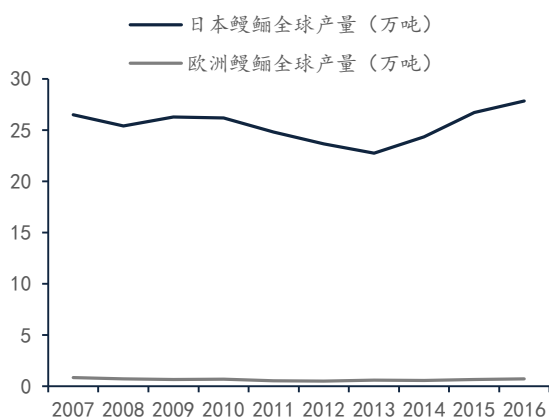


资料来源: 央视纪录片《鳗鱼的故事》、国信证券经济研究所整理

**全球鳗鱼养殖产量较为稳定。**据联合国粮农组织统计，全球鳗鱼养殖以日本鳗和欧洲鳗为主，近年来日本鳗和欧洲鳗总养殖产量较为稳定，合计约 28 万吨左右。其中，日本鳗养殖占主导地位，主要生产国是中国、日本、韩国，2016 年日本鳗全球总养殖产量为 27.8 万吨，欧洲鳗养殖总产量为 0.7 万吨。但根据我们实际调研的情况，国内实际鳗鱼养殖量仅有联合国粮农组织统计数据的一半，大概 12-15 万吨。

**鳗苗供给量有限，受气候影响波动较大。**东亚鳗苗的供给波动大，产量呈波浪式发展，主要原因有两方面：一，气候变化导致洋流方向改变，鳗苗无法从大洋深处的产卵地随洋流漂游至中国沿海；二，入海繁殖的鳗鲡亲本数量急剧下降，从 20 世纪 70 年代到 21 世纪，东亚地区成年鳗鲡年捕捞量从 2000 吨下降至 300 吨，下降幅度达 85%。

图 23: 全球日本鳗及欧洲鳗的养殖产量较为固定



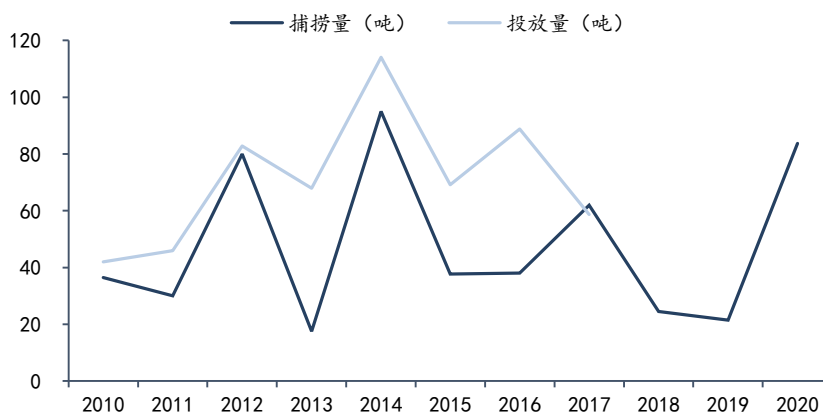
资料来源：联合国粮农组织、国信证券经济研究所整理

图 24: 日本鳗主要生产国是中国、日本、韩国



资料来源：联合国粮农组织、国信证券经济研究所整理

图 25: 东亚三国（中日韩）鳗苗总捕捞量与投放量波动较大



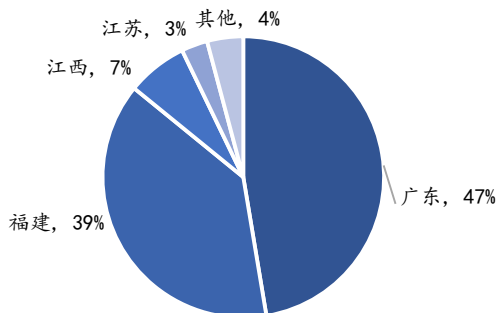
资料来源：中国鳗鱼网、国信证券经济研究所整理



我国鳊鱼养殖行业竞争格局分散，小规模养殖场的数量占绝大多数。我国现代商业化养鳊业诞生于改革开放之初，养殖总规模从1990年的年产1.5万吨开始迅速发展，到1994年突破10万吨，目前国内实际养殖量为12-15万吨。我国养鳊业主要集中在福建、广东，2017年福建、广东两省合计占有全国鳊鱼约85%产量。90年代初，凭借自然地理优势，养鳊成为福建、广东沿海部分村落的产业致富策略，延续至今。鳊鱼养殖带动当地经济，形成了一大批鳊鱼村，比如广东顺德的稔海村，全村鳊鱼养殖面积超2.5万亩，产量约2万吨，占顺德一半，占广东33%，养殖面积和产量在全国村级名列首位。鳊鱼村内多为当地人自发建立的小型养殖场，单个养殖场出口成鳊约100~300吨，产值在1000~2000万左右，体量较小。

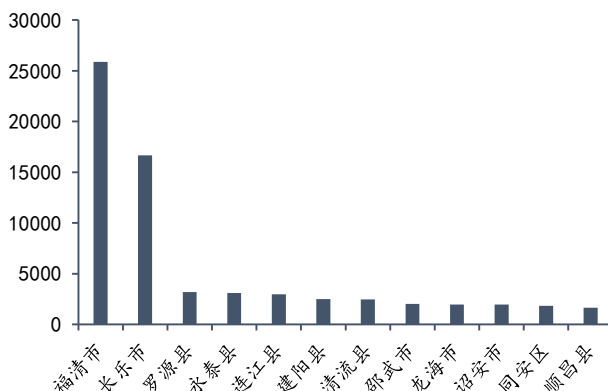
鳊鱼养殖行业正朝规模化、标准化发展。我国第一代养鳊人已从业三十年左右，而村里下一代年轻人更倾向于去城市打工，人口老龄化将促使鳊鱼散养户逐步退出行业。现今不少养殖场正积极拥抱产业转型，譬如广东台山鳊鱼产业园，通过“公司+基地+农户”合作经营产业园区的模式，推动养殖标准化规模化，已成为全世界最大养鳊基地，养殖面积超过6万亩。

图 26: 2017 年鳊鱼全国主产区分布集中在福建、广东



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

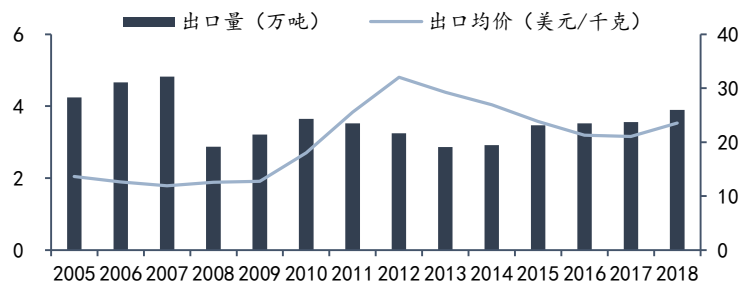
图 27: 2017 年福建省鳊鱼产量前 12 名的县市，其中，福州市占省产量的约 60%



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

日本鳊鱼消费需求旺盛，是我国鳊鱼出口的第一大目标市场。据联合国粮农组织统计，日本的鳊鱼消费需求大，每年需求量接近13万吨。蒲烧鳊鱼在日本已经风靡三百年，鳊鱼被视为水中灵物，在日本被看作盛夏消暑的最佳食品，每年7月日本“鳊鱼节”期间，日本的鳊鱼消费需求会迎来猛增。中国的烤鳊出口量近三年CAGR为4%，出口均价亦呈上升趋势。日本对我国鳊鱼进口依赖较强，2017年日本从我国的烤鳊进口量占烤鳊总进口量的98.16%。福建省占据了烤鳊出口市场的半壁江山，2018年福建省烤鳊出口量为2.0万吨，占2018年中国烤鳊出口量的51.28%。

图 28: 中国烤鳗出口量和出口均价呈上升趋势

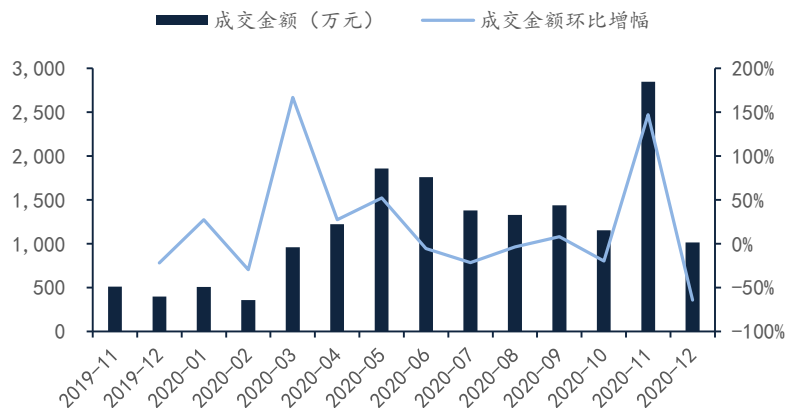


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**国内的鳗鱼消费需求增长迅速，潜在市场规模大。**据我们实际调研的情况，我国鳗鱼终端销售市场规模大概有 300 亿元，除出口的鳗鱼产品外，国内日本鳗、美洲鳗和欧洲鳗总体消费量约 6-8 万吨，近几年需求增长迅速。随着人们生活水平与消费需求的不断提高，叠加鳗鱼消费产品形态多样，销售形式多元，消费方式便捷，国内鳗鱼消费市场潜力巨大。日本的鳗鱼人均年消费量约为 1kg，远高于我国的鳗鱼人均年消费量 0.06kg，假设占中国 30%人口的消费水平较高的人群达到和日本相同的鳗鱼消费量，中国的鳗鱼潜在消费需求可达 42 万吨，国内鳗鱼消费市场仍有较大成长空间。考虑到鳗鱼产量难以满足 42 万吨的消费需求，鳗鱼价格长期向上的趋势基本确立。

**在新渠道、新需求、新营销等因素的驱动下，国内鳗鱼消费潜力有望释放。**一方面，目前国内鳗鱼消费集中在日料餐饮渠道，淘宝渠道处于成长期，销售额基数较低，增速较快。随着电商渠道壮大，叠加冷链物流普及，鳗鱼将以烤鳗形式通过电商和商超渠道销售，打破原有销售半径的限制。二，我国人民消费水平稳步提高，对“健康型、质量型”特种水产品的需求呈现上升趋势，日料在某种程度上代表着新鲜健康，原材料品质高，烤鳗在做法上也少油，符合消费者对健康、营养的需求。三，随着国产品牌营销深入，鳗鱼文化宣传范围扩大，将改变国人对鳗鱼胆固醇高的错误看法，国内鳗鱼消费潜力有望进一步释放。

图 29: 淘宝端的鳗鱼销售额快速增长 (万元)

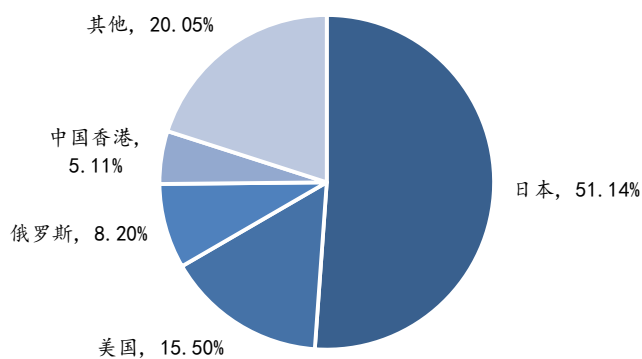


资料来源: 淘数据、国信证券经济研究所整理

### 鳗鱼加工：烤鳗出口需求高，国内烤鳗销量增速迅猛

**鳗鱼加工比例高，烤鳗需求旺盛。**国家渔业大数据统计平台显示，2019 年我国鳗鱼加工品年加工量达 12.25 万吨，占鳗鱼总产量的比例较大。从出口需求上看，鳗鱼加工品相对活鳗的需求更大，2018 年我国烤鳗出口量达 3.9 万吨，是活鳗出口量的 4.5 倍。烤鳗的主要出口国以日本、美国、俄罗斯为主，据中国水产流通与加工协会统计，对日本、美国、俄罗斯的烤鳗出口额分别占我国 2018 年烤鳗出口额的 51.14%、15.50%、8.20%。此外，国内的烤鳗消费市场也呈现兴起之势，目前烤鳗国内销量近三年年均递增 20%以上，利好鳗鱼加工行业发展。

图 30：2018 年我国烤鳗出口各地区市场占比



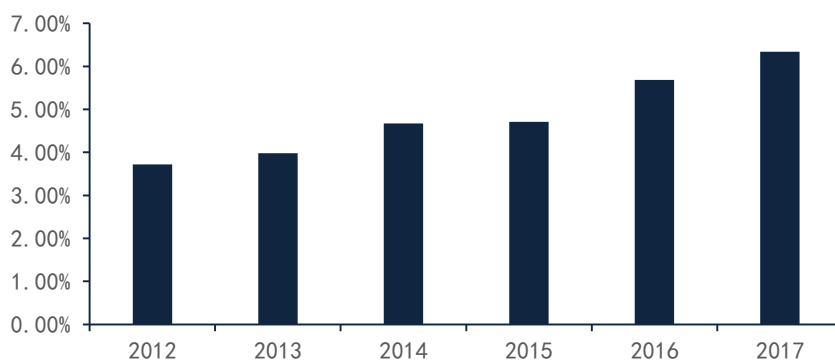
资料来源：中国水产品加工与流通协会、国信证券经济研究所整理

## 公司情况：饲料主业稳健增长，养殖食品蓄势待发

### 饲料主业稳健增长：产品品类丰富，经营稳定性高

积极推进十条鱼战略，持续做精、做强特种水产饲料。“十条鱼”战略下，公司目标在短期内做到特种水产饲料细分产品十个品种的产销量全国第一，包括鳊、大黄花、石斑鱼、鲟鱼、鲍鱼海参、鳊鱼、虾、河豚、兰子鱼、龟鳖等。公司特种水产饲料产品基本覆盖特种水产全品种及生长全周期，能充分满足养殖客户需求。2013-2017年公司特水饲料市占率持续上升，龙头优势明显。

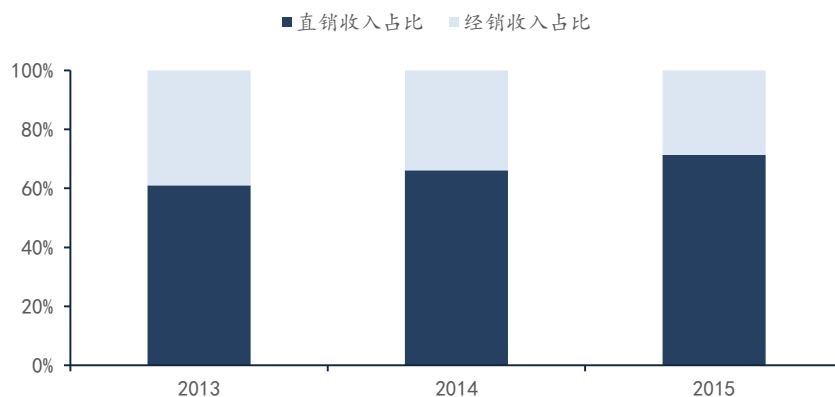
图 31：2013-2017 年公司特水饲料市占率持续上升



资料来源：公司公告、饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

重视直销客户发展，和养殖户达成利益深度绑定。公司推行渠道管理扁平化，以直销制及养殖大户经销制为主，2015年直销收入占比达71.37%。直销模式下，公司能更迅速的掌握客户需求动向，有利于与客户建立长期稳定的合作关系。经销方面，公司侧重采用养殖大户经销制，即将有实力的养殖大户培养为区域经销商，通过养殖大户对产品应用示范作用，实现品牌宣传及产品销售推广的目的，同时也和养殖大户达成利益深度绑定，进一步稳固双方的合作关系。

图 32：公司直销收入占比较大，和养殖户达成利益深度绑定



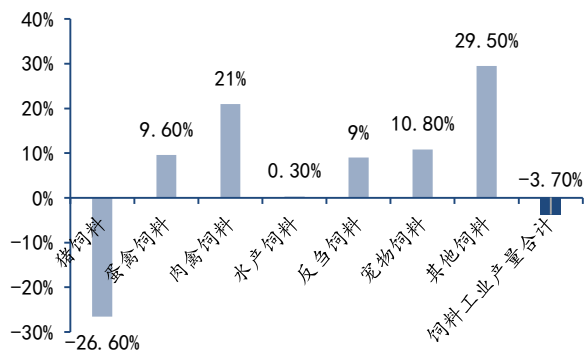
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**实施“技术+服务”策略，打造特水饲料产品核心护城河。**技术方面，公司汇聚了业内专家，聘请国内知名养殖、病害专家对养殖户进行现场技术指导，为养殖户提供最新的行业动态、养殖技术、病害防控和管理经验等方面的信息和服务，从而形成了较强的客户黏度和忠诚度。服务方面，公司对客户实施从投苗到出鱼的养殖全过程服务支持，通过提高养殖户的养殖效益，实现与客户共赢的经营理念；通过为客户提供高附加值的饲料、养殖、动保、原料贸易、信息化管理、客户支持等一站式解决方案，有效节省客户筛选供应商的时间成本及财务成本，大幅提升客户体验，增加客户粘性。技术竞争优势和服务竞争优势构成了公司特水饲料产品的核心壁垒，为公司维系老客户、开拓新客户提供了有力支持。

**布局畜禽饲料业务，卡位福建市场，享有地理优势。**2019年公司收购华龙集团72%的股权，布局畜禽饲料业务。华龙集团主要从事畜禽饲料的研发、生产与销售，是福建饲料行业排头兵，担任福建省饲料工业协会副会长单位。我们预期公司在特种水产饲料的经营经验能在畜禽饲料领域成功实现复制与推广，同时，公司畜禽饲料的核心销售地区以福建为主，享有地理优势，有望和当地企业深化合作关系，看好公司未来畜禽业务发展。

**完善的品类布局有助于公司提升经营稳定性。**畜禽及水产品作为居民主要的动物蛋白营养来源，不同品种消费存在替代效应，会受价格、疫情等因素此消彼长。相应地，养殖结构会随之调整，不同饲料品种的需求也呈现出一定程度的此起彼伏。丰富的饲料产品品类布局能提高公司经营的稳定性和抗风险能力，及时调整经营策略，灵活应对下游养殖品种产量的波动。

图 33：2019 年全国饲料工业细分品种产量同比增长率的波动较总产量更大



资料来源：饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

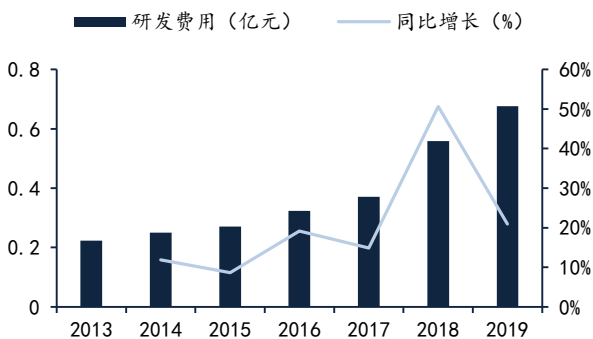
### 鳊鱼养殖势在必行：研发实力强劲，产业资源雄厚

**立足研发，鳊鱼饲料和养殖技术行业领先。**鳊鱼由于生态习性、生理特点、营养成分需求与普通水产养殖品种不同，对水质和饲料品质要求极高，是最难养好的鱼类之一。公司深耕鳊鱼饲料和养殖技术研发，致力于提高饲料性能、提升鳊鱼产量。饲料技术方面，公司开发出的种苗早期配合饲料产品，打破了日

本、韩国的长期技术垄断；玻璃鳗配合饲料等多项技术填补了国内技术空白，在行业内形成了难以逾越的技术领先优势。养殖技术方面，2009年起公司与集美大学共同建设“鳗鲡现代产业技术教育部工程研究中心”，深耕水产养殖节能减排技术研究，在国内外首创“池塘生物膜低碳养殖技术”，被农业部列入我国水产养殖节能减排技术推荐目录；目前已实现推广鳗鲡循环水养殖 15000m<sup>3</sup>、池塘生物膜低碳养殖技术推广面积约 5 万亩，普遍养殖增产 23-60%，节约饲料 13-27%，节水减排 60%以上，增收节支 10 亿元以上；公司在养殖技术研发领域取得的重大突破，为后续推进鳗鱼养殖业务奠定了良好基础。

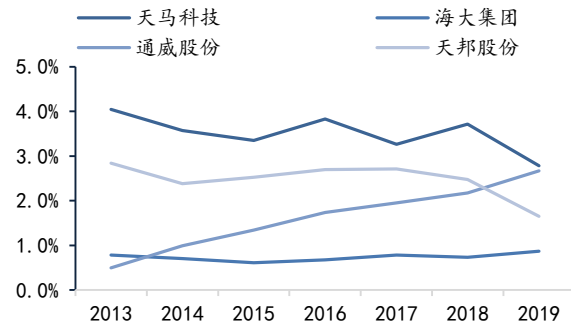
**持续加大研发投入，储备专业人才。**公司研发投入逐年加大，2019 年公司研发投入达 0.676 亿元，同比增长 20%。公司研发费用占营收比例保持在 3%至 4%，领先同业，展现了公司对研发较高的重视程度。此外，公司积极开展产学研合作，与厦门大学、上海海洋大学、集美大学、福建省农科院等多家高校和科研院所达成战略合作，并与中国科学院水生生物研究所桂建芳院士共建院士专家工作站，组建了以中国科学院院士桂建芳为主任委员、上海海洋大学、集美大学、中科院水生生物研究所等高等院校、科研院所的知名专家为委员的科技委员会。公司在研发上的多方面投入，使公司聚集了业内最强势的鳗鱼专家团队，为未来的科技战略制定、研发方向以及人才培养提供了强有力的支持，也为公司养殖业务顺利发展增添了更多确定性。

图 34: 公司研发投入持续加大



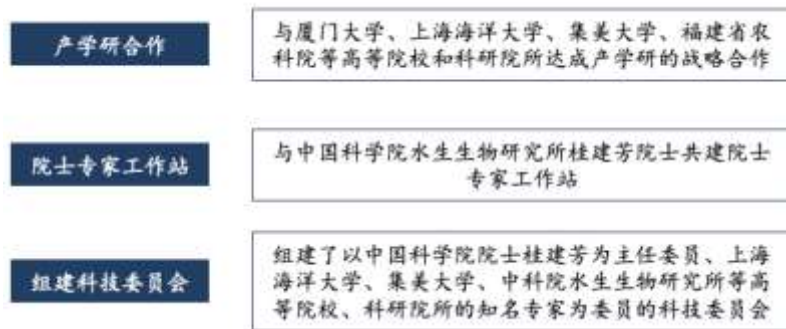
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 35: 公司研发费用占营收比例处于行业高位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 36: 公司积极开展合作研发，不断夯实研发实力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在鳊业话语权大，获得优质种苗及养殖用地的优势明显。由于鳊苗资源具有稀缺性，且鳊鱼养殖对水质要求高，因此，获得优质的鳊苗资源及水质佳的养殖用地是养殖成功的关键。公司上市前曾从事鳊鱼养殖业务，有一定养殖经验和资源的积累。一方面，公司在鳊鱼产业的话语权大，更容易获得优质的鳊苗资源。福建地区饲养的鳊鱼品种以欧洲鳊和美洲鳊为主，鳊苗资源依赖进口，且根据鳊业协会要求，进口鳊苗有配额限制，获得优质种苗的难度较大。考虑到公司董事长陈庆堂是中国渔业协会鳊业工作委员会会长，在鳊鱼产业的地位较高，公司较其他同行申请鳊苗的进口配额可能会更容易，获得优质种苗的可能性更大。另一方面，公司在养殖用地申请上的优势明显。水产养殖用地申请的难度大，近几年环保政策趋严，不少在福建省福清、长乐等沿海地区的养鳊场因不符合尾水排放的环保要求被征用退养。公司持续聚焦节水减排的鳊鱼养殖技术研究，后续开展鳊鱼养殖业务能满足环保政策要求，此外，公司依托产业优势，积极和各地政府开展鳊鱼养殖的产业合作，在当地政府的支持下，公司有望获得水源优质的养殖用地，为顺利推进鳊鱼养殖业务保驾护航。

**鳊鱼养殖经济效益可观，利润率约为 25-30%。**天马科技副总经理张蕉霖在 2017 年水产养殖网的采访中透露，鳊鱼成本主要受种苗价格影响较大，美洲鳊成本大概 6-7 万元/吨产量，欧洲鳊成本大概 6-6.5 万元/吨产量；鳊鱼价格每年波动情况也会较大，2017 年张蕉霖接受采访时，欧洲鳊 4-5P 规格鳊价格约 8.3 万元/吨，美洲鳊 4-5P 规格鳊价格约 8.5 万元/吨；总的来说，常规年景，鳊鱼养殖约有 25-30% 的利润。此外，根据我们草根调研，种苗目前价格约 3-4 元/条，历史高点曾达 10 元/条。按成鳊 3p 标准规格、种苗转换率的市场平均水平 75%-80% 计算，若种苗价格为 4 元，每吨鳊鱼产量对应的种苗成本约 1.6 万元；若种苗价格为 10 元，每吨鳊鱼产量对应的种苗成本约 4 万元。饲料、动保、人工、摊销、水电费等其他费用约 3.5 万元/吨产量。综上所述，鳊鱼养殖总成本约为 5.1~7.5 万元/吨产量，与水产养殖网的报道基本吻合。

**表 6：种苗成本测算**

种苗单价(元/条)	种苗转换率	鳊鱼规格	种苗总成本 (万元/吨产量)
4	75%	3p (每 kg3 条)	1.6
10	75%	3p (每 kg3 条)	4

资料来源：草根调研、国信证券经济研究所整理

**表 7：养殖成本测算**

成本科目	万元/吨产量
饲料(料肉比 1.6)	0.9
动保+人工+摊销+水电费	2.6
种苗	1.6-4
<b>合计</b>	<b>5.1-7.5</b>

资料来源：草根调研、国信证券经济研究所整理

公司积极开拓鳊鱼养殖，成功确定性较强。公司子公司三明天马 2020 年对外投资设立了 5 家全资孙公司布局鳊鱼养殖业务，加强了公司在鳊鱼养殖领域的实力。基于以上分析，公司具备领先技术、专业人才、优质种苗及用地的优势，

鳗鱼养殖业务开拓成功的概率较大。此外，鳗鱼供给有限，长期需求增长空间大，未来鳗鱼价格有望保持高位，公司前瞻性布局鳗鱼养殖业务，有可能受益未来鳗鱼价格上涨的市场红利。

### 鳗鱼食品未来可期：渠道与品牌共发力

**致力于鳗鱼全产业链运营，布局鳗鱼食品业务。**天马科技分别在 2018 年对外投资设立孙公司天马福荣、在 2019 年收购鳗鲡加工行业龙头公司西龙食品 90% 股权，发展以烤鳗为主的食物业务。在公司积极推进下，天马福荣“鳗鲡堂”烤鳗系列品牌、江西西龙蒲烧烤鳗系列产品已深入消费者人心；同时公司深耕水产品，天马福荣“酷鲜”系列品牌，以大黄鱼、金鲳鱼、石斑鱼等优质鱼类为原材料，开发了多种冻品水产和熟食品，致力于为消费者提供更多的优质水产食品。

**公司拥有先发优势，打造烤鳗第一品牌的战略可行性较高。**鳗鱼品牌的创立壁垒较低，国内当前没有鳗鱼食品的强势品牌，大部分消费者是通过日料店了解到烤鳗食品，零售渠道上很多烤鳗仍然是贴牌代加工，市场相对无序。因此，公司致力于对鳗鱼食品的品质标准重新定义，对鳗鱼食品的消费方式进行提升和引导，计划用三年时间来完成“做国内第一品牌”的目标。公司作为行业内少有的打造鳗鱼品牌的头部企业，有先发优势，发展鳗鱼食品业务的战略可行性较高。

**推行品牌年轻化战略，烤鳗品牌“鳗鲡堂”“鳗范”蓄势待发。**目前，天马科技旗下烤鳗产品销售进展顺利，已经出口至日本、美国、欧洲、韩国等六十多个国家和地区。品牌打造方面，公司推陈出新，以一种更贴近年轻客户的语言和方式进行营销，借助直播等流量经济，包括抖音、快手等网红带货，加大产品宣传和销售力度。同时，公司借力电商代运营，于 2020 年 7 月和谦玛网络签订“鳗鲡堂”品牌的天猫推广销售委托运营协议，有助于“鳗鲡堂”品牌的发展。此外，2020 年公司在与聚划算的合作中，孵化出年轻化品牌“鳗范”，推出新品类“鳗好的”系列酱烤鳗鱼饭，实现加热即食、携带方便的功能，符合年轻人追求“方便、美味、快捷”的消费趋势；年轻人对新品牌、新品类的接受度较高，公司制定年轻化的品牌战略，符合市场需求，看好公司品牌业务发展。



图 37: 天马科技集团联合福清市政府、阿里巴巴集团启动首届中华鳗鱼节，并揭牌“鳗范”地域品牌



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所

图 38: “鳗范”打造“鳗鱼青年”概念，呼应白领人群特征，登上知乎、微博、抖音热门话题

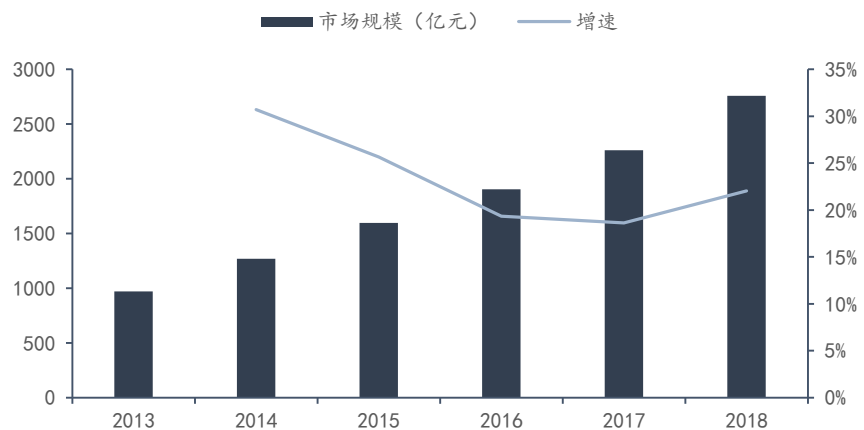


资料来源: 淘宝, 国信证券经济研究所

**发力多元化渠道，与多家大型餐饮与食品企业达成战略合作。**公司从电商、新零售、商超、中央厨房及餐饮等主流销售渠道切入进行鳗鱼食品业务布局。公司与团餐品牌健力源签署《战略合作协议》，与三全食品、益海嘉里、天成优品（农特消费品服务商，拥有永辉超市、华润万家等零售商超，朴朴、每日优鲜等生鲜电商的渠道资源）达成深度合作，打通京东自营店、天马优选商城、天猫旗舰店等线上平台，不断拓展下游渠道。

**中央厨房需求增长迅速，有望为公司连接更多优质客户。**我国中央厨房市场处于快速发展期，2018年我国中央厨房市场规模已达到2758亿元，5年复合增速为23.2%。中央厨房通过集中采购、加工与配送，帮助下游企业有效降低原材料成本，市场需求增长迅速。鳗鱼食品在中央厨房及餐饮渠道有一定可被挖掘的空间，鳗鱼可制作成清蒸鳗鱼、鳗鱼饭便当、鳗鱼寿司等料理，应用于团餐、中央厨房等渠道的熟食供应中。下游众多B端客户小而分散，如学校、事业单位、便利店等，天马科技很难直接同它们一一建立生意往来，借助中央厨房这一桥梁，天马科技有望触达更多中小客户，拓宽B端销售渠道。

图 39: 我国中央厨房市场规模快速增长



资料来源: 中研普华产业研究院、国信证券经济研究所整理

公司具备全产业链运营优势，在中央厨房及餐饮渠道竞争力较强。由于中央厨房采取集中采购的模式，进货量大，需要养殖体量大、货源稳定的专业原料生产厂家，以保证原料新鲜优质。鳗鱼业内少有像天马科技一样在饲料、养殖、食品等鳗鱼全产业链布局的鳗鱼食品供应商，可以很好地追溯产品来源，把握质量。天马科技在 2020 年 4 月、5 月分别与以北京健力源集团为代表的大型团餐集团、三全食品等达成战略合作，初步证实了其在餐饮食品渠道具备较强的竞争力。预计随着天马科技养殖与食品业务的壮大，天马科技将收获更多 B 端大型餐饮企业、食品零售客户的青睐。

表 8: 公司食品业务布局进展

时间	项目概况
2018.11	天马科技全资子公司天马水产出资设立天马福荣公司，开展水产品冷冻加工业务。
2019.02	天马水产收购西马食品 90% 股权，西龙食品。
2020.04	天马科技子公司天马食品发力线上渠道，鳗鲡堂京东自营旗舰店正式上线。
2020.04	天马食品与北京健力源签署战略合作协议。双方宣布将在餐饮及食品领域进行长期深度合作，为打通食品生产端和团餐单位、餐饮商业等消费端，开创产业融合、产销一体的发展新模式奠定了坚实基础。
2020.04	天马食品与福建天成优品供应链管理有限公司签署战略合作协议。双方宣布将在鳗鱼全系列食品营销领域进行合作，推动鳗鱼食品新零售模式，致力打造鳗鱼食品第一品牌。
2020.05	天马食品与三全食品达成合作。双方将在原料供应等方面进行深度的业务合作，推动水产、畜禽食品新发展模式。
2020.09	天马科技与建宁县政府签约鳗鱼全产业链生态绿色重点项目投资协议，计划在建宁县打造集食品深加工、特种水产生物饲料深加工、特种水产生态养殖基地、特种水产研究院、有机莲种植、加工等系列项目。
2020.09	天马科技联合福清市政府、阿里巴巴集团启动首届中华鳗鱼节，揭牌“鳗范”地域品牌，明星刘涛、唐笑直播引爆新品“鳗范”烤鳗饭抢购。

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司公布非公开发行 A 股股票预案，大力投入养殖与食品业务发展。2020 年 10 月 1 日，天马科技公布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金总额不超过 5.6 亿元，预案中表示，公司计划对鳗鱼养殖项目投资约 6.7 亿元，对食品产业基地建设项目投资约 1.6 亿元，致力于构建鳗鲡全产业链的重要环节。非公开发行将为公司带来充裕的现金流，为公司发展养殖与食品业务奠定良好的资金基础，公司在鳗鱼产业链的龙头地位有望进一步稳固。且根据公司定增预案的测算，鳗鲡养殖及食品环节均具有较高的平均盈利能力，养殖项目

的内部收益率约 17.4%，食品项目的内部收益率约 20.7%，鳗鱼养殖与食品的业务布局有望为公司打开业绩成长的新空间。

**表 9：公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案拟投资建设养殖与食品项目**

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

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 10：公司定增募投项目的经济效益分析**

项目名称	内部收益率 (税后)	静态投资回收期 (年)
<b>鳗鲡生态养殖基地建设项目 (一期)</b>		
福清星马生态养殖基地建设项目	17.39%	6.23
福清鑫鱼生态养殖基地建设项目	17.39%	6.23
永定冠马兰岗村鳗场建设项目	17.43%	6.26
<b>食品产业基地建设项目 (一期)</b>	20.67%	6.23

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提与预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**特种水产品饲料业务:** 公司在特种水产饲料领域技术领先, 鳗鲡料等十类特种鱼饲料产品竞争力强, 且市场份额上升还有较大空间, 叠加特水饲料市场规模保持增长态势, 我们预计公司的销量未来几年会逐步上升。盈利方面, 随着公司销量增长, 规模化优势显现。预计 2020-2022 年公司特种水产品饲料业务收入同比增长 18%、17%和 14%, 毛利率分别为 19.3%、19.7%和 19.6%。

**畜禽饲料业务:** 预计公司 畜禽饲料的销量 2020-2021 年直接受益生猪存栏增加, 考虑到公司以福建为核心市场, 有地理优势, 预计 畜禽饲料未来销量稳步提升。此外, 华龙集团从 2019 年 8 月开始纳入天马科技合并范围, 2019 年公司 畜禽饲料相关数据仅为 2019 年 8 月至 12 月期间发生额, 并非全年数据, 预计 2020 年公司 畜禽饲料销量同比增幅较大。盈利方面, 随着下游需求旺盛, 盈利水平将逐步提升。预计 2020-2022 年公司 畜禽饲料业务收入同比增长 134%、10%和 9%, 毛利率分别为 7.4%、7.6%和 7.6%。

**养殖业务:** 考虑到产能爬坡, 预计公司 2020-2022 年养殖规模扩张速度呈上升趋势, 对应的收入增速也加速提升。盈利方面, 公司 2020 年养殖项目处于开拓初期, 很多项目建设还未完工, 尚未形成稳定的经营与销售模式, 盈利水平可能较低; 预计 2021-2022 年伴随产能扩大, 规模效应显现, 公司养殖业务的盈利水平将稳步提升。预计 2020-2022 年养殖业务收入同比增长 25%、30%和 35%, 毛利率分别为 1%、2%和 4%。

**水产品销售业务:** 考虑到 2020 年公司对食品业务才开始加大投入, 推广效果还未明显显现, 2020 年收入增长应该较缓; 随着公司对鳗鱼食品营销宣传力度的加大和电商、团餐等下游渠道的拓展, 预计 2021 和 2022 年公司鳗鱼销量将快速上升, 收入稳步增长。盈利方面, 由于初期推广费用可能较高, 预计公司水产品销售的盈利水平在 2020 和 2021 年将略有下滑, 2022 年开始好转。预计 2020-2022 年公司水产品销售业务收入同比增长 1%、27%和 26%, 毛利率分别为 6%、6%和 7%。

表 11: 公司主要业务经营预测 (单位: 百万元, %)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
特种水产饲料收入	982	1048	1152	1357	1594	1822
YOY	19%	7%	10%	18%	17%	14%
毛利率	22.61%	23.75%	20.41%	19.27%	19.73%	19.55%
畜禽饲料收入			753.5	1760	1942	2118
YOY				134%	10%	9%
毛利率			7.32%	7.43%	7.56%	7.58%
养殖收入			10.84	14	18	24
YOY				25%	30%	35%
毛利率			21.29%	1.00%	2.00%	4.00%
水产品销售收入		108.36	311.31	314	399	504
YOY			187%	1%	27%	26%
毛利率		3.38%	5.25%	6.12%	6.58%	6.98%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

**表 12: 未来 3 年利润表预测**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2428	3687	4236	4794
营业成本	2119	3263	3714	4193
营业税金及附加	6	12	14	15
销售费用	52	122	139	146
管理费用	83	140	159	165
财务费用	23	(10)	26	33
投资收益	(5)	(12)	(5)	8
资产减值及公允价值变动	2	(6)	(5)	(3)
其他收入	(57)	0	0	0
营业利润	86	142	174	247
营业外净收支	(1)	(6)	3	1
利润总额	85	136	177	247
所得税费用	9	21	27	36
少数股东损益	19	30	40	55
归属于母公司净利润	57	85	111	156

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.85/1.10/1.56 亿元, EPS 分别为 0.25/0.33/0.46 元。

### 盈利预测的敏感性分析

#### 盈利预测情景分析

**表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,506	2,428	3,699	4,256	4,823
(+/-%)	32.5%	61.2%	52.3%	15.1%	13.3%
净利润(百万元)	74	57	107.37	136.67	186.35
(+/-%)	-19.1%	-22.7%	88.8%	27.3%	36.3%
摊薄 EPS	0.25	0.17	0.32	0.40	0.55
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,506	2,428	3,687	4,236	4,794
(+/-%)	32.5%	61.2%	51.8%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	74	57	84.71	110.53	156.14
(+/-%)	-19.1%	-22.7%	49.0%	30.5%	41.3%
摊薄 EPS(元)	0.25	0.17	0.25	0.33	0.46
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	1,506	2,428	3,674	4,216	4,766
(+/-%)	32.5%	61.2%	51.3%	14.8%	13.0%
净利润(百万元)	74	57	62.30	84.73	126.38
(+/-%)	-19.1%	-22.7%	9.6%	36.0%	49.2%
摊薄 EPS	0.25	0.17	0.18	0.25	0.37
总股本(百万股)	297	300	340	340	340

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 9.5-10.3 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

### 盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来鳗鱼养殖以及水产品销售业务的进度，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司鳗鱼养殖产量过于乐观，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、公司水产品销售项目如果出现宣传投入较大，但利润不及预期，可能会整体拖累业绩表现。

### 原材料价格波动的风险

公司原材料成本占总成本的比例较高，其中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，原材料价格波动对饲料企业效益影响较大。例如鱼粉价格会受海洋气候影响导致渔业资源衰减、主要鱼粉生产国捕捞配额下降、农作物欠收、期货及短期市场投机炒作等因素影响，而原材料的价格上涨及波动将对生产成本会带来较大的压力和风险。

### 自然灾害、大规模不可控疫情爆发的风险

饲料行业主要服务于下游养殖业，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。例如暴雨、台风对养殖水体环境造成危害，引发水质变化、病害高发、沿海养殖池及深海网箱损毁，致使水产养殖动物大量死亡和流失，将会导致市场对公司产品需求减少，对公司经营和发展带来不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	347	465	454	422	营业收入	2428	3687	4236	4794
应收款项	429	872	975	1064	营业成本	2119	3263	3714	4193
存货净额	753	1171	1325	1405	营业税金及附加	6	12	14	15
其他流动资产	71	247	424	384	销售费用	52	122	139	146
<b>流动资产合计</b>	<b>1678</b>	<b>2878</b>	<b>3303</b>	<b>3397</b>	管理费用	83	140	159	165
固定资产	754	868	989	1081	财务费用	23	(10)	26	33
无形资产及其他	172	165	158	152	投资收益	(5)	(12)	(5)	8
投资性房地产	91	91	91	91	资产减值及公允价值变动	2	(6)	(5)	(3)
长期股权投资	31	41	61	81	其他收入	(57)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2726</b>	<b>4043</b>	<b>4602</b>	<b>4802</b>	营业利润	86	142	174	247
短期借款及交易性金融负债	177	678	979	972	营业外净收支	(1)	(6)	3	1
应付款项	954	1684	1873	1967	<b>利润总额</b>	<b>85</b>	<b>136</b>	<b>177</b>	<b>247</b>
其他流动负债	152	207	236	309	所得税费用	9	21	27	36
<b>流动负债合计</b>	<b>1283</b>	<b>2569</b>	<b>3088</b>	<b>3247</b>	少数股东损益	19	30	40	55
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>57</b>	<b>85</b>	<b>111</b>	<b>156</b>
其他长期负债	44	49	59	61					
<b>长期负债合计</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1327</b>	<b>2617</b>	<b>3147</b>	<b>3308</b>	净利润	57	85	111	156
少数股东权益	254	261	269	279	资产减值准备	(12)	0	0	0
股东权益	1146	1165	1187	1215	折旧摊销	46	86	99	112
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2726</b>	<b>4043</b>	<b>4602</b>	<b>4802</b>	公允价值变动损失	(2)	6	5	3
					财务费用	23	(10)	26	33
关键财务与估值指标					营运资本变动	62	(246)	(206)	40
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	13	7	8	10
每股收益	0.17	0.25	0.33	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>164</b>	<b>(62)</b>	<b>17</b>	<b>321</b>
每股红利	0.15	0.19	0.26	0.38	资本开支	(341)	(199)	(219)	(200)
每股净资产	3.37	3.43	3.49	3.58	其它投资现金流	(77)	(46)	(1)	3
ROIC	11%	8%	9%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(449)</b>	<b>(255)</b>	<b>(240)</b>	<b>(217)</b>
ROE	5%	7%	9%	13%	权益性融资	(52)	0	0	0
毛利率	13%	11%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	4%	5%	6%	支付股利、利息	(51)	(66)	(88)	(128)
EBITDA Margin	9%	6%	7%	8%	其它融资现金流	236	501	301	(7)
收入增长	61%	52%	15%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>435</b>	<b>213</b>	<b>(135)</b>
净利润增长率	-23%	49%	30%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>(204)</b>	<b>118</b>	<b>(11)</b>	<b>(32)</b>
资产负债率	58%	71%	74%	75%	货币资金的期初余额	551	347	465	454
息率	2.0%	2.6%	3.5%	5.1%	货币资金的期末余额	347	465	454	422
P/E	44.2	29.7	22.7	16.1	企业自由现金流	(82)	(231)	(147)	187
P/B	2.2	2.2	2.1	2.1	权益自由现金流	153	278	132	151
EV/EBITDA	17.9	21.7	18.3	15.1					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032