

农林牧渔

2022年06月13日

天马科技 (603668)

——高目标、长周期绑定员工权益，鳊鱼养殖巨头正式启航

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2022 年员工持股计划。**6月13日晚，公司发布《2022年员工持股计划(草案)》，拟授予股份 688.78 万股，参与持股计划的员工包括公司所有董监高（不含独立董事），总人数不超过 295 人。
- **高解锁目标、高授予价格，绑定核心员工利益，彰显公司发展信心。**本员工持股计划存续期为 60 个月，分四期解锁，每期解锁的比例分别为 25%、25%、25%、25%。考核指标直接拟定为净利润目标，具体为 2022 至 2025 年实现归属于上市公司股东净利润不低于 3 亿、6 亿、8 亿、10 亿元人民币（已考虑股份支付费用）。若以公司 2021 年归母净利润为基数，解锁目标业绩 2022-2025 年历年业绩增速为 257%/100%/33%/25%。2021-2025 年 CAGR 达到 85.8%。拟授予价格按 9 元/股，高于回购价格（8.7 元/股），亦高于公告日前一交易日及前 20、60、120 日均价的 5 折。高利润增速考核以及相对较高的授予价格，彰显公司对未来发展的坚定信心。
- **公司高标准入局鳊鱼养殖，出塘规模快速增长、业绩持续兑现可期。**2021 投苗季，公司开始入局鳊鱼养殖行业，并于 2021Q4 实现首批出鱼。2022 年一季度，公司业绩同比 +108%，实现鳊鱼外销 890 吨，实现营业收入约 8670 万元，取得毛利润约 3645 万元，鳊鱼养殖带来的业绩高弹性初步兑现。2022 年后续季度公司鳊鱼出塘规模仍将逐季抬升，预计 Q2 实现鳊鱼出塘约 1500 吨，下半年鳊鱼销售约 5500 吨，全年销售量在 8000 吨左右。与此同时，公司 2022 投苗季投苗规模亦保持了快速增长，截至一季度末鳊苗入池量超过 5000 万尾，4、5 月份仍维持投苗节奏，预计 2022 投苗季公司投苗规模将超过 6000 万尾，同比实现翻倍以上增长。有望支撑公司 2023 年鳊鱼出塘规模超过 1.5 万吨，助力公司业绩维持高速增长。
- **看好公司鳊鱼养殖业务持续兑现，维持盈利预测，维持“买入”评级。**由于鳊鱼供给完全依赖于天然捕捞，鳊苗捕捞量波动对鳊鱼价格涨跌将造成明显影响，叠加 1-1.5 年的养殖周期，2022 捕捞季东亚地区苗获较 2021、2020 年同期有明显下滑，从供给端支持 2022-2023 鳊鱼价格景气上行。伴随国内疫情的逐步好转，消费场景的逐步恢复，我们看好鳊鱼价格在 2022H2 恢复上涨趋势。而由于公司 2022 年内季度间销售节奏呈“前低后高”，70%鳊鱼将集中于下半年出塘。2022H2 公司鳊鱼养殖业务有望迎来量价齐升。维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现营业收入 65.9、78.9、91.2 亿元，实现归母净利润 3.5、5.9、6.9 亿元，当前股价对应 PE 19X、11X、9X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**鳊鱼价格大幅波动；鳊苗投放量低于预期；饲料原材料价格大幅上涨。

市场数据： 2022年06月13日	
收盘价(元)	15.05
一年内最高/最低(元)	15.45/6.8
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	6091
上证指数/深证成指	3255.55/11999.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年03月31日	
每股净资产(元)	4.33
资产负债率%	59.27
总股本/流通 A 股(百万)	436/405
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天马科技(603668)点评：饲料主业稳健，鳊鱼养殖高成长逐步兑现》
2022/04/14

《天马科技(603668)点评：主业稳健增长，鳊鱼养殖开始兑现业绩增量》
2022/04/07

证券分析师

朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com
赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com

研究支持

盛瀚 A0230120070004
shenghan@swsresearch.com

联系人

盛瀚
(8621)23297818×转
shenghan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,419	1,469	6,586	7,892	9,120
同比增长率(%)	48.9	54.8	21.5	19.8	15.6
归母净利润(百万元)	84	38	348	589	694
同比增长率(%)	21.2	108.6	317.0	68.9	17.9
每股收益(元/股)	0.19	0.09	0.80	1.35	1.59
毛利率(%)	10.2	11.4	15.3	18.6	18.4
ROE(%)	4.5	2.0	15.8	21.1	19.9
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,640	5,419	6,586	7,892	9,120
其中: 营业收入	3,640	5,419	6,586	7,892	9,120
减: 营业成本	3,233	4,866	5,579	6,425	7,440
减: 税金及附加	7	11	13	16	18
主营业务利润	400	542	994	1,451	1,662
减: 销售费用	55	66	80	96	111
减: 管理费用	105	135	164	197	227
减: 研发费用	86	100	121	145	168
减: 财务费用	6	42	74	84	64
经营性利润	149	200	555	929	1,092
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-22	-30	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-2	-1	0	0	0
加: 投资收益及其他	2	-7	-4	-1	2
营业利润	127	161	551	928	1,094
加: 营业外净收入	0	-3	0	0	0
利润总额	127	159	551	928	1,094
减: 所得税	18	27	86	143	168
净利润	109	132	465	785	925
少数股东损益	40	48	116	196	231
归属于母公司所有者的净利润	69	84	348	589	694
全面摊薄总股本	340	436	436	436	436
每股收益 (元)	0.20	0.22	0.80	1.35	1.59

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。