

鳗鱼销量超预期，下半年景气度再上行

天马科技 2022 半年度业绩预告点评

核心观点

- **公司披露 2022 年半年度业绩预告公告：**公司预计 2022 年上半年实现归母公司净利润 1.50 亿元，同比增长 147.06%。预计实现扣非后的归母净利润 1.47 亿元，同比增长 167.29%。经测算，公司 Q2 实现归母净利润 1.12 亿元，环比增长 191%。
- **鳗鱼外销量超预期，盈利能力有保持。**2022H1 公司对外销售商品鳗约 3390.85 吨，其中一季度对外销量为 890.34 吨，二季度对外销量约 2500.51 吨，环比增长 180.85%。上半年鳗鱼养殖毛利率约为 41.32%，较一季度微降 0.72pct，主要是因为二季度出鱼规格变大且鳗鱼外销价格有所下降。据中国鳗鱼网，3p 日本鳗 Q2 均价 10.5 万元/吨，环比-5.1%，3p 美洲鳗 Q2 均价 9.7 万/吨，环比-2.4%；2p 日本鳗均价为 8 万/吨，环比-5.3%，2p 美洲鳗均价为 7.7 万/吨，环比-4.6%。
- **行业景气度向上，看好公司中长期发展。**公司按照既定战略规划布局鳗鲟数智化全产业链，在福建、广东、江西、广西、湖南和湖北等六省有力有序推进万亩产业基地项目建设，产能逐步释放。年初公司目标商品鳗出塘量为 8000 吨，至今公司外销量已完成全年目标的 42%，下半年出鱼 5000 吨难度不大。且随 22 年鳗苗捕捞季结束，鳗苗供给确定性减少（同比减少 22%），鳗鱼价格有望止跌反弹，叠加后疫情需求逐步恢复，公司下半年业绩有望更上一层楼。
- **员工持股绑定，彰显公司信心。**报告期内，公司发布《2022 年员工持股计划》，本次员工持股计划授予价格 9 元/股，为本员工持股计划草案公告前 20 个交易日公司股票交易均价 13.58 元/股的 66.27%。所获标的股票分四期解锁，每期解锁比例均为 25%。考核指标为 2022-2025 年实现归属于上市公司股东的净利润分别不低于 3 亿、6 亿、8 亿、10 亿元人民币。高考核指标及高授予价格彰显公司未来发展信心。

盈利预测与投资建议

- 22 年上半年公司鳗鱼外销量超预期。在 21-22 年鳗苗欠收的背景下，我们预计 22 年下半年鳗鱼价格有望景气向上，公司销售节奏前低后高，因此上调鳗鱼年度外销量，但考虑到公司出塘鳗鱼规格增大，且下半年出塘以美洲鳗为主，对此我们下调鳗鱼单吨价格。从而预计 2022-2024 年公司归母净利润 3.39/6.58/8.89 亿元（原预测 3.11/5.73/8.18 亿元），同比增加 306.2%、93.8%、35.2%。参考可比公司 22 年估值水平，给予公司 27xPE，目标价 21.01 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、鳗苗供给风险、鳗鱼价格波动风险、食品安全风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,640	5,419	7,382	8,734	9,956
同比增长(%)	49.9%	48.9%	36.2%	18.3%	14.0%
营业利润(百万元)	127	161	467	842	1,117
同比增长(%)	48.4%	27.0%	189.5%	80.3%	32.7%
归属母公司净利润(百万元)	69	84	339	658	889
同比增长(%)	21.3%	21.2%	306.2%	93.8%	35.2%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.78	1.51	2.04
毛利率(%)	11.2%	10.2%	13.3%	17.2%	18.4%
净利率(%)	1.9%	1.5%	4.6%	7.5%	8.9%
净资产收益率(%)	5.8%	5.4%	16.6%	25.5%	26.5%
市盈率	125.8	103.8	25.5	13.2	9.8
市净率	7.1	4.7	3.9	3.0	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月11日）	19.88 元
目标价格	21.01 元
52 周最高价/最低价	21.53/6.79 元
总股本/流通 A 股（万股）	43,616/40,470
A 股市值（百万元）	8,671
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 07 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.84	31.83	33.7	168.66
相对表现	1.39	34.96	34.1	191.41
沪深 300	-3.23	-3.13	-0.4	-22.75



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn

相关报告

纵深鳗鱼产业链，聚焦规模养殖：天马科技首次覆盖报告 2022-05-22

相关报告

纵深鳗鱼产业链，聚焦规模养殖：天马科技首次覆盖报告 2022-05-22

投资建议

22年上半年公司鳊鱼外销量超预期。在21-22年鳊苗欠收的背景下，我们预计22年下半年鳊鱼价格有望景气向上，公司销售节奏前低后高，下半年鳊鱼外销量将进一步增加。但考虑到公司出塘鳊鱼规格增大，且下半年出塘以美洲鳊为主，对此我们下调鳊鱼单吨价格。从而预计2022-2024年公司归母净利润3.39/6.58/8.89亿元（原预测3.11/5.73/8.18亿元），同比增加306.2%、93.8%、35.2%。参考可比公司22年估值水平，给予公司27xPE，目标价21.01元，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2022/7/11	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
海大集团	002311.SZ	63.00	0.96	1.59	2.76	3.62	65.57	39.57	22.85	17.40
禾丰股份	603609.SH	10.16	0.13	0.52	1.10	1.54	78.53	19.46	9.25	6.61
大北农	002385.SZ	7.84	-0.11	0.06	0.53	0.58	-73.73	125.04	14.67	13.56
新希望	000876.SZ	17.47	-2.13	-0.28	1.35	1.69	-8.21	-63.44	12.93	10.36
佳沃食品	300268.SZ	32.97	-1.66	1.49	2.45	3.62	-19.90	22.10	13.47	9.11
调整后平均							12.00	27.00	14.00	11.00

数据来源: Wind, 东方证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险

公司的原材料主要包括鱼粉、其他蛋白（如豆粕、花生粕、菜粕等）、淀粉类（如淀粉、面粉等）。原材料价格上涨可能抬升公司成本，进而影响公司饲料业务和养殖业务的盈利水平。

鳊苗供给风险

鳊苗人工繁育难度大，目前只能靠天然捕捞，容易受资源量、气候、自然灾害等因素影响。若行业鳊鱼捕捞量明显减少，可能导致鳊苗价格高涨，抬高公司成本，同时影响公司实际投苗量。

鳊鱼产量及价格波动风险

鳊鱼实际产量容易受动物疫病影响。鳊苗的供给情况以及鳊鱼的国内、出口需求共同决定了商品鳊的价格。鳊鱼产量和价格会对公司的鳊鱼养殖业务产生较大影响。如果鳊鱼价格大幅下跌或产量不及预期，将导致公司盈利水平下降。

食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	501	571	778	920	1,049	营业收入	3,640	5,419	7,382	8,734	9,956
应收票据、账款及款项融资	596	555	890	1,055	1,201	营业成本	3,233	4,866	6,399	7,229	8,120
预付账款	188	148	257	332	332	营业税金及附加	7	11	15	17	20
存货	634	1,201	1,580	1,784	2,004	销售费用	55	66	80	111	118
其他	76	86	87	92	103	管理费用及研发费用	190	235	338	425	461
流动资产合计	1,994	2,561	3,592	4,183	4,690	财务费用	6	42	62	87	95
长期股权投资	17	20	20	20	20	资产、信用减值损失	23	32	24	22	21
固定资产	773	1,492	2,029	2,717	3,332	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	204	350	551	720	712	投资净收益	(16)	(19)	(13)	(16)	(16)
无形资产	177	216	211	205	200	其他	18	12	16	15	14
其他	139	502	376	372	371	营业利润	127	161	467	842	1,117
非流动资产合计	1,309	2,580	3,187	4,035	4,635	营业外收入	6	1	3	3	2
资产总计	3,303	5,141	6,778	8,218	9,325	营业外支出	6	4	4	5	4
短期借款	585	783	1,047	1,162	779	利润总额	127	159	466	840	1,115
应付票据及应付账款	954	1,228	1,751	1,901	2,179	所得税	18	27	65	117	155
其他	155	231	174	209	206	净利润	109	132	401	723	960
流动负债合计	1,694	2,242	2,972	3,272	3,164	少数股东损益	40	48	61	65	71
长期借款	53	464	984	1,400	1,656	归属于母公司净利润	69	84	339	658	889
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.19	0.78	1.51	2.04
其他	51	214	144	144	144						
非流动负债合计	104	678	1,128	1,544	1,800	主要财务比率					
负债合计	1,798	2,920	4,100	4,817	4,963		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	286	369	431	496	567	成长能力					
实收资本(或股本)	340	436	436	436	436	营业收入	49.9%	48.9%	36.2%	18.3%	14.0%
资本公积	366	822	885	885	885	营业利润	48.4%	27.0%	189.5%	80.3%	32.7%
留存收益	503	586	926	1,584	2,473	归属于母公司净利润	21.3%	21.2%	306.2%	93.8%	35.2%
其他	10	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,505	2,221	2,678	3,401	4,361	毛利率	11.2%	10.2%	13.3%	17.2%	18.4%
负债和股东权益总计	3,303	5,141	6,778	8,218	9,325	净利率	1.9%	1.5%	4.6%	7.5%	8.9%
						ROE	5.8%	5.4%	16.6%	25.5%	26.5%
						ROIC	6.1%	5.9%	11.0%	15.0%	16.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	54.4%	56.8%	60.5%	58.6%	53.2%
净利润	109	132	401	723	960	净负债率	9.2%	33.9%	47.2%	48.6%	32.0%
折旧摊销	65	79	139	194	255	流动比率	1.18	1.14	1.21	1.28	1.48
财务费用	6	42	62	87	95	速动比率	0.80	0.61	0.68	0.73	0.85
投资损失	16	19	13	16	16	营运能力					
营运资金变动	(196)	(267)	(313)	(286)	(124)	应收账款周转率	6.5	8.3	9.0	8.0	7.9
其它	407	224	70	22	21	存货周转率	4.7	5.3	4.6	4.3	4.3
经营活动现金流	407	229	372	757	1,223	总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
资本支出	(290)	(960)	(868)	(1,043)	(855)	每股指标(元)					
长期投资	(14)	(19)	0	0	0	每股收益	0.16	0.19	0.78	1.51	2.04
其他	19	(5)	(13)	(16)	(16)	每股经营现金流	1.20	0.53	0.85	1.74	2.80
投资活动现金流	(285)	(985)	(882)	(1,059)	(871)	每股净资产	2.79	4.24	5.15	6.66	8.70
债权融资	54	486	453	416	255	估值比率					
股权融资	(1)	553	63	0	0	市盈率	125.8	103.8	25.5	13.2	9.8
其他	(34)	(198)	201	28	(479)	市净率	7.1	4.7	3.9	3.0	2.3
筹资活动现金流	20	841	717	444	(223)	EV/EBITDA	47.2	33.1	14.0	8.3	6.4
汇率变动影响	2	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	70.0	45.9	17.6	10.1	7.7
现金净增加额	144	83	207	142	129						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn