

公司深度报告

2022年07月26日



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

立足饲料布局鳗鱼，成长空间不断打开 ——天马科技（603668.SH）首次覆盖报告

核心观点

国内饲料龙头企业，多业务协同发展。公司是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一，2021年全年总营收54.19亿元，同比增长48.87%；归母净利润0.84亿元，同比增长21.74%。从收入结构上看，2021年公司主营业务畜禽饲料和特水饲料收入占比分别为63.31%和28.38%。自2017年，公司积极开拓畜禽饲料、养殖及食品加工等业务，实现多业务协同发展。公司新开发的鳗鲡养殖项目进展良好，已于2021年四季度首次出鱼，48.11%的高毛利率有望带动公司整体毛利率上升。

饲料市场空间大集中度低，公司有望加速成长。水产饲料方面，受水产养殖行业的增长所驱动，需求表现旺盛，根据《“十四五”推进农业农村现代化规划》，2025年水产品年产量有望达到6900万吨，将进一步带动水产饲料行业规模的增长；特种水产饲料方面，据《中国饲料工业年鉴》，2016年国内特种水产配合饲料产量为143万吨，2020年提升至197万吨，2016-2020年CAGR为6.6%，未来随着水产配合料的持续推广，特种水产饲料成长空间依然较大；畜禽饲料方面，生猪生产持续恢复叠加家禽存栏处于高位，拉动饲料行业增长，同时随着饲料行业加速整合，公司有望收获更多市场份额；鳗鱼养殖方面，随着疫情好转带动海内外需求修复，以及国内鳗鱼饮食文化不断普及，行业有望迎来量价齐升扩容红利。

立足饲料布局鳗鱼全产业链，公司业务版图持续完善。公司持续构建完整产业链和现代农业综合服务体系，产品涵盖全产业链，打通“饲料、养殖、食品”三大主营业务。且鳗鱼养殖有望带来新的利润增长点，2021年四季度公司漳州诏安工厂化养殖基地和广东生态智慧养殖基地已首批出鱼成功，新增养殖销售收入6440.68万元，毛利率为48.11%。2022年4月台山海宴5000亩养殖基地顺利出鱼，白鸽山万亩产业基地正式投产。同时公司通过收购畜禽饲料板块公司，业务版图持续完善。

投资建议

我们预计公司2022-2024年收入分别为67.36/82.21/98.45亿元，归母净利润分别为3.02/5.21/7.14亿元，对应2022-2024年EPS分别为0.69/1.19/1.64元。基于2022年7月26日收盘价21.59元，对应PE分别为31x/18x/13x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

自然灾害、疫病等下游行业不利因素；原材料价格波动；技术外泄；食品安全问题。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	6735.70	8221.03	9844.51
增长率(%)	48.88	24.30	22.05	19.75
归母净利润	83.57	301.80	520.57	713.51
增长率(%)	21.21	261.15	72.49	37.06
EPS(元/股)	0.22	0.69	1.19	1.64
市盈率(P/E)	57.05	31.20	18.09	13.20
市净率(P/B)	2.96	4.43	3.57	2.82

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 注: 以上数据基于2022年7月26日收盘价计算。

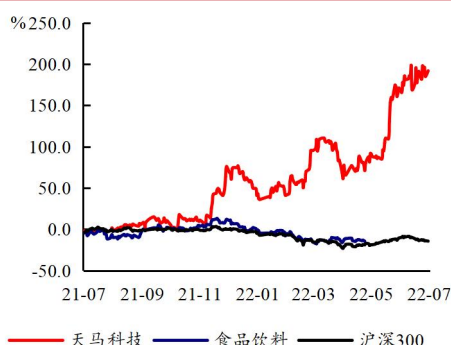
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@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(%)	59.27
每股净资产(元)	3.65
市净率(倍)	5.74
净资产收益率(加权)	1.50
12个月内最高/最低价	21.41/6.92

相关研究

正文目录

1. 公司概况：国内特种水产饲料龙头企业	4
1.1. 成立 20 余载，深耕特种水产料	4
1.2. 股权结构清晰，管理层行业经验丰富	5
1.3. 业绩持续增长，多业务协同发展	6
2. 行业分析：饲料竞争格局分散，头部企业优势提升	8
2.1. 水产饲料：水产养殖持续增长，市场潜力大	8
2.2. 特水饲料：渗透率低，市场提升空间大	9
2.3. 畜禽饲料：集中度低，行业加速整合	10
2.4. 鳗鱼养殖：行业遇变革，蕴藏较大机遇	11
3. 竞争优势：立足饲料，布局鳗鱼全产业链	13
3.1. 产品涵盖全产业链，公司有望量价提升	13
3.2. 公司初具鳗鱼养殖规模化能力	18
3.3. 畜禽饲料布局愈发完善，产能持续扩张	18
4. 盈利预测和投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1. 公司发展历程	4
图表 2. 公司全产业链供应平台	5
图表 3. 公司股份结构	6
图表 4. 天马科技营业收入	6
图表 5. 天马科技归母净利润	6
图表 6. 2021 年公司分产品收入占比	7
图表 7. 2021 年公司分产品毛利率	7
图表 8. 公司整体毛利率与特水饲料毛利率对比	7
图表 9. 我国水产养殖产量增速高于水产品增速	8
图表 10. 近年来水产饲料产量快速增长	8
图表 11. 居民消费观念变化趋势	9
图表 12. 特种水产饲料及普通水产饲料对比	9
图表 13. 2020 年特种水产及传统家鱼产量增速对比	10
图表 14. 特种水产料产量及占比逐年提升	10
图表 15. 水产料普及率提升空间较大	10
图表 16. 养殖投喂模式对比	10
图表 17. 国内饲料行业总产量及增速	11
图表 18. 国内肉禽饲料以及猪饲料行业产量及增速	11
图表 19. 头部企业贡献产能占比持续提升	11
图表 20. 鳗鱼营养价值较为全面	12
图表 21. 天马科技全产业链布局	13
图表 22. 2021 年特水料收入同比+13.70%	14
图表 23. 2021 年特水料毛利率 17.99%	14
图表 24. 天马科技旗下特水料产品	14
图表 25. 公司研发费用率领先同业	15
图表 26. 公司研发人员占比领先同业	15
图表 27. 公司特水料产销量持续增长	15

图表 28. 2021 年鳊鲮养殖业务营收 0.64 亿元.....	16
图表 29. “鳊鲮堂”荣获国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3 星奖	17
图表 30. “鳊鲮堂”荣获 Wow Food Awards 2021 最佳方便食品奖	17
图表 31. 2021 年公司烤鳊产销量保持高增	17
图表 32. 2021 年水产品销售同比增长 39.64%	17
图表 33. 天马科技台山海宴生态养殖基地	18
图表 34. 2021 年公司畜禽饲料产销量首次突破百万吨	19
图表 35. 2021 年畜禽饲料营收 34.31 亿元，同比增长 79.61%	19
图表 36. 2021 年畜禽饲料毛利率 6.43%，同比下降 2.3pct.....	19
图表 37. 天马科技可比公司估值	21

1. 公司概况：国内特种水产饲料龙头企业

1.1. 成立 20 余载，深耕特种水产料

国内特种水产料龙头，致力打造现代农业综合型企业。公司深耕特种水产饲料二十余载，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。公司核心产品鳗鲡配合饲料销量常年稳居全国第一，此外，大黄鱼、石斑鱼、鲟鱼等其他特种水产饲料销量处于行业前列。公司于 2017 年主板上市，并通过一系列的外延扩张完成产业链的延伸，逐步推进集约化、标准化、工厂化的生态养殖体系，致力发展成为集特种水产、畜牧、食品和一二三产业为一体的大型现代渔牧集团化企业。

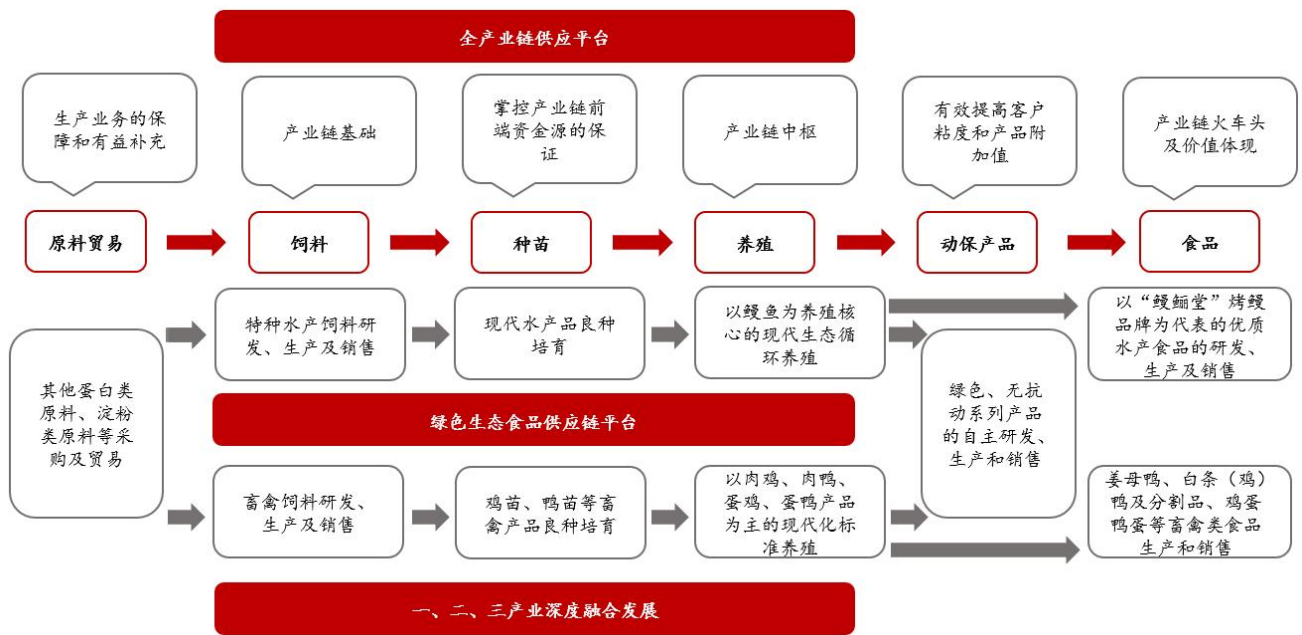
技术革新与产业链横纵向布局构造完整闭环。公司发展历程可分为四大阶段：1) 起步发展阶段（2001-2005 年）。公司于 2001 年创立天马水产饲料有限公司，创立之初专注于发展鳗鲡配合饲料单一优势品种，并迅速占领鳗鲡配合饲料市场，市场地位突出；2) 横向外延阶段（2005-2008 年）。公司实施多品种多地域发展战略，成功研发出龟、鳖、大黄鱼等其他特种水产配合饲料，并向福建省外扩张，开拓了浙江、广东等多个特种水产养殖大省；3) 技术革新阶段（2008-2017 年）。公司在巩固和扩大原有市占率的基础上，成功研制出玻璃鳗配合饲料，推动了石斑鱼、大黄鱼等其他特种水产养殖动物的种苗期至成鱼高新配合饲料的开发，推动公司产品覆盖养殖全国的新一轮技术革新；4) 纵向整合阶段（2017 年-至今）。公司依托多年行业积淀，积极布局全产业链建设，开拓禽畜、养殖、动保等业务，成功构建“饲料-种苗-养殖-动保-食品精深加工”一体化产业链闭环。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 2. 公司全产业链供应平台



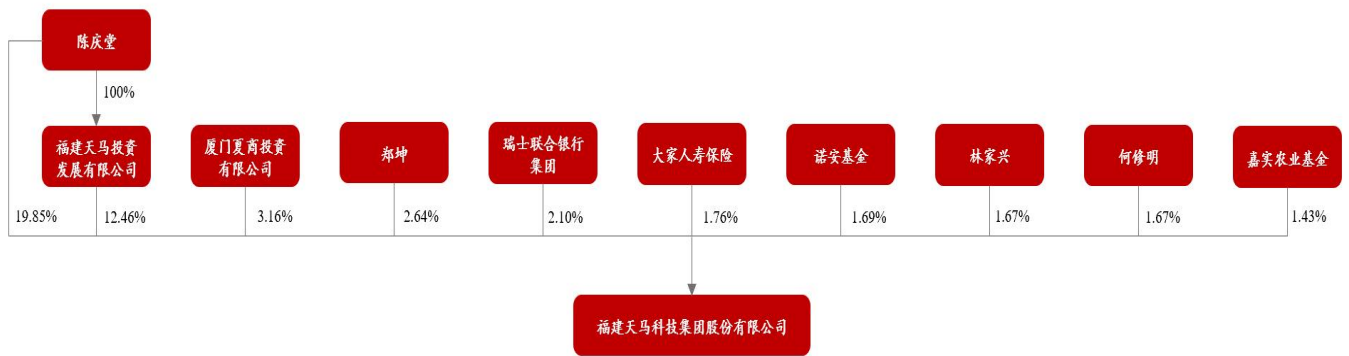
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构清晰，管理层行业经验丰富

公司股权集中，结构清晰。截至 2022 年一季报，实控人及董事长陈庆堂直接持有公司 19.85%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 12.46%的股份，合计持股 32.31%，为公司第一大股东。厦门夏商投资有限公司及公司董事郑坤分别持股 3.16%、2.64%，分列第三、第四大股东。

董事长陈庆堂经验丰富，为水产饲料及养殖领域领军人物。陈庆堂毕业于水产专业，拥有博士学位，从事水产饲料行业逾 30 年，是国内最早从事水产配合饲料的领军人物之一。同时担任着中国渔业协会鳗业工作委员会会长、中国农业产业化龙头企业协会副会长、中国饲料工业协会副会长等职务，并获得国家科技创新创业人才、国家“万人计划”科技创业领军人才、2021 年度中国农业乡村振兴十大领袖人物等荣誉，是享受国务院政府特殊津贴的专家。

图表 3. 公司股份结构

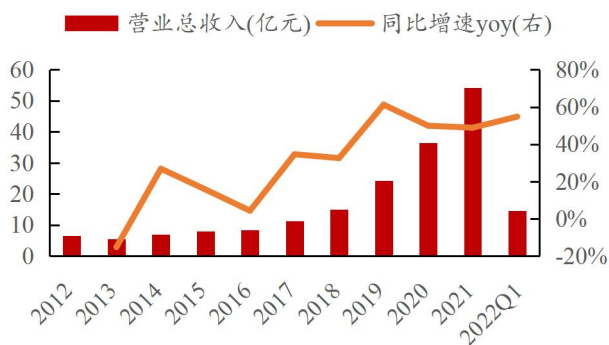


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 业绩持续增长，多业务协同发展

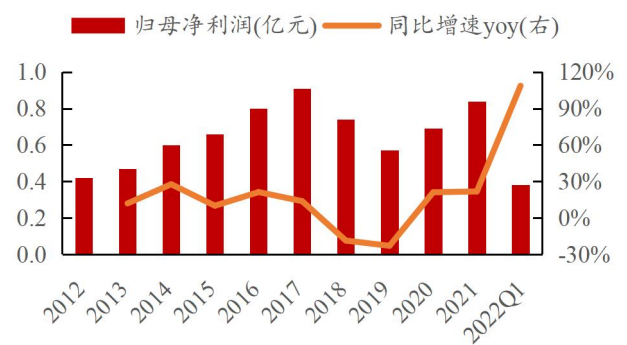
公司营收稳健增长，净利润增长稳定。2021 年，公司全产业链布局初步成型，特种水饲料和畜禽饲料产销量均创历史新高，公司全年总营收 54.19 亿元，同比增长 48.87%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 21.74%。2018 年公司归母净利润下降主要系公司推行“十条鱼”发展战略，各项费用支出大增，导致归母净利润出现下滑；2019 年公司归母净利润下滑主要系中美贸易战带来的汇兑影响以及公司切入特种水产品流通和水产食品领域所产生的各项费用提升所致。近十年来，公司业绩持续增长，2012-2021 公司总营收 CAGR 为 26.57%，归母净利润 CAGR 为 8.01%，呈现良好增长态势。

图表 4. 天马科技营业收入



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 5. 天马科技归母净利润

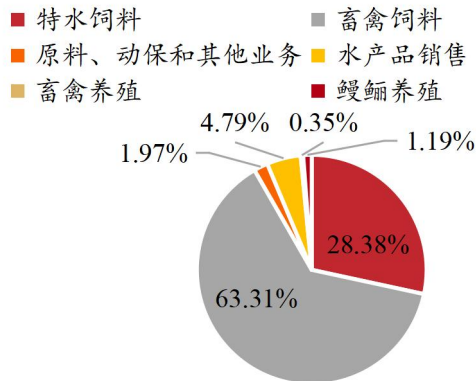


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

畜禽以及特水饲料贡献主要收入，多业务协同发展。从收入结构上看，2021 年公司主营业务畜禽饲料和特水饲料收入占比分别为 63.31%和 28.38%。自 2017 年，公司积极开拓畜禽饲料、养殖及食品加工等业务，实现多业务协同发展。2021 年，公司收购龙岩鑫华港饲料有限公司等 6 家公司，畜禽饲料业务收入及占比增长迅猛。此外，公司鳗鲡养殖项目进展顺

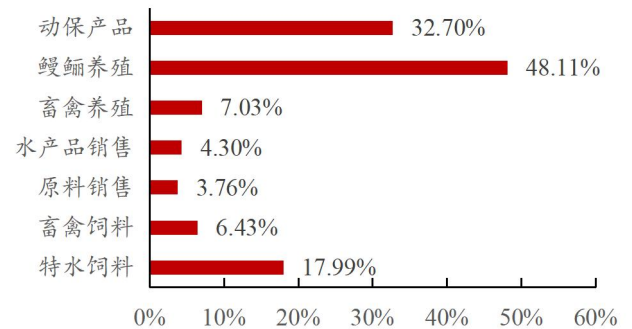
利，并于 2021 年四季度开始销售，贡献收入 6441 万元，有望成为新的收入增长点。

图表 6. 2021 年公司分产品收入占比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

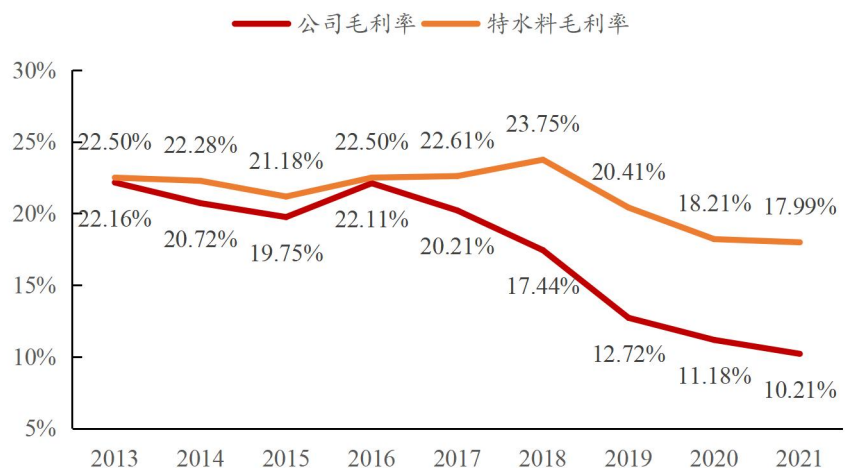
图表 7. 2021 年公司分产品毛利率



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

全产业链布局下毛利率有所下滑，新业务有望提振盈利能力。公司毛利率从 2017 年起开始出现下滑，从 2016 年的 22.11% 逐渐下滑至 2021 年的 10.21%，主要系公司于 2017 年开始切入畜禽饲料、水产品销售、畜禽养殖等毛利率相对较低的领域，使得整体毛利率出现一定的下滑。但公司新开发的鳗鲡养殖项目进展良好，已于 2021 年四季度首次出鱼，48.11% 的高毛利率有望带动公司整体毛利率上升。

图表 8. 公司整体毛利率与特水饲料毛利率对比



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

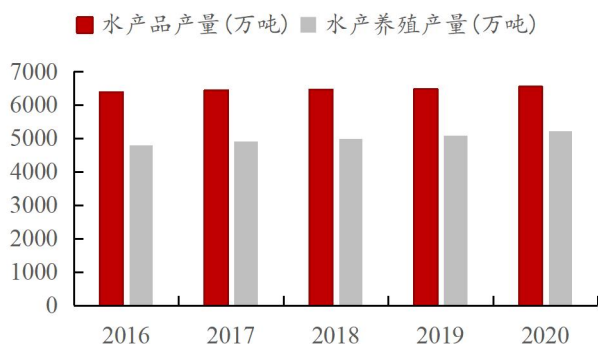
2. 行业分析：饲料竞争格局分散，头部企业优势提升

2.1. 水产饲料：水产养殖持续增长，市场潜力大

我国水产养殖地位显著，结构转型带动行业快速发展。中国是世界渔业大国、水产养殖第一大国。据《2021年中国渔业统计年鉴》，2020年我国水产养殖总产量达5224.20万吨，占全国水产品总产量的79.8%，占世界水产养殖总产量的60%以上，并连续32年位列世界第一。自1985年，我国渔业确立了以养殖为主的水产品发展战略，水产养殖业得以快速发展。我国渔业产量中养殖与捕捞的比例从1985年的45:55提升到2020年的80:20，水产养殖模式已作为最主要水产品来源。

水产养殖业发展迅速，水产饲料行业需求旺盛。据《2021年中国渔业统计年鉴》，中国水产品产量从2016年的6379.5万吨增长至2020年的6549.0万吨，2017-2020年CAGR为0.7%，而水产养殖产量则从2016年的4793.2万吨，提升至2020年的5224.2万吨，2017-2021年CAGR为2.2%，增速高于水产品整体产量。而水产饲料受水产养殖行业的增长所驱动，需求表现旺盛。据中国饲料工业协会数据，水产饲料从2017年的2079.5万吨增长至2021年的2293.0万吨，2017-2021年CAGR为2.5%。2020年水产饲料产量受疫情影响有所下滑，但2021年恢复迅速，并创下历史新高。

图表 9. 我国水产养殖产量增速高于水产品增速



资料来源：《2021年中国渔业统计年鉴》，东亚前海证券研究所

图表 10. 近年来水产饲料产量快速增长



资料来源：中国饲料工业协会，东亚前海证券研究所

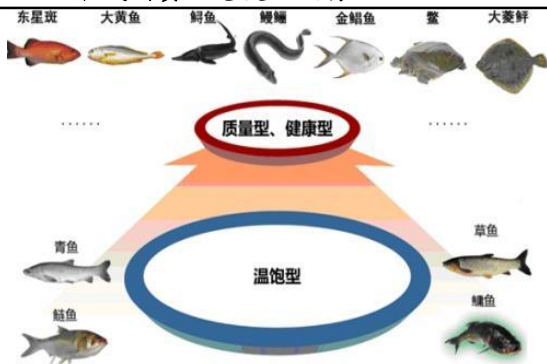
政策支持行业发展，工业化、智能化为新趋势。2022年2月，中共中央国务院颁布《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，其中“稳定水产养殖面积，提升渔业发展质量”及“鼓励发展工厂化集约养殖、立体生态养殖等新型养殖设施”等指导意见引领水产行业健康有序发展。此外，《“十四五”推进农业农村现代化规划》中，提出完善重要养殖水域滩涂保护制度，要保持可养水域面积总体稳定，同时指出2025年水产品年产量要达到6900万吨。农业农村部印发的《“十四五”全国渔业发展规划》指出，

到2025年渔业科技进步贡献率要达到67%,2035年基本实现渔业的现代化。

2.2. 特水饲料：渗透率低，市场提升空间大

消费观念转型趋势下，特种水料市场持续扩容。近年来，随着人们消费水平的提高，居民的饮食消费观念从“温饱型”向“质量型”、“健康型”转变，具有较高营养价值及预防心血管疾病的特种水产品产销量不断提升。我国水产品消费已经从以青鱼、草鱼、鲢鱼及鳙鱼为主的四大家鱼逐渐转向大黄鱼、鲈鱼、金鲳鱼等特种水产。此外，特种水产饲料在工艺水平、营养水平上较普通水产饲料有更高的要求。

图表 11. 居民消费观念变化趋势



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

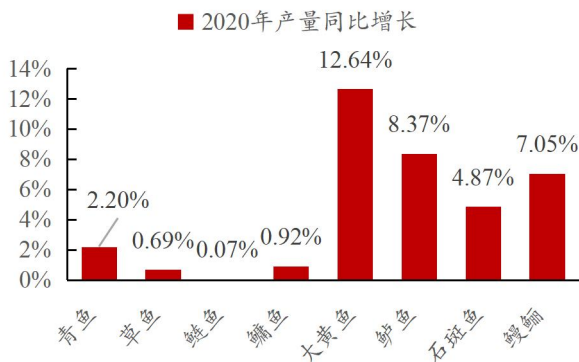
图表 12. 特种水产饲料及普通水产饲料对比

工艺要求	特种水产饲料	普通水产饲料
原料粉碎细度	粉碎细度达80目以上，过筛率达90%以上	粉碎细度一般要求达到40-60目
制粒温度/熟化要求	90-100度	70-90度
成品耐水性	如对虾饲料，一般要求大于3小时	一般要求在3分钟左右
颗粒外观	颗粒外观细致、均匀、含粉少	颗粒外观较粗糙、含粉多

资料来源：粤海饲料招股书，东亚前海证券研究所

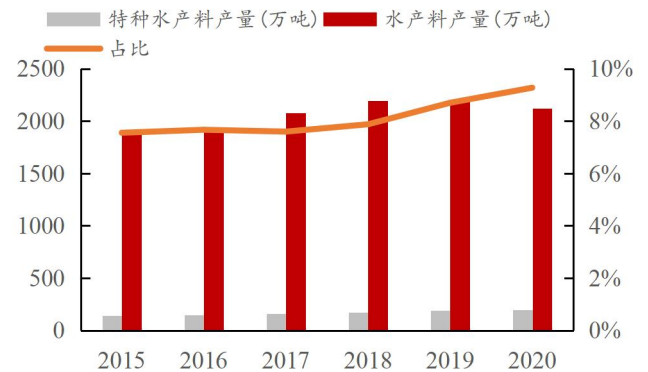
特种水产品产量高于传统家鱼，推动特种水产饲料发展。据《2021年中国渔业工业年鉴》，2020年大黄鱼、鲈鱼及石斑鱼等特种水产品的产量增速远高于以青鱼、草鱼为主的四大家鱼，展现出更广阔的增长空间。特种水产品的蓬勃发展直接带动特种水产饲料的增长。据《中国饲料工业年鉴》，2016年特种水产配合饲料产量为143万吨，2020年提升至197万吨，2016-2020年CAGR为6.6%，高于同期水产配合饲料的2.3%，特种水产饲料维持高增长。

图表 13. 2020 年特种水产及传统家鱼产量增速对比



资料来源：《2021 年中国渔业工业年鉴》，东亚前海证券研究所

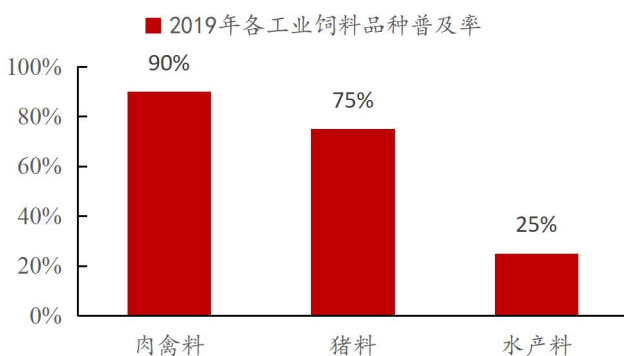
图表 14. 特种水产料产量及占比逐年提升



资料来源：《中国饲料工业年鉴》，东亚前海证券研究所

相较肉禽及猪料水平，水产料普及率提升空间较大。据中国饲料工业协会数据，2019 年我国肉禽科、猪科、水产料各工业饲料品种的普及率分别为 90%、75%、25%。根据农业部制定的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》，我国水产配合饲料目标普及率为 45%，目前 25% 的饲料普及率较目标尚存在较大差距，未来提升空间较大。此外，水产养殖行业也从以前的冰鲜杂鱼饲料的养殖阶段逐渐转变为水产配合饲料阶段，安全高效且环境友好型的水产配合饲料响应了国家提倡绿色环保的理念，避免对水质造成较大污染，同时也为鱼、虾提供更丰富的营养。水产配合料的持续推广将有效带动特种水产饲料的增长。

图表 15. 水产料普及率提升空间较大



资料来源：中国饲料工业协会，东亚前海证券研究所

图表 16. 养殖投喂模式对比



资料来源：公司招股书，东亚前海证券研究所

2.3. 畜禽饲料：集中度低，行业加速整合

饲料行业有序增长，畜禽饲料迎来反弹。据中国生物发酵产业协会，我国饲料总产量从 2017 年的 2.24 亿吨增长至 2021 年的 2.93 亿吨，2017-2021 年 CAGR 为 6.9%，饲料产量有序增长。畜禽饲料方面：2019 年受到生猪产能下滑和国际贸易形势变化等影响，猪料产销量出现下滑。2020 年，生猪

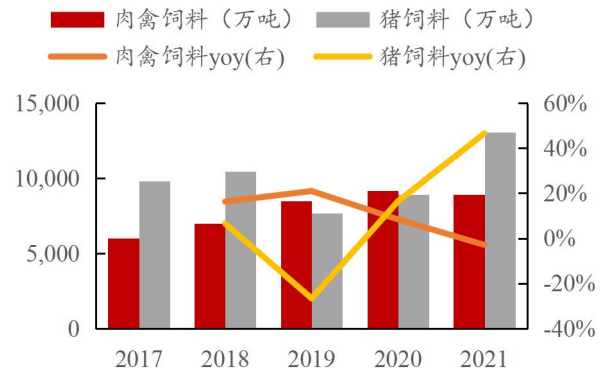
生产持续恢复加上家禽存栏处于高位，拉动饲料行业增长。2021 年，生猪生产加快恢复，生猪饲料产量迎来爆发，同比增长 46.6%。

图表 17. 国内饲料行业总产量及增速



资料来源：中国生物发酵产业协会，东亚前海证券研究所

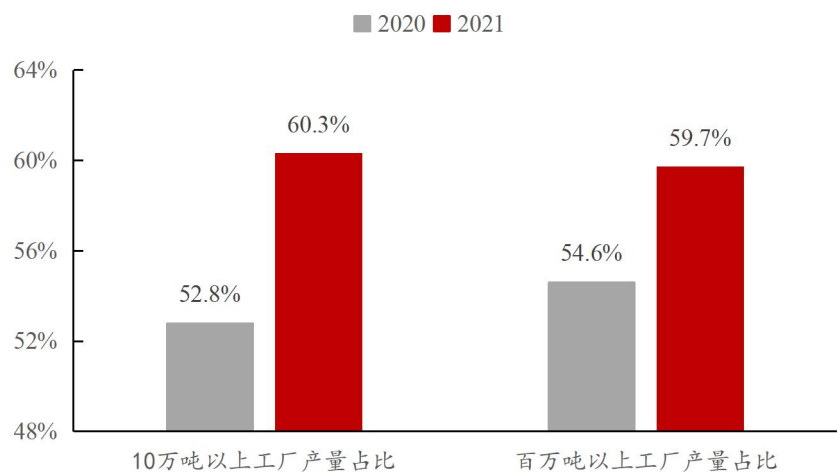
图表 18. 国内肉禽饲料以及猪饲料行业产量及增速



资料来源：中国生物发酵产业协会，东亚前海证券研究所

饲料行业加速整合，头部企业收获更多市场份额。据中国生物发酵产业协会，2021 年全国年产百万吨以上规模饲料生产厂有 39 家，同比增加 6 家，合计贡献饲料产量占全国饲料总产量的 59.7%，较前一年增长 5.1%。此外，2021 年国内共有 6 家企业年产量超过 1000 万吨，相较 2020 年新增 3 家，行业规模化程度持续加速。

图表 19. 头部企业贡献产能占比持续提升



资料来源：中国生物发酵产业协会，东亚前海证券研究所

2.4. 鳗鱼养殖：行业遇变革，蕴藏较大机遇

鳗鱼营养价值丰富，属于高档水产品。鳗鱼素有“水中人参”、“水中软

黄金”的美誉，因其肉质鲜嫩、营养丰富等特点深受消费者青睐。鳗鱼是含EPA和DHA最高的鱼类之一，EPA及DHA被俗称为“脑黄金”，不仅可以降低血脂、抗血栓，还能的大脑提供必要的营养素。此外，DHA有助于增强记忆力，帮助老年人预防大脑功能衰退与老年痴呆症。

人工培育技术尚未成熟，鳗苗产能供给有限。鳗鲡是完全依赖捕捞天然苗种进行规模化养殖的水产品种。它们出生于大海，于淡水中成长并最终返回大海产卵，是罕见的降河性洄游鱼类。因此，鳗鲡天然苗种的捕获易受资源量、气候、自然灾害等因素影响。目前鳗苗的人工繁殖技术尚未成熟，因此产能供给不确定性较大。2022年，日本鳗鲡苗种受资源量、气候等因素影响，鳗苗捕获量大幅下降。此外，根据中国鳗鱼网消息，今年我国大陆地区可投放的日本鳗鲡苗种渔获量仅为去年的三分之一。

图表 20. 鳗鱼营养价值较为全面

鳗鱼营养价值	
营养物质	作用
鱼油和植物油	补充人体所需脂肪酸和氨基酸
维生素A	鳗鱼的维生素A含量为普通鱼类的60倍，是牛肉的100倍
维生素E	鳗鱼的维生素E含量为普通鱼类的9倍。维生素E可抗氧化和防癌
钙	公认为“理想的天然生物钙源”，是国际公认的钙质吸收最佳比例
胶原蛋白	鳗鱼的皮、肉含有丰富的胶原蛋白，能够美容养颜，延缓衰老
磷脂	磷脂对人体某些组织器官的生长发育起重要作用

资料来源：中国鳗鱼网，东亚前海证券研究所

我国为全球最大鳗鱼养殖国，具有完整成熟的产业链。我国鳗鱼养殖历史逾四十载，鳗业经过不断的升级转型，规模化能力及专业化技术持续提高，现已发展为全球最大的鳗鲡养殖、加工和出口国。其中，福建省因其渔业资源优势及产业优势，在鳗鱼养殖产量、鳗鱼出口创汇等方面位居全国首位。此外，我国鳗业已经形成了从种苗、养殖、饲料生产加工到烤鳗加工出口为一体的鳗鱼产业链。鳗苗经过野生捕获后，养殖周期约一年半，之后可经过烤鳗加工或活鳗交易进入终端消费。

鳗鱼价格触底反弹，疫情下鳗鱼内销市场崛起。新冠疫情爆发后，中

国烤鳗出口订单需求大幅下降，鳗鱼价格跌至历史底部。而 2021 年以来，随着疫情好转，海内外需求修复，价格逐渐回归正轨。国内市场方面，鳗鲡饮食文化不断普及，并在电商、新零售、商超及餐饮全渠道进行推广。鳗鲡消费正从外销为主逐渐转型为内外销共振的发展趋势。

3. 竞争优势：立足饲料，布局鳗鱼全产业链

3.1. 产品涵盖全产业链，公司有望量价提升

产品涵盖全产业链。公司持续构建完整产业链和现代农业综合服务体系，产品涵盖“原料贸易→饲料→种苗→养殖→动保→食品精深加工”全产业链，打通“饲料、养殖、食品”三大主营业务，建设全产业链供应链平台和绿色生态食品供应链平台。

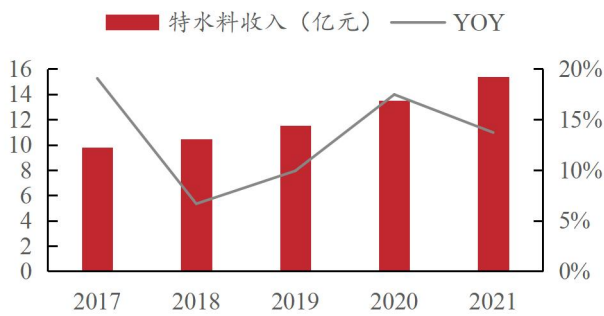
图表 21. 天马科技全产业链布局



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

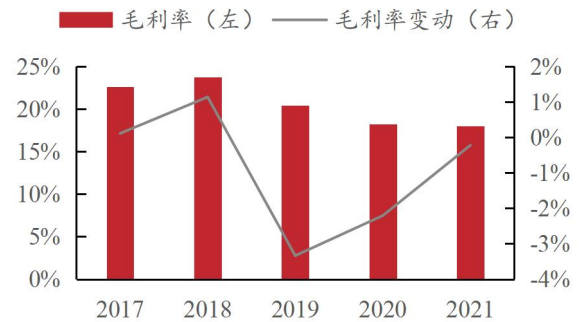
深耕特水料核心业务，稳固行业龙头地位。饲料业务方面，公司核心业务是特种水产配合饲料业务。特水料产品种类齐全，拥有六大特种水产配合饲料核心产品系列，产品主要应用于鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟、鳖、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参等特种水产动物从种苗期至养成期的人工养殖全阶段，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。2021 年特水料销售收入 15.38 亿元，同比增加 13.70%，毛利率 17.99%，同比微降 0.22pct。核心产品鳗鲡配合饲料产品近年来销量稳居全国第一位，大黄鱼、石斑鱼、鲟鱼等多种饲料产品在国内特种水产配合饲料市场销售中位居前列。

图表 22. 2021 年特水料收入同比+13.70%



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 23. 2021 年特水料毛利率 17.99%



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

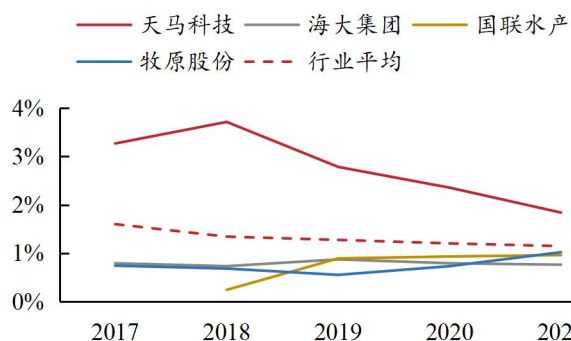
图表 24. 天马科技旗下特水料产品



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

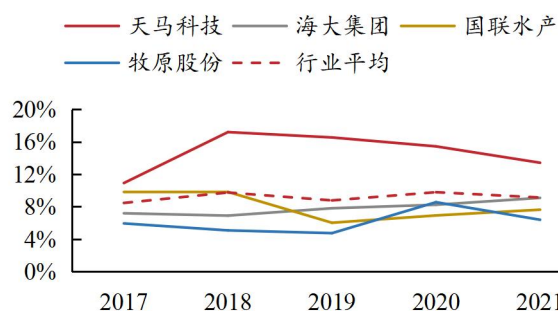
研发创新铸就技术领先优势。公司坚持“科技引领创新，创新促进发展”的科技理念，重视研发创新，研发费用率和研发人员占比领先同业平均水平。2021 年公司研发费用率 1.84%，高于同业公司均值 1.14%，研发人员占比 13.42%，高于同业公司均值 9.13%。持续研发投入成就公司在特水料领域的技术领先优势。截至 2021 年末，公司拥有专利 62 项，其中 53 项授权发明专利，8 项实用新型专利，1 项外观设计专利，攻克了多项特种水产配合饲料行业关键共性技术难题，研发的具有自主知识产权的玻璃鳗配合饲料等填补了国内空白；大黄鱼配合饲料、种苗微粒子配合饲料等位居国内水产饲料行业先进水平；种苗早期配合饲料的成功开发打破了日本、韩国等国家的技术垄断，提升了我国水产配合饲料制造企业的地位。

图表 25. 公司研发费用率领先同业



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

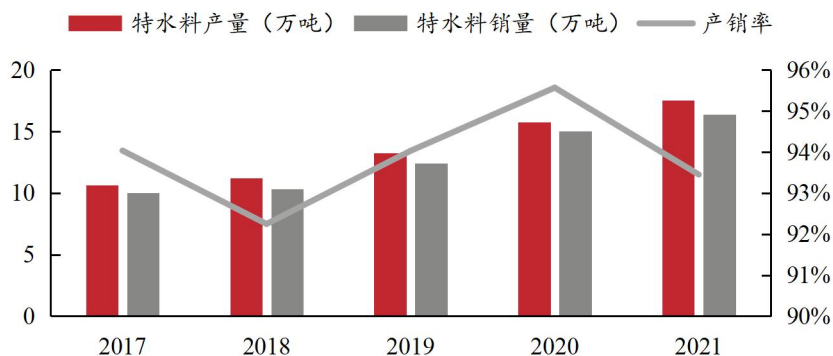
图表 26. 公司研发人员占比领先同业



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

全面推行“十条鱼”战略，持续提升市场份额。公司依靠技术优势和品牌优势，全面推进“十条鱼”战略，短期目标做到特种水产饲料细分产品十个品种（鳊鱼、石斑鱼、大黄鱼、加州鲈鱼、龟鳖、种苗、河豚、鳊鱼、鲍鱼、海参）的产销量全国第一，同时形成对其他特种水产饲料细分品种的市场占有率的有效提升，加快创新，持续做精、做大、做强特种水产饲料行业，形成强大的品牌影响力，最终达成公司成为特种水产饲料行业全球最大供应商的中长期战略目标。公司 2021 年特水料产量 17.55 万吨（同比增加 11.46%），销量 16.40 万吨（同比增加 8.99%），均价 9379 元/吨（同比增加 4.32%）。随着市场份额的持续提升，未来公司特水料有望迎来量价齐升。

图表 27. 公司特水料产销量持续增长

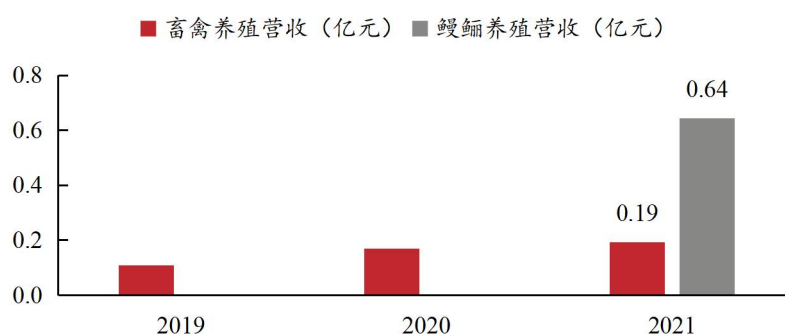


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

生态养殖模式引领鳊鲈养殖规模化。鳊鲈养殖业务方面，公司加大养殖端战略布局力度，在福建、江西、广东等地推进以鳊鲈养殖为核心的现代生态循环养殖模式落地，引领鳊鲈养殖行业向环境友好的工厂化生态养殖模式转型，推动鳊鲈养殖行业高效化、规范化发展。畜禽养殖方面，华龙集团组建了由动物营养与饲料科学、畜禽养殖学等专业人员构成的专业

研发团队，以参股及控股经营的方式涉足畜禽养殖业务，养殖品种以肉鸡、肉鸭、蛋鸡、蛋鸭等产品为主。2021 年养殖业务实现总营收 0.84 亿元，占比 1.54%，其中鳊鲮养殖业务实现营收 0.64 亿元，鳊鲮养殖项目的进一步落地有望带动鳊鲮养殖规模不断扩大，进而带动养殖业务营收持续增长。

图表 28. 2021 年鳊鲮养殖业务营收 0.64 亿元



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

积极拓展线上线下渠道，打造烤鳊第一品牌。食品业务方面，公司主要以天马食品及其控股子公司西龙食品、天马福荣为运营平台，致力于打造全球最大的烤鳊平台。国内市场方面，公司从电商、新零售、商超、中央厨房及餐饮等线上线下主流销售渠道切入布局；采用年轻化、个性化消费发展战略，与头部主播进行深度合作，打通京东自营店、天马优选商城、天猫旗舰店等线上平台，拓展 C 端销售渠道，借助抖音、快手等新兴媒体加大产品宣传和销售力度，实现国内市场良性循环，2021 年公司烤鳊产品电商渠道销量增速超 300%，斩获淘宝双十一和 2021 天猫烤鳊类目销量冠军；同时加大国外市场拓展力度，烤鳊出口、活鳊贸易保持良好态势。

公司鳊鱼品牌已具备一定品牌影响力。公司围绕鳊鱼开发了天马食品“鳊鲮堂”烤鳊系列品牌、江西西龙蒲烧烤鳊系列产品。“鳊鲮堂”烤鳊系列产品已远销全球六十几个国家和地区，累计销售超一亿条，在国内最大的两大电商平台跻身头部鳊鱼品牌，多次获得国际国内美食大奖，包括国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3 星奖、Wow Food Awards 2021（全球创新食品评鉴大赛）最佳方便食品奖、2021 年世界食品品质评鉴大会 Monde Selection 蒙特奖金奖、2021 中国农产品百强标志性品牌，已具备一定的品牌影响力。

图表 29. “鳗鲠堂”荣获国际风味评鉴所“顶级美味奖章”3 星奖



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

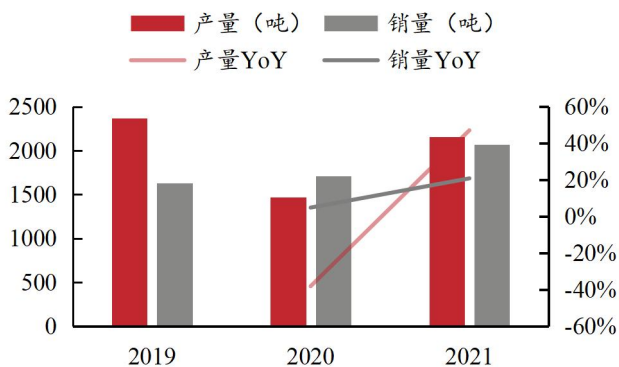
图表 30. “鳗鲠堂”荣获 Wow Food Awards 2021 最佳方便食品奖



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

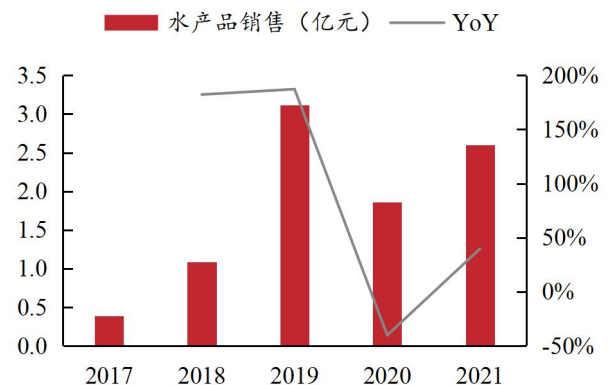
积极布局预制菜市场，食品业务有望持续增长。随着生活节奏的加快，做饭时间正在成为消费者需要计算的重要生活成本。加之疫情的影响，预制菜应运而火。预制菜对食品原材料预先进行半加工或全加工，采取冷冻或真空包装保存，消费者购买后只需要加热，或通过预制菜包装里的料包组合进行简单的烹饪，短时间内就能完成菜品。《2022 年淘宝年夜饭报告》显示，春节期间，预制菜销量同比增长超 100%，成为年夜饭最火菜式之一。2020 年上半年开始，天马采用全新产品设计理念，提出“吃鳗鱼不必去日料店，在家和办公室也能吃到好鳗鱼”，并打造了符合年轻人消费趋势的鳗鱼饭便当礼盒、姜母鸭、烤鲭鱼等产品，做到加热即食、携带方便。2021 年公司烤鳗产量 2158 吨(同比增长 47.09%)，销量 2067 吨(同比增长 20.81%)，水产品（包含食品）销售 2.60 亿元，同比增长 39.64%。随着品牌影响力进一步扩大以及预制菜市场的持续火热，公司食品业务营收有望持续增长。

图表 31. 2021 年公司烤鳗产销量保持高增



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年水产品销售同比增长 39.64%



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

3.2. 公司初具鳗鱼养殖规模化能力

鳗鱼养殖产业规模化程度和集中度低，公司鳗鲡生态养殖基地已初步实现鳗鱼养殖规模化。鳗鲡人工繁育困难，主要依靠捕捞天然鱼苗进行规模化养殖，多为散户养殖，规模化程度和集中度较低。公司持续推进鳗鲡绿色生态智慧养殖项目，在福建、江西、广东等地推进以鳗鲡养殖为核心的现代生态循环养殖模式落地，引领鳗鲡养殖行业向环境友好的工厂化生态养殖模式转型，当前公司已经初步实现鳗鱼养殖规模化。

鳗鲡养殖带来新的利润增长点。2021 年四季度公司漳州诏安工厂化养殖基地和广东生态智慧养殖基地已首批出鱼成功，新增养殖销售收入 6440.68 万元，毛利率为 48.11%。2022 年 4 月台山海宴 5000 亩养殖基地顺利出鱼，白鸽山万亩产业基地正式投产。随着公司鳗鲡绿色生态智慧养殖项目持续推进，鳗鲡养殖销售将为公司带来新的利润增长点。

图表 33. 天马科技台山海宴生态养殖基地



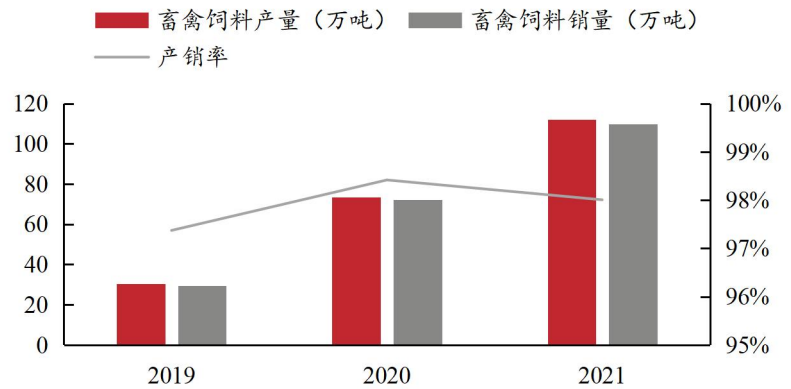
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.3. 畜禽饲料布局愈发完善，产能持续扩张

通过收购切入畜禽饲料，持续拓展业务版图。2019 年，公司并购福建华龙集团，切入畜禽饲料业务，形成“水产+畜禽”产业结构；2021 年公司通过孙公司华龙生物竞拍获得福建中粮华港饲料有限公司所持有的宁德鑫华港、龙岩鑫华港、武平鑫龙港、南平鑫华港、漳州鑫华港、永安鑫华港 6 家公司 100% 股权。此次收购完成后，公司畜禽饲料业务进一步扩张，市占率进一步提升。

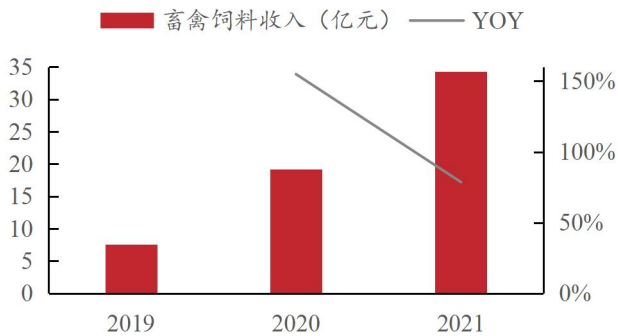
畜禽饲料产能持续扩张，营收持续增长。2021 年，公司畜禽饲料产量 112.01 万吨，同比增长 52.56%，销量 109.78 万吨，同比增长 51.92%，产销量首次突破百万吨大关，营收 34.31 亿元，同比增长 79.61%，营收占比达 63.31%。

图表 34. 2021 年公司畜禽饲料产销量首次突破百万吨



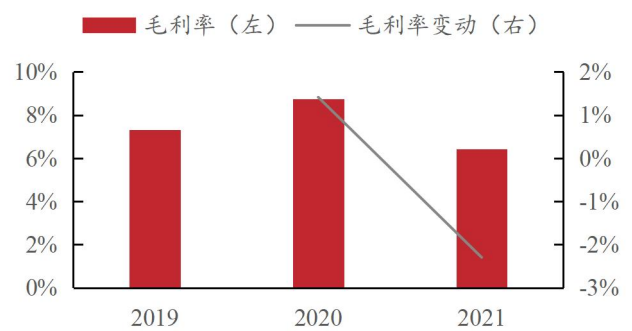
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 35. 2021 年畜禽饲料营收 34.31 亿元，同比增长 79.61%



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 36. 2021 年畜禽饲料毛利率 6.43%，同比下降 2.3pct



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测

天马科技主要业务为特种水产配合饲料业务、畜禽饲料业务、养殖业务、水产品销售及食品业务。

假设前提：

盈利预测基于以下假设条件：

1) 特种水产配合饲料业务

销量：公司在特水料领域技术优势明显，产品竞争力强，市场份额有望进一步提升，叠加特水料市场规模保持增长，预计 2022/2023/2024 年公司特种水产品饲料销量增速分别为 15%/15%/10%；

均价：考虑到 2022 年以来饲料原材料鱼粉、豆粕等均有不同程度的涨幅，公司有可能提高价格以应对原材料价格上涨带来的成本上升，同时叠

加公司产品结构中低价产品比重增加，预计 2022/2023/2024 年特水料均价每年上涨 2%；

毛利：随着公司销量增长，规模化优势进一步显现，伴随产品品类扩张，预计 2022/2023/2024 年公司特种水产品饲料毛利率分别为 22%/25%/28%。

2) 畜禽饲料

销量：此次收购完成后，公司在畜禽饲料领域市占率进一步提升，区域龙头地位稳固，市场份额有望进一步提升，预计 2022/2023/2024 年公司畜禽饲料销量增速分别为 20%/18%/16%；

均价：考虑到 2022 年以来饲料原材料鱼粉、豆粕等均有不同程度的涨幅，公司有可能提高价格以应对原材料价格上涨带来的成本上升，同时叠加品类扩张低价产品比重增加，预计 2022/2023/2024 年畜禽料均价上涨 5%/4%/4%；

毛利：随着公司畜禽业务规模增长，规模化优势将进一步降低成本，预计 2022/2023/2024 年公司特种水产品饲料毛利率分别为 10%/13%/14%。

3) 养殖业务

畜禽养殖：随着公司新一轮收购完成，畜禽业务规模进一步扩张，预计 2022/2023/2024 年公司畜禽养殖业务保持增长，年增速分别为 15%/10%/10%；规模效应有望进一步降低成本，预计 2022/2023/2024 年毛利率保持在 25%。

4) 水产品销售及食品业务

随着公司鳗鱼养殖规模化进程推进以及鳗鱼产业链布局逐渐完善，鳗鱼养殖业务将带动水产品销售及食品业务增长，叠加鳗鱼消费需求旺盛及公司烤鳗品牌影响力逐渐增强，预计 2022/2023/2024 年公司鳗鲡水产品 & 食品业务保持高速增长，增速分别为 50%/40%/40%；预计 2022/2023/2024 年毛利率保持在 6%。

4.2. 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 67.36/82.21/98.45 亿元，归母净利润分别为 3.02/5.21/7.14 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.69/1.19/1.64

元。基于 2022 年 7 月 26 日收盘价 21.59 元，对应 PE 分别为 31x/18x/13x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 37. 天马科技可比公司估值

股票代码	公司名称	现价	每股收益（元人民币）				市盈率（X）			
		（元人民币）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002311.SZ	海大集团	62.01	0.96	1.59	2.73	3.57	76.35	39.00	22.71	17.37
600438.SH	通威股份	54.36	1.82	4.42	3.88	4.24	24.70	12.30	14.01	12.82
002714.SZ	牧原股份	58.12	1.31	1.23	5.56	5.24	40.73	47.25	10.45	11.09
	行业平均						47.26	32.85	15.73	13.76

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（股价为 2022 年 7 月 26 日收盘价，可比公司盈利预测为 Wind 一致预期）

5. 风险提示

自然灾害、疫病等下游行业不利因素：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，可能出现养殖存栏、存塘数量的波动，进而产生阶段性或区域性饲料需求波动的风险。疫病发生会直接抑制养殖规模，短期减少对饲料的需求；重大动物疫病还可能会挫伤终端消费的需求，导致养殖业陷入阶段性低迷，进而延伸影响到饲料需求，对公司业绩产生不利影响。

原材料价格波动：公司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，原材料价格上涨会抬升公司成本，进而影响公司业绩。

技术外泄：技术研发能力是公司产品得以保持技术领先性的重要保障，自主创新及技术革新是公司特种水产配合饲料和畜禽饲料占领市场的核心竞争力。核心技术一旦失密，将会对公司利益产生重大影响。

食品安全问题：生产过程各个环节的疏忽、养殖、加工环境受污染等突发事件会导致产品质量安全问题，引起公司与客户、消费者之间的产品质量纠纷，对公司盈利造成风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	6735.70	8221.03	9844.51
%同比增速	48.88%	24.30%	22.05%	19.75%
营业成本	4865.59	5812.90	6878.22	8117.24
毛利	553.43	922.80	1342.81	1727.27
%营业收入	10.21%	13.70%	16.33%	17.55%
税金及附加	11.12	12.36	14.71	17.55
%营业收入	0.21%	0.18%	0.18%	0.18%
销售费用	65.85	66.34	66.93	66.26
%营业收入	1.22%	0.98%	0.81%	0.67%
管理费用	135.12	146.05	158.60	176.72
%营业收入	2.49%	2.17%	1.93%	1.80%
研发费用	99.64	94.17	108.10	120.79
%营业收入	1.84%	1.40%	1.31%	1.23%
财务费用	42.14	62.51	67.14	76.47
%营业收入	0.78%	0.93%	0.82%	0.78%
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	53.89	65.77	78.76
投资收益	-18.67	-13.47	-16.44	-19.69
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	571.16	965.93	1317.93
%营业收入	2.98%	8.48%	11.75%	13.39%
营业外收支	-2.67	-1.26	-1.43	-1.79
利润总额	158.64	569.90	964.50	1316.14
%营业收入	2.93%	8.46%	11.73%	13.37%
所得税费用	26.84	98.34	151.11	201.28
净利润	131.80	471.56	813.39	1114.86
%营业收入	2.43%	7.00%	9.89%	11.32%
归属于母公司的净利润	83.57	301.80	520.57	713.51
%同比增速	21.21%	261.15%	72.49%	37.06%
少数股东损益	48.24	169.76	292.82	401.35
EPS (元/股)	0.22	0.69	1.19	1.64

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.22	0.69	1.19	1.64
BVPS	4.24	4.87	6.05	7.66
PE	57.05	31.20	18.09	13.20
PEG	2.69	0.12	0.25	0.36
PB	2.96	4.43	3.57	2.82
EV/EBITDA	19.51	12.37	7.79	5.58
ROE	5%	14%	20%	21%
ROIC	5%	13%	16%	17%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	571	895	1697	2573
交易性金融资产	46	31	32	30
应收账款及应收票据	555	753	790	1007
存货	1201	962	1520	1364
预付账款	148	228	305	247
其他流动资产	40	44	39	64
流动资产合计	2561	2918	4384	5284
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	5854	7608	9095
短期借款	783	983	1283	1683
应付票据及应付账款	1228	1122	1690	1584
预收账款	1	1	2	1
应付职工薪酬	47	71	78	90
应交税费	31	48	50	62
其他流动负债	152	224	228	242
流动负债合计	2242	2450	3331	3663
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	3189	4139	4520
归属于母公司的所有者权益	1852	2126	2637	3340
少数股东权益	369	539	832	1233
股东权益	2221	2665	3469	4574
负债及股东权益	5141	5854	7608	9095

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	229	676	1010	1380
投资	-252	8	5	25
资本性支出	-671	-517	-480	-836
其他	-61	-13	-16	-19
投资活动现金流净额	-985	-552	-491	-852
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	324	802	876

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
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
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：100086
邮编：200120
邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>