

消耗性生物资产大增，今年投苗量超预期，业绩即将进入爆发期

事件

公司披露 2022 年半年度报告，2022H1 实现营收 33.11 亿元，同比增长 36.25%，归母净利润 1.50 亿元，同比增长 146.87%；2022Q2 实现营收 18.42 亿元，同比增长 24.37%，环比增长 25.39%，归母净利润 1.12 亿元，同比增长 163.47%，环比增长 194.74%。

简评

1、营收与利润双增长，公司实现快速发展。

①公司 2022H1 实现营收 33.11 亿元，同比增长 36.25%，归母净利润 1.50 亿元，同比增长 146.87%，主要由以下三个原因所致：龙岩鑫华港等六家收购公司 2021 年 4 月并入合并报表范围，本期新增其 1-3 月畜禽饲料收入 3.13 亿元；公司鳗鲡全产业链业务继续保持较高景气度，产能逐步释放，本期新增鳗鲡养殖销售收入 2.99 亿元；公司一二三产业融合发展稳健高效推进，畜禽饲料及特种水产饲料销售收入保持持续稳定增长。

②分业务来看，2022H1 公司饲料业务实现销售收入约 27.54 亿元，占营业收入的比例为 83.18%，其中特种水产配合饲料和畜禽饲料业务收入占营业收入的比例分别为 25.24% 和 57.94%；公司养殖业务收入、水产品销售及食品业务收入占营业收入的比例分别为 9.28% 和 5.22%。

③利润率方面，公司 2022H1 销售毛利率为 12.51%（较 2021H1 提高 1.27pcts），销售净利率为 5.22%（较 2021H1 提高 1.60pcts）。费用方面，2022H1 公司销售费用为 3096.27 万元，同比+9.98%，主要系本期新增龙岩鑫华港等六家收购公司 1-3 月销售费用 183.87 万元所致；管理费用为 6872.98 万元，同比+6.69%，主要系本期新增龙岩鑫华港等六家收购公司 1-3 月管理费用 414.62 万元所致；研发费用为 5906.21 万元，同比+46.03%，主要系公司持续推进“十条鱼”战略，公司对特水饲料新品种以及现有产品性能改良的研发费用投入增加，与此同时公司加大了畜禽饲料产品的研发投入所致；财务费用为 3096.50 万元，同比+277.52%。财务费用大幅增长主要由以下三个原因所致：本期因业务规模扩大增加了借款，导致利息净支出增加 1441.08 万元；本期人民币兑换美元汇率上升，公司应付外币账款、外币借款及应收账款产生汇兑净损失较同期增加 441.98 万元；本期新增租赁负债利息支出 362.81 万元。

2、饲料销售创下历史新高。

饲料销售方面，2022H1 公司饲料总销量达 66.74 万吨（同比

天马科技 (603668)

维持

买入

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100007

发布日期：2022 年 08 月 19 日

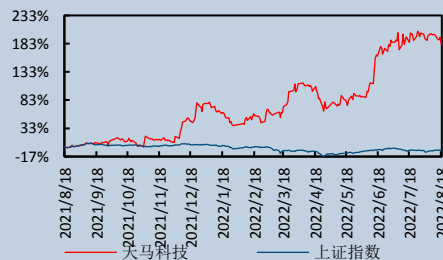
当前股价：19.88 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.83/-6.37	53.11/47.17	181.75/186.67
12 月最高/最低价 (元)		22.18/6.95
总股本 (万股)		43,616.47
流通 A 股 (万股)		40,469.79
总市值 (亿元)		86.71
流通市值 (亿元)		80.45
近 3 月日均成交量 (万股)		995.13
主要股东		
陈庆堂		19.85%

股价表现



相关研究报告

+25.92%)，其中特种水产饲料销量 9.05 万吨（同比+25.60%），畜禽饲料销量 57.68 万吨（同比+25.97%）。2022Q2 公司饲料业务实现销售收入约为 14.65 亿元（环比+13.65%），饲料销量约为 33.78 万吨（环比+2.49%），其中特种水产饲料销量约为 6.09 万吨（环比+105.74%），畜禽饲料销量约为 27.68 万吨（环比-7.73%）。

3、鳗鲡养殖高增长，行业延续高景气。

鳗鲡全产业链业务方面，公司适度控制出鱼节奏，产能逐步释放的同时，盈利能力得到进一步加强。2022H1 公司特种水产养殖业务板块营收 2.99 亿元，营收占比提升至 9.04%。报告期内公司对外销售商品鳗约 3390.85 吨，2022Q2 公司对外销售商品鳗约 2500.51 吨（环比+180.85%）；商品鳗鱼毛利率约 41.32%，毛利率有所下降主要系饲料成本上涨所致，预计未来随饲料原材料价格下降及养殖存活率进一步提高，毛利率有望持续提升。展望下半年，受日本节日需求带动、国内需求向好等因素影响，公司鳗鱼销量有望维持高速增长态势。食品（烤鳗）业务方面，2022H1 烤鳗销量为 1011.10 吨（同比-25.39%），产销率 109.93%（同比+7.67%）。

公司产能储备充足，截至 2022 年 6 月末，公司消耗性生物资产（主要为鳗鱼苗）约 8.48 亿，较年初增长约 57%，较去年 6 月末大幅增长近 3 倍；当前存塘消耗性生物资产包含今年投苗季的鱼苗和上一投苗季未出鱼的鱼苗，若按 6-8 元/尾价格计算，当前总存塘鱼苗资源已超过 1 亿尾，预计今年投苗季投苗量超过 7000 万尾，对应明年出鱼量预计超 2 万吨，公司鳗鱼储备充分将带来业绩进一步提升。

鳗鲡行业整体将保持较高景气度。在供给端，受资源量、气候因素、自然灾害等因素影响，2022 鳗年度（2021 年 9 月至 2022 年 8 月）日本鳗鲡苗种捕捞欠收，渔获量大幅下降，导致我国大陆地区可以投放的日本鳗鲡苗种渔获量同比下降 40% 左右。截至 2022 年 8 月，中国大陆产日本鳗 3P 规格为 100 元/公斤。苗量下降叠加需求向好，预计未来鳗鱼价格有望呈现持续上涨趋势。

4、盈利预测与评级：按公司今年 9000 吨出鱼量计算，考虑今年鳗鱼价格高于去年同期，该板块今年量价齐升确定性高；明后两年公司鳗鱼销量有望随投苗增加而显著增长，叠加产品价格提升，鳗鱼养殖业务板块有望高速发展；食品（烤鳗）业务毛利率由于原材料自供能力增强而明显改善，消费端有望持续向好；饲料业务稳健发展；公司未来业绩确定性不断增强，上调公司 2022-2024 年盈利预测，预计营收为 75.97/101.47/121.36 亿元（前值 71.73/92.62/108.58 亿元），归母净利润 3.74/7.60/10.83 亿元（前值 3.09/6.13/8.12 亿元），EPS 为 0.86/1.74/2.48 元，对应 PE 为 23.2x/11.4x/8.0x，维持“买入”评级。

风险提示：饲料原料价格波动风险，鳗鱼苗捕获量及投苗量不及预期风险，鳗鱼价格下跌风险，项目建设不及预期风险，自然灾害及疫病冲击对鳗鱼养殖造成影响等。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,640	5,419	7,597	10,147	12,136
增长率(%)	49.9	48.9	40.2	33.6	19.6
净利润(百万元)	69	84	374	760	1,083
增长率(%)	21.3	21.2	347.7	103.0	42.6
ROE(%)	7.2	5.9	18.4	28.9	29.7
EPS(元/股, 摊薄)	0.20	0.19	0.86	1.74	2.48
P/E(倍)	98.0	103.8	23.2	11.4	8.0
P/B(倍)	5.7	4.7	4.0	3.0	2.2

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

王明琦： 中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk