



上半年业绩表现亮眼，鳗鲡养殖业务景气向好

——天马科技 2022 年半年报点评

事件

8月18日，天马科技发布2022年半年报，公司2022年上半年营业收入33.11亿元，同比增长36.25%，归属于上市公司股东的净利润1.50亿元，同比增长146.87%。

点评

饲料产品量价齐升，业绩稳健增长。2022年上半年公司饲料总销量为66.74万吨，同比+25.92%；其中特种水产配合饲料（以下简称“特水饲料”）销量9.05万吨，同比+25.60%；实现禽畜饲料销量57.68万吨，同比+25.97%。2022年上半年原料成本上涨带动饲料价格提升，公司饲料产品量价齐升，2022H1饲料业务实现销售收入27.54亿元，同比+29.89%；其中特水饲料及禽畜饲料板块销售收入同比增速均超25%。截至2022年1月，公司特水饲料生产线实际产能约24万吨，年产14万吨饲料产业项目正在建设中；禽畜饲料实际产能约150万吨，未来将逐步向省外延伸拓展。随核心主业饲料产能稳步扩张及拓展，有望进一步巩固公司饲料行业龙头地位。

公司大力发展鳗鲡养殖业务，打造新的利润增长点。1) **鳗鲡产能稳步扩张，2022H1鳗鲡业务业绩表现亮眼。**公司布局鳗鲡数智化全产业链，在福建、广东、江西、广西、湖南和湖北等六省推进万亩产业基地项目建设。2022H1公司特种水产养殖业务板块营收达2.99亿元。2022H1公司对外销售商品鳗约3390.85吨，毛利率约为41.32%；其中2022Q2商品鳗外销约2500.51万吨，环比Q1+180.85%。此外，公司消耗性生物资产大幅增长，截至2022H1公司消耗性生物资产达8.84亿元，同比+198.00%，消耗性生物资产的主要构成为鳗苗，预计公司2022年投苗量增幅较大，2022年公司鳗鲡养殖预计出鱼8000吨的目标有望顺利达成，未来鳗鱼出塘量有望大幅增长。2) **供给偏紧叠加消费旺季，下半年鳗鱼价格有望呈现稳中上涨态势。**受新冠疫情及物流等因素影响，3月中下旬开始鳗鲡价格有所下跌，目前较为稳定。根据中国鳗鱼网数据，2022年8月5日，3p规格的大陆美洲鳗和日本鳗流通价格分别为92元/公斤及100元/公斤，其中美洲鳗价格与年初持平，日本鳗价格较年初下跌4.76%。下半年鳗鱼消费有望迎来旺季，叠加2022年鳗苗捕捞季中鳗苗自然捕捞量不足，供应减少，鳗鱼价格有望呈现稳定上涨态势。鳗鱼价格向好叠加公司产能扩张稳步推进，鳗鲡养殖业务有望助力公司盈利能力持续提升。

食品业务国内外双循环，全心打造世界级食品供应链平台。2022H1公司实现食品（烤鳗）销量1011.10吨（同比-25.39%），水产品销售及食品业务收入为1.73亿元（同比+1.90%），烤鳗产销率109.93%（同比+7.83pct）。公司在夯实出口渠道的同时全渠道拓宽国内市场，布局电商、新零售、中央厨房等销售渠道，“鳗鲡堂”蒲烧烤鳗畅销海内外，“红脸雁”姜母鸭产品也成为福建区域的畅销品。我们预计未来公司食品销量有望不断提升，未来随公司养殖产能扩张及食品产业建设项目落地，食品业务有望驱动公司业绩不断增长。

投资建议

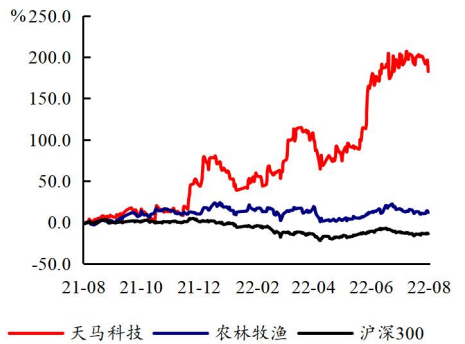
考虑到公司鳗鲡养殖业务发展迅速，2022年投苗量大增，未来鳗鱼出塘量有望大幅增长，驱动公司业绩高增，故上调公司盈利预测。我们预计公司2022-2024年收入分别为68.71/86.21/107.53亿元，归母净利润分别为3.65/7.25/9.54亿元，对应2022-2024年EPS分别为0.84

评级 推荐（维持）

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(%)	61.12
每股净资产(元)	3.65
市净率(倍)	5.45
净资产收益率(加权)	1.50
12个月内最高/最低价	21.59/7.00

相关研究

《天马科技(603668.SH):立足饲料布局鳗鱼,成长空间不断打开》2022.07.26

/1.66/2.19 元，维持“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。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	6871.45	8621.49	10752.87
增长率 (%)	48.88	26.80	25.47	24.72
归母净利润	83.57	365.06	725.24	954.27
增长率 (%)	21.21	336.85	98.67	31.58
EPS (元/股)	0.22	0.84	1.66	2.19
市盈率 (P/E)	57.05	23.75	11.96	9.09
市净率 (P/B)	2.96	3.96	2.99	2.25

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于 8 月 18 日收盘价 19.88 元测算

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5419.02	6871.45	8621.49	10752.87
%同比增速	48.88%	26.80%	25.47%	24.72%
营业成本	4865.59	5828.39	6893.36	8568.98
毛利	553.43	1043.07	1728.13	2183.89
%营业收入	10.21%	15.18%	20.04%	20.31%
税金及附加	11.12	12.61	15.42	19.17
%营业收入	0.21%	0.18%	0.18%	0.18%
销售费用	65.85	70.91	75.12	78.85
%营业收入	1.22%	1.03%	0.87%	0.73%
管理费用	135.12	144.73	158.35	178.38
%营业收入	2.49%	2.11%	1.84%	1.66%
研发费用	99.64	95.33	111.53	128.58
%营业收入	1.84%	1.39%	1.29%	1.20%
财务费用	42.14	62.65	66.55	72.32
%营业收入	0.78%	0.91%	0.77%	0.67%
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	54.97	68.97	86.02
投资收益	-18.67	-13.74	-17.24	-21.51
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	687.44	1342.16	1760.51
%营业收入	2.98%	10.00%	15.57%	16.37%
营业外收支	-2.67	-1.26	-1.43	-1.79
利润总额	158.64	686.18	1340.73	1758.72
%营业收入	2.93%	9.99%	15.55%	16.36%
所得税费用	26.84	115.78	207.54	267.67
净利润	131.80	570.40	1133.19	1491.05
%营业收入	0.02	0.08	0.13	0.14
归属于母公司的净利润	83.57	365.06	725.24	954.27
%同比增速	21.21%	336.85%	98.67%	31.58%
少数股东损益	48.24	205.34	407.95	536.78
EPS (元/股)	0.22	0.84	1.66	2.19

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.22	0.84	1.66	2.19
BVPS	4.24	5.02	6.66	8.82
PE	57.05	23.75	11.96	9.09
PEG	2.69	0.07	0.12	0.29
PB	2.96	3.96	2.99	2.25
EV/EBITDA	19.51	9.98	5.32	3.75
ROE	4.51%	16.67%	24.97%	24.79%
ROIC	5.00%	14.52%	20.43%	20.08%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	571	967	2067	3270
交易性金融资产	46	37	32	30
应收账款及应收票据	555	779	840	1125
存货	1201	967	1520	1525
预付账款	148	229	306	261
其他流动资产	40	45	41	70
流动资产合计	2561	3025	4805	6281
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	5961	8029	10092
短期借款	783	983	1283	1683
应付票据及应付账款	1228	1129	1690	1766
预收账款	1	1	2	2
应付职工薪酬	47	71	78	95
应交税费	31	49	52	67
其他流动负债	152	225	228	251
流动负债合计	2242	2458	3334	3865
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	3197	4142	4723
归属于母公司的所有者权益	1852	2189	2905	3849
少数股东权益	369	575	983	1519
股东权益	2221	2764	3887	5368
负债及股东权益	5141	5961	8029	10092

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	229	749	1308	1709
投资	-252	8	5	2
资本性支出	-671	-517	-480	-836
其他	-61	-13	-17	-21
投资活动现金流净额	-985	-522	-492	-854
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	396	1100	1204

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

邮编：100086

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

邮编：200120

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：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>