

天马科技（603668）

传统业务周期向好，鳗鱼打开第二曲线

报告摘要

事件：天马科技发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 53.12 亿元，同比增长 32.80%，实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 187.26%。

◆ 饲料业务量价齐升

公司饲料业务稳健增长。量上，1-9 月公司合计销售畜禽和水产饲料 105.68 万吨，同比增 17.5%。其中特水饲料销售 15.54 万吨，同比增 21.25%，较行业整体增速快 10.5pcts。水产饲料业务比重和市占率进一步提升。公司持续做精、做大、做强特种水产饲料，鳗鲡配合饲料等多款特种水产配合饲料保持行业领先地位。价上，1-9 月公司整体饲料销售吨价 4227.69 元，同比涨 5.5%。其中特水饲料价格相对稳定，1-9 月吨价 9229.35 元，同比略降 1.8%；畜禽饲料受行业复苏和成本推动价格有所上升，1-9 月吨价 3365.64 元，同比涨 8.1%。同时，整体饲料业务原料价格均有上涨。截至 9 月底，鱼粉均价同比增 21.2%、豆粕均价同比增 34.5%。成本端对公司饲料业务盈利能力形成一定影响。

◆ 鳗鱼养殖加速推进

鳗鱼养殖成为公司新的重要成长驱动。公司 1-9 月鳗鲡养殖快速放量，实现收入 4.94 亿元，已远超 21 年全年。量上，22Q3 公司鳗鲡养殖业务产销延续放量，单季出塘量 2428.5 吨，环比增 174.1 吨。价上，鳗鱼行情整体处于景气周期，22 年高点较 21 年初涨 39.8%。我们认为，公司战略推进鳗鱼养殖业务，与自身优势条件相匹配，将重塑公司增长曲线。一是技术能力。公司在鳗鲡等水产养殖积累丰富的技术优势。公司拥有中国鳗鲡产业研究院等技术平台，“渔光互补”、“种养一体”和信息数智化落地应用进一步支持养殖业务。二是种苗供应。公司几十年来与海外供应商保持良好的合作关系，种苗锁定能力和质量控制能力强。三是规模优势。公司在原材料采购、养殖成活率、人员人工等方面较中小户更有优势。

投资评级

买入

首次评级

2022 年 10 月 20 日

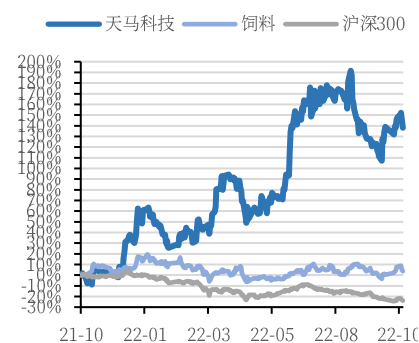
收盘价(元):

18.48

公司基本数据

总股本(百万股)	436.13
总市值(百万)	8,059.77
流通股本(百万股)	405.24
流通市值(百万)	7,488.81
12 月最高/最低价(元)	23.31/6.95
资产负债率(%)	62.24
每股净资产(元)	4.91
市盈率(TTM)	33.48
市净率(PB)	3.77
净资产收益率(%)	11.26

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC 执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理
SAC 执业证书: S0640121080014
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 传统业务周期向好，鳗鱼打开第二曲线

1) 传统业务趋势向好。公司自身在饲料、动保、种苗业务稳健扩张推进。2022 年，公司特种水产饲料计划销量为 20 万吨，畜禽饲料计划销量为 130 万吨，饲料主业有望保持稳健增长。下游生猪周期景气、肉鸡行情望逐步回暖，将支撑饲料需求；上游豆粕、玉米等饲料原料行情或边际改善，提升公司传统主业的盈利能力。2) 鳗鱼养殖成长性足。量上，22 年商品鳗计划出塘量 8000 吨，未来几年有望保持持续快速增长。价上，鳗鱼行情望延续景气。前期受疫情影响菜鳗行情略有调整，养殖户出鱼力度加大，规格鳗存塘量延续减少。未来随着国内消费旺季和日本鳗鱼节因素带动需求，鳗鱼价格有望保持景气区间。

◆ 投资建议

天马科技是一家集特种水产、畜牧、食品为一体，融合一二三产业的大型现代渔牧集团化企业。公司传统饲料、种苗、动保业务持续稳健增长，鳗鱼养殖业务加速推进，叠加多条业务线周期向好，公司业绩有望表现强劲。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.6 亿元、6.6 亿元、8.8 亿元，EPS 分别为 0.82 元、1.51 元、2.01 元，对应 22、23、24 年 PE 分别为 22.64、12.26、9.19 倍，首次评级给予“买入”评级。

◆ 风险提示

畜禽、水产业周期波动、鳗鱼养殖扩产不及预期等风险。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3639.96	5419.02	7348.18	9069.85	10793.76
增长率（%）	49.89	48.88	35.60	23.43	19.01
归母净利润（百万元）	68.94	83.57	356.06	657.53	877.36
增长率（%）	21.26	21.21	326.09	84.67	33.43
毛利率（%）	11.18	10.21	14.82	19.14	20.41
每股收益（元）	0.16	0.19	0.82	1.51	2.01
市盈率 PE	116.90	96.45	22.64	12.26	9.19
市净率 PB	6.61	4.35	3.69	2.88	2.23
净资产收益率 ROE（%）	5.66	4.51	16.31	23.52	24.28

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	570.92	2939.27	3627.94	4317.50	营业收入	5419.02	7348.18	9069.85	10793.76
应收票据及账款	555.17	1073.21	1324.66	1576.44	营业成本	4865.59	6258.99	7333.46	8591.23
预付账款	147.93	256.01	315.99	376.06	税金及附加	11.12	15.27	18.84	22.42
其他应收款	33.12	34.04	42.02	50.01	销售费用	65.85	73.48	113.37	161.91
存货	1201.04	1665.46	1951.36	2286.05	管理费用	135.12	157.99	181.40	205.08
其他流动资产	52.89	61.54	65.13	68.72	研发费用	99.64	132.27	163.26	194.29
流动资产总计	2561.08	6029.53	7327.10	8674.77	财务费用	42.14	96.85	125.64	105.37
长期股权投资	20.30	21.44	22.59	23.73	资产减值损失	-1.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	1703.55	1703.97	1697.68	1682.28	信用减值损失	-30.38	0.00	0.00	0.00
在建工程	350.19	234.96	117.73	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	216.01	180.01	144.00	108.00	投资收益	-18.67	-13.33	-13.33	-13.33
长期待摊费用	7.77	3.88	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	282.53	276.85	271.17	265.49	资产处置收益	-0.10	-0.07	-0.07	-0.07
非流动资产合计	2580.34	2421.11	2253.17	2079.50	其他收益	11.72	16.15	16.15	16.15
资产总计	5141.41	8450.63	9580.27	10754.27	营业利润	161.31	616.08	1136.63	1516.20
短期借款	783.35	2748.33	2654.97	2223.72	营业外收入	1.19	2.52	2.52	2.52
应付票据及账款	1227.57	2081.08	2438.33	2856.53	营业外支出	3.86	3.79	3.79	3.79
其他流动负债	231.09	353.45	421.35	496.37	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2242.01	5182.86	5514.65	5576.62	利润总额	158.64	614.82	1135.36	1514.94
长期借款	607.93	471.56	337.32	205.65	所得税	26.84	85.69	158.24	211.15
其他非流动负债	70.55	70.55	70.55	70.55	净利润	131.80	529.13	977.12	1303.80
非流动负债合计	678.48	542.11	407.86	276.20	少数股东损益	48.24	173.07	319.59	426.44
负债合计	2920.48	5724.96	5922.51	5852.81	归属母公司股东净	83.57	356.06	657.53	877.36
股本	436.16	436.16	436.16	436.16	利润				
资本公积	885.43	885.43	885.43	885.43	EBITDA	294.50	875.04	1432.09	1795.13
留存收益	529.92	861.59	1474.08	2291.35	NOPLAT	169.21	613.81	1086.58	1395.81
归属母公司权益	1851.51	2183.19	2795.68	3612.94	EPS(元)	0.19	0.82	1.51	2.01
少数股东权益	369.41	542.48	862.07	1288.51	主要财务比率				
股东权益合计	2220.93	2725.67	3657.75	4901.46					
负债和股东权益合	5141.41	8450.63	9580.27	10754.27	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
计					成长能力				
					营收增长率	48.88%	35.60%	23.43%	19.01%
					营业利润增长率	27.00%	281.92%	84.49%	33.40%
					EBIT 增长率	50.92%	254.45%	77.19%	28.49%

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
------	------	-------	-------	-------

税后经营利润	131.80	527.85	975.84	1302.51	EBITDA 增长率	44.48%	197.13%	63.66%	25.35%
折旧与摊销	93.72	163.37	171.08	174.81	归母净利润增长率	21.21%	326.09%	84.67%	33.43%
财务费用	42.14	96.85	125.64	105.37	经营现金流增长率	-46.38%	211.16%	62.62%	29.81%
投资损失	18.67	13.33	13.33	13.33	盈利能力				
营运资金变动	-63.78	-124.24	-183.75	-164.88	毛利率	10.21%	14.82%	19.14%	20.41%
其他经营现金流	-4.42	1.56	1.56	1.56	净利率	2.43%	7.20%	10.77%	12.08%
经营性现金净流量	218.12	678.72	1103.70	1432.70	营业利润率	2.98%	8.38%	12.53%	14.05%
资本支出	652.93	3.00	2.00	-0.00	ROE	4.51%	16.31%	23.52%	24.28%
长期投资	-251.94	0.00	0.00	0.00	ROA	1.63%	4.21%	6.86%	8.16%
其他投资现金流	-1385.60	-20.75	-18.75	-14.75	ROIC	8.22%	17.34%	18.50%	21.22%
投资性现金净流量	-984.61	-17.75	-16.75	-14.75	估值倍数				
短期借款	198.85	1964.98	-93.36	-431.25	P/E	96.45	22.64	12.26	9.19
长期借款	554.93	-136.37	-134.24	-131.67	P/S	1.49	1.10	0.89	0.75
普通股增加	96.41	0.00	0.00	0.00	P/B	4.35	3.69	2.88	2.23
资本公积增加	452.80	0.00	0.00	0.00	股息率	0.21%	0.30%	0.56%	0.75%
其他筹资现金流	-462.13	-121.24	-170.68	-165.47	EV/EBIT	35.68	16.51	9.39	7.22
筹资性现金净流量	840.86	1707.38	-398.28	-728.39	EV/EBITDA	24.32	13.43	8.27	6.52
现金流量净额	71.62	2368.35	688.67	689.57	EV/NOPLAT	42.33	19.14	10.90	8.39

资料来源：iFind，中航证券研究

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637