

23年多因素影响鳗鱼业务, 24年鳗鱼放量加速改善

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报及2024年一季报。2023年公司营业总收入69.98亿元，同比下降0.14%，归母净利润-1.88亿元，同比-243.94%。扣非净利润-1.47亿元，同比下降226.51%。2023Q4实现营业总收入16.98亿元，同比+0.16%，归母净利润-1.02亿元，同比+8.34%。2024Q1实现营业总收入13.61亿元，同比+0.16%，归母净利润659万元，同比+17.40%。
- **收入韧性强，利润受极端天气及周期波动有所下滑。**2023年公司业绩变化主要系①饲料行业持续承压，饲料原料价格大幅波动、下游养殖业亏损，饲料企业运营成本和资金周转压力加大；②特种水产养殖业务受2023年一季度倒春寒和夏季极端高温，以及近两年投苗量大而养殖基地建设尚未完全配套影响，目前养殖密度整体偏高，客观上影响整体出鱼节奏；③宏观经济大环境等多重因素影响，报告期内鳗鲡销售市场价格走势偏弱。
- **鳗鱼养殖快速增长，改善盈利结构。**受气候变化、养殖密度及市场行情等因素影响，2023年公司鳗鲡出池约3,461吨，同比下降约43.28%。随着各养殖基地建设的有效推进，养殖密度逐步恢复正常，鳗鲡投饵率和生长也日趋正常，自四季度以来，公司鳗鲡出池量已较前三季度已有明显放量，2024年一季度出池量也取得了同环比双增长。随着公司鳗鱼出鱼规模的扩大，毛利占比快速提升，或成长为公司利润弹性的主要来源。公司鳗鱼养殖利润弹性或逐步释放。
- **增持+员工持股计划激励彰显信心。**2023年2月1日至2023年7月31日，公司控股股东、实际控制人陈庆堂先生累计增持金额为人民币超5000万元。此外，公司于2024年3月9日完成了2023年员工持股计划完成股票购买，公司2023年员工持股计划已通过二级市场以集中竞价交易方式累计买入公司股票20,731,400股，占公司目前总股本的4.54%，成交均价为15.78元/股，成交总金额为3.27亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年EPS分别为0.66元、1.13元、1.81元，对应动态PE分别为22倍、13倍、8倍。考虑到公司在鳗鱼快速起量，改善盈利结构，处于快速成长阶段，给予公司2024年30倍PE，对应目标价19.8元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**养殖增速或不及预期，原材料价格波动风险，下游需求或不及预期。

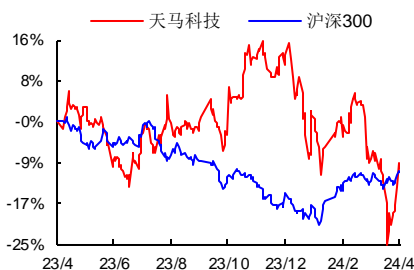
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,998	8,517	9,752	10,877
增长率	-0.14%	21.71%	14.50%	11.54%
归属母公司净利润(百万元)	-188	302	514	826
增长率	-243.94%	260.90%	70.35%	60.61%
每股收益EPS(元)	-0.43	0.66	1.13	1.81
净资产收益率ROE	-8.48%	12.01%	16.99%	21.43%
PE	—	22.02	12.93	8.05
PB	3.62	2.64	2.20	1.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn
联系人：赵磐
电话：010-57758503
邮箱：zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.57
流通A股(亿股)	4.36
52周内股价区间(元)	12.11-18.85
总市值(亿元)	66.45
总资产(亿元)	90.63
每股净资产(元)	4.85

相关研究

1. 天马科技（603668）：费用摊销影响利润，鳗鱼业务弹性可期（2023-11-08）

盈利预测

关键假设：

1) 公司为特种水产饲料领导者，饲料业务预计稳定增长。预计 2024-2026 年畜禽饲料销量增速分别为 10%、10%、5%；吨价增速分别为 0.4%、0%、0%。预计 2024-2026 年毛利率分别为 8.5%、8.5%、8.5%。

2) 根据公司投苗量及在建产能，结合鳗鱼价格趋势，预计 2024-2026 年养殖及食品加工销量增速分别为 172%、40%、40%；由于消费缓复苏趋势，预计 2024-2026 年吨价增速分别为 10%、0%、0%。随着鳗鱼供应链体系完善、规模效应逐渐显现，利润结构改善，预计 2024-2026 年毛利率分别为 30%、40%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	6,997.72	8,517.20	9,752.10	10,877.27
	增速	-0.14%	21.71%	14.50%	11.54%
	成本	6,472.18	7,556.93	8,388.32	8,918.55
	毛利率	7.51%	11.27%	13.98%	18.01%
饲料	收入	6,948.39	7,643.23	8,407.55	8,827.93
	增速	6.30%	10.00%	10%	5%
	成本	6,386.56	6994	7693	8078
	毛利率	8.09%	8.50%	8.50%	8.50%
养殖及食品加工	收入	452.65	1,357.95	1,901.13	2,661.58
	增速	-38.67%	200.00%	40.00%	40.00%
	成本	364.02	951	1141	1331
	毛利率	19.58%	30.00%	40.00%	50.00%
其他	收入	-403.32	-483.98	-556.58	-612.24
	增速	50.84%	20.00%	15.00%	10.00%
	成本	-278.4	-387.19	-445.27	-489.79
	毛利率	30.97%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择饲料与水产龙头海大集团、国联水产、粤海饲料作为可比估值对象，3 家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 56 倍、26 倍、21 倍。国联水产由于微利导致估值偏离较大，不考虑异常值的情况，剩余两家公司 2024 年平均 PE 为 30 倍。考虑到天马科技在鳗鱼快速起量，改善盈利结构，处于快速成长阶段，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 19.8 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002311	海大集团	49.87	1.65	2.45	3.10	3.43	30.22	20.36	16.09	14.54
300094	国联水产	3.27	-0.47	0.03	0.08	0.12	-6.96	109.00	40.88	27.25
001313	粤海饲料	9	0.06	0.23	0.43	0.43	150.00	39.13	20.93	20.93
平均值							57.76	56.16	25.96	20.91
603668	天马科技	14.55	-0.43	0.66	1.13	1.81	-33.84	22.02	12.93	8.05

数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

养殖增速或不及预期，原材料价格波动风险，下游需求或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,998	8,517	9,752	10,877	净利润	-152	431	730	1,179
营业成本	6,472	7,557	8,388	8,919	折旧与摊销	255	348	395	431
营业税金及附加	18	17	20	22	财务费用	151	0	0	0
销售费用	89	94	107	120	资产减值损失	42	0	0	0
管理费用	233	208	238	266	经营营运资本变动	-192	320	-200	-54
财务费用	162	0	0	0	其他	-33	4	13	0
资产减值损失	-18	0	0	0	经营活动现金流净额	71	1,103	938	1,555
投资收益	-16	-12	-13	0	资本支出	-672	-1,315	-1,319	-1,231
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-20	-47	-27	-16
其他经营损益	12	23	28	0	投资活动现金流净额	-692	-1,362	-1,346	-1,247
营业利润	-152	493	832	1,347	短期借款	449	538	652	565
其他非经营损益	-11	0	0	0	长期借款	-60	0	0	0
利润总额	-164	493	832	1,347	股权融资	316	0	0	0
所得税	-11	62	102	168	支付股利	-149	0	0	0
净利润	-152	431	730	1,179	其他	306	-43	0	0
少数股东损益	35	129	216	353	筹资活动现金流净额	862	495	652	565
归属母公司股东净利润	-188	302	514	826	现金流量净额	260	236	243	874
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	796	1,032	1,276	2,150	成长能力				
应收和预付款项	581	1,083	1,223	1,431	销售收入增长率	-0.14%	21.71%	14.50%	11.54%
存货	2,977	2,201	2,567	2,571	营业利润增长率	-177.78%	424.40%	68.63%	61.89%
其他流动资产	15	15	15	15	净利润增长率	-243.94%	260.90%	70.35%	60.61%
长期股权投资	29	32	35	37	EBITDA 增长率	-40.60%	199.49%	45.70%	44.93%
投资性房地产	35	44	51	62	获利能力				
固定资产和在建工程	3,571	4,276	4,961	5,529	毛利率	7.51%	11.27%	13.98%	18.01%
无形资产和开发支出	231	259	284	309	三费率	6.92%	3.54%	3.53%	3.55%
其他非流动资产	39	56	56	56	净利率	-2.18%	5.06%	7.48%	10.84%
资产总计	9,075	10,048	11,738	13,645	ROE	-8.48%	12.01%	16.99%	21.43%
短期借款	2,143	2,681	3,333	3,898	ROA	-2.07%	3.00%	4.38%	6.05%
应付和预收款项	1,928	2,004	2,260	2,400	ROIC	0.39%	5.97%	8.49%	11.39%
长期借款	600	600	600	600	EBITDA/销售收入	4.02%	9.88%	12.58%	16.34%
其他负债	1,754	1,681	1,734	1,757	营运能力				
负债合计	6,425	6,966	7,927	8,656	总资产周转率	0.84	0.89	0.90	0.86
股本	457	457	457	457	固定资产周转率	2.59	2.54	2.58	2.64
资本公积	1,244	1,244	1,244	1,244	应收账款周转率	16.12	14.16	11.89	11.40
留存收益	499	801	1,315	2,141	存货周转率	2.46	2.92	3.52	3.47
归属母公司股东权益	2,211	2,512	3,026	3,852	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	439	569	785	1,138	资本结构				
股东权益合计	2,650	3,081	3,811	4,990	资产负债率	70.80%	69.34%	67.53%	63.43%
负债和股东权益合计	9,075	10,048	11,738	13,645	带息债务/总负债	56.44%	59.40%	60.42%	61.86%
					流动比率	0.90	0.80	0.80	0.87
					速动比率	0.26	0.34	0.34	0.46
					股利支付率	-2.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.43	0.66	1.13	1.81
					每股净资产	5.07	5.50	6.63	8.44
					每股经营现金	0.16	2.41	2.05	3.41
					每股股利	0.01	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	281	842	1,227	1,778					
PE	—	22	13	8					
PB	4	3	2	2					
PS	1	1	1	1					
EV/EBITDA	39	12	8	6					
股息率	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn