

2026 年 08 月 04 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

持续巩固三大板块，鳗鱼市场大有可为

—天马科技（603668.SH）公司动态研究报告

增持(首次)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

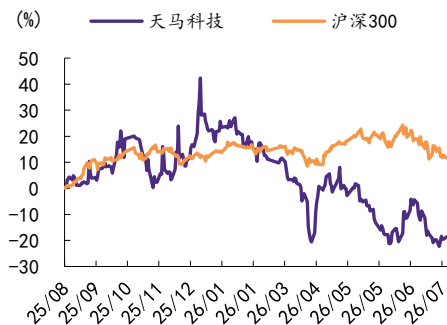
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-08-03

当前股价（元）	10.84
总市值（亿元）	55
总股本（百万股）	506
流通股本（百万股）	506
52 周价格范围（元）	10.46-19.16
日均成交额（百万元）	244.23

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

全产业链布局，已形成产业集群

公司是以科技引领的全球性渔牧集团化农业龙头企业，经营涵盖智慧养殖、食品加工、水产种业、动物营养及饲料等现代农业渔牧全产业链。当前公司坚定“以鳗鱼为核心，以食品为新蓝海，以饲料为主基石”的产业发展战略，持续推进一二三产业融合发展，致力于打造世界级全产业链食品供应链平台。目前已逐渐形成覆盖福建、广东、广西、江西、湖北等省的八大渔业产业集群，在福建福清白鹤山和广东台山建成两大万亩产业基地，成为全球规模最大、唯一深耕鳗鱼全产业链的 A 股上市企业。

鳗鱼产业协同增强，烤鳗渠道多元化

养殖方面，2025 年鳗鱼出池量约 1.87 万吨，创历史同期新高；其中自用比例由 2024 年的 27.10% 提升至 2025 年的 47.35%。当前养殖基地已齐备活鳗（包含日本鳗、美洲鳗）直接出口相关资质，国内已建成 4 个活鳗出口中转场。此外，公司在日本东京设有子公司“天马科技株式会社”，打造立足国内、辐射日韩、面向全球的活鳗营销网络体系。此外，近期在福清召开的中国渔业协会鳗业工作委员会会长办公会议，明确指出：要结合历年产销数据、海外订单、国内消费能力等综合因素，配合相关主管部门研究推进鳗苗年度捕捞配额、进口配额等常态化管理制度，彻底改变行业“价涨盲目扩养、价跌亏损抛售”的恶性循环，把养殖规模稳定在合理区间。烤鳗方面，公司旗下拥有“鳗鲷堂”“鳗小堂”“酷鲜”“三清龙”“品鳗坊”等多个知名品牌，打通渔牧产业从源头到餐桌的全产业链条。在国内市场，布局大型商超、中央厨房、餐饮连锁等线下渠道，进入沃尔玛、胖东来、大润发、比优特、欧亚超市等知名商超销售或入选餐饮原料；和蜀海供应链建立合作关系，并通过福农优品平台、微信小店、直播带货、淘宝、京东等线上平台销售。

特种水产饲料覆盖广，畜禽饲料已破百万吨

饲料业务是公司基本盘：在特种水产饲料领域，公司是龙头企业，产品覆盖几乎所有特种水产养殖动物从种苗至养成期的养殖全过程。2026Q1 营收 3.27 亿元（同增 85%），销量 2.81 万吨（同增 104%），系鱼粉及原料价格上涨、物流成本上升及需求旺季所致；在畜禽饲料领域，年产量已经连续 5 年突破百万吨，稳居福建省第一梯队。2026Q1 营收 8.58 亿

元（同增 6%），销量 27.83 万吨（同减 5%）。

■ 盈利预测

我们看好公司在鳗鱼产业持续深耕，已形成坚强护城河，存塘日本鳗与美洲鳗数量均位居国内首位；烤鳗产销量均创历史新高，随着活鳗出口基地建设和国内销售网络拓展，活鳗销售有望跨上新台阶。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.04/0.06/0.12 元，当前股价对应 PB 分别为 2.6/2.5/2.4 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险；行业周期性调整；原材料价格波动风险；养殖增长不及预期；海外渠道开拓不及预期；疫病、极端天气及养殖成活率风险；食品安全与产品质量风险；汇率大幅波动风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	6,001	6,144	6,343	6,583
增长率（%）	2.5%	2.4%	3.2%	3.8%
归母净利润（百万元）	-179	18	32	62
增长率（%）	-789.2%		77.6%	93.7%
摊薄每股收益（元）	-0.35	0.04	0.06	0.12
ROE（%）	-6.7%	0.7%	1.2%	2.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	536	730	1,030	1,349
应收款	588	589	591	595
存货	3,766	3,829	3,869	3,924
其他流动资产	276	281	288	289
流动资产合计	5,164	5,429	5,779	6,157
非流动资产：				
金融类资产	11	17	22	26
固定资产	3,441	3,364	3,200	3,011
在建工程	253	101	41	16
无形资产	220	209	198	187
长期股权投资	24	24	24	24
其他非流动资产	686	686	686	686
非流动资产合计	4,624	4,384	4,149	3,925
资产总计	9,789	9,813	9,927	10,082
流动负债：				
短期借款	2,668	2,678	2,698	2,718
应付账款、票据	1,709	1,719	1,741	1,753
其他流动负债	1,278	1,278	1,278	1,278
流动负债合计	5,818	5,810	5,856	5,893
非流动负债：				
长期借款	506	506	516	521
其他非流动负债	785	785	785	785
非流动负债合计	1,291	1,291	1,301	1,306
负债合计	7,109	7,101	7,157	7,199
所有者权益				
股本	506	506	506	506
股东权益	2,680	2,713	2,771	2,883
负债和所有者权益	9,789	9,813	9,927	10,082

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-173	17	31	59
少数股东权益	7	-1	-1	-2
折旧摊销	292	240	235	223
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-25	-83	-18	-39
经营活动现金净流量	101	174	247	242
投资活动现金净流量	-229	223	219	209
筹资活动现金净流量	322	25	57	78
现金流量净额	194	423	523	529

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,001	6,144	6,343	6,583
营业成本	5,563	5,687	5,862	6,068
营业税金及附加	21	18	22	26
销售费用	69	61	76	86
管理费用	162	157	165	174
财务费用	203	45	36	27
研发费用	101	100	103	105
费用合计	534	364	380	392
资产减值损失	-40	-30	-25	-15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-26	-20	-15	-10
营业利润	-180	18	32	62
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	5	1	0	0
利润总额	-185	18	33	63
所得税费用	-12	1	2	4
净利润	-173	17	31	59
少数股东损益	7	-1	-1	-2
归母净利润	-179	18	32	62

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	2.5%	2.4%	3.2%	3.8%
归母净利润增长率	-789.2%		77.6%	93.7%
盈利能力				
毛利率	7.3%	7.4%	7.6%	7.8%
四项费用/营收	8.9%	5.9%	6.0%	6.0%
净利率	-2.9%	0.3%	0.5%	0.9%
ROE	-6.7%	0.7%	1.2%	2.1%
偿债能力				
资产负债率	72.6%	72.4%	72.1%	71.4%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	10.2	10.4	10.7	11.1
存货周转率	1.5	1.5	1.5	1.6
每股数据(元/股)				
EPS	-0.35	0.04	0.06	0.12
P/E	-30.6	305.5	172.0	88.8
P/S	0.9	0.9	0.9	0.8
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4

食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业和商社行业，聚焦软饮料和休闲食品子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名，2024 年东方财富行业最佳分析师第五名，2025 年“美市科技”菁英榜食品饮料组第 3 名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场成指（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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。