

2026 年 09 月 01 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

天马科技（603668）

饲料业务显韧性，鳗鱼行情望演绎

报告摘要

◆ 26H1 公司受周期影响业绩承压

2026 年上半年，公司实现营业收入 31.32 亿元，同比增长 5.34%；实现归母净利润 1233 万元，同比大幅下降 79.53%；扣非归母净利润 761 万元，同比下降 86.88%。业绩下滑主要系报告期内受宏观经济、行业周期及日本鳗苗丰产等因素叠加影响，活鳗及烤鳗价格持续低位运行，公司主动放缓出鱼节奏，导致养殖与食品板块盈利能力阶段性承压。

◆ 饲料业务显韧性

公司饲料业务展现出较强韧性，是公司经营的“压舱石”。上半年，动物营养与饲料业务实现总销量 63.60 万吨，同比增长 5.53%，总收入 24.20 亿元，同比增长 21.96%。其中，特种水产饲料业务表现突出，实现销量 6.97 万吨，收入 7.71 亿元，同比分别增长 80.13%和 84.43%。这主要得益于部分水产养殖品种回暖，养殖户补塘积极性增强。畜禽饲料业务则保持稳健，销量和收入同比分别增长 0.41%和 5.29%，年化销量连续 5 年突破百万吨，稳居福建省第一梯队。饲料板块具备韧性，公司多元化业务布局具备较好抗风险能力。

◆ 鳗鱼行情望演绎

26H1 公司主业受到鳗鱼行情影响较大，主要系 25 年日本鳗苗丰产带来的供给过剩预期影响，鳗鱼市场价格持续低迷，公司两大板块智慧养殖和健康食品收入下滑。

展望未来，行业供需格局正迎来积极变化。一是 26 年度投苗积极性回落，行业产能加速出清，供给端收紧趋势形成。本年度日本鳗苗捕捞量较 2025 年大幅下降，美洲鳗投苗量大幅低于上年度，目前鳗鱼价格已企稳并逐步回升，鳗鱼价格有望积极向好。二是行业推动健康发展，配额制等措施有望推进。今年中国鳗工委会长办公会中提出，实施为期一年的全面禁止捕捞本地日本鳗苗，同时禁止进口美洲鳗苗的阶段管控措施。后续将根据产业发展情况，实行鳗苗捕捞、进口配额管理，严格控制总体养殖规模，筑牢产业长期发展根基。

投资评级

买入
维持评级

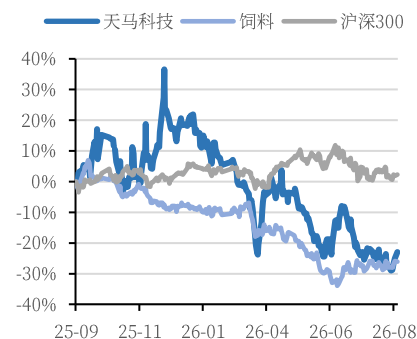
2026 年 08 月 31 日

收盘价(元): 10.80

公司基本数据

总股本(百万股)	505.80
总市值(百万)	5,462.60
流通股本(百万股)	505.80
流通市值(百万)	5,462.60
12 月最高/最低价(元)	19.64/9.84
资产负债率(%)	72.05
每股净资产(元)	4.20
市盈率(TTM)	-24.03
市净率(PB)	2.57
净资产收益率(%)	0.58

股价走势图



作者

陈翼 分析师
SAC 执业证书: S0640523080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

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

相关研究报告

周期有望改善，鳗鱼养殖长逻辑不变 —2024-05-04

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

◆ 投资建议

天马科技是一家集特种水产、畜牧、食品为一体的大型现代渔牧集团化企业。公司饲料业务稳健，鳗鱼养殖和食品业务有望随行情演绎获益。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.17 亿元、1.03 亿元、2.02 亿元，EPS 分别为 0.03 元、0.20 元、0.40 元，维持“买入”评级。

饲养业务推进，鳗鱼周期向好 —2023-05-01
传统业务周期向好，鳗鱼打开第二曲线 —
2022-10-21

◆ 风险提示

鳗鱼养殖、畜禽、水产业行情周期波动等风险。

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5854.13	6000.84	6766.77	7749.56	8900.91
增长率（%）	-16.34	2.51	12.76	14.52	14.86
归母净利润（百万元）	26.03	-179.43	16.70	103.14	202.32
增长率（%）	113.88	-789.25	109.31	517.57	96.17
毛利率（%）	10.86	7.30	8.26	8.81	9.48
每股收益（元）	0.05	-0.35	0.03	0.20	0.40
市盈率 PE	209.84	-30.44	327.09	52.96	27.00
市净率 PB	2.44	2.59	2.58	2.49	2.32
净资产收益率 ROE（%）	1.16	-8.51	0.79	4.69	8.61

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标
资产负债表(百万元)
利润表(百万元)

	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	535.57	676.68	774.96	890.09	营业收入	6000.84	6766.77	7749.56	8900.91
应收票据及账款	428.74	461.03	527.99	606.43	营业成本	5562.58	6207.99	7067.16	8057.36
预付账款	219.68	202.18	231.54	265.95	税金及附加	21.04	22.13	25.34	29.11
其他应收款	158.93	96.44	110.44	126.85	销售费用	68.52	57.52	64.32	71.21
存货	3765.70	3590.64	4087.57	4660.29	管理费用	161.63	162.40	178.24	204.72
其他流动资产	55.85	48.27	53.66	59.98	研发费用	100.54	81.20	92.99	106.81
流动资产总计	5164.46	5075.22	5786.16	6609.59	财务费用	202.92	135.01	116.55	104.93
长期股权投资	24.12	25.83	27.34	26.96	资产减值损失	-40.32	-45.46	-52.07	-59.80
固定资产	3754.85	3603.31	3189.03	2765.24	信用减值损失	-40.37	-42.50	-48.67	-55.90
在建工程	253.25	10.00	10.00	10.00	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	219.77	213.49	208.15	202.77	投资收益	-25.95	-16.69	-16.89	-18.79
长期待摊费用	9.45	4.73	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.14	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	362.78	369.67	382.91	393.49	资产处置收益	27.46	14.00	14.00	14.00
非流动资产合计	4624.22	4227.03	3817.43	3398.45	其他收益	15.14	13.81	13.81	13.81
资产总计	9788.68	9302.25	9603.59	10008.04	营业利润	-180.28	23.67	115.13	220.09
短期借款	2667.56	2307.79	2285.27	2212.42	营业外收入	1.08	2.62	2.62	2.62
应付票据及账款	1708.97	1892.41	2154.31	2456.16	营业外支出	5.33	8.62	8.62	8.62
其他流动负债	1441.18	1324.74	1508.67	1722.33	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5817.71	5524.93	5948.25	6390.90	利润总额	-184.52	17.67	109.14	214.09
长期借款	698.99	493.42	297.83	115.25	所得税	-11.70	1.59	9.80	19.22
其他非流动负债	592.03	592.03	592.03	592.03	净利润	-172.82	16.09	99.34	194.88
非流动负债合计	1291.02	1085.45	889.86	707.28	少数股东损益	6.61	-0.61	-3.80	-7.45
负债合计	7108.73	6610.38	6838.12	7098.18	归属母公司股东净利润	-179.43	16.70	103.14	202.32
股本	505.72	505.72	505.72	505.72	EBITDA	359.49	673.59	758.79	859.61
资本公积	1269.16	1269.16	1269.16	1269.16	NOPLAT	-1.85	131.69	198.14	283.10
留存收益	333.22	345.75	423.15	574.99	EPS(元)	-0.35	0.03	0.20	0.40
归属母公司权益	2108.10	2120.63	2198.03	2349.87					
少数股东权益	571.86	571.24	567.45	560.00	现金流量表(百万元)				

股东权益合计	2679.95	2691.87	2765.48	2909.87		2025	2026E	2027E	2028E
负债和股东权益合计	9788.68	9302.25	9603.59	10008.04	成长能力				
					营收增长率	2.51%	12.76%	14.52%	14.86%
现金流量表(百万元)					营业利润增长率	-409.17%	113.13%	386.48%	91.16%
	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT 增长率	-92.14%	730.00%	47.81%	41.36%
税后经营利润	-172.82	11.43	94.87	192.13	EBITDA 增长率	-31.80%	87.37%	12.65%	13.29%
折旧与摊销	341.09	520.91	533.11	540.59	归母净利润增长率	-789.25%	109.31%	517.57%	96.17%
财务费用	202.92	135.01	116.55	104.93	经营现金流增长率	-79.14%	864.53%	-39.79%	11.47%
投资损失	25.95	16.69	16.89	18.79	盈利能力				
营运资金变动	-273.69	297.34	-166.82	-192.79	毛利率	7.30%	8.26%	8.81%	9.48%
其他经营现金流	-22.62	-8.88	-9.08	-10.97	净利率	-2.88%	0.24%	1.28%	2.19%
经营性现金净流量	100.83	972.50	585.52	652.67	营业利润率	-3.00%	0.35%	1.49%	2.47%
资本支出	116.00	122.00	122.00	122.00	ROE	-8.51%	0.79%	4.69%	8.61%
长期投资	-1.35	0.00	0.00	0.00	ROA	-1.83%	0.18%	1.07%	2.02%
其他投资现金流	-111.26	-4.87	-4.85	-4.68	ROIC	-0.03%	2.19%	3.63%	5.33%
投资性现金净流量	-228.62	-126.87	-126.85	-126.68	估值倍数				
短期借款	456.14	-359.77	-22.52	-72.85	P/E	-30.44	327.09	52.96	27.00
长期借款	142.70	-205.57	-195.59	-182.58	P/S	0.91	0.81	0.70	0.61
普通股增加	3.39	0.00	0.00	0.00	P/B	2.59	2.58	2.49	2.32
资本公积增加	43.29	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.08%	0.47%	0.92%
其他筹资现金流	-607.06	-139.18	-142.28	-155.41	EV/EBIT	669.90	57.60	37.98	26.05
筹资性现金净流量	38.45	-704.52	-360.39	-410.85	EV/EBITDA	34.28	13.06	11.30	9.67
现金流量净额	-331.71	1407.97	582.94	43.50	EV/NOPLAT	-6652.14	66.78	43.26	29.35

资料来源：iFind，中航证券研究所

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。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。本报告仅供中航证券客户使用, 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、内容或其复本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

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