

## 益生菌研发更进一步,多板块发展前景光明

### 投资要点

- **事件:**艾地盟蔚蓝生物针对微生态制剂研究及产业化项目进行公告,总投资额约4亿元,资金来源为青岛蔚蓝生物集团(公司全资子公司)与ADM Singapore承诺的对艾地盟蔚蓝生物的出资额人民币1.6亿元(各8000万),余下资金需求按项目进度分阶段依照持股比例以股东贷款或股东增资方式进行。
- **点评:**此微生态制剂研究及产业化项目主要系投资建设食品益生菌的生产工厂,项目建设地址位于艾地盟蔚蓝生物厂区内,预计2025年初正式投入生产运营,项目建成后,预计实现产能:功能性益生菌菌粉原料产能100吨,益生菌液体产品产能100吨。艾地盟蔚蓝生物作为中外合资企业,拥有得天独厚的资源优势,作为桥梁连接ADM全球益生菌资源与蔚蓝生物的益生菌技术与菌株储备,利用各方专利菌株为客户提供优质产品与服务,且在本土化生产的成本优势加持下,其性价比提高。
- **益生菌行业受到高度重视,公司合作开发多领域布局前景光明。**益生菌有助于调节人体生理机能,提高免疫力,属于国家产业政策鼓励发展的行业。我国的《“健康中国2030”规划纲要》已发布实施,成为激发医养健康产业发展的强大驱动力。国家战略层面上要求积极拓展预防保健服务,推动传统疾病治疗向健康促进转变。根据调研机构ZION Market Research预计,2025年全球益生菌产值有望超过770亿美元,公司把握消费市场对于人用益生菌的需求提升,与国际领先企业合作,ADM集团在食品、饮料和补充剂的配料、添加剂和香精的开发和生产方面有着丰富的经验。未来双方将共同努力,联合向潍坊蔚之蓝(艾地盟蔚蓝)提供研发和技术支持。除此以外,公司探究益生菌在护肤领域的应用,深入青稞高值化产品开发,有望带来业绩增量。
- **公司替抗铁三角助力绿色养殖发展,饲用酶制剂提高养殖效率。**为了推动绿色养殖并确保食品安全,2020年7月起我国饲料端全面禁止添加促生长类抗生素,畜禽抵抗力需要适应过程,公司以酶制剂、益生菌、植物提取物形成“替抗铁三角”布局:微生态制剂将调整肠道菌群平衡、生物拮抗、调节免疫功能、抵御病原菌感染并促进消化吸收,除此以外可提供精准定制酶、葡萄糖氧化酶、霉菌毒素降解酶、溶菌酶为核心的多元化用酶方案,具备针对禁抗提供系统解决方案的能力,陆续与核心客户建立战略合作形成定制化、差异化、跨界的解决方案,建立动物微生态替抗应用数据库,为产品的迭代升级做准备。饲用酶制剂方面,公司主要产品为复合酶,包含有植酸酶、淀粉酶、木聚糖酶等,因饲料原材料价格处于高位,2021年11月农业农村部制定了《直接饲喂微生物和发酵制品生产菌株鉴定及其安全性评价指南》,公司作为酶制剂头部企业,产品优质市场认可度高,有望迎来业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.49元、0.63元、0.77元,对应动态PE分别为28/22/18倍,维持“持有”评级。
- **风险提示:**研发进度不及预期;产品销售情况不及预期等。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1150.82 | 1253.40 | 1425.93 | 1661.61 |
| 增长率           | 19.85%  | 8.91%   | 13.76%  | 16.53%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 132.57  | 124.64  | 159.70  | 193.38  |
| 增长率           | 21.65%  | -5.99%  | 28.13%  | 21.09%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.53    | 0.49    | 0.63    | 0.77    |
| 净资产收益率ROE     | 8.90%   | 7.77%   | 9.17%   | 10.14%  |
| PE            | 27      | 28.3    | 22.1    | 18.3    |
| PB            | 2.20    | 2.05    | 1.91    | 1.75    |

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

分析师:刘佳宜  
执业证号:S1250522100003  
电话:021-68415832  
邮箱:liujy@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)     | 2.52        |
| 流通A股(亿股)    | 2.52        |
| 52周内股价区间(元) | 12.98-19.19 |
| 总市值(亿元)     | 35.32       |
| 总资产(亿元)     | 22.87       |
| 每股净资产(元)    | 6.45        |

### 相关研究

1. 蔚蓝生物(603739):短期业绩承压,科研创新开拓新业务(2022-10-31)
2. 蔚蓝生物(603739):Q2经营环比改善,持续研发多板块布局(2022-08-25)
3. 蔚蓝生物(603739):与国际优质企业合作,积极拓展长期向好(2022-05-09)
4. 蔚蓝生物(603739):主营业务稳步发展,持续科研助力创新(2022-04-20)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)      | 2021A          | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 1150.82        | 1253.40        | 1425.93        | 1661.61        | 净利润              | 150.10         | 141.11         | 180.80        | 218.94        |
| 营业成本          | 618.51         | 644.02         | 704.81         | 807.58         | 折旧与摊销            | 51.90          | 43.63          | 43.63         | 43.63         |
| 营业税金及附加       | 8.96           | 10.73          | 12.06          | 13.74          | 财务费用             | 3.14           | 10.33          | 7.89          | 6.98          |
| 销售费用          | 179.58         | 208.06         | 245.26         | 290.78         | 资产减值损失           | -1.89          | 5.00           | 5.00          | 8.00          |
| 管理费用          | 105.42         | 221.85         | 249.54         | 290.78         | 经营营运资本变动         | -63.91         | -25.91         | -43.90        | -68.68        |
| 财务费用          | 3.14           | 10.33          | 7.89           | 6.98           | 其他               | -49.82         | -2.38          | -4.51         | -6.92         |
| 资产减值损失        | -1.89          | 5.00           | 5.00           | 8.00           | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>89.51</b>   | <b>171.79</b>  | <b>188.92</b> | <b>201.95</b> |
| 投资收益          | 7.19           | 6.00           | 5.00           | 5.00           | 资本支出             | -405.57        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 0.43           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他               | -201.16        | 6.00           | 5.00          | 5.00          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-606.73</b> | <b>6.00</b>    | <b>5.00</b>   | <b>5.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>170.87</b>  | <b>159.42</b>  | <b>206.37</b>  | <b>248.75</b>  | 短期借款             | 68.10          | -91.78         | -44.14        | 0.00          |
| 其他非经营损益       | 0.53           | -0.52          | -0.63          | -0.21          | 长期借款             | 99.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>171.40</b>  | <b>158.89</b>  | <b>205.74</b>  | <b>248.55</b>  | 股权融资             | 482.90         | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 21.31          | 17.79          | 24.93          | 29.61          | 支付股利             | -36.01         | -26.51         | -24.93        | -31.94        |
| 净利润           | 150.10         | 141.11         | 180.80         | 218.94         | 其他               | -33.43         | 4.70           | -7.89         | -6.98         |
| 少数股东损益        | 17.52          | 16.47          | 21.11          | 25.56          | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>580.56</b>  | <b>-113.60</b> | <b>-76.96</b> | <b>-38.91</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 132.57         | 124.64         | 159.70         | 193.38         | <b>现金流量净额</b>    | <b>61.87</b>   | <b>64.19</b>   | <b>116.96</b> | <b>168.03</b> |
|               |                |                |                |                |                  |                |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标           | 2021A          | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
| 货币资金          | 311.83         | 376.02         | 492.98         | 661.01         | <b>成长能力</b>      |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 315.02         | 330.17         | 373.19         | 442.99         | 销售收入增长率          | 19.85%         | 8.91%          | 13.76%        | 16.53%        |
| 存货            | 157.02         | 164.12         | 179.75         | 206.66         | 营业利润增长率          | 20.28%         | -6.70%         | 29.45%        | 20.54%        |
| 其他流动资产        | 187.94         | 187.40         | 189.74         | 192.93         | 净利润增长率           | 22.72%         | -5.99%         | 28.13%        | 21.09%        |
| 长期股权投资        | 4.21           | 4.21           | 4.21           | 4.21           | EBITDA 增长率       | 19.09%         | -5.55%         | 20.86%        | 16.08%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>      |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 843.51         | 805.61         | 767.70         | 729.79         | 毛利率              | 46.26%         | 48.62%         | 50.57%        | 51.40%        |
| 无形资产和开发支出     | 151.72         | 146.03         | 140.34         | 134.65         | 三费率              | 25.04%         | 35.12%         | 35.25%        | 35.42%        |
| 其他非流动资产       | 250.49         | 250.45         | 250.42         | 250.38         | 净利率              | 13.04%         | 11.26%         | 12.68%        | 13.18%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>2221.76</b> | <b>2264.01</b> | <b>2398.32</b> | <b>2622.63</b> | ROE              | 8.90%          | 7.77%          | 9.17%         | 10.14%        |
| 短期借款          | 135.93         | 44.14          | 0.00           | 0.00           | ROA              | 6.76%          | 6.23%          | 7.54%         | 8.35%         |
| 应付和预收款项       | 167.95         | 183.77         | 201.05         | 229.42         | ROIC             | 11.82%         | 9.84%          | 12.09%        | 13.85%        |
| 长期借款          | 99.00          | 99.00          | 99.00          | 99.00          | EBITDA/销售收入      | 19.63%         | 17.02%         | 18.09%        | 18.02%        |
| 其他负债          | 133.29         | 120.90         | 126.19         | 135.13         | <b>营运能力</b>      |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>536.18</b>  | <b>447.81</b>  | <b>426.24</b>  | <b>463.55</b>  | 总资产周转率           | 0.63           | 0.56           | 0.61          | 0.66          |
| 股本            | 252.08         | 252.41         | 252.41         | 252.41         | 固定资产周转率          | 2.54           | 2.46           | 3.03          | 3.84          |
| 资本公积          | 693.84         | 693.52         | 693.52         | 693.52         | 应收账款周转率          | 4.59           | 4.36           | 4.55          | 4.55          |
| 留存收益          | 674.61         | 772.73         | 907.50         | 1068.94        | 存货周转率            | 4.27           | 3.91           | 4.01          | 4.10          |
| 归属母公司股东权益     | 1604.52        | 1718.66        | 1853.43        | 2014.87        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 95.26%         | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 81.07          | 97.54          | 118.65         | 144.21         | <b>资本结构</b>      |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1685.58</b> | <b>1816.20</b> | <b>1972.08</b> | <b>2159.08</b> | 资产负债率            | 24.13%         | 19.78%         | 17.77%        | 17.68%        |
| 负债和股东权益合计     | 2221.76        | 2264.01        | 2398.32        | 2622.63        | 带息债务/总负债         | 43.82%         | 31.97%         | 23.23%        | 21.36%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率             | 2.61           | 3.72           | 4.71          | 5.02          |
|               |                |                |                |                | 速动比率             | 2.19           | 3.15           | 4.02          | 4.33          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率            | 27.16%         | 21.27%         | 15.61%        | 16.52%        |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>      |                |                |               |               |
| EBITDA        | 225.91         | 213.38         | 257.90         | 299.36         | 每股收益             | 0.53           | 0.49           | 0.63          | 0.77          |
| PE            | 26.64          | 28.34          | 22.11          | 18.26          | 每股净资产            | 6.36           | 6.81           | 7.34          | 7.98          |
| PB            | 2.20           | 2.05           | 1.91           | 1.75           | 每股经营现金           | 0.35           | 0.68           | 0.75          | 0.80          |
| PS            | 3.07           | 2.82           | 2.48           | 2.13           | 每股股利             | 0.14           | 0.11           | 0.10          | 0.13          |
| EV/EBITDA     | 13.41          | 13.49          | 10.53          | 8.51           |                  |                |                |               |               |
| 股息率           | 1.02%          | 0.75%          | 0.71%          | 0.90%          |                  |                |                |               |               |

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 王昕宇  | 销售经理        | 17751018376  | 17751018376     | wangxy@swsc.com.cn   |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zymyf@swsc.com.cn    |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyfy@swsc.com.cn    |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@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 |
|     | 杜小双  | 高级销售经理      | 18810922935  | 18810922935     | dxsyf@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@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.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919     | xyy@swsc.com.cn      |
|     | 张文锋  | 销售经理        | 13642639789  | 13642639789     | zwf@swsc.com.cn      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyryf@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  |