

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

畜牧业

蔚蓝生物 (603739)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2021年06月25日

## 首次股权激励落地，彰显公司成长信心

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110002

联系人：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

## 事项：

公司公告推出股票期权激励计划，具体内容如下：1、拟向激励对象授予股票期权数量为 1,000.00 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 25,208.4840 万股的 3.97%；2、本次授予的股票期权的行权价格为 13.44 元/份，每份股票期权在满足行权条件的情况下，拥有在行权期内以行权价格购买 1 股公司人民币 A 股普通股股票的权利；3、本激励计划授予的激励对象共计 50 人，包括公司公告本激励计划时在公司(含控股子公司、分公司)任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术(业务)人员；4、本激励计划首次授予的股票期权在授予登记完成日起满 12 个月后，分 5 期行权，每期行权的比例分别为 20%、20%、20%、20%、20%；5、公司层面业绩考核要求：五个行权期解锁条件分别为，2021-2025 年归属于上市公司股东的净利润依次较 2020 年增长 25.40%、32.00%、55.00%、75.00%、132.00%；6、个人层面业绩考核要求：个人绩效考核结果为优秀、良好、合格、不合格时，对应的可行权比例分别为 100%、80%、60%、0%。

国信农业观点：1) 我们认为蔚蓝生物有望成为生物科技行业的标杆企业，公司最大优势在于拥有资源雄厚的管理层及积极性高的研发团队。一方面，短期公司充分受益后周期及饲料禁抗，饲用及畜禽用产品收入提升空间广阔；长期，公司所处的酶制剂、微生态市场规模增长潜力巨大，尤其是动物微生态制剂市场仍有近十倍成长空间。另一方面，公司形成了“核心技术人员+经营管理者”的双长制研发体系，有助于快速响应市场需求、推进新产品落地，且在完善的科学奖励机制下，团队研发积极性高，产品储备充足，未来成长性十足。本次股权激励计划的发布进一步彰显管理层的发展信心，有望充分调动团队积极性。2) 风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；生猪养殖项目拓展不及预期的风险。3) 投资建议：短期，公司充分受益后周期及饲料禁抗，饲用及畜禽用产品收入提升空间广阔。长期来看，公司所处的酶制剂、微生态市场规模增长潜力巨大，依托资源雄厚的管理层及积极性高的研发团队，公司有望成为生物科技行业的标杆企业。预测公司 2021-2023 年归母净利润 1.38/1.49/1.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/0.96/1.13 元，2021 年 6 月 24 日收盘价对应 PE 分别 18.5/17.1/14.6 倍，维持“增持”评级。

## 评论：

## ■ 股权激励覆盖核心技术及销售骨干，充分调动团队主观能动性

根据公司股权激励计划草案披露，拟向激励对象授予的股票期权数量为 1000 万份，约占目前公司股本总额的 3.97%。本激励计划授予涉及的激励对象共计 50 人，其中，董事及高级管理人员共计 4 人，包括董事及总经理陈刚、董事贾德强、财务总监乔丕远、董秘姜勇，共计获授 220 万股，占授予股票期权总数比例的 22%，占目前公司总股本的 0.88%。此外，中层管理人员、核心技术(业务)人员共计 46 人共计获授 780 万股，占授予股票期权总数比例的 78%，占目前公司总股本的 3.09%。

公司重视人才培养与积累，截至 2020 年 12 月 31 日，公司有博士 33 人，专职研发人员 216 人。本次激励主要以核心技术创新体系和市场经营骨干为主，同时，以高学历、中青年为主，将有利于完善公司核心管理级员工及核心骨干的激励约束机制，吸引和保留优秀的管理人才和业务骨干，进一步激发公司创新活力，为公司的持续快速发展注入新动力。

#### ■ 高业绩解锁目标有望切实发挥激励作用，长效激励机制将增强公司核心竞争力

本次激励计划五个行权期在公司层面业绩考核的解锁条件分别为，2021-2025 年归属于上市公司股东的净利润依次较 2020 年增长 25.40%、32.00%、55.00%、75.00%、132.00%，也就是说，归属于上市公司股东的净利润在未来五年的复合增长率需要达 18.33%。该目标虽然明显高于公司 2015 年至 2020 年归属母公司股东的净利润复合年均增长率 9.17%，但考虑到公司 2020 年归母净利增速大幅提升至 40.16%，饲用酶、畜禽微生态等业务受益饲料禁抗令开始放量，由于饲料禁抗的影响将长期存在，因此我们认为公司未来 5 年公司归母净利复合年增速超过 18% 的业绩目标可行性较强，而且较高的目标也能充分发挥股权激励计划对员工的激励效果。同时，本激励计划授予的股票期权的需摊销总费用初步测算为 4028.17 万元，2021-2026 年分别为 857.31/1381.93/865.87/541.79 及 290.90/90.36 万元，对公司整体利润影响有限，若考虑股票期权激励计划对公司发展产生的正向作用，由此激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低代理人成本，本激励计划带来的公司业绩提升将远高于因其带来的费用增加。此外，本次股权激励计划期限较长，有效期最长期限不超过 72 个月，有助于公司建立长效的激励机制，使员工能够帮助公司进一步增强综合竞争力。

#### ■ 创新的研发体系及突出的平台优势驱动公司快速成长

一方面，公司聚焦微生物产品，专注研发。技术创新管理架构扁平化，技术专家和经营管理者共同管理研发团队与研发项目，加快了新产品开发速度，减少投资浪费，且完备的激励机制有效激发团队的研发积极性。另一方面，公司产品储备充足，现有产品涵盖了主要的应用领域，并着手布局食品益生菌等微生态新产品，同时，利用平台优势，和国内高校及海外巨头合作研发微生态、酶制剂新产品，为业绩迎来新增长奠定扎实基础。本次股权激励计划的发布进一步彰显管理层的发展信心，有望充分调动团队积极性。

#### ■ 投资建议：继续重点推荐

短期，公司充分受益后周期及饲料禁抗，饲用及畜禽用产品收入提升空间广阔。长期来看，公司所处的酶制剂、微生态市场规模增长潜力巨大，依托资源雄厚的管理层及积极性高的研发团队，公司有望成为生物科技行业的标杆企业。预测公司 2021-2023 年归母净利润 1.38/1.49/1.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/0.96/1.13 元，2021 年 6 月 24 日收盘价对应 PE 分别 18.5/17.1/14.6 倍，维持“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 250         | 450          | 350          | 220          |
| 应收款项             | 213         | 247          | 300          | 373          |
| 存货净额             | 125         | 138          | 169          | 212          |
| 其他流动资产           | 57          | 45           | 60           | 83           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>742</b>  | <b>977</b>   | <b>977</b>   | <b>986</b>   |
| 固定资产             | 501         | 533          | 576          | 593          |
| 无形资产及其他          | 122         | 118          | 114          | 111          |
| 投资性房地产           | 83          | 83           | 83           | 83           |
| 长期股权投资           | 3           | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1451</b> | <b>1715</b>  | <b>1754</b>  | <b>1776</b>  |
| 短期借款及交易性金融负债     | 68          | 500          | 434          | 312          |
| 应付款项             | 87          | 99           | 119          | 147          |
| 其他流动负债           | 118         | 112          | 135          | 169          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>273</b>  | <b>711</b>   | <b>688</b>   | <b>629</b>   |
| 长期借款及应付债券        | 0           | (230)        | (230)        | (230)        |
| 其他长期负债           | 63          | 66           | 68           | 70           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>63</b>   | <b>(164)</b> | <b>(162)</b> | <b>(160)</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>336</b>  | <b>547</b>   | <b>526</b>   | <b>469</b>   |
| 少数股东权益           | 81          | 89           | 97           | 106          |
| 股东权益             | 1034        | 1080         | 1132         | 1201         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1451</b> | <b>1715</b>  | <b>1754</b>  | <b>1776</b>  |

| 关键财务与估值指标     | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.70 | 0.89  | 0.96  | 1.13  |
| 每股红利          | 0.26 | 0.60  | 0.62  | 0.68  |
| 每股净资产         | 6.69 | 6.98  | 7.32  | 7.77  |
| ROIC          | 18%  | 13%   | 12%   | 15%   |
| ROE           | 11%  | 13%   | 13%   | 15%   |
| 毛利率           | 49%  | 47%   | 46%   | 46%   |
| EBIT Margin   | 21%  | 15%   | 14%   | 14%   |
| EBITDA Margin | 25%  | 19%   | 18%   | 18%   |
| 收入增长          | 13%  | 20%   | 19%   | 24%   |
| 净利润增长率        | 40%  | 27%   | 8%    | 17%   |
| 资产负债率         | 29%  | 37%   | 35%   | 32%   |
| 息率            | 1.6% | 3.6%  | 3.8%  | 4.1%  |
| P/E           | 23.4 | 18.5  | 17.1  | 14.6  |
| P/B           | 2.5  | 2.4   | 2.3   | 2.1   |
| EV/EBITDA     | 11.8 | 13.9  | 12.4  | 9.9   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元)        | 2020       | 2021E       | 2022E       | 2023E       |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>960</b> | <b>1157</b> | <b>1373</b> | <b>1709</b> |
| 营业成本             | 492        | 608         | 744         | 927         |
| 营业税金及附加          | 9          | 15          | 17          | 21          |
| 销售费用             | 163        | 237         | 276         | 342         |
| 管理费用             | 95         | 122         | 143         | 176         |
| 财务费用             | 5          | (2)         | (1)         | (3)         |
| 投资收益             | 6          | 3           | 3           | 3           |
| 资产减值及公允价值变动      | 4          | 15          | 15          | 0           |
| 其他收入             | (64)       | 0           | 0           | 0           |
| 营业利润             | 142        | 195         | 212         | 248         |
| 营业外净收支           | (2)        | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>      | <b>140</b> | <b>195</b>  | <b>212</b>  | <b>248</b>  |
| 所得税费用            | 18         | 39          | 43          | 50          |
| 少数股东损益           | 13         | 19          | 20          | 24          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>109</b> | <b>138</b>  | <b>149</b>  | <b>175</b>  |

| 现金流量表 (百万元)    | 2020        | 2021E       | 2022E        | 2023E        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>     | <b>109</b>  | <b>138</b>  | <b>149</b>   | <b>175</b>   |
| 资产减值准备         | 1           | 1           | 0            | 0            |
| 折旧摊销           | 43          | 48          | 56           | 62           |
| 公允价值变动损失       | (4)         | (15)        | (15)         | 0            |
| 财务费用           | 5           | (2)         | (1)          | (3)          |
| 营运资本变动         | 37          | (25)        | (55)         | (75)         |
| 其它             | 8           | 6           | 8            | 9            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>193</b>  | <b>154</b>  | <b>143</b>   | <b>171</b>   |
| 资本开支           | (152)       | (63)        | (81)         | (74)         |
| 其它投资现金流        | 85          | 0           | 0            | 0            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(69)</b> | <b>(63)</b> | <b>(81)</b>  | <b>(74)</b>  |
| 权益性融资          | 4           | 0           | 0            | 0            |
| 负债净变化          | 0           | (230)       | 0            | 0            |
| 支付股利、利息        | (40)        | (92)        | (97)         | (106)        |
| 其它融资现金流        | <b>28</b>   | <b>432</b>  | <b>(66)</b>  | <b>(121)</b> |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(49)</b> | <b>110</b>  | <b>(163)</b> | <b>(227)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>76</b>   | <b>200</b>  | <b>(100)</b> | <b>(130)</b> |
| 货币资金的期初余额      | 174         | 250         | 450          | 350          |
| 货币资金的期末余额      | 250         | 450         | 350          | 220          |
| 企业自由现金流        | 103         | 101         | 74           | 107          |
| 权益自由现金流        | 132         | 305         | 9            | (12)         |

## 相关研究报告

《蔚蓝生物-603739-深度报告：聚焦微生物研发，期待新增长》 ——2020-12-28

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032