

# 蔚蓝生物 (603739.SH)

**增持**

## 2021 年报及 2022 年一季报点评：饲料酶及微生态主业稳健发展，益生菌新业务持续布局

### 核心观点

**2021 年业绩稳定增长，养殖周期底部致 22Q1 业绩下滑。**公司 2021 年营收同比+19.85%至 11.15 亿元，归母净利同比+21.65%至 1.33 亿元。其中酶制剂销售实现销售收入 4.30 亿元 (+38.89%)，微生态实现销售收入 2.50 亿元 (+16.58%)，两项营业收入合计占比约 59.1%，是公司的盈利核心驱动。此外，2022Q1 公司实现营收 2.56 亿元，同比减少 3.83%，实现净利润 0.18 亿元，同比下降 37.68%，主要系下游养殖行情低迷导致酶制剂和微生态产品需求减少，营收分别下滑 8.59%和 6.77%。

**饲料酶及微生态主业稳健发展，益生菌等大健康业务有序推进。**分产品看，公司酶制剂、微生态制剂及其他业务模块在 2021 年的盈利均保持稳健增长。其中，酶制剂业务 2021 年实现营收 4.30 亿元，同比增长 38.89%，毛利率高位上升至 54.25%，实现量利价齐升。当前畜禽养殖行业普遍面临销价差且原材料成本上涨的困境，饲料端非常规原料的应用趋势明显，公司饲料酶产品能有效提高饲料转换效率，帮助养殖端减轻成本，有望充分受益。另外，公司微生态制剂业务 2021 年实现营收 2.50 亿元，同比增长 16.58%，公司积极布局益生菌等微生态相关产品，目前已自主开发多种功效突出的食品用或皮肤外用益生菌菌株，研发实力位于行业领先，公司有望充分受益中国益生菌产品的渗透率加速，在我国的食物、日化用益生菌等细分市场占据一席之地。

**加码人用益生菌项目，全方位加速研发。**2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.6%/17.9%/8.8%/0.3%，同比分别变动-8%/-1%/+5%/-42%。公司期间费用率改善主要系首次股权激励于 2021 年落地，有效带动了员工积极性。同时公司重视研发，2021 年专职研发人员达 264 人，同比增加 22%，22Q1 研发费用率同比提升 25%，稳定的管理团队和专业化人才队伍有力保障了公司持续快速发展。新兴业务上，2021 年公司与世界 500 强 ADM 公司合作深化，双方拟设立公司进行人用益生菌产品的生产和销售，由于我国自主研发的菌种更适用于中国人肠道菌群，国产替代趋势明显，公司或将受益于益生菌市场增长。此外，2021 年 10 月公司与德国赢创工业集团 (EVONIK) 联合推出针对对虾养殖的创新益生菌添加剂产品，研发优势进一步变现。

**风险提示：**爆发大规模不可控畜禽疫病风险，原材料价格波动风险。

**投资建议：**公司是微生物龙头，成长边际有望逐步打开，考虑到 2022 年下游养殖行情低迷可能影响公司产品需求，故下调盈利预测，预测公司 22-24 年归母净利 0.93/1.69/1.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.37/0.67/0.76 元，PE 分别为 42.2/23.2/20.5 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020  | 2021  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 960   | 1,151 | 1,334  | 1,649 | 2,019 |
| (+/-%)       | 13.4% | 19.8% | 15.9%  | 23.6% | 22.5% |
| 净利润(百万元)     | 109   | 133   | 93     | 169   | 191   |
| (+/-%)       | 40.2% | 21.7% | -30.0% | 82.1% | 13.2% |
| 每股收益(元)      | 0.70  | 0.53  | 0.37   | 0.67  | 0.76  |
| EBIT Margin  | 12.6% | 11.9% | 9.6%   | 14.2% | 13.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.5% | 8.3%  | 5.7%   | 10.0% | 10.8% |
| 市盈率 (PE)     | 22.0  | 29.5  | 42.2   | 23.2  | 20.5  |
| EV/EBITDA    | 16.7  | 23.5  | 23.5   | 14.7  | 12.9  |
| 市净率 (PB)     | 2.32  | 2.44  | 2.39   | 2.31  | 2.21  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

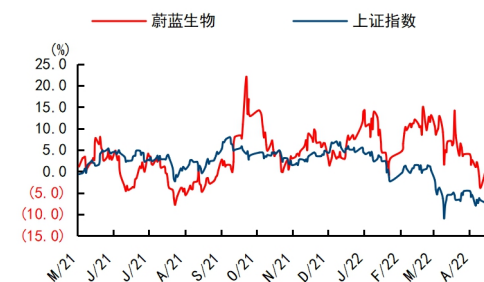
#### 农林牧渔·动物保健 II

**证券分析师：鲁家瑞**      **联系人：李瑞楠**  
 021-61761016      021-60893308  
 lujiarui@guosen.com.cn      liruinan@guosen.com.cn  
 S0980520110002

#### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 增持(维持)        |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 15.53 元       |
| 总市值/流通市值    | 3914/3370 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 27.50/15.30 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 35.70 百万元     |

#### 市场走势



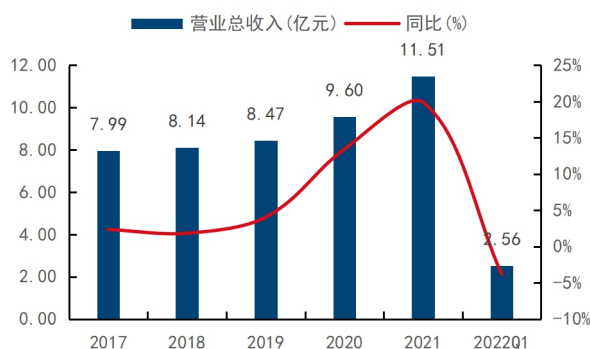
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《蔚蓝生物-603739-2021 年三季报点评：营收及净利平稳增长，加码益生菌布局大健康》——2021-10-31  
 《蔚蓝生物-603739-2021 年半年报点评：营收净利符合预期，微生物龙头厚积薄发》——2021-08-17  
 《蔚蓝生物-603739-重大事件快评：首次股权激励落地，彰显公司成长信心》——2021-06-25  
 《蔚蓝生物-603739-深度报告：聚焦微生物研发，期待新增长》——2020-12-28

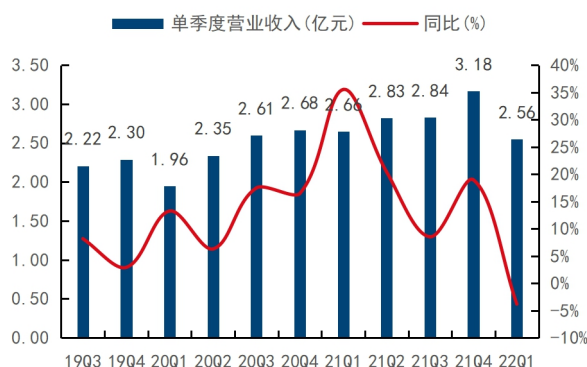
**2021 年业绩稳定增长，养殖周期底部致 22Q1 业绩下滑。**根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年营收同比+19.85%至 11.15 亿元，归母净利同比+21.65%至 1.33 亿元。分板块而言，2021 年公司酶制剂销售 1.62 万吨（+35.02%），实现销售收入 4.30 亿元（+38.89%）；微生态销售 2.73 万吨（+19.09%），实现销售收入 2.50 亿元（+16.58%）；动物保健品实现销售收入 3.24 亿元（+0.69%），其中兽用化药销售 0.30 万吨（+8.71%），中兽药 0.15 万吨（-18.79%），生物制品 66.24 亿羽份（-7.59%）；其他产品销售收入 1.06 亿元（+17.60%）。此外，2022Q1 实现营业收入 2.56 亿元，同比减少 3.83%，实现净利润 0.18 亿元，同比下降 37.68%，主要系下游养殖行情低迷导致酶制剂和微生态产品需求减少，营收分别下滑 8.59%和 6.77%。

图1：蔚蓝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



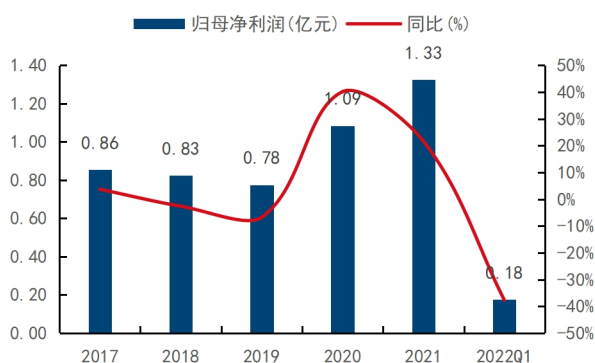
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：蔚蓝生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



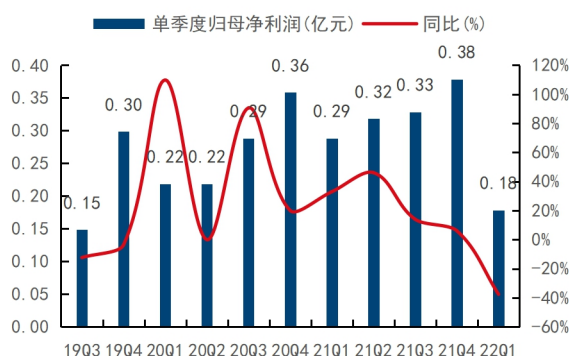
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：蔚蓝生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：蔚蓝生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

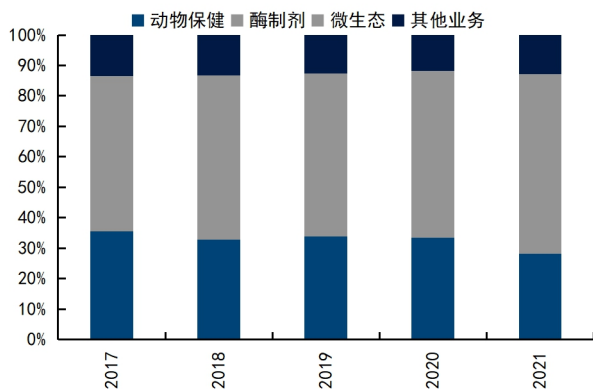


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**饲料酶及微生态主业稳健发展，益生菌等大健康业务有序推进。**分产品看，公司酶制剂、微生态制剂及其他业务模块在 2021 年的利润均保持稳健增长。其中，酶制剂业务 2021 年实现营收 4.30 亿元，同比增长 38.89%，毛利率高位上升至 54.25%，实现量利价齐升。当前畜禽养殖行业普遍面临销价差且原材料成本上涨的困境，饲料端非常规原料的应用趋势明显，公司饲料酶产品能有效提高饲料转换效率，帮助养殖端减轻成本，下游大客户认可度持续提升；另外，公司微生态制剂业务 2021 年实现营收 2.50 亿元，同比增长 16.58%，公司积极布局益生菌等

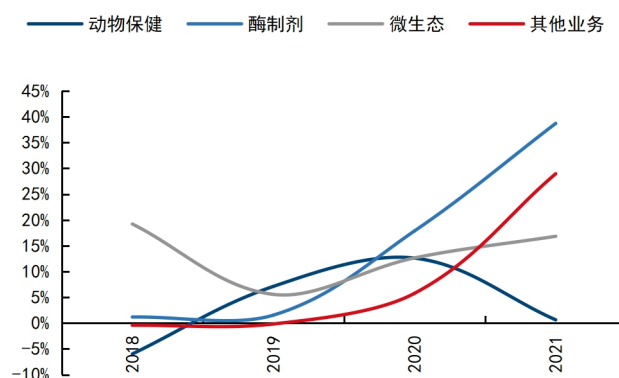
微生态相关产品,目前已自主开发多种功效突出的食品用或皮肤外用益生菌菌株,研发实力位于行业领先,公司有望充分受益中国益生菌产品的渗透率加速,在我国食品、日化用益生菌等细分市场占据一席之地;动保产品实现营业收入 3.24 亿元,基本持平上年,但受养殖底部情绪影响动保板块毛利率降至 41.46%。

图5: 蔚蓝生物分业务营收占比 (%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

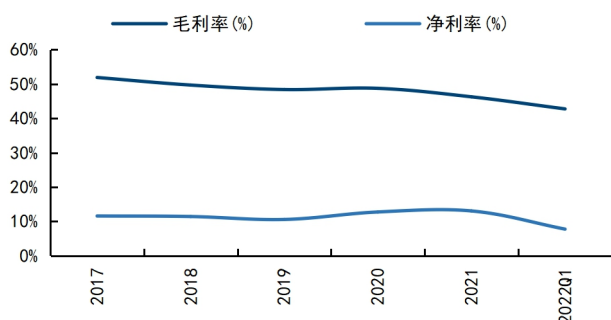
图6: 蔚蓝生物分业务营收增速 (%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

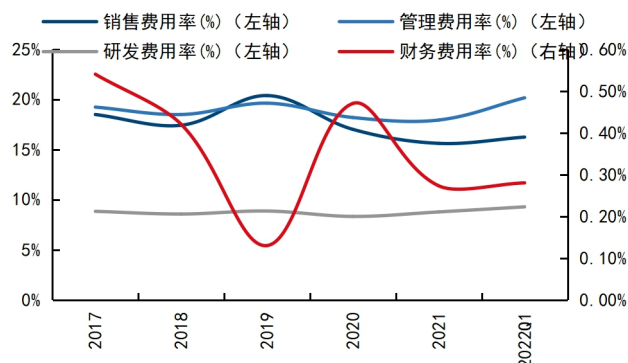
**加码人用益生菌项目建设,全方位加速研发。**费用方面,2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.60%、17.93%、8.77%和 0.27%,同比变动分别为 -8%/-1%/+5%/-42%。期间费用率改善主要系 2021 年首次股权激励落地,充分调动了员工的主观能动性,提升了公司的核心竞争力。同时,公司重视研发,2021 年及 22Q1 研发费用率分别提升 5%和 25%,2021 年公司专职研发人员达 264 人,同比增加 22.22%,稳定的管理团队和专业化的人才队伍为公司持续快速发展提供了有力的保障。另外,公司持续加码益生菌业务,由于我国益生菌市场起步较晚,正处于蓬勃发展期,2020 年中国益生菌市场规模预计约 850 亿元,过去 5 年 CAGR 约 12%,随着人民健康意识的不断提高,预计人用益生菌市场将保持增长趋势,且我国自主研发的菌种的更适用于中国人肠道菌群,国产替代趋势明显。公司与世界 500 强 ADM 公司合作不断深化,双方拟设立公司进行人用益生菌产品的生产和销售,产品面向全球市场推广,持股比例各 50%,预计 2023 年底投入生产运营。此外,2021 年 10 月公司与德国赢创工业集团 (EVONIK) 推出一款能改善水产养殖水质的创新益生菌添加剂产品,目前主要针对对虾养殖,目前处于试用推广阶段。

图7: 蔚蓝生物分毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 蔚蓝生物期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司是微生物龙头, 成长边际有望逐步打开, 考虑到 2022 年下游养殖行情低迷可能影响公司产品需求, 故下调盈利预测, 预测公司 22-24 年归母净利润 0.93/1.69/1.91 亿元, 对应 EPS 分别为 0.37/0.67/0.76 元, PE 分别为 42.2/23.2/20.5 倍, 维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价    | 总市值    | EPS  |      |      | PE     |        |        | 投资评级 |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|--------|--------|--------|------|
|           |      |       | 亿元     | 21A  | 22E  | 23E  | 21A    | 22E    | 23E    |      |
| 600195.SH | 中牧股份 | 10.45 | 106.13 | 0.51 | 0.66 | 0.79 | 208.10 | 160.81 | 134.34 | 买入   |
| 600201.SH | 生物股份 | 14.49 | 163.19 | 0.53 | 0.80 | 1.05 | 200.25 | 132.66 | 101.08 | 买入   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             |             | 利润表（百万元）          |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2020        | 2021        | 2022E       | 2023E       | 2024E       |                   | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| 现金及现金等价物         | 250         | 312         | 300         | 350         | 220         | 营业收入              | 960          | 1151         | 1334         | 1649         | 2019         |
| 应收款项             | 213         | 289         | 309         | 387         | 483         | 营业成本              | 492          | 619          | 727          | 861          | 1055         |
| 存货净额             | 125         | 157         | 175         | 204         | 252         | 营业税金及附加           | 9            | 9            | 10           | 13           | 15           |
| 其他流动资产           | 57          | 44          | 72          | 83          | 96          | 销售费用              | 163          | 180          | 222          | 258          | 316          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>742</b>  | <b>972</b>  | <b>1026</b> | <b>1195</b> | <b>1221</b> | 管理费用              | 95           | 105          | 129          | 144          | 182          |
| 固定资产             | 501         | 844         | 1316        | 1407        | 1580        | 研发费用              | 80           | 101          | 118          | 139          | 177          |
| 无形资产及其他          | 122         | 131         | 127         | 123         | 119         | 财务费用              | 5            | 3            | 14           | 27           | 32           |
| 投资性房地产           | 83          | 271         | 271         | 271         | 271         | 投资收益              | 6            | 7            | 6            | 8            | 6            |
| 长期股权投资           | 3           | 4           | 6           | 7           | 9           | 资产减值及公允价值变动       | 4            | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1451</b> | <b>2222</b> | <b>2745</b> | <b>3003</b> | <b>3200</b> | 其他收入              | (64)         | (74)         | (118)        | (139)        | (177)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 68          | 137         | 597         | 730         | 772         | 营业利润              | 142          | 171          | 121          | 217          | 250          |
| 应付款项             | 87          | 112         | 118         | 142         | 175         | 营业外净收支            | (2)          | 1            | (0)          | 1            | (2)          |
| 其他流动负债           | 118         | 123         | 144         | 175         | 209         | <b>利润总额</b>       | <b>140</b>   | <b>171</b>   | <b>120</b>   | <b>218</b>   | <b>248</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>273</b>  | <b>372</b>  | <b>859</b>  | <b>1047</b> | <b>1157</b> | 所得税费用             | 18           | 21           | 15           | 27           | 31           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 99          | 99          | 99          | 99          | 少数股东损益            | 13           | 18           | 12           | 22           | 25           |
| 其他长期负债           | 63          | 65          | 66          | 68          | 70          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>109</b>   | <b>133</b>   | <b>93</b>    | <b>169</b>   | <b>191</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>63</b>   | <b>164</b>  | <b>165</b>  | <b>167</b>  | <b>169</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>336</b>  | <b>536</b>  | <b>1024</b> | <b>1214</b> | <b>1325</b> | 净利润               | 109          | 133          | 93           | 169          | 191          |
| 少数股东权益           | 81          | 81          | 86          | 95          | 105         | 资产减值准备            | 1            | (1)          | 2            | 0            | 1            |
| 股东权益             | 1034        | 1605        | 1635        | 1694        | 1770        | 折旧摊销              | 43           | 52           | 83           | 116          | 133          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1451</b> | <b>2222</b> | <b>2745</b> | <b>3003</b> | <b>3200</b> | 公允价值变动损失          | (4)          | (2)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用              | 5            | 3            | 14           | 27           | 32           |
| 每股收益             | 0.70        | 0.53        | 0.37        | 0.67        | 0.76        | 营运资本变动            | 37           | (252)        | (36)         | (63)         | (86)         |
| 每股红利             | 0.26        | 0.18        | 0.25        | 0.43        | 0.46        | 其它                | 8            | 13           | 3            | 8            | 10           |
| 每股净资产            | 6.69        | 6.36        | 6.49        | 6.72        | 7.02        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>193</b>   | <b>(59)</b>  | <b>143</b>   | <b>229</b>   | <b>246</b>   |
| ROIC             | 10.84%      | 8.76%       | 5%          | 8%          | 9%          | 资本开支              | 0            | (388)        | (551)        | (201)        | (301)        |
| ROE              | 10.54%      | 8.26%       | 6%          | 10%         | 11%         | 其它投资现金流           | 85           | (73)         | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 49%         | 46%         | 46%         | 48%         | 48%         | <b>投资活动现金流</b>    | <b>83</b>    | <b>(462)</b> | <b>(552)</b> | <b>(203)</b> | <b>(303)</b> |
| EBIT Margin      | 13%         | 12%         | 10%         | 14%         | 14%         | 权益性融资             | (1)          | 503          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 17%         | 16%         | 16%         | 21%         | 20%         | 负债净变化             | 0            | 99           | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 13%         | 20%         | 16%         | 24%         | 22%         | 支付股利、利息           | (40)         | (46)         | (62)         | (110)        | (116)        |
| 净利润增长率           | 40%         | 22%         | -30%        | 82%         | 13%         | 其它融资现金流           | (118)        | (25)         | 460          | 133          | 42           |
| 资产负债率            | 29%         | 28%         | 40%         | 44%         | 45%         | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(200)</b> | <b>583</b>   | <b>398</b>   | <b>24</b>    | <b>(74)</b>  |
| 股息率              | 1.0%        | 1.2%        | 1.6%        | 2.8%        | 3.0%        | <b>现金净变动</b>      | <b>76</b>    | <b>62</b>    | <b>(12)</b>  | <b>50</b>    | <b>(130)</b> |
| P/E              | 22.0        | 29.5        | 42.2        | 23.2        | 20.5        | 货币资金的期初余额         | 174          | 250          | 312          | 300          | 350          |
| P/B              | 2.3         | 2.4         | 2.4         | 2.3         | 2.2         | 货币资金的期末余额         | 250          | 312          | 300          | 350          | 220          |
| EV/EBITDA        | 16.7        | 23.5        | 23.5        | 14.7        | 12.9        | 企业自由现金流           | 0            | (468)        | (393)        | 57           | (15)         |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流           | 0            | (394)        | 55           | 167          | (1)          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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