

# 蔚蓝生物 (603739.SH)

## 2022 半年报点评：Q2 业绩环比改善，新业务布局稳步推进

**增持**

### 核心观点

**猪价近期景气上行，Q2 业绩开始环比改善。**公司 2022 年营收同比减少 3.01%至 5.33 亿元，归母净利润同比减少 39.02%至 0.37 亿元，销售毛利率同比下降 3.21pct 至 43.19%，销售净利率同比下降 4.51pct 至 7.89%。上半年公司业绩下降主要受到猪价低迷冲击动保产品需求的影响，但分季度来看，在国内猪价 Q2 开始环比回升背景下，公司收入和利润均在 Q2 开始环比改善，考虑到猪价目前已突破 20 元/公斤且未来景气上行，下半年动保需求的持续回暖有望推动公司下半年主业表现持续改善。

**饲料替抗+养殖规模化，看好公司主业成长空间。**受上半年猪价低迷压制需求影响，公司三项主业收入相较上年同期均有所下降，其中酶制剂业务收入为 1.89 亿元，同比-5.03%；微生态业务收入为 1.13 亿元，同比-9.60%；动物保健业务收入为 1.46 亿元，同比-14.12%。自上而下来看，饲料替抗政策落地后，替抗产品需求正在逐渐增加，目前主流替抗方案以酶制剂、微生态制剂和药用植物提取物的组合应用为主，其中酶制剂对促生长的作用显著，而微生态制剂有利于肠道健康，未来公司有望受益市场扩容。自下而上来看，公司依靠持续的研发投入和核心的技术突破已在酶制剂和微生态领域确立了领先地位，且现有销售模式以直销为主，依靠技术和产品优势有望在养殖规模化进程中契合规模企业优质产品需求，进而分享规模化成长红利。

**益生菌业务布局稳步推进，未来有望贡献新业绩增量。**研发方面，公司正依靠其在动植物微生态的经验和人才积淀稳步兑现成果，目前已申请益生菌相关发明专利 47 项和实用新型专利 13 项，PCT 专利 6 项，目前已授权专利 18 项，主题涵盖益生菌膳食补充剂、护肤品功能性原料等多个领域。合作方面，公司于 2022 年 5 月与世界 500 强 ADM 成立合资公司-艾地盟蔚蓝生物科技(山东)有限公司，双方各持股 50%，未来将依靠各自优势资源开展 B2B 模式的食物益生菌业务，并计划将产品推广至全球市场。另外，公司与西麦食品也签订战略合作协议，双方将在谷物酶解食品和益生菌食品领域开展技术和商业合作。考虑到国内益生菌市场发展前景广阔且现阶段正处于快速增长期，我们认为公司的益生菌业务有望为公司贡献新的业绩增量。

**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，考虑到低猪价对需求的压制以及新品推广的成本增加，我们下调公司 22-24 年归母净利润预测至 0.93/1.35/1.46 亿元（原为 0.93/1.69/1.91 亿元），对应 EPS 分别为 0.37/0.54/0.58 元，PE 分别为 41.6/28.6/26.3 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	1,571	1,852
(+/--%)	13.4%	19.8%	15.9%	17.8%	17.9%
净利润(百万元)	109	133	93	135	146
(+/--%)	40.2%	21.7%	-30.0%	45.5%	8.5%
每股收益(元)	0.70	0.53	0.37	0.54	0.58
EBIT Margin	12.6%	11.9%	9.6%	12.1%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	8.3%	5.7%	8.0%	8.4%
市盈率 (PE)	21.7	29.1	41.6	28.6	26.3
EV/EBITDA	16.5	23.2	23.2	16.5	14.8
市净率 (PB)	2.29	2.40	2.36	2.29	2.22

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      lirui@guosen.com.cn  
 S0980520110002

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	14.80 元
总市值/流通市值	3730/3212 百万元
52 周最高价/最低价	20.52/13.20 元
近 3 个月日均成交额	15.04 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.SH) - 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》——2022-04-22
- 《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

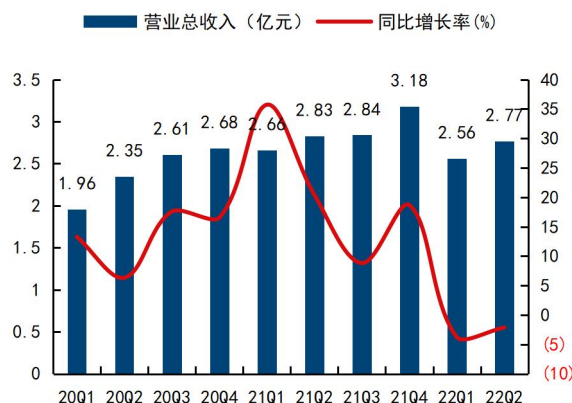
猪价近期景气上行，Q2 业绩开始环比改善。根据公司发布的 2022 年半年报，公司 2022 年营收同比减少 3.01% 至 5.33 亿元，归母净利同比减少 39.02% 至 0.37 亿元，销售毛利率同比下降 3.21pct 至 43.19%，销售净利率同比下降 4.51pct 至 7.89%。上半年公司业绩下滑主要受到猪价低迷冲击动保产品需求的影响，而进一步分季度来看，在国内猪价 Q2 开始环比回升背景下，公司收入和利润均在 Q2 开始环比改善，考虑到猪价目前已突破 20 元/公斤且未来景气上行，下半年动保需求的持续回暖有望推动公司下半年主业表现持续改善。

图1：蔚蓝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



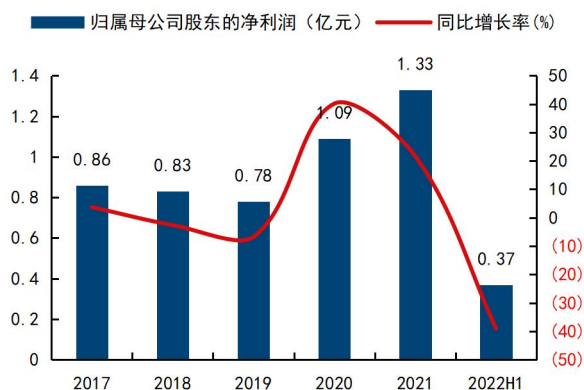
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

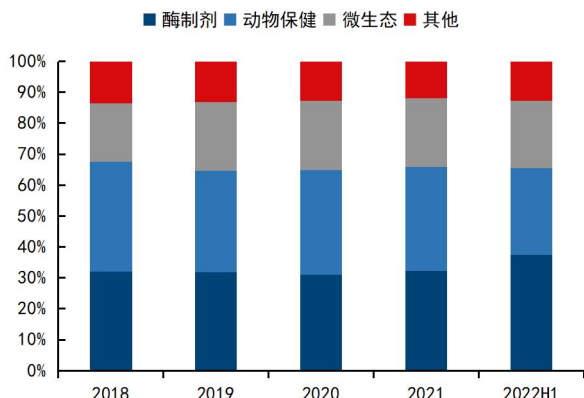
图4：蔚蓝生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

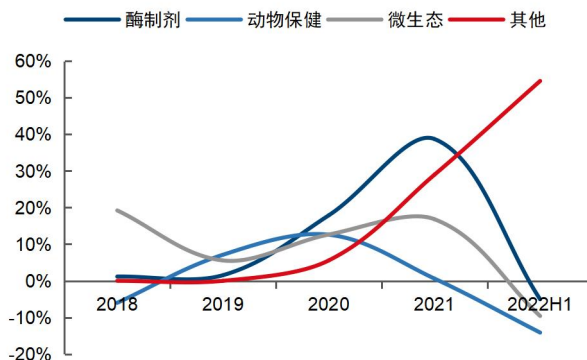
分业务来看，公司三项主业收入较上年同期均有所下降，其中酶制剂业务收入为 1.89 亿元，同比-5.03%；微生态业务收入为 1.13 亿元，同比-9.60%；动物保健业务收入为 1.46 亿元，同比-14.12%。另外，以益生菌为代表的其他业务收入同比+54.55 至 0.85 亿元，于总营收中占比已达 12.77%。

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

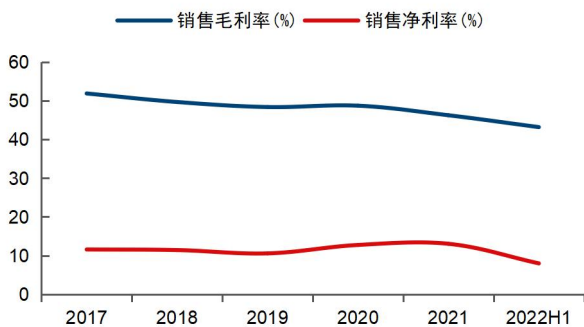
图6: 蔚蓝生物分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

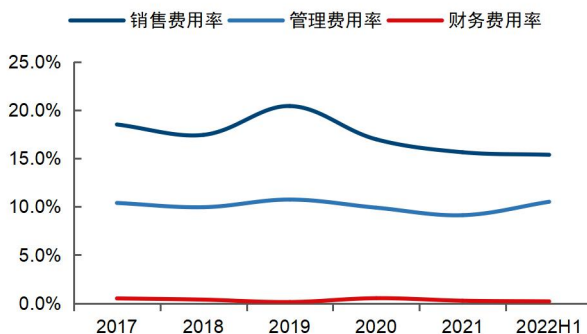
**净利率下降明显, 销售费用率有所优化。**受上半年猪价整体低迷影响, 公司毛利率率同比下降 3.21pct 至 43.19%, 净利率率同比下降 4.51pct 至 7.98%。公司上半年三费整体保持稳定, 其中销售费用率同比下降 0.85pct 至 15.38%, 管理费用率同比上升 1.50pct 至 10.51%, 财务费用率同比下降 0.12pct 至 0.19%, 三项费用率合计上升 0.53pct 至 26.08%。

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, 考虑到低猪价对需求的压制以及新品推广的成本增加, 我们下调公司 22-24 年归母净利润预测至 0.93/1.35/1.46 亿元 (原为 0.93/1.69/1.91 亿元), 对应 EPS 分别为 0.37/0.54/0.58 元, PE 分别为 41.6/28.6/26.3 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	中牧股份	13.27	135.51	0.51	0.61	0.71	26	22	19	买入		
600201	生物股份	8.34	93.93	0.4	0.52	0.66	21	16	13	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 生物股份 EPS 预测为 Wind 一致预期)

## 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	1571	1852
应收款项	213	289	309	369	443	营业成本	492	619	727	836	984
存货净额	125	157	175	198	233	营业税金及附加	9	9	10	12	14
其他流动资产	57	44	72	79	88	销售费用	163	180	222	262	308
<b>流动资产合计</b>	<b>742</b>	<b>972</b>	<b>1026</b>	<b>1166</b>	<b>1154</b>	管理费用	95	105	129	138	167
固定资产	501	844	1316	1407	1580	研发费用	80	101	118	133	163
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>2974</b>	<b>3133</b>	其他收入	(64)	(74)	(118)	(133)	(163)
短期借款及交易性金融负债	68	137	597	724	766	营业利润	142	171	121	173	192
应付款项	87	112	118	137	162	营业外净收支	(2)	1	(0)	1	(2)
其他流动负债	118	123	144	170	195	<b>利润总额</b>	<b>140</b>	<b>171</b>	<b>120</b>	<b>174</b>	<b>190</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>273</b>	<b>372</b>	<b>859</b>	<b>1032</b>	<b>1123</b>	所得税费用	18	21	15	22	24
长期借款及应付债券	0	99	99	99	99	少数股东损益	13	18	12	18	19
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>135</b>	<b>146</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>1198</b>	<b>1291</b>	净利润	109	133	93	135	146
少数股东权益	81	81	86	93	101	资产减值准备	1	(1)	2	0	1
股东权益	1034	1605	1635	1683	1740	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>2974</b>	<b>3133</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	0.54	0.58	营运资本变动	37	(252)	(36)	(42)	(66)
每股红利	0.26	0.18	0.25	0.35	0.35	其它	8	13	3	7	7
每股净资产	6.69	6.36	6.49	6.67	6.90	<b>经营活动现金流</b>	<b>193</b>	<b>(59)</b>	<b>143</b>	<b>213</b>	<b>219</b>
ROIC	10.84%	8.76%	5%	6%	7%	资本开支	0	(388)	(551)	(201)	(301)
ROE	10.54%	8.26%	6%	8%	8%	其它投资现金流	85	(73)	0	0	0
毛利率	49%	46%	46%	47%	47%	<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%	12%	12%	权益性融资	(1)	503	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	16%	19%	19%	负债净变化	0	99	0	0	0
收入增长	13%	20%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(40)	(46)	(62)	(88)	(89)
净利润增长率	40%	22%	-30%	46%	9%	其它融资现金流	(118)	(25)	460	127	42
资产负债率	29%	28%	40%	43%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(200)</b>	<b>583</b>	<b>398</b>	<b>39</b>	<b>(47)</b>
股息率	1.0%	1.2%	1.6%	2.3%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>76</b>	<b>62</b>	<b>(12)</b>	<b>50</b>	<b>(130)</b>
P/E	21.7	29.1	41.6	28.6	26.3	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	16.5	23.2	23.2	16.5	14.8	企业自由现金流	0	(468)	(393)	39	(46)
						权益自由现金流	0	(394)	55	142	(31)

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 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 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