

蔚蓝生物 (603739. SH)

2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 动保相关业务承压，益生菌等新业务布局稳步推进

增持

核心观点

23Q1 猪价环比收缩，公司畜禽相关业务承压。公司 2022 年营收同比+1.07% 至 11.63 亿元，归母净利同比-47.32% 至 0.70 亿元；2023Q1 营收同比-9.14% 至 2.33 亿元，归母净利同比-41.59% 至 0.11 亿元。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，我们认为，当前能繁母猪存栏进入环比去化通道，叠加非瘟对养殖行业的持续扰动，中期猪价有望表现强势，或将带来动保需求回暖，公司主业表现有望持续改善。

饲料替抗+原料替代+养殖规模化，公司主业有望受益市场扩容。我们认为，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，同时近年由于饲料原料的价格高涨，新型替代大豆蛋白等饲料原料的开发进一步推动酶制剂发展，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。

主业系统化产能布局基本搭建完成，食品益生菌新产能有望贡献增量。2022 年公司核心业务板块系统化产能布局基本搭建完成，包括蔚蓝生物技术中心、植物用微生态制剂项目已顺利投入运营，动保产业园正逐步投入生产运营；潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目建设在顺利筹建中，预计 2024 年 5 月投入生产运营。食品益生菌新业务上，研发方面，公司已组建营养与健康技术中心，形成菌种鉴定、功能验证、分析筛选、菌种改良四大研发平台；合作方面，公司 2022 年与世界 500 强 ADM 成立合资公司—艾地盟蔚蓝生物科技（山东）有限公司，目前双方在共同筹建益生菌工厂，总投资约 4 亿元人民币，将新建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，预计 2025 年初正式投产。国内益生菌市场发展前景广阔且正处于快速增长期，公司对于益生菌业务的前瞻性布局有望打开新的成长增量。

风险提示：爆发大规模不可控畜禽疫病的风险，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，预计公司 23-25 年归母净利预测至 1.20/1.33/1.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.80/0.82 元，PE 分别为 24.8/22.4/21.9 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 996 | 1,023 | 1,418 | 1,597 | 1,780 |
| (+/-%) | 28.1% | 2.7% | 38.7% | 12.6% | 11.4% |
| 净利润(百万元) | 133 | 53 | 120 | 133 | 136 |
| (+/-%) | -11.5% | -60.3% | 127.8% | 11.0% | 2.1% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 0.32 | 0.72 | 0.80 | 0.82 |
| EBIT Margin | 13.0% | 7.2% | 10.3% | 10.3% | 9.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 8.2% | 3.4% | 7.5% | 8.1% | 8.2% |
| 市盈率(PE) | 22.4 | 56.5 | 24.8 | 22.4 | 21.9 |
| EV/EBITDA | 25.9 | 32.4 | 16.1 | 14.9 | 13.8 |
| 市净率(PB) | 1.84 | 1.93 | 1.86 | 1.82 | 1.79 |

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 021-61761016 lujiapei@guosen.com.cn S0980520110002
证券分析师：李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn S0980523030001

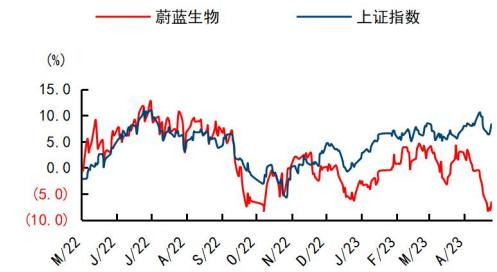
联系人：江海航

010-88005306 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 增持(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 13.21 元 |
| 总市值/流通市值 | 3337/3337 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.13/12.82 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 16.44 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) -联手 ADM 新建食用益生菌产能》 ——2023-03-27
- 《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》 ——2022-08-25
- 《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

23Q1 猪价环比收缩，公司畜禽相关业务承压。公司2022年营收同比+1.07%至11.63亿元，归母净利同比-47.32%至0.70亿元；2023Q1 营收同比-9.14%至2.33亿元，归母净利同比-41.59%至0.11亿元。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，我们认为，当前能繁母猪产能进入环比去化通道，叠加非瘟对行业的持续扰动，中期猪价有望表现强势，从而带动动保需求的持续回暖，未来有望推动公司主业表现持续改善。

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、%)

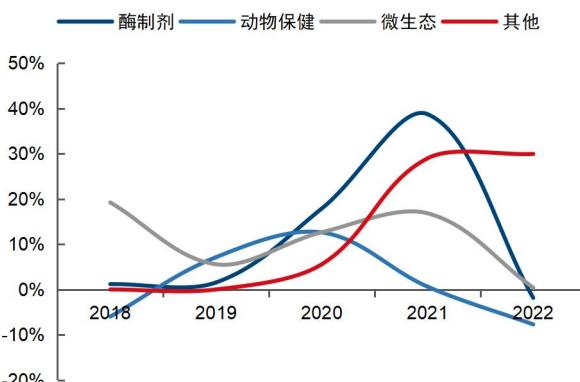


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看，2022年公司酶制剂业务收入为4.22亿元，同比-1.86%；微生态业务收入为2.51亿元，同比+0.40%；动物保健业务收入为2.99亿元，同比-7.72%。另外，以益生菌为代表的其他业务收入同比+53.77%至1.63亿元，于总营收中占比已达14%。

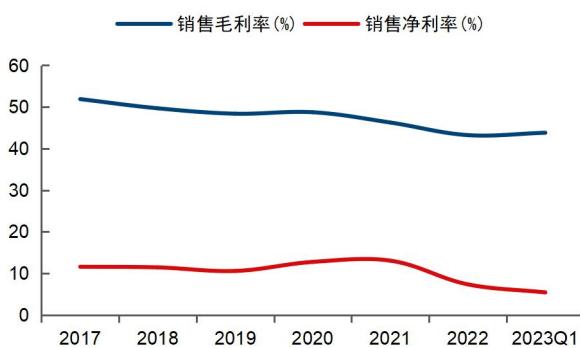
图5: 蔚蓝生物分业务营收占比 (%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

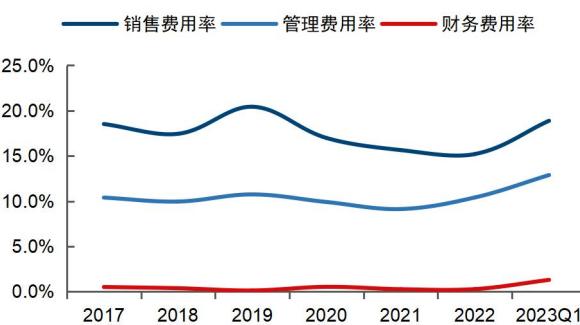
图6: 蔚蓝生物分业务营收增速 (%)


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，费用率整体抬升。受2023Q1猪价整体低迷影响，公司2023Q1毛利率同比增加1.06pct至43.8%，净利率较同比减少2.35pct至5.40%。公司2023Q1三费有所增长，其中销售费用率同比上涨0.76pct至17.17%，管理费用率同比上升1.94pct至12.88%，财务费用率同比上涨0.92pct至1.20%，三项费用率合计上升3.62pct至31.25%。

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，预计公司23-25年归母净利预测至1.20/1.33/1.36亿元，对应EPS分别为0.72/0.80/0.82元，PE分别为24.8/22.4/21.9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 | | 22A | 23E | 24E | 22A | 23E | 24E | |
| 600195 | 中牧股份 | 13.00 | 132.75 | 0.54 | 0.63 | 0.77 | | 24 | 21 | 17 | 买入 |
| 600201 | 生物股份 | 10.76 | 120.55 | 0.19 | 0.33 | 0.43 | | 57 | 33 | 25 | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测（注：以上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） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1068 | 424 | 536 | 800 | 700 | 营业收入 | 996 | 1023 | 1418 | 1597 | 1780 |
| 应收款项 | 242 | 350 | 446 | 394 | 429 | 营业成本 | 725 | 798 | 1073 | 1213 | 1375 |
| 存货净额 | 232 | 199 | 273 | 284 | 334 | 营业税金及附加 | 5 | 9 | 9 | 11 | 13 |
| 其他流动资产 | 25 | 17 | 95 | 186 | 119 | 销售费用 | 47 | 48 | 63 | 71 | 75 |
| 流动资产合计 | 1599 | 1351 | 1449 | 1765 | 1682 | 管理费用 | 42 | 54 | 72 | 78 | 81 |
| 固定资产 | 1007 | 1498 | 1565 | 1562 | 1498 | 研发费用 | 47 | 40 | 57 | 59 | 69 |
| 无形资产及其他 | 110 | 107 | 104 | 100 | 97 | 财务费用 | (4) | 14 | 17 | 20 | 21 |
| 投资性房地产 | 26 | 33 | 33 | 33 | 33 | 投资收益 | 3 | 6 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2742 | 2989 | 3151 | 3460 | 3310 | 其他收入 | (36) | (50) | (57) | (59) | (69) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 106 | 220 | 200 | 555 | 322 | 营业利润 | 151 | 59 | 129 | 146 | 147 |
| 应付款项 | 311 | 490 | 572 | 469 | 503 | 营业外净收支 | (0) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 86 | 95 | 125 | 136 | 156 | 利润总额 | 151 | 57 | 129 | 146 | 147 |
| 流动负债合计 | 503 | 805 | 898 | 1160 | 981 | 所得税费用 | 18 | 4 | 9 | 13 | 11 |
| 长期借款及应付债券 | 575 | 570 | 570 | 570 | 570 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 45 | 72 | 85 | 90 | 93 | 归属于母公司净利润 | 133 | 53 | 120 | 133 | 136 |
| 长期负债合计 | 620 | 643 | 655 | 660 | 663 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 1123 | 1448 | 1553 | 1821 | 1644 | 净利润 | 133 | 53 | 120 | 133 | 136 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (7) | 8 | 1 | 0 | (0) |
| 股东权益 | 1619 | 1541 | 1598 | 1639 | 1666 | 折旧摊销 | 29 | 63 | 136 | 158 | 168 |
| 负债和股东权益总计 | 2742 | 2989 | 3151 | 3460 | 3310 | 公允价值变动损失 | (3) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | (4) | 14 | 17 | 20 | 21 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 268 | 149 | (121) | (139) | 39 |
| 每股收益 | 0.80 | 0.32 | 0.72 | 0.80 | 0.82 | 其它 | 7 | (8) | (1) | (0) | 0 |
| 每股红利 | 0.29 | 0.38 | 0.38 | 0.55 | 0.66 | 经营活动现金流 | 427 | 261 | 135 | 152 | 343 |
| 每股净资产 | 9.74 | 9.28 | 9.62 | 9.87 | 10.03 | 资本开支 | 0 | (562) | (201) | (151) | (101) |
| ROIC | 7% | 3% | 6% | 6% | 5% | 其它投资现金流 | 208 | (329) | 262 | 0 | 0 |
| ROE | 8% | 3% | 8% | 8% | 8% | 投资活动现金流 | 208 | (892) | 61 | (151) | (101) |
| 毛利率 | 27% | 22% | 24% | 24% | 23% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 13% | 7% | 10% | 10% | 9% | 负债净变化 | 35 | (35) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 13% | 20% | 20% | 19% | 支付股利、利息 | (48) | (62) | (63) | (92) | (109) |
| 收入增长 | 28% | 3% | 39% | 13% | 11% | 其它融资现金流 | 114 | 182 | (20) | 355 | (233) |
| 净利润增长率 | -12% | -60% | 128% | 11% | 2% | 融资活动现金流 | 88 | (13) | (84) | 262 | (342) |
| 资产负债率 | 41% | 48% | 49% | 53% | 50% | 现金净变动 | 723 | (644) | 112 | 264 | (100) |
| 股息率 | 1.6% | 2.1% | 2.1% | 3.1% | 3.7% | 货币资金的期初余额 | 345 | 1068 | 424 | 536 | 800 |
| P/E | 22.4 | 56.5 | 24.8 | 22.4 | 21.9 | 货币资金的期末余额 | 1068 | 424 | 536 | 800 | 700 |
| P/B | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 企业自由现金流 | 0 | (282) | (51) | 19 | 261 |
| EV/EBITDA | 25.9 | 32.4 | 16.1 | 14.9 | 13.8 | 权益自由现金流 | 0 | (135) | (87) | 355 | 8 |

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 ±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 ±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提供。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