

研发带动毛利增长，产能爬坡未来可期

投资要点

- **事件：**2023 年前三季度公司实现营业收入 8.80 亿元，同比增长 6.06%，归母净利润 5532.31 万元，同比增长 2.05%；2023Q3 实现营收 3.36 亿元，同比增长 13.10%，环比增长 7.81%，归母净利润 2385.34 万元，同比增长 41.93%，环比增长 14.09%。
- **点评：**公司营收稳步增长，同时毛利率水平提高。2023Q3 销售毛利率为 44.59%，同比+3.95pp，环比+0.13pp。公司毛利率的提高主要是因为公司坚持技术创新战略，持续加大研发投入。2023Q3 公司研发费用为 2977.60 万元，同比+33.71%。通过新基因筛选技术的有效应用，开发出高效酶产品；通过蛋白质工程改造，部分产品提高了比酶活和耐温性，增加了酶的应用效果，并降低了成本；通过表达系统（底盘细胞）进一步改进及优化了调控因子，发酵水平得到提高，降低了成本。同时，产品销售结构优化。
- **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 ZIONMarketResearch 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。新建工厂将有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，工厂预计将于 2025 年初正式投入生产运营。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。
- **完善产品矩阵，产能逐步爬坡。**2023 年 8 月，公司收购润博特生物科技有限公司 51% 的股权。润博特在抗生素替代上，尤其是单宁酸的研究上有着丰厚底蕴，与公司的酶制剂、益生菌、中草药恰当互补，形成抗生素替代的完整体系。潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目在顺利筹建中，预计 2024 年 5 月投入生产运营。随产品矩阵的完善与产能爬坡，公司在益生菌品牌、产能、市场占有率等方面将进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.42 元、0.55 元、0.67 元，对应动态 PE 分别为 33/25/21 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风险。

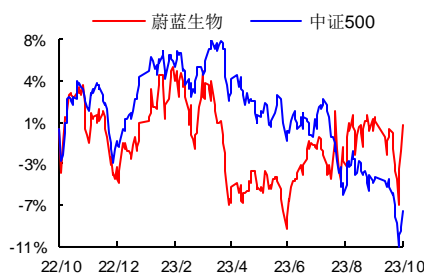
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1163.16	1283.52	1463.57	1708.66
增长率	1.07%	10.35%	14.03%	16.75%
归属母公司净利润（百万元）	69.84	105.22	140.25	169.61
增长率	-47.32%	50.66%	33.29%	20.93%
每股收益 EPS（元）	0.28	0.42	0.55	0.67
净资产收益率 ROE	4.93%	6.90%	8.51%	9.45%
PE	50	33.5	25.1	20.8
PB	2.14	2.01	1.88	1.75

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
联系人：赵磐
电话：18518090774
邮箱：zhaopan@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)	2.53
流通 A 股(亿股)	2.53
52 周内股价区间(元)	12.54-14.8
总市值(亿元)	35.22
总资产(亿元)	29.26
每股净资产(元)	6.69

相关研究

1. 蔚蓝生物（603739）：益生菌研发更进一步，多板块发展前景光明(2023-03-24)

盈利预测

关键假设：

1) 2023 年养殖景气度总体较低，下游需求意愿受限。随养殖景气度回升，结合公司当前在建产能情况，预计 2023-2025 年公司平均酶制剂、微生态销量增速分别为 22%/25%/25%、8%/14%/15%，销售均价增速分别为 0%/0%/0%、2%/5%/0%，对应毛利率水平分别为 52%/54%/54%、46%/53%/53%。

2) 2023 年养殖景气度总体较低，下游需求意愿受限。随养殖景气度回升，预计 2023-2025 年公司动物保健板块销售均价增速为 2%/2%/2%，销量增速为 1%/8%/6%。

3) 其他业务平稳发展。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入（百万元）	1163.2	1283.5	1463.6	1708.7
	yoy	1.1%	10.3%	14.0%	16.7%
	成本（百万元）	660.3	658.5	722.1	829.2
	毛利率	43.2%	48.7%	50.7%	51.5%
动物保健	收入（百万元）	324.14	333.9	367.3	396.6
	yoy	0.7%	3.0%	10.0%	8.0%
	成本（百万元）	189.74	176.9	183.6	190.4
	毛利率	41.5%	47.0%	50.0%	52.0%
酶制剂	收入（百万元）	430.18	524.8	656.0	820.0
	yoy	38.9%	22.0%	25.0%	25.0%
	成本（百万元）	196.79	251.9	301.8	377.2
	毛利率	54.3%	52.0%	54.0%	54.0%
微生态	收入（百万元）	250.0	275.0	330.0	379.5
	yoy	16.6%	10.0%	20.0%	15.0%
	成本（百万元）	141.9	148.5	155.1	178.3
	毛利率	43.2%	46.0%	53.0%	53.0%
其他主营业务	收入（百万元）	106.1	108.2	110.3	112.5
	yoy	17.6%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本（百万元）	77.5	81.1	81.6	83.3
	毛利率	26.9%	25.0%	26.0%	26.0%
其他	收入（百万元）	40.5	41.7	42.9	44.2
	yoy	68.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（百万元）	12.6	12.5	12.9	13.3
	毛利率	68.9%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1163.16	1283.52	1463.57	1708.66	净利润	85.41	128.68	171.51	207.42
营业成本	660.31	658.47	722.13	829.22	折旧与摊销	66.66	47.80	47.80	47.80
营业税金及附加	9.30	10.62	11.73	13.83	财务费用	5.28	25.10	21.58	20.45
销售费用	176.82	213.06	251.73	299.01	资产减值损失	-2.55	5.00	5.00	8.00
管理费用	120.77	227.18	256.12	299.01	经营营运资本变动	-47.12	13.84	-62.98	-81.86
财务费用	5.28	25.10	21.58	20.45	其他	-12.37	-21.93	-1.75	3.56
资产减值损失	-2.55	5.00	5.00	8.00	经营活动现金流净额	95.31	198.48	181.15	205.37
投资收益	3.27	6.00	5.00	5.00	资本支出	-433.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.21	0.00	0.00	0.00	其他	5.36	6.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-428.17	6.00	5.00	5.00
营业利润	102.90	150.08	200.27	244.12	短期借款	238.29	-11.19	-89.51	-88.35
其他非经营损益	-0.72	-0.70	-0.29	-0.57	长期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.19	149.38	199.98	243.55	股权融资	11.61	0.00	0.00	0.00
所得税	16.78	20.70	28.47	36.14	支付股利	-40.33	-13.97	-21.04	-28.05
净利润	85.41	128.68	171.51	207.42	其他	-31.84	-8.14	-21.58	-20.45
少数股东损益	15.57	23.46	31.26	37.81	筹资活动现金流净额	227.72	-33.29	-132.14	-136.85
归属母公司股东净利润	69.84	105.22	140.25	169.61	现金流量净额	-104.07	171.19	54.02	73.53
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213.87	385.05	439.07	512.60	成长能力				
应收和预付款项	351.61	347.21	409.28	485.54	销售收入增长率	1.07%	10.35%	14.03%	16.75%
存货	173.63	173.31	190.41	219.37	营业利润增长率	-39.78%	45.85%	33.44%	21.89%
其他流动资产	230.29	228.61	230.93	234.10	净利润增长率	-43.10%	50.66%	33.29%	20.93%
长期股权投资	73.84	73.84	73.84	73.84	EBITDA 增长率	-22.61%	27.54%	20.93%	15.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1259.88	1218.30	1176.72	1135.14	毛利率	43.23%	48.70%	50.66%	51.47%
无形资产和开发支出	155.89	149.80	143.72	137.63	三费率	26.04%	36.26%	36.17%	36.20%
其他非流动资产	119.83	119.71	119.58	119.45	净利率	7.34%	10.03%	11.72%	12.14%
资产总计	2578.85	2695.84	2783.55	2917.66	ROE	4.93%	6.90%	8.51%	9.45%
短期借款	374.22	363.03	273.52	185.17	ROA	3.31%	4.77%	6.16%	7.11%
应付和预收款项	204.73	208.89	230.00	263.57	ROIC	5.14%	7.62%	9.50%	10.83%
长期借款	149.00	149.00	149.00	149.00	EBITDA/销售收入	15.03%	17.37%	18.42%	18.28%
其他负债	116.99	109.33	114.99	124.50	营运能力				
负债合计	844.93	830.25	767.50	722.24	总资产周转率	0.48	0.49	0.53	0.60
股本	252.44	253.03	253.03	253.03	固定资产周转率	2.15	2.40	2.97	3.78
资本公积	705.09	704.51	704.51	704.51	应收账款周转率	3.70	3.80	4.07	3.98
留存收益	704.12	795.37	914.58	1056.13	存货周转率	3.89	3.70	3.87	3.96
归属母公司股东权益	1644.69	1752.91	1872.11	2013.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.75%	—	—	—
少数股东权益	89.22	112.68	143.94	181.75	资本结构				
股东权益合计	1733.91	1865.58	2016.05	2195.42	资产负债率	32.76%	30.80%	27.57%	24.75%
负债和股东权益合计	2578.85	2695.84	2783.55	2917.66	带息债务/总负债	61.92%	61.67%	55.05%	46.27%
					流动比率	1.50	1.80	2.24	2.78
					速动比率	1.23	1.52	1.90	2.36
					股利支付率	57.75%	13.28%	15.01%	16.54%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	174.84	222.98	269.65	312.37	每股收益	0.28	0.42	0.55	0.67
PE	50.43	33.47	25.11	20.77	每股净资产	6.50	6.93	7.40	7.96
PB	2.14	2.01	1.88	1.75	每股经营现金	0.38	0.78	0.72	0.81
PS	3.03	2.74	2.41	2.06	每股股利	0.16	0.06	0.08	0.11
EV/EBITDA	19.98	14.88	11.77	9.65					
股息率	1.15%	0.40%	0.60%	0.80%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@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	yxy@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
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn