

➤ **事件。**2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年全年，公司实现营收 11.99 亿元，同比增长 3.07%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 15.56%；实现扣非后归母净利润 0.42 亿元，同比增长 6.21%。其中 2023Q4，公司实现营收 3.19 亿元，同比降低 4.34%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比增长 62.41%；实现扣非后归母净利润 0.07 亿元，同比增长 269.27%。2024Q1，公司实现营收 2.87 亿元，同比增长 23.32%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比增长 20.45%；实现扣非后归母净利润 0.04 亿元，同比降低 4.33%。

➤ **酶制剂、微生态、动物保健品业务增长稳定。分产品来看**，23 年酶制剂、微生态、动物保健品分别实现营收 4.41 亿元、2.37 亿元、2.97 亿元，分别同比 +4.69%、-5.56%、-0.62%，营收占比 37.49%、20.14%、25.24%，毛利率分别实现 60.80%、41.15%、41.74%，同比分别增加 8.10 个百分点、增加 0.50 个百分点、减少 0.16 个百分点。**利润率及期间费用方面**，23 年公司毛利率及净利率分别实现 46.23%、8.58%，期间费用率实现 30.40%，较同期增加 4.35 个百分点；23 年研发费用率实现 9.26%，同比增加 0.49 个百分点。

➤ **携手国际领先企业布局，积极推进系统化产能布局。**（1）**酶制剂领域**，公司深化酶制剂技术升级，产品的毛利率得以提升。基于酶制剂的平台优势，公司与世界 500 强企业 ADM 公司的合作不断深化，双方联合实验室研发项目取得实质性进展，实验室工作重心由联合研究进入产品开发阶段；（2）**微生态领域**，公司全资子公司山东蔚蓝生物科技有限公司与赢创（中国）投资有限公司共同设立赢创蔚蓝生物科技（山东）有限公司，其中山东蔚蓝生物科技有限公司将接受合资公司的委托，以贴牌加工的方式独家为合资公司生产 GHS 产品。该合资公司于 2024 年 1 月正式投入运营，我们认为依托于两家母公司的创新能力及应用技术专场，公司盈利能力有望进一步提升；（3）**持续完善动物大健康系统**，公司围绕动物大健康领域，建立了基于饲料酶应用大数据系统的 VLAND-PCP 产品精制定制平台，历经多年扎实积累，该平台已获得多位大客户认可，能够持续高效为用户提供降本增效的综合解决方案；23 年 8 月，公司收购润博特 51% 股权，润博特在抗生素替代上，尤其是单宁菌的研究上具备丰厚底蕴，与公司现有业务互补，形成抗生素替代的完整体系。

➤ **投资建议：**酶制剂及益生菌行业壁垒高、国产替代趋势明显，蔚蓝生物是国内较早布局酶制剂及益生菌相关领域的代表性企业，技术研发及平台优势突出。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.97、1.08、1.21 亿元，EPS 分别为 0.39、0.43、0.48 元，现价（2024/4/26）对应 PE 分别为 30X、27X、24X。我们看好公司未来成长空间，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧、原材料价格波动、养殖疾病及自然灾害等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,199	1,321	1,459	1,615
增长率 (%)	3.1	10.2	10.4	10.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	81	97	108	121
增长率 (%)	15.6	20.8	11.0	11.9
每股收益 (元)	0.32	0.39	0.43	0.48
PE	36	30	27	24
PB	1.7	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

11.46 元

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

**研究助理 李金凤**

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

## 相关研究

1. 蔚蓝生物 (603739.SH) 深度报告：顺应大健康趋势，看好酶制剂、益生菌长期业务发展 -2024/02/07

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,199	1,321	1,459	1,615
营业成本	645	716	786	865
营业税金及附加	10	11	12	13
销售费用	190	206	228	252
管理费用	125	137	152	168
研发费用	111	118	130	144
EBIT	124	168	191	216
财务费用	14	27	34	40
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	6	6	7	8
营业利润	123	148	164	184
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	122	148	164	184
所得税	20	24	26	29
净利润	103	124	138	154
归属于母公司净利润	81	97	108	121
EBITDA	198	245	274	307

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	240	224	270	327
应收账款及票据	330	334	369	408
预付款项	20	22	25	27
存货	205	199	219	241
其他流动资产	329	371	375	379
流动资产合计	1,124	1,151	1,258	1,382
长期股权投资	72	72	72	72
固定资产	1,430	1,552	1,710	1,892
无形资产	140	150	160	170
非流动资产合计	1,910	2,155	2,395	2,635
资产合计	3,034	3,306	3,653	4,017
短期借款	569	769	969	1,169
应付账款及票据	232	185	202	223
其他流动负债	287	312	333	357
流动负债合计	1,088	1,265	1,504	1,749
长期借款	62	62	62	62
其他长期负债	58	55	55	55
非流动负债合计	120	117	117	117
负债合计	1,209	1,382	1,621	1,865
股本	253	253	253	253
少数股东权益	117	144	174	207
股东权益合计	1,825	1,924	2,032	2,152
负债和股东权益合计	3,034	3,306	3,653	4,017

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	3.07	10.22	10.43	10.65
EBIT 增长率	19.02	35.40	13.47	13.13
净利润增长率	15.56	20.78	10.97	11.86
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	46.23	45.82	46.17	46.46
净利润率	6.73	7.38	7.41	7.49
总资产收益率 ROA	2.66	2.95	2.96	3.01
净资产收益率 ROE	4.72	5.47	5.82	6.22
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.03	0.91	0.84	0.79
速动比率	0.82	0.73	0.67	0.63
现金比率	0.22	0.18	0.18	0.19
资产负债率 (%)	39.84	41.80	44.38	46.44
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	93.28	88.45	84.78	84.70
存货周转天数	105.83	101.77	95.81	95.67
总资产周转率	0.43	0.42	0.42	0.42
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.32	0.39	0.43	0.48
每股净资产	6.75	7.04	7.34	7.69
每股经营现金流	0.61	0.76	0.91	1.01
每股股利	0.10	0.12	0.13	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	36	30	27	24
PB	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	17.40	14.08	12.60	11.26
股息收益率 (%)	0.87	1.05	1.17	1.31

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	103	124	138	154
折旧和摊销	74	77	83	91
营运资金变动	-39	-32	-21	-24
经营活动现金流	154	192	229	257
资本开支	-215	-317	-323	-330
投资	-22	-34	0	0
投资活动现金流	-297	-350	-316	-323
股权募资	13	0	0	0
债务募资	200	200	200	200
筹资活动现金流	156	142	133	123
现金净流量	14	-16	46	57

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026