

蔚蓝生物 (603739.SH)

增持

2023 年报及 2024 一季报点评：营收与净利稳步增长，研发驱动提升毛利率水平

核心观点

公司 2023 年及 2024Q1 收入、净利均实现稳步增长，酶制剂、微生态、动保等各大业务板块系统化产能布局基本完成。公司 2023 年营收同比+3.07%至 11.99 亿元，归母净利同比+15.56%至 0.81 亿元；2024Q1 营收同比+23.32%至 2.87 亿元，归母净利同比+20.45%至 0.13 亿元。公司坚持技术创新战略，致力于打造以技术创新和全球化驱动的工业生物平台公司，2023 年研发投入达 1.11 亿元，占营收达 9.23%，处于行业较高水平。同时，公司酶制剂、微生态、动保等各大业务板块系统化的产能布局也基本搭建完成，蔚蓝生物技术中心、植物用微生态制剂项目、动保产业园均已投入生产运营；潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目在顺利筹建中，预计 2024 年 12 月有望投产。我们预计公司产品、产能、渠道等综合实力或将在新产能投产后进一步提升，看好公司未来发展。

持续完善动物大健康系统，形成“产业+服务”的综合赋能平台。公司的 VLAND-PCP 定制酶方案（基于饲料酶应用大数据系统的精准定制）平台，已积累上百种饲料原料用酶数据库，并且持续更新，可以有效解决不同原料的消化吸收和加工的问题，提高饲料转换效率，增强畜禽的生长性能，为用户降本增效提供系统解决方案，客户认可度持续提升。2023 年 8 月，公司完成对润博特 51% 股权的收购，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、益生菌、中草药恰当互补，形成抗生素替代的完整体系，将有效完善蔚蓝生物动物大健康系统，丰富公司的产品矩阵。

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价格高涨，新型替代大豆蛋白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分享规模成长红利。

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：公司是酶制剂龙头，成长边际有望逐步打开。考虑到下游养殖行情波动不确定性较大，出于保守谨慎原则，我们下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利至 0.85/0.91/0.97 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利分别为 1.33/1.36 亿元），对应 EPS 分别为 0.34/0.36/0.38 元，PE 分别为 41/39/37 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,163	1,199	1,259	1,329	1,407
(+/-%)	1.1%	3.1%	5.0%	5.6%	5.9%
归母净利润(百万元)	70	81	85	91	97
(+/-%)	-47.3%	15.6%	5.9%	6.5%	6.7%
每股收益(元)	0.28	0.32	0.34	0.36	0.38
EBIT Margin	8.0%	9.9%	12.4%	12.2%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	4.2%	4.7%	5.0%	5.2%	5.5%
市盈率 (PE)	50.1	43.5	41.1	38.6	36.1
EV/EBITDA	27.3	24.4	15.4	14.5	13.4
市净率 (PB)	2.13	2.05	2.04	2.01	1.99

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
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

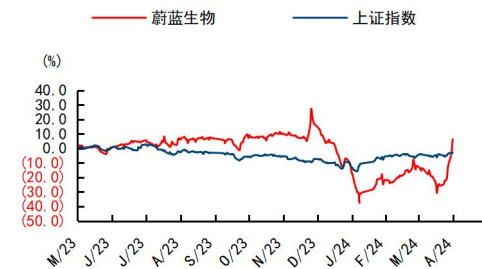
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

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	13.87 元
总市值/流通市值	3510/3510 百万元
52 周最高价/最低价	18.26/7.70 元
近 3 个月日均成交额	56.17 百万元

市场走势



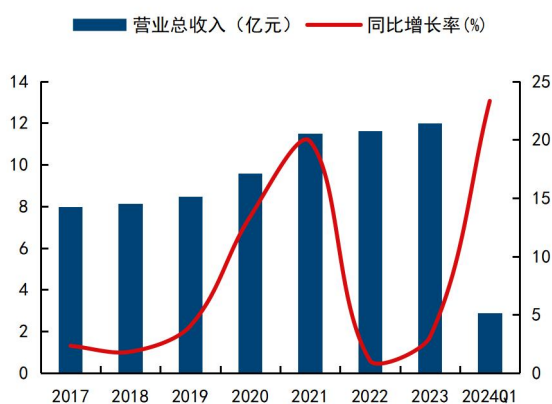
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《蔚蓝生物 (603739.SH) - 2023 半年报点评：2023H1 营收稳步增长，酶制剂、动保、微生态等业务全面发展》——2023-09-05
- 《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》——2023-04-30
- 《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

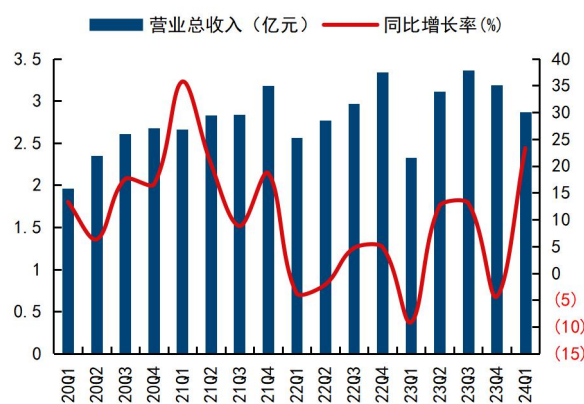
公司 2023 年及 2024 一季度收入稳步增长，各大业务板块系统化产能布局基本完成。公司 2023 年营收同比+3.07%至 11.99 亿元，归母净利润同比+15.56%至 0.81 亿元；2024Q1 营收同比+23.32%至 2.87 亿元，归母净利润同比+20.45%至 0.13 亿元。公司坚持技术创新战略，致力于打造以技术创新和全球化驱动的工业生物平台公司，2023 年研发投入达 1.11 亿元，占营收比例为 9.23%，处于行业较高水平。同时，公司持续提升核心客户的服务水平与效率，积极拓展食品益生菌、植物提取等食品产业新赛道；各大业务板块系统化的产能布局也基本搭建完成。蔚蓝生物技术中心、植物用微生态制剂项目、动保产业园均已投入生产运营；潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目在顺利筹建中，预计 2024 年 12 月有望投入生产运营。我们预计公司产品、产能、市场占有率、渠道等方面实力或将在新建产能投产运营后得到进一步提升，看好公司未来发展。

图1：蔚蓝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



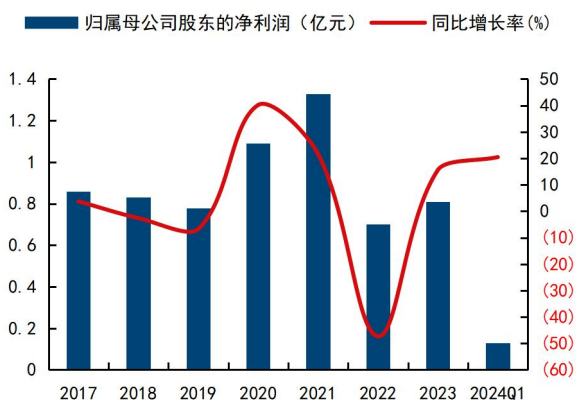
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：蔚蓝生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



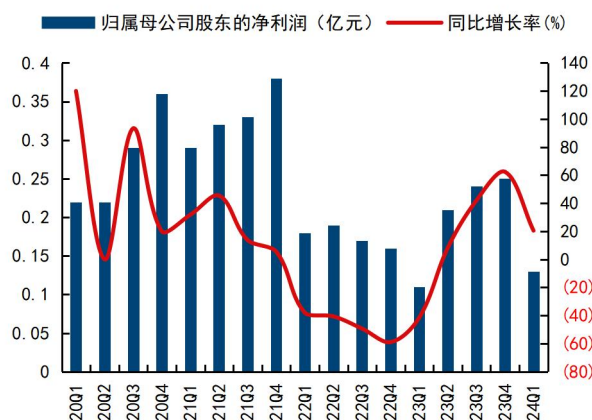
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

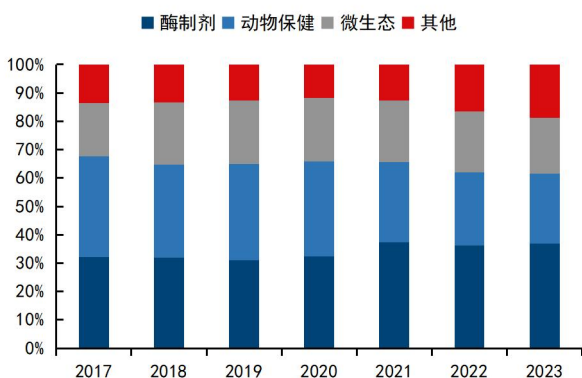


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看，2023 年公司酶制剂业务收入为 4.41 亿元，同比+5%；动物保健业务收入为 2.97 亿元，同比-1%；微生态业务收入为 2.37 亿元，同比-6%。具体来看，1) 公司酶制剂业务表现亮眼，2023 年毛利率同比增加 8.10pct 至 60.80%，公司

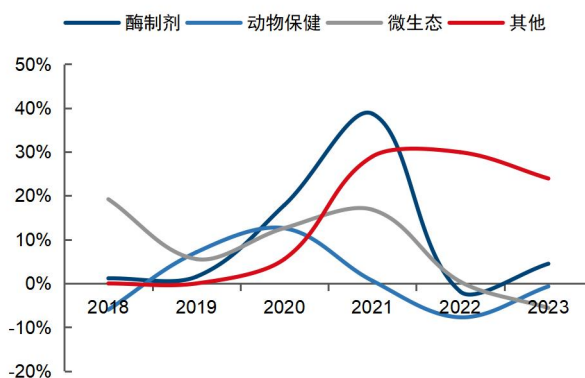
酶制剂技术持续升级，产品毛利率同步受益，一方面，公司通过新基因筛选技术的有效应用，开发出高效酶产品，并利用蛋白质工程改造，使得部分产品提高了酶活和耐温性，增加了酶的应用效果，从而降低成本；另外也通过表达系统（底盘细胞）进一步改进及优化调控因子，进一步提高发酵水平，降低成本。2) **微生物业务**亦实现稳步发展，2023年毛利率同比增加0.50pct至41.15%。公司在微生物领域的研发优势显著，已形成包括万株以上菌种资源库、基础研究、工艺研究和应用研发为一体的技术创新体系。公司与德国赢创工业集团(EVONIK)的合作从OEM到ODM，进一步深化合作，双方共同设立的合资公司于2024年1月正式投入运营，有助于公司加强国际业务的拓展与开发，进一步提升市场竞争力。3) **动物保健业务**由于下游养殖行业低迷阶段性承压，2023年毛利率同比减少0.16pct至41.74%。公司研发储备中的猪圆环-副猪-链球菌三联灭活疫苗、鸡新城疫禽流感二联灭活疫苗（悬浮培养）等新产品已进行新兽药注册，在多联疫苗品种和生产工艺上目前尚属于国内空白，未来有望进一步提升公司在动保领域的综合实力。

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

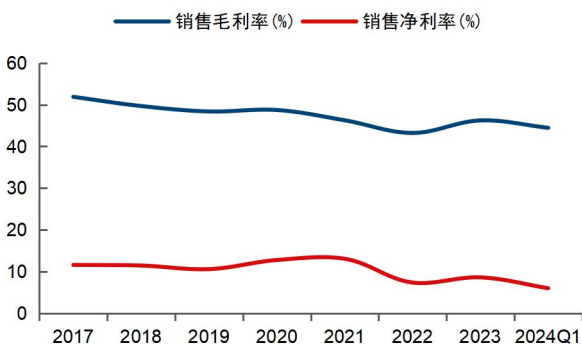
图6: 蔚蓝生物分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

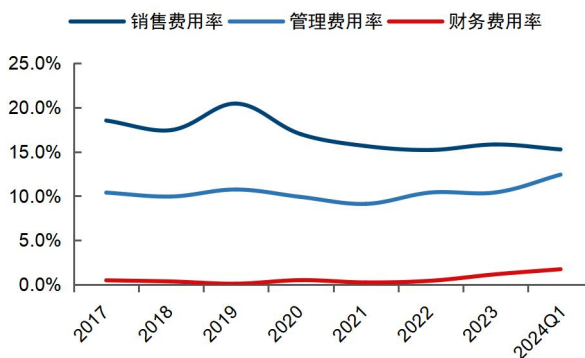
毛利率同比增加，费用率整体下降。公司2024Q1毛利率同比+0.66pct至44.46%，净利率同比+0.58pct至5.98%。费用管控方面，公司2024Q1三费整体有所下降，其中销售费用率同比-1.9pct至15.26%，管理费用率同比-0.6pct至12.42%，财务费用率同比+0.6pct至1.75%。其中，财务费用增长较大，主要因本期借款增加利息支出增加以及汇兑损失导致。

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：公司是酶制剂龙头，成长边际有望逐步打开。考虑到下游养殖端行情波动不确定性较大，出于保守谨慎原则，我们下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利至 0.85/0.91/0.97 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利分别为 1.33/1.36 亿元），对应 EPS 分别为 0.34/0.36/0.38 元，PE 分别为 41/39/37 倍，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	214	240	320	310	340	营业收入	1163	1199	1259	1329	1407
应收款项	337	355	369	374	392	营业成本	660	645	652	700	738
存货净额	174	205	161	174	177	营业税金及附加	9	10	10	11	12
其他流动资产	33	32	34	8	8	销售费用	177	190	198	206	216
流动资产合计	969	1124	1176	1165	1207	管理费用	121	125	126	131	135
固定资产	1260	1505	1548	1566	1558	研发费用	102	111	116	120	126
无形资产及其他	136	140	135	131	126	财务费用	5	14	29	32	32
投资性房地产	140	193	193	193	193	投资收益	3	6	2	7	2
长期股权投资	74	72	106	121	133	资产减值及公允价值变动	(2)	3	2	2	(1)
资产总计	2579	3034	3159	3175	3217	其他收入	(89)	(102)	(116)	(120)	(126)
短期借款及交易性金融负债	374	662	821	726	746	营业利润	103	123	131	138	149
应付款项	147	232	162	194	193	营业外净收支	(1)	(0)	(1)	0	(1)
其他流动负债	124	194	147	173	172	利润总额	102	122	130	138	148
流动负债合计	645	1088	1130	1093	1111	所得税费用	17	20	21	22	24
长期借款及应付债券	149	62	142	182	177	少数股东损益	16	22	24	25	27
其他长期负债	51	58	43	31	36	归属于母公司净利润	70	81	85	91	97
长期负债合计	200	120	185	213	213	现金流量表 (百万元)					
负债合计	845	1209	1316	1306	1324	净利润	70	81	85	91	97
少数股东权益	89	117	121	127	132	资产减值准备	1	4	0	0	(0)
股东权益	1645	1708	1722	1743	1761	折旧摊销	66	74	157	171	182
负债和股东权益总计	2579	3034	3159	3175	3217	公允价值变动损失	2	(3)	(2)	(2)	1
关键财务与估值指标						财务费用	5	14	29	32	32
每股收益	0.28	0.32	0.34	0.36	0.38	营运资本变动	99	65	(104)	55	(20)
每股红利	0.27	0.23	0.28	0.28	0.31	其它	(0)	2	3	6	5
每股净资产	6.52	6.75	6.81	6.89	6.96	经营活动现金流	237	223	140	321	266
ROIC	4.35%	4.60%	5%	5%	5%	资本开支	0	(317)	(194)	(182)	(171)
ROE	4.25%	4.72%	5%	5%	6%	其它投资现金流	(42)	(80)	0	(8)	10
毛利率	43%	46%	48%	47%	48%	投资活动现金流	(111)	(395)	(228)	(205)	(173)
EBIT Margin	8%	10%	12%	12%	13%	权益性融资	1	13	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	25%	25%	26%	负债净变化	50	(87)	50	20	30
收入增长	1%	3%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(68)	(57)	(72)	(70)	(78)
净利润增长率	-47%	16%	6%	7%	7%	其它融资现金流	(190)	472	159	(95)	20
资产负债率	36%	44%	45%	45%	45%	融资活动现金流	(224)	197	168	(126)	(63)
股息率	1.9%	1.6%	2.0%	2.0%	2.2%	现金净变动	(98)	26	80	(10)	30
P/E	50.1	43.5	41.1	38.6	36.1	货币资金的期初余额	312	214	240	320	310
P/B	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	货币资金的期末余额	214	240	320	310	340
EV/EBITDA	27.3	24.4	15.4	14.5	13.4	企业自由现金流	243	(78)	(10)	180	142
						权益自由现金流	103	307	175	77	165

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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