

研发驱动毛利提升，多业务协同助力公司成长

2024 年 08 月 28 日

► **事件：**2024 年 8 月 28 日，公司发布 2024 年半年报。2024 年上半年，公司实现营收 6.09 亿元，同比增长 12.00%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比降低 6.73%；实现扣非后归母净利润 0.15 亿元，同比降低 11.06%。其中 2024Q2，公司实现营收 3.22 亿元，同比增长 3.55%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比降低 20.46%；实现扣非后归母净利润 0.12 亿元，同比降低 12.95%。

► **坚持科技创新战略，持续加大研发投入。**公司长期坚持技术创新战略，致力于以研发驱动提高产品毛利，2024 年上半年，公司研发投入达到 0.55 亿元，营收占比为 9.04%，同比增加 7.06%。（1）酶制剂作为工业生物技术领域的“芯片”，公司已构建里氏木霉、毕赤酵母、黑曲霉、芽孢杆菌等四大高效蛋白质表达系统及对应的规模化发酵体系，通过蛋白质工程改造，部分产品提高了比酶活和耐高温性，增加了酶的应用效果，降低了成本，同时通过发酵优化及后处理改进，产品的发酵水平得以提升。（2）微生态领域，公司已形成包括万株菌种资源库、基础研究、工艺研究和应用研发为一体的技术创新体系，食品益生菌方向公司已申请益生菌相关发明专利 79 项和实用新型专利 17 项、PCT 专利 6 项。截至 24 年 6 月末，已授权专利 54 项，发表文章 29 篇，其中 SCI 文章 27 篇，累计影响因子 77.37，主题涵盖益生菌膳食补充剂、护肤品功能性原料、食品安全预测技术和产品应用设计创新等，为公司营养与健康相关业务发展夯实了基础。

► **产能布局基本完成，强化多业务协同优势。**截至 2024 年 6 月末，蔚蓝生物技术中心、植物用微生态制剂项目、动保产业园都已投入运营；公司与赢创共同设立的合资公司也已于 24 年 1 月正式投入运营；潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目仍在顺利筹建中，预计将于 24 年 12 月正式投入生产运营。至此，蔚蓝生物各大板块系统化的产能布局已基本搭建完成。公司围绕动物大健康赛道，形成了产业+服务的综合赋能平台，搭建了以动保工程中心为核心的健康养殖过程服务平台，以自共享实验室为核心的原料价值与品控服务平台，以及历经十年积累形成的基于饲料酶应用大数据系统的 VLAD-PCP 产品精制定制平台，强化多业务系统综合优势，为客户降本增效提供系统性的解决方案。

► **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 0.98、1.09、1.22 亿元，EPS 分别为 0.39、0.43、0.48 元，现价（2024/8/27）对应 PE 分别为 27X、25X、22X。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	98	109	122
增长率 (%)	15.6	21.1	11.5	11.8
每股收益 (元)	0.32	0.39	0.43	0.48
PE	33	27	25	22
PB	1.6	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.57 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

- 蔚蓝生物 (603739.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩增长符合预期，持续完善动物大健康系统-2024/04/29
- 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	26	33	39
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	6	6	7	8
营业利润	123	148	165	185
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	122	148	165	185
所得税	20	24	27	30
净利润	103	125	139	155
归属于母公司净利润	81	98	109	122
EBITDA	198	245	274	307

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	240	267	315	372
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	305	309	313
流动资产合计	1,124	1,128	1,236	1,362
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	2,164	2,404	2,644
资产合计	3,034	3,293	3,640	4,005
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	265	286	310
流动负债合计	1,088	1,218	1,457	1,702
长期借款	62	99	99	99
其他长期负债	58	51	51	51
非流动负债合计	120	150	150	150
负债合计	1,209	1,368	1,607	1,851
股本	253	253	253	253
少数股东权益	117	144	174	207
股东权益合计	1,825	1,925	2,033	2,154
负债和股东权益合计	3,034	3,293	3,640	4,005

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
成长能力 (%)				
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	21.06	11.54	11.78
盈利能力 (%)				
毛利率	46.23	45.82	46.17	46.46
净利润率	6.73	7.39	7.47	7.54
总资产收益率 ROA	2.66	2.97	2.99	3.04
净资产收益率 ROE	4.72	5.49	5.86	6.26
偿债能力				
流动比率	1.03	0.93	0.85	0.80
速动比率	0.82	0.73	0.67	0.63
现金比率	0.22	0.22	0.22	0.22
资产负债率 (%)	39.84	41.55	44.15	46.22
经营效率				
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
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.39	0.43	0.48
每股净资产	6.75	7.04	7.35	7.69
每股经营现金流	0.61	0.74	0.91	1.02
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.15
估值分析				
PE	33	27	25	22
PB	1.6	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	16.15	13.07	11.69	10.45
股息收益率 (%)	0.95	1.15	1.28	1.43

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	103	125	139	155
折旧和摊销	74	77	83	91
营运资金变动	-39	-36	-21	-24
经营活动现金流	154	188	230	257
资本开支	-215	-317	-323	-330
投资	-22	42	0	0
投资活动现金流	-297	-282	-316	-323
股权募资	13	0	0	0
债务募资	200	183	200	200
筹资活动现金流	156	122	134	123
现金净流量	14	28	47	58

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