

蔚蓝生物 (603739.SH) / 农林牧渔

证券研究报告/公司点评

2023年3月23日

评级：买入（维持）

市场价格：13.99元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

电话：021-20315125

Email: wangjb@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

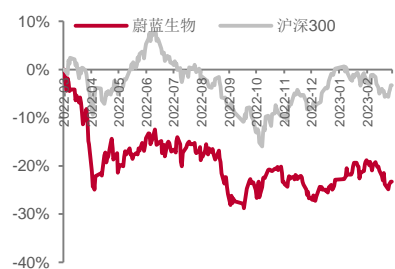
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	252
流通股本(百万股)	252
市价(元)	13.99
市值(百万元)	3,532
流通市值(百万元)	3,532

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、蔚蓝生物：酶制剂景气攀升，加码益生菌新引擎

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	960	1,151	1,111	1,235	1,390
增长率 yoy%	13%	20%	-3%	11%	13%
净利润(百万元)	109	133	107	129	155
增长率 yoy%	40%	22%	-19%	20%	21%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.42	0.51	0.61
每股现金流量	0.69	0.35	0.76	0.80	0.84
净资产收益率	10%	8%	6%	7%	8%
P/E	32.4	26.6	33.1	27.4	22.8
P/B	3.4	2.2	2.1	2.0	1.9

备注：股价选取 2023 年 3 月 23 日收盘价

投资要点

- **事件：蔚蓝生物(公司)的全资子公司蔚蓝生物集团与世界 500 强艾地盟(ADM)于 2022 年 5 月共同成立益生菌合资公司—艾地盟蔚蓝生物科技(山东)有限公司，双方分别以现金形式出资 8000 万元人民币，各持股 50%。合资公司艾地盟蔚蓝生物投资约 4 亿元人民币实施“微生态制剂研究及产业化项目”，意在新建食品益生菌生产工厂，预计将于 2025 年初正式投入生产运营。**
- **艾地盟蔚蓝生物运营后，主要面向全球市场以 B2B 模式生产和销售食品益生菌产品。**生产销售方面，艾地盟蔚蓝生物兼具本土化生产的成本优势，对标世界先进生产工艺和质量规范，融合全球领先的人类营养健康配料供应商 ADM 所提供的国际资源，有助于益生菌产品的应用推广和客户拓展。
- **产品研发方面，艾地盟蔚蓝生物聚焦研制优质食品益生菌产品及明星菌株。**合资公司以双方现有益生菌技术与菌株储备为本原，借力 ADM 在西班牙(Biopolis)、美国(Deerland)、英国(Protexin)、中国无锡江南大学的各益生菌科学技术中心，联动蔚蓝生物在青岛的营养与健康技术中心，形成全球研发网络，围绕客户需求，提供定制化的全程服务。合资公司投产后能够反哺蔚蓝生物，优化公司益生菌供应链，输出多元化与特色化的产品，吸引全球消费者目光，提升公司在益生菌领域的市场竞争力。
- **公司积极布局食品益生菌赛道，加速项目落地。**合资公司投资建设的微生态制剂研究及产业化项目涵盖建设生产车间、仓库、配电室、门卫室、办公研发楼等生产配套设施。建成后可实现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。益生菌行业契合大健康理念，市场景气度高，前景光明；益生菌产品附加值高，潜力无限。预计公司 2022/2023/2024 年微生态营业收入 2.38/2.57/2.82 亿元，增幅为 -5.0%/8.0%/10.0%，毛利率为 43.0%/44.0%/46.0%。
- **投资建议：**微生态制剂研究及产业化项目的推进，有助于公司打通全球资源和布局全球事业。基于以上分析，预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 11.11/12.35/13.90 亿元，归母净利润分别为 1.07/1.28/1.55 亿元，EPS 分别为 0.42/0.51/0.61 元，当前股价对应 PE 为 33.1/27.4/22.8 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发成果不及预期风险；市场推广及销售风险；下游养殖行业周期及突发疫病风险；原材料价格波动风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
货币资金	312	278	309	375	营业收入	1,151	1,111	1,235	1,390
应收票据	4	4	5	6	营业成本	619	614	664	733
应收账款	248	225	253	289	税金及附加	9	9	10	11
预付账款	26	44	45	45	销售费用	180	172	198	222
存货	157	170	175	193	管理费用	105	106	111	125
合同资产	0	0	0	0	研发费用	101	100	111	125
其他流动资产	224	220	224	230	财务费用	3	3	6	6
流动资产合计	972	941	1,011	1,137	信用减值损失	-8	-8	-8	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	1	1	1
固定资产	528	676	760	835	投资收益	7	6	6	7
在建工程	316	316	266	216	其他收益	39	33	33	35
无形资产	131	149	173	188	营业利润	171	138	166	200
其他非流动资产	271	271	271	274	营业外收入	0	0	0	1
非流动资产合计	1,250	1,416	1,473	1,517	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	2,222	2,357	2,485	2,654	利润总额	171	137	165	200
短期借款	136	162	164	177	所得税	21	17	20	25
应付票据	0	0	0	0	净利润	150	120	145	175
应付账款	112	104	116	128	少数股东损益	18	13	16	20
预收款项	0	3	3	2	归属母公司净利润	132	107	129	155
合同负债	14	9	14	14	NOPLAT	153	123	150	181
其他应付款	46	42	45	44	EPS (按最新股本摊薄)	0.53	0.42	0.51	0.61
一年内到期的非流动负债	1	10	5	5					
其他流动负债	64	72	76	80	主要财务比率				
流动负债合计	372	402	423	451	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	99	119	134	149	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	19.8%	-3.5%	11.2%	12.6%
其他非流动负债	65	66	64	65	EBIT增长率	20.6%	-19.5%	21.8%	20.5%
非流动负债合计	164	185	198	214	归母公司净利润增长率	21.7%	-19.4%	20.5%	20.6%
负债合计	536	587	620	665	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,605	1,676	1,754	1,859	毛利率	46.3%	44.7%	46.2%	47.3%
少数股东权益	81	94	110	130	净利率	13.0%	10.8%	11.7%	12.6%
所有者权益合计	1,686	1,770	1,864	1,990	ROE	7.9%	6.0%	6.9%	7.8%
负债和股东权益	2,222	2,357	2,485	2,654	ROIC	11.3%	8.5%	9.7%	10.7%
					偿债能力				
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	资产负债率	24.1%	24.9%	25.0%	25.0%
经营活动现金流					债务权益比	17.8%	20.1%	19.7%	19.9%
现金收益	205	182	225	265	流动比率	2.6	2.3	2.4	2.5
存货影响	-32	-13	-6	-18	速动比率	2.2	1.9	2.0	2.1
经营性应收影响	-41	7	-27	-34	营运能力				
经营性应付影响	25	-9	15	10	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
其他影响	-66	25	-5	-12	应收账款周转天数	68	77	70	70
投资活动现金流	-607	-227	-125	-117	应付账款周转天数	58	63	60	60
资本支出	-404	-225	-131	-124	存货周转天数	82	96	94	91
股权投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	-202	-2	6	7	每股收益	0.53	0.42	0.51	0.61
融资活动现金流	581	1	-46	-28	每股经营现金流	0.36	0.76	0.80	0.84
借款增加	168	55	12	28	每股净资产	6.36	6.64	6.95	7.37
股利及利息支付	-46	-50	-59	-70	估值比率				
股东融资	503	100	100	100	P/E	27	33	27	23
其他影响	-44	-104	-99	-86	P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	90	102	83	70

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。