

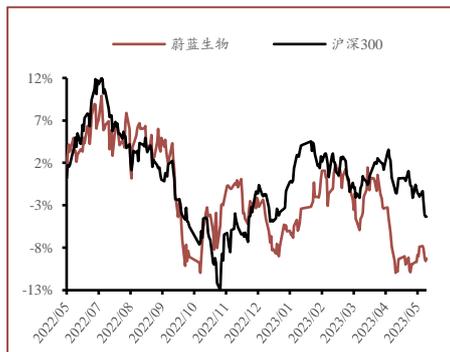
酶制剂龙头再出发，微生态研发提供第二曲线

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)
基本数据
2023-05-26

收盘价(元)	13.22
流通股本(亿股)	2.53
每股净资产(元)	6.57
总股本(亿股)	2.53

最近 12 月市场表现


分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003

sunyu02@ctsec.com

相关报告
核心观点

- ❖ **益生菌市场规模不断扩大，国产替代趋势明显：**近年来我国益生菌行业快速成长，2015-2020 年市场规模复合增长率为 20.04%，市场规模持续扩容，我们预计 2022 年接近 900 亿元。上游益生菌原料行业目前呈现寡头垄断，由欧美等发达国家企业掌握多数专利菌种。《中国益生菌消费认知状况报告（2020）》调研显示，46%的消费者认为中国自主研发的益生菌更适合国人体质，我国益生菌原料企业加大科研投入，品牌竞争力增强，有望逐步替代进口菌粉。
- ❖ **饲料原材料成本上涨叠加政策助力，酶制剂行业前景向好：**我国酶制剂行业稳步发展，2015-2020 年产量规模复合增速为 4.7%，2020 年中国酶制剂产量为 151 万吨，同比增长 1.99%。系饲料原材料成本长期高位、“禁抗”政策和“双碳”目标不断推进，酶制剂产品市场需求进一步提升。
- ❖ **公司是酶制剂龙头企业，竞争优势明显：**公司技术积累雄厚，已构建起酶制剂产业的核心体系。酶制剂作为公司三大主营业务之一，近年营收占比均于 30% 以上，充分受益于政策利好和需求扩张，2015-2022 年复合增速达 9.50%。公司依托微生态领域的基础，积极布局食品益生菌相关赛道，推出人用益生菌产品。截至 2022 年末，公司已开发出自主知识产权益生菌株 16 株和“益家美”系列益生菌终端产品，未来将进一步升级和扩充益生菌相关产品。
- ❖ **投资建议：**益生菌行业快速成长，国产替代趋势明显；酶制剂行业稳步发展，政策前景向好，预计未来成长空间广阔。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 12.78/14.56/16.04 亿元，归母净利润 1.06/1.41/1.62 亿元。对应 PE 分别为 31.6/23.8/20.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**消费修复不及预期风险；畜禽疫病风险；科研发明不及预期风险

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1151	1163	1278	1456	1604
收入增长率(%)	19.85	1.07	9.84	13.97	10.11
归母净利润(百万元)	133	70	106	141	162
净利润增长率(%)	21.65	-47.32	52.01	32.87	14.61
EPS(元/股)	0.54	0.28	0.42	0.56	0.64
PE	34.44	47.93	31.60	23.78	20.75
ROE(%)	8.26	4.25	6.06	7.46	7.87
PB	2.92	2.06	1.92	1.77	1.63

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1、国内生物制造领先企业，股权激励增强核心竞争力	5
1.1 专注生物制造，覆盖三大业务板块	5
1.2 股权结构稳定，激励机制提升经营活力	6
1.3 加强与领先企业合作，长期发展向好	7
2 益生菌市场规模不断扩大，国产替代趋势明显	8
2.1 益生菌功能多样，应用范围广泛	8
2.2 上游发展迅速，领先企业有望逐步完成进口替代	10
2.3 下游市场竞争加剧，国产品牌市占率较高	12
3 饲料原材料成本上涨叠加政策助力，酶制剂行业前景向好	13
3.1 饲料原材料价格处于高位，酶制剂产品需求提升	13
3.2 “禁抗”政策和“双碳”目标不断推进，行业发展充分受益	13
3.3 我国酶制剂行业稳步发展，具有较强的发展潜力	15
4 酶制剂龙头企业，竞争优势明显	16
4.1 酶制剂龙头企业，竞争优势明显	16
4.1.1 公司技术积累丰厚，具备核心技术优势	16
4.1.2 酶制剂是公司三大业务之一，受益于政策利好和需求扩张	18
4.2 拓展人用益生菌赛道，积极布局大健康板块	19
4.2.1 国民健康意识增强，食品益生菌或成为新的业绩增长点	19
4.2.2 公司依托微生态领域基础，积极布局食品益生菌相关产品	20
4.3 研发实力强劲，营销渠道稳定	22
4.3.1 公司研发体系完善，研发投入处于行业较高水平	22
4.3.2 拥有完善的销售体系和营销网络，客户粘性较强	24
5 盈利预测与投资建议	25
6 风险提示	27

图表目录

图 1. 蔚蓝生物 2005 年至今发展历程	5
图 2. 2022 年主营业务营收结构	6
图 3. 2022 年主营业务毛利结构	6

图 4. 公司股权结构稳定（截至 2023Q1）	7
图 5. 益生菌行业产业链	10
图 6. 我国益生菌市场规模持续扩大	11
图 7. 2018Q3-2020Q3 中国零售药店益生菌销售额 CR10	12
图 8. 截至 2020Q3 我国零售药店益生菌市场份额（按销售额）	12
图 9. 玉米、豆粕等原材料价格仍处于高位	13
图 10. 我国“禁抗”相关政策实施历程	14
图 11. “双碳”目标实施规划	15
图 12. 国内酶制剂行业增速明显	15
图 13. 我国酶制剂产品出口量呈上升趋势	16
图 14. 核心技术在酶制剂研发和生产中的适用环节	17
图 15. 主营业务营收占比变动情况	18
图 16. 酶制剂业务营收增速较快	18
图 17. 2016-2022 年居民人均可支配收入及增速	19
图 18. 2016-2022 年居民人均医疗保健支出及占比呈上升趋势	19
图 19. “益家美”系列益生菌产品	22
图 20. 蔚蓝生物研发体系完善	23
图 21. 研发人员及占公司总人数的比例持续提高	24
图 22. 高学历研发人员占比较高（2021 年末）	24
图 23. 研发投入规模及占营业收入比例较大	24
图 24. 公司研发投入占营收比例处行业较高水平	24
表 1. 公司主要业务产品矩阵丰富	6
表 2. 各行权期公司层面业绩考核目标	7
表 3. 益生菌的分类及常见代表菌株	8
表 4. 常见益生菌及其功能特性	9
表 5. 我国其他主要益生菌原料企业及其产品	11
表 6. 其他国家及地区“禁抗”政策实施情况	14
表 7. 公司掌握多项酶制剂产品的核心技术	17
表 8. 公司参与酶制剂领域多项国家、行业标准的制定	18
表 9. 卫计委规定可用于食品的菌种名单	21
表 10. 公司销售体系完善、渠道掌控力较强（2022 年末）	25
表 11. 公司 2023-2025 年盈利预测	26

表 12. 可比公司估值对比 26

1、国内生物制造领先企业，股权激励增强核心竞争力

1.1 专注生物制造，覆盖三大业务板块

公司是国内生物制造领域领先企业。蔚蓝生物成立于 2005 年，总部位于山东青岛，是一家专注于生物科技产品的研发、生产和销售的生物科技企业。公司主营业务涉及酶制剂、微生态制剂和动物保健三大板块，酶制剂产品主要包括饲料酶、工业酶、食品酶和生物催化用酶等；微生态制剂产品主要包括畜禽微生态、水产微生态、植物微生态、食品益生菌、环境微生物等；动物保健品主要涵盖生物制品、中兽药和兽用化药等。公司产品广泛应用于农牧、食品、洗涤、纺织、健康、环保等多个产业。目前公司在国内酶制剂行业处于领先地位，也是国内较早进入微生态领域的企业。

图1. 蔚蓝生物 2005 年至今发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

表1.公司主要业务产品矩阵丰富

业务板块	产品名称	适用领域
酶制剂产品	饲料酶	饲料企业
	工业酶	纺织、洗涤、造纸等企业
	食品酶	啤酒、浓缩果汁、淀粉及淀粉糖、低聚糖等食品生产企业
	生物催化用酶	功能油脂和植物提取等企业
微生物制剂产品	畜禽微生态	畜禽饲料行业、动保添加剂行业
	水产微生态	水产饲料行业、水产养殖行业
	植物微生态	化肥企业、生物肥企业、生物农药企业、大型种植基地
	食品益生菌	食品、保健品
	环境微生物	环保企业、化工、印染、养殖、皮革等制造业企业
动物保健品	生物制品	养殖场
	中兽药	
	兽用化药	

数据来源：公司年报、财通证券研究所

公司主要收入来自酶制剂、微生物和动物保健品的销售。2022年，三大业务收入在总营收的占比分别为37.16%、26.36%和22.13%，合计占总营收比重的85.65%。同年实现主营业务毛利润4.81亿元，其中酶制剂产品贡献最高，销售毛利润占比达46.17%；微生物贡献毛利1.02亿元，占比21.21%；动物保健贡献毛利1.25亿元，占比26.04%。

图2.2022年主营业务营收结构

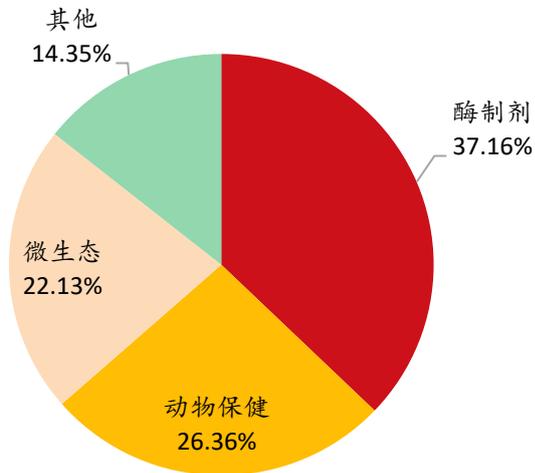
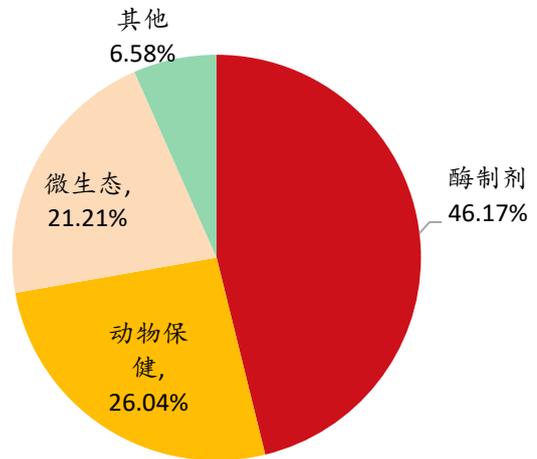


图3.2022年主营业务毛利结构



数据来源：Wind、财通证券研究所

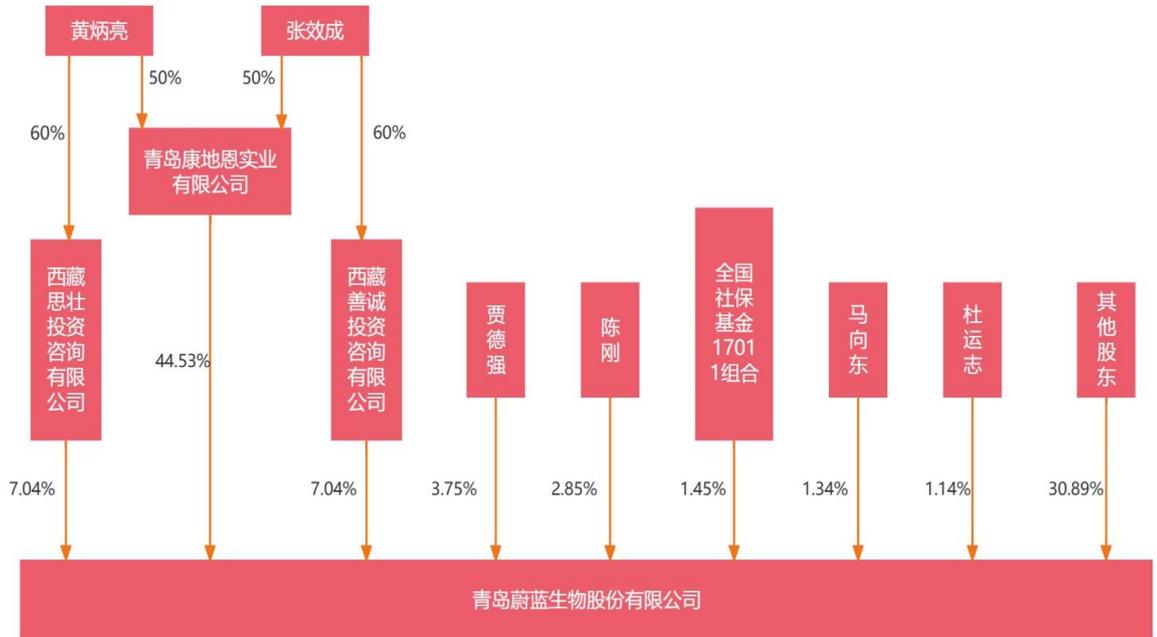
数据来源：Wind、财通证券研究所

1.2 股权结构稳定，激励机制提升经营活力

公司股权集中度较高，股权结构稳定。据公司2023年一季报显示，截至2023Q1公司控股股东为青岛康地恩实业有限公司，持股比例达44.53%；公司实际控制人

为黄炳亮和张效成，二人通过控股青岛康地恩实业有限公司、西藏思壮投资咨询有限公司和西藏善诚投资咨询有限公司的方式，间接控制公司股权合计 58.61%。

图4.公司股权结构稳定（截至 2023Q1）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

股权激励计划充分调动员工积极性和创造性。2021年6月，公司首次推出股权激励计划，本次激励计划拟以 13.44 元/份的行权价格向激励对象授予股票期权数量 1000 万份，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 3.97%。该激励计划授予的激励对象共计 50 人，包括公司(含控股子公司、分公司)任职的董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术(业务)人员。通过股权激励有助于进一步激发公司经营活力，吸引和留住核心人才，促进企业与员工共同成长，从而帮助企业实现长期发展的目标。

表2.各行权期公司层面业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
2021 年	归属于上市公司股东的净利润较 2020 年增长 25.40%
2022 年	归属于上市公司股东的净利润较 2020 年增长 32.00%
2023 年	归属于上市公司股东的净利润较 2020 年增长 55.00%
2024 年	归属于上市公司股东的净利润较 2020 年增长 75.00%
2025 年	归属于上市公司股东的净利润较 2020 年增长 132.00%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.3 加强与领先企业合作，长期发展向好

不断深化与国内外知名企业合作，把握未来发展趋势。2021年10月，公司着眼于长期发展，潍坊蔚之蓝生物科技有限公司拟以增资的方式引入国际投资者 ADM Singapore；至2022年3月，公司的全资子公司蔚蓝生物集团与 ADM Singapore 签署了《重述之股东协议》，协议约定潍坊蔚之蓝增资后的注册资本为1.6亿元人民币，双方的持股比例各为50%；合资公司成立后公司将与 ADM 共享先进的科研技术，有利于生产效率提升和成本控制，从而提升公司在行业内的领先地位。2022年6月，蔚蓝生物与西麦食品签订战略合作协议，双方将在技术和产业方面实现优势互补，在谷物酶解食品和益生菌食品方向充分开展合作，与西麦食品的战略合作有望促进公司加快实现生态化创新发展。

2 益生菌市场规模不断扩大，国产替代趋势明显

2.1 益生菌功能多样，应用范围广泛

益生菌种类丰富，具有多种功能。益生菌是一类被给予足够数量时能使机体获得健康益处的活的微生物，据中国食品工业协会数据显示，人体内的益生菌就超过400种。目前已知的益生菌主要分为乳杆菌类、双歧杆菌类、芽孢杆菌类、链球菌类和其他类共五大类，其中用于人体保健的益生菌主要有乳酸菌、双歧杆菌、嗜热链球菌和一些芽孢杆菌类，乳酸菌、嗜热链球菌和双歧杆菌多用于食品领域，而芽孢杆菌类多用于药品领域。益生菌主要有调节肠道菌群平衡、促进机体营养吸收、提高免疫力、生物屏障作用、降血脂和降血压等多种功能。

表3. 益生菌的分类及常见代表菌株

类别	代表菌株
乳杆菌类	乳酸乳杆菌、嗜酸乳杆菌、发酵乳杆菌、保加利亚乳杆菌、植物乳杆菌、干酪乳杆菌、短乳杆菌、德氏乳杆菌保加利亚种和纤维二糖乳杆菌等
双歧杆菌类	长双歧杆菌、短双歧杆菌、两歧双歧杆菌、嗜热双歧杆菌、青春双歧杆菌、婴儿双歧杆菌和卵形双歧杆菌等
芽孢杆菌类	地衣芽孢杆菌、巨大芽孢杆菌、纳豆芽孢杆菌、凝结芽孢杆菌、枯草芽孢杆菌、解淀粉芽孢杆菌、苏云金芽孢杆菌、炭疽芽孢杆菌、球形芽孢杆菌和蜡样芽孢杆菌等
链球菌类	嗜热链球菌、化脓性链球菌、肺炎链球菌、草绿色链球菌、乳链球菌、无乳链球菌、粪链球菌和展链球菌等
其他类	明串珠菌属、丙酸杆菌属、足球菌属、酵母菌、费氏丙酸杆菌、乳酸片球菌、大肠杆菌、曲霉、光合细菌等

数据来源：《益生菌的分类及其多领域研究现状》（作者：阿热爱·巴合提、谭春明、李平兰）、财通证券研究所

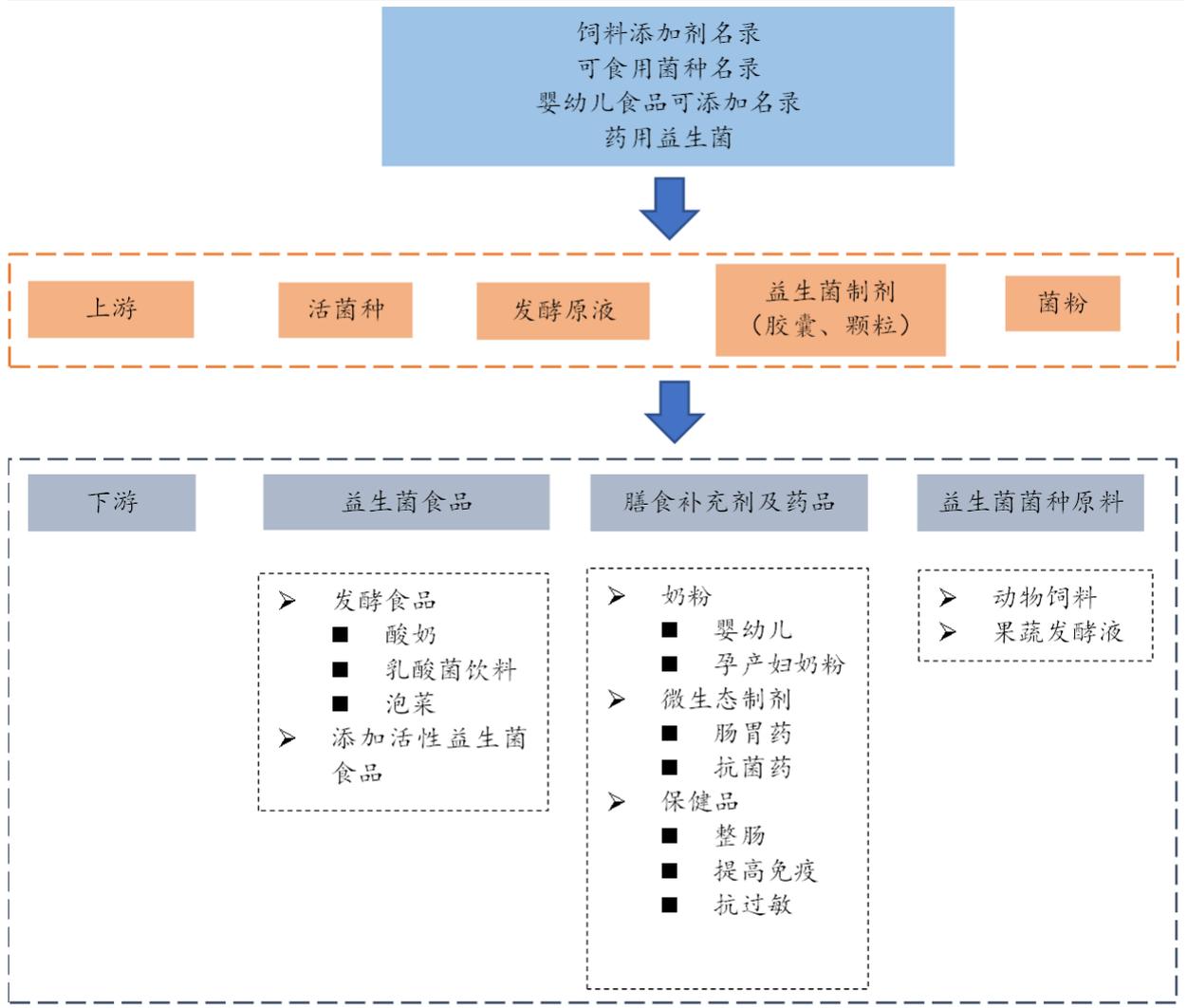
表4.常见益生菌及其功能特性

菌种名称	功能特性
嗜酸乳杆菌	抑制小肠细菌增生;增强乳糖吸收;平衡肠道菌群
罗伊氏乳杆菌	抗过敏;缓解小儿便秘和腹泻;抑制病原菌
鼠李糖乳杆菌	增强免疫力;平衡和改善胃肠道;预防腹泻
植物乳杆菌	降低血清胆固醇含量;抑制病原菌;缓解肠易激综合征
保加利亚乳杆菌	抑制病原菌;缓解乳糖不耐症
瑞士乳杆菌	降低血压;促进钙铁吸收;抗氧化
副干酪乳杆菌	免疫调节;抗过敏
干酪乳杆菌	提高免疫力;抗过敏;预防小肠损伤
嗜热链球菌	抑制病原菌;增强免疫力;缓解乳糖不耐症
乳双歧杆菌	改善肠道健康;预防腹泻和便秘;增强机体免疫力
两歧双歧杆菌	辅助治疗肠炎;预防癌症和抑制肿瘤生长;改善肠道健康
长双歧杆菌	缓解中老年人便秘;抗感染;抗衰老
短双歧杆菌	改善肠道健康;抗过敏;缓解炎症
青春双歧杆菌	缓解便秘及腹泻;抗衰老;缓解肠易激综合征
婴儿双歧杆菌	缓解儿童腹泻;平衡消化系统;缓解炎症
肠膜明串珠菌	抗氧化;抑制病原菌
唾液乳杆菌	调整过敏体质;提高免疫力;改善口腔健康
卷曲乳杆菌	抑制致病菌;改善女性生殖健康

数据来源: 华经情报网、财通证券研究所

益生菌产品多样化发展, 应用领域不断拓宽。 益生菌主要定植于人或动物肠道、生殖系统内, 对人体稳态起调节作用, 通过抑制有害菌增殖、促进营养物质吸收、代谢合成营养物质等途径对宿主健康产生重大影响。益生菌产业链的上游原材料主要可分为活菌种、发酵原液和益生菌干粉三种形式, 下游市场竞争相对充分, 随着人们对益生菌的不断研发和探索, 当前产业链下游已经涉及食品、药品、畜牧业和种植业等多个领域。益生菌下游产品种类丰富, 主要包括益生菌食品、膳食补充剂及药品、益生菌原料三大类, 其中在食品领域, 益生菌通常用于乳制品、婴幼儿食品和功能性食品。

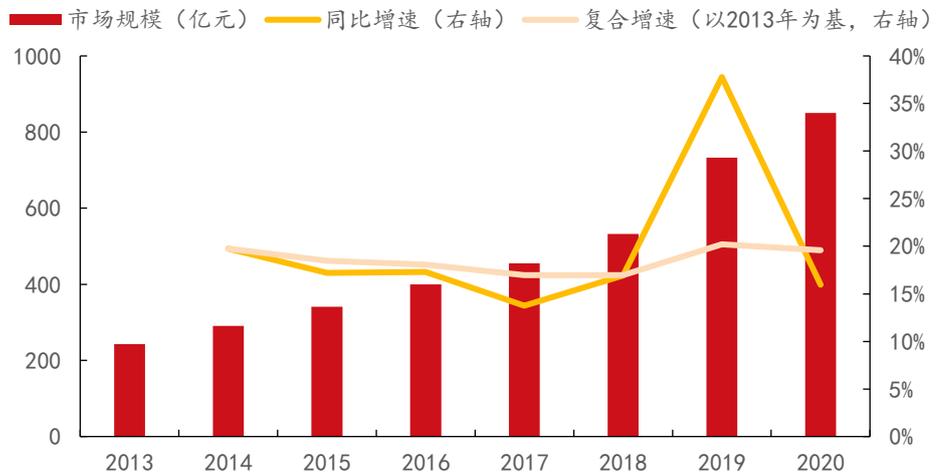
图5.益生菌行业产业链



数据来源：中国营养保健食品协会、财通证券研究所

2.2 上游发展迅速，领先企业有望逐步完成进口替代

近年来我国益生菌行业快速成长，市场规模持续扩容。虽然我国益生菌行业起步较晚，但是随着《“健康中国 2030”规划纲要》的发布实施和国民健康意识的崛起，益生菌作为保健食品中的重要一员已经逐渐被人们所接受，使得我国益生菌行业快速发展。根据 Statista 数据，2013 年我国益生菌市场规模为 243 亿元，到 2020 年增加至 850 亿元，年复合增速高达 19.59%，且近 5 年的增长率均在 15% 以上，市场规模持续扩容。随着益生菌对健康有益逐渐成为人们的共识，益生菌产品的需求量将持续增加，益生菌产品目前我国仍处于蓝海市场，具有发展潜力。

图6.我国益生菌市场规模持续扩大


数据来源: Statista、财通证券研究所

国产品牌竞争力逐渐增强,有望逐步替代进口益生菌菌粉。益生菌菌株的筛选、生产和储藏等工艺是现代科学技术的前沿,需要益生菌企业具备较强的科研能力,由于欧美等发达国家益生菌产业起步早、技术较成熟,所以拉曼、杜邦和科汉森等国外企业在益生菌原料菌粉和菌株上占据竞争优势。我国益生菌原料生产企业虽然市场占有率较低,但是随着益生菌行业的迅速发展,当前已有科拓生物、一然生物、微康生物和润盈生物等规模较大的企业。这些企业不断加大科研投入,已经陆续开发出一些具有自主知识产权的菌种,如科拓生物的代表性菌株干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9 等,一然生物的代表性菌株有两歧双歧杆菌 TMC3115、植物乳杆菌 LP45 等。益生菌行业的市场竞争从根本上是核心菌株之间的竞争,国产菌株的不断出现有力地打破了外国企业对原料菌粉的垄断,国产菌株逐步得到认可,国产替代有望逐步实现。

表5.我国其他主要益生菌原料企业及其产品

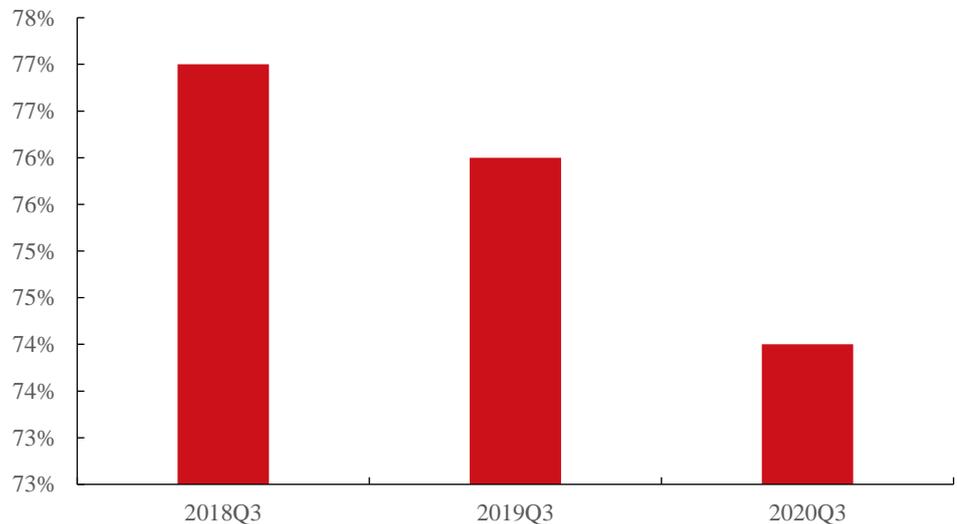
企业名称	企业简介	核心菌株	代表性产品
科拓生物	2003年成立于北京,建有年产5000吨的复合乳酸菌产品,5200m ² 益生菌(乳酸菌)科学与技术研究院,乳酸菌菌种资源保藏库	干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8 等	益适优品牌复合益生菌制剂系列产品
一然生物	2011年成立于石家庄,年产乳酸菌粉300t、微生态制剂5000t	两歧双歧杆菌 TMC3115、植物乳杆菌 Lp45、嗜酸乳杆菌 La28 等	一然·诺爱嘉益生菌粉
微康生物	2013年成立于苏州,专注于益生菌及其衍生物的研究、开发、生产及应用	长双歧杆菌 BL21、植物乳杆菌 Lp90、乳酸片球菌 CCFM7902 等	益生菌发酵饮料
润盈生物	2006年成立于上海,生产活性冻干菌粉产品	嗜酸乳杆菌 LA-G80、植物乳杆菌 Lp-G18、干酪乳杆菌 LC-G11 等	润盈品牌益生菌固体饮料、酸奶粉

数据来源: 产业信息网、各公司官网、财通证券研究所

2.3 下游市场竞争加剧，国产品牌市占率较高

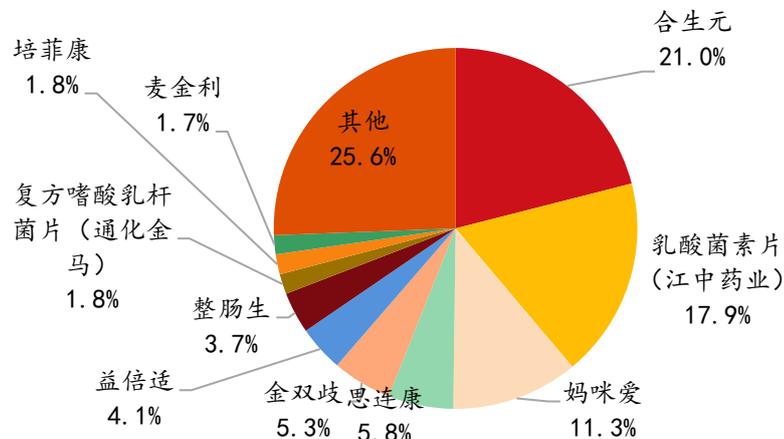
益生菌行业的快速发展，加剧了市场竞争程度。近年来，我国益生菌产业处于快速发展阶段，益生菌产品的消费需求持续扩大，加之大健康产业利好政策频出，从全民健康普及，到《“健康中国 2030”规划纲要》发布，再到“健康中国”纳入国家战略，吸引了一些公司积极布局益生菌领域，从而加剧了益生菌行业的竞争程度，导致行业市场集中度的降低。以零售药店益生菌为例，中康 CMH 数据显示，从 2018Q3 至 2020Q3，全国零售药店益生菌 TOP10 品牌的市场集中度由 77% 下降至 74%。从竞争格局来看，2020 年我国零售药店益生菌市占率排名前三的分别是合生元（21.0%）、江中药业的乳酸菌素片（17.9%）、妈咪爱（11.3%），CR3 为 50.2%，市场集中度依然较高，其中前两名均为国产品牌，二者市占率达 38.9%。

图7.2018Q3-2020Q3 中国零售药店益生菌销售额 CR10



数据来源：中康 CMH、前瞻产业研究院、财通证券研究所

图8.截至 2020Q3 我国零售药店益生菌市场份额（按销售额）



数据来源：中康 CMH、前瞻产业研究院、财通证券研究所

3 饲料原材料成本上涨叠加政策助力，酶制剂行业前景向好

3.1 饲料原材料价格处于高位，酶制剂产品需求提升

饲料原材料价格长期处于高位，催生酶制剂产品市场需求增长。饲料原材料主要组成部分为玉米、豆粕等，由于近年来其市场价格长期处于高位，加之受俄乌局势的影响，预计玉米等原料价格仍将处于高位。据 Wind 数据显示，2020 年以来，玉米、豆粕的价格呈现明显的上升趋势，虽然近期有所回落，但仍然远高于历史平均水平。饲料原材料价格持续处于高位，推动了养殖公司非常规原料的替代，2021 年 3 月 19 日，农业农村部颁布的《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》加快了玉米、豆粕的减量替代进程，进一步推动了非常规原料的应用。这为酶制剂产品的发展创造了条件，饲料酶制剂能有效提高饲料转换效率，从而节省饲料成本、提高养殖效益，酶制剂产品的需求增量有望进一步提升。

图9.玉米、豆粕等原材料价格仍处于高位



数据来源: Wind、财通证券研究所

3.2 “禁抗”政策和“双碳”目标不断推进，行业发展充分受益

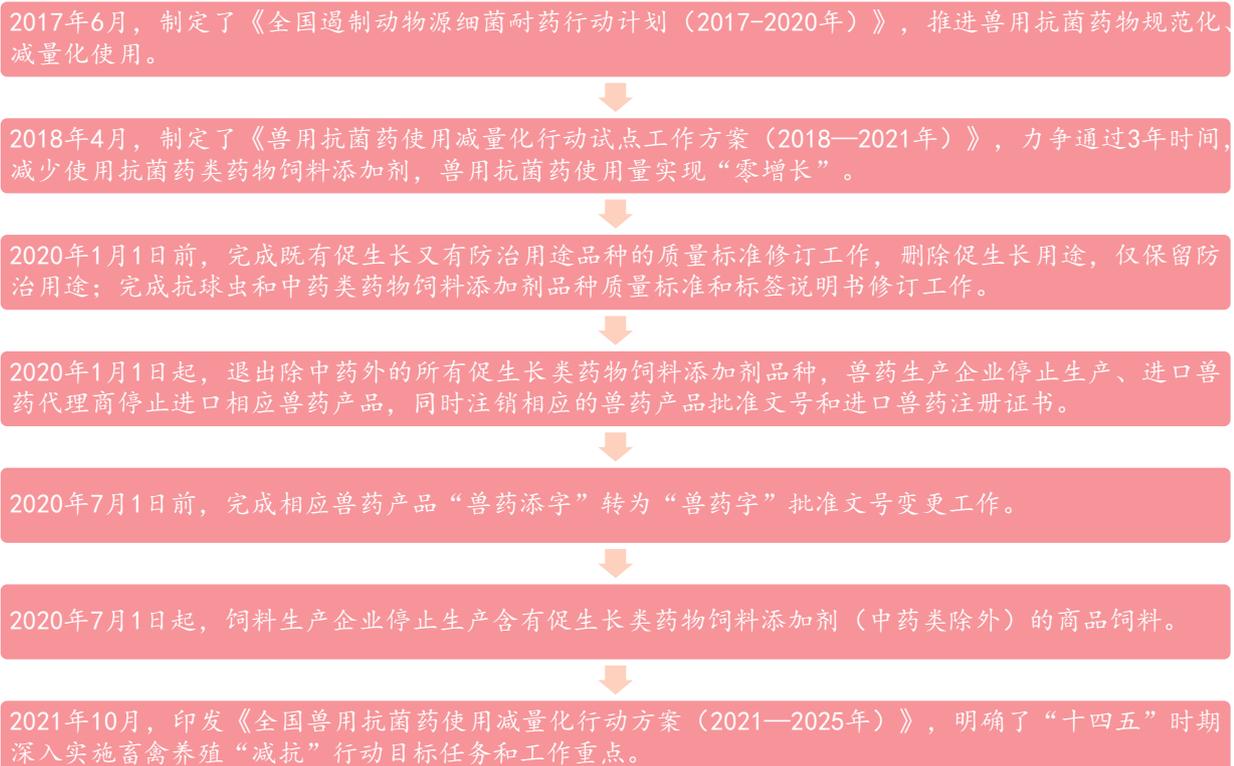
禁抗政策全面落地，拉动酶制剂产品市场需求。抗生素滥用导致的细菌耐药性、环境污染和食品安全等问题推动了抗生素替代品的产生和发展。自 1986 年，瑞典成为第一个禁止抗生素用于饲料添加剂的国家，随后欧盟、日本以及美国等也陆续推出了禁用抗生素的政策。近几年，我国也在不断推出和完善“禁抗”政策，农业农村部于 2019 年 7 月 10 日发布了第 194 号公告，明确指出为维护我国动物源

性食品安全和公共卫生安全，决定停止生产、进口、经营、使用部分药物饲料添加剂。国家不断推进“禁抗”政策的实施，有力地推动了抗生素替代品的研发和使用，而酶制剂作为饲料抗生素的有效替代产品，其市场需求量有望得到明显提升。

国家	相关禁抗政策
瑞典	1986 年最先宣布全面禁止抗生素用于饲料添加剂。
欧盟	2006 年起，全面禁止在饲料中添加抗生素。
日本	2008 年开始禁止在饲料中使用抗生素。
韩国	2011 年，韩国政府修改《有害饲料范围和标准》，全面禁止动物饲料中添加抗生素。
美国	2014 年起，美国用 3 年时间禁止在牲畜饲料中使用预防性抗生素。

数据来源：重庆商报、财通证券研究所

图10.我国“禁抗”相关政策实施历程



数据来源：农业农村部、财通证券研究所

“双碳”目标的提出为酶制剂产品带来了新的机遇。相比于传统的化工品，酶制剂产品因其安全、绿色和高效的特点，能够有效地减少资源浪费和降低污染排放。随着“3060”碳达峰、碳中和目标的不断推进，资源节约和环境保护受到国家更高

的重视，这将加快企业使用清洁原料替代的步伐，从而促进酶制剂产品对传统化工品的取代，进一步扩大了酶制剂产品的市场需求。

图11.“双碳”目标实施规划



数据来源：中康 CMH、前瞻产业研究院、财通证券研究所

3.3 我国酶制剂行业稳步发展，具有较强的发展潜力

国内酶制剂行业稳步发展。酶制剂产品具有催化效率高、用途广泛和降低能耗等特点，在食品、农牧、洗涤以及环保等领域发挥着其特有的应用价值，并且酶制剂产品的应用有助于加快传统产业的节能减排和转型升级，具有巨大的发展潜力。虽然我国酶制剂行业相较于发达国家起步较晚，但是近些年我国酶制剂行业迅猛发展，2008-2020年酶制剂产量从61.5万标准吨增至151万标准吨，年复合增速为7.77%。

图12.国内酶制剂行业增速明显

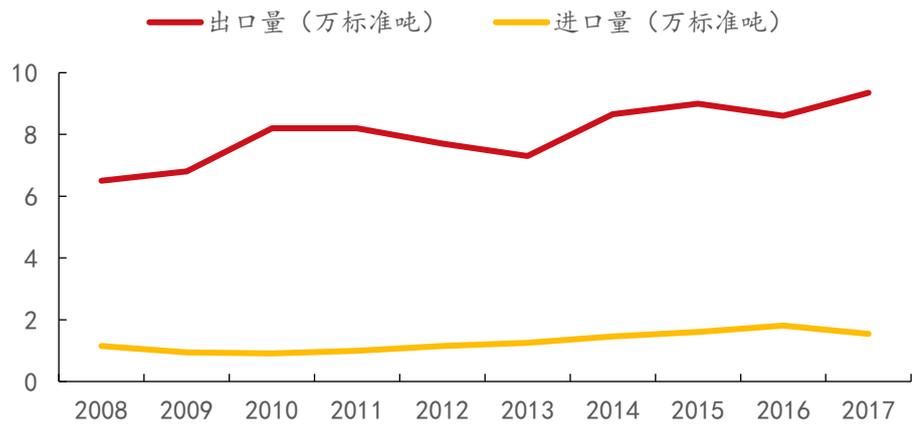


数据来源：中国产业信息网、中国生物发酵产业协会、普华有策、财通证券研究所

本土企业不断追赶与提升，将进一步提高国际竞争力。随着我国酶制剂行业的不断发展，国内一些酶制剂生产企业加快形成相应的自主品牌，溢多利、蔚蓝生物等国内酶制剂领域领先企业在国际上已经具备一定的竞争力。从酶制剂产品的进出口情况来看，由于我国酶制剂行业研发水平和生产能力的不断提升，酶制剂产

品的出口量总体呈现出上升趋势，2017 年我国酶制剂产品出口量达 9.35 万标准吨；进口量则保持平稳波动的态势，2017 年酶制剂进口量为 1.54 万标准吨，部分技术含量较高的酶制剂产品仍然依赖进口。由于国家政策的支持和市场需求的增长，我国酶制剂相关企业有望不断突破技术难关和推出新的产品，未来酶制剂行业有望打开新的成长空间。

图13.我国酶制剂产品出口量呈上升趋势



数据来源：中国生物发酵产业协会、财通证券研究所

4 酶制剂龙头企业，竞争优势明显

4.1 酶制剂龙头企业，竞争优势明显

4.1.1 公司技术积累丰厚，具备核心技术优势

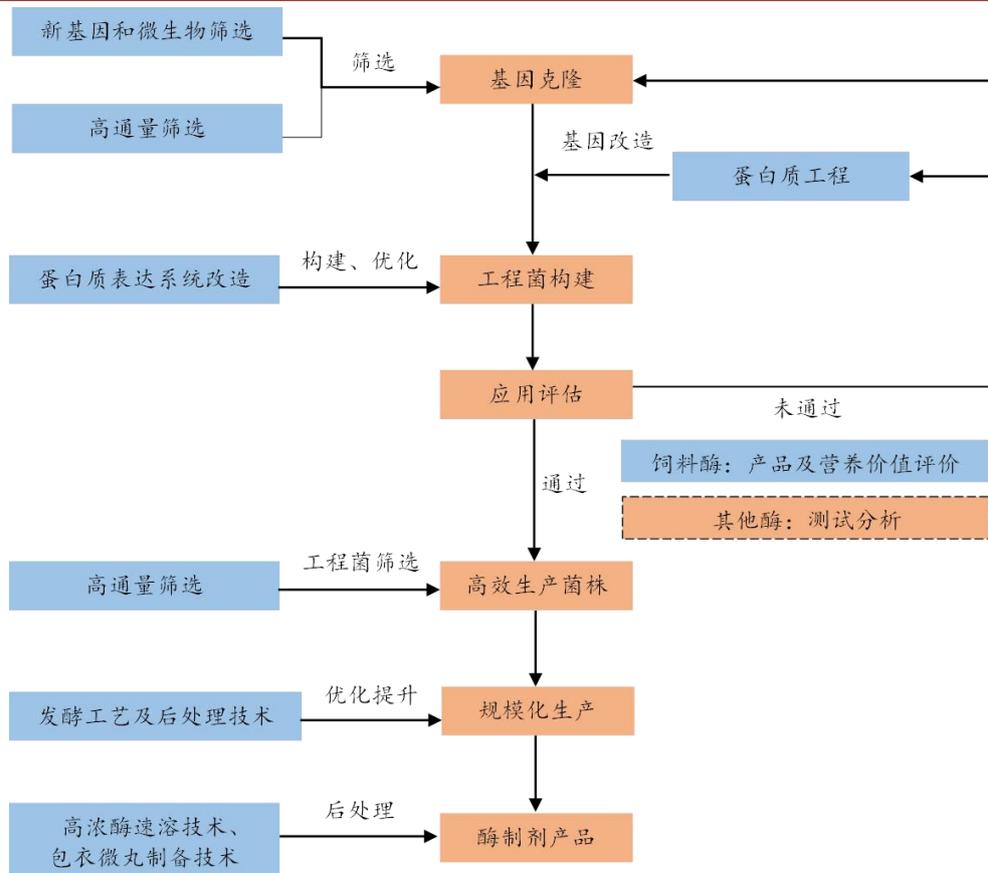
公司陆续取得核心技术的突破，已经构建起酶制剂产业的核心体系。酶制剂属于知识、技术密集型产业，公司建有酶制剂技术中心，现已拥有新基因和微生物资源筛选技术、蛋白质表达系统改造技术、蛋白质工程技术、高通量筛选技术、发酵工艺及后处理技术、饲料营养价值体外评价技术、包衣微丸制备技术等多项酶制剂领域的核心技术，从而保证了公司在酶制剂领域的竞争优势。公司所掌握的核心技术贯穿酶制剂产品从筛选、构建、优化一直到形成最终产品的各个阶段，在部分领域打破了国际垄断。

表7.公司掌握多项酶制剂产品的核心技术

技术类型	名称	所处阶段	技术来源
通用生产技术	新基因和微生物资源筛选技术	大批量生产	自主研发
	蛋白质表达系统改造技术	大批量生产	自主研发
	蛋白质工程技术	大批量生产	自主研发
	高通量筛选技术	大批量生产	自主研发
	发酵工艺及后处理技术	大批量生产	自主研发
	高浓酶速溶技术	大批量生产	自主研发
	包衣微丸制备技术	大批量生产	自主研发
产品生产技术	食品酶产品生产技术	大批量生产	自主研发
	纺织酶产品生产技术	大批量生产	自主研发
	饲料酶产品及饲料营养价值评价技术	大批量生产	自主研发

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

图14.核心技术在酶制剂研发和生产中的适用环节



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

参与多项酶制剂标准的制定，加强了公司的领先优势。公司及下属子公司先后获得被评为“国家认定企业技术中心”、“生物催化技术国际联合研究中心”、“全国酶制剂行业十强企业”等多个荣誉和奖项。基于公司的行业地位和领先的技术水平，公司主持、参与了酶制剂领域多项国家标准和行业标准的制定。

表8.公司参与酶制剂领域多项国家、行业标准的制定

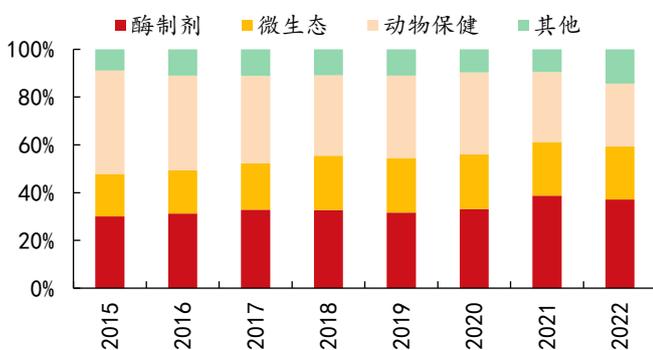
标准名称	标准类型	标准号
食品添加剂果胶酶制剂	国家标准	20070830-T-46
食品加工用酶制剂	国家标准	GB25594-2010
碱性果胶酶制剂	行业标准	QB/T-4482-2013
发酵豆粕	行业标准	NY/T2218-2012
β-葡聚糖酶制剂	行业标准	QB/T-4481-2013
木聚糖酶制剂	行业标准	QB/T-4483-2013
工业用过氧化氢酶制剂	行业标准	QB-T 4614-2013
工业用角质酶制剂	行业标准	QB-T 4915-2016
能源领域用纤维素酶制剂	行业标准	NB/T 13005-2016

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

4.1.2 酶制剂是公司三大业务之一，受益于政策利好和需求扩张

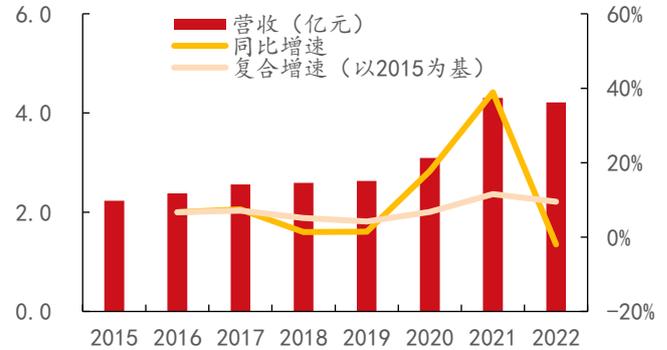
政策扶持和需求增长是酶制剂业务发展的强大驱动力。“禁抗”政策和“双碳”目标的不断推进，打开了酶制剂业务的发展空间，同时由于酶制剂在提高饲料转换效率、降低能耗和减少污染等方面发挥的作用，拉动了酶制剂产品需求的增长。根据公司招股说明书和年报披露的营收数据，2015年公司酶制剂营业收入为2.23亿元，占比30.07%，至2022年酶制剂业务营收增至4.22亿元左右，占比达37.16%，公司酶制剂业务营收占比较大，并且呈现出上升的趋势，2015-2022年复合增速达9.50%，处于快速发展阶段，未来仍有较大提升空间。

图15.主营业务营收占比变动情况



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图16.酶制剂业务营收增速较快



数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.2 拓展人用益生菌赛道，积极布局大健康板块

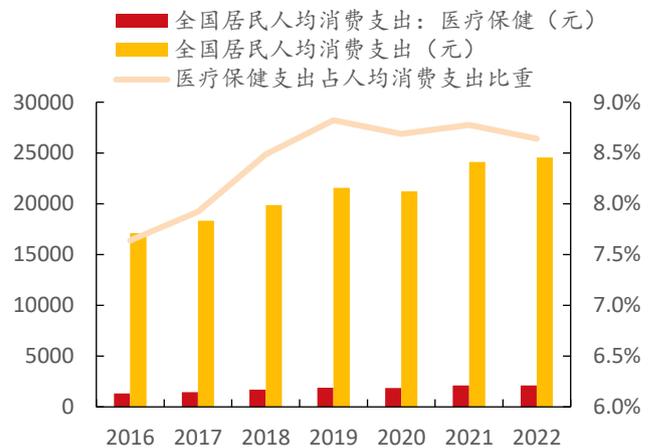
4.2.1 国民健康意识增强，食品益生菌或成为新的业绩增长点

经济水平和生活水平的提升，使得国民健康意识不断增强。随着人们对身体健康的更加重视，我国居民对于医疗保健的消费需求也在持续扩大，国家统计局公布的数据显示，全国居民人均可支配收入至 2022 年已达 36883 元，2016-2022 年复合增速达 7.56%，呈现出稳健增长的趋势；全国居民人均医疗保健消费支出由 2016 年的 1307 元增至 2022 年的 2120 元，2016-2022 年复合增速达 8.40%。我国居民人均医疗保健支出占人均消费支出的比重由 2016 年的 7.64% 增加至 2022 年的 8.64%，表明人们对自身的健康保健愈发重视。

图17.2016-2022年居民人均可支配收入及增速



图18.2016-2022年居民人均医疗保健支出及占比呈上升趋势



数据来源：国家统计局、财通证券研究所

数据来源：国家统计局、财通证券研究所

大健康产业红利的逐步释放，为公司发展益生菌业务带来了契机。我国的《“健康中国 2030”规划纲要》、《关于实施健康中国行动的意见》、《健康中国行动（2019-2030年）》等政策文件的发布实施，极大地激发了医疗保健等大健康产业的发展。国家政策的扶持和大健康理念的兴起，使得国人的健康观念日益深化，催生出了大健康产业潜力巨大的市场需求。在此大背景下，公司积极布局益生菌业务，子公司潍坊蔚之蓝生物科技有限公司以增资的方式引进国际投资者 ADM Singapore，蔚蓝生物集团将同步增资，双方持股比例各为 50%，合资公司运营后主要进行人用益生菌产品的生产和销售，产品将面向全球市场营销，有望打造新的业务增长极。

基于酶制剂的平台优势，蔚蓝生物与世界 500 强 ADM 公司合作由点到面，不断深化。双方联合实验室研发项目取得实质性进展，实验室工作重点由联合研究进入产品开发阶段。2022 年完成了新的阶段性目标，ADM 已按协议规定就已完成的里程碑目标对合作研发项目进行了新的有效投入。公司通过专利许可及菌种转

让，实现了由技术输入到国内外多家公司技术输出的转变。艾地盟蔚蓝生物国际标准的益生菌工厂正在筹建中，总投资约 4 亿元人民币，总计不超过 6770 万美元。新建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，预计将于 2025 年初正式投入生产运营。公司在益生菌品牌、产能、市场占有率、渠道等方面实力也将在新建产能投产运营后得到进一步提升。本次投资项目旨在新建食品益生菌的生产工厂，进行食品益生菌产品的生产和销售，销售模式为 B2B(包括 B2B2C)，产品面向全球市场推广。公司与 ADM 开展多领域合作，能够利用 ADM 的技术优势和国际客户资源，有望在合作领域实现较快速的发展，实现资源优势互补，加快技术成果转化。

4.2.2 公司依托微生态领域基础，积极布局食品益生菌相关产品

通过多年的发展和探索，公司在微生态领域具备一定的先发优势。食品益生菌是一类能够产生健康功效并发挥有益作用的活性微生态制剂，随着可用于食品益生菌菌种名录的不断扩充，益生菌产品的功效也在向多个方面延伸。公司作为国内较早进入微生态领域的企业，在菌种资源库、基础研究、工艺研究和应用研发等方面已经形成比较完善的体系和领先优势，这为公司布局食品益生菌赛道奠定了坚实的基础。

表9.卫计委规定可用于食品的菌种名单

属名	名称	属名	名称
双歧杆菌属	青春双歧杆菌	乳杆菌属	嗜酸乳杆菌
	动物双歧杆菌		干酪乳杆菌
	两歧双歧杆菌		卷曲乳杆菌
	短双歧杆菌		德氏乳杆菌保加利亚亚种
	婴儿双歧杆菌		德氏乳杆菌乳亚种
	长双歧杆菌		发酵乳杆菌
链球菌属	嗜热链球菌		格氏乳杆菌
丙酸杆菌属	费氏丙酸杆菌谢氏亚种		瑞士乳杆菌
	产丙酸丙酸杆菌		约氏乳杆菌
乳球菌属	乳酸乳球菌乳酸亚种		副干酪乳杆菌
	乳酸乳球菌乳脂亚种		植物乳杆菌
	乳酸乳球菌双乙酰亚种		罗伊氏乳杆菌
葡萄球菌属	小牛葡萄球菌		鼠李糖乳杆菌
	木糖葡萄球菌		唾液乳杆菌
	肉葡萄球菌		清酒乳杆菌
片球菌属	乳酸片球菌	芽孢杆菌属	凝结芽孢杆菌
	戊糖片球菌	明串球菌属	肠膜明串球菌肠膜亚种

数据来源：卫计委、财通证券研究所

公司不断加强益生菌研究和功能性开发，积极推出人用益生菌产品。在食品益生菌方向，公司不仅组建了营养与健康技术中心，而且已经形成了菌种鉴定、功能验证、分析筛选、菌种改良四大研发平台。根据公司年报数据，截至2021年末，公司已开发出自主知识产权益生菌株16株，涉及功能包括缓解胃肠不适、改善皮肤状态、延缓衰老、增强骨骼健康、增强免疫功能以及抗菌消炎等。公司现已推出“益家美”系列益生菌终端产品，并且针对不同的人群推出了不同的款式，包括成人款、女性款和儿童款等，未来将进一步升级和扩充益生菌相关产品。

图19. “益家美”系列益生菌产品



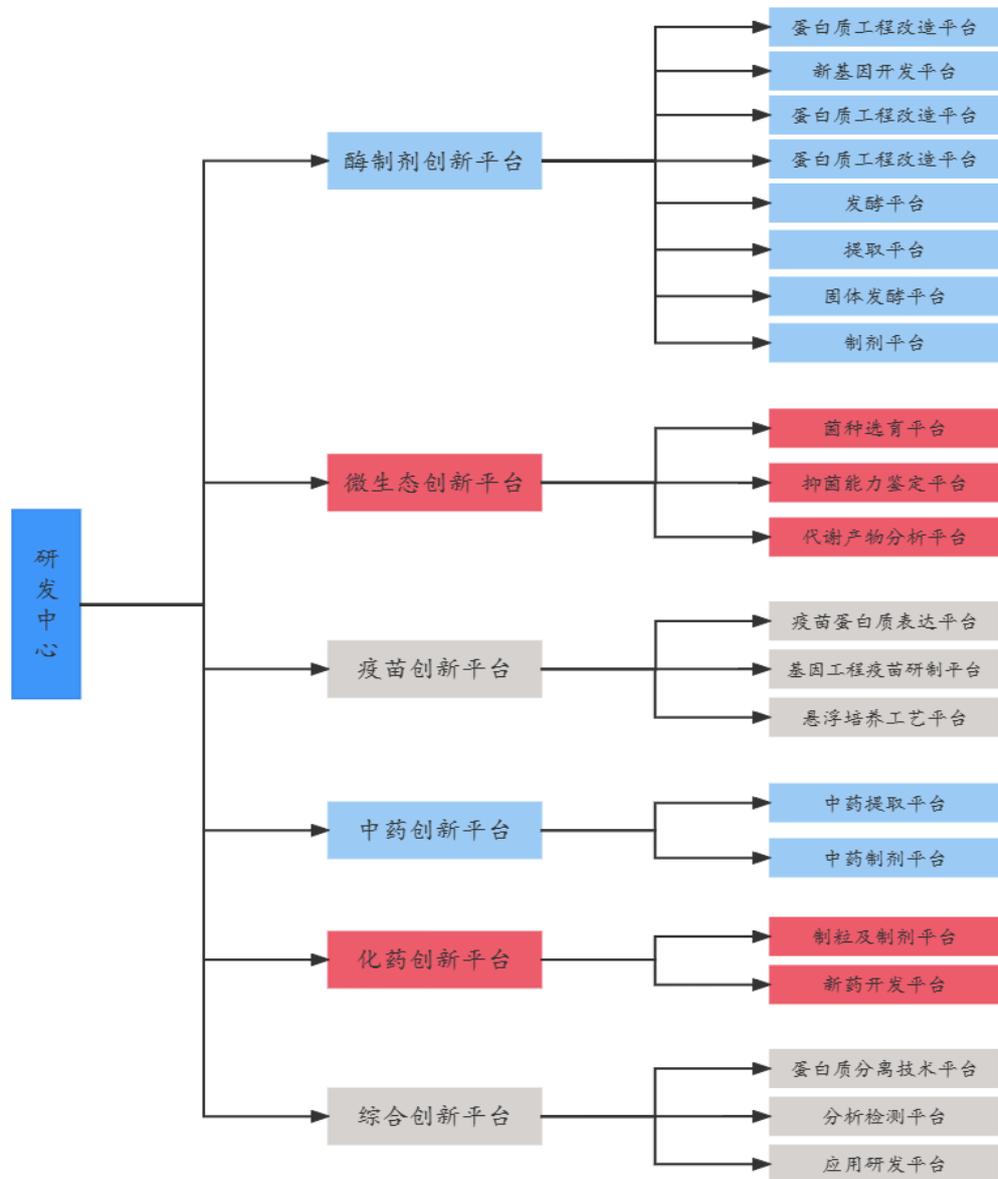
数据来源：公司官网、财通证券研究所

4.3 研发实力强劲，营销渠道稳定

4.3.1 公司研发体系完善，研发投入处于行业较高水平

科学完备的研发体系，为企业长期发展奠定了坚实的基础。公司自成立以来十分重视产品创新和技术研发，已经建立了较为完整的研发机构和科学的研发体系，包括酶制剂创新平台、微生态创新平台、疫苗创新平台、中药创新平台和综合创新平台等。公司拥有 8 大技术中心和 2 个实验室，采用自主研发为主、合作研发为辅的研发模式，开展了多个领域的应用研发和产品推广，获得了国内外多项专利。公司年报数据显示，截至 2022 年末，公司及其子公司拥有国内授权发明专利 335 件、美国授权专利 8 件、欧洲授权专利 2 件、PCT 国际申请 24 项，新兽药注册证书 37 个；其中 2022 年新增国内授权发明专利 51 件，美国专利 1 件，PCT 国际申请 5 项，强大的自主研发能力为公司的长足发展奠定了基础。

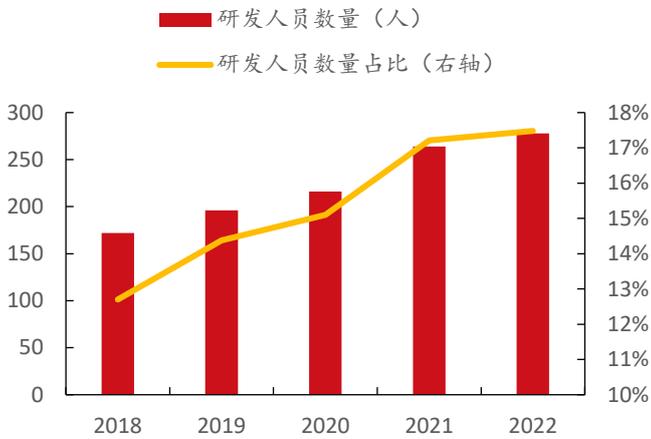
图20.蔚蓝生物研发体系完善



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

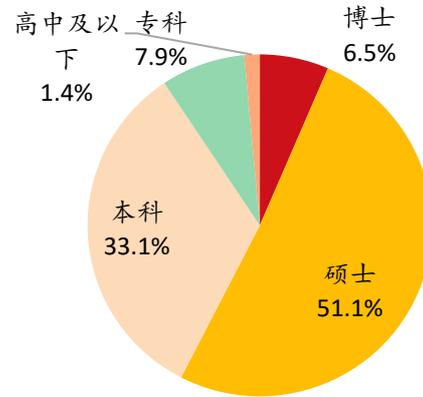
公司研发团队阵容强大。根据公司年报数据，截至2022年，研发团队拥有国家万人计划1名，山东省泰山产业领军人才4名，山东省双百人才1名，青岛市创新创业人才3名，青岛市拔尖人才2名，青岛市产业领军人才3名，潍坊市鸢都产业领军人才1名。公司十分重视研发团队建设，研发人员占公司总人数的比例持续保持增长趋势，由2018年的12.70%增长至2022年的17.48%，2022年专职研发人员达到278人，其中硕士学历占比最高，达51.1%，博士占比为6.5%，专业化的人才队伍为公司持续快速发展的主要驱动力。

图21.研发人员及占公司总人数的比例持续提高



数据来源：公司年报、财通证券研究所

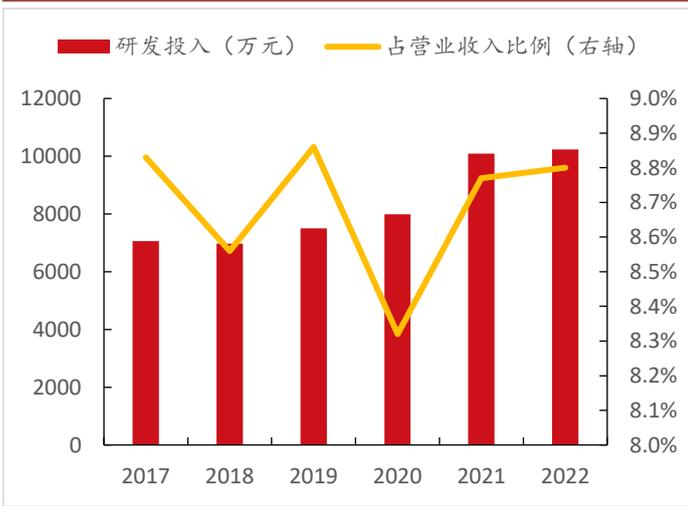
图22.高学历研发人员占比较高（2021年末）



数据来源：公司年报、财通证券研究所

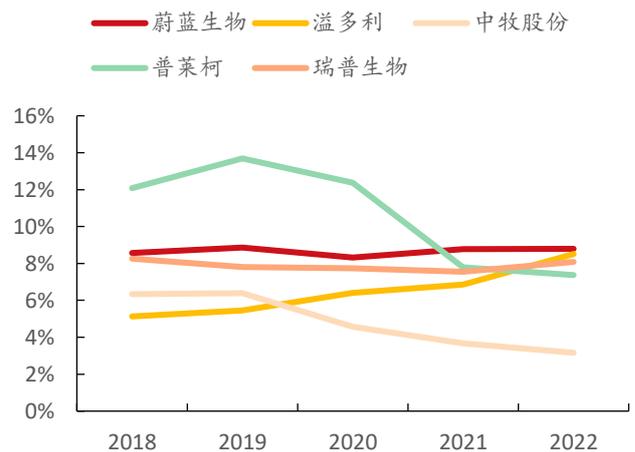
公司研发投入占比较高，技术水平和科研能力领先行业。公司所处的酶制剂、益生菌等生物制造产业属于知识密集型高技术产业，技术水平和研发能力决定着公司的核心竞争力。公司历来十分重视技术研发和产品创新，年报数据显示，研发投入占营业收入的比例近五年维持在8%以上，2022年研发投入额达到1.02亿元，占营业收入的8.80%；此外，Wind数据显示，公司研发投入占营业收入的比例在行业中处于较高水平，领先于同行业可比公司。

图23.研发投入规模及占营业收入比例较大



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图24.公司研发投入占营收比例处行业较高水平



数据来源：公司公告、财通证券研究所

4.3.2 拥有完善的销售体系和营销网络，客户粘性较强

通过多年的积累和在销售渠道上的建设，公司已经构建起较为完善的销售体系、广泛的营销网络和较强的渠道掌控能力。公司不断加强销售团队建设，强化市场开发和技术服务的能力，尤其是面向集团大客户的系统开发和服务能力，形成了定制化、差异化、跨界的解决方案。2022 年年报数据显示，公司当年境内营业收入为 10.47 亿元，境外营业收入为 0.87 亿元，前五名客户销售额 1.73 亿元，占年度销售总额的 15.22%，不存在严重依赖于少数客户的情况。公司采用直销为主、经销为辅的销售模式，根据 2022 年年报数据，公司直销渠道的销售收入在本年度营业收入中的占比为 64.30%。公司依托领先的技术水平，为客户提供优质的产品和服务和技术解决方案，在客户中的认可度持续提升，与客户之间形成了较强的粘性。公司的客户结构中大中型客户占比较高，公司已经陆续与核心客户建立了战略合作，并产生了良好的效果。

表10.公司销售体系完善、渠道掌控力较强（2022 年末）

分项目	销售收入（亿元）	占营业收入的比重（%）
分境内外		
境内	10.47	92.30%
境外	0.87	7.70%
分渠道		
直销渠道	7.30	64.30%
经销渠道	4.05	35.70%
前五大客户	1.73	15.22%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

5 盈利预测与投资建议

基于公司及行业背景，我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下核心假设：公司是国内生物制造领域领先企业，覆盖酶制剂、微生态、动物保健三大业务板块。考虑到公司核心产品饲用酶制剂、动物用微生态制剂和动保产品处于养殖业上游，伴随 2023-2025 年养殖行业维持景气状态，公司各产品需求将得到充分释放。

酶制剂板块：伴随饲料原材料成本上涨带来的饲料原料替换叠加政策助力以及养殖行业景气现状，酶制剂行业前景向好。同时公司已构建起酶制剂产业的核心体系，预计酶制剂业务 2023-2025 年实现营收 506.02/607.22/698.30 百万元，增速为 20%/20%/15%。

微生态板块：受益于养殖周期以及饲料禁抗政策，公司动物用微生态制剂将迎来更广阔的市场需求。同时，公司依托微生态领域的基础，积极布局食品益生菌、环境微生物、植物微生态等相关产品，在国内益生菌行业高速发展的背景下，公司益生菌产品规模将逐步扩大，毛利率有望逐渐提升，预计微生态业务 2023-2025 年实现营收 296.29/340.74/374.81 百万元，增速为 18%/15%/10%。

动物保健品板块：在公司研发能力突出的背景下，动物保健业务将受益于养殖后周期与规模化养殖趋势，未来公司在工艺、产品、渠道等方面的优势将逐步显现，毛利率预计保持稳定，2023-2025 年实现营收 304.35/328.69/341.84 百万元，增速为 2%/8%/4%。

表11.公司 2023-2025 年盈利预测

(百万元)	2023E	2024E	2025E
酶制剂			
营业收入	506.02	607.22	698.30
YOY	20%	20%	15%
毛利率	55%	55%	55%
微生态			
营业收入	296.29	340.74	374.81
YOY	18%	15%	10%
毛利率	44%	45%	45%
动物保健			
营业收入	304.35	328.69	341.84
YOY	2%	8%	4%
毛利率	42%	42%	42%
其他			
营业收入	171.02	179.57	188.54
YOY	5%	5%	5%
毛利率	28%	28%	28%
合计收入	1277.67	1456.22	1603.50
YOY	13%	14%	10%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.06/1.41/1.62 亿元，对应 2023 年 5 月 25 日 PE 分别为 31.6/23.8/20.8 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。我们选取另外四家聚焦酶制剂及发酵营养素的企业安迪苏、安琪酵母、科拓生物、晨光生物作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 21X, 16X, 14X。考虑到蔚蓝生物处于国内酶制剂行业龙头，相关研究发展有望持续突破，同时公司积极开展益生菌相关业务，公司新业务放量有望带动公司业绩增速回升。

表12.可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600299.SH	安迪苏	218	1470.96	1711.56	1913.82	14.80	12.72	11.38
600298.SH	安琪酵母	332	1524.71	1856.01	2210.29	21.76	17.87	19.09
300858.SZ	科拓生物	46	159.21	227.22	291.07	28.92	20.26	15.82
300138.SZ	晨光生物	94	535.34	673.15	843.15	17.59	13.99	11.17
	平均					20.77	16.21	14.37

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：未覆盖公司预测为 Wind 一致预期

6 风险提示

- 1) **消费修复不及预期风险：**消费修复不及预期将影响益生菌产品、酶制剂产品等需求，对公司业绩有负面影响。
- 2) **畜禽疫病风险：** 畜禽养殖业疫病影响养殖业发展，饲料需求将出现下降，对公司酶制剂、动物微生态等产品的业绩有负面影响。
- 3) **科研发明不及预期：**公司主营业务所处行业都处于快速发展期，若公司新品研发不能满足市场需求或研发投入的回报不及预期，将对公司业绩有负面影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1150.82	1163.16	1277.67	1456.22	1603.50	成长性					
减:营业成本	618.51	660.31	695.81	780.58	854.40	营业收入增长率	19.8%	1.1%	9.8%	14.0%	10.1%
营业税费	8.96	9.30	10.57	11.68	12.98	营业利润增长率	20.3%	-39.8%	38.9%	34.7%	16.8%
销售费用	179.58	176.82	203.61	226.89	249.71	净利润增长率	21.7%	-47.3%	52.0%	32.9%	14.6%
管理费用	105.42	120.77	125.21	142.43	160.15	EBITDA 增长率	18.9%	-21.6%	60.1%	18.5%	9.3%
研发费用	100.94	102.40	110.29	127.21	139.88	EBIT 增长率	18.5%	-37.3%	81.2%	21.7%	9.4%
财务费用	3.14	5.28	13.07	11.23	11.45	NOPLAT 增长率	18.9%	-40.1%	86.7%	21.1%	8.7%
资产减值损失	-1.89	-2.55	-2.55	-2.55	-2.55	投资资本增长率	62.4%	17.5%	5.4%	6.9%	7.5%
加:公允价值变动收益	0.43	0.21	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	51.1%	2.9%	7.1%	8.9%	9.5%
投资和汇兑收益	7.19	3.27	6.35	13.11	24.05	利润率					
营业利润	170.87	102.90	142.93	192.47	224.87	毛利率	46.3%	43.2%	45.5%	46.4%	46.7%
加:营业外净收支	0.53	-0.72	-0.28	-0.10	-0.36	营业利润率	14.8%	8.8%	11.2%	13.2%	14.0%
利润总额	171.40	102.19	142.65	192.38	224.51	净利率	13.0%	7.3%	9.6%	11.3%	11.9%
减:所得税	21.31	16.78	19.77	27.39	33.31	EBITDA/营业收入	19.0%	14.7%	21.4%	22.3%	22.1%
净利润	132.57	69.84	106.17	141.06	161.67	EBIT/营业收入	14.5%	9.0%	14.8%	15.8%	15.7%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
货币资金	311.83	213.87	336.35	321.58	528.44	固定资产周转天数	167	174	194	192	187
交易性金融资产	170.43	212.02	212.02	212.02	212.02	流动营业资本周转天数	134	152	122	140	115
应收帐款	248.15	298.59	201.95	370.49	284.62	流动资产周转天数	308	304	287	304	303
应收票据	4.24	5.90	1.72	8.40	3.16	应收帐款周转天数	68	85	73	75	78
预付帐款	26.33	14.65	36.01	30.32	32.12	存货周转天数	82	90	86	86	87
存货	157.02	173.63	154.42	212.93	195.79	总资产周转天数	575	743	739	692	675
其他流动资产	15.58	14.99	14.99	14.99	14.99	投资资本周转天数	609	708	680	638	623
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	8.3%	4.2%	6.1%	7.5%	7.9%
长期股权投资	4.21	73.84	143.47	213.11	282.74	ROA	6.0%	2.7%	4.0%	4.8%	5.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.6%	3.9%	6.8%	7.8%	7.8%
固定资产	527.79	555.45	679.69	766.02	821.28	费用率					
在建工程	315.72	704.43	563.54	450.84	360.67	销售费用率	15.6%	15.2%	15.9%	15.6%	15.6%
无形资产	131.46	135.63	139.80	143.97	148.14	管理费用率	9.2%	10.4%	9.8%	9.8%	10.0%
其他非流动资产	233.72	101.57	101.57	101.57	101.57	财务费用率	0.3%	0.5%	1.0%	0.8%	0.7%
资产总额	2221.76	2578.85	2670.20	2926.95	3082.50	三费/营业收入	25.0%	26.0%	26.8%	26.1%	26.3%
短期债务	135.93	374.22	374.22	374.22	374.22	偿债能力					
应付帐款	112.11	140.74	94.20	176.94	127.21	资产负债率	24.1%	32.8%	30.5%	30.9%	28.2%
应付票据	0.00	6.61	0.00	0.00	0.00	负债权益比	31.8%	48.7%	43.8%	44.8%	39.3%
其他流动负债	7.75	8.02	8.02	8.02	8.02	流动比率	2.61	1.50	1.64	1.72	1.99
长期借款	99.00	149.00	149.00	149.00	149.00	速动比率	2.08	1.19	1.30	1.35	1.62
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	78.36	14.55	11.62	14.13	15.46
负债总额	536.18	844.93	813.41	905.17	869.52	分红指标					
少数股东权益	81.07	89.22	105.93	129.86	159.39	DPS(元)	0.16	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	252.08	252.44	252.44	252.44	252.44	分红比率					
留存收益	674.61	704.12	810.29	951.35	1113.02	股息收益率	0.9%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1685.58	1733.91	1856.79	2021.78	2212.98	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)											
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.54	0.28	0.42	0.56	0.64
净利润	132.57	69.84	106.17	141.06	161.67	BVPS(元)	6.36	6.52	6.93	7.49	8.13
加:折旧和摊销	51.90	66.66	84.66	94.40	102.93	PE(X)	34.4	47.9	31.6	23.8	20.8
资产减值准备	9.71	20.99	20.99	20.99	20.99	PB(X)	2.9	2.1	1.9	1.8	1.6
公允价值变动损失	-0.43	-0.21	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	2.12	5.28	16.28	16.28	16.28	P/S	4.1	2.9	2.6	2.3	2.1
投资收益	-7.19	-3.27	-6.35	-13.11	-24.05	EV/EBITDA	21.1	21.6	12.9	11.0	9.4
少数股东损益	17.52	15.57	16.71	23.93	29.53	CAGR(%)					
营运资金的变动	-113.98	-78.14	35.76	-153.34	33.56	PEG	1.6	—	0.6	0.7	1.4
经营活动产生现金流量	89.51	95.31	274.50	130.32	341.27	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-606.73	-428.17	-135.74	-128.81	-118.13	REP					
融资活动产生现金流量	580.56	227.72	-16.28	-16.28	-16.28						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。