

增持

# 蔚蓝生物（603739.SH）

## 联手 ADM 新建食用益生菌产能

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 农林牧渔 · 动物保健 II

## ◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师： 鲁家瑞 021-61761016 lujiarui@guosen.com.cn  
联系人： 李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn  
联系人： 江海航 010-88005306 jianghaihang@guosen.com.cn

执证编码：S0980520110002

### 事项：

公司公告：蔚蓝生物全资子公司青岛蔚蓝生物集团有限公司与 Archer Daniels Midland Singapore, Pte. Ltd. 合资成立的艾地盟蔚蓝生物科技（山东）有限公司（以下简称“艾地盟蔚蓝生物”）拟投资约 4 亿元人民币，但总计不超过 6770 万美元（基于国家外汇管理局 2023 年 3 月 23 日公布的美元对人民币汇率中间价 6.87，折合约人民币 4.65 亿元）实施“微生态制剂研究及产业化项目”，项目资金来源包括双方承诺的对艾地盟蔚蓝生物的出资额人民币 1.60 亿元，余下资金需求可以由投资双方根据项目进度分阶段按照各自对艾地盟蔚蓝生物持股比例以股东贷款或股东增资方式进行。“微生态制剂研究及产业化项目”旨在新建食品益生菌的生产工厂，建设地址位于艾地盟蔚蓝生物的生物厂区内，预计将于 2025 年初正式投入生产运营，届时艾地盟蔚蓝生物将新增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。

**国信农业观点：**1) 国内益生菌市场规模已接近千亿，未来随应用场景拓展、人均消费水平提升以及自有品牌份额提升，市场有望迎来“扩容+替代”的双重机遇，国内研发实力强、业务体系全的头部益生菌研发销售企业成长空间较大。2) 蔚蓝生物作为国内较早进入微生态产品领域的企业，目前已建立了自研发至销售的完整业务体系，可通过自研平台为客户提供个性化、差异化、跨界的益生菌产品及解决方案。2022 年 5 月与 ADM 成立合资公司艾地盟蔚蓝生物后，蔚蓝生物由内及外实现了前沿研发资源和全球分销网络的整合扩充。未来依靠 B2B 为主的销售模式，艾地盟蔚蓝生物将链接蔚蓝生物和 ADM 的研发资源和储备菌株，持续为全球客户提供包含前期研发在内的定制化全程服务，品牌、产能、市场占有率、渠道等多方面实力也将在新建项目投产运营后得到进一步提升。4) 风险提示：爆发大规模不可控畜禽疫病的风险，原材料价格波动风险，新品推广不及预期风险。5) 投资建议：公司是国内微生物龙头，酶制剂业务受益饲料禁抗政策稳健发展，微生态业务布局不断加速，食用益生菌产能落地后有望打开成长边际。考虑到低猪价对需求的压制以及新品推广成本增加，我们下调公司 22-24 年归母净利润预测至 0.96/1.20/1.33 亿元（原为 0.93/1.35/1.46 亿元），对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.53 元，PE 分别为 36.7/29.4/26.4 倍，维持“增持”评级。

### 评论：

## ◆ 益生菌应用场景持续拓展，国内市场规模预计接近千亿

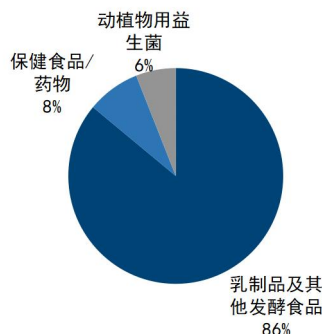
以乳酸菌为表的传统益生菌主要应用于食品、饮料、零食等领域，是目前国内外益生菌的核心应用场景，近年随功能性食品发展、后生元等新品类应用，益生菌新功效被不断发现，应用场景持续拓展，进而驱动益生菌市场规模不断扩张。据 ZION 和 Euromonitor 等机构统计预测，2026 年全球益生菌市场规模预计将达 759 亿美元，其中亚太地区将贡献核心增量，中国益生菌市场规模到 2022 年预计将接近千亿元，年平均增速约 14%。然而国内益生菌市场规模虽大，但人均消费水平仍明显低于国外且上游原料市场被以杜邦为代表的海外企业垄断，因此我们认为国内益生菌市场未来存在“市场扩容+国产替代”的双重机遇，研发实力强、业务体系全的头部益生菌研发销售企业成长空间较大。

图1：2026 年全球益生菌市场规模预计将达 759 亿美元



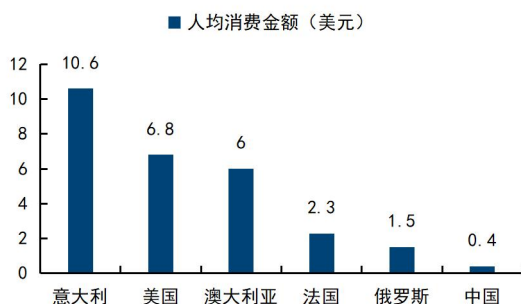
资料来源：ZION，国信证券经济研究所整理

图2：乳制品等发酵食品是国内益生菌当前核心应用场景



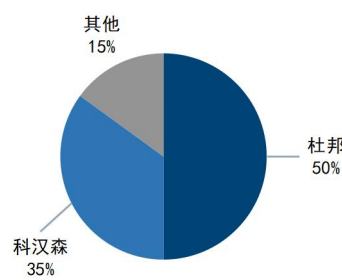
资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图3：我国益生菌人均消费水平存在较大提升空间



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图4：国外企业目前占据国内益生菌原料市场绝大部分份额



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 蔚蓝生物较早进军微生态领域，已建立自研发至销售的完整业务体系

蔚蓝生物主要从事酶制剂、微生态制剂以及动物保健品的研发、生产和销售，是国内较早进入微生态产品领域的企业，旗下营养与健康技术中心致力于研究和开发对人体健康有益的功能性益生菌以及相关衍生品。依靠多年发展和积累，公司在微生物种质资源开发、菌种库构建、功能性菌种开发、产品创新方面形成了技术优势，在工艺研究和自动化、规模化发酵生产方面建立了工艺优势，创立了Vland人用益生菌研究实验平台，开发出多株有自主知识产权的益生菌菌株，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、调节免疫功能、预防上呼吸道感染以及抗菌消炎等。依靠自研发至销售的完整业务体系，公司已可以通过自研平台为客户提供个性化、差异化、跨界的益生菌产品及解决方案，解决消费者对营养与健康的需求，2021 年微生态业务实现收入 2.50 亿元，近 3 年 CAGR 达 11.65%，贡献毛利已达亿元。

#### ◆ 联手 ADM 成立合资公司，链接全球顶尖研发资源，有望持续输出优质产品

2022 年 5 月 5 日，蔚蓝生物全资子公司青岛蔚蓝生物集团有限公司与 Archer Daniels Midland Singapore, Pte. Ltd (简称“ADM”) 合计出资 1.6 亿元设立艾地盟蔚蓝生物科技(山东)有限公司(简称“艾地盟蔚蓝生物”)，双方持股比例各为 50%。2023 年 3 月 23 日，艾地盟蔚蓝生物拟投资约 4 亿元人民币，但总计不超过 6770 万美元实施“微生态制剂研究及产业化项目”，预计于 2025 年初在自有生物厂区内完成新增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。

ADM 是全球人类营养领域的领先企业，已经和国际知名的健康食品企业有深度业务合作，近年正加快布局益生菌领域，自 2017 年以来先后收购西班牙著名益生菌企业 Biopolis、英国 Protexin、美国 Deerland，

同时在江南大学未来食品科学中心内投入运营了 ADM 中国科学技术中心, 致力于新功能性菌种的开发, 发酵工艺的优化, 作用机理的研究。艾地盟蔚蓝生物设立后, 其实现了对蔚蓝生物和 ADM 上述所有研发资源、销售网络的整合链接, 进而形成了覆盖全球市场的益生菌研发销售网络。目前艾地盟蔚蓝生物已经可以提供动物双歧杆菌乳亚种 CECT8145 (BPL1™) 等数个明星菌株或组合, 相关菌株或组合都经人体临床或动物实验背书, 未来依靠 B2B 为主的销售模式, 艾地盟蔚蓝生物将持续为全球客户提供包含前期研发在内的定制化全程服务, 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。

表1: 艾地盟蔚蓝生物目前可提供数个明星菌株或组合

| 菌株或菌株组合                                       | 应用方向                        |
|-----------------------------------------------|-----------------------------|
| 动物双歧杆菌乳亚种 CECT8145 (BPL1™)                    | 体重控制、减脂                     |
| 干酪乳杆菌 CECT9104+长双歧杆菌 CECT7347+乳双歧杆菌 CECT8145  | 儿童皮肤健康                      |
| 鼠李糖乳杆菌 CECT8361+长双歧杆菌 CECT7347                | 男性健康                        |
| 干酪乳杆菌 CECT9104+鼠李糖乳杆菌 CECT8361+长双歧杆菌 CECT7347 | 运动表现                        |
| 凝结魏茨曼氏菌 VHProbi® C08                          | 肠道健康和代谢健康                   |
| VHProbi®多个后生元(乳酸菌发酵溶胞产物)组合                    | 皮肤健康, 比如缓解痤疮、修复皮肤屏障、缓解皮肤衰老等 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议: 继续重点推荐

公司是国内微生物龙头, 酶制剂业务受益饲料禁抗政策稳健发展, 微生态业务布局不断加速, 食用益生菌产能落地后有望打开成长边际。考虑到低猪价对短期需求压制以及新品推广导致费用增加, 我们下调公司 22-24 年归母净利预测至 0.96/1.20/1.33 亿元 (原为 0.93/1.35/1.46 亿元), 对应 EPS 分别为 0.38/0.48/0.53 元, PE 分别为 36.7/29.4/26.4 倍, 维持“增持”评级。

#### ◆ 风险提示

爆发大规模不可控畜禽疫病的风险, 原材料价格波动风险, 新品推广不及预期风险。

#### 相关研究报告:

《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  
 《蔚蓝生物 (603739.SH) -2021 年报及 2022 年一季报点评: 饲料酶及微生态主业稳健发展, 益生菌新业务持续布局》——2022-04-22  
 《蔚蓝生物-603739-2021 年三季报点评: 营收及净利平稳增长, 加码益生菌布局大健康》——2021-10-31  
 《蔚蓝生物-603739-2021 年半年报点评: 营收净利符合预期, 微生物龙头厚积薄发》——2021-08-17  
 《蔚蓝生物-603739-重大事件快评: 首次股权激励落地, 彰显公司成长信心》——2021-06-25

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表（百万元）          | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 250         | 312         | 300          | 350          | 220          | 营业收入              | 960          | 1151         | 1336         | 1516         | 1760         |
| 应收款项             | 213         | 289         | 310          | 356          | 421          | 营业成本              | 492          | 619          | 723          | 818          | 939          |
| 存货净额             | 125         | 157         | 174          | 193          | 220          | 营业税金及附加           | 9            | 9            | 10           | 12           | 13           |
| 其他流动资产           | 155         | 214         | 279          | 281          | 341          | 销售费用              | 163          | 180          | 223          | 253          | 293          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>742</b>  | <b>972</b>  | <b>1063</b>  | <b>1180</b>  | <b>1202</b>  | 管理费用              | 95           | 105          | 130          | 133          | 159          |
| 固定资产             | 501         | 844         | 1316         | 1407         | 1580         | 研发费用              | 80           | 101          | 118          | 128          | 155          |
| 无形资产及其他          | 122         | 131         | 127          | 123          | 119          | 财务费用              | 5            | 3            | 15           | 28           | 34           |
| 投资性房地产           | 83          | 271         | 271          | 271          | 271          | 投资收益              | 6            | 7            | 6            | 8            | 6            |
| 长期股权投资           | 3           | 4           | 6            | 7            | 9            | 资产减值及公允价值变动       | 4            | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1451</b> | <b>2222</b> | <b>2782</b>  | <b>2987</b>  | <b>3181</b>  | 其他收入              | (64)         | (74)         | (118)        | (128)        | (155)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 68          | 137         | 633          | 751          | 843          | 营业利润              | 142          | 171          | 125          | 154          | 175          |
| 应付款项             | 87          | 112         | 117          | 134          | 153          | 营业外净收支            | (2)          | 1            | (0)          | 1            | (2)          |
| 其他流动负债           | 118         | 123         | 144          | 166          | 185          | <b>利润总额</b>       | <b>140</b>   | <b>171</b>   | <b>125</b>   | <b>155</b>   | <b>173</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>273</b>  | <b>372</b>  | <b>894</b>   | <b>1050</b>  | <b>1181</b>  | 所得税费用             | 18           | 21           | 16           | 19           | 22           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 99          | 99           | 99           | 99           | 少数股东损益            | 13           | 18           | 13           | 16           | 18           |
| 其他长期负债           | 63          | 65          | 66           | 68           | 70           | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>109</b>   | <b>133</b>   | <b>96</b>    | <b>120</b>   | <b>133</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>63</b>   | <b>164</b>  | <b>165</b>   | <b>167</b>   | <b>169</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>336</b>  | <b>536</b>  | <b>1059</b>  | <b>1217</b>  | <b>1350</b>  | 净利润               | 109          | 133          | 96           | 120          | 133          |
| 少数股东权益           | 81          | 81          | 86           | 92           | 99           | 资产减值准备            | 1            | (1)          | 2            | 0            | 1            |
| 股东权益             | 1034        | 1605        | 1636         | 1678         | 1731         | 折旧摊销              | 43           | 52           | 83           | 116          | 133          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1451</b> | <b>2222</b> | <b>2782</b>  | <b>2987</b>  | <b>3181</b>  | 公允价值变动损失          | (4)          | (2)          | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 财务费用              | 5            | 3            | 15           | 28           | 34           |
| 每股收益             | 0.70        | 0.53        | 0.38         | 0.48         | 0.53         | 营运资本变动            | 122          | (325)        | (73)         | (27)         | (111)        |
| 每股红利             | 0.26        | 0.18        | 0.26         | 0.31         | 0.32         | 其它                | 8            | 13           | 3            | 6            | 6            |
| 每股净资产            | 6.69        | 6.36        | 6.49         | 6.66         | 6.87         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>279</b>   | <b>(131)</b> | <b>109</b>   | <b>213</b>   | <b>161</b>   |
| ROIC             | 9.49%       | 8.00%       | 5%           | 5%           | 6%           | 资本开支              | 0            | (388)        | (551)        | (201)        | (301)        |
| ROE              | 10.54%      | 8.26%       | 5.88%        | 7.15%        | 7.70%        | 其它投资现金流           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 49%         | 46%         | 46%          | 46%          | 47%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(2)</b>   | <b>(389)</b> | <b>(552)</b> | <b>(203)</b> | <b>(303)</b> |
| EBIT Margin      | 13%         | 12%         | 10%          | 11%          | 11%          | 权益性融资             | (1)          | 503          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 17%         | 16%         | 16%          | 19%          | 19%          | 负债净变化             | 0            | 99           | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 13%         | 20%         | 16%          | 13%          | 16%          | 支付股利、利息           | (40)         | (46)         | (64)         | (78)         | (81)         |
| 净利润增长率           | 40%         | 22%         | -27%         | 25%          | 11%          | 其它融资现金流           | (118)        | (25)         | 496          | 117          | 93           |
| 资产负债率            | 29%         | 28%         | 41%          | 44%          | 46%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(200)</b> | <b>583</b>   | <b>432</b>   | <b>39</b>    | <b>12</b>    |
| 股息率              | 1.1%        | 1.3%        | 1.8%         | 2.2%         | 2.3%         | <b>现金净变动</b>      | <b>76</b>    | <b>62</b>    | <b>(12)</b>  | <b>50</b>    | <b>(130)</b> |
| P/E              | 19.9        | 26.6        | 36.7         | 29.4         | 26.4         | 货币资金的期初余额         | 174          | 250          | 312          | 300          | 350          |
| P/B              | 2.1         | 2.2         | 2.2          | 2.1          | 2.0          | 货币资金的期末余额         | 250          | 312          | 300          | 350          | 220          |
| EV/EBITDA        | 15.2        | 21.5        | 21.3         | 16.5         | 14.6         | 企业自由现金流           | 0            | (541)        | (426)        | 39           | (103)        |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | (467)        | 58           | 131          | (40)         |

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

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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