

## 业绩短期承压，研发点燃长期增长引擎

2025 年 04 月 29 日

► **事件。**2025 年 4 月 26 日，公司发布 2024 年年报。2024 年全年，公司实现营收 13.21 亿元，同比增长 10.16%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比下降 22.39%；实现扣非后归母净利润 0.25 亿元，同比下降 40.36%。其中 4Q2024，公司实现营收 3.75 亿元，同比增长 17.50%，环比增长 11.52%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比下降 14.16%，环比增长 89.56%；实现扣非后归母净利润 0.02 亿元，同比下降 74.02%，环比下降 76.28%。2025 年一季度，公司实现营收 3.10 亿元，同比增长 8.16%，环比下降 17.31%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比下降 24.73%，环比下降 56.05%；扣非后归母净利润 0.05 亿元，同比增长 45.44%，环比增长 180.08%。

► **分业务经营情况。**2024 年，酶制剂、微生态、动物保健品、其他产品分别实现收入 5.05 亿元、1.93 亿元、3.08 亿元、2.76 亿元；毛利率水平分别为 63.69%、37.29%、33.51%、26.46%。公司全年归母净利润同比下降 22.39%，主要原因系（1）下游行业集中度进一步提升，同行业竞争加剧；（2）公司动保产业园转固后，折旧费用增加。2025 年一季度，酶制剂、微生态、其他产品分别实现收入 1.20 亿元、0.50 亿元、0.54 亿元，综合毛利率、净利率分别实现 44.36%、5.35%。

► **聚焦创新核心战略，夯实研发投入增长根基。**2024 年，公司研发投入达到 1.18 亿元，营收占比为 8.95%，同比增加 6.81%。截至 2024 年年底，公司已申请益生菌相关发明专利 81 项和实用新型专利 17 项、PCT 专利 6 项，目前已授权专利 54 项，发表文章 32 篇，相关 SCI 文章 29 篇，累计影响因子 83.34，研究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领域，基于以上科研成果的积累，加之 AI 智能改造技术的赋能，公司营养与健康相关业务的竞争实力有望持续增强。

► **产能布局基本完成，强化多业务协同优势。**截至 2024 年年末，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 2024 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正在顺利推进，预计 2025 年 8 月投产。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。

► **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 2025-2027 年归母净利润分别为 0.74、0.81、0.90 亿元，EPS 分别为 0.29、0.32、0.35 元，现价（2025/4/29）对应 PE 分别为 43X、39X、35X。我们看好公司未来成长空间，维持“推荐”评级。

► **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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,321	1,431	1,558	1,705
增长率 (%)	10.2	8.4	8.9	9.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	63	74	81	90
增长率 (%)	-22.4	18.3	9.9	10.3
每股收益 (元)	0.25	0.29	0.32	0.35
PE	51	43	39	35
PB	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.57 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) 2024 年半年报点评：研发驱动毛利提升，多业务协同助力公司成长-2024/08/28
- 蔚蓝生物 (603739.SH) 2023 年年报及 2024 年一季度点评：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)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,321	1,431	1,558	1,705
营业成本	726	786	856	938
营业税金及附加	13	13	14	15
销售费用	197	213	232	254
管理费用	147	159	173	189
研发费用	118	129	140	153
EBIT	137	163	177	192
财务费用	21	21	21	20
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	-1	3	4	4
营业利润	124	146	160	177
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	123	146	160	177
所得税	31	37	41	45
净利润	92	109	120	132
归属于母公司净利润	63	74	81	90
EBITDA	249	279	297	315

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	249	393	476	552
应收账款及票据	370	399	434	475
预付款项	14	15	16	18
存货	189	221	240	263
其他流动资产	247	259	264	265
流动资产合计	1,069	1,286	1,431	1,573
长期股权投资	79	79	79	79
固定资产	1,356	1,404	1,430	1,440
无形资产	131	141	151	161
非流动资产合计	1,912	1,947	1,937	1,927
资产合计	2,981	3,234	3,368	3,500
短期借款	582	682	682	682
应付账款及票据	225	238	259	284
其他流动负债	225	282	305	313
流动负债合计	1,031	1,202	1,246	1,279
长期借款	14	14	14	14
其他长期负债	66	64	64	64
非流动负债合计	80	78	78	78
负债合计	1,111	1,280	1,325	1,357
股本	253	253	253	253
少数股东权益	132	167	206	248
股东权益合计	1,870	1,954	2,044	2,143
负债和股东权益合计	2,981	3,234	3,368	3,500

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	10.16	8.36	8.87	9.40
EBIT 增长率	10.47	19.01	8.61	8.55
净利润增长率	-22.39	18.27	9.86	10.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	45.05	45.08	45.05	44.96
净利润率	4.74	5.18	5.22	5.27
总资产收益率 ROA	2.10	2.29	2.42	2.57
净资产收益率 ROE	3.60	4.15	4.43	4.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.04	1.07	1.15	1.23
速动比率	0.82	0.86	0.93	0.99
现金比率	0.24	0.33	0.38	0.43
资产负债率 (%)	37.27	39.58	39.33	38.78
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	91.74	91.55	91.08	90.87
存货周转天数	97.80	93.78	96.89	96.62
总资产周转率	0.44	0.46	0.47	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.25	0.29	0.32	0.35
每股净资产	6.87	7.06	7.26	7.49
每股经营现金流	0.77	0.96	0.97	0.96
每股股利	0.10	0.12	0.13	0.14
<b>估值分析</b>				
PE	51	43	39	35
PB	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	14.67	13.13	12.32	11.60
股息收益率 (%)	0.80	0.94	1.03	1.14

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	92	109	120	132
折旧和摊销	112	115	120	123
营运资金变动	-33	-3	-17	-33
经营活动现金流	195	244	244	243
资本开支	-103	-104	-109	-113
投资	-42	0	0	0
投资活动现金流	-42	-147	-106	-108
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-73	100	0	0
筹资活动现金流	-141	48	-56	-59
现金净流量	12	144	83	76

## 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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048