

## 技术创新驱动增长，国际化布局持续推进

### 投资要点

- 事件:** 2024年，蔚蓝生物实现营业收入13.21亿元，同比增长10.16%。归属于上市公司股东的净利润为0.63亿元，同比下降22.39%。2025年Q1公司实现营业收入3.10亿元，同比增长8.16%；归母净利润957.68万元，同比下降24.73%。
- 点评: 营收稳健增长，利润承压。** 利润端下滑主要原因包括：1) 动保产业园转固后折旧费用增加，导致动物保健品业务毛利率下降；2) 管理费用同比增长17.49%，部分受动保产业园转固影响；3) 财务费用同比增长46.48%，主要系上期固定资产转固后相关借款利息支出从资本化转为费用化所致。
- 酶制剂业务: 增长稳健，毛利提升，技术驱动成效显著。** 2024年酶制剂业务实现收入5.05亿元，同比增长14.34%，是公司营收增长的主要驱动力。毛利率达到63.69%，同比提升2.89个百分点。这主要得益于公司持续的技术创新投入，通过蛋白质工程改造提升产品性能，优化表达系统提高表达量，改进发酵及后处理工艺降低生产成本。公司在饲料酶领域依托VLAND-PCP精准定制平台巩固优势，同时积极拓展工业酶(洗涤、纺织、造纸)、食品酶(功能糖、啤酒、淀粉糖)、生物催化与医药用酶(生物柴油、医药中间体)等领域。公司已成立AI技术开发及应用实验室，探索AI在酶蛋白优化、菌株改造及智能发酵中的应用，有望进一步提升研发效率和产品竞争力。酶制剂作为生物制造的“芯片”，在国家推动绿色发展和生物制造产业背景下，国产替代和新应用领域拓展空间广阔。
- 动物保健品业务: 收入微增，毛利承压。** 2024年动物保健品业务实现收入3.08亿元，同比增长3.56%。毛利率为33.51%，同比下降8.23个百分点。毛利率下滑主要受动保产业园转固后折旧大幅增加影响。公司动保业务研发实力较强，截至报告期末拥有45项新兽药证书。动保产业园已投产，短期内折旧对利润产生压力，但长期看有助于优化产品结构、提升产品质量和降低生产成本。公司未来将聚焦生物制品，重点布局猪用疫苗和进口仿制药，并持续拓展宠物药品领域。随着新产能利用率提升及新产品逐步放量，动保业务盈利能力有望修复。
- 研发持续投入，布局完成。** 公司坚持技术创新战略，2024年研发投入1.18亿元，同比增长6.81%，占营收比重达8.95%，研发人员266人，占总人数17.33%。公司已构建六大技术中心和两大重点实验室。产能方面，蔚蓝生物技术中心、植物用微生物制剂项目、动保产业园均已投产，潍坊康地恩精制酶项目预计2025年8月投产，各大业务板块产能布局基本完成，为未来增长奠定基础。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为0.44元、0.51元、0.60元，对应动态PE分别为29/24/21倍，维持“持有”评级。
- 风险提示:** 研发进度不及预期；产品销售情况不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,321	1,418	1,644	1,880
增长率	10.16%	7.36%	15.97%	14.31%
归属母公司净利润(百万元)	63	110	129	152
增长率	-22.39%	76.21%	17.23%	17.64%
每股收益EPS(元)	0.25	0.44	0.51	0.60
净资产收益率ROE	3.60%	6.12%	6.88%	7.72%
PE	47.96	28.68	24.46	20.79
PB	1.75	1.76	1.68	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn  
联系人: 赵磐  
电话: 010-57758503  
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.53
流通A股(亿股)	2.53
52周内股价区间(元)	10.12-20.4
总市值(亿元)	31.65
总资产(亿元)	30.25
每股净资产(元)	6.91

### 相关研究

- 蔚蓝生物(603739): 研发驱动提升毛利, 微生态产业稳步发展 (2024-05-07)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 2024 年养殖景气度回升，结合公司当前在建产能情况，预计 2025-2027 年公司平均酶制剂、微生态销量增速分别为 20%/20%/15%、5%/5%/5%，销售均价增速分别为 0%/0%/0%、5%/0%/0%，后续随产能爬坡效率提升，国际市场拓展，制剂技术突破降低生产成本等对应毛利率水平分别为 63%/63%/63%、43%/44%/46%。

2) 2024 年养殖景气度回升，预计 2025-2027 年公司动物保健板块销售均价增速为 5%/0%/0%，销量增速为 15%/15%/15%，后续随产能爬坡效率提升，国际市场拓展等对应毛利率水平分别为 40%/42%/44%。

3) 其他业务平稳发展。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务营收拆分表**

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入 (百万元)	1,320.76	1,417.94	1,644.42	1,879.75
	yoy	10.16%	18.27%	15.97%	14.31%
	成本 (百万元)	725.81	747.23	852.58	961.07
	毛利率	45.05%	47.30%	48.15%	48.87%
动物保健	收入 (百万元)	307.82	359.65	413.60	475.63
	yoy	3.56%	21.00%	15%	15%
	成本 (百万元)	204.68	216	240	266
	毛利率	33.51%	40.00%	42.00%	44.00%
酶制剂	收入 (百万元)	504.75	529.74	635.69	731.04
	yoy	14.34%	20.00%	20.00%	15.00%
	成本 (百万元)	183.26	196	235	270
	毛利率	63.69%	63.00%	63.00%	63.00%
微生态	收入 (百万元)	192.9	260.85	273.90	287.59
	yoy	-18.66%	10.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	120.97	148.69	153.38	155.30
	毛利率	37.29%	43.00%	44.00%	46.00%
其他主营业务	收入 (百万元)	276.32	241.92	290.30	348.36
	yoy	37.06%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	203.22	179.02	214.82	257.79
	毛利率	26.45%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	收入 (百万元)	38.97	25.78	30.93	37.12
	yoy	81.42%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	13.68	7.73	9.28	11.14
	毛利率	64.90%	70.00%	70.00%	70.00%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,321	1,418	1,644	1,880	净利润	92	145	174	209
营业成本	726	747	853	961	折旧与摊销	112	155	160	165
营业税金及附加	13	12	15	17	财务费用	22	18	18	18
销售费用	197	217	253	286	资产减值损失	9	0	0	0
管理费用	147	151	176	203	经营营运资本变动	-33	-42	-14	-55
财务费用	21	18	18	18	其他	-6	-2	-4	-3
资产减值损失	-3	0	0	0	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>195</b>	<b>274</b>	<b>335</b>	<b>334</b>
投资收益	-1	3	4	2	资本支出	-103	-50	-50	-49
公允价值变动损益	8	0	0	0	其他	60	-43	4	2
其他经营损益	27	31	33	39	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-42</b>	<b>-93</b>	<b>-46</b>	<b>-47</b>
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>180</b>	<b>219</b>	<b>267</b>	短期借款	13	0	0	0
其他非经营损益	-1	0	0	0	长期借款	-48	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>123</b>	<b>180</b>	<b>219</b>	<b>267</b>	股权融资	0	0	0	0
所得税	31	35	44	58	支付股利	-69	-63	-70	-79
净利润	92	145	174	209	其他	-37	-2	0	0
少数股东损益	30	35	45	57	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-141</b>	<b>-65</b>	<b>-70</b>	<b>-79</b>
归属母公司股东净利润	63	110	129	152	<b>现金流量净额</b>	<b>12</b>	<b>117</b>	<b>218</b>	<b>208</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	249	365	584	791	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	384	404	475	541	销售收入增长率	10.16%	7.36%	15.97%	14.31%
存货	189	210	244	265	营业利润增长率	0.91%	44.91%	21.67%	22.09%
其他流动资产	13	13	13	13	净利润增长率	-22.39%	76.21%	17.23%	17.64%
长期股权投资	79	79	79	79	EBITDA 增长率	25.65%	41.46%	12.39%	13.38%
投资性房地产	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,560	1,455	1,345	1,231	毛利率	45.05%	47.30%	48.15%	48.87%
无形资产和开发支出	131	131	131	131	三费率	27.62%	27.22%	27.17%	26.98%
其他非流动资产	19	66	66	66	净利率	6.98%	10.23%	10.61%	11.13%
<b>资产总计</b>	<b>2,981</b>	<b>3,082</b>	<b>3,300</b>	<b>3,487</b>	ROE	3.60%	6.12%	6.88%	7.72%
短期借款	582	582	582	582	ROA	3.06%	4.79%	5.47%	6.17%
应付和预收款项	225	222	275	298	ROIC	4.09%	6.13%	6.92%	7.77%
长期借款	14	14	14	14	EBITDA/销售收入	18.88%	24.88%	24.11%	23.91%
其他负债	291	294	337	354	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1,111</b>	<b>1,112</b>	<b>1,207</b>	<b>1,247</b>	总资产周转率	0.44	0.47	0.52	0.55
股本	253	253	253	253	固定资产周转率	0.95	1.09	1.37	1.73
资本公积	703	703	703	703	应收账款周转率	3.92	3.91	4.05	4.02
留存收益	797	863	940	1,031	存货周转率	3.68	3.75	3.76	3.77
归属母公司股东权益	1,738	1,803	1,881	1,971	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	132	167	212	269	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1,870</b>	<b>1,971</b>	<b>2,093</b>	<b>2,241</b>	资产负债率	37.27%	36.06%	36.58%	35.75%
负债和股东权益合计	2,981	3,082	3,300	3,487	带息债务/总负债	57.21%	57.18%	52.66%	50.98%
					流动比率	1.04	1.19	1.38	1.59
					速动比率	0.83	0.96	1.13	1.33
					股利支付率	40.40%	40.40%	40.40%	40.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	249	353	396	450	每股收益	0.25	0.44	0.51	0.60
PE	48	29	24	21	每股净资产	6.87	7.13	7.43	7.79
PB	2	2	2	2	每股经营现金	0.77	1.08	1.32	1.32
PS	2	2	2	2	每股股利	0.10	0.18	0.21	0.24
EV/EBITDA	14	10	8	7					
股息率	0.83%	1.41%	1.65%	1.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn