

营收稳健增长，国际化布局成效显著

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告。公司 2025 年实现营业收入 13.66 亿元，同比增长 3.43%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 11.45%。公司 2026 年 Q1 实现营业收入 3.45 亿元，同比增长 11.24%；实现归母净利润 0.18 亿元，同比增长 86.57%。
- **点评: 营收利润稳健增长。** 2025 年公司营业总收入增长保持稳健。归母净利润为 0.70 亿元，同比增长 11.45%，主要系公允价值变动收益及与正常经营业务无关的或有事项产生的损益等非经常性损益项目增加所致。公司持续加大研发投入，2025 年研发投入达 1.39 亿元，占营收比重 10.19%，同比增长 17.75%，为长期发展奠定技术基础。2026Q1 盈利能力显著提升。业绩增长主要受益于公司核心产品微生态和酶制剂销量增加，同时费用端管控良好，带动利润率提升。
- **酶制剂业务阶段性调整，微生态业务保持增长。** 分业务看，公司核心业务板块表现分化。酶制剂业务：2025 年实现销售收入 4.68 亿元，同比下降 7.23%。从产销量看，生产量和销售量分别同比下降 12.06%和 10.11%，显示业务处于阶段性调整期。尽管收入下滑，但成本控制得力，营业成本同比下降 5.96%，毛利率为 63.20%，仅微降 0.49 个百分点，显示出较强的成本管控能力和产品竞争力。微生态业务：实现销售收入 2.04 亿元，同比增长 6.01%，产销量也同步提升，分别增长 7.29%和 6.92%。但由于成本端增速(+9.23%)快于收入增速，该业务毛利率同比下降 1.91 个百分点至 35.38%。
- **动保业务收入微增，内部结构持续优化。** 动物保健品业务：2025 年实现销售收入 3.11 亿元，同比微增 0.93%。业务内部结构有所调整：禽用疫苗：收入达 1.02 亿元，同比增长 9.81%，为动保板块增长的主要驱动力。猪用疫苗：收入 667.69 万元，同比增长 30.98%，虽基数较小但增速迅猛，显示出市场开拓的积极成效。化药及中兽药：收入为 2.02 亿元，同比下降 3.75%。动保业务整体毛利率为 33.91%，同比增加 0.40 个百分点，盈利能力略有提升。公司在猪用疫苗和宠物药品领域持续布局，2025 年获得多项新兽药证书，包括 6 个宠物专用新兽药证书以及猪伪狂犬病基因缺失灭活疫苗等，有望为未来增长提供新动力。
- **国际化战略稳步推进，海外业务贡献提升。** 公司持续推进国际化布局，境外业务规模稳步增长。2025 年，公司境外主营业务收入为 1.22 亿元，同比增长 22.54%，增速显著高于境内业务(+2.54%)，占主营业务收入的比重有所提升。公司已在美国、越南、印尼设立子公司，并积极拓展“一带一路”沿线的中亚、东南亚市场以及拉美等新兴市场，全球本土化发展策略正逐步深化。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.32 元、0.35 元、0.47 元，对应动态 PE 分别为 46/42/31 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,366	1,422	1,561	1,732
增长率	3.43%	4.11%	9.73%	10.97%
归属母公司净利润(百万元)	70	81	88	119
增长率	11.45%	16.16%	8.30%	34.99%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.32	0.35	0.47
净资产收益率 ROE	3.92%	4.42%	4.65%	6.03%
PE	50.54	45.90	42.38	31.39
PB	2.01	2.03	1.97	1.89

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

分析师: 赵磐
执业证号: S1250525070003
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)	12.44-16.91
总市值(亿元)	37.22
总资产(亿元)	30.76
每股净资产(元)	7.11

相关研究

1. 蔚蓝生物(603739): 技术创新驱动增长, 国际化布局持续推进 (2025-04-30)

盈利预测

关键假设：

1) 2026 年预计养殖业景气度底部回升，结合公司当前在建产能情况，预计 2026-2028 年公司平均酶制剂、微生态销量增速分别为 5%/10%/10%、6%/6%/6%，销售均价保持不变，毛利率水平分别为 63%/63%/63%、36%/36%/36%。

2) 2026 年预计养殖业景气度底部回升，预计 2026-2028 年公司动物保健板块销售均价增速为 0%/0%/5%，销量增速为 5%/5%/5%，对应毛利率水平分别为 34%/35%/40%。

3) 其他业务平稳发展。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入 (百万元)	1,366.12	1,422.20	1,560.65	1,731.93
	yoy	3.43%	4.11%	9.73%	10.97%
	成本 (百万元)	754.15	789.46	862.27	939.48
	毛利率	44.80%	44.49%	44.75%	45.76%
动物保健	收入 (百万元)	310.67	323.21	339.37	373.31
	yoy	0.93%	5.00%	5.00%	10.00%
	成本 (百万元)	205.33	213	221	224
	毛利率	33.91%	34.00%	35.00%	40.00%
酶制剂	收入 (百万元)	468.24	529.99	582.99	641.28
	yoy	-7.23%	5.00%	10.00%	10.00%
	成本 (百万元)	172.33	196	216	237
	毛利率	63.20%	63.00%	63.00%	63.00%
微生态	收入 (百万元)	204.49	204.47	216.74	229.75
	yoy	6.01%	6.00%	6.00%	6.00%
	成本 (百万元)	132.14	130.86	138.72	147.04
	毛利率	35.38%	36.00%	36.00%	36.00%
其他主营业务	收入 (百万元)	350.96	317.77	365.43	420.25
	yoy	27.01%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	238.49	235.15	270.42	310.98
	毛利率	32.05%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	收入 (百万元)	31.76	46.76	56.12	67.34
	yoy	-18.50%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	5.86	14.03	16.84	20.20
	毛利率	81.55%	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)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,366	1,422	1,561	1,732	净利润	97	113	124	166
营业成本	754	789	862	939	折旧与摊销	118	173	178	178
营业税金及附加	16	15	17	19	财务费用	18	20	20	0
销售费用	202	189	211	236	资产减值损失	19	0	0	0
管理费用	151	156	172	191	经营营运资本变动	-101	98	-34	-33
财务费用	19	20	20	0	其他	-38	1	2	2
资产减值损失	-7	0	0	0	经营活动现金流净额	114	406	289	313
投资收益	-0	1	-0	0	资本支出	-80	-52	-52	-2
公允价值变动损益	32	0	0	0	其他	5	-4	-0	0
其他经营损益	30	30	33	37	投资活动现金流净额	-75	-56	-52	-2
营业利润	128	147	161	215	短期借款	1	0	0	0
其他非经营损益	-4	-2	-2	-3	长期借款	46	0	0	0
利润总额	124	145	159	213	股权融资	2	0	0	0
所得税	26	31	35	47	支付股利	-76	-49	-52	-43
净利润	97	113	124	166	其他	-10	-14	0	0
少数股东损益	28	32	36	48	筹资活动现金流净额	-37	-63	-52	-43
归属母公司股东净利润	70	81	88	119	现金流量净额	2	287	186	268
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	244	531	717	985	成长能力				
应收和预付款项	416	412	451	498	销售收入增长率	3.43%	4.11%	9.73%	10.97%
存货	226	226	238	264	营业利润增长率	2.88%	15.21%	9.83%	33.47%
其他流动资产	12	12	12	12	净利润增长率	11.45%	16.16%	8.30%	34.99%
长期股权投资	64	64	64	64	EBITDA 增长率	-6.58%	45.06%	5.60%	9.53%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	1,524	1,400	1,272	1,094	毛利率	44.80%	44.49%	44.75%	45.76%
无形资产和开发支出	127	127	127	127	三费率	27.24%	25.66%	25.79%	24.65%
其他非流动资产	26	32	32	32	净利率	7.13%	7.97%	7.93%	9.60%
资产总计	3,040	3,194	3,307	3,476	ROE	3.92%	4.42%	4.65%	6.03%
短期借款	583	583	583	583	ROA	3.24%	3.64%	3.81%	4.91%
应付和预收款项	194	254	267	291	ROIC	3.49%	4.84%	5.05%	5.78%
长期借款	60	60	60	60	EBITDA/销售收入	17.05%	23.76%	22.87%	22.57%
其他负债	292	303	311	332	营运能力				
负债合计	1,129	1,200	1,221	1,266	总资产周转率	0.45	0.46	0.48	0.51
股本	253	253	253	253	固定资产周转率	0.96	1.00	1.20	1.51
资本公积	703	703	703	703	应收账款周转率	3.75	3.76	3.94	3.97
留存收益	841	893	949	1,025	存货周转率	3.63	3.49	3.72	3.74
归属母公司股东权益	1,783	1,834	1,890	1,965	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	128	160	196	244	资本结构				
股东权益合计	1,911	1,994	2,086	2,210	资产负债率	37.14%	37.57%	36.92%	36.42%
负债和股东权益合计	3,040	3,194	3,307	3,476	带息债务/总负债	60.13%	55.73%	54.77%	52.82%
					流动比率	1.17	1.34	1.53	1.78
					速动比率	0.91	1.10	1.28	1.51
					股利支付率	36.25%	36.25%	36.25%	36.25%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	233	338	357	391	每股收益	0.28	0.32	0.35	0.47
PE	51	46	42	31	每股净资产	7.04	7.25	7.47	7.77
PB	2	2	2	2	每股经营现金	0.45	1.60	1.14	1.24
PS	3	3	2	2	每股股利	0.10	0.12	0.13	0.17
EV/EBITDA	17	11	10	9					
股息率	0.71%	0.79%	0.86%	1.15%					

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。

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
