

蔚蓝生物 (603739.SH)

优于大市

2025 年报及 2026 年一季报点评：研发驱动战略持续深化，打造“产业+服务”综合赋能平台

核心观点

公司 2025 年及 2026Q1 收入及净利稳步增长。公司 2025 年实现营收 13.66 亿元，同比+3.43%，归母净利 0.70 亿元，同比+11.45%；2026Q1 实现营收 3.45 亿元，同比+11.24%，归母净利 0.18 亿元，同比+86.57%。公司稳步推进酶制剂技术创新，围绕动物大健康核心，提供覆盖动物营养、健康养殖、动物疫病防控的一体化解决方案，并积极拓展食品益生菌等新赛道。同时，公司稳步推进国际化战略，境外业务规模稳步增长，目前已在美国、越南、印尼设立子公司，并在中国香港设立子公司为国际业务战略发展平台，逐步构建覆盖北美及东南亚重点区域的海外运营体系。公司产品、产能与市场服务能力有望在新建产能释放后得到进一步提升，看好公司未来发展。

研发驱动战略持续深化，打造“产业+服务”综合赋能平台。公司坚持技术创新战略，致力于打造以技术创新和全球化驱动的工业生物平台公司，2025 年研发投入达 1.39 亿元，占营业收入 10.19%，同比+17.75%，在行业中处于较高水平。2025 年新增国内授权发明专利 47 件，美国专利 1 件，欧洲专利 2 件。同时，公司的 VLAND-PCP 定制酶方案（基于饲料酶应用大数据系统的精准定制）平台，已积累上百种饲料原料用酶数据库并持续更新，可有效解决不同原料的消化吸收和加工问题，提高饲料转换效率，为用户降本增效提供系统解决方案，已获得众多核心大客户高度认可。公司积极探索 AI 智能改造技术在酶蛋白优化改良、菌株代谢通路优化和智能发酵调控中的应用，已成立 AI 技术开发及应用实验室。

饲料替抗+原料替代+养殖规模化，公司主业有望受益市场扩容。我们认为，自上而下来看，饲料替抗政策落地后，替抗产品需求正在增加，目前主流替抗方案以酶制剂、微生态制剂和药用植物提取物的组合应用为主，同时新型替代大豆蛋白的开发或将进一步推动酶制剂发展，未来公司有望受益市场扩容。自下而上来看，公司依靠持续的研发投入和核心技术突破已在酶制剂和微生态领域确立了领先地位，且现有销售模式以直销为主，依靠技术和产品优势有望在养殖规模化进程中分享规模成长红利。

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。

投资建议：公司是酶制剂龙头，成长边际有望逐步打开。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利 0.97/1.01/1.02 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.40/0.40 元，PE 分别为 39/38/37 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,321	1,366	1,350	1,437	1,505
(+/-%)	10.2%	3.4%	-1.2%	6.4%	4.8%
归母净利润(百万元)	63	70	97	101	102
(+/-%)	-22.4%	11.5%	39.3%	3.5%	1.7%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.38	0.40	0.40
EBIT Margin	9.1%	7.6%	13.2%	13.4%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	3.6%	3.9%	5.5%	5.7%	5.8%
市盈率 (PE)	60.8	54.5	39.2	37.8	37.2
EV/EBITDA	21.3	22.4	14.3	13.2	12.9
市净率 (PB)	2.19	2.14	2.15	2.16	2.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航

jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 15.05 元
总市值/流通市值 3808/3808 百万元
52 周最高价/最低价 18.41/12.50 元
近 3 个月日均成交额 83.32 百万元

市场走势



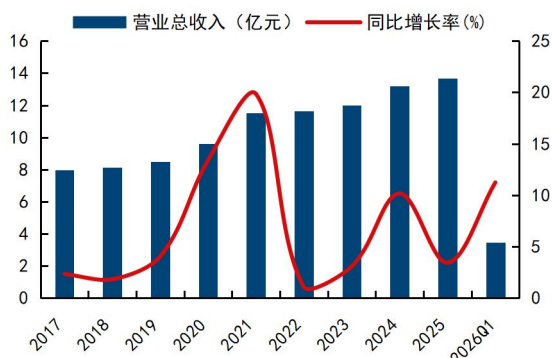
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《蔚蓝生物 (603739.SH) -2024 年报及 2025 年一季报点评：研发驱动酶制剂产品毛利持续提升，有望受益饲料原料替代需求增长》——2025-05-05
《蔚蓝生物 (603739.SH) -2024 半年报点评：营收同比增长，毛利率稳步提升》——2024-09-03
《蔚蓝生物 (603739.SH) -2023 年报及 2024 一季报点评：营收与净利稳步增长，研发驱动提升毛利率水平》——2024-05-06

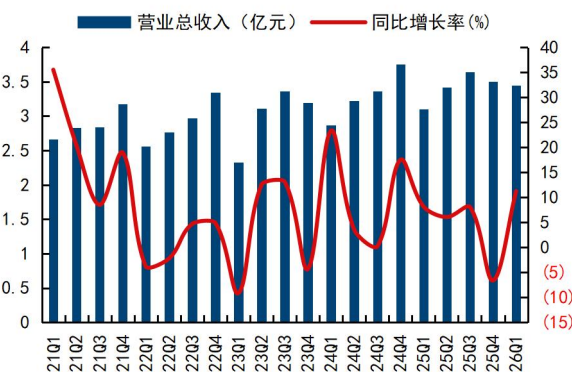
公司 2025 年及 2026Q1 收入与净利稳步增长，酶制剂、微生态等业务板块系统化产能布局基本完成。公司 2025 年实现营收 13.66 亿元，同比+3.43%，归母净利 0.70 亿元，同比+11.45%；2026Q1 实现营收 3.45 亿元，同比+11.24%，归母净利 0.18 亿元，同比+86.57%。公司稳步推进酶制剂技术创新，围绕动物大健康核心，提供覆盖动物营养、健康养殖、动物疫病防控的一体化解决方案，并积极拓展食品益生菌等新赛道。同时，公司稳步推进国际化战略，境外业务规模稳步增长，目前已在美国、越南、印尼设立子公司，并在中国香港设立子公司为国际业务战略发展平台，逐步构建覆盖北美及东南亚重点区域的海外运营体系。公司产品、产能与市场服务能力有望在新建产能释放后得到进一步提升，看好公司未来发展。

图1：蔚蓝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：蔚蓝生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



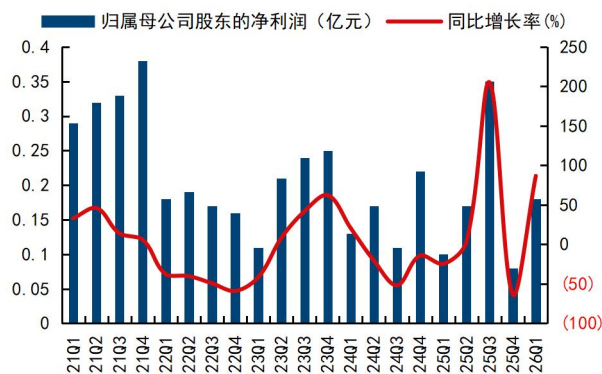
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：蔚蓝生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：蔚蓝生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

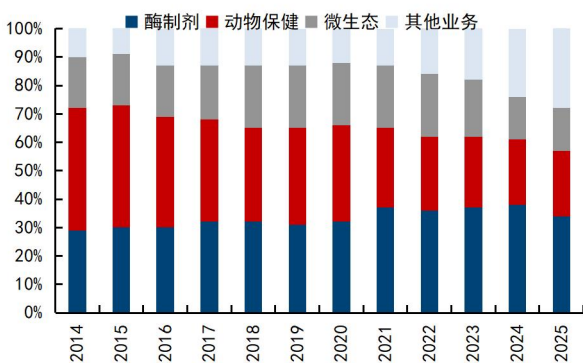


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看，2025 年酶制剂营收同比-7%至 4.68 亿元，动物保健营收同比+1%至 3.11 亿元，微生态营收同比+6%至 2.04 亿元。具体来看，1) 公司酶制剂业务技术持续升级，产品保持较高盈利水平，2025 年毛利率为 63.20%；一方面，公司通过新基因筛选技术的有效应用，开发出高效酶产品，并利用蛋白质工程改造，使得部分产品提高了酶活和耐温性，增加了酶的应用效果；另外也通过表达系统（底盘细胞）进一步改进及优化调控因子，进一步提高发酵水平，增强产品的规模化生产能力与市场竞争力。2) 动物保健业务毛利率稳中有升，2025 年毛利率同比

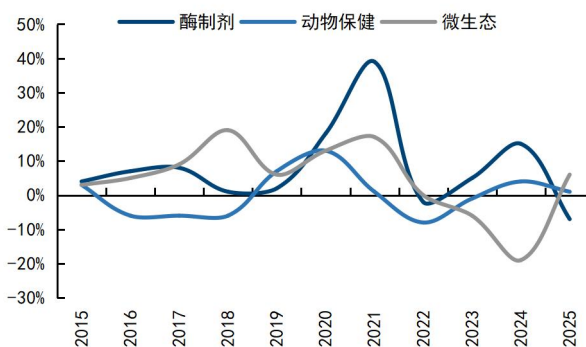
+0.40pct 至 33.91%。公司动保产业园现已正式投产，有望进一步优化公司动保产品结构，提升产品质量并有效降低生产成本。公司研发储备中的猪圆环-副猪-链球菌三联灭活疫苗已通过产品质量复核检验，后续将获得新兽药证书；鸡新城疫-传染性支气管炎-禽流感（H9 亚型）-法氏囊病四联灭活疫苗已于 2025 年 3 月取得临床试验许可，未来有望进一步提升公司在动保领域的综合实力。

图5: 蔚蓝生物分业务营收占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

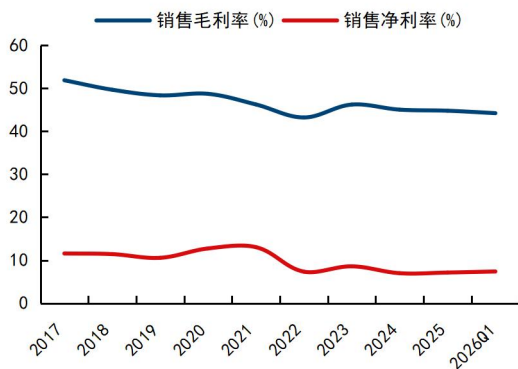
图6: 蔚蓝生物分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

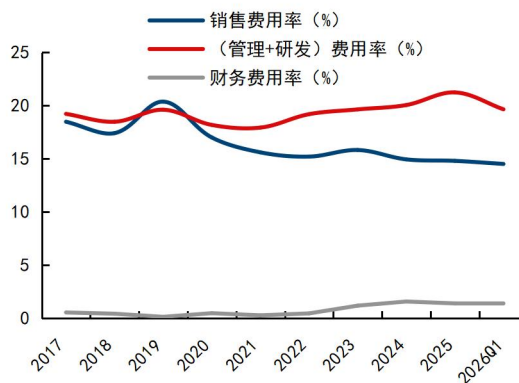
毛利率同比微降，费用率整体稳步下降。公司 2026Q1 毛利率同比-0.13pct 至 44.23%，净利率同比+2.03pct 至 7.38%。费用管控方面，2026Q1 销售费用率同比-1.42pct 至 14.51%，管理+研发费用率同比-1.03pct 至 19.65%，财务费用率同比-0.02pct 至 1.40%。

图7: 蔚蓝生物分毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 蔚蓝生物期间费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司是酶制剂龙头，成长边际有望逐步打开。我们维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利 0.97/1.01/1.02 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.40/0.40 元，PE 分别为 39/38/37 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	249	244	229	219	249	营业收入	1321	1366	1350	1437	1505
应收款项	399	448	425	442	456	营业成本	726	754	698	740	781
存货净额	189	226	178	189	196	营业税金及附加	13	16	14	14	15
其他流动资产	33	27	30	9	9	销售费用	197	202	194	206	215
流动资产合计	1069	1179	1097	1100	1142	管理费用	147	151	138	145	152
固定资产	1560	1524	1440	1335	1217	研发费用	118	139	128	137	147
无形资产及其他	131	127	123	119	115	财务费用	21	19	21	18	14
投资性房地产	142	147	147	147	147	投资收益	(1)	(0)	5	(1)	(1)
长期股权投资	79	64	60	75	87	资产减值及公允价值变动	6	25	10	5	6
资产总计	2981	3040	2866	2776	2708	其他收入	(97)	(121)	(128)	(137)	(147)
短期借款及交易性金融负债	622	619	508	421	332	营业利润	124	128	171	179	186
应付款项	225	194	181	184	200	营业外净收支	(1)	(4)	(1)	0	(1)
其他流动负债	185	194	170	181	191	利润总额	123	124	171	180	185
流动负债合计	1031	1007	859	786	724	所得税费用	31	26	35	39	41
长期借款及应付债券	14	60	63	70	73	少数股东损益	30	28	38	40	41
其他长期负债	66	62	47	35	40	归属于母公司净利润	63	70	97	101	102
长期负债合计	80	122	110	105	113	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1111	1129	969	891	837	净利润	63	70	97	101	102
少数股东权益	132	128	125	121	117	资产减值准备	(4)	4	(0)	(0)	(0)
股东权益	1738	1783	1773	1764	1754	折旧摊销	111	117	157	162	166
负债和股东权益总计	2981	3040	2866	2776	2708	公允价值变动损失	(6)	(25)	(10)	(5)	(6)
关键财务与估值指标						财务费用	21	19	21	18	14
每股收益	0.25	0.28	0.38	0.40	0.40	营运资本变动	9	(106)	14	(3)	9
每股红利	0.27	0.30	0.42	0.43	0.44	其它	1	(6)	(3)	(3)	(3)
每股净资产	6.87	7.04	7.01	6.97	6.93	经营活动现金流	174	53	255	251	267
ROIC	3.67%	3.31%	6%	7%	7%	资本开支	0	(99)	(60)	(48)	(37)
ROE	3.60%	3.92%	5%	6%	6%	其它投资现金流	93	(35)	0	(8)	10
毛利率	45%	45%	48%	48%	48%	投资活动现金流	86	(119)	(56)	(71)	(39)
EBIT Margin	9%	8%	13%	13%	13%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	25%	25%	24%	负债净变化	(48)	46	6	5	8
收入增长	10%	3%	-1%	6%	5%	支付股利、利息	(69)	(76)	(107)	(110)	(112)
净利润增长率	-22%	11%	39%	4%	2%	其它融资现金流	(17)	120	(111)	(87)	(89)
资产负债率	42%	41%	38%	36%	35%	融资活动现金流	(251)	61	(214)	(190)	(198)
股息率	1.8%	2.0%	2.8%	2.9%	2.9%	现金净变动	9	(5)	(15)	(10)	30
P/E	60.8	54.5	39.2	37.8	37.2	货币资金的期初余额	240	249	244	229	219
P/B	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2	货币资金的期末余额	249	244	229	219	249
EV/EBITDA	21.3	22.4	14.3	13.2	12.9	企业自由现金流	210	(6)	252	263	289
						权益自由现金流	144	160	131	167	197

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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