



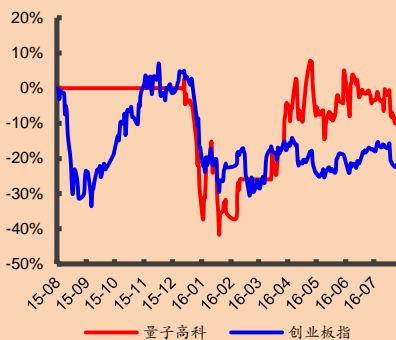
量子高科 (300149)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-08-08

当前价格 (元) 19.61
目标价格 (元) 22.00
目标期限 (月) 6

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	422.10
A股股本(百万股)	422.10
总市值(亿元)	71.38
A股流通比例(%)	100.00
第一大股东	曾宪经、黄雁玲
第一大股东持股比例	24.55%
12个月最高/最低(元)	20.74/10.57

洪叶

021-60956105

hy_hazq@126.com

S0010113110005

杨青

0551-65161830

yangqinglin1988@sohu.com

S00101151100

益生元行业弄潮儿，翘首健康产业大蓝海

主要观点:

益生元行业发展迅速，潜力可观

益生元作为具备保健功能的食品原料，被广泛应用于营养保健品、大众消费食品、饮料和新一代功能性糖源等领域。目前，我国以功能性低聚糖为代表的益生元行业还处于快速成长期的初期，市场潜力可观。未来，营养保健品和食品行业（尤其是乳品）将是推动益生元市场发展的重要引擎，而核心推动力则是大众领域的健康消费理念。

公司是细分市场龙头，技术领先，产品齐全

公司是益生元市场的龙头企业之一，占据低聚果糖市场超过 40% 的份额，占据低聚半乳糖领域市场接近 40% 市场份额，处在行业寡头垄断地位；公司具备国内领先的核心技术，公司是国内少数一两家可以规模化生产高纯度(95%以上)低聚果糖的企业，是国内唯一一家同时具有高纯度低聚果糖和低聚半乳糖产业化技术并实现规模化生产的企业；公司产品线丰富，品类齐全，适用范围广，为国内低聚果糖产品体系最为齐全的生产厂家，能适应各种不同领域客户不同类别或个性化的需求。

公司传统产品稳步增长，新产品快速崛起

公司现有主要产品有三块：(1) 传统的原料和配料类产品销售收入总体稳定，其中公司的拳头产品低聚果糖销售稳步增长，年均增长率接近 15%，低聚半乳糖起步较晚销售稳定；(2) 新品“阿力果”2015 年营业收入增长 128.89%，未来有望成为公司旗下又一拳头产品；(3) 龟苓膏目市场销售局面良好，近三年复合增速 16.52%。多元化的产品结构有助于公司发挥产品之间的协同效应，从而扩大总体销售量。同时，也能够降低公司对单一产品的依赖性，提高公司经营的稳定性。

公司技术实力过硬，盈利能力提升

公司通过技术创新，在原材料价格上涨的背景下，有效降低了生产成本。2014 年白砂糖占据 45.51% 的成本，2015 年减少至 38.34%。与此同时，公司产品的毛利率则不断攀升至 48.97%，公司盈利能力有保障。由此可见，公司技术创新实力过硬，成本管控比较到位。

设立产业并购基金，健康产业布局存期待

2015 年，公司设立产业基金，有利于加快自身益生元及微生态健康产业布局与发展，培养优质项目，形成自己成熟的投资模式，同时储备更多并购标的，为公司未来的健康产业发展做战略布局。

盈利预测与估值

我们认为，益生元行业处于市场爆发的初期，未来市场空间足够大，公司作为龙头企业，望最大限度的分享市场红利。近年来，公司凭借其持久的创新力，不断地进行技术革新，产品结构不断优化，盈利能力显著提升。我们预计，2016-2018 年公司营业收入 3.82 亿、4.59 亿、5.51 亿，净利润 0.72 亿、0.84 亿、0.95 亿，EPS 为 0.17、0.2、0.22，考虑到公司的并购预期，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	319	382	459	551
收入同比 (%)	13%	20%	20%	20%
归属母公司净利润	59	72	84	95
净利润同比 (%)	46%	22%	17%	12%
毛利率 (%)	49.0%	53.0%	54.0%	55.0%
ROE (%)	8.4%	8.8%	9.5%	9.8%
每股收益	0.14	0.17	0.20	0.22
P/E	120.02	98.77	84.59	75.43
P/B	9.86	8.95	8.19	7.48
EV/EBITDA	83	76	66	59

资料来源：wind、华安证券研究所

目 录

1 健康产业弄潮儿，业绩稳步成长	4
2 益生元行业发展迅速，潜力可观	4
2.1 益生元具有健康属性，应用领域广泛	4
2.2 益生元行业处于快速成长的初期	6
2.3 益生元下游需求向好，发展潜力相当可观	9
2.3.1 老龄化、健康化、城镇化，营养保健品行业持续向好	9
2.3.2 婴幼儿乳品行业成为驱动行业成长的又一推力	11
3 细分市场小龙头，健康产业大未来	12
3.1 细分市场龙头，技术领先，产品齐全	12
3.2 传统产品稳步增长，新产品快速崛起	12
3.3 技术实力过硬，盈利能力提升	14
3.4 设立产业并购基金，健康产业布局存期待	14
4 盈利预测与投资建议	15

图表目录

图表 1 公司主营构成 (2015 年)	4
图表 2 公司近年业绩	4
图表 3 益生元属于功能性食品	5
图表 4 低聚果糖、低聚半乳糖和低聚异麦芽糖的比较	5
图表 5 益生元的生理功能	6
图表 6 益生元的主要应用领域	6
图表 7 国内益生元市场沿革	7
图表 8 全球功能性低聚糖总需求量 (万吨)	7
图表 9 全球功能性低聚糖供需缺口 (2014 年, 万吨)	7
图表 10 国内低聚果糖总销量 (万吨)	8
图表 11 不同年龄段人口比例 (%)	10
图表 12 老年人口数 (万)	10
图表 13 人口年龄分布 (%)	10
图表 14 老年人口预测	10
图表 15 购买保健品的主要因素	11
图表 16 营养保健品行业收入与增速	11
图表 17 新生儿数量预测 (万)	12
图表 18 婴儿奶粉市场规模预测	12
图表 19 低聚果糖收入 (万)	13
图表 20 低聚半乳糖收入 (万)	13
图表 21 阿力果收入 (万元)	13
图表 22 龟苓膏收入 (万)	13
图表 23 公司营业成本构成	14
图表 24 白砂糖价格	14
图表 25 毛利率 (%)	14
图表 26 健康产业基金架构图	15

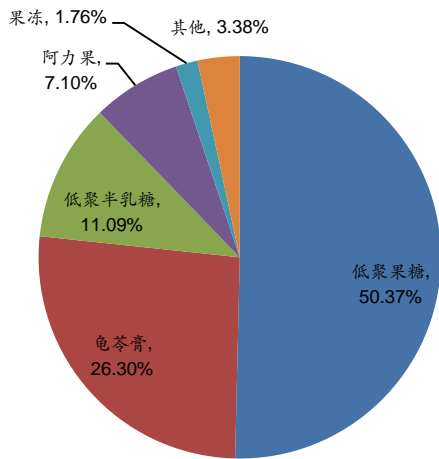
1 健康产业弄潮儿，业绩稳步成长

公司主要从事低聚果糖、低聚半乳糖为代表的益生元系列产品的研发、生产和销售。益生元具有调节人体肠道微生态平衡，增殖有益菌，抑制有害菌，保持肠道正常生理功能的健康功效，被广泛用于营养品、食品、乳品等领域。益生元行业是典型的朝阳行业，契合消费者与日俱增的健康消费理念，行业市场空间广阔。

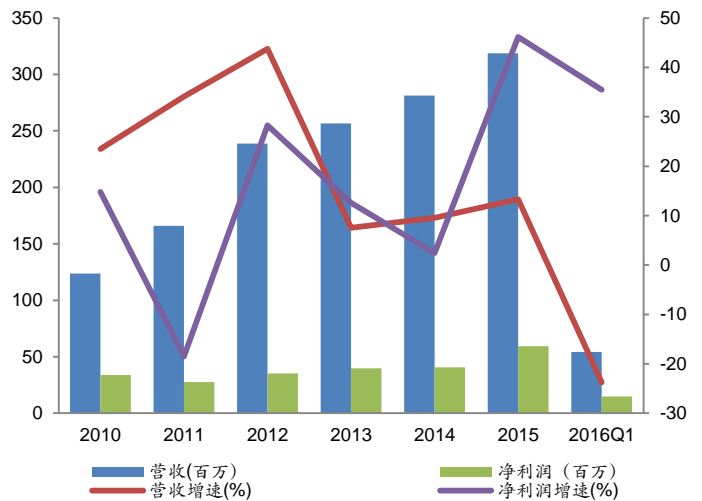
2011年，公司收购了生和堂51%的股权，产品增加了龟苓膏。目前，益生元系列产品占据公司6成以上的收入，为公司主打产品，龟苓膏等新品占据3成左右的比例，为公司重要的补充产品。

公司业绩稳步攀升，成长性良好。2010年公司总营收1.24亿，净利润0.34亿，2015年公司总营收3.19亿，净利润0.59亿，复合增长率分别为20.81%，12%。

图表 1 公司主营构成 (2015 年)



图表 2 公司近年业绩



资料来源：wind、华安证券研究所

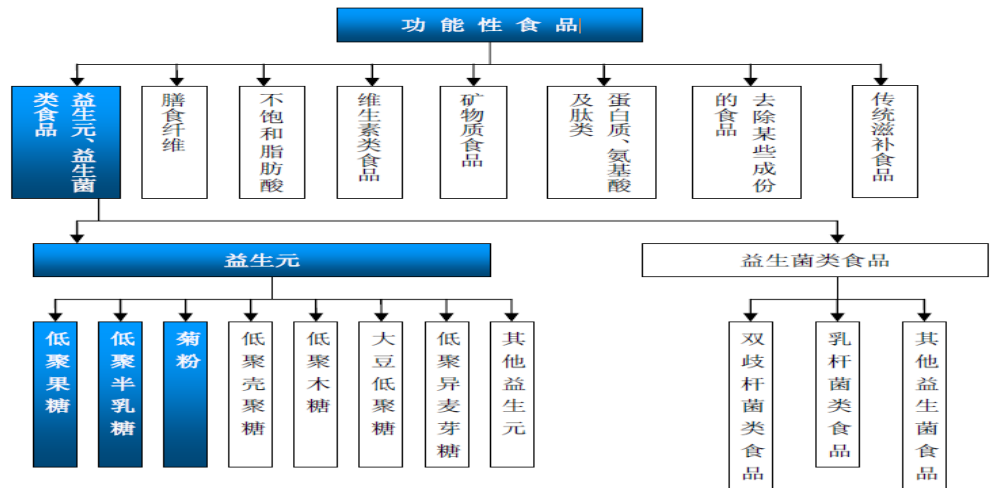
资料来源：wind、华安证券研究所

2 益生元行业发展迅速，潜力可观

2.1 益生元具有健康属性，应用领域广泛

功能性食品是健康营养品的一个分支，其添加到食品中，使食品具有了某些健康效果，达到调节人体机能和防病保健的作用。益生元作为一种重要的功能性食品，其是各种益生菌的最佳天然培养基，可促进肠道益生菌的大量繁殖，从而改善人体健康状况。常见的益生元主要是一些功能性低聚糖，主要有：低聚果糖、低聚半乳糖、菊粉、大豆低聚糖、低聚壳聚糖、低聚木糖和异麦芽糖。

图表 3 益生元属于功能性食品



资料来源：公司公告、华安证券研究所

目前，低聚果糖、低聚半乳糖和低聚异麦芽糖是最为常见并已实现规模化生产的益生元产品。低聚异麦芽糖产量最大，对双歧杆菌具有一定的增殖作用，但同时一定程度上也增殖了肉毒梭状芽孢杆菌和产气荚膜梭状芽孢杆菌等有害菌，品质稍差，价格相对较低；低聚果糖对双歧杆菌增殖效果明显，具有较为显著的提高矿物质吸收功效，价格适中；低聚半乳糖对双歧杆菌和乳酸菌同时有增殖性，效果好，但价格最高。

图表 4 低聚果糖、低聚半乳糖和低聚异麦芽糖的比较

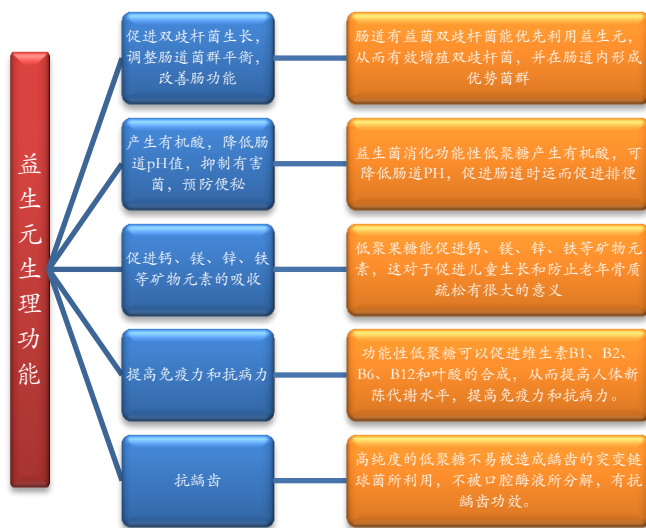
	低聚果糖(FOS)	低聚半乳糖 (GOS)	低聚异麦芽糖 (IMO)
化学结构	在蔗糖的果糖基上以 β (2→1) 键连接 1~4 个果糖基而成的低聚糖	Gal-(Gal)n-Glc，其中 Gal 为半乳糖，Glc 为葡萄糖，n=1-4	在葡萄糖是以 α (1→6) 连接 1~4 个葡萄糖而成的低聚糖
益生菌的选择性	对双歧杆菌具有专一性	对双歧杆菌和乳酸菌具有增殖性	促进双歧杆菌的增殖，在增殖益生菌的同时也促进了体内部分有害的肉毒梭状芽孢杆菌和产气荚膜梭状芽孢杆菌增殖
益生菌的增殖性	可迅速地增殖双歧杆菌 10~100 倍	可迅速地增殖双歧杆菌 10~100 倍，同时对乳酸菌有增殖性	增殖 2~4 倍
矿物质吸收性	Ca、Mg、P	Ca、Mg	
消化性	极难被人体消化；类似于水溶性膳食纤维，具有降低胆固醇和血脂的功能	极难被人体消化，具有膳食纤维相同的作用	能部分被人体消化酶消化，产物是葡萄糖，能被人体吸收

资料来源：《益生元行业国内外市场研究报告》、华安证券研究所

益生元对人体健康有益主要体现在：(1) 促进双歧杆菌生长，调整肠道菌群平衡，改善肠功能。(2) 产生有机酸，降低肠道 pH 值，抑制有害菌，预防便秘。(3) 促进钙、镁、锌、铁等矿物元素的吸收。(4) 提高免疫力和抗病力。(5) 抗龋齿。

由于益生元的保健功能特性，因此被广泛应用食品饮料领域。目前，主要的应用领域有：(1) 营养保健品。作为保健功能因子应用于营养保健品。(2) 食品。作为食品添加剂应用于婴幼儿配方食品、烘焙食品、糖果、冰激凌、饼干、巧克力等大众消费食品中。(3) 饮料。作为蔗糖的替代添加到各种碳酸饮料、牛奶、酸奶、豆奶饮料、果汁饮料、蔬菜汁饮料、茶饮料、营养饮料、酒精饮料、咖啡、可可、粉末饮料等。(4) 新一代功能性糖源。对高热量糖进行替代。

图表 5 益生元的生理功能



图表 6 益生元的主要应用领域



资料来源：公司公告、华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所

2.2 益生元行业处于快速成长的初期

国外益生元行业起步较早，始于 20 世纪 70 年代。我国益生元行业发展起步较晚，20 世纪 90 年代中后期才开始有企业逐步形成工业化生产。目前我国以功能性低聚糖为代表的益生元行业还处于快速成长期的初期，其市场潜力还有待挖掘。

图表 7 国内益生元市场沿革

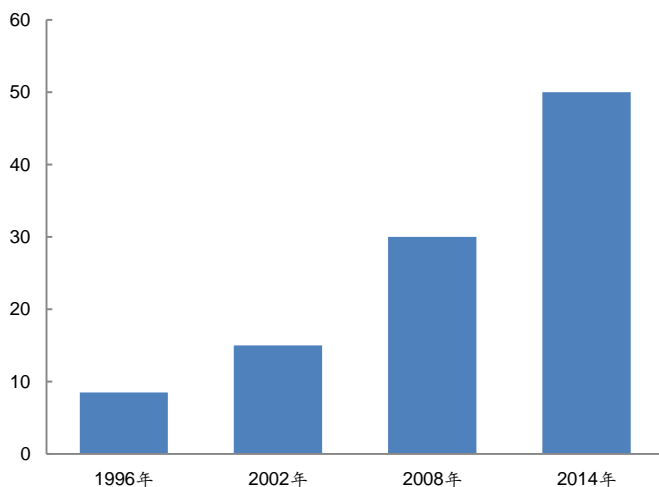


资料来源：《益生元行业国内外市场研究报告》、华安证券研究所

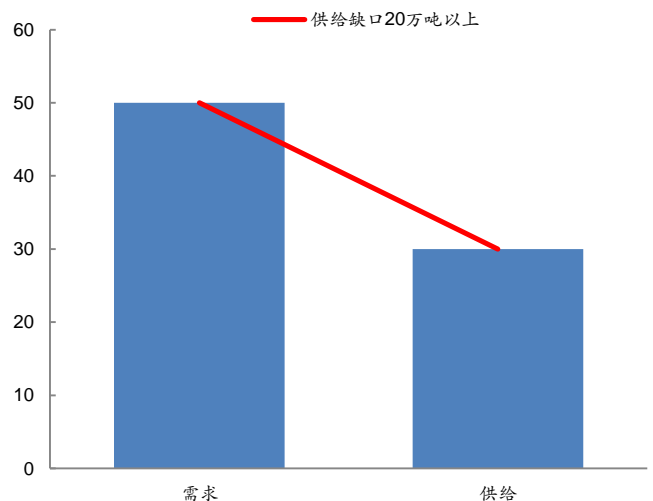
从全球范围来看，功能性低聚糖需求不断攀升，行业具有良好的市场发展前景。1996年全球总需求量已达8.5万吨，2002年增至15万吨，2008年约30万吨，2014年国际市场低聚糖的需求量达到50万吨，年均增长速度超过10%。目前，功能性低聚糖的市场化品种多达20多种，催生了高达300多亿美元的功能食品市场及100多亿美元的功能饲料市场，初步预测终端产品价值高达500多亿美元。

需求不断攀升的同时，总供给还存在较大缺口。2014年，国际市场低聚糖的需求量达到50万吨，而主要发达国家的低聚糖产量才30多万吨，市场缺口很大。

图表 8 全球功能性低聚糖总需求量 (万吨)



图表 9 全球功能性低聚糖供需缺口 (2014年, 万吨)



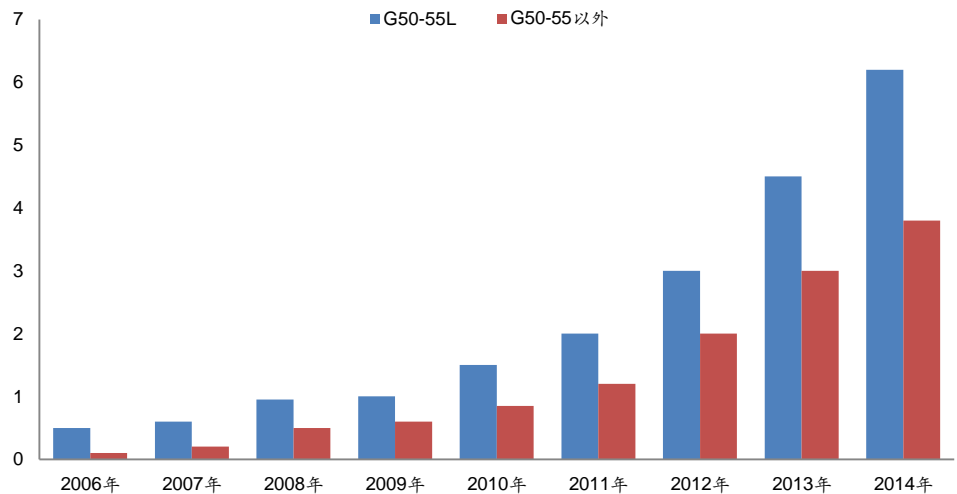
资料来源：《益生元行业国内外市场研究报告》、华安证券研究所

资料来源：《益生元行业国内外市场研究报告》、华安证券研究所

国内功能性低聚糖行业后起但发展迅猛。2009年全国益生元功能性低聚糖的总销量约6.8万吨,其中低聚异麦芽糖占比例约为60%,低聚果糖占比例接近25%;2014年总销量将达到22万吨,低聚异麦芽糖、低聚果糖占比各处在40%-45%水平。从整体看,功能性低聚糖总量扩张迅速;从局部看,低聚果糖总量与市场份额提升最为快速,低聚半乳糖也开始起步,但受制于高端的生产技术要求等因素,低聚半乳糖价格较高,市场启动较迟。

低聚果糖健康生理功效显著,且其适用性广、性价比高,是最具发展潜力的益生元品种。2006年-2008年行业快速起步,2008年、2009年受到三聚氰胺事件和金融危机的双重影响迅猛的增长态势有所减缓,短暂的调整后,从2010年开始,继续高增长。纯度50%~55%左右的基础产品市场竞争相对较为激烈,高纯度低的高端产品生产厂家很少,市场竞争较为温和。

图表 10 国内低聚果糖总销量 (万吨)



资料来源:《益生元行业国内外市场研究报告》、华安证券研究所

低聚半乳糖受制于高端的生产技术要求等因素,低聚半乳糖价格较高,市场启动较迟。在国外,低聚半乳糖已被广泛应用于婴幼儿奶粉、发酵乳、饮料、冰淇淋、糖果、口服液等产品;而我国低聚半乳糖的市场才刚刚启动,2008年才零星地在市场上出现,目前主要应用于婴幼儿高端配方食品。国际、国内知名品牌的婴幼儿高端配方食品,如多美滋、雅培、美赞臣、安满、安婴儿及贝恩美、伊利、明一、雅士利、飞鹤等都已广泛应用低聚半乳糖或低聚果糖与低聚半乳糖结合的复合益生元。随着这些标杆企业的示范带头,国内众多乳品业已逐渐形成共识,即婴幼儿配方食品营养成分母乳化,通过添加益生元、 α -乳白蛋白、结构化脂肪、乳铁蛋白、核苷酸、DHA,尤其是益生元,改善非母乳喂养的婴幼儿钙吸收较差、便秘等弱点,帮助提高婴幼儿营养与健康状况。母乳化配方奶粉渐成流行趋势,低聚半乳糖是配方奶粉母乳化进程中益生元的首选,其未来市场有望逐步打开。

从市场集中度来看,目前国内三大益生元产品均形成了一两家龙头企业,占据较大部分市场份额。如在低聚异麦芽糖细分领域,山东保龄宝占据约70%的市场占有率;在低聚果糖细分领域,量子高科占据约40%以上的市场占有率;在低聚半乳糖细分领域,云浮新金山占据约60%的市场占有率。

2.3 益生元下游需求向好，发展潜力相当可观

目前，功能性低聚糖主要用于营养保健品和食品原料，作为食品原料，大量用于以牛奶为基础的乳制品、婴幼儿配方食品中，并延伸到饮料（含酒精饮料）、烘焙食品、功能性糖果、休闲食品和特殊人群食品等领域。未来，营养保健品和食品行业（尤其是乳品）将是推动益生元市场发展的重要引擎，而核心推动力则是健康消费已成为大众消费品市场的主旋律。

从需求端来看，人们崇尚营养健康的生活，从而对赖以维持生命的食品又提出了更高的要求，在食品中添加各种功能因子或选择具有各种功能因子的营养保健品，改善营养平衡，成为人们自主、积极的选择，消费者对健康的关注转化为对功能食品的持续需求。

从供给端来看，营养保健品、乳制品、饮料制造商将更多地关注具有“健康”功效产品的开发与营销，积极地进行产品升级，在传统食品中添加益生元而使其成为健康食品，使得“传统食品功能化，功能食品大众化”，以满足人们的消费需求。

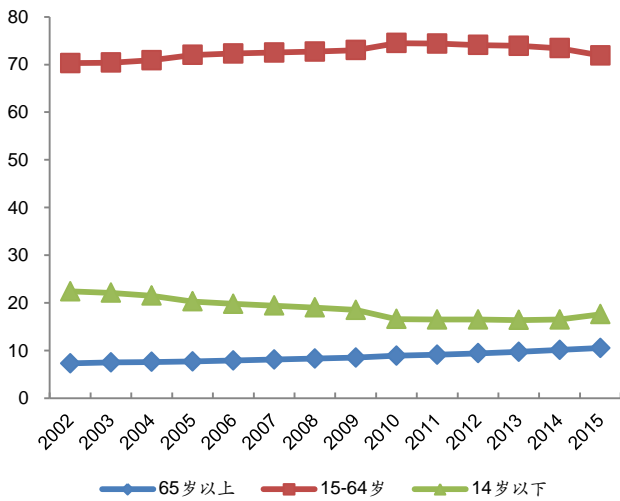
2.3.1 老龄化、健康化、城镇化，营养保健品行业持续向好

20 世纪 90 年代以来，我国居民的健康消费逐年攀升，对营养保健品的需求十分旺盛，营养保健品行业一直保持两位数的增长，而人口老龄化更是营养保健品行业的长久推动力。中国营养保健品行业的快速发展将带动低聚果糖的爆发性增长。

我国社会总体老龄化。目前，中国老年人平均寿命提高，人口数量和比重增加。据国家统计局数据显示，2015 年中国 65 岁以上人口已超过 1.4 亿人，占总人口的比例提升至 10.5%，无论是绝对数量还是占比都创出了历史新高。按世界卫生组织定义，65 岁及以上人口占总人口的比例达到 7% 为老龄化社会，达到 14% 为老龄社会，因此目前我国已经处于老龄化社会，并且向老龄社会发展的过程中。

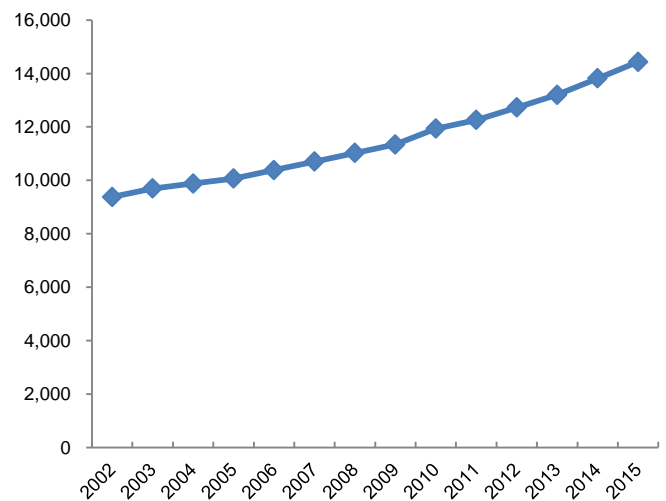
未来人口老龄化将加剧。目前，国家已经放开二胎政策，但是在未来 20 年内，二胎政策难以对 20-59 岁年龄段的人数产生影响，而其中 40-59 岁年龄段的人群将向 60 岁以上移动，那么在未来，整个社会的平均年龄变大是不可逆转的趋势，更重要的是在这一背景下老年人口数量的增加将会逐步加快，而不是减弱。

图表 11 不同年龄段人口比例 (%)



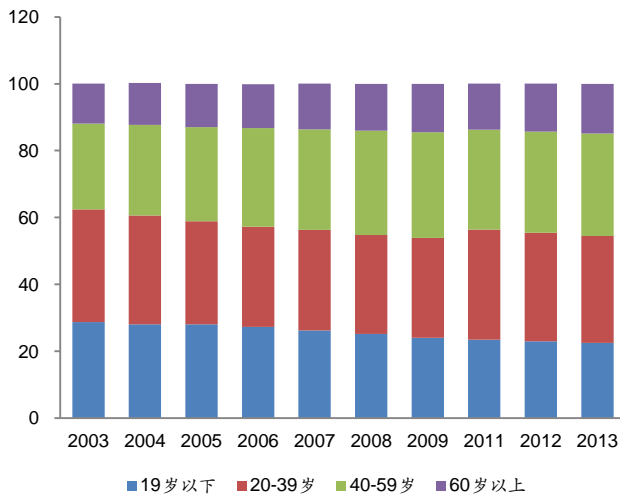
资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 12 老年人口数 (万)



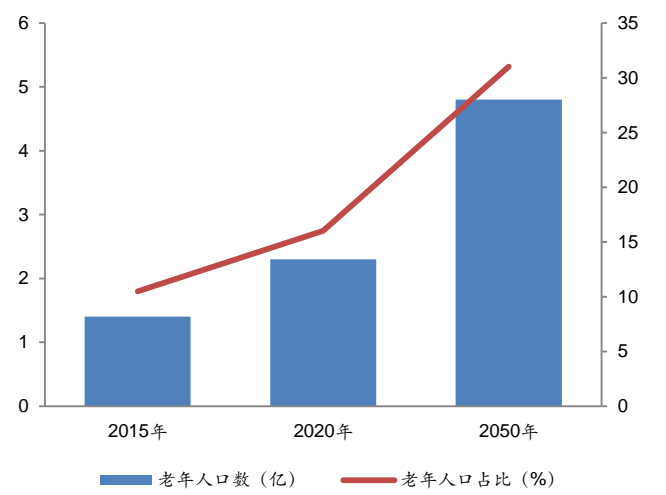
资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 13 人口年龄分布 (%)



资料来源：国家统计局、华安证券研究所

图表 14 老年人口预测



资料来源：世界人口展望、华安证券研究所

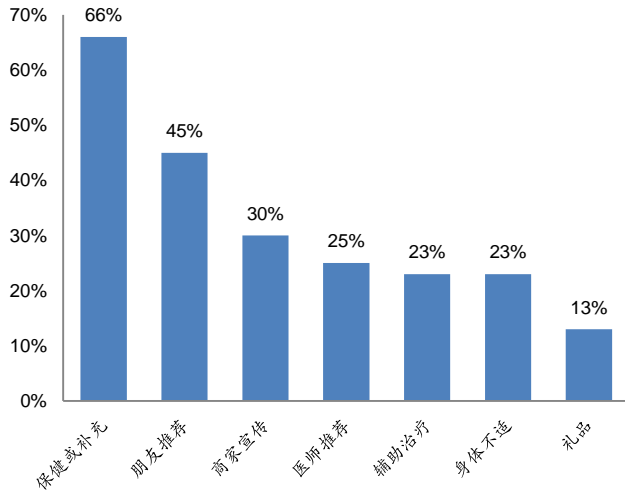
老年群体总量的不断扩大的同时，其购买力和消费潜力也在不断升级，作为老年人基础消费之一的营养、保健品，其需求势必得到提升。根据中信的测算，目前老年人消费约 5.7 万亿，到 2020 年将达到 11.5 万亿，成长空间十分巨大。老年人作为慢性疾病的高发人群，其特殊的生理特质使得对营养、健康、保健等方面具有更高的需求，从这个意义上讲，未来营养、保健品需求具备刚性。

消费者对保健品的认可度在不断提高。之前，很多消费者购买保健营养品主要用作礼品，但随着整体生活水平的提高和了解的逐渐深入，消费者对保健品的认识逐渐回归客观和理性，认可和接受程度也不断提高。根据慧聪研究的数据，消费者购买保健品的最大原因已成为自用保健和营养补充，在人们的自主保健意识逐步增强的大背景下，保健营养品的需求也有望持续增长。

在健康消费的背景下，在老龄化、城镇化的驱动下，营养保健食品行业还远没有到达天花板。2015 年营养保健品行业收入规模已突破千亿，增速维持在 20%

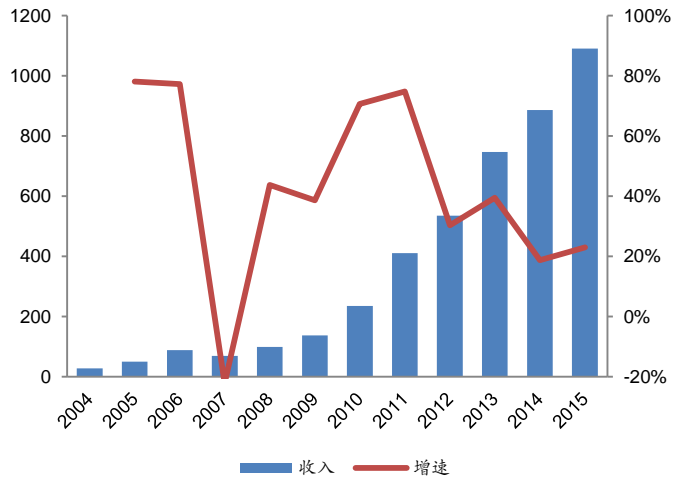
以上。在健康消费的背景下，在老龄化、城镇化的驱动下，行业未来有望延续增长。老龄化方面，截至2015年底，我国65岁以上人口占比10.5%，根据联合国预测，我国2020年老龄人口占比将达16.9%；城镇化方面，目前我国城镇化率为54%。按照国家城镇化规划，2020年城镇化率将达到60%。老龄化、城镇化将有效拓展保健品潜在消费人群。

图表 15 购买保健品的主要因素



资料来源：慧聪研究、华安证券研究所

图表 16 营养保健品行业收入与增速



资料来源：wind、华安证券研究所

2.3.2 婴幼儿乳品行业成为驱动行业成长的又一推力

目前，我国婴儿出生率维持在12‰左右的低位，每年新出生人口在1600-1700万，15岁以下人口比重从20世纪60年代的40%下降到目前的17%左右。目前，国家已全面放开二胎，未来80-90年代的二代婴儿潮人口逐渐进入生育期，新生儿人口总量有望反弹。

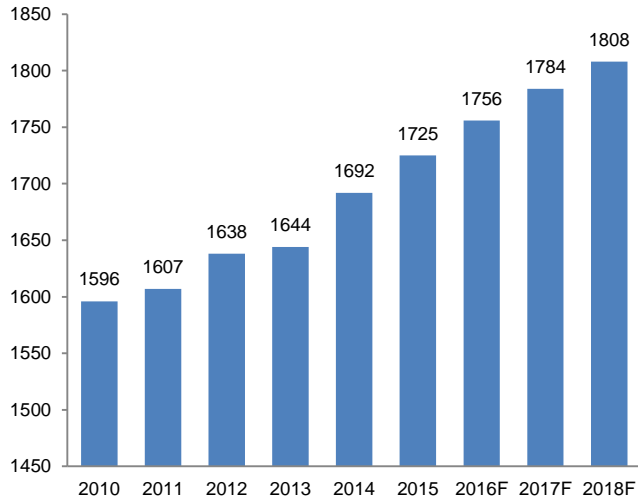
二胎政策红利，进一步刺激我国婴幼儿奶粉行业需求增长，奶粉作为育儿支出最大的领域，成为全面二胎放开的最大受益者，国内婴幼儿奶粉市场规模在未来3年将稳步提升。伴随母乳喂养率下降与毒奶粉事件后，国内婴幼儿奶粉价格尤其是进口奶粉价格普遍上涨，中国婴幼儿奶粉市场规模持续上扬。2013年后，母婴用品渠道渗透率的提高、移动互联网的推动，以及消费方式的升级进一步驱动婴幼儿奶粉销售增长。伴随2016年二孩政策的全面放开，国内婴幼儿奶粉市场将迎来销售小高峰。预计2018年中国婴幼儿奶粉市场规模将达到1297亿元人民币。

较低母乳喂养率下，新生儿数量回升将拉动婴幼儿奶粉需求，未来婴幼儿奶粉需求量增速稳定。母乳喂养率和新生儿数量直接影响婴幼儿奶粉需求量。我国0-6个月纯母乳喂养率仅30%，二胎全面放开带来的新生儿增量与曾出现过小波生育高峰的85后逐步进入生育期，可以预计未来5年婴幼儿奶粉需求量增速稳定。

婴幼儿奶粉需求量稳定增长将释放低聚半乳糖市场需求。未来几年，中国每年的新生儿数量接近2,000万，0-3岁的婴幼儿总数达到6,000万-7,000万，我国婴幼儿配方奶粉每年约有80万吨以上市场需求。按目前低聚半乳糖在婴幼儿

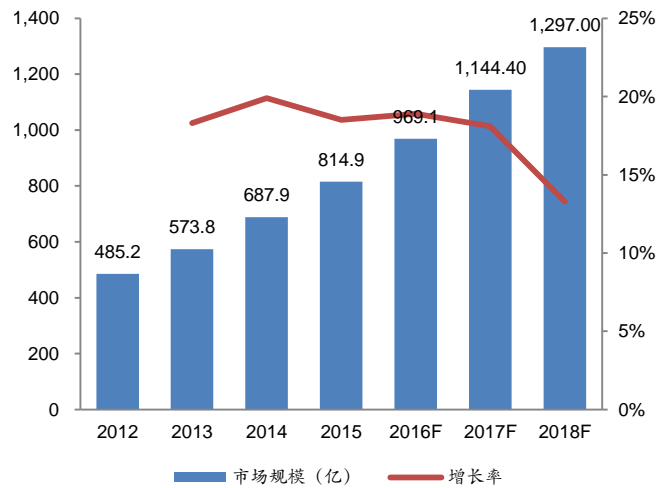
配方奶粉的添加量一般在 1.5~2.5% 之间计算，低聚半乳糖的年需求量在 1.5 万吨左右，而国内的产能不足 2,500 吨，远不能满足国内需求，大部分需求仍将由进口产品来满足，目前我国进口低聚半乳糖的原产国包括荷兰、日本、韩国等，日本的年产量也只在 7,000 吨左右，因此，单是婴幼儿配方奶粉的市场，低聚半乳糖将会有相当大的发展空间。

图表 17 新生儿数量预测 (万)



资料来源：易观智库、华安证券研究所

图表 18 婴儿奶粉市场规模预测



资料来源：易观智库、华安证券研究所

3 细分市场小龙头，健康产业大未来

3.1 细分市场龙头，技术领先，产品齐全

公司是益生元市场的龙头企业之一。在低聚果糖领域，公司市场占有率超过 40%，是该领域的第一品牌。在低聚半乳糖领域，目前国内量产的厂商只有量子高科和云浮新金山两家，云浮新金山占据约 60% 的市场，公司占据 40%，处在寡头垄断地位。

公司具备国内领先的核心技术。公司已掌握技术难度高的高纯度 (95% 以上) 粉状低聚果糖的产业化技术，是国内低聚果糖产销量最大的厂家，是国内少数一两家可以规模化生产高纯度 (95% 以上) 低聚果糖的企业。同时，公司掌握了国内领先的固定化细胞和固定化酶生产低聚半乳糖的产业化技术，为国内唯一一家同时具有高纯度低聚果糖和低聚半乳糖产业化技术并实现规模化生产的企业，占据了益生元生产技术的制高点。

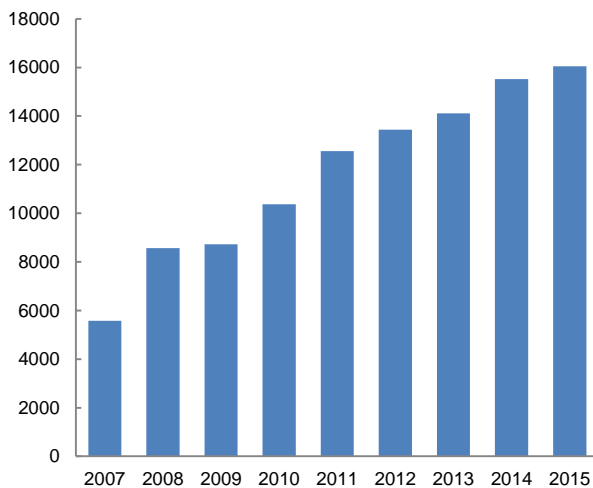
公司具备明显的产品组合优势。目前，国内大部分低聚果糖生产厂家的产品纯度低，产品单一，无法满足产品多样化的需求。而公司的低聚果糖系列产品，覆盖了目前市场上不同形态 (浆状、粉状)、不同纯度 (50%~95%) 产品，产品线丰富，品类齐全，适用范围广，为国内低聚果糖产品体系最为齐全的生产厂家，能适应各种不同领域客户不同类别或个性化的需求。

3.2 传统产品稳步增长，新产品快速崛起

近年，公司主要产品收入稳步增长，新产品销量快速崛起。公司现有主要产品有三块：(1) 为下游企业客户提供益生元产品作为客户的原料和配料；(2) 直接向消费者提供的功能性食品——“阿力果”；(3) 生和堂龟苓膏。传统的原料和配料类产品销售收入总体稳定，其中公司的拳头产品低聚果糖销售稳步增长，年均增长率接近 15%，低聚半乳糖起步较晚目前销售稳定；2014 年，公司与上海幸福九号网络科技有限公司共同推广“阿力果”，2015 年阿力果的营业收入增长 128.89%，未来有望成为公司旗下又一拳头产品；龟苓膏目前由子公司生和堂经营，市场销售局面良好，近三年复合增速 16.52%。

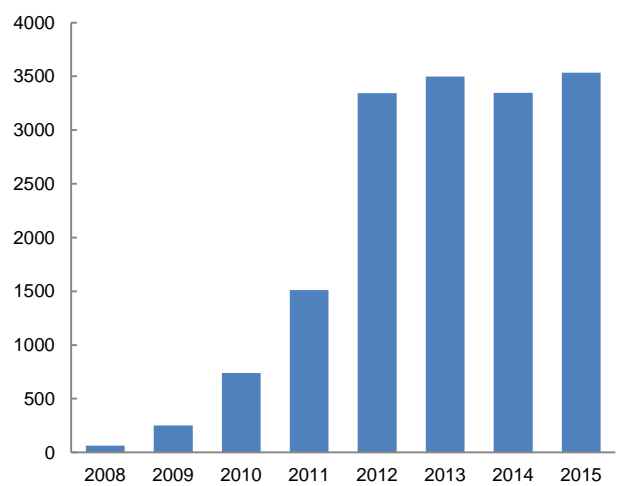
我们认为，多元化的产品结构一方面有助于公司发挥产品之间的协同效应，利用不同品种、规格的产品满足不同细分市场的需求，从而扩大销售量，提高公司的产品竞争力；另一方面也能够降低公司对单一产品的依赖性，提高公司经营稳定性。

图表 19 低聚果糖收入 (万)



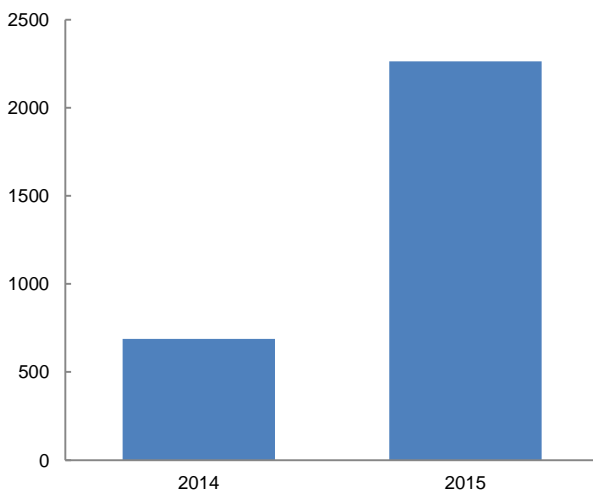
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 20 低聚半乳糖收入 (万)



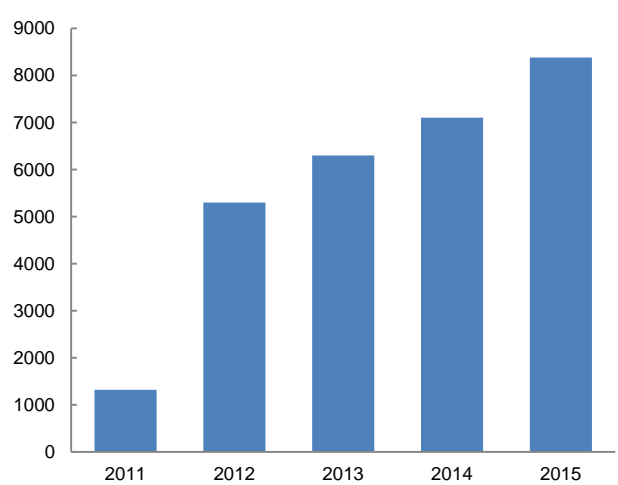
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 21 阿力果收入 (万元)



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 22 龟苓膏收入 (万)



资料来源：wind、华安证券研究所

3.3 技术实力过硬，盈利能力提升

公司的主要生产原料是白砂糖，按照公司的成本结构分析，白砂糖占公司成本的最大比重。2014 年白砂糖占据 45.51% 的成本，而 2015 年减少至 38.34%，公司凭借过硬的技术，加大的节约了生产成本，提升了产品的毛利率。2011-2015 年间，公司毛利率不断提高，公司盈利能力有保障。

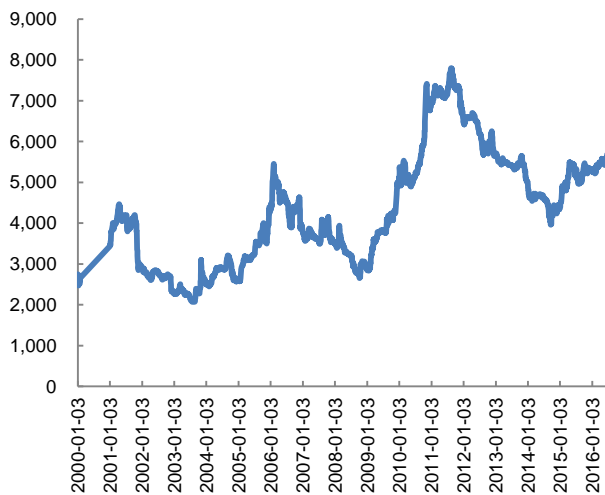
难能可贵的是，从我们跟踪白砂糖价格发现，从 2015 年开始，糖价进入了新一轮上涨区间。原材料价格的上涨并没有拖累公司，增加公司的生产成本，反而下降了-5.13%。由此可见：（1）公司技术实力雄厚，技术改革力度大，生产效率提高使得原材料消耗量减小；（2）公司成本管控比较到位。

图表 23 公司营业成本构成

类别	项目	2015 年		2014 年		同比增减
		金额	比重	金额	比重	
益生元系列	直接材料	62,341,112.98	38.34%	65,712,701.61	45.51%	-5.13%
	燃料及动力	8,507,895.75	5.23%	7,537,988.30	5.22%	12.87%
	直接人工	7,625,581.01	4.69%	7,264,697.01	5.03%	4.97%
	制造费用	19,683,453.67	12.11%	17,146,014.65	11.87%	14.80%
	合计	98,158,043.41	60.37%	97,661,401.57	67.63%	0.51%
其他产品		64,441,670.11	39.63%	46,738,351.16	32.37%	37.88%

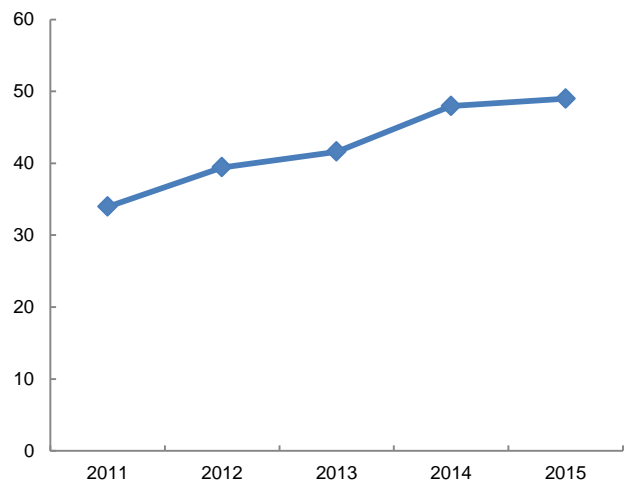
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 24 白砂糖价格



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 25 毛利率 (%)



资料来源：wind、华安证券研究所

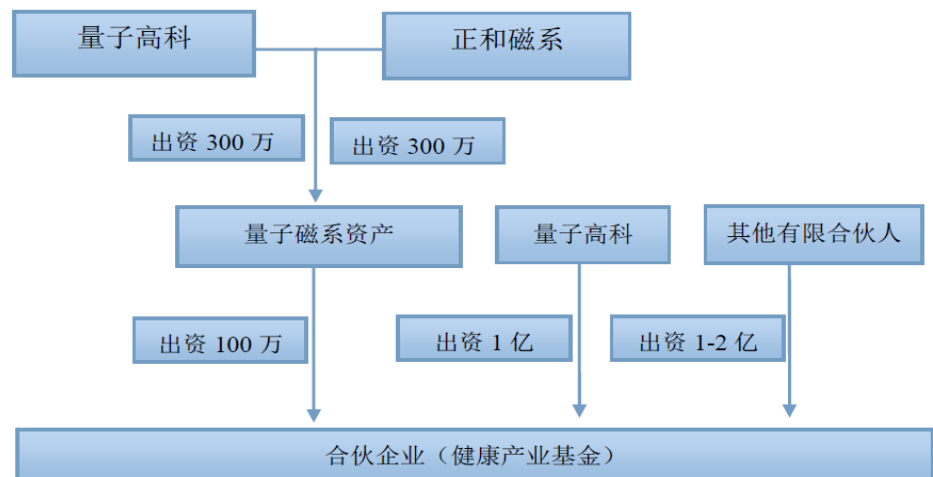
3.4 设立产业并购基金，健康产业布局存期待

2015 年 5 月 28 日，公司与北京正和磁系资产管理有限公司合作设立北京量子磁系资产管理有限公司，量子磁系资产注册资本为 600 万元，量子高科和正和

磁系各占 50% 的股权。以该量子磁系资产管理有限公司成立北京量子磁系健康产业投资合伙企业（有限合伙），量子高科作为有限合伙人认缴出资 1 亿元，并由该有限合伙企业为主体以非公开募集方式向其他有限合伙人募资，北京量子磁系有限合伙非公开方式募资规模拟定上限为 3 亿，拟定下限为 2 亿元，主要用于进行健康产业行业相关领域的投资。

我们认为，公司设立产业基金，有利于加快自身益生元及微生态健康产业布局与发展，培养优质项目，形成自己成熟的投资模式，同时储备更多并购标的，为公司未来的健康产业发展做战略布局。

图表 26 健康产业基金架构图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们认为，益生元行业处于市场爆发的初期，未来市场空间足够大，公司作为龙头企业，望最大限度的分享市场红利。近年来，公司凭借其持久的创新力，不断地进行技术革新，产品结构不断优化，盈利能力显著提升。我们预计，2016-2018 年公司营业收入 3.82 亿、4.59 亿、5.51 亿，净利润 0.72 亿、0.84 亿、0.95 亿，EPS 为 0.17、0.2、0.22，考虑到公司的并购预期，给予“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	464	569	684	812	营业收入	319	382	459	551
现金	50	109	173	249	营业成本	163	180	211	248
应收账款	37	53	69	74	营业税金及附加	4	4	5	7
其他应收款	1	11	6	9	销售费用	40	56	71	94
预付账款	16	19	23	28	管理费用	50	59	76	94
存货	25	30	38	42	财务费用	-2	-1	-2	-3
其他流动资产	335	347	373	410	资产减值损失	1	3	2	2
非流动资产	292	267	236	200	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	148	139	130	120	营业利润	69	81	96	110
无形资产	47	44	41	38	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	77	65	46	23	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	756	836	920	1,012	利润总额	70	82	97	110
流动负债	30	34	39	42	所得税	10	11	15	17
短期借款	0	0	0	0	净利润	61	70	82	94
应付账款	13	15	19	20	少数股东损益	1	-2	-2	-1
其他流动负债	18	19	21	22	归属母公司净利润	59	72	84	95
非流动负债	2	4	9	17	EBITDA	88	93	107	119
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.17	0.20	0.22
其他非流动负	2	4	9	17					
负债合计	32	38	49	59					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	422	422	422	422	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
资本公积	78	98	108	118	成长能力				
留存收益	224	278	341	414	营业收入	13.33%	20.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东权	724	798	871	954	营业利润	53.40%	17.74%	18.86%	13.65%
负债和股东权益	756	836	920	1,012	归属于母公司净利润	46.13%	21.52%	16.77%	12.14%
					获利能力				
					毛利率(%)	48.97%	53.00%	54.00%	55.00%
					净利率(%)	18.66%	18.90%	18.39%	17.19%
					ROE(%)	8.39%	8.80%	9.46%	9.82%
					ROIC(%)	15.10%	11.35%	11.29%	12.03%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	4.26%	4.52%	5.29%	5.79%
					净负债比率(%)	-0.76%	-9.57%	-15.55%	-20.98%
					流动比率	15.36	16.79	17.35	19.30
					速动比率	14.52	15.92	16.37	18.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.48	0.52	0.57
					应收账款周转率	7.18	9.85	8.77	8.56
					应付账款周转率	16.74	28.01	27.58	28.31
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.17	0.20	0.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.14	0.18	0.21
					每股净资产(最新摊薄)	1.71	1.89	2.06	2.26
					估值比率				
					P/E	125.3	103.1	88.3	78.7
					P/B	10.3	9.3	8.6	7.8
					EV/EBITDA	82.97	79.63	68.76	61.57

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。