

食品饮料

证券研究报告
2019年06月12日

二次加速：益生菌开启阿尔法投资黄金十年

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com
刘宸倩 联系人
liuchenqian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业点评:政策加持,国产奶粉迎来转机——《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》点评》2019-06-06
- 2 《食品饮料-行业专题研究:协同共赢:从海内外案例看白酒并购的过去与未来》2019-02-14
- 3 《食品饮料-行业投资策略:食品饮料行业2018年中期策略:强化布局调味品,继续白酒阿尔法机会》2018-07-19

益生菌产业内涵丰富，应用场景广阔

益生菌是“经适量服用后，有益于其宿主健康的活的微生物”，其种类丰富，特征差异明显，仅人体内的益生菌就超过400种，研究表明益生菌的健康功能较为优异。1935年，益生菌产业化起步，随后的数十年间，益生菌的行业应用不断繁荣丰富，发展至今，益生菌的应用已经涵盖发酵食品、膳食补充剂、保健品添加剂、动物饲料添加剂等多个方面。从全球范围看，与食品相关的益生菌产品主要包括发酵乳制品、饮料、保健食品、糖果零食四大类。

益生菌市场体量充裕，国内空间较大

我国益生菌行业正处于快速增长阶段，国内需求空间仍在扩大。1) 2017年我国益生菌行业市场规模达460亿元，预计到2022年将突破896亿元，年平均增速约14%。益生菌行业正处于快速增长期，在大健康产业中属于消费群体增长速度较快的行业。2) 鉴于益生菌的优异健康功能定位和我国人均可支配收入与医疗保健支出占比双增长，加之益生菌产品品类多，益生菌消费的需求人群范围变得更加广泛，不仅是儿童、老年人，现在年轻人也开始注重补充益生菌。这不仅带动了大健康产业领域消费体量的增长，也标志着益生菌行业的广阔市场前景。

老牌益生菌企业丹尼斯克的发展历程

从丹麦企业丹尼斯克的成长历程看，外延式并购是公司扩大规模，丰富产品线，成为一站式食品添加剂供应商的重要推力。公司把技术研发定位为“火车头”，益生菌品牌的积极建设与维护是丹尼斯克成为世界领先的酸奶发酵菌种、益生菌菌种生产商的主要驱动因素。

看好益生菌细分龙头成长空间

消费者主要关注益生菌产品的健康功效，而其健康功能的起效需要一定数量（通常认为产品中不低于 10^7 cfu/g或 10^7 cfu/mL）和活性的活菌安全到达小肠或者结肠部位。因此，益生菌产业的核心要素是菌种的获得、稳定制剂的加工等。我们重点推荐伊利股份、江中药业（医药组覆盖）、安记食品，关注H&H国际控股、汤臣倍健。

1) 伊利酸奶产品种类丰富、益生菌浓度高，经临床实验证明，“畅轻”双效调节作用表现突出，近期伊利宣布已成功自主研发出专属益生菌菌种BL-99；2) 江中集团（医药组覆盖）积极投入益生菌产品研究开发，并取得优异成果，核心大单品江中牌乳酸菌素片毛利率较高且稳定；3) H&H国际控股旗下合生元益生菌冲剂（儿童型）选用高品质菌株，益生菌+益生元组合更有利于益生菌的存活与繁殖；4) 汤臣倍健通过并购澳洲知名益生菌企业LSG，快速强化益生菌模板，双方在产品与业务层面的协同效应有望为汤臣倍健发掘新的增长机会；5) 安记食品于2018年与杜邦公司合作推出依臣益生菌固体饮料，杜邦菌株优势明显，产品使用人群广，看好未来益生菌固体饮料放量。

风险提示：上游供应商提价风险，行业增长不达预期，食品安全问题，食品、保健食品等不能替代药物，无疾病预防、治疗功能

内容目录

1. 行业概况：产业内涵丰富，应用场景广阔.....	4
1.1. 基本概念：性能类别多样，健康功能较优.....	4
1.2. 产业应用：行业历史悠久，应用场景丰富.....	5
2. 市场分析：市场体量充裕，国内空间较大.....	6
2.1. 消费潜力：潜在需求旺盛，商业化可行度高.....	6
2.2. 市场现状：行业蓬勃发展，未来空间充足.....	8
3. 老牌益生菌企业丹尼斯克的发家之路.....	9
3.1. 一站式食品添加剂供应商.....	9
3.2. 全球益生菌产业领跑者.....	9
4. 重点企业投资分析：看好益生菌细分龙头成长空间.....	10
4.1. 伊利股份：乳制品龙头企业，酸奶新品增长强劲.....	10
4.2. 江中药业（医药组覆盖）：单品业绩突破，产品前景可期.....	11
4.3. 汤臣倍健：并购强化益生菌模块，补足产品线布局.....	12
4.4. 健合控股：国内早批益生菌企业，双主业驱动发展.....	13
4.5. 安记食品：复合调料研发制造引领者，看好益生菌新生业务.....	14

图表目录

图 1：部分常见益生菌列举.....	4
图 2：益生菌相关知名企业“养乐多”发展历程.....	5
图 3：2000 年后我国国民生产总值变动情况（单位：万亿元）.....	6
图 4：我国人均可支配收入、医疗保健消费支出及占比（单位：万元）.....	6
图 5：中英美三国人均医疗卫生支出对比（单位：美元）.....	7
图 6：2013-2018 年我国人口结构变动情况.....	7
图 7：我国体检人群部分慢性病患病情况.....	7
图 8：2010-2017 年中国市场酸奶及牛奶销售额（单位：亿元）.....	8
图 9：养乐多近 10 年业绩变动情况（单位：亿日元）.....	8
图 10：丹尼斯克产品应用列示.....	9
图 11：丹尼斯克 HOWARU 益生菌健康功效.....	错误!未定义书签。
图 12：伊利股份历年业绩变动情况（单位：亿元）.....	10
图 13：伊利部分酸奶类产品列示.....	10
图 14：伊利液体乳业务业绩情况（单位：亿元）.....	11
图 15：江中药业历年业绩情况（单位：亿元）.....	11
图 16：江中药业部分核心单品列举.....	11
图 17：江中药业毛利率与消化系统产品占比.....	11
图 18：江中牌乳酸菌素片产销量变动情况（单位：万盒）.....	12
图 19：江中牌乳酸菌素片收入利润情况（单位：亿元）.....	12
图 20：汤臣倍健历年业绩情况（单位：亿元）.....	12
图 21：LSG 与汤臣倍健近三年毛利率.....	13

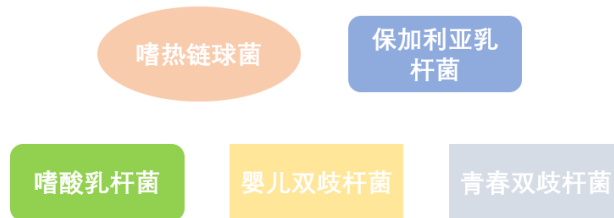
图 22: H&H 历年业绩情况 (单位: 亿元)	13
图 23: 成人营养及护理用品占比	13
图 24: 益生菌业务盈利情况 (单位: 亿元)	13
图 25: 合生元儿童益生菌产品列示	13
图 26: 安记食品业绩 (单位: 亿元)	14
图 27: 女性益生菌固体饮料列示	14
图 28: 五类依臣益生菌固体饮料列示	14
表 1: 部分常见益生元列举	4
表 2: 卫计委规定可用于食品的菌种名单	4
表 3: 可用于保健食品的益生菌菌种名单	6
表 4: 部分益生菌相关食品、保健品、药品价格 (单位: 元)	8
表 5: 丹尼斯克的并购历程 (仅列举几个经典例子)	9

1.行业概况：产业内涵丰富，应用场景广阔

1.1. 基本概念：性能类别多样，健康功能较优

益生菌是对健康有益的活微生物：据联合国粮农组织（FAO）和世界卫生组织（WHO）定义，益生菌是“经适量服用后，有益于其宿主健康的活的微生物”。其定植于人或动物肠道、生殖系统内，对人体稳态起调节作用，通过抑制有害菌增殖、促进营养物质吸收、代谢合成营养物质等途径对宿主健康产生重大影响。

图 1：部分常见益生菌列举



资料来源：益生菌防治消化系统疾病的应用研究进展，中国知网，天风证券研究所

自 1857 年巴斯德发现乳酸菌以来，益生菌特性及功效研究不断深化丰富。1908 年，俄国科学家、诺奖得主梅契尼科夫提出“酸奶长寿理论”，认为酸奶中的乳酸杆菌会抑制有害微生物增殖，延长人体寿命，益生菌保健功能受到追捧。1995 年，国际“益生元之父”吉布森将“刺激特定有益菌群生长、活性的非消化性食物成分”定义为益生元，为增益肠道有益菌群提供又一路径。此外，膳食纤维对益生菌生长起促进作用，益生菌影响膳食纤维肠道内发酵模式等相关研究也在不断细化深入。

表 1：部分常见益生元列举

类别	名称
低聚糖类	低聚异麦芽糖、低聚果糖、甘露低聚糖、低聚壳聚糖、低聚木糖、低聚半乳糖、大豆低聚糖、水苏糖、棉子糖
多糖类	抗性淀粉、云芝多糖、菊粉、葡聚糖
天然植物提取物	甘蔗低聚寡糖
多元醇类	甘露醇、木糖醇、乳糖醇、山梨醇

资料来源：《中国果菜·益生元在食品工业中的应用研究》，天风证券研究所

益生菌种类丰富，特征差异鲜明：人体内的益生菌超过 400 种，其中 20 种在人体内长期定植，根据其生物学特性可分为三大类：

- （1）乳酸杆菌属：肠道内的优势菌群，因发酵糖类生成乳酸而得名。目前已报道的乳酸杆菌有 56 种，常用的约 10 种，包括干酪乳杆菌、嗜酸乳杆菌、德氏乳杆菌保加利亚种等；
- （2）双歧杆菌属：因菌体末端分叉而得名，在人体肠道内的数量随人体年龄增长而下降，与许多病理、生理现象相关，常见菌种有婴儿双歧杆菌、青春双歧杆菌、长双歧杆菌等；
- （3）部分革兰氏阳性球菌：嗜热链球菌、乳球菌、中介链球菌等，在发酵乳制品和微生物制剂中应用较为广泛。此外，部分真菌亦被归入益生菌范畴。

表 2：卫计委规定可用于食品的菌种名单

属名	名称	属名	名称
双歧杆菌属	青春双歧杆菌	乳杆菌属	嗜酸乳杆菌
	动物双歧杆菌		干酪乳杆菌
	两歧双歧杆菌		卷曲乳杆菌
	短双歧杆菌		德氏乳杆菌保加利亚种
	婴儿双歧杆菌		德氏乳杆菌乳亚种
	长双歧杆菌		发酵乳杆菌

链球菌属	嗜热链球菌		格氏乳杆菌
丙酸杆菌属	费氏丙酸杆菌谢氏亚种		瑞士乳杆菌
	产丙酸丙酸杆菌		约氏乳杆菌
乳球菌属	乳酸乳球菌乳酸亚种		副干酪乳杆菌
	乳酸乳球菌乳脂亚种		植物乳杆菌
	乳酸乳球菌双乙酰亚种		罗伊氏乳杆菌
葡萄球菌属	小牛葡萄球菌		鼠李糖乳杆菌
	木糖葡萄球菌		唾液乳杆菌
	肉葡萄球菌		清酒乳杆菌
片球菌属	乳酸片球菌	芽孢杆菌属	凝结芽孢杆菌
	戊糖片球菌	明串球菌属	肠膜明串珠菌肠膜亚种
马克斯克鲁维酵母			

资料来源：卫生部办公厅，天风证券研究所

益生菌健康功能较为优异：研究表明，益生菌具有维护消化系统健康，促进营养物质吸收，提高免疫力等多种功能特性：

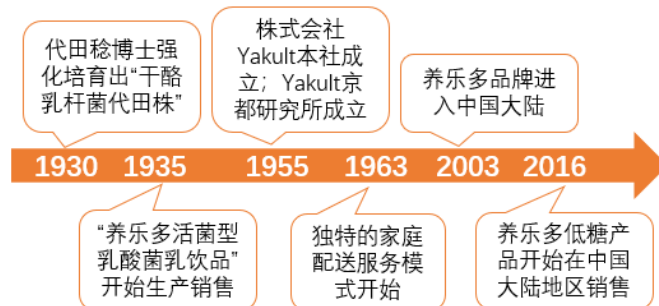
- (1) **益生菌维护消化系统健康：**补充益生菌可改善肠道菌群结构，阻止致病菌的入侵、粘附和定植，减少有毒物质的生成，从而起到预防肠道疾病的作用；
- (2) **生成营养物质或促进营养物质吸收：**益生菌在体内可直接或间接产生维生素、氨基酸、短链脂肪酸等营养物质，并产生多种酶或酸类促进乳糖、钙、蛋白质的吸收；
- (3) **提高人体免疫力：**益生菌群及其代谢产物可刺激淋巴细胞，促进产生能抗同类病原菌的抗体，调节机体的免疫应答机制，增强机体免疫能力。

但值得注意的是，益生菌上述健康功能的起效是建立在有一定数量（通常认为产品中不低于 10^7 cfu/g 或 10^7 cfu/mL）和活性的活菌安全到达小肠或者结肠这个基础上的，并且需要保证这些益生菌在宿主体内保持正常活性和代谢。而益生菌在到达肠道之前会暴露于胃液和胆汁内，这些酸性较强的环境导致大部分菌群在到达小肠或者结肠前就已死亡，因此需要采取有效措施保护益生菌的活力。

1.2. 产业应用：行业历史悠久，应用场景丰富

1935 年，益生菌产业化起步，乳酸菌饮料“养乐多”问世。随后数十年间，益生菌的行业应用不断繁荣丰富。1983 年，日本明治药业实现低聚果糖的工业化生产，是首个产业化的益生元产品。1988 年，丹麦汉森实验中心研发出直投式酸奶发酵剂，保证酸奶发酵的稳定品质。

图 2：益生菌相关知名企业“养乐多”发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前国内上游原料由美国杜邦丹尼斯克、丹麦科汉森等少数企业垄断，下游产业应用场景广泛，涉及多类别领域：

(1) 益生菌发酵食品及食品添加剂：常见益生菌发酵食品包括酸奶、乳酸菌饮料等发酵乳制品和泡菜、纳豆等风味食品，此外还有乳酸酒、食醋等。除发酵功用外，益生菌还可作为食品添加剂，添加到糖果、冰淇淋、烘焙食品中，为食物提供特殊风味和营养；

(2) 益生菌膳食补充剂及保健品、药品：益生菌常被添加于婴儿、孕妇及中老年奶粉中，利于肠道菌群平衡。益生菌保健品除了片剂、胶囊、颗粒剂等传统剂型外，还出现了口香糖、牙膏等新形式产品。常见益生菌保健品、药品包括合生元益生菌冲剂、复方嗜酸乳杆菌片等；

表 3：可用于保健食品的益生菌菌种名单

名称	拉丁名
两歧双歧杆菌	Bifidobacterium bifidum
婴儿双歧杆菌	Bifidobacterium infantis
长双歧杆菌	Bifidobacterium longum
短双歧杆菌	Bifidobacterium breve
青春双歧杆菌	Bifidobacterium adolescentis
德氏乳杆菌保加利亚种	Lactobacillus delbrueckii subsp.bulgaricus
嗜酸乳杆菌	Lactobacillus acidophilus
干酪乳杆菌干酪亚种	Lactobacillus casei subsp.Casei
嗜热链球菌	Streptococcus thermophilu
罗伊氏乳杆菌	Lactobacillus reuteri

资料来源：《中国食品卫生杂志》，天风证券研究所

(3) 益生菌动物饲料添加剂：益生菌也被用于动物饲料，调节禽畜肠道菌群并抑制肠道内致病菌生长。益生菌还可改善奶牛瘤胃微环境，增加肠道有益菌群，提高奶牛产奶量。

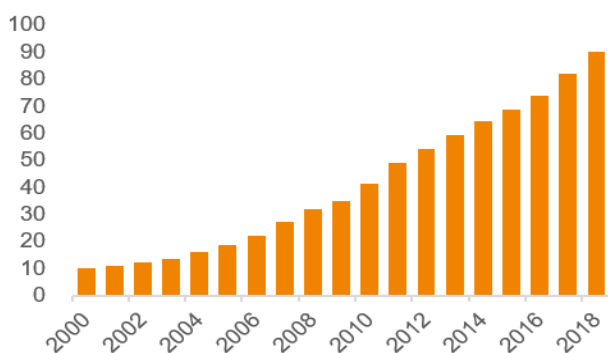
(4) 益生菌果蔬发酵液：益生菌在发酵果蔬方面的最早应用是泡菜，发酵后的泡菜酸甜可口，营养丰富，富含益生菌和天然植物化学物，具有良好的保健功能。随着研究深入，采用益生菌生物发酵技术开发的具有特殊营养保健功能的发酵果蔬汁饮料相继面世，益生菌发酵不仅提升了果蔬制品的风味，更增加了果蔬制品的医疗保健作用。

2. 市场分析：市场体量充裕，国内空间较大

2.1. 消费潜力：潜在需求旺盛，商业化可行度高

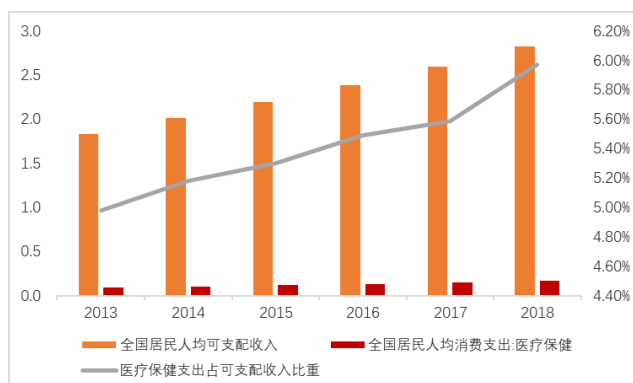
国民经济稳健增长，医疗保健需求旺盛：2018 年，我国国民生产总值达 90.03 万亿元，人均可支配收入 2.8 万元，两者均呈现相对稳健的增长趋势。同年，国内人均医疗保健消费支出达 1685 元。我国居民医疗保健消费支出在可支配收入中占比逐年增长，18 年相比 13 年增加了约 1pct，加之可支配收入的增长，我国居民人均医疗保健支出增长态势明显。

图 3：2000 年后我国国民生产总值变动情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

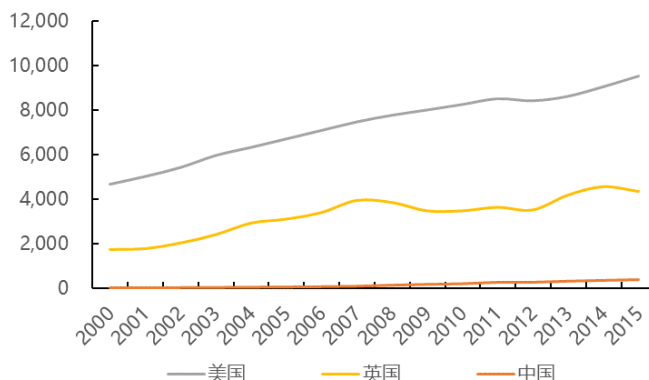
图 4：我国人均可支配收入、医疗保健消费支出及占比（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从世界银行各国人均医疗卫生支出数据来看，截至 2015 年，中国人均医疗卫生支出远低于以英国、美国为代表的欧美发达国家，中国未来在医疗保健需求方面存在较大增长潜力。

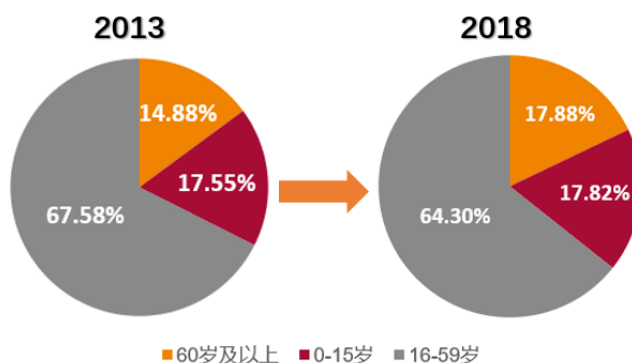
图 5：中英美三国人均医疗卫生支出对比（单位：美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

国家统计局数据显示，2018 年我国 60 岁以上老龄人口及 0-15 岁人口分别约为 2.49 亿人和 2.49 亿人，加和占全国人口总数的 35.7%。叠加医疗保健消费需求潜力、老幼人口比例增加、消费升级等多重因素，未来益生菌保健品及功能性食品消费需求有望提升。

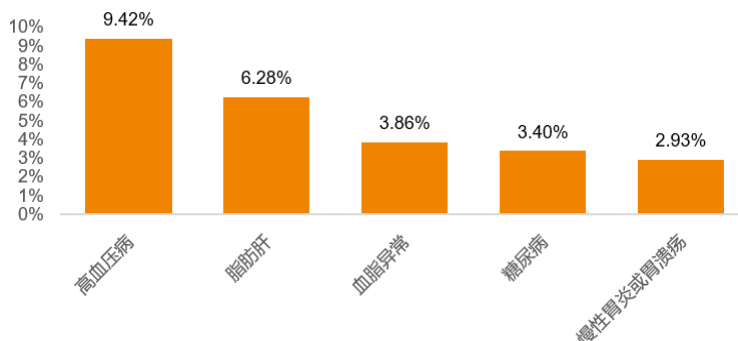
图 6：2013-2018 年我国人口结构变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

慢性病问题普遍，益生菌提供解决方案：我国慢性病导致的疾病负担约占总疾病负担的 70%，且慢性病患病比例居高不下。在高脂高热膳食结构及刺激性、不规律饮食习惯作用下，肥胖、心血管疾病以及胃炎、慢性肠炎等慢性疾病对居民造成了严重负担。然而，居民不合理的膳食习惯在短期内较难改变。

图 7：我国体检人群部分慢性病患病情况



资料来源：《中国健康管理与健康产业发展报告》，天风证券研究所

补充益生菌可改善肠道菌群结构，维护肠道稳态（谢莉敏，李丹等，2013），益生菌还可调控肠道对胆固醇和脂肪的吸收，促进血糖调节，增强胰岛素敏感性（孙倩，万向元等，2018）。同时，从消费成本看，常规的益生菌食品及补充剂成本均较低，性价比优势较强，对消费者不构成严重负担。

表 4：部分益生菌相关食品、保健品、药品价格（单位：元）

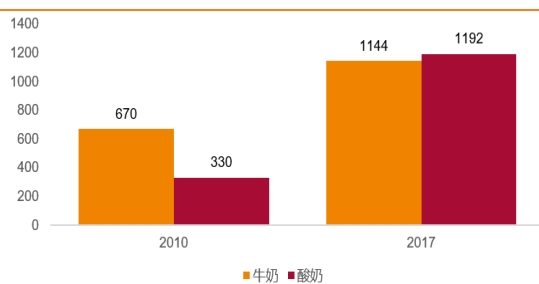
品名	价格
安慕希常温酸奶原味 205g*12 盒/礼盒装	62.90
合生元儿童益生菌冲剂原味 26 袋装	165.00
益君康复方嗜酸乳杆菌片 24 片装	40.00

资料来源：京东商城，天风证券研究所 注：商品价格为 19 年 6 月 9 日京东零售价

2.2. 市场现状：行业蓬勃发展，未来空间充足

益生菌市场规模较大，潜力充足：2017 年，全球益生菌市场规模已达 360 亿美元，其中我国益生菌行业市场规模达 460 亿元，预计到 2022 年将增长至 896 亿元，年平均增速约 14%，现处于快速增长期。从细分行业看，益生菌食品占比最高，且以发酵乳制品为主。2017 年，我国酸奶行业销售额达到 1192 亿元，同增 18%，首次超过牛奶。全球益生菌产品中，保健食品与药品占比 8.6%，根据 BCC Research 预测，2020 年全球益生菌膳食补充剂的市场价值将达到 88 亿美元。

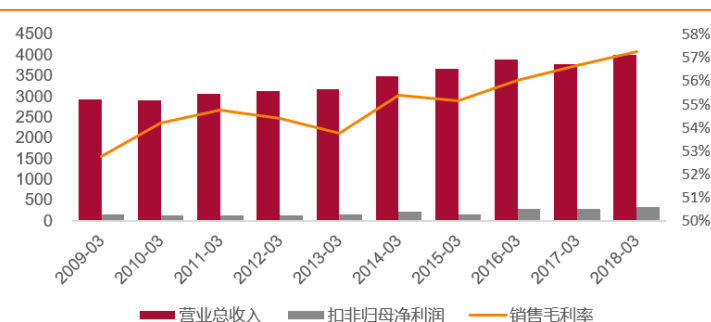
图 8：2010-2017 年中国市场酸奶及牛奶销售额（单位：亿元）



资料来源：界面新闻，欧睿咨询，天风证券研究所

利润空间充足，推动利润增长：近年我国酸奶行业毛利率在 35%-40%左右，优于普通白奶，且高端酸奶品类毛利率更高，高端份额扩张进一步推升利润率。乳酸菌饮料的平均毛利率在 30%左右，细分龙头养乐多的毛利率更是超过 50%。保健品方面利润较高，合生元益生菌业务毛利率在 70%以上，澳洲益生菌膳食补充剂品牌 Life-Space 毛利率也在 50%以上。原料方面，丹麦科汉森毛利率亦在 50%以上，净利率在 18%-20%左右。

图 9：养乐多近 10 年业绩变动情况（单位：亿日元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

益生菌塑造细分龙头，市值空间较大：17-18 财年，日本养乐多实现营收 4015.69 亿日元，截至 19 年 5 月 17 日市值约 1.15 万亿日元，在乳酸菌饮料细分市场影响力较强。作为益生菌原料巨头，丹麦公司科汉森 19 年 5 月 17 日市值达到 943 亿丹麦克朗。在对丹尼斯克的收购案中，杜邦公司于 2011 年斥资 334 亿丹麦克朗获得 92.2% 的丹尼斯克控股股份。随着益生菌行业迅速发展，未来可能出现更多大体量公司。

3. 老牌益生菌企业丹尼斯克的发家之路

3.1. 一站式食品添加剂供应商

丹尼斯克 (Danisco)公司(前称格林斯德公司)1924 年始创于丹麦,是世界上最大的食品配料生产商之一,生产销售乳化剂、复配功能性添加剂、香精、亲水胶体、天然保鲜剂、抗氧化剂、酶制剂、酸奶及益生菌种、功能性甜味剂等产品。公司的定位是“一站式食品添加剂供应商”,基于此定位公司大力发展多元化战略,先后设立十个产品分部,各个产品分类不断细分,努力满足不同客户需求,如公司乳化剂类产品在本世纪初就达到 250 多种,可用于 40 多种不同的用途。

图 10: 丹尼斯克产品应用列示



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2000 财年丹尼斯克集团有 10000 名雇员,年销售额达 235 亿丹麦克朗。公司在全球四十多个国家设有生产和销售公司,产品销往一百多个国家和地区。公司于 2002 年 9 月获适用于食品行业的道·琼斯全球可持续性发展指数第二名(第一名为联合利华食品),这是食品添加剂企业在该方面获得的最高荣誉。丹尼斯克公司对外积极并购,公司规模与产品范围逐渐扩大。

表 5: 丹尼斯克的并购历程(仅列举几个经典例子)

年份	并购对象
1998 年	科特公司食品科学部
2000 年	美国佛罗里达香精公司; 澳洲粮油属下的 Germantown 公司
2002 年	比利时百丽珑公司
2004 年	法国罗地亚公司食品配料部(全球第二大菌种公司)
2005 年	美国杰能科公司(全球第二大酶制剂公司)
2006 年	张家港市三惠化工有限公司(中国最领先的 CMC 生产商之一)

资料来源: 丹尼斯克食品配料——健康、安全、美味的追求, 中国知网, 天风证券研究所

3.2. 全球益生菌产业领跑者

在丹尼斯克众多产品分部中,酸奶及益生菌种业务优势突出。作为世界领先的酸奶发酵菌种和益生菌菌种生产商,丹尼斯克拥有多年的菌种和乳品发酵工艺研究经验,供应 HOWARU 优质益生菌系列和 FLORAFIT 益生菌系列,并利用冻干稳定性专利技术,保证益生菌的高存活率。丹尼斯克特有 ENTEROMLX 仿生试验技术,能模拟真实肠道系统,进行益生菌功效的深入研究。

丹尼斯克积极投入研发,在技术领域永远追求最现代化。公司拥有世界上最先进的乳品实验室,在 35 个国家设有研发中心。公司在益生菌研发方面全球领先,其益生菌产品,如 Bifidobacterium lactis HN019、Lactobacillus rhamnosus HN001 和 Lactobacillus acidophilus NCFM 均经多次临床研究证实具有改善肠道微生态环境,增强免疫功能等作用,三项菌株均申请了专利。

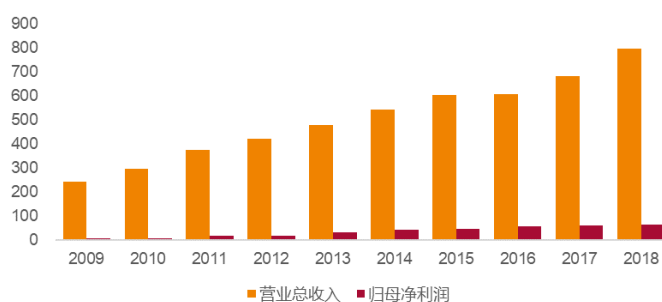
公司积极为 HOWARU 系列产品塑造独一无二的市场概念，注重建设并维护 HOWARU 品牌，采用多种推广方式增强市场认知：1) 以食品安全、人体健康为主题，选取顺口易识别且与健康挂钩的品牌名称：How are you?(HOWARU)；2) 通过两个可爱的卡通形象将品牌 IP 化；3) 链接消费者和专家的网站 www.howaru.com，使更多的消费者关注 HOWARU 品牌。

4. 重点企业投资分析：看好益生菌细分龙头成长空间

4.1. 伊利股份：乳制品龙头企业，酸奶新品增长强劲

作为我国乳制品龙头企业，伊利股份 2018 年实现营收 795.53 亿元，归母净利润 64.4 亿元，截至 19 年 5 月 17 日市值高达 1853.99 亿元，在荷兰银行发布的 2018 年度“全球乳业 20 强”榜单中蝉联亚洲第一。伊利一直在益生菌行业加速创新，于近期宣布第一株自主研发的专属益生菌菌种 BL-99 诞生，并推出益生菌酸奶“益消 BL-99”，布局功能性酸奶领域。

图 11：伊利股份历年业绩变动情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司现有“畅轻”、“每益添”、“益消”、“QQ 星”、“大果粒”、“帕瑞缇”等众多酸奶品牌。其中，“畅轻”每百克含 30 亿 A+BB 活性乳酸菌、“每益添”每百毫升含 300 亿活性乳酸菌、“益消”每千克含 10 亿 SABL 活性乳酸菌。尤其是伊利“畅轻”，是复合了三株益生菌的酸奶产品，包括乳双歧杆菌、长双歧杆菌和嗜酸乳杆菌，产品中双歧杆菌的活菌数在 10^7 cfu/g 以上、嗜酸乳杆菌在 10^6 cfu/g 以上。早在 2009 年，伊利“畅轻”就被临床实验证明其通畅肠道、促进吸收双效调节作用表现突出。

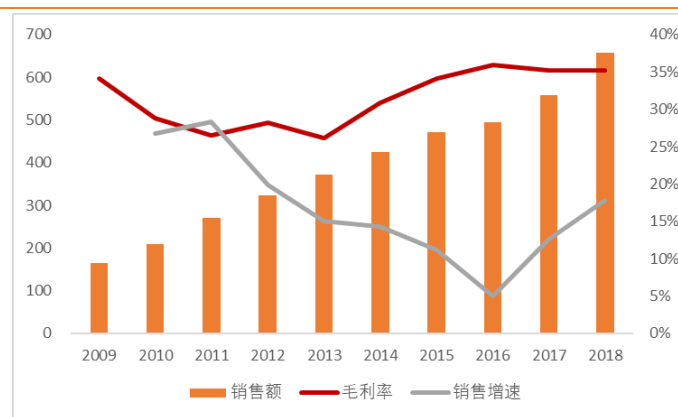
图 12：伊利部分酸奶类产品列示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

据伊利股份 2018 年财报披露，液体乳收入达到 656.79 亿元，同增 17.8%，毛利率为 35.2%。“安慕希”“畅意 100%”“畅轻”“Joy Day”销售收入同比增长 34.3%。2018 年公司核心单品“安慕希常温酸奶”销售额突破 170 亿元，创下新纪录，2019 年目标突破 200 亿。19 年 Q1，安慕希营收增长率为 25.5%。安慕希 2014 年上市销售，问世仅 5 年左右，安慕希的异军突起，代表了常温酸奶强劲的发展势头。

图 13：伊利液体乳业务业绩情况（单位：亿元）

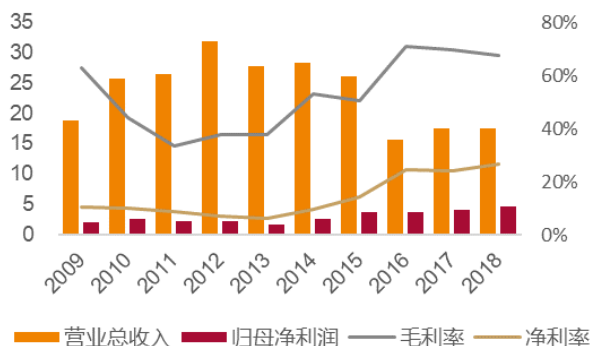


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 江中药业（医药组覆盖）：单品业绩突破，产品前景可期

江中药业是集非处方药、保健品的生产、研发与销售于一体的大型制药企业。江中集团多年致力于胃肠道消化产品研究，早在 1994 年就推出中国首个销量过 10 亿的 OTC 单品——江中牌健胃消食片，2014 年进一步研制推出江中牌乳酸菌素片。2016 年与南昌大学等合作完成“果蔬益生菌发酵关键技术与产业化应用”项目并荣获国家科技进步二等奖。公司 2018 年实现营收 17.55 亿元，归母净利润 4.70 亿元。核心单品包括江中牌健胃消食片、乳酸菌素片、初元、参灵草等。其中，健胃消食片和乳酸菌素片两个产品主要治疗消化系统不适，属消化系统产品。

图 14：江中药业历年业绩情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

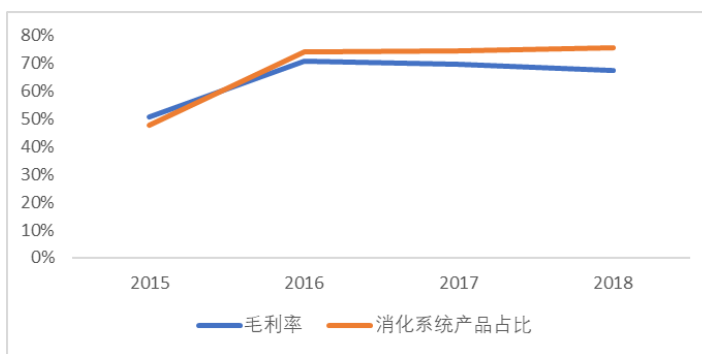
图 15：江中药业部分核心单品列举



资料来源：公司官网，天风证券研究所

受“两票制+营改增”以及并表范围减少的影响，2015年后，江中药业营业收入显著下降，但毛利率和净利率均高于2015年及以前年度，同时注意到2015年后消化系统产品占比大幅提升。公司主要产品中，消化系统产品毛利率最高，近四年均超过70%。

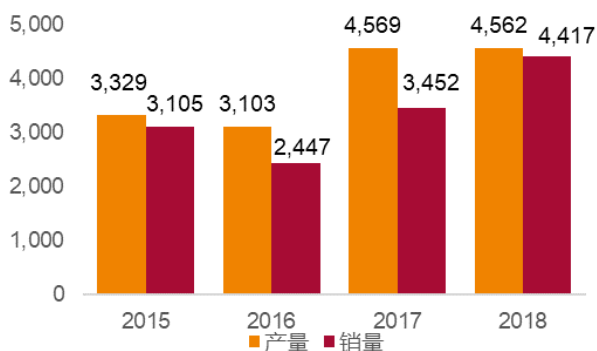
图 16：江中药业毛利率与消化系统产品占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

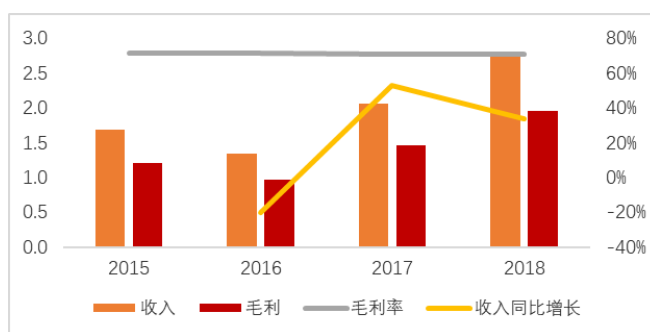
公司核心大单品江中牌乳酸菌素片由纯牛奶发酵，聚焦“菌群平衡，肠道调理”，定位肠道调理市场。2018年，该产品销售量达到4,417万盒，同比增加27.95%，实现了2.76亿元销售额，同比增加33.74%。该类大单品毛利率较高且稳定，近四年单品毛利率均在71%左右。

图 17：江中牌乳酸菌素片产销量变动情况（单位：万盒）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：江中牌乳酸菌素片收入利润情况（单位：亿元）

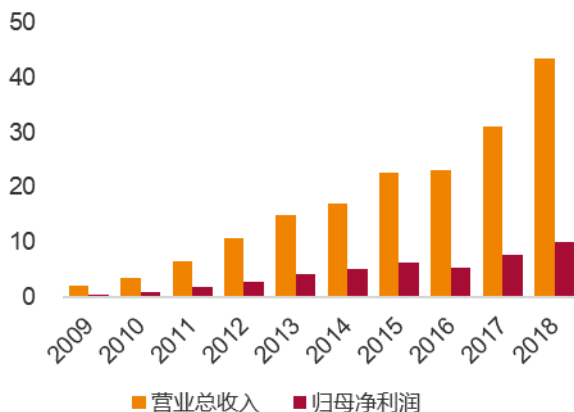


资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3. 汤臣倍健：并购强化益生菌模块，补足产品线布局

汤臣倍健作为中国膳食补充剂行业的领导企业之一，产品涵盖蛋白质、维生素、天然动植物提取物及其他功能性膳食补充食品。2018年，公司实现营收43.51亿元，归母净利润10.02亿元。截至2018年底，公司原料产地已遍及23个国家，共拥有144项保健食品批准证书及88款保健食品备案凭证。公司猴头菇乳酸菌固体饮料选用法国罗伊氏乳杆菌专利配方，配合中国传统药食猴头菇协同养护。

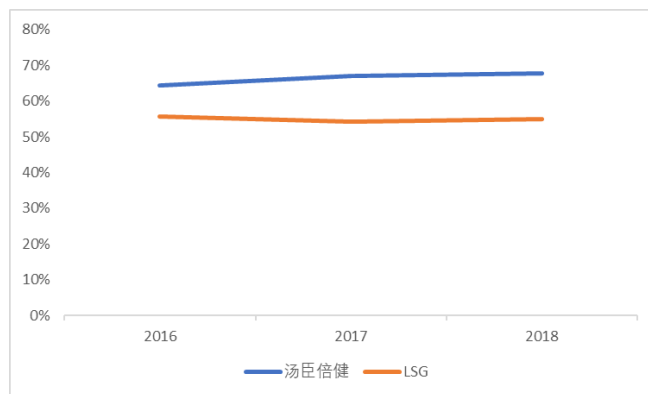
图 19：汤臣倍健历年业绩情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

汤臣倍健于 2018 年 8 月完成对 Life-Space Group Pty Ltd (简称 LSG) 的现金收购并取得控制权。LSG 是澳大利亚重要的益生菌产品厂商，旗下拥有约 26 种益生菌产品，针对各个年龄层消费群体。Life-Space 于今年 4 月正式进驻中国线下渠道，首批发售四款益生菌固体饮料，可食用人群覆盖面广。从短期来看，LSG 毛利率低于汤臣倍健，并表对公司 18 年毛利率和 19 年 Q1 毛利率有一定下拉影响。但从长期来看，这项收购将充分整合 LSG 在益生菌细分市场的资源与优势，借助汤臣倍健在药店、母婴店等线下销售渠道和电商等线上销售渠道的优势，实现双方在产品与业务层面的协同效应，发掘新的增长机会。

图 20: LSG 与汤臣倍健近三年毛利率

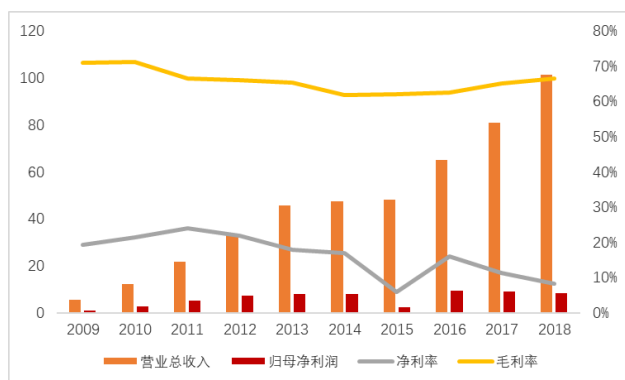


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

4.4. 健合控股: 国内早批益生菌企业, 双主业驱动发展

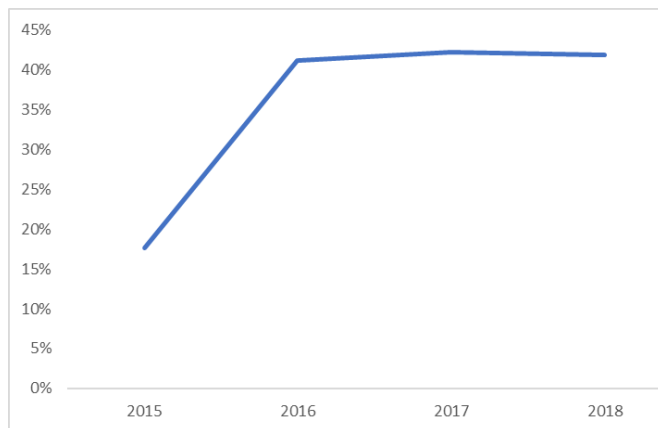
健合(H&H)国际控股有限公司(原名:合生元国际控股有限公司)是一家主要从事高端婴幼儿营养品制造及销售的投资控股公司,运营包括益生菌分部在内的五个业务分部。公司早在 2007 年就主打“益生菌”业务,2015 年公司通过收购控股了澳大利亚 VHMS 公司 Swisse,将业务拓展到成人营养护理,目前公司的业务分为婴幼儿营养护理(BNC)和成人营养护理(ANC)两大类,其中成人营养及护理用品的销售占比逐渐扩大,公司正实现婴幼儿成人双轨运行发展。公司 18 年实现营收 101.41 亿,归母净利润 8.44 亿。

图 21: H&H 历年业绩情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 成人营养及护理用品占比

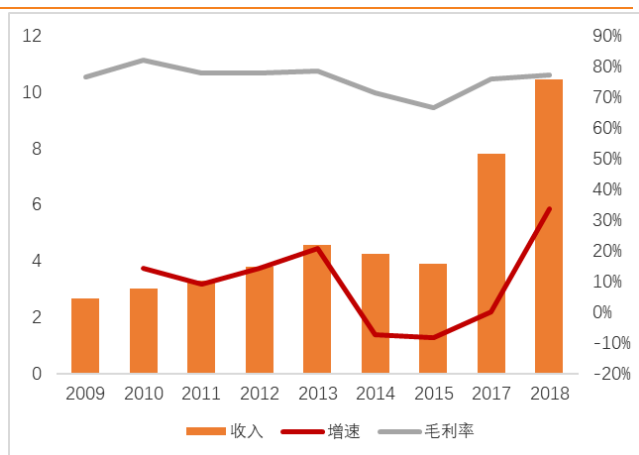


资料来源: wind, 天风证券研究所

合生元是全球婴童益生菌营养领先品牌,旗下明星单品为合生元益生菌冲剂(儿童型),每袋添加不少于 100 亿 CFU 的活性益生菌,包括瑞士乳杆菌、两歧双歧杆菌、婴儿双歧杆菌,这三种菌种获得多国临床和权威认证,合生元选用耐胃酸,耐胆汁,粘附力强的高品质菌株,益生菌+益生元组合更有利于益生菌的存活与繁殖。2018 年公司集团益生菌补充品的收入 10.45 亿元,与 2017 的 7.82 亿相比大幅增长 33.6%。

图 23: 益生菌业务盈利情况(单位:亿元)

图 24: 合生元儿童益生菌产品列示



资料来源: Wind, 天风证券研究所 注: 公司未披露 16 年益生菌业务情况

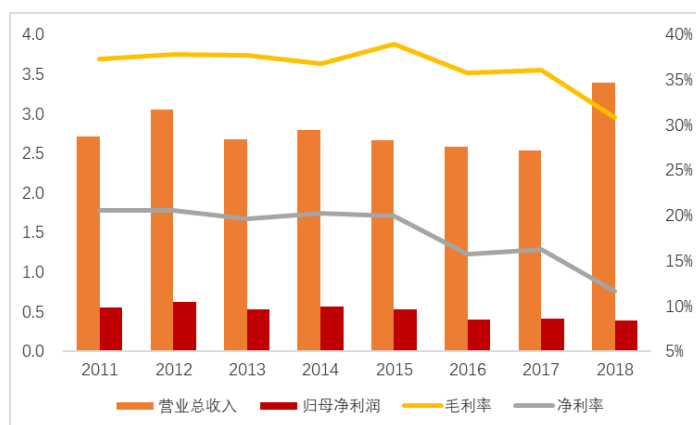


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

4.5. 安记食品: 复合调料研发制造引领者, 看好益生菌新生业务

安记食品专注于调味品的研发、生产和销售, 深耕调味料行业二十年, 已成为行业内风味型复合调料研发、制造的引领者。主要产品包括复合调味粉、天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤等五大类 500 多个品种。公司 2018 年实现营收 3.39 亿元, 同比增加 33.58%, 归母净利润 3948 万元, 同比下降 4.26%, 净利润的下降主要是一项未成功的海外并购产生的中介机构费用和所得税费用转回, 若扣除这两项影响, 净利润同比增长达 16.29%。

图 25: 安记食品业绩 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018 年公司进军营养保健食品行业, 开始培育益生菌品类、膳食补充剂。安记和美国顶尖科技企业杜邦公司合作推出依臣益生菌固体饮料, 分为肠道健康、女性版、儿童版、降三高、增强免疫力五类益生菌固体饮料, 满足不同人群需求。产品菌株来源于全球领先益生菌原料生产商杜邦公司, 杜邦拥有百年菌种研究生产经验、专利性冻干稳定技术, 保证菌种活力与稳定性。根据杜邦营养与健康益生菌消费者调查结果, 在中国, 益生菌膳食补充剂正获得更多女性关注, 女性益生菌是目前最具市场需求的益生菌类型, 安记针对女性细化分类的益生菌产品体现了对女性消费者需求的敏锐感知力。虽然 2018 年固体饮料营业收入占比还不到 1%, 但公司已完成海外益生菌品牌和中小型工厂收购, 正积极布局益生菌市场。

图 26: 女性益生菌固体饮料列示

图 27: 五类依臣益生菌固体饮料列示



优质益生菌源自美国杜邦
Tomods 招玛思
WOMAN PROBIOTICS
女性益生菌 固体饮料

产品功效 BENEFITS

-  平衡女性阴道菌群 预防感染
-  平衡婴幼儿机体免疫力 预防和缓解过敏发生
-  提高成年人天然免疫力 抑制肠道致病菌生长
-  降低产后抑郁风险 减少糖尿病发生

资料来源：官方公众号，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com