太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020 年 6 月 28 日

公司深度报告

买入/首次

溢多利（300381）

目标价：23.15

前日收盘：15.13

农林牧渔

溢多利：生物发酵领域龙头，三大业务有望全面提速

走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)：	456/446
总市值/流通(百万元)：	6896/6754
12 个月最高/最低(元)：	17.17/8.04

相关研究报告：

证券分析师：程晓东
联系电话：010-88321761
E-MAIL：chengxd@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190512050002

研究助理：王艳君
执业资格证书编码：S1190118080008

报告摘要

1、 国内生物发酵领域领先企业，研发和品牌优势明显

公司自成立以来，三十年始终专注于微生物发酵技术研发和产业化，依托自建和并购，现已形成覆盖生物农牧和生物医药两大领域的三大主业板块：甾体激素原料药、生物酶制剂和功能性饲料添加剂，是甾体激素原料药领域的核心企业和饲用酶制剂领域的龙头企业。公司注重研发投入和团队建设，在研发和市场方面形成了比较明显的竞争优势。截至 2019 年末，公司有研发人员 394 人，在员工总数的占比为 19.75%。其中，博士和硕士人数占比超过 30%以上。公司现拥有 1 所院士工作站，1 国家认定企业技术中心和 10 个省级工程中心，形成了 4 项专有技术，11 项核心技术和 174 项发明专利。在生物医药和生物农牧领域，公司积累了 2300 多家优质客户。其中甾体激素原料药产品销往全球 60 多个国家和地区，覆盖了包括辉瑞等国际巨头在内的 300 多家客户。生物农牧领域覆盖了包括正大、牧原等巨头在内的国内外 2000 多家饲料和养殖企业。依托研发和市场品牌优势，公司三大业务有望持续增长。

2、功能性饲料添加剂业务在替抗领域拥有显著优势，未来高增长可期

2020 年 7 月 1 日起，饲料退抗政策正式全面实施，具有替抗作用的功能性饲料添加剂需求有望爆发，预计市场增量空间为 46~92 亿元，较现有容量提升 50%以上。公司前瞻性收购世唯科技，布局替抗，坐拥两大优势：1）**明星替抗产品。子公司独家研发产品博落回是目前国内唯二获得促生长类中兽药添加剂批准文号的产品。**与竞品相比，该产品替抗效果显著，市场口碑优秀，此前在欧洲热卖实现收入近 1 亿元。公司将博落回和其他替抗品组合成拳头替抗产品博益康，抗炎、促生长效果进一步提升；2）渠道和客户优势明显。公司除利用子公司现有渠道进行销售外，还将搭载总部积累 30 年的直销客户资源进行销售。我们预计，依托两大优势，该业务未来将获得高速增长。

3、原料药业务产能释放，未来两年有望加速增长

甾体激素原料药业务是公司核心业务之一，主导产品分为皮质激素类原料药和性激素类原料药两类，主要用于治疗呼吸系统疾病和生殖系统疾病。2019 年，原料药业务收入为 12.07 亿元，同比增 9.13%，在总营收中的占比为 58.9%；贡献毛利 3.73 亿元，占比 51.8%。2020 年 1 季度，原料药业务收入增长提速，主要是因为新冠疫情增加了公

司糖皮质激素相关产品的市场需求。根据国家卫生健康委员会与国家中医药管理局于 2020 年 1 月 27 日联合发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗议案（试行第四版）》，糖皮质激素可作为应对重症的治疗用药。公司是甾体激素原料药行业的核心企业，今明两年有新产能释放，预计整体利润增速将加快。

4、酶制剂业务产品系列日益完善，先发优势明显

公司以饲用酶制剂起家，目前饲用酶制剂占酶制剂板块营收 70%，销售收入在国内市场占有率接近 20%，具有明显的先发优势。2020Q1，酶制剂业务收入同比+12%，我们认为一方面是受益于下游养殖业畜禽存栏上升，且猪价高位，对饲用酶的需求呈逐渐恢复，另一方面在于食品酶等产品销量和收入上升所致。我们预计，随着饲用酶的恢复和其他工业用酶的释放，公司酶制剂业务有望迎来快速增长的时光。

盈利预测

基于新冠疫情对公司原料药板块的提振作用、替抗政策对公司酶制剂和饲料添加剂板块的利好因素，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 2.57/3.05/3.97 亿元，给予公司 21 年 35 倍 PE，目标市值 106 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

国家替抗政策变化、公司研发和项目建设进度不及预期、环保停工限产等

盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2048	2645	3300	3960
（+/-）	16%	29%	25%	20%
归母净利润(百万元）	128	257	305	397
（+/-）	12%	102%	19%	30%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.50	0.59	0.77
市盈率(PE)	34.18	30.36	25.60	19.68

资料来源：Wind，太平洋证券　注：摊薄每股收益按非公开发行后的总股本计算

目录

一、国内生物发酵领域领先企业，竞争优势明显 5

（一）业务布局生物医药和生物农牧两大领域 5
（二）研发和市场优势突出 7

二、行业分析 8

（一）功能性饲料添加剂：禁抗政策助力，市场显著扩容 8
（二）酶制剂：市场持续增长，推动行业快速发展 10

三、业务分析 11

（一）甾体激素原料药业务 11
（二）生物酶制剂 14
（三）功能性饲料添加剂 15

四、业绩增长看点和盈利预测 18

（一）业绩看点 18
（二）盈利预测 19

图表目录

图表 1 公司 1991 年至今发展脉络 5
图表 2 公司三大业务主要产品 5
图表 3 2015~2020Q1 公司主营业务收入（亿）及 YOY 6
图表 4 2015~2020Q1 公司归母净利（亿）及 YOY 6
图表 5 公司 2019 年营收结构 6
图表 6 2015~2019 诺维信收入及利润（亿人民币） 7
图表 7 2019 年诺维信营业收入结构 7
图表 8 11~19 年，全国功能性饲料添加剂产量 8
图表 9 2019 年，全国功能性饲料添加剂产品结构 8
图表 10 主要国家禁抗政策实施情况 9
图表 11 农业部 194 号公告主要内容 9
图表 12 各类添加剂产品替抗效果分析表 10
图表 13 2008~2017 国内酶制剂产量（万标准吨） 10
图表 14 2014~2020 全球/中国酶制剂市场价值（亿元） 10
图表 15 2008~2017 中国酶制剂进出口情况（万标准吨） 11
图表 16 中国工业酶市场结构 11
图表 17 利华和新合新主要产品 12
图表 18 新合新生物发酵合成产品示意图（以雌激素为例） 12
图表 19 新合新和利华制药内销、外销占比 13
图表 20 2015-2019 公司原料药业务营收（亿元） 13
图表 21 2016~2019 新合新和利华制药贡献利润（万元） 13
图表 22 甾体激素原料药销量（吨） 14
图表 23 酶制剂营收构成 14
图表 24 公司酶制剂销量(吨) 14
图表 25 公司酶制剂毛利率（%） 15
图表 26 公司酶制剂业务营收（亿） 15
图表 27 功能性饲料添加剂产品 16
图表 28 博溢康对乳仔猪生长性能的影响 17
图表 29 世唯科技营业收入（万元） 17
图表 30 世唯科技归母净利（万元） 17
图表 31 原料药板块项目情况 18
图表 32 酶制剂板块项目情况 18
图表 33 饲料添加剂板块项目情况 18

一、国内生物发酵领域领先企业，竞争优势明显

（一）业务布局生物医药和生物农牧两大领域

公司是国内生物发酵领域领先企业。溢多利自 1991 年成立以来，三十年始终专注于微生物发酵技术研发和产业化，依托自建和并购，现已形成覆盖生物农牧和生物医药两大领域的三大主业板块：甾体激素原料药、生物酶制剂和功能性饲料添加剂，是甾体激素原料药领域的核心企业和饲用酶制剂领域的龙头企业。

图表 1 公司 1991 年至今发展脉络

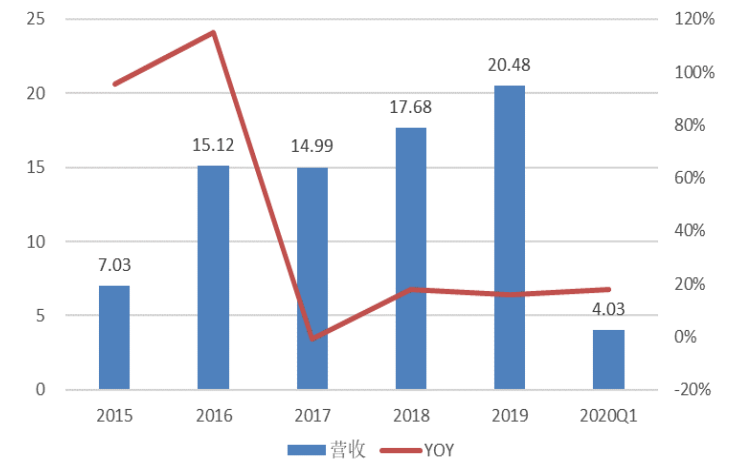
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2 公司三大业务主要产品

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

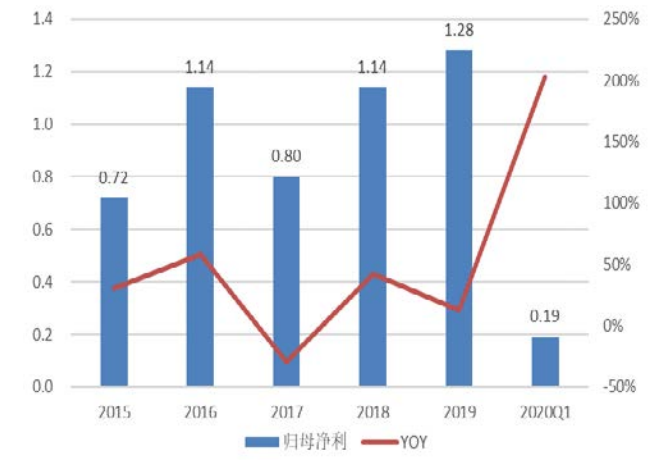
2019 年，原料药、酶制剂和功能性饲料添加剂三大业务收入在总营收的占比分为 58.91%、24.89%和 5.61%，合计占总营收的比重为 89.41%。

图表 3 2015~2020Q1 公司主营业务收入（亿）及 YOY



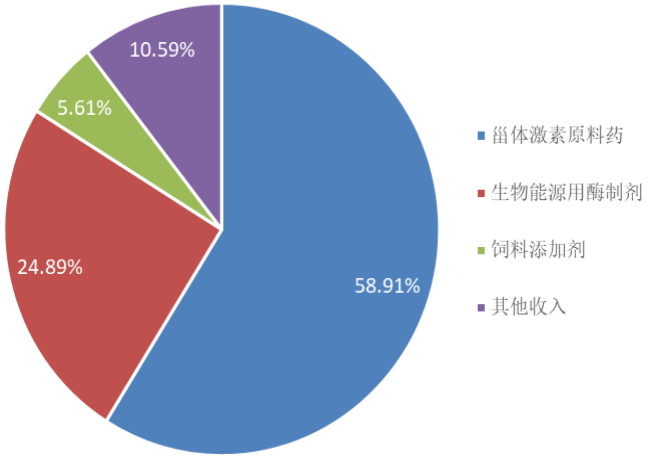
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4 2015~2020Q1 公司归母净利（亿）及 YOY



资料来源：WIND，太平洋证券整理

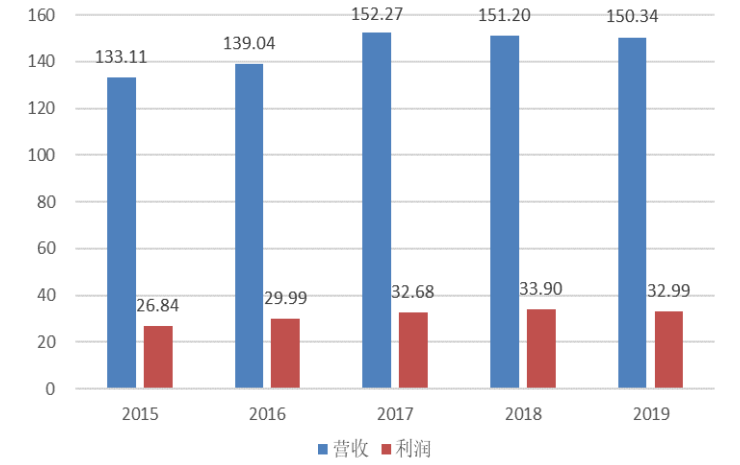
图表 5 公司 2019 年营收结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

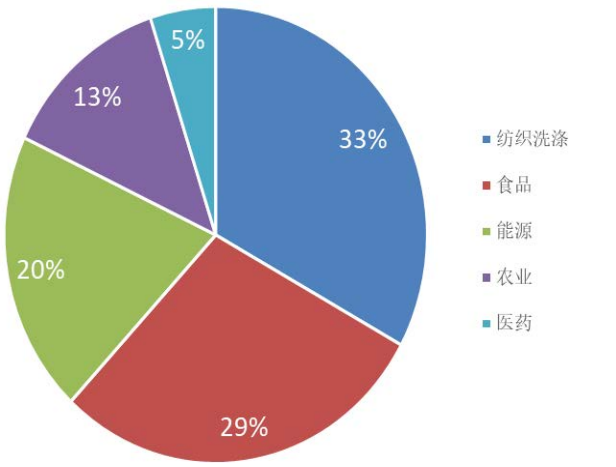
业务布局可对标国际巨头诺维信。丹麦公司诺维信是国际生物领域的主导企业，其酶制剂产品占据全球工业酶制剂市场 48%的份额，所研制的酶制剂被广泛应用于纺织业、食品行业、农业、环保、能源、医药等领域。进入 20 世纪，随着生物技术在制药领域的广泛应用，公司通过并购方式进入原料药制药产业，先后收购了瑞典 BioGaia 发酵公司 （现为诺维信生物制药公司）、澳大利亚 GroPep 生物技术有限公司等。2019 年，诺维信医药板块占 2019 年诺维信营收的 5%左右，酶制剂占到 95%。

图表 6 2015~2019 诺维信收入及利润（亿人民币）



资料来源：WIND，太平洋证券整理　注：人民币折算按照历史汇率

图表 7 2019 年诺维信营业收入结构



资料来源：太平洋证券整理　注：市场根据诺维信市场占有率和营收预测获得

（二）研发和市场优势突出

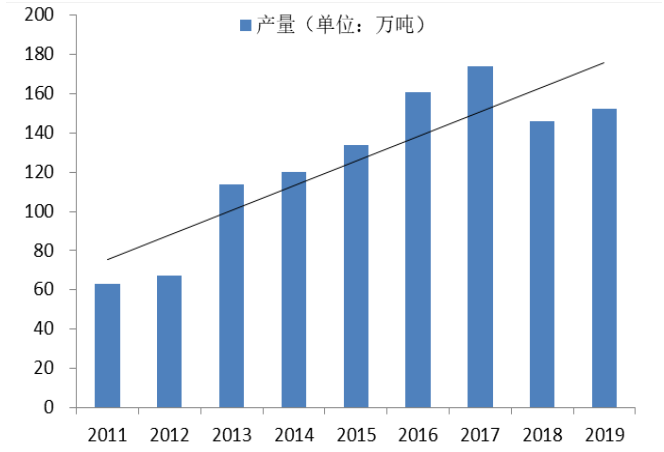
研发、市场优势突出。研发方面，公司十分注重生物技术领域的资金投入和团队建设，形成了较为明显的竞争优势。截至 2019 年末，公司有研发人员 394 人，在员工总数的占比为 19.75%。其中，博士和硕士人数占比超过 30%以上。2019 年，公司研发投入为 1.11 亿元，占营收的比例为 5.45%。公司现拥有一所院士工作站，一个国家认定企业技术中心和十个省级工程中心，形成了 4 项专有技术，11 项核心技术和 174 项发明专利，2014 年公司研发成果《饲料用酶制剂技术体系创新及重点产品创新》获国家科技进步奖二等奖。市场方面，公司在生物发酵领域深耕 30 年，积累了较为明显的客户资源优势。在生物医药领域，公司甾体激素原料药产品得到了欧洲、亚洲等多个国家的认证，销往全球 60 多个国家和地区，覆盖了包括辉瑞在内的 300 多家客户。在生物农牧领域，生物酶制剂和功能性饲料添加剂覆盖了国内外 2000 多家饲料和养殖企业。

二、行业分析

（一）功能性饲料添加剂：禁抗政策助力，市场显著扩容

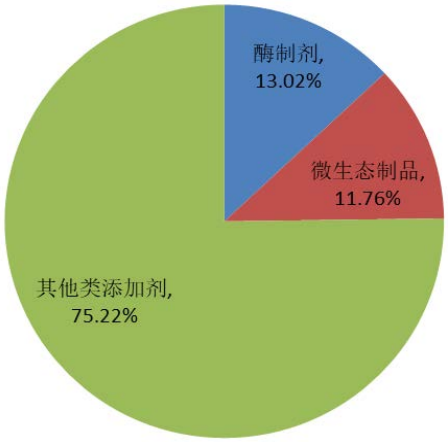
我国功能性饲料添加剂市场快速增长。功能性饲料添加剂指在饲料生产加工及使用过程中添加的少量或微量非营养性物质。添加这些物质可起到保证动物健康、治疗动物疫病、强化基础饲料营养价值、提高动物生产能力、节省饲料成本、改善畜禽产品品质的作用。功能性饲料添加剂产品可分为饲用酶制剂、微生态制剂以及其他类添加剂（包括促生长类抗生素、中兽药添加剂、溶菌肽、酸化剂等）三大类。随着饲料产量的增长以及功能性饲料添加剂产品在饲料渗透率的逐渐提升，国内市场快速增长。2019 年，全国功能性饲料添加剂产量 152 万吨，其中酶制剂、微生物制剂和其他类添加剂产量分别为 19.82 万吨、17.9 万吨和 114.48 万吨，同比增幅分别为 16.6%、19.3%和 0.57%。按照目前饲用酶制剂单价 7000~8000 元/吨以及酶制剂在功能性饲料添加剂价值占比 10~15%来估算，2019 年全国功能性饲料添加剂市场约 100~150 亿元。预计未来，随着生猪存栏逐渐恢复和功能性添加剂渗透率的进一步提升，市场有望继续增长。

图表 8 11~19 年，全国功能性饲料添加剂产量



资料来源：农业部，太平洋证券整理

图表 9 2019 年，全国功能性饲料添加剂产品结构



资料来源：农业部，太平洋证券整理

饲料禁抗政策全面落地，抗生素退出将拉动替抗产品的需求。由于使用抗生素所带来的细菌耐药性和动物药残超标等危害人体健康的问题严重并凸显，饲料禁抗和养殖限抗正成为全球共识。20 世纪以来，国际上发达国家和地区对饲料中添加抗生素等药物饲料添加剂的使用管理和残留监控力度不断加强，欧盟、日本等国家和地区已经全面禁止抗生素在

饲料中进行添加。我国也正在加大对药物饲料添加剂的使用监管。2019 年 7 月 10 日，农业部正式发布 194 号公告，规定国内全面停止生产、进口、经营、使用部分药物饲料添加剂，并对相关管理政策进行了调整。按照公告要求，自 2020 年 7 月 1 日，全国饲料生产全面禁止再添加除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂，只保留抗球虫抗生素和两种中兽药添加剂（博落回散和山花黄芪提取散）。抗生素退出后，饲料、养殖企业为保证产品品质和市场竞争力，必将在饲料中增加抗生素替代品，这将拉动替抗产品的市场需求。

图表 10 主要国家禁抗政策实施情况

国家	禁抗政策实施情况
瑞典	早在 1986 年迈出第一步，宣布全面禁止抗生素用作饲料添加剂
欧盟	2006 年 1 月全面禁止食品动物使用抗生素促生长饲料添加剂
日本	2008 年禁止所有抗生素在饲料中的使用
美国	FDA 决定从 2014 年开始用 3 年时间禁止正在牲畜饲料中使用预防性抗生素
韩国	2018 年 7 月份全面禁止饲料抗生素使用
印尼	计划着手从 30 个抗生素逐步减到 6 个，逐步过渡到无抗，时间计划 10~15 年

资料来源：产业会议资料，太平洋证券整理

图表 11 农业部 194 号公告主要内容

序号	主要内容
1	自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至 2020 年 6 月 30 日
2	自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。此前已生产的商品饲料可流通使用至 2020 年 12 月 31 日
3	2020 年 1 月 1 日前，组织完成既有促生长又有防治用途品种的质量标准修订工作，删除促生长用途，仅保留防治用途
4	改变抗球虫和中药类药物饲料添加剂管理方式，不再核发“兽药添字”批准文号，改为“兽药字”批准文号，可在商品饲料和养殖过程中使用。2020 年 1 月 1 日前，完成抗球虫和中药类药物饲料添加剂品种质量标准和标签说明书修订工作
5	2020 年 7 月 1 日前，完成相应兽药产品“兽药添字”转为“兽药字”批准文号变更工作

资料来源：农业部网站，太平洋证券整理

预计功能性饲料添加剂市场容量有望快速提升 50%以上。目前，饲料、养殖企业替抗方案采取的是组合配方形式。相比较于促生长类抗生素，使用替抗组合配方方案将使得单吨饲料成本提高 20~40 元。因此，按照 2019 年全国商品饲料产量 2.28 亿吨来测算，我们预计功能性饲料添加剂市场容量将扩容约 46~92 亿元，较现有市场提升 50%以上。

饲料、养殖企业组合替抗配方的核心成分为酸化剂、植物提取物、饲用酶制剂，这三类产品将占据新增市场需求的大部分。

图表 12 各类添加剂产品替抗效果分析表

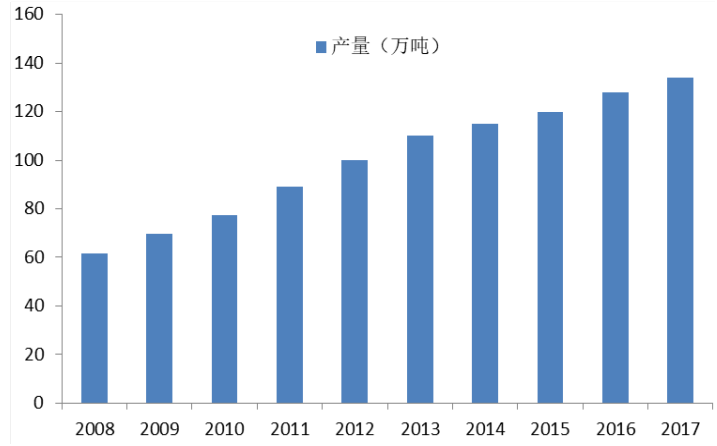
方案	抑菌消炎	改善消化吸收	有益菌	黏膜屏障	增强免疫
抗生素	√				
微生态制剂			√	√	
酸化剂	√	√			
酶制剂	√	√			
氧化锌、蒙脱石				√	
溶菌酶、抗菌肽	√				
植物提取物	√	√			√

资料来源：农业部网站，太平洋证券整理

（二）酶制剂：市场持续增长，推动行业快速发展

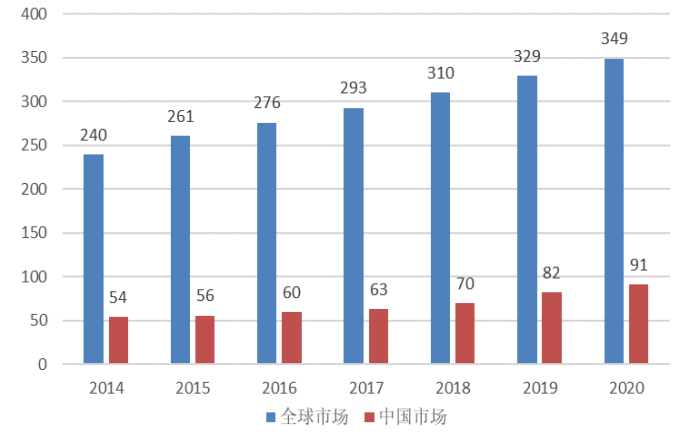
我国酶制剂行业处于成长期。酶制剂是指酶经过提纯、加工后的具有催化功能的生物制品，主要用于催化生产过程中的各种化学反应，具有催化效率高、高度专一性、作用条件温和、降低能耗、减少化学污染等特点，其应用领域遍布食品、纺织、饲料、洗剂剂、造纸、皮革、医药以及能源开发、环境保护等方面。近年来，随着产业技术水平的提升和应用领域的扩展，我国酶制剂行业快速发展。据有关统计，2008~2017 年，国内酶制剂产量从 61.5 万标准吨增至 134 万标准吨，年均复合增速为 9.03%。2018 年上半年，国内酶制剂产量为 75 万标准吨，同比增长 8%。由于生物燃料、环保产业、动物饲料、生物工业、制药领域等下游产业对酶的需求快速增长，我们预计行业将继续保持较快增长。

图表 13 2008~2017 国内酶制剂产量（万标准吨）



资料来源：有关资料　太平洋证券整理

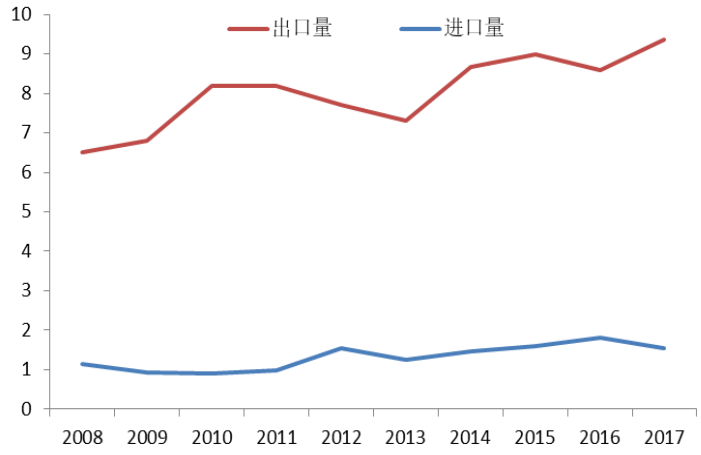
图表 14 2014~2020 全球/中国酶制剂市场价值（亿元）



资料来源：有关资料　太平洋证券整理

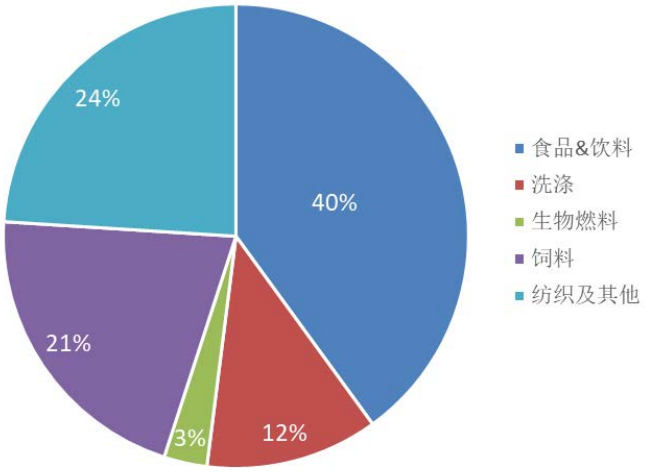
国内酶制剂行业竞争力逐渐增强，国产替代空间大。我国酶制剂行业起步较晚，与全球领先企业诺维信、杜邦、帝斯曼等公司在研发和发酵生产工艺等方面有一定差距。但是，在某些细分领域已经形成了自主品牌和竞争力，和国际领先企业的差距在缩短。以饲用酶制剂为例，在 20 世纪 90 年代，国内饲用酶以进口国外的产品为主。进入 21 世纪，随着国内酶制剂发酵水平不断提高，生产成本不断降低，国内酶制剂生产企业迅速发展，逐渐形成了自主品牌，不但占领了国内饲用酶制剂大部分市场份额，而且在国际市场上也得到很好的推广，出口量逐年提高，饲用酶制剂现已成为少数几个出口创汇的饲料添加剂品种之一。其中，在植酸酶方面，经过近年来的发展，我国已经从一个完全依赖进口的国家发展成为全球大的植酸酶生产国。目前，诺维信、帝斯曼等国际领先企业占据了国内食品用酶、洗涤用酶等细分市场的 70%以上份额。在这些领域，国内企业市占率偏低，未来随着品牌的形成和技术的进步，有较大的发展空间。

图表 15 2008~2017 中国酶制剂进出口情况（万标准吨）



资料来源：招股说明书　太平洋证券整理

图表 16 中国工业酶市场结构



资料来源：有关资料　太平洋证券整理

三、业务分析

（一）甾体激素原料药业务

原料药业务是公司核心业务之一。甾体激素原料药业务由并购的两个子公司湖南新合新和河南利华制药来运行。主导产品分为皮质激素类原料药和性激素类原料药两类，主要用于治疗呼吸系统疾病和生殖系统疾病。2019 年，原料药业务收入为 12.07 亿元，同比增 9.13%，在总营收中的占比为 58.9%；贡献毛利 3.73 亿元，占比 51.8%。

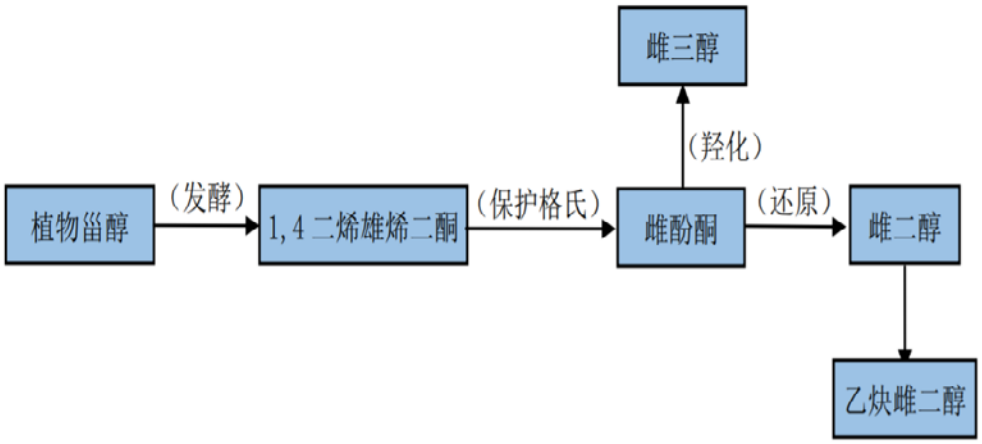
图表 17 利华和新合新主要产品

公司	产品
利华制药	皮质激素类，主要产品包括泼尼松龙系列、氢化可的松系列、倍他米松系列等原料药
新合新	甾体激素类医药中间体及原料药，包括皮质激素和性激素两大类

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

湖南新合新技术优势明显，与公司其他生物发酵业务有技术协同。新合新在行业内率先采用植物甾醇作为起始原料，通过优化菌种和发酵工艺技术和分支杆菌生长过程中产生的多种酶，将植物甾醇转化为甾体激素关键中间体，然后进一步合成皮质激素类和性激素。该发酵合成技术所需主要原料植物甾醇取之于油脂工业的副产物，资源来源简单，比起国内以黄姜为原料的传统甾体激素生产工艺具有资源、成本以及环保方面的优势。

图表 18 新合新生物发酵合成产品示意图（以雌激素为例）

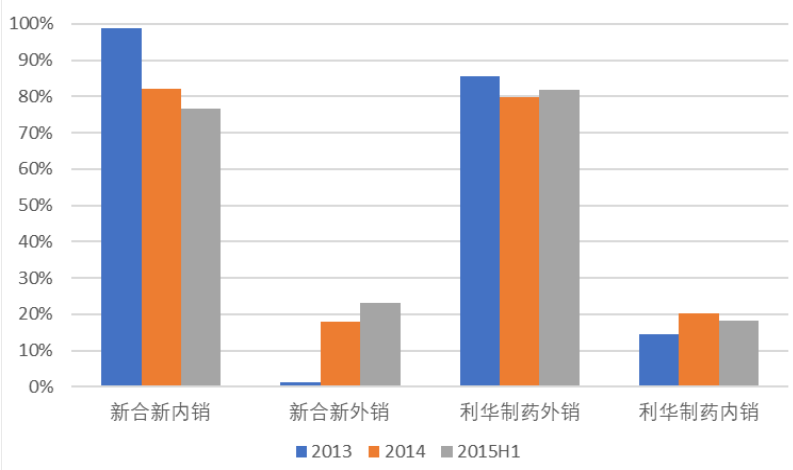


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

河南利华制药市场优势明显。利华制药具有完善的海外销售网络和丰富的海外市场经验，获得了数十个国家的准入，已与多个国家的原料药、制剂生产厂家和贸易商建立了长期业务联系。而且，利华制药具备齐全的资质认证，拥有多种产品的原料药药品生产许可证、产品注册批件、产品 GMP 证书，总计 14 个产品取得了国际认证或注册。并购利华制药，大大节省了公司拓展国外市场的时间。

两者技术、市场优势互补，形成合力。新合新以内销为主，内销收入占比 80%，利华制药主攻国外市场。公司收购新合新和利华制药，利用新合新的技术和利华制药的销售渠道，整合国内外市场，形成合力，提升盈利空间。

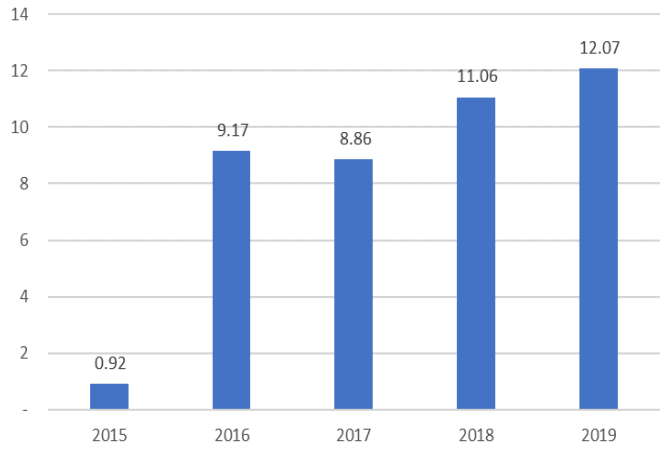
图表 19 新合新和利华制药内销、外销占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

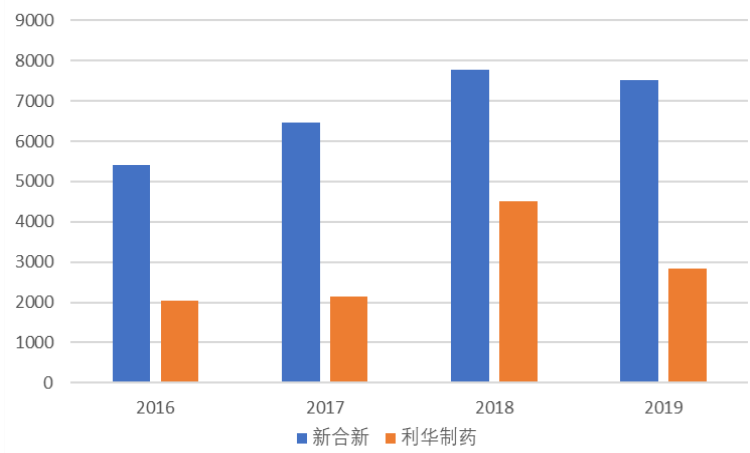
2020 年 1 季度，公司实现营业收入 4.03 亿元，同比增长了 17.94%。其中，原料药业务收入同比增长更为明显，主要是因为新冠疫情增加了公司糖皮质激素相关产品的市场需求。根据国家卫生健康委员会与国家中医药管理局于 2020 年 1 月 27 日联合发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗议案（试行第四版）》，糖皮质激素可作为应对重症的治疗用药。我们预计，2020~21 年原料药板块整体利润增速将加快。

图表 20 2015-2019 公司原料药业务营收（亿元）



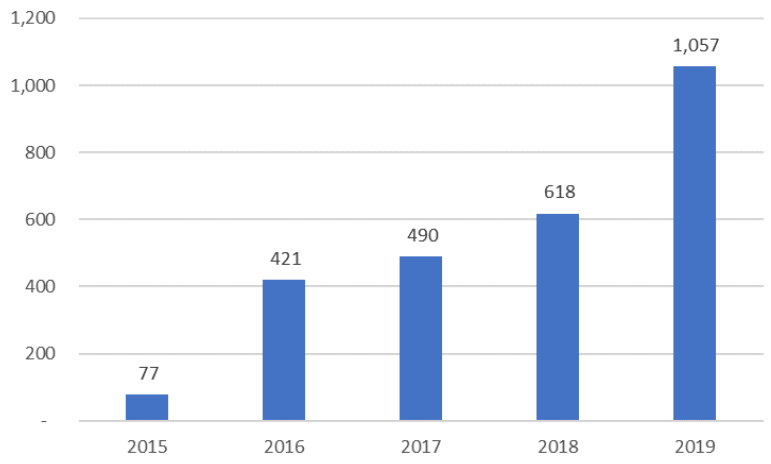
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 21 2016~2019 新合新和利华制药贡献利润（万元）



资料来源：公司公告太平洋证券整理

图表 22 甾体激素原料药销量（吨）



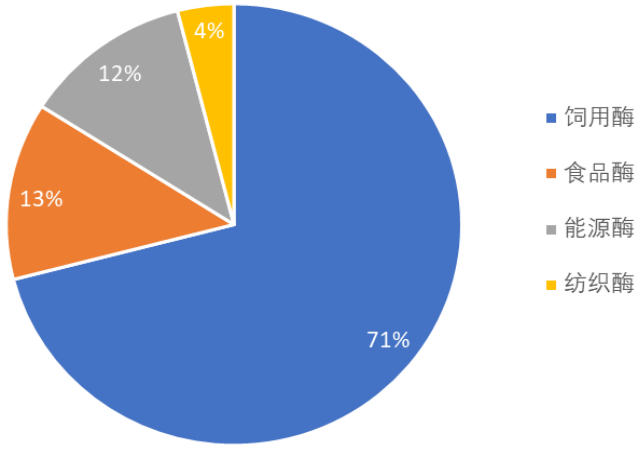
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）生物酶制剂

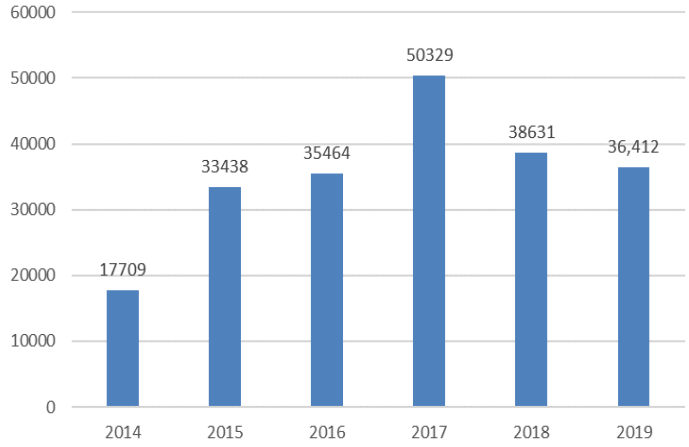
酶制剂业务是公司核心业务之二。酶制剂业务主要由公司本部和下属鸿鹰生物来运行。2019 年，公司酶制剂业务实现营收 5.09 亿元，同比增长 0.55%；实现毛利 2.59 亿元，同比增长 32.8%，占毛利总额的 35.8%。

产品系列日益完善。公司以饲用酶制剂起家，目前饲用酶制剂占酶制剂营收的 70%，销售收入在国内市场占有率接近 20%。2014 年公司并购鸿鹰生物后，酶制剂业务扩展到食品酶、纺织酶等。随着公司食品用酶产能的投放，产品系列逐渐完善，公司酶制剂业务在国内外市场份额将不断上升。

图表 23 酶制剂营收构成

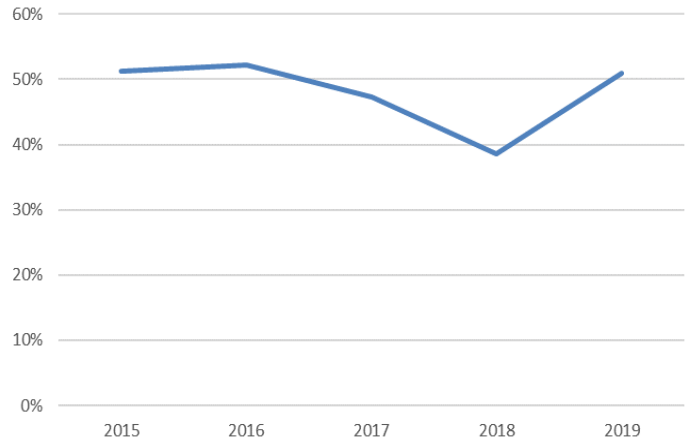


图表 24 公司酶制剂销量(吨)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

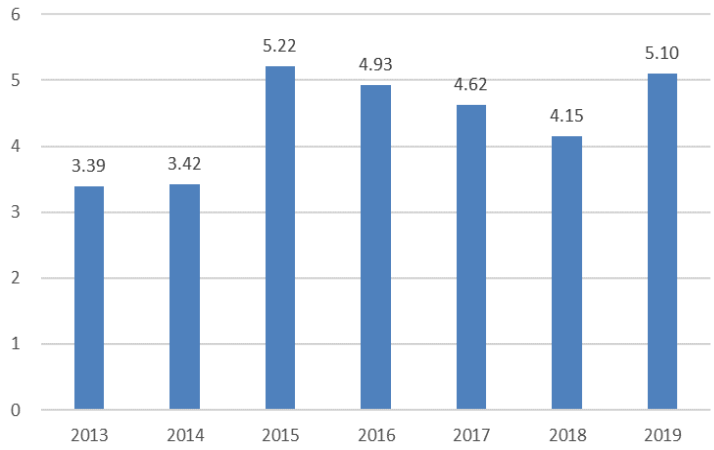
图表 25 公司酶制剂毛利率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 26 公司酶制剂业务营收（亿）



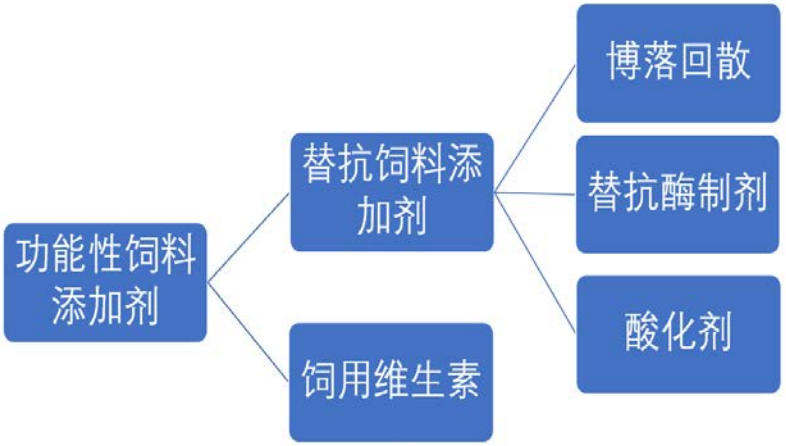
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

预计酶制剂业务将加速增长。2020 年 1 季度，公司酶制剂业务收入同比增速为 12%，我们认为一方面受益于下游养殖业畜禽存栏上升，且猪价高位，对饲用酶的需求呈恢复趋势，另一方面在于食品酶等产品销量和收入上升所致。预计，随着饲用酶制剂的恢复和食品用酶等其他工业用酶的释放，公司酶制剂业务有望加速成长。

（三）功能性饲料添加剂

功能性饲料添加剂是新近切入的核心业务。这块业务主要由子公司世唯科技来运行，主导产品为替抗饲料添加剂（含博落回散、酸化剂、葡萄糖氧化酶及其复合产品）、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂、维生素等。从战略角度来看，这部分业务的发展既可以充分利用公司业已形成的客户市场优势，形成新的利润增长点；也可以与酶制剂业务形成协同效用。

图表 27 功能性饲料添加剂产品



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司在替抗领域的优势主要包括以下几个方面：

1、拥有成熟的专家团队：世唯科技掌握了成熟的植物提取技术，同时拥有以中兽药知名专家曾建国教授为首、由十余名硕士、博士组成的研发团队。曾建国教授作为湖南农业大学教授，在中兽药领域钻研多年，同时曾氏兄弟也是世唯科技的四位股东，公司收购世唯科技意味着能够长期与曾教授进行技术合作和成果共享。

2、拥有明星产品。公司拥有独家研发的明星产品博落回散，此产品于 2011 年获得国家促生长类中兽药添加剂证书。2019 年 12 月，农业农村部第 246 号公告对废止的药物饲料添加剂以及修订后的兽药产品质量标准修订和批准文号等作出详细说明，新修订的兽药产品质量标准保留了 15 个兽药产品，其中仅 2 个为中药类兽药产品，博落回散为 2 个中药类兽药产品之一，成为促生长类药物饲料添加剂被禁后依旧可以在饲料和养殖过程中长期添加使用的中药类兽药。随着政策实施落地，公司以替抗饲料添加剂为主打的功能性饲料添加剂产品面临良好的市场发展机遇。

3、产品之间强效协同。公司利用博落回散和酶制剂或酸化剂协同作用，抗炎、促生长等效果明显提升，提升产品替抗能力，在生长效率、成活率、消化能力、免疫指标等多个指标测试实验上具有显著效果，开发出博溢康、博炎宁等产品，成为公司替抗饲料添加剂的明星产品。

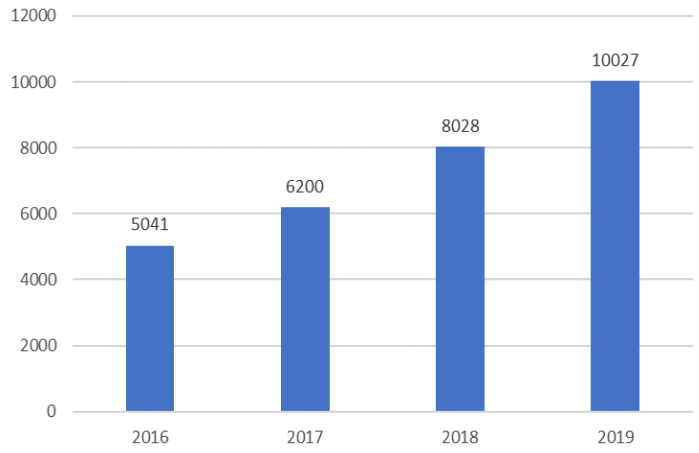
图表 28 博溢康对乳仔猪生长性能的影响

组别	对照组	抗生素组	精油组	博溢康组
初重（kg/头）	13.05±2.16	13.22±1.97	13.18±1.94	13.21±1.85
末重（kg/头）	34.23±4.98	35.09±4.35	34.17±3.83	35.18±4.10
日增重（g/头）	529.4±82.6	546.7±76.7	524.9±66.0	549.3±87.9
日采食（g/头）	1025.7±40.1	1079.5±59.6	1012.3±22.0	1033.1±52.3
料肉比	1.94±0.08	1.97±0.08	1.94±0.11	1.88±0.06
成活率（%）	97.50±5.59	100	97.50±5.59	100
腹泻率（%）	4.4±0.28	3.8±0.41	1.9±0.28	1.4±0.28

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

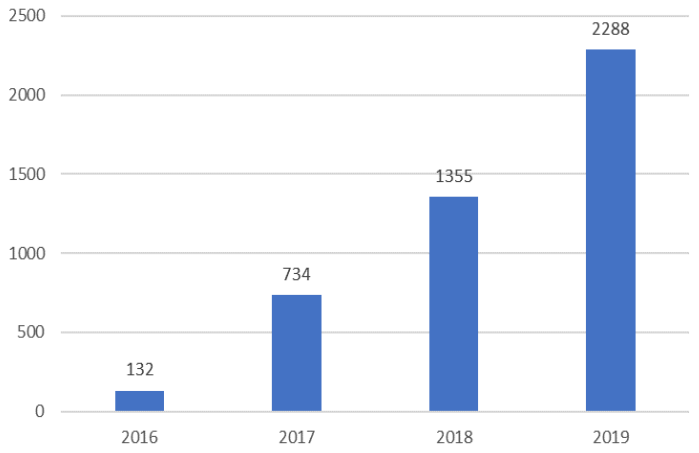
2019 年饲料添加剂业务营收 1.15 亿，毛利率 53.98%。从世唯科技营收来看，年增长率保持在 20%以上，而归母净利增速更快，2019 年同比增长 60%以上，以 51%持股比例计算，2019 年世唯科技为公司贡献利润 1000 万以上。随着替抗政策推行和替抗产品销售渠道拓宽，公司在饲料添加剂领域的营收和利润将持续高速增长。

图表 29 世唯科技营业收入（万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 30 世唯科技归母净利（万元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、业绩增长看点和盈利预测

（一）业绩看点

在替抗大背景下，公司的业绩看点如下：

1、产能释放：公司今明两年各项业务都有新项目陆续竣工投产，新增产能的释放有利于促进公司产销量增长和业绩增长。

图表 31 原料药板块项目情况

投资项目	计划投资额（万）	备注
科益新生殖保健系统用药 GMP 项目	28000	预计 2020 年三季度试生产
科益新年产 1200 吨甾体药物中间体项目	20000	预计 2020 年三季度试生产
科益新药物制剂系列产品项目	30000	规划中
合计	78000	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 32 酶制剂板块项目情况

投资项目	计划投资额（万）	备注
康捷年产 15000 吨食品级生物酶制剂项目	25000	已竣工投产
内蒙古溢多利年产 5000 吨固体酶制剂项目	5000	2020 年 4 月已竣工投产
格瑞年产 20000 吨生物酶制剂项目	25000	建设中
合计	55000	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 33 饲料添加剂板块项目情况

投资项目	计划投资额（万）	备注
收购长沙世唯科技 51%股权并升级扩建项目	9568	升级扩建项目正在试生产
湖南菲托葳年产 15000 吨替抗复合产品生产车间	1600	建设中
合计	11168	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2、替抗背景下，公司饲用酶制剂、功能性饲料添加剂销量有望快速增长。公司的博落回散是农业部允许的两种促生长类中兽药饲料添加剂之一，在国外多个国家有多年销售经验，反馈效果良好。同时公司的博溢康等产品结合博落回散和饲料酶，是目前市场上较为成熟的替抗产品。未来随着替抗政策执行，公司的多个产品可能快速上量。

3、生猪养殖业存栏恢复，下游需求基数增大。随着下游养殖业存栏增长，饲料需求也逐步增大，从而对饲料添加剂需求增长。市场需求的扩张带来公司业绩增长。

（二）盈利预测

基于新冠疫情对公司原料药板块的提振作用、替抗政策对公司酶制剂和饲料添加剂板块的利好因素，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 2.57/3.05/3.97 亿元，给予公司 21 年 35 倍 PE，目标市值 106 亿元，给予“买入”评级。

农林牧渔行业分析师介绍

程晓东：中国农业大学农学学士、农经硕士，2008 年加入太平洋证券，从事农林牧渔行业研究。主要研究方向涉及畜禽养殖、水产养殖、种子、饲料等相关领域。

王艳君：中国人民大学硕士，2018 年加入太平洋证券，从事农林牧渔行业研究。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.co
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。