

## 科拓生物(300858.SZ)

## 国产益生菌龙头，技术壁垒高筑准备迎接拐点

## 推荐（首次）

04月22日：26.47元

## 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.scitop.cn
大股东/持股	孙天松/30.24%
实际控制人	孙天松
总股本(百万股)	149
流通A股(百万股)	53
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	39
流通A股市值(亿元)	14
每股净资产(元)	6.32
资产负债率(%)	5.0

## 行情走势图



## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号  
S1060520050001  
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

## 研究助理

付丹婷 一般证券从业资格编号  
S1060121070088  
FUDANTING380@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **益生菌行业第一股，食用益生菌业务前景可期。**公司主营复配食品添加剂、食用益生菌制品以及动植物微生态制剂三大业务。复配食品添加剂业务占比近80%，是公司业务基石，长期呈稳态发展；食用益生菌业务目前占比较小，但增速很快，是公司未来业绩的主要爆发点。
- **益生菌行业规模持续增长，国产菌株替代渐成趋势。**益生菌行业呈持续增长趋势，近五年增速都高于10%。益生菌下游应用主要在乳制品及发酵食品、保健食品/药品以及动植物用益生菌领域上，随着前沿研究的深入，益生菌未来还将拓展至更多的应用场景中。目前我国下游使用的益生菌原料菌粉以进口为主，杜邦和科汉森合计占比85%左右；国产菌粉相较国外菌粉更适合国人肠道，并且国内益生菌公司正不断加码益生菌菌株研发，未来有望实现菌株的国产替代。
- **公司是行业龙头，研发实力强劲。**益生菌行业壁垒高，公司实控人是大学教授，公司核心菌株由业内知名专家教授研发，研发实力雄厚；近年来公司与江中、小葵花、云南白药等医药公司建立合作关系，需求扩张带动产能利用率持续维持高位，未来有望通过产能扩展进一步带动收入的提升。
- **盈利预测：**我们预测公司2021-2023年的营收分别为3.73亿元、4.53亿元和5.44亿元，归母净利润分别为1.09亿元、1.41亿元和1.69亿元，EPS为0.74元、0.95元、1.14元，对应目前股价的PE分别为36.0倍、28.0倍、23.3倍。基于益生菌行业的高增速，以及公司强劲的科研实力、菌株优势以及行业龙头地位，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 现有客户业务收缩风险；2) 竞争加剧风险；3) 大客户集中风险；4) 疫情反复风险；5) 食品安全风险。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	308	339	373	453	544
YOY(%)	-3.1	10.1	10.0	21.4	20.1
净利润(百万元)	93	97	109	141	169
YOY(%)	1.5	3.5	13.3	28.5	20.0
毛利率(%)	51.1	48.3	49.9	50.9	51.8
净利率(%)	30.3	28.5	29.3	31.0	31.0
ROE(%)	23.3	10.4	10.8	12.6	13.7
EPS(摊薄/元)	0.63	0.65	0.74	0.95	1.14
P/E(倍)	42.2	40.7	36.0	28.0	23.3
P/B(倍)	9.8	4.2	3.9	3.5	3.2

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>复配添加剂为本，益生菌业务前景可期</b>	<b>5</b>
1.1	公司发展历程及股权结构：益生菌行业第一股	5
1.2	公司发展格局清晰，与大客户蒙牛合作紧密	6
1.3	复配业务是公司业绩基石，长期稳态发展	8
1.4	益生菌业务贡献收入增量，呈爆发式增长	9
<b>二、</b>	<b>益生菌行业崛起，国产替代之风正兴</b>	<b>12</b>
2.1	益生菌市场景气度持续向上，应用领域逐步拓宽	12
2.2	原料菌粉目前以进口为主，国产菌粉有望实现进口替代	13
2.3	下游应用主要为乳制品，应用场景不断扩展	14
<b>三、</b>	<b>益生菌行业壁垒高，海外丹尼斯克发展史借鉴</b>	<b>16</b>
3.1	菌种从发现到产业化需大量时间，行业壁垒高筑	16
3.2	海外对标：丹尼斯克发展史梳理	17
<b>四、</b>	<b>公司优势：教授研发实力强劲，菌种优异未来可期</b>	<b>19</b>
4.1	益生菌行业权威教授研发，科研实力强劲	19
4.2	全亚洲最大乳酸菌菌种库之一，菌种更适合国人肤质	19
4.3	国产益生菌品牌需求旺盛，产能扩张带动收入提升	20
<b>五、</b>	<b>盈利预测</b>	<b>21</b>
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	<b>22</b>

# 图表目录

图表 1	公司发展历程 .....	5
图表 2	公司股权结构 .....	6
图表 3	公司全资子公司具体主营业务情况 .....	6
图表 4	公司“两个基础，三大系列”发展格局 .....	7
图表 5	2017-2019 年公司前五大客户 .....	7
图表 6	公司合作伙伴 .....	7
图表 7	2015-2020 年公司营收及增速 .....	8
图表 8	2015-2020 年公司净利润及净利率 .....	8
图表 9	公司复配食品添加剂主要产品及应用 .....	8
图表 10	2017-2020 年公司复配业务营收占比 .....	9
图表 11	2017-2020 年复配业务收入及增速 .....	9
图表 12	2017-2020 年公司复配业务毛利率 .....	9
图表 13	公司核心菌株 .....	9
图表 14	公司食用益生菌 To B 端客户及 To C 端品牌 .....	10
图表 15	公司动植物微生态制剂产品 .....	10
图表 16	2017-2020 年食用益生菌业务营收占比 .....	11
图表 17	2017-2020 年动植物微生态业务营收占比 .....	11
图表 18	2017-2020 年食用益生菌营收及增速 .....	11
图表 19	2017-2020 年动植物微生态营收及增速 .....	11
图表 20	2017-2020 年公司食用益生菌及动植物微生态制剂毛利率 .....	11
图表 21	几种常见的益生菌 .....	12
图表 22	2017-2022E 我国益生菌市场规模及增速 .....	12
图表 23	益生菌行业产业链 .....	13
图表 24	美国益生菌原料市场竞争格局 .....	13
图表 25	我国益生菌原料市场竞争格局 .....	13
图表 26	国际领先的益生菌菌粉生产公司 .....	13
图表 27	国内领先的益生菌原料菌粉公司 .....	14
图表 28	益生菌下游主要应用场景 .....	15
图表 29	益生菌下游三大类产品占比 .....	15
图表 30	国内热门益生菌酸奶品牌 .....	15
图表 31	部分益生菌保健食品及药品（终端产品）所用菌株 .....	15
图表 32	益生菌未来潜力发展方向 .....	16
图表 33	益生菌菌株从研发到生产过程中涉及的技术 .....	17
图表 34	丹尼斯克发展历程 .....	18
图表 35	丹尼斯克部分收购事件 .....	18
图表 36	丹尼斯克旗下品牌 .....	18

图表 37	公司科研团队核心成员.....	19
图表 38	公司明星益生菌菌株介绍.....	20
图表 39	公司下游客户拓展情况.....	20
图表 40	17-19 年公司食用益生菌产能利用率.....	21
图表 41	公司新募投项目.....	21
图表 42	2018-2023E 公司按业务拆分营收预测.....	21
图表 43	2018-2023E 公司费用预测.....	22

# 一、复配添加剂为本，益生菌业务前景可期

## 1.1 公司发展历程及股权结构：益生菌行业第一股

科拓生物成立于 2003 年，是一家从事复配食品添加剂、食用益生菌制品以及动植物微生态制剂研发、生产与销售的高新技术企业。

- 1) **积累下游客户资源，实控人助力专业发展。**2003 年，公司由王占永、梁久亮、贾士杰等人创立，拓展蒙牛、伊利等大型客户，但主要从事贸易类业务，盈利能力有限。公司现在实控人孙天松女士长期从事食品行业的科学研究工作，看好复配食品添加剂市场发展，因此在 17 年受让原股东王占永、梁久量等人股份，成为公司实控人。
- 2) **历经多次资产重组，奠定公司业务发展基础。**自 2014 年起，公司先后收购大地海腾、内蒙和美、金华银河、青岛九和以及和美科健五家企业；2016 年，公司收购和美科盛所持有的干酪乳杆菌 Zhang 和乳双歧杆菌 V9 相关的商标、专利和非专利技术无形资产（菌株为公司首席科学家张和平研发，此前许可给和美科盛使用），放弃和美科健控股权，同年成立青岛研究院（20 年 9 月已清算）；2017 年，公司完成和美科健全部股权转让。这一期间公司建立了从事食用益生菌原料、产品和动植物微生态制剂生产、经营的基础。
- 3) **明星益生菌菌株发力，公司益生菌业务高速发展。**在这一阶段，公司明星菌株干酪乳杆菌 Zhang 和乳双歧杆菌 V9 逐步发力，食用益生菌业务的收入呈爆发式增长。2019 年，公司携手国家体育总局训练局，2020 年 7 月，公司登陆创业板。

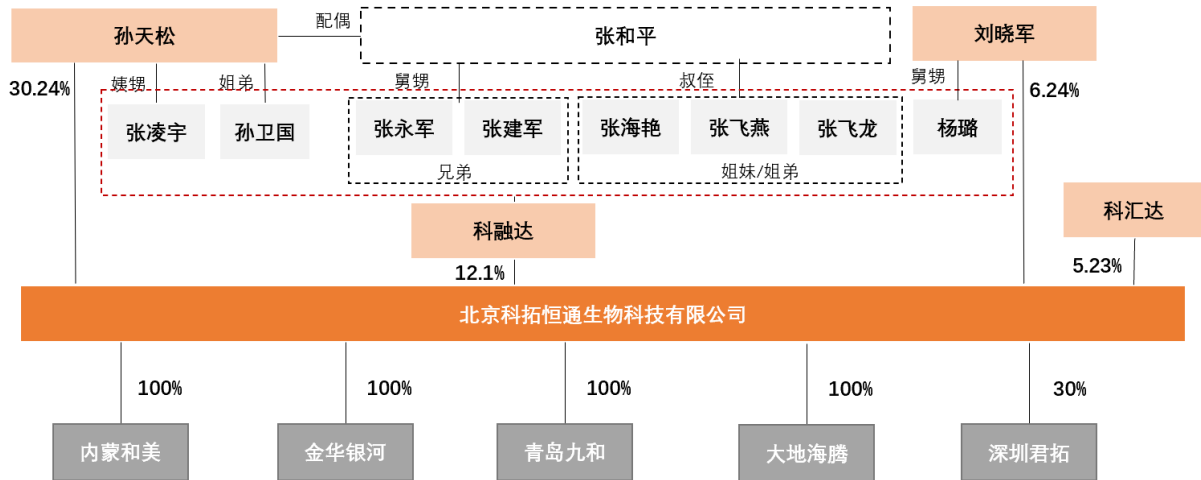
图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司实控人学术背景强劲，在食品科学行业深耕多年。公司实控人孙天松女士直接持有公司 30.24%股份，为博士学位，现为内蒙古农业大学食品科学与工程学院博士研究生导师、教授，兼任公司董事长、首席科学家（复配食品添加剂方向）。刘晓军为公司董事、总经理，持有公司 6.24%的股份。

图表2 公司股权结构



资料来源：公司公告（截至2022.3.18），平安证券研究所

公司经设立、重组并购共有全资控股子公司 4 家：1) 大地海腾：主要负责复配食品添加剂的生产；2) 内蒙和美：主要负责动植物微生态制剂的生产；3) 金华银河：主要负责食用益生菌制品的生产；4) 青岛九和：主要参与动植物微生态制剂产品的销售，负责复配食品添加剂和动植物微生态制剂生产。

图表3 公司全资子公司具体主营业务情况

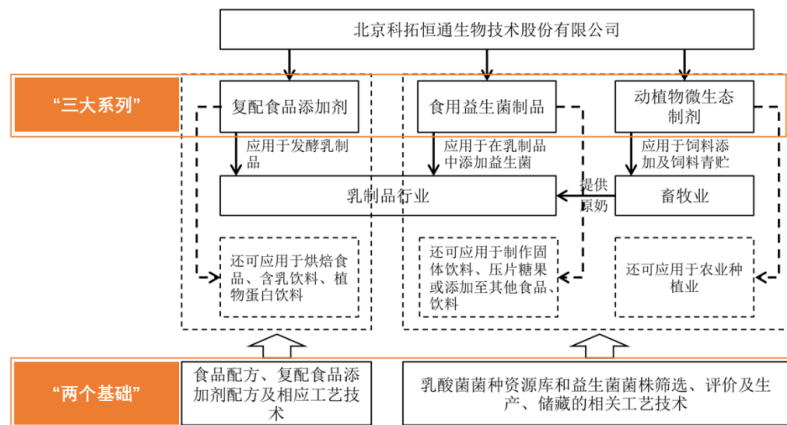
公司	主营业务
大地海腾	大地海腾具有复配食品添加剂的生产资质，主要负责复配食品添加剂产品的生产，参与复配食品添加剂产品销售。
内蒙和美	内蒙和美具有饲料添加剂的生产资质，具体负责动植物微生态制剂产品的研发、生产和销售。
金华银河	金华银河具有食用益生菌制品的生产资质，主要负责食用益生菌制品产品研发和生产，参与食用益生菌制品市场开发和销售。
青岛九和	青岛九和参与动植物微生态制剂产品销售。青岛九和是公司 IPO 时募投项目“年产 10,000 吨食品配料生产项目”和“年产 8,000 吨畜牧养殖及农用微生态产品生产项目”的建设主体，项目建成后负责复配食品添加剂和动植物微生态制剂生产。

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

## 1.2 公司发展格局清晰，与大客户蒙牛合作紧密

目前，公司已形成“两个基础，三大系列”的发展格局。两个基础指：1) 食品配方、复配食品添加剂配方及相应工艺技术；2) 乳酸菌菌种资源库和益生菌菌株筛选、评价及生产、储藏的相关工艺技术。三大系列指：1) 复配食品添加剂、2) 食用益生菌制品；3) 动植物微生态制剂。

图表4 公司“两个基础，三大系列”发展格局



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司客户主要为乳制品公司，与第一大客户蒙牛合作紧密。公司 17-19 年前两大客户均为蒙牛乳业和光明乳业，蒙牛的收入占比分别为 81.9%/76.0%/76.2%，均超过整体收入 7 成，因为公司的产品下游应用主要在乳品行业，我国乳品行业蒙牛和伊利市占率极高，所以公司的客户结构符合行业特点，且公司与行业龙头蒙牛建立良好的合作关系，利于公司长期稳定发展。

图表5 2017-2019 年公司前五大客户

2017 年			2018 年			2019 年		
客户	收入(万)	占主营收入比	客户	收入(万)	占主营收入比	客户	收入(万)	占主营收入比
蒙牛乳业	23239.82	81.9%	蒙牛乳业	24160.92	76.0%	蒙牛乳业	23470.75	76.2%
光明乳业	2000.10	7.1%	光明乳业	2306.96	7.3%	光明乳业	1419.06	4.6%
圣牧高科	457.81	1.6%	中地乳业	559.10	1.8%	圣牧高科	903.82	2.9%
欧亚乳业	412.62	1.5%	赛科星	507.80	1.6%	科银优	480.70	1.6%
牧迪饲料	243.87	0.9%	圣牧高科	489.12	1.5%	赛科星	467.80	1.5%

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表6 公司合作伙伴

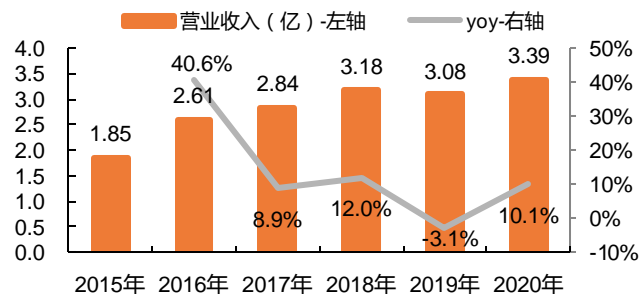


资料来源：公司官网，平安证券研究所



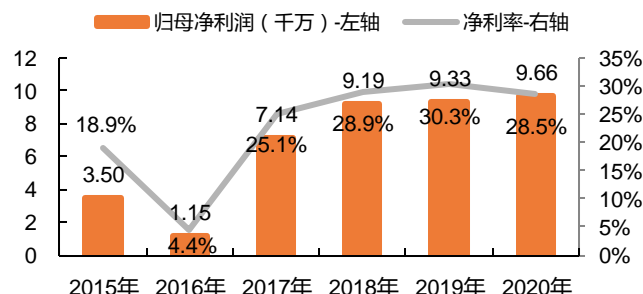
营收及利润增长稳健。15-20 年公司营收分别为 1.85/2.61/2.84/3.18/3.08/3.39 亿元，CAGR 为 12.84%；归母净利润分别为 3.50/1.15/7.14/9.19/9.33/9.66 千万，净利率分别为 18.9%/4.4%/25.1%/28.9%/30.3%/28.5%。

图表7 2015-2020 年公司营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 2015-2020 年公司净利润及净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.3 复配业务是公司业绩基石，长期稳态发展

公司的复配食品添加剂用于解决终端产品配方中某些特定的需求，比如提升风味口感、改善组织状态、增强稳定性、延长货架期等。目前公司的复配食品添加剂产品包括复配增稠剂和复配增稠乳化剂，主要应用于酸奶及其他风味发酵乳制品，同时可应用于烘焙食品、含乳饮料、调制乳和植物蛋白饮料等食品饮料领域，主要起增稠、乳化和改善口感的作用，并且可以防止终端产品析水、蛋白沉降及脂肪上浮。

图表9 公司复配食品添加剂主要产品及应用

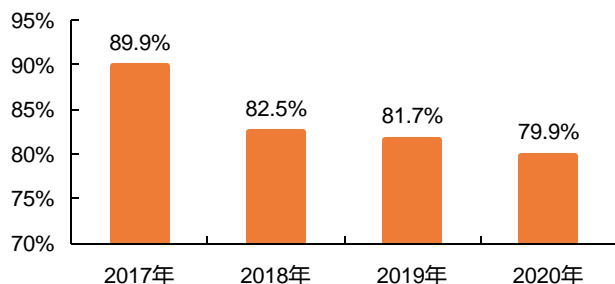
产品系列	应用范围	主要功效
KY 系列	酸奶及其他发酵乳	提高发酵乳的凝胶性、黏稠度，改善发酵乳组织状态，增强风味；使产品具有较强的可塑性，常温运输中抗震性强。
MD 系列	含乳饮料	防止产品蛋白沉淀、析水及油脂上浮，产品黏度适中，口感细腻。
B 系列	乳味饮料及果汁	防止析水和果肉成分沉淀，口感爽滑、黏度适宜。
FL 系列	调制乳	防止油层析出和蛋白沉淀，保证添加物均匀悬浮。
FM 系列	植物蛋白饮料	减少植物蛋白饮料脂肪上浮、蛋白沉淀等现象；提供植物蛋白饮料浓厚滑腻口感。
A 系列	烘焙食品	提高面团拉伸性、增加面团韧性、延迟老化、保持水分，改善面团性能和成品品质。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

复配业务是公司现有业绩的基石，收入较为稳定。公司的复配业务为营收主要来源，17-20 年收入占比分别为 89.9%/82.5%/81.7%/79.9%，占比逐年下降主要系公司业务逐渐多元化；收入总体维持稳态，17-20 年分别为 2.55/2.62/2.52/2.71 亿元，同比变化为+2.80%/-4.01%/7.67%，CAGR 为 2.04%。

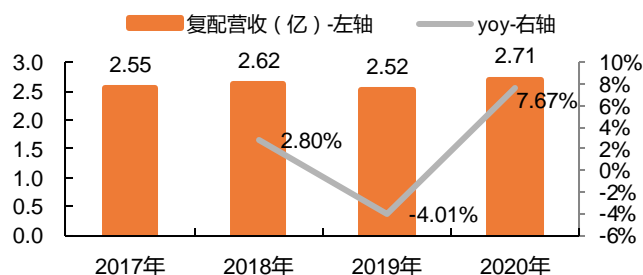


图表10 2017-2020年公司复配业务营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

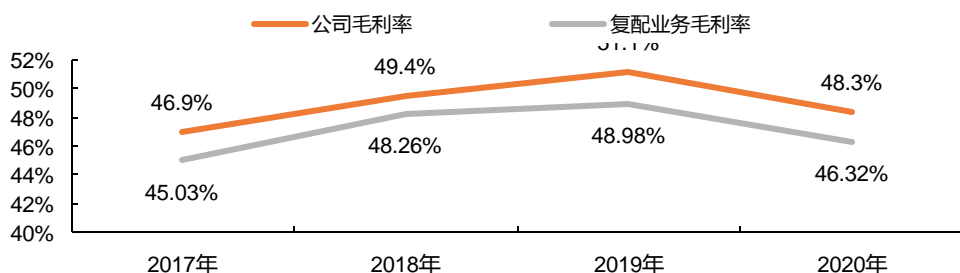
图表11 2017-2020年复配业务收入及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司复配业务毛利率整体较为稳定。17-20年公司复配业务的毛利率分别为 45.03%/48.26%/48.98%/46.32%，17年到19年呈稳步上涨的趋势，主要系主要原材料采购价格下降；20年毛利率下降主要系公司在成熟产品上给主要客户一定价格下调；公司整体毛利率受复配业务毛利影响较大，变动方向与复配业务变动一致。

图表12 2017-2020年公司复配业务毛利率

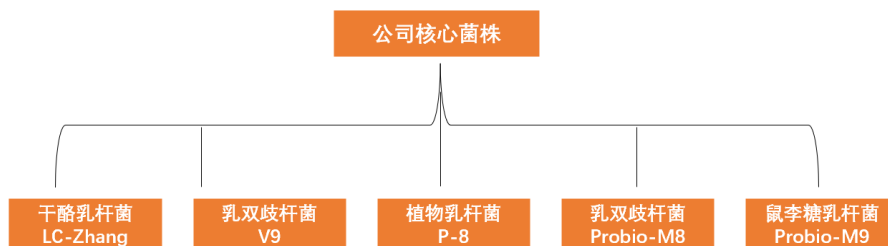


资料来源：公司官网，平安证券研究所

### 1.4 益生菌业务贡献收入增量，呈爆发式增长

公司益生菌业务分为食用益生菌及动植物益生菌。二者的主要原料都含有益生菌原料菌粉，公司的益生菌原料菌粉均采用自有菌株，其中核心菌株包括干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8、乳双歧杆菌 Probio-M8、鼠李糖乳杆菌 Probio-M9 等。

图表13 公司核心菌株



资料来源：公司官网，平安证券研究所

食用益生菌业务又分为 2B 和 2C 两部分，目前 2B 端的原料菌粉业务增长较快。1) 公司 To B 端的业务主要为直接向企业客户售卖原料菌粉，核心竞争力在自研菌株，目前增长较快，主要客户为乳制品公司和保健药品/食品公司，蒙牛、欧亚、江中、葵花药业等公司均为公司原料菌粉客户。2) 公司 To C 端的产品主要有“益适优”和“益生和美”两个品牌，“益适优”是国家体育总局训练局国家队运动员备战保障产品，分为年轻活力和家庭营养两个系列，共 9 款产品；“益生和美”是高端私人定制品牌，会经过微生物精准检测后，为个人量身定制精准配菌。

图表 14 公司食用益生菌 To B 端客户及 To C 端品牌



资料来源：公司公告，公司官网，平安证券研究所

动植物微生态制剂主要包括动物微生态饲料添加剂和植物微生态制剂：1) 动物微生态饲料添加剂主要包括应用于畜牧养殖业的微生态饲料添加剂和青贮饲料微生态制剂。微生态制剂主要作用是调节和改善动物的肠道菌群，提高饲料转化率，主要用于牛、羊、猪、鸡、水产、宠物等饲料中；青贮微生态制剂主要作用是减少青贮在贮藏过程中营养物质的流失，提高青贮品质。2) 植物微生态制剂主要应用于农作物种植，能够改良土壤，预防土壤板结，提高肥料转化率。

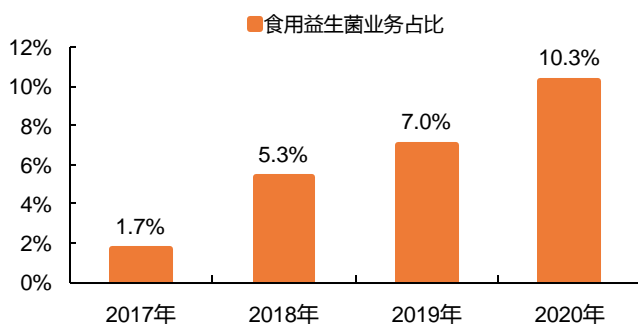
图表 15 公司动植物微生态制剂产品



资料来源：公司官网，平安证券研究所

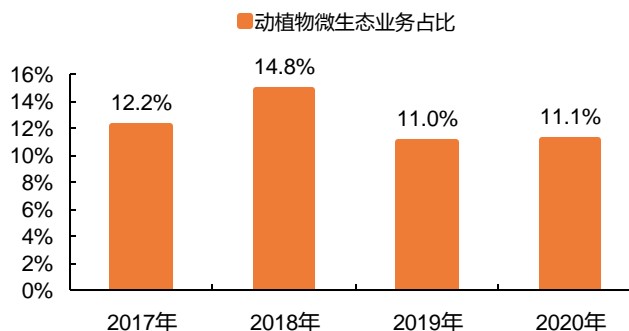
食用益生菌制品是公司未来业绩的主要增长点，动植物微生态制剂稳定发展。1) 公司食用益生菌业务增长迅猛，17-20 年食用益生菌营收的 CAGR 达 119.83%，营收占比从 1.7%提升至 10.3%。主要系消费者对益生菌产品认可度提升，益生菌行业处于高速增长阶段，国内江中集团、葵花集团等纷纷开始与公司合作。2) 动植物微生态制剂发展平稳，17-20 年的营收占比为 12.2%/14.8%/11.0%/11.1%，收入分别为 2260/3868/3119/3544 万元。

图表16 2017-2020年食用益生菌业务营收占比



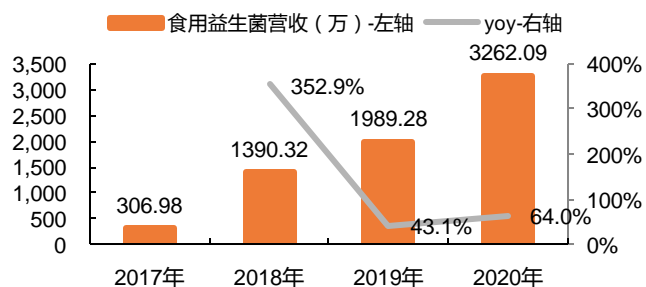
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表17 2017-2020年动植物微生态业务营收占比



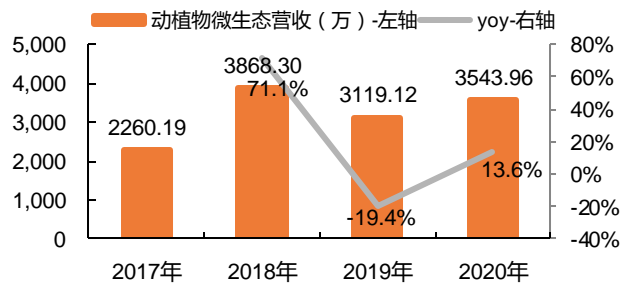
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 2017-2020年食用益生菌营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

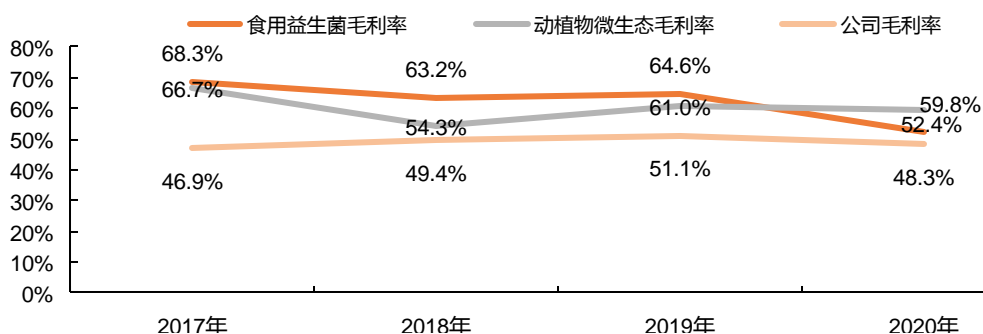
图表19 2017-2020年动植物微生态营收及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

**益生菌业务技术含量高，毛利维持高位。**益生菌业务的毛利较高，2017-2020年，食用益生菌的毛利率分别为68.3%/63.2%/64.6%/52.4%，植物微生态制剂的毛利率分别为66.7%/54.3%/61.0%/59.8%，毛利率均维持在50%以上，主要系此类产品的核心是益生菌菌株及菌种组合搭配技术，功效显著的益生菌菌株是稀缺资源，菌种组合基于长期的功效研究和试验、试用，技术含量非常高，经济附加值较高。

图表20 2017-2020年公司食用益生菌及动植物微生态制剂毛利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、 益生菌行业崛起，国产替代之风正兴

### 2.1 益生菌市场景气度持续向上，应用领域逐步拓宽

益生菌主要指对健康有益的活性微生物。根据联合国粮食及农业组织（FAO）和世界卫生组织（WHO）的定义，益生菌是指当摄入足够数量时，对宿主产生健康益处的活性微生物。益生菌具有调节人体稳态、增强机体免疫功能、维持人体健康等功能。常见的益生菌有动物双歧杆菌、鼠李乳糖杆菌、保加利亚乳杆菌、嗜热链球菌等。

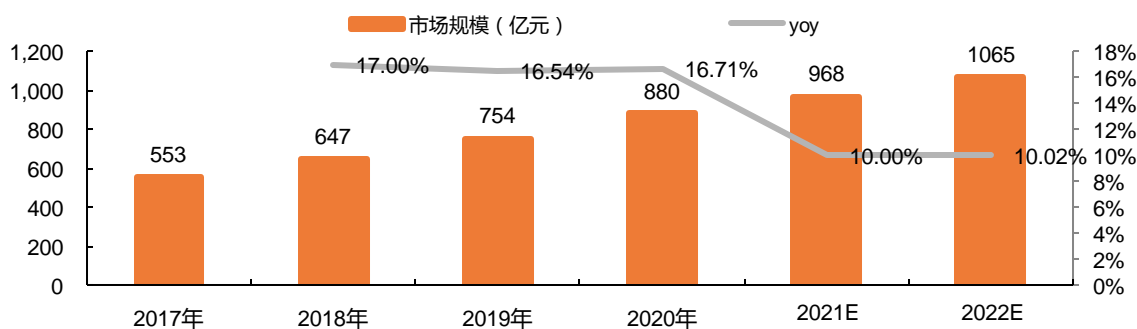
图表21 几种常见的益生菌

菌种名称	介绍
动物双歧杆菌 BB-12	是应用最广泛的益生菌菌种之一，自 1986 年起已在全球范围内用于婴儿配方奶粉、膳食补充剂和发酵乳制品（如酸奶），科学调查已证明 BB-12 与胃肠健康和免疫健康领域的益处有关。
鼠李乳糖杆菌 LGG	LGG 是全球文献记录最完备的益生菌菌株，自 1990 年以来作为没有安全问题的食品和膳食补充剂成分而被广泛使用。LGG 菌株通过维护肠道完整性和提高免疫系统来改善肠道屏障功能。
保加利亚乳杆菌	保加利亚酸奶中的乳酸菌，在酸奶中添加最多的菌种之一，主要用于发酵乳糖，经过复杂的发酵，最后把它变成乳酸。
嗜热链球菌	自 1981 年起便在全球被用作发酵食品的传统发酵剂，是酸奶制品中最常见菌种之一。

资料来源：Wind 资讯，平安证券研究所

我国益生菌的市场规模呈持续增长趋势。2017 年我国益生菌市场规模为 553 亿元，预计 2022 年将达到 1065 亿元，CAGR 为 14.01%，近五年的增长率均在 10%以上。

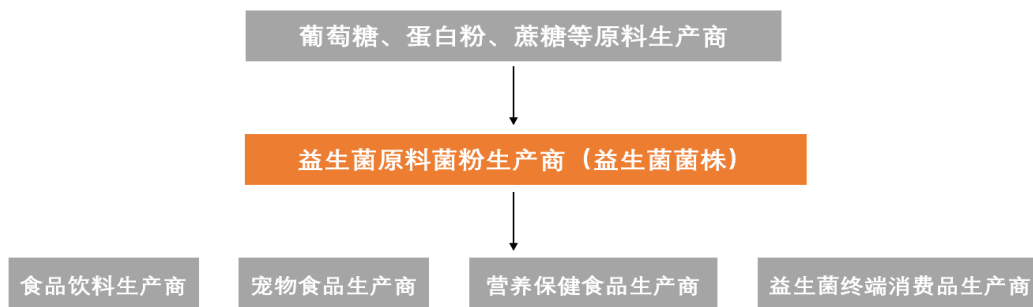
图表22 2017-2022E 我国益生菌市场规模及增速



资料来源：《2022 年中国益生菌市场分析报告》，平安证券研究所

益生菌产业链核心为益生菌的原料菌粉（含益生菌菌株）。益生菌行业上游主要为葡萄糖、蛋白粉、蔗糖等原料生产商；中游为益生菌产品的原料菌粉生产商，也是益生菌产业的核心；下游可应用的领域有食品饮料、宠物食品、营养保健食品以及益生菌终端消费品等。

图表23 益生菌行业产业链

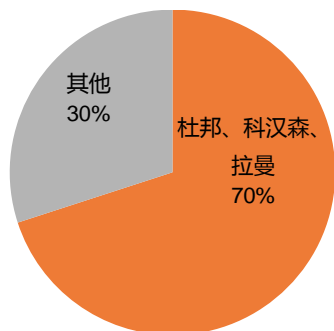


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

## 2.2 原料菌粉目前以进口为主，国产菌粉有望实现进口替代

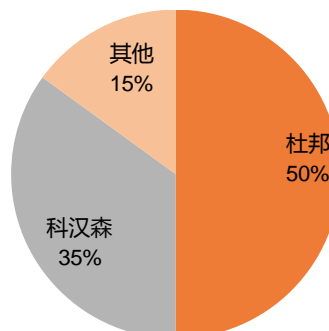
益生菌原料菌粉市场品牌优势突出，我国目前以进口菌粉杜邦和科汉森为主。益生菌的研究属于尖端科学，益生菌菌粉市场品牌优势突出，美国益生菌菌粉约 70% 的市场被杜邦、科汉森和拉曼占据。我国益生菌原料菌粉目前以进口菌粉为主，大部分使用美国杜邦和丹麦科汉森的菌种，分别占据我国 50% 和 35% 的市场份额，其他厂商合计市场份额为 15% 左右。

图表24 美国益生菌原料市场竞争格局



资料来源：《2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书》，平安证券研究所

图表25 我国益生菌原料市场竞争格局



资料来源：《2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书》，平安证券研究所

图表26 国际领先的益生菌菌粉生产公司

公司	国家	成立时间	代表性菌株	公司介绍
杜邦	美国	1802 年	乳双歧杆菌 BI-04、嗜酸乳杆菌 NCFM、副干酪乳杆菌 Lpc-37、乳双歧杆菌 HN019、鼠李糖乳杆菌 HN001	以科研为基础的全球性企业，业务范围覆盖食物与营养、保健、服装、家居及建筑、电子和交通等领域。拥有百年菌种发酵生产经验，旗下营养与健康事业部负责益生菌的研究和生产，微生物组研究益生菌对健康和养生的用途。2011 年收购当时全球第二大工业酶制造商丹尼斯克。
科汉森	丹麦	1874 年	动物双歧杆菌 BB-12、鼠李糖乳杆菌 LGG、L-Casei 431 副干酪乳杆菌	从事酶、益生菌、天然色素以及用于膳食补充剂、非处方药、婴儿配方奶粉等产品的研发生产。具备 130 多年菌种研究历史，是自有营养健康中心益生菌供应商，拥有世界上较大，生产能力强的菌种工厂。乳品发酵剂是科汉森较大的业务，约占公司总销售

拉曼	加拿大	19 世纪末	乳双歧杆菌 Lafti B94、两歧双歧杆菌 Rosell-71、植物乳杆菌 ROSELLA	额的三分之二。 专注于从事酵母、细菌、及微生物相关成分的研发、生产和市场营销等业务。分别于 1998 年和 2011 年收购了知名益生菌生产商 Institute Rosell 和 Harmonium International，Rosell 通过其菌株，Harmonium 通过其生产灵活性为北美生产提供复杂的益生菌配方。
----	-----	--------	--	---

资料来源：各公司官网，中康CMH，《2021全球益生菌产学研发展动向白皮书》，平安证券研究所

**国产益生菌菌株更适合国人肠道，原料菌粉有望实现国产替代。**由于遗传和饮食结构不同，中国人肠道微生物是以考拉杆菌属为优势菌群的群落结构，与西方不同的肠道微生物结构导致国外的益生菌菌种不一定适合中国人。国内益生菌企业研发的菌种主要分离自中国人的肠道菌群和中国传统的发酵食品，所以更适合中国人肠道菌群特点，国产原料菌粉有望凭借这一优势逐渐取代进口益生菌菌种。

**原料菌粉的关键在自有菌株，国内企业正加速布局菌株研发。**益生菌原料菌粉的竞争核心是益生菌专利菌株的竞争，虽然我国益生菌行业起步较晚，但在近几年发展迅速，国内益生菌菌粉公司不断加强对菌株的研发和布局，目前相对领先的有科拓生物、微康生物、一然生物、锦旗生物等公司。科拓生物拥有干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9 等明星菌株，微康拥有长双歧杆菌 BL21、植物乳杆菌 Lp90 等代表性菌株，一然拥有双歧杆菌 TMC3115、植物乳杆菌 LP45 等菌株，锦旗生物拥有动物双歧杆菌乳亚种 CP-9、鼠李糖乳杆菌 F-1 等菌株。

图表 27 国内领先的益生菌原料菌粉公司

公司	公司简介	代表性菌株	下游产品
科拓生物	2003 年成立于北京，保存 2 万余株乳酸菌和双歧杆菌，围绕明星菌株专利 100 多项，发表学术论文 300 余篇。	干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8、乳双歧杆菌 Probio-M8、鼠李糖乳杆菌 Probio-M9	提供益生菌原料，动植物生态制剂以及复配食品添加剂，并提供整套产品解决方案，同时生产终端产品如“益适优”等品牌。
微康生物	2013 年成立于江苏，是一家专注益生菌菌种、发酵食品菌种的研发生产及应用的国家级高新技术企业。	长双歧杆菌 BL21、植物乳杆菌 Lp90、植物乳杆菌 N13、植物乳杆菌 CW006、乳酸片球菌 CCFM7902、嗜酸乳杆菌 LA85、乳双歧杆菌 BLa80、凝结芽孢杆菌 BC99	为食品、乳制品、保健食品、精准医学、日化用品、农业微生态等领域提供益生菌菌粉、发酵食品菌种、益生菌产品及应用解决方案。
一然生物	2011 年成立于河北，是集益生菌科研、生产、营销为一体的高新技术企业。	双歧杆菌 TMC3115、植物乳杆菌 LP45、嗜酸乳杆菌 La28、鼠李糖乳杆菌 L863、鼠李糖乳杆菌 L519、复合菌种 Nagqu4580	即食型益生菌、益生菌膳食补充剂酸奶、乳酸菌饮料等。
锦旗生物	2008 年，公司旗下丰华生物成立于台湾，2019 年更名为锦旗生物，是一家专注于综合性益生菌解决方案的公司，在安徽宿州、江苏淮安和台湾嘉义拥有自己的工厂。	动物双歧杆菌乳亚种 CP-9、鼠李糖乳杆菌 F-1、鼠李糖乳杆菌 MP108、副干酪乳杆菌 MP137、副干酪乳杆菌 ET-66	提供益生菌原料和 ODM/OEM 多种益生菌剂型生产线。开发有 PRONULIFE 配方菌粉及后生元创新应用原料-益萃质。

资料来源：各公司官网，《2021全球益生菌产学研发展动向白皮书》，平安证券研究所

### 2.3 下游应用主要为乳制品，应用场景不断扩展

益生菌下游最大应用在乳制品行业，是酸奶行业的“芯片”。益生菌下游主要应用有三大场景：乳制品及其他发酵食品、保



健食品/药品和动植物用益生菌，其中乳制品及其他发酵食品为最主要应用，占比为 86%。在乳制品中，益生菌又分为两种用途，一种起发酵作用，是酸奶等发酵食品发酵的必需品；另一种主要作为食品添加剂，在酸奶发酵后，额外添加进酸奶，可起到一定功效，比如改善便秘、消化不良等症状。

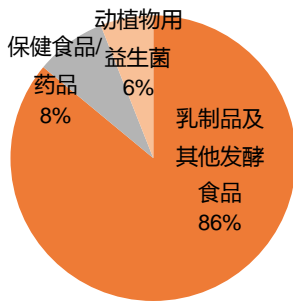
乳制品益生菌概念竞争激烈，目前仍以国外菌株为主。受养乐多火爆的影响，国产酸奶不断推出主打益生菌的酸奶系列，比如优益 C、畅轻、冠益乳等，大部分国内品牌还是属于伊利和蒙牛旗下，使用益生菌多为国外菌株。

图表28 益生菌下游主要应用场景



资料来源：中康CMH，平安证券研究所

图表29 益生菌下游三大类产品占比



资料来源：中康CMH，平安证券研究所

图表30 国内热门益生菌酸奶品牌

产品	品牌	菌种
养乐多	养乐多	代田菌
碧悠	达能	专利双歧杆菌
优益 C	蒙牛	LC37
畅轻	伊利	嗜酸乳杆菌+双歧杆菌
卡士	绿雷生物	保加利亚乳杆菌
冠益乳	蒙牛	BB-12
安慕希	伊利	保加利亚乳杆菌、嗜热链球菌

资料来源：中康CMH，平安证券研究所

在保健食品及药品应用中，本土菌株正逐步突围。我国含益生菌的保健食品及药品中，主要以 Life Space、善存、妈咪爱、合生元等国际大品牌为主，使用菌株均为进口菌株。国产益生菌品牌起步较晚，但增长很快，以江中为代表的国产品牌正逐步使用国产益生菌菌株，未来有望随着国产益生菌终端品牌的快速发展带来国产益生菌菌株的爆发。

图表31 部分益生菌保健食品及药品（终端产品）所用菌株

产品	国家	菌株
Life Space	澳洲	15 种杜邦菌株（鼠李糖乳杆菌 HN001、如双歧杆菌 BI-04、乳双歧杆菌 HN019 等）
拜尔	德国	五种拜尔益生菌
善存	美国	两种科汉森益生菌（BB-12 和 LA-15）



妈咪爱	韩国	两种杜邦的菌株（乳双歧杆菌 HN019 和鼠李糖乳杆菌 HN001）
合生元	中国	三种杜邦的菌株（乳双歧杆菌 HN019、鼠李糖乳杆菌 HN001 和乳双歧杆菌 Bi-07）
WonderLab	中国	六种杜邦益生菌
每日的菌	中国	本土芽孢杆菌
江中	中国	本土科拓生物的植物乳杆菌（植物乳杆菌 P9、乳双歧杆菌 V9、干酪乳杆菌 Zhang）

资料来源：各产品线上旗舰店，平安证券研究所

益生菌其他功效正逐步被发现，未来可应用场景不断拓展。除改善胃肠道问题的传统功效外，益生菌近年来还被发现在抗幽门螺旋杆菌、缓解鼻炎、控制龋齿、纤体减脂等方向上起作用，不断有牙膏、沐浴露、护肤品等品类在产品中添加益生菌，并主打益生菌概念营销。

图表32 益生菌未来潜力发展方向

肠胃健康益生菌：肠胃调理，辅助抗癌	女性益生菌：私处护理，乳腺抗炎	过敏舒缓益生菌：疏痒抗敏，缓解鼻炎
口腔保健益生菌：控龋齿除臭，抑制溃疡	运动提能益生菌：纤体减脂，增强耐力	情绪调节益生菌：舒缓压力，改善抑郁
免疫调节益生菌：全身调理，预防疾病	美容抗衰益生菌：抵抗氧化，美肌美颜	治疗辅助益生菌：辅助抗癌，干预肠炎

资料来源：《2021全球益生菌产学研发展动向白皮书》，平安证券研究所

## 三、 益生菌行业壁垒高，海外丹尼斯克发展史借鉴

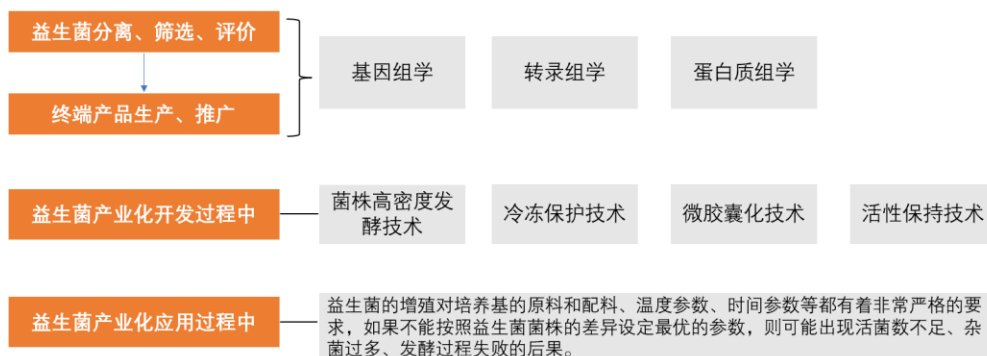
### 3.1 菌种从发现到产业化需大量时间，行业壁垒高筑

益生菌菌株从研发生产到实际应用需要较高的要求，是技术壁垒很高的产业。

1) 从研发到生产需要漫长的过程，涉及多种学科技术。一株性能优良的益生菌从其分离、筛选、评价到相应终端产品的生产、推广必须经历基础研究、功能研究、临床研究及产业化应用开发等一系列过程。在这一过程中，需要运用基因组学、转录组学、蛋白质组学等先进的技术手段，解析菌株的环境耐受、肠道适应以及益生功能的分子机制。此外，在益生菌产业化开发过程中，又需要菌株高密度发酵技术、冷冻保护技术、微胶囊化技术和活性保持技术等产业化应用技术才能提高益生菌制品的生产效率。

2) 益生菌起效需保持益生菌活性，对技术要求高。益生菌健康功能的起效是建立在有一定数量和活性的活菌安全到达小肠或者结肠这个基础上的，并且需要这些益生菌在食用后进入体内仍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，这对生产及应用益生菌的公司提出了技术上的高要求。

图表33 益生菌菌株从研发到生产过程中涉及的技术



资料来源：科拓生物招股说明书，平安证券研究所

除技术壁垒外，益生菌原料菌粉公司还有知识产权、市场准入以及资金等壁垒。

1) 知识产权壁垒：发现新菌株不能被授予专利，能证明其工业用途才可获取专利。

根据国家知识产权局制定的《专利审查指南（2010）》，未经人类的任何技术处理而存在于自然界的微生物由于属于科学发现，不能被授予专利权；只有当微生物经过分离成为纯培养物，并且具有特定的工业用途时，微生物本身才属于可给予专利保护的客体。因此，申请益生菌相关的专利需要经历一个专业、规范的长期过程，企业需要长期的基础研究和实践论证过程才能取得相应的知识产权。

2) 市场准入壁垒：企业销售食用级益生菌需获得各类食品类别的生产许可。

作为食用级益生菌生产销售企业，首先要取得食品生产许可证和食品经营许可证，获得特定食品类别的生产许可。另外，在食品生产过程中原料采购、加工，产成品包装、储存和运输等环节要符合《食品生产通用卫生规范》的要求；在销售产品前，企业均需要为产品进行食品安全企业标准备案，所生产的产品需要符合《食品安全国家标准食品中污染物限量》的污染物限量要求。

3) 资金壁垒：益生菌培养、分离、贮存各环节都需要购置先进仪器，初始投入资金量大。

益生菌原料菌粉生产技术含量高、工艺复杂。在益生菌培养、分离环节需要购置先进的发酵罐、离心机及配套设施，生产车间洁净度需要达到10万级以上；贮存环节需要温度低至零下18摄氏度的恒温冷库；益生菌终端消费品混合包装环节需要购置自动化的混合器设备，生产车间洁净度同样需要达到10万级以上。企业需要投入大量资金以满足益生菌制品生产、贮存环节对于设备和车间洁净度的要求。

### 3.2 海外对标：丹尼斯克发展史梳理

1924年，丹尼斯克（Danisco A/S）前身格林斯德成立；1989年，丹麦糖业集团，丹麦蒸馏酒公司和格林斯德合并组建成立丹尼斯克，是世界领先的食物配料和消费品配料的生产商，总部位于丹麦哥本哈根，在40个国家拥有6800多名员工，2011年被美国杜邦以63亿美元收购。

从食品添加剂拓展至益生菌业务，定位一站式食品添加剂供应商。丹尼斯克早期以发酵剂和甜味剂为主，后续逐步拓展至益生菌、制酶剂等业务。丹尼斯克前身格林斯德最早生产有机化学制品，从1906年开始菌种研发培育，1930-1939年公司转型生产食用乳化剂、香精化学品、香精原料，酶制剂等，2004年正式建立丹尼斯克菌种部门。1995年进入中国，最初主要生产香精等食品添加剂，2006年收购北京弗蒙特的菌种业务，北京大兴区黄村镇工业开发区新建菌种工厂，开始国内益生菌研发生产。

图表34 丹尼斯克发展历程

年份	重要事件
1924年	格林斯德成立，成立初期生产有机化学制品
1989年	丹麦糖业集团，丹麦蒸馏酒公司和格林斯德合并组建成立丹尼斯克
1906年	开始菌种研发培育
1930-1939年	公司转型生产食用乳化剂、香精化学品、香精原料，酶制剂等
1995年	进入中国，最初主要生产香精等食品添加剂
2004年	正式建立丹尼斯克菌种部门
2006年	收购北京弗蒙特的菌种业务，北京大兴区新建菌种工厂，开始国内益生菌研发生产。

资料来源：公司官网，Wikipedia，平安证券研究所

益生菌菌种研发体系复杂，公司通过不断收购加速布局。丹尼斯克 1984-2004 年期间通过不断收购来扩充自身菌种库及生产工艺：1998 年收购著名食品香料厂科特公司食品部，2000 年收购美国佛罗里达香精公司和澳洲 Germantown 公司，02 年收购比利时百丽珑公司，04 年收购了当时全球第二大菌种公司罗地亚公司食品配料部。

图表35 丹尼斯克部分收购事件

年份	收购事件
1998年	科特公司食品部（著名食品香料生产厂）
2000年	美国佛罗里达香精公司，澳洲 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（当时全球第二大菌种公司）
2005年	美国杰能科公司（当时全球第二大制酶剂公司）

资料来源：公司官网，Wikipedia，平安证券研究所

To B 起家打造市场认可度，To C 业务拓展领跑益生菌市场。丹尼斯克最初专注于 To B 业务，供应 HOWARU 优质益生菌系列和 FLORAFIT 益生菌系列，逐渐打出市场知名度后，凭借在益生菌研发上的优势，丹尼斯克推出 HOWARU 终端消费品品牌，切入 To C 市场，目前已被广泛应用到膳食补充剂、乳品、饮料等产品中，成为欧美高品质益生菌的代表品牌。

图表36 丹尼斯克旗下品牌



- 高浓度的单一菌株
- 特定的混合菌株
- 最终产品
- 技术服务



- 交钥匙方案
- 开发最终产品及配方
- 临床实验和体外实验
- 市场和医务支持
- 各种益生菌的载体形式

资料来源：Danisco，平安证券研究所

## 四、公司优势：教授研发实力强劲，菌种优异未来可期

### 4.1 益生菌行业权威教授研发，科研实力强劲

公司科研团队背景强，国内外知名专家主导研发。公司益生菌方向的首席科学家为张和平博士，国家杰出青年科学基金获得者、“长江学者”特聘教授、何梁何利创新奖获得者；复配食品添加剂方向的首席科学家为孙天松博士，为内蒙古农业大学食品科学与工程学院博士研究生导师、教授；同时，公司还聘请李元昆博士为技术咨询顾问，李博是现任新加坡微生物学与生物技术学会主席。

图表37 公司科研团队核心成员

姓名	职位	介绍
张和平	首席科学家	博士，国家杰出青年科学基金获得者，“长江学者”特聘教授，中国益生菌产业拓荒人，主要研究益生菌方向。
孙天松	首席科学家	博士，负责复配食品添加剂方向的研究。从事生物活性成分开发利用的科研工作，对乳制品有较为深入的研究，其参与完成的“免疫乳及其制品研究”获得内蒙古科技进步二等奖。
李元昆	特聘技术咨询顾问	新加坡微生物学与生物技术学会主席，曾任国际微生物学会联合会主席，主要研究肠道微生物组学、微藻生物技术、微生物与宿主互作、益生菌与益生元、食品生物技术等领域。
赵树平	核心人员	硕士研究生，中级工程师，16项专利和1项专利申请的发明人，发表学术期刊文章16篇。
高鹏飞	核心人员	博士研究生，高级工程师，35项专利和10项专利申请的发明人，发表学术期刊文章31篇。

资料来源：Danisco，平安证券研究所

研发人员专业性强，公司研发资源丰富。公司拥有专业的研发团队，现有全职及兼职研发人员34人，硕士、博士及以上学历人员29人（70%以上为食品及相关专业）。研发资源丰富，与内蒙古农业大学、中国农业大学、青岛农业大学、江南大学等高等院校或下属机构建立了长期合作关系，在益生菌制品、益生菌技术研发等方面分别设立了4个联合实验室。

### 4.2 全亚洲最大乳酸菌菌种库之一，菌种更适合国人体质

公司拥有亚洲最大菌种资源库之一，厚积薄发构建壁垒。科拓生物拥有全亚洲最大乳酸菌菌种资源库之一，已申请与益生菌相关的发明专利56项，包含2万多株乳酸菌（含益生菌）菌株，其中已产业化的益生菌有68株。菌种库具有战略储备意义，许多菌种具有稀缺性，会随环境变化而消失。对标海外公司杜邦，其拥有全球最大菌种资源库，有近3万株益生菌菌株。

核心菌株多提取自国内样本，更适合国人体质。公司拥有明星菌株干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8、瑞士乳杆菌 H9 等，都提取自国内样本，其中酪乳杆菌 Zhang 和乳双歧杆菌 V9 属于我国自有并自主进行深度研究的菌株，在一定程度上打破了杜邦、科汉森等跨国企业的益生菌在我国益生菌市场上的垄断。

图表38 公司明星益生菌菌株介绍

菌种名称	菌种来源	主要功效
干酪乳杆菌 Zhang	分离自内蒙古大草原自然发酵酸马奶	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌及降低肠道内毒素、提高机体免疫力及抗氧化能力、改善血脂代谢、保护肝脏、预防 II 型糖尿病和降低肿瘤及结肠癌发生风险、预防中老年人群上呼吸道感染。
乳双歧杆菌 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌、有效治疗腹泻和便秘。
植物乳杆菌 P-8	分离自内蒙古大草原自然发酵牛乳	改善血脂代谢、保护肝脏、提高机体抗氧化及免疫力、改善肠道菌群、减少腹部脂肪沉积。
瑞士乳杆菌 H9	分离自西藏自然发酵酸牦牛乳	使发酵乳 ACE（血管紧张素转换酶）抑制率达 86%，富含 VPP 和 IPP 等降血压肽。
植物乳杆菌 P9	分离自巴彦淖尔市自然发酵酸粥	可显著降解有机磷农药，改善由甲拌磷引起的大鼠血液乙酰胆碱酯酶活性降低，减轻农药对机体的毒害作用。
植物乳杆菌 LP-6	分离自内蒙古巴彦淖尔市杭锦后旗陕坝镇酸粥	调节肠道菌群，抑制幽门螺杆菌。
嗜热链球菌 S10	分离自青海自然发酵酸牛乳	凝乳特性良好、发酵豆乳组织状态细腻光滑；可有效去除豆腥味，其发酵豆乳具有豆乳特有的香味；可使无活性大豆异黄酮转化为功能性活性异黄酮。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

#### 4.3 国产益生菌品牌需求旺盛，产能扩张带动收入提升

下游国产益生菌终端品牌扩张带动公司发展，益生菌原料菌粉需求旺盛。随着益生菌在我国的快速发展，国内药品、保健品公司正逐步加码布局益生菌产品，需求高增带动科拓益生菌菌粉销售增长，目前公司已与江中药业、小葵花药业、云南白药等多家知名公司开始合作。

图表39 公司下游客户拓展情况

客户名称	洽谈阶段	合作模式
葵花药业集团重庆小葵花健康产业发展有限公司	已开始合作	销售原料菌粉
云南白药集团股份有限公司	已开始合作	销售原料菌粉
净月高新技术产业开发区安吉拉美容东樾馆	已开始合作	销售益生菌终端消费品
乌拉特后旗英格苏骆驼养殖专业合作社	已开始合作	OEM
量子高科（中国）生物股份有限公司	已开始合作	销售原料菌粉
江中药业股份有限公司	已开始合作	OEM
绿瘦健康产业集团有限公司	达成初步合作意向	OEM
黑龙江飞鹤乳业有限公司	合作洽谈阶段	销售原料菌粉
维奥健康科技（成都）有限公司	合作洽谈阶段	OEM

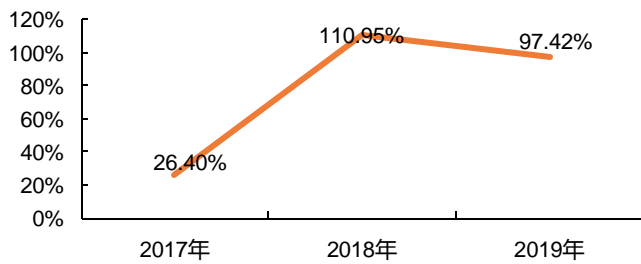
资料来源：公司公告，平安证券研究所

原料菌粉供不应求，存在产能提升空间。公司自 2018 年大力发展益生菌业务后，食用益生菌原粉的产能利用率从 17 年的 26.4% 增长至 18 年的 110.95%，2019 年产能利用率为 97.42%，依然维持在较高水平，公司的原料菌粉处于供不应求的状态。

产能提升将带动公司食用益生菌业务进一步增长。公司募投项目中“年产 30 吨乳酸菌粉、45 吨固体饮料、45 吨压片糖果和 10 吨即食型乳酸菌项目”已于 2020 年竣工投产，并且已实现预期效益；2021 年公司计划在内蒙古和林格尔新区新建复配食品添加剂、动植物微生态制剂和新的食用益生菌制品生产基地以及研发中心，预计总投资为 13.21 亿元，有望建成生产能力、装备先进性和生产工艺均处于行业领先水平的生产基地，产能的提升将会推动公司食用菌业务进一步增长。



图表40 17-19年公司食用益生菌产能利用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表41 公司新募投资项目

序号	新募投资项目
1	食品板块研发生产基地项目
2	年产 30 吨乳酸菌粉、45 吨固体饮料、45 吨压片糖果和 10 吨即食型乳酸菌项目
3	微生态制剂生产基地项目

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 五、盈利预测

### 2021-2023年财务假设：

**营收预测：**1) **复配业务**，由于复配业务主要面向乳制品行业，乳制品行业较为稳定，所以公司该细分业务将处于长期稳态发展的趋势，预计 21-23 年复配业务营收变化为-11.4%、0.0%、-4.2%；2) **食用益生菌业务**，我国食用益生菌行业高速发展，目前以进口菌粉为主，国产菌粉相比于进口菌粉更适合国人肠道，未来有望实现国产替代；并且公司研发实力强，是国产益生菌龙头企业，未来几年食用益生菌业务将会高速增长。预计 21-23 年食用益生菌业务的营收同比增长 145.2%、87.5%、60.0%。3) **动植物微生态业务**，预计 21-23 年动植物微生态业务的营收同比增长 41.1%、20.0%、10.0%。

**毛利率方面**，1) **复配业务**，预计 21-23 年毛利将维持在 46%的稳定水平。2) **食用益生菌业务**，预计 21-23 年毛利将维持在 55%。3) **动植物微生态业务**，预计 21-23 年毛利将维持在 60%。

**期间费用方面**，预计 2021-2023 年销售费用率分别为 7.0%、6.5%和 6.5%；管理费用率分别为 8.0%、7.5%、7.5%；研发费用率分别为 10%、9%、9%。

图表42 2018-2023E 公司按业务拆分营收预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收业务细拆假设（百万元）						
复配	262.12	251.60	270.89	240.00	240.00	230.00
YOY(%)	2.8%	-4.0%	7.7%	-11.4%	0.0%	-4.2%
食用益生菌	13.90	19.89	32.62	80.00	150.00	245.00
YOY(%)	352.9%	43.1%	64.0%	145.2%	87.5%	60%
动植物微生态	38.68	31.19	35.44	50.00	60.00	66.00
YOY(%)	71.1%	-19.4%	13.6%	41.1%	20.0%	10.0%
其他	3.19	5.42	0.21	3.00	3.00	3.00
总营收	317.90	308.10	339.16	373.00	453.00	544.00
YOY(%)	12.0%	-3.1%	10.1%	10.0%	21.4%	20.1%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 2018-2023E 公司费用预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
	期间费率假设					
研发费用率	6.9%	6.6%	6.6%	10.0%	9.0%	9.0%
销售费用率	4.2%	5.3%	5.3%	7.0%	6.5%	6.5%
管理费用率	5.0%	4.8%	5.2%	8.0%	7.5%	7.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

因此我们预测公司 2021-2023 年的营收分别为 3.73 亿元、4.53 亿元和 5.44 亿元，归母净利润分别为 1.09 亿元、1.41 亿元和 1.69 亿元，EPS 为 0.74 元、0.95 元、1.14 元，对应目前股价的 PE 分别为 36.0 倍、28.0 倍、23.3 倍。基于益生菌行业的高增速，以及公司行业龙头的地位，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 六、 风险提示

1. 现有客户业务收缩风险：公司依赖于国产益生菌终端品牌的发展带动公司增长，若国产益生菌品牌增速放缓，需求减少，则公司增长将会遇到阻碍。
2. 竞争加剧风险：目前国内益生菌市场处于快速发展期，众多新公司进入行业，若有公司研发出更新更好的菌株，并打价格战，可能会对公司造成不利影响。
3. 大客户集中风险：目前公司第一大客户收入占比超过 70%，如果跟第一大客户关系破裂则会影响公司收入。
4. 疫情反复风险：疫情反复可能会影响下游益生菌终端消费品的销售，进而影响公司的盈利。
5. 食品安全风险：公司益生菌主要应用在乳制品及保健药品等领域，对产品安全性要求较高，如果出现食品安全性的问题，会对公司品牌造成很大影响。



## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	767	878	1019	1183
现金	202	447	533	635
应收票据及应收账款	124	131	159	191
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	1	5	7	8
存货	45	39	47	55
其他流动资产	395	254	273	294
<b>非流动资产</b>	232	208	182	153
长期投资	1	1	1	1
固定资产	115	110	103	93
无形资产	19	16	13	9
其他非流动资产	97	81	65	50
<b>资产总计</b>	999	1086	1200	1337
<b>流动负债</b>	64	73	87	102
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	46	51	61	71
其他流动负债	18	22	26	31
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	67	75	89	105
少数股东权益	0	0	0	0
股本	83	149	149	149
资本公积	589	589	589	589
留存收益	261	339	440	560
<b>归属母公司股东权益</b>	933	1011	1111	1232
<b>负债和股东权益</b>	999	1086	1200	1337

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	67	257	106	131
净利润	97	109	141	169
折旧摊销	11	24	26	28
财务费用	-3	-1	-2	-2
投资损失	-3	-13	-13	-13
营运资金变动	-36	143	-41	-47
其他经营现金流	2	-5	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	-404	18	18	17
资本支出	21	0	0	0
长期投资	-383	0	0	0
其他投资现金流	-43	18	18	17
<b>筹资活动现金流</b>	440	-30	-38	-46
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	440	-30	-38	-46
<b>现金净增加额</b>	102	245	86	102

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	339	373	453	544
营业成本	175	187	222	262
税金及附加	3	3	4	5
营业费用	18	26	29	35
管理费用	22	37	41	49
研发费用	18	30	34	41
财务费用	-3	-1	-2	-2
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	7	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	13	13	13
资产处置收益	0	6	6	6
<b>营业利润</b>	118	115	148	177
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
<b>利润总额</b>	113	115	148	178
所得税	17	6	7	9
<b>净利润</b>	97	109	141	169
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	97	109	141	169
EBITDA	120	138	173	204
EPS (元)	0.65	0.74	0.95	1.14

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	10.1	10.0	21.4	20.1
营业利润(%)	6.3	-2.2	28.5	20.0
归属于母公司净利润(%)	3.5	13.3	28.5	20.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	48.3	49.9	50.9	51.8
净利率(%)	28.5	29.3	31.0	31.0
ROE(%)	10.4	10.8	12.6	13.7
ROIC(%)	29.7	17.2	30.9	35.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	6.7	6.9	7.4	7.8
净负债比率(%)	-21.7	-44.3	-48.0	-51.5
流动比率	11.9	12.1	11.7	11.6
速动比率	7.7	10.3	9.9	9.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.8	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.78	3.68	3.68	3.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.74	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.73	0.72	0.88
每股净资产(最新摊薄)	6.28	6.81	7.48	8.29
<b>估值比率</b>				
P/E	40.7	36.0	28.0	23.3
P/B	4.2	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	38.8	24.3	19.0	15.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

单击此处输入文字。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033