

2023年1月11日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

# 益生菌国产替代排头兵，打造益生菌第二曲线

买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	365	402	521	695
同比 (%)	8%	10%	29%	33%
归母净利润 (百万元)	110	130	176	235
同比 (%)	13%	19%	35%	34%
每股收益 (元/股)	0.74	0.87	1.18	1.58
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.66	34.25	25.37	18.97

■ **公司以复配食品添加剂为基，打造益生菌第二曲线：**公司2003年成立后主要从事复配业务，2015-2016年通过并购切入益生菌赛道。目前益生菌第二曲线快速成长，食用益生菌业务收入占比从2017年的1%提升到22H1的34%，2017-2021年食用益生菌收入CAGR=122%，成为公司收入主要增长动力。由于食用益生菌毛利率高于复配业务，占比提升后公司业务结构改善，推动公司毛利率维持高位。

■ **大健康趋势下益生菌中上游市场有望快速成长：**2017-2021年我国益生菌终端市场CAGR=15%，其中食品饮料/膳食补充剂占比68%/19%。1) **食品饮料：**健康需求提升，应用场景拓宽，我国益生菌食品饮料市场有望维持6%增速；2) **膳食补充剂：**对标海外空间仍大，未来随着消费升级和行业规范完善，预计2021-2024年我国益生菌补充剂终端市场CAGR有望达到18%。下游扩张将推动中上游市场快速扩容，测算2021年食用益生菌中上游市场规模92亿元，预计2021-2024年CAGR=14%。

■ **益生菌上游壁垒高，内资企业市占率较低：**公司在益生菌产业链以中上游为主，下游为辅。上游壁垒在益生菌菌株研发和菌粉生产，我国益生菌上游被外资主导，测算2021年科拓生物食用益生菌市占率仅为0.8%。

■ **公司益生菌研发、服务实力雄厚，有望成为国产替代排头兵：**1)公司实控人为首席科学家，业内知名专家带队，研发资源丰富；2)公司本土菌株资源丰富，更适合中国人肠胃，能为下游带来差异化，下游存在替代动力；3)公司科研背书强于其他内资，核心菌株基本覆盖外资菌株功效，定价是外资的八折左右，性价比较高。4)公司基于自有菌株实现终端解决方案多样化，持续增强下游客户粘性，客户基础深厚。

■ **客户、产能持续扩张，益生菌第二曲线成长路径明确：**1)原料菌粉业务有望在现有客户中进行国产替代，并持续挖掘新客户；2)ODM业务在手客户充足，新老客户均有望贡献增量；3)拟定增扩产奠定中长期发展基础，大股东认购彰显发展信心。

■ **其他业务：**1)复配业务绑定大客户，随着下游需求恢复，复配业务有望修复；2)动植物微生态制剂前景广阔，外拓客户下有望稳健增长。

■ **盈利预测与投资评级：**预计22-24年营收4.02/5.20/6.95亿元，同比+10%/29%/33%；归母净利润为1.30/1.76/2.35亿元，同比+19%/35%/34%，对应PE为34/25/19x。公司第二曲线有望快速增长，参考可比公司PEG，给予23年公司1倍PEG，即给予23年34.97倍市盈率，预计23年目标市值61.39亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**客户集中度较高，原材料价格波动超预期，新客户开拓不及预期，食品质量和安全问题，新冠肺炎疫情反复，行业竞争加剧。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	29.91
一年最低/最高价	21.00/49.49
市净率(倍)	4.52
流通A股市值(百万元)	1,596.49
总市值(百万元)	4,454.36

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.62
资产负债率(% ,LF)	7.05
总股本(百万股)	148.93
流通A股(百万股)	53.38

## 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢汤军，王颖洁和李星哲的指导。

科拓生物主要从事复配食品添加剂、食用益生菌制品等业务。自 2003 年成立以来公司长期专注于复配食品添加剂业务，2015-2016 年公司通过并购切入益生菌赛道。目前公司形成了“两个基础，三大系列”的业务布局。两个基础指复配食品添加剂和益生菌相关工艺技术；三大系列指复配食品添加剂、食用益生菌制品和动植物微生态制剂。

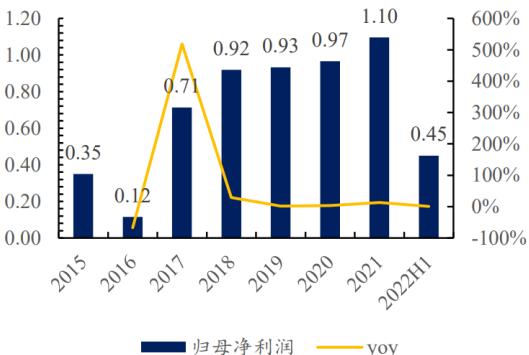
**2015-2021 年公司营收和净利润总体保持增长态势。**2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 11.93%/20.93%，2022H1 公司复配业务受疫情冲击较大导致公司营收 1.57 亿元，同比-6.25%。

图 1：2015-2022H1 公司营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 2：2015-2022H1 公司归母净利润（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

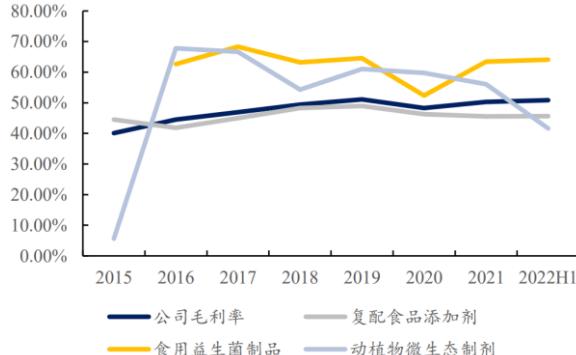
**复配为主要收入，第二曲线食用益生菌业务高速增长。**公司主要收入来源仍为复配食品添加剂，但 2017-2021 年复配收入复合增速为-1.6%，成长性较弱。公司积极开拓食用益生菌业务作为第二曲线，食用益生菌收入占比从 2017 年的 1% 提升到 22H1 的 34%，2017-2021 年食用益生菌收入 CAGR=122%，成为公司收入主要增长动力，2022H1 疫情反复下公司食用益生菌业务收入同比+90.67% 至 5373 万元。毛利率方面，除 2020 年外，2016 年来公司食用益生菌业务毛利率始终高于 60%，第二曲线推动产品结构改善。

图 3：2015-2022H1 公司分产品收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 4：2015-2022H1 公司各业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

**2021-2024 年终端市场复合增速有望达到 18%，食用益生菌中上游市场复合增速有望达到 14%。**消费者健康意识提升叠加政策推动，我国益生菌膳食补充剂市场快速发展，欧睿数据显示 2016-2021 年我国益生菌补充剂零售规模 CAGR=19%。凯度数据统计 2021

年我国益生菌膳食补充剂市场规模 193 亿元，预计到 2024 年市场规模有望达到 314 亿元，2021-2024 年 CAGR=18%。同时，下游扩张将推动中上游市场快速扩容。根据公司公告和行业经营特点，假设：1) 食品饮料产品终端销售价格中约 5% 对应其使用的益生菌成本（即对应公司益生菌原料菌粉销售同口径数据）；2) 益生菌膳食补充剂产品出厂价为其终端销售价格的 1/3。折算 2021 年我国食用益生菌中上游市场规模约为 92 亿元，预计 2024 年市场规模为 137 亿元，2021-2024 年 CAGR=14%。

目前外资在我国益生菌中上游市场占据主导地位，科拓市占率较低。益生菌上游壁垒高，国际品牌竞争优势突出，我国益生菌原料市场被进口益生菌占据，其中杜邦和科汉森市占率分别为 50% 和 35%，其他厂商合计市占率 15%。2021 年科拓食用益生菌业务收入 0.75 亿元，以上文测算的 2021 年食用益生菌中上游市场规模为基数，推算 2021 年科拓食用益生菌领域市占率约为 0.81%，市占率较低。

公司益生菌研发、服务实力雄厚，有望成为国产替代排头兵。1) 公司实控人为首席科学家，业内知名专家带队，研发资源丰富。截至 2022H1，公司共有研发人员 50 人，其中硕士、博士及以上学历人员 23 人；2) 公司本土菌株资源丰富，能为下游带来差异化。公司目前拥有国内最大的乳酸菌菌种资源库之一，包含 20,000 余株乳酸菌（含益生菌）菌株，其中已产业化的益生菌菌株 120 余株，拥有干酪乳杆菌 Zhang 等多种核心菌株。3) 科研背书强于其他内资，核心菌株基本覆盖外资菌株功效，定价是外资的八折左右，性价比较高。4) 公司能够提供多样化的终端解决方案，持续增强下游客户粘性。2020 年公司和蒙牛共同申报了乳双歧杆菌 Probio-M8 发明专利，蒙牛拥有 M8 专利权，当年蒙牛发布的全球首款母乳益生菌儿童奶粉——蒙牛 M8 儿童配方奶粉正是采用了 Probio-M8，并在产品外观上针对自有菌株做了重点宣传，绑定不断加深。

表 1：公司部分已实现大规模应用的菌株及对应的终端产品

下游企业及产品	应用菌株	联合开发菌株代表产品
蒙牛乳业 炭烧酸奶	乳双歧杆菌 V9	
雅士利 儿童成长配方奶粉	乳双歧杆菌 Probio-M8	
江中药业 利活益生菌	干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P9	
小葵花 善尔益生菌	嗜酸乳杆菌 LA-06、乳双歧杆菌 V9、干酪乳杆菌 Zhang	
云南白药 牙膏	副干酪乳杆菌 Probio-01、鼠李糖乳杆菌 R7970	

数据来源：公司公告，京东，东吴证券（香港）

**投资建议：**预计 22-24 年营收 4.02/5.20/6.95 亿元，同比+10%/29%/33%；归母净利润为 1.30/1.76/2.35 亿元，同比+19%/35%/34%，对应 PE 为 34/25/19x。公司第二曲线有望快速增长，参考可比公司 PEG，给予 23 年公司 1 倍 PEG，即给予 23 年 34.97 倍市盈率，预计 23 年目标市值 61.39 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**客户集中度较高的风险，原材料价格波动超预期，客户开拓不及预期，食品质量和安全，新冠肺炎疫情反复，行业竞争加剧。

科拓生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E
					营业收入	营业成本				
流动资产	753	806	953	1,142	减: 营业成本	365	402	521	695	
现金	573	620	726	851	减: 营业成本	181	190	236	312	
应收账款	125	140	170	224	营业税金及附加	3	3	4	6	
存货	53	45	56	66	销售费用	25	27	34	44	
其他流动资产	1	1	2	1	管理费用	38	37	44	58	
非流动资产	288	300	308	316	研发费用	27	30	39	52	
长期股权投资	2	3	4	5	财务费用	-6	-7	-9	-10	
固定资产	210	200	192	186	资产减值损失	0	0	0	0	
在建工程	3	16	26	35	加: 投资净收益	12	12	11	13	
无形资产	54	62	67	72	其他收益	4	5	6	8	
其他非流动资产	18	19	19	19	资产处置收益	13	10	10	12	
资产总计	1,041	1,106	1,261	1,458	营业利润	125	149	200	267	
流动负债	62	72	105	137	加: 营业外净收支	-1	-1	-1	-1	
短期借款	1	1	1	1	利润总额	124	147	199	266	
应付账款	27	36	62	85	减: 所得税费用	15	17	23	31	
其他流动负债	34	35	41	51	减: 少数股东损益	0	0	0	0	
非流动负债	11	11	11	11	归属母公司净利润	110	130	176	235	
长期借款	0	0	0	0						
其他非流动负债	11	11	11	11	EBIT	94	120	170	232	
负债合计	73	83	115	148	EBITDA	111	134	188	250	
少数股东权益	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	967	1,023	1,146	1,310	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	
负债和股东权益	1,041	1,106	1,261	1,458	每股收益(元)	0.74	0.87	1.18	1.58	
					每股净资产(元)	6.51	6.87	7.69	8.80	
					发行在外股份(百万股)	149	149	149	149	
					ROIC(%)	8.70	10.53	13.73	16.53	
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE-摊薄(%)	11.32	12.71	15.32	17.92	
经营活动现金流	110	126	164	197	毛利率(%)	50.31	52.84	54.74	55.10	
投资活动现金流	253	63	-17	-13	归母净利率(%)	30.04	32.32	33.69	33.79	
筹资活动现金流	-83	-74	-53	-70	资产负债率(%)	7.05	7.48	9.15	10.15	
现金净增加额	280	115	94	114	收入增长率(%)	7.51	10.38	29.48	33.39	
折旧和摊销	17	14	18	18	归母净利润增长率(%)	13.42	18.74	34.97	33.79	
资本开支	-58	-18	-18	-15	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.66	34.25	25.37	18.97	
营运资本变动	14	2	-9	-31	P/B(现价)	4.59	4.35	3.89	3.40	

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

**分析师声明：**

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

**利益披露事项：**

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

**免责声明**

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

### 评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>