

2023 年 02 月 01 日

一致魔芋 839273.BJ: 魔芋小巨人积极布局食品、美妆健康消费新活力 ——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

● 公司情况: 一致魔芋 2021 年营收突破 5 亿, 魔芋食品三年 CAGR 达 62%

一致魔芋成立于 2007 年, 是一家专业从事魔芋精深加工以及魔芋相关产品的研发、生产和销售的高新技术企业, 现拥有魔芋亲水胶体、魔芋食品、魔芋美妆工具 3 大产品类别, 66 个产品系列。主导产品类别是魔芋粉, 营收占比较稳定超过 85%。2021 年新增客户 516 家, 83% 存量客户稳定合作。目前一致魔芋共取得 73 项专利, 其中发明专利 23 项, 实用新型 39 项, 外观设计 11 项, 形成了魔芋粉连续纯化设备及技术等 12 项核心技术, 均来源于自主研发。财务上, 一致魔芋 2021 年营收首次突破 5 亿, 近半来自外销收入。魔芋食品类产品三年 CAGR 达 62.30%, 营收占比最高的魔芋粉增长为 15.71%。归母净利润保持 30% 高增长, 毛利率在 25% 上下。募投资金主要用于魔芋精深加工智能制造生产线改扩建技改项目、魔芋食品深加工技改项目。项目实施后, 一致魔芋将具有 10,200 吨魔芋粉、5,000 吨魔芋晶球、魔芋素毛肚 10,000 吨、魔芋清水食品 15,000 吨的生产能力。主产品魔芋粉扩产 78.95%, 晶球扩充比例 525%, 项目达产后总营收或超过 10 亿。

● 行业梳理: 我国供应全球 63% 的魔芋, 2020 年魔芋市场突破 400 亿

一致魔芋为魔芋食品制造企业, 其上游主要为农副产品加工业, 下游为食品制造商、品牌运营商及直接消费者。原材料主要分为魔芋精粉、魔芋干片以及鲜魔芋等。魔芋食品制造业发展行业起步较晚、加工企业规模普遍较小、产品同质化较为普遍、产业集中度偏低、多集中在初加工领域等主要特点。中国是全球范围内魔芋产量最高的国家, 供应全球 63% 的魔芋。据弗若斯特沙利文研究调查, 我国魔芋纯化微粉市场 2022 年的销量约 4.32 万吨, 按照魔芋粉 2021 年 8.58 万元/吨的价格计算, 我国魔芋纯化微粉 2022 年的市场规模约 37 亿元, 一致魔芋在国内魔芋纯化微粉领域的市占率约为 7.73%。根据中国魔芋协会的数据, 2020 年中国魔芋整体市场规模已突破 400 亿元, 近十年年均复合增长率达到 26%。根据第一财经商业数据中心《2020 新式茶饮白皮书》, 2020 年新式茶饮消费者规模突破 3.4 亿人, 2021 年市场规模突破 1100 亿元, 直接带动了魔芋晶体市场容量逐年增加。

● 估值对比: 发行 PE 2021 11.2X, 可比公司 2021 年 PE 均值为 27X

截至目前, 沪深 A 股尚无与一致魔芋的主营业务产品相同的上市公司, 具有一定标的稀缺性。根据相近的上下游产业和商业模式, 选取百龙创园、三元生物和金丹科技作为同行业可比公司。盈利能力上, 一致魔芋 2022 前三季度的毛利率高于均值。本次北交所公开发行价为 11.38 元/股, 对应的发行后 PE 2021 为 14.4X, 可比公司 2021 年 PE 均值为 27X。公司有望通过募投项目有效补充产能, 增加新产品魔芋晶球的产品比重, 优化业务结构, 提升综合竞争力, 建议申购。

● **风险提示:** 供应商集中度较高风险、境外销售收入下滑风险、新股破发风险。

相关研究报告

《2022 年硅烷气量、价、利齐升, 积极拓展硅碳负极、氢能源市场——北交所信息更新》-2023.1.31

《国内碳纤维原丝半壁江山, 借增需东风盈利腾飞——北交所首次覆盖报告》-2023.1.30

《IPO 跟踪 (2023.01.14~01.20): 利尔达北交所成功注册——北交所策略专题报告》-2023.1.26

目 录

1、 公司：魔芋粉是主导产品，2019-2021 净利润 CAGR 24%	4
1.1、 发展状况：魔芋亲水胶体“小巨人”，共取得 73 项专利	4
1.2、 产品梳理：魔芋粉+魔芋食品+美妆工具，估算魔芋微粉市占率约 8%	6
1.3、 财务变化：2021 年营收突破 5 亿，魔芋食品三年 CAGR 达 62%	8
1.4、 募投项目：主导产品魔芋粉扩产 78.95%，达产总营收约 10 亿	12
2、 行业情况：集中度偏低，预计魔芋胶市场 2023 年 4.9 万吨	13
2.1、 行业解析：上游农副产品加工+种植，下游零售+贸易+食品制造	13
2.2、 市场空间：我国供应全球 63%的魔芋，2020 年魔芋市场突破 400 亿	13
2.3、 竞争格局：开发 300 目破壁量产技术，公司毛利率可比中位列第二	15
3、 估值对比：可比公司 2021 PE 27X，公司发行价对应发行前 PE 2021 11.2X	17
4、 风险提示	17

图表目录

图 1： 一致魔芋成立于 2007 年，是第二批专精特新“小巨人”企业	4
图 2： 吴平、李力夫妇是公司的共同实际控制人	4
图 3： 公司拥有亲水胶体、魔芋食品、美妆工具三大产品类别，六十多个产品系列	6
图 4： 魔芋粉是一致魔芋的主导产品，占比始终超过 85%	6
图 5： 2021 年营收突破 5 亿	6
图 6： 2021 年新增客户 516 家，占比 37.26%（家）	7
图 7： 2021 年稳定客户销售额占比最高，81.98%（万元）	7
图 8： 内外销营收占比较平均，内销占比略高（亿元）	8
图 9： 2021 年营收突破 5 亿	8
图 10： 华东在内销营收中占比接近一半（万元）	8
图 11： 外销占比亚洲超过 40%（万元）	8
图 12： 魔芋食品 2019-2021 年的复合增长率最高（万元）	9
图 13： 2021 年销售中第四季度占比略高	9
图 14： 魔芋粉的细分产品中深加工中的纯化魔芋微粉营收占比最高（万元）	9
图 15： 直接客户占比超过 70%（万元）	10
图 16： 线下渠道销售收入占比基本都超过 99%	10
图 17： 归母净利润连续保持高增长	10
图 18： 毛利率保持在 25%上下	10
图 19： 魔芋美妆用品的毛利率最高	11
图 20： 2022H1 主营业务毛利率的有所回升至 27.13%	11
图 21： 剔除研发费用的期间费用率呈现下降趋势（万元）	11
图 22： 研发投入不断加大	11
图 23： 魔芋晶球产能全部来源于新建募投项目（吨）	12
图 24： 魔芋制品生产成本与原材料价格关联大，零售市场中企业议价能力较高	13
图 25： 2020 年，中国魔芋产量占全球总产量的 63%	14
图 26： 预计魔芋纯化微粉市场规模将于 2023 年达到 49,400 吨	14
图 27： 选取百龙创园、三元生物、金丹科技作为对比标的	15
图 28： 毛利率 2022 年开始高于均值，位列第二	16

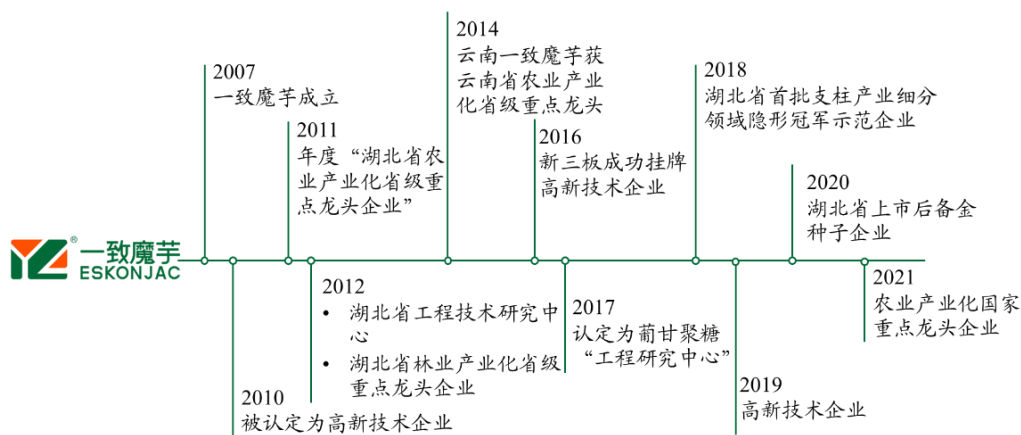
图 29：一致魔芋的研发费用率位列第二	16
图 30：管理费用率低于同行业可比上市公司均值.....	16
表 1：一致魔芋高管深耕行业多年	5
表 2：募投资金主要投资于 2 个项目（万元）	12
表 3：一致魔芋的项目多次获得荣誉	15
表 4：一致魔芋发行价对应稀释前 PE 2021 为 11.2X，低于可比公司 PE 均值.....	17

1、公司：魔芋粉是主导产品，2019-2021 净利润 CAGR 24%

1.1、发展状况：魔芋亲水胶体“小巨人”，共取得 73 项专利

湖北一致魔芋生物科技股份有限公司成立于 2007 年，是一家专业从事魔芋精深加工以及魔芋相关产品的研发、生产和销售的生物科技企业，致力于为全球用户提供安全、天然、定制的魔芋亲水胶体应用解决方案和优质膳食纤维产品。

图1：一致魔芋成立于 2007 年，是第二批专精特新“小巨人”企业

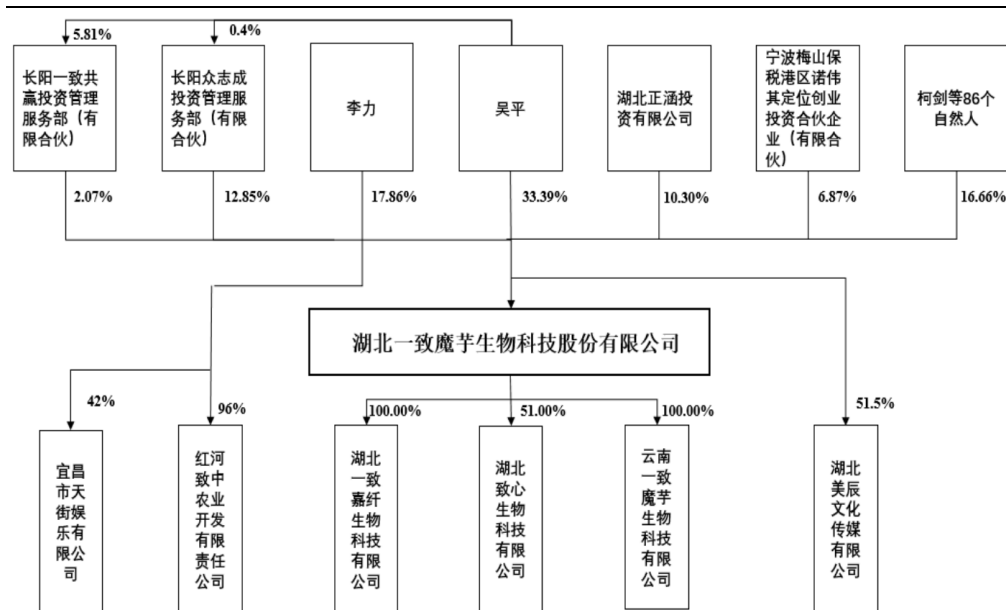


资料来源：公司官网、开源证券研究所

总经理吴平直接持有公司 1,944 万股，占比 33.39%，通过一致共赢、长阳众志成城间接控制公司 14.91% 股份对应表决权，合计控制公司 48.30% 股份对应表决权，为公司的第一大股东、控股股东。李力直接持有公司 1,040.00 万股股份，占公司股份总数的 17.86%。吴平、李力夫妇是公司的共同实际控制人。

一致魔芋共拥有 2 家全资子公司、1 家控股子公司。

图2：吴平、李力夫妇是公司的共同实际控制人



资料来源：招股说明书

总经理吴平是全国农村科技致富女能手、全国巾帼示范基地带头人、国家科技部创新创业人才、第二批国家“万人计划”领军人才、民建脱贫攻坚先进个人、湖北省优秀中国特色社会主义事业建设者、湖北省三八红旗手标兵、巾帼创业之星、中国园艺学会魔芋协会副会长、湖北省魔芋协会会长。

副总经理苟春鹏直接持股 54 万股，占比 0.93%；副总经理彭湃直接持股 26 万股，占比 0.45%；副总经理李夏直接持股 23 万股，占比 0.40%；董秘唐华林直接持股 45.9 万股，占比 0.79%；财务负责人黄朝胜直接和间接持股合计 38 万股，占比 0.67%。

表1：一致魔芋高管深耕行业多年

职位	姓名	简历
总经理	吴平	1968 年 9 月生，MBA 研究生学历，高级经济师，曾任宜昌市生物化学制药厂技术员，湖北省中药材公司宜昌采购批发站质检员、销售经理，湖北美辰文化传媒有限公司董事、董事兼总经理、执行董事，湖北一致魔芋生物科技有限公司执行董事、总经理，湖北一致嘉纤生物科技有限公司监事，湖北致力魔芋种业有限公司执行董事，宜昌长阳清江魔芋专业合作社法定代表人，长阳众志成城投资管理服务部（有限合伙）、长阳一致共赢投资管理服务部（有限合伙）执行事务合伙人，湖北省魔芋协会会长，湖北致心生物科技有限公司执行董事，三峡大学特聘教授，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司董事长、总经理。
副总经理	苟春鹏	1981 年 1 月生，高级经济师，大专学历。2001 年 9 月至 2004 年 12 月，任宜昌奥海魔芋制品有限公司生产部长；2005 年 1 月至 2007 年 9 月，任宜昌正富丰食品有限公司生产经理；2007 年 10 月至 2015 年 6 月，任湖北一致魔芋生物科技股份有限公司副总经理；2015 年 7 月至今，任湖北一致魔芋生物科技股份有限公司董事、副总经理。
副总经理	彭湃	1983 年 5 月生，高级经济师，本科学历。曾任浙江义乌银河房地产开发有限公司营销策划部文案策划、经理，雪峰集团有限公司总裁助理，湖北一致魔芋生物科技有限公司亲水胶体事业部销售总监，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司副总经理，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司董事、副总经理。
副总经理	李夏	1986 年 5 月生，本科学历。曾任安琪酵母股份有限公司营销中心主管、经理、总监助理，山东圣琪生物有限公司商超部部长，山东元泰生物工程有限公司销售总监，湖北一致嘉纤生物科技有限公司副总经理，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司副总经理。
董事会秘书	唐华林	1970 年 7 月生，高级经济师，本科学历，长阳土家族自治县政协委员、工商联执委委员。曾任枝江市棉花公司厂办秘书，枝江市供销合作社联合社办公室宣传干事，枝江市人民政府个体私营办公室秘书，北京三木伟业图文制作有限责任公司副总经理，宜昌市三木网络技术有限公司副总经理，宜昌市美辰广告营销有限公司总经理，宜昌市致想广告有限公司总经理，湖北一致魔芋生物科技有限公司市场品事业部总经理、董事长助理，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司董事、董事会秘书。
财务负责人	黄朝胜	1968 年 9 月生，本科学历，高级会计师。曾任黄石市木材公司（隶属于黄石市物资局）会计、主管会计、财务科长，鄂州市吴都医药有限公司财务总监，黄石燕舞药业有限公司财务总监、副总经理，大冶特殊钢股份有限公司财务部会计科科长，湖北神鹭水产品有限公司财务总监、副总经理，湖南颐利德百货有限公司财务总监，黄石坤宝房地产开发有限公司财务总监，湖北一致魔芋生物科技股份有限公司财务负责人。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

在聚焦主业的同时，一致魔芋积极参与行业标准制定工作，是原农业部《魔芋粉》（NY/T494-2010）和《食品安全地方标准魔芋膳食纤维》（DBS42/007-2021）的起草单位之一，实际控制人吴平是上述两个产品标准主要起草人，助力行业健康良性发展。

1.2、产品梳理：魔芋粉+魔芋食品+美妆工具，估算魔芋微粉市占率约 8%

自成立以来，一致魔芋聚焦于魔芋亲水胶体在美味健康食品、环保美妆材料等方面的深度研究开发应用，引领魔芋产业从传统小众食品成长为多元化高端消费品，现拥有魔芋亲水胶体、魔芋食品、魔芋美妆工具三大产品类别，六十六个产品系列。

图3：公司拥有亲水胶体、魔芋食品、美妆工具三大产品类别，六十六个产品系列

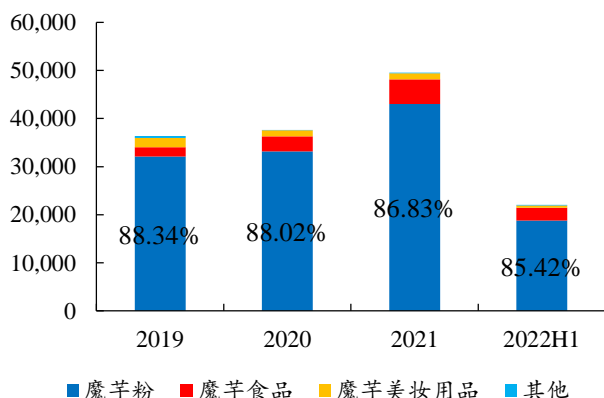


资料来源：公司官网、开源证券研究所

一致魔芋为魔芋食品制造企业，其上游主要为农副产品加工业，下游为食品制造商、品牌运营商及直接消费者。原材料主要分为魔芋精粉（原料）、魔芋干片以及鲜魔芋等。魔芋食品、魔芋美妆用品分为自有品牌生产和受托生产两种模式。

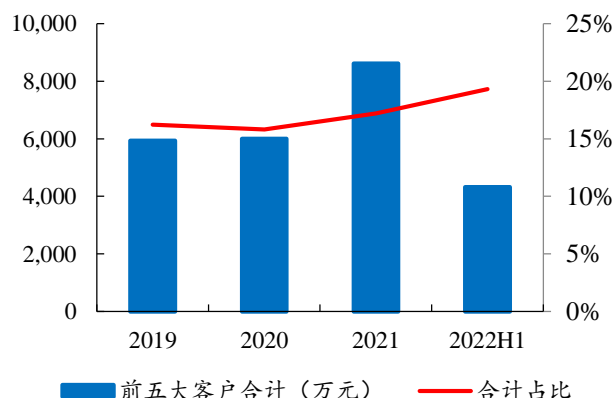
一致魔芋的主导产品类别是魔芋粉，营收占比较稳定，保持超过 85%。近年来，前五大客户的销售额占比略有提高，2022H1 接近 20%，除劲仔食品集团股份有限公司外，前五名客户均不属于关联方。

图4：魔芋粉是一致魔芋的主导产品，占比始终超过 85%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

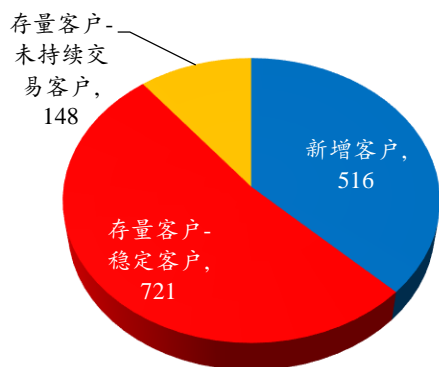
图5：2021 年营收突破 5 亿



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

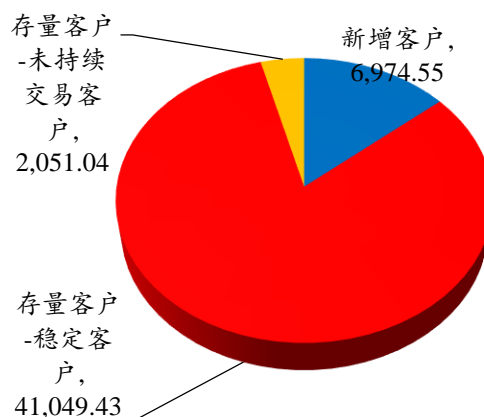
一致魔芋 2021 年新增客户 516 家，提供销售额 6,974.55 万元，占比 13.93%。其中存量客户中有 83% 的客户会稳定合作，提供超过 4.1 亿元销售额。

图6：2021 年新增客户 516 家，占比 37.26%（家）



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

图7：2021 年稳定客户销售额占比最高，81.98%（万元）



数据来源：问询的回复、开源证券研究所

自设立以来，一致魔芋针对新产品开发及产品工艺优化进行了大量研发投入，先后被各级主管部门评定为“湖北省食品胶体工程技术研究中心”、“湖北省认定企业技术中心”、“魔芋葡甘聚糖深加工及综合利用湖北省工程研究中心”。除自主研发外，公司多年来本着优势互补的原则与上海交通大学、华中农业大学、武汉理工大学、湖北工业大学、三峡大学、湖北省农业科学院等高校和研发机构建立了良好的研发合作关系。

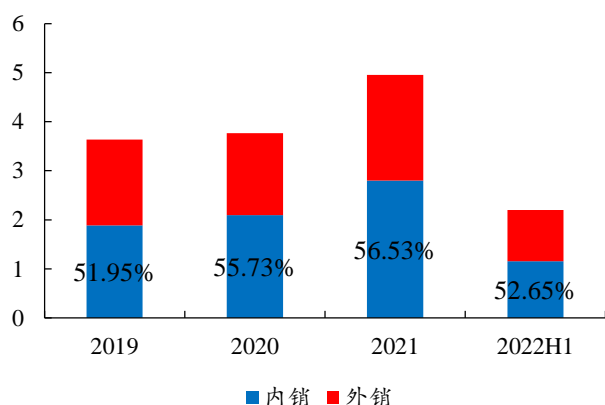
截至一轮问询的回复签署日，一致魔芋共取得 73 项专利，其中发明专利 23 项，实用新型 39 项，外观设计 11 项，形成了魔芋粉连续纯化设备及技术等 12 项核心技术，均来源于自主研发。

据弗若斯特沙利文研究调查，我国魔芋纯化微粉市场销量 2022 年约为 4.32 万吨，粗略地以魔芋粉 2021 年 8.58 万元/吨的价格计算，则我国的魔芋纯化微粉 2022 年市场规模约为 37 亿元。按照上述数据，一致魔芋在国内魔芋纯化微粉领域的市场占有率约为 7.73%。

1.3、财务变化：2021 年营收突破 5 亿，魔芋食品三年 CAGR 达 62%

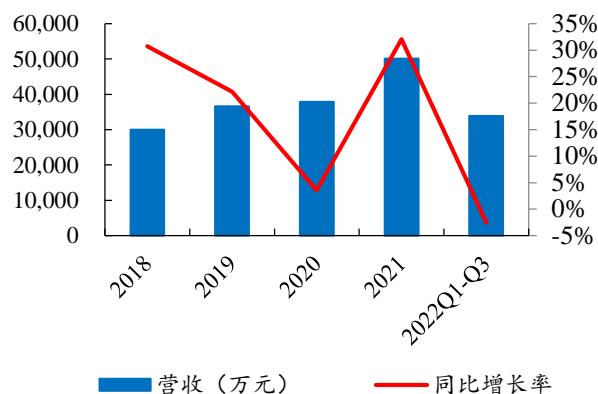
营收能力：营收逐年增高，2021 年突破 5 个亿，同比增长 32.06%，主要源于一致魔芋对魔芋粉、魔芋食品等产品的市场开拓，客户订单大幅增加。主营业务收入占营业收入比重均超过 98%，主营业务突出；其他业务收入主要为房屋、设备租赁收入和运保费收入。

图8：内外销营收占比较平均，内销占比略高（亿元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

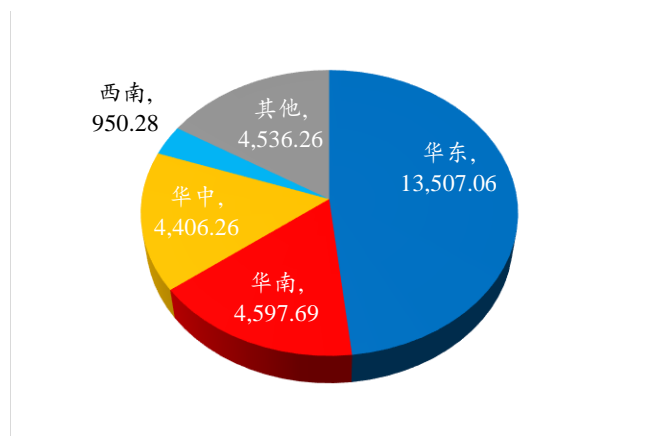
图9：2021 年营收突破 5 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

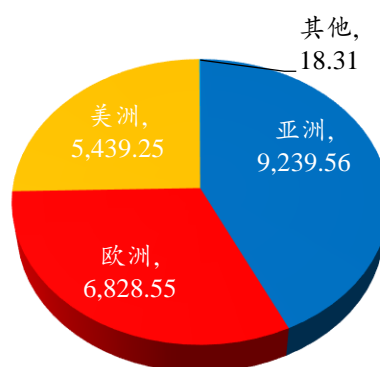
主营业务收入中内外销售占比较平均，内销收入主要集中在华东、华中和华南区域；外销收入主要集中在亚洲、欧洲和美洲。

图10：华东在内销营收中占比接近一半（万元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图11：外销占比亚洲超过 40%（万元）

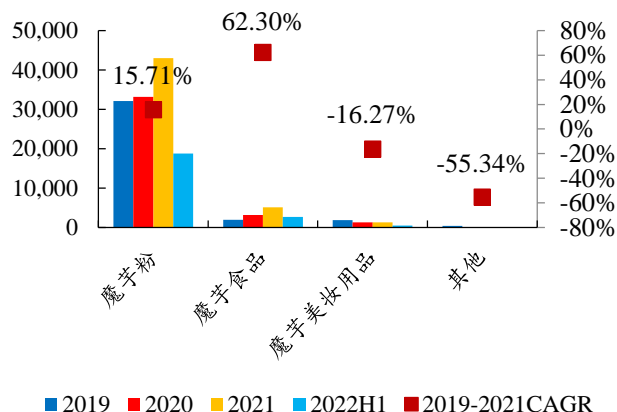


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

销售季度差异较小，第一季度略微低于平均，第四季度销售占比略高。2020 年第一季度受湖北省新冠疫情影响，2 月份一致魔芋无对外销售收入。

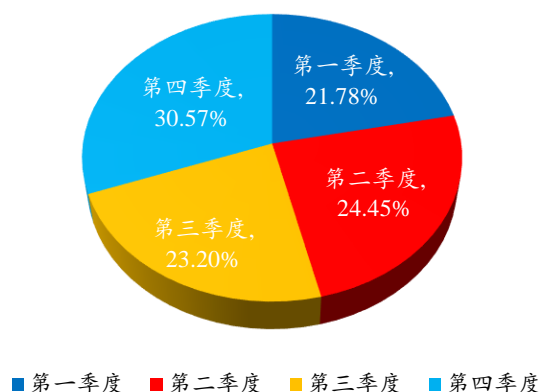
按照产品分类，魔芋食品 2019-2021 年的复合增长率最高，达到了 62.30%；营收占比最高的魔芋粉增长为 15.71%，魔芋美妆用品和其他种类则逐渐下降。

图12：魔芋食品 2019-2021 年的复合增长率最高（万元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

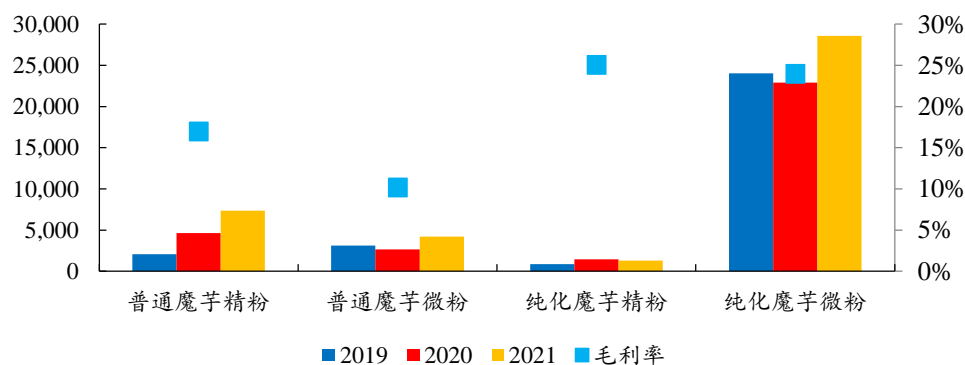
图13：2021 年销售中第四季度占比略高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

产品细分中，纯化魔芋微粉的销售占魔芋粉销售收入中占比较大；魔芋素毛肚是魔芋食品的销售主力；魔芋绵在魔芋美妆用品的销售收入中占比较大。

图14：魔芋粉的细分产品中深加工中的纯化魔芋微粉营收占比最高（万元）

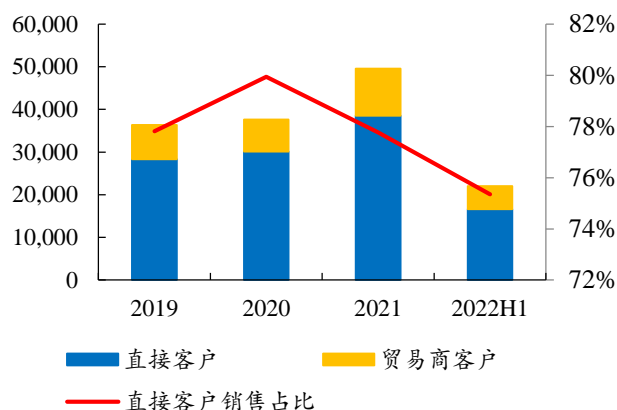


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司产品的销售客户以直接客户为主。直接客户购买产品主要用于进一步加工或消费，直接客户包含生产厂家和终端消费者；贸易商客户购买产品主要用于向其他客户再销售从而赚取买卖差价。

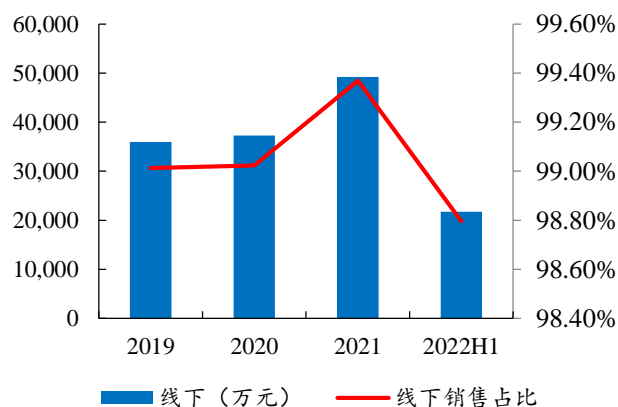
销售以线下销售为主，线上销售渠道主要通过京东、天猫、淘宝等网络销售平台开设旗舰店进行直接销售，面向的客户主要为普通的消费者，购买的产品为魔芋素毛肚、魔芋膳食纤维等，占比较低。

图15：直接客户占比超过 70%（万元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

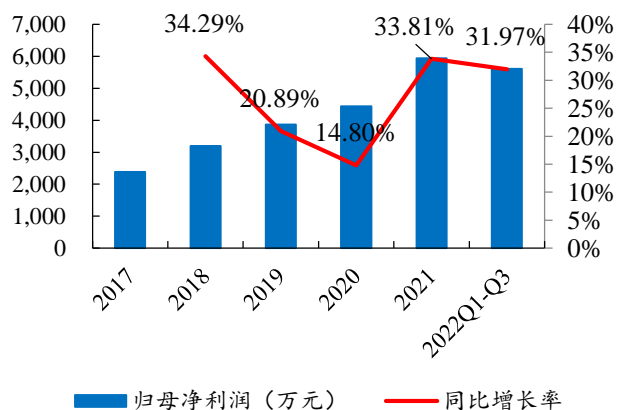
图16：线下渠道销售收入占比基本都超过 99%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

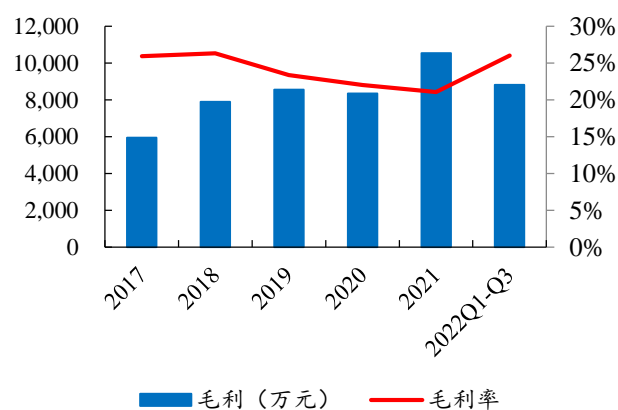
盈利能力：归母净利润逐年保持高增长，2021 年增长率达到了 33.81%。毛利率在 20%-26% 间轻微波动，在今年前三季度回升到 26.02%。

图17：归母净利润连续保持高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：毛利率保持在 25% 上下



数据来源：Wind、开源证券研究所

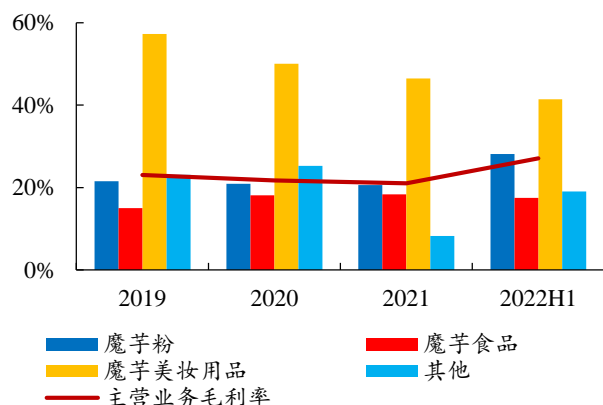
按照产品分类比较，魔芋美妆用品的毛利率最高，但营收占比较小；占比最大的魔芋粉的毛利率位列第二，且有逐年上升的趋势。一般情况下，四大类魔芋粉的毛利率从高到低排序为纯化魔芋精粉、纯化魔芋微粉、普通魔芋精粉、普通魔芋微粉。

魔芋食品类产品主要包含魔芋素毛肚、魔芋膳食纤维、魔芋晶球。近年来，魔芋素毛肚产销量逐年上升，单位制造成本逐年下降，毛利率逐年上升；魔芋膳食纤维产量较小，定价较高，毛利率也较高；魔芋晶球主要应用于预包装饮料、新式茶饮，2020 年开始研发，2021 年正式对外销售，新品报价较高，毛利率较高。

线上毛利率较线下毛利率整体偏高，因为线上销售主要产品为魔芋休闲食品，一般采用零售方式定价，而线下销售魔芋休闲食品一般采取的成本加成方式定价。

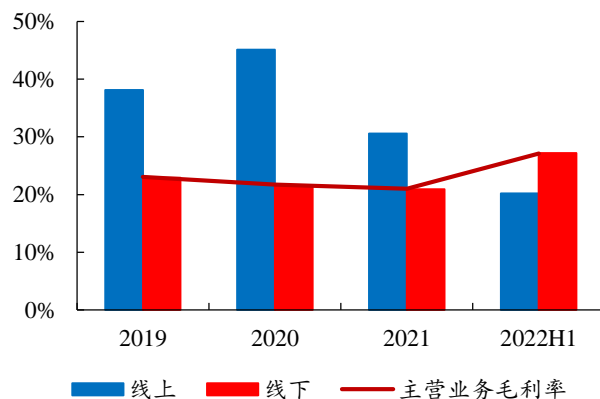
2020 年度线上毛利率较高的原因线上直播带货，定价较高。

图19：魔芋美妆用品的毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2022H1 主营业务毛利率的有所回升至 27.13%

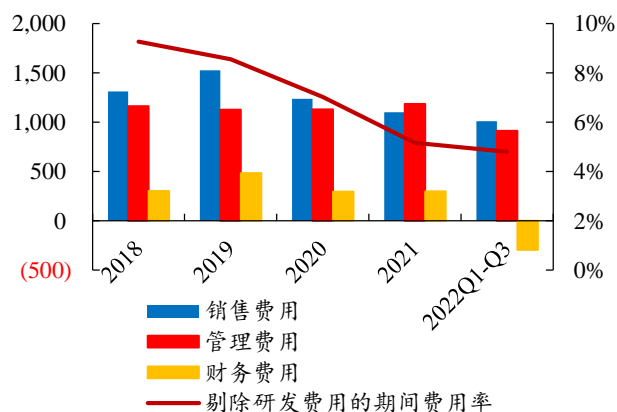


数据来源：Wind、开源证券研究所

费用管理：一致魔芋的期间费用自 2018 年来不断下降，自 15.20%降低至 4.80%。一致魔芋重视产品研发，加大新产品的研发投入，研发费用逐年上涨，费用率基本稳定在 3.5%上下，影响研发费用的主要因素为研发项目的数量和进展、研发人员数量及薪酬水平等。2020 年，期间费用较 2019 年度有所下降，受 2020 年度新冠疫情影响，一季度停工停产，公司严格控制各项成本费用开支。

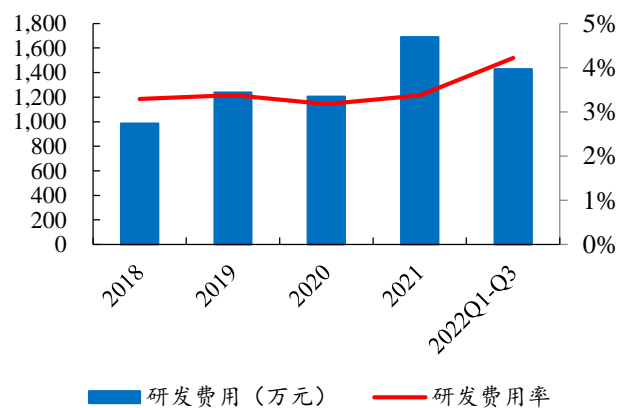
财务费用 2020 年度较 2019 年度降幅较大，因为 2020 年借款规模较 2019 年有所下降，导致利息支出减少；2020 年收到财政贴息 116.01 万元，冲减当期财务费用。

图21：剔除研发费用的期间费用率呈现下降趋势（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：研发投入不断加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、募投项目：主导产品魔芋粉扩产 78.95%，达产总营收约 10 亿

本次募投项目包含 2 个项目，总募集金额 14,585.38 万元。

表2：募投资金主要投资于 2 个项目（万元）

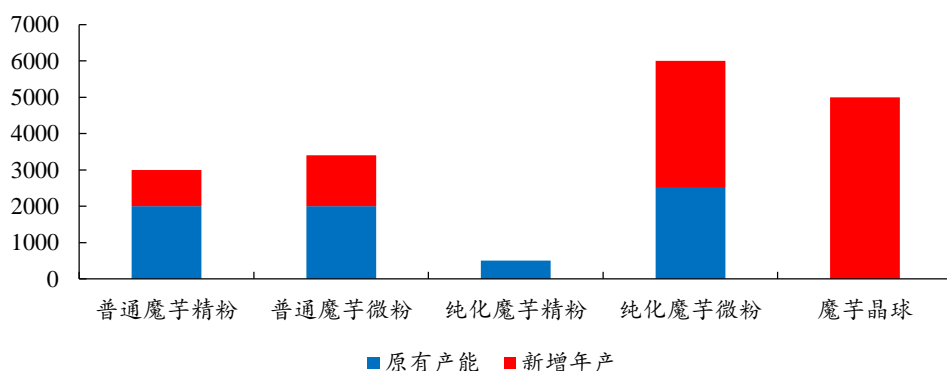
序号	项目名称	项目计划投资总额	拟投入募集资金
1	魔芋精深加工智能制造生产线改扩建技改项目	10,104.89	10,104.89
2	魔芋食品深加工技改项目	4,480.49	4,480.49
	合计	14,585.38	14,585.38

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

魔芋精深加工智能制造生产线改扩建技改项目总投资为 10,104.89 万元，其中，建设投资 7,357.89 万元，铺底流动资金 2,747.00 万元；项目建设期为 24 个月；已于 2021 年 3 月 29 日完成项目备案。

项目实施后，一致魔芋将具有 **10,200 吨魔芋粉**和 **5,000 吨魔芋晶球**生产能力，扩产比例分别为 78.95%和 525.00%。项目预计第 3 年开始部分投产，第 5 年实现达产。**预计项目完全达产当年项目收入 69,894.35 万元**，项目投资财务内部收益率（税后）为 31.13%，项目静态投资回收期（税后，含建设期）为 6.56 年。

图23：魔芋晶球产能全部来源于新建募投项目（吨）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

魔芋食品深加工技改项目总投资为 4,480.49 万元，其中，建设投资 4,322.49 万元，铺底流动资金 158.00 万元；建设期为 24 个月；已于 2021 年 11 月 15 日完成项目备案。建成后，一致魔芋将形成年产**魔芋素毛肚 10,000 吨**，**魔芋清水食品 15,000 吨**的生产能力。

项目预计第 3 年开始部分投产，第 5 年实现达产，**预计完全达产后年项目营收 38,518.86 万元**，项目投资财务内部收益率（税后）为 31.40%，项目静态投资回收期（税后，含建设期）为 5.21 年。

2、行业情况：集中度偏低，预计魔芋胶市场 2023 年 4.9 万吨

2.1、行业解析：上游农副产品加工+种植，下游零售+贸易+食品制造

我国是魔芋的主产国和利用最早的国家。长期以来，我国的魔芋加工停留在初加工状态。1986 年，刘佩瑛教授带领西南农业大学和航天部 7317 研究所联合攻关，研制出中国的第一台魔芋精粉机，解决了魔芋产业最重要的设备难题。

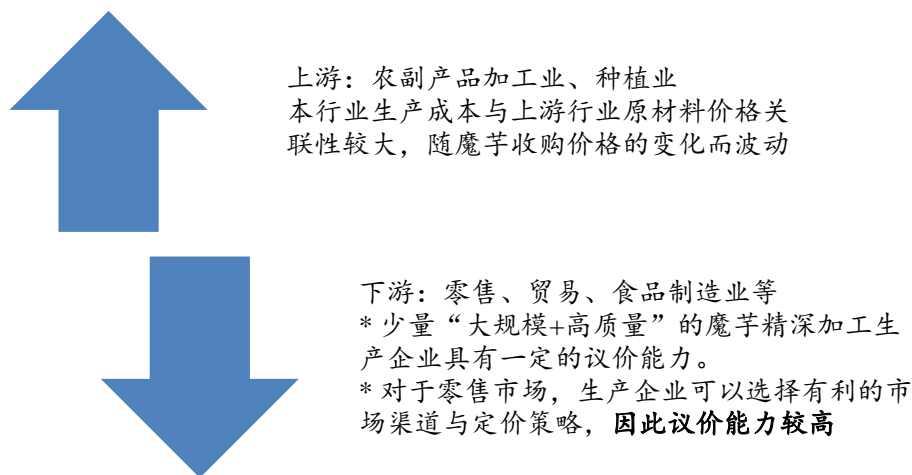
生产效率的提升带动了我国魔芋产业的发展，经过三十余年的发展，中国魔芋产业以市场为导向，形成从种植加工到制品开发和市场营销的产业链。

魔芋粉的主要成分葡甘聚糖是一种由 D-葡萄糖和 D-甘露糖残基作为主链的高分子杂多糖，魔芋中葡甘聚糖含量约占干重的 50%~60%。葡甘聚糖是一种大分子量可溶性膳食纤维。一般而言可溶性膳食纤维为具有粘性的胶体，且随分子量和亲水基团数增加，其粘性也将提升。可溶性膳食纤维可在肠道中形成胶体，对食物进行包裹以降低食物在肠道内的消化速度，并在消化系统内形成粘膜，吸附部分有害物质与宿便。

魔芋食品制造业发展行业起步较晚、加工企业规模普遍较小、产品同质化较为普遍、产业集中度偏低、多集中在初加工领域等主要特点。

目前国内魔芋种植以自然种植为主，尚无大规模的反季节种植，各产地魔芋成熟期存在部分差异，但整体而言，魔芋集中采购期为每年 9 月至次年 3 月。

图24：魔芋制品生产成本与原材料价格关联大，零售市场中企业议价能力较高

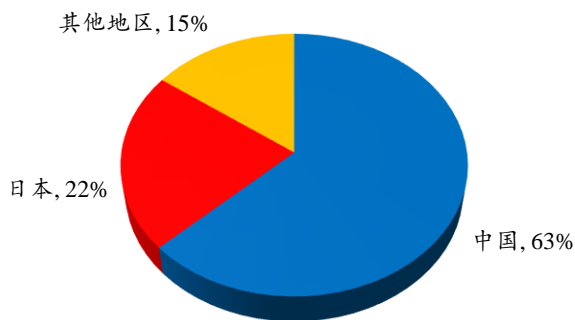


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、市场空间：我国供应全球 63%的魔芋，2020 年魔芋市场突破 400 亿

中国是全球范围内魔芋产量最高的国家，供应全球 63%的魔芋。近年来，国内的魔芋种植面积始终保持在年 10%的增长速度。其中，云南省种植面积全国最大，2020 年已经达到了 76 万亩；贵州省 2019 至 2020 年间种植面积增加了 20.86%，是全国种植面积增长最快的省份。

图25：2020年，中国魔芋产量占全球总产量的63%

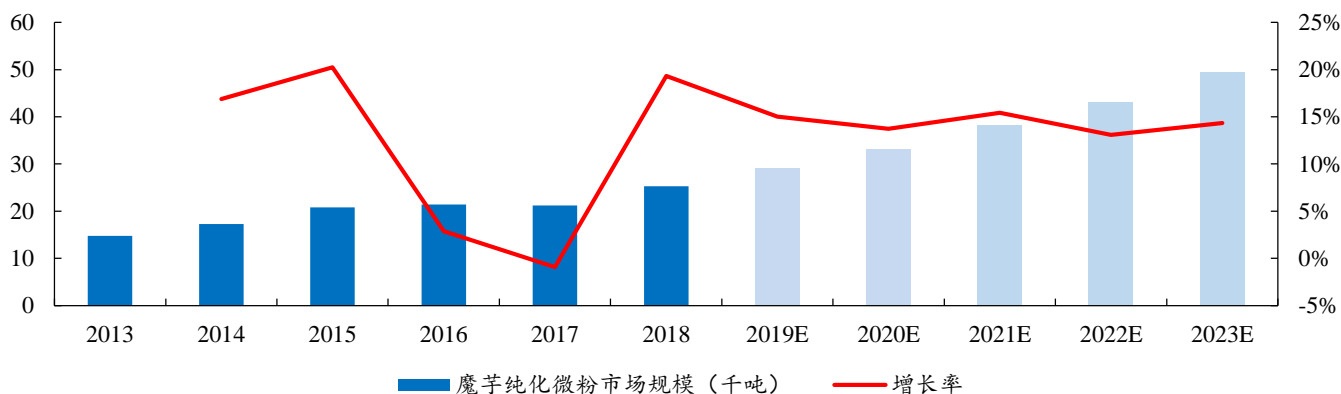


数据来源：中国魔芋协会种植专委会、君屹资本、开源证券研究所

据弗若斯特沙利文研究调查，我国魔芋纯化微粉（魔芋胶）市场销量由2013年的14,800吨增加至2018年的25,300吨，年复合增长率为11.3%。中国的魔芋胶销量于2019年至2023年按复合年增长率14.1%计算，将于2023年达到49,400吨。

根据中国魔芋协会的数据，2020年中国魔芋整体市场规模已突破400亿元，近十年年均复合增长率达到26%。旺盛的市场需求为一致魔芋生产经营提供了有力保障。

图26：预计魔芋纯化微粉市场规模将于2023年达到49,400吨



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文《绿新亲水胶体海洋科技有限公司聆讯后资料集》、开源证券研究所

魔芋晶球产品主要用途为新式茶饮辅料，可以丰富奶茶、水果茶的层次与口感，市场反馈良好。根据第一财经商业数据中心《2020新式茶饮白皮书》，2020年新式茶饮消费者规模突破3.4亿人，2021年市场规模会有望突破1,100亿元。新式茶饮市场庞大而持续增长的市场容量直接带动了魔芋晶体市场容量逐年增加，为一致魔芋的魔芋晶球产品扩产提供广阔的发展空间。

2.3、竞争格局：开发 300 目破壁量产技术，毛利率可比中位列第二

一致魔芋生产技术经过多年持续改造，可批量生产的纯化魔芋微粉的纯度可达到 95%，远高于行业特级纯化魔芋微粉 90% 的葡甘聚糖含量标准；量产纯化魔芋微粉粒度达到 200 目以上，高于行业一般 120-180 目的水平，目前一致魔芋正在开发 300 目以上破壁量产技术，助力此后魔芋化妆工具的业务布局与发展。

表3：一致魔芋的项目多次获得荣誉

项目	授予部门	荣誉
魔芋胶体物性调控关键技术研发与产业化	湖北省政府	科技进步奖一等奖
魔芋软腐病绿色高效防治技术创新与集成应用	湖北省政府	科技进步奖二等奖
一种无硫魔芋精粉的制备方法	湖北省知识产权局	第十一届湖北省专利奖优秀奖

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

截至目前，沪深 A 股尚无与一致魔芋的主营业务产品相同的上市公司，因此标的上具有一定稀缺性。根据相近的上游产业，即主要原料均为通过农作物或农作物初加工产物；相似的下游应用领域，主要产品均主要应用于食品领域；相近的商业模式，均是通过对原料进行精制、提纯等精深加工，生产相关产品并销售获取利润，选取百龙创园、三元生物和金丹科技作为对比标的。

图27：选取百龙创园、三元生物、金丹科技作为对比标的



百龙创园（605016.SH）

- 益生元和膳食纤维产品生产商，产品定位中高端市场
- 主要产品：阿洛酮糖、低聚半乳糖、低聚果糖、低聚木糖、低聚异麦芽糖、果葡糖浆、聚葡萄糖、抗性糊精、麦芽糊精、麦芽糖醇、麦芽糖浆
- 主要原材料：淀粉、蔗糖、葡萄糖



三元生物（301206.SZ）

- 赤藓糖醇的专业厂商，市占率较高，议价能力强
- 主要产品：罗汉果复配糖、三氯蔗糖复配糖、三元生物赤藓糖醇、甜菊糖复配糖
- 主要原材料：葡萄糖



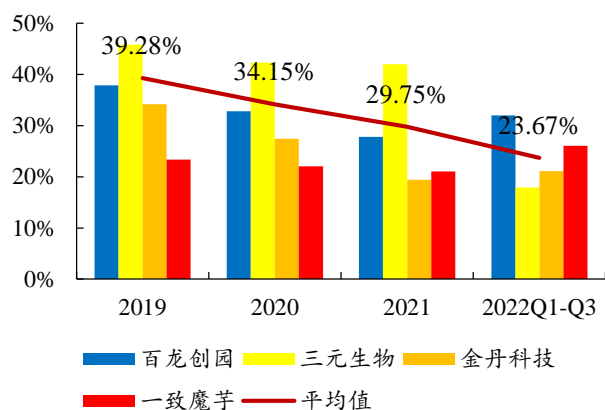
金丹科技（300829.SZ）

- 生产 L-乳酸及其衍生产品的高新技术企业
- 拥有完整的、自主研发的高效工程菌种的选育、乳酸及衍生产品的制备、提纯等多项核心技术和关键工艺，掌握了以乳酸为原料，采用有机胍催化剂生产可降解环保新材料丙交酯及聚乳酸（PLA）的关键技术与工艺
- 主要产品：缓冲乳酸、精制乳酸、乳酸丁酯、乳酸钙、乳酸甲酯、乳酸钾、乳酸钾双乙酸钠、乳酸镁、乳酸钠等乳酸及乳酸衍生品
- 主要原材料：玉米

资料来源：招股说明书、各个公司官网、开源证券研究所

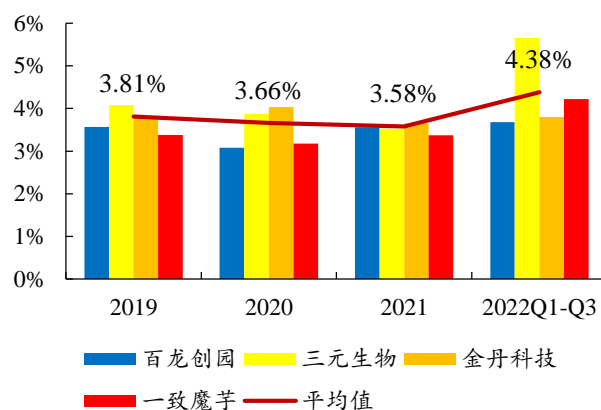
盈利能力上，一致魔芋的 2019-2021 年的毛利率保持稳定，同行业可比公司毛利率均值呈现明显下滑趋势，2022 前三季度的毛利率首次高于均值，位列第二，仅次于主营产品为保健品的百龙创园。

图28：毛利率 2022 年开始高于均值，位列第二



数据来源：Wind、开源证券研究所

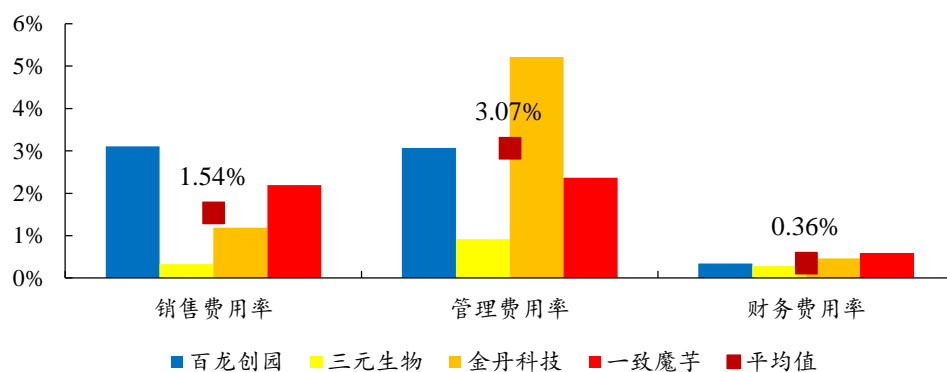
图29：一致魔芋的研发费用率位列第二



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率中，一致魔芋的管理费用率低于同行业可比上市公司平均水平，管理费用控制较好，与同行业上市公司百龙创园较为接近。销售费用率和财务费用率与选取的同行业可比上市公司均值基本持平。

图30：管理费用率低于同行业可比上市公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、估值对比：可比公司 2021 PE 27X，发行价对应 11.2X

本次北交所公开发行为 11.38 元/股，对应的发行前 PE 2021 为 11.2X，发行后 PE 2021 为 14.4X，低于可比公司 2021 PE 均值 27X。一致魔芋有望通过本次募投项目有效补充产能，增加新产品魔芋晶球的产品比重，优化业务结构，提高产品质量，提升公司综合竞争力，建议关注与申购。

表4：一致魔芋发行价对应稀释前 PE 2021 为 11.2X，低于可比公司 PE 均值

简称	股票代码	市值（亿元）	PE(2021)	三年归母净利润 CAGR	2022Q1-Q3 毛利率	2021 归母净利润(亿元)
百龙创园	605016.SH	43.62	36.8	16.96%	32.01%	1.04
三元生物	301206.SZ	74.21	14.7	98.86%	17.89%	5.35
金丹科技	300829.SZ	41.48	29.7	16.70%	21.10%	1.33
均值		53.10	27.08	44.17%	23.67%	2.58
中值		43.62	29.69	16.96%	21.10%	1.33
一致魔芋	839273.NQ	6.63	11.2	24.70%	26.02%	0.59

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2023 年 1 月 31 日

4、风险提示

供应商集中度较高风险、境外销售收入下滑风险、新股破发风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn