

# 2023年年报&2024年一季报点评：益生菌业务表现亮眼，加速战略转型

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	369.17	299.24	443.69	587.27	744.72
同比(%)	1.25	(18.94)	48.27	32.36	26.81
归母净利润(百万元)	109.89	93.48	126.14	173.22	226.21
同比(%)	0.32	(14.93)	34.94	37.32	30.60
EPS-最新摊薄(元/股)	0.42	0.35	0.48	0.66	0.86
P/E(现价&最新摊薄)	36.21	42.56	31.54	22.97	17.59

关键词：#业绩不及预期 #第二曲线

## 投资要点

- 公司发布2023年年报和2024年一季报：**2023年公司收入2.99亿元，同比-18.9%；归母净利润0.93亿元，同比-14.9%；扣非归母净利润0.8亿元，同比-18%。24Q1公司收入0.59亿元，同比-18.2%；归母净利润0.19亿元，同比-7.66%；扣非归母净利润0.15亿元，同比-14.2%。收入低于预期，利润符合预期。
- 复配持续拖累收入，益生菌业务表现亮眼。**2023年公司复配/食用益生菌/动植物微生态制剂收入0.73/1.9/0.25亿元，同比-57.8%/+37.4%/-39%。23年复配收入同比下滑较多预计主因下游常温酸需求疲软，降本增效导向导致下游减少复配添加剂采购转为单体添加剂采购，我们预计24Q1复配收入同比降幅与23年全年相当，复配承压持续拖累公司收入。2023年公司食用益生菌收入高增预计主因辰颐物语、云南白药等核心客户放量，蒙牛原料菌粉业务稳健增长，预计24Q1食用益生菌业务在高基数下同比基本持平，当前在手订单充足，24年增长可期。受下游牧业养殖低迷影响，23年动植物微生态制剂同比下降较多，预计24Q1动植物业务企稳。
- 产品结构升级，毛利率改善。**23年/24Q1公司毛利率同比+2.6%/-1.8pct，毛利率提升主因高毛利的益生菌业务占比提升且益生菌。23年复配/食用益生菌/动植物微生态制剂毛利率分别同比-10.6%/-2.3%/-3.8pct至31%/66%/47%；规模效应推动益生菌毛利率改善；下游疲软下公司复配吨价同比-11%，复配毛利率承压。
- 研发投入增加，毛利率+财务费用率改善下盈利能力优化。**23年销售/研发/财务费用率同比+4%/-5.45%/-7pct，24Q1研发/财务费用率同比+4.6%/-5.2pct。23年销售费用率提升预计主因公司加大益生菌广宣投放；研发费用率提升预计主因公司持续加大益生菌研发投入，夯实研发基础；理财收入提升下公司财务费用率改善。综合来看23年/24Q1公司归母净利率同比+1.5%/-3.6pct，盈利能力持续改善。
- 盈利预测与投资评级：**24Q1收入低于预期，利润符合预期，我们下调公司24-26年收入预期为4.4/5.9/7.4亿元（此前24-25年预期为5.1/6.6亿元），同比+48%/32%/27%，调整并新增24-26年归母净利润预期为1.3/1.7/2.3亿元（此前24-25年预期为1.3/1.76亿元），同比+35%/37%/31%，对应24-26年PE分别为32/23/18x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**存在客户类型集中，原材料价格波动较大，新客户开拓不及预期，食品质量和安全问题，新进入者增多后行业竞争加剧影响盈利等风险。

2024年04月25日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书：S0600122080088

zhouyun@@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	15.10
一年最低/最高价	13.81/27.67
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	2,702.68
总市值(百万元)	3,978.78

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.65
资产负债率(%),LF	2.98
总股本(百万股)	263.50
流通A股(百万股)	178.99

## 相关研究

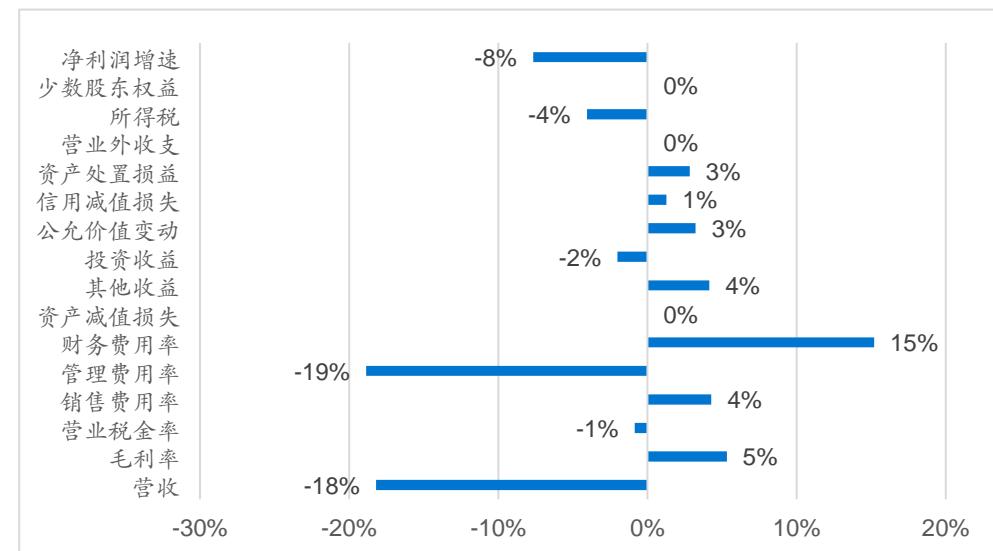
《科拓生物(300858)：国产替代进行时，益生菌第一股加速转型》

2024-04-23

《科拓生物(300858)：2023年三季报业绩点评：转型阵痛期，静待业绩拐点》

2023-10-27

图1：2024Q1 科拓生物利润增速贡献拆分



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 科拓生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>956</b>	<b>1,047</b>	<b>1,136</b>	<b>1,267</b>	<b>营业总收入</b>	<b>299</b>	<b>444</b>	<b>587</b>	<b>745</b>
货币资金及交易性金融资产	344	485	521	590	营业成本(含金融类)	136	192	254	315
经营性应收款项	73	135	170	216	税金及附加	5	4	6	7
存货	39	50	67	83	销售费用	34	47	61	77
合同资产	0	0	0	0	管理费用	24	39	49	60
其他流动资产	499	378	378	378	研发费用	34	42	55	69
<b>非流动资产</b>	<b>855</b>	<b>936</b>	<b>1,002</b>	<b>1,066</b>	<b>财务费用</b>	<b>(23)</b>	<b>(4)</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
长期股权投资	2	3	3	4	加:其他收益	7	11	14	18
固定资产及使用权资产	218	238	263	278	投资净收益	6	7	9	11
在建工程	157	200	235	279	公允价值变动	1	2	2	2
无形资产	51	56	61	66	减值损失	(2)	(2)	0	(1)
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	4	<b>营业利润</b>	<b>103</b>	<b>141</b>	<b>193</b>	<b>252</b>
其他非流动资产	422	434	434	434	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,810</b>	<b>1,983</b>	<b>2,138</b>	<b>2,334</b>	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>192</b>	<b>251</b>
<b>流动负债</b>	<b>59</b>	<b>106</b>	<b>140</b>	<b>177</b>	减:所得税	9	14	19	25
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>93</b>	<b>126</b>	<b>173</b>	<b>226</b>
经营性应付款项	16	46	64	79	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	17	35	41	52	<b>归属母公司净利润</b>	<b>93</b>	<b>126</b>	<b>173</b>	<b>226</b>
其他流动负债	24	24	35	46	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.48	0.66	0.86
非流动负债	18	18	18	18	EBIT	72	136	187	246
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	92	159	212	272
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	54.58	56.73	56.71	57.70
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	31.24	28.43	29.50	30.38
其他非流动负债	9	8	8	8	收入增长率(%)	(18.94)	48.27	32.36	26.81
<b>负债合计</b>	<b>77</b>	<b>124</b>	<b>158</b>	<b>195</b>	归母净利润增长率(%)	(14.93)	34.94	37.32	30.60
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,733</b>	<b>1,859</b>	<b>1,980</b>	<b>2,139</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,810</b>	<b>1,983</b>	<b>2,138</b>	<b>2,334</b>					

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	107	118	169	216	每股净资产(元)	6.58	7.06	7.52	8.12
投资活动现金流	(740)	(16)	(122)	(120)	最新发行在外股份 (百万股)	263	263	263	263
筹资活动现金流	(54)	(2)	(52)	(68)	ROIC(%)	3.81	6.79	8.70	10.68
现金净增加额	(687)	100	(6)	28	ROE-摊薄(%)	5.39	6.78	8.75	10.58
折旧和摊销	21	22	25	26	资产负债率(%)	4.26	6.25	7.39	8.36
资本开支	(178)	(90)	(90)	(90)	P/E (现价&最新股本摊薄)	42.56	31.54	22.97	17.59
营运资本变动	21	(24)	(20)	(25)	P/B (现价)	2.30	2.14	2.01	1.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500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),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

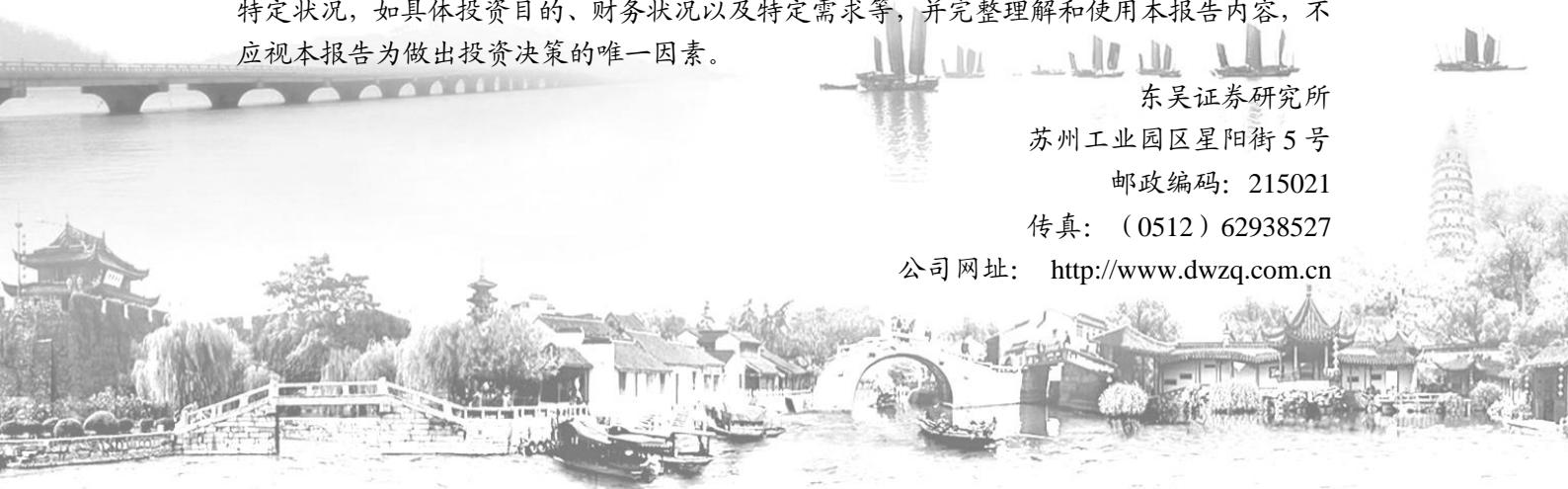
### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>