

2025 年 08 月 01 日

科拓生物(300858.SZ)

投资评级：买入（首次）

——国内益生菌龙头崛起，品类渗透&国产替代双机遇

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com
周翔
SAC: S1350525070003
zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 31 日

收盘价(元)	17.00
一年内最高/最低(元)	19.97/11.03
总市值(百万元)	4,479.42
流通市值(百万元)	3,222.41
总股本(百万股)	263.50
资产负债率(%)	6.28
每股净资产(元/股)	6.87

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司已完成业务结构调整，益生菌行业的高景气有望催生业绩拐点。**公司过去收入主要来源于复配食品添加剂业务，受制于下游需求端景气度下行，收入亦面临挑战，但经过多年调整，公司成功构筑以食用益生菌为主、动植物微生物生态制剂及复配食品添加剂为辅的业务布局；期间，公司突破欧美企业对高端菌种的垄断，下游覆盖领域不断拓宽，如食品饮料、保健品等，成为益生菌行业内持续崛起的本土领军品牌。
- **我国食用益生菌市场前景广阔，公司持续替代高份额的海外品牌。**1) 空间：据欧睿、飞瓜数据，2024 年我国益生菌市场规模约 138 亿，得益于健康消费趋势、应用场景拓展，我国益生菌市场保持双位数快增；而且我国人均益生菌消费额远低于欧美国家，未来在老龄化等驱动下，成长空间广阔。2) 格局：我国益生菌产业起步晚，规模化商用益生菌主要来自海外品牌，其中杜邦和科汉森占据国内益生菌原料市场 80%+ 的份额；公司研发赋能产品力，同时注重产品性价比优势、B 端服务与效率等，尤其是主打更适配人体体质的差异化定位，未来有望持续替代海外品牌。
- **减肥功效打开想象空间，FDA 认证释放增长潜力。**近年全球减重药物市场持续火爆，尤其 GLP-1 类创新药，美诺华因其将益生菌作为载体开发的口服多肽递送系统临床表现良好，后续有望走创新药逻辑拓展海外市场；而公司旗下益生菌已证实拥有促进减肥降重的效果，未来有望拓宽医药应用场景。此外，近期公司明星菌株干酪乳酪杆菌 Zhang 成功获得美国食药监局（FDA）GRAS 认证，进一步打开市场空间。
- **公司扩张路径清晰，成长动能充足。**主业食用益生菌 BC 端双轮驱动增长。其中，B 端持续拓新客户，例如公司积极把握科汉森退出俄罗斯乳业发酵剂的市场机遇，若能在俄罗斯市场实现替代，预计国内乳企后续效仿将创造较大增量；C 端未来或通过合作、并购来孵化，例如公司携手鸣咭实验室联合开发，积极打造大单品；同时，公司积极推进益生菌领域的保健食品批文，未来有望切入医院药店等线下渠道。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.28/1.68/2.1 亿元，同比增速为 36%/31%/24%，对应 PE 分别为 34.9/26.6/21.4 倍。我们选取蔚蓝生物、嘉必优为可比公司 2025 年平均 PE 为 35X，鉴于公司增长动能足、成长空间广，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**益生菌渗透率提升不及预期、竞争格局恶化、明星菌株研发不及预期。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	299	303	439	551	691
同比增长率（%）	-18.94%	1.19%	44.85%	25.65%	25.36%
归母净利润（百万元）	93	94	128	168	210
同比增长率（%）	-14.93%	0.94%	35.90%	31.35%	24.48%
每股收益（元/股）	0.35	0.36	0.49	0.64	0.80
ROE（%）	5.39%	5.27%	6.88%	8.58%	10.06%
市盈率（P/E）	47.92	47.47	34.93	26.60	21.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	109	83	44	55
应收票据及账款	56	72	83	95
预付账款	10	10	13	16
其他应收款	1	1	2	2
存货	47	59	75	91
其他流动资产	732	652	768	983
流动资产总计	955	878	985	1,243
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	377	569	793	778
在建工程	172	236	50	0
无形资产	48	46	43	40
长期待摊费用	2	2	1	1
其他非流动资产	359	303	303	303
非流动资产合计	961	1,157	1,192	1,123
资产总计	1,916	2,035	2,177	2,366
短期借款	0	0	8	37
应付票据及账款	48	71	90	109
其他流动负债	48	69	87	107
流动负债合计	96	140	185	254
长期借款	3	4	3	2
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	30	31	30	28
负债合计	126	171	215	282
股本	263	263	263	263
资本公积	1,107	1,107	1,107	1,107
留存收益	419	494	591	713
归属母公司权益	1,790	1,864	1,962	2,084
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,790	1,864	1,962	2,084
负债和股东权益合计	1,916	2,035	2,177	2,366

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	94	110	149	195
折旧与摊销	27	47	65	68
财务费用	-24	-2	-1	0
投资损失	-4	-9	-9	-7
营运资金变动	52	-5	-109	-137
其他经营现金流	-3	19	19	15
经营性现金净流量	142	159	113	134
投资性现金净流量	-184	-134	-89	-63
筹资性现金净流量	-41	-50	-62	-60
现金流量净额	-83	-26	-39	11

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	303	439	551	691
营业成本	126	188	239	289
税金及附加	5	4	6	10
销售费用	37	44	50	59
管理费用	31	35	37	45
研发费用	36	47	55	69
财务费用	-24	-2	-1	0
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	9	9	7
公允价值变动损益	2	2	3	1
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	9	10	10	8
营业利润	109	145	190	237
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	109	144	189	236
所得税	14	16	21	26
净利润	94	128	168	210
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	94	128	168	210
EPS(元)	0.36	0.49	0.64	0.80

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.19%	44.85%	25.65%	25.36%
营业利润增长率	6.69%	32.29%	31.08%	24.68%
归母净利润增长率	0.94%	35.90%	31.35%	24.48%
经营现金流增长率	32.49%	11.86%	-29.15%	18.92%
盈利能力				
毛利率	58.25%	57.13%	56.68%	58.20%
净利率	31.16%	29.23%	30.56%	30.35%
ROE	5.27%	6.88%	8.58%	10.06%
ROA	4.93%	6.30%	7.74%	8.86%
估值倍数				
P/E	47.47	34.93	26.60	21.37
P/S	14.79	10.21	8.13	6.48
P/B	2.50	2.40	2.28	2.15
股息率	0.88%	1.20%	1.58%	1.96%
EV/EBITDA	31	22	17	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。