

受益国产替代+新消费，布局C端前景明朗

科拓生物(300858)

► **益生菌行业趋势清晰：(1) 行业趋势一：国内益生菌人均消费提升空间大。**我国人均益生菌消费仅 0.4 美元/人，意大利/美国/日本 10.6、6.8、6.3 美元/人，国内与发达国家比极低，未来提升空间大。**(2) 行业趋势二：重视健康+新消费崛起，益生菌渗透率提升。**2024 年全国居民人均服务性消费支出 13016 元，同比+7.4%，占居民人均消费支出比重为 46.1%，趋势看国内的消费市场正在转向服务消费加速扩张；益生菌有较强消费属性，新消费的红利仍存，Z 世代自评健康情况，反馈情绪和肠胃已成高频隐性痛点，益生菌或迎新需求爆发。**(3) 行业趋势三：国产菌株研发推陈出新，产能持续加码。**国内益生菌研究数量增长逾 60 倍，专利技术全球占比增长 10 多倍。2021 年美国杜邦和丹麦科汉森在我国益生菌上游市场市占率分别为 50%/35%。2022 年国内益生菌菌粉产能约 1800 吨；到 2024 年总产能已攀升至 2600 吨/年。本土品牌如微康、科拓、一然等企业快速扩产；市场实现从“依赖进口”到“本土自供”的结构性转变。

► **国内益生菌原料市场规模超百亿元。**我们测算 2024 年益生菌原粉市场规模（主要终端产品）为 83 亿元，其中乳制品需求 24 亿元，补充剂需求 59 亿元；到 2027 年我们预计益生菌原粉市场规模达到 106 亿元，其中乳制品需求 27 亿元，补充剂需求 78 亿元；市场增速保持稳定增长。下游应用持续外延：**(1) 婴幼儿益生菌奶粉：**婴幼儿肠胃敏感，益生菌至关重要从价格端对比来看，同品牌的情况下，添加了益生菌的婴幼儿奶粉价格相较于普通奶粉有明显溢价；国产微康益生菌 BLa80 成为首株进入婴幼儿名单的国产菌株，打破了国际巨头的长期垄断。**(2) 益生菌辅助减肥：**头部减肥药企业销售收入高增，益生菌可改善代谢有助于减肥，减肥市场或是益生菌下一片蓝海。

► **科拓核心菌株打破外资巨头市场垄断，新菌株有序推出。**2024 年全年研发费用为 3632.7 万元，较上年同比+6.24%，公司研发投入占比营业收入 12%，创历史新高。**(1) 核心菌株：干酪乳杆菌 LC-Zhang 和乳双歧杆菌 V9** 都是我国自有并自主进行深度研究的菌株，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。**(2) 新研发菌株：专利动物双歧杆菌乳亚种 ProSci-246**，规律摄入 ProSci-246 可使肥胖成人体重降低 3.83%，体脂肪量降低 5.78%，BMI 降低 3.95%，内脏脂肪指数降低 3.56%；**动物双歧杆菌乳亚**

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	21.34
股票代码：	300858
52 周最高价/最低价：	24.66/11.03
总市值(亿)	56.23
自由流通市值(亿)	41.35
自由流通股数(百万)	193.76



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523110001
联系电话：

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524050001
联系电话：

相关研究

- 【华西食品饮料】科拓生物点评报告：战略转型效果显现，扣非利润高增
2024.08.21
 - 【华西食品饮料】科拓生物深度报告：股权激励+产能落地，益生菌龙头乘风启航
2024.05.30
- 华西中小盘&食品饮料联合覆盖

种 **BB-35** 可有效改善引起肝衰老和肝损伤的相关指标；其他特殊菌种等等。

►科拓新产能投放在即，战略布局 C 端有望深度受益。(1) 未来产能或达到 950 吨：2023 年内蒙基地在林格尔新区开工建设，公司预计 2025 年投产，建成后可实现年产食用益生菌原料菌粉 500 吨；合计可建成约 950 吨（含产量口径）的益生菌原粉产能，按照 2024 年公司的益生菌制品产量看，产能翻倍。**(2) 科拓战略布局鸣咔实验室：**科拓持股青禾世相股权比例 7.14%；鸣咔实验室作为青禾世相旗下的重要科研品牌，聚焦代谢管理、脑健康、银发健康三大核心领域。**鸣咔实验室 2025 年 1-7 月，销售额超 6 亿元。2024 年 12 月单月销售额突破 1 亿元，其主打益生菌产品在上市仅 9 个月后即登顶市场占有率第一，累计销售超 3600 万颗；鸣咔既是科拓的下游客户，也有望成科拓 C 端的核心渠道，未来合作充满想象。**

投资建议

考虑到公司内蒙基地的投产节奏、益生菌国产替代具有不确定性，我们调整 2025-2026 年营业收入预测值 4.26/5.84 亿元（原 4.72/6.16 亿元），下调归母净利润预测至 1.16/1.51 亿元（原 1.65/2.23 亿元），对应 EPS 下调至 0.44/0.57 元（原 0.63/0.85 元），新增 2027 年营业收入/归母净利润/EPS 分别为 8.07 亿元/2.06 亿元/0.78 元；对应 8 月 21 日 21.34 元收盘价 48.40/37.26/27.25xPE，维持“买入”评级。

风险提示

益生菌业务拓展不及预期、新基地投产不及预期、复配业务下滑超预期、原料价格波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	299	303	426	584	807
YoY (%)	-18.9%	1.2%	40.6%	37.2%	38.2%
归母净利润(百万元)	93	94	116	151	206
YoY (%)	-14.9%	0.9%	23.1%	29.9%	36.7%
毛利率 (%)	54.6%	58.3%	57.8%	57.5%	57.6%
每股收益 (元)	0.35	0.36	0.44	0.57	0.78
ROE	5.4%	5.3%	6.1%	7.3%	9.1%
市盈率	60.97	59.28	48.40	37.26	27.25

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 益生菌：新消费强势崛起，国产替代已成确定趋势	5
1.1. 行业趋势一：国内益生菌人均消费提升空间大	5
1.2. 行业趋势二：重视健康+新消费崛起，益生菌渗透率提升	6
1.3. 行业趋势三：国产菌株研发推陈出新，产能持续加码	9
2. 下游需求：需求高景气，国内原料市场规模超百亿元	11
2.1. 益生菌原粉市场规模超 100 亿	11
2.2. 益生菌下游需求持续外延	12
3. 科拓生物：技术实力雄厚，布局 C 端有望深度受益	16
3.1. 研发费用逐年提升，深厚积累构建护城河	16
3.2. 内蒙基地产能有望释放，高管激励机制完善	17
3.3. 主业深耕 B 端，投资鸣咔发力 C 端市场	18
4. 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 益生菌产品的定义和主要范围	5
图 2 不同国家人均益生菌补充剂人均消费额	5
图 3 免疫力和肠胃问题消费者关注排前列	7
图 4 益生菌临床试验主要集中在胃肠道健康	7
图 5 2024 年服务消费支出占比 46%	7
图 6 2024 年医疗及健康支出较疫情前变化明显	7
图 7 Z 世代对健康更关注和聚焦	8
图 8 情绪和肠胃已成高频隐性痛点	8
图 9 每日博士受邀参加小红书活动	8
图 10 Wonderlab 和抖音达人合作做推广	8
图 11 益生菌线上终端产品市场规模及增速	9
图 12 各国发表益生菌相关论文数量情况	9
图 13 2022-2024 主要本土企业益生菌原粉产能	11
图 14 2022-2024 主要本土企业益生菌原粉总产能	11
图 15 2023 年益生菌奶粉销售区域	12
图 16 20 岁及以上男性和女性高 BMI 比例	14
图 17 全球减肥行业市场规模（十亿丹麦克朗）	15
图 18 全球所有成年人中超重或肥胖成年人的比例	15
图 19 诺和诺德 Wegovy 药品销售额同比高增	15
图 20 礼来 Zepbound 药品销售额同比高增	15
图 21 公司研发投入逐年提升	16
图 22 公司未来产能有望翻番	18
图 23 公司 C 端主要产品	19
图 24 鸣咔实验室 2024 年 12 月至今单月线上收入	19
图 25 鸣咔实验室 1-7 月累计销售额同比高增	19
图 26 鸣咔实验室抖音直播	20
图 27 鸣咔实验室在淘宝销售	20
图 28 青禾世相股权结构图	21
表 1 国内企业研发益生菌的范围覆盖扩大	10
表 2 益生菌原粉市场规模测算	11
表 3 奶粉益生菌添加情况	12
表 4 17 株婴幼儿食品可用菌株名单	13

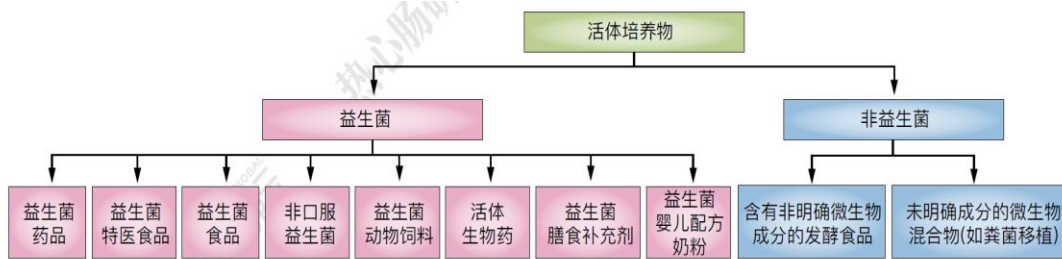
表 5 主要乳企添加益生菌与未添加的奶粉价格对比.....	13
表 6 机构研发有助于减肥的菌株（部分）	15
表 7 科拓生物最新专利研发情况	16
表 8 科拓生物部分核心菌株介绍	17
表 9 公司食用益生菌制品三种业务模式	18
表 10 鸣咋实验室产品概览	20

1. 益生菌：新消费强势崛起，国产替代已成确定趋势

益生菌对人体健康有益，下游应用逐渐打开。益生菌是一类对宿主健康有益的活性微生物，需同时满足三大核心条件：活的微生物、摄入足够数量、经科学验证的健康益处。益生菌可用作膳食补充剂、食品配料、食品添加剂、药品原料等，在我国益生菌主要应用于大健康食品、乳品加工、动物养殖和活菌药物开发等领域。食用益生菌原料菌粉的下游客户主要包括食品饮料、益生菌终端消费品、功能性食品以及宠物食品、美容日化、女性私护生产商等；当前趋势看，下游应用逐渐广泛。

具体看：(1) **益生菌乳制品**指添加了活性益生菌的乳制品，如酸奶、发酵乳、益生菌奶粉等，这些产品通过发酵工艺或直接添加益生菌菌粉制成，旨在改善肠道健康、增强免疫力等。(2) **益生菌补充剂**是指以益生菌为主要成分的膳食补充剂，通常以胶囊、片剂、粉剂等形式存在，这类产品专注于提供高浓度的活性益生菌，用于调节肠道菌群平衡、改善消化健康或针对特定健康需求（如减肥、免疫调节等）。(3) **益生菌专项产品**是针对特定健康需求开发的专用制剂，采用特定菌株和适配剂型，直接作用于局部微生态。

图 1 益生菌产品的定义和主要范围



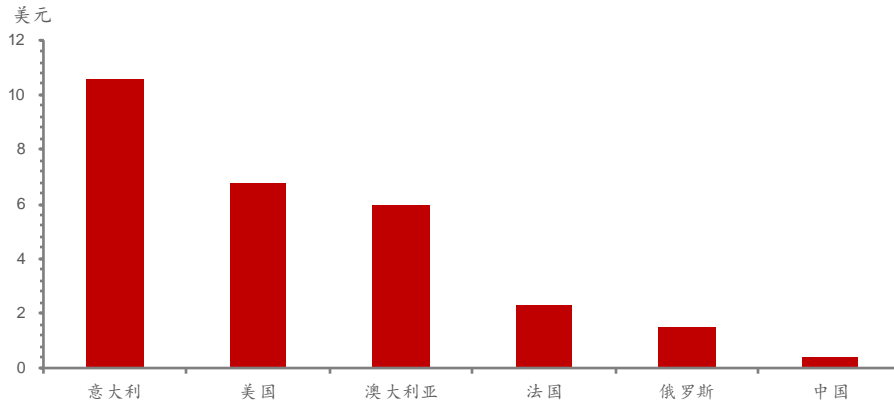
资料来源：2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书，华西证券研究所

1.1. 行业趋势一：国内益生菌人均消费提升空间大

我国益生菌仍处高速发展阶段，预计 2025 年规模占全球 1/4。据全球益生菌产学研发展动向白皮书数据，2017 年美国、意大利、中国、日本和俄罗斯为前五大益生菌市场，预计到 2025 年，中国益生菌消费规模将占全球规模 25% 以上；国内益生菌产业起步较晚，始于 20 世纪 90 年代末，落后于欧洲、美国、日韩等地，当前我国益生菌发展仍处早期阶段，但在国家“健康中国”战略，食品工业健康转型及技术创新等多方驱动下，国内益生菌市场呈现高速发展态势。

2019 年意大利人均益生菌消费 10.6 美元/人。从全球主要消费市场益生菌人均消费水平看，地区差异显著，反映出经济发展水平、健康意识及产业成熟度的不均衡。欧洲市场以意大利为代表，2019 年人均消费额 10.6 美元居全球首位，其高消费力得益于成熟保健文化和长期临床循证支持，如科汉森 BB-12 等菌株在婴幼儿食品中广泛应用。美国紧随其后，人均消费 6.8 美元，功能性食品和膳食补充剂是主要驱动力。

图 2 不同国家人均益生菌补充剂人均消费额



资料来源：2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书，华经产业研究院，华西证券研究所

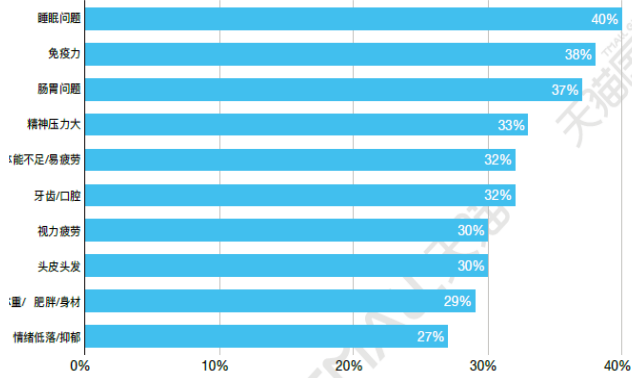
我国人均益生菌消费仅 0.4 美元/人，与发达国家相比极低。2019 年我国益生菌人均消费仅 0.4 美元，不足意大利的 4%、美国的 6%。这种悬殊差异既反映产业成熟度不足，未来提升存在巨大的增长空间。以中美为例，美国消费结构以服务消费为主导占比达 68.5%，医疗健康、金融保险等高端服务支出占比较高，这促使益生菌产品更倾向于功能性细分和医疗级应用。相比之下，中国服务消费仅 46.1%，益生菌需求集中在乳制品等基础品类。中国益生菌渗透率不足 10%，但增长潜力巨大；我们测算 2027 年益生菌乳制品和补充剂对益生菌原粉的需求约 106 亿元（其中还不含其他下游应用市场需求），得益于国产菌株研发突破及《健康中国 2030》对肠道健康等政策的推动。

1.2. 行业趋势：重视健康+新消费崛起，益生菌渗透率提升

1.2.1. 疫情后健康理念被显著重视

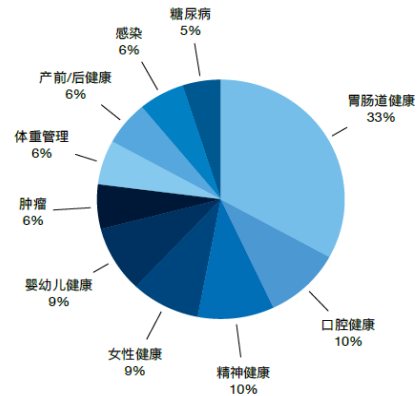
免疫系统补充剂疫后销售额大增，未来增量可观。受疫情影响，健康观念的改变和提升，将持续推动益生菌行业的发展。益普索 Ipsos 发布的《2020 中国成人健康管理白皮书》显示，84% 的消费者表示比过去更加关注健康问题，而且这一比例连续三年不断提高。睡眠、免疫力和肠胃问题成为影响成人健康的三大主要困扰。疫情让消费者更加深刻意识到健康尤其是免疫健康的重要性。欧睿国际公司的数据显示，在全球范围内，2020 年，支持免疫系统的补充剂销售额达到 79 亿美元，而 2019 年仅为 68 亿美元，增长率 14.9%。据 Fortune Business Insights 数据，2023 年全球免疫健康补充剂市场规模为 243.8 亿美元，预计 2032 年该市场将达 440.4 亿美元，期间复合年增长率为 6.9%；市场稳定增长。

图 3 免疫力和肠胃问题消费者关注排前列



资料来源: Ipsos, 2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书, 华西证券研究所

图 4 益生菌临床试验主要集中在胃肠道健康



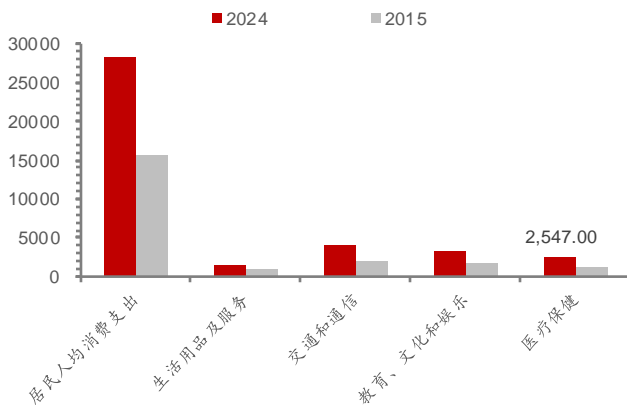
资料来源: Nutrition Outlook, 2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书, 华西证券研究所

益生菌的效用从免疫需求, 延伸至其他领域。在科学研究的推动之下, 益生菌被发现具有调节免疫健康、精神健康等新功效, 并进一步挖掘了肠外菌群的功效, 如皮肤菌群对皮肤屏障功能的作用、阴道菌群对妇科疾病的抵御作用、口腔菌群对口腔健康的重要性等。因此, 益生菌产品能够满足消费者对肠胃健康、免疫健康、精神健康、口腔健康、皮肤健康等不同的健康需求。

1.2.2. Z世代+新消费强势崛起, 益生菌有望迎消费红利

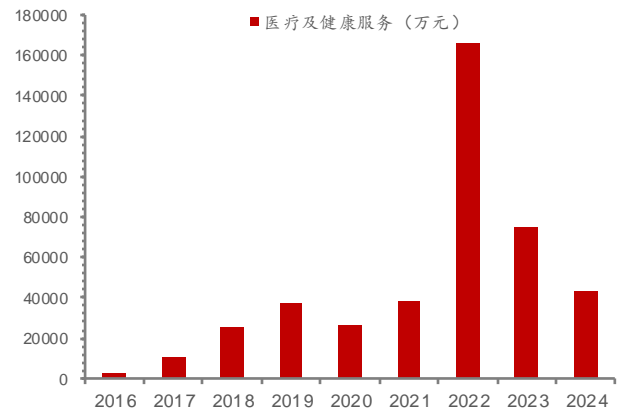
服务消费需求不断释放, 服务消费需求多元化拓展。据国家统计局, 2024 年全国居民人均消费支出 28227 元, 比上年增长+5.3%, 扣除价格因素, 实际增长+5.1%。其中, 人均服务性消费支出 13016 元, 比上年增长 7.4%, 占居民人均消费支出比重为 46.1%。国内的消费市场正在经历从商品消费为主导向服务消费加速扩张的深刻转型。这一结构性变化不仅反映了居民消费升级的内在需求, 也预示着未来经济增长动力系统的重塑。疫情期间, 医疗及健康服务需求线性提升, 疫情结束后, 消费者更加关注健康状态以及健康防范, 2024 年(人均 2547 元/人)医疗健康较 2015 年(人均 1165 元/人)有显著提升; 反映出当下健康消费理念的转变。

图 5 2024 年服务消费支出占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2024 年医疗及健康支出较疫情前变化明显



资料来源: Wind, 华西证券研究所

Z世代的成长对新健康理念的不断强化。 x 寻商会, Z世代(1995-2009 年出生的人群)展现出独特的健康消费特征: 他们视健康为生活标签而非单纯治疗,

在社交场景中强化健康属性；其健康需求呈现多元化，从身体机能延伸到心理调适，且焦虑呈现年轻化趋势。消费行为上，Z世代偏好碎片化、轻量化的健康管理方式，如即食化养生产品和短时情绪调节方案，但消费黏性较高，健康饮品、功能性食品等成为高频刚需；Z世代自评健康情况，反馈情绪和肠胃已成高频隐性痛点。

图 7 Z世代对健康更关注和聚焦



资料来源：知萌 X 寻商会，华西证券研究所

图 8 情绪和肠胃已成高频隐性痛点



资料来源：知萌 X 寻商会，华西证券研究所

益生菌有望充分受益新理念+新需求+新渠道。Z世代带动新理念，拉动新消费需求，新渠道加大行业认知和普及，如抖音、快手、小红书等线上平台逐步替代传统的线下消费场景；触达的用户群体逐步向全年龄段、全家庭延展。而**益生菌的消费群体也不断外延，老年人、年轻人、婴幼儿、甚至宠物**；新品类日益丰富，功效多元、口味及剂型丰富，品类推新明显提速。抖音、快手、小红书等线上平台逐步承接了线下渠道消费者教育的功能，通过达人宣传和推广等呈现，成为益生菌产品销售重要的增量渠道。

图 9 每日博士受邀参加小红书活动



资料来源：小红书，华西证券研究所

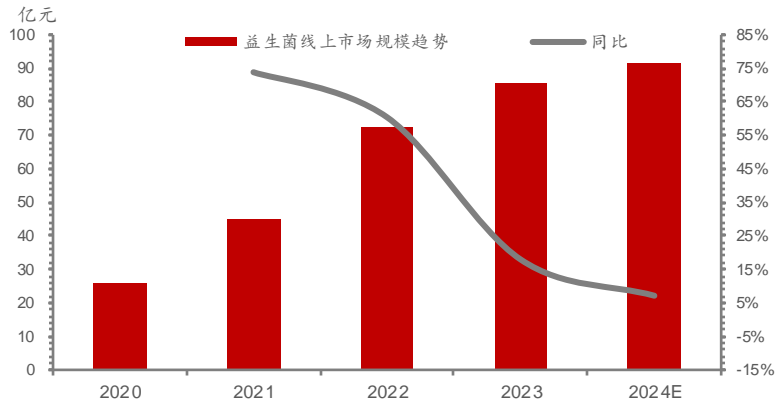
图 10 Wonderlab 和抖音达人合作做推广



资料来源：抖音，华西证券研究所

益生菌线上终端产品市场规模超 90 亿元。据任拓市场研究，中国益生菌终端产品线上市场规模 2024 年突破 90 亿元；据头豹研究院，“益生菌+”复合配方产品增速高达 200%，药食同源类产品及晶球益生菌等创新形态通过改善适口性快速渗透年轻群体。特供渠道（如专业健康机构）年增长率达 120%，反映定制化需求激增；线下渠道则呈现差异化布局，药店聚焦成人慢性病管理，母婴店深耕婴幼儿细分市场，形成互补格局。

图 11 益生菌线上终端产品市场规模及增速



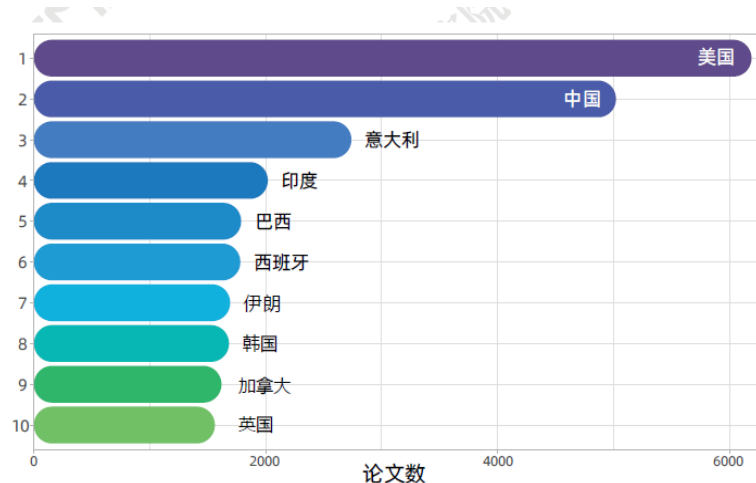
资料来源：任拓市场研究，华西证券研究所

1.3.行业趋势三：国产菌株研发推陈出新，产能持续加码

1.3.1.益生菌国内研究排世界头部方阵

国内益生菌的研究已进入全球头部方阵。据中国市场监管报，国内益生菌 2005 年还只是食品微生物领域里较为小众的研究方向；如今益生菌研究数量增长逾 60 倍，专利技术全球占比增长 10 多倍。国内益生菌科研水平已跃居全球头部方阵，益生菌领域的论文、专利位居全球首位。同时，中国已成为全球第二大益生菌消费市场，国产菌株研发、产业化技术、临床应用研究等领域取得突破性进展。

图 12 各国发表益生菌相关论文数量情况



资料来源：2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书，华西证券研究所

国产益生菌已打破国际巨头垄断，国产替代正深度演化。中国益生菌产业近年来呈现出蓬勃发展的态势，在菌株研发、生产工艺和市场应用等方面均取得显著突破。从研发能力来看，国内企业已建立起完整的自主创新体系，科拓生物、微康益生菌等领军企业构建了亚洲领先的菌种资源库。在婴幼儿益生菌这一高技术壁垒领域，中国

企业实现了从无到有“零的突破”，动物双歧杆菌乳亚种 BLa80 成为首株进入婴幼儿名单的国产菌株，打破了国际巨头的长期垄断。

表 1 国内企业研发益生菌的范围覆盖扩大

领域	菌株	生产公司	应用
婴幼儿配方领域	微康益生菌 BLa80	微康益生菌	中国大陆第一株婴幼儿名单菌株
	锦旗生物 MP108	锦旗生物	对婴幼儿肠道健康和免疫调节有积极作用，已应用于多款婴幼儿配方食品
功能性特色菌株	千酪乳杆菌 Zhang	科拓生物	具有免疫调节功能
	乳双歧杆菌 V9	科拓生物	已被蒙牛乳业应用于“欧式炭烧”酸奶
	植物乳杆菌 P-8	科拓生物	应用于功能性乳制品和保健食品
	鼠李糖乳杆菌 Probio-M9	科拓生物	具有抗过敏作用
传统乳制品创新菌株	畅润 IU-100	得益乳业	应用于高端酸奶产品
	一然生物双歧杆菌 TMC3115	一然生物	维护肠道菌群平衡，缓解便秘；抑制脂肪合成；调节血糖血脂代谢
	植物乳杆菌 LP45	一然生物	有效抑制致病菌；缓解抗生素引起的肠道紊乱；缓解酒精性肝损伤。
其他新菌株	副干酪乳杆菌 YMC1069	一然生物	促进肠道消化吸收；缓解乳糖不耐；抗过敏
	鼠李糖乳杆菌 LR863	一然生物	维护口腔生态平衡，抑制口腔致病菌

资料来源：公司公告，公司官网，中国益生菌网等公开资料，华西证券研究所

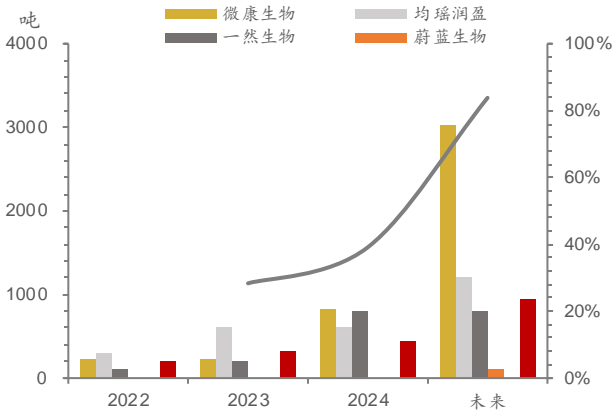
1.3.2. 国内主要益生菌原粉本土企业产能超 2600 吨/年

目前主要企业产能超 2600 吨，国产替代产能供给有保障。2022 年以前，国内益生菌菌粉市场仍然由进口菌粉主导，2021 年美国杜邦和丹麦科汉森在我国益生菌上游市场市占率分别为 50%/35%，国产产能较低且较为分散，国产替代空间较大。2022 年国内益生菌菌粉产能约 1800 吨；随着润盈（均瑶健康）、微康、科拓等企业快速扩产，目前已有部分本土企业实现年产 800 吨或以上益生菌菌粉能力，我们测算主要本土企业 2024 年行业总产能超 2600 吨，国产产能占比大幅提升，市场实现从“依赖进口”到“本土自供”的结构转变，标志着国产替代进入新阶段。

增长主要来自头部企业的未来扩产计划落地。其中：

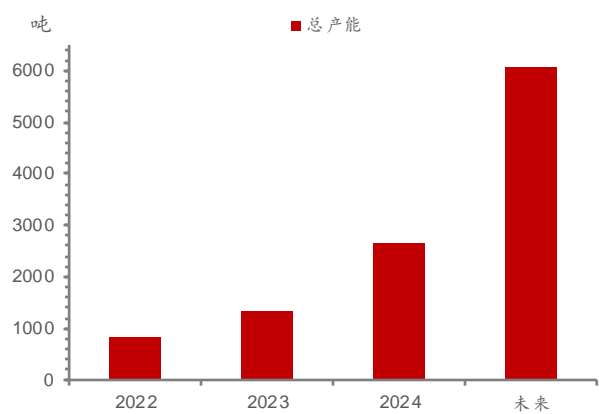
- 1) 微康生物：既有益生菌菌粉产能 830 吨，未来还有 2200 吨产能投产，合计产能将突破 3000 吨；
- 2) 科拓生物：既有益生菌制品产量 434 吨（产量口径），未来还有 500 吨菌粉产能投放，合计产能或将超过 900 吨；
- 3) 蔚蓝生物：新建功能性益生菌菌粉原料产能 100 吨，益生菌液体产能 100 吨，预计将于 2025 年初正式投入生产运营；
- 4) 均瑶健康：2022-2024 年产能分别为 300/600/600 吨，据公司官网，公司未来预计益生菌菌粉总产能将达到 1200 吨；
- 5) 一然生物：既有产能 800 吨，其中一期生产线可年产 100 吨纯菌粉，随着 2023 年二期生产线顺利投产，产能提升一倍；目前，一然生物微生物活菌制剂工程的三期项目已投产，可年产 500 吨纯菌粉。

图 13 2022-2024 主要本土企业益生菌原粉产能



资料来源：公司公告，公司官网等公开资料，华西证券研究所

图 14 2022-2024 主要本土企业益生菌原粉总产能



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

2. 下游需求：需求高景气，国内原料市场规模超百亿元

2.1. 益生菌原粉市场规模超 100 亿

益生菌原粉市场规模超 100 亿。2024 年中国益生菌终端市场规模已突破千亿元，其终端市场主要集中在益生菌乳制品、益生菌补充剂和美容私护等。据欧睿数据和华经产业研究院数据，2024 年我国益生菌乳制品市场规模达到 814 亿元；我们判断在下游产品的不断推陈出新，消费者对益生菌产品的认知度不断提升的双重背景下，2027 年益生菌乳制品市场有望突破 1000 亿元。疫情后，市场对健康的观念和意识增强，健康防范的意识不断加深，对补充剂的需求也日益增多，市场持续稳定增长。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，我们测算到 2027 年市场规模有望达到 391 亿元，从增速角度看快于益生菌乳制品市场。关于市场空间，我们提出以下假设：

1) 我们判断 2021-2024 年益生菌乳制品市场规模增速 5%；2025 年及未来 2 年因基数较大行业增速稍微放缓至 4%；2021-2024 年益生菌补充剂市场规模左右；2025 年及未来 2 年增速放缓至 10%左右；

2) 益生菌原粉成本占益生菌乳制品总成本 3%左右；原粉成本占益生菌补充剂总成本 20%左右。

综上，我们测算 2024 年益生菌原粉市场规模（主要终端产品）为 83 亿元，其中乳制品需求 24 亿元，补充剂需求 59 亿元；到 2027 年，我们预计益生菌原粉市场规模突破百亿元，达到 106 亿元，其中乳制品需求 27 亿元，补充剂需求 78 亿元；市场增速保持稳定增长。

表 2 益生菌原粉市场规模测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
益生菌乳制品市场规模及增速							
益生菌乳制品市场规模 (亿元)				814	879	949	1025
增速 (%)				5%	4%	4%	4%
益生菌原料占成本比例 (%)				3%	3%	3%	3%
益生菌原料市场规模小计 (亿元)				24	25	26	27

益生菌补充剂市场规模及增速

益生菌补充剂市场规模 (亿元)	193	222	255	294	323	355	391
增速 (%)		15%	15%	15%	10%	10%	10%
益生菌原料占成本比例 (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
益生菌原料市场规模小计 (亿元)	39	44	51	59	65	71	78
益生菌原料市场规模合计 (亿元)	60	67	74	83	90	97	106

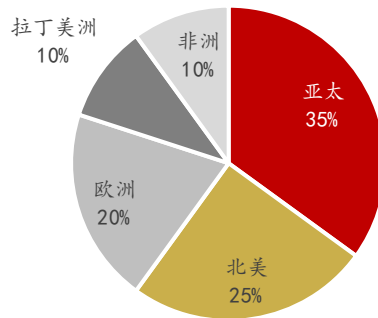
资料来源：欧睿数据，凯度数据，华经产业研究院，Wind，华西证券研究所

2.2. 益生菌下游需求持续外延

2.2.1. 婴幼儿肠胃敏感，益生菌至关重要

中国益生菌奶粉增长较快。据 Verified Market Reports 数据，区域市场分布上，2023 年各区域的收入份额呈现出明显差异。其中，亚太地区以 35% 的占比领跑全球市场；亚太地区成为益生菌奶粉增长最快的市场，这是由于中国和印度等国家的健康意识和需求的提高所致。北美紧随其后，占比为 25%；欧洲占 20%；拉丁美洲以及中东和非洲则各占 10%。

图 15 2023 年益生菌奶粉销售区域



资料来源：Verified Market Reports，华西证券研究所

益生菌奶粉要求严苛，未来需求有望进一步增大。据食品伙伴网，0-3 岁是宝宝成长的关键时期，此时肠胃发育是否正常将直接影响宝宝的健康生长。婴幼儿肠胃极其脆弱，许多表面看起来毫不相关的疾病，很多也是源自肠胃问题。所以婴幼儿肠道菌群的建立至关重要，安全性成为最需要关注的点，因此卫健委从 2011 年开始建立批准《可用于婴幼儿食品的菌种名单》，后续逐渐增加了新食品原料菌株可用于婴幼儿。

表 3 奶粉益生菌添加情况

婴配粉中添加的益生菌	款数	占添加有益生菌奶粉的比例
动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12 (动物双歧杆菌 Bb-12)	189	90.00%
动物双歧杆菌乳亚种 动物双歧杆菌乳亚种 HN019 (乳双歧杆菌 HN019)	76	36.19%
动物双歧杆菌乳亚种 Bi-07	19	9.05%
鼠李糖乳酪杆菌 HN001	4	1.90%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

短双歧杆菌 M-16V	4	1.90%
发酵粘液乳杆菌 CECT5716	1	0.48%

资料来源：奶粉智库，华西证券研究所

婴幼儿配粉中的益生菌主要聚焦于肠道健康、消化吸收方面，以应对婴幼儿便秘、消化不良等问题。根据国家卫健委公布的名单，现有 17 种益生菌可用于婴幼儿食品。

表 4 17 株婴幼儿食品可用菌株名单

菌株号	菌株来源	备注
1 嗜酸乳酸菌 NCFM*	NCFM*	自粪便分离 适应于 1 岁以上婴幼儿
2 动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12	Bb-12	自乳品发酵剂分离
3 动物双歧杆菌乳亚种 HN019	HN019	酸奶
4 动物双歧杆菌乳亚种 Bi-07	Bi-07	人体
5 鼠李糖乳酪杆菌 GG	GG	人体
6 鼠李糖乳酪杆菌 HN001	HN001	切达干酪
7 罗伊氏粘液乳杆菌 DSM17938	DSM17938	母乳
8 发酵粘液乳杆菌 CECT 5716	CECT 5716	健康母乳
9 短双歧杆菌 M-16V	M-16V	健康婴儿肠道
10 瑞士乳杆菌 R0052	R0052	乳制品
11 长双歧杆菌婴儿亚种 R0033	R0033	婴幼儿肠道
12 两歧双歧杆菌 R0071	R0071	成人肠道
13 鼠李糖乳酪杆菌 MP108	MP108	健康婴儿肠道
14 长双歧杆菌长亚种 BB536	BB536	健康婴儿肠道
15 长双歧杆菌婴儿亚种 M-63	M-63	健康婴儿肠道
16 动物双歧杆菌乳亚种 BLa80	BLa80	母乳
17 长双歧杆菌婴儿亚种 LMG11588	LMG11588	健康婴儿肠道

资料来源：食品伙伴网，华西证券研究所

2025 年调制奶粉新国标实施，益生菌奶粉有显著溢价。2022 年以来国家陆续出台多项政策，对婴幼儿配方奶粉中益生菌的使用标准进行了细化，2025 年正式实施的调制奶粉新国标，明确了添加活菌产品的最低活菌数要求 ($\geq 10^6$ CFU/g)，填补了此前行业在功能声称方面的空白。从价格端对比来看，同品牌的的情况下，添加了益生菌的婴幼儿奶粉价格有显著的溢价；显示奶粉市场对添加益生菌的较高需求。

表 5 主要乳企添加益生菌与未添加的奶粉价格对比

品牌	产品名称	添加菌株	规格	价格	同品牌未添加益生菌产品	规格	价格
伊利	金领冠曜护	动物双歧杆菌乳亚种 HN019	750g/罐	190 元	金领冠赋能	800g/罐	120 元
	金领冠珍护铂萃	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019	750g/罐	328 元	金领冠倍冠	750g/罐	175 元
蒙牛	瑞哺恩亲悠	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12	800g/罐	278 元	初爱牛牛	800g/罐	299 元
	一米八八	乳双歧杆菌 Probio-M8	800g/罐	540 元	未来星	800g/罐	96 元
飞鹤	星飞帆卓睿	动物双歧杆菌 Bb-12	750g/罐	318 元	星飞帆	700g/罐	205 元
圣元	优博剖蓓舒	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019、动物双歧杆菌乳亚种 Bi-07	800g/罐	240.24 元	/	/	/
	优博圣特拉慕羊奶粉	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019、动物双歧杆菌乳亚种 Bi-07	900g/罐	298 元	/	/	/

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

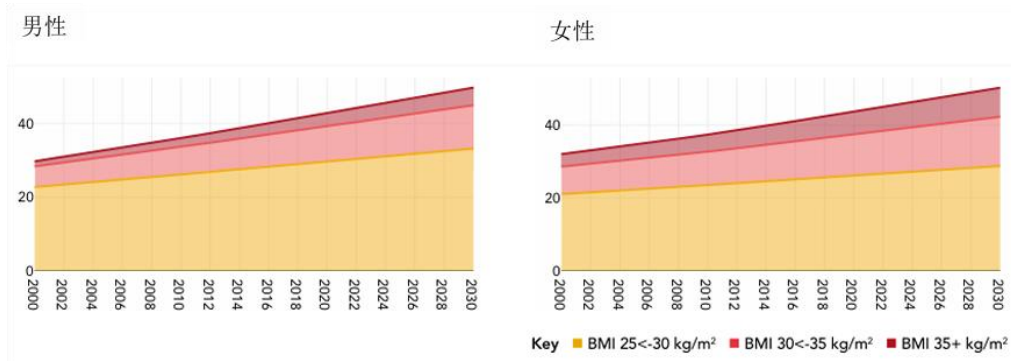
贝博儿	贝博儿羊奶粉	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019、动物双歧杆菌乳亚种 Bi-07	800g/罐	298 元		
君乐宝	珍护	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019	280g/罐	129 元	至臻 A2	800g/罐
	优萃有机	动物双歧杆菌乳亚种 Bb-12、动物双歧杆菌乳亚种 HN019	800g/罐	260 元		210 元

资料来源：淘宝，京东，华西证券研究所

2.2.2. 益生菌可改善代谢，减肥市场或是下一片蓝海

全球肥胖问题显著提升。世界肥胖联盟预测表明，到 2030 年，全球 50% 的成年男性和女性将处于高 BMI 状态，全球 17% 的男性和 22% 的女性将达到肥胖水平。这一趋势凸显了肥胖正从个体健康风险转变为影响全球人口结构的系统性挑战，其引发的慢性病负担、医疗成本激增和社会生产力下降等问题，亟需各国通过政策干预、健康教育及跨部门协作予以应对。

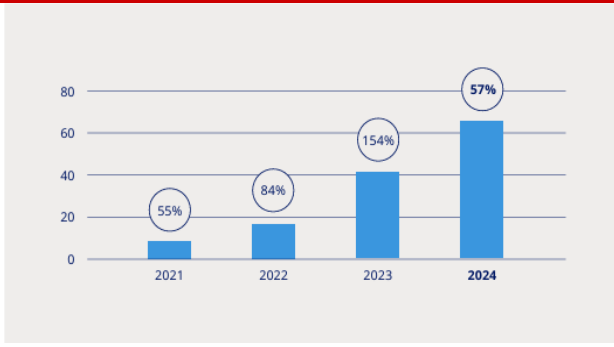
图 16 20 岁及以上男性和女性高 BMI 比例



资料来源：世界肥胖地图 2025，非传染性疾病风险因素协作组 NCD-RisC（2024 年）及世界肥胖联盟预测，华西证券研究所

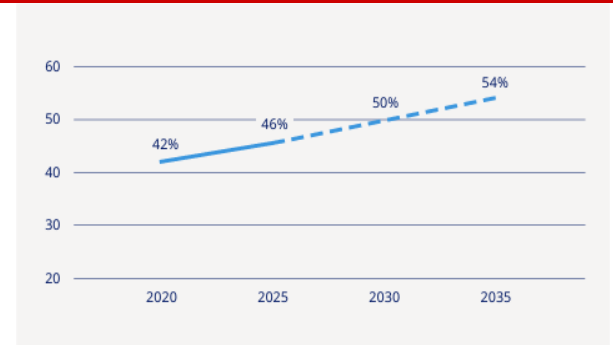
全球减肥市场空间大，减肥产品销售同比高增。诺和诺德的 Wegovy 与礼来的 Zepbound 是两大头部减肥产品。据诺和诺德年度报告，肥胖症是一个未被满足的医疗需求日益突出的领域，影响着全球超过 10 亿人。诺和诺德和礼来作为减肥药领域的两大巨头，其减肥药产品的销售额稳定增长。除了这两大巨头，其他国际药企也在加速布局这一潜力巨大的市场。今年 3 月，安进（Amgen）研发的 first-in-class 抗体多肽偶联药物 AMG133 已进入 III 期临床阶段，其降糖和减重效果已在 II 期研究中得到了初步验证，且每月仅需注射一次。减肥市场因其体量巨大，诸多药企纷纷加码布局，且新型的减肥模式层出不穷，益生菌因其具备调节代谢的功能，未来迎来下游应用的增量。

图 17 全球减肥行业市场规模（十亿丹麦克朗）



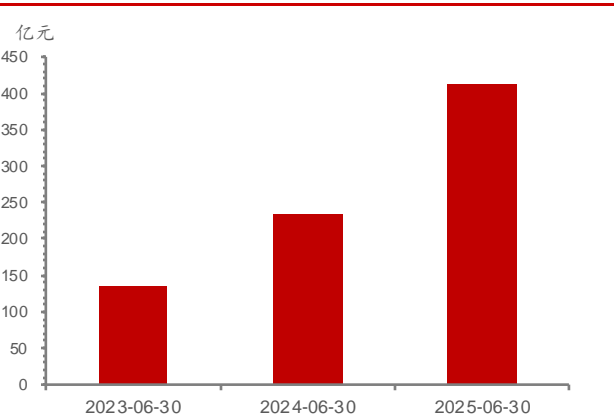
资料来源：诺和诺德年报，华西证券研究所

图 18 全球所有成年人中超重或肥胖成年人的比例



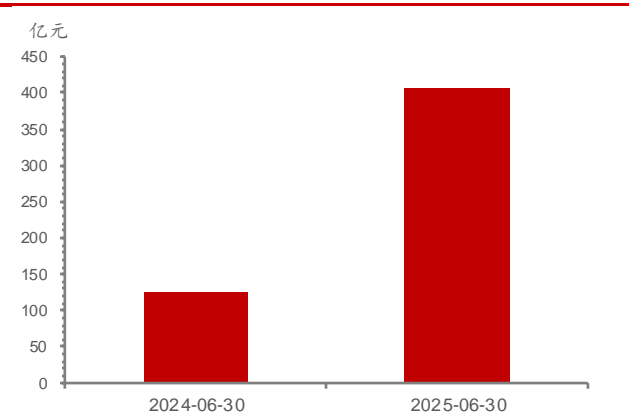
资料来源：诺和诺德年报，华西证券研究所

图 19 诺和诺德 Wegovy 药品销售额同比高增



资料来源：Wind，诺和诺德年报，华西证券研究所

图 20 礼来 Zepbound 药品销售额同比高增



资料来源：Wind，礼来年报，华西证券研究所

益生菌助力减肥更加健康，市场体量可观。科学界对肠道菌群这一“第二基因组”的研究不断深入，揭示了特定益生菌通过调节代谢、抑制炎症等多重机制实现体重管理的科学路径。与传统减肥药物相比，益生菌凭借其天然代谢调控特性，不仅能避免破坏菌群多样性，更能从根源上重建肠道微生态平衡，因而被业界誉为“绿色疗法”。在产品研发层面，企业正积极探索创新。对现有益生菌菌株的研究不断深入，挖掘其更多潜在功效。越来越多企业开始关注多菌株复配产品的开发，利用多种菌株的协同作用，增强益生菌在肠道中的定殖能力与功能表达，以更显著地改善肠道微生态、促进代谢，进而助力体重管理。

表 6 机构研发有助于减肥的菌株（部分）

菌种名称	研发机构	作用机制
SHAPE100™ (S100) 益生菌	万益蓝 WonderLab	通过“靶向菌群管理法”调节肠道微生态，改善代谢健康。
XA-1416	未知君生物科技	提升胆盐水解酶 (BSH) 活性，减少脂肪吸收，刺激 GLP-1 分泌，增强饱腹感。
解木糖拟杆菌+丁酸梭菌	中国科学院微生物所	基于“互养 (cross-feeding)”机制，增强菌群稳定性。
共生益生菌群	中国科学院微生物研究所与山东大学	能够有效改善高脂饮食引起的肥胖和糖脂代谢异常。
益生菌 ProSci-246	科拓生物	通过调节肠道菌群、改善代谢功能，显著降低肥胖人群的体重、体脂肪量及内脏脂肪指数，并缓解肥胖相关膝骨性关节炎的炎症反应。

资料来源：新华网，未知君微信公众号，中科院微生物研究所，每日经济新闻等公开资料整理，华西证券研究所

3.科拓生物：技术实力雄厚，布局C端有望深度受益

3.1.研发费用逐年提升，深厚积累构建护城河

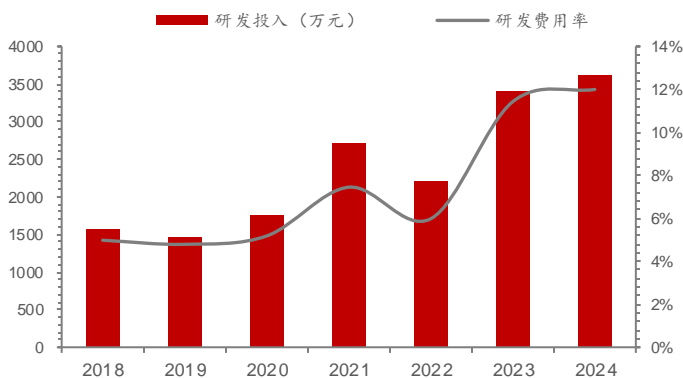
2024 年公司研发费用率超 12%，高研发投入构建技术护城河。2024 年公司持续加大在益生菌菌株筛选、功能验证、产业化工艺等方面的研发投入力度，全年研发费用为 3632.7 万元，较上年同比+6.24%。公司研发投入占比营业收入 12%，2022-2024 年研发费用率为 5.98%/11.43%/12.00%，呈现持续上涨的趋势；此外公司：

(1) 菌株联合试验：针对核心菌株与国内多家三甲医院联合进行了多项临床试验，从而验证菌株的益生功能，积累了详实的数据支持。

(2) 重点项目方面：研发项目如“中国人肠道微生物系统研究项目”，旨在建立中国人群独有的肠道菌群数据库，进一步夯实公司益生菌基础研究的数据资料的储备，为产品的应用研究提供支撑；“双蛋白益生菌发酵乳的研制与品质分析”项目对公司未来开发新产品提供理论依据。

(3) 国家级科技项目：参与的《优良乳酸菌种质资源挖掘与产业化关键技术创新及应用》荣获 2023 年度国家科学技术进步奖二等奖，该奖项是科技领域最具权威性和影响力的奖项之一，也是在众多益生菌企业里唯一获得该殊荣的公司。

图 21 公司研发投入逐年提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

专利积累深厚，专利研究覆盖减肥和肝脏保护领域。截至 2024 年底，公司拥有与益生菌等相关的发明专利 99 项（含 2 项国外专利），实用新型专利 30 项、外观设计专利 1 项以及多项非专利技术。2024 年公司新增授权发明专利 10 项。代表性专利菌株如下：长双歧杆菌长亚种 BL-01 于 2024 年 4 月 30 日授权，可改善儿童骨代谢相关指标，增强钙吸收，促进儿童长高；格氏乳杆菌 ProSci-108 于 2024 年 8 月 13 日授权专利，展现出显著的助眠效果：ProSci-108 可使受试者的睡眠质量评分提升 43.72%。与此同时，其在改善情绪、缓解焦虑、舒缓压力方面同样效果显著。2024 年 8 月 16 日授权专利动物双歧杆菌乳亚种 ProSci-246，临床试验结果表明，规律摄入 ProSci-246 可使肥胖成人体重降低 3.83%，体脂肪量降低 5.78%，BMI 降低 3.95%，内脏脂肪指数降低 3.56%；且 ProSci-246 对肥胖成人肌肉量无影响，显著提高健康评分。

表 7 科拓生物最新专利研发情况

专利名称	专利授权时间	专利功效
动物双歧杆菌乳亚种 BX-186	2025 年 1 月 10 日	可有效缓解由司美格鲁肽引起的胃肠道不适，如恶心、腹泻和呕吐症状，并可协同降低肥胖人群的体重和血液中糖化血红蛋白的含量

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

后生元 Pbio-TNa	2025年6月20日	降低钠含量的同时可赋予产品更好的鲜味和滋味。 <u>经研究证实，其制备的食品不仅达到减盐不减鲜、减钠不减咸的效果，实现“科学减盐”目标</u>
长双歧杆菌长亚种 BL-01	2024年4月30日	可使儿童身高平均增高1.7cm，骨钙素水平增加43.45%，骨密度指标增高33.96%； <u>综上，BL-01可改善儿童骨代谢相关指标，增强钙吸收，促进儿童长高</u>
格氏乳杆菌 ProSci-108	2024年8月13日	<u>可使受试者的睡眠质量评分提升43.72%</u> 。与此同时，其在改善情绪、缓解焦虑、舒缓压力方面同样效果显著
益生菌后生元组合物（由副干酪乳酪杆菌 ProSci-101与发酵粘液乳杆菌 ProSci-602复合发酵制成）	2025年5月2日	可有效改善头皮环境。经研究证实， <u>其通过减缓细胞衰老、提升弹力蛋白活性、促进真皮层新陈代谢，实现防脱护发目标</u>
动物双歧杆菌乳亚种 ProSci-246	2024年8月16日	<u>可使肥胖成人体重降低3.83%，体脂肪量降低5.78%，内脏脂肪指数降低3.56%；且 ProSci-246对肥胖成人肌肉量无影响，显著提高健康评分</u>
动物双歧杆菌乳亚种 BB-35	2025年7月4日	<u>可有效改善引起肝衰老和肝损伤的相关指标</u> ，为肝脏健康提供了显著保护作用

资料来源：微信公众号，公司公告，华西证券研究所

明星菌株打破国际头部垄断，未来发展前景明朗。明星菌株干酪乳杆菌 LC-Zhang 分离自锡林郭勒大草原自然发酵酸马奶，是中国第一株完成全基因组测序的乳酸菌；动物乳双歧杆菌亚种 V9 为科拓生物专利菌株，分离自健康蒙古族儿童肠道（2005年），完成了基因组学、益生功能、产品研发和产业化应用。干酪乳杆菌 Zhang 和乳双歧杆菌 V9 都是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。科拓生物通过菌株筛选、功能验证与中试量产协同推进，打造出科研驱动、数据支持、市场可复制的菌株开发体系。

表 8 科拓生物部分核心菌株介绍

菌种名称	菌种来源	菌种成就	主要功效
干酪乳杆菌 LC-Zhang	分离自锡林郭勒大草原自然发酵酸马奶（2002）	我国第一株完成全基因组测序的乳酸菌	调节人体肠道菌群年轻化； <u>稳定不同年龄人群肠道菌群；提高机体免疫力</u> ；调节肠道菌群稳态；
动物乳双歧杆菌亚种 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道（2005年）	完成了基因组学、益生功能、产品研发和产业化应用，广泛应用于保健食品以及宠物食品中	有效治疗腹泻和便秘，改善肠道菌群并提高机体免疫力； <u>抑制肝脏脂肪变性和炎症，预防和治疗非酒精性脂肪肝等</u>
植物乳杆菌 P-8	分离自内蒙古巴彦淖尔市乌拉特中旗自然发酵酸牛乳（2005年）	完成了基因组学、益生功能研究及开发，广泛应用于食品、畜牧及农业种植领域	提高人体肠道定植能力，维持肠道稳态；舒缓压力及焦虑，改善认知能力；脂质代谢的改善，提高机体抗氧化能力，调节肠道菌群；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
唾液链球菌嗜热亚种 S10	分离自青海自然发酵酸牛乳		
乳双歧杆菌 Probio-M8	分离自健康妇女母乳（2017）	研究表明乳双歧杆菌 Probio-M8对胃肠道消化液具有良好的耐受性，能够以活的状态进入人体肠道，发挥健康功效。	缓解哮喘； <u>缓解婴幼儿急性呼吸道感染；调节人体免疫力；缓解便秘、焦虑；改善骨质疏松</u> ；
鼠李糖乳杆菌 Probio-M9	分离自健康妇女母乳（2017）	研究表明鼠李糖乳杆菌 Probio-M9对胃肠道消化液具有良好的耐受性，能够以活的状态进入人体肠道，发挥健康功效。	鼠李糖乳杆菌 Probio-M9显著改善乳腺癌裸鼠代谢谱，降低乳腺癌肿瘤的大小和重量

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

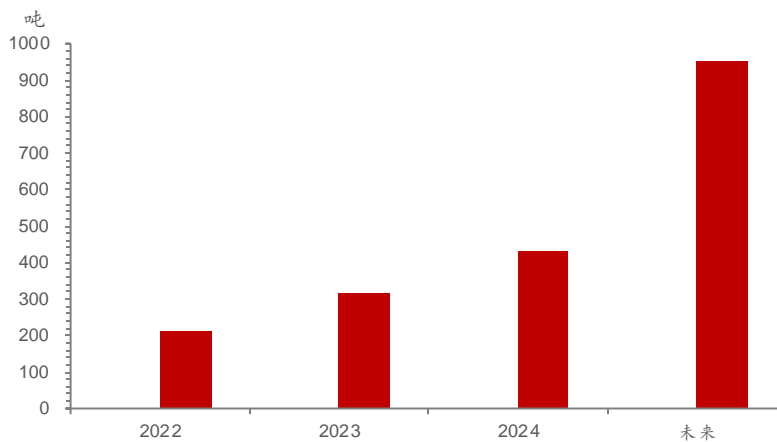
3.2.内蒙基地产能有望释放，高管激励机制完善

3.2.1.产能加码，未来产能有望翻倍

科拓生物当前益生菌制品产能 434 吨，未来产能有望翻倍。公司目前有浙江金华和内蒙古呼和浩特两基地，2024年公司投资 1.5 亿元，于浙江金华全新打造符合国际标准的全自动化智能无人化车间和物联网工厂，可年产乳酸菌原粉 200 吨

吨，固体饮料和压片糖果产品 200 吨。2022-2024 年，科拓生物食用益生菌制品的生产量和销售量分别 210.89/316.25/434.22 吨和 197.85/290.67/439.87 吨，3 年间产量增长超过两倍，显示其在市场需求拉动下产能持续扩张。据呼和浩特晚报，食品用益生乳酸菌工厂、益生菌种质资源库及共性技术研发中心项目已于 2023 年 6 月在和林格尔新区开工建设，预计 2025 年投产，建成后可实现年产食用益生菌原料菌粉 500 吨，益生菌固体饮料 1200 吨等的生产能力；合计可建成约 950 吨（含产量口径）的益生菌原粉产能。

图 22 公司未来产能有望翻番



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

*注：2024 年之前的数据采用的是公司年报披露的益生菌制品产量数据

3.2.2. 高管激励机制完善，业绩信心十足

2024 年 2 月 2 日董事会通过草案，覆盖 17 名高管及核心骨干，首次授予 260 万股（价格 13 元/股），预留 40 万股。2024 年 5 月 15 日首次授予日确定，价格后调整至 12.85 元/股（因 2023 年权益分派）；2025 年 8 月 18 日，公司审议通过《关于调整 2024 年限制性股票激励计划授予价格的议案》，调整后的限制性股票授予价格由 12.85 元/股调整为 12.70 元/股；公司层面目标以 2024-2028 年净利润为核心，体现公司业绩信心十足。

3.3. 主业深耕 B 端，投资鸣咔发力 C 端市场

3.3.1. B 端绑定核心大客户，C 端边界不断外延

B 端+C 端共同发力。B 端业务作为科拓生物传统优势领域，为蒙牛等知名企业提供益生菌原料及解决方案，形成稳定的收入来源。C 端业务通过自有品牌“益适优”直接面向消费者，提供功能性益生菌健康产品。公司通过 ODM 和自有品牌模式，向下游提供原料菌粉、终端消费品配方及自有品牌产品。公司在 C 端业务方面布局益适优产品，并且战略投资 C 端优质品牌鸣咔实验室。

表 9 公司食用益生菌制品三种业务模式

业务模式	业务特点	主要客户
面向企业客户销售原料菌粉	产品为 ToB 产品，客户为 ToB 客户	蒙牛乳业、新希望乳业、达利园和海创工贸等乳制品、食品、宠物食品企业
为企业客户代工生产益生菌终端消费品	产品为 ToC 产品，客户为 ToB 客户	北京海诚隆康医药科技有限公司、北京君亿佳生物科技有限公司、北京益世界生物科技有限公司
售自有品牌益生菌终端消费品	产品为 ToC 产品，客户为经销商或终端消费者	金华科银优电子商务有限公司、四川泰和颐康生物科技有限公司等经销商或终端消费者

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 公司 C 端主要产品

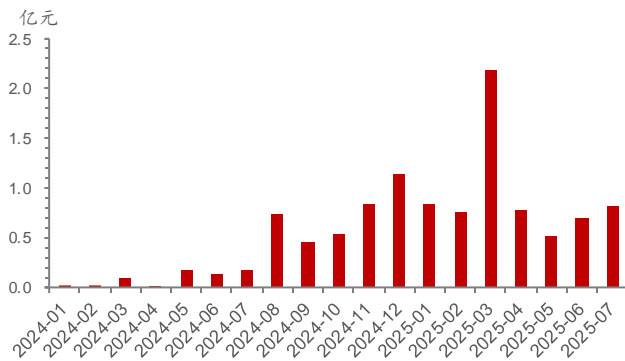


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3.2. 鸣咔实验室 1-7 月超 6 亿元

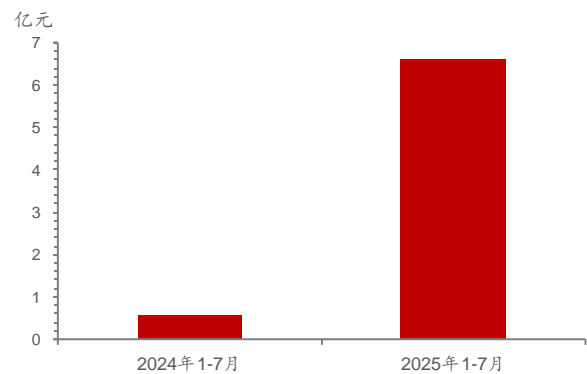
鸣咔实验室今年 1-7 月营收超 6 亿元。鸣咔实验室作为青禾世相旗下的重要科研品牌，聚焦代谢管理、脑健康、银发健康三大核心领域。据魔镜数据和衡水日报，鸣咔实验室 2024 年 12 月单月销售额突破 1 亿元，其益生菌产品上市仅 9 个月即登顶市场占有率 TOP1，累计销售超 3600 万颗，成为行业标杆。2025 年 1-7 月鸣咔实验室销售额同比增长率达到了 1022.38%。背后的技术支撑是其对菌株活性保留、规模化生产等关键技术难题的系统性攻克。

图 24 鸣咔实验室 2024 年 12 月至今单月线上收入



资料来源：魔镜，华西证券研究所

图 25 鸣咔实验室 1-7 月累计销售额同比高增



资料来源：魔镜，华西证券研究所

图 26 鸣咔实验室抖音直播



资料来源：抖音，华西证券研究所

图 27 鸣咔实验室在淘宝销售



资料来源：淘宝，华西证券研究所

鸣咔围绕代谢管理、体重管理和肠道健康等核心领域展开布局。(1) 在代谢管理领域：鸣咔实验室开发了益生菌与控卡代餐的结合产品，旨在帮助消费者控制饮食，同时促进消化健康，覆盖体重管理和血糖平衡等多个应用场景。(2) 在体重管理方面：推出了益生菌与控体咖啡的结合产品，不仅为消费者提供能量，还支持肠道健康，有助于调节食欲和促进新陈代谢。(3) 在肠道健康领域：开发了益生菌与莱茵衣藻的结合产品，提供额外的营养支持，并进一步促进肠道健康。这些举措不仅丰富了产品线，也增强了品牌在大健康产业中的影响力。

表 10 鸣咔实验室产品概览

名称	图示	主要菌种	应用领域	单价
鸣咔实验室“棕色脂肪”益生菌 BAT 激活数字管理		短双歧杆菌 B-3 长双歧杆菌 BB536 植物乳杆菌 LP-KFY04 植物乳杆菌 LP3A	适用于需要科学体重管理的人群，作为日常饮食的辅助补充，帮助实现健康、可持续的体重控制与代谢改善	¥ 384
鸣咔饱饱派		膳食纤维 芦丁	适用于需要便捷、健康代餐解决方案的人群，可在忙碌时段或管理体重期间作为代餐食品使用	¥ 59.9
K23 莱茵衣藻焕活饮		莱茵衣藻	适用于日常营养补充场景，特别是注重健康饮食、需要额外营养支持的人群	¥ 99

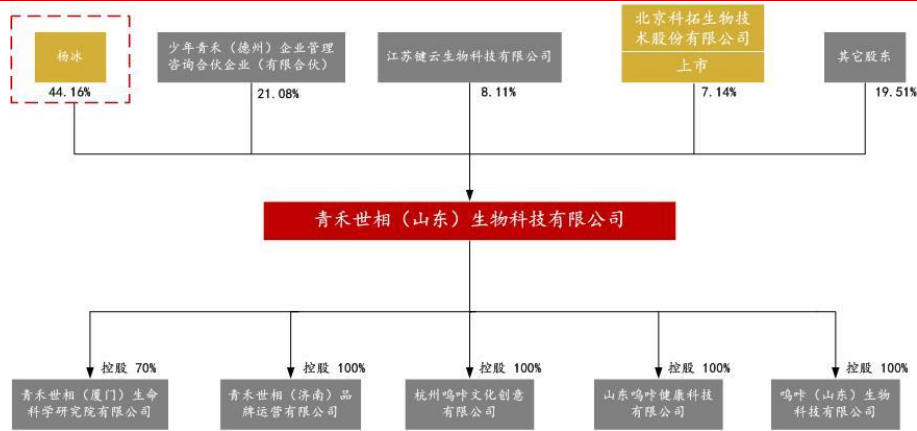
资料来源：青禾世相官网，华西证券研究所

3.3.3. 科拓战略持股 7.14%，C 端蓝海市场有望打开

科拓战略布局鸣咔实验室，持股比例 7.14%。鸣咔既是科拓的下游客户，也有望成科拓 C 端的核心渠道，鸣咔在科拓生物的 C 端市场布局中扮演着至关重要的角色。鸣咔实验室与科拓生物等上游企业在益生菌菌株活性保持及规模化生产方面展开深度协同，推动科研成果向终端产品的高效转化，形成完整的产学研闭环。通过“科学 IP+ 大众科普”的双轨传播路径，青禾世相持续强化品牌的专业形象，赢得消费者信任。例如，鸣咔实验室与搜狐 CEO 张朝阳的合作直播活动，吸引了超过 200 万人次观看，品牌搜索量显著增长，达到了 21.62%。鸣咔作为益生菌产品的终端品牌有益生菌原粉的需求，是科拓生物的下游重要客户，科拓作为鸣咔的股东，在益生菌原料

方面有较大优势；此外，公司当前持股仅为7.14%，未来在鸣咔体量再上新台阶之后，合作方面充满想象空间。

图 28 青禾世相股权结构图



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

4. 投资建议

考虑到公司内蒙基地的投产节奏、益生菌国产替代具有不确定性，我们调整 2025-2026 年营业收入预测值 4.26/5.84 亿元（原 4.72/6.16 亿元），下调归母净利润预测至 1.17/1.52 亿元（原 1.65/2.23 亿元），对应 EPS 下调至 0.45/0.58 元（原 0.63/0.85 元），新增 2027 年营业收入/归母净利润/EPS 分别为 8.07 亿元/2.06 亿元/0.78 元；对应 8 月 21 日 21.34 元收盘价 48.40/37.26/27.25x PE，维持“买入”评级。

5. 风险提示

益生菌业务拓展不及预期、新基地投产不及预期、复配业务下滑超预期、原料价格波动风险提示

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	303	426	584	807	净利润	94	116	151	206
YoY(%)	1.2%	40.6%	37.2%	38.2%	折旧和摊销	27	46	57	68
营业成本	126	180	248	342	营运资金变动	54	-105	43	-107
营业税金及附加	5	7	10	13	经营活动现金流	142	50	244	156
销售费用	37	47	64	90	资本开支	-211	-188	-183	-185
管理费用	31	37	53	74	投资	27	-30	-42	-55
财务费用	-24	-1	3	2	投资活动现金流	-184	-210	-215	-227
研发费用	36	45	63	88	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	98	47	55
投资收益	4	9	10	14	筹资活动现金流	-41	96	43	50
营业利润	109	132	171	235	现金净流量	-83	-64	72	-21
营业外收支	-1	-1	-1	-1					
利润总额	109	131	171	234	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	14	15	20	28	成长能力				
净利润	94	116	151	206	营业收入增长率	1.2%	40.6%	37.2%	38.2%
归属于母公司净利润	94	116	151	206	净利润增长率	0.9%	23.1%	29.9%	36.7%
YoY(%)	0.9%	23.1%	29.9%	36.7%	盈利能力				
每股收益	0.36	0.44	0.57	0.78	毛利率	58.3%	57.8%	57.5%	57.6%
					净利率	31.2%	27.3%	25.8%	25.6%
					总资产收益率 ROA	4.9%	5.5%	6.3%	7.7%
					净资产收益率 ROE	5.3%	6.1%	7.3%	9.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	109	45	117	96	流动比率	9.93	5.40	3.68	3.36
预付款项	10	11	16	22	速动比率	4.81	2.70	1.95	1.90
存货	47	63	96	122	现金比率	1.13	0.24	0.37	0.24
其他流动资产	790	900	941	1,092	资产负债率	6.6%	10.2%	14.3%	15.6%
流动资产合计	955	1,019	1,170	1,332	经营效率				
长期股权投资	2	3	3	4	总资产周转率	0.16	0.21	0.26	0.32
固定资产	373	473	556	639	每股指标 (元)				
无形资产	48	44	41	37	每股收益	0.36	0.44	0.57	0.78
非流动资产合计	961	1,103	1,230	1,349	每股净资产	6.79	7.23	7.81	8.59
资产合计	1,916	2,122	2,400	2,681	每股经营现金流	0.54	0.19	0.92	0.59
短期借款	0	100	150	208	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	48	27	82	69	估值分析				
其他流动负债	48	62	86	119	PE	59.28	48.40	37.26	27.25
流动负债合计	96	189	318	396	PB	2.12	2.95	2.73	2.48
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	30	28	25	22					
非流动负债合计	30	28	25	22					
负债合计	126	216	343	418					
股本	263	263	263	263					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,790	1,906	2,057	2,263					
负债和股东权益合计	1,916	2,122	2,400	2,681					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。