

研发实力强势驱动，国产益生菌扬帆起航

■ 证券研究报告

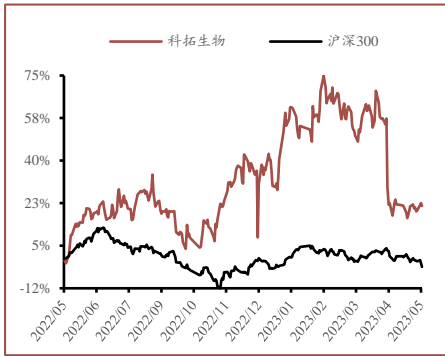
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2023-05-24

收盘价(元)	26.70
流通股本(亿股)	0.54
每股净资产(元)	9.77
总股本(亿股)	1.76

最近 12 月市场表现



分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003

sunyu02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **益生菌行业厚雪长坡，国产替代逻辑清晰:**我国益生菌行业快速发展，下游消费涵盖多种领域，2013 年-2020 年我国益生菌市场规模 CAGR 为 19.59%。益生菌上游原料行业寡头垄断，海外品牌掌握多数专利菌种。由于地区、饮食习惯的差异，适合国人肠道微生物结构的益生菌在国内受到欢迎，国内益生菌公司持续加码研发，核心菌株展现国产替代趋势。
- ❖ **公司强研发能力构筑技术壁垒，复配业务为基抢占益生菌赛道:**公司主营复配添加剂业务，基本盘长期稳定。2017 年起积极布局切入益生菌领域，业务快速扩张，有望成为第二增长线。公司研发团队由知名专家牵头打造，技术积累雄厚，拥有亚洲最大乳酸菌菌种资源库。下游客户资源丰富，涵盖乳制品、医药等领域，包括蒙牛、圣牧高科、葵花药业、云南白药等。需求高企下公司产能饱和，2022 年公司拟发布定增并投入 6.2 亿元扩充产能，业绩有望摆脱产能桎梏获得释放。
- ❖ **投资建议:** 益生菌行业快速发展，国产替代趋势凸显，公司作为国产益生菌企业有望受益。我们预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 1.50/2.26/2.98 亿元，2023 年 5 月 24 日收盘价对应 PE 为 31x/21x/16x。首次覆盖，给予“增持”评级。

- ❖ **风险提示:** 消费修复不及预期风险；客户集中风险；下游市场波动风险

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	365	369	438	602	751
收入增长率(%)	7.51	1.25	18.69	37.29	24.83
归母净利润(百万元)	110	110	150	226	298
净利润增长率(%)	13.42	0.32	36.68	50.76	31.39
EPS(元/股)	0.74	0.74	0.86	1.29	1.69
PE	44.86	41.78	31.38	20.81	15.84
ROE(%)	11.32	6.48	5.93	8.21	9.73
PB	5.10	2.71	1.86	1.71	1.54

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	复配添加剂为基，国内益生菌上市公司.....	4
1.1	深耕复配添加剂领域，益生菌业务高速发展.....	4
1.2	益生菌业务放量，盈利能力逐步提升.....	5
1.3	股权结构科学高效.....	7
1.4	“两个基础，三大业务”科学布局，业务架构清晰多元.....	7
2	益生菌行业厚雪长坡，国产替代逻辑清晰.....	9
2.1	益生菌应用领域丰富，市场景气提升.....	10
2.2	益生菌原料行业寡头垄断，国际差距有望追赶.....	12
2.3	下游应用领域多点开花，消费升级晋升空间广阔.....	16
3	科研能力构筑技术壁垒，厚积薄发抢占益生菌赛道.....	17
3.1	掌握丰富益生菌菌种资源，占据国产化先发优势.....	17
3.1.1	研发实力优势凸显，产品 SKU 覆盖面广.....	17
3.1.2	先发势能领衔益生菌国产化，多领域客户持续拓展.....	20
3.2	复配添加剂业务为基，下游 KA 合作稳定.....	22
3.2.1	下游市场需求多元，应用领域广泛.....	22
3.2.2	客户合作关系稳定，复配食品添加剂增长空间大.....	22
3.3	扩产脚步加速，定增加码突破产能桎梏.....	24
4	盈利预测与投资建议.....	24
5	风险提示.....	25

图表目录

图 1.	立足复配添加剂，益生菌业务蓬勃发展.....	4
图 2.	2017 年-2023Q1 营业收入较为稳健.....	5
图 3.	2017 年-2023Q1 归母净利润逐年增长.....	5
图 4.	22 年公司益生菌业务营收同比+87.09%.....	6
图 5.	22 年公司益生菌业务营收占比提升至 38%.....	6
图 6.	22 年益生菌/复调业务毛利率分别为 63.33%/41.83%.....	6
图 7.	公司毛利率、净利率呈现上升趋势.....	6
图 8.	公司期间费用率整体较为稳健.....	7

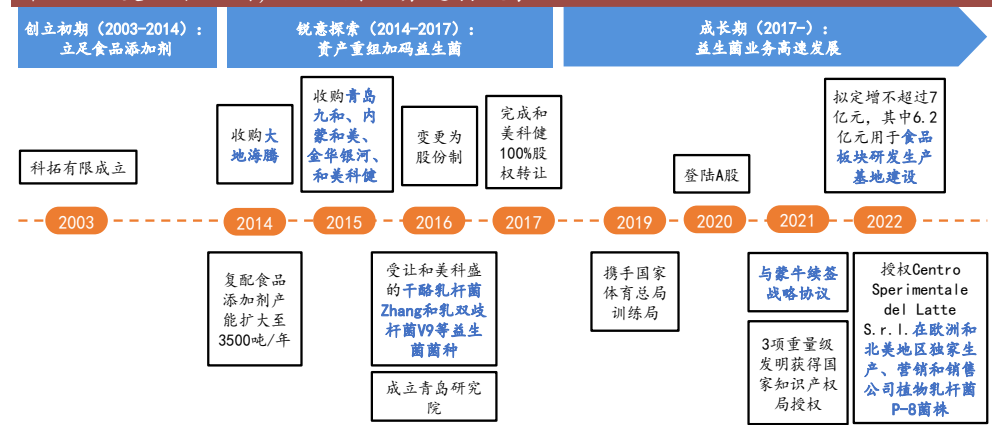
图 9. 公司股权结构（截至 23 年 3 月）	7
图 10. 公司主营业务架构，“两个基础，三大系列”	8
图 11. 公司产品矩阵丰富	9
图 12. 益生菌行业产业链	11
图 13. 全球益生菌消费市场规模持续扩大	12
图 14. 2021 年全球益生菌市场地区结构	12
图 15. 2013-2020 年我国益生菌市场规模 CAGR 为 19.59%	12
图 16. 国内益生菌原料竞争格局（2021）	14
图 17. 1985-2004 年益生菌专利号基本被海外垄断（件）	14
图 18. 2014-2019 年酸奶市场规模 CAGR 为 24.33%	16
图 19. 2015-2020 年乳酸菌饮料市场规模 CAGR 为 10.29%	16
图 20. 2013-2019 年益生菌补充剂市场规模 CAGR 为 20.09%	17
图 21. 2019 年我国益生菌补充剂市场竞争格局	17
图 22. 科拓研发环节的组织架构	19
图 23. 公司研发费用率处于行业中上游	20
图 24. 公司益生菌原料菌粉下游主要客户	21
图 25. 2017-2019 年主要客户向公司采购复配食品添加剂的份额	23
图 26. 蒙牛乳业在乳制品行业有较高市占率（2018）	24
图 27. 公司复配食品添加剂营业收入变化	24
表 1. 公司 5 大全资子公司	5
表 2. 益生菌产品及功能特性	10
表 3. 卫计委规定可用于食品的菌种名单	11
表 4. 国际领先的益生菌菌粉生产公司	13
表 5. 国内主要益生菌厂商及介绍	15
表 6. 公司产品品类相比同行其他公司更为丰富	18
表 7. 科拓研发团队部分核心成员简历	19
表 8. 应用于食用益生菌制品及动植物微生态制剂菌株的来源及功效	21
表 9. 公司益生菌原料菌粉主要采购客户（万元）	21
表 10. 公司主要复配食品添加剂下游应用范围及功效	22
表 11. 公司 2023 年-2025 年盈利预测	25
表 12. 可比公司估值对比	25

1 复配添加剂为基，国内益生菌上市公司

1.1 深耕复配添加剂领域，益生菌业务高速发展

2020年登陆A股创业板，产品屡获下游企业认可。北京科拓恒通生物技术股份有限公司成立于2003年，是一家专注于提供食用益生菌、动植物微生态制剂以及复配食品添加剂整套解决方案的国家高新技术企业。公司产品广泛应用于食品工业、健康医疗、畜牧养殖和农业种植等领域。公司通过调整内部结构，重组专利技术研发形成了两个基础，三大系列”的业务发展格局。2020年在A股创业板上市。

图1.立足复配添加剂，益生菌业务蓬勃发展



数据来源：公司招股说明书，公司公告，财通证券研究所

成长伊始，立足食品添加剂。2003年，我国食品行业快速发展，因看好食品行业的前景，公司创始人王占永、梁久亮、贾士杰等人共同出资设立了科拓有限，决定以食品添加剂相关业务为切入点，从事食品添加剂贸易业务，公司积极拓展乳制品企业等食品企业下游客户。

锐意探索，资产重组加码益生菌。2014年起，公司先后对多家公司及益生菌相关的商标、专利与非专利技术进行收购，并于2016年以有限公司经审计的净资产折股，采取整体变更的方式设立股份有限公司。奠定了从事食用益生菌原料、产品和动植物微生态制剂生产、经营的基础。

5大全资子公司各司其职，有效分配业务。1) 大地海腾：主营复配食品添加剂的生产和销售；2) 内蒙和美科盛：主营动植物微生态制剂；3) 金华银河：主营食用益生菌制品；4) 内蒙科拓生物：公司未来的研发中心以及食品配料、食用益生菌制品生产基地；5) 内蒙古科拓微生态：公司未来的动植物微生态制剂生产基地。2022年12月新设全资子公司乳酸菌研发公司，作为募投项目“食品板块研发生产基地项目”中“研发中心建设”的实施主体。

表1.公司5大全资子公司

公司名称	大地海腾	内蒙古和美科盛	金华银河	内蒙古科拓微生态	内蒙古科拓生物
收购/成立时间	2014年5月	2016年12月	2015年11月	2021年4月	2021年4月
业务范围	食品配料、复配食品添加剂，应用于发酵乳、调制乳、饮料及烘焙等领域	反刍动物、单胃畜禽动物、水产动物、宠物专用微生物制剂	益生乳酸菌原料菌粉(活菌数：2000-8000亿CFU/g)、益生菌衍生物、酸奶发酵剂、复合益生菌粉剂/片剂、即食型乳酸菌、OEM	饲料原料、饲料添加剂、混合饲料添加剂；微生物肥料、微生物菌剂、生物有机肥、有机物料腐熟剂等	益生菌、乳酸菌、乳酸菌代谢产物(后生元)及其制品；发酵制品、饮料、食品配料；活菌制药、益生菌保健食品等

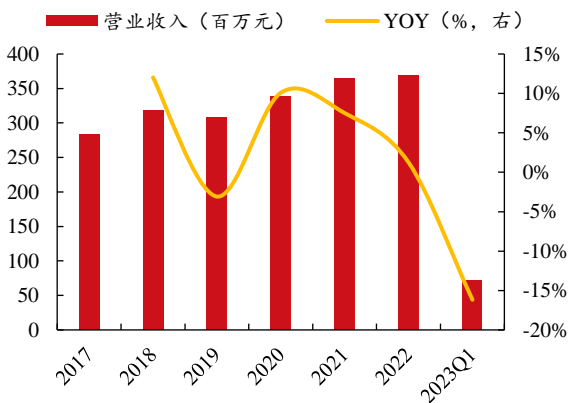
数据来源：公司招股说明书，公司公告，财通证券研究所

高速发展，益生菌赛道优势厚植。在第一代核心菌种“干酪张(LC-Zhang)”的基础上，公司陆续分离鉴定和保藏乳酸菌和双歧杆菌10000余株，致力于打造世界级菌种库，已产业化菌种68株。随着明星菌株干酪乳杆菌Zhang和乳双歧杆菌V9顺利发展，公司食用益生菌业务蓬勃发展。

1.2 益生菌业务放量，盈利能力逐步提升

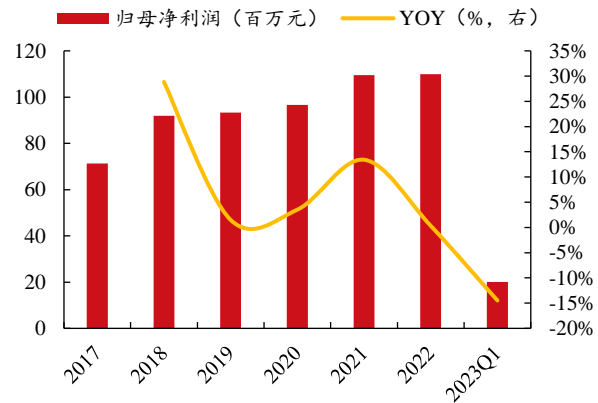
营收、归母净利润保持稳健增长。2017年-2022年，公司营业收入、归母净利润分别复合增长5.40%、9.02%。2022年，由于国内疫情影响，对公司北京、金华、呼和浩特的生产基地在物流发货以及客户拓展等方面产生一定影响，营业收入、归母净利润分别同比增长1.25%、0.32%。

图2.2017年-2023Q1营业收入较为稳健



数据来源：Wind，财通证券研究所

图3.2017年-2023Q1归母净利润逐年增长

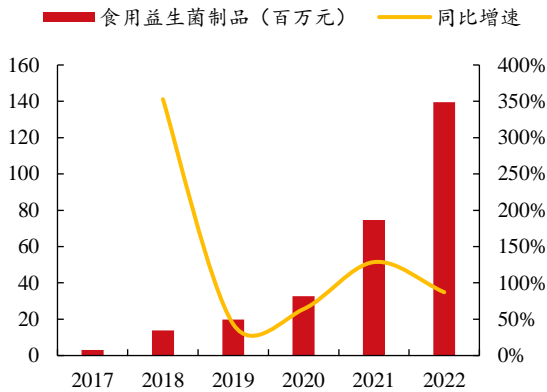


数据来源：Wind，财通证券研究所

复调业务为基，益生菌业务快速放量，占比显著提升。2017年起，公司积极布局、积累益生菌核心技术，并大力加强市场推广、开拓客户，食用益生菌制品业务实现较快成长，2022年实现营收1.40亿元，同比增长87.09%，占比提升至38%。复配食品添加剂为公司主营业务，2022年实现营收1.73亿元，占比由2017年的

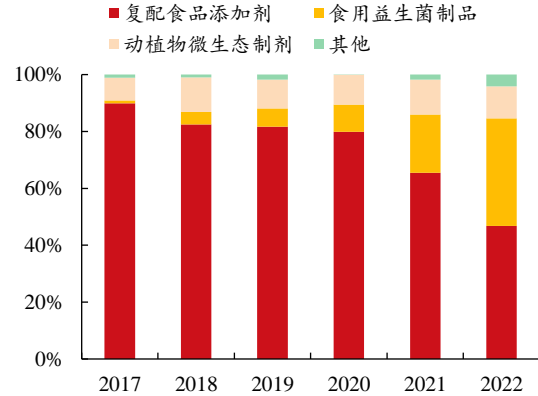
90%下降至 47%。动植物微生态制剂业务 2022 年实现营收 0.42 亿元，占比稳定在 10%左右。

图4.22 年公司益生菌业务营收同比+87.09%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

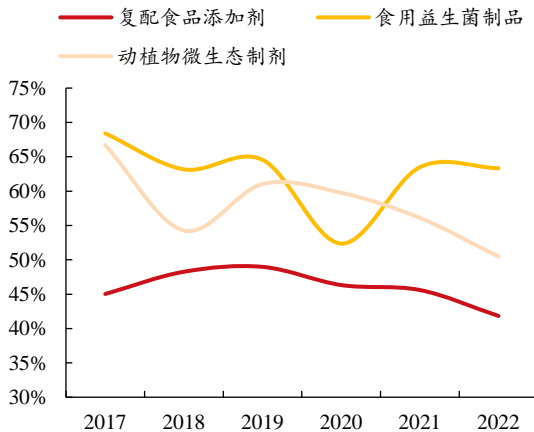
图5.22 年公司益生菌业务营收占比提升至 38%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

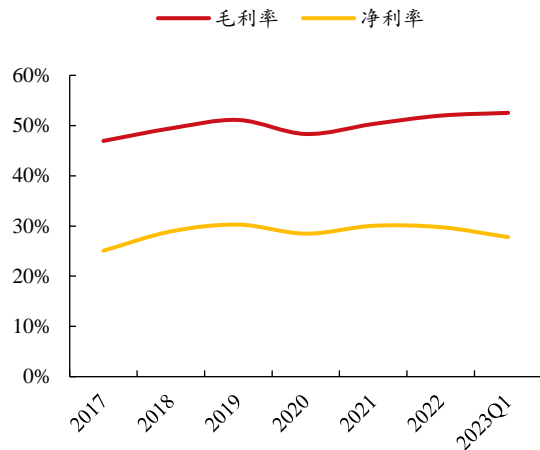
营收结构改善推动公司盈利能力持续优化。由于益生菌相关产品的经济附加值很大程度上体现在对不同菌株的选择、配比和生产效率，因此具有较高毛利率。公司益生菌业务毛利率除 2020 年外基本维持 65%上下，2022 年为 63.33%；复配调味剂业务毛利率较为稳健，保持在 40%-50%，2022 年为 41.83%。在益生菌业务营收占比的持续提升下，公司整体毛利率、净利率呈现上升趋势，2023 年一季度毛利率、净利率分别为 52.53%、27.79%，较 2017 年提升 5.59pcts、2.71pcts。

图6.22 年益生菌/复调业务毛利率分别为 63.33%/41.83%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

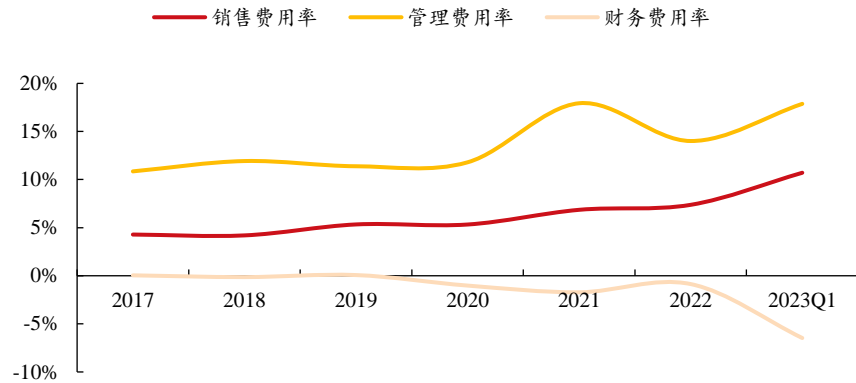
图7.公司毛利率、净利率呈现上升趋势



数据来源: Wind, 财通证券研究所

期间费用率整体较为稳健，呈小幅提升趋势。2017 年-2020 年，公司期间费用率保持在 15%-17%之间，较为稳定。2021 年上升至 23.08%，主要系研发投入增加、拓展营销渠道，管理费用率/销售费用率同比上升 6.14pcts/1.53pcts 所致。2023 年一季度，公司整体费用率为 22.11%，其中管理费用率/销售费用率分别为 17.87%/10.71%。

图8.公司期间费用率整体较为稳健

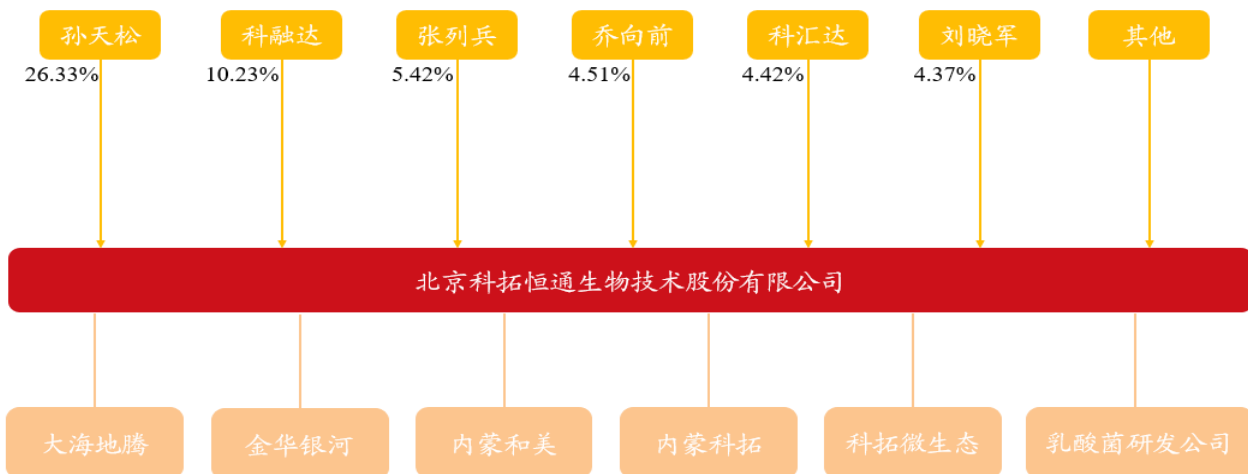


数据来源：Wind、财通证券研究所

1.3 股权结构科学高效

管理层股权集中，核心团队兼具技术和管理能力。第一大股东兼公司董事长孙天松女士为博士学位，现为内蒙古农业大学食品科学与工程学院博士研究生导师、教授，长期从事食品行业的科学研究工作。2010年通过受让75%公司股权成为公司实际控制人，持股比例长年稳定在26.33%，持股比例集中稳定。现任公司副总经理、董事会秘书张凌宇先生通过科融达公司间接持股10.23%，是公司的第二大股东。管理层团队股权集中又兼具技术与管理能力，稳定的团队结构叠加丰富的行业资源有助于助力公司长远发展。

图9.公司股权结构（截至23年3月）

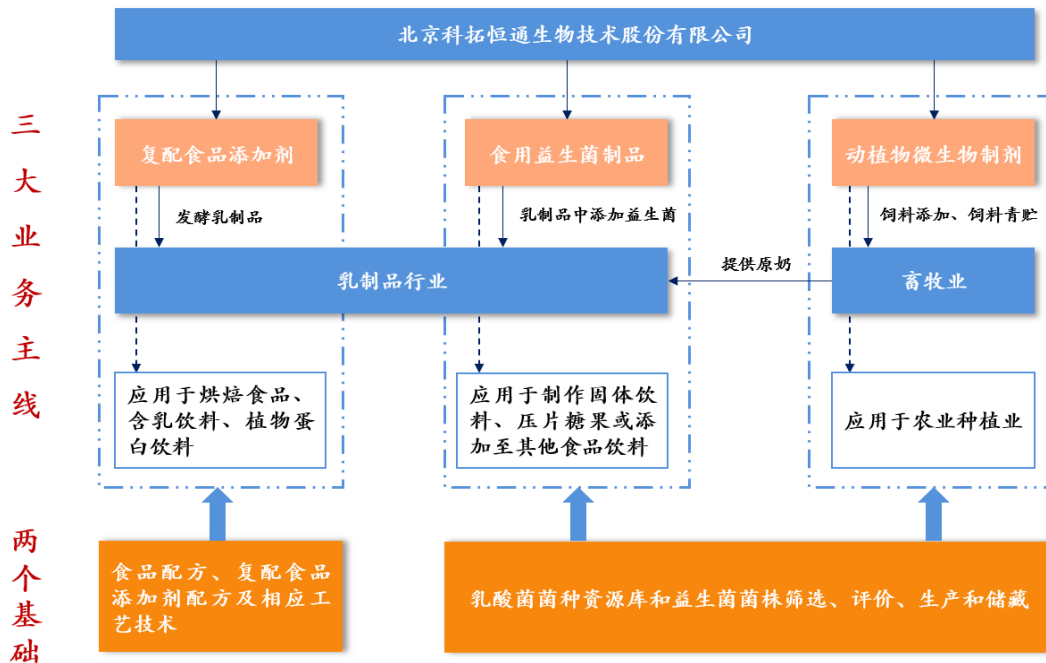


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.4 “两个基础，三大业务”科学布局，业务架构清晰多元

公司业务布局围绕“两个基础，三大业务”。两个基础：指在食品配方/复配食品添加剂配方及乳酸菌/益生菌两个领域，具有扎实的产品及技术工艺基础。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物制剂。

图10.公司主营业务架构，“两个基础，三大系列”



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

“两个基础”：

- 1) **食品配方、复配食品添加剂配方**：公司复配食品添加剂产品包括复配增稠剂和复配增稠乳化剂，自主创新研发了悬浮稳定、沉淀率分析、流变学分析等核心技术，产品主要应用于酸奶及其他风味发酵乳制品。
- 2) **乳酸菌/益生菌**：公司益生菌业务分为食用益生菌及动植物益生菌，均源自公司自有核心知识产权，包括干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8 等乳酸菌菌种资源库和益生菌菌株筛选、评价及生产、储藏的相关工艺技术。

“三大系列”：

- 1) **复配食品添加剂**：作为公司长期主要业务，目前主要应用于发酵乳制品，还可拓展至烘焙食品、含乳饮料、植物蛋白饮料领域。
- 2) **食用益生菌制品**：目前主要应用于在乳制品中添加益生菌，可拓展至制作固体饮料、压片糖果或添加至其他食品、饮料。

3) 动植物微生态制剂：微生态制剂主要作用是改善家畜的肠道菌群，提高饲料转化率，主要用于牛、羊、猪、宠物等饲料中；应用于畜牧养殖业的微生态饲料添加剂和青贮饲料微生态制剂；而青贮微生态制剂主要作用是减少青贮在贮藏过程中营养物质的流失，提高青贮品质；植物微生态制剂则应用于农作物种植，能够改良土壤，预防土壤板结，提高肥料转化率。

自有品牌多元，业务布局广泛。公司在食用益生菌方面根据菌株的不同功效和不同人群的特点与需求推出“益适优”品牌下的两大系列9款产品和“益生和美”品牌下的4款产品，通过改善肠道微生态环境来维持人体健康肠道，改善肠道菌群失衡，调理肠道菌平衡，提高人体生态健康，其中益适优还作为国家体育总局训练局国家队运动员备战保障产品，通过了国家反兴奋剂研究中心248项违禁物质检测，得到国家认证，通过多项临床试验。在动植物微生物制剂方面，公司还针对不同种类的动植物及其不同病症推出多个品牌及产品，将自身业务布局不断扩大。

图11.公司产品矩阵丰富

食用益生菌制品	“益适优”	年轻活力系列									
		家庭活力系列									
	“益生和美”										
动植物微生态制剂	畜牧养殖	“发酵邦”									
		“益菌邦”									
		“益吉康”									
		其他									
	农业种植	“农丰园”									
“禾宜生”											

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

2 益生菌行业厚雪长坡，国产替代逻辑清晰

2.1 益生菌应用领域丰富，市场景气提升

益生菌是摄取足够数量时对宿主健康有益的活性微生物。人体肠道系统内的菌群有有益菌、有害菌、中性菌三大类，人体肠道功能是否正常运转取决于三类菌群的平衡情况。其中对人体有益的被称作益生菌。益生菌具有调整肠道微生态平衡、提高消化酶活性、促进器官生理机能成熟、增强机体免疫功能四大维持人体健康的功能特性。部分益生菌的益生功能情况如下：

表2. 益生菌产品及功能特性

产品	功能特性
嗜酸乳杆菌	抑制小肠细菌增生;增强乳糖吸收;平衡肠道菌群
罗伊氏乳杆菌	抗过敏;缓解小儿便秘和腹泻;抑制病原菌
鼠李糖乳杆菌	增强免疫力;平衡和改善胃肠道;预防腹泻
植物乳杆菌	降低血清胆固醇含量;抑制病原菌;缓解肠易激综合征
保加利亚乳杆菌	抑制病原菌;缓解乳糖不耐症
瑞士乳杆菌	降低血压;促进钙铁吸收;抗氧化
副干酪乳杆菌	免疫调节;抗过敏
干酪乳杆菌	提高免疫力;抗过敏;预防小肠损伤
嗜热链球菌	抑制病原菌;增强免疫力;缓解乳糖不耐症
乳双歧杆菌	改善肠道健康;预防腹泻和便秘;增强机体免疫力
两歧双歧杆菌	辅助治疗肠炎;预防癌症和抑制肿瘤生长;改善肠道健康
长双歧杆菌	缓解中老年人便秘;抗感染;抗衰老
短双歧杆菌	改善肠道健康;抗过敏;缓解炎症
青春双歧杆菌	缓解便秘及腹泻;抗衰老;缓解肠易激综合征
婴儿双歧杆菌	缓解儿童腹泻;平衡消化系统;缓解炎症
肠膜明串珠菌	抗氧化;抑制病原菌
唾液乳杆菌	调整过敏体质;提高免疫力;改善口部健康
卷曲乳杆菌	抑制致病菌;改善女性生殖健康

数据来源：华经情报网，财通证券研究所

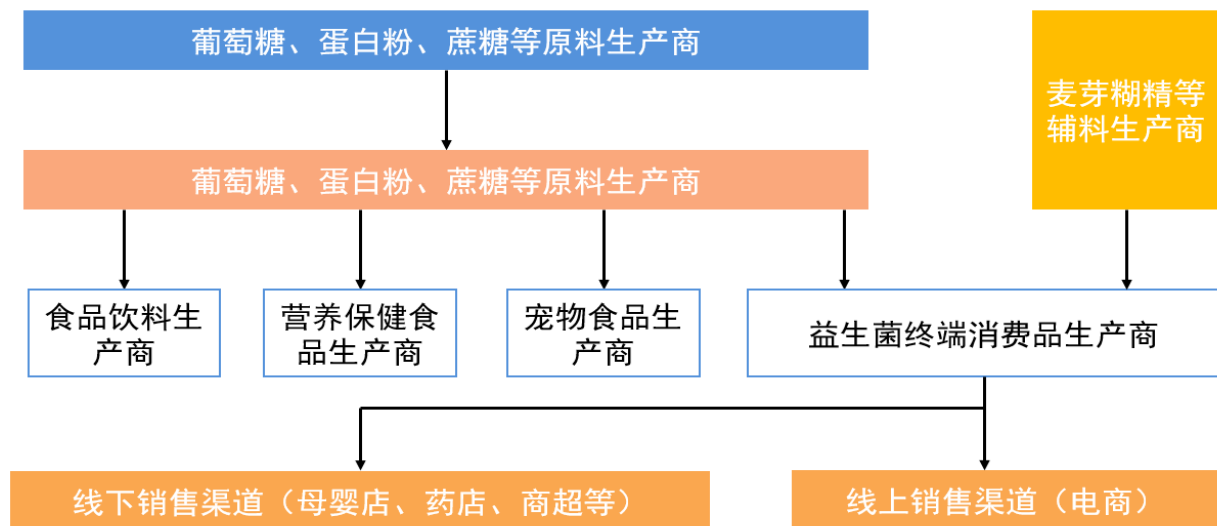
益生菌行业历史悠久，产品应用领域丰富。益生菌产业化自 1935 年乳酸菌饮料“养乐多”问世起步，在随后的数十年间又不断繁荣丰富，发展至今，益生菌的应用已经涵盖食品、药品、畜牧业和种植业等多个领域。益生菌产业上游原材料主要可分为益生菌干粉、发酵活菌种以及发酵原液三种形式；下游市场竞争相对充分，产品主要可分为益生菌食品、益生菌膳食补充剂和益生菌原料三大类。我国益生菌在食品领域的应用主要为将益生菌添加于婴幼儿奶粉、酸奶、饮料中，即食型益生菌粉、菌片和固体饮料等益生菌终端消费品的市场也在不断成长。

表3.卫计委规定可用于食品的菌种名单

属名	名称	属名	名称
双歧杆菌属	青春双歧杆菌	乳杆菌属	嗜酸乳杆菌
	动物双歧杆菌		干酪乳杆菌
	两歧双歧杆菌		卷曲乳杆菌
	短双歧杆菌		德氏乳杆菌保加利亚亚种
	婴儿双歧杆菌		德氏乳杆菌乳亚种
长双歧杆菌	发酵乳杆菌		
链球菌属	嗜热链球菌		格氏乳杆菌
丙酸杆菌属	费氏丙酸杆菌谢氏亚种		瑞士乳杆菌
	产丙酸丙酸杆菌		约氏乳杆菌
乳球菌属	乳酸乳球菌乳酸亚种		副干酪乳杆菌
	乳酸乳球菌乳脂亚种		植物乳杆菌
	乳酸乳球菌双乙酰亚种		罗伊氏乳杆菌
葡萄球菌属	小牛葡萄球菌		鼠李糖乳杆菌
	木糖葡萄球菌		唾液乳杆菌
	肉葡萄球菌		清酒乳杆菌
片球菌属	乳酸片球菌	芽孢杆菌属	凝结芽孢杆菌
	戊糖片球菌	明串球菌属	肠膜明串珠菌肠膜亚种
马克斯克鲁维酵母			

数据来源：卫生部办公厅，财通证券研究所

图12.益生菌行业产业链



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

益生菌行业规模持续扩大，市场空间充足。根据华经产业研究院数据，2018 年全球益生菌消费市场规模已达 494 亿美元，预计 2022 年全球益生菌消费市场规模将

达到 645 亿美元，2023 年将达到 692 亿美元。据中国食品科学技术协会数据，在全球益生菌市场分布结构中，亚太地区益生菌市场规模占比最高，高达 44.4%；其次欧洲地区占比 23.5%；排名第三位的北美地区占比达 17.8%。随着健康中国战略的实施和人们对健康保健产品投入的增加，我国消费者对于包括益生菌产品在内的功能性食品的认可程度也在不断提高。2013-2020 年我国益生菌市场规模保持持续增长，根据 Statista 数据，中国益生菌市场规模从 2013 年的 243 亿元持续增长至 2020 年的 850 亿元，年复合增速为 19.59%，益生菌行业前景广阔。

图13.全球益生菌消费市场规模持续扩大

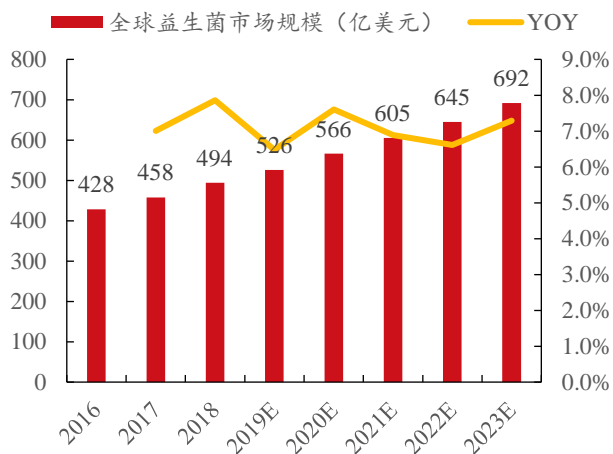
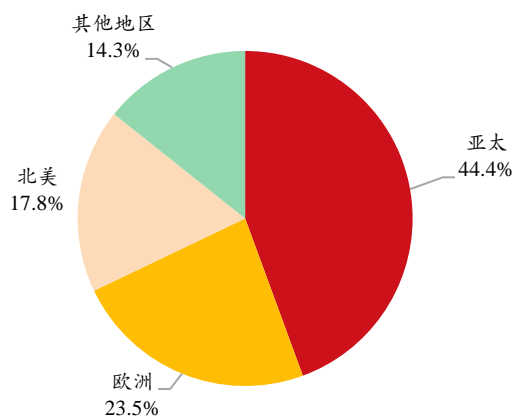


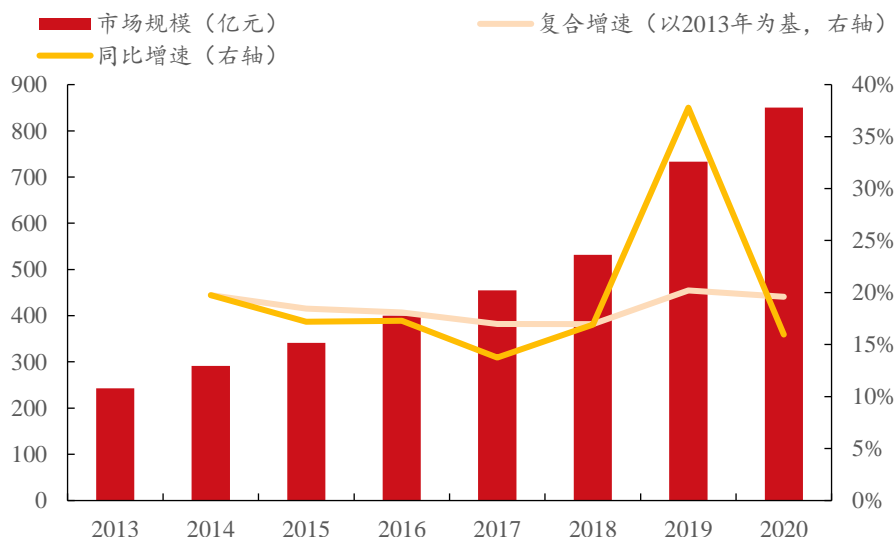
图14.2021年全球益生菌市场地区结构



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

数据来源：中国食品科学技术学会，公司公告，财通证券研究所

图15.2013-2020年我国益生菌市场规模 CAGR 为 19.59%



数据来源：Statista、财通证券研究所

2.2 益生菌原料行业寡头垄断，国际差距有望追赶

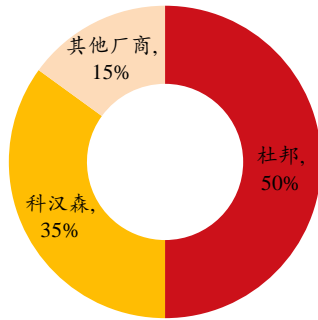
益生菌原料行业寡头垄断，国际品牌优势显著。益生菌产业链上游主要分为国际益生菌专利申请、益生菌原料销售与益生菌产品技术方案提供三类。我国益生菌产业起步落后，且益生菌原料市场的竞争本质是专利菌株的竞争，这使得拥有多项专利菌株的国际企业，例如杜邦和科汉森等国际品牌在全球占据优势地位，并占据我国超 85% 的益生菌原料市场。近年来全球益生菌专利数量持续上升，且主要由欧美、日本等起步早的发达国家垄断，我国的益生菌专利数量及技术相对落后，对上游原材料供给依赖程度高。

表4.国际领先的益生菌菌粉生产公司

公司	成立时间	公司简介	代表性菌株	下游产品
杜邦营养与生物科技 (DuPont)	1802 年	作为益生菌原料供应巨头,美国杜邦在益生菌功能研究、个体化产品研发方面处于世界领先地位,其独有的 Enteromix 仿生研究设备,能够模拟真实肠道系统,进行益生菌功效深入研究。同时,杜邦的 FloraFIT®和 HOWARU®系列产品,能够利用不同菌株或者组合解决不同的健康问题,实现针对不同人群需求的益生菌产品的个体化定制	乳双歧杆菌 BI-04、 乳双歧杆菌 HN019、鼠李糖乳杆菌 HN001、嗜酸乳杆菌 NCFM、副干酪乳杆菌 Lpc-37	根据 HOWARU 优质益生菌配置单一菌株或菌株组合,满足客户独特需求,专注女性健康、免疫健康、消化系统健康、体重管理、口腔健康和大脑健康六大领域
丹麦科汉森股份有限公司 (Chr.Hansen A/S)	1874 年	一家全球性且具备差异化的生物科技公司,为食品行业、营养行业、制药行业和畜牧业开发天然原料的解决方案。具有悠久的菌种研究历史和丰富的菌种资源,其开发的动物双歧杆菌乳双歧亚种 Chr. Hansen BB-12®是世界上临床研究最为充分的双歧杆菌菌株,安全性获得全球多个国家认可	鼠李糖乳杆菌 LGG、双歧杆菌 BB-12、嗜酸乳杆菌 DDS-1、副干酪乳杆菌 L.CASEI 431、双歧杆菌 UABLa-12	根据目标人群、剂型和益生菌健康领域(即预期效果领域)提供益生菌解决方案
加拿大拉曼公司(Lallemand)	19 世纪末	加拿大私营公司,成立于 19 世纪末,专注酵母和细菌的开发,生产和销售。凭借遍布全球的酵母和细菌生产工厂、研究室、配送中心和商业办事处网络,为全球客户提供创新产品和解决方案	乳双歧杆菌 Lafti B94、双歧杆菌 Rosell-71、植物乳杆菌 ROSELLA、鼠李糖乳杆菌 Rosell-11	提供食品、美容、动植物营养护理、制药、酿造、健康等益生菌解决方案
恒天然(NZMP)	1927 年	食品级微生物领域的领导者和创新者,其在益生菌领域的研究始于 1927 年创立微生物发酵中心(MFU),该中心是世界上最大的乳制品创新基地之一,也是新西兰唯一一家通过发酵,生产用于食品和补充剂的商业用益生菌培养物的基地	鼠李糖乳杆菌 HN001、乳双歧杆菌 HN019	凭借多种冻干粉规格技术,提供满足婴幼儿(婴配产品系列)和成人消费者不同需求的多种产品

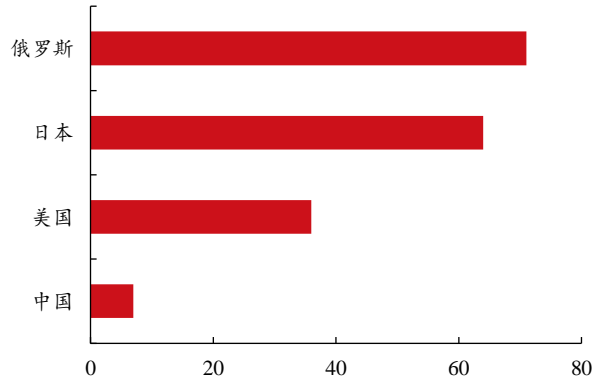
数据来源:热心肠研究院、天猫联合发布的《2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书》,财通证券研究所

图16.国内益生菌原料竞争格局（2021）



数据来源：热心肠研究院、天猫联合发布的《2021 全球益生菌产学研发展动向白皮书》，财通证券研究所

图17.1985-2004 年益生菌专利号基本被海外垄断（件）



数据来源：中国乳品工业，财通证券研究所

适合国人肠道的专利菌株逐步增多，核心菌株有望实现国产替代。人体的肠道微生物结构因民族、地区和饮食习惯等因素的差异而存在显著不同，所以中国人的肠道微生物结构与西方人不同。因此，进口的益生菌菌种不一定适合中国人的肠道环境。凭借研发菌种更加适宜国人肠道菌群的特点，国内各益生菌原料公司加强对菌种的研发和布局，拥有的专利菌株也日渐增多，例如科拓生物拥有干酪乳杆菌 LC-Zhang、乳双歧杆菌 V9 等明星菌株并获得蒙牛乳业等知名下游企业的认可；微康生物拥有长双歧杆菌 BL21、植物乳杆菌 Lp90 等 10 余株专利菌株和 20000+株益生菌菌种库。随着包括科拓生物、微康生物、锦旗生物等年产能及产值突破千万规模以上的公司日益增多，国内市场有望被更多国产公司占领，核心菌株也有望被国产菌株替代。

表5.国内主要益生菌厂商及介绍

公司名称	公司介绍	产品介绍	下游产品
北京科拓恒通生物技术股份有限公司	2003年成立于北京，建有年产5000吨的复合乳酸菌产品，5200m ² 益生菌（乳酸菌）科学与技术研究院，乳酸菌菌种资源保藏库	Lactobacillus casei Zhang 来自发酵酸马奶，是我国第1株完成全基因组测序的乳酸菌，有大量功效研究。还有乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8 等产品	少量终端产品
上海交大昂立股份有限公司	20世纪80年代进行菌种研究，2001年在上海证券交易所上市	ONLYLY 品牌，植物乳杆菌 LP-ONLYLY、嗜酸乳杆菌 LA11-ONLYLY、长双歧杆菌 BL88-ONLYLY 等	终端的粉剂、口服液。昂立1号、昂立超级益生菌等
江苏微康生物科技有限公司	2013年成立于苏州，专注于益生菌及其衍生物的研究、开发、生产及应用	多种乳酸杆菌、双歧杆菌、酵母等专利菌株	少量终端产品
哈尔滨美华生物技术股份有限公司	2002年成立于哈尔滨	长双歧杆菌 BAMA-B05、乳双歧杆菌 BAMA-B06 等	衡欣牌 (ALLBALANX) 品牌
生合生物科技(南京)有限公司	2003年成立于南京，生产益生菌、发酵剂、发酵产物	口腔健康益生菌 Lactobacillus paracasei LPC48, 护肝益生菌 Streptococcus thermophilus GRX02, 高温稳定性 Bacillus coagulans, 运动益生菌 Lactobacillus plantarum TWK10 等	少量终端产品
河北一然生物科技有限公司	2011年成立于石家庄，年产乳酸菌粉300t、微生态制剂5000t	BII 系列益生菌	少量终端产品
润盈生物工程(上海)有限公司	2006年成立于上海，生产活性冻干菌粉产品	Flora-Focus®多种乳酸杆菌	润盈、双金爱生品牌益生菌粉

数据来源：中国产业信息网，财通证券研究所

2.3 下游应用领域多点开花，消费升级晋升空间广阔

益生菌下游涵盖食品、饲料、保健与益生菌原料多种领域。作为发酵食品、保健食品、药品、日化用品以及农畜牧等产业健康转型的探索方向，益生菌产业下游产品横跨发酵乳品、乳饮料、休闲零食、膳食补充剂、日化用品及动物饲料等多个领域，产品品类丰富。

功能性食品：酸奶、乳酸菌饮料需求旺盛，市场2位数增长：由益生菌参与发酵的、后期添加活性益生菌的功能性食品，主要有酸奶类、乳酸菌饮料、腌制菜等，经过益生菌发酵后具有肠道润滑、调节血压血脂、增进消化等促进健康的效果。其中酸奶是国民关注度最高，购买频率最高的发酵食品，我国酸奶市场长期保持两位数的增长速率，据华经产业研究院数据显示，2019年中国酸奶市场规模达到841.6亿元，2014-2019年复合增长率为24.33%。乳酸菌饮料市场同样具备潜力，2020年市场规模增长至389.3亿元，2015-2020年复合增长10.29%。

图18.2014-2019年酸奶市场规模 CAGR 为 24.33%

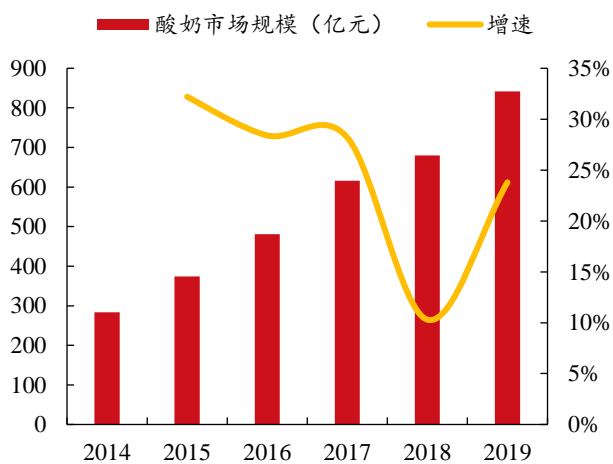
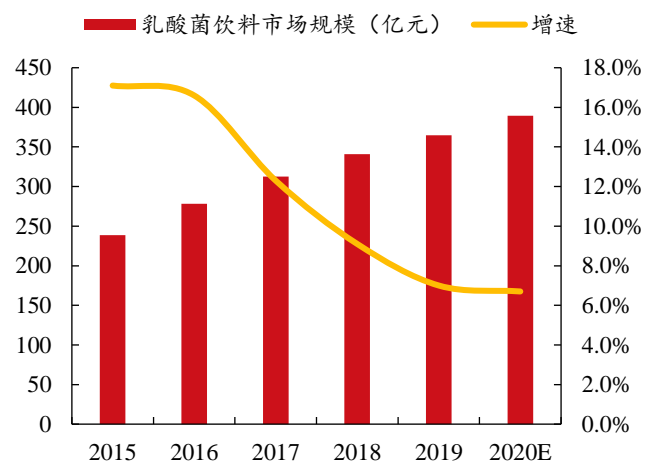


图19.2015-2020年乳酸菌饮料市场规模 CAGR 为 10.29%



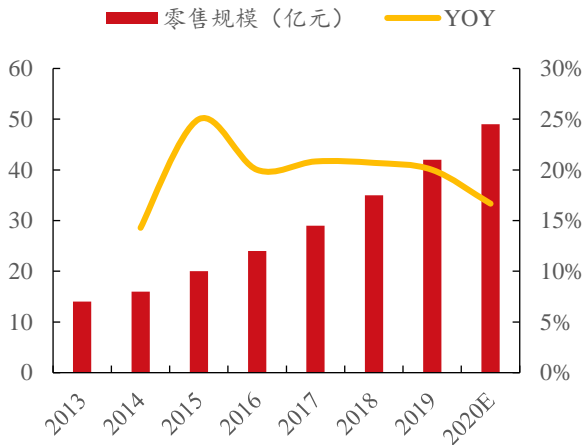
数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

数据来源：中国食品科学技术学会，前瞻经济学人，财通证券研究所

保健食品：益生菌膳食补充剂市场快速发展，行业龙头效应明显。益生菌保健食品种类丰富，包括益生菌奶粉、各类益生菌粉冲剂、整肠产品、促消化药物等。益生菌参与到药辅、食辅的角色之中，除了传统的颗粒冲剂、胶囊等药物形式，这几年也出现了不少益生菌营养牙膏、益生菌含片等创新形式。Euromonitor 统计数据显示，我国益生菌膳食补充剂零售市场规模由2013年的14亿元增长至2019年的42亿元，并且2015年后我国益生菌膳食补充剂零售市场规模快速增

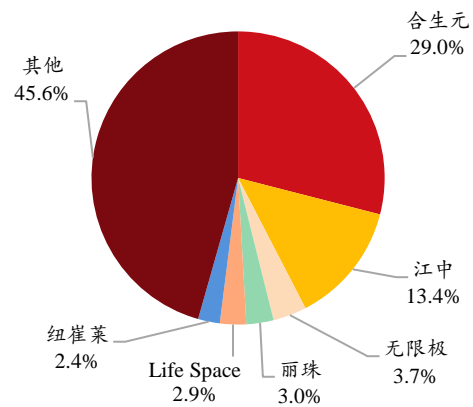
长，2013-2019年复合增速达20.09%。2019年我国益生菌补充剂市场规模同比增长20%左右，益生菌补充剂市场龙头效应明显，合生元（健合集团）市占率达29%，江中（华润）为13.4%，其余品牌市占率均低于4%。

图20.2013-2019年益生菌补充剂市场规模CAGR为20.09%



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

图21.2019年我国益生菌补充剂市场竞争格局



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

益生菌应用领域持续扩张。益生菌菌种原料、发酵果蔬汁、发酵乳原料，可用于循环生产，或作为市售果汁、酸奶的浓缩原料来源。国内益生菌市场沿袭了国际市场的发展脉络，益生菌的应用范围不断扩张，不再局限于发酵乳制品这一传统应用领域。益生菌在饮料、蔬菜、肉制品、果蔬汁、豆制品及谷物制品中的应用都拥有广阔的市场前景。

3 科研能力构筑技术壁垒，厚积薄发抢占益生菌赛道

3.1 掌握丰富益生菌菌种资源，占据国产化先发优势

3.1.1 研发实力优势凸显，产品SKU覆盖面广

公司益生菌产品丰富，推出针对不同人群的差异化产品。对比交大昂立、润盈生物等同类公司，公司的益生菌产品种类齐全，并且针对不同的人群设计出了不同款式的益生菌产品。当前，公司的益生菌产品主要包括面向企业客户的食品级益生菌原料菌粉，面向终端消费者的“益适优”和“益生和美”品牌系列益生菌终端消费品，其中“益适优”品牌涵盖孕妈款、母乳源和年轻态等9种款式的产品；“益生和美”品牌涵盖私人定制款、睡眠款、成人款和儿童款共4种款式的产品。

表6.公司产品品类相比同行其他公司更为丰富

科拓生物		交大昂立		润盈生物			
益适优 (孕妈款)		益适优 (男性款)		昂立超级益 生菌粉		润益宝活性益 生菌粉	
益适优 (医院同款)		益适优 (中老年款)		昂微态益生 菌粉		润盈敏+活性 益生菌粉	
益适优 (母乳源)		益生和美 (私人定制 款)		昂立1号益 生菌颗粒		润盈美+活性 益生菌粉	
益适优 (清道夫)		益生和美 (成人款)		昂立1号口 服液		育+活性益生 菌粉	
益适优 (年轻态)		益生和美 (儿童款)		昂微态胶原 蛋白肽益生 菌粉		润盈智+活性 益生菌粉	
益适优 (儿童款)		益生和美 (睡眠款)		昂微态益生 菌 DHA 藻油 粉		润盈乐+钙铁 锌复合益	
益适优 (女性款)				昂微态蔓越 莓益生菌粉			

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

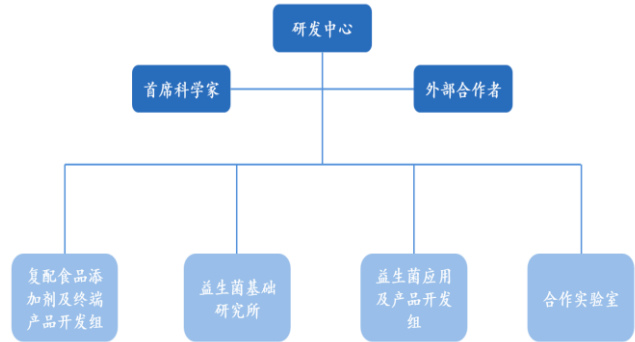
知名专家带领团队，科研实力强劲。公司注重产品研发和技术创新，长期专注于益生菌菌种资源库建设、核心菌株功能开发、益生菌生产和贮存等领域。首席科学家张和平博士为中国益生菌产业的知名教授，国家杰出青年基金获得者和国家“万人计划”科技创新领军人才，研发团队其他成员均具有丰富的专业知识和产品研发经验。同时公司还积极与中国农业大学、青岛农业大学、内蒙古农业大学等多家高校和科研机构合作，形成强大的技术开发实力。截至2022年12月31日，公司共有研发人员51人，其中硕士、博士学历人员22人。

表7.科拓研发团队部分核心成员简历

姓名	职位	研究背景
张和平	首席科学家	博士，“长江学者”特聘教授，中国益生菌产业的拓荒人，研究乳酸菌资源开发利用
李元昆	合作研究者	新加坡国立大学杨璐龄医学院微生物系教授，国际微生物联盟主席，研究益生菌及肠道微生物
赵树平	核心人员	硕士研究生，中级工程师，16项专利和1项专利申请的发明人，发表学术期刊文章16篇
高鹏飞	核心人员	博士研究生，高级工程师，35项专利和10项专利申请的发明人，发表学术期刊文章31篇

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图22.科拓研发环节的组织架构

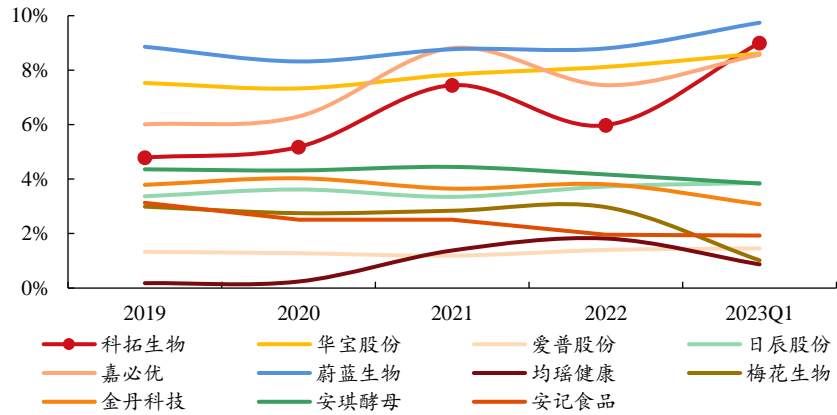


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

技术成果积累丰厚，拥有亚洲最大的乳酸菌菌种资源库。经过多年积累，公司现拥有与益生菌相关的发明专利 74 项（含 2 项国外专利），实用新型专利 19 项、外观设计专利 2 项以及多项非专利技术，并且拥有亚洲最大的乳酸菌菌种资源库，包含 20000 余株乳酸菌（含益生菌）菌株，其中已产业化的益生菌 120 余株。公司的核心菌株干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9、植物乳杆菌 P-8、乳双歧杆菌 Probio-M8 和嗜热链球菌 S10 等已广泛地应用于食用益生菌制品以及动植物微生态制剂。

研发费用处于行业中上游。公司注重技术创新，在研发上持续投入。2017 年开始益生菌领域研究后，研发费用率呈上升趋势，从 2017 年的 4.44% 提升至 2022 年的 5.98%。2021 年/2022 年/2023 年一季度，公司研发费用率分别为 7.45%/5.98%/9%。从行业层面看，公司研发费用率位于同类公司中上游水平。

图23.公司研发费用率处于行业中上游



数据来源：Wind，财通证券研究所

3.1.2 先发势能领衔益生菌国产化，多领域客户持续拓展

公司积极研发适合中国人肠道菌群特点的益生菌，具备国产替代先发优势。公司持续深入益生菌研发，掌握领先技术，目前已经拥有干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9 和植物乳杆菌 P-8 等自有知识产权的益生菌菌种。公司长期以来专注于适合中国人肠道菌群的益生菌菌种资源库的建设，研发出更适合中国人肠道健康的益生菌，并推出“益适优”和“益生和美”系列益生菌产品，逐步得到市场认可。公司凭借较强的科研优势，在益生菌菌种的国产替代方面具备先发优势。

表8.应用于食用益生菌制品及动植物微生物生态制剂菌株的来源及功效

菌种名称	菌种来源	主要功效
干酪乳杆菌 Zhang	分离自内蒙古大草原自然发酵酸马奶	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌及降低肠道内毒素、提高机体免疫力及抗氧化能力、改善血脂代谢、保护肝脏、预防 II 型糖尿病和降低肿瘤及结肠癌发生风险、预防中老年人群上呼吸道感染
乳双歧杆菌 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道	改善肠道菌群、拮抗肠道致病菌、有效治疗腹泻和便秘
植物乳杆菌	分离自内蒙古大草原自然发酵牛乳	改善血脂代谢、保护肝脏、提高机体抗氧化及免疫力、改善肠道菌群、减少腹部脂肪沉积
瑞士乳杆菌 H9	分离自西藏自然发酵酸牦牛乳	使发酵乳 ACE（血管紧张素转换酶）抑制率达 86%，富含 VPP 和 IPP 等降血压肽
植物乳杆菌 P9	分离自巴彦淖尔市自然发酵酸粥	可显著降解有机磷农药，改善由甲拌磷引起的大鼠血液乙酰胆碱酯酶活性降低，减轻农药对机体的毒害作用
植物乳杆菌 LP-6	分离自内蒙古巴彦淖尔市杭锦后旗陕坝镇酸粥	调节肠道菌群，抑制幽门螺杆菌
嗜热链球菌 S10	分离自青海自然发酵酸牛乳	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

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

B 端客户持续拓展，与蒙牛乳业、光明乳业等 KA 稳定合作。公司益生菌原料菌粉的下游客户主要包括食品饮料生产商、益生菌终端消费品生产商、功能性食品生产商以及宠物食品生产商、美容、日化、女性私护等。公司与蒙牛乳业、光明乳业、江中药业和现代牧业等国内领先的乳制品企业、制药企业和畜牧养殖企业均建立了长期稳定的合作关系。2018、2019 年，蒙牛乳业向公司采购益生菌原料菌粉的金额显著增加，由 2017 年的 31.36 万元激增至 2018 年的 326.04 万元，到 2019 年增加至 574.71 万元。公司目前已形成益生菌全产业链的布局，在益生菌制品领域不断研发和拓展酸奶发酵剂、灭活益生菌制品和代谢产物等产品，并且为了满足不同客户的差异化需求，推出了定制化解决方案，下游客户不断拓展。

表9.公司益生菌原料菌粉主要采购客户（万元）

图24.公司益生菌原料菌粉下游主要客户

客户	2019 年度	2018 年度	2017 年度
蒙牛乳业	574.71	326.04	31.36
圣牧高科	-	22.05	6.07
欧亚乳业	31.66	30.76	-
光明乳业	0.11	1.1	-

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

乳制品	   
医药	   
其他	净月高新技术产业开发区 安吉拉美容东樾馆
	乌拉特后旗英格苏骆驼养殖专业合作社







数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.2 复配添加剂业务为基，下游 KA 合作稳定

3.2.1 下游市场需求多元，应用领域广泛

复配食品添加剂具有多方面功效，能满足消费者的不同需求。复配食品添加剂由两种或两种以上单一品质的食品添加剂，按照配方经物理方法混匀而成，能发挥多种功效，主要应用于酸奶及其他风味发酵乳制品，同时可应用于烘焙食品、含乳饮料、调制乳和植物蛋白饮料等食品饮料。公司的复配食品添加剂配方与终端产品配方紧密结合，能够解决终端产品配方中的提升风味口感、改善组织状态、增强稳定性、延长货架期等特定需求。

表10.公司主要复配食品添加剂下游应用范围及功效

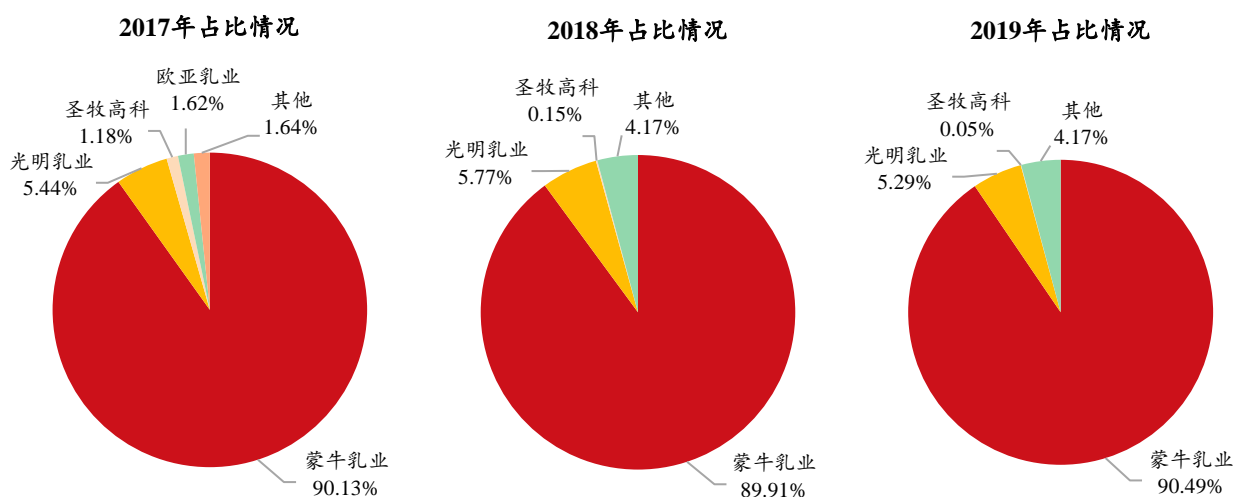
产品系列	应用范围	主要功效	应用产品示意
KY 系列	酸奶及其他发酵乳	提高发酵乳的凝胶性、黏稠度，改善发酵乳组织状态，增强风味；使产品具有较强的可塑性，常温运输中抗震性强。	
MD 系列	含乳饮料	防止产品蛋白沉淀、析水及油脂上浮，产品黏度适中，口感细腻。	
B 系列	乳味饮料及果汁	防止析水和果肉成分沉淀，口感爽滑、黏度适宜。	
FL 系列	调制乳	防止油层析出和蛋白沉淀，保证添加物均匀悬浮。	
FM 系列	植物蛋白饮料	减少植物蛋白饮料脂肪上浮、蛋白沉淀等现象；提供植物蛋白饮料浓厚滑腻口感。	
A 系列	烘焙食品	提高面团拉伸性、增加面团韧性、延迟老化、保持水分，改善面团性能和成品品质。	

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.2.2 客户合作关系稳定，复配食品添加剂增长空间大

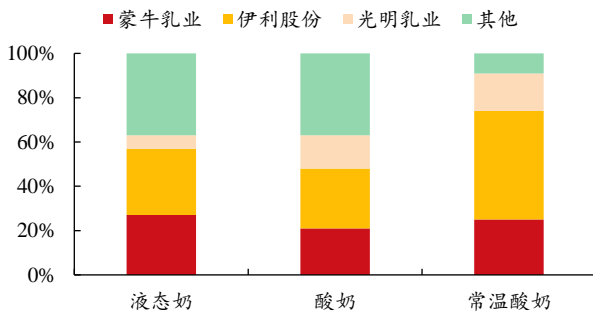
与蒙牛签约战略合作，KA 粘性较强。公司复配食品添加剂客户主要为乳制品企业或食品饮料企业，蒙牛乳业、光明乳业等乳制品行业龙头企业均与公司建立了长期稳定的战略合作关系。其中蒙牛乳业为公司的第一大客户，公司于 2017 年 10 月与蒙牛乳业签订《战略合作协议》，明确了公司作为蒙牛乳业战略供应商的地位，蒙牛乳业承诺在合作期 2018-2020 年内对公司相关产品的采购份额不低于 70%。公司招股说明书数据显示，2017-2019 年蒙牛乳业在公司复配食品添加剂业务中所占的份额分别为 90.13%、89.91%和 90.49%。2020 年 12 月公司与蒙牛乳业续签了《战略合作协议》，战略合作期限为 2021 年 1 月至 2023 年 12 月。

图25.2017-2019 年主要客户向公司采购复配食品添加剂的份额

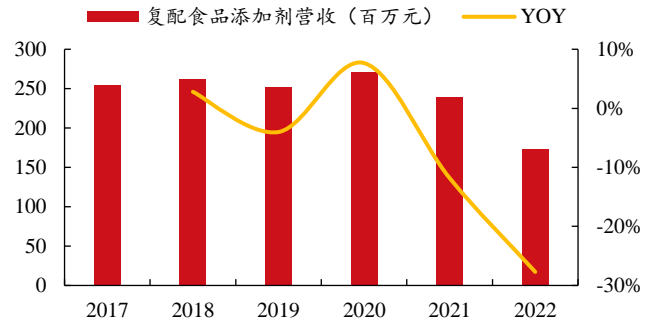


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

蒙牛乳业在酸奶行业占据优势地位，保障采购额稳健上涨。我国乳制品行业集中度较高，蒙牛乳业为国内乳制品行业的头部企业，2018 年蒙牛乳业酸奶、常温酸奶市占率分别达到 21%、25%。公司与蒙牛乳业等客户在应用研发、基础研究、工艺改进和产品购销等诸多领域开展深度合作，增强合作粘性。同时，与大客户的稳定关系为公司产品、服务质量背书，有利于公司未来客户开拓。

图26.蒙牛乳业在乳制品行业有较高市占率（2018）


注：液态奶、酸奶为2018年度数据，常温酸奶为2018年H1数据
 数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图27.公司复配食品添加剂营业收入变化


数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

3.3 扩产脚步加速，定增加码突破产能桎梏

产能释放，为业绩提供保障。公司复配食品添加剂业务始终保持较高产能利用率，产量超过设计产能，2019年产能利用率为114.9%。2019年，公司食用益生菌制品产能利用率为97.4%。IPO上市后公司扩充产能，2020年，募投项目“年产30吨乳酸菌粉、45吨固体饮料、45吨压片糖果和10吨即食型乳酸菌项目”正式竣工投产。2021年，公司变更部分IPO募集资金用于“食品板块研发生产基地项目”，建设期共3年，计划建设产能为10,000吨食品配料、400吨益生菌原料菌粉、100吨酸奶发酵剂、600吨后生元和1,200吨益生菌终端消费品。

益生菌业务放量迅速，定增募资7亿持续扩产。2022年，公司拟发行定增，募资不超过7亿元，其中6.2亿元加码食品板块研发生产基地项目。目前，该定增申请已获批通过。扩产完成后，公司预计新增产能食品配料10,000吨、益生菌原料菌粉400吨、酸奶发酵剂100吨、后生元600吨和益生菌终端消费品1,200吨。

4 盈利预测与投资建议

复配食品添加剂：公司复配业务主要面向大客户，蒙牛乳业占据较大营收比例，基本较为稳定，预计2023年-2025年实现营收1.17/0.91/0.71亿元。

食用益生菌制品：我国益生菌行业处于快速发展阶段，随着更多国内企业研发适合国人肠道的益生菌菌株，益生菌国产化趋势凸显。公司具备强大研发实力，预计2023年-2025年益生菌业务将实现收入2.90/4.84/6.56亿元。

动植物微生态制剂：预计该业务2023年-2025年实现收入0.31/0.27/0.24亿元。

综上，预计公司 2023 年-2025 年实现归母净利润 1.50/2.26/2.98 亿元，5 月 24 日收盘价对应 PE 为 31x/21x/16x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表11.公司 2023 年-2025 年盈利预测

(百万元)	2023E	2024E	2025E
复配食品添加剂			
营业收入	117.26	91.00	70.61
YOY (%)	-32.1%	-22.4%	-22.4%
毛利率	32%	31%	30%
食用益生菌制品			
营业收入	289.72	484.07	656.46
YOY	107.6%	67.1%	35.6%
毛利率	65%	65%	65%
动植物微生态制剂			
营业收入	31.18	26.50	23.85
YOY (%)	-25.0%	-15.0%	-10.0%
毛利率	50.5%	49%	48%

数据来源：Wind，财通证券研究所

我们选取另外四家聚焦复配食品添加剂、食用益生菌制品或动植物微生态制剂的企业日辰股份、嘉必优、蔚蓝生物、安琪酵母作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 28x/22x/18x。

表12.可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603755.SH	日辰股份	34	86.30	116.88	149.44	38.87	28.70	22.45
688089.SH	嘉必优	37	146.12	194.21	257.51	25.50	19.19	14.47
603739.SH	蔚蓝生物	34	128.48	155.91	182.92	26.39	21.74	18.53
600298.SH	安琪酵母	336	1524.71	1856.01	2210.29	22.05	18.11	15.21
	平均					28.20	21.94	17.67

注：可比公司数据来自 Wind 一致预期

数据来源：Wind，财通证券研究所

5 风险提示

- 1) 消费修复不及预期风险：**消费修复不及预期将影响复配食品添加剂、益生菌制品终端消费，对公司业绩有负面影响。
- 2) 客户集中风险：**蒙牛乳业在公司复配食品添加剂业务占据较大营收比例，若与蒙牛乳业《战略合作协议》到期未能续签或续签达成不利条款将对公司业绩带来影响。

3) 下游市场波动风险: 公司下游终端产品主要属于快消品行业, 消费升级、多元化产品推陈出新快速, 需求存在波动风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	364.62	369.17	438.16	601.57	750.93	成长性					
减:营业成本	181.17	177.29	198.72	249.48	296.76	营业收入增长率	7.5%	1.2%	18.7%	37.3%	24.8%
营业税费	3.06	3.76	3.95	5.54	7.11	营业利润增长率	5.9%	2.3%	37.1%	48.7%	31.7%
销售费用	25.01	27.23	28.57	42.82	52.61	净利润增长率	13.4%	0.3%	36.7%	50.8%	31.4%
管理费用	38.25	29.63	36.71	53.93	63.50	EBITDA 增长率	-8.9%	20.5%	36.1%	40.3%	32.4%
研发费用	27.15	22.09	24.99	38.37	45.22	EBIT 增长率	-15.1%	22.3%	33.5%	44.4%	35.0%
财务费用	-6.26	-3.19	-13.13	-24.16	-26.44	NOPLAT 增长率	-12.3%	21.2%	32.8%	45.3%	34.7%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	4.7%	74.6%	49.1%	8.9%	10.8%
加:公允价值变动收益	1.55	0.17	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	3.7%	75.4%	49.3%	8.9%	10.8%
投资和汇兑收益	11.61	9.17	9.73	15.82	18.36	利润率					
营业利润	124.70	127.58	174.97	260.22	342.61	毛利率	50.3%	52.0%	54.6%	58.5%	60.5%
加:营业外净收支	-0.53	-1.92	-2.33	-1.59	-1.95	营业利润率	34.2%	34.6%	39.9%	43.3%	45.6%
利润总额	124.17	125.66	172.64	258.62	340.66	净利润率	30.0%	29.8%	34.3%	37.6%	39.6%
减:所得税	14.63	15.76	22.44	32.18	43.14	EBITDA/营业收入	30.3%	36.1%	41.4%	42.3%	44.9%
净利润	109.54	109.89	150.20	226.44	297.52	EBIT/营业收入	25.8%	31.2%	35.0%	36.9%	39.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	481.82	875.36	1610.76	1762.37	2008.34	固定资产周转天数	201	195	200	168	149
交易性金融资产	91.55	281.17	281.17	281.17	281.17	流动营业资本周转天数	209	362	361	291	246
应收账款	115.09	103.27	172.27	200.53	259.61	流动资产周转天数	753	1312	1775	1426	1289
应收票据	4.20	4.78	6.18	8.39	10.01	应收帐款周转天数	116	106	113	112	111
预付帐款	5.66	7.29	5.26	8.22	9.95	存货周转天数	97	105	93	98	99
存货	52.85	50.93	51.83	84.65	78.53	总资产周转天数	1007	1380	1816	1647	1457
其他流动资产	1.00	3.20	3.20	3.20	3.20	投资资本周转天数	977	1685	2116	1679	1489
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11.3%	6.5%	5.9%	8.2%	9.7%
长期股权投资	2.43	2.02	1.60	1.18	0.77	ROA	10.5%	6.1%	5.7%	7.9%	9.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.5%	5.9%	5.3%	7.0%	8.5%
固定资产	201.23	197.55	240.17	276.24	306.17	费用率					
在建工程	3.49	38.74	30.99	24.79	19.83	销售费用率	6.9%	7.4%	6.5%	7.1%	7.0%
无形资产	54.16	53.05	51.93	50.82	49.71	管理费用率	10.5%	8.0%	8.4%	9.0%	8.5%
其他非流动资产	13.55	159.81	159.81	159.81	159.81	财务费用率	-1.7%	-0.9%	-3.0%	-4.0%	-3.5%
资产总额	1040.73	1790.56	2628.82	2876.06	3202.72	三费/营业收入	15.6%	14.5%	11.9%	12.1%	11.9%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	27.35	36.45	47.93	51.14	65.74	资产负债率	7.0%	5.2%	3.7%	4.1%	4.6%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	7.6%	5.5%	3.8%	4.2%	4.8%
其他流动负债	0.66	1.21	1.21	1.21	1.21	流动比率	12.05	15.56	24.37	21.71	19.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	11.09	14.84	23.68	20.82	18.64
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	214.27	283.86	—	—	—
负债总额	73.33	93.99	96.15	116.95	146.09	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.50	0.30	0.00	0.00	0.00
股本	148.53	175.66	202.40	202.40	202.40	分红比率					
留存收益	287.99	323.42	473.62	700.06	997.58	股息收益率	1.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	967.40	1696.57	2532.67	2759.11	3056.63	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.74	0.74	0.86	1.29	1.69
净利润	109.54	109.89	150.20	226.44	297.52	BVPS(元)	6.51	11.39	14.42	15.71	17.40
加:折旧和摊销	16.52	18.22	27.76	32.75	37.66	PE(X)	44.9	41.8	31.4	20.8	15.8
资产减值准备	0.34	0.73	0.73	0.73	0.73	PB(X)	5.1	2.7	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	-1.55	-0.17	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-4.66	-1.57	0.00	0.00	0.00	P/S	13.5	14.7	12.4	9.0	7.2
投资收益	-11.61	-9.17	-9.73	-15.82	-18.36	EV/EBITDA	40.3	28.0	17.2	11.6	8.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	14.00	30.67	-67.53	-46.65	-28.27	PEG	3.3	130.1	0.9	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	110.27	148.46	103.75	199.04	291.22	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	252.57	-373.04	-54.26	-47.43	-45.25	REP					
融资活动产生现金流量	-83.31	618.12	685.90	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。