

科拓生物 (300858)

证券研究报告
2023年04月27日

复配业务承压，益生菌增长势头不改

事件：公司发布 22 年报和 23 年一季报，22 全年/22Q4/23Q1 公司分别实现营收 3.69/1.05/0.72 亿元，同比+1.25%/+9.08%/-16.17%；实现归母净利润 1.10/0.23/0.20 亿元，同比+0.32%/-5.97%/-14.48%。

2022 年：复配及微生态制剂下游相对低迷，益生菌业务仍维持良好增长。 营收端，分产品看，复配食品添加剂/食用益生菌制品/动植物微生态制剂分别实现营收 1.73/1.40/0.42 亿元，分别同比-27.7%/+87.09%/-6.70%。公司益生菌业务以核心技术为依托，与大型乳制品、医药保健品、日化 and 食品企业客户合作，C 端业务布局也逐步展开。益生菌业务占比已达到 37.80%，该业务高速增长下或将进一步成为公司发展的核心动力源泉。复配业务受下游市场需求收缩出现了一定幅度的下滑。动植物微生态制剂板块受养殖业低迷及工厂设备配套能力差影响，发展也不及预期。利润端，公司 22 年实现毛利率 51.98%，同比+1.67pcts；净利率 29.77%，同比-0.27pcts。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.38%/8.03%/5.98%/-0.86%，同比+0.52/-2.47/-1.47/+0.86pcts。公司管理费用率下降主要系计提股权激励费用下降，以及本年度职工教育经费和行政运营费用支出下降所致。

23Q1：营收端，公司整体营收虽有所承压，但核心业务益生菌增长趋势不改。利润端，公司 23Q1 实现毛利率 52.53%，同比+1.06pcts；净利率 27.79%，同比 +0.55pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.71%/8.87%/9.00%/-6.47%，同比+4.31/+0.17/+0.13/-5.41pcts。其中，销售费用同比显著增长，系公司于第一季度加大品牌营销推广力度，以实现产品推广等目标；而财务费用率同比显著下降，则是由于定期存款利息收入较上期增加所致。

益生菌研发壁垒高筑，增长路径清晰。 公司研发水平国内领先，一方面多元拓张应用领域，在乳制品、奶粉、功能食品、日化等领域陆续推出成熟产品；另一方面公司凭借强大产品实力，头部客户陆续落地，业务增长路径清晰。公司研发响应速度快，产品覆盖行业主流功能，益生菌质量与稳定性水平高，且益生菌知识产权转让可满足客户差异化需求，公司国产替代有望加速。

盈利预测：因公司复配业务承压，23-24 年营收预测由 5.01/6.28 亿元调整为 4.58/6.10 亿元，同比增长 23.96%/33.27%；归母净利润由 1.69/2.14 亿元调整为 1.58/2.19 亿元，同比增长 43.35%/38.98%；补充 25 年营收预测 8.15 亿元 (yoy+33.57%)，归母净利润预测 2.98 亿元 (yoy+36.21%)，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争，复配业务下游压力进一步加大，益生菌业务增长不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	364.62	369.17	457.60	609.87	814.60
增长率(%)	7.51	1.25	23.96	33.27	33.57
EBITDA(百万元)	145.21	157.23	193.23	262.83	352.93
归属母公司净利润(百万元)	109.54	109.89	157.53	218.94	298.21
增长率(%)	13.42	0.32	43.35	38.98	36.21
EPS(元/股)	0.62	0.63	0.90	1.25	1.70
市盈率(P/E)	42.30	42.17	29.42	21.17	15.54
市净率(P/B)	4.79	2.73	2.61	2.43	2.19
市销率(P/S)	12.71	12.55	10.13	7.60	5.69
EV/EBITDA	29.85	26.11	17.47	12.16	8.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	26.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	175.66
流通 A 股股本(百万股)	53.88
A 股总市值(百万元)	4,737.64
流通 A 股市值(百万元)	1,453.12
每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	3.52
一年内最高/最低(元)	39.00/21.00

作者

吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

赵婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020001
zhaojie@tfzq.com

股价走势


资料来源：聚源数据

相关报告

- 《科拓生物-季报点评:益生菌出海增长势头强劲，核心业务实力不断夯实》 2022-11-01
- 《科拓生物-半年报点评:短期压力不改益生菌强势头，结构优化盈利能力提升》 2022-08-27
- 《科拓生物-年报点评报告:益生菌业务保持高增态势，研发壁垒高筑领跑行业》 2022-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	481.82	875.36	912.92	1,071.91	1,161.77	营业收入	364.62	369.17	457.60	609.87	814.60
应收票据及应收账款	119.29	108.04	191.92	202.27	318.44	营业成本	181.17	177.29	195.40	244.87	316.07
预付账款	5.66	7.29	2.81	10.48	8.38	营业税金及附加	3.06	3.76	3.66	5.66	7.98
存货	52.85	50.93	50.11	83.84	89.95	销售费用	25.01	27.23	31.12	43.30	54.58
其他	92.97	285.36	356.81	309.12	316.74	管理费用	38.25	29.63	34.32	46.35	61.91
流动资产合计	752.59	1,326.99	1,514.57	1,677.62	1,895.28	研发费用	27.15	22.09	23.25	33.54	46.27
长期股权投资	2.43	2.02	2.02	2.02	2.02	财务费用	(6.26)	(3.19)	(4.80)	(5.33)	(5.99)
固定资产	201.23	197.55	183.27	168.99	154.72	资产/信用减值损失	(0.34)	(0.73)	(0.21)	(0.43)	(0.45)
在建工程	3.49	38.74	38.74	38.74	38.74	公允价值变动收益	1.55	0.17	(1.17)	0.58	(0.29)
无形资产	54.16	53.05	50.84	48.63	46.42	投资净收益	11.61	9.17	8.05	9.61	8.95
其他	26.83	172.22	67.21	88.62	109.31	其他	(41.28)	(23.84)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	288.14	463.57	342.08	347.00	351.21	营业利润	124.70	127.58	181.34	251.24	341.98
资产总计	1,040.73	1,790.56	1,856.65	2,024.62	2,246.48	营业外收入	0.01	0.11	0.06	0.06	0.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.54	2.04	2.39	1.66	2.03
应付票据及应付账款	27.35	36.45	46.51	50.72	73.76	利润总额	124.17	125.66	179.01	249.65	340.03
其他	17.13	32.06	29.33	59.41	50.96	所得税	14.63	15.76	21.48	30.71	41.82
流动负债合计	44.48	68.51	75.84	110.13	124.73	净利润	109.54	109.89	157.53	218.94	298.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	109.54	109.89	157.53	218.94	298.21
其他	10.86	8.71	7.26	8.94	8.30	每股收益(元)	0.62	0.63	0.90	1.25	1.70
非流动负债合计	10.86	8.71	7.26	8.94	8.30						
负债合计	73.33	93.99	83.11	119.08	133.03	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	148.53	175.66	175.66	175.66	175.66	营业收入	7.51%	1.25%	23.96%	33.27%	33.57%
资本公积	530.88	1,197.49	1,197.49	1,197.49	1,197.49	营业利润	5.94%	2.30%	42.14%	38.55%	36.12%
留存收益	287.99	323.42	400.39	532.40	740.30	归属于母公司净利润	13.42%	0.32%	43.35%	38.98%	36.21%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	967.40	1,696.57	1,773.54	1,905.55	2,113.45	毛利率	50.31%	51.98%	57.30%	59.85%	61.20%
负债和股东权益总计	1,040.73	1,790.56	1,856.65	2,024.62	2,246.48	净利率	30.04%	29.77%	34.43%	35.90%	36.61%
						ROE	11.32%	6.48%	8.88%	11.49%	14.11%
						ROIC	18.65%	29.37%	41.88%	41.79%	63.04%
						偿债能力					
						资产负债率	7.05%	5.25%	4.48%	5.88%	5.92%
						净负债率	-49.68%	-51.53%	-51.43%	-56.19%	-54.92%
						流动比率	12.05	15.56	19.97	15.23	15.20
						速动比率	11.20	14.96	19.31	14.47	14.47
						营运能力					
						应收账款周转率	3.00	3.25	3.05	3.09	3.13
						存货周转率	7.47	7.11	9.06	9.11	9.37
						总资产周转率	0.36	0.26	0.25	0.31	0.38
						每股指标(元)					
						每股收益	0.62	0.63	0.90	1.25	1.70
						每股经营现金流	0.63	0.85	0.59	1.32	0.94
						每股净资产	5.51	9.66	10.10	10.85	12.03
						估值比率					
						市盈率	42.30	42.17	29.42	21.17	15.54
						市净率	4.79	2.73	2.61	2.43	2.19
						EV/EBITDA	29.85	26.11	17.47	12.16	8.74
						EV/EBIT	33.27	29.20	19.10	12.97	9.17

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	109.54	109.89	157.53	218.94	298.21
折旧摊销	15.30	16.82	16.49	16.49	16.49
财务费用	(4.66)	(1.57)	(4.80)	(5.33)	(5.99)
投资损失	(11.61)	(9.17)	(8.05)	(9.61)	(8.95)
营运资金变动	216.51	(106.53)	(56.68)	10.80	(134.77)
其它	(214.81)	139.01	(1.17)	0.58	(0.29)
经营活动现金流	110.27	148.46	103.32	231.87	164.70
资本支出	39.17	48.83	1.44	(1.68)	0.64
长期投资	1.26	(0.42)	0.00	0.00	0.00
其他	212.14	(421.45)	8.94	10.12	8.89
投资活动现金流	252.57	(373.04)	10.39	8.44	9.53
债权融资	7.52	3.13	4.42	5.60	5.94
股权融资	(66.67)	693.74	(80.56)	(86.93)	(90.30)
其他	(24.15)	(78.76)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(83.31)	618.12	(76.14)	(81.33)	(84.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	279.53	393.54	37.57	158.99	89.86

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com