

科研优势铸造核心壁垒，益生菌业务高速发展

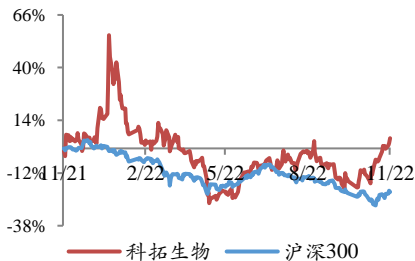
投资评级：买入（首次）

主要观点：

报告日期：2022-11-25

收盘价(元)	31.32
近12个月最高/最低(元)	44.37/20.77
总股本(百万股)	149
流通股本(百万股)	53
流通股比例(%)	35.84
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	17

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

● **益生菌行业进入蓬勃发展期，2026年中国益生菌市场规模有望达到1377亿元**

全球益生菌市场预计将以8.3%的CAGR增长，2026年或达到910亿美元，中国益生菌消费市场规模或以每年11-12%的速度快速增长，预计2026年中国益生菌市场规模将有望达到1377亿元。

● **益生菌行业上游竞争的本质是菌株的竞争，益生菌行业下游应用路径清晰**

➢ **益生菌行业上游竞争的本质是菌株的竞争，我们认为数量较多的菌种库、明星菌种背书、持续的科研投入及科学临床论证是抢占B端企业心智的优先条件。**目前国内益生菌原料竞争格局中，杜邦公司占据50%，科汉森35%，其他厂商占比15%。国内益生菌上游企业近几年快速发展，菌种库数量和科研实力逐步攀升，同时随着从中国人肠道菌群以及中国传统发酵食品中分离获得的专利菌株数量增多，国内的竞争者具备一定的进口替代优势，预计国内益生菌上游企业有望加速抢占市场份额。

➢ **益生菌行业下游呈现应用路径清晰：**1) 食品饮料产品从发酵食品走向饮料休闲零食等，呈现多元化发展趋势；2) 膳食补充剂：外资品牌抢占市场份额，国内企业积极入局；3) 临床试验进展迅速，多个方向齐头并进。

● **科拓生物益生菌核心竞争力突出，具备5重优势**

1) **菌种库数量较多，公司拥有包含20,000余株乳酸菌菌种资源库，是中国最大的乳酸菌库；**2) **公司储备20余年科研经验，具有丰富的科研成果：**截止2022H1，公司拥有与益生菌相关的发明专利76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，围绕明星菌株发表的文献超过300篇；3) **产业化数量迅速攀升：2022H1已产业化的益生菌菌株120余株，**较2020年末增长52余株，增长率达到76.47%，数量优于国内同行；4) **核心菌种优势突出：**公司拥有核心菌株干酪乳杆菌 Zhang、乳双歧杆菌 V9 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。5) **战略布局益生菌制药领域：**公司与国内多家三甲医院联合累计开展50多项临床试验，2022H1 目前已完成29项。

● **食用益生菌业务实现爆发式增长，动植物微生态制剂快速增长**

2021年食用益生菌业务达到4456万元，2017-2021年CAGR为122.01%，实现爆发式增长，业务占比从1.08%提升到20.45%，2022H1食用益生菌业务收入为5373万元，同比增长90.69%；2021年食用益生菌业务达到7458万元，2017-2021年CAGR为18.5%，业务占比从7.97%提升到12.22%，2022H1动植物微生态制剂业务收入为4456万元，同比增长16.46%。

● 益生菌业务未来增长路径清晰，高毛利率带来盈利增长点

1) 益生菌业务收入提升方向：B 端业务是基石+C 端业务去拓展+技术服务增收；2) 产能方面，募投项目有望突破产能瓶颈，获得未来发展持久动力；3) 益生菌业务毛利率较高，未来随着业务占比持续提升，有望提升公司整体盈利能力：2017-2021 年食用益生菌业务毛利率分别 68.34%、63.18%、64.58%、52.37%、63.47%，除 2020 年在产能释放阶段中，其余年份均在 63%以上的高位。同时动植物微生物生态制剂也是高于公司整体毛利率水平，2017-2021 年动植物微生物生态制剂业务毛利率分别为 66.66%、54.27%、61.03%、59.77%、56.10%。

● 投资建议

公司收入结构进一步优化，预计在未来 2 年内，食用益生菌制品的销售将超过复配食品添加剂，成为公司收入占比最大、盈利能力较强、市场竞争优势明显的业务板块。我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 4.03/5.03/6.41 亿元，同比增长 10.5%/24.8%/27.4%，归母净利润分别为 1.29/1.63/2.11 亿元，同比增长分别为 17.8%/26.3%/29.1%，EPS 分别为 0.87/1.10/1.42 元/股，对应 PE 分别为 36/29/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

食品安全事件，菌株安全事件，动销不及预期，疫情带来的不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	365	403	503	641
收入同比 (%)	7.5%	10.5%	24.8%	27.4%
归属母公司净利润	110	129	163	211
净利润同比 (%)	13.4%	17.8%	26.3%	29.1%
毛利率 (%)	50.3%	52.7%	54.7%	56.5%
ROE (%)	11.3%	11.6%	12.5%	13.7%
每股收益 (元)	0.74	0.87	1.10	1.42
P/E	44.86	36.02	28.52	22.09
P/B	5.10	4.16	3.57	3.03
EV/EBITDA	40.31	26.93	19.76	13.97

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 益生菌行业：行业蓬勃发展，上下游特点分化.....	5
1.1 益生菌行业具备发展潜力，处于蓬勃发展周期.....	5
1.2 益生菌上游：市场份额寡头垄断，上游竞争的本质是菌株的竞争.....	6
1.2.1 双寡头垄断市场份额，龙头菌株研究兼具广度与深度.....	6
1.2.2 国内企业快速发展，科研水平逐步追赶国外龙头.....	8
1.2.3 益生菌上游竞争本质是菌株的竞争，国产替代逻辑未来可期.....	9
1.3 下游应用：产品趋势多元化，制药临床试验进展迅速.....	10
2 公司核心竞争力：科研技术先发优势+菌种库产业化核心壁垒.....	13
2.1 先发优势：2万余株菌种库+20余年积累的科研成果.....	13
2.2 核心菌种科研价值凸显优势，下游应用能力大幅增强.....	15
3.1 食用益生菌业务爆发式增长，益生菌业务高毛利贡献增长点.....	18
3.2 益生菌业务收入提升方向：B端是基石+C端去拓展+技术服务增加收入.....	19
3.3 募投项目有望突破产能瓶颈，获得发展持久动力.....	23
3.4 复配业务客户粘度较高，积极寻求新方向.....	24
4 投资建议.....	26
5 风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

图表目录

图表 1 全球益生菌市场规模及增速	5
图表 2 全球益生菌市场占比分布 (2021 年)	5
图表 3 国内益生菌市场规模及增速	6
图表 4 国内益生菌市场规模占比变动图	6
图表 5 全球益生菌原料市场规模及增速	6
图表 6 国内益生菌原料市场占比分布	6
图表 7 双寡头核心菌种及产品应用示例	7
图表 8 杜邦与科汉森在专利技术方面的比较	8
图表 9 国内益生菌上游企业科研情况一览	9
图表 10 益生菌市场终端产品占比分布 (2019 年)	11
图表 11 发酵乳活菌数量示例	11
图表 12 2020 年 Q3 线下药店益生菌品配销售占比	12
图表 13 益生菌临床领域占比分布	13
图表 14 菌种产业化核心技术及设备	14
图表 15 研发费用及占比变动图	15
图表 16 研发人员数量及占比变动图	15
图表 17 与益生菌有关的发明专利和产业化菌株数量变动图	15
图表 18 核心菌种示例图	16
图表 19 核心菌种功效示意图	16
图表 20 三甲医院合作伙伴	17
图表 21 食用益生菌+动植物微生物生态制剂两项业务合计规模、增速及占比变动	18
图表 22 食用益生菌业务收入、增速及占比	19
图表 23 动植物微生物生态制剂收入及增速	19
图表 24 食用益生菌业务毛利率	19
图表 25 动植物微生物生态制剂业务毛利率	19
图表 26 益生菌不同产品的产品阶段和性质	20
图表 27 益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品价格变动对比	20
图表 28 科拓生物合作伙伴	21
图表 29 “益适优”系列产品	22
图表 30 动植物微生物生态制剂产能利用率	23
图表 31 食用益生菌制品发酵产能利用率	23
图表 32 募集资金投资规划	23
图表 33 复配添加剂业务收入、增速及占比	24
图表 34 复配添加剂产能利用率	24
图表 35 复配业务毛利率变动图	24
图表 36 复配添加剂适用领域	25

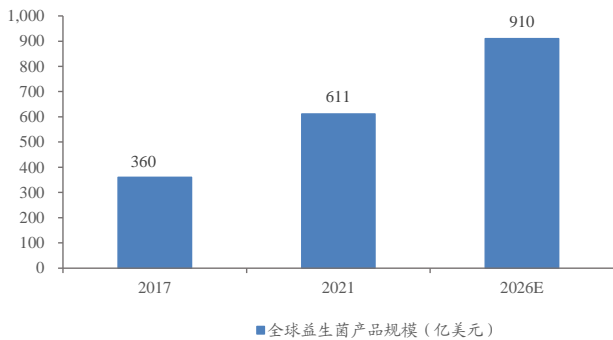
1 益生菌行业：行业蓬勃发展，上下游特点分化

1.1 益生菌行业具备发展潜力，处于蓬勃发展周期

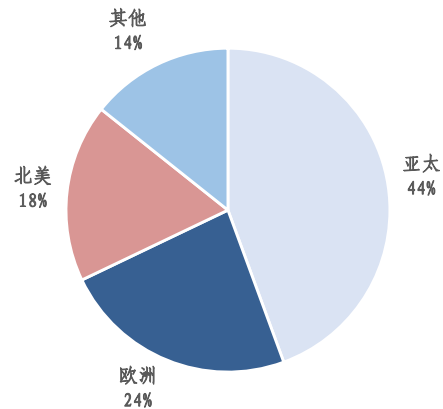
随着整体居民健康意识的提升，益生菌行业进入蓬勃发展期，预计从 2021 到 2026 年，全球益生菌市场将以 8.3% 的年复合增长率继续保持增长，至 2026 年达到 910 亿美元。当前中国益生菌消费市场规模仍在以每年 11-12% 的速度快速增长，由此我们预测当未来增长中枢为 11.5% 时，中国益生菌市场规模将有望达到 1377 亿元，国内市场增长速度快于全球总增速。

➤ **全球：**根据 Markets and Markets 机构的数据，2021 年全球益生菌市场规模预计达 611 亿美元。预计从 2021 到 2026 年，全球益生菌市场将以 8.3% 的年复合增长率继续保持增长，至 2026 年达到 910 亿美元。2021 年全球益生菌市场规模占比分布中，亚太地区的益生菌消费规模全球最高，占比约 44.4%，远高于欧洲（23.5%）、北美（17.8%），亚太地区益生菌消费力较为可观。

图表 1 全球益生菌市场规模及增速



图表 2 全球益生菌市场占比分布 (2021 年)



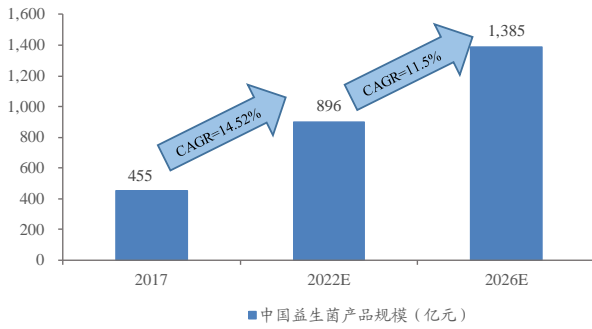
资料来源：Markets and Markets，华安证券研究所

资料来源：Markets and Markets，华安证券研究所

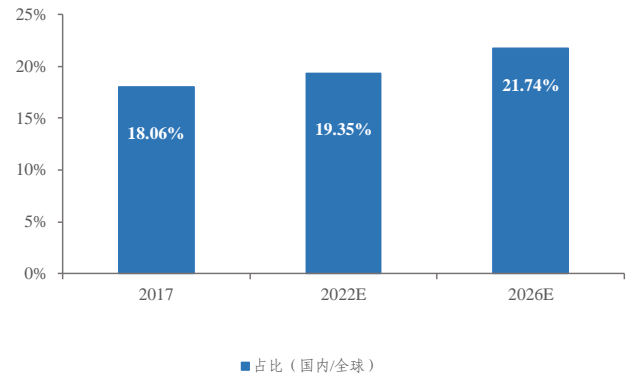
➤ **中国：**根据 Markets and Markets 机构的数据，2017 年中国益生菌产品（包括益生菌补充剂、益生菌饮料、益生菌酸奶等）市场规模约为 455 亿元，预计到 2022 年可以增长到 896 亿元。根据 Euromonitor 的数据，当前中国益生菌消费市场规模仍在以每年 11-12% 的速度快速增长，由此我们预测当未来增长中枢为 11.5% 时，2026 年中国益生菌市场规模将有望达到 1377 亿元。因此我们认为国内市场增长速度快于全球市场总增速。

- 结合以上数据，国内益生菌市场规模占比（国内/全球）持续提升，预计 2022 年提升至 19.35%，预计 2026 年提升至 21.74%，具备一定的增长空间和潜力。

图表 3 国内益生菌市场规模及增速



图表 4 国内益生菌市场规模占比变动图



资料来源: Markets and Markets, Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源: Markets and Markets, Euromonitor, 华安证券研究所

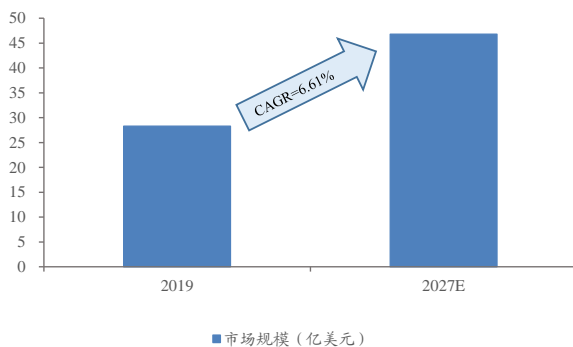
1.2 益生菌上游: 市场份额寡头垄断, 上游竞争的本质是菌株的竞争

1.2.1 双寡头垄断市场份额, 龙头菌株研究兼具广度与深度

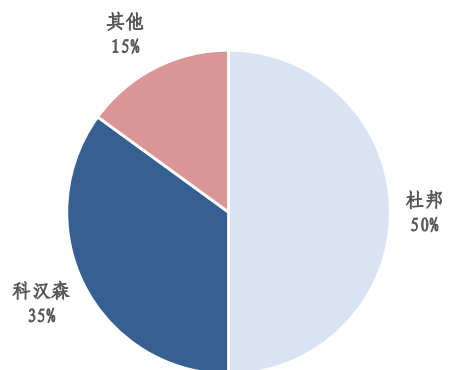
益生菌行业上游主要包括益生菌菌株开发、益生菌原料供应以及益生菌产品技术解决方案三大模块, 其中在益生菌原料供应方面, 行业呈现寡头垄断格局, 基本由美国杜邦、丹麦科汉森主导。

- **全球:** 2019 年全球益生菌原料市场规模为 28.3 亿美元, 预计在 2027 将有望达到 46.8 亿美元, CAGR 为 6.61%。
- **中国:** 国内益生菌原料竞争格局来看, 杜邦公司占据 50%, 科汉森 35%, 其他厂商占比 15%。我们假设益生菌原料市场规模与终端市场规模比例保持不变 (2019 年全球益生菌原料市场规模与终端市场规模比例为 6%), 那么 2026 年国内益生菌原料市场规模约为 83 亿元。

图表 5 全球益生菌原料市场规模及增速



图表 6 国内益生菌原料市场占比分布



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

科汉森: 拥有着世界上最大的菌种库之一, 数量几乎为 40,000 种菌株。对这些细菌进行筛分、选择和改进, 以满足食品、膳食补充剂、动物饲料和植物保护的特定要求。科

汉森于 145 多年前在丹麦以科学为基础创立，是一家全球性公司，在益生菌方面拥有深厚的传统和广泛的专业知识。

IFF（前杜邦）：杜邦将公司拥有 750 多篇关于 HOWARU®单一菌株和复合菌株的临床研究的完整文献，许多研究结果发表在国际领先的科学期刊上。为了加快科学进程，公司设立亚太地区唯一的益生菌菌种工厂，并联合位于上海的健康与营养研发中心，成为拥有最多本土临床验证的益生菌品牌。在中国卫生部颁布的《可用于婴幼儿食品的菌种名单》中，HOWARU®益生菌在共 9 项菌株中独占 4 项。公司在世界范围内建有 4 个现代化益生菌工厂，分布在美国、法国、德国、中国 等地区，拥有全球先进的益生菌测试设备、一流的乳品中试生产设备以及发酵设备，能够帮助客户实现大规模的商业化生产。一百多年来，IFF 始终坚信并实践科学创新，通过基因组学在一万多种益生菌中精选优质菌株和组合，为不同人群的消化与免疫健康需求定制 HOWARU®优质益生菌解决方案。

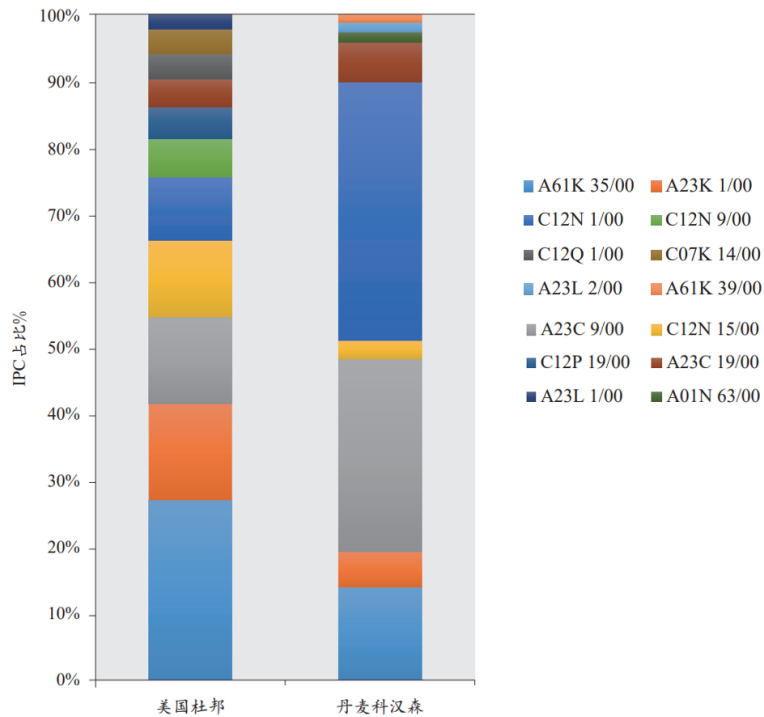
图表 7 双寡头核心菌种及产品应用示例

所属公司	核心菌种	菌种应用的产品品牌举例
科汉森	鼠李糖乳杆菌 LGG	善存 蒙牛冠益乳 飞鹤
	双歧杆菌 BB-12	
	副干酪乳杆菌 L.CASEI 431	
	婴儿双歧杆菌 DSM 33361	
IFF（原杜邦 H&B 业务）	乳双歧杆菌 HN019	Life space 妈咪爱 wonderlab
	乳双歧杆菌 BI-04	
	鼠李糖乳杆菌 HN001	 

资料来源：公司官网，京东&天猫旗舰店，华安证券研究所

益生菌上游需要企业持续不断地科学询证保障公司未来发展的持续活力。美国杜邦和丹麦科汉森在技术和应用上的布局和创新造就了两家企业在益生菌原料供应行业始终处于引领地位，牢牢占领益生菌原料供应市场。由杜邦与科汉森在专利技术方面的比较可以看出，二者在技术和专利方向不断探索，加强研究的广度和深度。

图表 8 杜邦与科汉森在专利技术方面的比较



资料来源：《从专利角度分析全球益生菌研发态势》，华安证券研究所

1.2.2 国内企业快速发展，科研水平逐步追赶国外龙头

国内益生菌上游主要企业主要有上海交大昂立、河北一然生物、江苏微康、润盈生物等。

● 上海交大昂立：

公司 2021 年获得一个延续注册成功的保健食品批准证书——昂立 1 号®胶原蛋白益生菌颗粒。公司已取得中国发明专利 18 件，其中益生菌发明专利 11 件，还有十余项专利正在申报中。有 32 株自主知识产品益生菌实现产业化，关键技术指标达到国际先进水平，并获得教育部科学技术进步一等奖、上海市科学技术二等奖、上海市技术发明三等奖等。近年来，公司着重加大对科研的投入力度，积极开展技术创新工作，激发技术人员创新动力。2021 年公司根据市场需求扩大产能，再次投入新增益生菌冻干设备。项目达产后，预计年产高浓度益生菌冻干菌粉约 28 吨，益生菌口服液 1000 吨（200 万瓶）、益生菌胶囊 60 吨（2 亿粒）、益生菌颗粒 60 吨（3000 万支）、益生菌片剂 20 吨（5720 万片）。交大昂立的益生菌事业正在蓬勃兴起。

● 河北一然生物：

公司成立于 2011 年，是一家专注于益生菌、乳酸菌科研及产业化的高新技术企业。公司占地 200 亩，建成年产 100 吨纯菌粉的乳酸菌基地。一然生物菌种数量为 2000 余株，同时，在已经产业化的菌株数量上来看，一然生物仅有 21 株菌株产业化。一然生物研发中心占地 3118 平米。一然生物联合国内 20 多家院校和科研单位，聘请美国日本等多位学术专家，通过不断实施技术改造和技术创新，企业已

建成"益生菌功能研究与应用技术河北省工程实验室"、"石家庄市微生物生态益生菌工程技术研究中心"等创新平台，并联合中国工程院印遇龙院士建立了"河北一然生物科技有限公司院士工作站"，先后与北京科技大学、四川大学、江南大学、哈尔滨工业大学、北京农学院、河北科技大学、美国范德堡大学等国内外科研机构建立了科研合作关系。

● **江苏微康:**

公司目前研究院建有苏州、武汉、南京、上海四大益生菌研究分院，拥有 4 位教授（含特聘院士 2 位），8 位首席科学家，百余位应用研发工程师。研究院现有研发场地近 1000 平米，拥有完备的常规乳酸菌、厌氧乳酸菌发酵实验型设备及发酵中试设备、喷雾干燥、冷冻干燥设备等完备的生物发酵研发设备。经过两年多的努力，研发团队从自然界分离自主产权菌株近 2 万株。22 年 3 月微康益生菌研究院及年产 200 吨益生菌菌粉项目正式开工，微康益生菌研究院项目总占地面积 80 亩，计划总投资 15 亿，实现年产 800 吨益生菌菌粉，本项目一期投资 7 个亿，实现年产 200 吨益生菌菌粉，项目完成后，微康可实现年产 1000 吨菌粉，占世界产能的 15%，实现国内益生菌市场需求自给，成为世界领先的专业的益生菌菌种研究、生产、应用和智能制造基地。

● **上海润盈生物:**

公司具有专业的研发团队及精益的生产技术，高活性冻干菌粉年产能达 300 吨，是亚洲大型益生菌生产基地之一。目前润盈生物产品已远销海内外 60 多个国家和地区。2018 年实现乳酸菌发酵产能 300/吨一年，拥有 4000 余株自主知识产权的益生菌菌株，科研团队 30 余人。

图表 9 国内益生菌上游企业科研情况一览

企业名称	益生菌科研情况
上海交大昂立	公司已取得中国发明专利 18 件，其中益生菌发明专利 11 件，拥有 32 株自主知识产权益生菌实现产业化
河北一然生物	公司建成年产 100 吨纯菌粉的乳酸菌基地，菌种数量为 2000 余株，同时，21 株菌株产业化。
江苏微康	研发团队从自然界分离自主产权菌株近 2 万株，22 年 3 月微康益生菌研究院及年产 200 吨益生菌菌粉项目正式开工。
科拓生物	公司拥有包含 2 万余株乳酸菌（含益生菌）的菌种资源库，是中国最大的乳酸菌库，公司目前已产业化的益生菌菌株 120 余株。
润盈生物	2018 年实现乳酸菌发酵产能 300/吨一年，拥有 4000 余株自主知识产权的益生菌菌株。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2.3 益生菌上游竞争本质是菌株的竞争，国产替代逻辑未来可期

1) 益生菌上游行业发展的本质是什么?

上游龙头科汉森及杜邦经过百余年发展，两巨头不断夯实菌种库数量，持续进行专利科学询证，并通过明星菌株抢占市场份额，整体菌种研究水平呈现出广且深的特点。益生菌行业不同于传统制造业，并非通过大规模的生产降低生产成本从而提高市场竞争力，所以研发出真正好的益生菌才是企业的核心竞争力。目前国内益生菌原料竞争格局中，杜邦公司占据 50%，科汉森 35%，其他厂商占比 15%。因此，我们认为数量较多的菌种库、明星菌种背书、持续的科研投入及科学询证是抢占 B 端企业心智的优先条件。

2) 由此，国内益生菌原料企业如何实现快速发展?

上游竞争本质就是菌株的竞争，尽管中国益生菌的研究和产业化起步晚，但是经过多年努力，已经大大缩短与发达国家之间的差异。我们认为，随着我国益生菌市场和微生物研究的不断发展，国内企业有望不断抢占国内益生菌原料市场份额。

此外，核心菌株有望逐步实现进口替代，随着从中国人肠道菌群以及中国传统发酵食品中分离获得的专利菌株将逐步增多，中国益生菌原料科企业将有机会与国外企业同台竞争，逐步实现菌株进口替代，进一步占据国内益生菌原料市场份额，并拓展国际市场。

3) 优势企业的强壁垒体现在哪些方面?

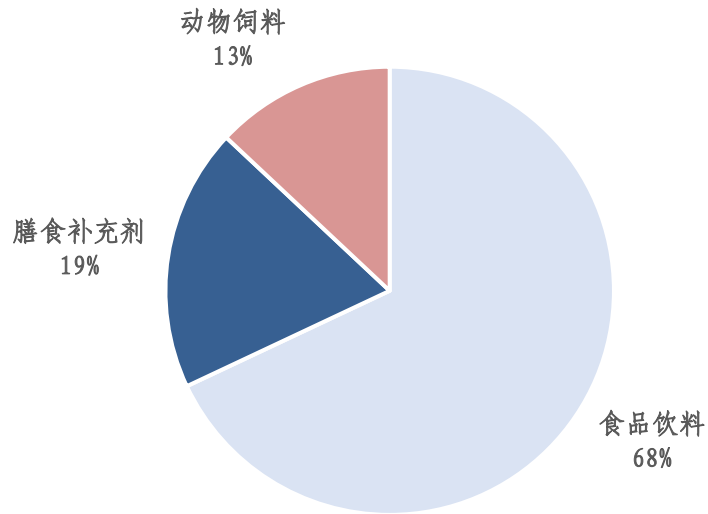
益生菌产业有很强的知识产权壁垒、技术壁垒、准入壁垒和资金壁垒。对于菌株而言，益生菌的选种筛选验证过程较为复杂，公司储备相应专利技术，具备绝对优势。益生菌的前期研发需要投入大量人力物力财力，还要花费大量的时间，用科学的方式去试验和循证。在生产端要生产出活性高、稳定性好的菌粉同样需要有好的生产工艺和生产设备。而在下游的应用不但需要多功能性的菌株更需要研发人员对下游产品有丰富的知识和应用储备，这样才能为客户提供综合全面的解决方案。

1.3 下游应用：产品趋势多元化，制药临床试验进展迅速

2.3.1 食品饮料产品从发酵食品走向更多品类，呈现多元化发展趋势

按照产品分来来看，食品饮料仍然占据主导地位。根据 BCC Research 数据统计，2019 年益生菌市场终端产品主要应用于食品饮料、膳食补充剂以及动物饲料，其中食品饮料占据主导地位占比达 68%，膳食补充剂占比 19%，动物饲料占比 13%。

图表 10 益生菌市场终端产品占比分布 (2019 年)



资料来源: BCG, 华安证券研究所

发酵乳制品是益生菌食品饮料市场最重要的发展赛道。发酵乳制品主要可分为发酵乳和发酵乳饮料。国内乳制品行业加大益生菌投入及产品规划, 品类趋多。

图表 11 发酵乳活菌数量示例

产品/品牌	产品类型	益生菌	活菌数	保质期(天)
冠益乳/蒙牛	发酵乳	BB-12	10 亿 CFU/100g	21
身体知道/朴诚	发酵乳	LGG	100 亿 CFU/瓶	21
畅轻/伊利	发酵乳	A+BB (嗜酸乳杆菌+双歧杆菌)	100 亿 CFU/瓶	21
碧悠/达能	发酵乳	专利双歧杆菌	40 亿 CFU/杯	30
优益 C/蒙牛	发酵乳饮料	LC37	500 亿 CFU/瓶	25

资料来源: 天猫&京东旗舰店, 华安证券研究所

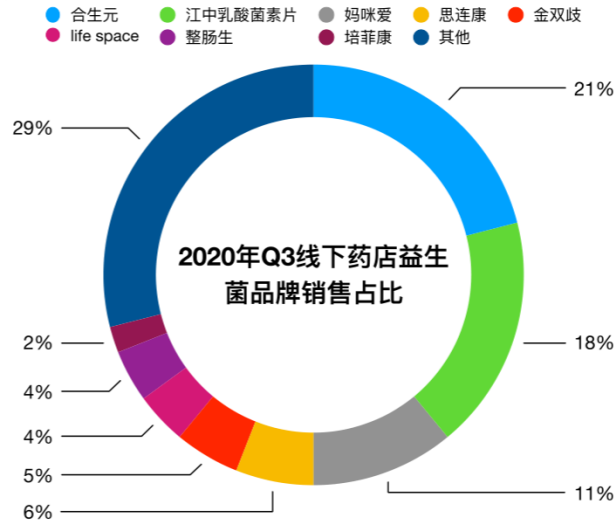
由发酵乳向外逐步拓宽, 品类呈现多元化趋势。果汁巨头纯果乐(Tropicana)、新创品牌 GoodBelly 有机果汁品牌 Sui 陆续推出益生菌果蔬汁;联合利华旗下 CultureRepublic 推出益生菌冰淇淋;立顿推出含有益生菌的茶饮料;果脯生产商 Mariani 公司推出添加 GanedenBC30 的益生菌果脯产品;三只松鼠, 百草味等零食品牌率先推出益生菌冻干酸奶块产品后, 伊利, 蒙生等乳企也纷纷入局;洽洽发布市场上首款可嚼的益生菌坚果食品。

1.3.2 膳食补充剂: 外资品牌抢占市场份额, 国内企业积极入局

外资品牌抢占市场份额, 国内企业积极入局。在益生菌膳食补充剂方面, 我国线下需“蓝帽子”申请的药店市场由国产品牌主导, 而线上市场则被外资品牌占领, 大量外资品牌选择避开需要“蓝帽”申请的药店渠道进入电商国际平台进行销售。从进

口益生菌品牌看，已被汤臣倍健收购的 Life-Space 品牌表现突出，另外，Culturelle 康萃乐、Bio-E、Biostime 合生元、BLACKMORES 澳佳宝、GardenofLife 生命花园、Swanson 斯旺森等品牌的产品进口额较大。

图表 12 2020 年 Q3 线下药店益生菌品配销售占比



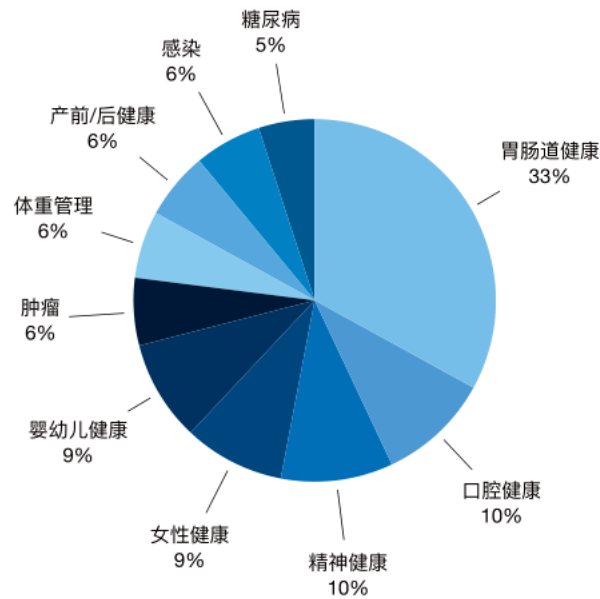
资料来源：中康 CMH，天猫研究院，华安证券研究所

1.3.3 临床试验进展迅速，多个方向齐头并进

临床试验进展迅速，多个方向齐头并进。在临床试验方面，近年来，益生菌相关临床试验迅速增加。1) **肠道健康**：食用特定的益生菌菌株可能有助于改善消化平衡、排便规律，并减少因旅行和使用某些保健干预措施而可能发生的消化不良。2) **免疫健康**：益生菌能增加免疫系统组成部分之间的交流，增加抗体的产生，从而在潜在有害微生物入侵时支持身体的免疫功来提供帮助，并支持呼吸系统健康。3) **女性健康**：多项科学研究表明，服用益生菌可支持女性健康的各个方面（如所有年龄段的泌尿生殖系统健康），以及怀孕、哺乳和衰老期间的健康。4) **婴儿健康**：婴儿益生菌可有助于支持健康成长、消化和免疫健康，并有助于减少过度哭闹，从而促进整体健康。5) **口腔健康**：食用益生菌与口腔健康有关。通过在口腔中种植特定菌株，可减少导致口腔健康不佳的产酸细菌存在，从而有助于支持健康的牙齿和牙龈。

根据 Nutrition Outlook 杂志发布的全球益生菌临床试验分析报告显示，越来越多的学术机构和膳食补充剂公司正在加大在益生菌领域的投入，行业关注度和深入化程度持续提升。同时，该报告表明，胃肠道健康、口腔健康、精神健康、女性健康、婴幼儿健康，分别占比 33%、10%、10%、9%、9%，是益生菌临床试验关注的主要健康领域。另外，体重管理、糖尿病等代谢疾病等也是热门领域。

图表 13 益生菌临床领域占比分布



资料来源: Nutrition Outlook, 华安证券研究所

2 公司核心竞争力: 科研技术先发优势+菌种库 产业化核心壁垒

2.1 先发优势: 2 万余株菌种库+20 余年积累的科研成果

1) **菌种库数菌株数量较多:** 公司拥有包含 20,000 余株乳酸菌 (含益生菌) 的菌种资源库, 是中国最大的乳酸菌库。研发团队从中国、蒙古国、俄罗斯等国家不同地区采集自然发酵乳制品, 酸粥, 米酒曲, 泡菜, 酸面团以及人母乳和婴儿粪便样品 3,138 份, 从中分离鉴定和保藏乳酸菌和双歧杆菌;

2) **储备 20 余年科研经验带来丰富的科研成果:** 2019 年公司拥有 56 项发明专利权、14 项实用新型专利以及多项非专利技术, 截止到 2022H1, 公司拥有与益生菌相关的发明专利 76 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, 围绕明星菌株发表的文献超过 300 篇, 比肩国际知名菌株。公司建设了基础研究平台、Pacbio SMRT 三代测序及微滴式数字 PCR 平台、生化/代谢物质分析平台、以及产业化中试应用平台。

益生菌菌种资源的分离、筛选、评价、收集以及功能研究是一项长期的战略性工作, 只有以长期、充分的基础研究作为基石, 企业才能开发出优良的益生菌制品。企业间产品及品牌的竞争大多是技术领域竞争的一种体现形式, 公司已经储备相关技术经验和科研优势 20 余年, 属于行业领先。

图表 14 菌种产业化核心技术及设备

01

全自动定位和精准配料技术

现代化的乳酸菌原料菌粉生产车间融合了公司20多年的设备和发酵专利技术，独创的全自动定位和精准配料技术为大规模发酵营养液的稳定性提供有力保障。

02

超高温瞬时灭菌技术

采用国际先进的超高温瞬时灭菌技术替代传统灭菌方式，提高了生产效率，节能环保，并有效减少营养损失。

03

全自动多级发酵设备

符合医药标准的全自动多级发酵设备，实现了远端无人化操作，核心指标在线实时精准检测，并配备完善的记录和追踪体系。



04

碟式连续离心设备

引进先进的德国碟式连续离心设备，实现连续操作，无菌管道输送，保证产品质量。

05

自动包埋-冷冻干燥技术

解析乳酸菌冷冻干燥过程中菌体衰亡的机理，建立了乳酸菌冷冻干燥的高效保护剂，提高冷冻干燥过程中菌体存活率。

06

全自动原位清洗和蒸汽灭菌

采用国内一线品牌的最大型号翻板真空低温冷冻干燥设备，可实现全自动原位清洗和蒸汽灭菌，有效保证产品质量和产能，保证为客户提供最优质的产品。

07

实现人料隔离

依据原料药的设计理念，并结合瑞士技术，在百级净化环境下对产品的粉碎和包装过程严格控制，实现人料隔离。

08

严格控制标准

严格对每一个加工过程的检测，参考14项国标和ISO标准强大的内控标准远高于国家标准要求（6项微生物指标），保障为客户提供高标准要求的产品。

09

2000立方高标准低温库

新建高标准2000立方（0--18℃）低温库，可实现在线监控和预警功能，完美匹配产能。

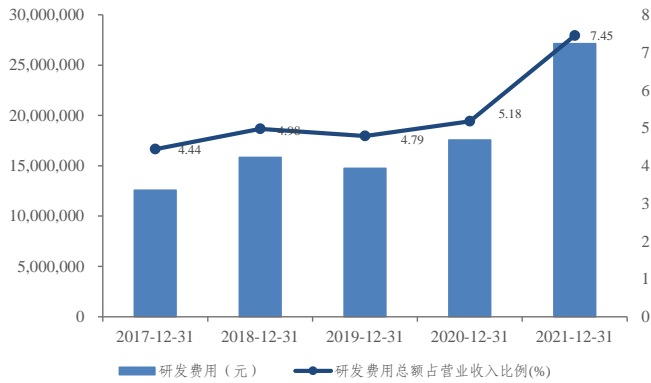
资料来源：公司官网，华安证券研究所

科研领头人奠定行业领先地位。1) **益生菌方向**：张和平博士为国家杰出青年科学基金获得者、“长江学者”特聘教授、何梁何利创新奖获得者；2) **复配食品添加剂方向**：孙天松博士主要从事生物活性成分开发利用的科研工作，并对乳制品有较为深入的研究，其参与完成的“免疫乳及其制品研究”获得内蒙古科技进步二等奖；3) **动植物微生物生态方向**：公司特聘技术咨询顾问李元昆博士主要从事肠道微生物组学、微藻生物技术、微生物与宿主互作、益生菌与益生元、食品生物技术等领域的科研工作，现任新加坡微生物学与生物技术学会主席，曾任国际微生物学会联合会主席。经验丰富的研发人员以及业内知名科学家共同组成的研发团队形成了公司研发和技术优势的重要基础。

公司持续加大研发投入，巩固科研优势。公司长期专注于复配食品添加剂配方技术、益生菌菌种资源库建设、核心菌株功能开发、临床试验及益生菌生产、贮存等相应工艺技术的研发，具有较强的产品技术开发能力。2021年公司研发费用达到2715万元，相比2017年的1259万元，4年间增长接近116%。研发费用占比总收入比例从2017年的4.44%提升至2021年的7.45%，提升3.01PCT。

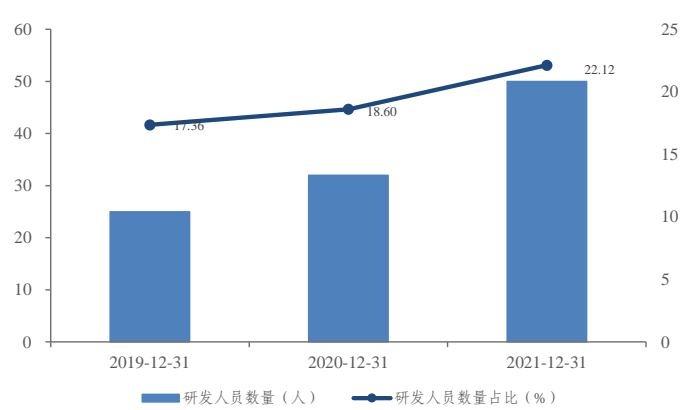
公司具有专业的复合型研发团队，研发人员占比逐步提升。22H1末公司共有研发人员50人，其中硕士、博士学历人员23人。研发人员占比也由2019年的17.36%提升至22.12%，提升4.76PCT。在为客户提供综合解决方案，增强与客户合作的粘性，优化生产工艺技术，降低生产成本，提高产品功效，增强产品竞争力方面都体现出明显的优势。

图表 15 研发费用及占比变动图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 研发人员数量及占比变动图



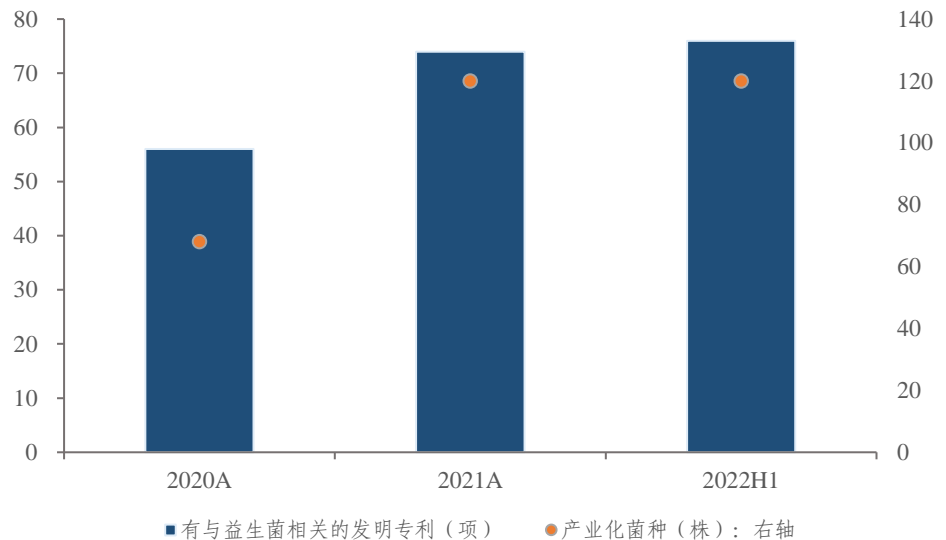
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 核心菌种科研价值凸显优势，下游应用能力大幅增强

联合实验室强化科研，成为产学研转换典范。公司与内蒙古农业大学、中国农业大学、青岛农业大学和江南大学等高等院校或下属机构建立了长期合作关系，在益生菌科学研究和益生菌制品开发等方面分别设立了 4 个联合实验室，双方共同组成科研团队，共同进行科研开发，促进科技成果转化和产业化，形成了强大的技术开发实力，拥有益生菌（乳酸菌）科学与技术研究院，占地 5200 平米。

产业化数量迅速攀升：20 年末公司产业化菌株 68 株，表现优于国内同行，公司目前已产业化的益生菌菌株 120 余株，较 2020 年末增长 52 余株，增长率达到 76.47%。

图表 17 与益生菌有关的发明专利和产业化菌株数量变动图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司拥有核心菌株干酪乳杆菌 Zhang (Lactobacillus caseiZhang)、乳双歧杆菌 V9 (Bifidobacterium lactisV9)、植物乳杆菌 P-8 (Lactobacillus plantarumP-8)、乳双歧

杆菌 Probio-M8 (Bifidobacterium lactis Probio-M8)、嗜热链球菌 S10 (Streptococcus thermophilus 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。

图表 18 核心菌种示例图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

公司核心菌种不断进行科学循证和专利发布, 战略布局益生菌制药领域。公司进行更为深层次地研究, 益生菌主要功效或作用不断拓展, 通过大样本的临床试验验证菌株的益生功能。

图表 19 核心菌种功效示意图

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	调节人体肠道菌群年轻化; 预防中老年人群上呼吸道感染; 稳定不同年龄人群肠道菌群; 减缓肾脏疾病; 拮抗肠道致病菌; 提高机体免疫力; 调节肠道菌群稳态; 提高机体抗氧化能力; 调节血脂代谢、保护肝脏; 改善糖耐量受损、预防 II

乳双歧杆菌 V9	分离自健康蒙古族儿童肠道	型糖尿病; 预防和治疗乳房炎; 降低肿瘤和结肠癌发生风险; 减少抗生素引起的菌群失调等 有效治疗腹泻和便秘, 改善肠道菌群; 对多囊卵巢综合征 (PCOS) 的缓解; 拮抗肠道致病菌, 对腹泻动物的保护等
植物乳杆菌 P-8	分离自内蒙古大草原自然发酵牛乳	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; 提高机体免疫力; 预防脂肪沉积, 调节肠道菌群, 减少抗生素依赖等
乳双歧杆菌 Probio-M8	分离自健康妇女母乳	缓解哮喘; 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; 辅助治疗帕金森和冠心病等
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

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

近年来公司与国内多家三甲医院联合累计开展了 50 多项临床试验, 目前已完成 29 项。辅助治疗二型糖尿病、预防上呼吸道感染、缓解哮喘症状、抗焦虑、抗过敏等益生功能被不断证实。从 2019 年开始, 公司开始布局益生菌制药领域, 将益生菌研发工作推向新的高度。

图表 20 三甲医院合作伙伴



资料来源: 淘宝官方旗舰店, 华安证券研究所

公司核心菌株从发现到研发中的功效评估均源于和基于中国本土, 更适合中国人肠道, 在临床实证上具有领先地位, 对食品企业有针对性地开发功能性产品和药品生产企业开发各类膳食补充剂均有明显的吸引力, 正逐步实现对跨国巨头益生菌制品的替代。公司核心菌株临床试验的样本均为中国人群或亚洲人群, 而国外益生菌所做临床试验样本一般为欧美人群。因人种和饮食习惯存在差异, 所以公司的益生菌更适合中国人肠道。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。

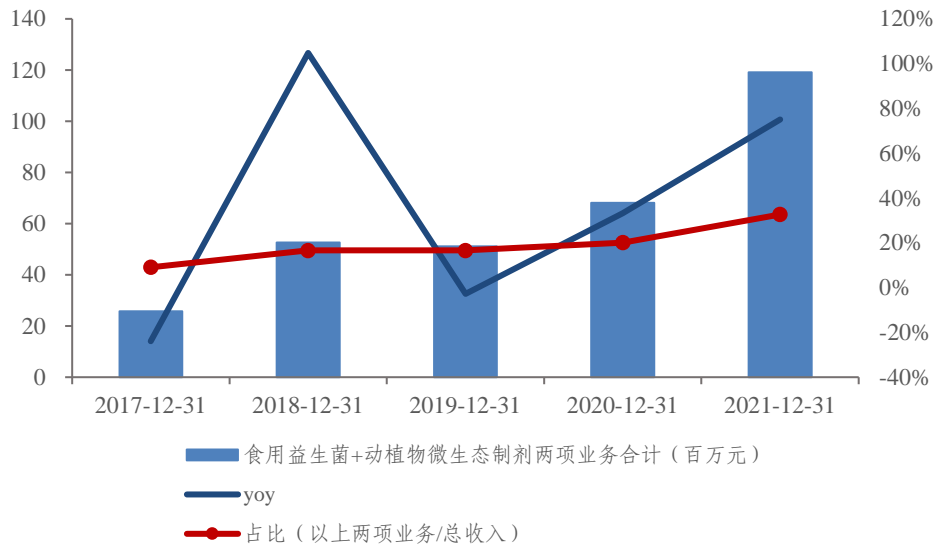
3 核心增长点：益生菌业务实现高增，复配业务扩展新方向

3.1 食用益生菌业务爆发式增长，益生菌业务高毛利贡献增长点

益生菌相关业务：1) **食用益生菌制品：**主要包括面向企业客户食品级益生菌原料菌粉（用作食品配料或宠物食品配料）和面向终端消费者的“益适优”品牌系列益生菌终端消费品。公司在现有食用益生菌制品的基础上，不断深化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，其核心菌株显著的应用功效对食品企业有针对性地开发功能性食品，药品生产企业开发各类膳食补充剂均有明显的吸引力；2) **动植物生态制剂：**动物生态制剂主要包括应用于畜牧养殖业的生态饲料添加剂和青贮饲料生态制剂。生态饲料添加剂主要作用是调节和改善动物的肠道菌群，提高饲料转化率，改善其健康状态，从而增强抗病能力，能替代抗生素等药物。青贮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；植物生态制剂主要应用于农作物种植，能够改良土壤，预防土壤板结，提高肥料转化率。

公司不断加大益生菌业务投入，食用益生菌+动植物生态制剂两项业务合计逐年攀升，2021年两项业务规模达到1.19亿元，同比增长75%，2017-2021年CAGR为46.78%，两项业务合计占比达到32.67%，较2017年提升23.62PCT，2022H1两项业务合计迈入新台阶，合计占比提升至45.52%。

图表 21 食用益生菌+动植物生态制剂两项业务合计规模、增速及占比变动

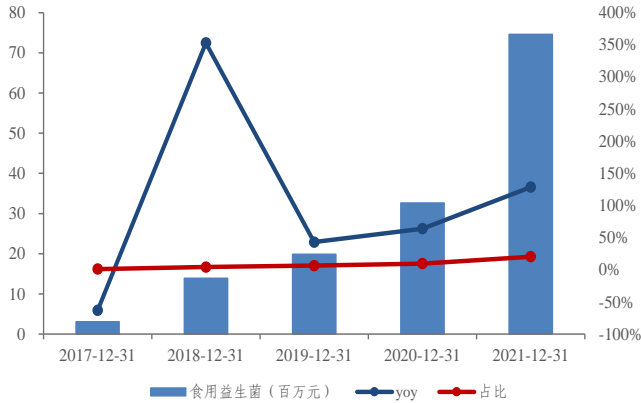


资料来源：公司公告，华安证券研究所

拆分来看，1) **食用益生菌业务实现爆发式增长：**2017年食用益生菌业务收入为2260万元，2021年食用益生菌业务达到4456万元，2017-2021年CAGR为122.01%，业务占比从1.08%提升到20.45%，2022H1食用益生菌业务收入为5373万元，同比增长90.69%，公司凭借多年研发积累的明星菌株和先进的生产加工工艺，

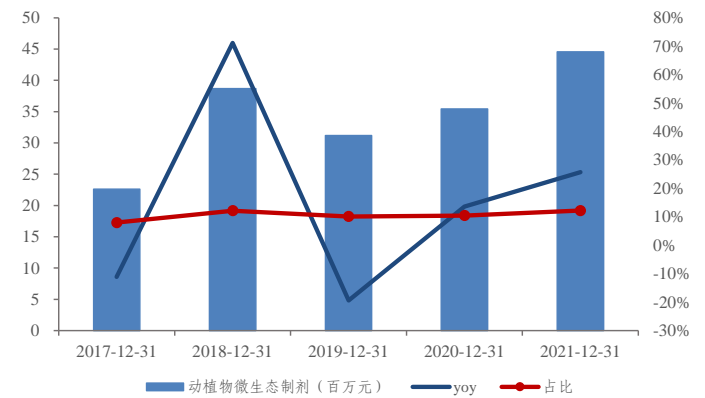
在市场上有很强的竞争力。公司客户数量和质量均不断提升，B 端业务和 C 端业务也均有较大增长。**2) 动植物微生物生态制剂快速增长：**2017 年动植物微生物生态制剂收入为 307 万元，2021 年食用益生菌业务达到 7458 万元，2017-2021 年 CAGR 为 18.5%，业务占比从 7.97% 提升到 12.22%，2022H1 动植物微生物生态制剂业务收入为 4456 万元，同比增长 16.46%。

图表 22 食用益生菌业务收入、增速及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

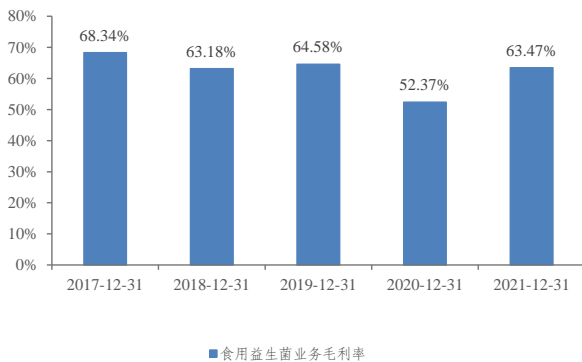
图表 23 动植物微生物生态制剂收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

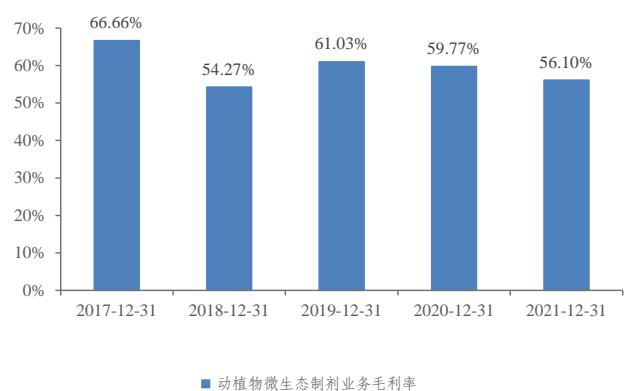
益生菌业务收入毛利率较高，贡献盈利增长点。2017-2021 年食用益生菌业务毛利率分别 68.34%、63.18%、64.58%、52.37%、63.47%，除 2020 年在产能释放阶段中，其余年份均在 63% 以上的高位。同时动植物微生物生态制剂也是高于公司整体毛利率水平，2017-2021 年动植物微生物生态制剂业务毛利率分别为 66.66%、54.27%、61.03%、59.77%、56.10%。

图表 24 食用益生菌业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 动植物微生物生态制剂业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

3.2 益生菌业务收入提升方向：B 端是基石+C 端去拓展+技术服务增加收入

食用益生菌按照产品阶段可以分为益生菌原粉、原料菌粉、终端消费品 3 个方向，三类产品在生产上存在先后顺序，而原料菌粉和终端消费品两类产成品在销售上又存在并行

关系。三类产品在生产过程中，限制产成品产能的因素既包括益生菌原粉发酵冻干设备的产能，也包括原料菌粉和终端消费品混料、包装设备的产能。

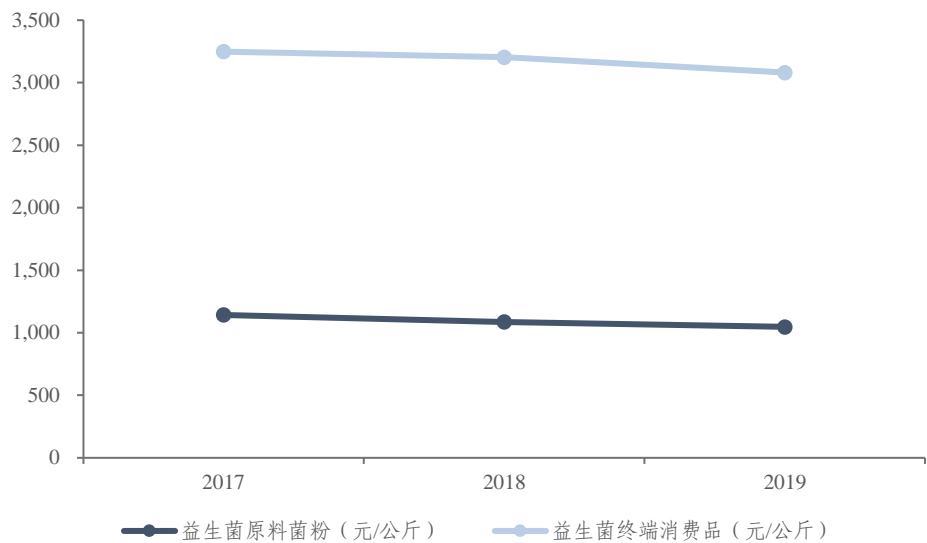
图表 26 益生菌不同产品的产品阶段和性质

产品	产品阶段	产品性质
益生菌原粉	半成品	益生菌原粉是益生菌发酵并经真空冻干和粉碎后的初级产品，其中仅含有益生菌和保护剂（用于防止益生菌活菌死亡）；益生菌原粉含菌量通常较高，通常为 2,000-6,000 亿 CFU/g。
原料菌粉	产成品	在益生菌原粉生产完毕后，与麦芽糊精、低聚半乳糖等载体混合，再经过简单包装，形成原料菌粉；为便于公司内部管理，原料菌粉的含菌量均被标准化。经过标准化的原料菌粉既可以直接面向企业客户出售，也可以进一步用于生产终端消费品。
终端消费品	产成品	将不同菌种的原料菌粉按照一定比例进行复配，并进一步加入水果粉（用于调配口味）、木糖醇、麦芽糖醇等配料后，经过混合、包装，最终制成压片糖果、固体饮料等益生菌终端消费品。根据产品类别不同，益生菌终端消费品含菌量通常为 50-250 亿 CFU/g。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

按照招股说明书披露的益生菌原粉和终端消费品相关数据，2017-2019 年公司原料菌粉和益生菌终端消费品销售均价整体保持稳定。整体而言，公司销售的益生菌原料菌粉为非标准化产品，菌粉中菌株种类及活菌数会根据客户需求进行配方，因此向不同客户销售的菌粉价格会存在一定差异。

图表 27 益生菌原料菌粉和益生菌终端消费品价格变动对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司食用益生菌各类产品已经在市场上形成了较强的影响力，特别是部分大型乳制品企业、医药保健品生产制造企业、日化和食品企业，已经开始全面替代或尝试在其产品中添加使用公司生产的益生菌制品，众多企业把益生菌的应用作为全面升级产品档次、提升卖点、增强产品营养保健功能的重要手段，预计未来公司在 B 端销售仍能保持快速增长。

图表 28 科拓生物合作伙伴



资料来源：公司官网，华安证券研究所

C 端自有品配快速发展, 不同渠道采取差异化的营销策略。公司目前拥有多个自有品牌，如“益适优”、“益生和美”、“百益多”等，除“益适优”品牌为公司自营外，其他品牌均已授权方式给其他经销团队进行运营。公司上半年开发了临床营养板块品牌“益永君”，并将该品牌独家授权给武汉永君生物科技有限公司，由该公司负责品牌相关益生菌产品在医院、药店和健康管理机构等专业渠道的推广和销售。公司 C 端业务以委托经销商铺货为主，线上、线下、母婴、美容、临床营养等不同渠道采取差异化的营销策略，分别委托不同经销商予以实施，公司重点负责产品设计、卖点提炼、市场宣传、品牌推广、市场定价等基础工作。

图表 29 “益适优”系列产品



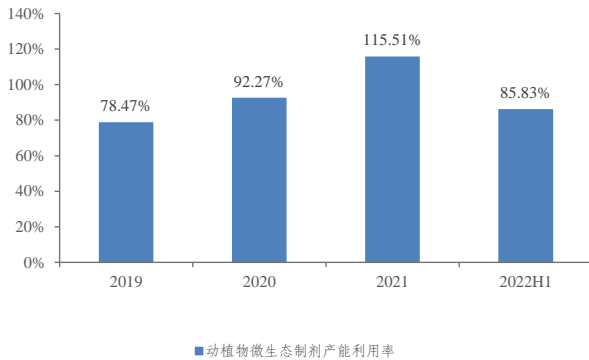
资料来源：淘宝官方旗舰店，华安证券研究所

加强技术服务收入，为未来增长做好布局。未来公司有望通过菌种资源库和核心菌株丰富的临床试验资料，广泛开展各种形式的技术合作，增加公司技术服务收入。通过菌株资源有条件转让、资源和技术共享、合作研发、授权使用等手段，深化和各战略合作伙伴合作的广度和深度，为未来业务的增长做好布局。2021Q3 公司转让了一株益生菌给蒙牛乳业，整体交易价格为 1,000 万元，已经根据合同进展确认了部分收入，也拉高了净利率。

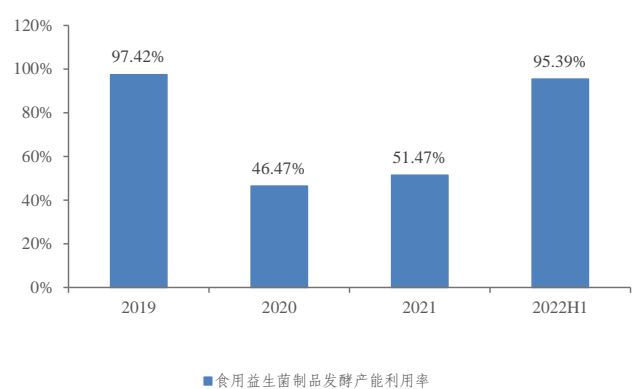
3.3 募投项目有望突破产能瓶颈，获得发展持久动力

益生菌业务产能进入瓶颈期：1) 公司动植物微生态制剂：2019年-2021年公司动植物微生态制剂的产能利用率分别为78.47%、92.27%、115.51%，2022H1产能利用率为85.83%，产能利用率亦保持在较高水平。2022年1-6月，动微生态制剂产品产能利用率相对较低，主要是由于该产品未达到销售旺季。2) 食用益生菌业务：考虑到制约食用益生菌制品产能的主要因素为益生菌原粉产能（即发酵、冻干设备的产能），公司以益生菌原粉的产能和产量作为衡量食用益生菌制品产能利用率的依据。2019年度至2022年1-6月，公司食用益生菌制品发酵产能利用率分别为97.42%、46.47%、51.47%和95.39%。按照时点数据来看，2020年产能利用率较低，主要是因为2019年公司食用益生菌制品老生产基地产能基本已达到饱和状态，2020年10月起公司食用益生菌制品产能随着新的生产基地竣工投产而大幅增长，前期试生产阶段产品稳定性相对存在一定波动，因此整体产能利用率相对较低。2021年开始迅速释放产能，2022年1-6月公司食用益生菌制品产能达到95.39%，且截止目前已基本达到满产状态。

图表 30 动植物微生态制剂产能利用率



图表 31 食用益生菌制品发酵产能利用率



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

募投项目扩充产能，把握下游行业增长机会，提升公司盈利能力和市场占有率。2022年7月，公司拟募集资金总额不超过7亿元，扣除发行费用后将用于完善项目和补充流动资金，项目建成后可实现年产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的生产能力。1) 公司本次募投项目在产品线等方面完全涵盖了原募投项目中食品配料生产基地和研发中心的全部内容。2) 公司“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”已于2020年竣工达产且经营效果良好，有望在2022年实现满产，为公司进一步扩大益生菌原料菌粉和终端消费品的生产产能奠定了良好的基础。

图表 32 募集资金投资规划

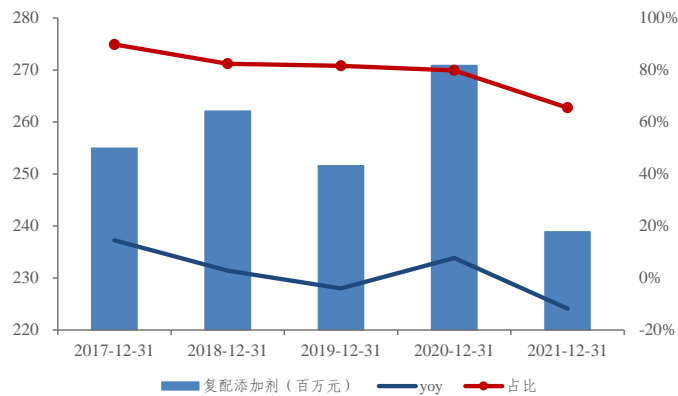
序号	项目名称	投资金额 (万元)	前次募集资金 变更后投入金额	使用募集 资金金额
1	食品板块研发生产基地项目	105,738.73	17,181.32	62,000.00
2	补充流动资金	8,000.00	-	8,000.00
合计		113,738.73	17,181.32	70,000.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4 复配业务客户粘度较高，积极寻求新方向

2017 年公司复配添加剂收入为 2.55 亿元，2021 年此项业务收入为 2.39 亿元，业务占比从 89.86% 下降到 65.51%，2022H1 复配添加剂业务收入为 8120 万元，同比下滑 33.63%。2019 年底新冠疫情的爆发对我国酸奶制品的发展带来了一定负面影响，2020 年酸奶制品市场规模及在其在乳制品占比双双出现回落。新冠疫情为酸奶市场带来的影响如下，常温酸奶作为传统亲友拜访时的馈赠佳品每年春节期间都会经历一个销量的高潮，但 2020 年春节伊始新冠疫情的爆发使人们倾向于减少互相拜访，对常温酸奶的销量带来了较大负面影响。

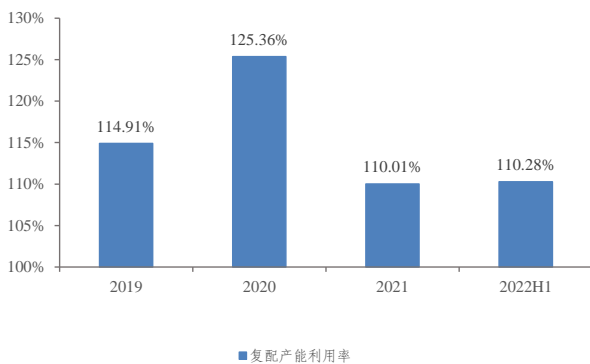
图表 33 复配添加剂业务收入、增速及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

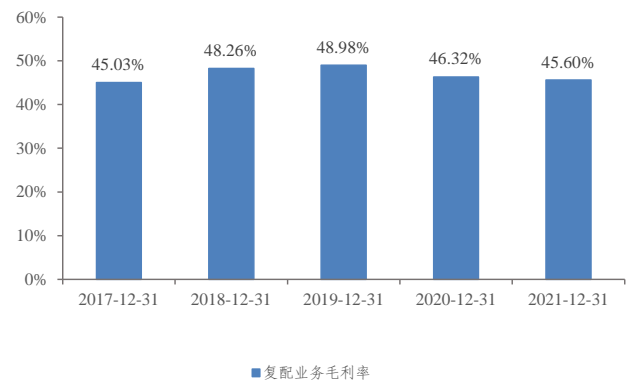
2019 年至 2022 年 H1，公司复配食品添加剂产品的产能利用率分别为 114.91%、125.36%、110.01% 和 110.28%，公司复配食品添加剂产品的产量已超过设计产能。公司复配业务毛利率有所波动，但基本保持在 45% 以上。

图表 34 复配添加剂产能利用率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 35 复配业务毛利率变动图

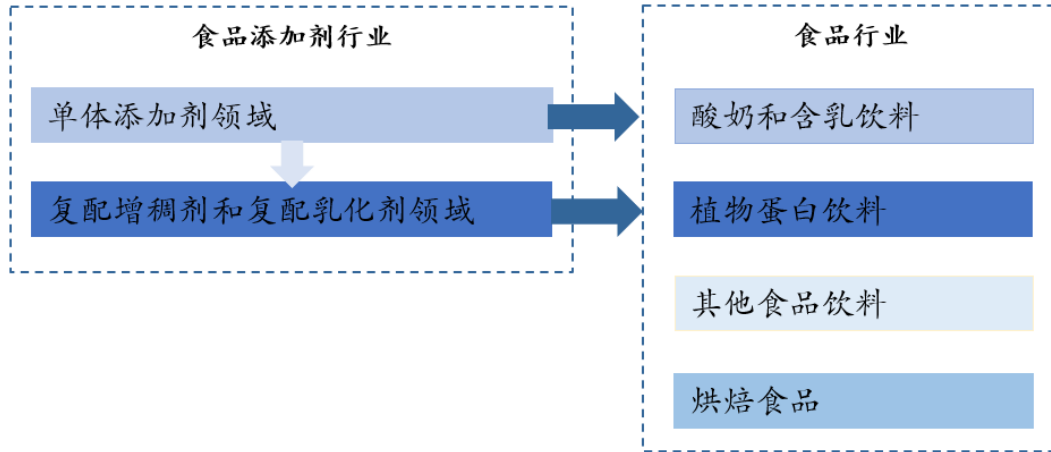


资料来源：wind，华安证券研究所

复配添加剂客户开发周期较长，黏度较高。研发人员根据对终端产品市场发展趋势的预测或客户定制化需求，明确产品配方和工艺开发方向。研发人员通过专业知识储备并结合既有产品配方特性进行新配方设计，通过小试、中试检验新配方、新工艺效果并对其

进行不断调整，以满足终端产品的需求，最终形成复配食品添加剂配方及配套的终端产品生产工艺，作为公司产品储备并向客户推荐。因此公司为客户提供全套解决方案，一般来说开发产品周期较长，一旦产品采用，客户会比较稳定。

图表 36 复配添加剂适用领域



资料来源：公司公告，华安证券研究所

复配应用较广，积极寻求新方向。公司将寻求与乳制品企业、植物蛋白饮料生产企业、烘焙食品生产企业（比如江中药业和达利园）合作进行发酵乳制品配料、植物蛋白饮料用配料、烘焙食品配料的现场试验和试用，进行前期市场培育。公司将继续紧跟市场不断进行产品配方的迭代创新，就能够带动复配食品添加剂业务收入的持续增长。

4 投资建议

总体来看，公司收入结构进一步优化，预计在未来 2 年内，食用益生菌制品的销售将超过复配食品添加剂，成为公司收入占比最大、盈利能力较强、市场竞争优势明显的业务板块。**1) 收入方面：**复配业务今年受到疫情影响，同比有所下滑，23-24 年预期保持平稳，食用益生菌业务保持高速增长，22/23/24 年分别增长 80%/65%/55%，动植物微生物制剂保持每年接近 20% 增长；**2) 毛利率方面：**公司复配业务随着价格优惠等多方因素，毛利率小幅下滑，益生菌业务随着产能不断打满，维持高毛利率水平的同时，稳中 small 升；**3) 费用方面：**公司益生菌业务仍处于宣传推广期间，22/23/24 年销售费用率实现小幅提升，分别为 7.1%/7.15%/7.25%，管理费用率小幅提升，研发费用率有所加大，保障未来持久动能。综合以上，我们预计公司 2022/2023/2024 年分别实现营业收入 4.03/5.03/6.41 亿元，同比增长 10.5%/24.8%/27.4%，归母净利润分别为 1.29/1.63/2.11 亿元，同比增长分别为 17.8%/26.3%/29.1%，EPS 分别为 0.87/1.10/1.42 元/股。

从估值角度，公司作为食用益生菌龙头，具备亚洲最大的菌种库，可享受一定的估值溢价，目前按照以上盈利预测，对应 PE 分别为 36/29/22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

食品安全事件、菌株安全事件，动销不及预期，疫情带来的不确定性等。

分析师与研究助理简介

分析师: 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师: 陈姝, 英国华威大学金融硕士, 食品科学与工程专业本科, 曾任职于长城证券, 水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。